

神州泰岳 (300002)

证券研究报告

2023 年 04 月 28 日

业绩高增长，游戏出海表现亮眼

事件：公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入 48.06 亿元，同比增长 11.4%；实现归母净利润 5.42 亿元，同比增长 40.9%；扣非归母净利润 4.45 亿元，同比增长 39.5%。23Q1 公司实现营收 12.12 亿元，同比增长 22.4%，归母净利润 1.78 亿元，同比增长 182%，归母扣非后净利润 1.47 亿元，同比增长 160%。

游戏业务同增 8.88%，《Age of Origins》等产品稳健运营。2022 年公司游戏业务实现收入 35.55 亿元，同比增长 8.88%，毛利率提升 0.94pct 至 67.53%。《Age of Origins》(旭日之城)、《War and Order》(战火与秩序) 合计贡献游戏收入 9 成以上，其中《Age of Origins》贡献超 6 成。2022 年《Age of Origins》流水达 25.30 亿元，同比提升 45.0%，根据 Sensor Tower 数据《Age of Origins》位于 2022 年中国手游收入榜第 9 位。2022 年《War and Order》流水达 10.96 亿元，同比下降 8.6%，作为一款 2016 年上线的产品表现仍然优异。截至 2022 年末，公司运营的游戏产品达 7 款，游戏类型主要为 SLG，其中海外及中国港澳台地区营收占比达 86.52%。据 Sensor Tower 发布的《2022 年中国手游发行商海外收入排行榜》，公司全资子公司壳木游戏位居第 8 名。

计算机业务核心产品矩阵不断完善，创新业务收入高增长。2022 年公司 ICT 运营管理业务收入为 10.22 亿元，同比增长 15.78%。公司对 ICT 运营产品持续迭代，将传统“IT+CT”的 ICT 运营升级为“数字化新 IT”智能运营。信息安全业务方面，根据中国信通院发布《软件供应链产品名录》，公司三款安全产品成功入选。2022 年公司创新服务收入同增 200% 为 0.82 亿元，云业务方面公司云转售、上云迁移服务规模持续提升，客户群体由出海手游、出海电商扩展至汽车、电子制造业、金融、零售及传媒互联网等行业；人工智能业务方面公司基于 Transformer 结构，运用自有 NLP 系列技术，推出人工智能催收解决方案“泰岳小催”平台。

23Q1 利润增长超预期。根据 data.ai，一季度《Age of Origins》在美国地区的 iOS 畅销榜排名基本位于 25 名以内，排名稳中有升。《War and Order》iOS 畅销榜排名在 50 名上下波动，整体较为稳定。2023 年 1 月公司上线《无尽苍穹》，此外公司预计有 1 款战斗卡牌类 SLG 游戏和 1 款模拟经营类 SLG 游戏将在国内上线。

投资建议：我们预计公司 2023-2025 年营收为 52.90/60.64/69.04 亿元，同比增长 10.1%/14.6%/13.9%。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 7.01/8.22/10.02 亿元，同比增速分别为 29.3%/17.2%/21.9%，对应 2023 年 4 月 28 日收盘价，23-25 年 PE 分别为 38/33/27 倍。维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险；行业监管风险；产品表现不及预期风险；游戏海外拓展和营销不及预期风险；计算机业务改善不及预期风险。

投资评级

行业	传媒/游戏 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	13.73 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,961.09
流通 A 股股本(百万股)	1,819.19
A 股总市值(百万元)	26,925.79
流通 A 股市值(百万元)	24,977.53
每股净资产(元)	2.57
资产负债率(%)	14.44
一年内最高/最低(元)	15.02/3.46

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

朱骏楠 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010002
zhuqinnan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《神州泰岳-首次覆盖报告:游戏出海龙头之一，焕发新生》 2023-03-24

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,314.27	4,806.01	5,289.63	6,063.55	6,904.23
增长率(%)	19.98	11.40	10.06	14.63	13.86
EBITDA(百万元)	878.15	1,097.41	970.45	1,087.05	1,302.33
归属母公司净利润(百万元)	384.52	541.89	700.85	821.62	1,001.83
增长率(%)	9.50	40.93	29.34	17.23	21.93
EPS(元/股)	0.20	0.28	0.36	0.42	0.51
市盈率(P/E)	70.02	49.69	38.42	32.77	26.88
市净率(P/B)	6.22	5.57	4.89	4.28	3.72
市销率(P/S)	6.24	5.60	5.09	4.44	3.90
EV/EBITDA	12.14	5.22	24.46	20.65	16.79

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	852.00	1,805.71	2,235.17	3,434.17	3,939.88
应收票据及应收账款	755.41	657.06	971.86	895.39	1,198.41
预付账款	14.84	12.08	33.91	7.55	39.39
存货	154.77	162.98	216.48	214.16	248.16
其他	156.46	105.44	166.83	149.72	150.67
流动资产合计	1,933.49	2,743.27	3,624.25	4,700.99	5,576.51
长期股权投资	38.33	12.39	12.39	12.39	12.39
固定资产	380.94	241.52	212.80	184.08	155.36
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	430.83	365.33	259.31	153.29	47.27
其他	2,461.74	2,447.83	2,468.40	2,490.17	2,512.60
非流动资产合计	3,311.84	3,067.07	2,952.89	2,839.92	2,727.61
资产总计	5,248.07	5,817.81	6,577.15	7,540.91	8,304.12
短期借款	137.45	50.05	160.00	100.00	50.00
应付票据及应付账款	311.16	397.39	327.37	536.20	406.59
其他	297.40	334.05	558.10	595.32	607.33
流动负债合计	746.01	781.48	1,045.47	1,231.51	1,063.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	34.72	33.94	33.94	33.94	33.94
非流动负债合计	34.72	33.94	33.94	33.94	33.94
负债合计	914.64	968.07	1,079.41	1,265.45	1,097.86
少数股东权益	7.01	14.71	(4.65)	(19.73)	(31.98)
股本	1,961.09	1,961.09	1,961.09	1,961.09	1,961.09
资本公积	524.90	583.56	583.56	583.56	583.56
留存收益	1,897.50	2,387.37	3,053.18	3,833.71	4,785.45
其他	(57.07)	(96.98)	(95.44)	(83.16)	(91.86)
股东权益合计	4,333.44	4,849.74	5,497.74	6,275.46	7,206.26
负债和股东权益总计	5,248.07	5,817.81	6,577.15	7,540.91	8,304.12

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	365.43	532.33	700.85	821.62	1,001.83
折旧摊销	131.24	154.33	134.74	134.74	134.74
财务费用	27.95	8.21	18.63	(17.24)	(23.40)
投资损失	53.85	(18.95)	(18.00)	(21.60)	(25.92)
营运资金变动	(367.92)	243.19	(416.01)	333.77	(517.06)
其它	200.04	125.78	26.86	(28.64)	(20.12)
经营活动现金流	410.60	1,044.90	447.08	1,222.65	550.06
资本支出	48.17	(146.82)	0.00	0.00	0.00
长期投资	(86.37)	(25.94)	0.00	0.00	0.00
其他	(170.98)	250.86	(76.47)	47.12	40.40
投资活动现金流	(209.18)	78.10	(76.47)	47.12	40.40
债权融资	(192.17)	0.98	91.33	(42.76)	(26.60)
股权融资	(33.17)	18.74	(32.48)	(28.01)	(58.14)
其他	44.85	(249.20)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(180.49)	(229.47)	58.85	(70.77)	(84.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	20.93	893.53	429.45	1,199.00	505.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,314.27	4,806.01	5,289.63	6,063.55	6,904.23
营业成本	1,629.70	1,903.52	1,947.08	2,209.72	2,491.39
营业税金及附加	15.58	15.48	17.19	18.05	18.95
销售费用	1,239.89	1,255.53	1,396.46	1,576.52	1,781.29
管理费用	627.16	778.18	830.47	939.85	1,049.44
研发费用	262.81	303.44	327.96	375.94	414.25
财务费用	27.17	(86.89)	18.63	(17.24)	(23.40)
资产/信用减值损失	(56.12)	(76.56)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(4.05)	(8.00)	47.23	(12.76)	(7.24)
投资净收益	(53.85)	18.36	18.00	21.60	25.92
其他	157.40	80.43	0.00	0.00	0.00
营业利润	468.58	622.52	817.08	969.55	1,190.98
营业外收入	0.78	10.19	4.43	2.21	1.11
营业外支出	1.39	3.43	1.66	0.99	0.60
利润总额	467.97	629.28	819.85	970.77	1,191.49
所得税	102.54	96.95	139.37	165.03	202.55
净利润	365.43	532.33	680.48	805.74	988.94
少数股东损益	(19.09)	(9.56)	(20.38)	(15.88)	(12.89)
归属于母公司净利润	384.52	541.89	700.85	821.62	1,001.83
每股收益（元）	0.20	0.28	0.36	0.42	0.51

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	19.98%	11.40%	10.06%	14.63%	13.86%
营业利润	10.94%	32.85%	31.25%	18.66%	22.84%
归属于母公司净利润	9.50%	40.93%	29.34%	17.23%	21.93%
获利能力					
毛利率	62.23%	60.39%	63.19%	63.56%	63.92%
净利率	8.91%	11.28%	13.25%	13.55%	14.51%
ROE	8.89%	11.21%	12.74%	13.05%	13.84%
ROIC	16.03%	17.60%	33.81%	34.19%	53.19%
偿债能力					
资产负债率	17.43%	16.64%	16.41%	16.78%	13.22%
净负债率	-16.41%	-36.10%	-37.65%	-53.05%	-53.91%
流动比率	2.20	2.94	3.47	3.82	5.24
速动比率	2.02	2.77	3.26	3.64	5.01
营运能力					
应收账款周转率	6.21	6.81	6.49	6.49	6.59
存货周转率	23.76	30.25	27.88	28.16	29.87
总资产周转率	0.83	0.87	0.85	0.86	0.87
每股指标（元）					
每股收益	0.20	0.28	0.36	0.42	0.51
每股经营现金流	0.21	0.53	0.23	0.62	0.28
每股净资产	2.21	2.47	2.81	3.21	3.69
估值比率					
市盈率	62.99	44.69	34.56	29.48	24.18
市净率	5.60	5.01	4.40	3.85	3.35
EV/EBITDA	12.14	5.22	21.67	18.16	14.71
EV/EBIT	14.20	6.06	25.16	20.74	16.41

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com