

神州泰岳 (300002.SZ)

新游周期及 AI 商业化将开启，业绩拐点渐近

2025 年 10 月 30 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

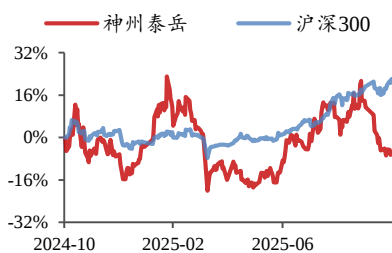
方光照（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

日期	2025/10/29
当前股价(元)	12.11
一年最高最低(元)	16.08/9.95
总市值(亿元)	238.22
流通市值(亿元)	220.71
总股本(亿股)	19.67
流通股本(亿股)	18.23
近 3 个月换手率(%)	324.4

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《看好新游周期驱动公司逐步迎来业绩拐点—公司信息更新报告》-2025.8.27
- 《海外新游推广及国内新游上线或驱动后续成长—公司信息更新报告》-2025.4.29
- 《业绩延续高增长，新游戏海外已开启商业化—公司信息更新报告》-2025.1.23

● Q3 业绩同比降幅收窄，看好新游周期下业绩迎来拐点，维持“买入”评级

公司 2025Q1-3 实现营收 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%），其中 Q3 营收 13.84 亿元（同比-5.3%），扣非归母净利润 2.08 亿元（同比-3.2%）。核心游戏产品进入成熟期以及投放策略调整使业绩承压，但 Q3 营收及扣非归母净利润同比降幅明显收窄，凸显核心游戏韧性。2025Q1-3 毛利率 58.6%，同比-3.4pct，期间费用率 39.6%，同比-1.2pct，净利率 17.5%，同比-6.5pct，净利率下降主要系 2024Q3 存在 2.53 亿元的非经常性坏账计提冲减（影响净利率 5.6pct）。我们看好新游周期下公司逐步迎来业绩拐点，维持 2025-2026 年并上调 2027 年归母净利润预测至 11.54/17.24/26.04（前值 24.62）亿元，当前股价对应 PE 分别为 20.6/13.8/9.1 倍，维持“买入”评级。

● 核心游戏企稳向上、储备游戏丰富，或开启新一轮成长

据七麦数据，《Age of Origins》7 至 9 月美国 iOS 游戏畅销榜排名均值分别为 30/29/26，排名整体企稳向上，其中 9 月 7 周年庆典活动拉动排名最高至第 17。据 SensorTower，《Age of Origins》7/8/9 月分列出海手游收入榜第 12/11/12，头部地位稳固。据七麦数据，《War and Order》7 至 9 月美国 iOS 游戏畅销榜排名均值分别为 117/109/108，同样呈现向好趋势。我们认为两款核心游戏分别上线超 6/8 年情况下流水整体平稳足见公司 SLG 实力，持续输出优质内容有望支撑流水延续。两款 SLG 新游《Stellar Sanctuary》《Next Agers》步入商业化测试尾声，且已获得国内版号并开发了小程序版本，国内外发行推广有望贡献业绩增量。在研游戏丰富，其中 3 款 SLG 新游计划于 2026 年中以前陆续开启商业化测试，新游周期开启或启动新一轮成长。

● 智能语音机器人 avavox 落地多场景，全球化拓展有望贡献业绩增量

公司 7 月推出智能语音机器人 avavox，其在出行服务场景落地成效显著，通话效率较传统人工坐席提升 3-5 倍，预计可降低业务沟通环节运营成本 40%-60%，目前落地场景覆盖金融证券、在线教育、电商推广等。10 月公司发布 avavox 全球菁英生态伙伴计划，全球市场拓展有望贡献业绩增量。

● 风险提示：新游戏流水不及预期，AI 产品推广不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,962	6,452	5,951	8,115	10,461
YOY(%)	24.1	8.2	-7.8	36.4	28.9
归母净利润(百万元)	887	1,428	1,154	1,724	2,604
YOY(%)	63.8	60.9	-19.2	49.4	51.0
毛利率(%)	62.7	61.0	58.7	61.4	63.8
净利率(%)	14.9	22.1	19.4	21.2	24.9
ROE(%)	15.2	20.2	14.1	17.5	21.0
EPS(摊薄/元)	0.45	0.73	0.59	0.88	1.32
P/E(倍)	26.9	16.7	20.6	13.8	9.1
P/B(倍)	4.1	3.4	2.9	2.4	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3803	5085	6320	8016	10627	营业收入	5962	6452	5951	8115	10461
现金	2127	1830	3192	4639	6917	营业成本	2222	2514	2458	3135	3788
应收票据及应收账款	824	899	801	963	1287	营业税金及附加	17	18	16	22	29
其他应收款	14	19	11	29	23	营业费用	1470	1007	863	1444	1988
预付账款	8	9	7	15	13	管理费用	917	1269	1012	1217	1360
存货	166	153	145	185	214	研发费用	330	333	327	381	418
其他流动资产	664	2177	2163	2186	2173	财务费用	-72	-110	43	-8	-82
非流动资产	3000	3047	2957	3027	3075	资产减值损失	-91	-114	-20	-20	-20
长期投资	7	5	5	5	5	其他收益	66	81	66	64	69
固定资产	341	388	323	430	528	公允价值变动收益	-24	-31	20	0	0
无形资产	250	200	178	141	91	投资净收益	21	50	28	33	34
其他非流动资产	2401	2454	2451	2451	2452	资产处置收益	-0	0	2	2	1
资产总计	6803	8132	9277	11043	13702	营业利润	1052	1641	1366	2042	3084
流动负债	991	1097	1089	1198	1327	营业外收入	1	0	3	3	2
短期借款	20	17	17	17	17	营业外支出	1	8	4	4	4
应付票据及应付账款	386	393	364	472	565	利润总额	1051	1633	1366	2041	3082
其他流动负债	586	687	708	708	745	所得税	171	214	219	327	493
非流动负债	25	22	22	22	22	净利润	880	1419	1147	1714	2589
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-7	-8	-7	-10	-15
其他非流动负债	25	22	22	22	22	归属母公司净利润	887	1428	1154	1724	2604
负债合计	1016	1119	1111	1220	1349	EBITDA	1133	1694	1396	2046	3056
少数股东权益	22	2	-4	-14	-29	EPS(元)	0.45	0.73	0.59	0.88	1.32
股本	1961	1963	1967	1967	1967	主要财务比率					
资本公积	670	581	581	581	581		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	3214	4514	5556	7127	9516	成长能力					
归属母公司股东权益	5764	7011	8170	9837	12382	营业收入(%)	24.1	8.2	-7.8	36.4	28.9
负债和股东权益	6803	8132	9277	11043	13702	营业利润(%)	69.0	56.0	-16.8	49.4	51.1
						归属于母公司净利润(%)	63.8	60.9	-19.2	49.4	51.0
						获利能力					
						毛利率(%)	62.7	61.0	58.7	61.4	63.8
						净利率(%)	14.9	22.1	19.4	21.2	24.9
						ROE(%)	15.2	20.2	14.1	17.5	21.0
						ROIC(%)	14.2	19.5	13.3	16.4	19.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	14.9	13.8	12.0	11.1	9.8
						净负债比率(%)	-35.9	-25.5	-38.8	-47.0	-55.8
						流动比率	3.8	4.6	5.8	6.7	8.0
						速动比率	3.6	3.2	4.4	5.3	6.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.9	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	8.4	7.6	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	5.7	6.5	12.5	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.45	0.73	0.59	0.88	1.32
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.84	0.70	0.84	1.23
						每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.56	4.15	5.00	6.29
						估值比率					
						P/E	26.9	16.7	20.6	13.8	9.1
						P/B	4.1	3.4	2.9	2.4	1.9
						EV/EBITDA	18.7	12.6	14.3	9.0	5.3
现金流量表(百万元)											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
经营活动现金流	1078	1648	1380	1652	2413						
净利润	880	1419	1147	1714	2589						
折旧摊销	144	114	103	121	145						
财务费用	-72	-110	43	-8	-82						
投资损失	-21	-50	-28	-33	-34						
营运资金变动	-176	312	135	-140	-205						
其他经营现金流	323	-38	-22	-2	-1						
投资活动现金流	-724	-1726	37	-156	-159						
资本支出	169	164	13	191	193						
长期投资	-523	-1605	0	0	0						
其他投资现金流	-32	43	49	35	35						
筹资活动现金流	-87	-228	-54	-49	23						
短期借款	-30	-3	0	0	0						
长期借款	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	1	5	0	0						
资本公积增加	86	-88	0	0	0						
其他筹资现金流	-143	-138	-59	-49	23						
现金净增加额	307	-284	1362	1447	2278						

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn