

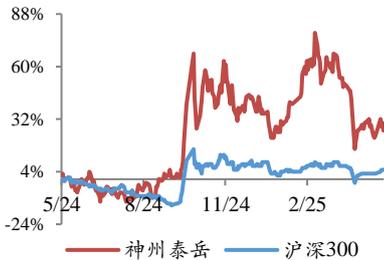
# 存量游戏稳健运营，新游海外上线打开流水空间

## 投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-05-12

收盘价(元)	11.19
近12个月最高/最低(元)	16.08/7.73
总股本(百万股)	1,963
流通股本(百万股)	1,818
流通股比例(%)	92.63
总市值(亿元)	220
流通市值(亿元)	203

## 公司价格与沪深300走势比较



## 分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

## 相关报告

- 神州泰岳 24Q3 点评：重点 SLG 产品持续增长，期待海外新游上线 2024-10-30
- 游戏业务稳健增长，销售费用持续优化 2024-08-30

## 主要观点：

### ● 业绩情况：

公司发布 2024 年及 25Q1 业绩。2024 年全年公司实现营收 64.52 亿元，yoy+8.22%；实现归母净利润 14.28 亿元，yoy+60.92%；实现扣非净利润 11.47 亿元，yoy+38.29%。

25Q1，公司营收 13.23 亿元，yoy-11.07%；归母净利润 2.39 亿元，yoy-19.09%；扣非后净利润为 2.26 亿元，yoy-21.10%。

### ● 存量游戏长线运营，新游上线有望提供增量

2024 年，公司游戏业务实现收入 46.62 亿元，同比增长 3.66%。受益于《Age of Origins》和《War and Order》等核心游戏在海外的稳健运营，整体保持稳定增长，长线运营能力依旧。25 年一季度由于季节性和新游上线影响，核心游戏流水有所下滑。新游方面，2024 年末，公司先后在海外发行《Stellar Sanctuary》和《Next Agers》，目前两款新游处于海外商业化测试和调优阶段，同时在国内取得版号，预计后续在国内上线。

### ● AI 赋能计算机业务，服务场景多面覆盖

2024 年，公司软件与信息技术服务业务实现收入 17.90 亿元，同比增长 22.21%。分产品看，AI/ICT 运营管理实现收入 14.78 亿元，同比增长 20.53%；物联网/通讯实现收入 1.33 亿元，同比增长 62.30%；创新服务实现收入 1.50 亿元，同比增长 27.05%。公司运用亚马逊云科技的 Amazon SageMaker、Amazon Bedrock 等技术，从架构选型、模型选择、模型调优到云应用的集成开发，帮助企业释放生成式 AI 的商业价值。在云服务上，公司服务全球 300 多家企业，行业覆盖游戏文娱、跨境电商、智能硬件、车联网、教育医疗、金融科技等，带动了业务高速增长。

### ● 投资建议

我们预计公司 25/26/27 年归母净利润 13.50/14.92/15.89 亿元，yoy -5.4%/10.5%/6.5%，对应 PE 为 16.63/15.05/14.13。公司核心游戏长线运营有望持续为公司提供业绩增长，海外上线新游有望提供流水增量，维持“增持”评级。

### ● 风险提示

游戏市场竞争加剧；游戏版号发放不及预期；游戏上线延期；游戏政策不确定性等。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6452	7040	7827	8417
收入同比 (%)	8.2%	9.1%	11.2%	7.5%
归属母公司净利润	1428	1350	1492	1589
净利润同比 (%)	60.9%	-5.4%	10.5%	6.5%
毛利率 (%)	61.0%	61.3%	63.2%	64.0%
ROE (%)	20.4%	16.1%	15.1%	13.9%
每股收益 (元)	0.73	0.69	0.76	0.81
P/E	15.85	16.63	15.05	14.13
P/B	3.24	2.68	2.28	1.96
EV/EBITDA	11.98	12.66	10.62	9.16

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	5085	5705	7158	8715	
现金	1830	2364	3731	5218	
应收账款	881	409	445	479	
其他应收款	19	42	47	50	
预付账款	9	33	36	37	
存货	153	700	742	774	
其他流动资产	2195	2156	2156	2156	
<b>非流动资产</b>	3047	3143	3213	3276	
长期投资	5	5	5	5	
固定资产	388	439	482	519	
无形资产	185	195	207	218	
其他非流动资产	2469	2504	2519	2534	
<b>资产总计</b>	8132	8847	10371	11992	
<b>流动负债</b>	1097	441	469	496	
短期借款	17	17	17	17	
应付账款	393	180	190	200	
其他流动负债	687	244	262	279	
<b>非流动负债</b>	22	25	25	25	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	22	25	25	25	
<b>负债合计</b>	1119	466	494	521	
少数股东权益	2	6	11	15	
股本	1963	1963	1963	1963	
资本公积	581	590	590	590	
留存收益	4467	5822	7314	8902	
归属母公司股东权益	7011	8375	9867	11455	
<b>负债和股东权益</b>	8132	8847	10371	11992	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	1648	677	1509	1629	
净利润	1419	1355	1496	1594	
折旧摊销	129	62	69	78	
财务费用	-40	1	1	1	
投资损失	-50	0	0	0	
营运资金变动	280	-748	-67	-51	
其他经营现金流	1050	2110	1572	1653	
<b>投资活动现金流</b>	-1726	-157	-141	-141	
资本支出	-164	-141	-141	-141	
长期投资	-1606	0	0	0	
其他投资现金流	44	-16	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	-228	11	-1	-1	
短期借款	-3	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	1	0	0	0	
资本公积增加	-88	9	0	0	
其他筹资现金流	-138	2	-1	-1	
<b>现金净增加额</b>	-284	535	1367	1487	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业收入</b>	6452	7040	7827	8417	
营业成本	2514	2727	2878	3030	
营业税金及附加	18	19	21	23	
销售费用	1007	1126	1331	1515	
管理费用	1269	1267	1487	1599	
财务费用	-110	-30	-24	-26	
资产减值损失	-114	-5	-5	-5	
公允价值变动收益	-31	0	0	0	
投资净收益	50	0	0	0	
<b>营业利润</b>	1641	1560	1723	1834	
营业外收入	0	0	1	1	
营业外支出	8	2	2	2	
<b>利润总额</b>	1633	1559	1722	1834	
所得税	214	204	225	240	
<b>净利润</b>	1419	1355	1496	1594	
少数股东损益	-8	4	4	5	
<b>归属母公司净利润</b>	1428	1350	1492	1589	
EBITDA	1749	1590	1767	1767	
EPS (元)	0.73	0.69	0.76	0.76	

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	8.2%	9.1%	11.2%	7.5%
营业利润	56.0%	-5.0%	10.4%	6.5%
归属于母公司净利润	60.9%	-5.4%	10.5%	6.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	61.0%	61.3%	63.2%	64.0%
净利率 (%)	22.1%	19.2%	19.1%	18.9%
ROE (%)	20.4%	16.1%	15.1%	13.9%
ROIC (%)	20.0%	15.8%	14.9%	13.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	13.8%	5.3%	4.8%	4.3%
净负债比率 (%)	16.0%	5.6%	5.0%	4.5%
流动比率	4.64	12.92	15.26	17.57
速动比率	3.17	8.03	10.57	13.06
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.86	0.83	0.81	0.75
应收账款周转率	7.63	10.91	18.32	18.22
应付账款周转率	6.46	9.52	15.55	15.55
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.73	0.69	0.76	0.81
每股经营现金流 (摊薄)	0.84	0.34	0.77	0.83
每股净资产	3.57	4.27	5.03	5.84
<b>估值比率</b>				
P/E	15.85	16.63	15.05	14.13
P/B	3.24	2.68	2.28	1.96
EV/EBITDA	11.98	12.66	10.62	9.16

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。