



买入(维持)

所属行业: 传媒/游戏 II
当前价格(元): 9.09

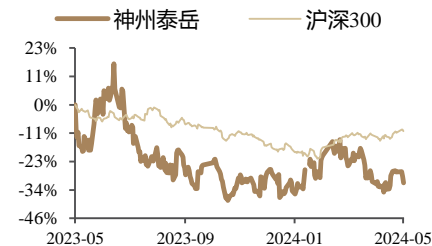
证券分析师

马笑

资格编号: S0120522100002

邮箱: maxiao@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 《23年业绩预告超预期, 游戏业务稳中有升-神州泰岳业绩预告点评》, 2024.1.25
- 《神州泰岳(300002.SZ) 23Q3财报点评: 游戏业务稳健增长, 关注后续产品上线进度》, 2023.10.26
- 《神州泰岳(300002.SZ) 首次覆盖报告: 游戏出海头部厂商, 精于大单品长线运营》, 2023.10.11

神州泰岳 2023 及 24Q1 业绩点评: 核心产品流水基本盘稳定, 深耕 SLG 出海打造护城河

投资要点

- 事件:** 公司披露 2023 全年营收 59.62 亿元, 同比+24%; 归属于上市公司股东净利润 8.87 亿元, 上年同期净利润 5.42 亿元, 同比增长 64%。扣非归母净利润为 8.29 亿元, 上年同期为 4.45 亿元, 同比增长 86%。24 年 Q1 营业收入 14.88 亿元, 同比增长 22.79%; 归属于母公司所有者的净利润 2.95 亿元, 同比增长 65.62%; 基本每股收益 0.1514 元, 同比增长 65.65%。
- 核心游戏业务持续驱动公司增长, 海外收入占比近九成。** 2023 年游戏业务营收 45.0 亿元, 同比+26.5%; 净利润 11.05 亿元, 同比+44.5%。根据全球数据机构 Data.ai 的排行, 公司于“2024 年度发行商大奖”位居全球第 46 位; 根据 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; 旗下的《Age of Origins》(《旭日之城》) 进入“2023 年全球策略手游内购收入增长榜 Top10”。运营了近 6 年的游戏《旭日之城》依然持续高增, 23 年 Q4 充值流水同比+40.5%, ARPU 值由 63.7 元同比+14.1%增长至 72.4 元。运营近 8 年的《War and Order》(《战火与秩序》) 也继续保持平稳运营, 23 年 Q4 充值流水同比+8.7%。储备产品方面, 公司有两款 SLG 玩法的储备产品, 分别是代号 DL (科幻题材) 和代号 LOA (文明题材), 预计在 24 年上线。根据公司过往深耕 SLG 出海和精细化运营的经验, 有望在核心基本盘稳定的基础上驱动公司进入新一轮的增长。
- 计算机业务继续平稳发展, 持续看好 AI 业务降本增效。** 2023 年计算机业务收入 14.6 亿元, 同比+17.1%, 其中 AI 业务子公司鼎富智能实现营收 1.43 亿元, 同比+114.5%, 主要业务为智能电销和智能催收, 为多家金融企业提供 SaaS 解决方案的同时实现降本增效。
- 盈利预测和投资建议:** 根据我们对公司核心产品稳健的流水基本盘以及对储备产品的未来展望, 我们预测公司 24-26 年的营收至 70.1/83.4/96.3 亿元, 同比增长 17.6%/18.9%/15.5%。我们预测归母净利润至 10.4/12.2/13.7 亿元, 同比增长 17.0%/17.8%/12.4%。我们看好游戏业务成熟产品的稳定性和新产品的业绩预期, 以及计算机业务持续产品化和商业化的进度。维持“买入”评级。
- 风险提示:** 产品上线不及预期; 行业竞争加剧; 行业政策变化。

股票数据

总股本(百万股):	1,961.09
流通 A 股(百万股):	1,819.19
52 周内股价区间(元):	8.16-15.48
总市值(百万元):	17,845.94
总资产(百万元):	7,024.26
每股净资产(元):	3.11

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,806	5,962	7,010	8,335	9,627
(+/-)YoY(%)	11.4%	24.1%	17.6%	18.9%	15.5%
净利润(百万元)	541	887	1,038	1,223	1,374
(+/-)YoY(%)	40.8%	63.8%	17.0%	17.8%	12.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.28	0.45	0.53	0.62	0.70
毛利率(%)	60.4%	62.7%	62.0%	60.1%	61.0%
净资产收益率(%)	11.2%	15.4%	15.3%	15.3%	14.7%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	0.53	0.62	0.70
每股净资产	2.94	3.46	4.08	4.78
每股经营现金流	0.55	0.80	0.70	0.98
每股股利	0.06	0.00	0.00	0.00
价值评估 (倍)				
P/E	19.45	17.18	14.58	12.97
P/B	3.01	2.62	2.23	1.90
P/S	2.99	2.54	2.14	1.85
EV/EBITDA	12.51	10.45	8.18	6.42
股息率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	62.7%	62.0%	60.1%	61.0%
净利润率	14.8%	14.7%	14.5%	14.1%
净资产收益率	15.4%	15.3%	15.3%	14.7%
资产回报率	13.0%	12.8%	12.9%	12.4%
投资回报率	15.3%	14.3%	14.6%	14.1%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	24.1%	17.6%	18.9%	15.5%
EBIT 增长率	77.6%	9.3%	20.3%	12.5%
净利润增长率	63.8%	17.0%	17.8%	12.4%
偿债能力指标				
资产负债率	14.9%	16.2%	15.9%	15.6%
流动比率	3.9	4.0	4.4	4.8
速动比率	3.6	3.8	4.2	4.6
现金比率	2.2	2.7	3.2	3.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	43.0	36.5	32.0	28.5
存货周转天数	26.6	26.6	26.6	26.6
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
固定资产周转率	17.5	21.4	26.6	32.2

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	887	1,038	1,223	1,374
少数股东损益	-7	-10	-12	-14
非现金支出	245	210	210	210
非经营收益	11	-21	-21	-21
营运资金变动	-58	356	-20	363
经营活动现金流	1,078	1,572	1,380	1,912
资产	-168	-113	-113	-113
投资	-531	-110	-110	-110
其他	-25	21	21	21
投资活动现金流	-724	-201	-201	-201
债权募资	-30	0	0	0
股权募资	19	0	0	0
其他	-76	0	0	0
融资活动现金流	-87	0	0	0
现金净流量	307	1,371	1,178	1,711

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 10 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,962	7,010	8,335	9,627
营业成本	2,222	2,666	3,323	3,755
毛利率%	62.7%	62.0%	60.1%	61.0%
营业税金及附加	17	20	24	27
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	1,470	1,823	2,085	2,455
营业费用率%	24.7%	26.0%	25.0%	25.5%
管理费用	917	992	1,117	1,348
管理费用率%	15.4%	14.2%	13.4%	14.0%
研发费用	330	409	450	529
研发费用率%	5.5%	5.8%	5.4%	5.5%
EBIT	1,065	1,164	1,401	1,577
财务费用	-72	-35	-17	-19
财务费用率%	-1.2%	-0.5%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-91	0	0	0
投资收益	21	21	21	21
营业利润	1,052	1,223	1,441	1,619
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	1,051	1,223	1,441	1,619
EBITDA	1,221	1,375	1,612	1,788
所得税	171	196	231	259
有效所得税率%	16.3%	16.0%	16.0%	16.0%
少数股东损益	-7	-10	-12	-14
归属母公司所有者净利润	887	1,038	1,223	1,374

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,127	3,498	4,676	6,387
应收账款及应收票据	824	699	890	742
存货	166	249	283	313
其它流动资产	686	689	700	702
流动资产合计	3,803	5,135	6,550	8,143
长期股权投资	7	7	7	7
固定资产	341	328	314	299
在建工程	0	0	0	0
无形资产	218	182	146	109
非流动资产合计	3,000	2,982	2,965	2,947
资产总计	6,803	8,117	9,515	11,091
短期借款	20	20	20	20
应付票据及应付账款	386	572	614	729
预收账款	3	4	5	6
其它流动负债	570	680	833	944
流动负债合计	979	1,276	1,472	1,698
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	37	37	37	37
非流动负债合计	37	37	37	37
负债总计	1,016	1,313	1,509	1,735
实收资本	1,961	1,961	1,961	1,961
普通股股东权益	5,764	6,792	8,005	9,370
少数股东权益	22	12	0	-14
负债和所有者权益合计	6,803	8,117	9,515	11,091

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。