

神州泰岳 (300002)

2025 年半年报点评：业绩符合预期，关注新游周期及 AI 应用落地

买入（维持）

2025 年 08 月 27 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 陈欣

执业证书：S0600524070002

chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	5,962	6,452	5,485	7,176	7,458
同比（%）	24.06	8.22	(15.00)	30.84	3.94
归母净利润（百万元）	887.18	1,427.67	1,105.51	1,328.13	1,445.24
同比（%）	63.84	60.92	(22.57)	20.14	8.82
EPS-最新摊薄（元/股）	0.45	0.73	0.56	0.68	0.73
P/E（现价&最新摊薄）	32.13	19.97	25.78	21.46	19.72

投资要点

■ **事件：**2025H1 公司实现营业收入 26.85 亿元，yoy-12.05%，归母净利润 5.09 亿元，yoy-19.26%，扣非归母净利润 4.88 亿元，yoy-21.02%。其中，2025Q2 实现营业收入 13.61 亿元，yoy-12.99%，qoq+2.85%，归母净利润 2.71 亿元，yoy-19.40%，qoq+13.45%，扣非归母净利润 2.62 亿元，yoy-20.95%，qoq+15.61%，业绩符合我们及市场预期。

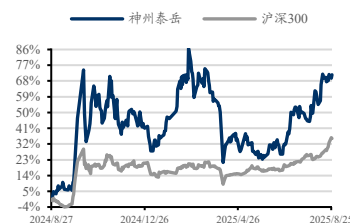
■ **游戏业务：**存量游戏稳健，关注新游上线进展。2025H1 公司游戏业务收入 20.28 亿元，yoy-16.41%，毛利率 73.48%，yoy+0.62pct，净利润 6.68 亿元，yoy-18.80%，净利率 32.93%，yoy-0.96pct，收入及净利润同比回落主要系《Age of Origins》《War and Order》生命周期内流水自然回落，2025H1 流水分别为 15.22、4.66 亿元，yoy-17.33%、-16.85%。展望后续，存量游戏《AOO》《WAO》有望延续长线运营，流水及利润贡献趋稳，新游《Stellar Sanctuary》《Next Agers》已于 2025 年初前后上线海外地区，当前处于测试调优阶段，有望自 2025Q3 末起先后开启推广，且两款新游已获国产游戏版号，积极关注海外推广节奏及国服上线进展，此外公司还储备有多款 SLG 新游，有望于 2026H1 先后上线测试。我们认为当前出海 SLG 赛道正处于泛用户扩容阶段，公司深耕出海 SLG 赛道，有望凭借多年积累的经验，快速迭代并推出新游，实现新品突破，持续关注公司新游测试表现及正式推广节奏。

■ **计算机业务：**推进产品化和国际化，关注 avavox 落地情况。2025H1 公司计算机及其他业务实现收入 6.57 亿元，yoy+4.82%，主要系物联网/通讯、创新服务业务增长良好。公司持续推进产品化和国际化，推进 AI 技术在各业务领域的商业化应用和落地，2025H1 公司推出“泰岳灯塔”AI 大模型应用能力体系，包括面向企业的大模型语音机器人 avavox、面向 ICT 运营管理的“岳擎”数智化新 IT 运营大模型体系等。其中 avavox 结合鼎富智能的智能语音交互实践积累，内置 200 多个行业模板，覆盖运营商满意度回访、电商唤醒、餐饮通知、智能电销等多种行业场景，帮助企业客服、销售、HR、财务、IT 等各个岗位高效处理简单、重复、海量的日常沟通工作。Avavox 采用订阅付费的商业模式，服务高度产品化，经营杠杆有望随收入增长不断体现，因此持续关注 avavox 的客户数量增长、付费情况以及出海节奏，看好公司产品化、国际化战略持续推进，计算机业务盈利能力有望持续改善。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑新游推广，我们下修 2025 年、上调 2026-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 为 0.56/0.68/0.73 元（此前为 0.59/0.64/0.69 元），对应当前股价 PE 26/21/20 倍。我们看好公司存量 SLG 游戏延续稳健表现，新游有望突破带来弹性，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**老游长线运营不及预期风险，新游流水不及预期风险，计算机业务进展不及预期风险，行业监管风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.49
一年最低/最高价	8.20/16.08
市净率(倍)	3.88
流通 A 股市值(百万元)	26,763.78
总市值(百万元)	28,504.35

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.74
资产负债率(% ,LF)	13.92
总股本(百万股)	1,967.17
流通 A 股(百万股)	1,847.05

相关研究

《神州泰岳(300002)：2024 年年报及 2025 年一季报点评：存量游戏稳健运营，静待新游周期开启》

2025-04-28

《神州泰岳(300002)：2024 年三季报点评：业绩符合我们预期，关注新游上线进展》

2024-10-30

神州泰岳三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,085	5,787	7,101	8,314	营业总收入	6,452	5,485	7,176	7,458
货币资金及交易性金融资产	2,561	3,438	4,608	5,803	营业成本(含金融类)	2,514	2,109	2,724	2,794
经营性应收款项	909	776	913	949	税金及附加	18	15	19	20
存货	153	117	113	93	销售费用	1,007	878	1,579	1,604
合同资产	19	16	22	22	管理费用	1,269	987	1,148	1,193
其他流动资产	1,443	1,440	1,445	1,446	研发费用	333	356	395	410
非流动资产	3,047	3,191	3,245	3,252	财务费用	(110)	(76)	(78)	(77)
长期股权投资	5	5	5	5	加:其他收益	81	55	86	90
固定资产及使用权资产	409	401	436	441	投资净收益	50	55	72	75
在建工程	3	3	3	3	公允价值变动	(31)	(20)	(18)	(19)
无形资产	185	171	190	192	减值损失	118	(3)	(3)	0
商誉	1,354	1,354	1,354	1,354	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	1,641	1,302	1,526	1,659
其他非流动资产	1,089	1,254	1,254	1,254	营业外净收支	(8)	0	0	0
资产总计	8,132	8,978	10,345	11,565	利润总额	1,633	1,302	1,526	1,659
流动负债	1,097	961	1,183	1,158	减:所得税	214	195	198	216
短期借款及一年内到期的非流动负债	33	30	30	30	净利润	1,419	1,107	1,328	1,444
经营性应付款项	397	355	443	431	减:少数股东损益	(8)	(9)	(11)	(12)
合同负债	151	137	172	172	归属母公司净利润	1,428	1,106	1,328	1,445
其他流动负债	515	439	537	525	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.73	0.56	0.68	0.73
非流动负债	22	30	30	30	EBIT	1,621	1,226	1,448	1,583
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,749	1,284	1,490	1,632
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	61.04	61.54	62.04	62.54
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	22.13	20.16	18.51	19.38
其他非流动负债	15	22	22	22	收入增长率(%)	8.22	(15.00)	30.84	3.94
负债合计	1,119	991	1,213	1,188	归母净利润增长率(%)	60.92	(22.57)	20.14	8.82
归属母公司股东权益	7,011	7,984	9,130	10,376					
少数股东权益	2	3	3	1					
所有者权益合计	7,013	7,988	9,133	10,378					
负债和股东权益	8,132	8,978	10,345	11,565					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,648	1,176	1,394	1,395	每股净资产(元)	3.57	4.06	4.64	5.27
投资活动现金流	(1,726)	(146)	(24)	18	最新发行在外股份(百万股)	1,967	1,967	1,967	1,967
筹资活动现金流	(228)	(141)	(183)	(199)	ROIC(%)	21.85	13.82	14.65	14.06
现金净增加额	(284)	897	1,188	1,214	ROE-摊薄(%)	20.36	13.85	14.55	13.93
折旧和摊销	129	58	42	50	资产负债率(%)	13.76	11.03	11.72	10.27
资本开支	(164)	(54)	(96)	(57)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.97	25.78	21.46	19.72
营运资本变动	280	38	76	(42)	P/B(现价)	4.06	3.57	3.12	2.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>