



买入(维持)

所属行业: 传媒/游戏 II
当前价格(元): 8.09

证券分析师

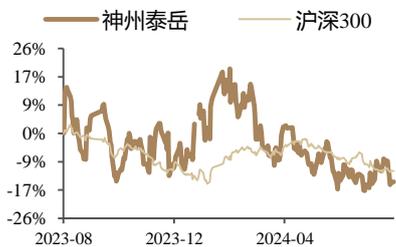
马笑

资格编号: S0120522100002
邮箱: maxiao@tebon.com.cn

王晶晶

资格编号: S0120524080001
邮箱: wangjj5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.12	-2.88	-5.72
相对涨幅(%)	3.62	1.60	1.98

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《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》, 2024.5.10
- 《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

股票数据

总股本(百万股):	1,962.56
流通 A 股(百万股):	1,820.63
52 周内股价区间(元):	7.83-11.33
总市值(百万元):	15,877.15
总资产(百万元):	7,278.81
每股净资产(元):	3.22

资料来源: 公司公告

24H1 点评: 游戏持续高质量增长, AI 催收快速推进

投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年半年报, 24H1 实现营收 30.53 亿元, 同比+15.04%; 归母净利润 6.31 亿元, 同比+56.18%; 扣非净利 6.18 亿元, 同比+61.60%。

24Q2 单季营收 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%; 扣非净利 3.31 亿元, 同比+40.72%, 环比+15.39%。

24H1 游戏业务收入 24.26 亿元, 同比+12.03%, 毛利率 72.86%, 同比+2.65pct; 计算机业务收入 6.27 亿元, 同比+28.41%, 毛利率 21.49%, 同比-9.51pct。

- 核心游戏流水高位稳健, 销售费用逐季递减、利润加速释放。**《Age of Origins》(《旭日之城》) 23Q3-24Q2 季度流水为 8.31/9.26/9.24/9.10 亿元, 《War and Order》(《战火与秩序》) 季度流水为 2.89/2.90/2.94/2.65 亿元, 两款核心游戏流水保持在较高区间内贡献可观收入增量, 持续验证公司在 SLG 赛道的长线运营能力。23Q3-24Q2 公司销售费用为 4.11/3.57/2.88/2.62 亿元, 占收入比例为 29.41%/18.70%/19.38%/16.73%, 销售费用的控制得当进一步加速利润释放。公司储备 2 款 SLG 新游《代号 LOA》与《Dreamland》预计 24H2 在海外上线, 均在 SLG 玩法基础上融合模拟经营玩法, 新游上线后有望带动游戏收入与利润水平再上台阶。

- 基本盘 ICT 运维业务稳中有增, AI 业务与云服务贡献高景气度。**24H1 ICT 运营管理收入 5.43 亿元, 同比+27.06%; 创新服务收入 4520 万元, 同比+43.71%; 物联网/通讯收入 1982 万元, 同比+107.96%。子公司鼎富智能 24H1 营收 6832.78 万元, 同比+78.3%; 净亏损 2941.58 万元, 同比大幅收窄。AI 产品“泰岳智呼”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, 目前已服务多家头部金融企业以及众多金融服务企业。公司云服务业务通过与亚马逊云科技的合作重构公有云领域的核心竞争力, 逐步将出海能力提升, 目前服务客户超 300 家, 覆盖游戏文娱、跨境电商、智能硬件、车联网、教育医疗等领域。

- 盈利预测:** 我们看好公司游戏业务在核心 SLG 产品长线运营策略下持续增长, 新游 SLG 上线后有望助推流水与利润规模再上台阶; 计算机业务 ICT 运维基本盘稳定, 有望受益于 AI 与云服务业务高景气度。我们预测公司 24-26 年的收入为 69.03/79.17/89.07 亿元, 对应 YOY 15.8%/14.7%/12.5%, 24-26 年归母净利润 12.02/13.37/15.31 亿元, 对应 YOY 35.5%/11.2%/14.5%。维持“买入”评级。

- 风险提示:** 游戏流水表现不及预期, 市场竞争加剧, 海外政策变化等。

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,806	5,962	6,903	7,917	8,907
(+/-)YOY(%)	11.4%	24.1%	15.8%	14.7%	12.5%
净利润(百万元)	541	887	1,202	1,337	1,531
(+/-)YOY(%)	40.8%	63.8%	35.5%	11.2%	14.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.28	0.45	0.61	0.68	0.78
毛利率(%)	60.4%	62.7%	62.3%	62.5%	62.0%
净资产收益率(%)	11.2%	15.4%	17.5%	16.7%	16.4%

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	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.46	0.61	0.68	0.78
每股净资产	2.94	3.49	4.09	4.76
每股经营现金流	0.55	0.69	0.74	0.83
每股股利	0.06	0.08	0.09	0.10
价值评估(倍)				
P/E	19.45	13.21	11.87	10.37
P/B	3.01	2.32	1.98	1.70
P/S	2.66	2.30	2.00	1.78
EV/EBITDA	12.51	8.39	7.11	5.54
股息率%	0.7%	1.0%	1.1%	1.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	62.7%	62.3%	62.5%	62.0%
净利润率	14.8%	17.3%	16.8%	17.1%
净资产收益率	15.4%	17.5%	16.7%	16.4%
资产回报率	13.0%	14.8%	14.2%	14.0%
投资回报率	15.3%	16.5%	15.3%	14.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	24.1%	15.8%	14.7%	12.5%
EBIT 增长率	77.6%	26.0%	8.6%	13.5%
净利润增长率	63.8%	35.5%	11.2%	14.5%
偿债能力指标				
资产负债率	14.9%	15.3%	14.9%	14.5%
流动比率	3.9	4.3	4.7	5.2
速动比率	3.6	4.0	4.5	4.9
现金比率	2.2	3.0	3.3	3.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	43.0	44.9	44.8	45.4
存货周转天数	26.6	25.9	26.6	26.4
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
固定资产周转率	20.5	20.8	23.5	25.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	887	1,202	1,337	1,531
少数股东损益	-7	-10	-10	-12
非现金支出	245	151	165	159
非经营收益	11	-25	-25	-29
营运资金变动	-58	34	-15	-23
经营活动现金流	1,078	1,353	1,451	1,625
资产	-168	-42	-111	-68
投资	-531	211	-194	75
其他	-25	17	29	32
投资活动现金流	-724	187	-276	38
债权募资	-30	13	11	9
股权募资	19	36	0	0
其他	-76	-162	-180	-207
融资活动现金流	-87	-113	-170	-198
现金净流量	307	1,438	1,005	1,465

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 26 日
 资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,962	6,903	7,917	8,907
营业成本	2,222	2,602	2,969	3,385
毛利率%	62.7%	62.3%	62.5%	62.0%
营业税金及附加	17	21	23	27
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	1,470	1,436	1,800	1,939
营业费用率%	24.7%	20.8%	22.7%	21.8%
管理费用	917	1,132	1,283	1,452
管理费用率%	15.4%	16.4%	16.2%	16.3%
研发费用	330	449	475	557
研发费用率%	5.5%	6.5%	6.0%	6.3%
EBIT	1,065	1,342	1,457	1,654
财务费用	-72	-61	-104	-133
财务费用率%	-1.2%	-0.9%	-1.3%	-1.5%
资产减值损失	-91	-18	-23	-21
投资收益	21	25	28	32
营业利润	1,052	1,403	1,561	1,787
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	1,051	1,403	1,561	1,787
EBITDA	1,221	1,475	1,599	1,791
所得税	171	210	234	268
有效所得税率%	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-7	-10	-10	-12
归属母公司所有者净利润	887	1,202	1,337	1,531

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,127	3,565	4,570	6,036
应收账款及应收票据	824	949	1,091	1,226
存货	166	208	230	266
其它流动资产	686	418	561	435
流动资产合计	3,803	5,140	6,453	7,963
长期股权投资	7	2	7	7
固定资产	341	321	354	360
在建工程	0	0	0	0
无形资产	218	121	35	-57
非流动资产合计	3,000	2,969	2,976	2,952
资产总计	6,803	8,110	9,429	10,915
短期借款	20	35	45	53
应付票据及应付账款	386	497	567	627
预收账款	3	4	5	5
其它流动负债	570	669	757	859
流动负债合计	979	1,205	1,374	1,544
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	37	34	34	35
非流动负债合计	37	34	34	35
负债总计	1,016	1,239	1,409	1,579
实收资本	1,961	1,961	1,961	1,961
普通股股东权益	5,764	6,858	8,018	9,346
少数股东权益	22	13	2	-10
负债和所有者权益合计	6,803	8,110	9,429	10,915

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。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。2023 年 21 世纪金牌分析师传媒互联网第 5 名；港股及海外市场第 5 名。

王晶晶，香港大学硕士，2024 年加入德邦证券，传媒互联网&海外分析师，曾就职于国投证券传媒互联网组，主要覆盖游戏、MR 等方向。

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

	类别	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；	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。
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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。