

2025 年 11 月 04 日

神州泰岳 (300002)

——Q3 业绩承压，等待新品拐点

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件：**公司 Q3 收入 13.8 亿，yoy-5%；归母净利润 2.1 亿，yoy-55%；扣非净利润 2.1 亿，yoy-3%。Q3 归母净利润同比下滑较多主要受去年同期非经常性收益影响，扣非口径略降，弱于市场预期，仍在等待新品拐点。
- **Q3 老游戏稳健，计算机业务淡季。**24 下半年以来老产品《旭日》《战火》进入稳态阶段，流水有所下滑。根据点点数据，25 年前三季度环比视角下滑逐步收窄、趋于稳健。计算机业务 Q3 我们预计同比稳中有升，旗下鼎富智能 7 月推出 Avavox AI 语音智能体(Agent)，面向智能外呼赛道，赛道宽，市场空间大。Avavox 简单易用、高拟人化，按场景/业务量选择付费方式，有望成为公司新看点。
- **云业务扩张影响毛利率水平。**公司 Q3 毛利率 56.2%，同比降 5.0pct、环比降 2.2pct，主要受低毛利率的云服务扩张影响。Q3 经营现金流净额 2.8 亿，环比改善。
- **新品储备多，等待拐点。**新品践行 2+2+N 战略，《Stellar Sanctuary(DL)》《Next Agers(LOA)》8-9 月登陆 IOS，并新增数组服务器，目前仍在优化测试中，等待新品起量。这轮管线仍以擅长的 SLG 品类为主，侧重 SLG+X 品类融合，目标客群从此前核心 SLG 用户向泛用户转向；国内版本亦取得版号（《荒星传说：牧者之息》《长河万卷》）此外，XCT/MN 等城建、黑帮题材 SLG+X 新品也在储备中，预计 26 年上线。
- **下调盈利预测，维持“买入”评级。**考虑新品起量晚于预期，且相应爬坡曲线延后，影响明后年收入利润节奏，我们对新品规模亦进行保守预期。下调公司 25-27 年营收预测为 59.1/68.1/81.8 亿（原预测为 59.5/72.0/83.9 亿）、归母净利润预测为 11.4/13.2/15.8 亿（原预测为 12.2/14.6/16.8 亿），现价对应 26-27 年 PE 为 18/15x。虽然业绩下修，但悲观预期已有所反应，考虑到公司位于出海游戏第一梯队有稀缺性，管线丰富且具备弹性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业监管政策边际变化风险，游戏项目延期/表现不及预期风险，资产减值风险。

市场数据：2025 年 11 月 04 日

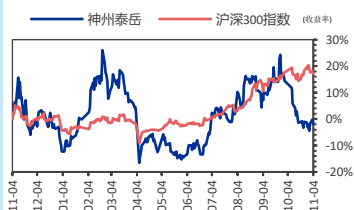
收盘价 (元)	12.13
一年内最高/最低 (元)	16.08/9.95
市净率	3.1
股息率% (分红/股价)	0.82
流通 A 股市值 (百万元)	22,107
上证指数/深证成指	3,960.19/13,175.22

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	3.86
资产负债率%	11.09
总股本/流通 A 股 (百万)	1,967/1,823
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉 A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com

联系人

袁伟嘉
(8621)23297818x
yuanwj@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	6,452	4,068	5,906	6,808	8,176
同比增长率 (%)	8.2	-9.9	-8.5	15.3	20.1
归母净利润 (百万元)	1,428	724	1,140	1,321	1,579
同比增长率 (%)	60.9	-33.8	-20.1	15.9	19.5
每股收益 (元/股)	0.73	0.37	0.58	0.67	0.80
毛利率 (%)	61.0	58.6	57.3	57.8	59.4
ROE (%)	20.4	9.6	14.3	14.5	15.1
市盈率	17		21	18	15

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,962	6,452	5,906	6,808	8,176
其中：营业收入	5,962	6,452	5,906	6,808	8,176
减：营业成本	2,222	2,514	2,522	2,872	3,318
减：税金及附加	17	18	17	19	23
主营业务利润	3,723	3,920	3,367	3,917	4,835
减：销售费用	1,470	1,007	790	1,171	1,701
减：管理费用	917	1,269	1,041	953	973
减：研发费用	330	333	335	334	401
减：财务费用	-72	-110	-6	-50	-50
经营性利润	1,078	1,421	1,207	1,509	1,810
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	1	232	-7	-40	-40
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-91	-114	0	0	0
加：投资收益及其他	87	131	132	80	80
营业利润	1,052	1,641	1,334	1,549	1,851
加：营业外净收入	0	-8	-7	-7	-7
利润总额	1,051	1,633	1,327	1,542	1,844
减：所得税	171	214	204	242	290
净利润	880	1,419	1,123	1,300	1,554
少数股东损益	-7	-8	-17	-21	-25
归属于母公司所有者的净利润	887	1,428	1,140	1,321	1,579

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhyse.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhyse.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。