

神州泰岳（300002）

核心业务提质，云与 AI 业务加速放量

- ◆ 事件：公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 64.52 亿元，同比+8.22%；归母净利润 14.28 亿元，同比+60.92%；扣非后归母净利润 11.47 亿元，同比+38.29%。毛利率 61.04%，同比-1.69pct；净利率 22.00%，同比+7.24pct。
单季度来看，24Q4 公司实现营收 19.39 亿元，同比+1.45%；归母净利润 3.34 亿元，同比+2.96%；毛利率 58.93%，同比-3.00pct，环比-2.26pct；净利率 17.46%，同比+0.26%。
- ◆ 2024 年公司业绩表现亮眼，整体盈利质量改善。
 - 业绩方面，营业收入同比稳增，利润大幅增长主要得益于游戏业务运营效率提升带来的销售费用降低，以及非经常性损益中约 2.46 亿元的应收款项坏账准备转回。分季度看，Q1~Q4 公司分别实现营收 14.88/15.64/14.61/19.39 亿元，同比+22.79%/+8.53%/+4.53%/+1.45%；归母净利润分别为 2.95/3.36/4.63/3.34 亿元，同比+65.62%/+48.73%/+191.43%/+2.96%。分业务看，游戏业务全年实现营收 46.62 亿元/同比+3.66%；AI&ICT 运营管理服务/创新服务/物联网及通讯服务/其他业务分别实现营收 14.78/1.50/1.33/0.28 亿元，同比+20.53%/+27.05%/+62.30%/-25.38%。
 - 盈利能力方面，①毛利率方面，24 年公司整体毛利率为 61.04%/同比-1.69pct，主要由于 AI&ICT 运营管理服务（26.84%/同比-6.12pct）、创新服务（44.66%/同比-3.58pct）、物联网及通讯服务（51.89%/同比-11.07pct）毛利率下降所致，但核心游戏业务毛利率仍有提升（同比+1.56pct）。②费率方面，24 年公司整体费用率为 38.70%/同比-5.66pct，费用管控良好，其中销售费用率为 15.60%/同比-9.06pct，管理费用率为 19.66%/同比+4.28pct，研发费用率 5.15%/同比-0.38pct，财务费用率为-1.71%/同比-0.50pct。③净利率方面，24 年公司净利率为 22.00%/同比+7.24pct。

投资评级

买入

维持评级

2025 年 05 月 07 日

收盘价(元):

11.44

公司基本数据

总股本(百万股)	1,962.56
总市值(百万)	22,451.74
流通股本(百万股)	1,817.91
流通市值(百万)	20,796.91
12 月最高/最低价(元)	16.08/7.73
资产负债率(%)	10.99
每股净资产(元)	3.70
市盈率(TTM)	16.37
市净率(PB)	3.09
净资产收益率(%)	3.29

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 分析师
SAC 执业证书: S0640525040003
联系电话:
邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

24H1 业绩表现亮眼，双主业合力驱动高成长
—2024-09-09

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

- ◆ **受新老产品过渡期影响，25Q1 业绩短期承压。**25Q1 实现营收 13.23 亿元/同比-11.07%，归母净利润同比-19.09%至 2.39 亿元，我们判断，业绩短期承压主要系核心老游戏步入成熟期，新游戏尚处上线初期贡献有限，以及 ICT 业务的季节性因素。25Q1 毛利率 61.30%/同比-2.35pct，整体费用率 42.58%/同比+1.08 pct，净利率同比-1.65pct 至 17.81%。
- ◆ **核心游戏业务盈利能力持续提升，新游储备丰富拓展成长曲线。**壳木游戏凭借深耕 SLG 赛道多年形成的精品化研发能力与海外发行经验，2024 年在中国游戏出海发行商收入榜中位列第 5 位（德本咨询数据），全球手游发行商收入榜中排名第 9 位（Sensor Tower 数据）。核心产品《Age of Origins》《War and Order》持续高位运营，新上线的《Stellar Sanctuary》《Next Agers》在海外商业化测试稳步推进。公司在研产品储备充足，除 SLG 外，也在探索非 SLG 品类及小体量创新产品，未来产品供给有望加快。
- ◆ **AI、云服务与 ICT 协同，数智化布局提速。**①**AI 业务：**公司围绕 AI 技术加速赋能业务升级，鼎富智能推出“泰岳智呼”智能语音平台，并打造 AI 模型问答、智能客服等多款应用，助力金融、电商等行业客户降本增效。②**云服务：**与亚马逊云科技深度合作，升级为核心级合作伙伴，并获得生成式 AI 能力认证，服务客户超 300 家，覆盖全球 40 余国。③**ICT 运营管理：**推出“数智化新 IT”大模型平台，覆盖 60 余应用场景，有效支撑企业客户智能运维与业务数智化升级。
- ◆ **信息安全体系完善，行业地位稳步提升。**基于“安全航母舰队”产品体系，公司在身份安全、资产安全、运营安全等领域持续发力，Ultra-IAM、Ultra-SOMC 等核心安全产品已广泛应用于电信、能源、交通等大型客户项目。2024 年，公司信息安全业务实现了在信创生态、等级保护、数据合规等多领域的突破，并获评“中国软件新质生产力 2024 年度独角兽企业”，进一步巩固了其在数字安全领域的领先地位。
- ◆ **投资建议：**公司依托 SLG 手游精品化运营与全球化发行优势，叠加 AI、大模型与云服务赋能的 B 端数智化布局，成长动能充沛。受益于新游戏上线驱动与软件业务盈利结构优化，中长期成长动能充足。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 13.60/15.84/18.40 亿元，EPS 分别为 0.69/0.81/0.94 元，对应目前 PE 分别为 17/14/12，维持“买入”评级。

- ◆ **风险提示：**宏观经济波动风险、游戏产品生命周期及竞争风险、海外市场政策与合规风险、汇率波动风险。

◆ **盈利预测**

单位/百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5962.24	6452.40	7401.37	8357.17	9350.78
增长率 (%)	24.06%	8.22%	14.71%	12.91%	11.89%
归属母公司股东净利润	887.18	1427.67	1359.59	1583.78	1840.02
增长率 (%)	63.72%	60.92%	-4.77%	16.49%	16.18%
每股收益 EPS(元)	0.45	0.73	0.69	0.81	0.94
PE	25.31	15.73	16.51	14.18	12.20

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1805.71	2127.14	1829.63	4069.99	5598.78	7356.15	营业收入	4806.01	5962.24	6452.40	7401.37	8357.17	9350.78
应收票据及账款	665.39	831.73	919.05	1037.14	1171.07	1310.30	营业成本	1903.52	2222.00	2513.79	2963.41	3400.02	3848.63
预付账款	12.08	8.41	8.79	13.04	14.72	16.48	税金及附加	15.48	16.98	17.72	21.75	24.55	27.47
其他应收款	7.46	13.87	18.55	16.66	18.81	21.05	销售费用	1255.53	1470.15	1006.79	1110.21	1211.79	1309.11
存货	162.98	165.68	152.52	218.16	250.30	283.33	管理费用	778.18	917.22	1268.79	1406.26	1504.29	1589.63
其他流动资产	97.12	656.23	2156.39	1315.52	1390.95	1469.36	研发费用	303.44	329.67	332.51	392.27	451.29	514.29
流动资产总计	2750.74	3803.05	5084.93	6670.51	8444.64	10456.67	财务费用	-86.89	-72.26	-110.03	-9.63	-16.68	-22.51
长期股权投资	12.39	7.49	4.85	-0.25	-5.36	-10.46	资产减值损失	-81.20	-90.80	-113.82	-122.78	-138.63	-155.12
固定资产	250.54	364.61	409.41	345.73	281.97	218.12	信用减值损失	4.64	1.46	231.73	91.59	103.42	115.71
在建工程	0.00	0.00	3.31	2.76	2.21	1.65	其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	294.04	218.50	184.67	155.98	126.88	97.36	投资收益	18.36	20.85	50.37	29.86	29.86	29.86
长期待摊费用	0.38	1.66	2.18	1.09	0.00	0.00	公允价值变动损益	-8.00	-23.74	-31.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2509.72	2407.47	2442.98	2394.07	2345.17	2296.26	资产处置收益	6.70	-0.21	0.17	2.22	2.22	2.22
非流动资产合计	3067.07	2999.73	3047.40	2899.39	2750.87	2602.93	其他收益	45.26	65.90	81.09	64.08	64.08	64.08
资产总计	5817.81	6802.77	8132.33	9569.89	11195.50	13059.60	营业利润	622.52	1051.92	1641.38	1582.07	1842.85	2140.92
短期借款	50.05	20.02	17.12	0.00	0.00	0.00	营业外收入	10.19	0.55	0.21	3.65	3.65	3.65
应付票据及账款	397.39	385.53	392.71	531.92	610.29	690.82	营业外支出	3.43	1.04	8.22	4.23	4.23	4.23
其他流动负债	486.70	573.46	686.78	767.49	876.01	987.76	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	934.13	979.00	1096.61	1299.41	1486.30	1678.58	利润总额	629.28	1051.43	1633.37	1581.49	1842.27	2140.33
长期借款	3.40	8.90	7.64	5.85	4.11	2.43	所得税	96.95	171.12	213.87	236.04	274.96	319.44
其他非流动负债	30.54	28.11	14.78	14.78	14.78	14.78	净利润	532.33	880.31	1419.50	1345.46	1567.31	1820.89
非流动负债合计	33.94	37.01	22.43	20.63	18.89	17.21	少数股东损益	-9.56	-6.87	-8.17	-14.14	-16.47	-19.13
负债合计	968.07	1016.01	1119.04	1320.04	1505.20	1695.78	归属母公司股东净	541.89	887.18	1427.67	1359.59	1583.78	1840.02
股本	1961.09	1961.09	1962.56	1962.56	1962.56	1962.56	EBITDA	696.72	1123.52	1637.76	1714.77	1969.01	2260.65
资本公积	583.56	669.65	581.36	581.36	581.36	581.36	NOPLAT	454.21	844.26	1362.71	1335.87	1551.73	1800.34
留存收益	2290.38	3133.69	4467.23	5717.92	7174.84	8867.48	EPS (元)	0.28	0.45	0.73	0.69	0.81	0.94
归属母公司权益	4835.03	5764.44	7011.15	8261.84	9718.77	11411.41	主要财务比率						
少数股东权益	14.71	22.32	2.14	-11.99	-28.46	-47.59	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	4849.74	5786.76	7013.29	8249.85	9690.31	11363.82	成长能力						
负债和股东权益合计	5817.81	6802.77	8132.33	9569.89	11195.50	13059.60	营收增长率	11.40%	24.06%	8.22%	14.71%	12.91%	11.89%
现金流量表							营业利润增长率	32.85%	68.98%	56.04%	-3.61%	16.48%	16.17%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	9.54%	80.53%	55.57%	3.19%	16.14%	16.01%
税后经营利润	532.33	880.31	1419.50	1264.14	1486.00	1739.57	EBITDA增长率	11.23%	61.26%	45.77%	4.70%	14.83%	14.81%
折旧与摊销	154.33	144.35	114.42	142.91	143.41	142.83	归母净利润增长率	40.93%	63.72%	60.92%	-4.77%	16.49%	16.18%
财务费用	-86.89	-72.26	-110.03	-9.63	-16.68	-22.51	经营现金流增长率	156.40%	2.67%	53.05%	42.98%	-30.73%	15.03%
投资损失	-18.36	-20.85	-50.37	-29.86	-29.86	-29.86	盈利能力						
营运资金变动	179.12	-176.43	312.19	874.69	-58.44	-62.38	毛利率	60.39%	62.73%	61.04%	59.96%	59.32%	58.84%
其他经营现金流	279.02	312.19	-52.14	93.36	93.36	93.36	净利率	11.08%	14.76%	22.00%	18.18%	18.75%	19.47%
经营性现金净流量	1039.55	1067.32	1633.57	2335.62	1617.79	1861.01	营业利润率	12.95%	17.64%	25.44%	21.38%	22.05%	22.90%
资本支出	102.43	171.51	177.20	0.00	-0.00	0.00	ROE	11.21%	15.39%	20.36%	16.46%	16.30%	16.12%
长期投资	88.22	-530.89	-1606.12	0.00	0.00	0.00	ROA	9.31%	13.04%	17.56%	14.21%	14.15%	14.09%
其他投资现金流	92.31	-21.54	57.72	22.92	22.92	22.92	ROIC	10.95%	19.80%	29.26%	22.31%	28.97%	32.42%
投资性现金净流量	78.10	-723.94	-1725.60	22.92	22.92	22.92	估值倍数						
短期借款	-87.40	-30.03	-2.90	-17.12	0.00	0.00	P/E	41.43	25.31	15.73	16.51	14.18	12.20
长期借款	-0.08	5.50	-1.25	-1.79	-1.74	-1.69	P/S	4.67	3.77	3.48	3.03	2.69	2.40
普通股增加	0.00	0.00	1.47	0.00	0.00	0.00	P/B	4.64	3.89	3.20	2.72	2.31	1.97
资本公积增加	58.66	86.09	-88.29	0.00	0.00	0.00	股息率	0.26%	0.52%	0.00%	0.49%	0.57%	0.66%
其他筹资现金流	-200.64	-148.72	-137.02	-99.27	-110.18	-124.87	EV/EBIT	14.64	16.59	14.26	12.43	10.02	7.94
筹资性现金净流量	-229.47	-87.16	-228.00	-118.18	-111.92	-126.55	EV/EBITDA	11.40	14.46	13.26	11.40	9.29	7.43
现金流量净额	955.55	295.77	-298.54	2240.35	1528.79	1757.38	EV/NOPLAT	17.48	19.25	15.94	14.63	11.78	9.33

资料来源: 同花顺, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637