

神州泰岳 (300002.SZ)

专注 SLG 游戏出海大赛道，新游有望加快发行速度

公司发布三季报，前三季度营业收入 40.68 亿元，同比-9.86%；归母净利润 7.24 亿元，同比-33.77%；扣非归母净利润 6.96 亿元，同比-16.42%。Q3 单季度营业收入 13.84 亿元，同比-5.29%；归母净利润 2.15 亿元，同比-53.55%，扣非归母净利润 2.08 亿元，同比-3.20%。

□ 公司新游戏正处成长阶段，运营周期带来收入利润波动。25 年前三季度公司收入利润端有所波动，归母净利润同比下滑 33.77%，其中非经常性损益 2870 万元，同比大幅减少 89%，利润下滑主要是 24 年 Q3 收回诉讼应收款冲减以前计提的坏账准备带来的非经高基数，以及本期业务收入有所下降所致，扣非后净利润下滑幅度有限。今年上半年，公司两款主要产品《Age of Origins》

《War and Order》继续保持较高的玩家吸引力，但随着运营周期由高速增长阶段进入稳定阶段，实现的收入较上年同期有所下降；同时，新游戏《Stellar Sanctuary》《Next Agers》陆续上线，正处于初步成长爬坡阶段，公司对上述新游的内容、数值等多次调优，后续有望加快发行节奏逐步释放收入利润；两款新游也已获得国产游戏版号（中文名称分别为《荒星传说：牧者之息》《长河万卷》）。公司有序推进新游戏布局，打造“2+2+N”游戏产品矩阵，实现“新老并存”的产品格局。

□ 聚焦 SLG 长青品类及游戏出海大赛道，竞争优势有望释放。公司全资子公司壳木游戏专注 SLG 赛道，截至上半年运营的游戏产品 7 款，其中，上线超 6 年的《Age of Origins》和上线超 8 年的《War and Order》，累计流水均已超过 10 亿美金。同时，公司聚焦全球发行，2025 年上半年，公司的游戏业务在海外及中国港澳台地区营收占比超过九成。2025 年上半年，在美国、日本市场，《Age of Origins》位列中国出海移动游戏收入前十，是中国出海手游代表性产品之一。

□ 精心构建 AI 技术生态系统，致力于将 AI 技术融入各业务线产品之中。公司今年推出“泰岳灯塔”AI 大模型应用能力体系，包括面向企业的语音数字员工 avavox（大模型语音机器人），面向 ICT 运营管理的“岳擎”数智化新 IT 运营大模型体系和面向信息安全的“泰岳泰斗”安全大模型系统等。其中，avavox 结合鼎富智能在智能语音交互领域多年的行业实践积累，内置 200+ 行业模板，覆盖运营商满意度回访、电商唤醒、面试邀约、人事通知、财务通知、智能电销、金融智能催收等多种行业场景，有望带来商业化增量空间。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。公司核心产品经营韧性较强，但新游戏上线时间及表现略低于预期，故我们小幅下调 25 年盈利预测，预计公司 25-27 年营业收入分别为 65.30/70.78/81.40 亿元，同比增速分别为 1%/8%/15%；归母净利润分别为 10.31/13.20/16.42 亿元，同比增速分别为-28%/28%/24%，对应当前股价市盈率分别为 22.8/17.8/14.3 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：老游戏流水下滑风险、新游上线不及预期风险、买量成本上升、研发进度不及预期风险等。

强烈推荐（维持）

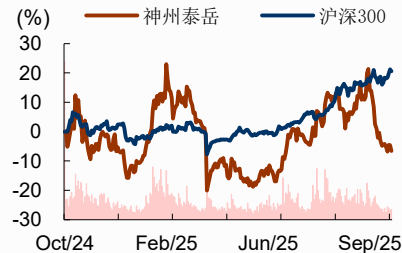
TMT 及中小盘/传媒
目标估值：NA
当前股价：11.97 元

基础数据

总股本（百万股）	1967
已上市流通股（百万股）	1823
总市值（十亿元）	23.5
流通市值（十亿元）	21.8
每股净资产（MRQ）	3.9
ROE（TTM）	14.0
资产负债率	11.1%
主要股东	李力
主要股东持股比例	6.76%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-23	5	-11
相对表现	-26	-19	-29



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《神州泰岳（300002）—规模稳健成长，创利实现突破》2025-05-05
- 2、《神州泰岳（300002）—扣非及归母净利润均大幅增长，后续新品表现值得期待》2025-01-22
- 3、《神州泰岳（300002）—利润大幅增长销售费用持续下降，后续新品储备丰富》2024-10-30

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

谢笑妍 S1090519030003

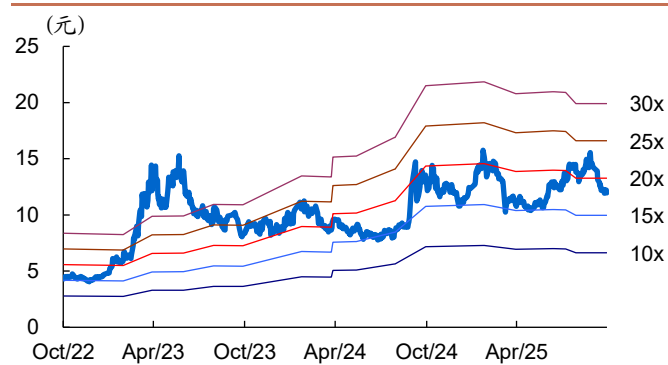
✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5962	6452	6530	7078	8140
同比增长	24%	8%	1%	8%	15%
营业利润(百万元)	1052	1641	1210	1545	1917
同比增长	69%	56%	-26%	28%	24%
归母净利润(百万元)	887	1428	1031	1320	1642
同比增长	64%	61%	-28%	28%	24%
每股收益(元)	0.45	0.73	0.52	0.67	0.83
PE	26.5	16.5	22.8	17.8	14.3
PB	4.1	3.4	3.0	2.7	2.3

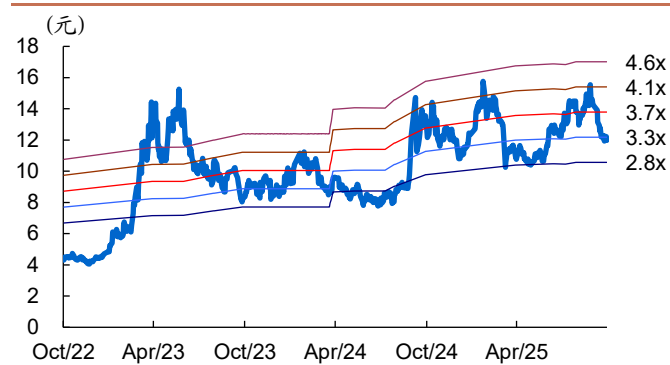
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 神州泰岳历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 神州泰岳历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3803	5085	6034	7222	8690
现金	2127	1830	4422	5494	6743
交易性投资	607	731	225	241	256
应收票据	13	18	21	27	37
应收款项	812	881	1071	1144	1295
其它应收款	14	19	14	16	19
存货	166	153	209	222	251
其他	65	1454	73	78	89
非流动资产	3000	3047	2749	2600	2463
长期股权投资	7	5	13	13	14
固定资产	341	388	484	406	398
无形资产商誉	1698	1554	1398	1258	1133
其他	953	1100	854	923	919
资产总计	6803	8132	8784	9823	11154
流动负债	979	1097	912	949	1047
短期借款	20	17	0	0	0
应付账款	386	393	388	409	477
预收账款	172	155	173	181	201
其他	402	532	351	360	369
长期负债	37	22	31	30	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他	37	22	31	30	28
负债合计	1016	1119	943	979	1075
股本	1961	1963	1963	1963	1963
资本公积金	638	572	572	572	572
留存收益	3165	4477	5311	6322	7568
少数股东权益	22	2	(5)	(13)	(24)
归属于母公司所有者权益	5764	7011	7846	8856	10102
负债及权益合计	6803	8132	8784	9823	11154

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1078	1648	2038	1269	1531
净利润	880	1419	1024	1312	1631
折旧摊销	144	114	193	186	165
财务费用	(16)	(40)	(70)	(70)	(70)
投资收益	(21)	(50)	(98)	(93)	(88)
营运资金变动	67	208	974	(64)	(110)
其它	24	(3)	15	(2)	3
投资活动现金流	(724)	(1726)	706	43	45
资本支出	(169)	(164)	(23)	(37)	(31)
其他投资	(555)	(1562)	728	81	76
筹资活动现金流	(87)	(228)	(151)	(240)	(328)
借款变动	(207)	(142)	(33)	0	0
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	105	(66)	0	0	0
股利分配	(59)	(118)	(196)	(309)	(396)
其他	74	96	79	69	68
现金净增加额	267	(306)	2593	1072	1248

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5962	6452	6530	7078	8140
营业成本	2222	2514	2351	2548	2930
营业税金及附加	17	18	18	19	22
营业费用	1470	1007	1535	1557	1628
管理费用	917	1269	1175	1133	1302
研发费用	330	333	359	389	448
财务费用	(72)	(110)	(70)	(70)	(70)
资产减值损失	(90)	118	(50)	(50)	(50)
公允价值变动收益	(24)	(31)	(11)	(12)	(14)
其他收益	66	81	58	55	52
投资收益	21	50	50	50	50
营业利润	1052	1641	1210	1545	1917
营业外收入	1	0	10	20	30
营业外支出	1	8	2	2	1
利润总额	1051	1633	1218	1563	1946
所得税	171	214	194	251	315
少数股东损益	(7)	(8)	(7)	(8)	(11)
归属于母公司净利润	887	1428	1031	1320	1642

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	24%	8%	1%	8%	15%
营业利润	69%	56%	-26%	28%	24%
归母净利润	64%	61%	-28%	28%	24%
获利能力					
毛利率	62.7%	61.0%	64.0%	64.0%	64.0%
净利率	14.9%	22.1%	15.8%	18.6%	20.2%
ROE	16.7%	22.3%	13.9%	15.8%	17.3%
ROIC	15.2%	20.6%	12.8%	14.7%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	14.9%	13.8%	10.7%	10.0%	9.6%
净负债比率	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.9	4.6	6.6	7.6	8.3
速动比率	3.7	4.5	6.4	7.4	8.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
存货周转率	13.5	15.8	13.0	11.8	12.4
应收账款周转率	8.1	7.5	6.6	6.3	6.5
应付账款周转率	5.7	6.5	6.0	6.4	6.6
每股资料(元)					
EPS	0.45	0.73	0.52	0.67	0.83
每股经营净现金	0.55	0.84	1.04	0.65	0.78
每股净资产	2.93	3.56	3.99	4.50	5.14
每股股利	0.06	0.10	0.16	0.20	0.25
估值比率					
PE	26.5	16.5	22.8	17.8	14.3
PB	4.1	3.4	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	19.8	12.8	15.0	12.0	9.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。