

# 神州泰岳 (300002)

## 2025 年报及 26Q1 季报点评: 运营效率优化, 关注新游进展

买入 (维持)

2026 年 05 月 06 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 周珂

执业证书: S0600125080006  
zhouk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	6,452	5,821	6,101	6,743	7,814
同比 (%)	8.22	(9.79)	4.82	10.52	15.88
归母净利润 (百万元)	1,427.67	801.51	1,056.58	1,174.04	1,364.40
同比 (%)	60.92	(43.86)	31.82	11.12	16.21
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.73	0.41	0.54	0.60	0.69
P/E (现价&最新摊薄)	13.41	23.88	18.12	16.30	14.03

### 投资要点

- **事件: 公司发布 2025 年报及 26Q1 季报。**2025 年公司实现营收 58.2 亿元, 同比下滑 10%; 归母净利润 8.0 亿元, 同比下滑 44%; 扣非净利润 8.2 亿元, 同比下滑 28%。26Q1 实现营收 14.0 亿元, 同比增长 6%; 归母净利润 1.71 亿元, 同比下滑 28%; 扣非净利润 1.69 亿元, 同比下滑 25%。
- **汇兑损失拖累利润, 运营效率持续优化。**26Q1 财务费用由上年同期净收益 1039 万元转为净支出 4512 万元, 系汇率波动引发汇兑损失, 拖累当期利润; 销售费用率同比下降 6.2pct 至 9.9%, 主要系游戏推广费大幅削减; 管理费用率同比下降 2.9pct 至 17.8%, 研发费用率同比下降 1.2pct 至 5.3%, 整体运营效率持续优化。
- **存量游戏基本盘稳健, 关注新游上线进展。**公司主要产品《Age of Origins》《War and Order》《Infinite Galaxy》在全球发行, 覆盖 150 多个国家, 主要市场为美、日、韩、欧洲; 我们认为公司主力 SLG 游戏有望延续长线运营, 维持较强生命力。关注《Stellar Sanctuary》调整进展, 公司储备新游包括《代号 MN》、《Xcity》、《Next Agers》, 我们认为当前出海 SLG 赛道正处于泛用户扩容阶段, 公司深耕出海 SLG 赛道, 有望凭借多年积累的经验, 快速迭代并推出新游, 实现新品突破, 持续关注公司新游测试表现及正式推广节奏。
- **AI 产品矩阵完善布局。**公司 B 端业务涵盖 AI-云服务、ICT 运营管理、信息安全三大板块, 服务运营商、金融、能源、政府等头部客户。26Q1 营业成本同比增长 37%, 主要系云服务业务销售成本增加, 云业务规模扩张成本抬升导致整体毛利率有所下滑。AI 产品布局方面, 公司在 B 端推出“泰岳灯塔”AI 大模型应用体系 (含“岳擎”数字化新 IT 运营大模型、“泰岳泰斗”安全大模型、avavox 语音数字员工平台); 在云+AI 综合服务领域, 推出 ModelHub Platform、Omni-Smart CDN Service, 完成从“云厂商销售渠道”向“客户 Partner”的战略定位切换。
- **盈利预测与投资评级:**考虑公司新游上线节奏变化, 我们调整 2026-2027 年归母净利润预期至 10.6/11.7 亿元 (前值为 13.4/14.6 亿元), 并预计公司 2028 年实现归母净利润 13.6 亿元, 2026 年 4 月 30 日收盘价对应 2026/2027/2028 年 PE 分别为 18/16/14 倍。我们看好公司新游上线后的业绩弹性及 AI 业务潜力, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新游流水不及预期, 行业政策风险, 汇兑损失风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.73
一年最低/最高价	9.16/15.95
市净率(倍)	2.45
流通 A 股市值(百万元)	17,969.29
总市值(百万元)	19,140.60

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.97
资产负债率(% ,LF)	12.49
总股本(百万股)	1,967.17
流通 A 股(百万股)	1,846.79

### 相关研究

《神州泰岳(300002): 2025 年三季报点评: 存量游戏趋稳, 关注新游周期》  
2025-10-29

《神州泰岳(300002): 2025 年半年报点评: 业绩符合预期, 关注新游周期及 AI 应用落地》  
2025-08-27

神州泰岳三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>5,491</b>	<b>6,393</b>	<b>7,545</b>	<b>8,934</b>	<b>营业总收入</b>	<b>5,821</b>	<b>6,101</b>	<b>6,743</b>	<b>7,814</b>
货币资金及交易性金融资产	2,948	3,812	4,853	6,059	营业成本(含金融类)	2,462	2,440	2,697	3,126
经营性应收款项	783	820	907	1,051	税金及附加	18	19	21	25
存货	177	175	194	225	销售费用	731	1,098	1,281	1,641
合同资产	31	32	35	41	管理费用	1,207	1,098	1,146	1,172
其他流动资产	1,552	1,553	1,555	1,559	研发费用	338	355	392	454
<b>非流动资产</b>	<b>3,254</b>	<b>3,226</b>	<b>3,176</b>	<b>3,122</b>	财务费用	4	(31)	(44)	(59)
长期股权投资	6	6	6	6	加:其他收益	107	112	124	143
固定资产及使用权资产	520	499	475	450	投资净收益	37	39	43	50
在建工程	16	16	16	16	公允价值变动	(68)	0	0	0
无形资产	162	137	110	81	减值损失	(116)	0	0	0
商誉	1,296	1,296	1,296	1,296	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>1,021</b>	<b>1,273</b>	<b>1,416</b>	<b>1,650</b>
其他非流动资产	1,253	1,272	1,272	1,272	营业外净收支	(9)	(6)	(6)	(6)
<b>资产总计</b>	<b>8,745</b>	<b>9,619</b>	<b>10,720</b>	<b>12,056</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,012</b>	<b>1,267</b>	<b>1,410</b>	<b>1,644</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,085</b>	<b>1,093</b>	<b>1,197</b>	<b>1,370</b>	减:所得税	226	215	240	279
短期借款及一年内到期的非流动负债	56	56	56	56	<b>净利润</b>	<b>786</b>	<b>1,051</b>	<b>1,171</b>	<b>1,364</b>
经营性应付款项	428	424	469	543	减:少数股东损益	(15)	(5)	(4)	0
合同负债	140	147	162	188	<b>归属母公司净利润</b>	<b>802</b>	<b>1,057</b>	<b>1,174</b>	<b>1,364</b>
其他流动负债	462	466	509	582	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.41	0.54	0.60	0.69
非流动负债	21	19	19	19	EBIT	1,144	1,236	1,366	1,584
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,276	1,333	1,467	1,688
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	57.71	60.00	60.00	60.00
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	13.77	17.32	17.41	17.46
其他非流动负债	14	12	12	12	收入增长率(%)	(9.79)	4.82	10.52	15.88
<b>负债合计</b>	<b>1,106</b>	<b>1,112</b>	<b>1,216</b>	<b>1,389</b>	归母净利润增长率(%)	(43.86)	31.82	11.12	16.21
归属母公司股东权益	7,647	8,520	9,521	10,685					
少数股东权益	(8)	(14)	(17)	(17)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,639</b>	<b>8,507</b>	<b>9,504</b>	<b>10,668</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,745</b>	<b>9,619</b>	<b>10,720</b>	<b>12,056</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,142	1,086	1,228	1,413	每股净资产(元)	3.89	4.33	4.84	5.43
投资活动现金流	(512)	(37)	(12)	(6)	最新发行在外股份(百万股)	1,967	1,967	1,967	1,967
筹资活动现金流	(280)	(160)	(174)	(202)	ROIC(%)	12.05	12.61	12.51	12.96
现金净增加额	328	864	1,041	1,205	ROE-摊薄(%)	10.48	12.40	12.33	12.77
折旧和摊销	132	97	100	104	资产负债率(%)	12.65	11.56	11.34	11.52
资本开支	(80)	(64)	(56)	(56)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.88	18.12	16.30	14.03
营运资本变动	3	(31)	(7)	(12)	P/B(现价)	2.50	2.25	2.01	1.79

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>