

神州泰岳 (300002.SZ)

游戏流水表现出色，充分释放利润

核心观点:

- **事件:** 神州泰岳于 2025 年 1 月 21 日发布公司 2024 年业绩预告, 预计公司 2024 年归母净利润为 13.8 亿元-14.9 亿元, 同比增长 55.66%-68.06%。扣非后盈利 10.98-12.08 亿元, 同比增长 32.44%-45.70%。
- **游戏业务流水表现出色, 核心产品畅销榜排行靠前。** 根据公司业绩预告, 公司全年业绩增长, 《Age of Origins》和《War and Order》等主要产品持续在中国游戏厂商出海收入排行榜中位居前列。根据 Sensor Tower 12 月中国出海手游统计, 《Age of Origins》排名第十。在投放方面, 公司通过实施精准营销策略适时缩减投放支出, 使得游戏业务利润增长。新游方面, 根据公司投资者交流纪要公告, 我们预计公司旗下新游戏《代号 DL》及《代号 LOA》商业化有望持续推进。公司游戏运营周期较长, 新品上线有望形成业绩增量。
- **软件和信息技术收入提升, 业务运营稳健。** 公司业绩预告显示, 公司在 ICT 运维、信息安全领域稳定发展, 并在云服务、物联网、创新服务业务领域取得稳定增长。我们认为 AI 对公司软件业务有望产生持续驱动, 带动收入提升, 并改善业务盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。** 公司深耕 SLG 出海赛道, 《旭日之城》、《战火与秩序》流水表现稳健; 新游《代号 DL》、《代号 LOA》商业化有望带动游戏业务增长; 计算机业务主要驱动和增长点来源于 AI 业务和云业务。我们维持公司 2024-2026 年分别实现收入 64.02 亿元、73.92 亿元和 84.8 亿元, 分别增长 7.4%、15.5%和 14.7%; 维持 2024-2026 年归母净利润分别为 14.27 亿元、14.31 亿元和 16.46 亿元的预测。按照可比公司对公司两块业务进行分部估值, 给予游戏业务 2024 年预期净利润 16X PE、计算机业务 2024 年预期收入 3X PS 估值, 维持公司合理价值 15.98 元/股的判断不变, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 存量游戏波动, 新游不及预期, 计算机新业务不及预期。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4806	5962	6402	7392	8480
增长率 (%)	11.4%	24.1%	7.4%	15.5%	14.7%
EBITDA (百万元)	759	1221	1703	1716	1978
归母净利润 (百万元)	541	887	1427	1431	1646
增长率 (%)	40.8%	63.8%	60.9%	0.2%	15.1%
EPS (元/股)	0.28	0.46	0.73	0.73	0.84
市盈率 (P/E)	15.66	19.45	16.29	16.26	14.13
ROE (%)	11.2%	15.4%	19.7%	16.5%	16.0%
EV/EBITDA	8.91	12.51	11.54	10.57	8.33

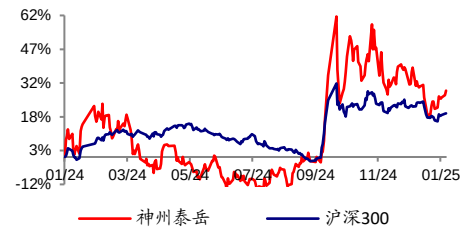
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	11.85 元
合理价值	15.98 元
前次评级	买入
报告日期	2025-01-21

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610

kuangshi@gf.com.cn

分析师:

章驰



SAC 执证号: S0260523080001



021-38003814



gfzhangc@gf.com.cn

请注意, 章驰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

神州泰岳 (300002.SZ): 游戏业务表现稳健, 关注新品上线进展	2024-10-29
神州泰岳 (300002.SZ): 游戏业务利润释放, 计算机业务增长稳健	2024-08-28
神州泰岳 (300002.SZ): Q1 业绩表现超预期, 游戏业务利润进一步释放	2024-04-28

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,751	3,803	5,509	7,168	9,052
货币资金	1,806	2,127	3,635	5,168	6,824
应收及预付	669	833	980	1,090	1,283
存货	163	166	213	220	246
其他流动资产	113	678	681	690	699
非流动资产	3,067	3,000	2,921	2,783	2,690
长期股权投资	12	7	17	27	33
固定资产	242	341	329	311	330
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	294	218	164	80	9
其他长期资产	2,519	2,432	2,411	2,364	2,318
资产总计	5,818	6,803	8,430	9,951	11,742
流动负债	934	979	1,139	1,243	1,392
短期借款	50	20	20	20	20
应付及预收	401	389	482	518	573
其他流动负债	483	570	636	705	799
非流动负债	34	37	36	36	36
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	34	37	36	36	36
负债合计	968	1,016	1,175	1,279	1,428
股本	1,961	1,961	1,963	1,963	1,963
资本公积	584	670	739	739	739
留存收益	2,387	3,214	4,627	6,050	7,690
归属母公司股东权益	4,835	5,764	7,247	8,671	10,310
少数股东权益	15	22	8	1	3
负债和股东权益	5,818	6,803	8,430	9,951	11,742

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4806	5962	6402	7392	8480
营业成本	1904	2222	2503	2688	3063
营业税金及附加	15	17	18	21	24
销售费用	1256	1470	992	1527	1713
管理费用	778	917	1178	1183	1399
研发费用	303	330	380	407	466
财务费用	-87	-72	-73	-81	-88
资产减值损失	-81	-91	-73	-83	-85
公允价值变动收益	-8	-24	5	5	5
投资净收益	18	21	39	45	51
营业利润	623	1052	1405	1667	1932
营业外收支	7	0	247	-1	-1
利润总额	629	1051	1652	1667	1931
所得税	97	171	239	250	290
净利润	532	880	1413	1417	1641
少数股东损益	-10	-7	-14	-14	-5
归属母公司净利润	541	887	1427	1431	1646
EBITDA	759	1221	1703	1716	1978
EPS（元）	0.28	0.46	0.73	0.73	0.84

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,045	1,078	1,286	1,565	1,731
净利润	532	880	1,413	1,417	1,641
折旧摊销	160	155	124	130	135
营运资金变动	295	-58	-27	7	-51
其它	58	101	-224	11	6
投资活动现金流	78	-724	170	-32	-75
资本支出	-86	-168	192	0	-70
投资变动	163	-531	-58	-76	-56
其他	1	-25	37	45	51
筹资活动现金流	-229	-87	67	-1	-1
银行借款	-87	-30	0	0	0
股权融资	7	19	71	0	0
其他	-149	-76	-4	-1	-1
现金净增加额	961	307	1,508	1,533	1,656
期初现金余额	834	1,795	2,101	3,610	5,142
期末现金余额	1,795	2,101	3,610	5,142	6,798

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	11.4%	24.1%	7.4%	15.5%	14.7%
营业利润	32.9%	69.0%	33.5%	18.7%	15.9%
归母净利润	40.8%	63.8%	60.9%	0.2%	15.1%
获利能力					
毛利率	60.4%	62.7%	60.9%	63.6%	63.9%
净利率	11.1%	14.8%	22.1%	19.2%	19.4%
ROE	11.2%	15.4%	19.7%	16.5%	16.0%
ROIC	10.3%	15.3%	18.5%	15.5%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	16.6%	14.9%	13.9%	12.9%	12.2%
净负债比率	20.0%	17.6%	16.2%	14.8%	13.8%
流动比率	2.94	3.88	4.84	5.77	6.50
速动比率	2.71	3.65	4.59	5.53	6.27
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.94	0.84	0.80	0.78
应收账款周转率	7.06	8.37	7.33	7.50	7.47
存货周转率	11.98	13.52	13.22	12.43	13.14
每股指标（元）					
每股收益	0.28	0.46	0.73	0.73	0.84
每股经营现金流	0.53	0.55	0.66	0.80	0.88
每股净资产	2.47	2.94	3.69	4.42	5.25
估值比率					
P/E	15.66	19.45	16.29	16.26	14.13
P/B	1.76	3.01	3.21	2.68	2.26
EV/EBITDA	8.91	12.51	11.54	10.57	8.33

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

周 喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

章 驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。

罗 悦 纯：高级分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。

黄 静 仪：研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。