

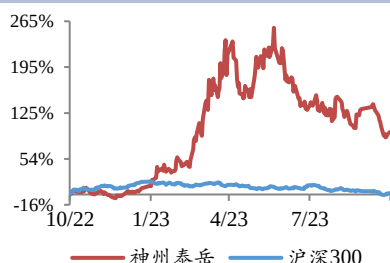
核心游戏稳中有升，计算机业务持续减亏

投资评级：增持（维持）

报告日期：2023-10-30

收盘价（元）	8.52
近 12 个月最高/最低（元）	15.48/4.11
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）	167
流通市值（亿元）	155

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

- 1.23Q2 神州泰岳点评：核心游戏流水新高，AI 赋能全线业务 2023-08-29
- 2.AI 拓宽业务边界，游戏出海攀新高 2023-08-03

主要观点：

● 23Q3 业绩：

23Q3 收入 13.98 亿元(yoy 21.04%, qoq -3.05%)，归母净利润 1.59 亿元(yoy -1.57%, qoq -29.71%)。公司收入环比下滑主要系计算机收入确认有一定程度递延导致，旗下壳木游戏收入稳定增长。

● 23Q3 业绩解读：

23Q3 销售费用达到 4.11 亿元(yoy 20.70%,qoq 10.89%,销售费用率 29.41%)，主要系海外游戏《旭日之城(Age of Origins)》与《战火与秩序(War and Order)》投放开支；23Q3 研发费用达到 0.82 亿元(yoy 8.87%,qoq 25.09%,研发费用率 5.91%)，主要系游戏研发聚焦于创新品类游戏，为确保项目开发进度与内容质量，有一定程度美术外包开销。

● 游戏产品：2 款核心游戏 Q3 维持增长，新品类布局 SLG+模拟经营

公司主要的两款游戏产品稳中有升，今年前 3 季度均呈现上升趋势；今年上半年《旭日之城》月均流水达到 3500 万美元，《战火与秩序》月均流水达到 1300 万美元，两款游戏分别上线 5 年和 8 年。根据 Data.ai 发布的“2023 年 9 月中国游戏厂商应用出海收入排行榜”，《旭日之城》与《战火与秩序》分别位列第 7 名与第 22 名。公司产品储备包括 2 款游戏，科幻题材的《代号 DL(Dream Land)》和文明题材的《代号 LOA》，都采取了 SLG+模拟经营玩法。

● 计算机业务：泰岳小催融合 NLP 算法，收入增长加速驱动业务减亏

公司运用自有的 NLP 系列技术，推出人工智能催收解决方案“泰岳小催”，有助于银行等金融机构客户的不良资产回收效率提升。该部分业务目前收入不断增长，费用率稳定，是今年计算机业务大幅减亏的重要驱动因素。

● 投资建议

预计 23/24/25 年，归母净利润 7.66/8.91/10.43 亿元，yoy 41.4%/16.3%/17.1%，前值：7.70/8.72/10.18 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示

游戏市场竞争加剧；游戏上线延期；宏观经济环境波动

● 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	5,904	6,813	7,675
收入同比（%）	11.4%	22.8%	15.4%	12.7%
归属母公司净利润	542	766	891	1,043
净利润同比（%）	40.9%	41.4%	16.3%	17.1%
毛利率（%）	60.4%	61.5%	59.8%	60.3%
ROE（%）	11.2%	13.7%	13.7%	13.8%
每股收益（元）	0.28	0.39	0.45	0.53
P/E	15.65	21.81	18.76	16.02
P/B	1.76	2.98	2.57	2.22
EV/EBITDA	8.91	15.33	12.60	9.90

资料来源：公司公告，华安证券研究所

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	3,761	4,900	6,205
现金	1,806	2,795	3,912	5,196
应收账款	657	673	690	707
其他应收款	7	9	11	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	2,984	2,876	2,747
长期投资	12	-58	-150	-262
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	6,745	7,776	8,952
流动负债	934	1,108	1,260	1,407
短期借款	50	84	120	158
应付账款	397	488	563	635
其他流动负债	487	536	577	615
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	1,142	1,294	1,441
少数股东权益	15	3	-10	-24
股本	1,961	1,961	1,961	1,961
资本公积	584	584	584	584
留存收益	2,137	2,903	3,794	4,836
归属母公司股东权益	4,835	5,601	6,492	7,535
负债和股东权益	5,818	6,745	7,776	8,952

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	1,038	1,150	1,306
净利润	532	754	878	1,029
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	129	104	99
其他经营现金流	185	63	77	88
投资活动现金流	78	-82	-69	-59
资本支出	102	85	72	62
长期投资	-	-	-	-
其他投资现金流	-24	-167	-141	-120
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	989	1,118	1,284

利润表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,806	5,904	6,813	7,675
营业成本	1,904	2,270	2,737	3,045
营业税金及附加	15	17	19	22
销售费用	1,256	1,563	1,687	1,896
管理费用	778	862	1,021	1,155
财务费用	-87	-86	-106	-120
资产减值损失	-81	-72	-86	-97
公允价值变动收益	-8	-17	-	-
投资净收益	18	27	25	27
营业利润	623	907	1,040	1,210
营业外收入	10	2	3	4
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	629	907	1,042	1,211
所得税	97	153	164	182
净利润	532	754	878	1,029
少数股东损益	-10	-12	-13	-14
归属母公司净利润	542	766	891	1,043
EBITDA	695	914	1,025	1,180
EPS (元)	0.28	0.39	0.45	0.53

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%	22.8%	15.4%	12.7%
营业利润	32.9%	45.6%	14.7%	16.3%
归属母公司净利润	40.9%	41.4%	16.3%	17.1%
获利能力				
毛利率(%)	60.4%	61.5%	59.8%	60.3%
净利率(%)	11.1%	12.8%	12.9%	13.4%
ROE(%)	11.2%	13.7%	13.7%	13.8%
ROIC(%)	12.0%	13.3%	13.1%	13.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	16.6%	16.9%	16.6%	16.1%
净负债比率(%)	20.0%	20.4%	20.0%	19.2%
流动比率	2.94	3.40	3.89	4.41
速动比率	2.71	3.19	3.71	4.25
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.88	0.88	0.86
应收账款周转率	7.31	8.77	9.87	10.86
应付账款周转率	4.79	4.65	4.86	4.80
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.39	0.45	0.53
每股经营现金流	0.53	0.53	0.59	0.67
每股净资产	2.47	2.86	3.31	3.84
估值比率				
P/E	15.65	21.81	18.76	16.02
P/B	1.76	2.98	2.57	2.22
EV/EBITDA	8.91	15.33	12.60	9.90

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。