

SLG 游戏出海龙头，双轮驱动夯实发展根基

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 业绩保持快速增长，根据 2023 年业绩快报披露，2023 年实现归母净利润 8.9 亿元，同比增长 64.8%；扣非归母净利润为 8.3 亿元，同比增长 87%；2) 主营业务方面，落实双轮驱动战略，云提供基础设施，C 端布局游戏，B 端数字化赋能产业端，“游戏+计算机”协同发展，在 AI 新科技迭代升级背景下，后续表现可期；3) “台阶型”增长代表公司，游戏出海龙头，主力 SLG 产品海外长线运营夯实基本盘，新游上线有望贡献增量业绩。
- **SLG 游戏出海领军者，游戏业务筑牢发展根基。**公司全资子公司壳木游戏为中国游戏出海头部厂商，位居 SensorTower 2024 年 1 月中国手游发行商全球收入榜第 8 名，产品于全球 150 多个国家及地区上线，主要包含中国大陆、北美、欧洲、日本、韩国、中东、南美等。拳头游戏表现突出，上线 5 年的《Age of Origins》和上线 8 年的《War and Order》（《战火与秩序》）两款 SLG 手游流水曲线稳中有升；其中《Age of Origins》（《旭日之城》）的付费用户数量保持上升趋势，2022 年年流水达 25.3 亿元，同比增长 45%。在研 SLG 产品储备丰富，储备两款“SLG+模拟经营”新游，预计将于 2024 年内上线，后续商业化值得关注。
- **计算机业务产品矩阵不断优化，推进数字化转型。**公司软件和信息服务技术业务涵盖 ICT 运营管理、信息安全、云业务、人工智能及物联网/创新业务。公司对 ICT 运营产品持续迭代，将传统“IT+CT”的 ICT 运营升级为“数字化新 IT”智能运营。人工智能业务将 NLP 自然语言处理核心技术实践于智能客服、智慧公安、智慧政务、智能催收等领域。截至 2022 年末，公司在人工智能领域已申请专利 325 件，其中 313 件为发明专利，已获授权专利 136 件，其中发明专利 126 件。公司基于“Transformer”结构，运用自有 NLP 系列技术，推出人工智能催收解决方案“泰岳小催”平台。创新业务 2022 年实现收入 0.82 亿元，同比增长 200%。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2023-2025 年归母净利润分别为 8.9 亿元、10.2 亿元、11.5 亿元，对应 PE 分别为 21 倍、18 倍、16 倍。公司业务双轮驱动，游戏出海表现亮眼，支撑利润基本盘，同时贡献业绩与估值底；软件服务业务贡献业绩弹性与潜在新增长点；根据 SOTP 估值法，加总可得公司目标市值为 220.3 亿元，对应目标价 11.23 元，首次覆盖，给予“买入”评级，建议关注。
- **风险提示：**创新业务市场落地风险、行业政策变动风险、未来 ICT 行业环境和运营管理领域竞争格局变化的风险、新游戏开发与运营风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4806.01	5964.93	7060.22	8071.93
增长率	11.40%	24.11%	18.36%	14.33%
归属母公司净利润（百万元）	541.89	893.17	1017.74	1151.49
增长率	40.93%	64.83%	13.95%	13.14%
每股收益 EPS（元）	0.28	0.46	0.52	0.59
净资产收益率 ROE	10.98%	15.24%	15.20%	15.11%
PE	34	21	18	16
PB	3.80	3.24	2.82	2.47

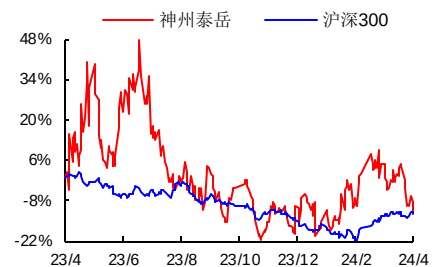
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

分析师：苟宇睿
执业证号：S1250524030001
电话：15882659190
邮箱：gyr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.61
流通 A 股(亿股)	18.19
52 周内股价区间(元)	8.16-15.51
总市值(亿元)	180.03
总资产(亿元)	63.64
每股净资产(元)	2.76

相关研究

目 录

1 公司概况：游戏出海龙头，主业精耕细作	1
1.1 “计算机+游戏”花开两朵，发展动能充沛	1
1.2 股权结构较为分散，创始人为第一大股东	1
1.3 管理团队经验丰富，夯实公司发展根基	2
1.4 游戏业务筑牢基本盘，计算机业务贡献弹性	3
1.5 财务分析：游戏业务拉动营收，出海赛道优势凸显	4
2 ICT 业务起家，游戏业务筑牢业绩基本盘	5
2.1 AI 新科技赋能下，行业或将迎来更多机遇	5
2.2 游戏业务增长迅猛，出海占比稳中有升	6
2.3 游戏业务：营收维持增长态势	8
3 计算机业务：核心竞争力强，推动企业数字化转型	14
4 盈利预测与估值	15
4.1 盈利预测	15
4.2 分部估值	16
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司历史沿革与收购标的历程.....	1
图 2: 2023Q3 公司股权与子公司情况.....	2
图 3: 公司 2023H1 主营业务结构情况.....	3
图 4: 公司 2023H1 主营业务利润占比.....	3
图 5: 2018-2023 年公司营收与增速.....	4
图 6: 2018-2023 年公司归母净利润与增速.....	4
图 7: 毛利率及净利率变动情况.....	5
图 8: 三费率变动情况.....	5
图 9: 中国游戏市场规模.....	5
图 10: 2023 年 6 月-2024 年 2 月版号发布数量 (款).....	5
图 11: Sora 通过文字生成的超清 4K 视频画面.....	6
图 12: Sora 时空补丁提取.....	6
图 13: 分产品主营业务收入 (亿元).....	7
图 14: 分产品主营业务收入占比.....	7
图 15: 海内外主营业务收入 (亿元).....	7
图 16: 海内外主营业务收入占比.....	7
图 17: 壳木游戏官网.....	8
图 18: 壳木旗下游戏.....	8
图 19: 全球 SLG 移动游戏销售收入规模 (亿元).....	9
图 20: 2023 年 SLG 手游下载榜与畅销榜以及 MAU 榜.....	9
图 21: 2023 年中国手游出海收入 TOP30.....	9
图 22: 《Age of Origins》位列 2023 年美国、日本、韩国策略类手游畅销榜 Top10.....	9
图 23: 主要游戏收入构成.....	10
图 24: 游戏产品营销费用占推广费用总额的比例.....	10
图 25: 《Age of Origins》19-22 付费用户数量和 ARPU 情况.....	11
图 26: 《Age of Origins》19-22 营业收入和营销费用情况.....	11
图 27: 《Age of Origins》2018/8-2023/05IOS 美国区畅销榜排名趋势.....	11
图 28: 2022 年大陆 SLG 出海手游买量情况.....	11
图 29: 《Age of Origins》游戏截图.....	12
图 30: 《Age of Origins》第一人称玩法.....	12
图 31: 《Age of Origins》玩法.....	12
图 32: 《War and Order》16-22 年付费用户数量和 ARPU.....	13
图 33: 《War and Order》16-22 年营业收入和营销费用.....	13
图 34: 《War and Order》游戏画面.....	13
图 35: 《War and Order》游戏海报.....	13
图 36: 计算机业务营收构成 (产品).....	14
图 37: 计算机业务营收构成 (行业).....	14
图 38: 泰岳小催平台架构.....	15

目 录

表 1：管理团队主要构成及简介	2
表 2：主要游戏基本情况	9
表 3：ICT 运营管理业务主要客户资源	14
表 4：分业务收入及毛利率	16
表 5：软件和信息技术服务业务可比公司估值	16
表 6：游戏业务可比公司估值	16
附表：财务预测与估值	18

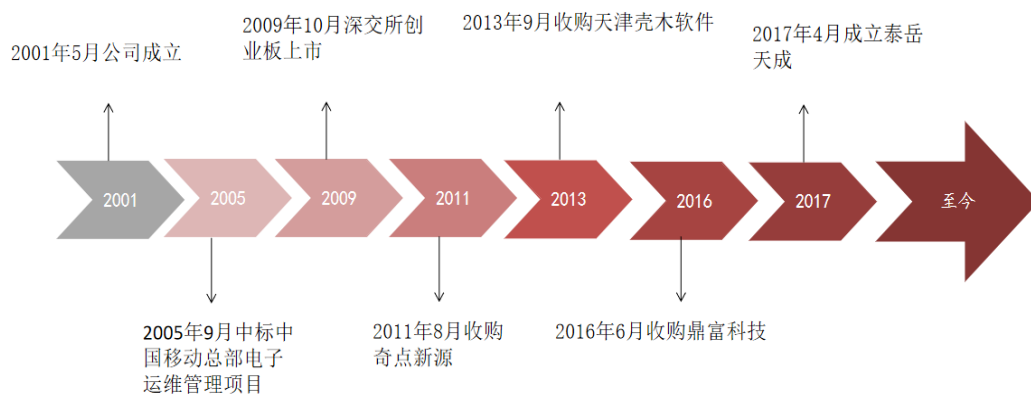
1 公司概况：游戏出海龙头，主业精耕细作

1.1 “计算机+游戏”花开两朵，发展动能充沛

神州泰岳成立于 2001 年，是一家自主研发高科技企业，2009 年于深交所创业板上市。公司主要业务板块为 AI/ICT 运营管理、游戏、物联网/通讯、创新服务。公司创始于 ICT 系统网络管理领域，2013 年通过跨行业收购壳木软件进军游戏行业。此后，公司拥有“游戏+计算机”双主业结构，开启业绩增长第二曲线。游戏业务目前已成为公司收入及利润核心构成部分。

回顾发展历程，公司深耕 ICT 运营管理领域 20 余年，长期服务电信、金融、能源、交通等领域，为电信运营商、大中型企业及政府机构的数字化转型赋能。2009 年 10 月，公司作为首批 28 家企业在深交所创业板成功上市；2011 年 3 月，公司收购及增资奇点新源国际技术开发（北京）有限公司，战略布局物联网领域；2013 年 9 月，公司收购天津壳木软件有限责任公司 100% 股权，进军游戏开发及运营领域，进一步拓展公司互联网开发运营及海外融合通信业务能力；2016 年 6 月，公司收购鼎富科技，并对其业务及产品进行整合和升级，重点推动 NLP 在公安、政府、金融等领域的落地和解决方案，当前持股比例为 89.5%。

图 1：公司历史沿革与收购标的历程

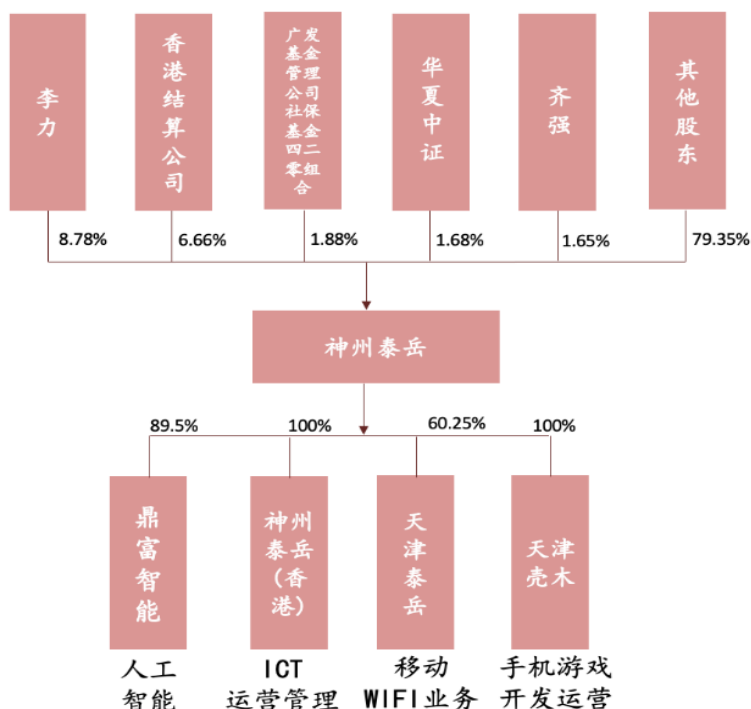


数据来源：公司官网、wind、公司公告，西南证券整理

1.2 股权结构较为分散，创始人为第一大股东

股东持股较为分散，以公司控股为主。股权结构方面，公司以自然人控股为主，截至 2023Q3，创始人李力为公司第一大股东，持有约 1.72 亿股（占公司总股本的 8.78%）。第二大股东为香港中央结算有限公司，持股比例为 6.66%。广发基金管理公司持股 1.88%。截止 2023Q3，公司共计持股 67 家子公司和孙公司，主要的子公司有 4 家，分别是鼎富智能科技有限公司（89.5%持股）、神州泰岳(香港)有限公司（100%持股）、天津泰岳小漫科技有限公司（60.25%持股）、天津壳木软件有限责任公司（100%持股）。

图 2：2023Q3 公司股权与子公司情况



数据来源：公司公告、wind，西南证券整理

1.3 管理团队经验丰富，夯实公司发展根基

管理层行业经验丰富。2018 年之后，公司管理层发生变动，现任董事长冒大卫于 2018 年担任公司总裁、后续 2021 年 2 月被选举为公司董事长。胡加明担任公司董事和副总裁、鼎富科技董事和总经理职务。各董事在销售、运营、财务、通信、游戏、计算机等领域都有丰富的工作经验。近 3 年公司业务的优化及发展的目标由新管理团队部署及决策，对游戏业务全力支持，并对计算机业务进行梳理调整。

表 1：管理团队主要构成及简介

姓名	职位	过往经历
冒大卫	董事长	毕业于北京大学，研究生学历，博士学位，副教授。曾任北京大学光华管理学院团委书记、北京大学光华管理学院党委副书记、北京大学光华管理学院党委书记、北京大学财务部部长、后勤结算中心主任兼北京大学医学部副主任。现任北京神州泰岳软件股份有限公司董事长。
李力	副董事长	毕业于首都经贸大学，曾任北京力霸科技有限公司副总经理。李力先生作为主要创始人，历任神州泰岳公司董事、常务副总经理、总经理。兼任北京启天同信科技有限公司董事、神州泰岳（香港）有限公司董事、中建智能技术有限公司董事。
高峰	副总裁	现任北京神州泰岳软件股份有限公司销售经理、高级销售经理、行业销售总监、副总经理。现兼任北京神州泰岳信息安全技术有限公司总经理。
翟一兵	首席运营官,董事	先后获得挪威商学院硕士学位和法国雷恩商学院博士学位。曾在中国移动通信集团公司筹备办公室主任、网络部副部长；在中国联合通信有限公司工作期间曾任移动部、增值业务部、营销部副总经理、联通时科信息技术有限公司董事、首席执行官。现任北京神州泰岳软件股份有限公司董事兼首席运营官。

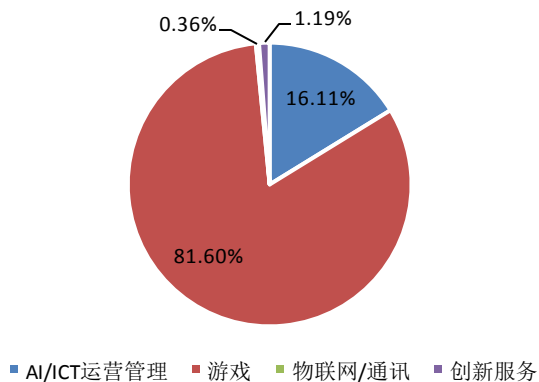
姓名	职位	过往经历
胡加明	董事	毕业于英国诺丁汉大学，制造工程管理硕士学位，获得北京大学光华管理学院工商管理硕士学位，获得香港大学工商管理博士学位，已取得深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书。曾任阔地教育科技有限公司董事长兼总裁、苏州贝昂科技有限公司执行总裁、北京神州泰岳软件股份有限公司总裁助理。现任北京神州泰岳软件股份有限公司董事、副总裁、董事会秘书，鼎富智能科技有限公司董事、总经理。
戈爱晶	副总裁,财务总监	毕业于北京大学，研究生学历。曾任安永（中国）企业咨询有限公司高级经理、昆吾九鼎投资管理有限公司董事总经理、上海复星高科技（集团）有限公司投资执行总经理。现任北京神州泰岳软件股份有限公司副总裁、财务总监、财务管理中心总经理。
董越	副总经理	毕业于北京邮电大学，通信与电子系统专业硕士学位，之后获得挪威管理学院信息通信管理专业工商管理硕士学位。曾任中国电信元公众信息发展有限责任公司总经理助理、中国电信数据通信事业部规划计划处副处长、中国联通增值业务部移动互联网中心经理、中国联通营销部一中心经理、联通时科信息技术有限公司总经理助理、副总经理。现任北京神州泰岳软件股份有限公司副总裁、运营商业群总经理。

数据来源：同花顺，西南证券整理

1.4 游戏业务筑牢基本盘，计算机业务贡献弹性

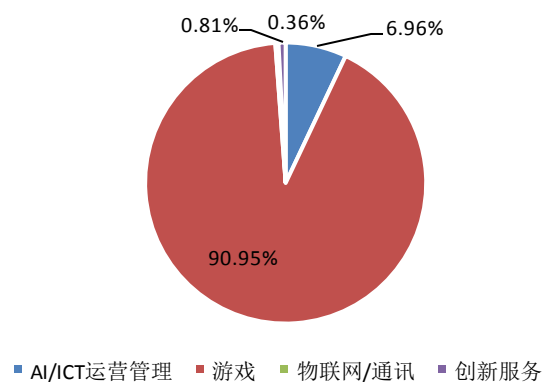
公司主营业务结构：截止 2023H1，公司收入主要来自游戏业务，收入占比为 81.60%，另外 AI/ICT 运营管理占比 16.11%，物联网/通讯占比 0.36%；利润占比角度来看，截止 2023H1，游戏贡献 90.95% 利润，AI/ICT 运营管理占比为 6.96%，物联网/通讯占比 0.36%。

图 3：公司 2023H1 主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2023H1 主营业务利润占比



数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：公司营业收入整体呈现“台阶型”稳健增长态势。自 2020 年起，公司对 ICT 业务实行强有力的业绩改善措施，并取得显著成效；公司游戏业务团队积极开拓海外市场，提高产品的精细化运营水平，净利润增长明显。

根据公司业绩快报披露，2023 年公司实现总营收 59.6 亿元，较 2022 年同期增长 24.1%；营业利润 10.5 亿元，同比增长 69.1%；归母净利润 8.9 亿元，同比增长 69.1%。

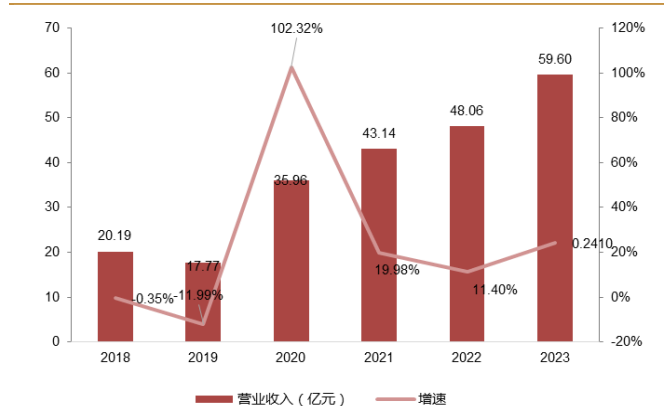
1) 游戏业务方面, 公司积极落实“聚焦全球游戏市场, 研发精品游戏”的发展战略, 《Age of Origins》(《旭日之城》)和《War and Order》(《战火与秩序》)等核心产品在中国游戏厂商出海收入排行榜中稳居前列, 游戏业务出海收入占比接近 90%。2023 年, 《Age of Origins》(《旭日之城》)充值流水达到自上线以来的年度新高, 《War and Order》(《战火与秩序》)充值流水亦在此前年度的高位水平, 驱动经营业绩提升。研发侧, 公司保持大力投入, 打造新的长线盈利能力的精品游戏。

2) 软件和信息技术服务业务方面, 报告期内, 公司在 ICT 运维、云服务、信息安全、智能催收等业务领域的经营业绩取得稳定增长。

1.5 财务分析：游戏业务拉动营收，出海赛道优势凸显

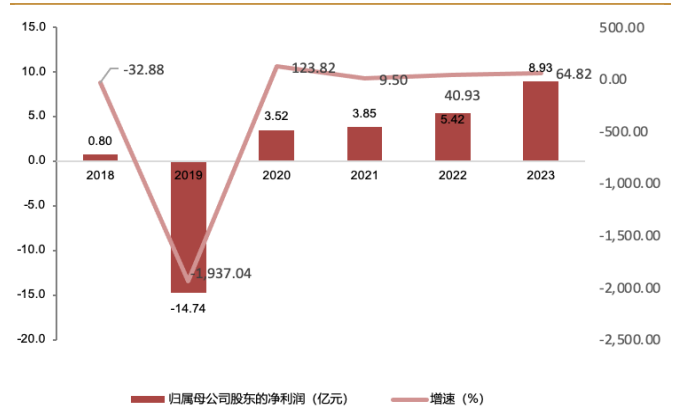
2023 年, 公司实现归母净利润 8.9 亿元, 同比增长 64.8%, 再创年度新高。利润端延续近三年的持续增长态势。这一增长主要得益于游戏业务的高质量提升。其中, 游戏业务的《旭日之城》表现尤为突出, 流水创新高, 公司预计 2024 年还将发布两款新游, 或将进一步提升游戏业务收入。

图 5：2018-2023 年公司营收与增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2018-2023 年公司归母净利润与增速



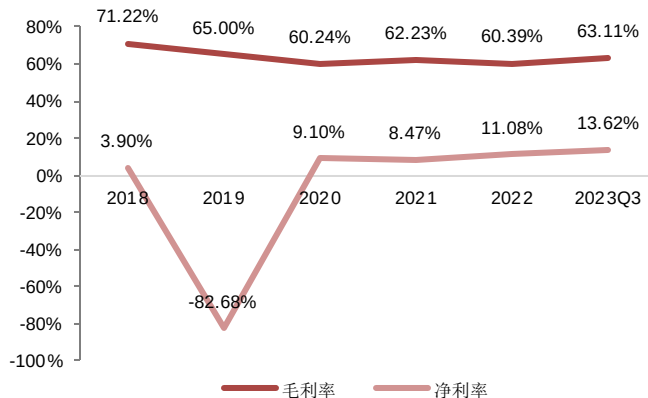
数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率稳居高位，销售费用率下降。2022 年, 公司毛利率为 60.4%, 主要由毛利较高的游戏业务带动; 2022 年游戏毛利率提升至 67.5%。根据 2023Q3 季报, 神州泰岳第三季度的毛利率为 63.11%, 同比上升 2.04 个百分点, 环比上升 1.14 个百分点。

2022 年, 净利率经历 2019 年下跌后, 2020 年开始回升, 目前已超过波动前水平, 前期主要系公司商誉及各项资产减值测试、ICT 运营管理项目验收缓慢等问题导致利润下降, 2020 年后经营状况持续改善。

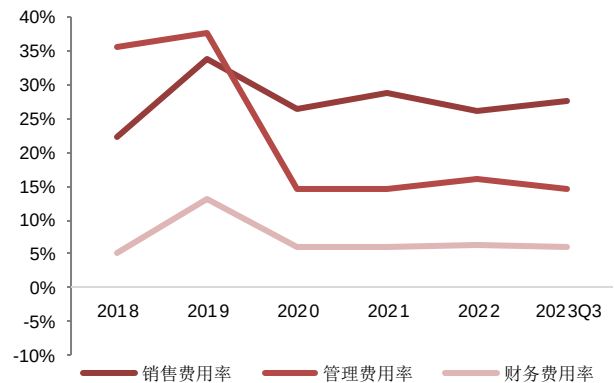
2020 年公司持续在管理变革中探索与实践, 积极进行绩效改革。不断努力提升业务的产品化程度, 通过强化内部成本管控、细化考核指标、减员增效等一系列措施, 提升精细化管理水平, 在费用方面实现降本增效, 三费率下降。2022 年销售费用率为 26.1%, 同比减少 9.1pp, 主要系报告期内联合运营销售模式毛利率上涨、成本下降。在 2023 年第三季度, 公司的研发费用环比增长 25%, 主要是因为有两款 SLG 类游戏都在制作中, 相应的研发费用也有所增加。

图 7：毛利率及净利率变动情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：三费率变动情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 ICT 业务起家，游戏业务筑牢业绩基本盘

2.1 AI 新科技赋能下，行业或将迎来更多机遇

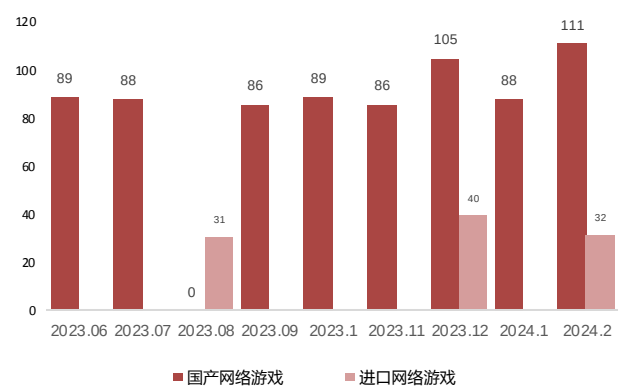
2023 年中国游戏市场实际销售收入 3029.6 亿元，同比增长 14%，首次突破 3000 亿关口。收入端同比增长主因包括：1) 用户消费意愿和能力有所回升；2) 游戏新品集中面市并有爆款出现，并与长线运营产品共同撑起收入增长；3) 多端并发，对收入增长产生助益。供给端，根据国家新闻出版署官方披露，2023 年发放游戏版号共发放 1075 款（其中国产版号 977 款，进口版号 98 款）。

图 9：中国游戏市场规模



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2023 年 6 月-2024 年 2 月版号发布数量 (款)



数据来源：国家新闻出版署，西南证券整理

短期来看，2024 年 2 月发放 111 款国产网络游戏版号，发放数量继续保持百款以上，供给相对充裕。中长期来看：一方面，游戏版号发布稳定，监管主旨在于推动行业高质量繁荣发展，游戏作为主要娱乐形式之一，发展空间仍然具备；另一方面，自 2022 年以来，产业端以 ChatGPT 和 Sora 为代表的人工智能新范式一定程度上改变内容生产模式并有望提高内容生产效率。游戏与 AIGC 场景天然适配，AI 广泛应用于立项、研发、宣发等生产环节；AIGC 能在文字生成、道具角色生产、音效合成、场景生成、宣发成本上节省一定的人力成本、缩短制作工期，从而实现降本增效；同时，AI 亦可通过训练和学习游戏用户的数据达到更加拟人化、拟真化的操作，优化反馈机制，提升玩家沉浸感，获得心流，提高一定付费意愿，行业未来发展或迎来新趋势。

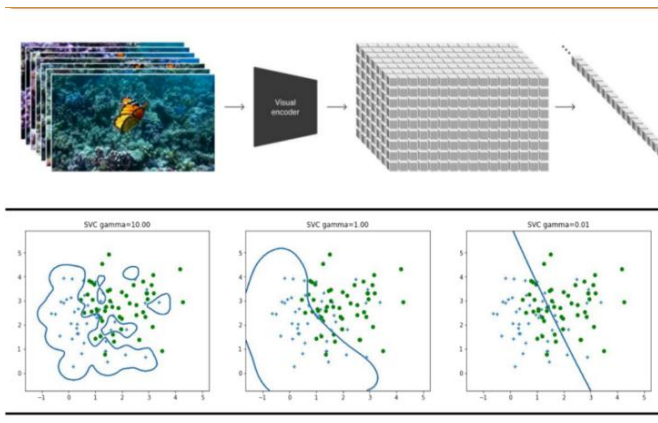
2024 年 2 月 16 日，OpenAI 研发的视频模型 Sora 的发布或将使内容创作领域的专业难度降低，AI 在理解真实世界场景并与之互动的能力方面实现显著进步，其视频生成能力强，可直接输出长达 60 秒的 1080P 高清视频，高于其他同类竞品。其多模态输入处理可接受文字、图片、视频输入提示，并深度模拟真实世界，理解复杂场景中不同元素之间的物理属性及其关系。此外，Sora 的推出或将降低游戏创作成本，提升创造效率，精品游戏产出效率或将得以提高，持续赋能行业增长值得期待。

图 11：Sora 通过文字生成的超清 4K 视频画面



数据来源：OpenAI，西南证券整理

图 12：Sora 时空补丁提取

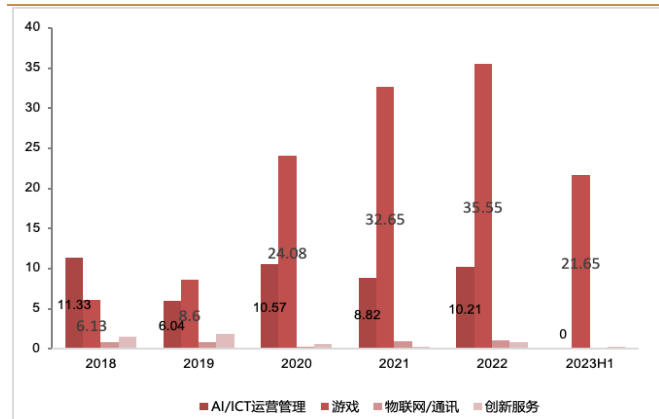


数据来源：OpenAI，西南证券整理

2.2 游戏业务增长迅猛，出海占比稳中有升

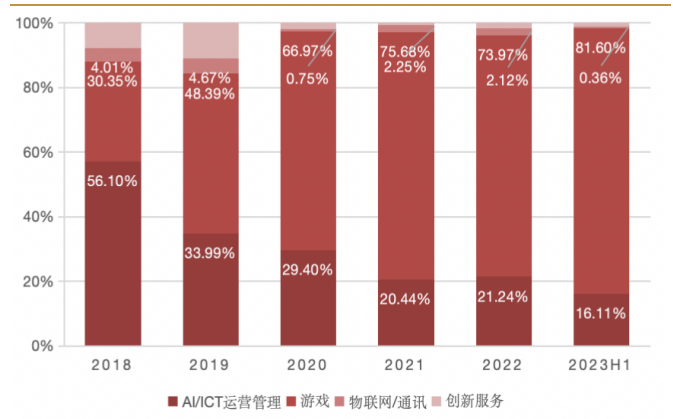
游戏业务成营收增长动力。公司主要产品为策略类手游，2019 年发行的《Age of Origins》（《旭日之城》）、2016 年《War and Order》（《战火与秩序》）等产品，在全球市场继续保持强大的竞争力，月流水持续稳定。2021-23Q3 年公司营收保持稳定增长，同比增速分别为 20%/11.4%/25.2%。2021-23H1 年游戏业务收入占总营收比重分别为 75.7%/74%/81.6%，仍贡献大部分营收，为公司营收增长的主要动力。

图 13：分产品主营业务收入（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

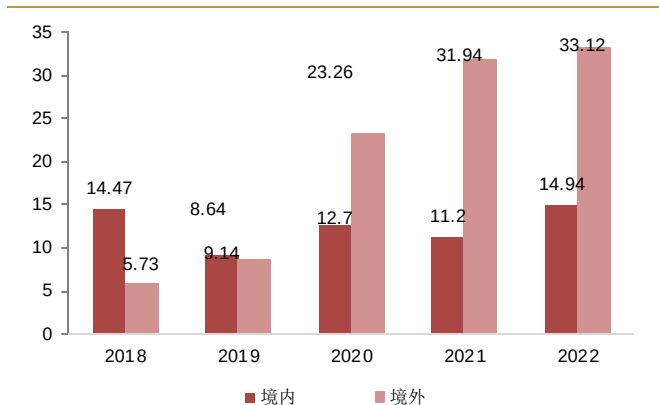
图 14：分产品主营业务收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

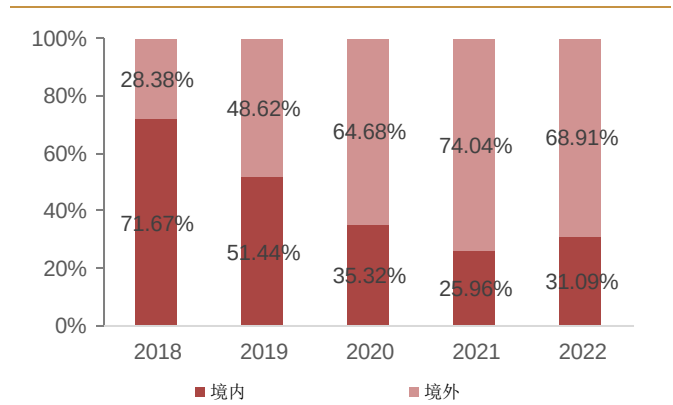
SLG 游戏出海优势明显。公司全资子公司壳木游戏，是中国手游出海的代表性公司之一。壳木游戏 2011 年即在海外发行游戏，主要市场为北美、日本、韩国。从 2011 年推出《Little Empire》开始，壳木游戏即专注于 SLG 赛道，以精品化策略打造少数高品质产品，并长线运营。经过多年的发展与积淀，公司已具备国际化制作水平和发行能力，多款产品在全球主流游戏市场成功发行。在 Sensor Tower 发布的《2023 年中国出海手游发行商收入榜 TOP30》中，壳木游戏位居第 7 名；在 Data.ai 发布的“2023 全球发行商 50 强”榜单中，神州泰岳名列全球第 47 位。

图 15：海内外主营业务收入（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：海内外主营业务收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

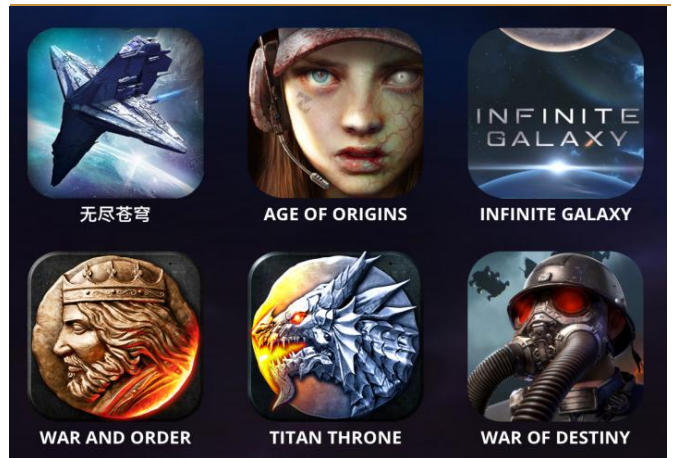
壳木游戏已经成长为中国出海手游主力军之一。壳木游戏成立于 2011 年，一直以来专注于 Android 及 iOS 平台的高品质手机游戏开发和运营，是一家具有丰富开发和运营经验的手游公司，壳木游戏研发的多款手游已经在全球 150 多个国家和地区发行。壳木游戏是中国手机游戏开发商中最早的一批海外市场开拓者，2011 年获得 Google 官方颁发的顶尖开发者 TopDeveloper 认证，是中国大陆地区荣获此殊荣的手机游戏开发团队之一，是 GooglePlay 中国大陆地区最佳合作开发者之一。

图 17：壳木游戏官网



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 18：壳木旗下游戏



数据来源：公司官网，西南证券整理

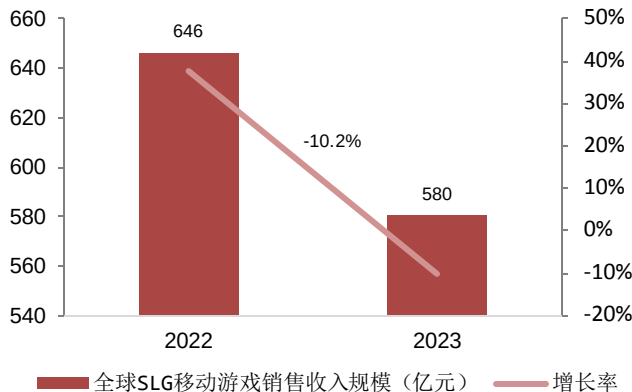
立足全球游戏市场，深耕精品游戏。壳木游戏为中国手游开发商中最早一批出海开拓者，是中国大陆地区第一家获 Google 官方颁发的 Top Developer 认证的手游开发团队。壳木游戏制作的《Little Empire》、《War and Order》、《Age of Origins》、《Infinite Galaxy》等产品，均多次获得 AppStore 和 Google 全球推荐，研运实力优势明显。

2.3 游戏业务：营收维持增长态势

游戏主赛道为 SLG 策略型手游，拳头产品为《Age of Origins》（《旭日之城》）和《War and Order》（《战火与秩序》）。全资子公司壳木游戏专注于移动互联网游戏的研发，以及面向全球市场的自有知识产权移动互联网游戏的发行与运营。公司主要产品为策略类手游，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。产品在 Google Play、Appstore 和 Amazon Store 等平台全球发行，遍布全球 150 多个国家和地区，主要国家和地区为中国大陆、北美、欧洲、日本、韩国、中东、南美等。

SLG 较其他类型的手游品类，有生命周期长、用户付费持续时间长、平均付费数额大的特点。游戏的核心在于玩家在沙盘地图中展开资源争夺，通过建设基地和部署单位来扩张领土或抢夺资源。这类游戏结合 PVP（玩家对战）和 PVE（玩家对环境）的战斗机制，强调策略决策和军事对抗而非角色技能和视觉特效的展示，游戏底层设计主要基于 4EX 原则，即探索（Explore）、扩张（Expand）、开发（Exploit）和消灭（Exterminate），玩家通过这四个方面策略行动来实现游戏目标。

图 19：全球 SLG 移动游戏销售收入规模（亿元）



数据来源：点点数据，西南证券整理

根据点点数据显示，2023 年全球 SLG 移动游戏收入规模（不含中国大陆安卓渠道）同比下滑 10.2%，先前依靠辅助玩法的推广和游戏内容的深度融合驱动的增长或有减缓。此外，SLG 游戏因其较长的生命期和较高的用户平均收益（ARPPU）在市场上占据一席之地，市场格局仍呈现高集中度。

图 21：2023 年中国手游出海收入 TOP30



数据来源：Sensor Tower，西南证券整理

图 20：2023 年 SLG 手游下载榜与畅销榜以及 MAU 榜

下载量	应用	发行商	用户支出	应用	发行商	MAU	应用	发行商	
1		Lords Mobile	IGG		Evony	Top Games		Lords Mobile	IGG
2		Evony	Top Games		Three Kingdoms Tactics	Lingji Games		Rise of Kingdoms	Lith
3		Age of Apes	Tap4Fun		Rise of Kingdoms	Lith		Evony	Top Games
4		Doomsday	IGG		Puzzles & Survival	37 Entertainment		Doomsday	IGG
5		The Arts Underground Kingdom	StarUnion		Whiteout Survival	Century Games		The Arts Underground Kingdom	StarUnion
6		Whiteout Survival	Century Games		Top War: Battle Game	Topwar Studio		State of Survival	FunPlus
7		Stormshot	FunPlus		Age of Origins	Camel Games		Whiteout Survival	Century Games
8		Age of Origins	Camel Games		State of Survival	FunPlus		Viking Rise	IGG
9		Viking Rise	IGG		Lords Mobile	IGG		Top War: Battle Game	Topwar Studio
10		Top War: Battle Game	Topwar Studio		Last Fortress: Underground	Long Tech Network		Stormshot	FunPlus

数据来源：dataai，西南证券整理

图 22：《Age of Origins》位列 2023 年美国、日本、韩国策略类手游畅销榜 Top10



数据来源：Sensor Tower，西南证券整理

表 2：主要游戏基本情况

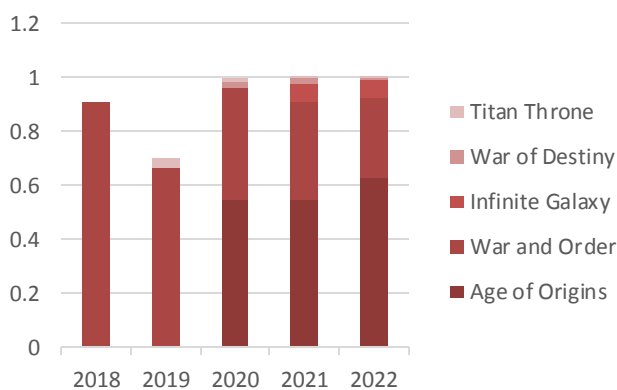
游戏名称	类型	上线时间	23 年上半年流水（亿元）
Age of Origins(旭日之城)	SLG 手游	2018 年 11 月	14.73
War and Order(战火与秩序)	SLG 手游	2016 年 4 月	5.70
Infinite Galaxy	SLG 手游	2020 年年底	1.08
War of Destiny	SLG 手游	2020 年年中	0.13
Titan Throne	SLG 手游	2018 年年初	0.01

数据来源：公司公告，西南证券整理

《Age of Origins》和《War and Order》为公司游戏产品主力军。上半年整体业绩表现亮眼，现金流充沛。公司角度来看，短期业绩表现与中长期布局并重。三季度费用环比Q2 增加近 1 亿元，主要系加大投放、加大研发、兑现激励所致。《旭日之城》作为一款上线五年的产品，展示出强大生命力。在 23H1 投放平稳情况下，不断创造上线以来月度流水纪录。《旭日之城》或仍处于流水爬坡期，提升玩家黏性和用户数量有望进一步提升。

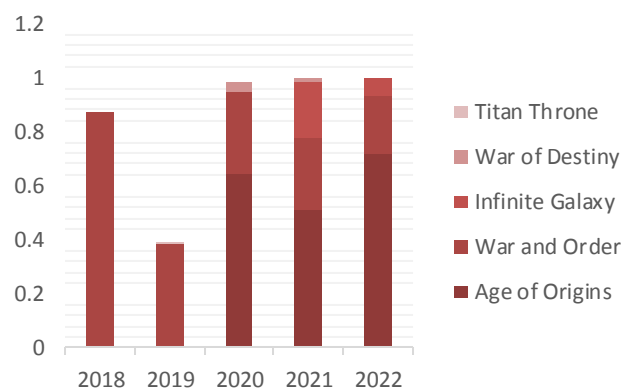
公司游戏业务总收入稳定上升，截止 2023 年 6 月 20 日已达 21.7 亿，《Age of Origins》和《War and Order》均已进入成熟稳定期，2023 年收入较 2022 年均稳步提升且营销费率保持稳定。从交易流水端来看，《War and Order》自 2016 年上线以来，季度交易流水于 2017 年至今一直稳定保持在 2-3.1 亿元区间。总体来看，两款存量游戏长期上升的流水状态，为公司爆款新品开发提供坚实基础。

图 23：主要游戏收入构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：游戏产品营销费用占推广费用总额的比例

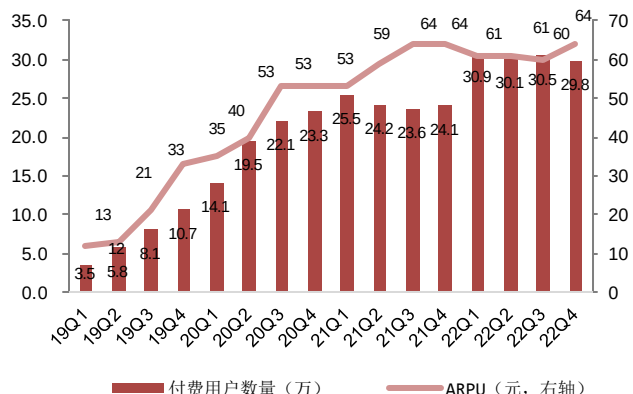


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3.1 Age of Origins(旭日之城)：营收最高，未来增量可期

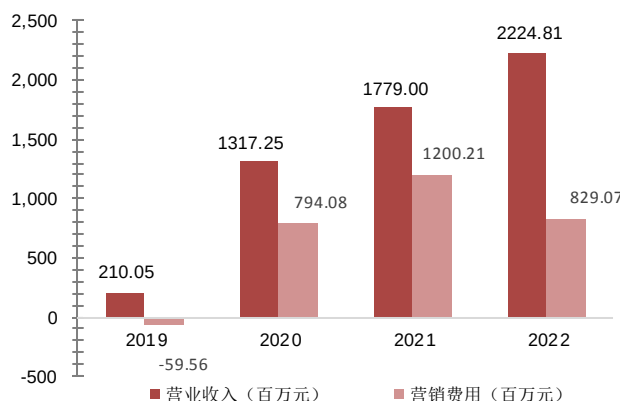
公司营收最高的 SLG 游戏，未来增量可期。《Age of Origins》《(旭日之城)》是公司于 2018 年 11 月开始内测的丧尸题材战略即时战略 MMO 手游，在 2019 年 3 月正式推行。上线四年期间，为公司最受欢迎且收入流水最高的 SLG，该款游戏 2023 年上半年月均流水增长至 3500 万美元。从三季度看，《旭日之城》流水增长趋势持续。付费用户数量和 ARPU 积极增长。《旭日之城》从 2020 年开始就已经成为支撑起公司游戏营收的主要贡献点，2021/2022 年其营收占比分别占游戏业务总收入的 54.6%/62.6%。

图 25: 《Age of Origins》19-22 付费用户数量和 ARPU 情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

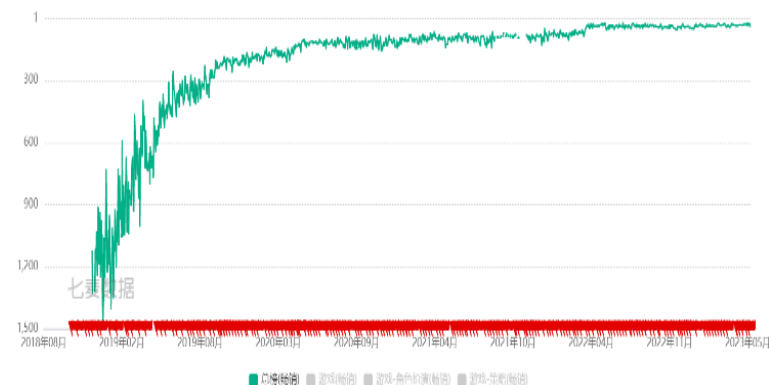
图 26: 《Age of Origins》19-22 营业收入和营销费用情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

增量来源于海外最大的美国市场, 推广效率降低成本。《Age of Origins》在 2021 年即稳定在美国 iOS 畅销榜 TOP100, 从 2022 年 4 月起进入榜单 TOP40, 并保持至今。在买量 SLG 赛道, 《Age of Origins》有一定的买量宣传效率。据 DataEye 的报告, 《Age of Origins》排在 2023 年策略类出海游戏买量榜的第 7 位。

图 27: 《Age of Origins》2018/8-2023/05IOS 美国区畅销榜排名趋势



数据来源: 七麦数据, 西南证券整理

图 28: 2022 年大陆 SLG 出海手游买量情况



数据来源: Dataeye, 西南证券整理

压秒战斗玩法+PVE 塔防探索 SLG 新方向, 营销设计获取用户心智。《Age of Origins》为尝试进入末日 SLG 品类先行者, 叠加公司营销投入和付费点挖掘, 据公司官方披露, 2023Q3 公司整体销售费用达 4.11 亿, 环比增长 10.9%, 单季度销售费用明显提升主要系加大对《旭日之城》的投放。付费点上, 公司采取更为精细的设计, 例如加入阶段性小额付费礼包, 并对其设置倒计时等。

图 29: 《Age of Origins》游戏截图



数据来源:《Age of Origins》, 西南证券整理

图 30: 《Age of Origins》第一人称玩法

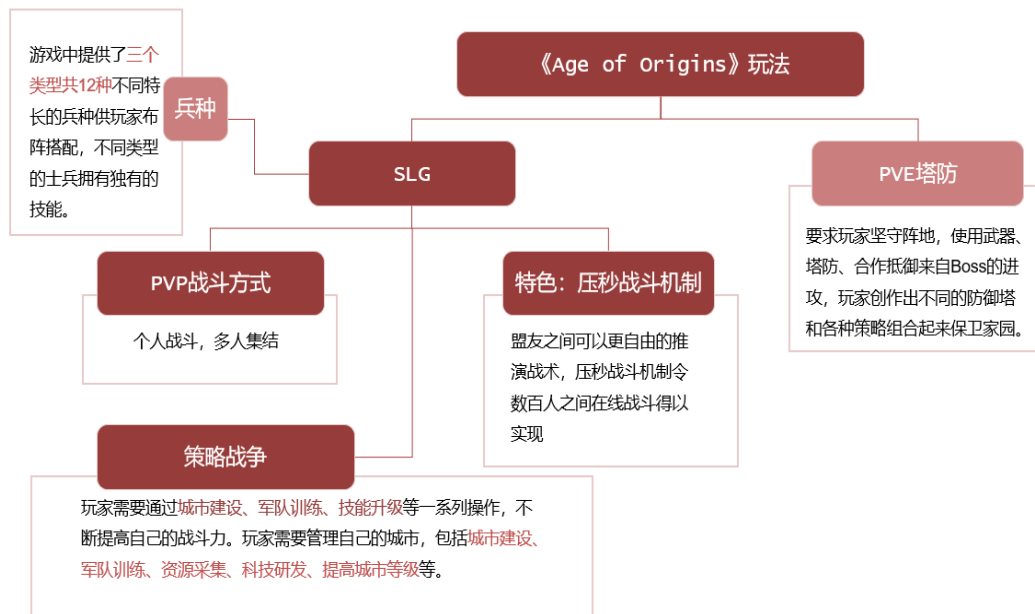


数据来源:《Age of Origins》, 西南证券整理

拆分来看,《Age of Origins》游戏包含了资源配置、都市发展和战略战斗等多种要素。

(1) 资源配置: 玩家掌握并运用游戏内各种资源, 例如木材、矿石和食物, 以便于筑城、技术革新和军队的组建。(2) 城堡发展: 玩家建造并提升自己城市等级, 涵盖多种建筑和防御设施的升级, 以增强城市的产出和防御能力。(3) 战略战斗: 游戏包含战斗系统, 玩家能够组织自己的军队, 参与战斗、攻占敌方城市或保卫领土。(4) 联盟协作: 玩家有选择加入或创立联盟, 与他人玩家合作, 实现资源共享、共同军事行动和外交互动。(5) 任务与挑战: 游戏设置众多任务和随机事件, 玩家需完成这些任务以赢取奖励, 同时解决突发事件带来的挑战。

图 31: 《Age of Origins》玩法



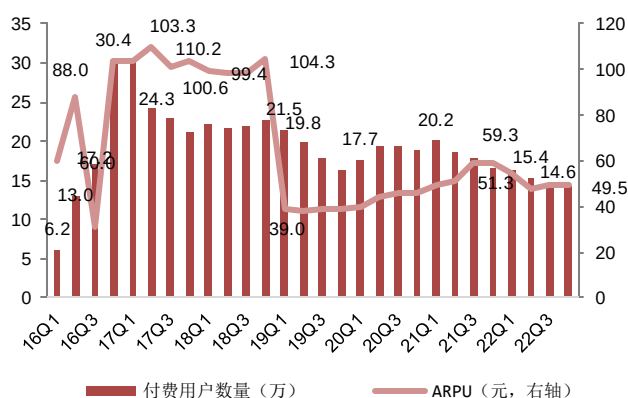
数据来源:《Age of Origins》, 西南证券整理

2.3.2 War and Order(战火与秩序): 稳健营收, 积极发展

产品力与长线运营韧性十足, 保持稳健发展。War and Order(《战火与秩序》)为公司 2016 年初推出的一款中世纪魔幻战争题材的集 RTS 与 SLG 玩法于一身的战争手游, 是目前少数实现 3D 游戏画面的战争策略手游, 现已运营超过 7 年, 产品上线至今, 已多次获得谷歌全球精选游戏首页推荐。

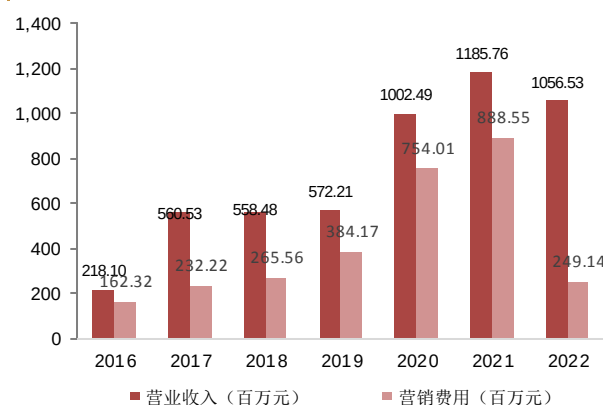
2020 年在全球疫情背景下营收同比增长 75.2%, 2021 年该游戏营收同比增长 18.28%。2022 年公司降本增效效果明显, 营销费用同比下降 72%。该款游戏 22Q3 和 22Q4 的充值流水分别达 2.63/2.67 亿元, 是公司充值流水基石之一, 为公司提供稳健收入。

图 32: 《War and Order》16-22 年付费用户数量和 ARPU



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 33: 《War and Order》16-22 年营业收入和营销费用



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

首创压秒战斗玩法, 将即时操作融入其中。通常在 SLG 游戏中, 游戏在集体交互作战钱, 会有大概 1-10 分钟集结过程, 期间可能会存在人数、部队数、甚至战力等方面的条件限制。玩家会利用这段时间排兵布阵, 制定战略。在《War and Order》中, 公司将即时操作融入其中, 开创压秒战斗玩法, 打破传统集结模式, 在线的盟友均可随时加入战斗, 无需等待, 更无人数、部队、战力等一切条件限制。门槛的降低, 改变了传统玩法中集结部队攻打固定套路, 战斗更加灵活。

图 34: 《War and Order》游戏画面



数据来源: 电玩巴士, 西南证券

图 35: 《War and Order》游戏海报



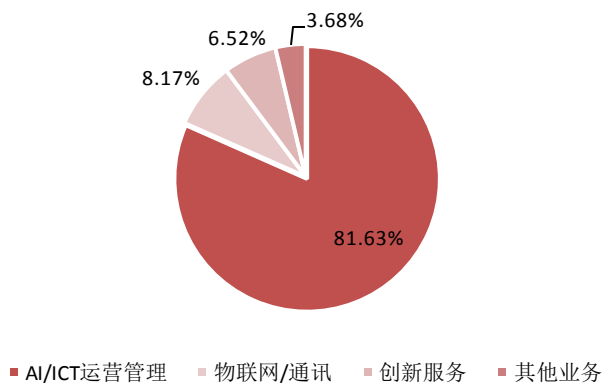
数据来源: 电玩巴士, 西南证券

3 计算机业务：核心竞争力强，推动企业数字化转型

自 2019 年起，公司通过梳理业务条线、逐步出清低利润率业务实现业务结构优化。神州泰岳计算机板块目前收入结构分为 AI/ICT 运营管理、物联网/通讯和创新服务。

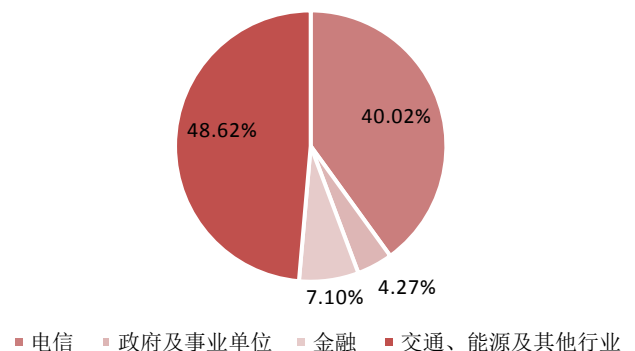
从产品角度来看，公司计算机业务收入主要来自 **AI/ICT 运营管理**，其占比 **81.63%**，另外物联网/通讯占比 8.17%，创新服务占比 6.52%；从行业角度来看，公司计算机业务收入主要来自**交通、能源及其他行业**，占比 **48.6%**，电信行业占比 40%，另外金融行业占比 7.1%，政府及事业单位占比 4.3%。

图 36：计算机业务营收构成（产品）



数据来源：Wind，西南证券

图 37：计算机业务营收构成（行业）



数据来源：Wind，西南证券

公司积极拥抱前沿科技，将 AI、物联网、5G、云计算、大数据等驱动技术融入技术与产品体系，服务于各类大中型企业的数字化转型。截至 2022 年 12 月 31 日，神州泰岳在 ICT、物联网、人工智能及游戏等核心业务领域已经申请了 1552 件专利，并于 2022 年通过了知识产权管理体系认证。公司在人工智能领域已获得授权的专利 136 件，其中 126 件为发明专利；物联网领域已获得授权的专利 122 件，其中发明专利 63 件。

1) ICT 运营管理：数字化转型赋能者及推动者

为顺应企业数字化转型需要，公司将传统“IT+CT”的 ICT 运营升级为“数字化新 IT”智能运营，以云计算、大数据、人工智能等新一代数字技术支撑 ICT 全域运营场景，赋能大型企业集团 ICT 运营管理的数智化转型。AI/ICT 运营管理业务主要分为全栈智能运营、算网运营、互联网通信运营。在二十余年业务发展过程中，公司在 ICT 运营管理领域积累了丰富优质的客户资源，涵盖电信运营商、金融、能源、交通、政府等行业。

表 3：ICT 运营管理业务主要客户资源

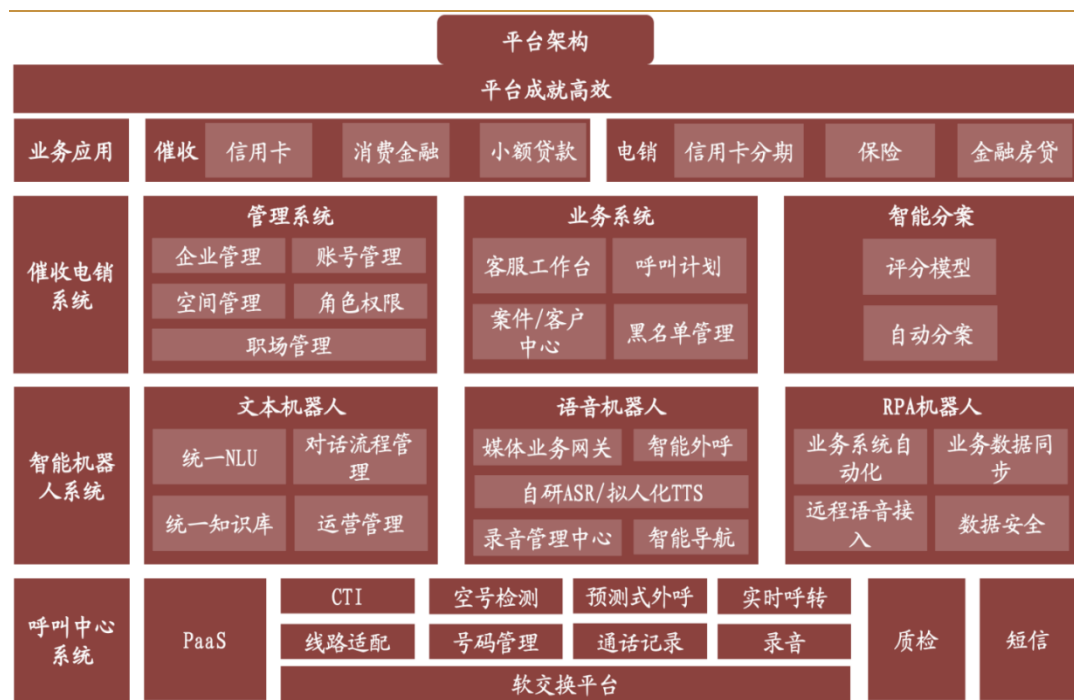
细分领域	主要客户
电信运营商	中国移动、中国联通、中国电信、中国铁塔等
金融机构	中国银行、建设银行、工商银行、招商银行、民生银行、国家开发银行、英大财险、英大人寿、深圳证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司等

数据来源：公司官网，西南证券整理

2) 人工智能：赋能智能催收服务

公司运用 NLP 自然语言处理核心技术，推动人工智能技术在智能客服、智慧公安、智慧政务、智能催收、智能电销等领域的快速落地。2022 年，公司基于 Transformer 架构，推出了人工智能催收解决方案“泰岳小催”平台，成功将传统作业模式与前沿 AI 技术相结合，以人工智能技术赋能不良资产催收，提升催收业务效率及合规性。

图 38：泰岳小催平台架构



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：软件和信息技术服务业务包含人工智能、ICT 运营管理、信息安全和云业务等，公司立足于软件开发、5G 通信等数字技术，技术实力扎实，预计 2023-2025 年收入增速为 11.5%、13%、12%，毛利水平保持在 40%；

假设 2：游戏业务构筑公司利润基本盘，《Age of Origins》和《War and Order》等主要产品表现稳健，《Age of Origins》充值流水创出自上线以来的年度新高，《War and Order》（《战火与秩序》）充值流水亦在此前年度高位区间，叠加后续产品管线丰富，预计 2023-2025 年收入增速为 28.5%、20%、15%，毛利率稳定在 70%；

假设 3：游戏行业政策不发生重大变化。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

业务情况		2022A	2023E	2024E	2025E
软件和信息技术服务业务	收入（百万元）	1251.3	1395.7	1577.1	1766.4
	增速	19.2%	11.5%	13.0%	12.0%
	毛利率	40.1%	40.0%	40.0%	40.0%
游戏业务	收入（百万元）	3554.7	4569.2	5483.1	6305.6
	增速	8.9%	28.5%	20.0%	15.0%
	毛利率	67.5%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	收入（百万元）	4806.0	5964.9	7060.2	8071.9
	增速	11.4%	24.1%	18.4%	14.3%
	毛利率	60.4%	63.0%	63.3%	63.4%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 分部估值

公司主营业务为游戏业务与软件和信息技术服务业务。软件和信息技术服务业务，我们选取行业中的三家相关可比公司，2024 年三家公司平均 PS 为 2.2 倍。公司在 ICT 运维、云服务、信息安全、智能催收等业务领域经营业绩保持稳定增长，该业务板块我们给予公司 2024 年 3 倍 PS，板块对应目标市值 47.3 亿。

表 5：软件和信息技术服务业务可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	收入（亿元）				PS（倍）			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300454.SZ	深信服	243	57.97	74.1	80.4	94.8	114.4	3.3	3.0	2.6	2.1
688023.SH	安恒信息	48	60.63	19.8	21.6	31.9	41.2	2.4	2.3	1.5	1.2
688225.SH	亚信安全	60	14.96	17.2	16.6	24.2	30.3	3.5	3.6	2.5	2
平均值								3.1	3	2.2	1.8

数据来源：Wind，西南证券整理

游戏业务我们选取行业中的四家可比公司，2024 年四家公司平均 PE 为 14 倍。公司为出海游戏龙头企业，拥有长期海外运营经验，全资子公司壳木游戏已构建成熟的自研自发、研运一体的业务模式，核心产品表现稳健，该业务板块 24 年预测净利润为 10.2 亿，我们给予 17 倍 PE，板块对应目标市值 173 亿。

表 6：游戏业务可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS（元）				PE（倍）			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002555.SZ	三七互娱	414	17.39	1.33	1.46	1.73	1.96	14	12	10	9
002558.SZ	巨人网络	230	11.66	0.42	0.67	0.78	0.88	19	17	15	13
002624.SZ	完美世界	206	10.64	0.71	0.39	0.65	0.84	18	27	16	13
002517.SZ	恺英网络	244	11.35	0.48	0.70	0.88	1.05	14	16	13	11
平均值								16	18	14	12

数据来源：Wind，西南证券整理

根据 SOTP 估值法, 加总可得公司目标市值为 220.3 亿元, 对应目标价 11.23 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 建议积极关注。

5 风险提示

创新业务市场落地风险、行业政策变动风险、未来 ICT 行业环境和运营管理领域竞争格局变化的风险、新游戏开发与运营风险、商誉减值风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4806.01	5964.93	7060.22	8071.93	净利润	532.33	860.71	980.30	1112.11
营业成本	1903.52	2208.18	2591.20	2951.49	折旧与摊销	154.33	100.92	100.92	100.92
营业税金及附加	15.48	19.99	23.35	26.81	财务费用	-86.89	-11.93	-10.59	-8.07
销售费用	1255.53	1545.33	1870.96	2139.06	资产减值损失	-81.20	-0.90	0.00	0.00
管理费用	778.18	1193.55	1433.22	1654.75	经营营运资本变动	229.19	-362.30	-179.33	-167.50
财务费用	-86.89	-11.93	-10.59	-8.07	其他	297.14	117.97	123.61	127.61
资产减值损失	-81.20	-0.90	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1044.90	704.46	1014.91	1165.08
投资收益	18.36	0.00	0.00	0.00	资本支出	69.23	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-8.00	0.00	0.00	0.00	其他	8.87	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	78.10	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	622.52	1010.70	1152.08	1307.89	短期借款	-87.40	-50.05	-50.00	-50.00
其他非经营损益	6.76	6.76	6.76	6.76	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	629.28	1017.46	1158.83	1314.65	股权融资	58.66	0.00	0.00	0.00
所得税	96.95	156.75	178.53	202.54	支付股利	-49.03	-108.38	-178.63	-203.55
净利润	532.33	860.71	980.30	1112.11	其他	-151.69	53.85	10.59	8.07
少数股东损益	-9.56	-32.46	-37.44	-39.38	筹资活动现金流净额	-229.47	-104.57	-218.04	-245.48
归属母公司股东净利润	541.89	893.17	1017.74	1151.49	现金流量净额	960.90	549.89	746.86	869.60
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1805.71	2355.60	3102.47	3972.07	成长能力				
应收和预付款项	676.61	862.37	1016.38	1159.03	销售收入增长率	11.40%	24.11%	18.36%	14.33%
存货	162.98	191.47	236.33	264.57	营业利润增长率	32.85%	62.36%	13.99%	13.52%
其他流动资产	105.44	95.98	102.57	108.66	净利润增长率	45.67%	61.69%	13.89%	13.45%
长期股权投资	12.39	12.39	12.39	12.39	EBITDA 增长率	10.05%	59.38%	12.98%	12.74%
投资性房地产	282.63	282.63	282.63	282.63	获利能力				
固定资产和在建工程	241.52	221.45	201.38	181.31	毛利率	60.39%	62.98%	63.30%	63.44%
无形资产和开发支出	1825.53	1794.72	1763.90	1733.09	三费率	40.51%	45.72%	46.65%	46.90%
其他非流动资产	705.00	704.96	704.92	704.89	净利率	11.08%	14.43%	13.88%	13.78%
资产总计	5817.81	6521.56	7422.96	8418.63	ROE	10.98%	15.24%	15.20%	15.11%
短期借款	50.05	0.00	-50.00	-100.00	ROA	9.15%	13.20%	13.21%	13.21%
应付和预收款项	659.41	760.89	897.15	1021.58	ROIC	16.51%	31.58%	33.44%	36.78%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.36%	18.44%	17.60%	17.35%
其他负债	258.60	111.63	125.11	137.79	营运能力				
负债合计	968.07	872.53	972.26	1059.37	总资产周转率	0.87	0.97	1.01	1.02
股本	1961.09	1961.09	1961.09	1961.09	固定资产周转率	15.44	25.77	33.39	42.19
资本公积	583.56	596.18	596.18	596.18	应收账款周转率	4.98	5.91	5.78	5.69
留存收益	2387.37	3172.16	4011.27	4959.21	存货周转率	11.14	11.68	11.74	11.58
归属母公司股东权益	4835.03	5666.79	6505.90	7453.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.80%	—	—	—
少数股东权益	14.71	-17.76	-55.20	-94.58	资本结构				
股东权益合计	4849.74	5649.03	6450.70	7359.27	资产负债率	16.64%	13.38%	13.10%	12.58%
负债和股东权益合计	5817.81	6521.56	7422.96	8418.63	带息债务/总负债	5.17%	0.00%	-5.14%	-9.44%
					流动比率	2.94	4.18	4.75	5.37
					速动比率	2.77	3.95	4.50	5.11
					股利支付率	9.05%	12.13%	17.55%	17.68%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	689.97	1099.70	1242.41	1400.74	每股收益	0.28	0.46	0.52	0.59
PE	33.91	20.57	18.06	15.96	每股净资产	2.47	2.89	3.32	3.80
PB	3.80	3.24	2.82	2.47	每股经营现金	0.53	0.36	0.52	0.59
PS	3.82	3.08	2.60	2.28	每股股利	0.02	0.06	0.09	0.10
EV/EBITDA	21.76	12.99	10.86	8.98					
股息率	0.27%	0.59%	0.97%	1.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn