

传媒

2026年05月13日

神州泰岳 (300002)

——25年承压收官，1Q26收入转正，等待新游周期和AI云拐点

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2026年05月12日

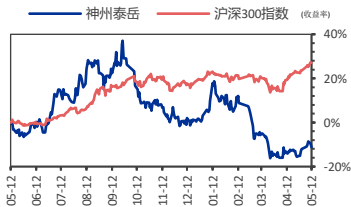
收盘价(元) 9.84
 一年内最高/最低(元) 15.95/9.16
 市净率 2.5
 股息率%(分红/股价) 1.02
 流通A股市值(百万元) 18,172
 上证指数/深证成指 4,214.49/15,824.92

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026年03月31日

每股净资产(元) 3.97
 资产负债率% 12.49
 总股本/流通A股(百万) 1,967/1,847
 流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

林起贤 A0230519060002
 linqx@swsresearch.com

联系人

张淇元 A0230124080001
 zhangqy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司25年收入58.2亿，yoy-10%；归母净利润8.0亿，yoy-44%；扣非净利润8.2亿，yoy-28%。1Q26收入14.0亿，yoy+6%；归母净利润1.7亿，yoy-28%；扣非净利润1.7亿，yoy-25%。1Q26收入端同比转正，整体还需等待新品和AI云业务的边际变化。业绩基本符合预期。
- **游戏老产品进入稳态，AI ToB商业化稳步推进。**25年游戏收入39.1亿，yoy-16%，毛利率73.8%，同比增1.1pct。《旭日》《战火》仍是基本盘，25年二者合计收入共37.8亿元，对应分季度Q1-Q4流水为10.1/9.6/9.4/9.2亿元，全年环比降幅逐季收窄、长青运营能力持续验证。25年AI-云收入14.90亿元，yoy+0.8%，较24年同比放缓，公司发布“泰岳灯塔”AI大模型体系，推出岳擎、泰岳泰斗、avavox三大垂类。avavox支持18+语种，面向智能外呼/语音Agent场景，已完成企业级认证用户超过百家，按需计费已在家装/旅游/招聘等行业落地，鼎富智能金融智能催收持续推进，AI ToB商业化看点渐起。
- **云业务扩张拖累毛利率，费用端有所控制。**25年毛利率57.7%，同比降3.3pct；1Q26毛利率49.9%，同比降11.4pct，主要受云服务成本增长。1Q26销售费用1.4亿，yoy-35%，主要系游戏推广费减少；财务费用0.45亿，同比由负转正，汇兑损失对利润有扰动。
- **新一轮新游周期重新蓄势。**新游方面，前期部分新品(DL/FS-Project)测试不及预期或已减值，XCT/MN等城建、黑帮题材SLG仍在研推进，叠加LOA结项储备，新品周期重新蓄势中。本轮管线整体以SLG+X品类融合为主，客群向泛用户拓展。
- **调整盈利预测，维持“买入”评级。**考虑到老游戏流水自然回落、前期部分新品测试不及预期，以及AI云业务扩张阶段毛利率承压，我们下调收入及利润预测，预计公司26-27年营收59.1/63.3亿元(原预测68.1/81.8亿元)，归母净利润9.3/10.4亿元(原预测为13.2/15.8亿元)；新增28年营收预测68.0亿元，归母净利润11.5亿元。现价对应26-28年PE为21/19/17x。我们选取同样布局高质量游戏的完美世界(20X)、盛天网络(42X)，和同样布局互联网业务的哔哩哔哩(21X)、浙数文化(24X)作为可比公司，可比公司2026E平均PE为27X，神州泰岳较可比公司平均估值仍有20%以上空间。考虑到现金流基本盘仍稳，新一轮SLG+X产品周期释放可期，AI ToB商业化持续推进，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业监管政策边际变化风险，游戏项目延期/表现不及预期风险，资产减值风险。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5,821	1,401	5,913	6,328	6,795
同比增长率(%)	-9.8	5.9	1.6	7.0	7.4
归母净利润(百万元)	802	171	931	1,038	1,147
同比增长率(%)	-43.9	-28.3	16.2	11.4	10.6
每股收益(元/股)	0.41	0.09	0.47	0.53	0.58
毛利率(%)	57.7	49.9	50.8	50.8	51.6
ROE(%)	10.5	2.2	11.0	11.1	11.1
市盈率	24		21	19	17

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6,452	5,821	5,913	6,328	6,795
其中：营业收入	6,452	5,821	5,913	6,328	6,795
减：营业成本	2,514	2,462	2,908	3,115	3,287
减：税金及附加	18	18	18	19	21
主营业务利润	3,920	3,341	2,987	3,194	3,487
减：销售费用	1,007	731	524	601	680
减：管理费用	1,269	1,207	954	1,076	1,155
减：研发费用	333	338	303	329	333
减：财务费用	-110	4	28	-20	-21
经营性利润	1,421	1,061	1,178	1,208	1,340
加：信用减值损失(损失以“-”填列)	232	1	-2	0	0
加：资产减值损失(损失以“-”填列)	-114	-117	0	0	0
加：投资收益及其他	101	77	19	58	58
营业利润	1,641	1,021	1,195	1,266	1,398
加：营业外净收入	-8	-9	0	0	0
利润总额	1,633	1,012	1,195	1,266	1,398
减：所得税	214	226	276	241	266
净利润	1,419	786	919	1,025	1,132
少数股东损益	-8	-15	-12	-13	-15
归属于母公司所有者的净利润	1,428	802	931	1,038	1,147

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

中的所有材料的版

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。