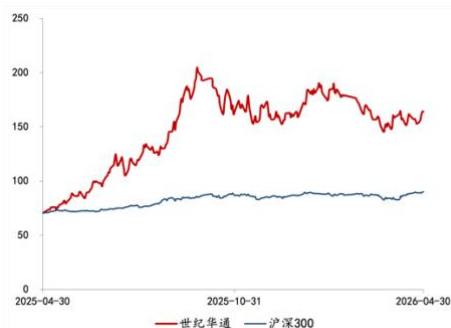


传媒互联网

业绩高增，关注休闲赛道拓展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	73.71/67.97
总市值/流通(亿元)	1296/1195
12个月内最高/最低价(元)	22.49/7.41

■ 相关研究报告

■ 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 379 亿元，同比增长 67.6%；归母净利润 56.1 亿元，同比增长 362%；归母扣非净利润 56.4 亿元，同比增长 243%。2026Q1 实现营收 110 亿元，同比增长 35.2%；归母净利润 20.3 亿元，同比增长 50.2%；归母扣非净利润 19.8 亿元，同比增长 46.9%。

➤ 核心游戏持续释放利润，驱动 2025 及 2026Q1 业绩高增

2025 年公司营收及归母净利润同比高增，主要系《Whiteout Survival》、《Kingshot》等核心游戏驱动互联网游戏业务实现收入 362 亿元，同比增长 72.8%。2026Q1 核心游戏延续前期亮眼表现，持续驱动营收及归母净利润同比高增。根据 SensorTower 数据，在中国手游海外收入榜中，2026 年 1-3 月《Whiteout Survival》、《Kingshot》稳居前三，《Tasty Travels: Merge Games》由 2025 年的前 15 位跃升至前 10 位；在海外收入增长榜中，2026 年 2-3 月《Whiteout Survival》、《Kingshot》重新上榜，并与《Tasty Travels》位列前 10 位。看好公司核心游戏持续贡献流水并释放利润。

➤ “SLG+X”融合游戏长线运营，休闲品类及经典 IP 游戏开拓增量

目前公司共有约 15 款储备游戏处于研发阶段，未来 Century Games、点点互动、盛趣游戏有望共同推动公司游戏业务发展。其中：1) Century Games：凭借以数据驱动的“研运发三位一体”协同体系，持续推进出海游戏长线运营与本地化快速迭代。在保持“SLG+X”融合品类游戏长线运营的同时，其正通过《Tasty Travels》、《Truck Star》开拓休闲游戏赛道。2) 点点互动：以国内市场为核心阵地，优化《无尽冬日》、《奔奔王国》的长线运营，并在小游戏端取得亮眼表现。2026 年 3 月，《无尽冬日》重登微信小游戏畅销榜榜首，《奔奔王国》位列第 9 位。3) 盛趣游戏：围绕传奇、龙之谷、彩虹岛等经典 IP 进行多端互通版本研发，并对老产品实施唤醒策略。

➤ 现金分红及股份回购注销积极回馈投资者

2025 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.6 元，合计拟派发现金红利 4.41 亿元，现金分红比例为 7.86%。此外，2025 年 12 月公司合计回购 5612 万股股份，成交总金额约 10 亿元，并对回购股份完成注销。2025 年公司现金分红和股份回购注销总额 14.4 亿元，占归母净利润的 25.7%。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司“SLG+X”融合游戏《Whiteout Survival》、《Kingshot》持续释放利润，并凭借《Tasty Travels》、《Truck Star》在全球收入最长青品类的休闲游戏赛道初露锋芒。因此，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 472/524/567 亿元，对应增速 24.5%/11%/8.38%，归母净利

润分别为 91/104/120 亿元，对应增速 62.3%/14.9%/14.5%。首次覆盖，给予公司“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）	37898	47176	52355	56743
营业收入增长率(%)	67.55%	24.48%	10.98%	8.38%
归母净利润（百万元）	5605	9098	10449	11965
净利润增长率(%)	362.02%	62.31%	14.85%	14.50%
摊薄每股收益（元）	0.76	1.23	1.42	1.62
市盈率（PE）	21	13	11	10

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	6528	11808	22286	34120	47284
应收票据及账款	3660	4195	7812	8669	9396
预付账款	109	157	302	335	363
其他应收款	676	1559	2026	2248	2437
存货	761	766	1376	1516	1635
其他流动资产	518	493	931	1033	1119
流动资产合计	12252	18977	34732	47922	62234
长期股权投资	1499	609	341	72	-196
固定资产	1682	1674	1158	632	98
在建工程	232	350	292	234	175
无形资产	2049	1565	1009	453	-103
长期待摊费用	317	251	125	0	0
其他非流动资产	20893	21003	21003	21003	21003
非流动资产合计	26673	25452	23927	22393	20976
资产总计	38924	44429	58659	70316	83210
短期借款	847	888	0	0	0
应付票据及账款	1051	1088	2204	2428	2619
其他流动负债	9632	8374	13706	15113	16263
流动负债合计	11530	10349	15911	17541	18882
长期借款	140	1154	823	512	230
其他非流动负债	1804	1706	1706	1706	1706
非流动负债合计	1944	2860	2529	2218	1936
负债合计	13474	13209	18440	19760	20818
股本	7453	7371	7371	7371	7371
资本公积	15117	14455	14455	14455	14455
留存收益	2239	8839	17937	28387	40352
归属母公司权益	24809	30666	39764	50213	62178
少数股东权益	642	554	456	343	214
股东权益合计	25450	31220	40220	50556	62392
负债和股东权益合计	38924	44429	58659	70316	83210

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1045	5718	9233	10569	12039
折旧与摊销	1032	1026	1256	1266	1149
财务费用	82	136	8	-66	-124
投资损失	484	242	212	212	212
营运资金变动	1488	1111	1172	275	192
其他经营现金流	916	332	-330	-330	-330
经营性现金净流量	5046	8564	11550	11925	13137
资本支出	899	946	0	0	0
长期投资	-902	-504	0	0	0
其他投资现金流	465	137	154	154	184
投资性现金净流量	-1337	-1313	154	154	184
短期借款	381	41	-888	0	0
长期借款	-2906	1014	-330	-311	-282
普通股增加	0	-82	0	0	0
资本公积增加	17	-661	0	0	0
其他筹资现金流	1537	-3157	-8	66	124
筹资性现金净流量	-971	-2846	-1226	-245	-157
现金流量净额	2758	4254	10478	11835	13163

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	22620	37898	47176	52355	56743
营业成本	7736	11390	14077	15509	16728
税金及附加	53	86	109	120	131
销售费用	7742	14512	14860	16230	17023
管理费用	1695	2017	2359	2618	2837
研发费用	1680	2340	2359	2618	2724
财务费用	82	136	8	-66	-124
资产减值损失	-769	-214	-267	-296	-321
信用减值损失	-277	-204	-253	-281	-305
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	-484	-242	-212	-212	-212
公允价值变动损益	-125	122	-3	-2	39
资产处置收益	8	12	7	7	7
其他收益	61	114	97	97	97
营业利润	2045	7006	12774	14640	16731
营业外收入	24	44	28	28	28
营业外支出	622	63	243	243	243
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	1447	6987	12559	14424	16516
所得税	402	1269	3559	4088	4680
净利润	1045	5718	9000	10336	11836
少数股东损益	-168	113	-98	-113	-129
归属母公司股东净利润	1213	5605	9098	10449	11965
EBITDA	2560	8148	13823	15623	17541
NOPLAT	1534	5862	9216	10499	11915
EPS(元)	0.16	0.76	1.23	1.42	1.62

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营收增长率	70.3%	67.5%	24.5%	11.0%	8.4%
营业利润增长率	105.6%	242.6%	82.3%	14.6%	14.3%
EBIT 增长率	17.8%	366.1%	76.4%	14.3%	14.2%
EBITDA 增长率	26.1%	218.3%	69.6%	13.0%	12.3%
归母净利润增长率	131.5%	362.0%	62.3%	14.9%	14.5%
经营现金流增长率	62.7%	69.7%	34.9%	3.2%	10.2%
盈利能力					
毛利率	65.8%	69.9%	70.2%	70.4%	70.5%
净利率	4.6%	15.1%	19.1%	19.7%	20.9%
营业利润率	9.0%	18.5%	27.1%	28.0%	29.5%
ROE	4.9%	18.3%	22.9%	20.8%	19.2%
ROA	3.1%	12.6%	15.5%	14.9%	14.4%
ROIC	8.0%	38.4%	51.1%	64.6%	79.7%
估值倍数					
P/E	97	21	13	11	10
P/S	5	3	3	2	2
P/B	5	4	3	2	2
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	18.8	15.9	7.5	5.8	4.2
EV/EBITDA	11.2	13.9	6.8	5.3	4.0
EV/NOPLAT	18.8	19.3	10.3	7.9	5.8

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。