

神州泰岳 (300002.SZ)

业绩阶段性承压，关注新品起量驱动困境反转

事件：

发布 2025 年度报告和 26Q1 业绩报告。2025 年，公司实现收入 58.2 亿元，YOY-10%；归母净利润 8.0 亿元，YOY-44%；扣非归母净利润 8.2 亿元，YOY-28%。26Q1，公司实现收入 14.0 亿元，YOY+5.9%，QOQ-20%；归母净利润 1.7 亿元，YOY-28%，QOQ+122%；扣非归母净利润 1.7 亿元，YOY-25%，QOQ+36%。

点评：

主力产品随生命周期自然衰减，游戏收入阶段性承压。2025 年，游戏业务实现收入 39.1 亿元，YOY-16%，主要系《Age of Origins》与《War and Order》两大主力产品收入下降所致。25 年《Age of Origins》与《War and Order》分别贡献收入 28.9/9.0 亿元，YOY-16%/-16%，占到游戏业务总收入 74%/23%。具体而言，1)《Age of Origins》买量投放减少，稳定释放利润。2025 年，《Age of Origins》买量费用为 4.2 亿元，YOY-37%，费用率为 14%，YOY-4.7pct。受此影响，25 年该游戏用户规模持续下滑，但付费用户留存趋势显著，付费用户占比季度环比提升。用户提纯驱动 ARPU 季度环比增长，有效支撑流水跌幅逐季收窄。2)《War and Order》用户基本盘较为稳固。2025 年季度活跃用户规模降幅相对平稳。尽管付费用户规模各季度环比下滑，但 ARPU 保持平稳，表明高价值付费群体留存稳定，利好季度流水表现维稳，环比降幅基本在 3% 以内。

Pipeline 储备丰富，关注新产品上线带动基本面改善。25H1 公司在海外上线测试了新产品《Stellar Sanctuary》、《Next Agers》，后续有望调整后继续推流起量。目前公司 pipeline 中储备有三款 SLG 产品(代号：AOO2)、《代号：MN》、《代号：X City》，后续有望相继冷启动上线。此外，国内储备了包括《繁星传说：牧者之息》、《长河万卷》在内的 3 款版号。

盈利预测与投资建议：基于公司存量产品运营与储备增量信息，我们预计公司 26-28 年实现收入 59/64/69 亿元，YOY+1%/9%/7%；实现归母净利润 9/10/11 亿元，YOY+12%/9%/10%，对应当前市值 PE 22/20/18x。我们看好公司新产品上线带动基本面改善，维持对于公司的“买入”评级。

风险提示：产品流水表现不及预期，行业竞争加剧，宏观经济波动。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,452	5,821	5,892	6,440	6,917
增长率 yoy (%)	8.2	-9.8	1.2	9.3	7.4
归母净利润(百万元)	1,428	802	901	981	1,080
增长率 yoy (%)	60.9	-43.9	12.4	8.9	10.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.73	0.41	0.46	0.50	0.55
净资产收益率(%)	20.4	10.5	10.6	10.4	10.3
P/E(倍)	13.6	24.2	21.5	19.8	18.0
P/B(倍)	2.8	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 05 月 06 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	游戏 II
前次评级	买入
05 月 06 日收盘价(元)	9.87
总市值(百万元)	19,416.01
总股本(百万股)	1,967.17
其中自由流通股(%)	93.88
30 日日均成交量(百万股)	32.84

股价走势



作者

分析师 刘文轩
执业证书编号：S0680526020003
邮箱：liuwenxuan@gszq.com

分析师 赵海楠
执业证书编号：S0680526020002
邮箱：zhaohainan@gszq.com

相关研究

- 1、《神州泰岳(300002.SZ)：业绩有所承压，期待 Pipeline 释放形成新增长曲线》 2026-03-15
- 2、《神州泰岳(300002.SZ)：新游《Stellar Sanctuary》美区上线，推出多个 AI 应用新产品》 2025-10-29
- 3、《神州泰岳(300002.SZ)：打造“2+2+N”游戏产品矩阵，推出“泰岳灯塔”AI 大模型》 2025-08-27

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5085	5491	6422	7463	8681
现金	1830	2156	3071	4018	5153
应收票据及应收账款	899	773	821	897	963
其他应收款	19	21	17	19	20
预付账款	9	10	9	10	11
存货	153	177	162	176	189
其他流动资产	2177	2354	2342	2343	2345
非流动资产	3047	3254	3252	3242	3125
长期投资	5	6	6	6	6
固定资产	388	504	504	506	467
无形资产	185	162	170	179	118
其他非流动资产	2469	2581	2572	2551	2534
资产总计	8132	8745	9674	10704	11806
流动负债	1097	1085	1180	1277	1362
短期借款	17	47	47	47	47
应付票据及应付账款	393	420	416	454	487
其他流动负债	687	618	716	776	828
非流动负债	22	21	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	21	19	19	19
负债合计	1119	1106	1199	1296	1381
少数股东权益	2	-8	-20	-29	-40
股本	1963	1967	1967	1967	1967
资本公积	581	615	615	615	615
留存收益	4514	5120	5970	6914	7941
归属母公司股东权益	7011	7647	8495	9438	10466
负债和股东权益	8132	8745	9674	10704	11806

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1648	1142	1152	1156	1250
净利润	1419	786	890	972	1069
折旧摊销	129	132	104	103	99
财务费用	-40	55	0	0	0
投资损失	-50	-37	-45	-45	-45
营运资金变动	280	3	79	2	2
其他经营现金流	-90	203			124
投资活动现金流	-1726	-512	-76	-65	45
资本支出	-164	-80	-108	-110	0
长期投资	-1606	-517	0	0	0
其他投资现金流	44	85	32	45	45
筹资活动现金流	-228	-280	-136	-144	-159
短期借款	-3	30	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	5	0	0	0
资本公积增加	-88	33	0	0	0
其他筹资现金流	-138	-348	-136	-144	-159
现金净增加额	-284	328	915	946	1135

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6452	5821	5892	6440	6917
营业成本	2514	2462	2665	2905	3116
营业税金及附加	18	18	18	20	21
营业费用	1007	731	642	787	867
管理费用	1269	1207	1058	1127	1176
研发费用	333	338	317	335	346
财务费用	-110	4	90	64	69
资产减值损失	-114	-117	-100	-100	-100
其他收益	81	107	70	70	70
公允价值变动收益	-31	-68	-17	-17	-17
投资净收益	50	37	45	45	45
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1641	1021	1093	1193	1313
营业外收入	0	2	0	0	0
营业外支出	8	11	0	0	0
利润总额	1633	1012	1093	1193	1313
所得税	214	226	203	222	244
净利润	1419	786	890	972	1069
少数股东损益	-8	-15	-11	-10	-11
归属母公司净利润	1428	802	901	981	1080
EBITDA	1749	1276	1287	1361	1481
EPS (元/股)	0.73	0.41	0.46	0.50	0.55

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	8.2	-9.8	1.2	9.3	7.4
营业利润(%)	56.0	-37.8	7.1	9.2	10.0
归属母公司净利润(%)	60.9	-43.9	12.4	8.9	10.0
获利能力					
毛利率(%)	61.0	57.7	54.8	54.9	55.0
净利率(%)	22.1	13.8	15.3	15.2	15.6
ROE(%)	20.4	10.5	10.6	10.4	10.3
ROIC(%)	20.0	11.5	11.3	10.8	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	13.8	12.6	12.4	12.1	11.7
净负债比率(%)	-25.5	-27.4	-35.5	-42.0	-48.8
流动比率	4.6	5.1	5.4	5.8	6.4
速动比率	3.2	3.4	4.0	4.5	5.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	7.6	7.1	7.5	7.7	7.6
应付账款周转率	6.5	6.1	6.4	6.7	6.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.41	0.46	0.50	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.58	0.59	0.59	0.64
每股净资产(最新摊薄)	3.56	3.89	4.32	4.80	5.32
估值比率					
P/E	13.6	24.2	21.5	19.8	18.0
P/B	2.8	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	12.0	16.1	12.7	11.4	9.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 05 月 06 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com