

研究所  
 证券分析师：姚蕾 S0350521080006  
 yaol02@ghzq.com.cn  
 联系人：杨牧笛 S0350121090007  
 yangmd@ghzq.com.cn

## 游戏出海利润持续释放,持续关注人工智能业务落地情况

### ——神州泰岳（300002）2022年度业绩快报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

2023/03/08

| 表现    | 1M    | 3M    | 12M   |
|-------|-------|-------|-------|
| 神州泰岳  | 6.4%  | 43.0% | 29.7% |
| 沪深300 | -1.0% | 1.9%  | -5.4% |

#### 市场数据

2023/03/08

|            |            |
|------------|------------|
| 当前价格(元)    | 6.29       |
| 52周价格区间(元) | 3.36-7.03  |
| 总市值(百万)    | 12,335.27  |
| 流通市值(百万)   | 11,101.52  |
| 总股本(万股)    | 196,109.20 |
| 流通股本(万股)   | 176,494.81 |
| 日均成交额(百万)  | 365.80     |
| 近一月换手(%)   | 6.52       |

#### 事件：

公司公告 2022 年业绩快报：2022 年度预计实现营业收入 48.0 亿元，yoy+11.2%，实现归母净利润 5.5 亿元，yoy+42.5%，实现扣非归母净利润 4.7 亿元，yoy+48.4%。

#### 投资要点：

- 游戏业务主力贡献公司收入与利润，长周期 SLG 产品稳健运营，储备新品表现可期。

公司全资子公司壳木游戏为游戏业务运营主体，主攻海外市场，坚持研运一体，据 Sensor Tower，壳木游戏位居 2022 年中国游戏厂商出海收入榜第 8 名。旗下两款 SLG 产品《旭日之城 (Age of Origins)》和《战火与秩序 (War and Order)》长线运营，分居 2022 年中国出海产品收入榜第 9/27 名。据七麦数据，《旭日之城》2022 年在国内 iOS 畅销榜平均排名第 85 名，在美国/日本 iOS 畅销榜排名第 26/26 名，2023 年 1/2 月在美国排名第 19/17 名。储备方面，公司国内已获版号待上线的 2 款产品为《无尽苍穹》和《硝烟启示录》，其中《无尽苍穹》于 2023 年 1 月开启测试，上线表现值得期待。2022 年美元汇率上升致公司汇兑收益显著增加。

- 软件与信息技术服务业务持续优化、稳健运营，创新业务有望于 2023 年取得突破。

公司软件与信息技术服务业务总体业绩保持稳定发展，公司将继续完善管理体系，提升管理效率，不断优化人才梯队。该业务主要由 ICT 运营管理、物联网/通讯、创新服务构成。

①公司传统 ICT 运营管理业务稳定，据赛迪顾问《2021-2022 年中国 IT 服务市场研究年度报告》显示，公司在中国 IT 服务管理市场中占有率连年保持第一。同时公司是中国移动、中国联通、中国电信的重要合作伙伴。

②物联网与通讯业务的主要产品涵盖智慧安防、专网通信、电力业务三个方向，公司自研的软硬件产品获得电力行业龙头客户的认可，

成为公司物联网/通讯业务板块新的业绩增长点。

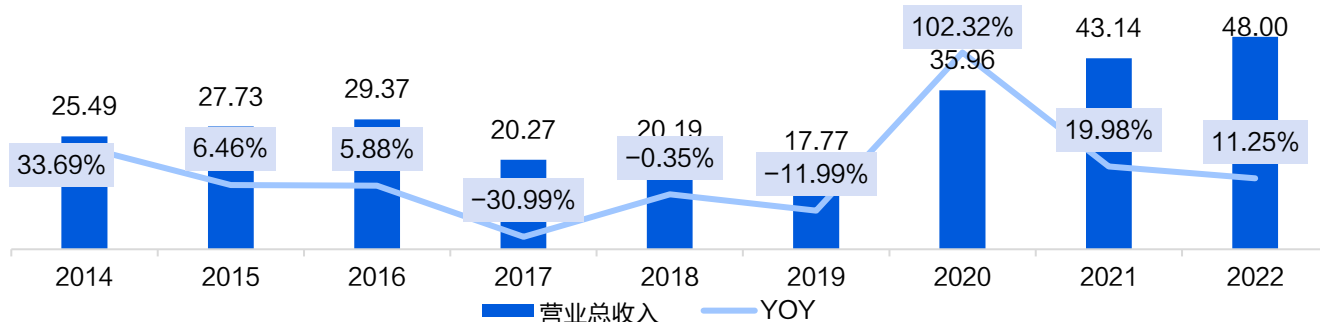
③创新业务方面，公司专注于自然语言处理（NLP）及大数据技术等融合应用，已面向公安、政府、气象、环保、金融、服务等行业提供人工智能及大数据解决方案，我们预计有望于 2023 年贡献业绩增量。

- **盈利预测和投资评级：**公司是游戏出海龙头，主力 SLG 产品长线运营稳定贡献业绩，2023 年新品增量值得期待；传统计算机业务持续优化、稳健运营，创新业务有望扭亏，看好公司游戏+计算机双主业长期发展。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 5.5/6.6/7.9 亿元，对应 EPS 为 0.28/0.34/0.41 元，对应 PE 为 22.5/18.7/15.5X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策监管趋严、市场竞争加剧、流量成本上升、计算机业务经营情况不及预期、创新业务发展不及预期、新产品上线进度及表现不及预期、在运营游戏产品生命周期不及预期、核心人才流失、玩家偏好改变、公司治理/资产减值/解禁减持风险、市场风格切换、行业估值中枢下行等。

| 预测指标       | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 4314  | 4800  | 5516  | 6456  |
| 增长率（%）     | 20    | 11    | 15    | 17    |
| 归母净利润（百万元） | 385   | 548   | 660   | 794   |
| 增长率（%）     | 10    | 43    | 20    | 20    |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.20  | 0.28  | 0.34  | 0.41  |
| ROE（%）     | 9     | 11    | 12    | 13    |
| P/E        | 32.00 | 22.51 | 18.68 | 15.53 |
| P/B        | 2.87  | 2.58  | 2.27  | 1.98  |
| P/S        | 2.88  | 2.57  | 2.24  | 1.91  |
| EV/EBITDA  | 16.86 | 16.56 | 13.15 | 10.51 |

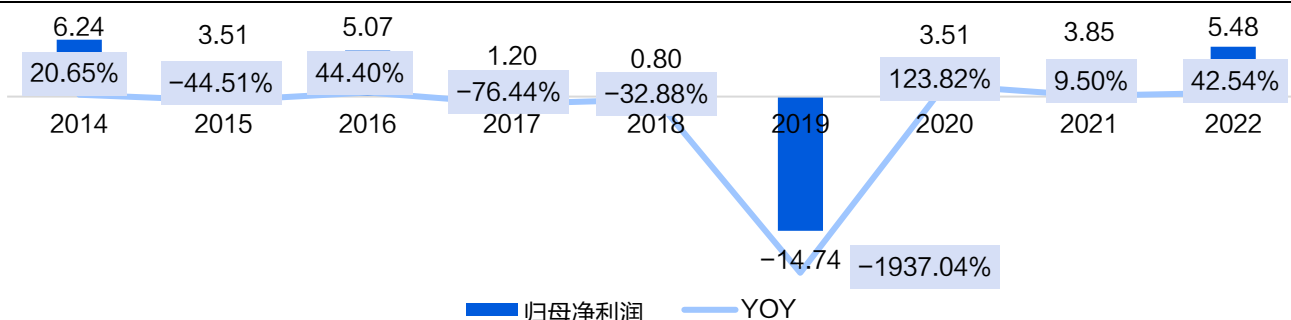
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所（所用股价数据为 3 月 8 日收盘价）

图 1: 公司 2014-2022 年营收 (亿元) 及 YOY



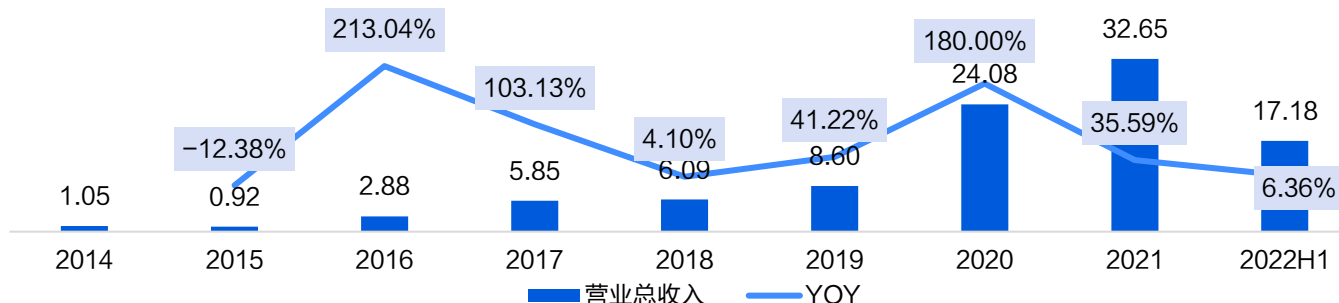
资料来源: 神州泰岳公司公告、国海证券研究所

图 2: 公司 2014-2022 年归母净利润 (亿元) 及 YOY



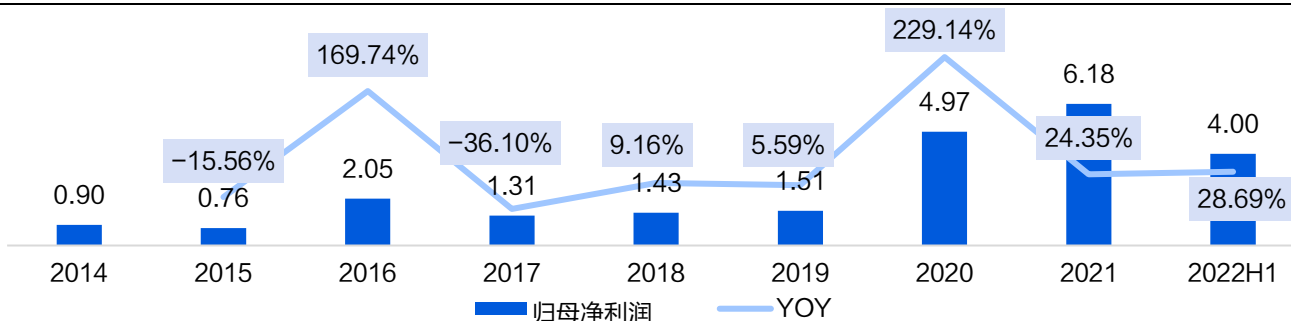
资料来源: 神州泰岳公司公告、国海证券研究所

图 3: 壳木游戏 2014 年-2022H1 营收 (亿元) 及 YOY



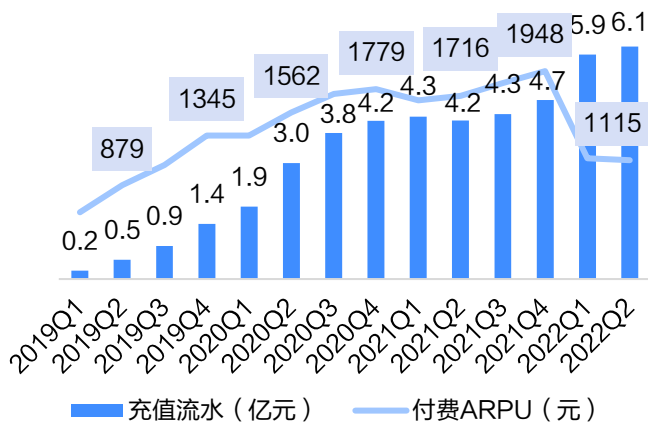
资料来源: 神州泰岳公司公告、国海证券研究所

图 4: 壳木游戏 2014 年-2022H1 净利润 (亿元) 及 YOY



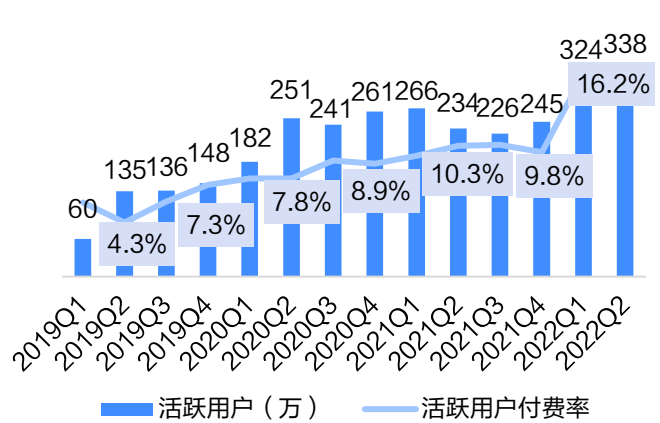
资料来源: 神州泰岳公司公告、国海证券研究所

图 5:《旭日之城》2019Q1-2022Q2 充值流水及付费 ARPU



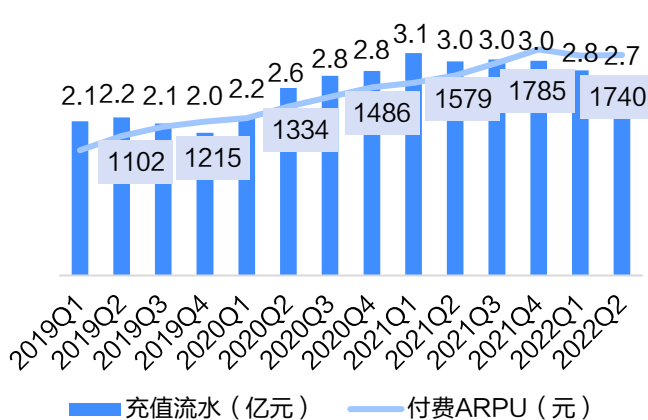
资料来源: 神州泰岳公司公告、国海证券研究所

图 6:《旭日之城》2019Q1-2022Q2 活跃用户及活跃用户付费率



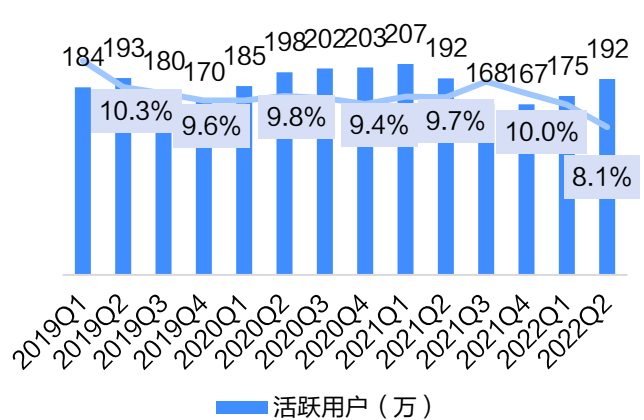
资料来源: 神州泰岳公司公告、国海证券研究所

图 7:《战火与秩序》2019Q1-2022Q2 充值流水及付费 ARPU



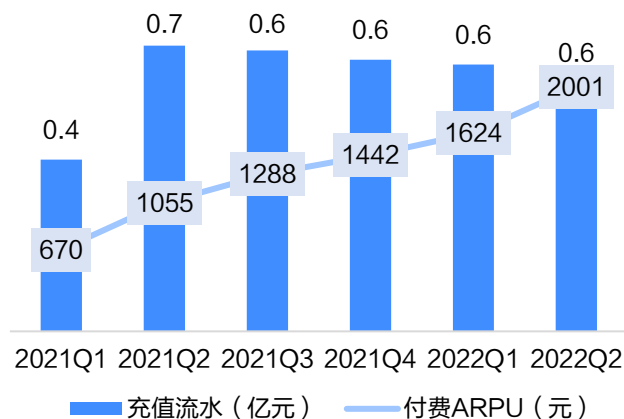
资料来源: 神州泰岳公司公告、国海证券研究所

图 8:《战火与秩序》2019Q1-2022Q2 活跃用户及活跃用户付费率



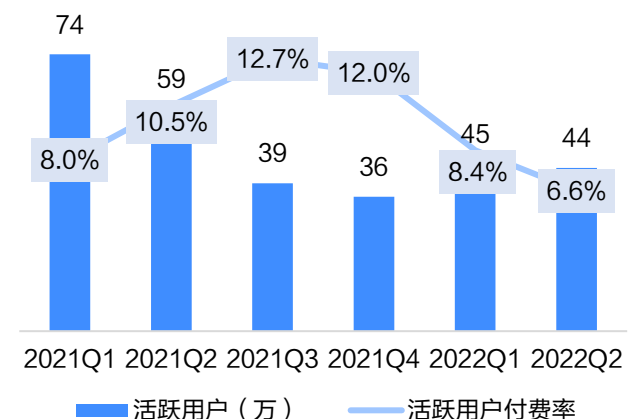
资料来源: 神州泰岳公司公告、国海证券研究所

图 9:《无尽苍穹》2021Q1-2022Q2 充值流水及付费 ARPU



资料来源: 神州泰岳公司公告、国海证券研究所

图 10:《无尽苍穹》2021Q1-2022Q2 活跃用户及活跃用户付费率



资料来源: 神州泰岳公司公告、国海证券研究所

图 11: 神州泰岳业务拆分表

| 营业收入预测表     |        |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 亿元      | 2019A  | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| 总营业收入       | 17.77  | 35.96  | 43.14  | 48.00  | 55.16  | 64.56  |
| 同比          | -12.0% | 102.3% | 20.0%  | 11.2%  | 14.9%  | 17.0%  |
| AI/ICT 运营管理 | 6.04   | 10.57  | 8.82   | 10.15  | 11.67  | 13.42  |
| 同比          | -46.7% | 75.0%  | -16.5% | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  |
| 占总收入        | 34.0%  | 29.4%  | 20.4%  | 21.1%  | 21.2%  | 20.8%  |
| 游戏          | 8.60   | 24.08  | 32.65  | 36.77  | 42.04  | 49.50  |
| 同比          | 40.2%  | 180.0% | 35.6%  | 12.6%  | 14.3%  | 17.8%  |
| 占总收入        | 48.4%  | 67.0%  | 75.7%  | 76.6%  | 76.2%  | 76.7%  |
| 物联网/通讯      | 0.83   | 0.27   | 0.97   | 0.50   | 0.58   | 0.66   |
| 同比          | 2.2%   | -67.9% | 264.3% | -48.6% | 15.0%  | 15.0%  |
| 占总收入        | 4.7%   | 0.7%   | 2.3%   | 395.6% | 401.7% | 372.4% |
| 创新服务        | 1.90   | 0.65   | 0.27   | 0.40   | 0.48   | 0.58   |
| 同比          | 23.0%  | -66.0% | -57.9% | 47.1%  | 20.0%  | 20.0%  |
| 占总收入        | 10.7%  | 1.8%   | 0.6%   | 266.7% | 320.0% | 384.0% |
| 其他业务        | 0.40   | 0.40   | 0.43   | 0.40   | 0.40   | 0.40   |
| 同比          | 8.2%   | -0.9%  | 6.5%   | -6.3%  | 0.0%   | 0.0%   |
| 占总收入        | 2.3%   | 1.1%   | 1.0%   | 1.0%   | 1.0%   | 1.0%   |

## 毛利率预测

|             | 2019A  | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 整体          | 65.00% | 60.24% | 62.23% | 62.30% | 62.51% | 62.60% |
| AI/ICT 运营管理 | 41.46% | 47.15% | 46.76% | 47.00% | 47.00% | 47.00% |
| 游戏          | 86.24% | 66.41% | 66.59% | 66.90% | 67.00% | 67.00% |
| 物联网/通讯      | 56.14% | 56.51% | 54.73% | 55.00% | 55.00% | 56.00% |
| 创新服务        | 46.22% | 40.47% | 46.97% | 47.00% | 47.00% | 48.00% |

资料来源: 神州泰岳公司公告、国海证券研究所

附表：神州泰岳盈利预测表

| 证券代码:              | 300002       |              | 股价:          | 6.29         | 投资评级:              | 买入           | 日期:          | 2023/03/08   |              |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 财务指标               | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 每股指标与估值            | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
| <b>盈利能力</b>        |              |              |              |              | <b>每股指标</b>        |              |              |              |              |
| ROE                | 9%           | 11%          | 12%          | 13%          | EPS                | 0.20         | 0.28         | 0.34         | 0.41         |
| 毛利率                | 62%          | 62%          | 63%          | 63%          | BVPS               | 2.21         | 2.44         | 2.77         | 3.18         |
| 期间费率               | 44%          | 42%          | 42%          | 42%          | <b>估值</b>          |              |              |              |              |
| 销售净利率              | 9%           | 11%          | 12%          | 12%          | P/E                | 32.00        | 22.51        | 18.68        | 15.53        |
| <b>成长能力</b>        |              |              |              |              | P/B                | 2.87         | 2.58         | 2.27         | 1.98         |
| 收入增长率              | 20%          | 11%          | 15%          | 17%          | P/S                | 2.88         | 2.57         | 2.24         | 1.91         |
| 利润增长率              | 10%          | 43%          | 20%          | 20%          |                    |              |              |              |              |
| <b>营运能力</b>        |              |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 总资产周转率             | 0.82         | 0.82         | 0.85         | 0.86         | 营业收入               | 4314         | 4800         | 5516         | 6456         |
| 应收账款周转率            | 5.77         | 5.63         | 5.59         | 5.54         | 营业成本               | 1630         | 1810         | 2068         | 2415         |
| 存货周转率              | 27.88        | 19.40        | 26.00        | 19.90        | 营业税金及附加            | 16           | 19           | 22           | 26           |
| <b>偿债能力</b>        |              |              |              |              | 销售费用               | 1240         | 1339         | 1545         | 1808         |
| 资产负债率              | 17%          | 18%          | 17%          | 18%          | 管理费用               | 627          | 696          | 783          | 904          |
| 流动比                | 2.20         | 2.37         | 2.84         | 3.12         | 财务费用               | 27           | -2           | -5           | -10          |
| 速动比                | 1.97         | 2.08         | 2.59         | 2.82         | 其他费用/(-收入)         | 263          | 321          | 354          | 420          |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | 营业利润               | 469          | 664          | 804          | 959          |
| 现金及现金等价物           | 968          | 1291         | 1816         | 2413         | 营业外净收支             | -1           | 0            | 0            | 0            |
| 应收款项               | 755          | 854          | 996          | 1169         | 利润总额               | 468          | 664          | 804          | 959          |
| 存货净额               | 155          | 247          | 212          | 324          | 所得税费用              | 103          | 140          | 169          | 192          |
| 其他流动资产             | 58           | 70           | 65           | 81           | 净利润                | 365          | 523          | 635          | 767          |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>1936</b>  | <b>2462</b>  | <b>3089</b>  | <b>3987</b>  | 少数股东损益             | -19          | -25          | -25          | -27          |
| 固定资产               | 381          | 368          | 356          | 344          | 归属于母公司净利润          | 385          | 548          | 660          | 794          |
| 在建工程               | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 无形资产及其他            | 2893         | 2963         | 3033         | 3103         | 经营活动现金流            | 411          | 506          | 611          | 682          |
| 长期股权投资             | 38           | 38           | 38           | 38           | 净利润                | 385          | 548          | 660          | 794          |
| <b>资产总计</b>        | <b>5248</b>  | <b>5831</b>  | <b>6516</b>  | <b>7472</b>  | 少数股东权益             | -19          | -25          | -25          | -27          |
| 短期借款               | 137          | 137          | 137          | 137          | 折旧摊销               | 136          | 13           | 12           | 12           |
| 应付款项               | 311          | 443          | 419          | 520          | 公允价值变动             | 4            | 0            | 0            | 0            |
| 预收帐款               | 3            | 2            | 3            | 3            | 营运资金变动             | -220         | -45          | -51          | -113         |
| 其他流动负债             | 428          | 456          | 530          | 617          | 投资活动现金流            | -209         | -78          | -79          | -78          |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>880</b>   | <b>1038</b>  | <b>1089</b>  | <b>1278</b>  | 资本支出               | -186         | -70          | -70          | -68          |
| 长期借款及应付债券          | 0            | 0            | 0            | 0            | 长期投资               | -24          | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债             | 35           | 35           | 35           | 35           | 其他                 | 0            | -8           | -9           | -11          |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>35</b>    | <b>35</b>    | <b>35</b>    | <b>35</b>    | 筹资活动现金流            | -180         | -106         | -7           | -7           |
| <b>负债合计</b>        | <b>915</b>   | <b>1073</b>  | <b>1123</b>  | <b>1312</b>  | 债务融资               | -168         | 0            | 0            | 0            |
| 股本                 | 1961         | 1949         | 1949         | 1949         | 权益融资               | 1            | -50          | 0            | 0            |
| 股东权益               | 4333         | 4758         | 5393         | 6160         | 其它                 | -13          | -56          | -7           | -7           |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>5248</b>  | <b>5831</b>  | <b>6516</b>  | <b>7472</b>  | 现金净增加额             | 2            | 323          | 525          | 597          |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业 7 年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业 3 年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业 4 年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

杨牧笛，传媒教育行业研究助理，上海财经大学本科，福特汉姆大学硕士，从业 1 年，主要研究方向为游戏赛道。

## 【分析师承诺】

姚蕾，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。