

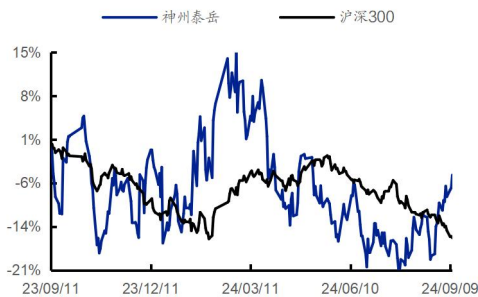
研究所：

 证券分析师： 杨仁文 S0350521120001  
 yangrw@ghzq.com.cn  
 证券分析师： 谭瑞峤 S0350521120004  
 tanrq@ghzq.com.cn

## 投放强管控释放利润，看好全年业绩增长

### ——神州泰岳（300002）公司动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/09/11

表现	1M	3M	12M
神州泰岳	10.4%	3.7%	-5.2%
沪深300	-4.4%	-10.1%	-15.4%

市场数据

2024/09/11

当前价格(元)	9.36
52周价格区间(元)	7.73-11.74
总市值(百万)	18,369.61
流通市值(百万)	17,041.09
总股本(万股)	196,256.50
流通股本(万股)	182,062.95
日均成交额(百万)	560.35
近一月换手(%)	2.93

相关报告

《神州泰岳（300002）公司动态研究：一季报开门红，游戏流水及利润率持续攀升（买入）\*游戏II\*姚蕾，谭瑞峤》——2024-05-08

《神州泰岳(300002.SZ)深度报告：创新驱动、全球布局（买入）\*游戏II\*谭瑞峤，姚蕾》——2024-03-28

《神州泰岳（300002）2023年三季报点评：Q3业绩符合预期，费用端环比承压，看好游戏业务长期稳健发展（买入）\*游戏II\*姚蕾，谭瑞峤，杨牧笛》——2023-10-27

## 投资要点：

### ■ 主力产品投放缩减释放利润，2024Q2 业绩增长超我们预期

(1) 收入端，公司 2024H1 营业收入 30.5 亿元，yoy+15%，2024Q1/Q2 营收分别为 14.9/15.6 亿元，yoy+22.8%/+8.5%。

分业务看，2024H1 游戏、计算机板块营收分别为 24.3/6.27 亿元，yoy+12%/+28.4%，占比分别为 79.5%/20.5%，计算机板块收入占比同比提升 2.1pct。计算机板块中 AI/ICT 运营管理营收 5.4 亿元，yoy+27%，其中 AI 子公司鼎富智能上半年营收 6833 万元，去年同期营收 3833 万元，yoy+78%。

分地区看，2024H1 中国大陆地区实现营收 5 亿元，yoy-12.7%，海外及港澳台地区实现营收 25.5 亿元，yoy+22.8%，占比 83.5%，同比+5.3pct。

(2) 毛利端，2024H1 公司毛利润 19 亿元，yoy+13.8%，毛利率 62.3%，同比-0.7pct，2024Q2 毛利润 9.5 亿元，yoy+6.5%，qoq+0.8%。上半年毛利率降低主要系 AI/ICT 板块毛利率下滑导致。

(3) 费用端，2024H1 公司销售费用 5.5 亿元，yoy-21.6%，销售费用率 18%，同比-8.4pct，来自主力游戏产品《旭日之城》《战火与秩序》缩减投放。2024H1 公司管理费用 5 亿元，yoy+42.9%，管理费用率 16.4%，yoy+3.2pct，主要来自员工薪酬开支增加。2024H1 公司研发费用 1.9 亿元，yoy+17.6%，研发费用率 6.3%，同比+0.1pct，主要来自研发人员工资开支增加。

(4) 净利端，公司 2024H1 归母净利润 6.3 亿元，yoy+56.2%，扣非净利润 6.2 亿元，yoy+61.7%；其中 2024Q1/Q2 归母净利润分别为 3/3.4 亿元，yoy+65.6%/+48.7%，扣非归母净利润 2.9/3.3 亿元，yoy+95.4%/+40.7%，主要来自游戏投放规模缩减释放利润。

■ 《旭日之城》投放强管控释放利润，《战火》稳健贡献利润，2024 上半年 SLG 赛道竞争激烈，我们认为《旭日》缩减投放为公司主动控制的结果，维持此前《战火》仍处当打之年的判断，下半年关注产品大版本更新及运营活动表现，关注储备产品上线节奏及开服、

投放表现。

- (1) 据 sensor tower, 海外 SLG 手游 2024H1 流水同比+10%，头部竞争激烈。2024H1 流水排名前五的产品为点点（世纪华通）《寒霜启示录》、元趣《Last War:Survival》、壳木《旭日之城》、三七《末日喧嚣》、莉莉丝《ROK》，CR5 为 55%，较 2023H1 提升 15pct，头部产品竞争激烈。
  - (2) 壳木游戏：利润同比高增，厂商排名稳健。2024H1 壳木营收 24.3 亿元，yoy+12.1%，毛利润 17.7 亿元，毛利率 72.9%，同比+2.7pct，营销推广开支占流水比重 20.4%，同比-9.2pct，净利润 8.2 亿元，yoy+50.1%，净利率 33.9%，同比+8.6pct。据 sensor tower，壳木游戏 2024 年 1-7 月在中国手游发行商全球收入榜排名分别为 8/10/11/10/9/10/8，排名稳健。
  - (3) 《旭日之城》：投放管控下流水环比略有下滑、利润大幅释放，关注后续版本更新或运营活动。2024Q1/Q2《旭日》流水分别为 9.2/9.1 亿元，yoy+24%/13%，qoq-0.2%/-1.5%，2024H1 流水占比 74.3%；2024H1 营销开支 3.9 亿元，yoy-24.3%，占流水比重 21.4%，项目利润 8.9 亿元，yoy+57.9%，利润率 48.6%，同比+12.1pct。
  - (4) 《战火与秩序》：流水稳健、利润率提升。2024H1《战火》流水 5.6 亿元，yoy-3.1%，流水占比 22.6%；营销开支 1.1 亿元，yoy-15.2%，占比 19.7%，项目利润 2.8 亿元，yoy+2.7%，利润率 50.3%，同比+2.8pct。
  - (5) 储备产品：自研科幻 SLG+模拟经营题材《荒星传说：牧者之息（代号 DL）》（已获版号）、文明题材《代号 LOA》均在线上准备中。
- **盈利预测和投资评级：**公司以“创新驱动、全球布局”为战略，以技术为基础，在游戏和软件信息技术服务两大业务板块持续打造行业精品，C 端布局游戏，B 端赋能行业。公司旗下壳木游戏为中国游戏出海第一梯队，有望跻身 TOP 行列；对技术底层的关注，有助于公司持续把握 AI 等新技术趋势，赋能行业，打造新增长点。考虑到 2024 年核心产品《旭日之城》数据表现优异，上调业绩预期。2024-2026 年营业收入分别为 66.9/77.0/86.5 亿元，归母净利润 12.3/14.1/16.3 亿元，对应 EPS 0.6/0.7/0.8 元，对应 PE 为 15/13/11x，维持“买入”评级。
  - **风险提示：**行业竞争加剧、汇率波动风险、新产品上线进度及表现不及预期、老产品流水下滑、运营事故、海外政策变化、管理层相关风险、估值中枢下移、新技术发展不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,962	6,694	7,699	8,650
增长率(%)	24	12	15	12
归母净利润（百万元）	887	1,230	1,406	1,626
增长率(%)	64	39	14	16
摊薄每股收益（元）	0.45	0.63	0.72	0.83
ROE(%)	15.39	17.62	16.87	16.40
P/E	19.45	14.93	13.06	11.30
P/B	3.01	2.63	2.20	1.85
P/S	2.91	2.74	2.39	2.12
EV/EBITDA	12.51	9.73	8.06	6.39

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：神州泰岳盈利预测表

证券代码:	300002		股价:	9.36	投资评级:	买入	日期:	2024/09/11	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	15.39%	17.62%	16.87%	16.40%	EPS	0.46	0.63	0.72	0.83
毛利率	62.73%	63.43%	63.21%	62.89%	BVPS	2.94	3.56	4.25	5.05
期间费率	38.83%	36.68%	37.12%	36.55%	<b>估值</b>				
销售净利率	14.88%	18.38%	18.27%	18.80%	P/E	19.45	14.93	13.06	11.30
<b>成长能力</b>					P/B	3.01	2.63	2.20	1.85
收入增长率	24.06%	12.27%	15.01%	12.36%	P/S	2.91	2.74	2.39	2.12
利润增长率	63.84%	38.68%	14.31%	15.62%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
总资产周转率	0.94	0.90	0.87	0.83	营业收入	5962	6694	7699	8650
应收账款周转率	8.37	7.68	7.67	7.57	营业成本	2222	2448	2832	3210
存货周转率	13.52	14.96	17.23	18.97	营业税金及附加	17	19	22	25
<b>偿债能力</b>					销售费用	1470	1446	1809	1990
资产负债率	14.94%	13.62%	13.08%	12.39%	管理费用	917	1030	1078	1211
流动比	3.88	4.77	5.43	6.13	财务费用	-72	-20	-29	-39
速动比	3.65	4.55	5.21	5.91	其他费用/(-收入)	330	362	387	419
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>营业利润</b>	<b>1052</b>	<b>1434</b>	<b>1639</b>	<b>1895</b>
现金及现金等价物	2734	3874	5157	6760	营业外净收支	0	-1	-1	-1
应收款项	824	968	1118	1256	<b>利润总额</b>	<b>1051</b>	<b>1433</b>	<b>1638</b>	<b>1894</b>
存货净额	166	162	167	171	所得税费用	171	215	246	284
其他流动资产	79	99	187	178	<b>净利润</b>	<b>880</b>	<b>1218</b>	<b>1392</b>	<b>1610</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>3803</b>	<b>5103</b>	<b>6629</b>	<b>8366</b>	少数股东损益	-7	-12	-14	-16
固定资产	341	348	355	361	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>887</b>	<b>1230</b>	<b>1406</b>	<b>1626</b>
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
无形资产及其他	2651	2641	2600	2559	<b>经营活动现金流</b>	<b>1078</b>	<b>1348</b>	<b>1507</b>	<b>1823</b>
长期股权投资	7	2	4	7	净利润	887	1230	1406	1626
<b>资产总计</b>	<b>6803</b>	<b>8095</b>	<b>9588</b>	<b>11293</b>	少数股东损益	-7	-12	-14	-16
短期借款	20	20	20	20	折旧摊销	155	168	178	188
应付款项	386	408	464	517	公允价值变动	24	10	10	10
合同负债	168	201	231	260	营运资金变动	-58	-81	-103	-4
其他流动负债	405	440	506	569	<b>投资活动现金流</b>	<b>-724</b>	<b>-372</b>	<b>-436</b>	<b>-373</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>979</b>	<b>1069</b>	<b>1221</b>	<b>1366</b>	资本支出	-168	-141	-126	-126
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-531	-243	-334	-274
其他长期负债	37	33	33	33	其他	-25	12	23	26
<b>长期负债合计</b>	<b>37</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-87</b>	<b>-66</b>	<b>-101</b>	<b>-101</b>
<b>负债合计</b>	<b>1016</b>	<b>1103</b>	<b>1254</b>	<b>1399</b>	债务融资	-30	-3	0	0
股本	1961	1963	1963	1963	权益融资	19	38	0	0
股东权益	5787	6992	8334	9894	其它	-76	-102	-101	-101
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6803</b>	<b>8095</b>	<b>9588</b>	<b>11293</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>307</b>	<b>921</b>	<b>970</b>	<b>1349</b>

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

### 【传媒小组介绍】

杨仁文，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND 等最佳分析师第一名。谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业 3 年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

### 【分析师承诺】

杨仁文，谭瑞娇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。