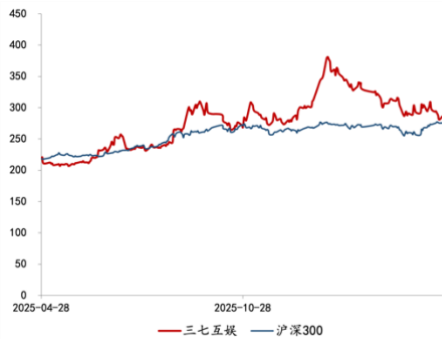


传媒互联网

## 业绩稳健增长，多款 SLG 储备有望开启新品周期

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	22.12/15.87
总市值/流通(亿元)	467.9/335.7
12个月内最高/最低价(元)	31.01/13.77

### ■ 相关研究报告

《24 年前三季度营收同增，关注自研新游上线进展》—2024-10-31

《24Q2 业绩企稳，连续分红回馈投资者》—2024-08-27

《新游储备丰富，连续分红提升长期投资价值》—2024-04-30

### ■ 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 159.66 亿元，同比下降 8.46%；归母净利润 29.00 亿元，同比增长 8.50%；归母扣非净利润 28.45 亿元，同比增长 9.81%。2026Q1 实现营收 37.20 亿元，同比下降 12.32%；归母净利润 8.73 亿元，同比增长 59.02%；归母扣非净利润 6.10 亿元，同比增长 13.68%。

#### ➤ 25 年业绩稳健，26Q1 新游增量及投资收益推动利润同比高增

2025 年公司营收小幅下滑，而归母净利润同比稳健增长，主要系存量游戏进入稳定运营期，互联网流量费用减少使得销售费用同比下降 20.10%。2026Q1 归母净利润同比高增，主要系：1) 存量游戏长线运营：《寻道大千》、《Puzzles & Survival》等游戏通过科学管理营销策略与持续优化资源配置，推动运营效率提升；2) 新游戏贡献增长：2025 年下半年以来，多款上线新游《斗罗大陆：猎魂世界》、《生存 33 天》、《Last Asylum: Plague》等贡献业绩增量；3) 投资收益高增：公司通过联营企业投资的智谱股票股价上涨，使得投资收益增加 3.26 亿元，同比增长 981.35%。

#### ➤ SLG 等新游储备丰富，AI 布局赋能主业增效

**储备游戏方面**，公司持续深耕 SLG、MMORPG、模拟经营及休闲等核心品类，已储备超过 20 款自研或代理游戏，其中包含《荒漠沙舟》、《代号 YCSLG》等 7 款 SLG，《斗破苍穹：斗帝之路》、《斗罗大陆：传承》等 13 款 RPG。同时，2026Q1《斗罗大陆：启程》、《小头盛大冒险》获得国内游戏版号。**AI 方面**，公司内部已构建以 AI 能力底座为核心、涵盖智能化产品层与业务应用层的 AI 架构，形成游戏研运全链路 AI 赋能体系。目前公司自上而下的 AI 渗透率已超过 90%。此外，公司通过直接或间接的方式投资包括智谱华章、月之暗面、百川智能、爱诗科技等多家 AI 大模型及应用层公司，持续深化 AI 与主营业务协同。

#### ➤ 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 4 元，合计拟派发现金红利 8.80 亿元。包括此前的第一季度、半年度、第三季度现金分红，公司 2025 年现金分红合计预计为 22.66 亿元，现金分红比例为 78.14%。2026Q1，公司实控人、董事长李卫伟提议向全体股东每 10 股派发现金红利 2.10 元。此外，公司拟 2026 年半年度、第三季度结合未分配利润与当期业绩进行现金分红。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

公司存量游戏长线运营稳健，且多款新游戏贡献增量。未来，丰富的游戏储备有望推动新产品周期开启，关注后续新游上线节奏及表现。因此，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 178/192/203 亿元，对应增速 11.6%/7.76%/5.84%，归母净利润分别为 31.7/34.2/36.6 亿

元，对应增速 9.43%/7.74%/7.03%。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）	15966	17815	19197	20319
营业收入增长率(%)	-8.46%	11.58%	7.76%	5.84%
归母净利（百万元）	2900	3174	3419	3660
净利润增长率(%)	8.50%	9.43%	7.74%	7.03%
摊薄每股收益（元）	1.31	1.43	1.55	1.65
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	5059	4124	2329	4390	6269
应收票据及账款	1213	1122	1361	1467	1552
预付账款	730	934	1006	1084	1147
其他应收款	43	50	50	53	57
存货	0	475	179	201	212
其他流动资产	3291	4067	3983	4042	4089
<b>流动资产合计</b>	<b>10335</b>	<b>10770</b>	<b>8907</b>	<b>11236</b>	<b>13327</b>
长期股权投资	446	541	543	544	545
固定资产	1083	906	749	591	432
在建工程	0	24	20	16	12
无形资产	1889	1385	1106	828	549
长期待摊费用	67	126	63	0	0
其他非流动资产	5762	8563	8460	8357	8254
<b>非流动资产合计</b>	<b>9247</b>	<b>11545</b>	<b>10940</b>	<b>10335</b>	<b>9792</b>
<b>资产总计</b>	<b>19583</b>	<b>22315</b>	<b>19847</b>	<b>21571</b>	<b>23119</b>
短期借款	2654	3964	0	0	0
应付票据及账款	2712	2721	3335	3734	3951
其他流动负债	1093	1864	1689	1873	1981
<b>流动负债合计</b>	<b>6459</b>	<b>8548</b>	<b>5024</b>	<b>5607</b>	<b>5932</b>
长期借款	2	2	-6	-13	-18
其他非流动负债	105	95	95	95	95
<b>非流动负债合计</b>	<b>107</b>	<b>97</b>	<b>89</b>	<b>81</b>	<b>77</b>
<b>负债合计</b>	<b>6566</b>	<b>8646</b>	<b>5113</b>	<b>5689</b>	<b>6009</b>
股本	2218	2212	2212	2212	2212
资本公积	2679	2552	2552	2552	2552
留存收益	8024	8770	9849	11012	12256
归属母公司权益	12921	13534	14613	15776	17020
少数股东权益	96	135	121	106	90
<b>股东权益合计</b>	<b>13017</b>	<b>13670</b>	<b>14735</b>	<b>15882</b>	<b>17110</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>19583</b>	<b>22315</b>	<b>19847</b>	<b>21571</b>	<b>23119</b>

**现金流量表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	2664	2899	2964	3231	3462
折旧与摊销	208	205	606	607	544
财务费用	-161	-151	75	-12	-19
投资损失	-111	-172	-132	-132	-132
营运资金变动	384	740	508	315	113
其他经营现金流	12	-4	203	203	203
<b>经营性现金净流量</b>	<b>2995</b>	<b>3517</b>	<b>4223</b>	<b>4212</b>	<b>4171</b>
资本支出	574	365	0	0	0
长期投资	-304	-308	0	0	0
其他投资现金流	-2531	-2210	124	101	109
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-3408</b>	<b>-2883</b>	<b>124</b>	<b>101</b>	<b>109</b>
短期借款	1099	1310	-3964	0	0
长期借款	-308	1	-9	-7	-4
普通股增加	0	-6	0	0	0
资本公积增加	-145	-127	0	0	0
其他筹资现金流	-1439	-1870	-2170	-2245	-2396
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-793</b>	<b>-691</b>	<b>-6142</b>	<b>-2252</b>	<b>-2401</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-1203</b>	<b>-66</b>	<b>-1795</b>	<b>2061</b>	<b>1880</b>

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	17441	15966	17815	19197	20319
营业成本	3727	3854	4365	4887	5170
税金及附加	44	52	57	61	65
销售费用	9712	7760	8462	9023	9550
管理费用	516	552	606	634	650
研发费用	646	686	748	787	813
财务费用	-161	-151	75	-12	-19
资产减值损失	-56	-1	-60	-64	-68
信用减值损失	21	-8	-1	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	111	172	132	132	132
公允价值变动损益	-31	0	24	-2	7
资产处置收益	1	0	1	1	1
其他收益	88	33	77	77	77
营业利润	3091	3409	3676	3960	4238
营业外收入	4	5	10	10	10
营业外支出	7	28	16	16	16
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	3089	3385	3670	3954	4232
所得税	424	486	510	550	588
净利润	2664	2899	3160	3404	3644
少数股东损益	-9	-1	-14	-15	-16
归属母公司股东净利润	2673	2900	3174	3419	3660
EBITDA	3135	3439	4351	4549	4757
NOPLAT	2455	2723	3208	3402	3626
EPS(元)	1.21	1.31	1.43	1.55	1.65

**预测指标**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营收增长率	5.4%	-8.5%	11.6%	7.8%	5.8%
营业利润增长率	1.6%	10.3%	7.8%	7.7%	7.0%
EBIT 增长率	3.6%	10.5%	15.8%	5.3%	6.9%
EBITDA 增长率	3.8%	9.7%	26.5%	4.5%	4.6%
归母净利润增长率	0.5%	8.5%	9.4%	7.7%	7.0%
经营现金流增长率	-4.8%	17.4%	20.1%	-0.3%	-1.0%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	78.6%	75.9%	75.5%	74.5%	74.6%
净利率	15.3%	18.2%	17.7%	17.7%	17.9%
营业利润率	17.7%	21.4%	20.6%	20.6%	20.9%
ROE	20.7%	21.4%	21.7%	21.7%	21.5%
ROA	13.6%	13.0%	16.0%	15.9%	15.8%
ROIC	34.8%	30.7%	32.7%	38.3%	44.7%
<b>估值倍数</b>					
P/E	18	16	15	14	13
P/S	3	3	3	2	2
P/B	4	3	3	3	3
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
EV/EBIT	10.5	15.0	11.0	9.9	8.9
EV/EBITDA	9.8	14.1	9.4	8.6	7.8
EV/NOPLAT	12.5	17.8	12.8	11.5	10.3

## 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。