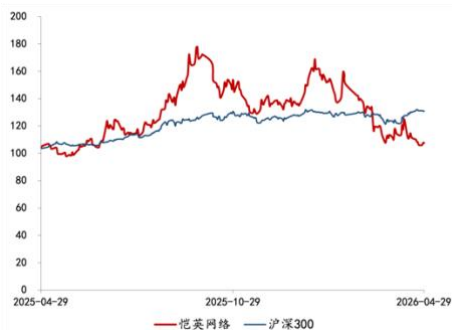


传媒互联网

## 游戏盒子驱动营收增长，新游储备及 AI 布局逐步落地

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	21.36/18.89
总市值/流通(亿元)	369.6/326.8
12个月内最高/最低价(元)	30.50/15.33

### ■ 相关研究报告

《传奇盒子驱动业绩高增，新游储备及 AI 布局稳步推进》—2025-10-30

《2025H1 游戏盒子及境外业务高增，新一轮回购提升投资价值》—2025-08-31

《25Q1 业绩高增，关注后续新游及 AI 应用上线表现》—2025-04-27

《回购注销增强股东回报，长期投资价值进一步凸显》—2025-01-11

《24Q3 业绩增长强劲，关注储备新游上线表现》—2024-10-29

《24H1 业绩平稳增长，关注下半年多款新游上线表现》—2024-08-22

### ■ 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: lilinh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190526020001

### 事件：

公司 2025 年实现营收 53.3 亿元，同比增长 4%；归母净利润 19 亿元，同比增长 16.9%；归母扣非净利润 18.4 亿元，同比增长 15.2%。2026Q1 实现营收 22.2 亿元，同比增长 64.2%；归母净利润 7.81 亿元，同比增长 50.7%；归母扣非净利润 5.45 亿元，同比增长 5.75%。

### ➢ 25 年游戏盒子驱动营收增长，26Q1 确认诉讼赔偿款使得净利高增

2025 年公司营收及归母净利润同比增长，主要系：1) 复古情怀老游戏长线运营：《原始传奇》、《热血合击》等运营稳健，持续贡献流水基本盘。2) 游戏盒子贡献增量：游戏盒子持续完善平台功能与用户体验，驱动用户平台业务营收达 12.2 亿元，同比增长 30%。3) 境外业务增长：《怪物联萌》、《全民江湖》等游戏在海外上线，驱动境外营收达 4.42 亿元，同比增长 17.8%。2026Q1 游戏及游戏盒子持续驱动公司营收增长，同时归母净利润增幅较大，主要系确认仲裁赔偿款增加。

### ➢ 储备新游蓄势待发，多元 AI 布局逐步落地

储备游戏方面，目前公司约 15 款游戏处于开发阶段，包括经典 IP 改编游戏《斗罗大陆：诛邪传说》、《盗墓笔记：启程》，武侠新品类游戏《代号：射雕》等。此外，2025-2026Q1 公司新增 21 款游戏版号，包括《新射雕之华山论剑》、《七日防线》、《传世群英传》等。AI 方面，公司进行了多元化布局。其中，AI 游戏创作平台 SOON 开启用户体验，且公司旗下杭州极逸与零一万物达成合作，推动“游戏+AI”全链条深度融合；自主孵化的治愈系 AI 潮玩品牌“暖星谷梦游记”首批 AI 智能玩偶上线；战略投资企业自然选择，相继发布全球首款 3D AI 智能陪伴应用《EVE》、新一代社交网络 AI 原生应用《Elys》；投资的 VR 硬件厂商大朋 VR 发布首款 AI 眼镜 DPVR AI Glasses。

### ➢ 稳定分红及回购注销提升投资价值，持续增持彰显信心

1) 稳定分红：2025 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元，合计拟派发现金红利约 2.12 亿元，现金分红比例为 11.1%。2) 回购注销：2025 年公司完成约 895 万股股份回购，回购金额约 2 亿元；并完成约 1607 万股股份注销。2026 年 2 月完成约 650 万股股份回购，回购金额约 1.5 亿元。3) 管理层持续增持：公司实控人金锋及全体高管于 2025 年共计增持公司股份约 235 万股，增持金额约 4168 万元；于 2026 年 3 月共计增持公司股份约 920 万股，增持金额约 1.7 亿元。

### ➢ 盈利预测、估值与评级

公司多款老游戏长线运营稳健，贡献流水基本盘；游戏盒子贡献业绩增量。未来，丰富的游戏储备、以及多元的 AI 布局亦有望贡献增量。因此，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 75.5/83.9/91.6 亿元，对应增速 41.8%/11.0%/9.22%，归母净利润分别为 25.7/30.4/34.8 亿元，对应增速 35.2%/18.1%/14.6%。维持公司“买入”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）	5325	7553	8385	9159
营业收入增长率(%)	4.04%	41.83%	11.02%	9.22%
归母净利（百万元）	1904	2574	3039	3484
净利润增长率(%)	16.90%	35.20%	18.09%	14.64%
摊薄每股收益（元）	0.89	1.20	1.42	1.63
市盈率（PE）	19	14	12	11

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	3269	4236	5993	8784	11838
应收票据及账款	1179	1214	1924	2136	2333
预付账款	418	431	557	618	675
其他应收款	25	15	62	69	75
存货	25	45	48	53	58
其他流动资产	175	300	331	353	374
<b>流动资产总计</b>	<b>5091</b>	<b>6241</b>	<b>8915</b>	<b>12013</b>	<b>15353</b>
长期股权投资	506	1234	1245	1256	1267
固定资产	116	96	78	58	37
在建工程	2	34	28	23	17
无形资产	323	641	515	389	263
长期待摊费用	212	243	121	0	0
其他非流动资产	1777	4585	4585	4585	4585
<b>非流动资产合计</b>	<b>2936</b>	<b>6833</b>	<b>6572</b>	<b>6310</b>	<b>6169</b>
<b>资产总计</b>	<b>8026</b>	<b>13073</b>	<b>15487</b>	<b>18323</b>	<b>21522</b>
短期借款	0	109	0	0	0
应付票据及账款	450	1135	1083	1199	1309
其他流动负债	931	1257	1683	1862	2031
<b>流动负债合计</b>	<b>1382</b>	<b>2501</b>	<b>2766</b>	<b>3061</b>	<b>3340</b>
长期借款	72	48	33	18	8
其他非流动负债	26	624	624	624	624
<b>非流动负债合计</b>	<b>98</b>	<b>672</b>	<b>657</b>	<b>642</b>	<b>632</b>
<b>负债合计</b>	<b>1480</b>	<b>3173</b>	<b>3423</b>	<b>3703</b>	<b>3972</b>
股本	1515	1499	1499	1499	1499
资本公积	532	342	342	342	342
留存收益	4501	8061	10160	12639	15481
归属母公司权益	6548	9902	12001	14480	17322
少数股东权益	-1	-2	63	140	228
<b>股东权益合计</b>	<b>6547</b>	<b>9900</b>	<b>12064</b>	<b>14620</b>	<b>17550</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>8026</b>	<b>13073</b>	<b>15487</b>	<b>18323</b>	<b>21522</b>
现金流量表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1628	1902	2483	3014	3472
折旧与摊销	129	149	272	273	152
财务费用	-55	-40	-14	-25	-35
投资损失	-3	-75	-52	-52	-52
营运资金变动	-27	252	-543	-13	-6
其他经营现金流	83	75	159	104	104
<b>经营性现金净流量</b>	<b>1754</b>	<b>2263</b>	<b>2305</b>	<b>3301</b>	<b>3634</b>
资本支出	257	-466	0	0	0
长期投资	-668	-1161	0	0	0
其他投资现金流	14	-586	37	39	38
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-910</b>	<b>-1282</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>38</b>
短期借款	0	109	-109	0	0
长期借款	69	-24	-16	-14	-11
普通股增加	0	-16	0	0	0
资本公积增加	22	-189	0	0	0
其他筹资现金流	-491	-188	-461	-536	-607
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-400</b>	<b>-308</b>	<b>-586</b>	<b>-550</b>	<b>-617</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>447</b>	<b>666</b>	<b>1757</b>	<b>2790</b>	<b>3054</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	5118	5325	7553	8385	9159
营业成本	958	1020	1474	1632	1782
税金及附加	18	22	26	28	29
销售费用	1735	1676	2643	2767	2839
管理费用	202	186	204	210	220
研发费用	598	595	604	612	623
财务费用	-55	-40	-14	-25	-35
资产减值损失	-3	-5	-22	-24	-27
信用减值损失	-8	-4	-27	-30	-32
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	75	52	52	52
公允价值变动损益	-26	-22	0	0	0
资产处置收益	1	2	1	1	1
其他收益	47	69	52	52	52
<b>营业利润</b>	<b>1675</b>	<b>1981</b>	<b>2672</b>	<b>3213</b>	<b>3748</b>
营业外收入	2	10	188	6	6
营业外支出	4	10	133	7	7
其他非经营损益	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1673</b>	<b>1981</b>	<b>2727</b>	<b>3212</b>	<b>3747</b>
所得税	46	79	88	96	175
<b>净利润</b>	<b>1628</b>	<b>1902</b>	<b>2639</b>	<b>3116</b>	<b>3572</b>
少数股东损益	-1	-1	65	77	88
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1628</b>	<b>1904</b>	<b>2574</b>	<b>3039</b>	<b>3484</b>
EBITDA	1747	2090	2985	3461	3864
NOPLAT	1546	1805	2571	3092	3538
EPS(元)	0.76	0.89	1.20	1.42	1.63
预测指标					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营收增长率	19.2%	4.0%	41.8%	11.0%	9.2%
营业利润增长率	-1.3%	18.3%	34.9%	20.3%	16.6%
EBIT 增长率	-1.3%	19.9%	39.8%	17.5%	16.4%
EBITDA 增长率	-0.5%	19.6%	42.9%	15.9%	11.7%
归母净利润增长率	11.4%	16.9%	35.2%	18.1%	14.6%
经营现金流增长率	2.8%	29.0%	1.9%	43.2%	10.1%
盈利能力					
毛利率	81.3%	80.8%	80.5%	80.5%	80.5%
净利率	31.8%	35.7%	34.9%	37.2%	39.0%
营业利润率	32.7%	37.2%	35.4%	38.3%	40.9%
ROE	24.9%	19.2%	21.4%	21.0%	20.1%
ROA	20.3%	14.6%	16.6%	16.6%	16.2%
ROIC	58.7%	57.6%	87.2%	89.5%	107.6%
估值倍数					
P/E	23	19	14	12	11
P/S	7	7	5	4	4
P/B	6	4	3	3	2
股息率	0.01	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	15.99	20.5	10.5	8.1	6.2
EV/EBITDA	14.82	19.0	9.5	7.4	5.9
EV/NOPLAT	16.74	22.0	11.0	8.3	6.5

## 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。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 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。