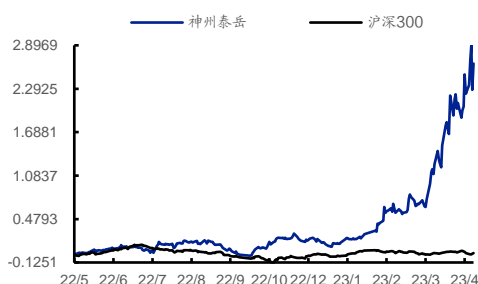


研究所
 证券分析师: 姚蕾 S0350521080006
 yaol02@ghzq.com.cn
 联系人: 杨牧笛 S0350121090007
 yangmd@ghzq.com.cn

2023Q1 业绩超预期, 关注主力游戏产品及海外新品表现

——神州泰岳 (300002) 2022 年年报&2023 年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现 2023/04/28

表现	1M	3M	12M
神州泰岳	58.4%	187.8%	292.4%
沪深 300	0.7%	-3.6%	2.8%

市场数据 2023/04/28

当前价格 (元)	13.73
52 周价格区间 (元)	3.62-15.02
总市值 (百万)	26,925.79
流通市值 (百万)	24,977.53
总股本 (万股)	196,109.20
流通股本 (万股)	181,919.40
日均成交额 (百万)	4,088.95
近一月换手 (%)	14.60

相关报告

《神州泰岳 (300002) 2022 年度业绩快报点评: 游戏出海利润持续释放, 持续关注人工智能业务落地情况 (买入)*游戏 II*姚蕾》——2023-03-08

事件:

①**2022 年业绩:** 公司公告 2022 年年报, 2022 年实现营业收入 48.06 亿元, yoy+11.40%, 实现归母净利润 5.42 亿元, yoy+40.93%, 实现扣非归母净利润 4.45 亿元, yoy+39.51%。

②**2023 年一季度业绩:** 公司公告 2023 年一季度报, 2023 年一季度实现营业收入 12.12 亿元, YOY+22.36%, 实现归母净利润 1.78 亿元, YOY+182.44%, 实现扣非归母净利润 1.47 亿元, YOY+160.46%。

③**2022 年年报分红预案:** 向全体股东每 10 股派发现金红利 0.3 元 (含税), 合计拟派发 5845.64 万元, 占 2022 年利润的 10.79%。

投资要点:

■ 2023Q1 业绩超预期, 出海游戏核心产品稳健运营。

公司全资子公司壳木游戏为中国游戏出海头部厂商, 位居 Sensor Tower 2023 年 3 月中国手游发行商全球收入榜第 8 名, 旗下主力 SLG 产品《旭日之城 (Age of Origins)》2022 年流水同比稳中有增。据七麦数据, 2023Q1《旭日之城》最高位居美/日 iOS 畅销榜第 10/20 名, 基本稳定在美国畅销榜前 25 名。

据公司年报披露数据, 2022 年游戏业务实现收入 35.55 亿元, YOY+8.88%, 占营收的 73.96%, 毛利率为 67.53%。2022 年壳木游戏实现净利润 7.65 亿元, 壳木游戏净利率为 21.51%。分产品看, 2022 年《旭日之城》实现收入 22.25 亿元, YOY+25.06%, 占游戏业务收入的 62.59% (较 2021 年提升 8.10pct), 单产品推广营销费用为 8.29 亿元, 占单品游戏收入的 37.26%;《战火与秩序》实现收入 10.57 亿元, YOY-10.90%, 占游戏业务收入的 29.72% (较 2021 年降低 6.60pct), 单产品推广营销费用为 2.49 亿元, 占单品游戏收入的 23.58%; 两款产品收入合计占游戏收入的 92.31%, 其中《旭日之城》2023 年收入有望维持增长趋势。

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。其余在研储备包括创新性放置卡牌游戏《Everland》与 SLG+模拟经营游戏《Dreamland》。

■ **软件和信息技术服务业务持续优化，担当成为数字化转型的驱动者和赋能者。**

2022 年公司软件与信息服务技术业务收入 12.51 亿元，YOY+19.23%，占整体营收的 26.04%，同比提升 1.71pct，其中 AI-ICT 运营管理业务收入 10.21 亿元，YOY+15.78%，占整体营收的 21.25%，毛利率 35.19%（同比下降 11.57pct，主要系 AWS 云服务业务规模增加导致外购软硬件及服务成本增加和运营管理业务人工成本增加）；物联网/通讯业务收入 1.02 亿元，YOY+5.03%，占整体营收的 2.13%，毛利率 56.43%（同比提升 1.70pct）；创新服务收入 8156.99 万元，YOY+199.98%，占整体营收的 1.70%，毛利率 65.94%（同比提升 18.97pct，主要系创新业务收入增速高于成本增速）。

①公司软件和信息服务技术业务涵盖 ICT 运营管理、信息安全、云业务、人工智能及物联网/创新业务。其中人工智能业务将 NLP 自然语言处理核心技术落地在智能客服、智慧公安、智慧政务、智能催收、智能电销等领域。截至 2022 年末，公司在人工智能领域已申请专利 325 件，其中 313 件为发明专利，已获授权专利 136 件，其中发明专利 126 件。2022 年，公司基于 Transformer 结构，运用自有 NLP 技术推出人工智能催收解决方案“泰岳小催”平台，促进合法、合规、高效的贷后催收作业。

②子公司鼎富智能 2022 年实现营业收入 6671.66 万元，实现归母净利润亏损 6647.63 万元，2021 年实现盈利 393.89 万元。同时为推进公司 NLP 技术在金融领域应用场景的进一步落地，鼎富智能以自有资金 1300 万元收购及增资安徽鼎众数科 80%的股权，以人工智能技术赋能不良资产催收，提升催收业务效率及合规性，推动行业数字化发展。

■ **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，储备新品值得期待；计算机业务核心竞争力强，致力推动各类大中型企业的数字化转型，看好公司游戏+计算机双主业稳健发展。由于公司游戏业务利润贡献稳中有升，我们上调公司盈利预测，2023-2025 年预计实现归母净利润为 7.5/9.2/11.1 亿元，对应 EPS 为 0.38/0.47/0.57 元，对应 PE 为 35.9/29.4/24.3X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**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、政策监管趋严、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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4806	5760	6719	7639
增长率（%）	11	20	17	14
归母净利润（百万元）	542	751	917	1109
增长率（%）	41	39	22	21
摊薄每股收益（元）	0.28	0.38	0.47	0.57
ROE（%）	11	13	14	15
P/E	15.65	35.87	29.36	24.29
P/B	1.76	4.82	4.14	3.54
P/S	1.77	4.67	4.01	3.53
EV/EBITDA	8.91	26.36	20.10	16.55

资料来源：Wind 资讯、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:	13.73	投资评级:	买入	日期:	2023/04/28
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值		2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标					
ROE	11%	13%	14%	15%	EPS		0.28	0.38	0.47	0.57
毛利率	60%	62%	62%	64%	BVPS		2.47	2.85	3.32	3.88
期间费率	41%	41%	40%	40%	估值					
销售净利率	11%	13%	14%	15%	P/E		15.65	35.87	29.36	24.29
成长能力					P/B		1.76	4.82	4.14	3.54
收入增长率	11%	20%	17%	14%	P/S		1.77	4.67	4.01	3.53
利润增长率	41%	39%	22%	21%						
营运能力					利润表 (百万元)		2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	0.83	0.85	0.87	0.85	营业收入		4806	5760	6719	7639
应收账款周转率	7.84	4.41	7.20	4.74	营业成本		1904	2202	2522	2783
存货周转率	29.49	17.65	28.68	19.88	营业税金及附加		15	20	24	27
偿债能力					销售费用		1256	1521	1760	1986
资产负债率	17%	17%	16%	15%	管理费用		778	835	954	1069
流动比	2.94	3.27	3.82	4.47	财务费用		-87	-16	-17	-31
速动比	2.71	2.93	3.58	4.13	其他费用/(-收入)		303	377	456	552
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润		623	878	1085	1328
现金及现金等价物	1866	1965	3440	3826	营业外净收支		7	0	0	0
应收款项	657	1325	987	1642	利润总额		629	878	1085	1328
存货净额	163	326	234	384	所得税费用		97	140	185	239
其他流动资产	65	84	75	95	净利润		532	737	901	1089
流动资产合计	2751	3700	4737	5947	少数股东损益		-10	-13	-16	-20
固定资产	242	248	239	230	归属于母公司净利润		542	751	917	1109
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)		2022A	2023E	2024E	2025E
无形资产及其他	2813	2793	2773	2753	经营活动现金流		1045	178	1554	466
长期股权投资	12	12	12	12	净利润		542	751	917	1109
资产总计	5818	6754	7761	8942	少数股东权益		-10	-13	-16	-20
短期借款	50	50	50	50	折旧摊销		160	83	99	99
应付款项	397	520	531	551	公允价值变动		8	0	0	0
预收帐款	3	3	3	4	营运资金变动		295	-651	545	-732
其他流动负债	483	560	655	726	投资活动现金流		78	-76	-77	-77
流动负债合计	934	1133	1239	1331	资本支出		-86	-66	-65	-63
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资		163	0	0	0
其他长期负债	34	34	34	34	其他		1	-10	-12	-14
长期负债合计	34	34	34	34	筹资活动现金流		-229	-2	-2	-2
负债合计	968	1167	1273	1365	债务融资		-87	0	0	0
股本	1961	1961	1961	1961	权益融资		7	0	0	0
股东权益	4850	5587	6488	7577	其它		-149	-2	-2	-2
负债和股东权益总计	5818	6754	7761	8942	现金净增加额		961	100	1475	386

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。

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。

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。

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。