

神州泰岳 (300002.SZ) 净利率提升驱动业绩大增，关注后续新游戏上线

2024年08月27日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

方光照（分析师）

田鹏（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

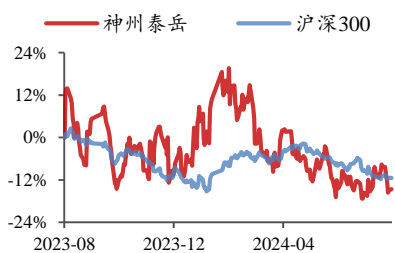
tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790523090001

日期	2024/8/26
当前股价(元)	8.09
一年最高最低(元)	11.74/7.73
总市值(亿元)	158.77
流通市值(亿元)	147.29
总股本(亿股)	19.63
流通股本(亿股)	18.21
近3个月换手率(%)	176.43

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《Q1 业绩大幅增长，盈利能力或持续提升——公司信息更新报告》-2024.4.24
- 《核心游戏流水创新高，AI 业务与新游驱动长期成长——公司信息更新报告》-2024.4.19
- 《2023 业绩大增，验证游戏长生命周期——公司信息更新报告》-2024.1.11

● **核心游戏亮眼及计算机业务回暖继续驱动业绩快速增长，维持“买入”评级**
 公司 2024H1 实现营业收入 30.53 亿元(同比+15.04%)，归母净利润 6.31 亿元(同比+56.18%)，扣非归母净利润 6.18 亿元(同比+61.60%)。2024Q2 实现营业收入 15.64 亿元(同比+8.53%，环比+5.13%)，归母净利润 3.36 亿元(同比+48.73%，环比+13.88%)。公司 2024H1 业绩增长主要系核心游戏《Age of Origins》(《旭日之城》)继续增长，其他游戏产品保持稳定，以及新客户带来 AI/ICT 运营管理业务收入增长所致。基于公司产品表现，我们上调 2024-2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 11.62/13.72/15.69 (前值为 10.73/12.49/14.74) 亿元，对应 EPS 分别为 0.59/0.70/0.80 元，当前股价对应 PE 分别为 13.7/11.6/10.1 倍，我们看好新游戏及 AI 相关业务继续驱动增长，维持“买入”评级。

● **费用率管控良好驱动利润率提升，长期盈利能力有望继续提升**
 2024Q2 公司毛利率为 61.04% (同比-1.14 pct, 环比-2.61pct)，销售费用率为 16.73% (同比-8.98pct, 环比-2.65pct)，管理费用率为 15.52% (同比+1.57pct, 环比-1.73pct)，研发费用率为 6.43% (同比+1.85pct, 环比+0.21pct)，净利率提升至 21.47% (同比+5.8pct, 环比+1.65pct)。我们认为，随公司新游戏上线后流水持续释放带动高毛利率的游戏业务收入占比提升，叠加软件与信息技术服务业务盈利能力改善，公司长期盈利能力有望保持提升。

● **SLG 新游戏预计下半年上线：“泰岳智呼”效果良好，或迎来业务快速拓展**
 公司核心游戏表现稳定，《Age of Origins》(旭日之城) 2024H1 实现收入 17.89 亿元(同比+21.43%)，《War and Order》(战火与秩序) 2024H1 实现收入 5.60 亿元(同比-1.79%)。此外，公司《代号 DL》和《代号 LOA》两款 SLG 游戏将于预计将于下半年在海外上线测试，随后续流水释放有望逐步为公司贡献业绩增量。公司“泰岳智呼”平台，以智能电销和智能催收为重点，大幅提升催收作业效能和专业度，在智能电销方面为 B 端客户提供电销场景一体化服务解决方案，降低营销成本，提升获客率，促进客户转化，随客户开拓，或迎来收入快速增长。

● **风险提示：**新游戏流水不及预期，智能催收与智能电销业务收入不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,806	5,962	7,094	8,169	9,248
YOY(%)	11.4	24.1	19.0	15.2	13.2
归母净利润(百万元)	541	887	1,162	1,372	1,569
YOY(%)	40.8	63.8	30.9	18.1	14.4
毛利率(%)	60.4	62.7	63.0	63.9	64.4
净利率(%)	11.3	14.9	16.4	16.8	17.0
ROE(%)	11.0	15.2	17.0	16.9	16.4
EPS(摊薄/元)	0.28	0.45	0.59	0.70	0.80
P/E(倍)	29.3	17.9	13.7	11.6	10.1
P/B(倍)	3.3	2.8	2.3	2.0	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2751	3803	4474	5869	7408
现金	1806	2127	3558	4959	6430
应收票据及应收账款	657	824	0	0	0
其他应收款	7	14	12	18	15
预付账款	12	8	16	12	20
存货	163	166	222	213	274
其他流动资产	105	664	667	667	669
非流动资产	3067	3000	2974	2927	2904
长期投资	12	7	3	13	65
固定资产	242	341	429	478	517
无形资产	365	250	143	37	-75
其他非流动资产	2448	2401	2399	2398	2397
资产总计	5818	6803	7449	8796	10312
流动负债	934	979	579	602	603
短期借款	50	20	20	20	20
应付票据及应付账款	397	386	0	0	0
其他流动负债	487	573	559	582	583
非流动负债	34	37	37	37	37
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	34	37	37	37	37
负债合计	968	1016	616	639	640
少数股东权益	15	22	24	33	49
股本	1961	1961	1961	1961	1961
资本公积	584	670	670	670	670
留存收益	2387	3214	4270	5491	6899
归属母公司股东权益	4835	5764	6808	8124	9623
负债和股东权益	5818	6803	7449	8796	10312

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1045	1078	1587	1431	1476
净利润	532	880	1163	1381	1585
折旧摊销	154	144	93	100	106
财务费用	-87	-72	-48	-91	-150
投资损失	-18	-21	1	4	-9
营运资金变动	179	-176	682	137	57
其他经营现金流	285	323	-304	-100	-114
投资活动现金流	78	-724	-73	-65	-84
资本支出	102	169	72	42	31
长期投资	90	-523	5	-10	-52
其他投资现金流	89	-32	-6	-12	-1
筹资活动现金流	-229	-87	-83	34	79
短期借款	-87	-30	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	59	86	0	0	0
其他筹资现金流	-201	-143	-83	34	79
现金净增加额	961	307	1431	1401	1471

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4806	5962	7094	8169	9248
营业成本	1904	2222	2623	2946	3293
营业税金及附加	15	17	25	27	30
营业费用	1256	1470	1866	2051	2340
管理费用	778	917	1149	1242	1406
研发费用	303	330	440	507	634
财务费用	-87	-72	-48	-91	-150
资产减值损失	-81	-91	0	0	0
其他收益	45	66	52	58	55
公允价值变动收益	-8	-24	-7	-11	-12
投资净收益	18	21	-1	-4	9
资产处置收益	7	-0	2	2	3
营业利润	623	1052	1394	1643	1875
营业外收入	10	1	3	4	4
营业外支出	3	1	4	2	3
利润总额	629	1051	1393	1644	1876
所得税	97	171	230	263	291
净利润	532	880	1163	1381	1585
少数股东损益	-10	-7	1	9	16
归属母公司净利润	541	887	1162	1372	1569
EBITDA	732	1133	1402	1618	1813
EPS(元)	0.28	0.45	0.59	0.70	0.80

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	11.4	24.1	19.0	15.2	13.2
营业利润(%)	32.9	69.0	32.5	17.9	14.1
归属于母公司净利润(%)	40.8	63.8	30.9	18.1	14.4
获利能力					
毛利率(%)	60.4	62.7	63.0	63.9	64.4
净利率(%)	11.3	14.9	16.4	16.8	17.0
ROE(%)	11.0	15.2	17.0	16.9	16.4
ROIC(%)	10.0	14.3	16.0	15.6	14.9
偿债能力					
资产负债率(%)	16.6	14.9	8.3	7.3	6.2
净负债比率(%)	-35.9	-36.0	-51.7	-60.5	-66.2
流动比率	2.9	3.9	7.7	9.8	12.3
速动比率	2.7	3.7	7.2	9.3	11.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	7.1	8.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.4	5.7	13.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.45	0.59	0.70	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.55	0.81	0.73	0.75
每股净资产(最新摊薄)	2.47	2.94	3.47	4.14	4.91
估值比率					
P/E	29.3	17.9	13.7	11.6	10.1
P/B	3.3	2.8	2.3	2.0	1.6
EV/EBITDA	19.2	11.6	8.4	6.4	4.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn