

神州泰岳(300002)

报告日期: 2026年04月29日

## 产品周期底部业绩承压, 静待新品周期与 AI 业务起量

### ——神州泰岳点评报告

#### 投资要点

- 事件: 4月27日, 公司发布 2025 年年报和 26Q1 季报**  
 公司 2025 年实现营收 58.2 亿元, 同比下降 9.79%; 实现归母净利润 8.02 亿元, 同比下降 43.9%。其中, 25Q4 公司实现营收 17.52 亿元 (YoY -9.61%), 实现归母净利润 0.77 亿元 (YoY -76.91%)。  
 26Q1 公司实现营收 14.01 亿元 (YoY +5.86%), 实现归母净利润 1.71 亿元 (YoY -28.31%)。  
 公司 2025 年营收和利润下滑较大的原因主要是存量游戏流水的自然下滑。具体来说, 公司两大主要游戏《旭日之城》和《战火与秩序》2025 年流水分别为 28.9 亿元和 8.95 亿元, 分别同比下降 16.2%和 15.6%。同时, 随着两款游戏的逐步成熟, 销售费用占比也随之下降至 10.7%和 4.02%。另外, 2024 年公司有 2.45 亿一次性收益, 导致基数较高, 因此 2025 年利润水平同比下滑较大。ICT 运营管理和物联网技术应用业务营收分别为 14.9 亿元和 2.36 亿元, 分别同比上涨 0.81%和 77.4%
- 成本端销售费用率下降, 研发费用率稳定**  
 25Q4 公司毛利率 55.69% (YoY -3.24pct); 销售费用 1.62 亿元, 费用率 9.26% (YoY -3.26pct); 管理费用 4.14 亿元, 费用率 23.65% (YoY +2.32pct); 研发费用 0.77 亿元, 费用率 4.4% (YoY +1.28pct)。  
 26Q1 公司毛利率 49.89% (YoY -11.41pct); 销售费用 1.39 亿元, 费用率 9.91% (YoY -6.23pct); 管理费用 2.49 亿元, 费用率 17.78% (YoY -2.91pct); 研发费用 0.75 亿元, 费用率 5.34% (YoY -1.19pct)。  
 总体来看, 虽然公司营收下滑, 但是费用控制得当, 25Q4 与 26Q1 销售费用率下降明显。研发费用率 25Q4 有所上升, 我们认为主因是公司处于新的产品开发周期, 相关投入有所增加。
- 展望未来, 公司现主要储备有两款 SLG 新品**  
 公司现主要在研游戏有《代号: MN》《Xcity》, 分别为黑帮题材 SLG 和末世题材 SLG, 均基于 Unity 引擎开发。另外, 公司的 AI-云服务携手全球云厂商, 为中国企业出海提供全栈式云+AI 综合服务, 同时将 AI 能力与软件开发结合, 以工程化能力推动 AI 应用落地千行百业。未来公司预计 AI 与云将持续深化融合, 形成“云上智能、智赖云基”的共生格局, 驱动高质发展。
- 投资建议**  
 我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 60.4/68.5/76.5 亿元, 归母净利润分别为 10.7/12.2/14.3 亿元, 当前时间点股价对应 P/E 分别为 17/15/13 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)

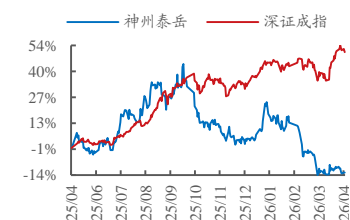
**分析师: 冯翠婷**  
 执业证书号: S1230525010001  
 fengcuiting@stocke.com.cn

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

#### 基本数据

收盘价	¥ 9.37
总市值(百万元)	18,432.42
总股本(百万股)	1,967.17

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《三季度业绩符合预期, 静待新产品周期》 2025.11.04
- 2 《产品周期过渡期, 新游有望年内推广上线》 2025.08.27
- 3 《“SLG+X” 新游开启下一个十年》 2025.08.11

## 财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,821	6,043	6,851	7,653
(+/-) (%)	-9.79%	3.82%	13.37%	11.71%
归母净利润	802	1,069	1,225	1,435
(+/-) (%)	-43.86%	33.39%	14.62%	17.07%
每股收益(元)	0.41	0.54	0.62	0.73
P/E	23.00	17.24	15.04	12.85

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)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	5,491	5,774	6,140	6,357
现金	2,156	2,388	2,517	2,593
交易性金融资产	793	863	953	968
应收账款	773	772	875	978
其它应收款	21	17	19	21
预付账款	10	9	10	11
存货	177	162	189	219
其他	1,562	1,564	1,577	1,566
<b>非流动资产</b>	3,254	3,157	3,005	3,048
金融资产类	598	613	623	633
长期投资	6	8	11	15
固定资产	504	427	292	322
无形资产	162	123	91	85
在建工程	16	16	16	16
其他	1,967	1,969	1,972	1,977
<b>资产总计</b>	8,745	8,931	9,145	9,405
<b>流动负债</b>	1,085	1,071	1,300	1,435
短期借款	47	45	42	42
应付款项	420	394	553	614
预收账款	7	4	4	5
其他	611	629	701	774
<b>非流动负债</b>	21	23	28	28
长期借款	0	0	0	0
其他	21	23	28	28
<b>负债合计</b>	1,106	1,094	1,328	1,463
少数股东权益	(8)	(16)	(24)	(34)
归属母公司股东权	7,647	7,853	7,841	7,976
<b>负债和股东权益</b>	8,745	8,931	9,145	9,405

### 利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	5,821	6,043	6,851	7,653
营业成本	2,462	2,530	2,842	3,159
营业税金及附加	18	17	19	21
营业费用	731	906	1,028	1,148
管理费用	1,207	1,148	1,315	1,416
研发费用	338	302	343	383
财务费用	4	(21)	(23)	(24)
资产减值损失	(117)	(10)	(10)	0
公允价值变动损益	(68)	0	0	0
投资净收益	37	30	34	38
其他经营收益	107	73	82	92
<b>营业利润</b>	1,021	1,253	1,434	1,681
营业外收支	(9)	(4)	(3)	(5)
<b>利润总额</b>	1,012	1,249	1,432	1,676
所得税	226	187	215	251
<b>净利润</b>	786	1,062	1,217	1,425
少数股东损益	(15)	(7)	(9)	(10)
<b>归属母公司净利润</b>	802	1,069	1,225	1,435
EBITDA	1,276	1,366	1,519	1,690
EPS (最新摊薄)	0.41	0.54	0.62	0.73

### 主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-9.79%	3.82%	13.37%	11.71%
营业利润	-37.81%	22.73%	14.50%	17.17%
归属母公司净利润	-43.86%	33.39%	14.62%	17.07%
<b>获利能力</b>				
毛利率	57.71%	58.13%	58.52%	58.72%
净利率	13.77%	17.69%	17.89%	18.75%
ROE	10.48%	13.62%	15.63%	17.99%
ROIC	11.54%	13.22%	15.19%	17.54%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	12.65%	12.25%	14.52%	15.56%
净负债比率	-27.40%	-29.64%	-31.33%	-31.81%
流动比率	5.06	5.39	4.72	4.43
速动比率	3.45	3.77	3.36	3.18
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.69	0.68	0.76	0.83
应收账款周转率	7.11	7.99	8.50	8.44
应付账款周转率	6.05	6.22	6.01	5.42
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.41	0.54	0.62	0.73
每股经营现金	0.58	0.60	0.71	0.73
每股净资产	3.89	3.99	3.99	4.05
<b>估值比率</b>				
P/E	23.00	17.24	15.04	12.85
P/B	2.41	2.35	2.35	2.31
EV/EBITDA	16.11	11.79	10.52	9.41

### 现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1,142	1,189	1,391	1,439
净利润	786	1,062	1,217	1,425
折旧摊销	132	137	110	38
财务费用	55	1	1	1
投资损失	(37)	(30)	(34)	(38)
营运资金变动	3	6	85	10
其它	203	14	12	4
<b>投资活动现金流</b>	(512)	(95)	(26)	(61)
资本支出	(80)	7	75	(43)
长期投资	(517)	(117)	(133)	(54)
其他	85	15	32	36
<b>筹资活动现金流</b>	(280)	(163)	(36)	(102)
短期借款	30	(2)	(3)	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(310)	(161)	(33)	(102)
<b>现金净增加额</b>	328	232	129	77

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>