

2025 年 01 月 21 日

投资评级： 增持（首次）

证券分析师

陈良栋
SAC: S1350524100003
chenliangdong@huayuanstock.com
王世豪
SAC: S1350524120005
wangshihao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 01 月 16 日
收盘价（元）	11.53
一年内最高 / 最低（元）	14.95/7.73
总市值（百万元）	22,628.37
流通市值（百万元）	20,991.86
总股本（百万股）	1,962.56
资产负债率（%）	12.55
每股净资产（元/股）	3.48

资料来源：聚源数据

神州泰岳 (300002.SZ)

——游戏为核多元驱动，高潜新游静待花开

投资要点：

- **ICT 运营管理起家，围绕游戏核心打造多元业务矩阵。**公司成立于 2001 年，早期深耕 ICT 运营管理领域；2006 年中标移动飞信业务带动营收飞速增长，2009 年成为首批深交所创业板上市企业；2013 年收购壳木游戏，打造多款爆款出海 SLG 手游，助推游戏业务成为公司营收基石。当前公司已形成以游戏为核心，ICT、物联网、AI/人工智能多元化发展的业务矩阵。
- **核心竞争优势明显，精品游戏收入长青。**我们认为，壳木游戏的成功离不开以下几点因素：①长期深耕 SLG 赛道，研发、运营经验充足；②深度剖析玩家，持续实现高频更新；③把握行业热点屡出奇招，优质迭代与创新尝试齐头并进。在上述因素加持下，公司的两款精品 SLG 手游《War and Order》《Age of Z Origins》，上线以来长期位居各大排行榜前列，成功实现长留长青，持续创造稳健营收。
- **热门头部端游对标，高潜新游蓄势待发。**壳木游戏两款新游《Leap of Ages》（代号：LOA）与《Starlit Eden》（代号：DL），均进行了创新题材（文明/科幻）+优质对标（文明/庄园领主/环世界）+优势玩法（TD/吸血鬼 like/SLG）的跨界融合，将副玩法与核心玩法配合得较为紧凑，未来有望持续破圈拓展 SLG 游戏受众，吸引并留驻更广泛的玩家群体，突破公司游戏业务增长天花板。
- **NLP 多年经验累积，催收、电销探索商业化变现。**公司 2016 年开始布局人工智能产业，旗下的鼎富智能专注于“认知+”产业生态构建，运用自研 NLP 技术，以 AI 赋能千行百业。2023 年年初，公司推出人工智能催收解决方案“泰岳小催”平台，以智能分案、智能外呼等技术为核心能力，打破传统的催收作业模式；并于 2023 年下半年升级为“泰岳智呼”，在智能催收之外开辟智能电销业务线，面向市场提供 SaaS 化的解决方案。截至 24 年 4 月，外呼机器人已经覆盖约 150 家客户。公司的 NLP 业务当前在催收、电销领域的尝试，有望开辟第二业绩增长曲线。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 13.5/15.1/16.6 亿元，同比增速分别为 52.0%/11.7%/10.4%，当前股价对应（2025/01/16）的 PE 分别为 16.8/15.0/13.6 倍，我们选取吉比特、三七互娱、恺英网络、巨人网络作为可比公司，鉴于公司核心游戏流水长期稳健，新游已于海外相继上线，计算机业务整体稳健，AI 催收业务未来或将打开公司增长天花板，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：人工智能项目落地进度低于预期风险，云计算市场竞争加剧风险，海外投放成本超预期风险，新游业绩不及预期风险，老游戏流水回落风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,806	5,962	6,612	7,630	8,617
同比增长率（%）	11.40%	24.06%	10.90%	15.40%	12.93%
归母净利润（百万元）	542	887	1,348	1,505	1,662
同比增长率（%）	40.93%	63.72%	51.96%	11.66%	10.40%
每股收益（元/股）	0.28	0.45	0.69	0.77	0.85
ROE（%）	11.21%	15.39%	19.41%	18.21%	17.09%
市盈率（P/E）	41.76	25.51	16.78	15.03	13.62

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 13.5/15.1/16.6 亿元，同比增速分别为 52.0%/11.7%/10.4%，当前股价对应（2025/01/16）的 PE 分别为 16.8/15.0/13.6 倍，我们选取吉比特、三七互娱、恺英网络、巨人网络作为可比公司，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

（1）软件与信息技术服务业务：软件与信息技术服务行业持续景气，预计 2024–2026 年营收同比分别增加 5.03%/7.11%/9.32%。

（2）手机游戏业务：公司核心游戏流水长期稳健，新游已于海外相继上线，25 年有望带来业绩增量，预计 2024–2026 年营收同比分别增加 12.81%/17.91%/13.92%。

投资逻辑要点

（1）公司核心游戏《War and Order》《Age of Origins》流水长期稳健。

（2）新游《代号 DL》《代号 LOA》等已于 2024Q4 在海外相继上线，25 年有望贡献业绩增量。

（3）计算机业务整体稳健，AI 业务尚处起步阶段，催收业务未来或将打开公司增长天花板。

核心风险提示

人工智能项目落地进度低于预期风险，云计算市场竞争加剧风险，海外投放成本超预期风险，新游业绩不及预期风险，老游戏流水回落风险。

目录

1. 公司简介	7
1.1. 历史沿革：从 ICT 巨头到行业多面手	7
1.2. 主营构成：游戏为基石，四大业务线齐发展	7
1.3. 股权激励：员工持股计划调动管理层工作积极性	8
1.4. 财务分析：营收持续增长，费率平稳资产质量高	9
2. 计算机业务	11
2.1. ICT 全域覆盖挖掘市场机遇，优质合作伙伴共谱增长新篇	11
2.2. 智慧电力建设方兴未艾，率先部署抢占产业高地	15
2.3. NLP 业务聚焦催收与电销，商业化已获得验证	17
2.3.1. 催收行业提质增效需求迫切，AI 加持打破瓶颈	17
2.3.2. 泰岳智呼：NLP 多年经验累积，商业化已开启	18
3. 游戏业务	20
3.1. 国内市场竞争红海，出海或成战略优选	20
3.2. SLG 头部常青，高 ARPU 特性显著	22
3.3. 壳木游戏出海领军，旗舰产品稳健增长	23
3.4. 热门头部端游对标，高潜新游蓄势待发	29
4. 盈利预测与评级	33
5. 风险提示	34

图表目录

图表 1: 神州泰岳历史发展沿革	7
图表 2: 公司四大业务类型	8
图表 3: 2018–2024 H1 公司营业收入（亿元）	8
图表 4: 公司主要手机游戏产品	8
图表 5: 公司股权结构分布（截至 2025 年 1 月 16 日）	9
图表 6: 2021–2022 公司员工持股计划激励政策	9
图表 7: 2023–2024 公司员工持股计划激励政策	9
图表 8: 2018–2024Q1–3 公司营业收入及同比增速	10
图表 9: 2018–2024H1 公司营业收入构成	10
图表 10: 2018–2024Q1–3 归母净利润及增速	10
图表 11: 2018–2024H1 毛利率情况	10
图表 12: 2018–24Q1–3 公司费用率	11
图表 13: 2017–24Q1–3 公司资产负债率	11
图表 14: 2017–24Q1–3 公司货币资金	11
图表 15: 2012–2023 年我国信息技术服务行业市场规模	12
图表 16: ICT 运营管理行业示意图	12
图表 17: 神州泰岳 ICT 业务产品	13
图表 18: 神州泰岳承担三大运营商全国性大规模复杂项目建设	14
图表 19: 全球云计算市场规模（亿美元）	15
图表 20: 2023 年全球主要厂商云计算业务营收（亿美元）	15
图表 21: 神州泰岳与 AWS 成为合作伙伴	15
图表 22: 2018–2024H1 公司交通、能源及其他行业营业收入	15
图表 23: 公司电网智能运维核心产品体系	16
图表 24: 中国智慧电力行业相关政策	16
图表 25: 公司智慧电力业务应用场景	17
图表 26: 中国银行业金融机构不良贷款余额增长，为催收行业提供了较大的市场空间	17
图表 27: “泰岳智呼”平台架构	18
图表 28: 泰岳智呼的智能催收模式	19
图表 29: 电销方面，泰岳智呼的优势在于高转化率及低成本	20

图表 30: 2023 年, 鼎富智能营收同比增长约 114%	20
图表 31: 2018-2024H1 中国游戏用户规模	21
图表 32: 2018-2024H1 中国游戏市场规模	21
图表 33: 2020-2024 中国游戏海外实际收入	21
图表 34: 海外市场不同变现模式的买量手游个数	21
图表 35: 2023 年移动游戏下载增量 TOP 10 细分赛道份额分布	22
图表 36: 2023 年中国自研移动游戏海外收入 Top100 各类型游戏占比	22
图表 37: 2022 策略类游戏各公司市场份额占比	22
图表 38: 2023 策略类游戏各公司市场份额占比	22
图表 39: 2023 年全球 SLG 移动游戏收入 TOP10	23
图表 40: 2023 年 1 月至 2024 年 5 月不同类型的游戏 ARPU	23
图表 41: 壳木游戏位列 2024 年 Data.ai 全球 50 强发行商榜单第 46 位	24
图表 42: 壳木游戏位列 data.ai 2023 年度中国手游发行商出海收入 TOP30 榜单第 7 位	24
图表 43: 2016-2024H1 壳木游戏营业收入及同比增长率	24
图表 44: 2016-2024H1 壳木游戏营业利润及同比增长率	24
图表 45: 2016-2024H1 《战火与秩序》季度流水	25
图表 46: 2016-2024H1 《战火与秩序》收入及推广费用占比	25
图表 47: 2019-2024H1 《战火与秩序》季度活跃用户与 ARPU	26
图表 48: 2019Q1-2024Q2 《旭日之城》季度流水	26
图表 49: 2019-2024H1 《旭日之城》收入及推广费用占比	26
图表 50: 2019Q1-2024Q2 《旭日之城》季度活跃用户与 ARPU	27
图表 51: 《小小帝国》游戏画面	27
图表 52: 《小小帝国》游戏画面	27
图表 53: 2022 年部分头部 SLG 游戏更新数据	28
图表 54: 《War and order》领地玩法	28
图表 55: 《Infinite Galaxy》RTS 玩法	28
图表 56: 《Leap of Ages》中的文明遗迹	29
图表 57: 《席德梅尔·文明 6》中的文明遗迹	29
图表 58: 《Leap of Ages》中《吸血鬼幸存者》副玩法	30
图表 59: 《Leap of Ages》城镇建设流程	30
图表 60: 《庄园领主》城镇建设流程	30
图表 61: 《Leap of Ages》沙盘地图设计	31

图表 62: 《Leap of Ages》对战系统设计	31
图表 63: 《Starlit Eden》科幻画风设计	31
图表 64: 《Starlit Eden》RPG 叙事铺陈	31
图表 65: 《Starlit Eden》建设内容	32
图表 66: 《RimWorld》建设内容	32
图表 67: 《Starlit Eden》资源采集	32
图表 68: 《RimWorld》资源采集	32
图表 69: 《Starlit Eden》进攻侧副玩法	33
图表 70: 《Starlit Eden》防守侧副玩法	33
图表 71: 《Starlit Eden》SLG 内容设计	33
图表 72: 《Starlit Eden》放置挂机改良	33
图表 73: 可比公司估值表	34

1. 公司简介

1.1. 历史沿革：从 ICT 巨头到行业多面手

北京神州泰岳软件股份有限公司成立于 2001 年，早期深耕 ICT 运营管理领域；2006 年中标移动公司飞信业务后，公司营收飞速增长，于 2009 年成为首批深交所创业板上市企业；2013 年囿于收入结构单一，公司开始探索转型，收购天津壳木软件有限责任公司并投资北京中清龙图网络技术有限公司，着手布局游戏业务；2016 年，公司成立人工智能研究院，切入物联网、大数据及人工智能领域，着力推动 NLP 技术成果的落地转化；2018 年公司加深云业务探索，并于 2019 年成为亚马逊云科技中国区战略合作伙伴，2020 年来公司游戏业务持续突破，壳木游戏持续位居中国出海手游发行商前列。当前，公司已从 ICT 巨头发展为行业多面手，业务横跨 ICT、游戏、物联网、人工智能等多个领域。

图表 1：神州泰岳历史发展沿革



资料来源：公司公告，公司财报，新浪科技，公司官网，经济观察报，大数据在线等，华源证券研究所

1.2. 主营构成：游戏为基石，四大业务线齐发展

历经 20 余年的发展，公司构建了以通信和数据为核心的技术产品能力，形成了手机游戏、人工智能/大数据、物联网与通信、ICT 运营管理四大业务板块。

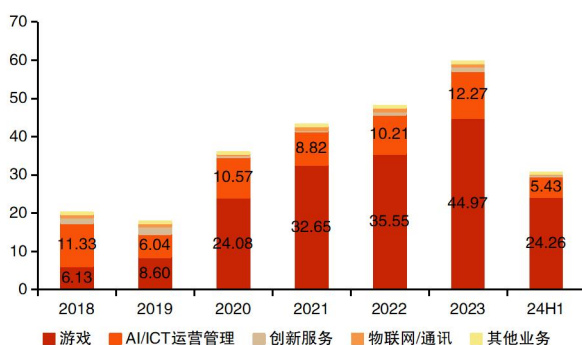
图表 2：公司四大业务类型

 手机游戏 聚焦中重度类型，打造长生命周期的精品手游，主要产品为策略类手机游戏 • Age of Origins • War and Order • Infinite Galaxy	 ICT运营管理 长期服务于电信、金融、能源、交通等领域，为数字化新IT运营赋能 • 数智化新IT运营 • 信息安全管理 • 云增值服务	 物联网与通信 构筑综合物联网平台，提供物联网与通讯科技应用的产品和解决方案 • 专网通信 • 智慧电力 • 工业互联网 • 智慧安防	 人工智能与大数据 开展自然语言处理和大数据技术的研发与应用，推进人工智能技术在不同行业落地 • 智慧政务 • 智能催收 • 智能客服
---	---	--	--

资料来源：公司官网，华源证券研究所

手机游戏业务当前已成为公司绝对营收核心。公司自 2013 年收购壳木游戏以来，陆续打造了《War and Order（战火与秩序）》《Age of Z Origins（旭日之城）》等多款热门 SLG 手游，助力公司游戏业务蓬勃发展。2020 年开始，公司手游业务营收超 24 亿元，占总营收比重超过 50%，成为公司收入绝对核心；2023 年游戏营收突破 44 亿，同比增长 26.51%；截至 2024 年 H1，公司游戏业务营收已超 24 亿元，同比增长 12.03%，占总营收比重达 79.47%。

图表 3：2018-2024 H1 公司营业收入（亿元）



资料来源：IFinD，华源证券研究所

图表 4：公司主要手机游戏产品



资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.3. 股权激励：员工持股计划调动管理层工作积极性

截至 2025 年 1 月 16 日，公司单一最大股东为主要创始人李力，持股比例 6.78%，第二/第三/第四大持股分别为香港中央结算/华夏中证 ETF/易方达 ETF，持股比例分别为 3.06%/2.82%/2.60%，其余自然人股东持股比例不达 2%。

图表 5：公司股权结构分布（截至 2025 年 1 月 16 日）



资料来源：iFinD，华源证券研究所

2021 激励考核达标，2023 股权激励再起航。在董事长冒大卫的带领下，2021 年公司实现不包含费用支付的净利润 4.18 亿元，同比大幅增长 19.16%；2022 年公司实现不包含费用支付的净利润 6.40 亿元，较 2020 年增长 82.32%，均达成业绩考核目标。

2023 年 7 月，公司发布《2023 年限制性股票激励计划实施考核管理办法》，解锁期分为两期，设定了以 2022 年净利润为基数，2023 年的净利润增长率不低于 15% 及以 2022 年净利润为基数，2024 年的净利润增长率不低于 25%，或 2023-2024 年两年合计净利润不低于 13.01 亿元的业绩考核，为公司长期发展定下目标。

图表 6：2021-2022 公司员工持股计划激励政策

解锁期	解锁比例	业绩考核目标
第一期	50%	以 2020 年净利润为基数，2021 年的净利润增长率不低于 15%
第二期	50%	以 2020 年净利润为基数，2022 年的净利润增长率不低于 25%，或 2021 年与 2022 年合计净利润不低于 8.4 亿元

资料来源：公司公告，华源证券研究所

注*：“净利润”以经审计的公司合并财务报表归属于上市公司股东净利润为计算依据，且不包含上市公司及其子公司的股份支付费用影响。

图表 7：2023-2024 公司员工持股计划激励政策

解锁期	解锁比例	业绩考核目标
第一期	50%	以 2022 年净利润为基数，2023 年的净利润增长率不低于 15%。
第二期	50%	以 2022 年净利润为基数，2024 年的净利润增长率不低于 25%，或 2023-2024 年两年合计净利润不低于 13.01 亿元。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

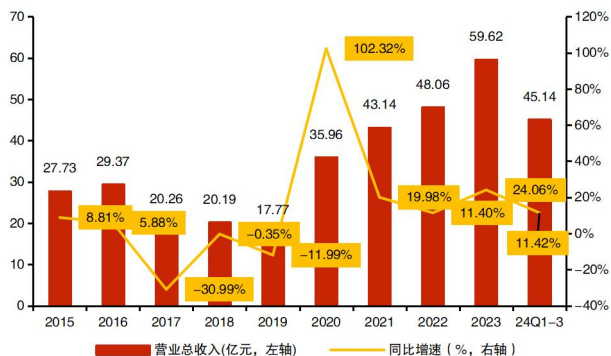
注*：上述“净利润”以经审计的公司合并财务报表中归属于上市公司股东的净利润为计算依据。

1.4. 财务分析：营收持续增长，费率平稳资产质量高

双轮驱动业务增长，推动营收强劲提升。自 2020 年以来，公司营业收入持续保持强劲增长。2020 年，公司推出新游戏《Age of Origins》，同时公司将游戏收入核算方法由净额法调整为全额法，使得当年营业收入同比增长达到 102.32%。之后，公司两款核心游戏产品《Age of Origins》和《War and Order》表现出色，加之计算机业务的持续优化，带动了整

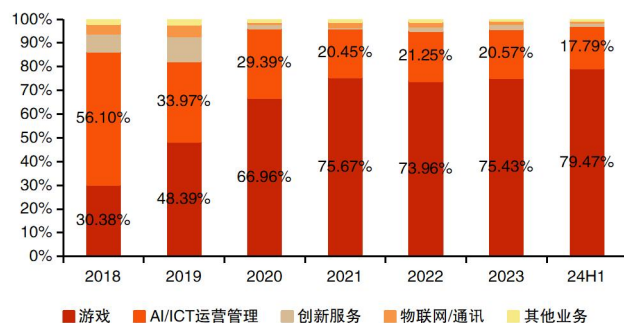
体营收的稳定增长。公司在 2021 年、2022 年和 2023 年的营业收入同比增速分别为 19.98%、11.40%和 24.06%，24 年前三季度同比增速亦达 11.42%。此外，公司游戏业务的收入占比从 2018 年的 30.38%提升至 2024 年 H1 的 79.47%，已成为公司收入增长的核心驱动力。

图表 8：2018-2024Q1-3 公司营业收入及同比增速



资料来源：iFind，华源证券研究所

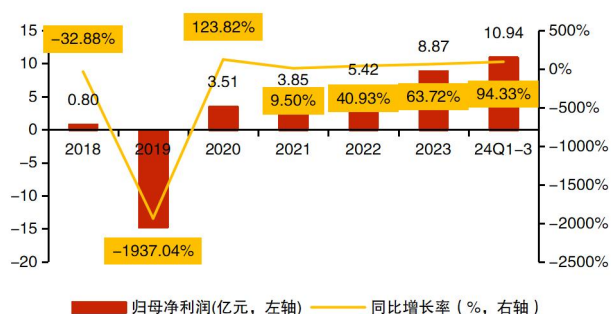
图表 9：2018-2024H1 公司营业收入构成



资料来源：iFind，华源证券研究所

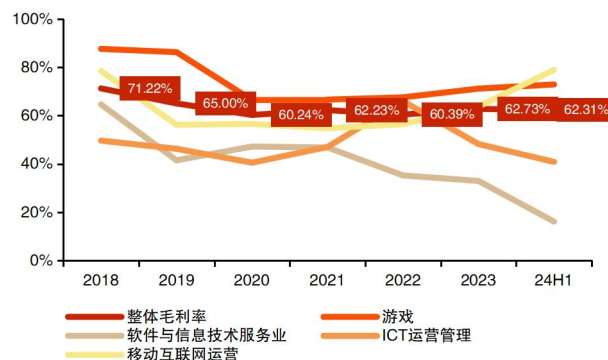
归母净利润长势强劲，整体毛利率保持稳定。2019 年，神州泰岳积极实施业务梳理并充分计提了各项必要的减值准备，导致了公司在利润端大幅度减少；2020 年在游戏业务推动下，净利润迅速回正，此后保持强势的增长趋势，在 2021-2023 年增速分别达到 9.5%、40.93%和 63.84%，2024 年前三季度公司实现归母净利润 10.94 亿元，同比增长 94.33%。毛利率方面，公司在 2020 年毛利率整体大幅下降，主要是收入规则改变带来的收入上升以及联运游戏成本下降。2020 年之后，公司毛利率整体保持稳定，均保持在 60%以上。

图表 10：2018-2024Q1-3 归母净利润及增速



资料来源：iFind，华源证券研究所

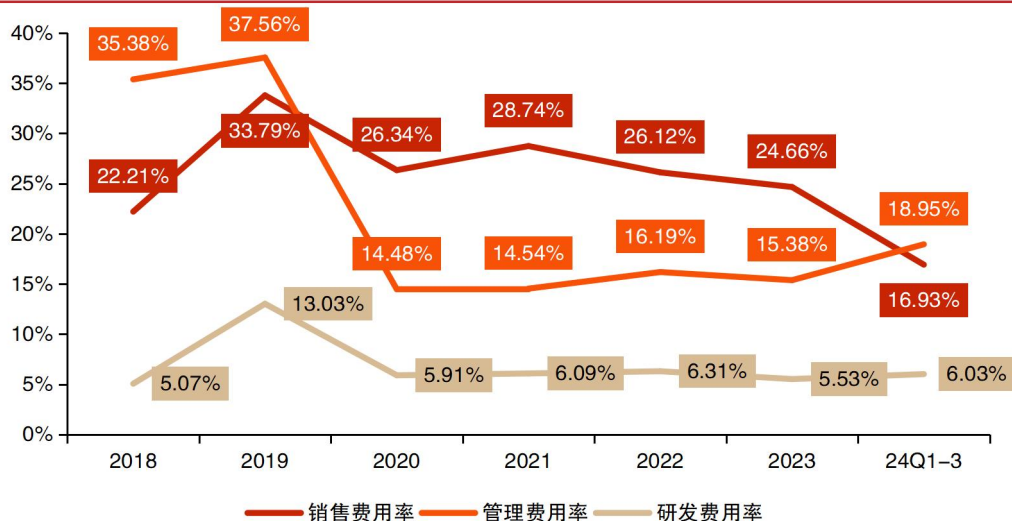
图表 11：2018-2024H1 毛利率情况



资料来源：iFind，华源证券研究所

费用率管控良好。2019 年公司三大费用率显著增长，主要系公司新游推广增加，形成大额研发投入和无形资产摊销。2020 年随着核心游戏业务的成熟，期间费用回落至正常水平。近四年公司期间费用率基本稳定，随着老 SLG 逐步进入成熟期，公司销售费用率自 2021 年来逐年下滑。2024 前三季度公司销售/管理/研发费用率分别为 16.93%/18.95%/6.03%。

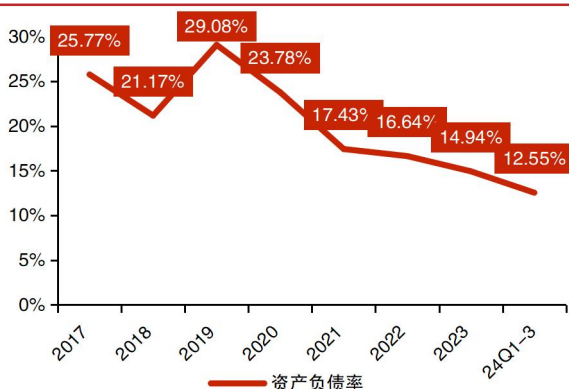
图表 12：2018-24Q1-3 公司费用率



资料来源：IFinD，华源证券研究所

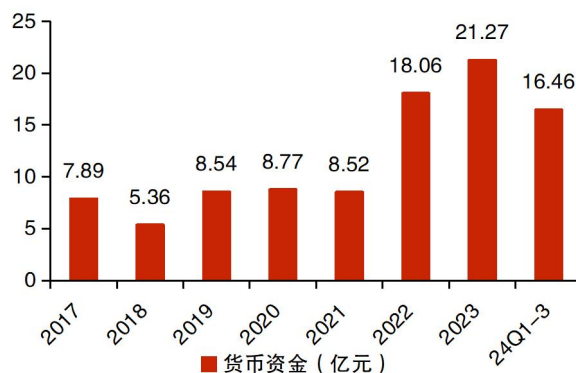
资产负债结构逐年优化，货币资金储备充足。公司过去几年资产负债率持续下降，由 2019 年的 29.08% 降至 2024 年三季度末的 12.55%，偿债能力良好且不断优化。截至 2024 年第三季度公司货币资金余额约 16.46 亿元，资金储备充裕。

图表 13：2017-24Q1-3 公司资产负债率



资料来源：IFinD，华源证券研究所

图表 14：2017-24Q1-3 公司货币资金



资料来源：IFinD，华源证券研究所

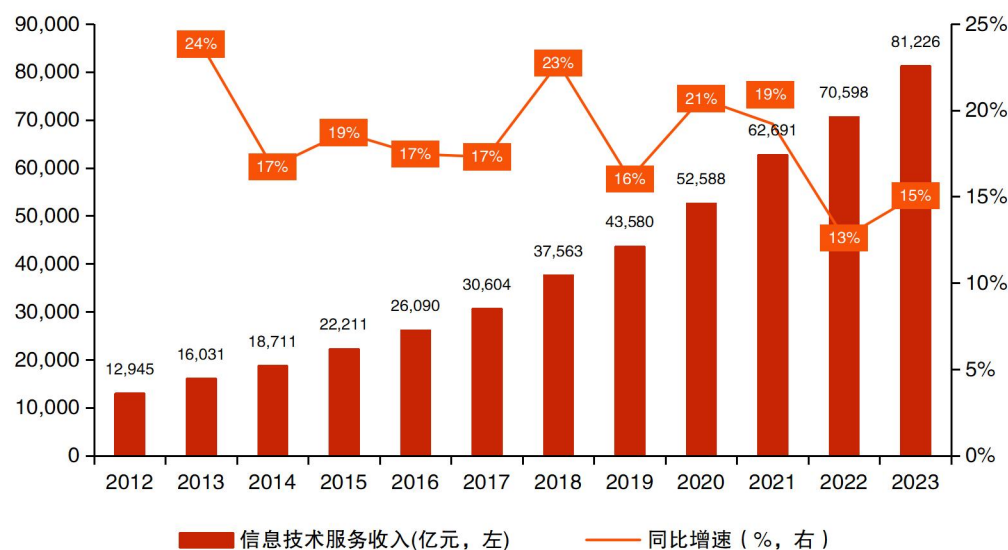
2. 计算机业务

公司计算机业务主要聚焦三大板块，分别是以神州泰岳为代表的 ICT 运营业务，以奇点新源、泰岳天成等为代表的物联网业务，以及以鼎富智能为代表的人工智能 NLP 业务。

2.1. ICT 全域覆盖挖掘市场机遇，优质合作伙伴共谱增长新篇

信息技术服务行业持续景气，市场规模不断扩张。随着我国产业升级进程的不断深入，互联网、政务、电信、交通、工业等重要领域对信息化建设的需求持续增长。据国家统计局数据，我国信息技术服务行业市场规模已由 2012 年的 12945 亿元增长至 2023 年的 81226 亿元，CAGR 达 18.17%。

图表 15：2012-2023 年我国信息技术服务行业市场规模



资料来源：国家统计局，同花顺 ifind，华源证券研究所

ICT 业务行业领先，带来更多市场机遇。据赛迪顾问《2021-2022 中国 IT 服务市场研究年度报告》、《2020-2021 年中国网络信息安全市场研究年报报告》显示，公司连续多年位居 IT 服务管理市场占有率榜首，在身份认证/信息加密领域的市占率处于行业前五。2023 年，公司位列安全牛《中国网络安全企业 100 强》第 29 位。公司在 ICT 领域深耕多年，凭借深厚的客户积累和先进的技术优势，成功跻身行业头部梯队。行业的持续景气，将为公司带来更多的市场机遇。

业态系统交叉渗透，公司产品迭代发展。近年，各行业信息化、自动化和智能化水平不断提高，推动 BSS、OSS、MSS 等 ICT 运营管理系统发展、渗透与融合加速。公司紧跟 ICT 行业系统迭代浪潮，打造了大 IT 智能运营、大 IT 安全运营及云业务三大产品体系，致力于为电信、金融、能源、交通等领域的大中型企业及政府机构提供更优质的服务。

图表 16：ICT 运营管理行业示意图



资料来源：观研报告网，华源证券研究所

坐拥强大研发能力和业务储备，打造业界全面的 ICT 产品矩阵。在 ICT 领域，公司获评国家级企业技术中心、国家信息技术服务标准（ITSS）二级企业，通过了国际软件成熟度模型集成最高等级认证（CMMI L5）、AWS 云迁移最高能力认证等，参与了包括互联网资产安全管理、5G 在内的多项行业标准制定。截至 2023 年 12 月，公司共拥有授权专利 958 项，软件著作权近 1959 项，打造了业界全面的 ICT 业务解决方案和产品体系。

图表 17：神州泰岳 ICT 业务产品

产品线	产品名	产品功能
数字化转型	全业务可观测性平台	以业务为中心，基于全面自动化技术的全链路可观测与运行保障平台。通过统一采集、统一资源管理、全栈监控、流程引擎、自动化运维、用户中心、AI 能力引擎、数据分析八大能力中心，将传统监控的被动感知变为主动观测，解决了烟囱式监控带来的数据割裂、重复建设、可观测性差的问题。
	数字员工	建设具备以软件机器人及人工智能(AI)为基础的业务流程自动化工具及低代码软件开发平台，以软件形式安装于个人计算机、大型服务器或云端，通过模拟人类在计算机等数字化设备中的操作方式，替代人力自动处理大量重复、标准、规则明确的工作流程任务，助力企业数字化转型。
	数智化运营管理	跨部门、跨地域的一体化、智能化的运营管理平台，以 ITIL4 管理框架为支撑，融合流程管理、即时通讯、机器人、GPT、知识管理等手段，实现数字化浪潮下企业流程再造和优化，从而提高业务运营效率和业务决策质量，赋能企业全面数字化转型。
	自动化运维	神州泰岳自动化运维产品是一款可提供场景化 IT 运维服务的自动化运维能力的产品。产品具备自主管理运维指令能力，可视化灵活编排运维流程能力，支撑巡检类、操作类等各种运维场景，致力于实现更安全、更高效的 IT 运维管理，为实现 AIOps 转型奠定坚实基础。
	AIOps	以神州泰岳 AI 能力中心为平台支撑，借助数据分析与挖掘算法发现人为无法发现的运维规律，并利用这些规律构建一系列 AIOps 智慧运维场景，充分挖掘运维数据的潜在价值，将运维数据变现为对用户有价值的数据分析场景。
	猎豹智维平台	基于泰岳“数字化新 IT”智能运营中台体系构建一体化 PaaS 平台。通过 iPaaS 能力服务（包括前后台开发框架、发布中心、能力中心、调度引擎、公共组件等）将“数字化新 IT”智能运营中台打通，实现前台业务协作关联，帮助业务的产品和技术人员以运维场景为目标快速构建运维中台系统，使用户从场景化出发，积累运维经验，形成持续演进的运维生态，面向开发者、IT 运维人员、合作伙伴提供一站式技术运营解决方案，实现项目交付的降本增效，更好的完成交付最后一公里。
	数字化研发效能平台 (DevSecOps)	泰岳数字化研发效能平台(DevSecOps)通过统一研发管理，采用敏捷开发流程+持续集成工具优化+项目管控，构建面向业务敏捷的数字化研发交付体系，实现需求、项目、度量的全生命周期管理，助力企业加快建设一站式数字化研发效能平台，提升研发交付效率，降低重复投资，实现对内对外赋能。
自智网络	算网大脑	实现对网络资源、算力资源的融合拉通，向算网应用提供算网编排、算网异构资源管理、策略调度、服务发布等算网核心功能，实现算力资源及网络资源的充分、合理利用。
	算力管控	面向“云、边、端”为主体架构的三级算力提供纳管和调度能力。通过构建异构算力管控体系，将底层异构算力作为资源服务进一步开放和共享，来满足上层算力运营不同场景下的需求。实现“云、边、端”三级算力的统一适配、统一标识、统一监控、统一编排、统一调度。
	混合多云管理平台	提供跨云、跨厂商的统一云管理平台，支持多公有云资源管理、私有云虚拟化环境，为多云环境下的集中监控、统一自动化运维、云资源生命周期管理和云费用管控提供开箱即用的能力，实现一站式云运营管理。
	IP 运维工作台	IP 运维工作台是 IP 领域的全网一体运营支撑的核心能力中心，通过强化对生产一线的服务支撑，推进建立全网一体化、自动化、智慧化的运营支撑模式，提升运维体系的快速响应和服务支撑能力。
	核心网运维工作台	核心网运维工作台属于专业运维领域，面向运营商核心网专业室，重点支撑核心网日常运维的各项工作，主要采用自动化、智能化等技术实现核心网业务的局数据高效配置，参数自动核查，网络智能巡检，网络的资源、告警、性能管理，一键应急等智能运维场景，有效促进核心网运维工作向 L4 级自智网络迈进。
	SDN 控制器	实现 IP 网络全网路由及网络隧道的网络仿真及可视化管理，根据链路实时状态自动计算最优路径，集中配置设备路由转发表，构建自动、灵活的 IP 网络管理调度能力。
	集约化综合网管	以平台核心能力为基座，以“云、网、业”等运维需求为导向，打造一体化、集约化、智能化、敏捷化运维保障体系，助力运营商网络数智化转型。以“平台+应用”的架构模式，构建集约化运维管理体系。以平台能力复用为核心，面向业务平台、核心网、云资源池提供统一的基础平台能力，协助各专业快速构建上层应用场景，实现云、网、业一体化监控，保障网络运行。
融合通信	数据分析自服务	以 AI 技术为基础，打造零代码、对话式、一点问全的智能化数据分析平台，颠覆传统被动式数据分析服务模式，业务人员直接与平台进行语音交互即可实现实时数据分析，充分激活数据价值，提升业务响应速度，大大压降运营成本。
	5G 消息 CSP 平台	面向运营商及行业客户提供 5G 行业消息平台及建设，具备落地开展 5G 消息业务的能力；搭建符合国际标准的 5G 消息 CSP 平台；提供支持 CSP 平台通过引入第三方能力，形成平台 SaaS 能力集；满足行业客户不同 5G 消息应用场景需求，提供专业的 5G 消息运营服务。
	短信能力平台	对用户输送的各类型业务数据进行数据加工处理，形成 SMS、MMS、WAP、USSD、RCS 能力，最终推送到用户终端。依托高并发、大数据等技术能力，实现在信网关、行业网关、融合网关能力，支

		撑运营商行业短信、数字短信、短信创新业务、大数据业务发展。
	一体化营销平台	一体化营销服务平台通过深耕广告平台、H5 营销工具、积分商城、SCRM 私域运营平台、大数据等相关产品及服务，解决企业在用户流量全链路运营中场景链路未打通、运营精准度待提升、智能化能力不足、产品匹配度较差等一体化服务能力较弱的痛点，阶段性辅助企业实现营销功能数字化、营销场景数字化、营销生态数字化等数字化布局。

资料来源：公司年报，华源证券研究所

长期运营拢聚优质客群，三大电信运营商坚实合作伙伴。公司在金融、保险、政府等领域拥有众多高端客户，包括工商银行、招商银行、英大财险、国家电网等。在合作过程中，公司的产品和服务得到客户广泛的采用与认同，在业内打造了良好的口碑。公司与移动、电信、联通三大电信运营商建立了长期的战略合作伙伴关系，是电信运营商业务支撑运营管理系统（BSS）和运营支撑系统（OSS）规范的主要参与者之一，长期承担三大运营商全国性大规模复杂项目的建设，具备大规模并行实施复杂项目的建设和交付的丰富经验。

图表 18：神州泰岳承担三大运营商全国性大规模复杂项目建设

运营商	项目名称
中国移动	数据网管项目的全国 14 省份及南方基地建设
	IT 网管项目建设及运营（涉及国内 31 个省共计 35 个节点）
	总部及 9 省 EOMS 平台建设及运营
	总部及 7 省 BOMC 平台建设及运营
	6 省核心网工作台建设及运营
	7 省 IP 运维工作台建设及运营
中国联通	总部和 8 省的安全资产管理平台建设及运营
	总部及 22 省份的增值业务综合网管平台建设及运营
中国电信	总部沃运营平台建设及运营（提供全国 31 省用户使用）
	总部及 24 省份业务平台综合网管平台建设及运营
	总部智能网管系统建设及运营（提供全国 31 省用户使用）

资料来源：公司公告，华源证券研究所

中小企业出海潮，推动中国云市场规模持续增长。近年，我国中小企业出海全球化成为趋势，艾媒咨询《2023-2024 年中国企业出海发展研究白皮书》数据显示，分别有 29.5%、19.9% 的大型企业已实施出海或有出海计划；在已实施出海布局的企业中，中、小、微企业的占比分别为 39.4%、17.5% 和 13.6%。中国企业出海业务正从传统欧美、东南亚等成熟地区，逐步扩散到中东、非洲等新兴区域；据中国信通院《2024 年云计算白皮书》，2023 年，全球云计算市场规模为 5864 亿美元，同比增长 19.4%。2023 年中国云计算市场规模达 6165 亿元，同比增长 35.5%。

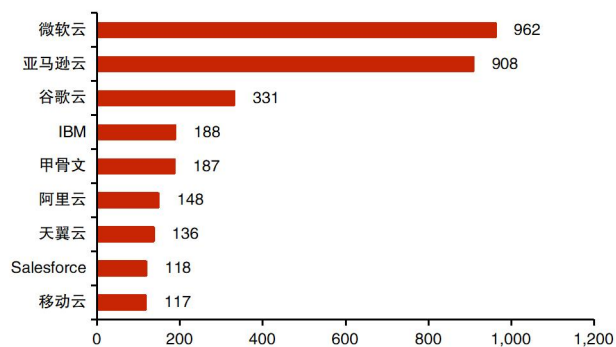
高举云业务旗帜，携手亚马逊云共谱出海服务新篇。亚马逊云（AWS）是世界云服务商龙头，具有业界领先的技术、服务能力，云市场份额占比较高，并在 2013 年进军中国市场。从服务商层面来看，云计算巨头持续领跑全球，第二梯队深耕细分技术领域保持追赶。据中国信通院《2024 年云计算白皮书》，2023 年，微软云和亚马逊云的营收分别为 962.13 亿美元、907.57 亿美元，稳居全球市场头部。

图表 19：全球云计算市场规模（亿美元）



资料来源：Gartner 2024 年 4 月，中国信通院《2024 年云计算白皮书》，华源证券研究所

图表 20：2023 年全球主要厂商云计算业务营收（亿美元）



资料来源：中国信通院《2024 年云计算白皮书》，华源证券研究所

神州泰岳积极把握国内云业务市场潜力，前瞻性入局云服务产业。公司于 2018 年携手 AWS 搭建云事业部，2019 年成为 AWS 中国区战略合作伙伴，多年来致力于为出海的中国企业提供云增值服务。2023 年，公司云业务陆续推出了“云桌面”、“云端渲染”、“CDN 预热”、“eks 一键升级”、“IOT/LBS 位置服务”、“云托管”等产品，服务行业横跨游戏、电商、智能制造等，撬动公司交通、能源及其他行业客户营收大幅增长。

图表 21：神州泰岳与 AWS 成为合作伙伴



资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 22：2018-2024H1 公司交通、能源及其他行业营业收入



资料来源：公司财报，华源证券研究所

2.2. 智慧电力建设方兴未艾，率先部署抢占产业高地

公司物联网与通讯板块主要由智慧安防、工业专网、电力业务三大产品体系构成，客群集中在市政、能源、交通等领域。1) 智慧安防产品—智慧墙入侵探测系统：智能感知非法入侵并对入侵目标进行精准定位。2) 工业专网产品：结合工业场景的应用需求，提供无线通信、人员定位、数据传输和不同分区信号覆盖等智能业务服务，协助客户进行特殊工业场景下的无线全覆盖。3) 电力业务产品：将数字技术与电网需求相融合，在集控系统、智能巡视、状态监测等专业领域协助电网公司进行智能化运维和数字化转型。

图表 23：公司电网智能运维核心产品体系



资料来源：公司公告，华源证券研究所

国家政策积极推动，促进智慧电力需求释放。与传统电网相比，智慧电网在发电、输电、配电及用电领域都具有显著优势，是新能源和智能城市发展的必要条件，也是拉动中国经济增长的重要基建，近年国家陆续出台政策，大力支持智慧电网行业发展。

图表 24：中国智慧电力行业相关政策

时间	政策	部门	政策内容
2024.7.25	《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》	国家发展改革委、国家能源局、国家数据局	聚焦近期新型电力系统建设亟待突破的关键领域，选取典型性、代表性的方向开展探索，提升电网对清洁能源的接纳、配置、调控能力
2023.3.28	《关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》	国家能源局	提出加快行业转型升级、推进应用试点示范、推动能源数据分类分级管理与共享应用、完善能源数字化智能化标准体系、推动协同创新、加大支持力度等任务
2022.1.29	《“十四五”现代能源体系规划》	国家发改委、国家能源局	从增强能源供应链安全性和稳定性、推动能源生产消费方式绿色低碳变革、提升能源产业链现代化水平等 3 个方面，推动构建现代能源体系

资料来源：中国政府网，国家能源局，华源证券研究所

率先入局智慧电网业务，深度参与国家大型项目建设。2021 年，泰岳天成研发的“接入节点设备（UPJR-001）”、“汇聚节点设备（UEHJ-001）”等多款自主可控设备，通过中国电科院权威检测，彰显了公司的技术硬实力。当前，公司已参与国内多省市的重大智慧电力项目建设，并在中核、中广核、国家电网等用户的合作过程中逐步树立了高可信度的市场品牌。未来，稳定而优质的客群、深度而延续的技术服务，有望为公司提供稳定的现金流，并带来新增长机遇。

图表 25：公司智慧电力业务应用场景

省/市	智慧电力业务应用
浙江省	完成杭州、嘉兴、宁波等 8 个站的物联网改造试点变电站节点及传感器设备安装、接入
江苏省	完成江苏南京、泰州、徐州、镇江、连云港等 7 个地市 39 个变电站节点设备及传感器部署
北京市	完成 80 余个变电站的节点设备接入和在线监测平台建设 完成北京冬奥会电力设备全方位实时监测和状态评价

资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.3. NLP 业务聚焦催收与电销，商业化已获得验证

2.3.1. 催收行业提质增效需求迫切，AI 加持打破瓶颈

不良贷款保持高位，催收市场前景广阔。根据国家金融监督管理总局统计，2022-2023 年，中国银行业金融机构不良贷款余额分别为 3.8/3.95 万亿元，不良贷款率为 1.71%/1.62%。不良贷款的总量保持高位，为催收行业提供了较大的市场空间。2022 年，中国银保监会宣布扩大个贷不良贷款转让试点范围，允许更多金融机构参与不良贷款的转让和催收，为催收行业提供了更多的业务机会和市场空间。据《不良贷款转让试点业务年度报告（2023 年）》，2023 年全年成交 390 单个贷不良资产包，未偿本息达到 965.3 亿元，同比增长 450%，距离千亿市场仅一步之遥。

图表 26：中国银行业金融机构不良贷款余额增长，为催收行业提供了较大的市场空间



资料来源：iFinD，中证网，中国政府网，华源证券研究所

传统催收行业存在人力成本高、合规风险高等难题。1) **人力成本高**：传统催收行业是典型的劳动密集型行业，人力成本为主要营业成本。以湖南永雄为例，2017 年和 2018 年，公司员工成本分别为 3.42/4.55 亿元，占营业总收入的 57%/60%。2) **合规风险高**：一方面，催收岗位往往对年龄、学历、工作经历没有要求，从业人员水平参差不齐，对话术、尺度的把控不严格；另一方面，对于催收工作人员来说，收入和客户的还款金额直接挂钩，因此在利益驱动下或出现“软暴力”等不合规催收。近年来，随着监管力度的加大，催收行业的回款率有所下降。

“AI+催收”优化工作流程，有效提高催收效率，同时可降低合规风险。AI 催收的技术基础包括大数据、机器学习、自然语言处理等。1) **机器学习与深度学习**：通过机器学习和深

度学习算法，AI 可以分析历史数据，学习债务人的还款行为模式，预测未来可能的逾期风险，从而提前采取防范行动。2）大数据分析：AI 系统能够处理和分析大规模数据集，识别债务人的还款能力和意愿，为催收决策提供数据支持。基于对债务人具体情况的分析，人工智能可以定制个性化的催收策略，提高催收的成功率以及债务人的满意度。3）自动化工作流：AI 催收系统实现催收流程执行自动化，包括发送催款通知、安排电话催收、记录催收活动等，减少了人工干预，保证了催收的一致性，提高催收效率。同时，AI 机器人不受情绪影响，礼貌的用语有效规避了与欠债人的冲突，降低人工所带来的潜在合规风险，减少投诉/诉讼发生的可能性。

未来，人机耦合模式有望成为主流模式。AI 催收系统在处理大量数据和标准化流程方面具有优势，而人类催收员在处理复杂情况、理解借款人情感和特殊情况方面具有不可替代的作用。人机耦合模式有望充分发挥 AI 的技术优势和人类的经验智慧，实现催收效率和效果的最大化。

2.3.2. 泰岳智呼：NLP 多年经验累积，商业化已开启

公司 2016 年开始布局人工智能产业，旗下的鼎富智能专注于“认知+”产业生态构建，运用自研 NLP 技术，以 AI 赋能千行百业。2023 年年初，公司基于 Transformer 架构，运用自有的 NLP 系列技术，推出人工智能催收解决方案“泰岳小催”平台，以智能分案、智能外呼等技术为核心能力，打破传统的催收作业模式；并于 23 年下半年升级为“泰岳智呼”，在智能催收之外开辟智能电销业务线，面向市场提供 SaaS 化的解决方案。截至 24 年 4 月，外呼机器人已经覆盖约 150 家客户。

图表 27：“泰岳智呼”平台架构

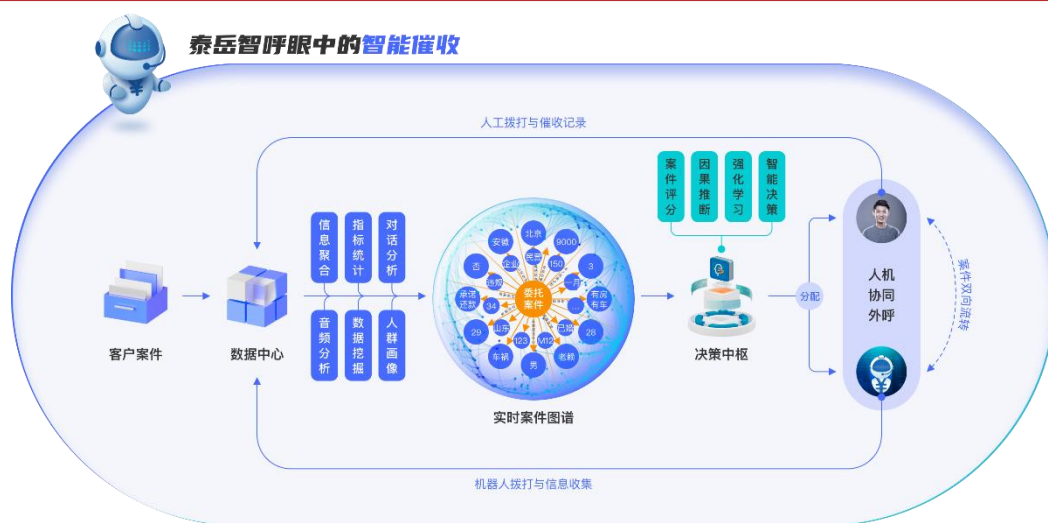


资料来源：公司公告，华源证券研究所

智能催收方面，将传统作业模式与前沿 AI 技术相结合，人机协同高效作业，大幅提升作业效能和专业度，助力突破行业痛点，促进合法、合规、高效的贷后催收作业。2023 年，公司帮助催收机构坐席人均创佣提升 50%，开案效率提升 8-10 倍。

相较于传统模式，泰岳智呼的优势在于：**1) 提升单位时间的工作效率。**泰岳智呼可连续作业八小时以上，每日筛选案件量可达人工工作量的十倍甚至更高。高速拨打可加快案件的甄别与筛选，代替人工重复性劳动，减少时间成本。**2) 解决人员不足，缓解人工坐席情绪压力。**泰岳智呼可代替人工外呼，运用 NLP 自然语言处理技术与真人直接对话，很大程度上解决了人工坐席不足、非上班时间外呼人员缺乏等问题。同时，以 AI 代替人工外呼，可舒缓人工坐席情绪压力，使人工坐席的精力着重放在可持续跟进的案件上，从而提高回款率。**3) 规避冲突风险，提升合规性。**泰岳智呼可根据催收的不同场景和要求，设置差异化的催收话术、播报音色和外呼时间段等，更大限度规避冲突风险。同时，智能催收系统还提供全流程一体化服务，智能化、自动化、流程化地处理数据和辅助人工，并支持及时调整、复盘作业策略，进一步促进合规催收。

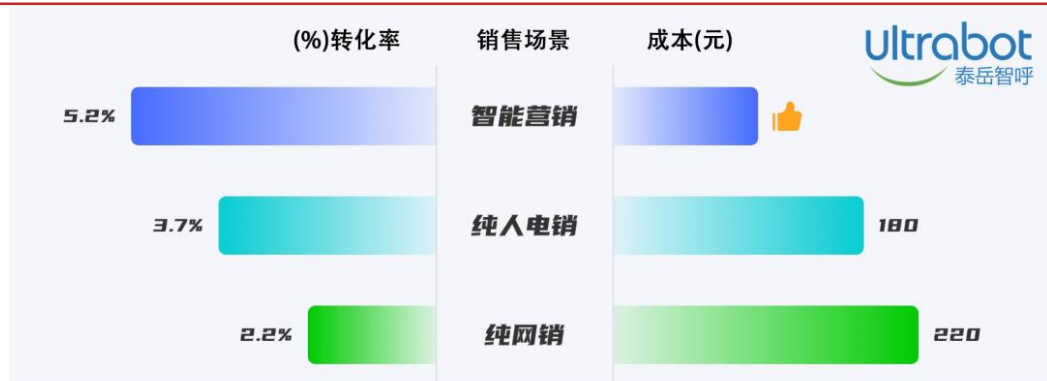
图表 28：泰岳智呼的智能催收模式



资料来源：神州泰岳微信公众号，华源证券研究所

在智能电销方面，运用 NLP + 大数据能力，为 B 端客户提供电销场景一体化服务解决方案，降低营销成本，提升获客率，促进客户转化。泰岳智呼定位“电销好帮手”，其能够加速电销全流程处理，并围绕企业数据、触达、运营等业务环节量身打造一站式人工智能解决方案，旨在帮助企业降低人力成本、提升转化效率、增强客户体验，促进电销企业实现数字化转型。

图表 29：电销方面，泰岳智呼的优势在于高转化率及低成本

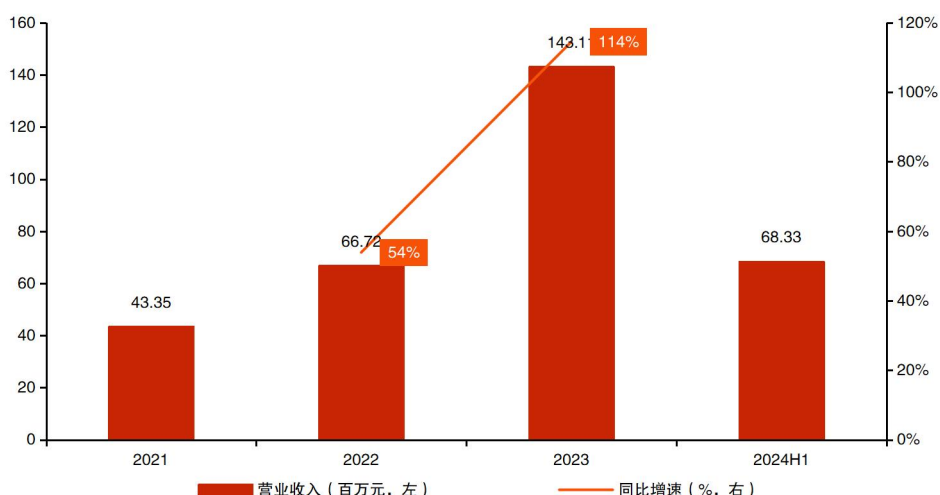


图：某金融场景下，泰岳智呼智能营销与纯人电销及网销的对比图
泰岳智呼依托高转化率及低成本的优势胜出

资料来源：神州泰岳微信公众号，华源证券研究所

鼎富智能收入规模快速增长。2022–2023 年，鼎富智能营收分别为 0.67/1.43 亿元，同比增长约 54%/114%，2024 年上半年，鼎富智能营收 0.68 亿元。

图表 30：2023 年，鼎富智能营收同比增长约 114%



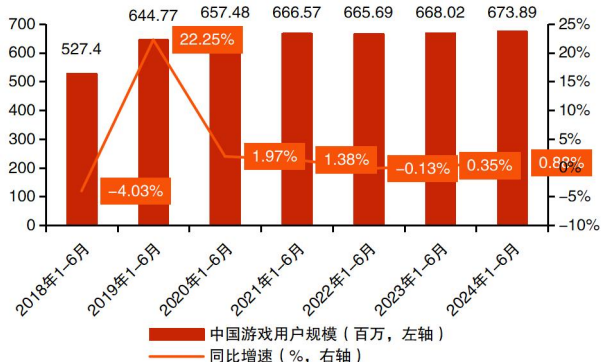
资料来源：公司财报，华源证券研究所

3. 游戏业务

3.1. 国内市场竞争红海，出海或成战略优选

国内市场进入存量竞争时代。国内移动游戏用户规模或见顶，据游戏工委数据显示，中国移动游戏市场的用户增长自 2020 年起呈现放缓迹象，用户规模基本稳定，2024H1 中国游戏用户规模近 6.74 亿人，同比仅增长 0.88%。在市场规模方面，2022 年中国游戏市场实际销售规模有所收缩，2024 年 H1 虽重回增长通道，但增长仍然乏力，2024H1 国内游戏市场规模达 1472.67 亿元，同比仅增长 2.08%。

图表 31：2018-2024H1 中国游戏用户规模



资料来源：中国音数协游戏工委，华源证券研究所

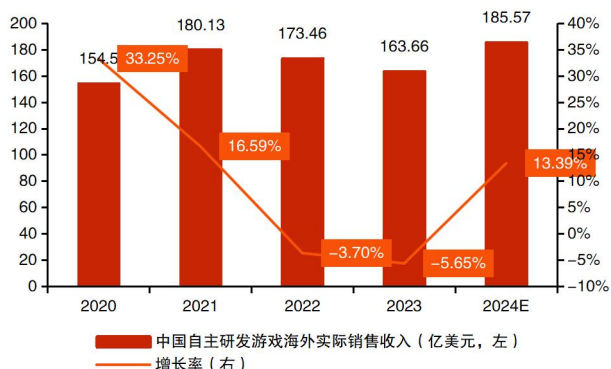
图表 32：2018-2024H1 中国游戏市场规模



资料来源：中国音数协游戏工委，华源证券研究所

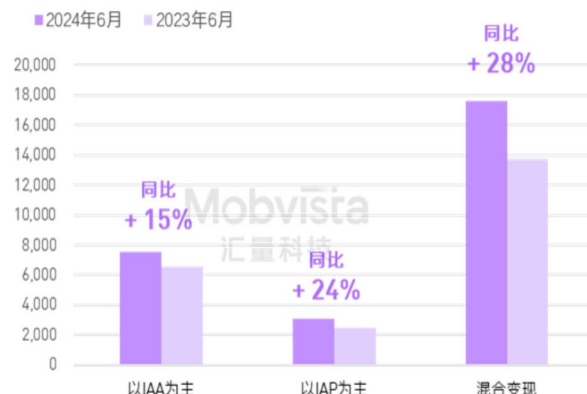
出海成为游戏企业战略首选。2024 年，中国自主研发游戏在海外市场的实际销售收入预计为 185.57 亿美元，同比增长 13.39%，在连续两年下降后迎来较大涨幅，随着优质游戏的陆续出海，当前国产游戏出海市场已重回增长通道。买量方面，当前出海仍为游戏公司的主要布局策略，2024 出海买量手游仍然维持增长态势，据汇量科技，仅 2024 年 6 月，海外市场以 IAA/IAP 和混合变现为主的买量手游数量分别同比提升 15%/24%/28%。

图表 33：2020-2024 中国游戏海外实际收入



资料来源：中国音数协游戏工委，财联社微信公众号，华源证券研究所

图表 34：海外市场不同变现模式的买量手游个数



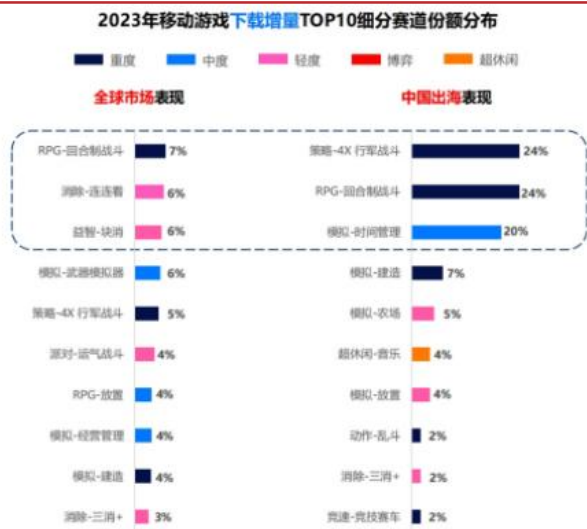
资料来源：汇量科技，华源证券研究所

策略手游成出海主阵地，SLG 玩法表现强势。

1) 下载量情况：2023 年中国出海游戏中下载增量排行榜中，24% 的下载量增长来自于重度品类 4X-SLG 行军策略，24% 来自回合制 RPG，另有 20% 来自中度模拟时间管理。

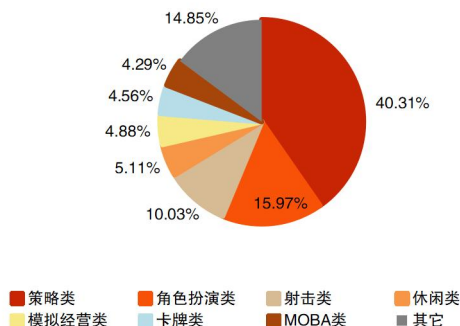
2) 收入情况：据中国音数协游戏工委数据，在 2023 年中国自主研发移动游戏海外收入排行榜的前 100 名中，主要以 SLG 为主的策略类游戏占据了 40.31% 的出海市场份额，成为推动中国游戏海外收入增长的主要力量。

图表 35：2023 年移动游戏下载增量 TOP 10 细分赛道份额分布



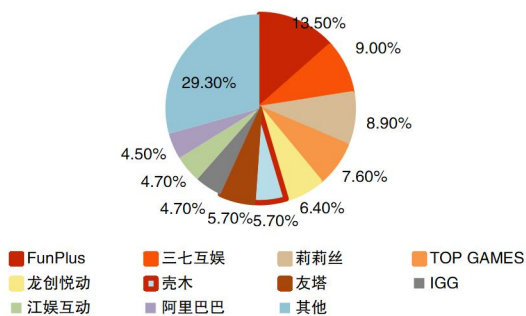
资料来源：Meetsocial《2024 全球移动应用市场趋势洞察》，华源证券研究所

图表 36：2023 年中国自研移动游戏海外收入 Top100 各类型游戏占比



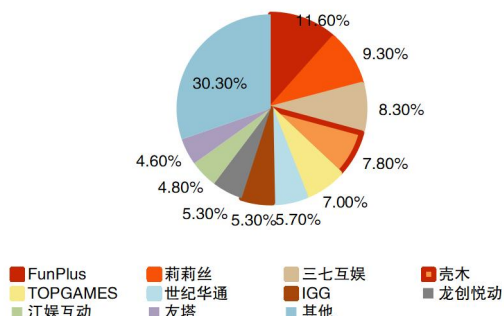
资料来源：伽马数据，中国音数协游戏工委，华源证券研究所

图表 37：2022 策略类游戏各公司市场份额占比



资料来源：Sensor Tower，华源证券研究所

图表 38：2023 策略类游戏各公司市场份额占比



资料来源：Sensor Tower，华源证券研究所

3.2. SLG 头部常青，高 ARPU 特性显著

SLG 品类头部产品往往有长生命周期、高 ARPU 特性。

长周期：根据点点数据，2023 年全球 SLG 移动游戏收入榜首的游戏为 2016 年上线。此外，收入排行榜前十名中，有 8 个席位被 2020 年及以前发布的游戏占据。

高 ARPU：我们拉取了市场的头部产品并根据 ST 和 QM 数据计算了 2023.1–2024.5 期间的不同类型的游戏 ARPU，我们发现，头部策略类游戏的平均 ARPU 远超其他品类，达到 40.25 美元/人/月。

图表 39：2023 年全球 SLG 移动游戏收入 TOP10

排名	游戏名	上线时间	游戏厂商	游戏题材
1	文明霸业	2016.04	TOP GAMES	欧洲中世纪
2	三国志·战略版	2019.08	灵犀互娱（阿里）	三国
3	万国觉醒	2018.07	莉莉丝	多国历史融合
4	口袋奇兵	2020.10	江娱互动	现代军事
5	末日喧嚣	2020.08	三七互娱	丧尸末世
6	旭日之城	2018.10	神州泰岳	丧尸末世
7	霜寒启示录	2023.02	世纪华通	冰雪末世
8	全面尸控	2019.06	FunPlus	丧尸末世
9	王国纪元	2016.03	IGG	魔幻史诗
10	七号堡垒	2021.08	龙创悦动	丧尸末世

资料来源：点点数据，华源证券研究所

图表 40：2023 年 1 月至 2024 年 5 月不同类型的游戏 ARPU

游戏类型	ARPU（美元/人/月）
SLG	40.25
ARPG	8.78
MMORPG	6.43
卡牌	5.67
FPS 类	4.43
竞速类	2.02
Moba 类	1.00
派对游戏	0.54

资料来源：SensorTower，QuestMobile，华源证券研究所

注：选取的游戏产品包括王者荣耀、英雄联盟手游、决战！平安京、梦幻西游、梦幻新诛仙、问道、诛仙、天龙八部 2、天涯明月刀、原神、幻塔、率土之滨、三国志：战略版、列王的纷争、王国纪元、战火与秩序、游戏王：决斗链接、炉石传说、金铲铲之战、明日方舟、阴阳师、少年三国志 2、QQ 飞车、巅峰极速、和平精英、穿越火线：枪战王者、荒野行动、元梦之星、蛋仔派对、太空杀、战双帕弥什

3.3. 壳木游戏出海领军，旗舰产品稳健增长

壳木游戏作为 SLG 手游出海先行者，具有业界领先的游戏发行和运营能力。壳木游戏成立于 2009 年，是国内最早的海外游戏市场开拓者之一。2011 年底，壳木游戏推出《小小帝国》(Little Empire)，正式进军海外 SLG 市场，并成为第一家获 Google 官方颁发的 Top Developer 认证的手游开发团队。此后，公司以“聚焦全球游戏市场，研发精品游戏”作为游戏业务发展战略，以“打造少数高品质产品，并长线运营”为经营理念，专注于 SLG 游戏

的研发与运营。公司分别于 2016 年推出中世纪魔幻战争题材策略手游《War and Order》（战火与秩序），2018 年推出末日丧尸题材策略手游《Age of Origins》（旭日之城），相继在海外市场火爆，并成为壳木游戏的出海“常青树”。在 data.ai 2024 年度全球 50 强发行商榜单中，壳木游戏以母公司神州泰岳之名，位列第 46 位；在 data.ai 2023 年度中国手游发行商出海收入 TOP30 榜单中，壳木游戏位列第 7 位。

图表 41：壳木游戏位列 2024 年 Data.ai 全球 50 强发行商榜单第 46 位



资料来源：Data.ai，华源证券研究所

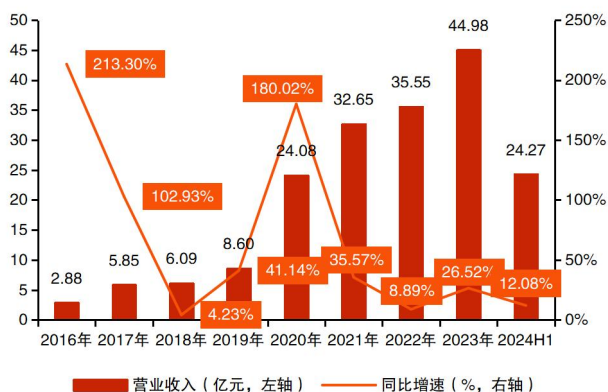
图表 42：壳木游戏位列 data.ai 2023 年度中国手游发行商出海收入 TOP30 榜单第 7 位



资料来源：Data.ai，华源证券研究所

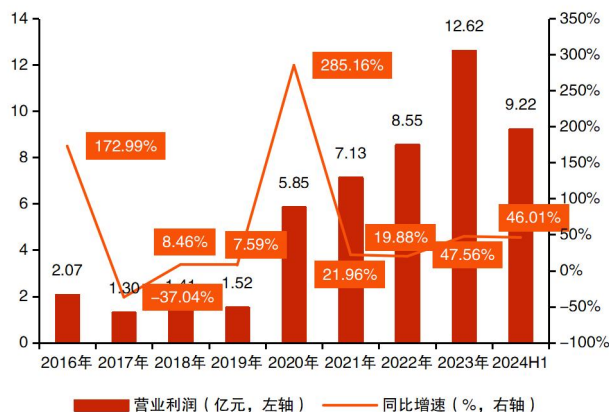
两款主力产品助力游戏业务业绩阶梯式增长。壳木游戏营业收入增长具有明显的产品驱动效应，2016 年《战火与秩序》上线，当年营业收入同比增长达 213.30%，净利润同比增长达 172.99%；2018 年底《旭日之城》上线，2019 年公司营业收入同比增长达 41.14%，20 年开始大规模推广后，营收同比增长大超 180%，净利润同比增长率高达 285.16%。

图表 43：2016-2024H1 壳木游戏营业收入及同比增长率



资料来源：公司财报，华源证券研究所

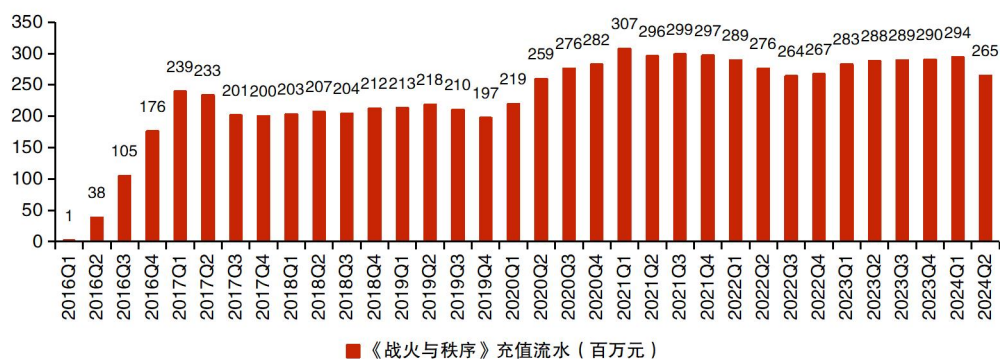
图表 44：2016-2024H1 壳木游戏营业利润及同比增长率



资料来源：公司财报，华源证券研究所

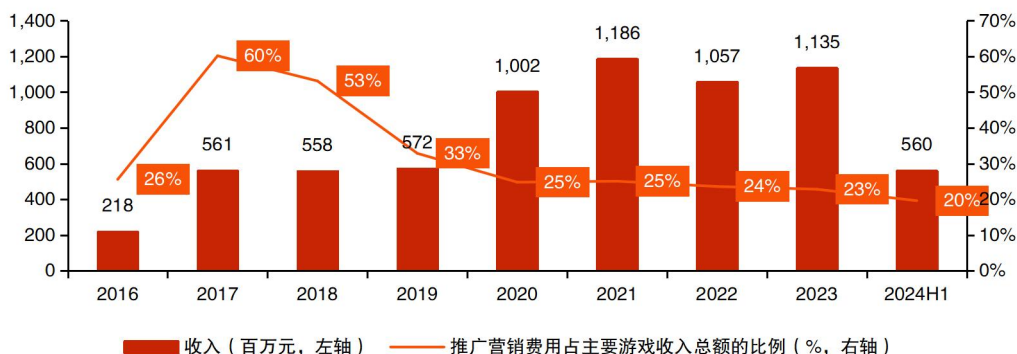
《战火与秩序》于 2016 年发行，目前已进入成熟期。游戏季度流水在 2016Q3 突破 1 亿元，2017Q1 超过 2 亿元，此后，除极个别季度波动外，游戏流水长期保持在 2 亿元以上。2018 年来，随着游戏运营进入成熟期，公司开始精细化投放，自 2019 年起逐步缩减投放费用，2024 上半年推广营销费用占《战火与秩序》收入比例已优化至 20%，收入仍然保持相对稳定，带来利润率的大幅度提升。

图表 45：2016-2024H1《战火与秩序》季度流水



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 46：2016-2024H1《战火与秩序》收入及推广费用占比



资料来源：公司财报，华源证券研究所

游戏长青，活跃付费两开花。得益于公司的营销策略，《战火与秩序》季度活跃用户 2017 年 1 月达到峰值 230 万人，后期用户规模保持稳定，展现了 SLG 长生命周期的特点。受投放策略等因素影响，游戏 ARPU 在 2019Q1 有一定幅度的下滑，此后稳中有进，截至 2024Q2，《战火与秩序》游戏 ARPU 已回升至 56 元。

图表 47：2019-2024H1《战火与秩序》季度活跃用户与 ARPU



资料来源：公司公告，华源证券研究所

《旭日之城》再次引爆，彰显公司 SLG 研发实力。《旭日之城》于 2018 年底上线，自上线以来流水持续增长。2020Q2 突破 3 亿元，2022Q2 突破 6 亿元，2023 年 Q4 达到 9.26 亿元。推广费用侧，截至 2024 年中，《旭日之城》的市场推广费用占游戏收入总额的比例已由 34% 下降到 22% 左右，相较于《战火与秩序》20% 而言，未来仍有小幅优化空间，预期可进一步释放利润。

图表 48：2019Q1-2024Q2《旭日之城》季度流水



资料来源：公司公告，华源证券研究所

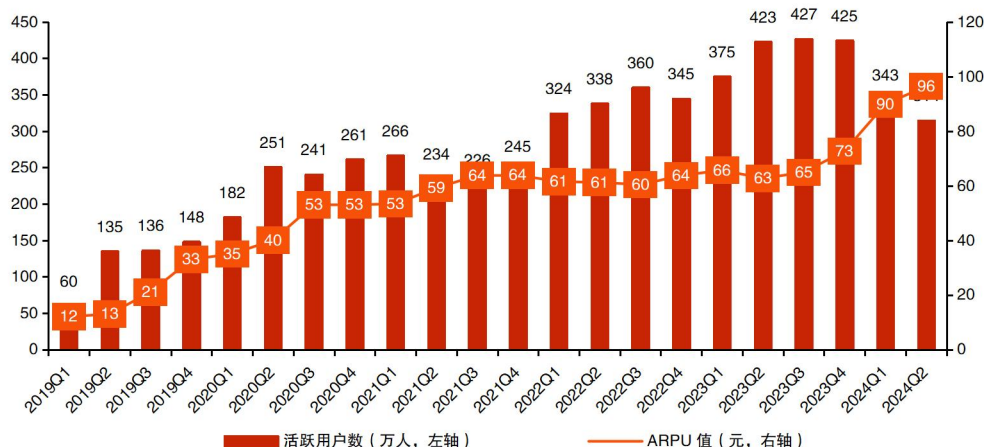
图表 49：2019-2024H1《旭日之城》收入及推广费用占比



资料来源：公司财报，华源证券研究所

《旭日之城》活跃用户连年增长，付费用户比例保持高位。自《旭日之城》上线以来，游戏季度活跃用户呈波动上升趋势，玩家 ARPU 亦不断攀升。进入 2024 年后，游戏活跃用户虽有小幅回落，但仍维持在 300 万人以上量级，2024Q2 游戏 ARPU 值再创新高，达 96 元/人。

图表 50：2019Q1-2024Q2《旭日之城》季度活跃用户与 ARPU



资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们认为，壳木游戏的成功离不开以下几点：

1.长期深耕 SLG 赛道，研发、运营经验充足。

壳木游戏于 2011 年打造的即时战略类游戏《小小帝国》(Little Empire), 首推即获 Google 官方市场推荐，长期占据全球多地区游戏畅销榜排行榜首位。这既是壳木打造的首个爆款游戏，也奠定了壳木的 SLG 基因。自此，壳木的游戏均围绕 SLG 重点打磨，并逐步形成了“工程化创新”的 SLG 制作机制，即游戏产品从制作到发行的标准业务体系和工作流程：从前期的立项、研发、产品研制，到上线后的推广、运营，均按照工程化思路构建体系，最终实现多模块的自主运转和流畅衔接。在“工程化”创新加持下，公司 2016 年推出的《War and Order》，2018 年底推出的《Age of Origins》均相继成为 SLG 头部爆款。

图表 51：《小小帝国》游戏画面



资料来源：《小小帝国》游戏截图，华源证券研究所

图表 52：《小小帝国》游戏画面



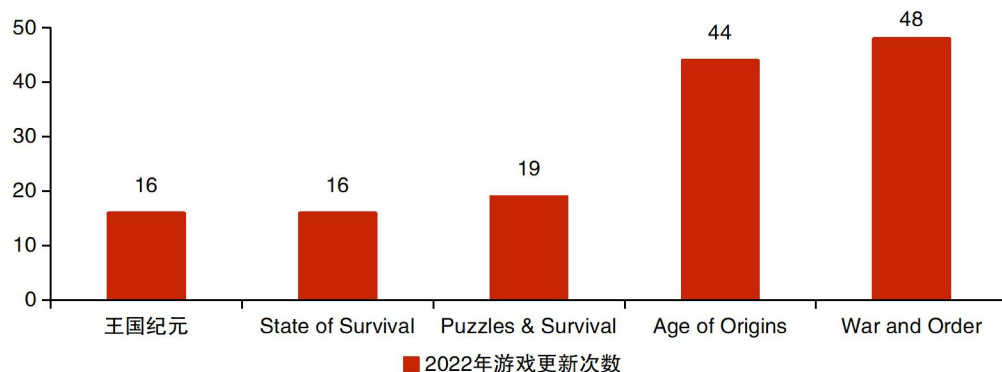
资料来源：《小小帝国》游戏截图，华源证券研究所

2.深度剖析玩家，持续实现高频更新。

公司的产品均为自研自发，玩家所有的游戏内容反馈数据（如游戏内模块的玩家偏好，游戏内模块间付费率情况等）都掌握在公司手里，公司能够通过玩家的反馈情况，不断进行

高频内容更新来保持游戏的长期吸引力和生命力。以 2022 年为例，根据点点数据显示，2022 年 IGG 旗下《王国纪元》版本更新了 16 次，FUNPLUS 旗下《State of Survival》版本更新 16 次，三七互娱旗下《Puzzles & Survival》版本更新 19 次，而壳木游戏旗下《Age of Origins》版本更新了 44 次，《War and Order》更新了 48 次，远高于 SLG 同类产品的更新频率。

图表 53：2022 年部分头部 SLG 游戏更新数据



资料来源：钛媒体 APP，点点数据，华源证券研究所

3.把握行业热点屡出奇招，优质迭代与创新尝试齐头并进。

公司在研发的不同游戏产品中，均进行了划时代的独特玩法、设计尝试：《小小帝国》采用当时较为先进的 LBS 与 3D 技术，实现了游戏内的真实地理位置与 360 度自由视角；《战火与秩序》在融合 COK（列王的纷争）、GOW（战争游戏）基础玩法“种田、征兵、战斗”外，还加入了领地玩法，玩家可以消耗资源扩张联盟领土，获得回报，这让玩家在游戏中期有事可做的同时，也缓解了他们的养成压力；《War of Destiny》和《Infinite Galaxy》分别选择了现代战争和科幻太空题材，加入了不少闪避、技能释放等需要微操的 RTS 玩法，增强了游戏的策略性和趣味性；《Age of Origins》则在 SLG 中加入了丧尸题材的 PVE 塔防 TD 玩法，该玩法还被运用在了游戏买量广告中，并在取得卓著成效后迅速将该玩法移植至《War and Order》中，后来随着《吸血鬼幸存者》在 steam 的大火，公司敏锐的发现了商机，并迅速实现了“吸血鬼 like”类玩法在《Age of Origins》中的实装，助力游戏持续畅销且长销。

图表 54：《War and order》领地玩法



资料来源：《War and order》游戏截图，华源证券研究所

图表 55：《Infinite Galaxy》RTS 玩法



资料来源：《Infinite Galaxy》游戏截图，华源证券研究所

3.4. 热门头部端游对标，高潜新游蓄势待发

壳木游戏两款储备新游均为“SLG+”赛道的 Cok-like 类游戏。从海外测试的初步表现来看，《Leap of Ages》（代号：LOA）、《Starlit Eden》（代号：DL）两款新游从精细程度、美术风格、玩法设计等方面，均分别开辟了新的探索方向，未来有望实现超预期表现。

1.《Leap of Ages》（代号：LOA）为文明题材的 SLG，“吸血鬼-like”+TD+模拟经营+SLG 集大成者。

在《文明》题材部分，《LOA》的文明背景将涵盖从石器时代到未来社会的漫长历史进程。不仅建筑风格能够辨识出鲜明的时代特征，资源产出也遵守时代的客观史实，比如纺织业在青铜时代逐渐成型，玩家便可以在游戏中科技发展到青铜时代时解锁纺织品的生产，这与《文明》系列经典游戏颇为相似，该题材能借助玩家的既有认知，降低理解门槛和上手难度。

图表 56：《Leap of Ages》中的文明遗迹



资料来源：手游那点事，《Leap of Ages》游戏截图，华源证券研究所

图表 57：《席德梅尔·文明 6》中的文明遗迹



资料来源：Steam，《席德梅尔·文明 6》游戏截图，华源证券研究所

副玩法方面，《Leap of Ages》沿用了《吸血鬼幸存者》（Vampire Survivors，Steam 好评率 97%）like 玩法，并加入了《土豆兄弟》（Brotato，Steam 好评率 95%）的精英怪设计。玩家将操控武将走位，击杀目标波次的敌人、期间可以收集经验，并在关卡内获得随机升级武器效果的机会。随着游戏进度推移，玩家还能收集更多武将，至多支持四位同时出战。此外，副玩法中还融入了些许塔防元素。关卡开局会提供几个固定建造点位，玩家停留一段时间即可消耗金币建造防御塔，部分关卡还设有敌军行进路线以及需要保护的据点。

图表 58: 《Leap of Ages》中《吸血鬼幸存者》副玩法



资料来源：手游那点事，《Leap of Ages》游戏截图，华源证券研究所

城建和资源产出方面,城镇建设部分的玩法设计更类似于 Steam 端游《庄园领主》(Manor Lords, Steam 好评率 87%),玩家可以跟随任务教程,逐步完成城镇的建设。城镇里的生产任务,均需要玩家手动安排收取,部分居民还会有对应的生产互动动作。在游玩过程中,玩家如同真正的首领,相较于静态建筑而言更具有沉浸化的代入感。

图表 59: 《Leap of Ages》城镇建设流程



资料来源：《Leap of Ages》游戏截图，华源证券研究所

图表 60: 《庄园领主》城镇建设流程



资料来源：Steam，《庄园领主》游戏截图，华源证券研究所

在 SLG 本体设计方面,《LOA》并未划分出复杂的地块和地形,仅提供了野怪、资源点等常规要素,更接近于传统的 COK-like 模型,降低了玩家的上手难度。而在对战的阵容搭配和玩法内容方面,游戏更偏向于传统的兵种相克和武将养成系统,PVE 和 PVP 玩法都有所简化,在 PVE 中玩家还可以操控武将释放主动技能,对战局产生一定影响。

图表 61: 《Leap of Ages》沙盘地图设计



资料来源：手游那点事，《Leap of Ages》游戏截图，华源证券研究所

图表 62: 《Leap of Ages》对战系统设计



资料来源：手游那点事，《Leap of Ages》游戏截图，华源证券研究所

2.《Starlit Eden》(代号: DL)为科幻题材的 SLG, 模拟经营+TD+横版放置 RPG+SLG 的独特尝试

在题材部分,《Starlit Eden》采用的色彩明艳的 Q 版卡通画风,搭配浓烈的科幻背景设定和深度的 RPG 式叙事铺陈。

图表 63: 《Starlit Eden》科幻画风设计



资料来源：手游那点事，《Starlit Eden》，华源证券研究所

图表 64: 《Starlit Eden》RPG 叙事铺陈



资料来源：手游那点事，《Starlit Eden》，华源证券研究所

在模拟经营方面,游戏的设计更类似于 Steam 热门端游《环世界》(RimWorld, Steam 好评率 97%),强调了对“人”的细节刻画。

1) 玩家招募的每一位英雄都会入驻基地,不仅有着鲜明的外观个性和能力特质,还存在休息、饮食、清洁、娱乐等“人之常情”。为此,玩家需要从地板、门窗、灯具到床铺等,为英雄打造居所。在城建过程中,会逐步察觉到英雄们“人性”的一面。当需求得不到满足时,英雄会产生相应的负面情绪和想法,甚至会影响工作状态。比如当食物匮乏时,英雄会感到饥饿,心情值下降;而当放松需求强烈时,英雄则有可能暂停玩家所指令的工作,转而去摸个小鱼,为游戏增加了许多趣味性。

图表 65: 《Starlit Eden》建设内容



资料来源：手游那点事，《Starlit Eden》游戏截图，华源证券研究所

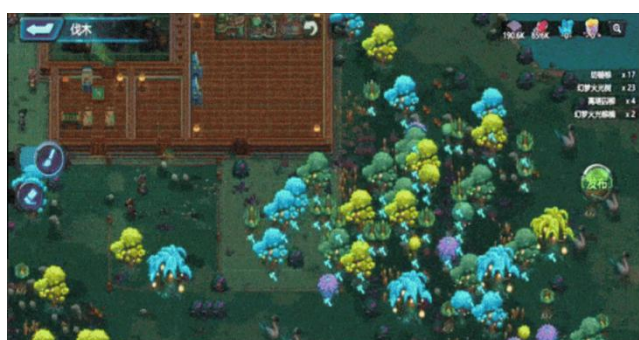
图表 66: 《RimWorld》建设内容



资料来源：Steam，《RimWorld》游戏截图，华源证券研究所

2) 游戏对于资源采集、建筑建造等常规玩法进行了细分，赋予其更完整、更具体的操作流程。比如，SLG 中常见的木材资源采集，放到《Starlit Eden》里不再是点击按钮就能瞬时完成的数值变化，而是通过英雄的一系列劳动呈现：接收指令、赶赴现场、砍伐树木、搬运存储.....为玩家带来更强的家园归属体验。

图表 67: 《Starlit Eden》资源采集



资料来源：手游那点事，《Starlit Eden》游戏截图，华源证券研究所

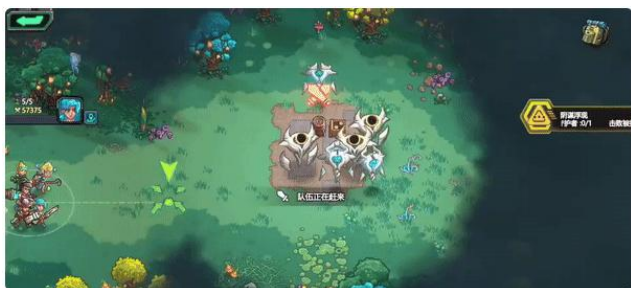
图表 68: 《RimWorld》资源采集



资料来源：Steam，《RimWorld》游戏截图，华源证券研究所

在副玩法的设计上，《Starlit Eden》尝试融入 RPG 风格的战役副本设计来推进剧情，以及加入了游戏离线奖励。副本根据剧情环节需要大抵分为攻防两种模式，在进攻侧，游戏类似于自走棋+RTS 玩法的结合，英雄全程自动战斗，玩家亦可通过拖拽英雄实现走位，规避部分 Boss 的范围伤害。在防御侧，游戏则更类似于 TD，玩家可以消耗能量布置防御塔辅助作战。游戏的副本的难度核心取决于阵容练度，并未给玩家留下过多跨战力打本的空间，赋予了玩家充足的玩法探索空间。

图表 69: 《Starlit Eden》进攻侧副玩法



资料来源：手游那点事，《Starlit Eden》游戏截图，华源证券研究所

图表 70: 《Starlit Eden》防守侧副玩法



资料来源：手游那点事，《Starlit Eden》游戏截图，华源证券研究所

在 SLG 层面的 COK-like 玩法设计方面，《Starlit Eden》在 Q 版科幻画风的基础上，做出了力争清爽的努力。玩家可以通过攻打、侦查其他玩家据点、开采公共资源等行为，快速代入 PVP 的竞争。游戏在联盟玩法方面也做出了诸如组队讨伐野怪自动挂机与自动获取奖励等为玩家减负的改良，此类的便捷性设计平衡了模拟经营部分的慢节奏，持续强化玩家轻量化游戏体验。

图表 71: 《Starlit Eden》SLG 内容设计



资料来源：手游那点事，《Starlit Eden》游戏截图，华源证券研究所

图表 72: 《Starlit Eden》放置挂机改良



资料来源：手游那点事，《Starlit Eden》游戏截图，华源证券研究所

我们认为，神州泰岳旗下壳木游戏的两款新游，均进行了创新题材（文明/科幻）+优质对标（文明/庄园领主/环世界）+优势玩法（TD/吸血鬼 like/SLG）的跨界融合，将副玩法与核心玩法配合得较为紧凑，未来有望持续破圈拓展 SLG 游戏受众，吸引并留驻更广泛的玩家群体，突破公司游戏业务增长天花板。

4. 盈利预测与评级

关键假设

（1）AI/ICT 运营管理业务：信息技术服务行业持续景气，预计 2024–2026 年营收同比分别增加 5.03%/7.11%/9.32%。

(2) 游戏业务：公司核心游戏流水长期稳健，新游已于海外相继上线，25 年有望带来业绩增量，预计 2024–2026 年营收同比分别增加 12.81%/17.91%/13.92%。

公司核心游戏《War and Order》《Age of Origins》流水长期稳健，新游《代号 DL》《代号 LOA》等已于 2024Q4 在海外相继上线，25 年有望贡献业绩增量。计算机业务整体稳健，AI 业务尚处起步阶段，催收业务未来或将打开公司增长天花板。我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 13.5/15.1/16.6 亿元，同比增速分别为 52.0%/11.7%/10.4%，当前股价对应 (2025/01/16) 的 PE 分别为 16.8/15.0/13.6 倍，我们选取吉比特、三七互娱、恺英网络、巨人网络作为可比公司，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 73：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE		
		2025-01-16	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
603444.SH	吉比特	207.49	12.75	15.32	17.24	16.3	13.5	12.0	
002555.SZ	三七互娱	14.83	1.22	1.39	1.53	12.2	10.7	9.7	
002517.SZ	恺英网络	12.96	0.83	0.99	1.13	15.7	13.1	11.4	
002558.SZ	巨人网络	11.75	0.74	0.85	0.94	15.8	13.9	12.5	
300002.SZ	神州泰岳	11.53	0.69	0.77	0.85	16.8	15.0	13.6	

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为元，EPS 单位为元/股，吉比特、三七互娱、恺英网络、巨人网络盈利预测来自 ifind 一致预期，神州泰岳盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

(1) 人工智能项目落地进度低于预期风险

公司与政企部门开展 NLP 等人工智能相关的项目合作，若落地进度不及预期，将影响公司营收。

(2) 云计算市场竞争加剧风险

AWS 国内面临阿里巴巴、百度、腾讯等厂商竞争，如果公司不能及时洞察客户诉求，采取合适应对策略，将对公司经营产生不利影响。

(3) 海外投放成本超预期风险

游戏出海竞争加剧，海外游戏投放成本或将持续升高，进而对公司游戏利润释放造成不利影响。

(4) 新游业绩不及预期风险

若公司新游上线流水不及预期，将会对公司营收端和利润端造成不利影响。

(5) 老游戏流水回落风险

受新品上线、用户偏好、运维状况等因素影响，公司早年推出的游戏产品流水可能回落，导致收入不及预期。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,127	3,076	4,418	5,998
应收票据及账款	832	1,000	1,154	1,303
预付账款	8	13	15	17
其他应收款	14	14	16	18
存货	166	212	241	272
其他流动资产	656	837	805	782
流动资产总计	3,803	5,152	6,649	8,390
长期股权投资	7	7	7	7
固定资产	365	339	317	294
在建工程	0	3	4	2
无形资产	218	169	165	175
长期待摊费用	2	2	3	3
其他非流动资产	2,407	2,450	2,456	2,349
非流动资产合计	3,000	2,971	2,952	2,831
资产总计	6,803	8,123	9,602	11,221
短期借款	20	0	0	0
应付票据及账款	386	477	542	610
其他流动负债	573	648	741	835
流动负债合计	979	1,125	1,283	1,445
长期借款	9	7	5	4
其他非流动负债	28	18	18	18
非流动负债合计	37	26	24	22
负债合计	1,016	1,150	1,307	1,467
股本	1,961	1,963	1,963	1,963
资本公积	670	668	668	668
留存收益	3,134	4,317	5,637	7,095
归属母公司权益	5,764	6,947	8,268	9,726
少数股东权益	22	25	27	28
股东权益合计	5,787	6,973	8,295	9,754
负债和股东权益合计	6,803	8,123	9,602	11,221

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	880	1,249	1,434	1,592
折旧与摊销	155	185	197	212
财务费用	-72	-8	-13	-18
投资损失	-21	-39	-22	-19
营运资金变动	-176	-56	-38	-29
其他经营现金流	312	119	85	82
经营性现金净流量	1,078	1,450	1,643	1,819
投资性现金净流量	-724	-322	-127	-51
筹资性现金净流量	-87	-179	-173	-188
现金流量净额	307	949	1,342	1,580

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,962	6,612	7,630	8,617
营业成本	2,222	2,494	2,837	3,193
税金及附加	17	21	25	28
销售费用	1,470	1,126	1,389	1,655
管理费用	917	1,096	1,231	1,359
研发费用	330	353	414	464
财务费用	-72	-8	-13	-18
资产减值损失	-91	-23	-21	-22
信用减值损失	1	-14	-14	-13
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	21	39	22	19
公允价值变动损益	-24	0	1	1
资产处置收益	0	2	2	2
其他收益	66	78	61	61
营业利润	1,052	1,613	1,799	1,984
营业外收入	1	4	4	4
营业外支出	1	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,051	1,615	1,801	1,986
所得税	171	264	294	323
净利润	880	1,351	1,507	1,663
少数股东损益	-7	3	2	1
归属母公司股东净利润	887	1,348	1,505	1,662
EPS(元)	0.45	0.69	0.77	0.85

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	24.06%	10.90%	15.40%	12.93%
营业利润增长率	68.98%	53.35%	11.51%	10.31%
归母净利润增长率	63.72%	51.96%	11.66%	10.40%
经营现金流增长率	3.20%	34.45%	13.29%	10.71%
盈利能力				
毛利率	62.73%	62.28%	62.83%	62.94%
净利率	14.76%	20.44%	19.75%	19.30%
ROE	15.39%	19.41%	18.21%	17.09%
ROA	13.04%	16.60%	15.68%	14.81%
估值倍数				
P/E	25.51	16.78	15.03	13.62
P/S	3.80	3.42	2.97	2.63
P/B	3.93	3.26	2.74	2.33
股息率	0.52%	0.73%	0.82%	0.90%
EV/EBITDA	13	11	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。