

神州泰岳 (300002)

2024 年年报及 2025 年一季报点评：存量游戏稳健运营，静待新游周期开启

买入（维持）

2025 年 04 月 28 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 陈欣

执业证书：S0600524070002

chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	5,962	6,452	5,985	6,686	7,217
同比（%）	24.06	8.22	(7.25)	11.72	7.95
归母净利润（百万元）	887.18	1,427.67	1,153.77	1,251.97	1,350.22
同比（%）	63.84	60.92	(19.19)	8.51	7.85
EPS-最新摊薄（元/股）	0.45	0.73	0.59	0.64	0.69
P/E（现价&最新摊薄）	25.35	15.75	19.49	17.96	16.66

投资要点

■ **事件：**2024 年公司实现营收 64.52 亿元，yoy+8.22%，归母净利润 14.28 亿元，yoy+60.92%，扣非归母净利润 11.47 亿元，yoy+38.29%。2025Q1 公司实现营收 13.23 亿元，yoy-11.07%，qoq-31.74%，归母净利润 2.39 亿元，yoy-19.09%，qoq-28.53%，扣非归母净利润 2.26 亿元，yoy-21.10%，qoq-27.96%。此外，2024 年度公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税）。

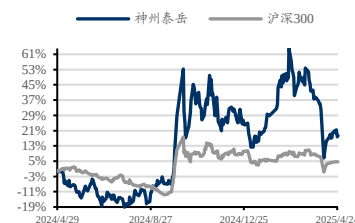
■ **游戏业务：存量游戏流水表现稳健，新游储备充沛。**2024 年公司游戏业务实现营收 46.62 亿元，yoy+3.66%，毛利率 72.70%，yoy+1.56pct，净利润 15.52 亿元，yoy+40.47%，净利率 33.28%，yoy+8.72pct，业绩高增主要系主力游戏《Age of Origins》《War and Order》延续稳健表现，实现流水达 34.54、10.62 亿元，yoy+4.98%、-7.70%，同时随着产品步入成熟生命周期，公司逐步缩减销售费用投放规模，对应 2024 年公司总体销售费用率 15.60%，yoy-9.05pct。2025Q1 我们预计公司存量产品生命周期内流水有所自然回落，对应 2025Q1 公司整体营收同比下降 11.07%。展望后续，1）存量游戏方面，我们看好公司延续长线运营思路，持续更新迭代主力产品内容，《AOO》《WAO》流水有望维稳；2）新游方面，《Stellar Sanctuary》《Next Agers》已于 2024 年末前后上线海外地区，目前尚处于调试阶段，公司预计将于 2025 年年中至下半年先后进行大规模推广，且两款新游均已获得国内游戏版号，将择机上线国内市场，此外公司还储备有《FS-Project》等 RPG、SLG 游戏，期待公司新游陆续上线，贡献业绩增量。

■ **计算机业务：创新引擎稳步兑现，物联网/通讯、创新业务、AI/ICT 高增。**2024 年公司计算机及其他业务实现收入 17.90 亿元，yoy+22.21%，其中：1）AI/ICT 运营管理 14.78 亿元，yoy+20.53%；2）物联网/通讯 1.33 亿元，yoy+62.30%；3）创新服务 1.50 亿元，yoy+27.05%。公司前瞻投入的云增值服务、跨境数据流量服务等业务持续高增，同时公司积极推动 AI 与各业务线融合，如落地智能催收、智能电销的“泰岳智呼”平台，为客户提供模型选择、模型调优、AI 应用集成开发等功能的云服务等，看好公司计算机业务持续增长，盈利能力不断提升。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司存量游戏生命周期内流水有所自然回落，新游有望于年内推广，但前期收入费用阶段性错配利润端有所拖累，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.59/0.64/0.69 元（2025-2026 年前值为 0.72/0.80 元），对应当前股价 PE 分别为 19/18/17 倍。我们看好公司计算机业务前瞻布局逐步兑现，游戏业务维稳同时新游储备充沛，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**老游长线运营不及预期风险，新游流水不及预期风险，计算机业务进展不及预期风险，行业监管风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.46
一年最低/最高价	7.73/16.08
市净率(倍)	3.10
流通 A 股市值(百万元)	20,833.27
总市值(百万元)	22,490.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.70
资产负债率(% ,LF)	10.99
总股本(百万股)	1,962.56
流通 A 股(百万股)	1,817.91

相关研究

《神州泰岳(300002)：2024 年三季报点评：业绩符合我们预期，关注新游上线进展》

2024-10-30

《神州泰岳(300002)：2024 年半年报点评：业绩好于我们预期，积极关注新游上线进展》

2024-08-27

神州泰岳三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,085	6,085	7,189	8,387	营业总收入	6,452	5,985	6,686	7,217
货币资金及交易性金融资产	2,561	3,645	4,761	5,902	营业成本(含金融类)	2,514	2,414	2,712	2,977
经营性应收款项	909	847	851	919	税金及附加	18	16	18	19
存货	153	134	113	99	销售费用	1,007	958	1,137	1,227
合同资产	19	18	20	22	管理费用	1,269	1,113	1,203	1,263
其他流动资产	1,443	1,442	1,444	1,445	研发费用	333	317	348	361
非流动资产	3,047	3,045	3,099	3,106	财务费用	(110)	(76)	(78)	(77)
长期股权投资	5	5	5	5	加:其他收益	81	78	80	87
固定资产及使用权资产	409	401	436	441	投资净收益	50	30	33	36
在建工程	3	3	3	3	公允价值变动	(31)	(20)	(18)	(19)
无形资产	185	171	190	192	减值损失	118	(3)	(3)	0
商誉	1,354	1,354	1,354	1,354	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	1,641	1,327	1,439	1,551
其他非流动资产	1,089	1,109	1,109	1,109	营业外净收支	(8)	0	0	0
资产总计	8,132	9,130	10,288	11,493	利润总额	1,633	1,327	1,439	1,551
流动负债	1,097	1,083	1,161	1,202	减:所得税	214	173	187	202
短期借款及一年内到期的非流动负债	33	33	33	33	净利润	1,419	1,155	1,252	1,349
经营性应付款项	397	406	441	459	减:少数股东损益	(8)	(9)	(10)	(11)
合同负债	151	150	160	166	归属母公司净利润	1,428	1,154	1,252	1,350
其他流动负债	515	494	526	544	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.73	0.59	0.64	0.69
非流动负债	22	25	25	25	EBIT	1,621	1,251	1,361	1,474
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,749	1,309	1,403	1,524
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	61.04	59.66	59.44	58.76
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	22.13	19.28	18.72	18.71
其他非流动负债	15	17	17	17	收入增长率(%)	8.22	(7.25)	11.72	7.95
负债合计	1,119	1,108	1,185	1,227	归母净利润增长率(%)	60.92	(19.19)	8.51	7.85
归属母公司股东权益	7,011	8,020	9,099	10,264					
少数股东权益	2	3	3	2					
所有者权益合计	7,013	8,023	9,102	10,266					
负债和股东权益	8,132	9,130	10,288	11,493					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,648	1,270	1,369	1,366	每股净资产(元)	3.57	4.09	4.64	5.23
投资活动现金流	(1,726)	(24)	(62)	(21)	最新发行在外股份(百万股)	1,963	1,963	1,963	1,963
筹资活动现金流	(228)	(146)	(172)	(186)	ROIC(%)	21.85	14.40	13.77	13.19
现金净增加额	(284)	1,103	1,135	1,160	ROE-摊薄(%)	20.36	14.39	13.76	13.15
折旧和摊销	129	58	42	50	资产负债率(%)	13.76	12.13	11.52	10.68
资本开支	(164)	(39)	(96)	(57)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.75	19.49	17.96	16.66
营运资本变动	280	67	88	(16)	P/B(现价)	3.21	2.80	2.47	2.19

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>