

神州泰岳 (300002)

 证券研究报告
2024年04月30日

游戏高质量增长延续——2023 年报暨 2024 年一季报点评

长线游戏维持高质量增长，期待新产品落地开启新一轮成长周期

4Q23 公司收入同比+22%，环比+37%；归母净利润同比+105%，环比+104%；扣非归母净利润同比+160%，环比+89%。游戏业务在 3Q23 增加营销后如期释放利润。

2023 年是公司收获的一年，全年收入同比+24%至 59.6 亿元，归母净利润同比+64%至 8.9 亿元，其中游戏业务主体壳木公司 2023 年收入同比增长 27%，净利润同比增长 44%至 11 亿元。2023 年《旭日之城》流水同比增长 30%至 33 亿元，得益于高频度的内容更新，付费用户和付费 ARPU 值双升；《战火与秩序》全年流水同比增长 5%至 11.5 亿元，单季度流水保持环比稳中略增。在 Data.ai 的排行中，公司已位居全球发行商第 46 位，位居中国游戏厂商出海收入第 7 位。

1Q24 公司收入同比+23%，环比-22%；归母净利润同比+66%，环比-9%；扣非归母净利润同比+95%，环比-2%。尽管同比基数已开始有所走高，1Q24 公司收入仍继续保持了较高的同比增速。难能可贵的是，一季度并非公司收入确认传统旺季（我们认为四季度海外游戏市场有“圣诞节旺季”，ICT 运营管理业务确认收入相对集中），公司 1Q24 扣非盈利在高基数下仅环比微降 2%，稳定在单季度 2.9 亿左右。

我们认为 1Q24 的公司业绩的靓丽表现反映了，长线游戏流水质量进一步提升。根据 Data.ai 发布的“中国游戏厂商应用出海收入排行榜”来看，2024 年 1 月和 2 月壳木游戏分别排名第 8、第 7 位，流水体量保持相对稳定。与此同时，1Q24 公司销售费用环比收缩至 2.9 亿元，为最近 7 个季度以来最低值。

展望后续，我们预计《旭日之城》或有望继续维持流水爬坡趋势，《战火与秩序》流水或可保持基本稳定。公司储备的 2 款 SLG 融合类产品计划于 2024 年下半年在海外上线，分别为科幻题材的《代号 DL》和文明题材的《代号 LOA》。考虑到公司已在海外 SLG 游戏赛道上沉淀了丰富的运营发行经验和需求洞察能力，我们预计新产品成功率相对较高，有望推动公司进入新一轮成长周期。

计算机业务亏损收窄，AI 催收业务快速推进，2023 年鼎富智能收入同比+114%

2023 年公司计算机业务（口径为剔除壳木公司的其他业务合计，下同）收入同比增长 17%至 14.6 亿元，计算机业务净亏损-2.2 亿元，环比略有收窄。2023 年下半年，公司 AI 催收平台“泰岳小催”升级为“泰岳智呼”平台，提供智能电销和智能催收的 SaaS 化解决方案，目前已有约 150 家客户使用公司的外呼机器人。2023 年鼎富智能收入同比增长 114%至 1.4 亿元；净亏损约 6300 万，环比略有收窄。

投资建议：我们预计新游戏上线后有望推动公司游戏收入和盈利迈上新台阶，持续关注上线后推广节奏。我们维持 2024-2025 年预测归母净利润为 10.3/12.6 亿元，引入 2026 年预测归母净利润为 14.3 亿元，对应同比增速分别为 16%/22%/14%。我们看好公司在 SLG 游戏赛道的研运能力，以及 AI 业务的商业化推进。截止 2024/4/30，公司股价对应 2024-2026 年预测 PE 分别为 18/15/13 倍，对应 2024-2026 年壳木游戏预测 PE 分别为 15/13/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业监管风险；海外宏观消费环境不确定性；海外 SLG 游戏品类竞争格局加剧；新游戏上线时间及营销推广节奏不确定性。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,806.01	5,962.24	6,972.61	8,288.72	9,546.64
增长率(%)	11.40	24.06	16.95	18.88	15.18
EBITDA(百万元)	1,097.41	1,567.48	1,320.24	1,592.92	1,775.22
归属母公司净利润(百万元)	541.89	887.18	1,030.25	1,259.41	1,431.72
增长率(%)	40.93	63.72	16.13	22.24	13.68
EPS(元/股)	0.28	0.45	0.53	0.64	0.73
市盈率(P/E)	35.07	21.42	18.45	15.09	13.27
市净率(P/B)	3.93	3.30	2.85	2.45	2.11
市销率(P/S)	3.95	3.19	2.73	2.29	1.99
EV/EBITDA	5.22	8.76	11.10	8.71	7.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/游戏 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.69 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,961.09
流通 A 股股本(百万股)	1,819.19
A 股总市值(百万元)	19,002.98
流通 A 股市值(百万元)	17,627.99
每股净资产(元)	3.11
资产负债率(%)	12.98
一年内最高/最低(元)	16.33/7.83

作者

孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002 kongrong@tfzq.com	
缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003 miaoxinjun@tfzq.com	
王梦恺	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030002 wangmengkai@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《神州泰岳-公司点评:长线游戏持续爬坡，新产品周期有望到来——2023 年业绩快报点评》 2024-02-22
- 《神州泰岳-半年报点评:利润端高速增长，核心产品长线运营流水持续攀升》 2023-08-30
- 《神州泰岳-年报点评报告:业绩高速增长，游戏出海表现亮眼》 2023-04-28

附录

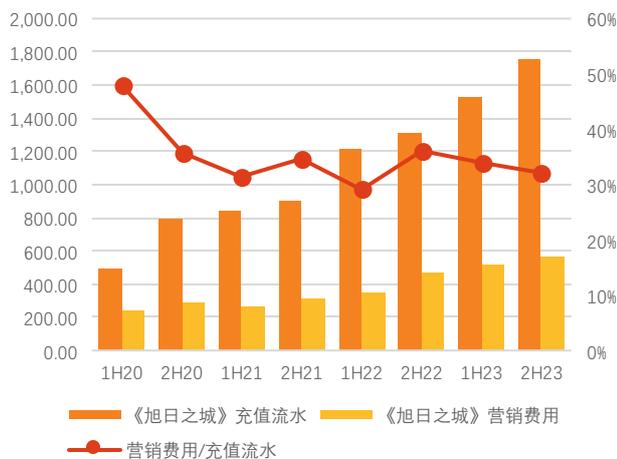
表 1：壳木游戏收入与净利润预测表

单位：百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
壳木游戏收入	609	860	2,408	3,265	3,555	4,498	5,237	6,288	7,251
yoy	4%	41%	180%	36%	9%	27%	16%	20%	15%
游戏毛利	537	742	1,599	2,174	2,400	3,199	3,783	4,542	5,238
yoy	-2%	38%	116%	36%	10%	33%	18%	20%	15%
游戏毛利率	88.2%	86.2%	66.4%	66.6%	67.5%	71.1%	72.2%	72.2%	72.2%
游戏营销费用	297	487	802	1,130	1,152	1,359	1,565	1,871	2,194
游戏营销费用率	48.7%	56.6%	33.3%	34.6%	32.4%	30.2%	29.9%	29.8%	30.3%
游戏营业利润	141	152	585	713	855	1,262	1,457	1,728	1,956
yoy	8%	8%	285%	22%	20%	48%	15%	19%	13%
游戏营业利润率	23.2%	17.7%	24.3%	21.8%	24.0%	28.0%	27.8%	27.5%	27.0%
游戏净利润	143	151	497	618	765	1,105	1,275	1,512	1,712
yoy	9%	6%	228%	24%	24%	44%	15%	19%	13%
游戏净利润率	23%	18%	21%	19%	22%	24.6%	24.3%	24.0%	23.6%

资料来源：公司公告、天风证券研究所预测

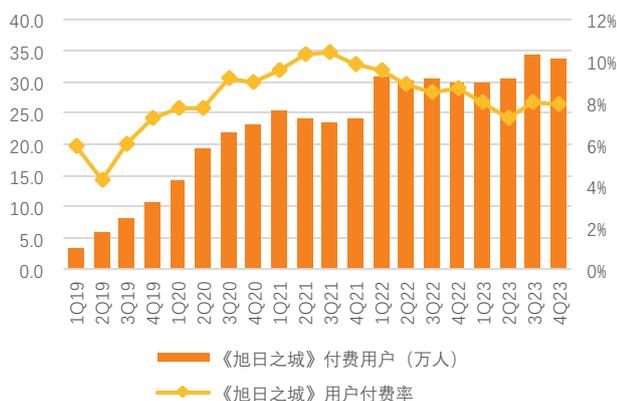
注：壳木游戏历史数据来自公告，2024-2026 年数据为我们财务模型预测

图 1：《旭日之城》充值流水与营销费用（百万元）



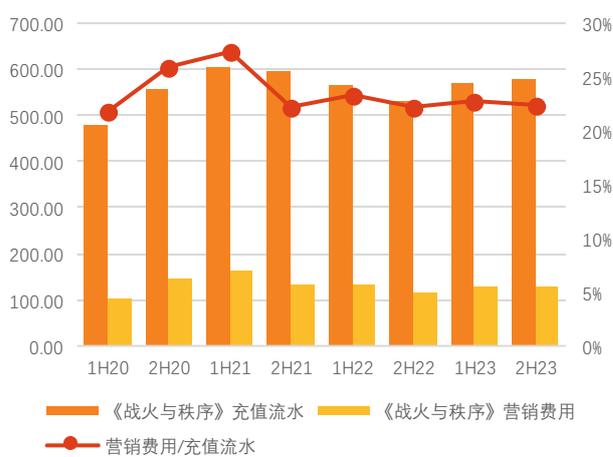
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：《旭日之城》付费用户数据



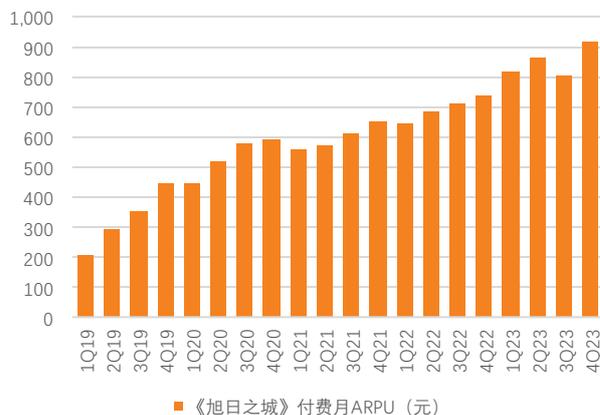
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：《战火与秩序》充值流水与营销费用（百万元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：《旭日之城》付费月 ARPU 值



资料来源：公司公告、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,805.71	2,127.14	2,771.08	3,486.82	4,430.23
应收票据及应收账款	657.06	824.17	985.55	1,257.86	1,432.09
预付账款	12.08	8.41	15.66	12.82	20.04
存货	162.98	165.68	220.39	236.53	290.68
其他	105.44	670.10	677.32	685.68	684.99
流动资产合计	2,743.27	3,795.49	4,670.00	5,679.71	6,858.02
长期股权投资	12.39	7.49	7.49	7.49	7.49
固定资产	241.52	341.42	418.90	490.38	555.86
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	365.33	250.16	253.71	252.26	270.00
其他	2,447.83	2,400.66	2,468.69	2,537.82	2,608.10
非流动资产合计	3,067.07	2,999.73	3,148.78	3,287.95	3,441.45
资产总计	5,817.81	6,802.77	7,818.78	8,967.66	10,299.48
短期借款	50.05	20.02	20.00	20.00	20.00
应付票据及应付账款	397.39	385.53	461.65	455.19	503.68
其他	334.05	405.34	617.16	689.39	729.88
流动负债合计	781.48	810.89	1,098.81	1,164.58	1,253.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	33.94	37.01	37.01	37.01	37.01
非流动负债合计	33.94	37.01	37.01	37.01	37.01
负债合计	968.07	1,016.01	1,135.81	1,201.58	1,290.57
少数股东权益	14.71	22.32	22.41	19.90	16.67
股本	1,961.09	1,961.09	1,961.09	1,961.09	1,961.09
资本公积	583.56	669.65	669.65	669.65	669.65
留存收益	2,387.37	3,214.17	4,108.00	5,200.64	6,442.78
其他	(96.98)	(80.48)	(78.18)	(85.21)	(81.29)
股东权益合计	4,849.74	5,786.76	6,682.97	7,766.08	9,008.91
负债和股东权益总计	5,817.81	6,802.77	7,818.78	8,967.66	10,299.48

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	532.33	880.31	1,030.25	1,259.41	1,431.72
折旧摊销	154.33	144.35	138.97	149.97	136.78
财务费用	8.21	(15.74)	(80.65)	(84.68)	(88.92)
投资损失	(18.95)	(20.85)	(4.62)	(4.62)	(4.62)
营运资金变动	243.19	(82.80)	(121.21)	(247.34)	(166.20)
其它	125.78	173.11	(12.54)	(15.53)	(16.36)
经营活动现金流	1,044.90	1,078.38	950.20	1,057.22	1,292.40
资本支出	(146.82)	107.97	220.00	220.00	220.00
长期投资	(25.94)	(4.90)	0.00	0.00	0.00
其他	250.86	(827.01)	(486.58)	(486.58)	(486.58)
投资活动现金流	78.10	(723.94)	(266.58)	(266.58)	(266.58)
债权融资	0.98	50.99	80.63	84.68	88.92
股权融资	(39.71)	(14.88)	(120.30)	(159.59)	(171.34)
其他	(190.74)	(123.27)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(229.47)	(87.16)	(39.68)	(74.91)	(82.42)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	893.53	267.28	643.95	715.74	943.41

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,806.01	5,962.24	6,972.61	8,288.72	9,546.64
营业成本	1,903.52	2,222.00	2,610.18	3,089.20	3,564.42
营业税金及附加	15.48	16.98	19.16	22.78	26.23
销售费用	1,255.53	1,470.15	1,666.88	1,980.37	2,309.39
管理费用	778.18	917.22	1,143.80	1,334.48	1,527.46
研发费用	303.44	329.67	402.14	469.75	531.50
财务费用	(86.89)	(72.26)	(80.65)	(84.68)	(88.92)
资产/信用减值损失	(76.56)	(89.35)	(53.94)	(54.39)	(54.86)
公允价值变动收益	(8.00)	(23.74)	1.19	1.19	1.19
投资净收益	18.36	20.85	4.62	4.62	4.62
其他	80.43	118.78	(52.21)	(57.44)	(63.18)
营业利润	622.52	1,051.92	1,215.20	1,485.68	1,690.68
营业外收入	10.19	0.55	0.15	0.00	0.00
营业外支出	3.43	1.04	0.08	0.00	0.00
利润总额	629.28	1,051.43	1,215.27	1,485.68	1,690.68
所得税	96.95	171.12	198.76	242.99	276.51
净利润	532.33	880.31	1,016.51	1,242.69	1,414.17
少数股东损益	(9.56)	(6.87)	(13.73)	(16.72)	(17.56)
归属于母公司净利润	541.89	887.18	1,030.25	1,259.41	1,431.72
每股收益(元)	0.28	0.45	0.53	0.64	0.73

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	11.40%	24.06%	16.95%	18.88%	15.18%
营业利润	32.85%	68.98%	15.52%	22.26%	13.80%
归属于母公司净利润	40.93%	63.72%	16.13%	22.24%	13.68%
获利能力					
毛利率	60.39%	62.73%	62.57%	62.73%	62.66%
净利率	11.28%	14.88%	14.78%	15.19%	15.00%
ROE	11.21%	15.39%	15.47%	16.26%	15.92%
ROIC	17.60%	39.98%	44.48%	50.56%	51.22%
偿债能力					
资产负债率	16.64%	14.94%	14.53%	13.40%	12.53%
净负债率	-36.10%	-36.17%	-40.96%	-44.46%	-48.80%
流动比率	2.94	3.88	4.25	4.88	5.47
速动比率	2.77	3.72	4.05	4.67	5.24
营运能力					
应收账款周转率	6.81	8.05	7.71	7.39	7.10
存货周转率	30.25	36.28	36.12	36.28	36.22
总资产周转率	0.87	0.94	0.95	0.99	0.99
每股指标(元)					
每股收益	0.28	0.45	0.53	0.64	0.73
每股经营现金流	0.53	0.55	0.48	0.54	0.66
每股净资产	2.47	2.94	3.40	3.95	4.59
估值比率					
市盈率	35.07	21.42	18.45	15.09	13.27
市净率	3.93	3.30	2.85	2.45	2.11
EV/EBITDA	5.22	8.76	11.10	8.71	7.24
EV/EBIT	6.06	9.64	12.41	9.61	7.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com