

神州泰岳 (300002)

SLG 出海龙头流水攀升，计算机业务 AI 拓增量

2024 年 07 月 01 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 陈欣

执业证书: S0600122070012

chenxin@dwzq.com.cn

买入 (首次)

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4806	5962	6681	7761	8688
同比 (%)	11.40	24.06	12.05	16.16	11.95
归母净利润 (百万元)	541.48	887.18	1,150.74	1,269.23	1,449.09
同比 (%)	40.82	63.84	29.71	10.30	14.17
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.28	0.45	0.59	0.65	0.74
P/E (现价&最新摊薄)	29.41	17.95	13.84	12.55	10.99

投资要点

■ **计算机+游戏双主业并进，业绩稳健增长。**公司成立于 2001 年，从事 ICT 运营管理，后并购天津壳木布局游戏，形成计算机+游戏两大业务集群，其中游戏业务聚焦全球市场，专注 SLG 手游研运出海，计算机业务聚焦 ICT 运营管理、物联网与通信，并拓展智能催收、智能电销等人工智能及大数据业务，探索新增长点。2023 年及 2024Q1 公司实现营收 59.62/14.88 亿元，yoy+24.06%/22.79%，归母净利润 8.87/2.95 亿元，yoy+63.84%/65.62%，高经营管理效率下，人效提升显著，2020-2023 年公司人均创收 CAGR 为 8%，人均创利 CAGR 为 24%。

■ **游戏业务：SLG 手游研运能力出众，老游利润稳健释放，新游有望相继上线贡献增量。**公司游戏业务主体天津壳木成立于 2009 年，经过 2009-2012 年的单机、2013-2016 年的品类探索阶段，自 2017 年起专注 SLG 手游出海，并取得出色成绩，2016-2023 年天津壳木收入 CAGR 达 48%，净利润 CAGR 达 27%，其中 2023 年实现营收 44.98 亿元，yoy+26.52%，净利润 11.05 亿元，yoy+44.46%，净利润率 24.56%，yoy+3.05pct。公司游戏业务利润持续增厚，主要得益于核心游戏《War and Order》《Age of Origins》保持高于竞品的内容更新频次，满足玩家内容消耗需求，长生命周期流水表现出色，其中《WAO》流水趋稳，《AOO》流水仍处增长阶段，利润有望进一步释放。展望后续，公司储备的新游《代号 DL》《代号 LOA》等预计将于 2024 年内开始上线海外地区，我们认为《WAO》《AOO》已相继验证公司于 SLG 赛道的经验积累和玩法研判能力，积极关注新游上线投放、调试情况。

■ **计算机业务：ICT 运维有望企稳回升，AI 及创新业务开拓新增量。**公司计算机业务为 B 端客户提供数字化产品和解决方案，包括 ICT 运营管理、物联网与通信、人工智能与大数据、创新业务四大板块。2023 年初，公司运用自有 NLP 技术，推出人工智能催收解决方案“泰岳小催”平台，后升级为“泰岳智呼”平台，覆盖智能电销、智能催收领域。2022-2023 年 AI 业务主体鼎富智能实现营收 0.67/1.43 亿元，同比高增 54%/114%，净利润-0.66/-0.63 亿元，亏损主要系股权激励费用及研发投入等影响，看好后续业务持续增长，同时随着股权激励费用摊销结束，鼎富智能有望实现盈利，带动计算机业务利润弹性释放。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年实现营收 66.81、77.61、86.88 亿元，同比增长 12.05%、16.16%、11.95%，归母净利润 11.51、12.69、14.49 亿元，同比增长 29.71%、10.30%、14.17%。我们采用分部估值法，预计 2024 年游戏业务贡献净利润 13.24 亿元，给予 15 倍 PE，对应市值 199 亿元，计算机业务贡献收入 16.85 亿元，给予 2.50 倍 PS，对应市值 42 亿元，合计目标市值 241 亿元，对应目标价 12.27 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**老游长线运营不及预期风险，新游流水不及预期风险，计算机业务扭亏不及预期风险，行业监管风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.12
一年最低/最高价	7.78/13.96
市净率(倍)	2.61
流通 A 股市值(百万元)	14,771.86
总市值(百万元)	15,924.07

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.11
资产负债率(% ,LF)	12.98
总股本(百万股)	1,961.09
流通 A 股(百万股)	1,819.19

内容目录

1. 公司概况：计算机+游戏双主业并进，增长动能充足	4
1.1. 发展历程：ICT 运维起家，构筑计算机+游戏两大业务集群.....	4
1.2. 股权结构较为分散，管理层经验丰富.....	5
1.3. 财务概况：双核驱动营收增长，盈利能力稳步提升.....	7
2. 游戏业务：SLG 出海龙头厂商，长周期运营能力出众	9
2.1. 手游出海概况：SLG 为主要品类，海外市场广阔.....	9
2.2. 公司 SLG 研运能力出众，老游稳健新游蓄势待发.....	10
3. 计算机业务：赋能企业数智化转型，AI 及创新业务拓边界	14
4. 盈利预测与投资建议	16
4.1. 盈利预测.....	16
4.2. 估值与投资建议.....	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司产业布局	4
图 3: 公司股权架构图 (截至 2023 年年报)	4
图 4: 2017-2023 年公司人均创收、人均创利情况	4
图 5: 2016-2023 年公司营业收入及同比增速	4
图 6: 2016-2023 年公司营业收入构成	4
图 7: 2016-2023 年公司毛利率情况	4
图 8: 2016-2023 年公司销售/管理/研发费用率情况	4
图 9: 2016-2023 年公司归母净利润及同比增速	4
图 10: 2016-2023 年公司归母净利率	4
图 11: 公司利润构成情况	4
图 12: 海外策略移动游戏市场规模及占比	9
图 13: 中国厂商自研游戏海外收入及同比增速	9
图 14: 2023 年中国手游出海收入前 100 名收入分布	9
图 15: 天津壳木营业收入、净利润及净利率水平	10
图 16: 全球 SLG 手游净收入中丧尸题材占比	1
图 17: 公司核心游戏与竞品的版本更新频次对比	1
图 18: 《War and Order》季度流水	1
图 19: 《War and Order》流水及推广营销费用情况	1
图 20: 《War and Order》活跃用户数及 ARPU 值	1
图 21: 《Age of Origins》季度流水	1
图 22: 《Age of Origins》流水及推广营销费用情况	1
图 23: 《Age of Origins》活跃用户数及 ARPU 值	1
图 24: 公司“数字化新 IT”智能运营产品全景图	1
图 25: “泰岳智呼”平台架构	1
图 26: 鼎富智能营收及净利润情况	1
表 1: 公司管理层简介	4
表 2: 公司 2024-2026 年营收及毛利率预测	10
表 3: 游戏业务可比公司估值	1
表 4: 计算机业务可比公司估值	1

1. 公司概况：计算机+游戏双主业并进，增长动能充足

1.1. 发展历程：ICT 运维起家，构筑计算机+游戏两大业务集群

公司从 IT 运维管理起家，后拓展游戏、发力 AI，发展历程可分为以下三个阶段：

2001-2012 年：专注系统网络管理领域。公司成立于 2001 年，2006 年成为中国移动飞信项目的运维支撑外包服务商，ICT 运营管理业务实现快速发展，2009 年公司于创业板上市。

2013-2015 年：布局游戏，并购天津壳木。为多元化业务布局，优化业务结构，把握移动游戏行业快速发展的机遇，公司于 2013 年拟收购、2014 年完成收购天津壳木，切入移动游戏行业。

2016 年至今：计算机+游戏双轮驱动，AI 拓展业务增量。游戏业务方面，天津壳木面向欧美等海外市场，成功推出《War and Order》《Age of Origins》等 SLG 游戏，业绩增长强劲。计算机业务方面，2016 年起公司积极梳理传统业务，整合提升并购业务，营收利润及人均产出等经营指标稳步提升，同时通过投资收购逐步拓展物联网、人工智能等业务，探索长期增长点。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

截至 2023 年底，公司已形成游戏+计算机两大业务集群，四大核心业务：

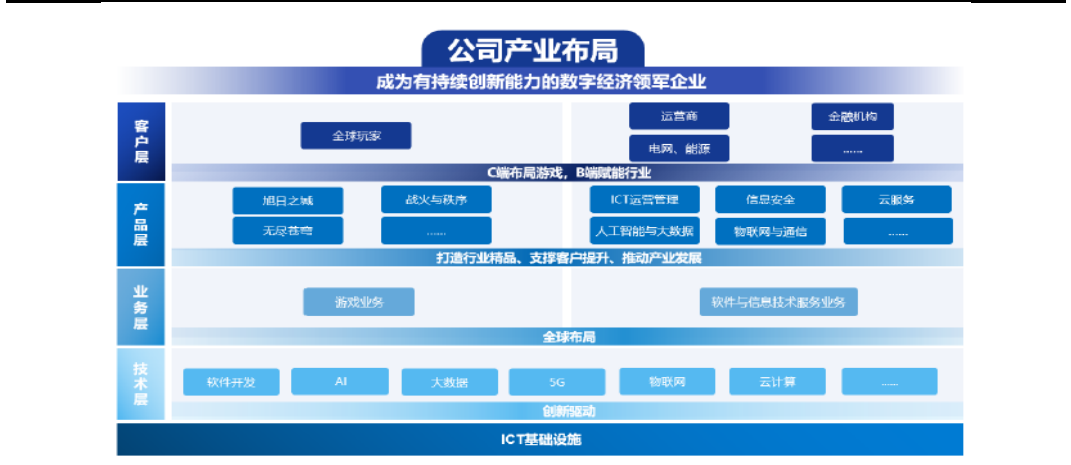
1) **游戏业务：**聚焦全球市场，专注于 SLG 游戏的研发、发行和运营。

2) **计算机业务：**

- **ICT 运营管理：**包括“数字化新 IT 智能运营”、“信息安全”、“云增值服务”三大产品线，为电信、金融、能源、交通等领域的大中型企业和政府机构提供 ICT 运营管理解决方案，同时为跨境企业提供云增值服务，帮助数百家中国企业上云出海。

- **物联网与通信**：面向电力、周界安防和专网通信三大应用领域推出特定场景专项解决方案。
- **人工智能与大数据**：专注人工智能 NLP 自然语言处理技术的探索，推动 NLP 技术在智能催收、智能电销、智慧公安、智慧政务、智慧园区等领域的广泛应用落地。

图2：公司产业布局

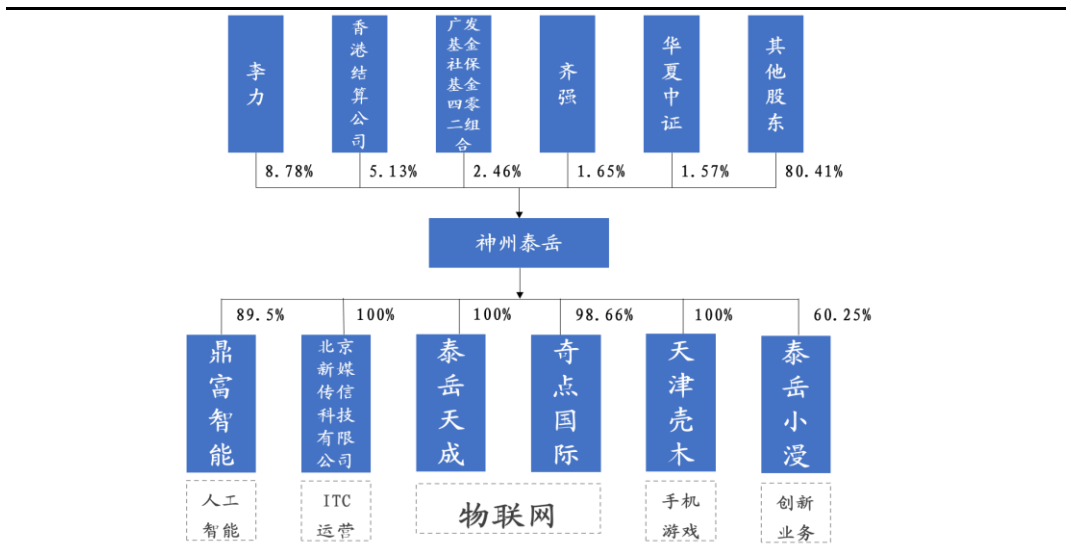


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权结构较为分散，管理层经验丰富

追求创新与高效运营，并避免过度依赖单个人从而对公司经营造成影响，公司于上市前就确定了较为分散的股权结构，当前公司仍为无实控人状态，截至 2023 年年报，创始人之一及现任副董事长李力先生为最大的股东，直接持股 8.78%，董事长冒大卫直接持股 0.37%。

图3：公司股权架构图（截至 2023 年年报）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

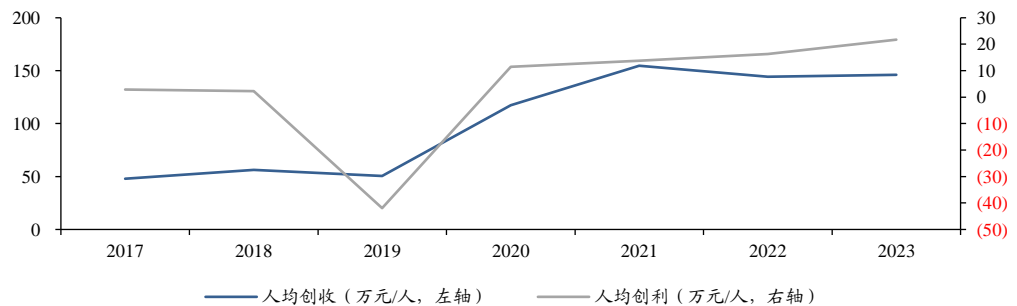
管理层经验丰富，积极梳理业务，经营效率提升显著。公司现任管理班子工作经历丰富，兼具业务和管理能力，其中董事长冒大卫先生于2018年担任公司总裁，2021年担任公司董事长，带领公司重点发展游戏业务，持续调整计算机业务，剥离拖累公司业绩且发展空间不大的子公司和业务线，培育云服务等内生增长点，改造收购的鼎富智能等，系列改革成效显著。2020-2023年公司人均创收、人均创利增长趋势明显，CAGR分别为8%、24%。

表1: 公司管理层简介

姓名	职位	履历
冒大卫	董事长、 总裁	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.2018年5月至2021年2月任公司董事,2018年9月至今任公司总裁,2021年2月至今任公司董事长。
李力	副董事长、 董事	主要创始人,历任公司董事,常务副总经理,总经理,2018年9月至今任公司副董事长。
翟一兵	董事、首 席运营官	曾在邮电部电信总局工作,在地方挂职锻炼任职副市长;曾在中国移动、中国联通工作;2013年3月,担任公司首席运营官。2013年5月至今担任公司董事兼首席运营官。
高峰	副总裁	02年起历任公司销售经理,高级销售经理,行业销售总监。现任公司副总裁
董越	副总裁	曾在中国电信、中国联通、联通时科任职。现任公司副总裁,运营商事业群总经理
戈爱晶	副总裁、 财务总监	曾任阔地教育董事长兼总裁,贝昂科技执行总裁。现任公司副总裁,财务总监,财务管理中心总经理。
刘家歆	副总裁	曾任安氏运营商事业部总监,CA中国 E-trust 行业总监,Bigfix 中国区总经理,北京陪诊医家联合创始人.18年12月加入神州泰岳任云事业部总经理。
张开彦	董事会秘 书	曾任西南证券高级经理,申万宏源副总裁,上海嘉麟杰董事,董秘,盛达金属董事,副总裁,董秘。现任神州泰岳资本运营中心总经理

数据来源: Wind、东吴证券研究所

图4: 2017-2023年公司人均创收、人均创利情况

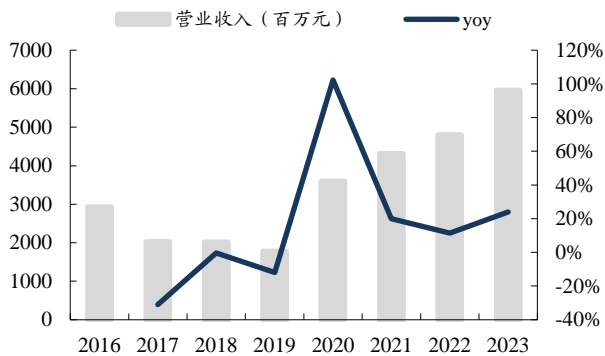


数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 财务概况：双核驱动营收增长，盈利能力稳步提升

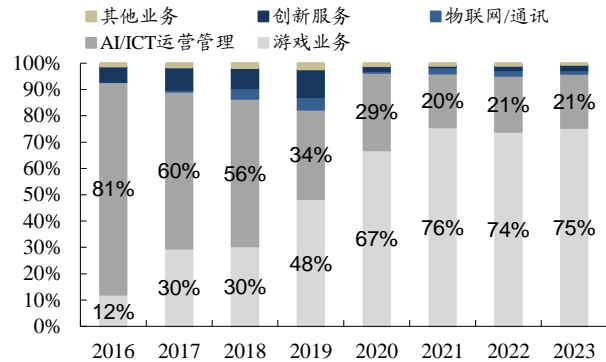
游戏驱动营收高速增长，计算机业务整装待发。2016-2019 年公司营收呈下降趋势，主要系受电信运营商资本支出放缓、公司业务结构调整等影响，营收占比较高的 ICT 运营管理业务收入下滑。此后，公司积极梳理聚焦业务，发展 AI 等创新服务，2022 年起 AI/ICT 运营管理营收重启增长，2022/2023 年该业务收入同比增长 19%、17%。游戏业务方面，2016、2018 年公司核心新游《War and Order》《Age of Origins》相继上线，流水稳步高增，2019-2023 年游戏业务收入同比增速分别为+40%、+180%、+36%、+9%、+27%，营收占比自 2016 年的 12% 增长至 2023 年的 75%，成为公司营收增长的核心驱动。（注：2020 年游戏业务收入增速较高主要系游戏收入由净额法调整为全额法。）

图5：2016-2023 年公司营业收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

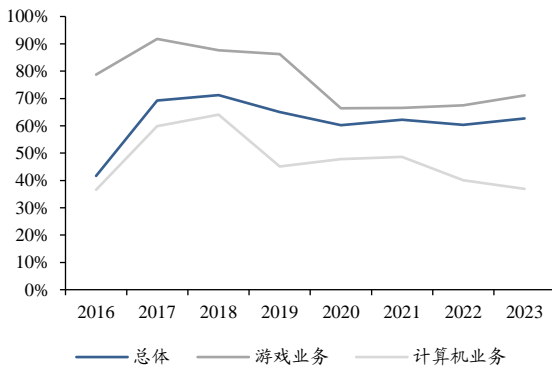
图6：2016-2023 年公司营业收入构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

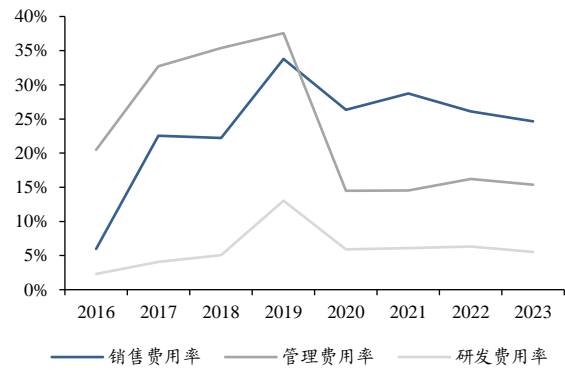
毛利率基本稳定，费用率管控良好。公司总体毛利率趋势维稳，其中 2020 年游戏业务毛利率同比明显下降，主要系游戏收入确认准则调整为全额法，并将渠道分成计入营业成本所致，2020-2023 年游戏业务毛利率分别为 66%、67%、68%、71%，呈提升趋势，主要系联运成本分成减少，计算机业务毛利率分别为 48%、49%、40%、37%，总体毛利率分别为 60%、62%、60%、63%。费用端，2020 年以来，公司销售/管理/研发费用率管控良好，2020-2023 年销售费用率分别为 26%、29%、26%、25%，管理费用率分别为 14%、15%、16%、15%，研发费用率分别为 6%、6%、6%、6%。

图7: 2016-2023 年公司毛利率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

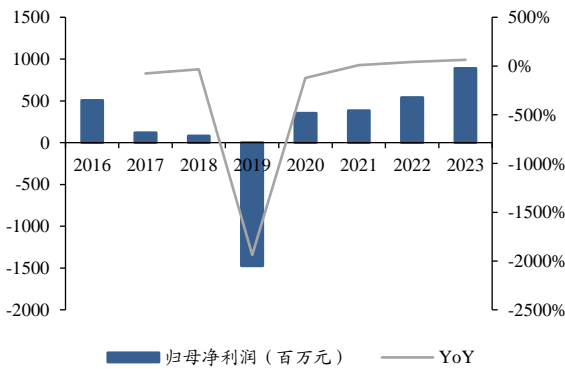
图8: 2016-2023 年公司销售/管理/研发费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

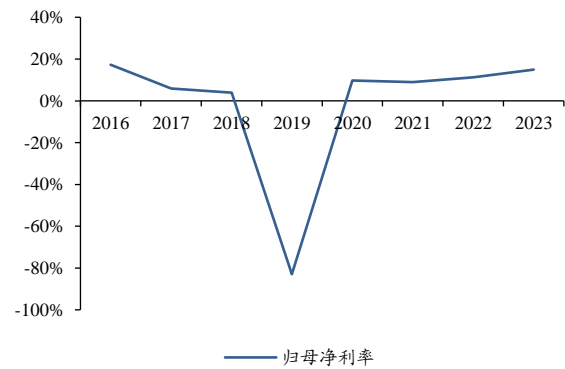
归母净利润稳步增长，游戏贡献主要业绩。2019 年公司积极梳理业务，计提各类减值准备，致利润端承压，2020 年起，公司经营效率稳步提升，归母净利润持续增长，2021-2023 年归母净利润同比增速分别为+10%、+41%、+64%，归母净利率分别为 9%、11%、15%，盈利能力持续提升。从业务构成上，游戏为主要业绩贡献板块，2021-2023 年净利润分别为 6.18、7.65、11.05 亿元。

图9: 2016-2023 年公司归母净利润及同比增速



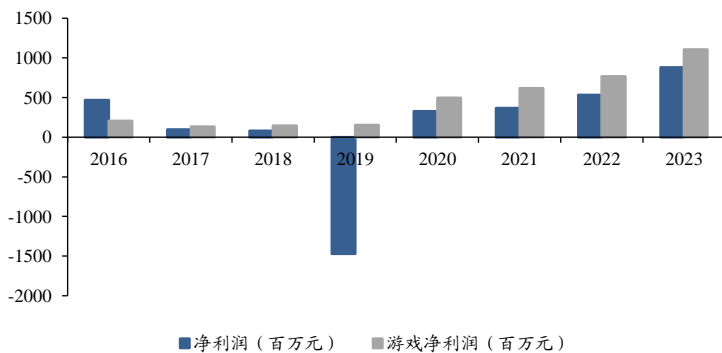
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2016-2023 年公司归母净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 公司利润构成情况



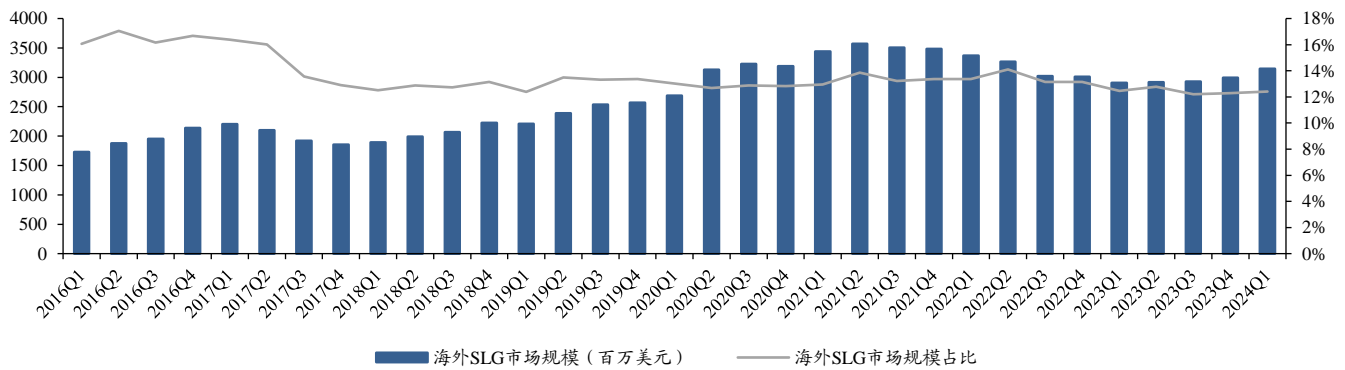
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

2. 游戏业务：SLG 出海龙头厂商，长周期运营能力出众

2.1. 手游出海概况：SLG 为主要品类，海外市场广阔

SLG 为海外手游第二大品类。根据 Sensor Tower 统计，2021-2023 年海外 SLG 流水规模分别为 140/127/117 亿美元。从趋势上看，2022 年疫后用户回归线下活动，减少线上娱乐，相应 SLG 游戏市场规模随着手游大盘有所回落，2023Q3 起随着新游上线，市场规模重启增长态势。从占比来看，SLG 是海外手游第二大品类，2024Q1 流水占比达 12%，仅次于 RPG。

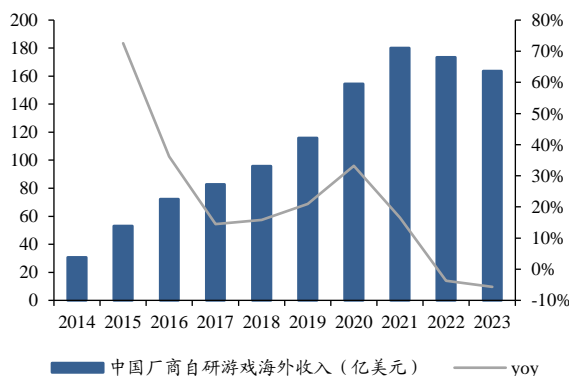
图12：海外策略移动游戏市场规模及占比



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

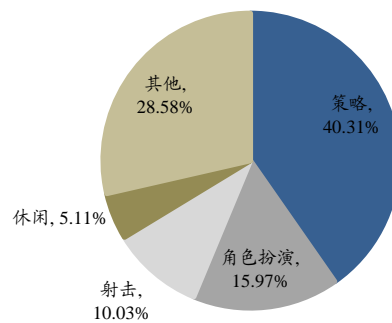
SLG 为中国厂商出海第一大品类，研运优势突出。2023 年中国厂商自研游戏海外收入达 163.66 亿美元，同比下降 5.67%，主要系疫后海外游戏大盘有所回落。品类上，SLG 一直是中国厂商出海创收的主力，2020-2023 年中国出海收入前 100 名自研游戏中策略类占比均超过 35%，以“中国厂商出海收入*出海收入前 100 名的策略游戏收入占比/海外 SLG 市场规模”估算，2023 年中国 SLG 手游出海渗透率为 56%。

图13：中国厂商自研游戏海外收入及同比增速



数据来源：伽马数据，游戏工委，东吴证券研究所

图14：2023 年中国手游出海收入前 100 名收入分布

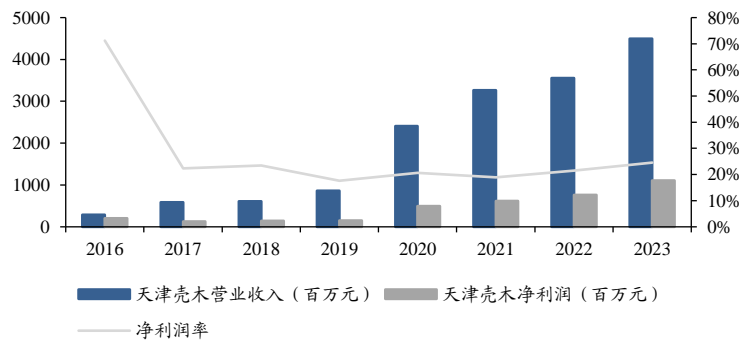


数据来源：伽马数据，游戏工委，东吴证券研究所

2.2. 公司 SLG 研运能力出众，老游稳健新游蓄势待发

老牌出海厂商，专注 SLG 赛道。天津壳木成立于 2009 年，于 2013 年被收购，其发展历程可大致分为三个阶段：1) 2009-2012 年的单机阶段，以天津壳木创始人李毅为主导，侧重于单机游戏；2) 2013-2016 年的探索阶段，即使公司在 2011 年推出商业化表现相对出色的 SLG 游戏《Little Empire》，但这一期间公司尚未坚定选定 SLG 为主要赛道，且在业绩承诺压力下，产品推出数量多、品类杂，于 2015 年推出 RPG《刀塔帝国-风暴纪元》、RPG《天子传奇》和休闲单机《Ninja Jump》等。于 2016 年推出二次元动作手游《ACT》、坦克模拟类游戏《League Of Tanks》、舰战题材的战棋策略游戏《Sail Craft》、SLG《War and Order》（《战火与秩序》），其中《War and Order》大获成功，也成为公司后续专注 SLG 赛道的一个转折点。3) 2017 年至今，2017 年易律升任壳木副总裁，2018 年易律升任壳木 CEO，冒大卫接任神州泰岳总裁，天津壳木坚定 SLG 品类出海并取得出色成绩，2016-2023 年营收 CAGR 达 48%，净利润 CAGR 达 27%，2023 年实现营收 44.98 亿元，净利润 11.05 亿元，净利润率达 25%。

图15：天津壳木营业收入、净利润及净利润率水平



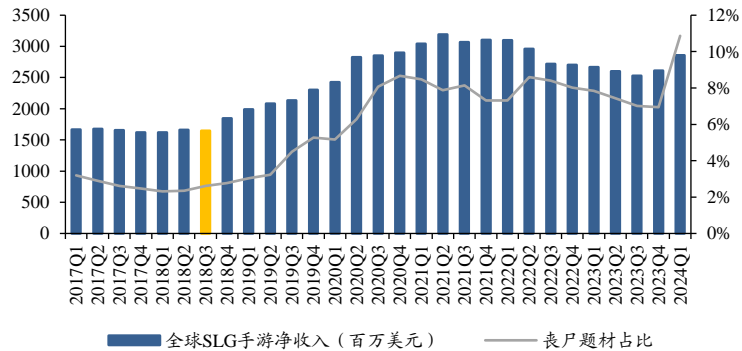
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

游戏研发：聚焦精品策略，玩法创新+长久积累奠定基础。不同于前期“广撒网式”的新游策略，在坚定选择 SLG 赛道后，公司新游推出节奏明显放缓，但成功率有所提升，2018 年推出《Titan Throne》《Age of Origins》，2020 年推出《Infinite Galaxy》《War of Destiny》，其中《Age of Origins》大获成功。**我们认为公司新游推出较为成功的基础在于：**

1) 深耕赛道，玩法创新提升用户体验：2011 年率先于《Clash of Kings》推出《Little Empire》，2016 年的《War and Order》在 COK-like 玩法上结合低门槛的即时战略和领地玩法，在战术深度和玩家养成压力上做了改进；2018 年的《Age of Origins》创新“SLG+X”融合玩法，在游戏内加入偏轻度的 PVE 塔防玩法，优化前期节奏。

2) SLG 品类的经验积累：公司新游推出坚持“测试—调优—加大买量投放”这一流程，我们认为公司这一流程有助于提高新游推出的成功率。我们以《Age of Origins》为例，得益于快速迭代的测试流程，2018Q3 公司成功选中了当时较为冷门的丧尸题材（2018Q3 丧尸题材仅占全球 SLG 流水大盘的 3%），与市面上众多 SLG 游戏形成明显差异，充分享受了丧尸题材的买量、用户获取红利。

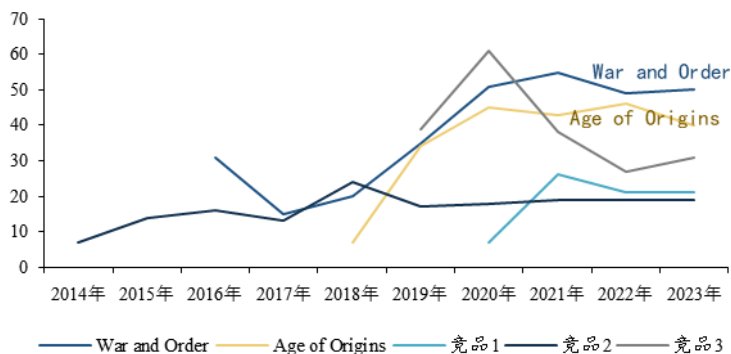
图16: 全球 SLG 手游净收入中丧尸题材占比



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

游戏运营：精细化运营拉长产品生命周期。1) 高频率更新内容，满足玩家消耗需求：我们以美国地区 iOS 游戏畅销榜排名靠前的 SLG 产品进行对比，公司《War and Order》《Age of Origins》的年度更新频次均领先于海内外厂商，其中 2023 年两款游戏更新次数分别为 50 次、40 次，远高于同类竞品的 31、21、19 次；2) 积极拥抱市场变化，调整玩法满足玩家需求：如 2023 年休闲玩法流行，公司核心产品在原有数值基础上，新增题材、玩法契合的“数字闯关”等副玩法，并以创意副玩法作为买量素材之一，扩大了增量用户覆盖面及留存率，进而驱动流水增长。

图17: 公司核心游戏与竞品的版本更新频次对比

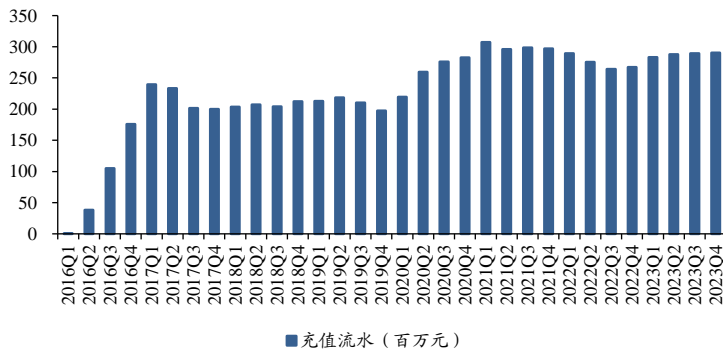


数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

《War and Order》《Age of Origins》相继验证公司研发+运营能力，2023年两者收入分别占游戏收入的73%、26%:

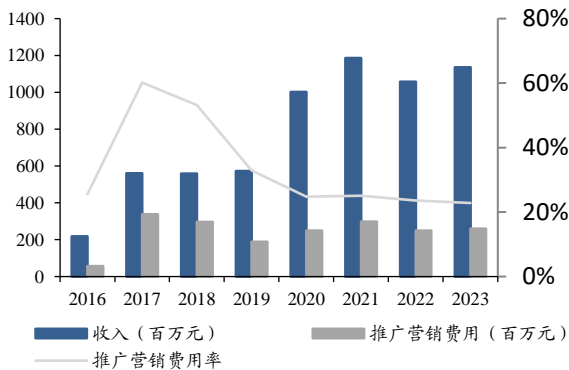
《War and Order》: 2016年上线，流水步入新平台期，推广营销费用下降，利润逐步释放。1) 2016-2017年: 流水快速增长。《War and Order》于2016年上线，随后开启“买量投放验证—版本调优”，并于2017年开启大幅买量投放。2) 2018-2019年: 流水平稳，买量费用缩减，利润逐步释放。2017Q3起游戏流水企稳，相应买量投放开始逐步缩减，推广营销费用率自2017年的60%下降至2019年的33%。3) 2020-2021年: 海外疫情期间用户线上娱乐时长增加，公司加大买量推广，活跃用户数及流水重启增长，流水于2021Q1再创新高。4) 2022年至今: 流水新平台期，利润稳步释放。疫后用户回归线下活动，游戏活跃用户数有所减少，但公司通过高频次内容更新，单用户付费值有所提升，流水步入新平台期，且随着产品成熟，公司减少买量投入，推广营销费用率降低，产品利润弹性释放。

图18: 《War and Order》季度流水



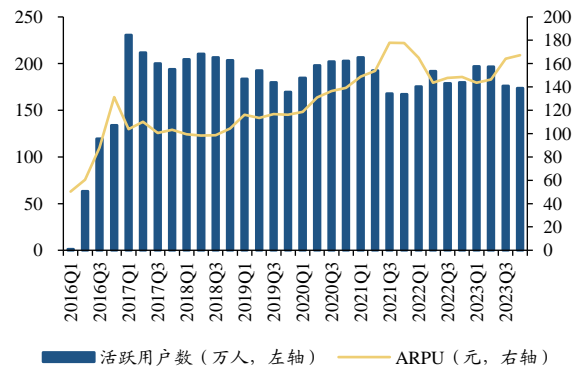
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 《War and Order》流水及推广营销费用情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 《War and Order》活跃用户数及 ARPU 值

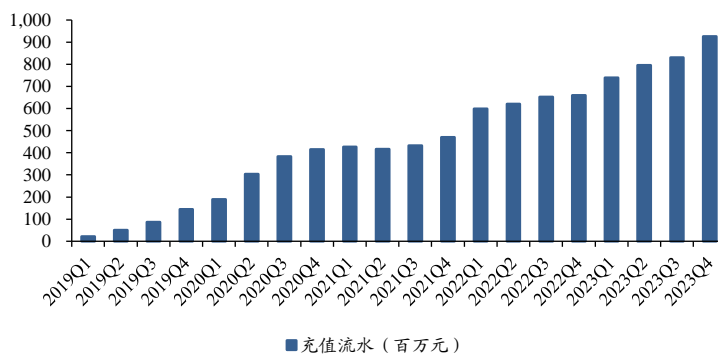


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

《Age of Origins》: 2018 年上线，流水仍处于增长阶段，利润有望进一步释放。

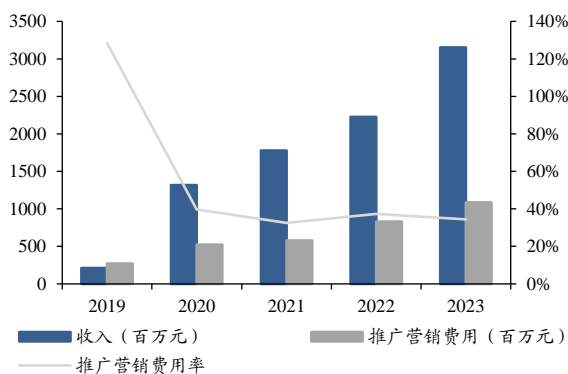
《Age of Origins》于 2018 年底上线，作为丧尸题材+PVE 塔防玩法 SLG 的先行者，流水屡创新高，2023 年实现收入 31.54 亿元，同比增长 42%。得益于公司在付费点的精细打磨，降低玩法门槛，优化小额付费设计，2023Q4 《Age of Origins》的活跃用户数已达 425 万人，远超《War and Order》峰值的 231 万人，且单用户付费已达到 218 元/季度，超过《War and Order》峰值的 178 元/季度。展望后续，我们看好公司持续精细化运营，单用户付费有望继续提升，驱动流水再创新高，同时看好产品逐步进入成熟期，推广营销费用有望缩减，带来利润进一步释放。

图21: 《Age of Origins》季度流水



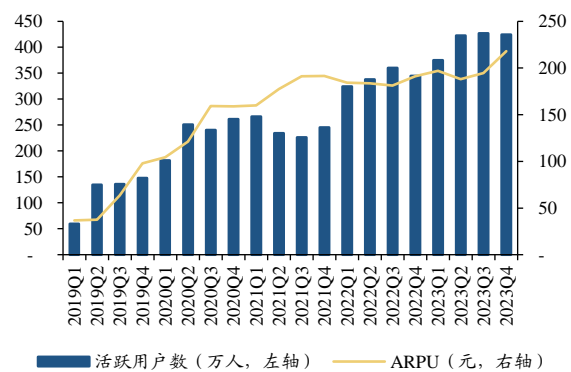
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 《Age of Origins》流水及推广营销费用情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图23: 《Age of Origins》活跃用户数及 ARPU 值



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

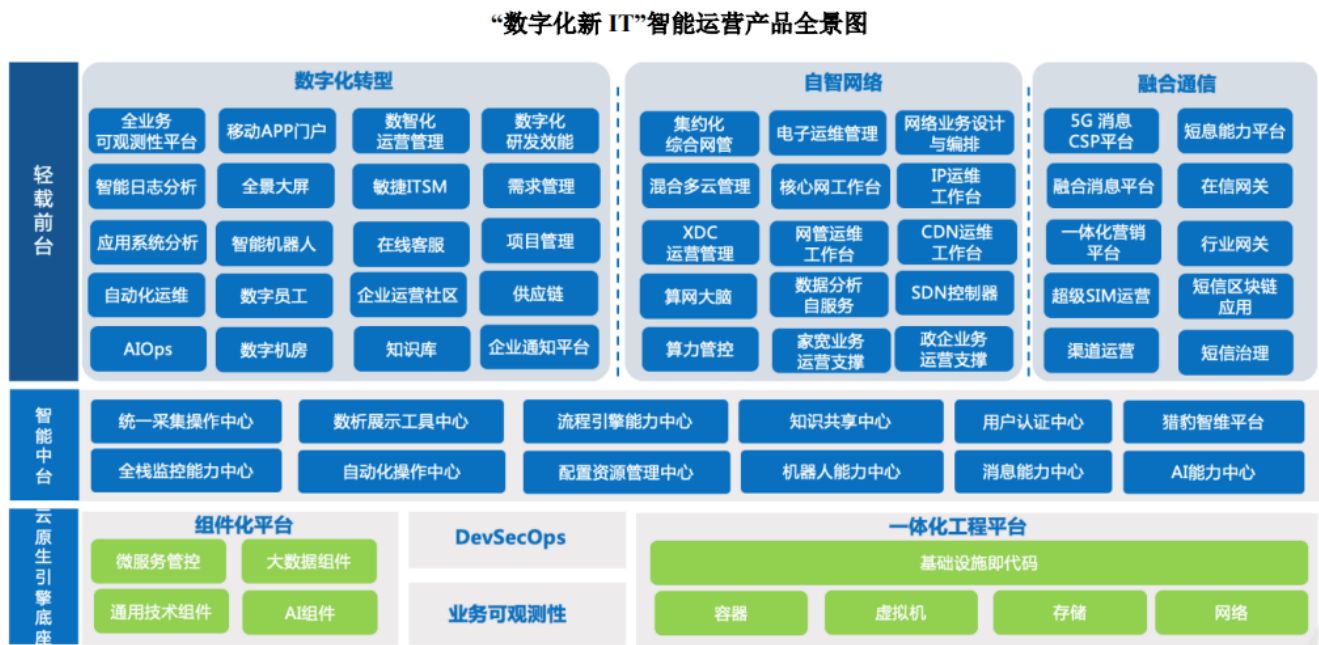
新游聚焦“SLG+模拟经营”，有望年内相继上线，持续关注产品上线情况。公司预计储备的“SLG+模拟经营”融合玩法的《代号 DL》(科幻题材)、《代号 LOA》(文

明题材) 将于 2024H2 上线海外地区, 积极关注新游上线初期投放、调试情况, 看好新游持续调优迭代, 相继上线贡献业绩增量。

3. 计算机业务: 赋能企业数智化转型, AI 及创新业务拓边界

1) ICT 运营: 升级“数字化新 IT”智能运营, 赋能企业数智化转型。公司为电信运营商、金融、能源、交通、政府等多个行业客户提供智能化运营管理平台, 并顺应企业数字化转型的关键技术需求, 将传统的“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、人工智能等为代表的新一代数字技术, 以及基于多项技术底座构建的中台和业务应用, 赋能大型企业集团 ICT 运营管理的数智化转型。

图24: 公司“数字化新 IT”智能运营产品全景图



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2) 物联网/创新业务: 将物联网技术、通信技术与 ICT 运维开发能力深度融合, 为电网、核电、重点安防区域提供智能巡视和智慧监测服务, 为跨境人群提供高性价比的数据流量服务。

3) 人工智能: 自研 NLP 核心技术, AI 赋能千行百业。以子公司鼎富智能为主体推进, 2023 年年初, 公司基于 Transformer 结构, 运用自有的 NLP 技术, 推出人工智能催收解决方案“泰岳小催”平台, 将传统作业模式与前沿 AI 技术相结合, 以人机协同为核心理念, 以智能分案、智能外呼等技术为核心能力, 打破传统的催收作业模式, 帮助催收机构坐席人均创佣提升 50%, 开案效率提升 8-10 倍。2023H2, “泰岳小催”

平台升级为“泰岳智呼”平台，以智能电销和智能催收为重点，面向市场提供 SaaS 化的解决方案。

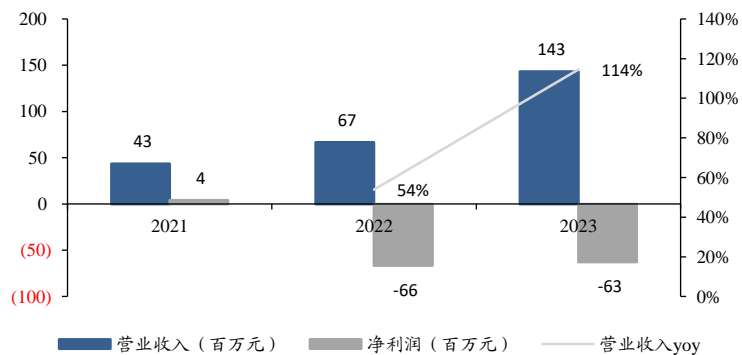
利润弹性有望开启释放。2022-2023 年鼎富智能实现营收 0.67/1.43 亿元，同比高增 54%/114%，净利润-0.66/-0.63 亿元，净利润转亏主要系：1) 2022-2024 年股权激励费用影响，其中 2023 年为 0.49 亿元；2) 业务研发投入及销售团队扩张，带来费用增长。展望后续，我们认为智能催收、智能电销业务有望保持高收入增速，同时随着 2024 年股权激励费用归属结束，鼎富智能利润有望转正并稳步提升。

图25：“泰岳智呼”平台架构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：鼎富智能营收及净利润情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

游戏业务：我们预计公司核心游戏《War and Order》《Age of Origins》流水将延续稳健表现，新游《代号 DL》《代号 LOA》等将于 2024H2 相继上线，贡献业绩增量，预计 2024-2026 年游戏业务营收增速分别为 11%/17%/12%，同时随着公司渠道成本优化，我们预计 2024-2026 年游戏业务毛利率分别为 71.20%/71.30%/71.50%。

计算机业务：1) AI/ICT 运营管理：我们预计公司 ICT 运营管理业务营收有望企稳回升，AI 业务尚处起步阶段，营收有望高增，预计 2024-2026 年 AI/ICT 运营管理营收同比增速为 15%/15%/10%，毛利率为 32.00%/32.00%/32.00%；2) 物联网业务：我们预计 2024-2026 年营收同比增速为 5%/5%/5%，毛利率为 65.00%/65.00%/65.00%；3) 创新业务：公司面向跨境场景提供全球数据流量服务，伴随跨境出行放开，业绩有望快速提升，我们预计 2024-2026 年营收同比增速为 30%/25%/20%，毛利率为 45.00%/45.00%/45.00%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司营业总收入同比增速为 12%/16%/12%，总体毛利率为 62.26%/62.38%/62.62%。

表2: 公司 2024-2026 年营收及毛利率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）						
游戏业务	3265	3555	4497	4996	5825	6550
AI/ICT 运营管理	882	1021	1227	1411	1622	1784
物联网	97	102	82	86	91	95
创新业务	27	82	118	154	192	231
其他	43	46	38	34	31	28
营业总收入	4314	4806	5962	6681	7761	8688
同比增速						
游戏业务	35.60%	8.88%	26.51%	11.09%	16.59%	12.45%
AI/ICT 运营管理	-16.50%	15.78%	20.08%	15.00%	15.00%	10.00%
物联网	264.33%	5.03%	-19.63%	5.00%	5.00%	5.00%
创新业务	-57.90%	199.98%	45.10%	30.00%	25.00%	20.00%
其他	6.47%	7.87%	-17.61%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
总体	19.98%	11.40%	24.06%	12.05%	16.16%	11.95%
毛利率						
游戏业务	66.59%	67.53%	71.14%	71.20%	71.30%	71.50%
AI/ICT 运营管理	46.76%	35.19%	32.90%	32.00%	32.00%	32.00%
物联网	54.73%	56.43%	63.73%	65.00%	65.00%	65.00%
创新业务	46.97%	65.94%	48.16%	45.00%	45.00%	45.00%
其他	74.59%	67.43%	74.14%	75.00%	75.00%	75.00%
总体	62.23%	60.39%	62.73%	62.26%	62.38%	62.62%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

4.2. 估值与投资建议

考虑到公司游戏业务与计算机业务模式不同，且分处于不同发展阶段，我们对公司采取分部估值：

1) 游戏业务：我们选取网络游戏指数权重标的，且布局中重度游戏赛道的恺英网络、完美世界、吉比特作为可比公司，2024年三家PE平均值为12X，我们预计公司游戏业务2024年将贡献13.24亿元净利润，考虑到公司核心产品出海流水稳健，长线运营出色，给予游戏业务2024年15倍PE估值，对应目标市值199亿元。

2) 计算机业务：我们选取计算机（长江）指数权重标的且业绩增速稳健的软通动力、中控技术、奇安信-U作为可比公司，2024年三家PS平均值为2.04X，我们预计公司计算机业务2024年营收为16.85亿元，考虑到公司AI业务增长快速，我们给予公司计算机业务2024年2.50倍PS估值，对应目标市值42亿元。

综上，我们给予公司目标市值241亿元，对应目标价12.27元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3: 游戏业务可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润(百万元)			归母净利润同比增速			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002517.SZ	恺英网络	206	1,850	2,199	2,524	26.56%	18.85%	14.80%	11.11	9.35	8.14
002624.SZ	完美世界	147	1,045	1,257	1,416	112.67%	20.26%	12.65%	14.11	11.73	10.41
603444.SH	吉比特	128	1,085	1,241	1,397	-3.57%	14.42%	12.52%	11.82	10.33	9.18
	平均值					45.22%	17.84%	13.33%	12.35	10.47	9.25

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：盈利预测均为Wind一致预期，日期为2024/6/28）

表4: 计算机业务可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	营业收入(百万元)			营业收入同比增速			PS		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
301236.SZ	软通动力	336	30,862	35,033	39,837	75.54%	13.52%	13.71%	1.09	0.96	0.84
688777.SH	中控技术	298	10,906	13,735	17,279	26.52%	25.94%	25.80%	2.73	2.17	1.72
688561.SH	奇安信-U	162	7,001	7,844	9,101	8.66%	12.05%	16.01%	2.31	2.06	1.78
	平均值					36.91%	17.17%	18.51%	2.04	1.73	1.45

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：盈利预测均为Wind一致预期，日期为2024/6/28）

5. 风险提示

1) 老游长线运营不及预期风险: 公司游戏业务营收及利润高度依赖于《War and Order》《Age of Origins》两款产品, 若受买量成本、竞品竞争等多种因素影响, 存量游戏流水下滑, 将会对公司盈利能力造成影响。

2) 新游流水不及预期风险: 公司游戏业务营收及利润的中长期增长基于新游相继成功推出的假设, 但若新游因开发周期过长、玩家喜好切换等因素推广不及预期, 将会对公司运营产生不利影响。

3) 计算机业务扭亏不及预期风险: 公司积极投入计算机业务, 但若公司无法准确判断行业发展趋势, 将会对公司计算机业务扭亏及长期发展产生不利影响。

4) 行业监管风险: 游戏行业受到国家工业和信息化部、文化和旅游部和新闻出版署等部门的监管, 若公司经营过程中不能适应政策变化, 将对公司经营产生不利影响。

神州泰岳三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,803	4,475	5,646	6,882	营业总收入	5,962	6,681	7,761	8,688
货币资金及交易性金融资产	2,734	3,401	4,463	5,585	营业成本(含金融类)	2,222	2,521	2,920	3,247
经营性应收款项	833	914	999	1,121	税金及附加	17	20	23	26
存货	166	89	109	99	销售费用	1,470	1,589	2,037	2,277
合同资产	8	8	9	10	管理费用	917	902	931	1,043
其他流动资产	63	62	64	66	研发费用	330	367	411	452
非流动资产	3,000	2,990	2,978	3,041	财务费用	(72)	(80)	(76)	(78)
长期股权投资	7	7	7	7	加:其他收益	66	56	61	58
固定资产及使用权资产	365	372	373	417	投资净收益	21	20	20	20
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	(24)	(16)	(20)	(18)
无形资产	218	197	184	202	减值损失	(89)	(83)	(86)	(85)
商誉	1,448	1,448	1,448	1,448	资产处置收益	0	3	2	2
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	1,052	1,340	1,490	1,700
其他非流动资产	960	964	964	964	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	6,803	7,465	8,624	9,922	利润总额	1,051	1,340	1,490	1,700
流动负债	979	616	676	722	减:所得税	171	201	224	255
短期借款及一年内到期的非流动负债	34	32	32	32	净利润	880	1,139	1,267	1,445
经营性应付款项	389	410	459	492	减:少数股东损益	(7)	(11)	(13)	(14)
合同负债	168	167	178	191	归属母公司净利润	887	1,151	1,269	1,449
其他流动负债	388	7	7	7	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.45	0.59	0.65	0.74
非流动负债	37	36	36	36	EBIT	1,065	1,261	1,414	1,622
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,221	1,330	1,463	1,655
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	62.73	62.26	62.38	62.62
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	14.88	17.22	16.35	16.68
其他非流动负债	28	27	27	27	收入增长率(%)	24.06	12.05	16.16	11.95
负债合计	1,016	652	712	758	归母净利润增长率(%)	63.84	29.71	10.30	14.17
归属母公司股东权益	5,764	6,802	7,903	9,160					
少数股东权益	22	11	8	4					
所有者权益合计	5,787	6,813	7,912	9,164					
负债和股东权益	6,803	7,465	8,624	9,922					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,078	836	1,265	1,405	每股净资产(元)	2.94	3.47	4.03	4.67
投资活动现金流	(724)	(38)	(15)	(74)	最新发行在外股份(百万股)	1,961	1,961	1,961	1,961
筹资活动现金流	(87)	(120)	(168)	(192)	ROIC(%)	16.61	16.90	16.24	16.07
现金净增加额	307	683	1,082	1,140	ROE-摊薄(%)	15.39	16.92	16.06	15.82
折旧和摊销	155	69	49	33	资产负债率(%)	14.94	8.73	8.26	7.64
资本开支	(168)	(57)	(35)	(93)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.95	13.84	12.55	10.99
营运资本变动	(58)	(449)	(135)	(152)	P/B(现价)	2.76	2.34	2.01	1.74

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>