

四年大赚 30 亿但分红很吝啬，4 亿红包定向输送董事长！神州泰岳 并购踩中狗屎运之后.....

导语：拥有独家分红多寡解释权，分红率=四年总分红/四年平均归母净利润！

作者：市值风云 App：贝壳 XY

8 月 20 日，一只“黑猴子”引爆全网！



历时 7 年研发，国产游戏大作《黑神话：悟空》于当日 10 点整正式上线，上线 1 小时后同时在线玩家超 100 万，登顶全球最大游戏发行平台 Steam 全球热销榜，在美国、新加坡、泰国、加拿大、巴西、意大利等 12 个国家和地区霸榜。

当日晚间数据显示，《黑神话：悟空》全平台销量超 450 万份，销售额超 15 亿元，飙升至 Steam 全球周销量冠军。

1	黑神话悟空首发上线 热	1104.4万
2	官方确认孙杨重返赛场 新	1101.3万
3	建设更高水平自贸试验区	1092.4万
4	黑神话悟空为什么这么火 新	1088.3万
5	黑神话悟空 直播 热	1018.7万
·	比亚迪腾势发布易三方 商	
6	全红婵王俊凯合影	1012.1万
7	黑神话悟空第一个受害者出现了 新	889.9万
8	黑神话悟空攻略 新	884.3万
9	广东终于终于开海啦 新	882.1万
10	早说你不喜欢搞笑男呀	882.0万
11	黑神话悟空上线引资金豪赌	871.8万

(来源：网络公开数据)

随着《黑神话：悟空》的爆火，国产游戏似乎又迎春天，碰巧，风云君最近发现了一家业绩看上去很厉害的游戏公司——神州泰岳（300002.SZ），有多厉害呢？

一、游戏营收五年 CAGR 超 50%，逆势王者？

在黑悟空爆火之前，我国游戏市场的景气度并不乐观。

2024 年一季度，在 A 股 22 家游戏公司中（中证行业分类），有 55% 的公司出现了营收下滑，更是有 68% 的公司出现了利润下滑，7 家公司处于亏损状态，整体业绩并不理想。

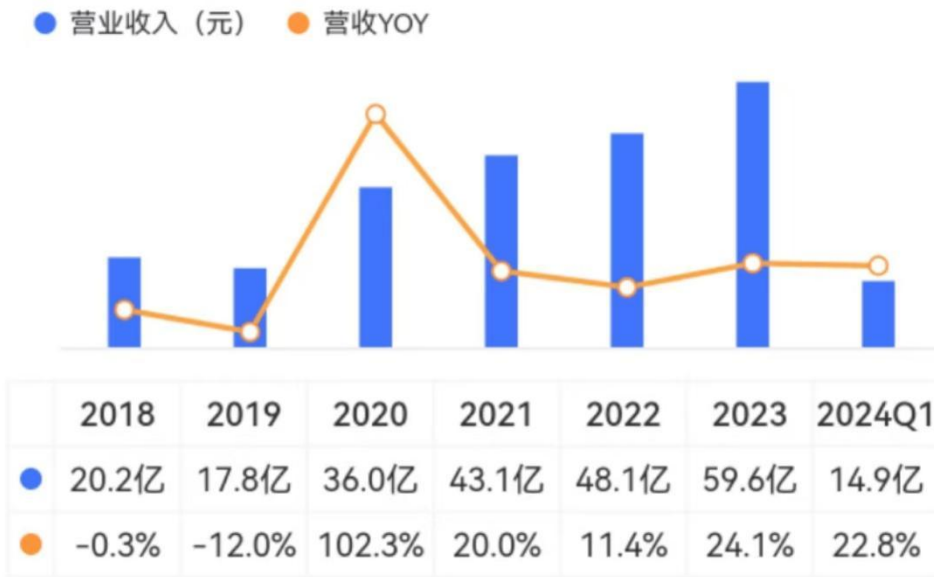


(注：绿色为一季度亏损公司，来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

即使拉长时间线至过去五年，仍有过半以上的游戏公司出现业绩负增长，甚至有 个别公司连亏多年。

然而，在这样一个行业普遍承压的背景下，神州泰岳的游戏业务表现堪称亮眼。

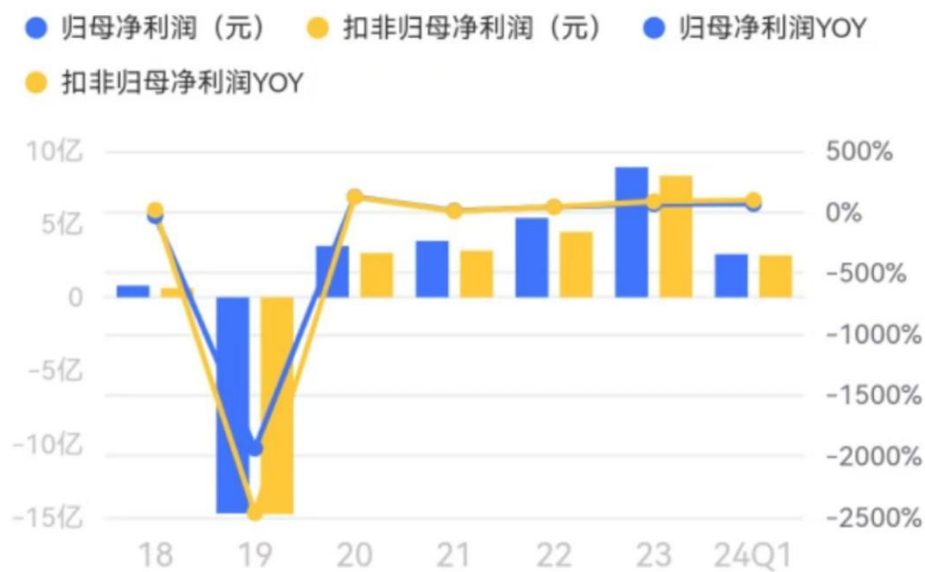
拿过去五年来说，神州泰岳的业绩一直表现出不俗的增长。营收从 17.8 亿元增至 59.6 亿元，复合增速达到 35.34%。若仅考虑游戏业务（营收占比 75.43%），其收入复合增速则要超过 50%，五年内近乎贡献公司总增量的 9 成。



(来源：市值风云 APP)

归母净利润的表现也大致类似，2023 年为 8.9 亿元，相较 2020 年复合增长了 36.2%。至于 2019 年的巨额亏损 14.7 亿元，我们后面再展开聊。

根据 2023 年年报，其游戏业务开展主体——全资子公司天津壳木软件有限责任公司（以下简称“壳木游戏”）贡献净利润 11.05 亿元，甚至超过公司整体利润。毫无疑问，游戏业务是神州泰岳的核心利润支柱。

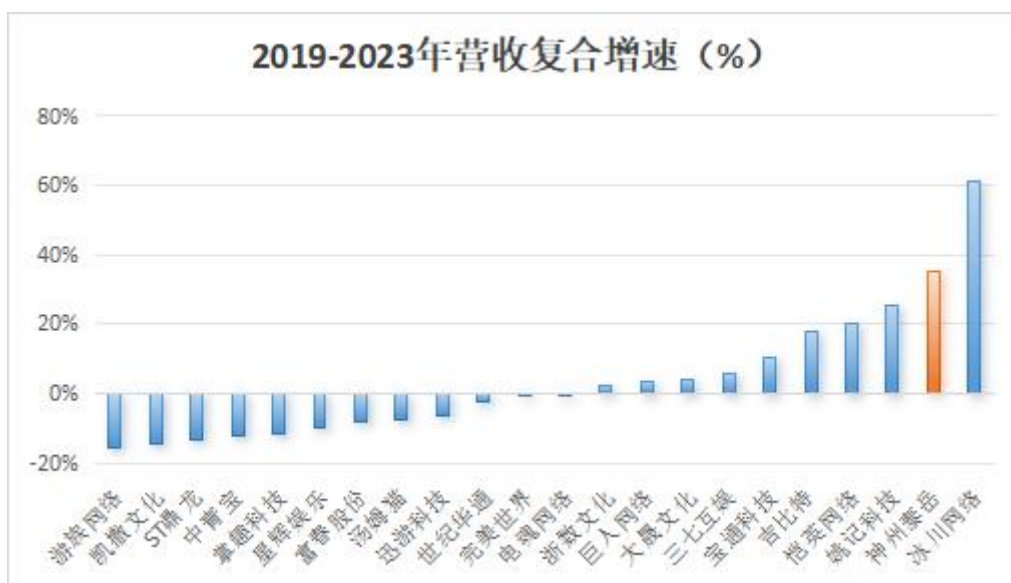


	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
● 归母净利润 (元)	8024.8万	-14.7亿	3.5亿	3.8亿	5.4亿	8.9亿	3.0亿
● 扣非归母净利润 (元)	6254.8万	-14.8亿	3.0亿	3.2亿	4.5亿	8.3亿	2.9亿
● 归母净利润YOY	-32.9%	-1937.0%	123.8%	9.5%	40.8%	63.8%	65.6%
● 扣非归母净利润YOY	14.6%	-2465.6%	120.4%	5.6%	39.9%	85.8%	95.4%

(来源：市值风云 APP)

与 A 股同行相比，神州泰岳这般成长速度仅次于冰川网络（300533.SZ）的 61.23%，位列游戏行业第二名。

而冰川网络却在今年一季度出现了大幅下滑，营收和利润分别下跌 18.76%、332.94%。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

与之相衬的正是神州泰岳, 2024 年一季度营收 14.88 亿、归母净利润 2.95 亿, 分别同比增长 22.79%、65.62%, 是业内少有的营收、利润齐增长且实现盈利的公司。

	本报告期	上年同期	本报告期比上年同期增减 (%)
营业收入 (元)	1,488,183,132.94	1,211,957,955.63	22.79%
归属于上市公司股东的净利润 (元)	295,017,224.07	178,131,184.75	65.62%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 (元)	286,802,335.35	146,781,507.19	95.39%
经营活动产生的现金流量净额 (元)	227,830,213.18	47,670,050.19	377.93%
基本每股收益 (元/股)	0.1514	0.0914	65.65%
稀释每股收益 (元/股)	0.1508	0.0914	64.99%
加权平均净资产收益率	4.98%	3.61%	1.37%
	本报告期末	上年度末	本报告期末比上年度末增减 (%)
总资产 (元)	7,024,264,917.64	6,802,772,091.55	3.26%
归属于上市公司股东的所有者权益 (元)	6,094,326,014.68	5,764,437,024.42	5.72%

(来源: 神州泰岳 2024 年一季度报告)

但从体量来看, 2023 年神州泰岳 59.62 亿的营收规模 (其中游戏业务创收 44.97 亿), 相较百亿级的世纪华通 (002602.SZ)、三七互娱 (002555.SZ) 仍有不

小的差距，排在 A 股游戏公司第四名。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

总得来说，神州泰岳的规模体量一般，但成长能力名列前茅，而游戏业务是第一
大功臣。

问题来了，其游戏业务的逆势高增，靠的是什么？

二、并购踩中狗屎运，能拿得出手的仅有两款游戏

1、两款游戏支撑 9 成收入，但已超期服役

神州泰岳的游戏业务最早追溯至 2014 年。

2014 年是手游最具历史性意义的一年，划时代游戏《王者荣耀》上线了，手游的风吹向大江南北。

神州泰岳也动了心，不惜以 12.15 亿价格收购了一家手游厂商壳木游戏，收购溢价率高达 27 倍！

但此后两年，并无佳绩，只完成业绩承诺的 83.46%。

1、承诺净利润

认购人承诺标的公司在盈利承诺期内实现的实际净利润数不低于承诺净利润数，否则认购人应按照重组协议约定对神州泰岳予以补偿。认购人承诺标的公司在盈利承诺期内各年度的净利润数如下：

2013 年度：0.8 亿元；

2014 年度：1.1 亿元；

2015 年度：1.5 亿元；

2016 年度：2.0 亿元。

(来源：神州泰岳公告 20140404)

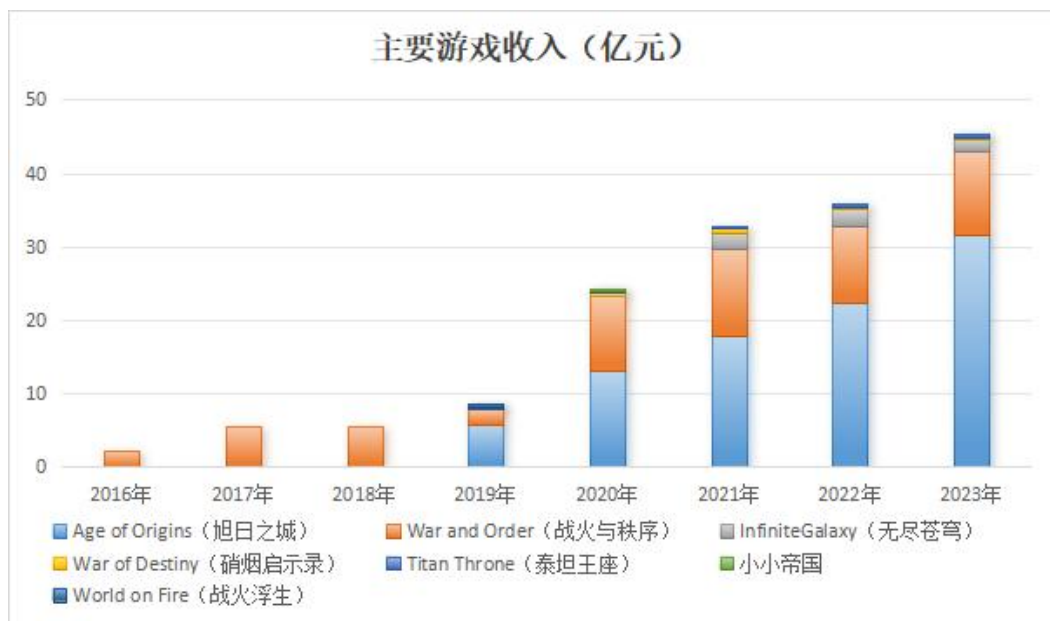
直到 2016 年，随着 SLG 策略类游戏的兴起，壳木游戏也趁势推出《War and Order（战火与秩序）》，搭载着中世纪魔幻战争题材，在海外市场敲响大门。

正所谓“运气来了挡都挡不住”，2019 年推出的丧尸生存题材 SLG 游戏《Age of Origins（旭日之城）》，又一次在海外市场一炮而红。



(《Age of Origins》)

2023 年，两款游戏的累计充值流水均达到 10 亿美元级，分别位列“2023 年度中国手游收入榜”第 8 位和第 24 位，合计贡献营收 42.89 亿，占到游戏收入的 9 成以上，其中海外市场收入占比近 9 成。



(来源：神州泰岳年报，制图：市值风云 APP)

同年，壳木游戏也入围“2023 年度中国手游发行商收入排行版”并位列第七，甚至高于网易以及因字节 260 亿收购而一战成名的沐瞳科技。



(来源：神州泰岳公众号)

但也不难发现，直至目前，两款游戏已经面市 5 年、8 年之久，远远超出了普通手游 1-3 年的生命周期，它们还能红多久？

2、新品上线在即，始终绕不开 SLG 游戏

并且，壳木游戏的这份“狗屎运”也仅仅停滞在这两款游戏中，此后再也没有能拿得出手的新游戏，多款 RPG 游戏、卡牌类游戏的流水不及预期，其余品类游戏的营收占比合计不到 10%。

已面市产品已成定局，或许只能寄希望于正在研发中的产品，过去三年里公司研发支出保持在 2.5-3 亿元（资本化比例为 20%-30%），占到总营收的 5%左右。

其中，值得关注的在研游戏产品主要是《Dreamland》和《LOA》，预计于今年下半年上线测试。

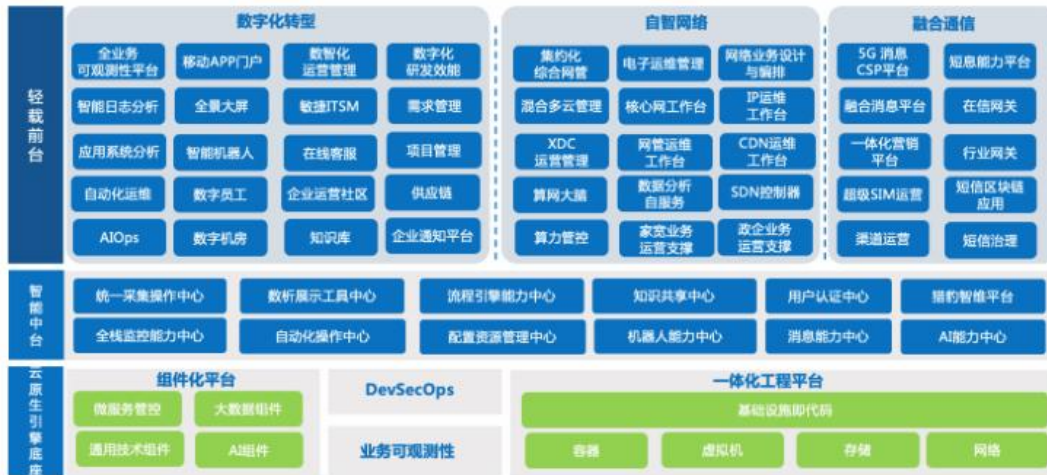
这两款新品同样属于 SLG 游戏，兜兜转转，公司又走回了最为擅长且有成功运营经验的赛道，好运会再次降临吗？

今年的 SLG 赛道，前有 B 站《三国：谋定天下》、腾讯《世界启元》，后有三七互娱《三国群英传：鸿鹄霸业》、网易《指环王：纷争》，大厂商、大 IP 左右夹击，神州泰岳的情况并不乐观。

值得注意的是，当时那笔斥资 27 倍超高溢价的收购，截至 2023 年底仍有 11.17 亿元商誉，隐患不小。

3、手握 14 亿商誉暗雷

此外，神州泰岳的另一大业务线是软件和信息技术服务业务，包括 ICT 运营管理、人工智能、信息安全、物联网、云业务等，可应用在电信、金融、交通、能源、政府及事业单位等领域。



(“数字化新 IT” 智能运营产品全景图)

简单说，与软件相关的业务大大小小都涉及，各行各业也都参与，2023 年共贡献营收 14.65 亿元，同比增长 17.08%，占到总营收的 24.57%，较上年下跌 2 个百分点。

但从利润端来看，2023 年壳木游戏实现净利润 11.05 亿，神州泰岳全年净利润 8.8 亿元，意味着软件服务业务甚至可能不盈反亏，近乎是个“拖后腿”的存在。

更可怕的是，这些业务中甚至也有不少是大手笔收购而来，截至 2023 年末仍留有商誉 3.31 亿元，算上游戏业务的商誉合计高达 14.48 亿元，占到公司总资产的 20%以上，这些商誉也仍然存在不小的暴雷隐患。

被投资单位名称或形成商誉的事项	2023 年末余额 (亿元)	主要来源
游戏资产组	11.17	2014 年收购壳木游戏 100% 股权
AI-ICT 解决方案资产组	3.26	2010 年收购友联创新系统集成 100% 股权、2016 年收购鼎富智能 100% 股权
互联网运营资产组	0.04	2013 年收购广通神州 100% 股权
物联网资产组	0.01	2011 年收购奇点能源 80% 股权
海外业务平台资产组	0	2013 年收购 Bridge Minds Consulting Pte Ltd (智桥资讯)
合计	14.48	/

(制表：市值风云 APP)

毕竟 2019 年就曾发生过一次集中暴雷，计提了资产减值 6.02 亿元（主要为友联创新、宁波普天、智桥资讯、广通神州的商誉减值）、信用减值 3.42 亿元（主要来自友联创新），造成当年亏损超 14 亿元。

三、手握现金奶牛的分红吝啬鬼

再来说说现金流。

手握两大热门“氪金”手游，这就是神州泰岳的两大“现金奶牛”，使得公司净现比常年大于 1。

特别是 2020 年以来，短短 4 年时间经营性现金净流入合计 31.76 亿元，是同期利润总和的 1.5 倍。游戏行业资本开支向来不多，余下的自由现金流超 26 亿元。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

但公司在股东回报方面相当吝啬，大赚的年份现金分红率都不到 15%，远远低于吉比特 (603444.SH)、完美世界 (002624.SZ) 等同业公司。

上市 15 年合计派发现金发红仅仅 11 亿，还不到募资总额的一半。



(来源: 市值风云 APP)

但神州泰岳绝不承认它的吝啬, 当有投资者问到分红这一问题时, 还大言不惭地表示其分红比例达到 41.57%!

6、请问公司对分红和未来的投资并购是如何考虑的? 谢谢。

随着公司业绩的不断提升, 在兼顾公司发展需要的同时, 也与广大投资者共享企业发展成果。2020 年-2023 年, 公司最近四年总分红占四年平均归母净利润的比例为 69.47%。即使不考虑回购, 公司四年总现金分红占四年平均归母净利润比例也达到了 41.57%。

(来源: 神州泰岳公告 20240419)

原来分红率=四年总分红/四年平均归母净利润？涨知识！



你们学会了吗？

四、没有实控人，董事长放肆激励 4 亿股票

对股东分红吝啬？但董事长给自己发福利大方极了！

2018 年，冒大卫走马上任成为神州泰岳新任董事长。在此之前，冒大卫曾任北大光华党委书记、北大财务部部长、北大医学部副主任，履历精彩，**但一看在游戏行业就是外行。**

冒大卫先生，1980 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。毕业于北京大学，研究生学历，博士学位，副教授。曾任北京大学光华管理学院团委书记、北京大学光华管理学院党委副书记、北京大学光华管理学院党委书记、北京大学财务部部长、后勤结算中心主任兼北京大学医学部副主任。其本人未持有公司股份，与其他持有公司 5%以上股份的股东、实际控制人、其他董事、监事、高级管理人员不存在关联关系，未受过中国证监会及其他有关部门的处罚和证券交易所惩戒，不存在《创业板上市公司规范运作指引》第 3.2.3 条所规定的情形。

(来源：神州泰岳公告 20180427)

北大医学部副主任下海经商，带着神州泰岳业绩起飞，自然也得来点奖励——“员工持股计划”、“股权激励计划”。

2021 年的员工持股计划堪称“0 元购”，其中董事长冒大卫不花一分钱即可揽获 40%比例股票，以当时的市价测算，这些股票市值接近 5,000 万。

2023 年员工持股计划又来一次，这次冒大卫揽获比例为 21.79%，价格为 2 元/股，意味着只需掏 41 万元即可认购价值 246 万元的股票。

当然，两次持股计划都设置了业绩考核目标，但难度并不算高。

	公司层面业绩考核	考核完成情况	冒大卫持有股份上限	占持股计划总份额的比例	草案发布日参考市值
2021年员工持股计划	第一个解锁期：以2020年净利润为基数，2021年的净利润增长率不低于15%；第二个解锁期：以2020年净利润为基数，2022年的净利润增长率不低于25%，或2021年与2022年合计净利润不低于8.4亿元	已完成	10379200	40%	4971.64万元
2023年员工持股计划	第一个解锁期：以2022年净利润为基数，2023年的净利润增长率不低于15%；第二个解锁期：以2022年净利润为基数，2024年的净利润增长率不低于25%，或2023-2024年两年合计净利润不低于13.01亿元。	第一个已完成	2050000	21.79%	246万元

(制表：市值风云 APP)

另外，子公司鼎富智能还曾在2021年实施股权激励计划，以“0元购”授予冒大卫15%股份。根据关注函回复，神州泰岳表示考核要求为鼎富智能在锁定期3年内实现整体估值不低于20亿元，意味着冒大卫的股权市值将达3亿元。

2023年的股权激励计划中，再次授予冒大卫价值超5,000万市值的股票。

本激励计划限制性股票各年度业绩考核目标如下表所示：

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	以2022年净利润为基数，2023年的净利润增长率不低于15%。
第二个归属期	以2022年净利润为基数，2024年的净利润增长率不低于25%，或2023-2024年两年合计净利润不低于13.01亿元。

(2023年股权激励计划)

这些年来，冒大卫通过两大计划，被授予股票市值接近4亿元。

为何能够如此大张旗鼓的激励呢？



或许与神州泰岳自 2021 年起便没有实控人、没有控股股东有关，其股权结构相当分散，创始人李力位列第一大股东，但持股比例不过 8.78%。

“鉴于公司在新一届董事会及经营管理层的带领下，公司治理规范有效，主营业务发展良好，公司业绩显著提升，李力先生与王宁先生已无意继续控制北京神州泰岳软件股份有限公司（以下简称“神州泰岳”）。为使公司治理结构更趋于合理，保障公司战略目标的实现，进而为股东创造更多回报，双方协商一致就神州泰岳的管理和决策解除双方一致行动，具体协议如下。

(来源：神州泰岳公告 20210816)

所以，董事长激励激励自己，怎么了？谁赞成，谁反对？