

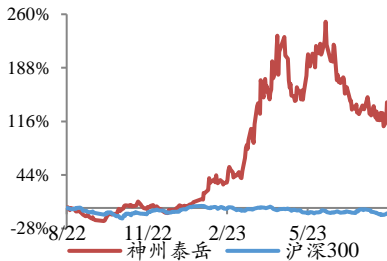
23Q2 神州泰岳点评：核心游戏流水新高，AI 赋能全线业务

投资评级：增持（维持）

报告日期：2023-08-29

收盘价（元）	10.70
近 12 个月最高/最低（元）	15.48/3.64
总股本（百万股）	1,961
流通股本（百万股）	1,819
流通股比例（%）	92.76
总市值（亿元）	210
流通市值（亿元）	195

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 神州泰岳|深度: AI 拓宽业务边界, 游戏出海攀新高 2023-08-03

主要观点：

● 业绩情况

公司于 23 年 8 月 28 日披露 23 年半年报，23H1 营业收入 26.53 亿元 (yoy 27.5%)，23H1 归母净利润 4.04 亿元 (yoy 81.88%)，23H1 稀释每股收益 0.21 元/股 (yoy 82.8%)。23Q2 营业收入 14.41 亿元 (yoy 32.2%，qoq 18.9%)，23Q2 归母净利润 2.26 亿元 (yoy 42.0%，qoq 26.8%)。

● 游戏业务：

23H1 游戏收入 21.65 亿元 (yoy 26.06%)，主要驱动因素是《Age of Origins》(旭日之城)流水持续增长，该游戏已经上线 5 年，游戏产品发行地区是欧美等发达地区，一直保持较好的长线运营水平，今年上半年游戏流水持续保持增势。23H1 旭日之城贡献的游戏收入达到 14.73 亿元 (占游戏收入 68%)。该游戏采用 SLG 策略玩法，采取西方美术风格，在海外较受到 SLG 核心用户欢迎。23Q2 旭日之城季度流水 8 亿元人民币，月均流水 2.67 亿元人民币 (约 3600 万美元)，24Q4 旭日之城季度流水 6.6 亿元人民币，月均流水 2.2 亿元人民币 (约 3000 万美元)，今年上半年旭日之城流水持续爬坡。《War and Order》(战争与秩序)表现良好，23 年上半年平均季度流水 2.9 亿元人民币。关注公司新产品储备的进展，重点关注《代号:DL (Dream Land)》，公司在游戏研发创新上采取“SLG+”策略，谋求 SLG 与多品类的融合。

● 计算机业务：

公司除游戏外收入包括 AI/ICT 运营管理，物联网/通讯，创新服务和其他业务，此部分收入 23H1 一共 4.88 亿元 (yoy 35%)。该业务包括鼎富智能的 NLP 人工智能账款催收业务，23H1 鼎富收入 3800 万，亏损 4452 万元，23 年鼎富随着收入提高，规模效应增加，有希望亏损显著缩减。

● 投资建议：

公司游戏出海业务增长稳健，AI 技术进步赋能公司全线业务，公司将持续受益。我们预测公司 23-25 年营业收入预计为，58.96/67.45/75.97 亿元 (前值：55.9/65.3/75.5)，yoy 22.7%/14.4%/12.6%，23-25 年归母净利润预计为，7.70/8.72/10.18 亿元 (7.05/8.55/10.09)，yoy 42.0%/13.3%/16.8%，估值与成长性匹配，维持“增持”评级。

● 风险提示

软件业务的技术投入产出比低于预期；海外游戏产品流水爬坡放缓；买量成本提升；游戏竞争环境恶化。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,806	5,896	6,745	7,597
收入同比 (%)	11.4%	22.7%	14.4%	12.6%
归属母公司净利润	542	770	872	1,018
净利润同比 (%)	40.9%	42.0%	13.3%	16.8%
毛利率 (%)	60.4%	60.3%	59.3%	59.8%
ROE (%)	11.2%	13.7%	13.5%	13.6%
每股收益 (元)	0.28	0.39	0.44	0.52
P/E	15.65	27.26	24.06	20.60
P/B	1.76	3.74	3.24	2.80
EV/EBITDA	8.91	19.59	16.68	13.44

资料来源: wind, 华安证券研究所

资产负债表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,751	3,802	4,973	6,324
现金	1,806	2,836	3,985	5,315
应收账款	657	673	691	708
其他应收款	7	9	10	12
预付账款	12	15	17	19
存货	163	163	163	163
其他流动资产	105	106	107	107
非流动资产	3,067	2,950	2,789	2,596
长期投资	12	-93	-237	-414
固定资产	242	239	234	230
无形资产	294	288	282	277
其他非流动资产	2,519	2,516	2,509	2,503
资产总计	5,818	6,752	7,763	8,920
流动负债	934	1,107	1,252	1,397
短期借款	50	84	120	158
应付账款	397	488	558	628
其他流动负债	487	535	573	612
非流动负债	34	34	34	34
长期借款	-	-	-	-
其他非流动负债	34	34	34	34
负债合计	968	1,140	1,285	1,431
少数股东权益	15	7	0	-7
股本	1,961	1,961	1,961	1,961
资本公积	584	584	584	584
留存收益	2,137	2,906	3,779	4,797
归属母公司股东权益	4,835	5,605	6,477	7,495
负债和股东权益	5,818	6,752	7,763	8,920

现金流量表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,045	1,079	1,179	1,343
净利润	532	762	866	1,011
折旧摊销	160	92	91	90
财务费用	8	-	-	-
投资损失	-19	-	-	-
营运资金变动	179	128	97	98
其他经营现金流	185	97	125	144
投资活动现金流	78	-82	-65	-50
资本支出	102	85	69	53
长期投资	-	-	-	-
其他投资现金流	-24	-167	-134	-103
筹资活动现金流	-229	33	36	37
短期借款	151	39	46	51
债券融资	-	-	-	-
股权融资	7	-	-	-
其他筹资现金流	-387	-7	-10	-14
汇率变动影响	67	-	-	-
现金净增加额	961	1,030	1,149	1,330

利润表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,806	5,896	6,745	7,597
营业成本	1,904	2,341	2,746	3,054
营业税金及附加	15	18	20	23
销售费用	1,256	1,500	1,670	1,880
管理费用	778	821	954	1,077
财务费用	-87	-98	-124	-140
资产减值损失	-81	-107	-134	-153
公允价值变动收益	-8	-18	-	-
投资净收益	18	44	48	54
营业利润	623	937	1,059	1,228
营业外收入	10	4	6	7
营业外支出	3	2	3	3
利润总额	629	939	1,062	1,231
所得税	97	177	196	220
净利润	532	762	866	1,011
少数股东损益	-10	-8	-7	-7
归属母公司净利润	542	770	872	1,018
EBITDA	695	931	1,026	1,178
EPS (元)	0.28	0.39	0.44	0.52

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力(yoy,%)				
营业收入	11.4%	22.7%	14.4%	12.6%
营业利润	32.9%	50.5%	13.0%	16.0%
归属母公司净利润	40.9%	42.0%	13.3%	16.8%
获利能力				
毛利率(%)	60.4%	60.3%	59.3%	59.8%
净利率(%)	11.1%	12.9%	12.8%	13.3%
ROE(%)	11.2%	13.7%	13.5%	13.6%
ROIC(%)	12.0%	13.3%	12.7%	12.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	16.6%	16.9%	16.6%	16.0%
净负债比率(%)	20.0%	20.3%	19.8%	19.1%
流动比率	2.94	3.44	3.97	4.53
速动比率	2.71	3.23	3.79	4.36
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.87	0.87	0.85
应收账款周转率	7.31	8.76	9.76	10.73
应付账款周转率	4.79	4.80	4.92	4.86
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.39	0.44	0.52
每股经营现金流	0.53	0.55	0.60	0.68
每股净资产	2.47	2.86	3.30	3.82
估值比率				
P/E	15.65	27.26	24.06	20.60
P/B	1.76	3.74	3.24	2.80
EV/EBITDA	8.91	19.59	16.68	13.44

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。