

## 营收利润创新高，新品上线有望推动增长

——神州泰岳(300002) 2023 年年报点评

买入|维持

## 事件：

公司发布 2023 年年报。

## 点评：

## ● 2023 年公司营收及归母净利润创同期新高，费用率控制成效显著

2023 年，公司实现营收 59.62 亿元，同比增加 24.06%；实现归母净利润 8.87 亿元，同比增加 63.84%；扣非后归母净利润 8.29 亿元，同比提升 85.77%，营业收入和归母净利润均创同期新高。费用端看，2023 年，公司销售/管理/研发费用率分别为 24.66%/15.38%/5.53%，较 2022 年分别-1.47/-0.81/-0.78pct，费用率管控较好。收入分布上看，中国大陆收入占比为 27.07%，海外及港澳台地区占比 72.93%。

## ● 深耕 SLG 游戏出海赛道，长周期核心产品流水创新高

游戏业务方面，2023 年公司游戏业务实现营收 44.97 亿元，同比提升 26.51%，毛利率为 71.14%，较 22 年提升 3.61pct。公司多年深耕 SLG 游戏出海，游戏业务出海收入占比接近九成。其中，代表产品《旭日之城》2023 年充值流水创上线以来年度新高，《战火与秩序》充值流水保持稳定，两款游戏的累计流水在 2023 年分别达到 10 亿美元。在 Sensor Tower 发布的“2023 年中国手游发行商海外收入排行榜”中，壳木游戏位居第 7 位，同比提升 1 位。新产品方面，公司储备有科幻题材（代号 DL）和文明题材（代号 LOA）两款 SLG 融合类游戏，预计于 2024 年在海外发行上线，有望为游戏业务贡献新增量。

## ● 持续夯实数字化技术底座，新业务快速增长

软件和信息技术服务业务方面，2023 年公司实现营收 14.65 亿元，同比增长 17.08%，占比为 24.57%。其中，AI/ICT 运维管理、物联网/通讯、创新服务业务分别实现营收 12.27 亿元、0.82 亿元和 1.18 亿元，同比分别增长 20.08%、-19.63%、45.10%。ICT 运营产品持续迭代，业务稳步增长。AI 业务方面，公司利用自研 NLP 技术推出“泰岳小催”平台，并在下半年升级为“泰岳智呼”，在智能电销和智能催收领域提供 SaaS 化解决方案，后续有望持续放量。云业务方面，深化与亚马逊合作，23 年陆续推出“云桌面”、“云端渲染”、“CDN 预热”、“云托管”等企业级解决方案，强化服务出海客户的能力。

## ● 投资建议与盈利预测

公司游戏和计算机双业务驱动，游戏业务核心产品表现亮眼，2024 年新产品上线支撑业绩增长，计算机业务也有望贡献业绩弹性及新增长点。我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 10.15/12.10/13.56 亿元，EPS 分别为 0.52/0.62/0.69 元，对应 PE17/14/13 倍，维持“买入”评级。

## ● 风险提示

产品表现不及预期风险；行业政策变化风险；行业竞争加剧风险等。

## 基本数据

52 周最高/最低价（元）：15.51 / 8.16

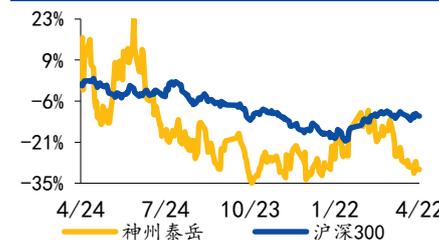
A 股流通股（百万股）：1819.19

A 股总股本（百万股）：1961.09

流通市值（百万元）：15972.52

总市值（百万元）：17218.39

## 过去一年股价走势



资料来源：Wind

## 相关研究报告

《国元证券行业研究-传媒行业月报：多模态 AI 应用持续落地，3 月版号超百款》2024.04.03

## 报告作者

分析师 李典  
执业证书编号 S0020516080001  
电话 021-51097188-1866  
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 路璐  
执业证书编号 S0020519080002  
电话 021-51097188  
邮箱 lulu@gyzq.com.cn

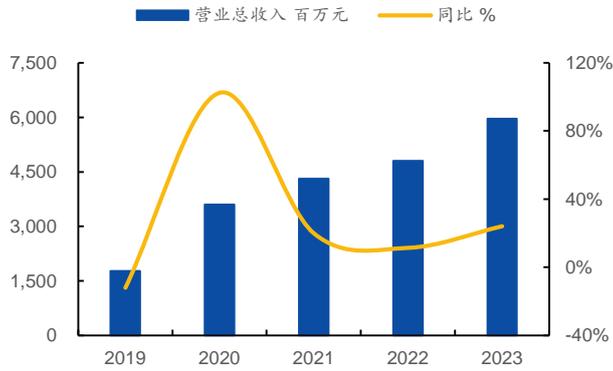
联系人 郜子娴  
电话 021-51097188  
邮箱 gaozixian@gyzq.com.cn

## 附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4806.01	5962.24	6964.47	7878.33	8575.47
收入同比(%)	11.40	24.06	16.81	13.12	8.85
归母净利润(百万元)	541.48	887.18	1014.96	1210.24	1356.39
归母净利润同比(%)	40.82	63.84	14.40	19.24	12.08
ROE(%)	11.20	15.39	15.17	15.31	14.65
每股收益(元)	0.28	0.45	0.52	0.62	0.69
市盈率(P/E)	31.69	19.34	16.91	14.18	12.65

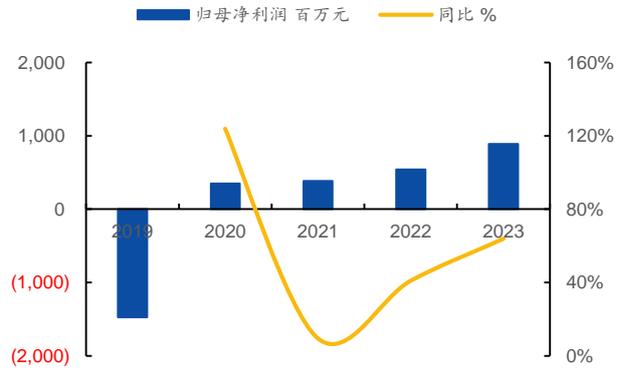
资料来源：Wind,国元证券研究所

图 1：2019-2023 年公司营业收入及增速



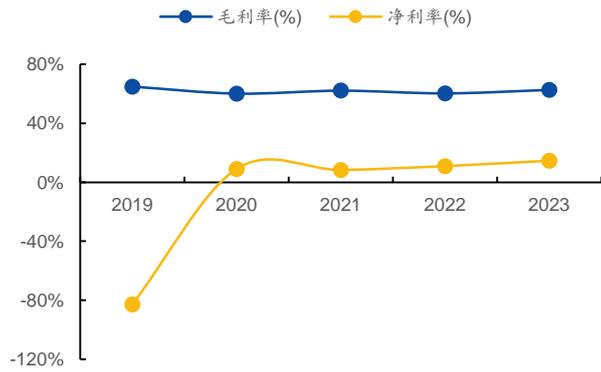
资料来源：wind，国元证券研究所

图 2：2019-2023 年公司归母净利润及增速



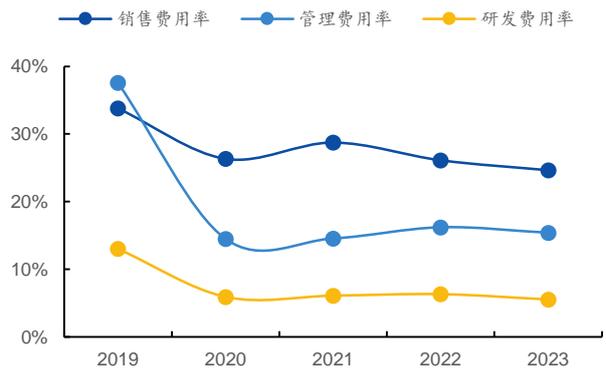
资料来源：wind，国元证券研究所

图 3：2019-2023 年公司毛利率及净利率



资料来源：wind，国元证券研究所

图 4：2019-2023 年公司销售/管理/研发费用率



资料来源：wind，国元证券研究所

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2750.74	3803.05	4756.36	6060.76	7461.13
现金	1805.71	2127.14	2546.81	3619.04	4898.34
应收账款	613.37	811.61	1016.87	1085.43	1195.09
其他应收款	7.46	13.87	272.79	406.86	408.84
预付账款	12.08	8.41	16.78	16.14	16.55
存货	162.98	165.68	220.77	237.60	253.66
其他流动资产	149.13	676.35	682.33	695.69	688.65
<b>非流动资产</b>	3067.10	2999.73	2998.89	2962.32	2928.83
长期投资	12.39	7.49	14.26	11.69	11.85
固定资产	241.52	341.42	312.58	283.75	254.92
无形资产	294.04	218.50	218.50	218.50	218.50
其他非流动资产	2519.15	2432.33	2453.55	2448.39	2443.57
<b>资产总计</b>	5817.83	6802.77	7755.25	9023.08	10389.95
<b>流动负债</b>	934.13	979.00	1029.18	1103.89	1134.36
短期借款	50.05	20.02	20.02	20.02	20.02
应付账款	397.39	385.53	499.97	559.43	585.56
其他流动负债	486.70	573.46	509.18	524.44	528.79
<b>非流动负债</b>	33.99	37.01	29.46	29.20	29.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	33.99	37.01	29.46	29.20	29.10
<b>负债合计</b>	968.12	1016.01	1058.63	1133.09	1163.47
少数股东权益	14.71	22.32	4.17	-13.36	-33.02
股本	1961.09	1961.09	1961.09	1961.09	1961.09
资本公积	583.56	669.65	669.65	669.65	669.65
留存收益	2387.34	3214.17	4111.46	5321.70	6678.09
归属母公司股东权益	4835.01	5764.44	6692.45	7903.35	9259.51
<b>负债和股东权益</b>	5817.83	6802.77	7755.25	9023.08	10389.95

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1044.90	1078.38	413.57	948.01	1106.31
净利润	531.92	880.31	996.80	1192.71	1336.73
折旧摊销	154.33	144.35	28.83	28.83	28.83
财务费用	-86.89	-72.26	-94.17	-125.06	-173.73
投资损失	-18.36	-20.85	-7.57	-13.80	-12.90
营运资金变动	179.12	-176.43	-288.00	-186.86	-129.49
其他经营现金流	284.78	323.25	-222.32	52.18	56.87
<b>投资活动现金流</b>	78.10	-723.94	3.80	-2.26	-1.01
资本支出	101.73	169.08	0.00	0.00	0.00
长期投资	-90.37	523.34	-23.30	7.72	0.02
其他投资现金流	89.46	-31.52	-19.50	5.46	-0.99
<b>筹资活动现金流</b>	-229.47	-87.16	2.31	126.47	174.00
短期借款	-87.40	-30.03	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	58.66	86.09	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-200.72	-143.22	2.31	126.47	174.00
现金净增加额	960.90	306.83	419.68	1072.22	1279.30

资料来源: wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	4806.01	5962.24	6964.47	7878.33	8575.47
营业成本	1903.52	2222.00	2616.77	2927.26	3161.31
营业税金及附加	15.48	16.98	22.47	24.41	26.22
营业费用	1255.53	1470.15	1741.12	1953.82	2126.72
管理费用	778.18	917.22	1072.53	1213.26	1320.62
研发费用	303.44	329.67	383.05	433.31	488.80
财务费用	-86.89	-72.26	-94.17	-125.06	-173.73
资产减值损失	-81.20	-90.80	-73.55	-80.58	-79.94
公允价值变动收益	-8.00	-23.74	-15.21	-16.85	-17.45
投资净收益	18.36	20.85	7.57	13.80	12.90
<b>营业利润</b>	622.52	1051.92	1198.29	1426.09	1601.27
营业外收入	10.19	0.55	3.80	3.78	3.25
营业外支出	3.43	1.04	1.90	1.87	1.74
<b>利润总额</b>	629.28	1051.43	1200.20	1428.00	1602.78
所得税	97.36	171.12	203.39	235.29	266.06
<b>净利润</b>	531.92	880.31	996.80	1192.71	1336.73
少数股东损益	-9.56	-6.87	-18.16	-17.53	-19.66
<b>归属母公司净利润</b>	541.48	887.18	1014.96	1210.24	1356.39
EBITDA	689.97	1124.01	1132.95	1329.86	1456.37
EPS (元)	0.28	0.45	0.52	0.62	0.69

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	11.40	24.06	16.81	13.12	8.85
营业利润(%)	32.85	68.98	13.91	19.01	12.28
归属母公司净利润(%)	40.82	63.84	14.40	19.24	12.08
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	60.39	62.73	62.43	62.84	63.14
净利率(%)	11.27	14.88	14.57	15.36	15.82
ROE(%)	11.20	15.39	15.17	15.31	14.65
ROIC(%)	20.67	35.54	33.02	37.43	40.17
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	16.64	14.94	13.65	12.56	11.20
净负债比率(%)	5.69	3.33	2.76	2.65	2.61
流动比率	2.94	3.88	4.62	5.49	6.58
速动比率	2.76	3.69	4.39	5.25	6.33
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.87	0.94	0.96	0.94	0.88
应收账款周转率	4.98	5.97	5.54	5.39	5.42
应付账款周转率	5.37	5.68	5.91	5.53	5.52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.45	0.52	0.62	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.55	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	2.47	2.94	3.41	4.03	4.72
<b>估值比率</b>					
P/E	31.69	19.34	16.91	14.18	12.65
P/B	3.55	2.98	2.56	2.17	1.85
EV/EBITDA	19.67	12.08	11.98	10.21	9.32

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188