

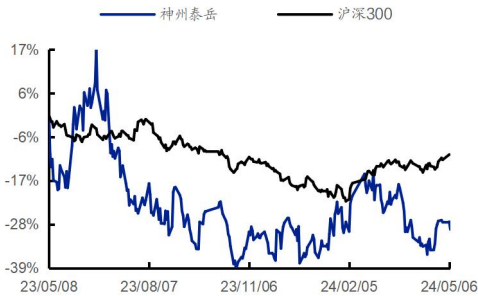
研究所:

证券分析师: 姚蕾 S0350521080006
yaol02@ghzq.com.cn
证券分析师: 谭瑞峤 S0350521120004
tanrq@ghzq.com.cn

一季报开门红, 游戏流水及利润率持续攀升

——神州泰岳(300002)公司动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/05/07

表现	1M	3M	12M
神州泰岳	2.9%	-9.7%	-29.8%
沪深300	2.6%	9.4%	-8.9%

市场数据

2024/05/07

当前价格(元)	9.45
52周价格区间(元)	7.83-16.33
总市值(百万)	18,532.32
流通市值(百万)	17,191.38
总股本(万股)	196,109.20
流通股本(万股)	181,919.40
日均成交额(百万)	709.66
近一月换手(%)	3.80

相关报告

《神州泰岳(300002)动态研究: 一季报开门红, 游戏流水及利润率持续攀升(买入)*游戏II*姚蕾, 谭瑞峤》——2024-05-05

《神州泰岳(300002.SZ)深度报告: 创新驱动、全球布局(买入)*游戏II*谭瑞峤, 姚蕾》——2024-03-28

《神州泰岳(300002)2023年三季报点评: Q3业绩符合预期, 费用端环比承压, 看好游戏业务长期稳健发展(买入)*游戏II*姚蕾, 谭瑞峤, 杨牧笛》——2023-10-27

事件:

- 2024年4月19日, 公司公告2023年报, 2023年实现营业收入59.6亿元, YOY+24.1%, 归母净利润8.9亿元, YOY+63.8%, 扣非净利润8.3亿元, YOY+85.8%。对应2023Q4营收19.1亿元, YOY+21.7%, 归母净利润3.2亿元, YOY+104.6%, 扣非净利润2.9亿元, YOY+160.5%。公司公告利润分配预案: 以19.57亿股为基数, 向全体股东每10股派发现金红利0.6元, 分红总额1.17亿元。
- 2024年4月25日, 公司公告2024Q1业绩, 实现营收14.9亿元, yoy+22.8%, 归母净利润3亿元, yoy+65.6%, 扣非归母净利润2.9亿元, yoy+95.4%。

投资要点:

■ 2023年游戏流水环比增长, 流水净利率创历史新高; AI收入同比翻倍。

(1) 收入端:

①分业务看: 游戏收入45亿元, YOY+26.5%, 占比75.4%; 计算机业务合计14.6亿元, YOY+17.1%, 占比24.6%, 其中, AI/ICT运营管理业务12.3亿元, YOY+20.1%, 占总收入的20.6%。AI子公司鼎富智能2023年实现营收1.4亿元, YOY+114.5%。

②分区域看: 2023年中国大陆地区实现营收16.1亿元, YOY+8%, 占比27.1%, 海外及中国港澳台地区实现营收43.5亿元, YOY+31.3%, 占比72.9%。

③分季度看, 2023Q1-Q4实现营收12.1/14.4/14/19.1亿元, YOY+22.3%/32.2%/21%/21.7%, 主要由于游戏产品流水的环比提升(QOQ+10%/5%/2%/8%)以及计算机业务Q4为收入确认高峰。

(2) 毛利端: 2023年毛利率62.7%, 同比+2.3pct, 其中游戏业务毛利率71.1%, 同比+3.6pct, 主要由于提升运营效率、节约成本开支,

《神州泰岳 (300002) 2022 年年报&2023 年一季报点评: 2023Q1 业绩超预期, 关注主力游戏产品及海外新品表现 (买入)*游戏 II*姚蕾》——2023-05-03

《神州泰岳 (300002) 2022 年度业绩快报点评: 游戏出海利润持续释放, 持续关注人工智能业务落地情况 (买入)*游戏 II*姚蕾》——2023-03-08

我们认为可能部分来自官服占比的提升。

(3) 费用端:

①2023 年销售费用 14.7 亿元, YOY+17.1%, 销售费用率 24.7%, 同比-1.47pct, 销售费用的主体是游戏的宣传推广费用, 2023 年游戏宣传推广总计 13.6 亿元, 占流水的比重从 2021 年的 35%降至 2022 年的 30%, 到 2023 年进一步降至 29%, 或与《旭日之城》契合行业副玩法趋势的改版有关。游戏宣传推广费上下半年分别为 6.6/7 亿元, 下半年的推广开支增加来自下半年《旭日之城》主动加大投放力度, 推动其 Q4 流水环比增长 (QOQ+11%)。Q4 销售费用 3.6 亿元, 环比 Q3 的 4.1 亿元有所缩减。

②2023 年管理费用 9.2 亿元, YOY+17.9%, 管理费用率 15.4%, 同比-0.81pct, 其中股份支付费用 1.1 亿元, 主要包括 2021 年员工持股计划 0.2 亿元、鼎富智能股权激励计划 0.5 亿元、2023 年员工持股计划 0.2 亿元、2023 年限制性股票计划 0.2 亿元。其中鼎富智能股权激励到 2025 年结束, 预计 2026 年释放利润。

③2023 年研发费用 3.3 亿元, YOY+8.6%, 研发费用率 5.5%, 研发人员数量增加 2.7%至 1156 人, 总体稳中略增。

④2023 年资产减值 9080 万元, 包含开发支出 (0.4 亿元,《Everland》经综合评估不再上线)、无形资产 (0.3 亿元)、商誉 (0.1 亿元, 物联网资产组)、以及存货及合同履约成本减值损失等。

(4) 净利端: 2023 年归母净利率 14.9%, 同比+3.6pct, 扣非净利率 13.9%, 同比+4.65pct, 来自游戏毛利率提升、投放效率提升和计算机的缩亏 (按公司利润-游戏利润估算)。2023 年壳木游戏净利润 11 亿元, yoy+44.5%, 净利率 24.6%, 同比+3pct。鼎富智能净亏损 6292.6 万元, 亏损幅度同比收窄, 扣除子公司股权激励费用 (4961.7 万元) 后, 实现净利润-1350.9 万元。

(5) 2024Q1 投放减少、效率提升, 释放业绩

2024Q1 营收 14.9 亿元, yoy+22.8%, 毛利率 63.7%, 同比-0.3pct, 销售/管理/研发费用率分别为 19.4%/17.2%/6.2%, 同比分别 -7.9/+5/-1.9 pct, 其中销售费用 2.9 亿元, yoy-12.9%, qoq-19.3%, 主要由于主力产品减少投放, 管理费用 2.6 亿元, yoy+72.9%, 主要由于职工薪酬增加。

2024Q1 归母净利润 3 亿元, yoy+65.6%, 归母净利率 19.8%, yoy+5.1pct, 扣非归母净利润 2.9 亿元, yoy+95.4%。利润大幅提升主要系投放费用减少释放利润。

■ 2023 年流水同增 19.1%, 《旭日》贡献流水利润主要增量, 《战火》

成熟期稳健释放利润，核心产品经营数据向好，据 sensor tower，2024Q1《旭日》同比保持增长；储备产品预计年内商业化测试，关注 2025H1 开服及投放情况。

- (1) 《旭日之城》：当打之年流水高增，各项经营数据健康。2023 年流水 33 亿元，YOY+30%，活跃用户 YOY+21% vs ARPU YOY+8%；付费用户 YOY+6% vs ARPPU YOY+23%。据 sensor tower，2024Q1《旭日之城》流水同比增长 10%。
- (2) 《战火与秩序》：流水稳健，释放利润。2023 年流水 11.5 亿元，YOY+5%，继 2022 年流水承压 (YOY-9%) 后有所恢复，拆分来看，活跃用户 YOY+2% vs ARPU YOY+3%；付费用户 YOY-16% vs ARPPU YOY+24%，说明全年增长主要由付费深度的提升拉动，用户回流亦有所贡献。
- (3) 《无尽苍穹》：收缩投放，聚焦核心产品。2023 年流水 1.8 亿，YOY-22%，主要由于下半年几乎停止投放。
- (4) 储备产品：《代号 DL》《代号 LOA》有望年内商业化测试，建议关注 2025H1 开服及投放情况（公司历史上通常在产品正式商业化后 3-6 个月决定是否加大投放）。

- **盈利预测和投资评级：**公司以“创新驱动、全球布局”为战略，以技术为基础，在游戏和软件信息技术服务两大业务板块持续打造行业精品，C 端布局游戏，B 端赋能行业。公司旗下壳木游戏为中国游戏出海第一梯队，有望跻身 TOP 行列；对技术底层的关注，有助于公司持续把握 AI 等新技术趋势，赋能行业，打造新增长点。考虑到 2024 年核心产品《旭日之城》数据表现优异，调整 2024-2026 年归母净利润至 11.1/13.02/14.57 亿元，对应 PE 为 17/14/13x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、新产品上线进度及表现不及预期、老产品流水下滑、运营事故、海外政策变化、管理层相关风险、估值中枢下移、新技术发展不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,962	7,086	8,054	8,863
增长率(%)	24	19	14	10
归母净利润 (百万元)	887	1,110	1,302	1,457
增长率(%)	64	25	17	12
摊薄每股收益 (元)	0.45	0.57	0.66	0.74
ROE(%)	15	16	16	15
P/E	19.45	16.69	14.24	12.72
P/B	3.01	2.71	2.29	1.95
P/S	2.91	2.62	2.30	2.09
EV/EBITDA	12.51	10.86	8.86	7.30

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：神州泰岳盈利预测表

证券代码:	300002		股价:	9.45	投资评级:	买入	日期:	2024/05/07	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	15.39%	16.21%	16.07%	15.32%	EPS	0.46	0.57	0.66	0.74
毛利率	62.73%	63.31%	63.02%	62.53%	BVPS	2.94	3.49	4.13	4.85
期间费率	38.83%	40.10%	39.65%	39.08%	估值				
销售净利率	14.88%	15.67%	16.16%	16.44%	P/E	19.45	16.69	14.24	12.72
成长能力					P/B	3.01	2.71	2.29	1.95
收入增长率	24.06%	18.85%	13.66%	10.05%	P/S	2.91	2.62	2.30	2.09
利润增长率	63.84%	25.15%	17.23%	11.94%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.94	0.96	0.92	0.87	营业收入	5962	7086	8054	8863
应收账款周转率	8.37	7.88	7.63	7.50	营业成本	2222	2600	2979	3321
存货周转率	13.52	15.36	16.98	18.57	营业税金及附加	17	20	23	25
偿债能力					销售费用	1470	1771	2094	2260
资产负债率	14.94%	14.55%	13.98%	13.20%	管理费用	917	1090	1128	1241
流动比	3.88	4.48	5.09	5.74	财务费用	-72	-20	-28	-37
速动比	3.65	4.26	4.87	5.53	其他费用/(-收入)	330	353	378	409
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	1052	1294	1517	1698
现金及现金等价物	2734	3776	4972	6490	营业外净收支	0	-1	-1	-1
应收款项	824	1024	1169	1287	利润总额	1051	1293	1516	1697
存货净额	166	173	178	180	所得税费用	171	194	227	255
其他流动资产	79	101	192	126	净利润	880	1099	1289	1443
流动资产合计	3803	5074	6511	8082	少数股东损益	-7	-11	-13	-14
固定资产	341	348	355	361	归属于母公司净利润	887	1110	1302	1457
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025	2026
无形资产及其他	2651	2604	2545	2485	经营活动现金流	1078	1229	1410	1728
长期股权投资	7	2	4	7	净利润	887	1110	1302	1457
资产总计	6803	8029	9416	10936	少数股东损益	-7	-11	-13	-14
短期借款	20	20	20	20	折旧摊销	155	168	178	188
应付款项	386	433	488	535	公允价值变动	24	17	18	19
合同负债	168	213	242	266	营运资金变动	-58	-88	-103	60
其他流动负债	405	466	530	587	投资活动现金流	-724	-342	-425	-363
流动负债合计	979	1132	1280	1408	资本支出	-168	-120	-116	-116
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-531	-243	-334	-274
其他长期负债	37	36	36	36	其他	-25	21	24	27
长期负债合计	37	36	36	36	筹资活动现金流	-87	-69	-101	-101
负债合计	1016	1168	1316	1444	债务融资	-30	-2	0	0
股本	1961	1961	1961	1961	权益融资	19	34	0	0
股东权益	5787	6861	8100	9492	其它	-76	-101	-101	-101
负债和股东权益总计	6803	8029	9416	10936	现金净增加额	307	823	884	1264

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业 7 年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

谭瑞峤，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业 3 年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业 4 年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

【分析师承诺】

姚蕾，谭瑞峤，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。