



2025 年 08 月 29 日

公司点评

增持/维持

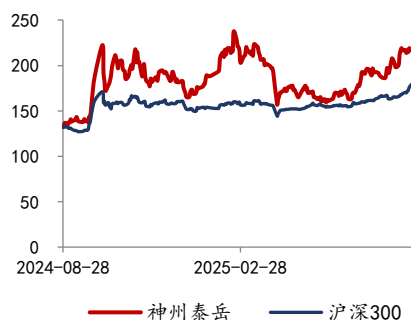
神州泰岳 (300002)

昨收盘: 13.82

传媒互联网

2025Q2 业绩环比改善，关注新游及 AI 产品上线表现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 19.67/18.47
 总市值/流通(亿元) 271.86/255.26
 12 个月内最高/最低价 15.98/8.10 (元)

■ 相关研究报告

《存量产品稳健运营，关注多款 SLG 新游上线表现》——2025-04-28
 《24Q3 业绩环比增长，静待储备新游上线》——2024-10-30

■ 证券分析师：郑磊

E-MAIL: zhenglei@tpyzq.com
 分析师登记编码: S1190523060001

■ 联系人：李林丹

E-MAIL: lilh@tpyzq.com
 一般证券业务登记编码: S1190123120023

事件：

公司 2025H1 实现营收 26.85 亿元，同比下降-12.05%；归母净利润 5.09 亿元，同比下降-19.26%；归母扣非净利润 4.88 亿元，同比下降-21.02%。其中，2025Q2 实现营收 13.61 亿元，同比下降-12.99%；归母净利润 2.71 亿元，同比下降-19.40%；归母扣非净利润 2.62 亿元，同比下降-20.95%。

➤ 2025H1 业绩承压，2025Q2 环比改善

2025H1 公司营收及归母净利润同比下降，主要系两款主要游戏《Age of Origins》和《War and Order》从高速增长阶段进入稳定阶段，流水同比下滑，使得游戏业务收入同比下降-16.41%。其中，2025Q2 营收及归母净利润均实现环比改善，且归母净利润环比增长 13.45%，高于营收增速，主要系游戏买量投入减少，使得销售费用环比下降-17.03%。

➤ 两款储备 SLG 新游发行在即，关注上线节奏及表现

2025 年元旦前后，公司在海外对两款新游《Stellar Sanctuary》和《Next Agers》开展商业化测试，并不断对游戏的内容、数值等进行多次调优，目前游戏已进入 AppStore 上线倒计时阶段。同时，两款游戏的中文版《荒星传说：牧者之息》和《长河万卷》均已获得国产游戏版号，未来计划在国内上线。此外，三款 SLG 储备游戏《代号：XCT》、《代号：A002》、《代号：MN》预计将从今年底到明年二季度陆续开启商业化。看好公司在擅长的 SLG 品类上的持续深耕，关注多款新游上线节奏及表现。

➤ “泰岳灯塔”及三大 AI 垂类产品发布，关注产品落地表现

6 月 10 日，公司发布 AI 大模型应用能力体系“泰岳灯塔”，其以“1 个 AI 双核引擎·1 个垂类智能体矩阵·N 个行业赋能解决方案”的全维架构，为各行业的企业级 AI 落地提供支持。其中，垂类智能体矩阵包含面向特定行业的三大 AI 垂类产品，即面向企业的语音数字员工 avavox 智能语音机器人、面向 ICT 运营管理的“岳擎”数智化新 IT 运营大模型体系、面向信息安全的“泰岳泰斗”安全大模型系统。重点新产品 avavox 基于应用场景、使用方式、商业模式轻量化的特点，为 B 端客户的满意度回访、沉睡用户唤醒等日常高频使用场景提供 30 秒快速搭建、按需计费的人工智能语音机器人服务。除国内市场外，avavox 亦计划在海外市场上线，关注后续产品客户起量、付费情况等表现。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司核心游戏持续贡献流水基本盘，两款 SLG 新游《Stellar Sanctuary》和《Next Agers》上线有望较先贡献增量。此外，“泰岳灯塔”及三大 AI 垂类产品发布有望推动软件和信息技术服务业务发展。因此，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 62.1/70.6/74.0 亿元，对应增速-3.79%/13.7%/4.81%，归母净利润分别为 11.1/13.4/14.2 亿元，对应增速-22.6%/21.1%/5.84%。给予公司“增持”评级。

➤ 风险提示：

政策监管趋紧的风险，游戏行业增速放缓的风险，游戏流水、上线节奏不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6452	6208	7057	7397
营业收入增长率（%）	8.22%	-3.79%	13.69%	4.81%
归母净利（百万元）	1428	1106	1338	1417
净利润增长率（%）	60.92%	-22.56%	21.05%	5.84%
摊薄每股收益（元）	0.73	0.56	0.68	0.72
市盈率（PE）	19	25	20	19

资料来源：iFind，太平洋证券研究院，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2127	1830	4083	5502	7053
应收票据及账款	832	919	870	989	1037
预付账款	8	9	11	12	13
其他应收款	14	19	14	16	17
存货	166	153	186	209	224
其他流动资产	656	2156	1221	1288	1315
流动资产合计	3803	5085	6385	8017	9658
长期股权投资	7	5	0	-5	-10
固定资产	365	409	310	210	111
在建工程	0	3	3	2	2
无形资产	218	185	13	-159	-331
长期待摊费用	2	2	1	0	0
其他非流动资产	2407	2443	2383	2322	2262
非流动资产合计	3000	3047	2709	2371	2032
资产总计	6803	8132	9095	10388	11690
短期借款	20	17	0	0	0
应付票据及账款	386	393	454	511	546
其他流动负债	573	687	652	735	781
流动负债合计	979	1097	1106	1246	1326
长期借款	9	8	5	3	1
其他非流动负债	28	15	15	15	15
非流动负债合计	37	22	20	18	16
负债合计	1016	1119	1126	1264	1342
股本	1961	1963	1963	1963	1963
资本公积	670	581	581	581	581
留存收益	3134	4467	5434	6604	7842
归属母公司权益	5764	7011	7978	9147	10386
少数股东权益	22	2	-9	-23	-38
股东权益合计	5787	7013	7968	9124	10348
负债和股东权益合计	6803	8132	9095	10388	11690

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	880	1419	1013	1243	1321
折旧与摊销	155	129	333	334	333
财务费用	-72	-110	-10	-17	-22
投资损失	-21	-50	-30	-30	-30
营运资金变动	-176	312	980	-73	-9
其他经营现金流	312	-52	93	93	93
经营性现金净流量	1078	1648	2379	1551	1686
资本支出	172	177	0	0	0
长期投资	-531	-1606	0	0	0
其他投资现金流	-22	58	23	23	23
投资性现金净流量	-724	-1726	23	23	23
短期借款	-30	-3	-17	0	0
长期借款	5	-1	-2	-2	-2
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	86	-88	0	0	0
其他筹资现金流	-149	-137	-130	-152	-157
筹资性现金净流量	-87	-228	-149	-154	-158
现金流量净额	307	-284	2253	1419	1550

资料来源: iFinD, 太平洋证券研究院

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5962	6452	6208	7057	7397
营业成本	2222	2514	2530	2845	3040
税金及附加	17	18	18	21	22
销售费用	1470	1007	993	1129	1147
管理费用	917	1269	1117	1235	1257
研发费用	330	333	341	353	370
财务费用	-72	-110	-10	-17	-22
资产减值损失	-91	-114	-103	-117	-123
信用减值损失	1	232	77	87	92
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	21	50	30	30	30
公允价值变动损益	-24	-31	0	0	0
资产处置收益	0	0	2	2	2
其他收益	66	81	64	64	64
营业利润	1052	1641	1287	1557	1648
营业外收入	1	0	4	4	4
营业外支出	1	8	4	4	4
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	1051	1633	1286	1557	1648
所得税	171	214	192	232	246
净利润	880	1419	1094	1324	1402
少数股东损益	-7	-8	-11	-14	-15
归属母公司股东净利润	887	1428	1106	1338	1417
EBITDA	1135	1652	1609	1874	1959
NOPLAT	771	1080	1085	1309	1382
EPS (元)	0.45	0.73	0.56	0.68	0.72

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营收增长率	24.1%	8.2%	-3.8%	13.7%	4.8%
营业利润增长率	69.0%	56.0%	-21.6%	21.0%	5.8%
EBIT 增长率	80.5%	55.6%	-16.2%	20.7%	5.6%
EBITDA 增长率	61.6%	45.6%	-2.6%	16.4%	4.5%
归母净利润增长率	63.7%	60.9%	-22.6%	21.1%	5.8%
经营现金流增长率	3.2%	52.8%	44.4%	-34.8%	8.7%
盈利能力					
毛利率	62.7%	61.0%	59.2%	59.7%	58.9%
净利率	14.8%	22.0%	17.6%	18.8%	19.0%
营业利润率	17.6%	25.4%	20.7%	22.1%	22.3%
ROE	15.4%	20.4%	13.9%	14.6%	13.6%
ROA	13.0%	17.6%	12.2%	12.9%	12.1%
ROIC	23.3%	31.2%	22.6%	37.8%	42.1%
估值倍数					
P/E	31	19	25	20	19
P/S	5	4	4	4	4
P/B	5	4	3	3	3
股息率	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
EV/EBIT	15.4	13.5	17.8	13.8	12.2
EV/EBITDA	13.3	12.4	14.1	11.4	10.1
EV/NOPLAT	19.5	19.0	20.9	16.3	14.3

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。