

ST 华通(002602)

报告日期: 2025 年 11 月 03 日

双爆款推动单季收入高增破百亿,“摘帽”弹性可期

——ST 华通点评报告

投资要点

- ❑ 公司 10 月 30 日发布 25Q3 财报, 25Q3 公司实现营收 100.16 亿元 (YoY +60.19%), 实现归母净利润 17.01 亿元 (YoY +163.78%)。
- ❑ 公司依靠“双爆款” 25Q3 营收利润均高增
公司旗下点点互动《Whiteout Survival》《Kingshot》“双爆款” 25Q3 表现亮眼, 两款游戏在整个 25Q3 包揽 Sensor Tower 发布的中国手游海外收入榜前二。另外, 新休闲二合游戏《Tasty Travels: Merge Game》或成“黑马”, 其在 Sensor Tower 发布的中国手游海外收入榜上从 7 月的未上榜升至 9 月的第 19 名, 7-9 月收入分别增长 52%、30%和 26%, 上升潜力巨大。
- ❑ 成本端来看, 费用控制得当, 研发费用或因人力成本上升
25Q3 公司毛利率 70.47% (YoY +3.39pct); 销售费用 40.04 亿元, 费用率 39.98% (YoY +4.23pct); 管理费用 2.95 亿元, 费用率 2.94% (YoY -2.51pct); 研发费用 7.56 亿元, 费用率 7.55% (YoY -0.28pct)。
《Kingshot》25Q3 期间上线国服及多个其他国家或地区, 营销费用 25Q3 上升较快, 但与营收基本保持平衡, 涨幅小于营收; 管理费用率整体稳中有降, 控制得当; 研发费用 25Q3 上升较快, 同比增长 54.4%, 或因公司项目增多的招聘及一部分绩优游戏的激励发放等原因造成。研发费用虽同比增长较大, 但费用率保持稳定, 总体可控。
- ❑ “摘帽”日期临近, 公司积极推动相关事宜
公司股票自 2024 年 11 月 8 日起被实施其他风险警示, 为期 12 个月。此次财报披露了公司已根据相关规定按照行政处罚结果对往期年度报告进行追溯调整, 相关差错更正事项已完成, 将在符合撤销其他风险警示的相关标准后及时申请撤销其他风险警示。
- ❑ 业绩补偿已完成三分之一追讨工作持续进行
在需进行业绩补偿的三家中, 已有一家完成。具体来说, 上海吉虞梵对应所需直接承担的业绩承诺补偿股份 2447 万股已于 8 月 20 日在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完成回购注销手续。上海熠趣盛和上海曜瞿如所需承担的业绩承诺补偿股份回购注销持续推进中, 公司已向上海金融法院提起仲裁申请, 将积极开展业绩承诺补偿的追讨工作。
- ❑ 投资建议
我们认为《Whiteout Survival》和《Kingshot》将持续贡献较高营收和利润增量, 其他“SLG+X”新游也持续研发中, 《Tasty Travels: Merge Game》有望成为“黑马”。综上我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 424/531/592 亿元, 归母净利润分别为 61/102/116 亿元, 当前时间点股价对应 P/E 分别为 23/14/12 倍。
- ❑ 风险提示
特别处理 (ST) 导致交易流动性降低的风险, 特别处理 (ST) 长期存在的风险, 新游上线进度或质量不及预期的风险, 国际贸易政策变化导致海外业务受损的风险等。

投资评级: 买入(维持)

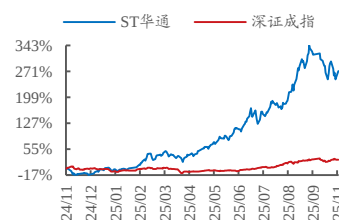
分析师: 冯翠婷
执业证书号: S1230525010001
fengcuiting@stocke.com.cn

分析师: 陈磊
执业证书号: S1230521090002
chenlei01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 18.45
总市值(百万元)	137,048.13
总股本(百万股)	7,428.08

股票走势图



相关报告

- 1 《SLG+X 的全球旗手, 率先跑出的 A 股龙头》 2025.10.09
- 2 《海外点点互动强修复, 稳步推进传奇 IP 统一》 2023.11.08
- 3 《23H1 归母净利润同比高增, “AI+IDC” 第二增长曲线可期》 2023.08.31

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,620	42,374	53,068	59,171
(+/-) (%)	70.27%	87.33%	25.24%	11.50%
归母净利润	1,213	6,058	10,151	11,587
(+/-) (%)	131.51%	399.31%	67.57%	14.15%
每股收益(元)	0.16	0.82	1.37	1.56
P/E	112.96	22.62	13.50	11.83

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,252	19,154	30,110	41,079
现金	6,528	11,877	21,416	31,501
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	3,495	4,995	6,230	6,946
其它应收款	676	706	737	822
预付账款	109	136	165	189
存货	761	829	914	947
其他	683	611	649	674
非流动资产	26,673	26,185	25,682	25,294
金融资产类	6,908	7,321	7,491	7,668
长期投资	1,499	1,524	1,549	1,574
固定资产	1,424	1,264	1,088	899
无形资产	2,049	1,722	1,396	1,069
在建工程	232	209	188	169
其他	14,561	14,145	13,970	13,915
资产总计	38,924	45,339	55,792	66,373
流动负债	11,530	13,058	15,332	16,873
短期借款	847	967	1,117	1,217
应付款项	1,051	1,141	1,293	1,383
预收账款	0	0	0	0
其他	9,632	10,951	12,922	14,273
非流动负债	1,944	1,839	1,945	2,059
长期借款	0	121	238	363
其他	1,944	1,718	1,707	1,696
负债合计	13,474	14,898	17,277	18,932
少数股东权益	642	765	972	1,209
归属母公司股东权	24,809	29,675	37,542	46,233
负债和股东权益	38,924	45,339	55,792	66,373

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,046	8,670	11,871	13,084
净利润	1,045	6,181	10,358	11,824
折旧摊销	1,032	862	879	781
财务费用	189	37	45	53
投资损失	484	(85)	(106)	(118)
营运资金变动	1,522	1,804	706	557
其它	775	(129)	(11)	(12)
投资活动现金流	(1,337)	(169)	(259)	(263)
资本支出	(567)	(52)	(45)	(42)
长期投资	(868)	(438)	(195)	(202)
其他	97	321	(19)	(19)
筹资活动现金流	(971)	(3,084)	(2,073)	(2,735)
短期借款	381	120	150	100
长期借款	(2,875)	121	117	125
其他	1,523	(3,325)	(2,340)	(2,960)
现金净增加额	2,758	5,350	9,539	10,085

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,620	42,374	53,068	59,171
营业成本	7,736	13,560	16,451	18,935
营业税金及附加	53	127	159	178
营业费用	7,742	14,831	15,920	16,272
管理费用	1,695	2,331	2,760	2,959
研发费用	1,680	2,542	3,078	3,550
财务费用	82	71	126	139
资产减值损失	(769)	0	0	0
公允价值变动损益	(125)	0	0	0
投资净收益	(484)	85	106	118
其他经营收益	61	85	106	118
营业利润	2,045	9,090	14,797	17,388
营业外收支	(598)	0	0	0
利润总额	1,447	9,090	14,797	17,388
所得税	402	2,909	4,439	5,564
净利润	1,045	6,181	10,358	11,824
少数股东损益	(168)	124	207	236
归属母公司净利润	1,213	6,058	10,151	11,587
EBITDA	4,514	10,023	15,802	18,307
EPS (最新摊薄)	0.16	0.82	1.37	1.56

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	70.27%	87.33%	25.24%	11.50%
营业利润	105.64%	344.53%	62.78%	17.51%
归属母公司净利润	131.51%	399.31%	67.57%	14.15%
获利能力				
毛利率	65.80%	68.00%	69.00%	68.00%
净利率	5.36%	14.30%	19.13%	19.58%
ROE	4.89%	20.41%	27.04%	25.06%
ROIC	8.38%	18.72%	25.11%	23.48%
偿债能力				
资产负债率	34.62%	32.86%	30.97%	28.52%
净负债比率	-7.72%	-29.70%	-47.58%	-59.43%
流动比率	1.06	1.47	1.96	2.43
速动比率	0.94	1.35	1.85	2.33
营运能力				
总资产周转率	0.60	1.01	1.05	0.97
应收账款周转率	7.54	10.46	10.01	9.49
应付账款周转率	7.16	12.47	13.66	14.31
每股指标(元)				
每股收益	0.16	0.82	1.37	1.56
每股经营现金	0.68	1.17	1.60	1.76
每股净资产	3.34	4.00	5.05	6.22
估值比率				
P/E	112.96	22.62	13.50	11.83
P/B	5.52	4.62	3.65	2.96
EV/EBITDA	8.05	12.77	7.51	5.95

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>