

## 神州泰岳 (300002.SZ) “游戏出海+AI” 两翼齐飞

2023 年 08 月 21 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

方光照（分析师）

田鹏（联系人）

fangguangzhao@kysec.cn

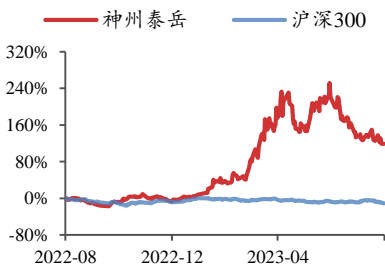
tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790121100012

日期	2023/8/21
当前股价(元)	9.63
一年最高最低(元)	16.33/3.62
总市值(亿元)	188.85
流通市值(亿元)	175.19
总股本(亿股)	19.61
流通股本(亿股)	18.19
近 3 个月换手率(%)	469.98

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● “游戏出海+AI” 两翼齐飞，首次覆盖，给予“买入”评级

公司深耕数字经济领域，早期以 ICT 运营管理为主业，2013 年收购壳木游戏，形成了计算机与游戏双主业。公司积极拥抱技术变革，计算机业务经过不断拓展优化，形成了 ICT 运营管理、人工智能与大数据、物联网与通信三大子板块，以“泰岳小催”平台为代表的智能催收等新业务和游戏出海有望双轮驱动未来成长。基于对公司业务预期，我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 56.97/67.31/79.58 亿元，归母净利润分别为 7.47/9.42/11.27 亿元，EPS 分别为 0.38/0.48/0.57 元，当前股价对应 PE 分别为 25.3/20.0/16.8 倍。我们看好游戏出海与 AI 共同驱动公司长期成长，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 游戏业务：SLG 手游出海亮眼，储备游戏支撑未来成长

公司旗下壳木游戏为 SLG 手游出海头部公司，在《2022 年中国手游发行商海外收入排行榜》中位居第 8 名；在“2023 全球发行商 50 强”榜单中，壳木游戏名列全球第 47 位。壳木游戏深耕 SLG 赛道 10 余年，积累了丰富的海外 SLG 游戏研发和运营经验，核心游戏《War and Order》《Age of Origins》上线多年仍维持优异表现，其中《Age of Origins》仍处于流水上升期。此外，公司两款储备游戏《代号 EL》《代号 DL》或于 2023-2024 年在海外上线，有望为公司游戏业务增添新动能。

### ● 计算机业务：把握 AIGC 技术发展机遇，探索 AI 催收等新业务

公司 ICT 业务积累了大量优质行业的大中型政企客户，目前仍为计算机业务的主要收入来源。同时，公司积极拥抱技术变革，旗下鼎富智能在 NLP 领域技术储备丰厚，2022 年推出了人工智能催收解决方案“泰岳小催”平台，通过 AIGC 技术赋能，掘金信贷催收市场。中国信贷催收市场广阔且市场规模增长较快，根据承信科技招股说明书引用的 Frost & Sullivan 数据，2021 年中国信贷催收市场规模约为 737 亿元，预计 2025 年可达 1160 亿，2021-2025 年复合增速约 12%。“泰岳小催”有望带动公司相关收入快速增长，并成为业绩增长新引擎。

### ● 风险提示：新游戏上线表现不及预期、智能催收业务表现不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,314	4,806	5,697	6,731	7,958
YOY(%)	20.0	11.4	18.5	18.1	18.2
归母净利润(百万元)	385	542	747	942	1,127
YOY(%)	9.5	40.9	37.8	26.2	19.6
毛利率(%)	62.2	60.4	61.6	62.1	62.7
净利率(%)	8.9	11.3	13.1	14.0	14.2
ROE(%)	8.4	11.0	13.1	14.1	14.6
EPS(摊薄/元)	0.20	0.28	0.38	0.48	0.57
P/E(倍)	49.1	34.9	25.3	20.0	16.8
P/B(倍)	4.4	3.9	3.4	2.9	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 从“飞信”起步，到“游戏+计算机”双主业 .....	4
1.1、 公司为第一批创业板上市公司，“内生+外延”不断拓展主业 .....	4
1.2、 游戏业务高速增长，带动公司整体业绩快速增长 .....	4
2、 游戏业务：SLG 手游出海亮眼，储备游戏支撑未来增长 .....	5
2.1、 壳木游戏为手游出海代表性公司，核心游戏《Age of Origins》流水仍保持快速增长 .....	5
2.2、 “深耕 SLG 精细化运营+高人效”为核心优势，储备产品或打开长期增长空间 .....	8
3、 计算机业务：把握 AIGC 技术发展机遇，探索 AI 催收等新业务 .....	10
3.1、 计算机业务不断调整优化，形成三大主要方向 .....	10
3.2、 推出“泰岳小催”，探索 NLP/AI 在智能催收领域市场机会 .....	11
4、 盈利预测和投资建议 .....	13
4.1、 关键假设 .....	13
4.1.1、 营业收入及毛利 .....	13
4.1.2、 期间费用率 .....	13
4.2、 PEG 估值法 .....	14
4.3、 盈利预测与投资建议 .....	14
5、 风险提示 .....	15
附：财务预测摘要 .....	16

## 图表目录

图 1： 公司以 ICT 业务起家，发展为“计算机+游戏”双轮驱动 .....	4
图 2： 公司 2018-2022 年的营业收入复合增速为 24% .....	5
图 3： 公司游戏业务收入快速增长，占比不断提升 .....	5
图 4： 公司 2020 年以来归母净利润稳步增长 .....	5
图 5： 公司 2020-2022 年毛利率和归母净利率保持平稳 .....	5
图 6： 公司位列 2023 年全球 50 强发行商第 47 名 .....	6
图 7： 壳木游戏 2 款核心游戏位列 2023 年 6 月中国手游海外收入 TOP30 .....	7
图 8： 《Age of Origins》和《War and Order》带动公司游戏业务收入快速增长 .....	8
图 9： 《Age of Origins》和《War and Order》推广营销费用投入进入稳定期 .....	8
图 10： 《Age of Origins》用户数量与 ARPU 呈上升趋势 .....	8
图 11： 《War and Order》进入成熟稳定期 .....	8
图 12： 2019-2021 年《Age of Origins》活跃用户付费率及 ARPU 值整体呈上升趋势 .....	9
图 13： 壳木游戏人均创收较高 .....	9
图 14： 壳木游戏人均创利较高 .....	9
图 15： 海外 SLG 手游玩家数量持续增长 .....	10
图 16： 2022H2-2023H1，策略类手游在海外市场成功率为 16% .....	10
图 17： 计算机业务形成三大子板块 .....	11
图 18： 公司旗下鼎富智能推出 AI 催收解决方案“泰岳小催”平台 .....	12
图 19： 智能催收可以大幅提升催收效率 .....	12
图 20： 预计中国信贷催收市场规模保持快速增长 .....	13
图 21： 鼎富智能收入快速增长 .....	13
表 1： 预计公司营业收入持续增长 .....	14

---

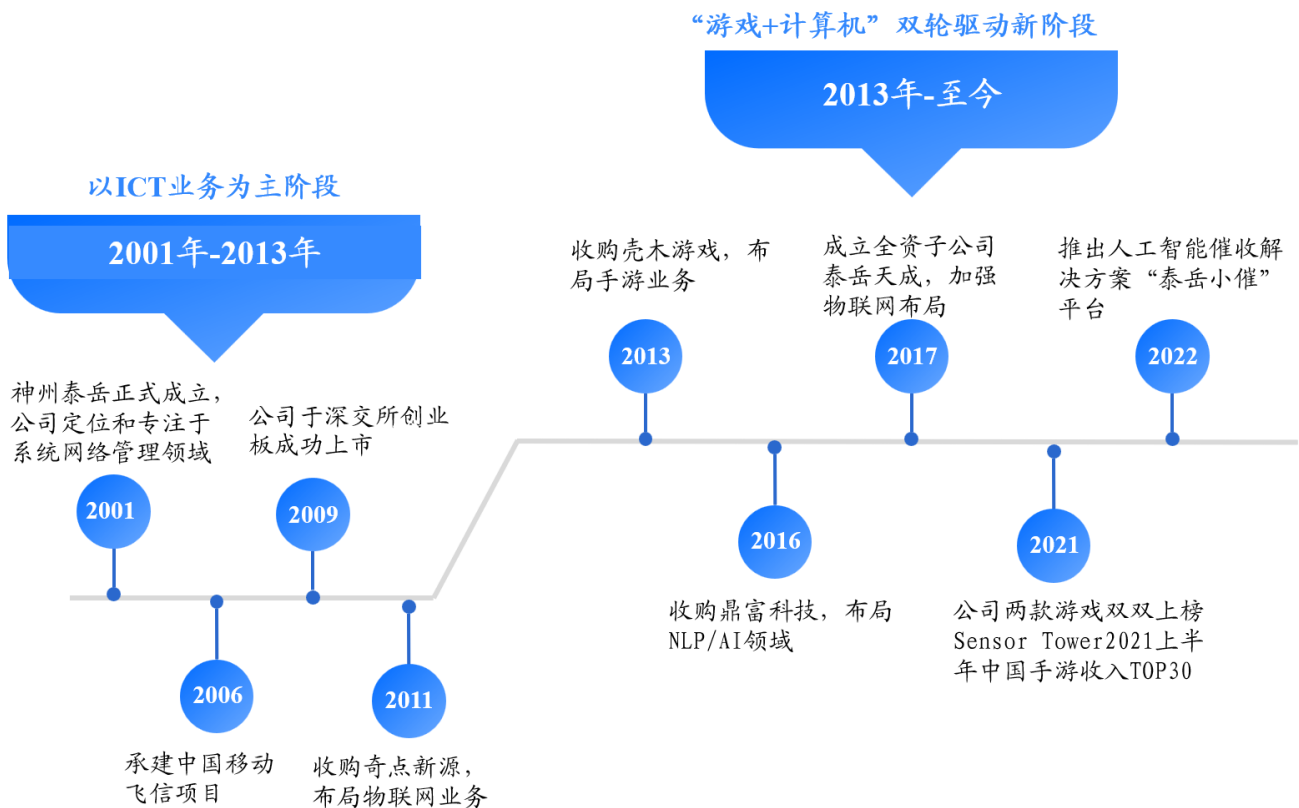
表 2: 神州泰岳 PEG 低于可比公司平均值.....	14
------------------------------	----

## 1、从“飞信”起步，到“游戏+计算机”双主业

### 1.1、公司为第一批创业板上市公司，“内生+外延”不断拓展主业

公司自成立起，即深耕数字经济领域，目前计算机板块主要业务包括 ICT 运营管理、信息安全、云业务、人工智能、物联网/创新业务等。游戏业务主要为手游研发与全球化发行。公司成立于 2001 年，早期以 ICT 运营管理为主业，2006 年承建了中国移动的飞信项目，2013 年通过收购壳木软件进军游戏行业，形成计算机与游戏双主业。在计算机领域，公司也通过内生与外延并购方式不断拓展业务边界，2011 年收购奇点新源，奇点新源是公司物联网/通讯业务的主要研发、生产主体。2016 年收购鼎富科技，推动 NLP 在公安、政府、金融等领域的落地和解决方案。2017 年成立的 100% 全资子公司泰岳天成是一家服务于电网数字化转型的高新技术企业，致力于成为电网智能化运维领域核心产品领军企业。2022 年公司旗下鼎富智能推出“泰岳小催”平台，加快 AI 在催收领域的落地。

图1：公司以 ICT 业务起家，发展为“计算机+游戏”双轮驱动

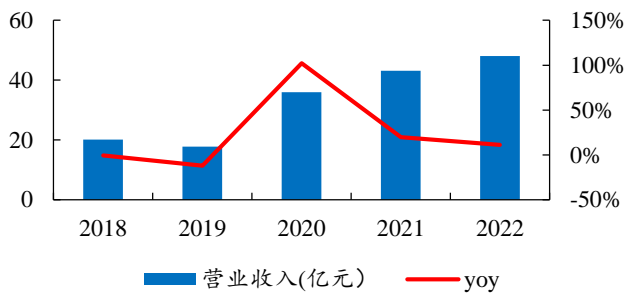


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

### 1.2、游戏业务高速增长，带动公司整体业绩快速增长

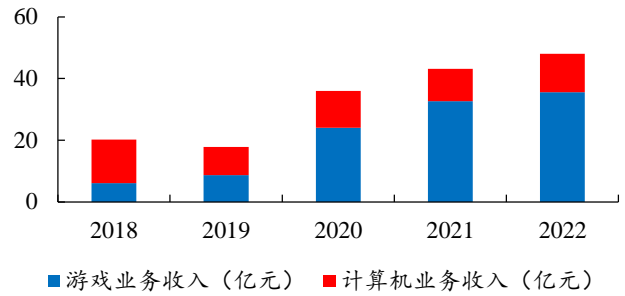
2020 年公司新游戏上线后加大推广投放力度，游戏业务收入迎来高增长，并带动公司整体收入快速增长，同比增速达 102.3%。公司两款核心产品《Age of Origins》《War and Order》表现良好，叠加计算机业务持续优化，公司 2021 年和 2022 年营业收入实现稳定增长，同比增速分别为 20%、11.4%。公司游戏业务收入占比从 2018 年的 30% 提升到了 2022 年的 74%，已经成为公司收入增长的主要驱动力。

图2：公司 2018-2022 年的营业收入复合增速为 24%



数据来源：Wind、开源证券研究所

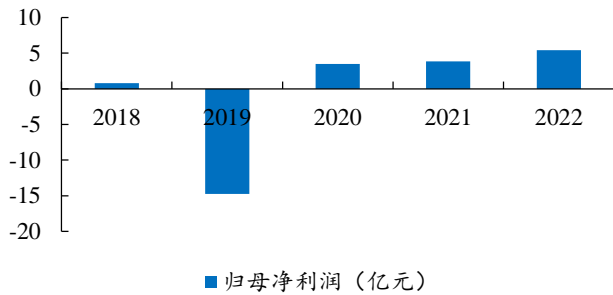
图3：公司游戏业务收入快速增长，占比不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

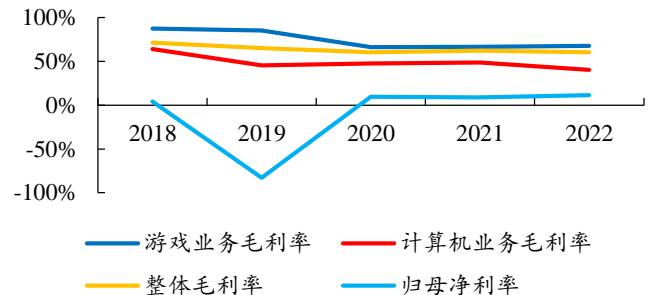
公司归母净利润 2020 年同比扭亏为盈，在游戏业务带动下，2021、2022 年保持稳定增长。2020 年公司整体毛利率同比下降 4.76pct，主要系游戏营业成本适用新收入规则，且游戏收入占比较高所致，2020 年以来毛利率与归母净利率相对保持稳定。

图4：公司 2020 年以来归母净利润稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司 2020-2022 年毛利率和归母净利率保持平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、游戏业务：SLG 手游出海亮眼，储备游戏支撑未来增长

### 2.1、壳木游戏为手游出海代表性公司，核心游戏《Age of Origins》流水仍保持快速增长

公司旗下壳木游戏为 SLG 手游出海头部公司。壳木游戏负责手游的研发及面向全球的发行与运营，主要市场为北美、日本、韩国。从 2011 年推出《Little Empire》开始，壳木游戏就专注于 SLG 赛道，以精品化策略打造少数高品质产品，并长线运营。经过多年的发展与积淀，壳木游戏已经具备国际化的制作水平和发行能力，多款产品在全球主流游戏市场成功发行。在 Sensor Tower 发布的《2022 年中国手游发行商海外收入排行榜》中，壳木游戏位居第 8 名；在 Data.ai 发布的“2023 全球发行商 50 强”榜单中，壳木游戏名列全球第 47 位。

图6：公司位列 2023 年全球 50 强发行商第 47 名




资料来源：Data.ai、开源证券研究所

**聚焦 SLG 品类，打造精品游戏。**公司游戏业务战略为“聚焦全球游戏市场，研发精品游戏”，且聚焦于 SLG 品类，主要产品包括《Age of Origins》（《旭日之城》）、《War and Order》（《战火与秩序》）、《Infinite Galaxy》（《无尽苍穹》）、《War of Destiny》（《硝烟启示录》）、《Little Empire》（《小小帝国》）、《Titan Throne》（《泰坦王座》）等，全部为 SLG 类游戏，其中《Age of Origins》和《War and Order》两款核心产品常年位列出海手游收入排行榜前列，根据 Sensor Tower 发布的 2023 年 6 月中国手游海外收入 TOP30 榜单，《Age of Origins》排名第 8，《War and Order》排名第 25。

**图7：壳木游戏 2 款核心游戏位列 2023 年 6 月中国手游海外收入 TOP30**
**2023年6月中国手游收入TOP30 | 海外App Store + Google Play**

手游及发行商			
1	 崩坏：星穹铁道 米哈游	-	
2	 PUBG MOBILE 腾讯	▲	
3	 原神 米哈游	▼	
4	 使命召唤手游 动视暴雪 & 腾讯	-	
5	 Puzzles & Survival 三七互娱	-	
6	 万国觉醒 莉莉丝	-	
7	 口袋奇兵 TT Games	▲	
8	 Age of Origins CamelGames	▼	
9	 Whiteout Survival 点点互动	▲	
10	 王国纪元 IGG	▲	
11	 Last Fortress IM30	▼	
12	 Mobile Legends: Bang Bang 沐瞳科技	▲	
13	 Survivor!.io 海彼	▲	
14	 暗黑破坏神：不朽 动视暴雪 & 网易	▲	
15	 Project Makeover Magic Tavern	▲	
16	 Call of Dragons 莉莉丝		▼
17	 Rise of Empires IM30		▲
18	 明日方舟 鹰角网络 & 悠星网络 & 心动网络		▼
19	 三国志·战略版 灵犀互娱		▲
20	 黑道风云 友塔游戏		-
21	 小小蚁国 星合互娱		▲
22	 荒野行动 网易		▼
23	 守望黎明 IM30		▼
24	 偶像梦幻祭!! Music 乐元素		▼
25	 战火与秩序 CamelGames		▼
26	 MARVEL SNAP 朝夕光年		▼
27	 The Grand Mafia 友塔游戏		▼
28	 碧蓝航线 悠星网络		▲
29	 三国志幻想大陆 灵犀互娱		▲
30	 Yalla Ludo Yalla Technology FZ-LLC		▼

以上榜单来源于Sensor Tower 2023年6月期间中国大陆以外App Store及Google Play商店之手游收入估算。

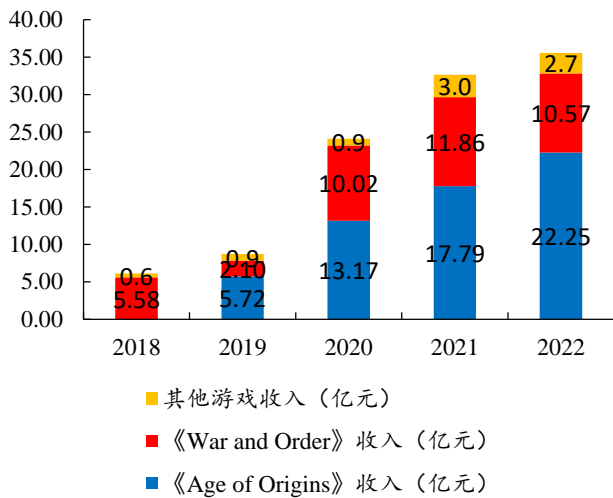
 SensorTower 全球领先的手游及应用情报平台

[www.sensortower-china.com](http://www.sensortower-china.com)

资料来源：Sensor Tower、开源证券研究所

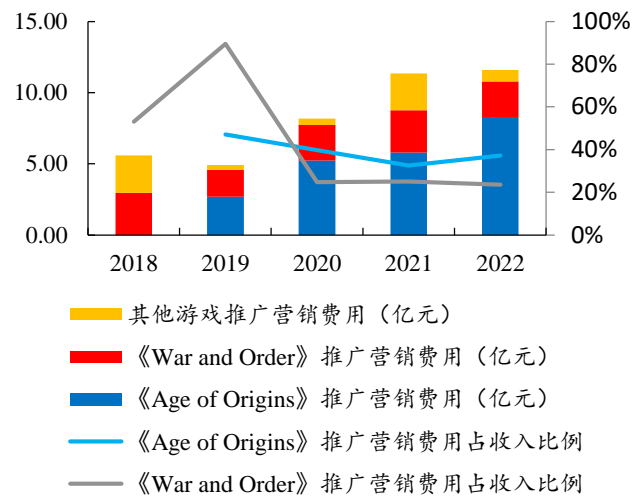
《Age of Origins》仍处于用户及 APRU 值快速增长阶段，或驱动游戏业务收入持续增长。2018 年以来，《Age of Origins》和《War and Order》两款游戏带动游戏业务收入快速增长，构成游戏业务基本盘。目前，2016 年上线的《War and Order》已进入成熟稳定期，收入与营销推广投入都较平稳，有望在生命周期内持续为公司贡献利润。《Age of Origins》自 2019 年上线以来，付费用户数量及 ARPU 值整体呈上升趋势，且上线早期推广营销投入占收入的比例相比《War and Order》早期有明显下降，或表明经前作经验积累，公司买量推广效率有所提升，目前《Age of Origins》的推广营销投入仍处于较高水平，付费用户数量与 ARPU 值有望持续爬升，带动游戏流水提升，从而驱动公司游戏业务收入持续增长。

图8: 《Age of Origins》和《War and Order》带动公司游戏业务收入快速增长



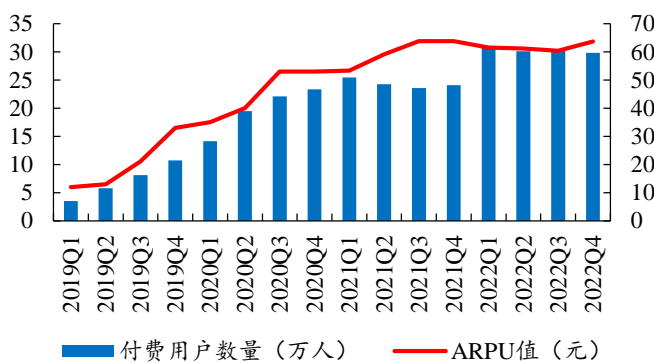
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图9: 《Age of Origins》和《War and Order》推广营销费用投入进入稳定期



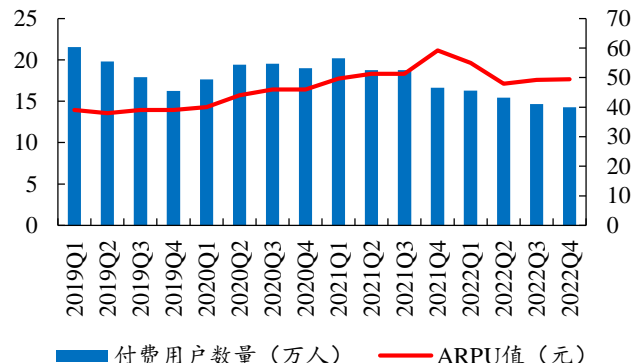
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 《Age of Origins》用户数量与 ARPU 呈上升趋势



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 左轴为付费用户数量, 右轴为 ARPU 值)

图11: 《War and Order》进入成熟稳定期



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 左轴为付费用户数量, 右轴为 ARPU 值)

## 2.2、“深耕 SLG 精细化运营+高人效”为核心优势，储备产品或打开长期增长空间

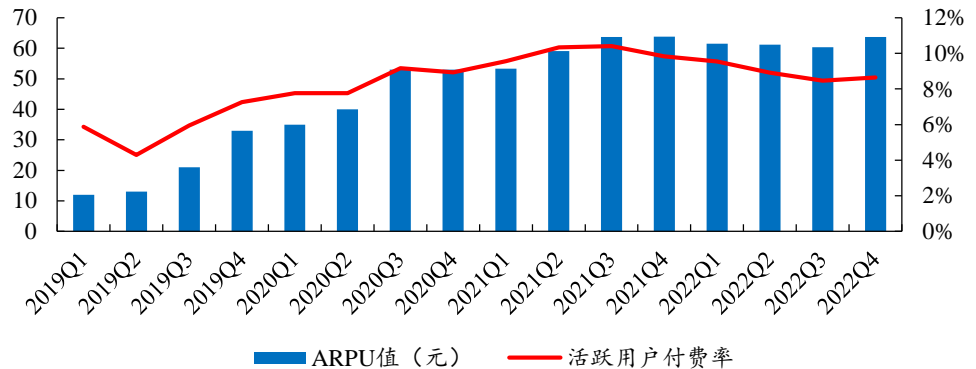
壳木游戏深耕 SLG 赛道 10 余年,积累了丰富的海外 SLG 游戏研发和运营经验。壳木游戏于 2009 年就开始从事手游的技术研发工作,是国内最早的手游团队之一。2011 年,壳木游戏推出了《小小帝国》,进军 SLG 游戏出海赛道。自《小小帝国》以来,壳木游戏深入研究了 SLG 游戏海外玩家的喜好和特点,积累了丰富的海外 SLG 游戏研发与运营经验。之后《War and Order》的研发和运营,进一步加深了对海外策略游戏市场和用户的认知,为后续《Age of Origins》在海外斩获佳绩提供了强有力的支持。

**坚持精品化策略打造少数高品质产品,并长线精细化运营。**公司集中资源于少量精品游戏,截至 2022 年在运营的游戏仅 7 款,其中核心游戏《War and Order》和《Age of Origins》上线超 5 年,生命周期较长。此外,公司采取精细化运营,发掘每款产品的长线价值,壳木游戏在行业中率先运用基于大数据神经网络技术研发的



自有数据分析平台，将每一个用户的游戏行为进行不同维度的精确刻画，经由深度神经网络训练、自主学习，进而精准分析用户群体的游戏行为规律，建立可靠的数据模型，通过数据驱动产品调整、优化广告投放以及运营策略，显著提升了影响营收的用户付费转化率，平均用户付费等关键数据。

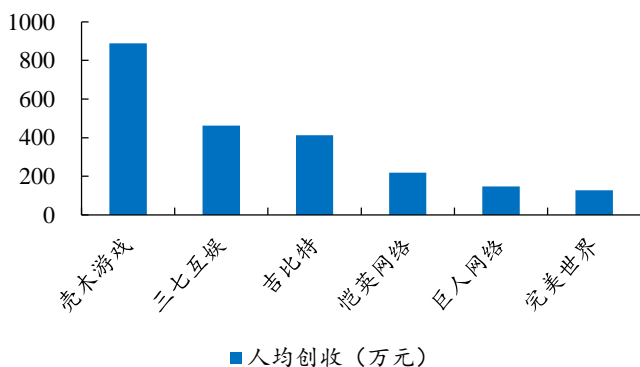
图12：2019-2021年《Age of Origins》活跃用户付费率及ARPU值整体呈上升趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

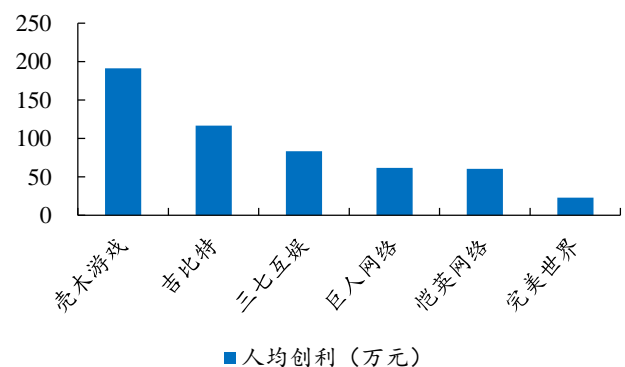
壳木游戏团队实力强劲、经验丰富，人效较高。壳木游戏研发团队团队成员大多来自北京大学、清华大学、武汉大学、中央美术学院等高等学府，曾就职于微软、Google、Ubisoft、Glu Software、Gameloft、Baidu等国内外知名互联网产品开发商。核心开发和运营团队主力成员从业年限在6-12年不等。实力强劲、经验丰富的游戏团队是壳木游戏不断推出爆款游戏的重要基础，同时也造就了公司的高人效。根据爱企查数据，2022年壳木游戏员工为400人，人均创收889万元，人均创利191万元，均高于主要国内上市游戏公司。

图13：壳木游戏人均创收较高



数据来源：Wind、公司公告、爱企查、开源证券研究所

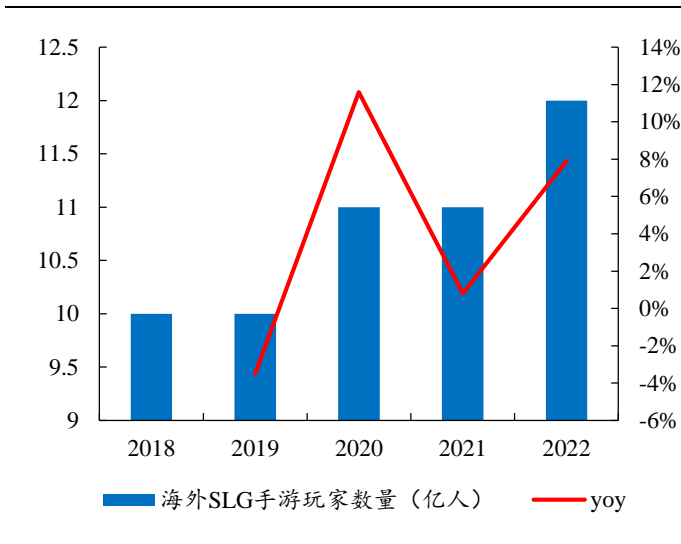
图14：壳木游戏人均创利较高



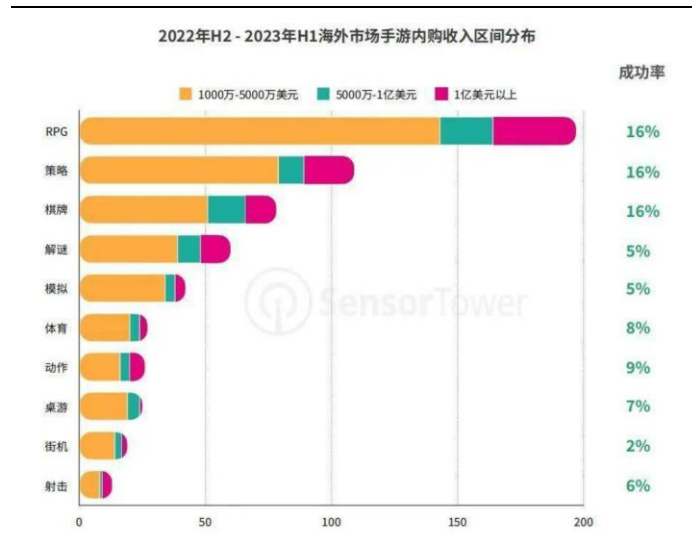
数据来源：Wind、公司公告、爱企查、开源证券研究所

SLG出海成功率较高，公司在研产品储备丰富，或支撑游戏业务持续增长。公司在研的战斗卡牌SLG游戏《代号EL》、模拟经营类SLG游戏《代号DL》已经进入制作后期，有望于2023-2024年在海外发行。根据AppGrowing数据，SLG类手游在海外的人气热度不减，2022年SLG手游玩家同比增速达7.9%，且玩家氪金意愿强烈，2022年SLG手游下载占海外整体手游比例为2%，但收入占比达到了15%。此外，根据Sensor Tower数据，2022H2-2023H1，策略类与RPG、棋牌类手游在海外市场成功率最高，为16%（成功产品指的是收入超过1000万美元的产品）。结合公司在SLG出海领域的成功经验，两款新品海外发行后或成为新的业绩贡献来源。

在国内，2022年《Infinite Galaxy》（《无尽苍穹》）、《War of Destiny》（《硝烟启示录》）获得国产网络游戏版号，《无尽苍穹》已于2023年1月在国内上线，公司出海产品在国内拿到版号后陆续在国内上线，有望进一步扩大IP影响力并贡献增量收入。

**图15：海外SLG手游玩家数量持续增长**


数据来源：Appgrowing 出海观察公众号、开源证券研究所

**图16：2022H2-2023H1，策略类手游在海外市场成功率为16%**


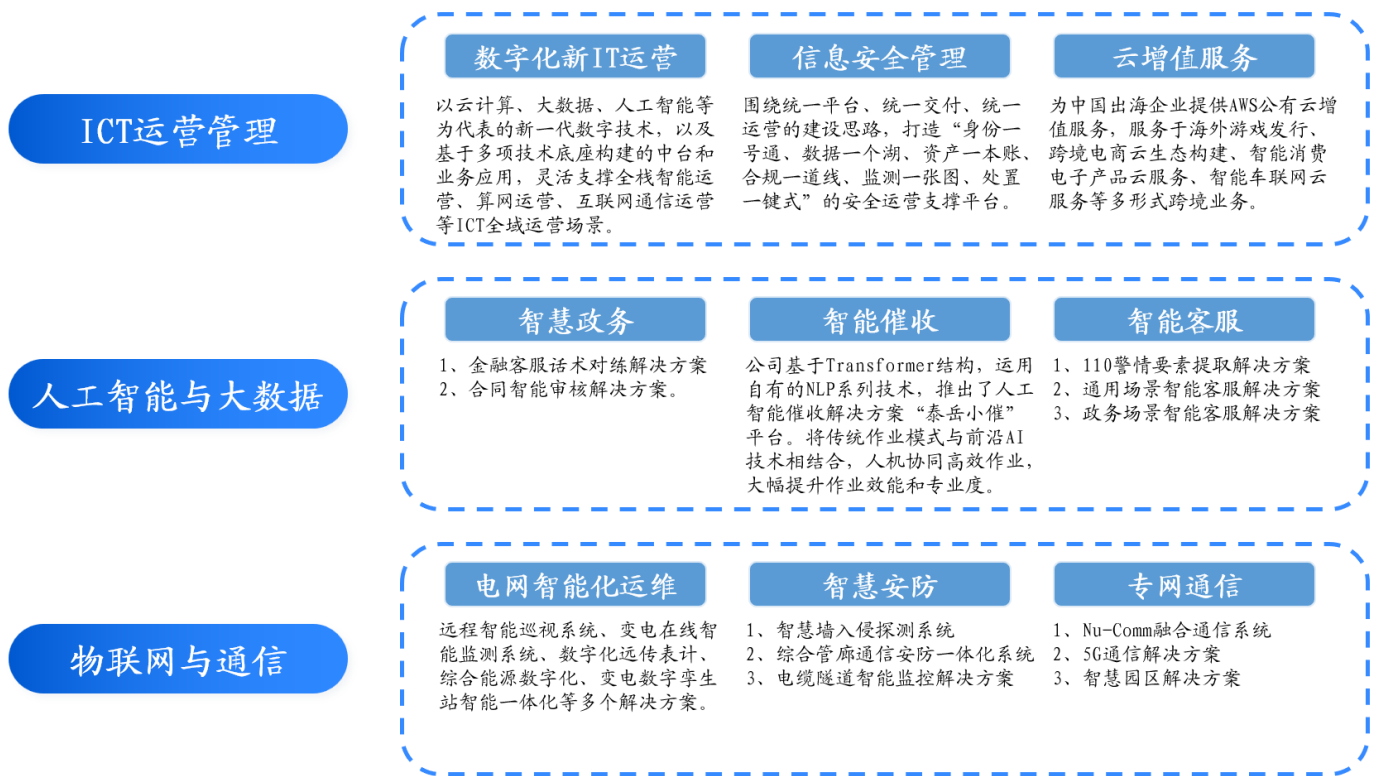
资料来源：Sensor Tower

### 3、计算机业务：把握AIGC技术发展机遇，探索AI催收等新业务

#### 3.1、计算机业务不断调整优化，形成三大主要方向

公司计算机业务以ICT运营管理业务起家，经过多年发展与业务调整，形成了ICT运营管理、人工智能与大数据、物联网与通信三个子板块，其中ICT运营管理目前仍为计算机业务收入的主要来源。

图17：计算机业务形成三大子板块



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

### 3.2、推出“泰岳小催”，探索 NLP/AI 在智能催收领域市场机会

公司旗下鼎富智能在 NLP 领域技术储备丰厚。公司于 2016 年收购鼎富科技，开始布局 NLP 技术，根据公司公告，截至 2022 年末，在人工智能领域公司已申请专利 325 件，其中 313 件为发明专利，已获得授权的专利 136 件。2022 年度申请专利 33 件，新增专利授权 21 件。新增的专利申请主要涉及预训练语言模型、数据增强、算法的运用，语音合成和智能催收等。且积累了 8 万余核心 DNA 语义库、3000 万语义概念库。目前公司人工智能技术在智能客服、智慧公安、智慧政务、智能催收、智能电销等领域正在快速落地。

**推出“泰岳小催”，掘金 AI 催收市场。**2022 年公司基于 Transformer 结构，运用自有的 NLP 系列技术，推出了人工智能催收解决方案“泰岳小催”平台，将传统作业模式与 AI 技术相结合，人机协同高效作业，或大幅提升作业效率和专业度，加快催收行业的数字化、智能化转型。

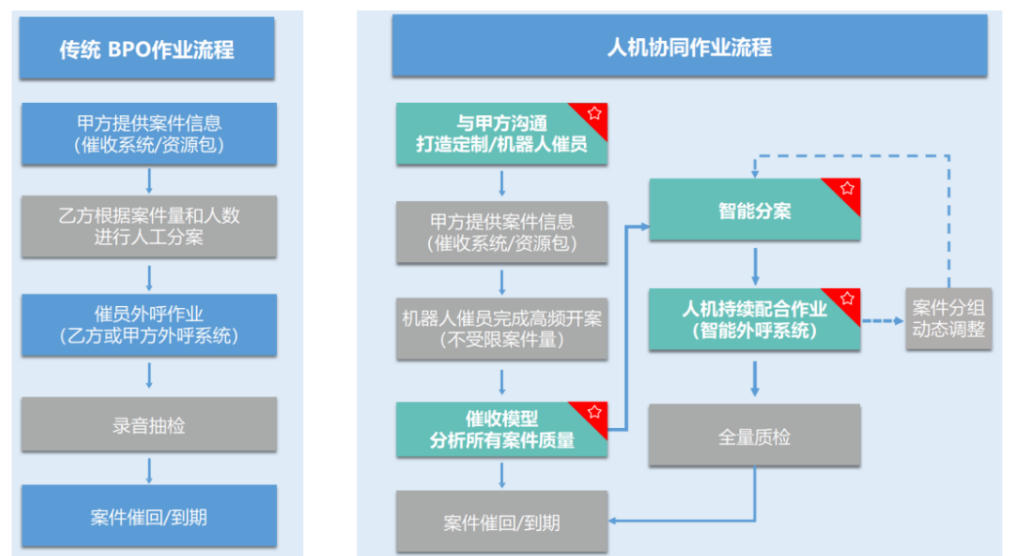
图18: 公司旗下鼎富智能推出 AI 催收解决方案“泰岳小催”平台



资料来源: 公司公告

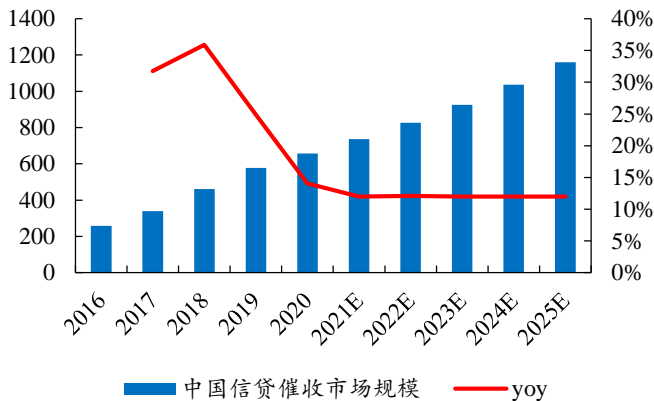
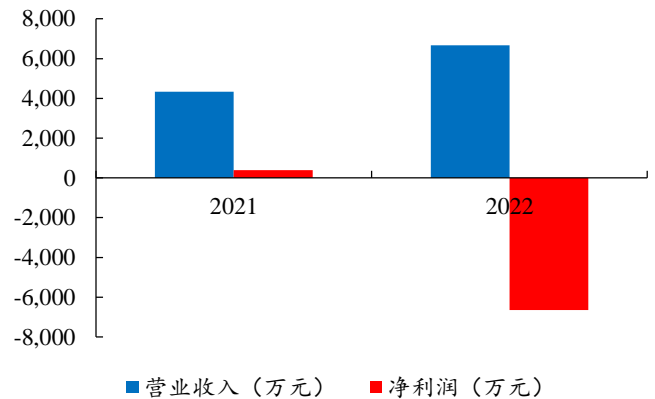
自用与外部服务拓展打开“泰岳小催”商业化空间。根据公司公告，目前“泰岳小催”，可实现 8-10 倍开案效率、100%全程合规、坐席人均创佣提升 50%以上，适用于多场景催收。人机结合模式基于高拟人化智能交互，可减少人工重复劳动；算法模型对案件实时评估，通过智能分案策略将优质案件分给相应的催收员跟进，可提升单位人力的价值密度，促进行业阳光、多元化发展。除了公司自身在使用产品进行催收业务的开展，已有第三方催收公司陆续使用公司的产品，或进一步打开“泰岳小催”的商业化空间。

图19: 智能催收可以大幅提升催收效率



资料来源: 公司公众号

信贷催收市场空间广阔，鼎富智能有望迎来快速成长阶段。根据承信科技招股说明书引用的 Frost & Sullivan 数据，2021 年中国信贷催收市场规模约为 737 亿元，预计 2025 年可达 1160 亿，2021-2025 年复合增速约 12%，信贷催收市场广阔，且仍保持较高增速。根据公司公告，鼎富智能 2022 年营业收入为 6672 万元，同比增长 53.9%，2021 年净利润为 394 万元，2022 年或由于加大 AI 相关研发导致亏损，随“泰岳小催”平台上线与行业客户拓展，鼎富智能有望实现收入快速增长并扭亏为盈。

**图20：预计中国信贷催收市场规模保持快速增长**

**图21：鼎富智能收入快速增长**


数据来源：承信科技招股说明书、Frost & Sullivan、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测和投资建议

### 4.1、关键假设

#### 4.1.1、营业收入及毛利

**(1) 游戏业务：**预计核心游戏《War and Order》收入维持稳定，《Age of Origins》仍处于流水爬升期，收入或持续增长，此外公司 2 款储备游戏有望于 2023-2024 年在海外上线，带来收入增量。我们预计 2023-2025 年游戏业务收入增速分别为 17.98%、17.48%、17.77%。公司游戏皆为自研自发，毛利率较稳定，我们预计 2023-2025 年游戏业务毛利率分别为 67.66%、67.83%、68.01%。

**(2) 计算机业务：**ICT 运营管理目前为计算机业务收入的主要来源，随业务调整优化完毕，ICT 运营管理业务收入有望保持稳定增长。公司 2022 年推出人工智能催收解决方案“泰岳小催”平台，有望带动人工智能业务收入快速增长。我们预计 2023-2025 年计算机业务增速分别为 20.14%、19.99%、19.48%，毛利率分别为 44.63%、46.60%、48.44%。

#### 4.1.2、期间费用率

**(1) 销售费用率：**我们预测随着新游戏上线带来的推广需求增加，销售费用率会有所波动，2023-2025 年分别为 28.0%、29.3%、27.8%。

**(2) 管理费用率：**公司人员较稳定，随降本增效措施落地，预计管理费用率缓慢下滑，我们预测 2023-2025 年分别为 16.2%、15.8%、15.2%。

**(3) 研发费用率：**基于新游戏研发和 AI 产品的研发推进，我们预测公司未来

研发费用率稳中有升，2023-2025 年分别为 6.50%、6.63%、6.85%。

**表1：预计公司营业收入持续增长**

单位：(亿元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	43.14	48.06	56.97	67.31	79.58
YOY	19.98%	11.40%	18.54%	18.14%	18.23%
游戏业务收入	32.65	35.55	41.94	49.27	58.03
YOY	102.16%	8.88%	17.98%	17.48%	17.77%
计算机板块收入	10.49	12.51	15.03	18.04	21.55
YOY	-11.67%	19.23%	20.14%	19.99%	19.48%
游戏业务毛利率	66.59%	67.53%	67.66%	67.83%	68.01%
计算机板块毛利率	48.64%	40.12%	44.63%	46.60%	48.44%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4.2、PEG 估值法

公司为游戏与计算机双主业，其中主要利润贡献来源为游戏业务，我们选取吉比特（603444.SH）、完美世界（002624.SZ）、三七互娱（002555.SZ）作为可比公司，采用相对估值法里的 PEG 估值法进行对比。我们采用 2023 年 8 月 21 日的收盘价，神州泰岳 2022-2025 年归母净利润复合增长率为 27.64%，高于可比公司的平均值 14.27%，神州泰岳 2025 年 PEG 为 0.61，低于可比公司的平均值 0.89，公司估值具备一定吸引力。

**表2：神州泰岳 2025 年 PEG 低于可比公司平均值**

公司名称	证券代码	收盘价	市值(亿元)	2022 年归母净利润(亿元)	2025 年归母净利润(亿元)	PE (2022)	PE (2025E)	CAGR (2022-2025E)	PEG (2025E)
吉比特	603444.SH	384.90	277.29	14.61	21.72	18.98	12.77	14.13%	0.90
完美世界	002624.SZ	13.49	261.70	13.77	20.77	19.01	12.60	14.68%	0.86
三七互娱	002555.SZ	24.70	547.81	29.54	43.76	18.54	12.52	14.00%	0.89
<b>平均值</b>						<b>18.84</b>	<b>12.63</b>	<b>14.27%</b>	<b>0.89</b>
神州泰岳	300002.SZ	9.63	188.85	5.42	11.27	34.84	16.76	27.64%	0.61

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：采用 2023 年 8 月 21 日收盘价，神州泰岳、吉比特、完美世界盈利预测采用开源证券研究所预测值，三七互娱盈利预测采用 Wind 一致预期）

## 4.3、盈利预测与投资建议

公司深耕数字经济领域，ICT 管理传统业务在行业内处于领先地位，随业务调整与发展拓展到物联网、创新业务、人工智能等领域，发展空间进一步拓展。随 AIGC 技术发展，公司加快 AI 技术商业化落地，在催收领域推出“泰岳小催”，有望带动 AI 催收业务快速发展。公司游戏业务主体壳木游戏为 SLG 手游出海头部公司，经过十余年发展，积累了大量出海研发和运营经验，核心产品《Age of Origins》《War and Order》上线多年仍维持优异表现，随公司储备游戏后续陆续上线，游戏业务有望持续增长。我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 56.97/67.31/79.58 亿元，归母净利润分别为 7.47/9.42/11.27 亿元，EPS 分别为 0.38/0.48/0.57 元，当前股价对应 PE 分别为 25.3/20.0/16.8 倍。我们看好游戏出海与 AI 共同驱动公司长期成长，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5、风险提示

(1) **新游戏上线表现不及预期**: 新游戏上线后的表现存在一定不确定性, 若表现不及预期, 可能会对游戏业务增速造成不利影响。

(2) **智能催收业务进展不及预期**: 智能催收业务为公司布局的新业务, 如进展不及预期, 可能会对公司业绩产生不利影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1936	2751	3065	4001	5142
现金	852	1806	2730	3642	4723
应收票据及应收账款	755	657	0	0	0
其他应收款	8	7	10	11	14
预付账款	15	12	20	18	27
存货	155	163	202	223	272
其他流动资产	152	105	103	108	105
<b>非流动资产</b>	3312	3068	3035	2977	2913
长期投资	38	12	-39	-98	-157
固定资产	381	242	339	432	514
无形资产	431	365	288	196	109
其他非流动资产	2462	2449	2448	2448	2447
<b>资产总计</b>	5248	5819	6100	6978	8055
<b>流动负债</b>	880	934	553	556	581
短期借款	137	50	50	50	50
应付票据及应付账款	311	397	0	0	0
其他流动负债	431	487	503	506	531
<b>非流动负债</b>	35	35	35	35	35
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	35	35	35	35	35
<b>负债合计</b>	915	969	589	591	617
少数股东权益	7	15	-12	-52	-93
股本	1961	1961	1961	1961	1961
资本公积	525	584	584	584	584
留存收益	1898	2387	3065	3900	4886
<b>归属母公司股东权益</b>	4326	4835	5523	6438	7531
负债和股东权益	5248	5819	6100	6978	8055

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	411	1045	1064	947	1112
净利润	365	532	721	902	1086
折旧摊销	131	154	91	98	106
财务费用	27	-87	-19	-46	-69
投资损失	54	-18	4	7	12
营运资金变动	-260	179	482	330	155
其他经营现金流	93	284	-215	-345	-178
<b>投资活动现金流</b>	-209	78	-95	-54	-66
资本支出	187	102	109	99	102
长期投资	-32	90	52	59	59
其他投资现金流	9	89	-37	-14	-23
<b>筹资活动现金流</b>	-180	-229	-45	18	36
短期借款	-169	-87	0	0	0
长期借款	0	0	0	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-59	59	0	0	0
其他筹资现金流	47	-201	-45	19	36
<b>现金净增加额</b>	2	961	924	912	1081

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4314	4806	5697	6731	7958
营业成本	1630	1904	2189	2548	2967
营业税金及附加	16	15	31	28	33
营业费用	1240	1256	1595	1972	2212
管理费用	627	778	923	1063	1210
研发费用	263	303	370	446	545
财务费用	27	-87	-19	-46	-69
资产减值损失	-7	-81	0	0	0
其他收益	71	45	40	45	50
公允价值变动收益	-4	-8	-35	-9	-14
投资净收益	-54	18	-4	-7	-12
资产处置收益	-0	7	2	2	3
<b>营业利润</b>	469	623	859	1101	1276
营业外收入	1	10	3	4	4
营业外支出	1	3	5	5	4
<b>利润总额</b>	468	629	858	1100	1277
所得税	103	97	137	198	192
<b>净利润</b>	365	532	721	902	1086
少数股东损益	-19	-10	-26	-40	-41
<b>归属母公司净利润</b>	385	542	747	942	1127
EBITDA	582	732	884	1106	1262
EPS(元)	0.20	0.28	0.38	0.48	0.57

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	20.0	11.4	18.5	18.1	18.2
营业利润(%)	10.9	32.9	38.1	28.2	15.9
归属于母公司净利润(%)	9.5	40.9	37.8	26.2	19.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	62.2	60.4	61.6	62.1	62.7
净利率(%)	8.9	11.3	13.1	14.0	14.2
ROE(%)	8.4	11.0	13.1	14.1	14.6
ROIC(%)	7.9	10.0	11.9	12.7	12.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	17.4	16.7	9.7	8.5	7.7
净负债比率(%)	-16.2	-35.9	-48.4	-56.1	-62.7
流动比率	2.2	2.9	5.5	7.2	8.8
速动比率	2.0	2.7	5.1	6.7	8.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	6.2	7.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.7	5.4	11.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.28	0.38	0.48	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.53	0.54	0.48	0.57
每股净资产(最新摊薄)	2.21	2.47	2.82	3.28	3.84
<b>估值比率</b>					
P/E	49.1	34.9	25.3	20.0	16.8
P/B	4.4	3.9	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	31.1	23.3	18.3	13.7	11.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

16/18



### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn