

神州泰岳 (300002)

24H1 业绩表现亮眼，双主业合力驱动高成长

- ◆ “游戏+计算机”双主业驱动，数字经济领军企业初长成。公司成立于2001年，2009年成为首批深交所创业板上市企业。公司具备优秀的数字化内容原创能力，游戏业务专注于国产精品策略类游戏的研发、面向全球市场的游戏发行与运营，现已构建“沿着ICT架构布局，云提供基础设施，C端布局游戏，B端赋能行业”的数字产业布局，形成了手机游戏、软件和信息技术服务两大业务集群。公司AI业务专注人工智能NLP自然语言处理技术的深度探索，构建“认知+”产业生态，推动NLP技术在智能电销、智慧公安、智慧政务、智慧园区等领域的广泛应用落地，结合创新技术和创新模式，推动多行业的智能化升级，为客户实现降本增效。
- ◆ 24H1营业收入稳增，盈利能力大幅提升。公司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%，扣非后归母净利润6.18亿元/同比+61.73%，净利率20.41%/同比+5.44pct。
 - 收入端：分季度看，2024年Q1-Q2分别实现收入14.88/15.64亿元，分别同比+22.79%/+8.53%。分业务看，游戏业务营收24.26亿元/同比+12.03%，主要系《Age of Origins》增长所致；AI/ICT运营管理业务营收5.43亿元/同比+27.06%；创新业务/物联网通讯/其他业务分别实现营收0.45/0.20/0.19亿元，分别同比+43.71%/+107.96%/-5.42%。
 - 毛利率端：24H1公司整体毛利率62.31%/同比-0.69pct，主要系主营业务毛利率变动所致（游戏：72.86%/同比+2.65pct，AI/ICT运营管理：16.09%/同比-11.11pct）。虽然公司毛利率小幅下降，但公司核心游戏业务毛利率仍然维持稳增态势，待AI业务逐步进入稳定期后，公司总体毛利率仍有向上空间。
 - 费用端：24H1公司整体费用率为39.00%/同比-5.18pct，主要系销售费用率大幅下降所致（18.02%/同比-8.43pct）。管理费用率为16.36%/同比+3.19pct，主要系本期职工薪酬类支出增加所致；研发费用率为6.33%/同比+0.14pct；财务费用率为-

投资评级

买入

首次评级

2024年09月04日

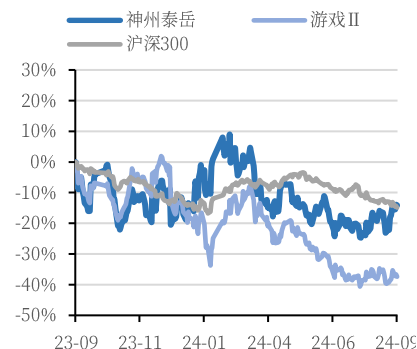
收盘价(元):

8.93

公司基本数据

总股本(百万股)	1,962.56
总市值(百万)	17,525.71
流通股本(百万股)	1,820.63
流通市值(百万)	16,258.22
12月最高/最低价(元)	11.74/7.73
资产负债率(%)	13.02
每股净资产(元)	3.22
市盈率(TTM)	15.73
市净率(PB)	2.77
净资产收益率(%)	9.99

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 研究助理
SAC执业证书: S0640123040023
联系电话:
邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

1.71%/同比-0.08pct。

- ◆ **游戏业务：两款核心游戏逐渐步入成熟期，打造稳健业绩基本盘，**
下半年预计测试上线 2 款 SLG 新游戏，有望打开业绩弹性。公司全资子公司壳木游戏创立于 2009 年，在经历前期的品类探索阶段后，自逐渐专注于为策略类（SLG）手游赛道，2023 年壳木游戏实现营收 44.98 亿元/同比约+27%，净利润 11.05 亿元/同比约+44%，24H1 中国手游发行商收入排行榜中位列第 11，已发布《Age of Origins》、《War and Order》等多款优质游戏。24H1 旭日之城实现收入 17.89 亿元/同比+21.43%，战火与秩序实现收入 5.60 亿元/同比-1.79%，两款保持高于竞品的内容更新频次，流水表现亮眼，24H1 贡献游戏收入的 95%以上、公司收入的 75%以上，筑造公司业绩基本盘。下半年《代号 DL》和《代号 LOA》两款 SLG 游戏将在海外上线测试，有望为公司贡献业绩新增量，建议关注游戏上线节奏和市场反馈情况。
- ◆ **计算机业务：“泰岳智呼”竞争力凸显，AI 新产品市场空间可期。**
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。针对企业营销话术、生成式质检、对话内容分析、智能对练等方面的需求，公司研发了基于“大数据+AI”的人机协同智能化 SaaS 平台“泰岳智呼”，能够将企业坐席人均产能提升 50%以上、外呼接通效率提升 8-10 倍。相比于人工催收，“泰岳智呼”提升催收的覆盖率和成功率，减少人工介入的时间和成本，且平台的多场景适应性和智能分析能力使得企业能够更精准地定位客户需求，优化催收策略，最终达到更好的业务效果。除了应用于催收领域的“泰岳智呼”，公司推出多种类型的 AI 新产品（安全自智专家系统、数字员工、AI 绘画工具与望远鲸家庭平板等）。2022/2023 年 AI 业务主体鼎富智能实现营收 0.67/1.43 亿元，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。后续伴随 AI 能力提升和产品精细化打造有望提升竞争力和品牌影响力，业务收入有望实现持续增长，同时股权激励费用摊销结束及研发投入进入稳定阶段，鼎富智能有望逐步实现盈利，为公司贡献利润增量。
- ◆ **投资建议：游戏业务构建业绩基本盘，下半年两款 SLG 游戏将上线测试，**后续游戏上线有望贡献增量流水。计算机业务潜力逐渐释放，AI 产品已经获得市场认证，营收提振&费用管控之下，利润弹性或逐步释放。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 11.28/13.28/15.29 亿

元，EPS 分别为 0.57/0.68/0.78 元，对应目前 PE 分别为 16/13/11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

- ◆ **风险提示：**政策变动风险、行业竞争加剧的风险、新游戏上线不及预期、国内外宏观环境变化的风险、AI 业务不及预期。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4806.01	5962.24	7086.68	8074.66	9015.92
增长率 (%)	11.40%	24.06%	18.86%	13.94%	11.66%
归属母公司股东净利润	541.89	887.18	1127.63	1327.91	1529.37
增长率 (%)	40.93%	63.72%	27.10%	17.76%	15.17%
每股收益 EPS(元)	0.28	0.45	0.57	0.68	0.78
PE	32.34	19.75	15.54	13.20	11.46

资料来源：同花顺，中航证券研究所

◆ 公司主要业务拆分

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,806.01	5,962.24	7,086.68	8,074.66	9,015.92
yoy	11.40%	24.06%	18.86%	13.94%	11.66%
毛利率	60.39%	62.73%	61.89%	62.72%	63.41%
1、游戏					
收入	3,554.73	4,497.26	5,171.85	5,792.47	6,371.71
yoy	8.88%	26.51%	15.00%	12.00%	10.00%
毛利率	67.53%	71.14%	73.00%	74.00%	75.00%
2、AI/ICT 运营管理					
收入	1,021.45	1,226.55	1,533.18	1,763.16	2,027.63
yoy	15.78%	20.08%	25.00%	15.00%	15.00%
毛利率	35.19%	32.90%	25.00%	26.00%	27.00%
3、创新服务					
收入	81.57	118.36	177.53	230.79	276.95
yoy	199.98%	45.10%	50.00%	30.00%	20.00%
毛利率	65.94%	48.16%	42.00%	44.00%	47.00%
4、物联网/通讯					
收入	102.20	82.13	164.27	246.40	295.68
yoy	5.03%	-19.63%	100.00%	50.00%	20.00%
毛利率	56.43%	63.73%	75.00%	76.00%	77.00%
5. 其他业务					
收入	46.06	37.95	39.85	41.84	43.94
yoy	7.87%	-17.61%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	67.43%	74.14%	74.00%	74.00%	74.00%

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	892.00	1805.71	2127.14	3141.08	4365.46	5761.86	营业收入	4314.27	4806.01	5962.24	7086.68	8074.66	9015.92
应收票据及账款	758.15	665.39	831.73	1071.69	1221.10	1363.44	营业成本	1629.70	1903.52	2222.00	2700.68	3010.04	3299.32
预付账款	14.84	12.08	8.41	17.39	19.82	22.13	税金及附加	15.58	15.48	16.98	22.87	26.06	29.09
其他应收款	7.53	7.46	13.97	13.29	15.14	16.90	销售费用	1239.89	1255.53	1470.15	1417.34	1598.78	1776.14
存货	154.77	162.98	165.68	229.69	256.00	280.61	管理费用	627.16	778.18	917.22	1133.87	1291.95	1442.55
其他流动资产	148.93	97.12	656.23	662.81	670.54	677.91	研发费用	262.61	303.44	329.67	460.63	549.08	622.10
流动资产总计	1936.23	2750.74	3803.05	5135.95	6548.06	8122.95	财务费用	27.17	-66.89	-72.26	-6.40	-12.85	-17.53
长期股权投资	38.33	12.39	7.49	7.59	7.89	8.39	资产减值损失	-6.51	-81.20	-90.80	-79.45	-90.53	-101.08
固定资产	389.64	250.54	364.61	307.49	250.37	193.24	信用减值损失	-49.61	4.64	1.46	-24.30	-27.69	-30.92
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	413.36	294.04	218.50	196.48	153.58	119.80	投资收益	-53.85	18.36	20.85	19.48	19.68	19.88
长期待摊费用	2.05	0.38	1.66	0.83	0.00	0.00	其他权益变动损益	-4.05	-8.00	-23.74	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2469.46	2509.72	2407.47	2380.49	2313.51	2266.53	资产处置收益	-0.01	6.70	-0.21	0.20	0.20	0.20
非流动资产合计	3311.84	3067.07	2999.73	2862.88	2725.35	2587.97	公允价值变动损益	70.64	45.26	65.90	60.60	60.60	60.60
资产总计	5248.07	5817.81	6802.77	7998.83	9273.41	10710.91	营业利润	468.58	622.52	1051.92	1336.22	1573.87	1812.93
短期借款	137.45	50.05	20.02	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.78	10.19	0.55	3.84	3.84	3.84
应付票据及账款	311.16	397.39	385.53	516.01	575.11	630.39	营业外支出	1.39	3.43	1.04	1.95	1.95	1.95
其他流动负债	431.31	486.70	573.46	700.22	786.17	867.08	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	879.92	934.13	979.00	1216.22	1361.28	1497.47	利润总额	467.97	629.28	1051.43	1338.10	1575.76	1814.82
长期借款	3.48	3.40	8.90	6.92	4.98	3.09	所得税	102.54	96.95	171.12	239.04	281.50	324.21
其他非流动负债	31.23	30.54	28.11	28.11	28.11	28.11	净利润	365.43	532.33	880.31	1099.06	1294.26	1490.61
非流动负债合计	34.72	33.94	37.01	35.03	33.09	31.20	少数股东损益	-19.09	-9.56	-6.87	-28.57	-33.65	-38.75
负债合计	914.64	968.07	1016.01	1251.25	1394.38	1528.66	归属母公司股东净利润	384.52	541.89	887.18	1127.63	1327.91	1529.37
股本	1961.09	1961.09	1961.09	1961.09	1961.09	1961.09	EBITDA	626.38	696.72	1123.52	1466.65	1700.74	1935.17
资本公积	524.90	583.56	669.65	669.65	669.65	669.65	NOPLAT	391.30	454.21	844.26	1090.45	1281.99	1474.50
留存收益	1940.43	2290.38	3133.69	4123.08	5288.19	6630.06	EPS(元)	0.20	0.28	0.45	0.57	0.68	0.78
归属母公司权益	4326.43	4835.03	5764.44	6753.82	7918.93	9260.80							
少数股东权益	7.01	14.71	22.32	-6.23	-39.90	-78.65							
股东权益合计	4333.44	4849.74	5786.76	6747.58	7879.03	9182.15							
负债和股东权益合计	5248.07	5817.81	6802.77	7998.83	9273.41	10710.91							

主要财务比率						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	19.96%	11.40%	24.06%	18.86%	13.94%	11.66%
营业利润增长率	10.94%	32.85%	68.98%	27.03%	17.79%	15.19%
EBITDA增长率	7.70%	9.54%	80.53%	35.80%	17.54%	15.00%
EBITDA增长率	10.14%	11.23%	61.26%	30.54%	15.96%	13.78%
归母净利润增长率	9.50%	40.93%	63.72%	27.10%	17.76%	15.17%
经营现金流增长率	-36.80%	156.40%	2.67%	8.77%	18.13%	14.00%
盈利能力						
毛利率	62.23%	60.39%	62.73%	61.89%	62.72%	63.41%
净利率	8.47%	11.08%	14.76%	15.51%	16.03%	16.53%
营业利润率	10.86%	12.95%	17.64%	18.86%	19.49%	20.11%
ROE	8.89%	11.21%	15.33%	16.70%	16.77%	16.51%
ROA	7.33%	9.31%	13.04%	14.10%	14.32%	14.28%
ROIC	11.49%	12.18%	25.56%	31.47%	36.60%	42.05%
估值指标						
P/E	45.58	32.34	19.75	15.54	13.20	11.46
P/S	4.06	3.65	2.94	2.47	2.17	1.94
P/B	4.05	3.62	3.04	2.59	2.21	1.89
股息率	0.28%	0.33%	0.67%	0.79%	0.93%	1.07%
EV/EBIT	23.86	12.87	15.38	10.74	8.39	6.55
EV/EBITDA	18.86	10.02	13.40	9.73	7.71	6.08
EV/NOPLAT	30.20	15.36	17.83	13.09	10.23	7.98

资料来源: 同花顺, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637