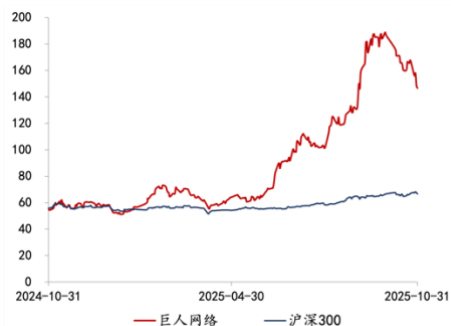


传媒互联网

2025Q3 业绩高增，关注后续《超自然行动组》业绩释放

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 19.35/19.35
总市值/流通(亿元) 678.90/678.90
12 个月内最高/最低价 45.84/10.82 (元)

■ 相关研究报告

“《2025H1 业绩同增，关注《超自然行动组》后续表现》—2025-08-29

《征途 IP 小游戏持续发力，“游戏+AI”生态不断发展》—2025-04-30

《小游戏持续发力，积极布局“游戏+AI”》—2024-11-01

■ 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 2025 年前三季度实现营收 33.68 亿元，同比增长 51.84%；归母净利润 14.17 亿元，同比增长 32.31%；归母扣非净利润 14.84 亿元，同比增长 16.50%。其中，2025Q3 实现营收 17.06 亿元，同比增长 115.63%；归母净利润 6.40 亿元，同比增长 81.19%；归母扣非净利润 6.78 亿元，同比增长 73.88%。

➤ 2025Q3 营收同环比高增，合同负债增加

2025 年前三季度公司营收同比大幅增长，且 Q3 延续高增长态势，环比增长 81.83%，主要系：1) 征途系列稳健运营：征途 IP 系列游戏持续贡献流水基本盘，其中《原始征途》小游戏成功实现用户扩圈，上半年累计新增用户突破 2000 万，且月均流水稳定维持在 1 亿元。2)

《超自然行动组》贡献增量：根据七麦数据，2025Q3《超自然行动组》ios 冒险类游戏畅销榜排名稳居前十，较 Q2 明显提高，表明流水端持续贡献增量。此外，收入递延使得 Q3 合同负债较 Q2 增加 4.44 亿元，该游戏业绩有望随递延收入陆续确认逐步释放。

➤ 多款储备游戏开启测试，关注后续上线节奏及表现

目前公司储备多款游戏，其中多人身份推理策略卡牌游戏《名将杀》已完成两次付费删档测试，中国历史题材 SLG 游戏《五千年》于 10 月 17 日开启烽火测试，休闲竞技策略对抗游戏《口袋斗蛐蛐》于 10 月 31 日开启不删档计费测试。此外，2025 年 1-10 月，公司《无尽修仙》、《热血王朝：篮球》等 4 款储备游戏获批准号。关注后续储备游戏上线节奏及上线后的表现。

➤ AI 战略版图持续扩充，投资视频生成领军企业爱诗科技

公司“游戏+AI”战略持续发展：1) 在模型能力方面：实现大语言模型、语音模型、视频生成模型的多模态全矩阵布局。2) 在游戏设计方面：《太空杀》在 6 月上线全新 AI 原生玩法“残局对决”，联合阿里通义千问、腾讯混元、字节豆包，打造行业首个“多用户与 AI 智能体混合对抗”的创新竞技机制。《原始征途》在上半年全面接入 DeepSeek-R1，实现核心 AI NPC“小师妹”的智能化升级，以“策略辅助+情感陪伴”提升用户体验。3) 在产业协同方面：持续深化与火山云、阿里云、腾讯云等云服务厂商的合作，共同推进 AI 在游戏领域的生态建设与应用创新。4) 在投资方面：参与 AI 视频生成领军企业爱诗科技 B 轮融资，积极推动游戏产业与 AI 技术的深度融合。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司征途 IP 系列游戏稳健运营,《超自然行动组》贡献增量。未来随着《超自然行动组》、《原始征途》等递延收入的陆续确认,有望推动公司业绩逐步释放。因此,我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 52.5/75.2/89.3 亿元,对应增速 79.4%/43.4%/18.7%,归母净利润分别为 22.6/37.1/44.4 亿元,对应增速 58.5%/64.2%/19.7%。维持公司“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

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2923	5245	7518	8925
营业收入增长率(%)	-0.05%	79.43%	43.35%	18.71%
归母净利(百万元)	1425	2258	3708	4439
净利润增长率(%)	31.15%	58.49%	64.18%	19.71%
摊薄每股收益(元)	0.74	1.17	1.92	2.29
市盈率(PE)	48	30	18	15

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	1889	2058	3900	6712	9661
应收票据及账款	160	147	293	420	499
预付账款	19	30	48	69	82
其他应收款	8	12	19	28	33
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	255	244	280	308	325
流动资产合计	2330	2491	4540	7537	10599
长期股权投资	8478	9557	10080	10640	11229
固定资产	288	305	271	226	172
在建工程	277	390	325	260	195
无形资产	53	64	7	-50	-107
长期待摊费用	35	29	15	0	0
其他非流动资产	1908	1907	1884	1861	1838
非流动资产合计	11040	12251	12581	12937	13327
资产总计	13371	14743	17121	20474	23927
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及账款	52	53	87	132	157
其他流动负债	1513	1760	2690	3667	4302
流动负债合计	1565	1813	2776	3799	4459
长期借款	33	21	11	2	-6
其他非流动负债	41	48	48	48	48
非流动负债合计	73	69	59	50	43
负债合计	1639	1881	2835	3849	4502
股本	1518	1489	1489	1489	1489
资本公积	5214	4691	4691	4691	4691
留存收益	4957	6643	8076	10429	13246
归属母公司权益	11689	12823	14256	16609	19426
少数股东权益	43	38	30	16	-1
股东权益合计	11732	12861	14286	16625	19425
负债和股东权益合计	13371	14743	17121	20474	23927

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1092	1431	1610	3007	3713
折旧与摊销	63	64	194	204	199
财务费用	-6	4	-10	-18	-29
投资损失	-477	-661	-499	-546	-569
营运资金变动	281	219	756	839	546
其他经营现金流	173	-22	644	691	714
经营性现金净流量	1125	1034	2695	4177	4574
资本支出	97	180	0	0	0
长期投资	-303	-198	0	0	0
其他投资现金流	85	66	-28	-19	-26
投资性现金净流量	-315	-312	-28	-19	-26
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-9	-12	-10	-9	-8
普通股增加	-24	-30	0	0	0
资本公积增加	-1240	-523	0	0	0
其他筹资现金流	613	22	-815	-1336	-1593
筹资性现金净流量	-660	-542	-825	-1345	-1601
现金流量净额	151	180	1842	2813	2948

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	2924	2923	5245	7518	8925
营业成本	324	370	561	857	1015
税金及附加	33	33	52	75	89
销售费用	1019	1005	1836	2068	2410
管理费用	178	221	236	301	357
研发费用	692	691	944	1203	1339
财务费用	-6	4	-10	-18	-29
资产减值损失	-19	0	-11	-16	-19
信用减值损失	-2	6	4	6	7
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	477	661	499	546	569
公允价值变动损益	-191	16	0	0	0
资产处置收益	-1	-3	-1	-1	-1
其他收益	160	170	149	149	149
营业利润	1109	1449	2265	3716	4448
营业外收入	0	3	1	1	1
营业外支出	8	5	5	5	5
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	1101	1447	2261	3712	4444
所得税	10	16	11	19	22
净利润	1092	1431	2250	3694	4422
少数股东损益	5	6	-9	-14	-17
归属母公司股东净利润	1086	1425	2258	3708	4439
EBITDA	1158	1515	2445	3898	4615
NOPLAT	1372	1633	2245	3680	4398
EPS (元)	0.56	0.74	1.17	1.92	2.29

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营收增长率	43.5%	-0.05%	79.4%	43.4%	18.7%
营业利润增长率	33.4%	30.7%	56.3%	64.1%	19.7%
EBIT 增长率	34.5%	32.5%	55.1%	64.1%	19.5%
EBITDA 增长率	30.5%	30.8%	61.4%	59.4%	18.4%
归母净利润增长率	27.7%	31.2%	58.5%	64.2%	19.7%
经营现金流增长率	52.7%	-8.1%	160.6%	55.0%	9.5%
盈利能力					
毛利率	88.9%	87.3%	89.3%	88.6%	88.6%
净利率	37.3%	49.0%	42.9%	49.1%	49.5%
营业利润率	37.9%	49.6%	43.2%	49.4%	49.8%
ROE	9.3%	11.1%	15.8%	22.3%	22.8%
ROA	8.1%	9.7%	13.2%	18.1%	18.6%
ROIC	16.0%	19.2%	23.7%	39.6%	48.7%
估值倍数					
P/E	62	48	30	18	15
P/S	23	23	13	9	8
P/B	6	5	5	4	3
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	17.2	14.6	27.9	16.3	13.0
EV/EBITDA	16.2	14.0	25.7	15.5	12.5
EV/NOPLAT	13.7	13.0	28.0	16.4	13.1

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。