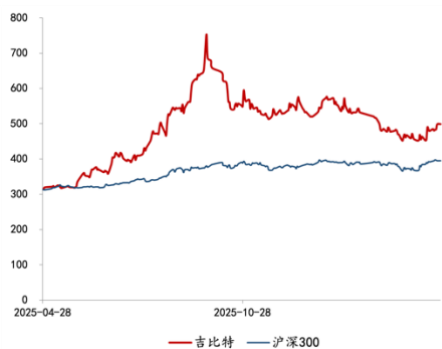


传媒互联网

2025年业绩同比高增，关注《杖剑传说》等海外发行表现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	0.72/0.72
总市值/流通(亿元)	289.9/289.9
12个月内最高/最低价(元)	662.0/209.5

■ 相关研究报告

- 《2025Q3 业绩同环比高增，后续新游贡献增量可期》——2025-10-30
- 《新游驱动增长，持续分红回馈投资者》——2025-08-20
- 《新游贡献增量，持续分红回馈投资者》——2025-04-24
- 《新游周期开启，持续分红回馈投资者》——2024-10-27
- 《24Q2 业绩环比企稳，下半年有望开启新一轮产品周期》——2024-08-15

■ 证券分析师：郑磊

E-MAIL: zhenglei@tpyzq.com
执业资格证书编码: S1190523060001

■ 证券分析师：李林卉

E-MAIL: lilh@tpyzq.com
执业资格证书编码: S1190526020001

事件：

公司2025年实现营收62.05亿元，同比增长67.89%；归母净利润17.94亿元，同比增长89.82%；归母扣非净利润17.31亿元，同比增长97.39%。2026Q1实现营收18.47亿元，同比增长62.67%；归母净利润5.18亿元，同比增长82.68%；归母扣非净利润5.26亿元，同比增长91.39%。

➢ 《杖剑传说》等驱动2025及2026Q1营收及净利润同比高增

2025年及2026Q1公司营收及归母净利润均实现同比大幅增长，主要系新游戏《杖剑传说（大陆版）》、《道友来挖宝》等贡献增量。同时，2026Q1公司营收环比增长14.49%，主要系2025年12月上线的《九牧之野》贡献增量，该游戏渠道分成后收入扣除发行投入和研发分成后的净额已在当期回正。此外，2026Q1境外游戏营收达2.86亿元，同比增加144.77%，主要系2025H2《杖剑传说（境外版）》、《问剑长生（境外版）》上线贡献增量。

➢ 《杖剑传说》、《问剑长生》等海外发行持续推进

目前公司储备代理动作闯关Roguelike游戏《失落城堡2》计划于2026年上半年在欧美地区上线。此外，多款游戏计划海外发行，其中《杖剑传说》计划于2026年上半年在欧美地区上线，《问剑长生》计划于2026年下半年在欧美地区上线，《九牧之野》在中国港澳台的发行亦在规划中。版号方面，2026Q1，公司《五行游》储备游戏获批版号。

➢ 持续现金分红积极回馈投资者

2025年公司拟向全体股东每10股派发现金红利70元，合计拟派发现金红利5.02亿元。包括此前的半年度、第三季度现金分红，公司2025年现金分红合计预计为14.06亿元，现金分红比例为78.41%。此外，公司计划在满足利润分配条件下实施2026年半年度、前三季度现金分红。

➢ 盈利预测、估值与评级

公司老游戏《问道手游》运营稳健，新游戏《杖剑传说》、《道友来挖宝》等贡献增量。未来《杖剑传说》、《问剑长生》、《九牧之野》海外发行持续推进，亦有望贡献业绩增量。因此，我们预计公司2026-2028年营收分别为66.0/70.2/74.5亿元，对应增速6.42%/6.36%/6.05%，归母净利润分别为19.3/20.9/22.8亿元，对应增速7.54%/8.25%/9.36%。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

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	6205	6603	7023	7448
营业收入增长率(%)	67.89%	6.42%	6.36%	6.05%
归母净利润（百万元）	1794	1929	2088	2283
净利润增长率(%)	89.82%	7.54%	8.25%	9.36%
摊薄每股收益（元）	24.90	26.77	28.98	31.69
市盈率（PE）	16	15	14	13

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)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2253	4390	5818	7591	9403
应收票据及账款	171	333	346	368	390
预付账款	22	41	39	42	44
其他应收款	34	18	30	32	33
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	1808	1100	1192	1211	1232
流动资产合计	4289	5883	7424	9244	11102
长期股权投资	1075	991	1003	1015	1027
固定资产	536	413	278	143	8
在建工程	13	13	11	9	7
无形资产	70	66	51	36	20
长期待摊费用	7	5	3	0	0
其他非流动资产	934	1251	1222	1190	1158
非流动资产合计	2635	2740	2568	2393	2220
资产总计	6924	8622	9991	11636	13322
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及账款	170	259	272	313	335
其他流动负债	1055	1692	1753	1952	2078
流动负债合计	1225	1951	2024	2265	2413
长期借款	20	15	8	1	-4
其他非流动负债	45	117	117	117	117
非流动负债合计	65	131	124	118	113
负债合计	1290	2083	2149	2383	2526
股本	72	72	72	72	72
资本公积	1398	1392	1392	1392	1392
留存收益	3432	4046	4875	5771	6752
归属母公司权益	4902	5511	6339	7236	8216
少数股东权益	731	1029	1503	2017	2579
股东权益合计	5633	6539	7842	9253	10795
负债和股东权益合计	6924	8622	9991	11636	13322

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1179	2146	2330	2520	2759
折旧与摊销	115	81	186	187	184
财务费用	-134	-38	-17	-23	-30
投资损失	-73	-84	-64	-64	-64
营运资金变动	-38	605	-40	195	101
其他经营现金流	200	87	85	88	88
经营性现金净流量	1249	2796	2480	2902	3038
资本支出	37	-69	0	0	0
长期投资	-661	558	0	0	0
其他投资现金流	83	-15	38	46	51
投资性现金净流量	-615	611	38	46	51
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-8	-5	-7	-6	-5
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-3	-6	0	0	0
其他筹资现金流	-809	-1208	-1083	-1168	-1273
筹资性现金净流量	-820	-1219	-1090	-1174	-1278
现金流量净额	-143	2137	1428	1774	1811

资料来源: iFinD, 太平洋证券研究院

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3696	6205	6603	7023	7448
营业成本	448	378	559	645	689
税金及附加	25	35	31	32	32
销售费用	980	2083	1981	2037	2085
管理费用	312	407	436	456	484
研发费用	758	887	858	899	931
财务费用	-134	-38	-17	-23	-30
资产减值损失	-102	-76	-101	-108	-114
信用减值损失	0	-3	1	1	1
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	73	84	64	64	64
公允价值变动损益	-12	31	-4	5	11
资产处置收益	0	0	0	0	0
其他收益	16	14	24	24	24
营业利润	1283	2502	2739	2965	3242
营业外收入	6	5	4	4	4
营业外支出	2	3	4	4	4
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	1287	2504	2739	2965	3242
所得税	108	358	335	363	397
净利润	1179	2146	2404	2602	2845
少数股东损益	234	352	475	514	562
归属母公司股东净利润	945	1794	1929	2088	2283
EBITDA	1267	2546	2908	3128	3397
NOPLAT	994	2060	2393	2577	2810
EPS(元)	13.12	24.90	26.77	29	32

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营收增长率	-11.7%	67.9%	6.4%	6.4%	6.0%
营业利润增长率	-24.8%	95.1%	9.5%	8.2%	9.4%
EBIT 增长率	-26.8%	114.0%	10.4%	8.1%	9.2%
EBITDA 增长率	-25.1%	100.9%	14.2%	7.6%	8.6%
归母净利润增长率	-16.0%	89.8%	7.5%	8.2%	9.4%
经营现金流增长率	5.3%	123.9%	-11.3%	17.0%	4.7%
盈利能力					
毛利率	87.9%	93.9%	91.5%	90.8%	90.7%
净利率	31.9%	34.6%	36.4%	37.0%	38.2%
营业利润率	34.7%	40.3%	41.5%	42.2%	43.5%
ROE	19.3%	32.5%	30.4%	28.9%	27.8%
ROA	13.6%	20.8%	19.3%	17.9%	17.1%
ROIC	64.1%	123.4%	229.1%	270.6%	449.5%
估值倍数					
P/E	31	16	15	14	13
P/S	8	5	4	4	4
P/B	6	5	5	4	4
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	10.9	10.6	8.7	7.6	6.6
EV/EBITDA	9.9	10.2	8.1	7.2	6.2
EV/NOPLAT	12.6	12.7	9.9	8.7	7.5

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

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



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签约客户发布，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。