

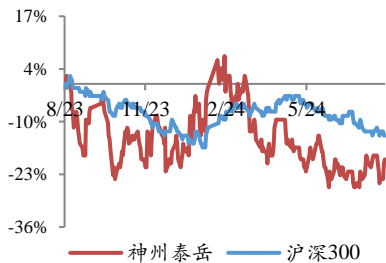
游戏业务稳健增长，销售费用持续优化

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-08-29

收盘价(元)	8.58
近12个月最高/最低(元)	11.74/7.73
总股本(百万股)	1,963
流通股本(百万股)	1,821
流通股比例(%)	92.77
总市值(亿元)	168
流通市值(亿元)	156

公司价格与沪深300走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 核心游戏稳中有升，计算机业务持续减亏 2023-10-31

2. 23Q2 神州泰岳点评：核心游戏流水新高，AI 赋能全线业务 2023-08-29

主要观点：

● 业绩表现：

公司发布 2024 年半年报。24H1, 公司营业收入 30.53 亿元，同比增长 15.04%；归母净利润为 6.31 亿元，同比增长 56.18%；扣非归母净利润为 6.18 亿元，同比增长 61.6%。24Q2，公司营业收入 15.64 亿元，同比增长 8.53%；归母净利润为 3.36 亿元，同比增长 48.73%。

● 游戏业务稳健增长，长线运营能力得以验证。

公司深耕海外游戏市场，在 24H1，公司游戏业务实现收入 24.26 亿元，同比增长 12.03%，毛利率达 72.86%，较去年同期增长 2.65pp。具体看，公司核心游戏产品为《Age of Origins》和《War and Order》，两款游戏 Q1/Q2 流水分别为 9.24/9.10 亿元（yoy +25.1%/14.4%）和 2.94/2.65 亿元（yoy +3.8%/-8.1%）。公司核心游戏长线运营能力得以验证，后续《代号 LOA》与《Dreamland》海外上线有望为公司游戏业务进一步提供增量。

● 销售费用持续优化，净利率得以改善。

24H1，公司实现毛利率 62.31%，同比减少 0.69pp。三费方面，公司上半年销售费用为 5.50 亿元（yoy-21.6%），对应销售费用率为 18.02%，同比减少 8.43pp，主要由于游戏买量投入减少；管理费用为 4.99 亿元（yoy+42.87%），对应管理费用率为 16.36%，同比增加 3.19pp，主要由于职工薪酬类支出增加所致；研发费用为 1.71 亿元（yoy+22.38%），对应研发费用率为 5.60%，同比增加 0.34pp。在销售费用持续改善前提下，公司净利情况得以提升，24H1 净利率为 20.67%，同比增长 5.44pp。

● 软件业务稳定增长，AI 产品赋能行业

分业务看，24H1，AI/ICT 运营管理收入为 5.43 亿元，同比增长 27.06%；物联网/通讯业务收入 0.20 亿元，同比增长 107.96%；创新服务收入 0.45 亿元，同比增长 43.71%。公司通过自有的 NLP 系列技术，推出“泰岳智呼”平台，在智能催收和智能电销方面为 B 端客户提供智能化 SaaS 解决方案。

● 投资建议

我们预计公司 24/25/26 年归母净利润 11.68/13.83/15.34 亿元，yoy 31.7%/18.4%/10.9%，对应 PE 为 14.3/12.1/10.91。公司长线运营游戏持续发力，海外游戏产品整体表现稳中有升，维持“增持”评级。

● 风险提示

游戏市场竞争加剧；游戏版号发放不及预期；游戏上线延期；游戏政策不确定性等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,962	6,887	7,906	8,986
收入同比 (%)	24.1%	15.5%	14.8%	13.7%
归属母公司净利润	887	1,168	1,383	1,534
净利润同比 (%)	63.7%	31.7%	18.4%	10.9%
毛利率 (%)	62.7%	61.9%	62.4%	62.9%
ROE (%)	15.4%	16.9%	16.6%	15.6%
每股收益 (元)	0.45	0.60	0.70	0.78
P/E	19.56	14.33	12.10	10.91
P/B	3.00	2.42	2.01	1.70
EV/EBITDA	12.91	9.76	7.40	5.72

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测
资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,803	5,134	6,713	8,469
现金	2,127	3,441	5,004	6,744
应收账款	824	838	848	859
其他应收款	14	16	18	21
预付账款	8	10	11	13
存货	166	166	166	166
其他流动资产	664	664	665	666
非流动资产	3,000	2,931	2,841	2,733
长期投资	7	-45	-120	-213
固定资产	341	335	328	321
无形资产	219	214	210	206
其他非流动资产	2,432	2,428	2,423	2,419
资产总计	6,803	8,065	9,554	11,201
流动负债	979	1,086	1,205	1,332
短期借款	20	29	38	49
应付账款	386	445	511	581
其他流动负债	573	612	656	703
非流动负债	37	37	37	37
长期借款	-	-	-	-
其他非流动负债	37	37	37	37
负债合计	1,016	1,123	1,242	1,369
少数股东权益	22	9	-4	-18
股本	1,961	1,961	1,961	1,961
资本公积	670	670	670	670
留存收益	2,953	4,121	5,505	7,039
归属母公司股东权益	5,764	6,933	8,316	9,850
负债和股东权益	6,803	8,065	9,554	11,201

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,078	1,392	1,635	1,800
净利润	880	1,155	1,370	1,520
折旧摊销	155	100	98	96
财务费用	-16	-	-	-
投资损失	-21	-	-	-
营运资金变动	-176	89	100	105
其他经营现金流	256	48	67	78
投资活动现金流	-724	-84	-78	-69
资本支出	169	86	79	70
长期投资	-	-	-	-
其他投资现金流	-893	-170	-157	-140
筹资活动现金流	-87	6	7	9
短期借款	4	11	12	15
债券融资	-	-	-	1
股权融资	19	-	-	-
其他筹资现金流	-110	-5	-5	-7
汇率变动影响	40	-	-	-
现金净增加额	307	1,314	1,564	1,740

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,962	6,887	7,906	8,986
营业成本	2,222	2,626	2,972	3,331
营业税金及附加	17	20	23	27
销售费用	1,470	1,445	1,658	1,969
管理费用	917	1,141	1,307	1,486
财务费用	-72	-103	-118	-133
资产减值损失	-91	-54	-70	-81
公允价值变动收益	-24	2	-	-
投资净收益	21	28	32	36
营业利润	1,052	1,371	1,613	1,795
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	1,051	1,371	1,612	1,794
所得税	171	215	242	275
净利润	880	1,155	1,370	1,520
少数股东损益	-7	-13	-13	-14
归属母公司净利润	887	1,168	1,383	1,534
EBITDA	1,135	1,367	1,593	1,758
EPS (元)	0.45	0.60	0.70	0.78

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(yoy,%)				
营业收入	24.1%	15.5%	14.8%	13.7%
营业利润	69.0%	30.3%	17.6%	11.3%
归属母公司净利润	63.7%	31.7%	18.4%	10.9%
获利能力				
毛利率(%)	62.7%	61.9%	62.4%	62.9%
净利率(%)	14.8%	16.8%	17.3%	16.9%
ROE(%)	15.4%	16.9%	16.6%	15.6%
ROIC(%)	16.4%	16.5%	16.2%	15.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	14.9%	13.9%	13.0%	12.2%
净负债比率(%)	17.6%	16.2%	14.9%	13.9%
流动比率	3.88	4.73	5.57	6.36
速动比率	3.65	4.51	5.38	6.18
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.85	0.83	0.80
应收账款周转率	7.23	8.22	9.32	10.46
应付账款周转率	5.76	5.90	5.81	5.73
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.60	0.70	0.78
每股经营现金流	0.55	0.71	0.83	0.92
每股净资产	2.94	3.53	4.24	5.02
估值比率				
P/E	19.56	14.33	12.10	10.91
P/B	3.00	2.42	2.01	1.70
EV/EBITDA	12.91	9.76	7.40	5.72

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。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。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。