

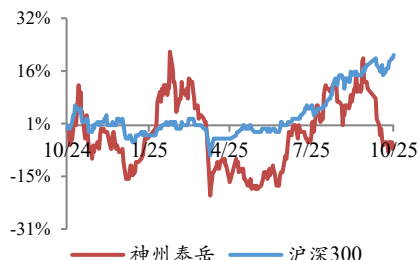
公司稳健运营，新游戏筹备中

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-10-29

收盘价（元）	12.11
近 12 个月最高/最低（元）	16.08/9.95
总股本（百万股）	1,967
流通股本（百万股）	1,823
流通股比例（%）	92.65
总市值（亿元）	238
流通市值（亿元）	221

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：赵浦轩

执业证书号：S0010525100002

邮箱：zhaopuxuan@hazq.com

相关报告

1. 神州泰岳 24 年及 25Q1 业绩点评：存量游戏稳健运营，新游海外上线打开流水空间 2025-05-13
2. 神州泰岳 24Q3 点评：重点 SLG 产品持续增长，期待海外新游上线 2024-10-30

主要观点：

● 业绩情况：

公司发布 2025 年三季度业绩。2025 前三季度公司实现营收 40.68 亿元，yoy-9.86%；实现归母净利润 7.24 亿元，yoy-33.77%；实现扣非净利润 6.96 亿元，yoy-16.42%。

25 Q3，公司营收 13.84 亿元，yoy-5.29%；归母净利润 2.15 亿元，yoy-53.55%；扣非归母净利润 2.08 亿元，yoy-3.20%。

● 存量游戏稳定运营，新游戏发行在即

公司存量游戏《Age of Origins》和《War and Order》稳定运营。8 月末，公司新游《Stellar Sanctuary》海外上线，据 AppGrowing 统计，游戏上线后在欧美和东南亚地区半个月保持单日 500 以上的广告投放量级，越南地区的投放广告数位居第二位。《Next Agers》已在美区 Google Play 和 App Store 上架。后续公司两款新游有望在国内上线。此外，公司储备的三款 SLG 游戏预计将于 26 上半年展开测试。

● “泰岳灯塔”及三大 AI 垂类产品发布，赋能多种行业场景

公司于 6 月 10 日推出“太岳灯塔”AI 大模型应用能力体系，包括三大垂类 AI 产品语音数字员工 avavox（智能语音机器人），“岳擎”数智化新 IT 运营大模型体系和“泰岳泰斗”安全大模型系统等，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，为企业提供 AI 大模型从能力构建到场景落地的全链条支撑。

重点产品 avavox，深度融合大模型并内置 200+行业模版，为 B 端用户提供多种行业场景的智能语音机器人服务。avavox 采用付费订阅的收费模式，关注后续客户订阅数量以及整体付费情况。

● 投资建议

我们预计公司 25/26/27 年归母净利润 10.8/13.0/13.8 亿元，yoy -24.3%/20.2%/6.5%，对应 PE 为 22.05/18.34/17.22。公司核心游戏长线运营有望持续为公司提供业绩增长，海外上线新游有望提供流水增量，维持“增持”评级。

● 风险提示

游戏市场竞争加剧；游戏版号发放不及预期；游戏上线延期；游戏政策不确定性等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6452	6091	6832	7342
收入同比（%）	8.2%	-5.6%	12.2%	7.5%
归属母公司净利润	1428	1080	1299	1384
净利润同比（%）	60.9%	-24.3%	20.2%	6.5%
毛利率（%）	61.0%	59.6%	63.2%	64.0%
ROE（%）	20.4%	13.3%	13.8%	12.8%
每股收益（元）	0.73	0.55	0.66	0.70
P/E	15.85	22.05	18.34	17.22
P/B	3.24	2.93	2.53	2.20
EV/EBITDA	11.98	17.05	13.31	11.69

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5085	5267	6517	7865
现金	1830	2059	3253	4542
应收账款	881	354	388	416
其他应收款	19	36	41	44
预付账款	9	30	31	33
存货	153	632	647	673
其他流动资产	2195	2156	2156	2156
非流动资产	3047	3286	3357	3420
长期投资	5	5	5	5
固定资产	388	439	482	519
无形资产	185	195	207	218
其他非流动资产	2469	2647	2663	2677
资产总计	8132	8553	9873	11284
流动负债	1097	394	412	435
短期借款	17	17	17	17
应付账款	393	163	166	174
其他流动负债	687	214	229	243
非流动负债	22	28	28	28
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	22	28	28	28
负债合计	1119	422	440	463
少数股东权益	2	5	9	13
股本	1963	1967	1967	1967
资本公积	581	614	614	614
留存收益	4467	5544	6842	8226
归属母公司股东权益	7011	8125	9424	10808
负债和股东权益	8132	8553	9873	11284

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1648	510	1337	1431
净利润	1419	1084	1303	1388
折旧摊销	129	62	69	78
财务费用	-40	1	1	1
投资损失	-50	0	0	0
营运资金变动	280	-660	-46	-44
其他经营现金流	1050	1767	1358	1440
投资活动现金流	-1726	-310	-141	-141
资本支出	-164	-167	-141	-141
长期投资	-1606	0	0	0
其他投资现金流	44	-143	0	0
筹资活动现金流	-228	31	-1	-1
短期借款	-3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	1	5	0	0
资本公积增加	-88	33	0	0
其他筹资现金流	-138	-7	-1	-1
现金净增加额	-284	229	1194	1289

利润表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6452	6091	6832	7342
营业成本	2514	2464	2514	2643
营业税金及附加	18	17	19	20
销售费用	1007	975	1161	1322
管理费用	1269	1096	1298	1395
财务费用	-110	-30	-20	-21
资产减值损失	-114	-5	-5	-5
公允价值变动收益	-31	0	0	0
投资净收益	50	0	0	0
营业利润	1641	1248	1500	1597
营业外收入	0	0	1	0
营业外支出	8	2	2	0
利润总额	1633	1247	1499	1597
所得税	214	163	196	209
净利润	1419	1084	1303	1388
少数股东损益	-8	3	4	4
归属母公司净利润	1428	1080	1299	1384
EBITDA	1749	1279	1549	1653
EPS (元)	0.73	0.55	0.66	0.70

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	8.2%	-5.6%	12.2%	7.5%
营业利润	56.0%	-24.0%	20.2%	6.5%
归属于母公司净利润	60.9%	-24.3%	20.2%	6.5%
获利能力				
毛利率 (%)	61.0%	59.6%	63.2%	64.0%
净利率 (%)	22.1%	17.7%	19.0%	18.8%
ROE (%)	20.4%	13.3%	13.8%	12.8%
ROIC (%)	20.0%	12.9%	13.6%	12.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	13.8%	4.9%	4.5%	4.1%
净负债比率 (%)	16.0%	5.2%	4.7%	4.3%
流动比率	4.64	13.37	15.83	18.08
速动比率	3.17	8.07	10.72	13.18
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.73	0.74	0.69
应收账款周转率	7.63	9.87	18.43	18.26
应付账款周转率	6.46	8.87	15.29	15.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.73	0.55	0.66	0.70
每股经营现金流 (摊薄)	0.84	0.26	0.68	0.73
每股净资产	3.57	4.13	4.79	5.49
估值比率				
P/E	15.85	22.05	18.34	17.22
P/B	3.24	2.93	2.53	2.20
EV/EBITDA	11.98	17.05	13.31	11.69

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

分析师: 赵浦轩, 英国曼彻斯特大学金融数学硕士, 吉林大学数学与应用数学学士, 覆盖 XR、游戏、影视等领域, 执业证书编号: S0010525100002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。