

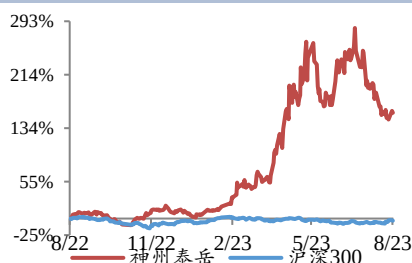
AI 拓宽业务边界，游戏出海攀新高

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-08-02

收盘价（元）	10.38
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）	204
流通市值（亿元）	189

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

腾讯控股 (0700.HK)：23Q2 腾讯前瞻，看好下半年游戏增长及视频号商业化提升，2023-07-31

主要观点：

● 游戏出海驱动利润增长，软件业务驱动技术创新

公司于 2009 年上市，早期以 ICT 运营相关的计算机业务为收入主要来源。自 2013 年起，公司收购壳木游戏，进入游戏领域。公司 22 年营业收入 48 亿元，其中游戏业务 35.5 亿元(占收入 74%)，软件业务 12.5 亿元(占收入 26%)。游戏业务中约 90%以上为游戏出海收入，其中主要由《旭日之城(Age of Origin)》贡献；旭日之城 2019 年上线，是末日题材 SLG 游戏，上线至今流水不断爬坡增长，22 年收入 22.2 亿元，占游戏业务收入 63%。软件业务以 ICT 和信息安全为主，大客户覆盖大型央企国企，技术开发和客户服务的经验积累为公司拥抱 AI 等新兴技术提供源泉。

● 游戏：深耕“SLG”细分赛道，通过“SLG+X”策略拓宽品类

公司具备自研自发力，产品迭代能力强，买量投放经验丰富。核心产品《旭日之城》和《战火与秩序》均是 SLG 题材的游戏，在该品类的游戏中，玩家扮演不同的势力，通过“游戏公会”协作的形式，进行开疆拓土的“国战”，游戏玩法较为恢弘，世界观宏大，该类游戏对于高付费能力的玩家吸引力较强。公司的这 2 款游戏均较好的融合了 SLG 玩法与西方文化，所以在海外获得了较好的成绩。目前，公司储备的游戏产品将在“SLG”玩法的基础上，融合卡牌、模拟经营和放置等；后续产品储备关注，《代号 DL》(SLG+模拟经营)和《代号 EL》。

● 软件：存量业务降本增效，新兴 AI 技术赋能新产品

公司软件业务聚焦 ICT 运营、信息安全、智慧电力、和云服务等，客户为大型企业集团，包括电信运营商，国有银行，保险等。近些年，公司软件业务不断聚焦更高的人效，自 20 年起人均创造的利润从 11.47 万元提升到 16.28 万元。目前，公司积极拥抱技术变革，软件业务方面，子公司鼎富科技运用 NLP(自然语言学习)技术推出了 AI 智能催收平台-“泰岳小催”，通过产品创新和迭代反馈不断布局 AI 前沿技术。随着新技术从投入期进入回报期，公司的软件业务有一定的利润提升空间。

● 投资建议

公司游戏出海业务增长稳健，软件业务不断聚焦更高的人效，同时在 AI 技术蓬勃发展的产业趋势下，公司也将持续受益。我们预测公司 23-25 年营业收入 55.9/65.3/75.5 亿元，23-25 年归母净利润 7.05/8.55/10.09 亿元，对应 P/E 为 28.89/23.82/20.18，首次覆盖给予“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	5,593	6,532	7,551
收入同比 (%)	11.4%	16.4%	16.8%	15.6%
归属母公司净利润	542	705	855	1,009
净利润同比 (%)	40.9%	30.0%	21.3%	18.1%
毛利率 (%)	60.4%	59.6%	60.4%	61.7%
ROE (%)	11.2%	12.7%	13.4%	13.6%
每股收益 (元)	0.28	0.36	0.44	0.51
P/E	15.65	28.89	23.82	20.18
P/B	1.76	3.67	3.18	2.75
EV/EBITDA	8.91	19.70	15.89	12.67

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 行业：数字经济推动行业发展，游戏行业迎来复苏.....	5
1.1 我国软件行业市场空间.....	5
1.2 手游行业市场空间.....	7
2 公司：计算机+游戏双核驱动.....	10
2.1 软件和信息技术服务业务.....	10
2.2 游戏业务：精品游戏持续布局，游戏储备不断丰富.....	14
2.3 2022 年及 2023Q1 财务回顾.....	16
3 产品：专注策略游戏品类，游戏流水持续增长.....	21
3.1 核心游戏流水及产品储备.....	21
3.2 策略性游戏可玩性高，用户粘性大.....	22
4 盈利预测.....	24
4.1 关键假设.....	24
4.2 相对估值.....	25
风险提示：.....	26
财务报表与盈利预测.....	27

图表目录

图表 1 2021 年各国数字经济规模（亿美元）	5
图表 2 我国数字经济规模（万亿元）	5
图表 3 我国软件业务收入规模（亿元）	6
图表 4 2022 年我国软件业务收入结构	6
图表 5 2022 年全球各地区游戏玩家结构	7
图表 6 2022 年各类型游戏收入结构	7
图表 7 2020-2025E 各类型游戏收入（亿美元）	7
图表 8 2021-2022 全球各国手游收入分布（亿美元）	8
图表 9 2022 海外手游按类别收入分布	8
图表 10 2022 海外手游按类别下载量分布	8
图表 11 2018-2022 年我国手游发行商在 Top100 占比	9
图表 12 公司产业布局	10
图表 13 公司“数字化新 IT”智能运营产品全景图	11
图表 14 信息安全业务全景图	11
图表 15 云服务能力树	12
图表 16 电网智能运维核心产品体系	12
图表 17 综合能源数字化解决方案	13
图表 18 泰岳小催平台架构	13
图表 19 2022 年中国手游在海外收入 TOP30	14
图表 20 《AGE OF ORIGINS》海外排名情况	15
图表 21 神州泰岳营业收入（百万元）	17
图表 22 神州泰岳毛利润（百万元）	17
图表 23 神州泰岳营业利润（百万元）	18
图表 24 神州泰岳归母净利润（百万元）	18
图表 25 神州泰岳毛利率及行业对比	19
图表 26 神州泰岳销售费用率及行业对比	19
图表 27 神州泰岳销管理用率及行业对比	20
图表 28 神州泰岳研发费用率及行业对比	20
图表 29 公司核心游戏流水情况（百万元）	21
图表 30 2022 年公司游戏运营数据	21
图表 31 公司游戏及版号情况	22
图表 32 《AGE OF ORIGINS》（旭日之城）游戏界面	23
图表 33 利润表摘要	24
图表 34 可比公司估值（截止至 2023 年 8 月 2 日）	25

1 行业：数字经济推动行业发展，游戏行业迎来复苏

1.1 我国软件行业市场空间

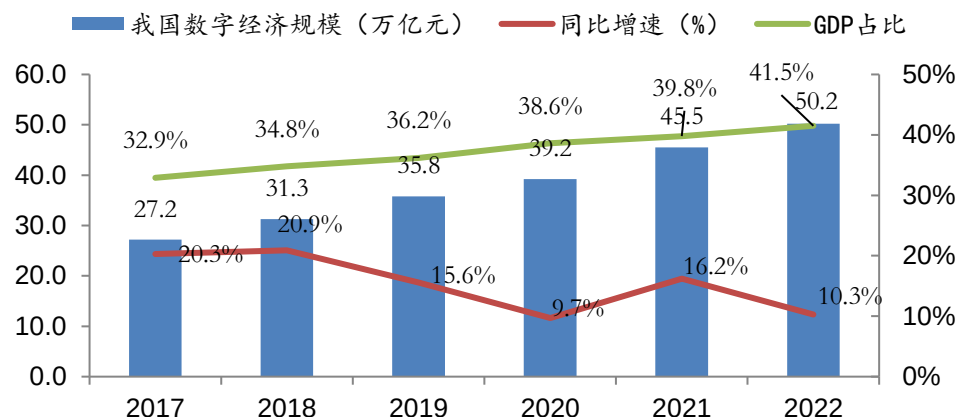
2016 年 G20 峰会后，数字经济首次成为关注重点，近年来数字经济转向云计算、人工智能、大数据等方向。2022 年，我国数字经济规模持续高速增长，位列全球第二，达到 50.2 万亿元，同比增长 10.3%，占我国 GDP 总量 41.5%。数字技术已经成为影响全球经济格局的变革性力量，推动数字企业更新产品，迭代技术周期，不断提供增长动能。

图表 1 2021 年各国数字经济规模（亿美元）



资料来源：中国信息通信研究院，华安证券研究所

图表 2 我国数字经济规模（万亿元）

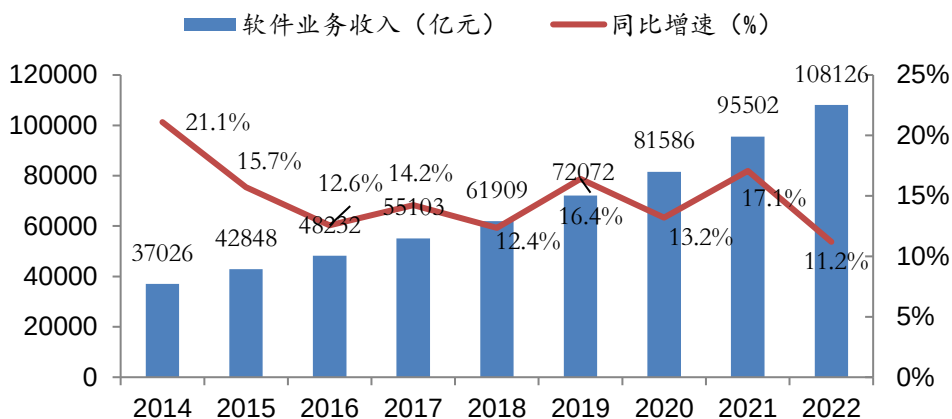


资料来源：中国信息通信研究院，华安证券研究所

软件行业作为数字经济发展基石，不断向数字化经济变革提供产品、技术、解决方案和服务。软件和信息技术服务是对信息进行一系列制作与处理

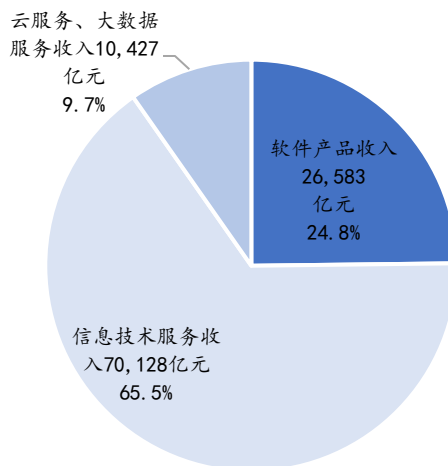
所提供的相应服务，过程包括：信息制作、信息传输、信息提供和信息接收。具体可赋能应用于 AI、物联网、云计算、大数据、5G 等场景。据工信部《2022 年软件和信息技术服务业统计公报》统计，我国 2022 年软件和信息技术服务业收入首次超 10 万亿元，约 108,126 亿元，同比增长 11.2%。行业收入细分可分为 3 部分：软件产品收入、信息技术服务收入和云服务、大数据服务。其中，软件产品约 26,583 亿元，同比增长 9.9%；信息技术服务收入 70,128 亿元，同比增长 11.7%；云服务、大数据服务收入 10,427 亿元，同比增长 8.7%。

图表 3 我国软件业务收入规模（亿元）



资料来源：工信部，华安证券研究所

图表 4 2022 年我国软件业务收入结构

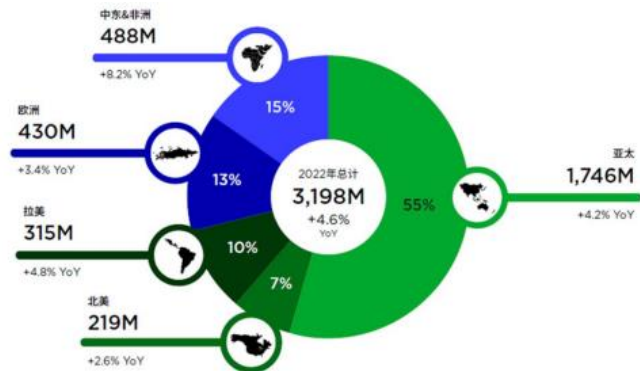


资料来源：工信部，华安证券研究所

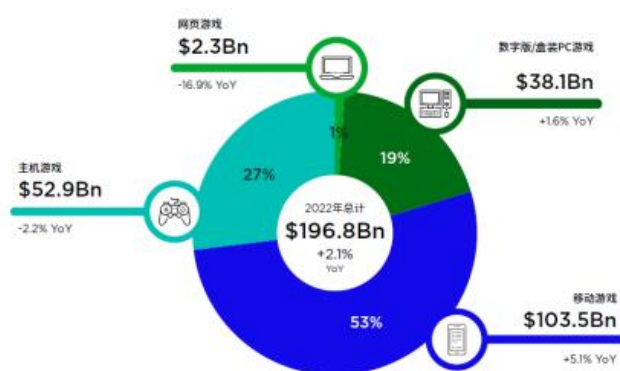
1.2 手游行业市场空间

据 NewZoo 统计，2022 年全球游戏玩家近 32 亿人（包括移动端、PC 端、主机以及网页），其中亚太地区玩家占比超 50%，约 17.5 亿人。收入方面，游戏可分为移动游戏、主机游戏、PC 游戏和网页游戏。2022 年全球游戏收入约为 1968 亿美元，其中移动游戏贡献主要收入，占比超 52%，市场规模约为 1035 亿美元。受益于手机的便携性和手游的短时性，未来移动游戏市场空间依旧有很大增长空隆，预计 2025 年市场规模可达 1211 亿美元。

图表 5 2022 年全球各地区游戏玩家结构



图表 6 2022 年各类型游戏收入结构



资料来源：Newzoo，华安证券研究所

资料来源：Newzoo，华安证券研究所

图表 7 2020-2025E 各类型游戏收入（亿美元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球游戏收入	1,778	1,928	1,968	2,041	2,133	2,257
yoy	22.0%	8.4%	2.1%	3.7%	4.5%	5.8%
移动游戏	862	994	1,035	1,066	1,122	1,211
yoy	31.3%	15.3%	4.1%	3.0%	5.2%	8.0%
收入占比	48.5%	51.6%	52.6%	52.2%	52.6%	53.7%
主机游戏	504	540	529	558	582	606
yoy	9.8%	7.1%	-2.0%	5.5%	4.3%	4.1%
收入占比	28.4%	28.0%	26.9%	27.3%	27.3%	26.8%
PC	378	365	381	395	409	420
yoy	22.5%	-3.4%	4.3%	3.8%	3.4%	2.8%
收入占比	21.3%	19.0%	19.4%	19.4%	19.2%	18.6%
网页游戏	33	29	23	21	20	19
yoy	-0.2%	-14.7%	-19.4%	-8.3%	-5.8%	-2.5%
收入占比	1.9%	1.5%	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%

资料来源：Newzoo，华安证券研究所

手机游戏一般分为 RPG、SLG、消除、模拟、博彩、射击、运动、派对、动作、桌面、益智、儿童、赛车和超休闲等类型。2022 年全球手游市场空间超 788 亿美元，同比下降 9%，其中策略类（SLG）占比超 20%，市场规模可达到 167 亿美元，同比下降 6%。全球手游收入整体下滑主要有 3 点原因：1）宏观方面，全球通胀导致物价上涨，用户在娱乐消费方面投入受到影响，付费意愿受到冲击。2）受限于游戏载体手机的渗透见顶。3）游戏创作周期较长，存在新老产品未能衔接导致用户流失。

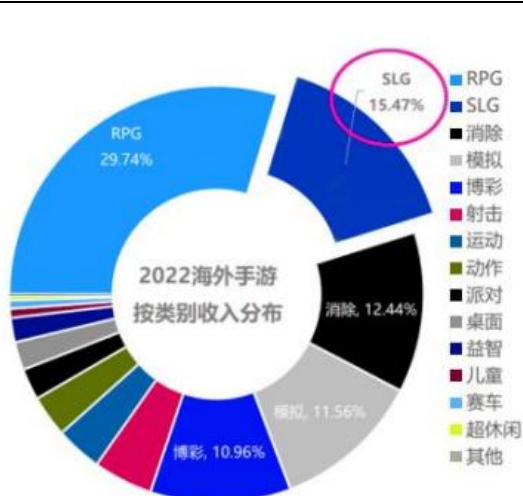
图 8 2021-2022 全球各国手游收入分布（亿美元）



资料来源：Sensor Tower，华安证券研究所

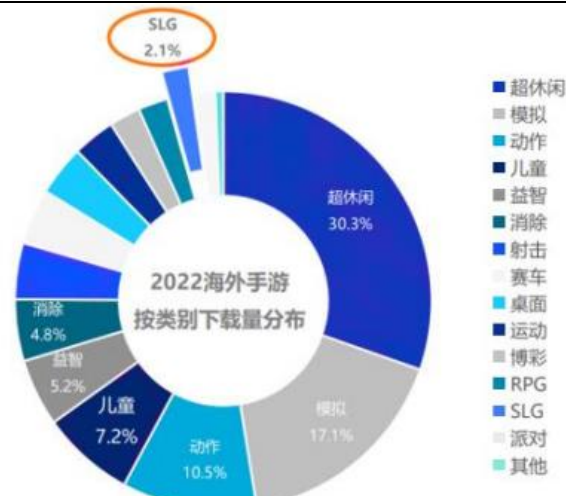
整体看策略类手游类型中依旧占据优势，手游市场整体具备发展动能，未来仍具备客观空间。从下载量方面看，2022 年策略类型手游海外下载量高达 12 亿次，下载量占比约为 2%，但拥有 15% 的收入贡献。玩家方面，策略类手游玩家增速较 21 年增长 7.93pp，增长势头强劲，玩家 ARPU 远超其他类别手游。

图 9 2022 海外手游按类别收入分布



资料来源：Meetgames，华安证券研究所

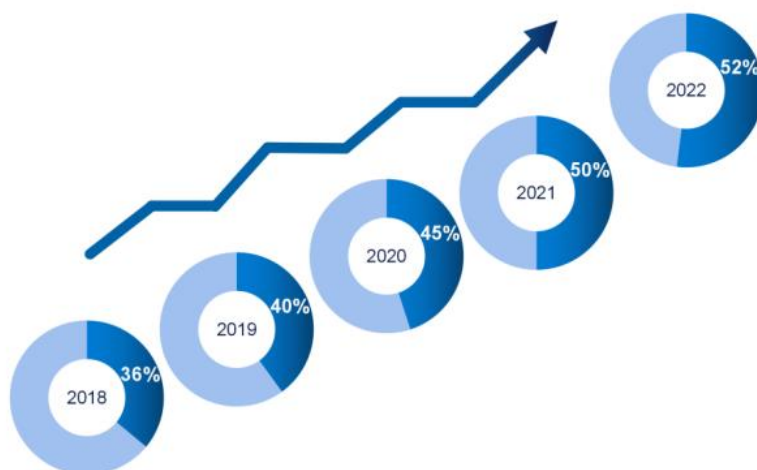
图 10 2022 海外手游按类别下载量分布



资料来源：Meetgames，华安证券研究所

国内方面，我国手游发展势能强劲，受益于智能手机的快速渗透、中国庞大的用户基础和中国的人才红利，国内多家手游发行商进入到全球 Top100 手游发行商行列。我国发行商在海外策略类手游赛道中的市场占有率不断提高，据统计市占率从 2018 年的 36% 提高到 2022 年的 52%。

图表 11 2018-2022 年我国手游发行商在 Top100 占比



资料来源：Data.ai、Meetgames，华安证券研究所

2 公司：计算机+游戏双核驱动

2.1 软件和信息技术服务业务

公司软件和信息技术服务板块为客户提供数字化产品解决方案，立志成为有持续创新能力的数字经济领军企业，推动多个领域，包括运营商、电网、能源、金融等的客户实现数字化转型。软件业务主要分为 5 部分：1) ICT 运营管理。2) 信息安全。3) 云业务。4) 人工智能。5) 物联网/创新业务。

图表 12 公司产业布局



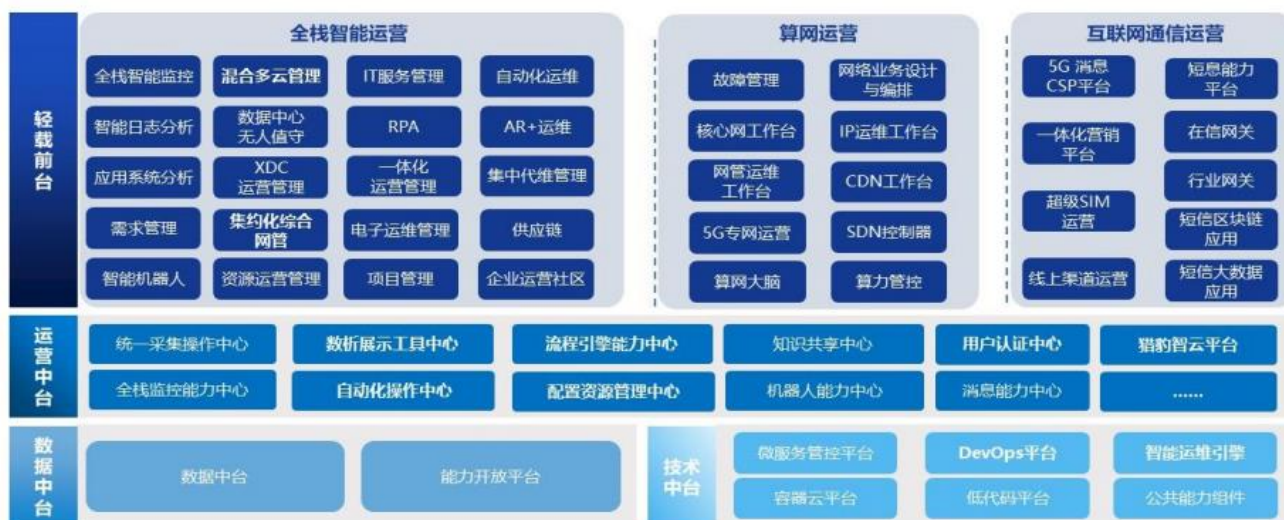
资料来源：公司年报，华安证券研究所

1. ICT 运营管理

ICT 业务是公司最早经营的项目之一，也是公司 20 余年持续关注运营的重要项目，目标是通过 IT 技术手段不断升级系统的稳定性、安全性，从而为目标企业降本增效，实现可持续性运营。

公司将传统 IT+CT 的 ICT 升级为通过云计算、AI、等新兴技术作为底层基础的中台和应用，从而赋能有数字化转型需求的大型企业的数字化新 IT 智能运营。公司拥有优质的大型长期合作伙伴，包括中国移动、联通、电信、中国银行、招商银行、国开行、工商银行、民生银行、中国证券登记结算、深圳证券交易所、国家电网、南方电网等。产品线分为三部分：全栈智能运营、算网运营和互联网通信运营。

图表 13 公司“数字化新 IT”智能运营产品全景图



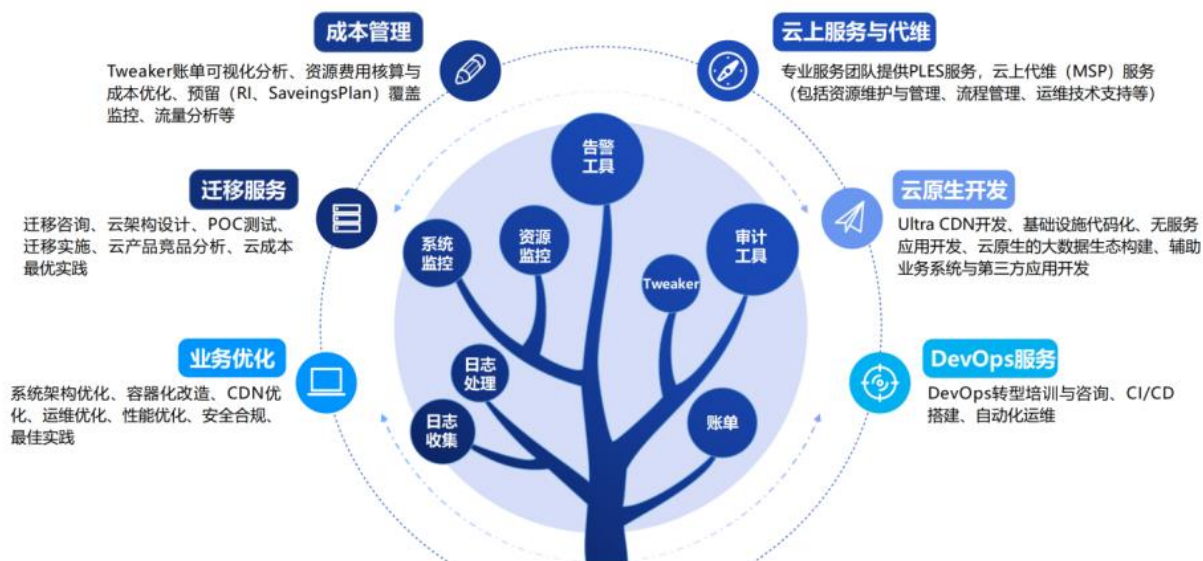
资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 14 信息安全业务全景图



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 15 云服务能力树



资料来源：公司年报，华安证券研究所

2. 物联网与通信

公司在物联网通信方向上完成三大解决档案，为工业互联网提供技术支持。公司全资子公司泰岳天成自主研发多项电网系统自主可控设备，推出“综合能源数字化解决方案”，推动电力系统数字化转型。其产品实现软硬件结合，软件广泛应用于电网平台，硬件推出多种站控设备与感知设备。

图表 16 电网智能运维核心产品体系



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 17 综合能源数字化解决方案



资料来源：公司年报，华安证券研究所

3. 人工智能与大数据

公司在人工智能领域主要通过 NLP 自然语言处理核心技术来进行“认知+”产业生态构建。公司在 2022 年推出人工智能催收解决方案“泰岳小催”平台，该平台的搭建以 Transformer 结构作为基础，结合自身 NLP 技术，最终实现“传统+AI”的融合，提高行业作业效率与准确度。截止至 2022 年末，公司已申请专利 325 件，发明专利 313 件；已获得授权的专利 136 件，发明专利 126 件。

图表 18 泰岳小催平台架构



资料来源：公司年报，华安证券研究所

2.2 游戏业务：精品游戏持续布局，游戏储备不断丰富

壳木游戏（camel game）是神州泰岳全资子公司，专注于手游业务，负责游戏的前期研发，后续发行和长期运营服务。公司游戏主要类型为策略类手游（SLG），目前公司在 App store、Google Play、Amazon Store 等全球化平台上深入布局，覆盖约 150 个国家地区，其中包括中国大陆、美国、日本、韩国、欧洲和中东等。

壳木游戏是我国手游出海先驱者，是国内第一家获得 Google 官方发布的 TopDeveloper 认证的开发商，很早便在海外市场获得名气。在 App Store 和 Google 首页游戏推荐上，壳木游戏公司研发运营的《Age of Origins》（《旭日之城》）和《War and Order》（《战火与秩序》）多次上榜。据 Sensor Tower 统计，这两款热门游戏也是分别位列 2022 年我国手游海外收入第 9 名和第 27 名。

图表 19 2022 年中国手游在海外收入 TOP30



资料来源：Sensor Tower，华安证券研究所

公司在海内外正在运营的主要游戏包括《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》）和《Titan Throne》（《泰坦王座》）等。其中《Age of Origins》（《旭日之城》）是公司知名的旗舰游戏。

图表 20 《Age of Origins》海外排名情况



资料来源：Sensor Tower，华安证券研究所

壳木游戏通过多年的海外布局，积累了深厚的运营经验。最具代表性的便是自研自发的研运一体的经营模式。在这种模式下，公司在研发时可充分借鉴已上线产品的历史经验，在激烈的竞争条件下，在开发端直击玩家需求。在运营时，公司可以把握市场动态，玩家反馈从而更新迭代游戏版本，积累数据经验，实现长线可持续健康运营。

技术上，壳木游戏利用自有数据分析平台对每位玩家游戏行为进行统计分析，从而建立多维数据模型，优化产品结构，具体可由深度神经网络训练、自主学习等方式进行实现。

游戏储备方面，战斗卡牌游戏（代号 EL）和模拟经营类 SLG 游戏（代号 DL）已经进入制作后期，有望在 24 年给公司带来收入增量。公司游戏《War of Destiny》（《硝烟启示录》）已在海外上线，并在 2022 年末获得国内版号，预计后续上线国服。目前公司研发游戏的类型从策略类（SLG）不断拓展，融合了更多其他玩法，包括卡牌、模拟经营和放置。

2.3 2022 年及 2023Q1 财务回顾

2023Q1 回顾

2023Q1 公司实现营业收入 12.12 亿元人民币, 同比增长 22.36%, 环比降低 22.85%; 归母净利润 1.78 亿元人民币, 同比增长 182.44%, 环比增长 12.33%。公司在 23 年第一季度取得亮眼表现, 原因是公司主要的游戏产品《Age of Origins》(《旭日之城》) 运营了 4 年, 月流水突破 3000 万美元/月后依旧保持稳定增长态势, 同时《War and Order》(《战火与秩序》) 运营了 7 年, 现金收入表现良好。公司旗下运营商“壳木游戏”也进入到 Sensor Tower 发布的“中国手游发行商全球收入排行榜”前 10 名。

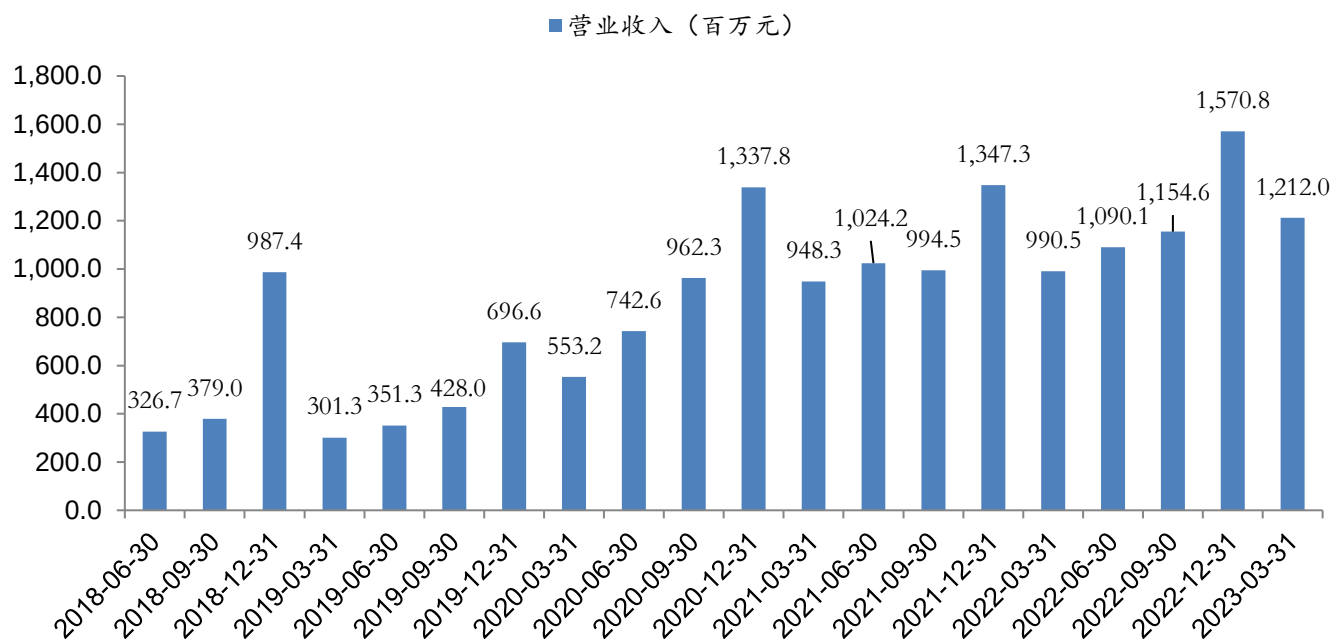
2022H2 回顾

2022H2 公司实现营业收入 27.25 亿元人民币, 同比增长 16.63%, 环比增长 31.00%; 归母净利润 3.20 亿元人民币, 同比增长 38.60%, 环比增长 43.95%。公司下半年营收大幅增长是因为第三四季度除游戏板块其他业务集中验收交付, 因此增幅较大。公司归母净利润增长原因可分为 3 点: 1) 游戏板块收入亮眼。2) 公司数字化业务运营表现良好。3) 公司很多业务收入来自国外, 因此美元的升值为公司带来额外的汇兑收入。

2022H1 回顾

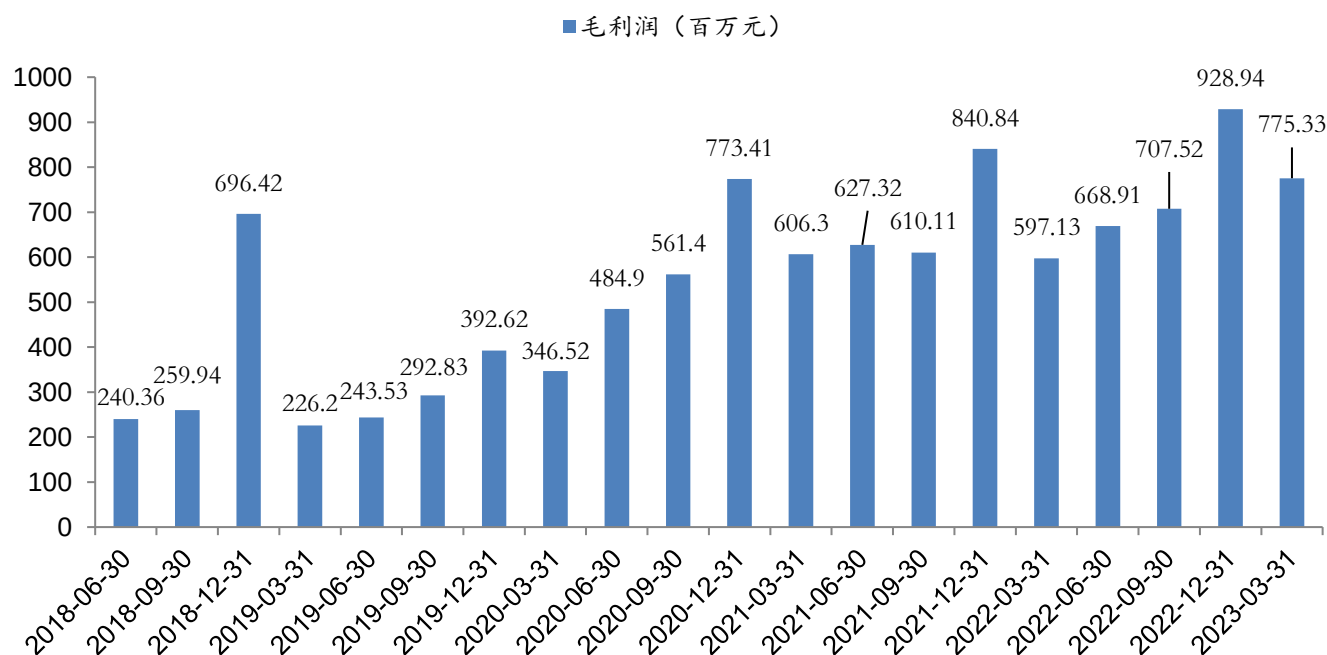
2022H1 公司实现营业收入 20.81 亿元人民币, 同比增长 5.48%, 环比减少 11.15%; 归母净利润 2.22 亿元人民币, 同比增长 44.41%, 环比降低 3.72%。上半年手游业务稳定发力, 受到海内外玩家一致好评, 收入规模持续增长。软件部分公司 ICT 业务在一定程度上受到疫情影响, 影响实施与交付, 但在订单量方面, AWS 云等业务订单规模不减反增, 从而使 ICT 业务模块业务收入维持稳定。

图表 21 神州泰岳营业收入 (百万元)



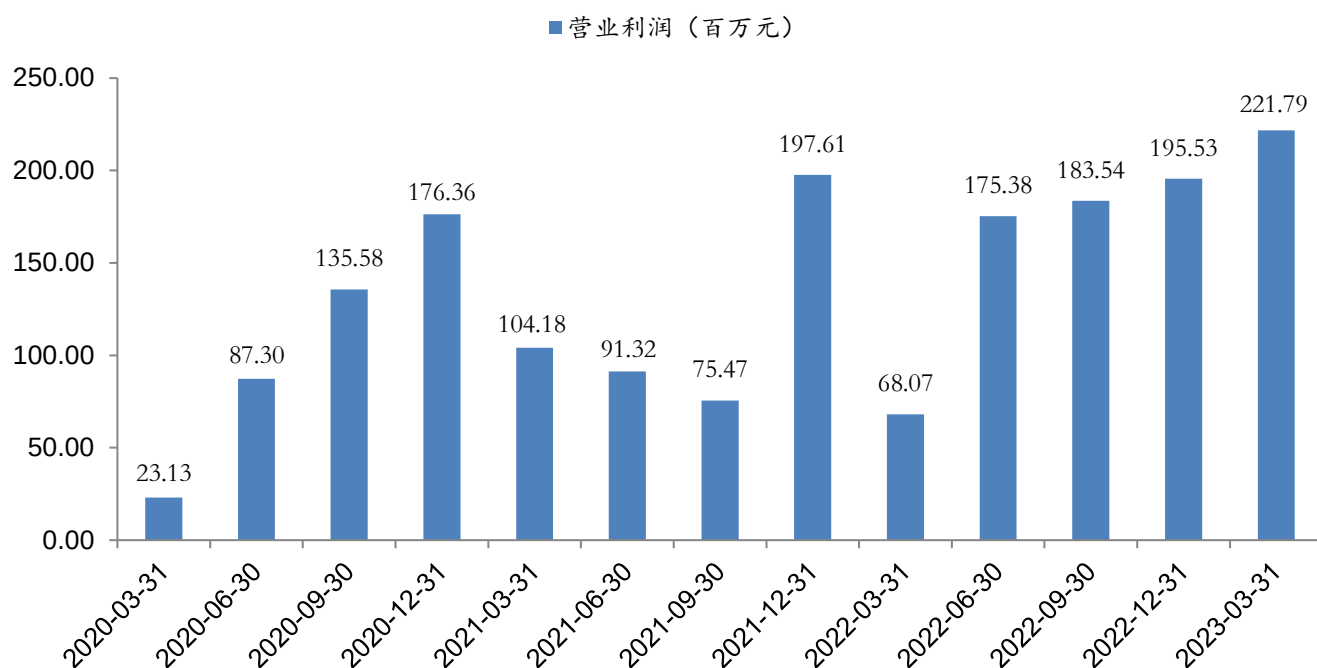
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 22 神州泰岳毛利润 (百万元)



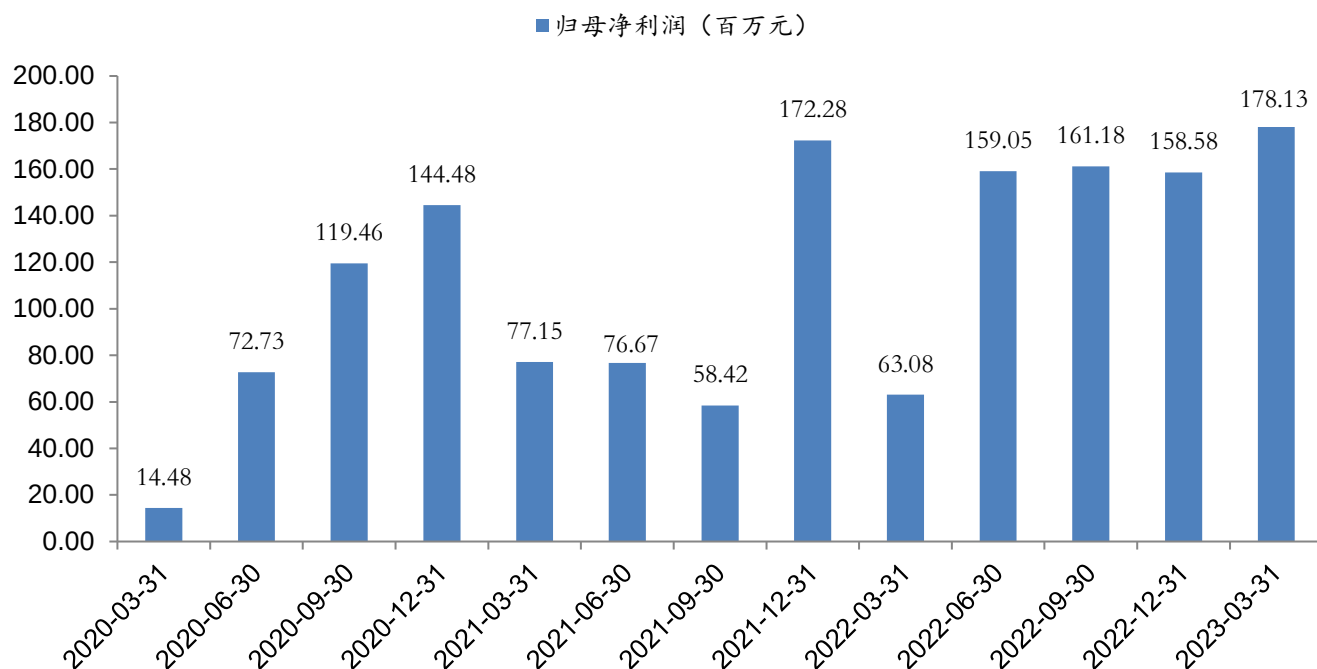
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 23 神州泰岳营业利润 (百万元)



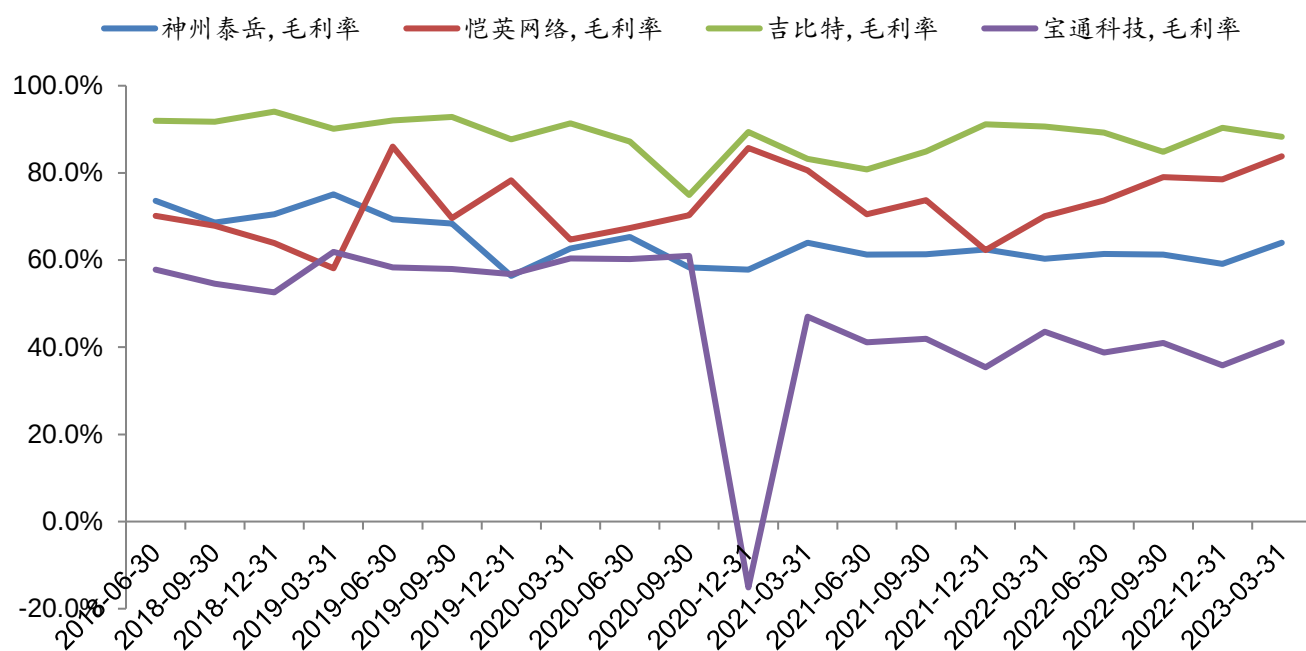
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 24 神州泰岳归母净利润 (百万元)



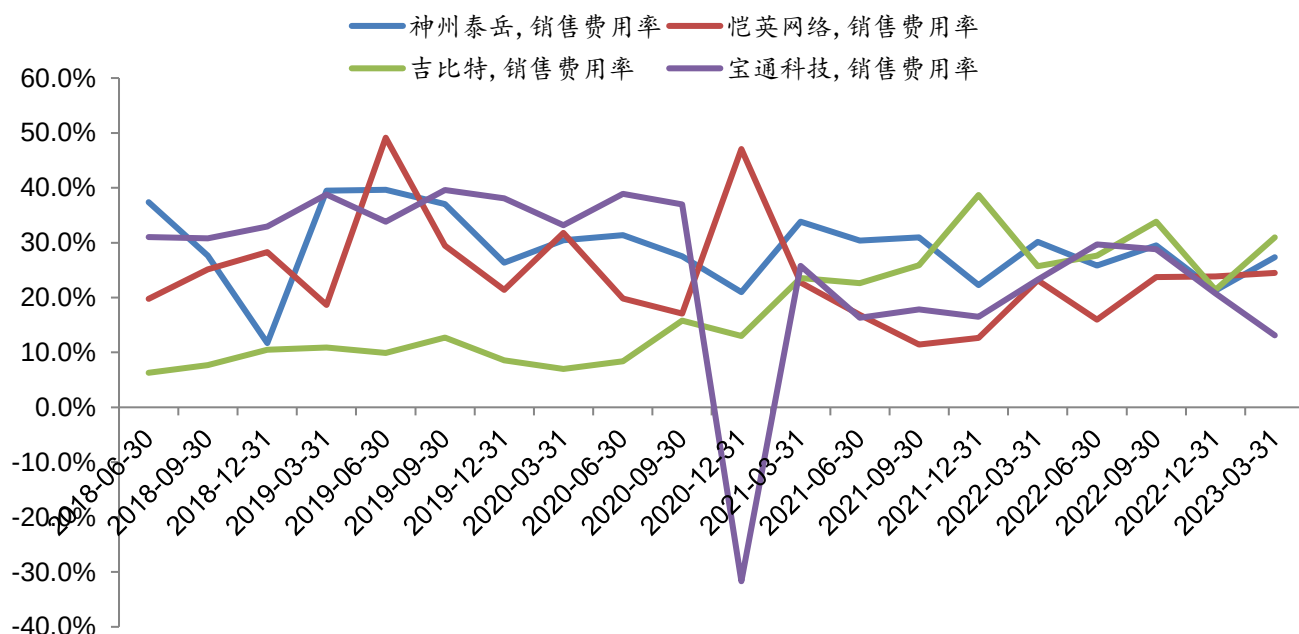
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 25 神州泰岳毛利率及行业对比



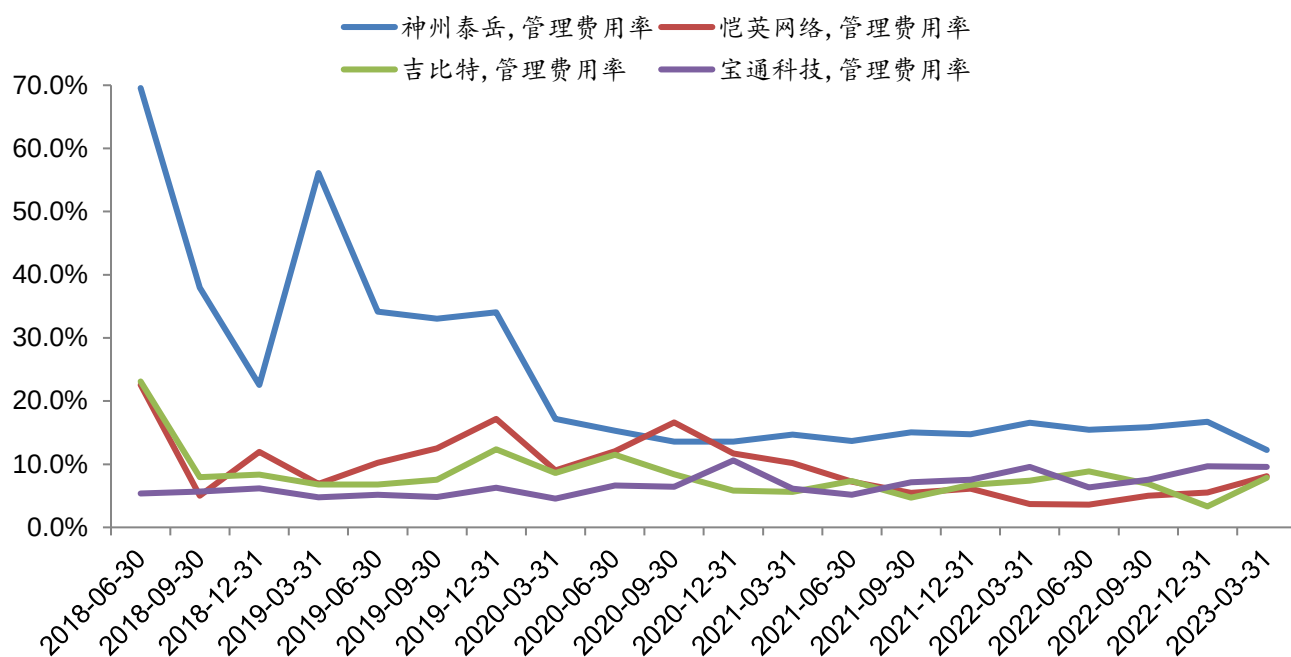
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 26 神州泰岳销售费用率及行业对比



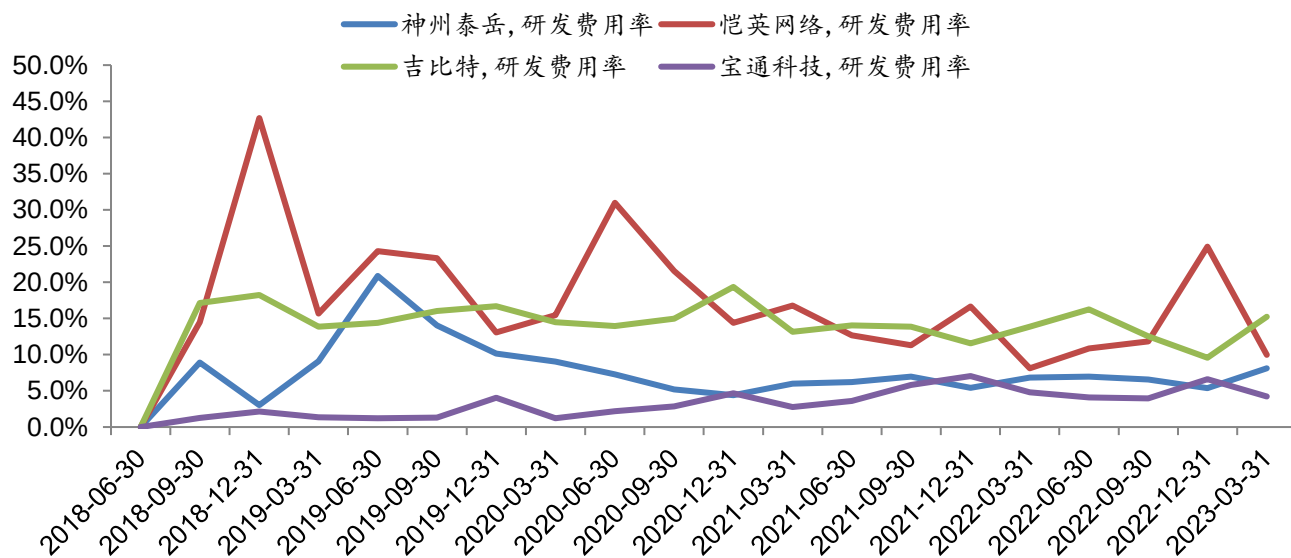
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 27 神州泰岳销管理用率及行业对比



资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 28 神州泰岳研发费用率及行业对比



资料来源：公司季报，华安证券研究所

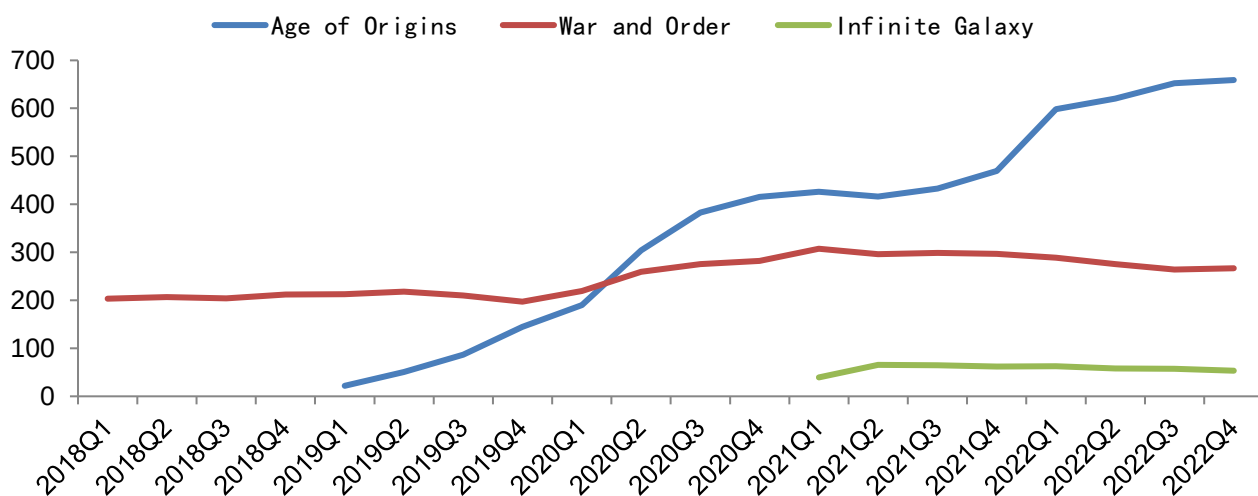
3 产品：专注策略游戏品类，游戏流水持续增长

3.1 核心游戏流水及产品储备

公司游戏类型多为策略类型，主要游戏包括 Age of Origins、War and Order、Infinite Galaxy、Titan Throne 和 War of Destiny。公司 2022 年游戏产品收入约 35.5 亿元，约占公司总收入 74%。

公司游戏储备丰富，《无尽苍穹》已经于 23 年 Q1 在国内地区上线，《硝烟启示录》于 2022 年末获得游戏版号。同时，公司不断尝试其他游戏种类，具有代表性的便是正在研发的战斗卡牌游戏（代号 EL）和模拟经营类 SLG 游戏（代号 DL），有希望在不久的将来在海外发行。

图表 29 公司核心游戏流水情况（百万元）



资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 30 2022 年公司游戏运营数据

	游戏名称	用户数量	活跃用户数	付费用户数量	ARPU 值（元）	充值流水（百万元）
2022Q1	Age of Origins	6,249,369	3,244,470	309,479	61.49	598.5
	War and Order	2,566,388	1,752,477	162,896	54.99	289.1
	Infinite Galaxy	908,679	446,719	37,680	46.55	62.4
	Titan Throne	6,554	11,017	2,203	39.98	1.3
	War of Destiny	26,223	44,211	6,188	87.07	11.5
2022Q2	Age of Origins	6,371,580	3,379,110	301,231	61.2	620.4
	War and Order	3,123,452	1,918,248	154,338	47.88	275.5
	Infinite Galaxy	872,744	435,286	28,526	44.55	58.2
	Titan Throne	5,377	9,806	1,971	42.94	1.3
	War of Destiny	13,064	34,851	4,796	108.15	11.3
2022Q3	Age of Origins	7,142,285	3,599,863	304,741	60.39	652.2
	War and Order	2,824,242	1,787,689	146,453	49.22	264.0
	Infinite Galaxy	308,415	218,315	23,467	87.84	57.5

	Titan Throne	6,722	9,738	1,875	35.13	1.0
	War of Destiny	12,787	31,098	4,130	98.32	9.2
2022Q4	Age of Origins	6,555,556	3,447,379	298,095	63.72	659.0
	War and Order	2,904,049	1,798,547	142,713	49.49	267.0
	Infinite Galaxy	123,524	131,952	17,849	135.49	53.6
	Titan Throne	8,687	9,774	1,591	28.58	0.8
	War of Destiny	11,900	28,046	3,776	88.3	7.4

资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 31 公司游戏及版号情况

游戏名称	游戏类型	版号获得日期
《Age of Origins》（《旭日之城》）	SLG	2021/3/19
《War and Order》（《战火与秩序》）	SLG	2016/10/9
《Infinite Galaxy》（《无尽苍穹》）	SLG	2022/11/16
《War of Destiny》（《硝烟启示录》）	SLG	2022/12/24
《Titan Throne》（《泰坦王座》）	SLG	2019/12/20
《Little Empire》（《小小帝国》）	SLG	2016/10/9
《代号 EL》	SLG+战斗卡牌	海内外未发行
《代号 DL》	SLG+模拟经营	海内外未发行

资料来源：公司公告，国家新闻出版署，华安证券研究所

3.2 策略性游戏可玩性高，用户粘性大

（一）、什么是策略类游戏（SLG）？SLG 现指融合了 RTS 和回合制玩法的策略游戏，相较于其他类型游戏，SLG 需要玩家从大局出发，纵观全场，通过战略思考做出最有利于当前条件的决定。SLG 类游戏自身的属性使得玩家需要花费一定的时间进行策略的思考钻研，相应的该类游戏的“核心玩家”拥有更高的素质和付费能力。

以壳木游戏（camel game）的《Age of Origins》（旭日之城）为例，该游戏于 2018 年 11 月上线，是依照现代文明进程为背景创作的丧尸题材手游，是目前公司流水最高的游戏之一，并且 23 年上半年流水依然保持增长。

图表 32 《Age of Origins》（旭日之城）游戏界面



资料来源：TapTap，华安证券研究所

《Age of Origins》游戏背景是一个充满辐射的世界，与其他生存类策略游戏一样，玩家首要目的是生存，之后进行重建城市，生产资源，升级建筑，加固城墙，升级兵种等操作。玩家需要通过自身资源的积累建造车厂、后勤中心和仓库。车厂可以让玩家解锁更多车队，并且可以通过升级科技来为车厂获得 BUFF，提升战斗能力；后勤中心可以减少攻打的损失；仓库可以保护玩家资源。除了建筑之外，合理的阵容安排兵种安排是获胜的关键，不同的兵种拥有特定的技能，可以根据阵型形成策略。

《Age of Origins》运营四年用户粘性主要来源于 2 点：1) 游戏本身拥有极强的创造性，玩家可以通过花时间探索来尝试不同玩法，拉长了游戏寿命。2) 游戏社区不断更新内容丰富，双端每日素材都超过 50 条，在假期期间双端每日素材可超 300 条。

（二）、商业化：

《Age of Origins》商业化途径包括：资源购买与游戏角色皮肤付费。玩家可以通过充值进行游戏内资源的购买。充足的游戏内资源可以保证玩家游玩时受到更少的阻力，极大提高玩家游玩体验。玩家可以通过购买角色时装（上衣、外套、裤子、发型、头饰等）使自身与众不同，满足玩家对自身美观度的需求。

4 盈利预测

4.1 关键假设

图表 33 利润表摘要

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,806	5,593	6,532	7,551
yoy,%	11.4%	16.4%	16.8%	15.6%
互联网游戏业	3,555	4,214.6	5,061.9	6,030.9
yoy,%	8.9%	18.6%	20.1%	19.1%
营收占比,%	74.0%	75.4%	77.5%	79.9%
软件与信息技术服务业	1,251	1,378.1	1,469.7	1,520.1
yoy,%	19.2%	10.1%	6.6%	3.4%
营收占比,%	26.0%	24.6%	22.5%	20.1%
营业成本	1,904	2,258	2,587	2,890
营收占比,%	39.6%	40.4%	39.6%	38.3%
互联网游戏业	1,154	1,366	1,696	1,810
软件与信息技术服务业	503	892	891	1,080
毛利率	60.4%	59.6%	60.4%	61.7%
互联网游戏业	67.5%	67.6%	66.5%	70.0%
软件与信息技术服务业	59.8%	35.3%	39.4%	29.0%

资料来源：公司年报，华安证券研究所预测

营业收入：游戏业务和软件业务持续驱动公司的业务增长，23E/24E/25E，营业收入预计 55.9/65.3/75.5 亿元。

1) 游戏业务：公司手机游戏部分主要是多个自研策略类游戏在海外盈利，由于游戏品类在海外热度高，游戏产品制作精良，同时游戏储备方面充足，因此在未来 1-3 年业绩有望进一步增长。从产品角度来看，公司《War and Order》（《战火与秩序》）自上线以来游戏流水始终保持稳定，寿命远超其他手游寿命，2022 年，该游戏全年流水近 11 亿。公司另一款《Age of Origins》（《旭日之城》）流水表现亮眼，运营四年流水始终保持正增长。近年，公司也在不断尝试扩充产品品类，在原有的策略类游戏模式上融入卡牌属性和模

拟经营属性，具体包括《代号 EL》和《代号 DL》两款游戏。老游戏流水保持较强增长动能叠加新游未来 2 年上线，我们预计游戏业务，23E/24E/25E，收入 42.1/50.6/60.3 亿元。

2) 软件业务：公司在 ICT 业务方面稳定投入，客户覆盖通信和金融领域的央国企，随着企业数字化转型、信息安全需求攀升和国家 5G 的发展战略落地，我们预计该业务板块有一定程度的稳定增长，23E/24E/25E，收入 13.8/14.7/15.2 亿元。

4.2 相对估值

游戏行业 23 年预测 P/E 中位数 22.4 X。游戏板块中权重公司，三七互娱，世纪华通，完美世界，吉比特，和巨人网络 23 年预测 P/E 范围在 17.8 至 23.2X 之间。考虑到国内游戏行业受益于：1) AI 技术进步驱动科技创新周期上行；2) 消费复苏，用户付费意愿有改善空间；3) 游戏出海的大背景之下，国产厂商在全球市占率仍有提升空间。所以，我们判断在 AI 技术产业趋势下和游戏行业出海创收的历史背景下，游戏行业具有较强成长性，同时游戏公司的现金流强劲，收现状况好，我们判断游戏行业现阶段估值有望回到历史较高水平区间。

我们预计公司 23/24/25 年，归属母公司净利润 7.05 亿元/8.55 亿元/10.09 亿元，对应 P/E 为 28.89 X/23.82 X/20.18 X。神州泰岳作为国内第一批出海的资深厂商，不断深入布局海外游戏市场，用户付费习惯良好，忠诚度高，自研自发力强劲；由于国内游戏厂商仍处于出海创收的大背景下，同时游戏作为计算机技术最成熟的应用形式，游戏产品受益于人工智能的产业趋势未发生变化，游戏行业仍然有希望回到历史估值高位区间，现阶段神州泰岳估值水平仍低于游戏行业历史高值区间 30X - 35X，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 34 可比公司估值（截止至 2023 年 8 月 2 日）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	总收入 (亿元)				总收入同比 (%)			归母净利润 (亿元)				归母净利润同比 (%)			市盈率PE		
			21A	22A	23E	24E	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E
300002.SZ	神州泰岳	206.1	43.1	48.1	55.2	65.3	11.4%	14.9%	18.2%	3.8	5.4	7.0	8.5	40.9%	30.0%	21.3%	15.7	29.2	24.1
	中位数	285.7	30.6	39.1	49.1	57.2	2.8%	23.8%	16.4%	5.7	4.9	12.4	15.0	-5.2%	35.0%	20.8%	16.4	22.4	16.4
002555.SZ	三七互娱	598.6	162.2	164.1	191.7	218.0	1.2%	16.9%	13.7%	28.8	29.5	33.7	38.6	2.7%	14.0%	14.8%	13.6	17.8	15.5
002602.SZ	世纪华通	399.5	139.3	114.8	150.2	169.2	-17.6%	30.9%	12.7%	23.3	-70.9	17.2	24.3	-404.8%	-124.3%	41.5%	-4.0	23.2	16.4
002517.SZ	恺英网络	321.2	23.8	37.3	48.9	59.6	56.8%	31.2%	21.9%	5.8	10.3	14.3	17.9	77.8%	39.8%	25.0%	13.8	22.4	17.9
603444.SH	吉比特	313.9	46.2	51.7	58.5	67.2	11.9%	13.3%	14.9%	14.7	14.6	16.4	19.2	-0.5%	12.4%	16.8%	15.4	19.1	16.4
002624.SZ	完美世界	292.7	85.2	76.7	89.2	101.7	-10.0%	16.3%	14.0%	3.7	13.8	15.5	18.8	273.1%	12.8%	20.8%	17.9	18.8	15.6
002558.SZ	巨人网络	285.7	21.2	20.4	30.9	36.4	-4.1%	51.8%	17.8%	9.9	8.5	12.4	15.0	-14.4%	46.2%	20.6%	18.8	23.0	19.0
600633.SH	浙数文化	182.4	30.6	51.9	49.7	55.6	69.3%	-4.1%	11.9%	5.2	4.9	7.5	8.2	-5.2%	54.1%	8.7%	21.2	24.2	22.2
002605.SZ	姚记科技	138.1	38.1	39.1	49.1	57.2	2.8%	25.5%	16.4%	5.7	3.5	7.3	8.8	-39.2%	108.0%	21.1%	16.4	19.0	15.7
300031.SZ	宝通科技	84.9	27.6	32.6	40.3	48.5	18.1%	23.7%	20.2%	4.0	-4.0	4.2	5.7	-198.3%	-206.4%	35.0%	-14.4	20.2	14.9
603258.SH	电魂网络	84.2	10.0	7.9	9.8	11.6	-20.6%	24.4%	17.7%	3.4	2.0	3.6	4.2	-40.7%	79.2%	17.9%	26.7	23.4	19.8
300494.SZ	盛天网络	80.7	12.2	16.6	20.5	24.8	35.8%	23.8%	20.9%	1.3	2.2	3.0	3.7	77.7%	35.0%	24.8%	18.3	26.9	21.5

资料来源：Wind 一致预期，公司年报，华安证券研究所

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

财务报表与盈利预测

资产负债表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,751	3,665	4,788	6,104
现金	1,806	2,708	3,820	5,126
应收账款	657	665	672	678
其他应收款	7	9	10	12
预付账款	12	14	16	19
存货	163	163	163	163
其他流动资产	105	106	107	107
非流动资产	3,067	2,984	2,865	2,719
长期投资	12	-59	-161	-291
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	6,649	7,654	8,823
流动负债	934	1,068	1,224	1,392
短期借款	50	84	120	158
应付账款	397	462	540	624
其他流动负债	487	522	564	610
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	1,102	1,258	1,426
少数股东权益	15	7	1	-5
股本	1,961	1,961	1,961	1,961
资本公积	584	584	584	584
留存收益	2,137	2,842	3,696	4,705
归属母公司股东权益	4,835	5,540	6,394	7,403
负债和股东权益	5,818	6,649	7,654	8,823

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	952	1,145	1,326
净利润	532	697	848	1,002
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	91	108	119
其他经营现金流	185	71	97	116
投资活动现金流	78	-82	-69	-58
资本支出	102	85	72	61
长期投资	-	-	-	-
其他投资现金流	-24	-167	-141	-118
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	903	1,112	1,306

利润表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,806	5,593	6,532	7,551
营业成本	1,904	2,258	2,587	2,890
营业税金及附加	15	18	21	24
销售费用	1,256	1,369	1,611	1,939
管理费用	778	802	953	1,105
财务费用	-87	-50	-71	-83
资产减值损失	-81	-72	-96	-114
公允价值变动收益	-8	0	-	-
投资净收益	18	59	67	77
营业利润	623	861	1,031	1,212
营业外收入	10	7	10	11
营业外支出	3	3	4	5
利润总额	629	865	1,036	1,218
所得税	97	167	188	216
净利润	532	697	848	1,002
少数股东损益	-10	-7	-6	-7
归属母公司净利润	542	705	855	1,009
EBITDA	695	903	1,051	1,218
EPS (元)	0.28	0.36	0.44	0.51

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%	16.4%	16.8%	15.6%
营业利润	32.9%	38.3%	19.7%	17.6%
归属母公司净利润	40.9%	30.0%	21.3%	18.1%
获利能力				
毛利率(%)	60.4%	59.6%	60.4%	61.7%
净利率(%)	11.1%	12.5%	13.0%	13.3%
ROE(%)	11.2%	12.7%	13.4%	13.6%
ROIC(%)	12.0%	12.9%	13.2%	13.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	16.6%	16.6%	16.4%	16.2%
净负债比率(%)	20.0%	19.9%	19.7%	19.3%
流动比率	2.94	3.43	3.91	4.39
速动比率	2.71	3.22	3.73	4.22
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.84	0.85	0.86
应收账款周转率	7.31	8.42	9.72	11.14
应付账款周转率	4.79	4.88	4.79	4.63
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.36	0.44	0.51
每股经营现金流	0.53	0.49	0.58	0.68
每股净资产	2.47	2.82	3.26	3.78
估值比率				
P/E	15.65	28.89	23.82	20.18
P/B	1.76	3.67	3.18	2.75
EV/EBITDA	8.91	19.70	15.89	12.67

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。