

神州泰岳(300002)

报告日期: 2025年11月04日

三季度业绩符合预期, 静待新产品周期

——神州泰岳点评报告

投资要点

- **事件:** 公司 2025 年 10 月 28 日发布 2025 年三季报, 25Q3 营收、扣非利润微降, 出海基本盘稳固, 持续看好新游周期
- **业绩综述**
收入端: 25Q3 营收 13.8 亿元 (YOY -5.3%), 归母净利润 2.15 亿元 (YOY -53.6%); 扣非归母净利润 2.08 亿元 (YOY -3.2%)。
成本端: 25Q3 毛利率 56.17% (YOY -5.02pct), 销售费用 1.78 亿, 费用率 12.9% (YOY -1.75pct), 研发费用 0.84 亿, 费用率 6.09% (YOY +0.7pct)。
- **游戏出海筑底基本盘, 新品储备蓄力增长**
 1) 归母净利润下滑主要系上年同期收回大额诉讼应收款冲减坏账准备 2.45 亿。扣非净利润同比下滑 3.2%, 总体系存量游戏流水自然流失。
 2) 核心出海游戏《旭日之城》《战火与秩序》持续贡献营收利润。
- **SLG 品类深耕及长线新品类拓展构建“2+2+N”产品矩阵**
 展望未来, 公司将构建“2+2+N”产品矩阵, 聚焦 SLG 品类。公司已海外发行《Stellar Sanctuary》《Next Agers》两款新游, 当前均处于海外商业化测试与调优阶段, Google Play 下载量均超 10 万次, 《Stellar Sanctuary》评分达 4.4。《Stellar Sanctuary》《Next Agers》两款游戏均已获国内版号, 定名分别为《荒星传说: 牧者之息》《长河万卷》, 将在国内上线。另外, 后续仍有 3 款“SLG+X”游戏待上线。
- **AI 业务逐步起量, avavox 持续推广**
 avavox 是公司 AI 产品线推出的重点新品。2025 年中国移动全球合作伙伴大会现场, avavox 正式发布“全球菁英生态伙伴计划”, 后续将加大市场推广。从产品技术上看, avavox 融合通用大模型 (ChatGPT、DeepSeek、通义千问、豆包等) 的行业知识与逻辑推理能力, 又辅以公司自有“小模型”即 NLP 自然语言处理技术, 以解决大模型当前商业化应用中的延迟、AI 幻觉等缺陷, 确保输出内容专业合规。
- **投资建议**
 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 69.3/89.4/99.3 亿元, 归母净利润分别为 12.9/19.6/21.5 亿元, 当前时间点股价对应 P/E 分别为 19/12/11 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示**
 新游上线进度或质量不及预期, 国际贸易政策变化, 测算数据偏差, AI 技术发展不及预期等。

投资评级: 买入(维持)

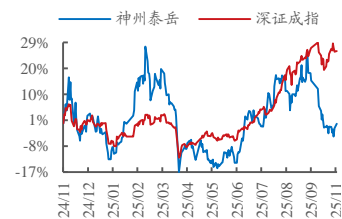
分析师: 冯翠婷
 执业证书号: S1230525010001
 fengcuiting@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价 ¥12.36
 总市值(百万元) 24,314.27
 总股本(百万股) 1,967.17

股票走势图



相关报告

- 1 《产品周期过渡期, 新游有望年内推广上线》 2025.08.27
- 2 《“SLG+X”新游开启下一个十年》 2025.08.11
- 3 《中清龙图借壳上市, 神州泰岳投资收益可观》 2015.01.25

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,452	6,933	8,935	9,931
(+/-) (%)	8.22%	7.45%	28.88%	11.15%
归母净利润	1,428	1,286	1,957	2,153
(+/-) (%)	60.92%	-9.93%	52.21%	9.99%
每股收益(元)	0.73	0.65	0.99	1.09
P/E	17.03	18.91	12.42	11.29

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	5,085	5,467	6,225	6,959
现金	1,830	2,151	2,505	2,973
交易性金融资产	731	781	851	941
应收账款	899	887	1,143	1,270
其它应收款	19	19	25	28
预付账款	9	9	12	13
存货	153	164	212	244
其他	1,445	1,456	1,477	1,490
非流动资产	3,047	3,054	3,041	3,112
金融资产类	319	329	343	353
长期投资	5	4	6	9
固定资产	388	409	434	462
无形资产	185	148	109	132
在建工程	3	3	3	3
其他	2,147	2,160	2,146	2,152
资产总计	8,132	8,521	9,266	10,071
流动负债	1,097	1,079	1,345	1,503
短期借款	17	14	12	9
应付款项	393	411	516	591
预收账款	4	4	5	6
其他	682	650	812	897
非流动负债	22	31	35	40
长期借款	0	0	0	0
其他	22	31	35	40
负债合计	1,119	1,110	1,381	1,544
少数股东权益	2	(7)	(20)	(35)
归属母公司股东权	7,011	7,417	7,906	8,562
负债和股东权益	8,132	8,521	9,266	10,071

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,648	1,386	1,992	2,163
净利润	1,419	1,277	1,944	2,138
折旧摊销	129	138	143	78
财务费用	(40)	1	1	1
投资损失	(50)	(35)	(45)	(50)
营运资金变动	280	(23)	(64)	(16)
其它	(90)	28	13	12
投资活动现金流	(1,726)	(182)	(169)	(201)
资本支出	(164)	(126)	(95)	(115)
长期投资	(1,606)	(89)	(117)	(133)
其他	44	32	42	47
筹资活动现金流	(228)	(183)	(268)	(295)
短期借款	(3)	(3)	(2)	(3)
长期借款	0	0	0	0
其他	(225)	(180)	(266)	(292)
现金净增加额	(284)	321	355	468

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,452	6,933	8,935	9,931
营业成本	2,514	2,690	3,317	3,667
营业税金及附加	18	19	25	28
营业费用	1,007	1,248	1,519	1,639
管理费用	1,269	1,317	1,573	1,708
研发费用	333	277	375	556
财务费用	(110)	(18)	(21)	(24)
资产减值损失	(114)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动损益	(31)	0	0	0
投资净收益	50	35	45	50
其他经营收益	81	83	107	119
营业利润	1,641	1,507	2,290	2,518
营业外收支	(8)	(5)	(4)	(3)
利润总额	1,633	1,502	2,287	2,515
所得税	214	225	343	377
净利润	1,419	1,277	1,944	2,138
少数股东损益	(8)	(9)	(14)	(15)
归属母公司净利润	1,428	1,286	1,957	2,153
EBITDA	1,749	1,623	2,409	2,569
EPS (最新摊薄)	0.73	0.65	0.99	1.09

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	8.22%	7.45%	28.88%	11.15%
营业利润	56.04%	-8.18%	51.97%	9.93%
归属母公司净利润	60.92%	-9.93%	52.21%	9.99%
获利能力				
毛利率	61.04%	61.20%	62.88%	63.08%
净利率	22.13%	18.55%	21.91%	21.68%
ROE	20.36%	17.34%	24.76%	25.14%
ROIC	19.96%	16.94%	24.30%	24.71%
偿债能力				
资产负债率	13.76%	13.03%	14.90%	15.33%
净负债比率	-25.51%	-28.52%	-31.27%	-34.38%
流动比率	4.64	5.07	4.63	4.63
速动比率	3.17	3.56	3.36	3.47
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.83	1.00	1.03
应收账款周转率	7.63	7.93	9.01	8.42
应付账款周转率	6.46	6.69	7.16	6.63
每股指标(元)				
每股收益	0.73	0.65	0.99	1.09
每股经营现金	0.84	0.70	1.01	1.10
每股净资产	3.56	3.77	4.02	4.35
估值比率				
P/E	17.03	18.91	12.42	11.29
P/B	3.47	3.28	3.08	2.84
EV/EBITDA	11.98	13.68	9.07	8.32

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>