

神州泰岳 (300002)

证券研究报告

2023年03月24日

游戏出海龙头之一，焕发新生

游戏 SLG 出海龙头之一，计算机业务降本增效

神州泰岳成立于 2001 年，2009 年为首批深交所创业板上市企业之一，始于 ICT，2013 年通过收购壳木软件进军游戏行业，自此拥有游戏和计算机的双主营业态，2018 年后，新管理团队实施战略调整，计算机业务降本增效焕发新生，游戏业务高速增长上新台阶。目前公司四大核心业务为游戏、ICT 运营管理、物联网/通讯、人工智能/大数据，2022 年公司业绩快报披露归母净利润同比增长 42.54%，主要受益于游戏业务拉动。

壳木游戏：国内出海龙头，2019~2021 年 3 年收入复合增速 75%

壳木软件为 2022 年度中国游戏厂商出海收入榜 TOP9，深耕海外市场，擅长 SLG+X 的融合性玩法。上线近 4 年的《Age of Origins》和上线 7 年的《War and Order》为目前公司的两款招牌策略型手游，其中《Age of Origins》的付费用户数量仍呈上升趋势，根据公告披露计算 2022 上半年月均流水 2 亿。公司在研 SLG 产品储备丰富，储备有两款 SLG+模拟经营与 SLG+战斗卡牌的新品，有望在 2023 年上线。

计算机业务焕发新生，专注“ICT + 安全”，发展 NLP 创新业务

计算机业务目前主要的三大主线为 ICT 运营管理、物联网/通讯、人工智能/大数据。经过内部梳理和调整，公司通过降本增效和出售拖累财务数据的相关业务，业务结构得以优化，以鼎富科技为代表的 NLP 等创新业务，不断探索发展垂直细分领域，寻找新增长点。

盈利预测与估值

预计神州泰岳 2022~2024 年营业总收入为 48.0 亿/52.9 亿/60.6 亿，分别同比增长 11.3%/10.2%/14.6%，对应归母净利润为 5.5 亿/6.9 亿/8.2 亿，同比增长 43.0%/26.3%/18.1%

考虑到公司归母净利润端的持续高速增长，游戏业务稳健发展，以及在 NLP 领域的布局，给予 2023 年 28xPE，对应潜在收益空间为 24.9%，对应目标市值 194.4 亿，目标价为 9.9 元，首次覆盖，予以“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险；行业监管风险；产品表现不及预期风险；游戏海外拓展和营销不及预期风险；计算机业务改善不及预期风险；业绩快报数据与实际财报不一致风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,595.79	4,314.27	4,799.62	5,289.63	6,063.55
增长率(%)	102.32	19.98	11.25	10.21	14.63
EBITDA(百万元)	811.85	878.15	695.54	938.39	1,086.97
归属母公司净利润(百万元)	351.15	384.52	549.76	694.37	820.35
增长率(%)	(123.82)	9.50	42.97	26.30	18.14
EPS(元/股)	0.18	0.20	0.28	0.35	0.42
市盈率(P/E)	44.34	40.50	28.32	22.42	18.98
市净率(P/B)	3.97	3.60	3.22	2.84	2.48
市销率(P/S)	4.33	3.61	3.24	2.94	2.57
EV/EBITDA	10.48	12.14	19.02	13.30	10.59

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/游戏 II
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	7.94 元
目标价格	9.9 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,961.09
流通 A 股股本(百万股)	1,764.95
A 股总市值(百万元)	15,571.07
流通 A 股市值(百万元)	14,013.69
每股净资产(元)	2.40
资产负债率(%)	16.23
一年内最高/最低(元)	8.21/3.36

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

朱骏楠 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010002
zhuqinnan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 公司概况：以 ICT 起家，自研自发游戏业务成利润驱动	4
1.1. 公司沿革：早期以 ICT 为主业，2013 年 9 月收购切入游戏赛道	4
1.2. 股权情况和公司治理：自然人持股分散，高管团队背景强劲	4
1.3. 财务分析：受益于游戏业务拉动	6
2. 行业趋势：游戏行业进入精耕细作阶段，积极培育海外市场	8
3. 游戏营收持续高位+计算机降本增效	10
3.1. 招牌游戏的强劲营收能力成为公司收入的主要驱动	10
(1) 《Age of Origins》 - 后起之秀，业绩未来可期	12
(2) 《War and Order》 - 常青树，营收长期稳定	13
(3) 《Infinite Galaxy》 - 国内处于推广初期	13
3.2. 始于 ICT，发展 NLP，降本增效	14
(1) ICT 运营管理 - 老本行，众多高端长期客户	15
(2) 物联网与通讯 - 智慧解决方案+工业互联网	16
(3) 人工智能/大数据 - 专注 NLP 和认知智能	17
3.3. 坚持研发投入，产品储备丰富	17
4. 盈利预测和估值	18
4.1. 盈利预测	18
4.2. 估值	18
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构和主要子公司情况	5
图 3：2013-2022 公司营业收入和增速情况	6
图 4：2014-2022H1 公司各业务产品收入情况	6
图 5：2018-2022H1 公司毛利率情况	7
图 6：2018-2022Q3 公司费用率情况	7
图 7：2013-2022 公司归母净利润和同比变化情况	7
图 8：2013-2022Q3 公司经营净现金流情况	7
图 9：2015-2022 中国移动游戏市场实际销售收入及增长率	8
图 10：2015-2022 中国移动游戏用户规模及增长率	8
图 11：中国自主研发游戏国内市场实际销售收入及增长率	8
图 12：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增长率	8
图 13：2015-2022 年中国游戏版号发放数量情况	9
图 14：2022 年中国自主研发手游海外市场收入主要类型收入占比	9
图 15：2022 年各主要市场手游品类热度地图	9

图 16: 2022 年度亚太区发行商全球 30 强 (按消费者支出排名)	10
图 17: 2022 年度中国游戏厂商出海收入榜 30 强	10
图 18: 2022 年度中国游戏厂商出海收入飞跃榜 30 强	10
图 19: 2022 年中国手游出海收入 TOP30	11
图 20: 2016-2022H1 主要游戏收入分布与构成 (百万元)	11
图 21: 2016-2022H1 游戏营销费用占主要游戏收入总额的比例 (%)	11
图 22: 2016-2022Q2 《Age of Origins》和《War and Order》季度充值流水情况	12
图 23: 《Age of Origins》19-22Q2 付费用户数量和 ARPU 情况	12
图 24: 《Age of Origins》19-22H1 营业收入和营销费用情况	12
图 25: 《旭日之城》2021/05-2023/02 IOS 中国区排名趋势	12
图 26: 《Age of Origins》2018/10-2023/02 IOS 美国区排名趋势	12
图 27: 《War and Order》16-22Q2 付费用户数量和 ARPU 情况	13
图 28: 《War and Order》16-22H1 营业收入和营销费用情况	13
图 31: 《Infinite Galaxy》2021Q1-2022Q2 流水和 ARPU 情况	13
图 32: 《Infinite Galaxy》2019-22H1 营业收入和营销费用情况	13
图 33: 2014-2022H1 计算机板块主要业务营收	14
图 34: 2014-2022H1 计算机板块主要业务毛利率	14
图 35: 2020-2021 年公司研发人员学历情况 (人)	18
图 36: 2019-2022H1 公司研发开支情况	18
表 1: 公司高管团队情况	5
表 2: 对公司净利润影响达 10% 以上的主要子公司及参股公司 2021-2022H1 净利润情况	7
表 3: 公司已上线游戏和研发中游戏	14
表 4: 公司 2019 年-2021 年处置的主要公司	15
表 5: 公司 ICT 运营管理业务线主要产品及解决方案	15
表 6: 公司物联网与通讯业务主要产品及解决方案	16
表 7: 公司人工智能与大数据业务主要产品及解决方案	17
表 8: 公司盈利预测情况	18
表 9: 可比公司估值	19

1. 公司概况：以 ICT 起家，自研自发游戏业务成利润驱动

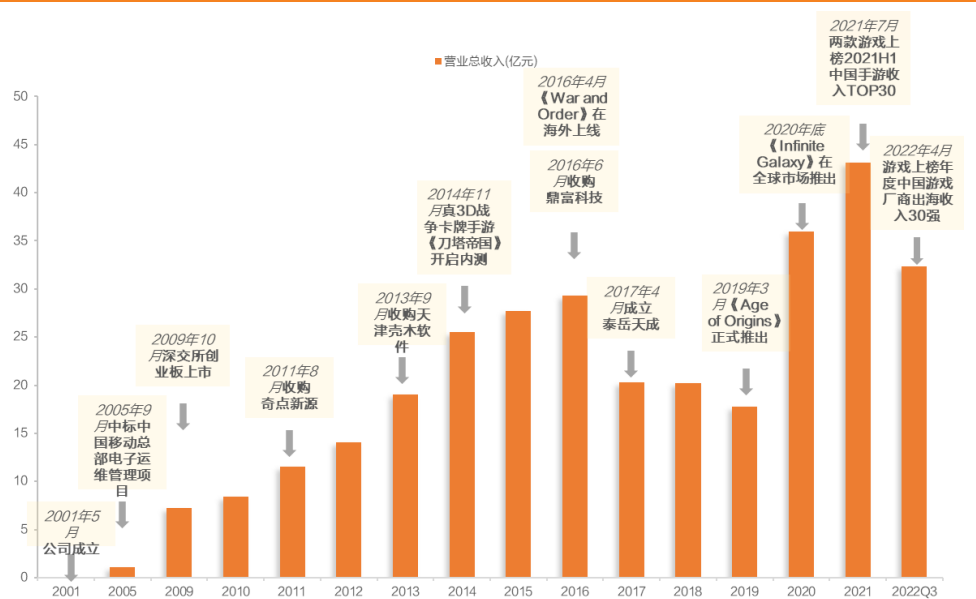
神州泰岳是一家 2001 年成立的自主研发高科技企业，于 2009 年成为首批深交所创业板上市企业之一。公司创始于 ICT 系统网络管理领域，之后 2013 年通过跨行业收购壳木软件进军游戏行业。自此，公司拥有游戏和计算机的双主营业务，开启业绩增长第二曲线，游戏业务目前已成为公司收入及利润的主要拉动因素。

1.1. 公司沿革：早期以 ICT 为主业，2013 年 9 月收购切入游戏赛道

公司自成立以来，深耕系统网络安全管理业务，目前计算机板块业务主要分为 ICT 运营管理、物联网/通讯、人工智能/大数据。公司于 2016 年 6 月收购鼎富科技，目前持股比例为 85%，收购后对业务及产品进行整合和升级，重点推动 NLP 在公安、政府、金融等领域的落地和解决方案。2011 年 8 月收购奇点新源，2019 年通过回购少数股东部分股权，目前持股 76.88%，是公司物联网/通讯业务的主要研发、生产主体。2017 年 4 月成立的 100% 全资子公司泰岳天成是一家服务于电网数字化转型的高新技术企业，致力于成为电网智能化运维领域核心产品领军企业。

公司于 2013 年 9 月 100% 收购壳木软件，涉足移动游戏的研发及运营领域，进一步拓展海外游戏市场，现已成为公司主要收入(2021 占总营收 75.67%) 及利润引擎，其中壳木软件和游戏产品多次上榜第三方平台榜单。

图 1：公司发展历程



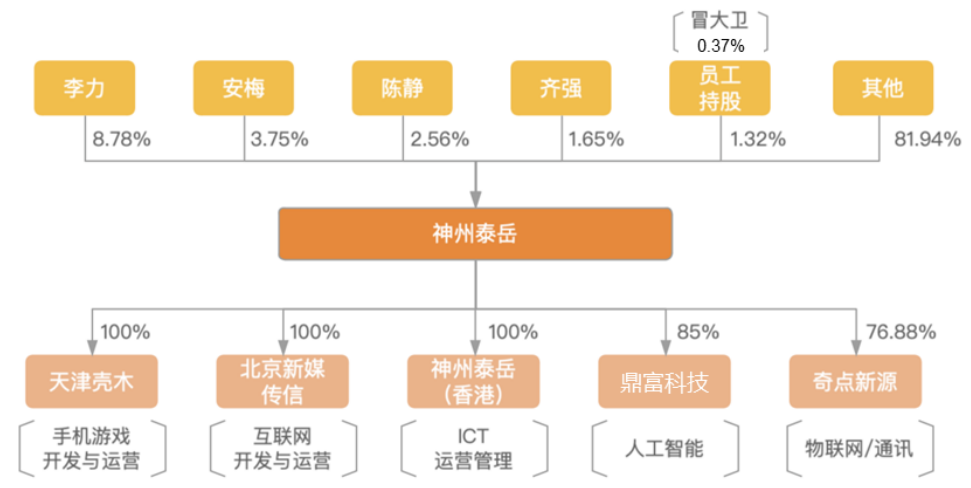
资料来源：公司官网，wind，公司公告，data.ai，天风证券研究所

1.2. 股权情况和公司治理：自然人持股分散，高管团队背景强劲

股东持股较为分散，以自然人控股为主。股权结构方面，公司以自然人控股为主，单一最大持股股东为创始人李力，截至 22Q3 李力持股 8.78%，现任董事长冒大卫持股 0.37%。

截止 2022H1，公司共计持股 54 家子公司，对公司净利润影响达 10% 以上的子公司主要包括五家，分别是壳木游戏（手游开发运营）、新媒传信（互联网开发运营）、神州泰岳（香港）（ICT 运营管理）、鼎富科技（人工智能 NLP）、奇点新源（物联网/通讯）。

图 2：公司股权结构和主要子公司情况



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所 注：持股比例根据 2022 年三季报及半年报。

现任高管团队具备丰富的经历。2018 年后，公司管理层及管理架构发生了较大的变动，现任董事长冒大卫于 2018 年担任公司总裁、后续 2021 年 2 月被选举为公司董事长；易律是壳木游戏现任执行董事、总经理；胡加明卸任董秘后仍担任公司董事和副总裁、鼎富科技董事和总经理职务。近 3 年公司业务的优化及发展的目标由新管理团队部署及决策，对游戏业务全力支持，并对计算机业务进行梳理调整。

表 1：公司高管团队情况

姓名	职位	人物介绍
冒大卫	董事长、总裁	毕业于北京大学，研究生学历，博士学位，副教授。曾任北京大学光华管理学院团委书记、北京大学光华管理学院党委副书记、北京大学光华管理学院党委书记、北京大学财务部部长、后勤结算中心主任兼北京大学医学部副主任。
李力	副董事长	公司主要创始人，毕业于首都经贸大学，曾任北京力霸科技副总经理。历任神州泰岳董事、常务副总经理、总经理。
翟一兵	董事、首席运营官	毕业于北京邮电学院无线电工程专业；先后获得挪威商学院硕士学位和法国雷恩商学院博士学位。曾任邮电部电信总局科员、主任、局长助理、地方副市长；中国移动通信集团公司筹备办公室主任、网络部副部长；中国联通通信移动部、增值业务部、营销部副总经理、联通时科信息技术董事、首席执行官。
胡加明	董事、副总裁、鼎富科技董事&总经理	获英国诺丁汉大学制造工程管理硕士学位，北京大学光华管理学院工商管理硕士学位，香港大学工商管理学博士学位。曾任阔地教育科技董事长兼总裁、苏州贝昂科技董事执行总裁、神州泰岳总裁助理、董事会秘书。
张开彦	董事会秘书	武汉大学经济学学士、北京大学法律硕士。曾任西南证券投资银行部高级经理，申万宏源证券承销保荐公司融资部副总裁，上海嘉麟杰纺织品董事、董事会秘书，盛达金属资源董事、副总裁、董事会秘书。
易律	壳木游戏执行董事 & 总经理	本科毕业于武汉大学。曾任朗新科技开发经理，北京银信长远科技软件事业部研发部门经理、技术总监；2011 年加入壳木软件历任后端部门经理、技术总监、副总裁、首席执行官；曾担任神州泰岳董事。
高峰	副总裁	毕业于沈阳航空工业学院。2002 年至今历任公司销售经理、

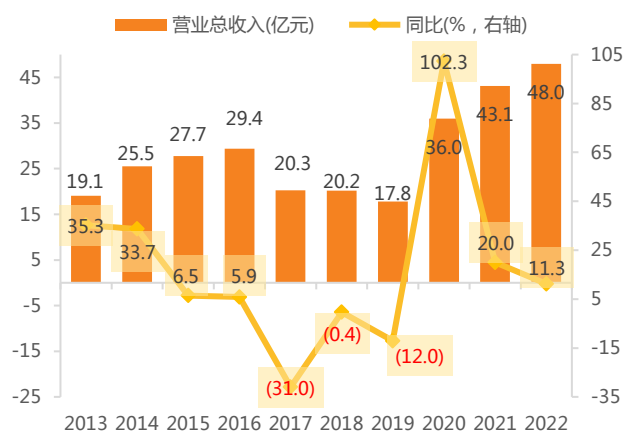
董越	副总裁、运营商事业群总经理	高级销售经理、行业销售总监。 北京邮电大学通信与电子系统专业硕士学位，挪威管理学院信息通信管理专业工商管理硕士学位。曾任中国电信信元公众信息发展总经理助理、中国电信数据通信事业部规划计划处副处长、中国联通增值业务部移动互联网中心经理、中国联通营销部一中心经理、联通时科信息总经理助理、副总经理。
艾东	副总裁、西安分公司总经理	毕业于西北纺织工学院机械制造专业。曾任西安仪表厂销售处销售经理，北京高阳圣思园科技西南区总经理、西区总经理，北京神州泰岳重庆销售经理、西区总经理。
林红	副总裁	本科学历，高级会计师职称。曾任北京市海淀区畜牧水产出纳、主管会计，北京市直机动车检测场财务经理，北京神州泰岳计算机财务部副经理，历任神州泰岳财务部总经理、财务管理中心总经理、财务总监。
戈爱晶	副总裁、财务总监、财务管理中心总经理	北京大学研究生学历。曾任安永(中国)企业咨询高级经理、昆吾九鼎投资管理董事总经理、上海复星高科技投资执行总经理。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务分析：受益于游戏业务拉动

游戏业务成营收增长点。2020 受全球疫情影响，公司游戏业务迎来高增，2020 年总营收达 35.96 亿元，同比增长 102.32%。2019 年上线产品《Age of Origins》在海外市场表现良好，2016 年上线游戏《War and Order》月流水持续稳定，叠加计算机业务结构的优化，公司 2021 和 2022 年营收保持稳定增长，同比增速分别达 19.98%/11.25%（2022 年营收来自业绩快报）。2020/2021/22H1 游戏业务收入占总营收比重分别为 66.96%/75.67%/82.56%，占比逐年增加，已成为公司收入增长的主要引擎。

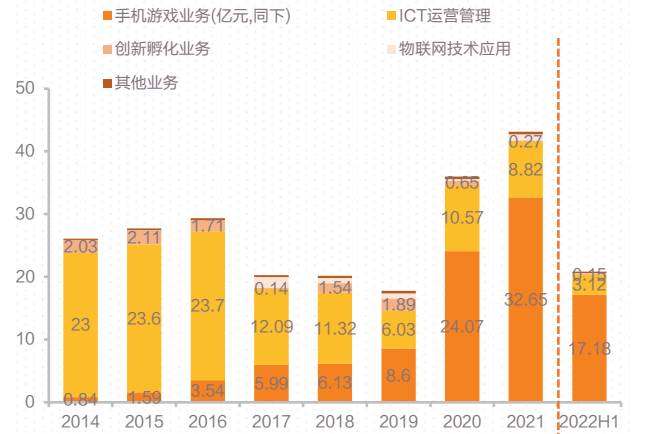
图 3：2013-2022 公司营业收入和增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2022 年数据来自业绩快报。

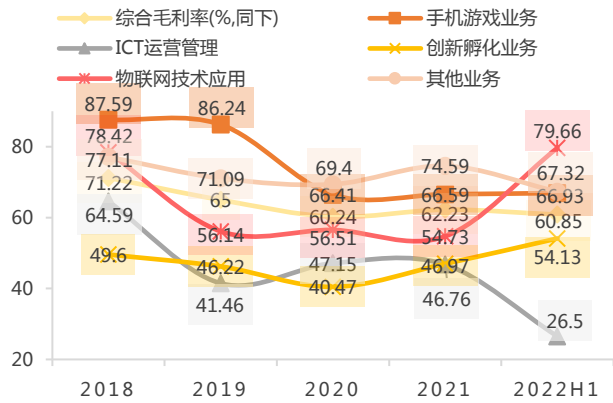
图 4：2014-2022H1 公司各业务产品收入情况



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

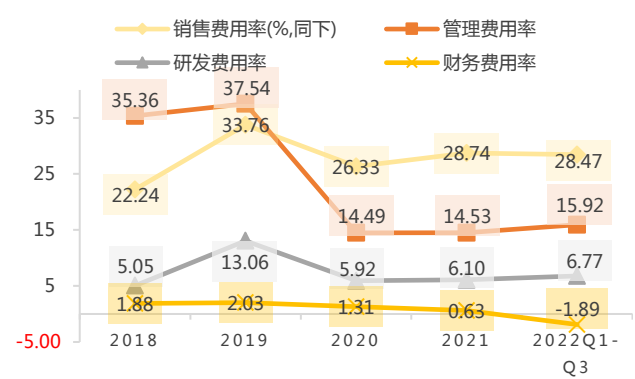
游戏业务影响整体毛利率，研发支出稳定，2020 年后管理支出保持相对低位。2020-2022H1 综合毛利率窄幅波动，2020 年下降 4.76pct 主要系游戏营业成本适用新收入准则，且游戏占总收入比重高。费用侧，公司研发支出保持稳定增长，2022 年前三季度研发费用率达 6.77%；2020 年公司通过人员结构优化，管理费用率大幅度下降。

图 5：2018-2022H1 公司毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2018-2022Q3 公司费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

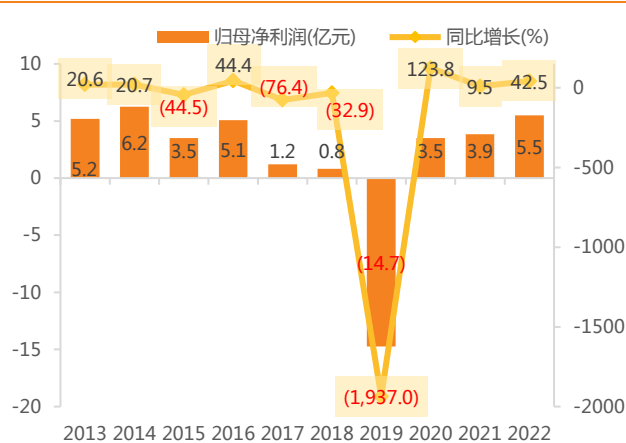
表 2：对公司净利润影响达 10% 以上的主要子公司及参股公司 2021-2022H1 净利润情况

公司名称	主要业务	2021 净利润 (百万元)	2022H1 净利润 (百万元)
壳木软件	手机游戏	617.63	400.06
新媒传信	互联网	4.95	-5.89
奇点新源	物联网/通讯	-26.63	-
神州泰岳(香港)	ICT 运营管理	-5.53	-0.97
鼎富科技	人工智能	3.94	-48.38
神州泰岳智能数据	大数据	-64.37	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

归母净利润端和经营净现金流同样受益于游戏业务拉动。2020 年归母净利润扭亏为盈，同比增长 123.82%，同时经营净现金流较 2019 年也大幅度提升 289.06%，主要源于游戏收入的翻倍增长。根据公司业绩快报，2022 年归母净利润同比增长 42.54%，2022 年前三季度经营净现金流同比增加 194.42%。

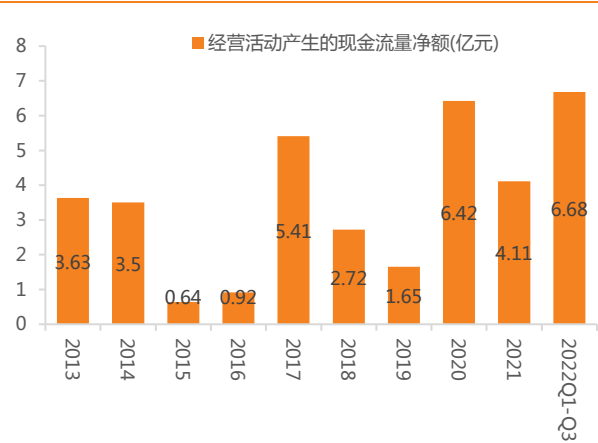
图 7：2013-2022 公司归母净利润和同比变化情况



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

注：2022 年数据来自业绩快报。

图 8：2013-2022Q3 公司经营净现金流情况

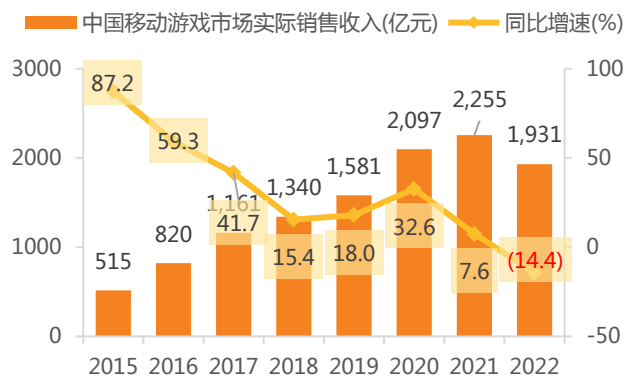


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 行业趋势：游戏行业进入精耕细作阶段，积极培育海外市场

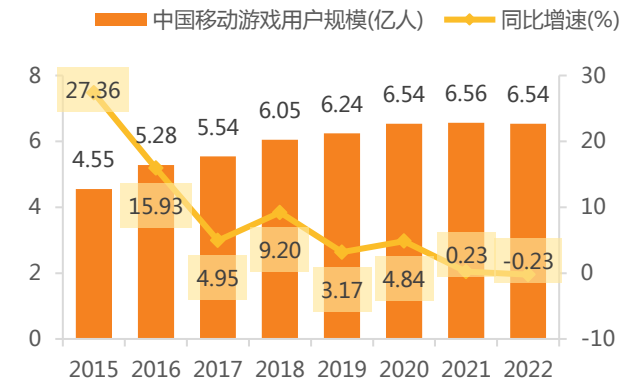
2022 年移动游戏行业整体处于承压蓄力阶段，移动游戏市场规模同比明显下降。根据《2022 年中国游戏产业报告》，2022 年中国移动游戏市场规模达 1930.58 亿元，同比下降 14.4%，降幅显著；同时，移动游戏用户规模同比下降 0.23%。2022 年对于游戏行业而言，在上游研发侧，受疫情影响，企业的生产研发受到一定限制，导致项目开发进度滞后；发行端，2021 年 8 月至 2022 年 3 月未有新的版号审批信息公布一定程度上影响了企业的新游上线周期；下游用户端受宏观经济扰动，游戏用户削减个人开支，付费能力及活跃度下降，总体导致 2022 年移动游戏规模首次出现负增长。

图 9：2015-2022 中国移动游戏市场实际销售收入及增长率



资料来源：游戏产业报告公众号,中国音数协游戏工委《2022 年中国游戏产业报告》，天风证券研究所

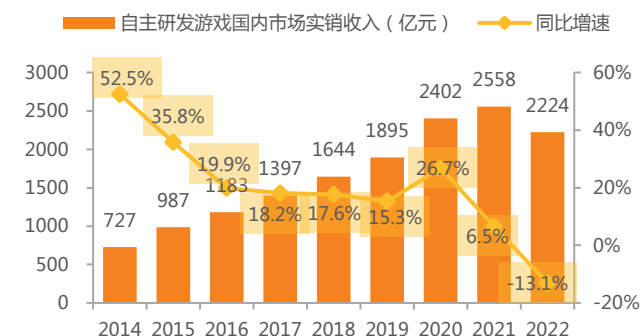
图 10：2015-2022 中国移动游戏用户规模及增长率



资料来源：游戏产业报告公众号,中国音数协游戏工委《2022 年中国游戏产业报告》，天风证券研究所

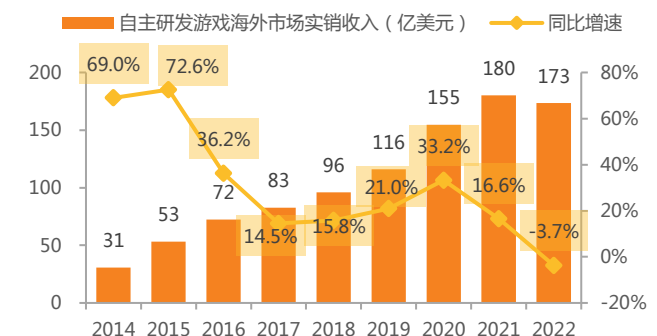
坚持打造内容精品，鼓励出海。2022 年中国自主研发游戏国内市场销售收入为 2224 亿元，同比下降 13.1%。我们认为在用户见顶、流量红利减退背景下，优质内容是实现价值变现的核心要素。精品游戏的打造促使企业进入高标准、高投入、高产出的正向循环，推动行业持久健康发展。2022 年中国自主研发游戏海外市场销售收入为 173 亿美元，相比国内市场同比降低的 13.1%，海外市场同比下降 3.7%，海外游戏市场仍好于国内市场，海外业务拓展逐渐成为企业中长期战略增长点。我们认为，国内游戏商出海的成绩未达到天花板，未来在海外手游市场仍有较大发展空间。

图 11：中国自主研发游戏国内市场实际销售收入及增长率



资料来源：游戏产业报告公众号,中国音数协游戏工委《2022 年中国游戏产业报告》，天风证券研究所

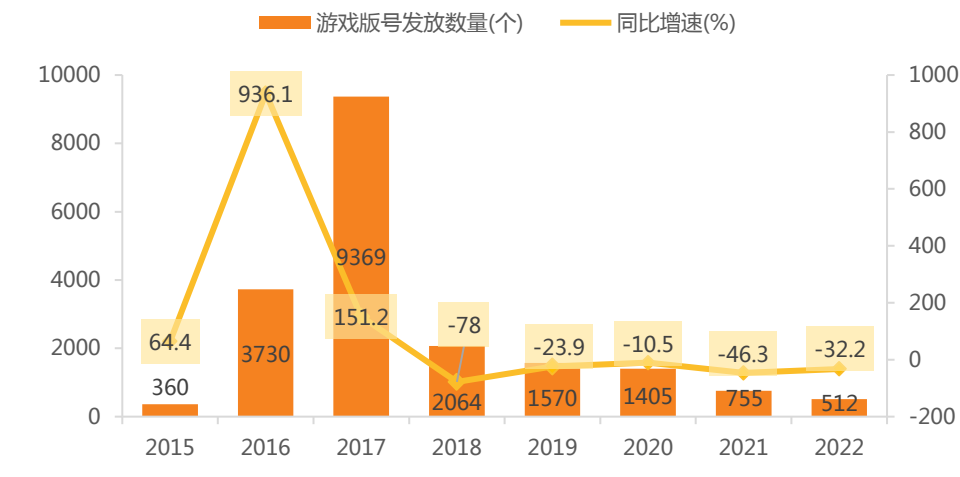
图 12：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增长率



资料来源：游戏产业报告公众号,中国音数协游戏工委《2022 年中国游戏产业报告》，天风证券研究所

版号发放常态化。2022 年 4 月起游戏版号审批恢复常态化，2022 年总计发放数量 512 个，同比下降 32.2%，为 2016 年以来最低量。2022 年年底开始，随着进口版号的释放，以及 2023 年 1~2 月份两批版号的释放，2023 年行业供给端景气度向上。

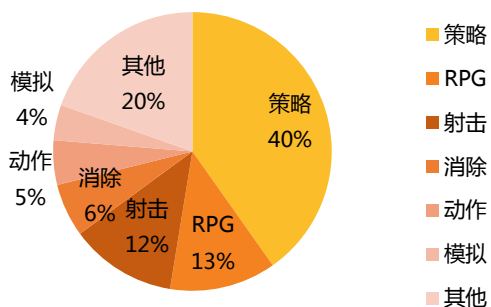
图 13：2015-2022 年中国游戏版号发放数量情况



资料来源：热云数据公众号，SensorTower，天风证券研究所

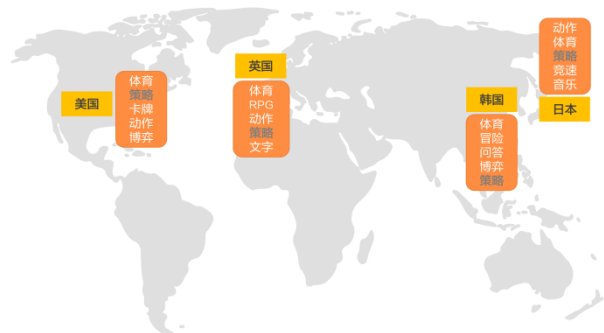
SLG 深受海外玩家青睐，收入为中国出海手游类型最高。2022 年全球各类型手游收入主要来自 SLG 和 RPG，分别占全球手游收入的比重为 21%/27%。虽然策略类游戏付费渗透率不及 RPG 和卡牌类游戏，但得益于游戏生命周期长且玩家付费持续时间长，在全球手游品类热度中居前。2022 年中国自主研发手游海外市场收入的主要游戏类型中，策略类手游收入占比高达 40%。同时，SLG 品类深受海外众多国家用户青睐，尤其是美国、英国、韩国、日本，SLG 均为四国热门手游类型 TOP5。

图 14：2022 年中国自主研发手游海外市场收入主要类型收入占比



资料来源：游戏产业报告公众号,中国音数协游戏工委《2022 年中国游戏产业报告》，天风证券研究所

图 15：2022 年各主要市场手游品类热度地图



资料来源：热云数据公众号，SensorTower，天风证券研究所
注：各国游戏品类热度由上至下依次排序

3. 游戏营收持续高位+计算机降本增效

公司自研自发的游戏业务已成为业绩的主要驱动。SLG 产品生命周期长、平均用户付费数额大均有利于游戏营收的可持续性和稳定性，结合计算机业务的改善，我们看好公司后续丰富产品储备对业绩的提升。

3.1. 招牌游戏的强劲营收能力成为公司收入的主要驱动

壳木软件多次入选收入榜 TOP30。公司手机游戏业务板块由壳木软件进行自我研发、开发及运营管理，是国内 SLG 出海的代表性公司之一，深受海外玩家青睐。根据 data.ai 公布的 2022 年年度榜单中，壳木游戏在年度亚太区发行商中全球排名位列 28 位、年度中国游戏厂商出海收入榜 TOP9、年度中国游戏厂商出海收入飞跃榜 TOP8。收入榜的 TOP10 中，SLG 公司上榜的仅有三七互娱、莉莉丝游戏（非上市公司）、壳木游戏和龙创悦动（非上市公司）。

图 16：2022 年度亚太区发行商全球 30 强（按消费者支出排名）



资料来源：data.ai，天风证券研究所

图 17：2022 年度中国游戏厂商出海收入榜 30 强



资料来源：data.ai，天风证券研究所

图 18：2022 年度中国游戏厂商出海收入飞跃榜 30 强



资料来源：data.ai，天风证券研究所

主攻方向为 SLG 策略型手游，目前招牌游戏是《Age of Origins》和《War and Order》。公司专注于面向全球玩家的移动端游戏研发、开发及运营，深耕策略类手游的同时，植入融合性的玩法丰富游戏产品，目前主要产品包括《Age of Origins》（《旭日之城》）、《War and Order》（《战火与秩序》）、《Infinite Galaxy》、《War of Destiny》、《Titan Throne》（《泰坦王座》）、《Little Empire》（《小小帝国》）等。根据 Sensor Tower 发布的 2022 年中国手游出海收入 TOP30 榜单中，《Age of Origins》位列第 9 位，较 2021 年提升 6 名；《War and Order》排名第 27 位。SLG 较其他类型的手游有生命周期长、用户付费持续时

间长、平均付费数额大的特点，为公司游戏业务的营收提供了稳定性。

图 19：2022 年中国手游出海收入 TOP30



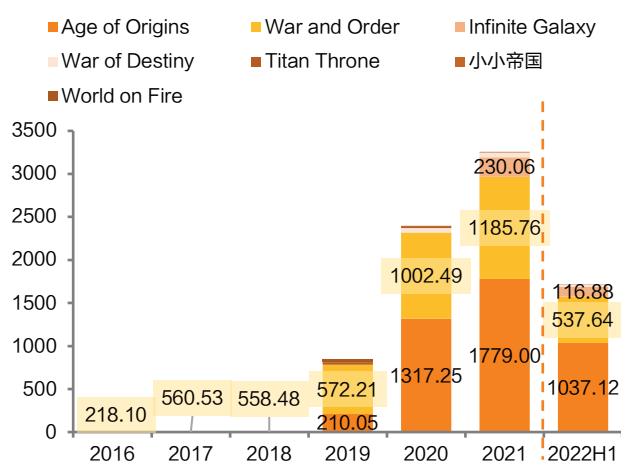
资料来源：SensorTower，天风证券研究所

《Age of Origins》和《War and Order》大幅度拉动游戏业务收入。公司游戏业务总收入稳定上升，2020 年受全球疫情刺激、新增用户、老玩家消费持续的影响，收入高达 24.08 亿元，同比增长 179.95%，主要游戏的营销费用占其收入总额的比例未增反减，整体利润（收入-营销费用）大幅度释放。

《Age of Origins》和《War and Order》均已进入成熟稳定期，2021 年收入较 2020 年均稳步上涨且营销费率保持稳定。从交易流水端，《War and Order》自 2016 年上线以来，季度交易流水于 2017 年至今一直稳定保持在 2-3.1 亿元区间；《Age of Origins》在《War and Order》稳定流水的基础上开启交易流水第二增长曲线。总体来看，两款存量游戏长期稳定的流水状态，为公司提供相对充足的时间打磨下一个爆款新产品。

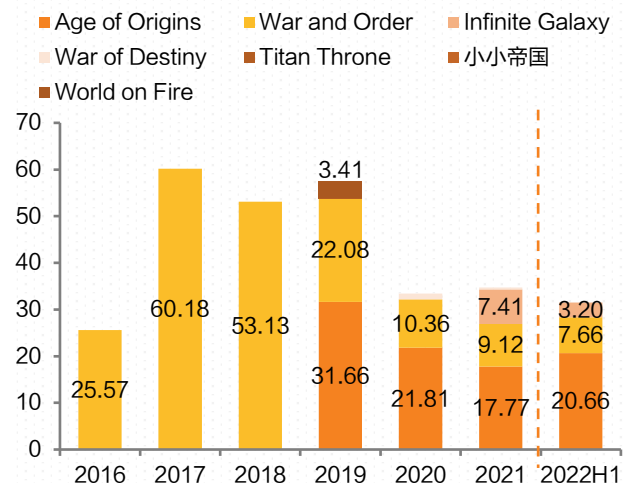
2020 年底新发行的《Infinite Galaxy》SLG 仍处于调试营销初期，前期的大力宣传推广导致营销费率保持较高位。

图 20：2016-2022H1 主要游戏收入分布与构成（百万元）



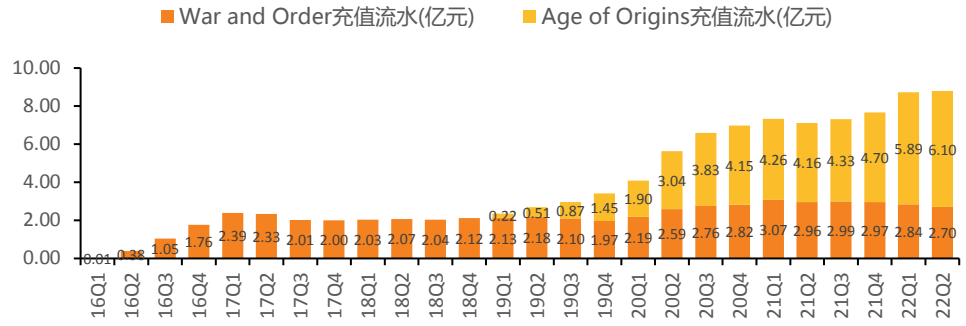
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 21：2016-2022H1 游戏营销费用占主要游戏收入总额的比例(%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22: 2016-2022Q2 《Age of Origins》和《War and Order》季度充值流水情况

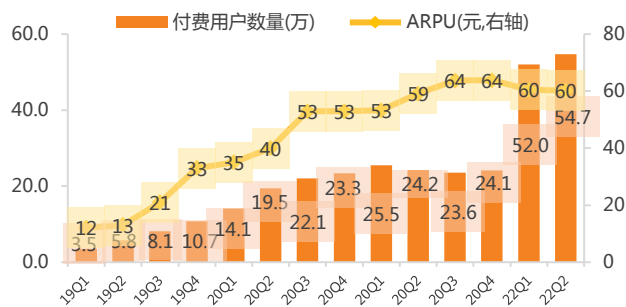


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

(1) 《Age of Origins》 - 后起之秀, 业绩未来可期

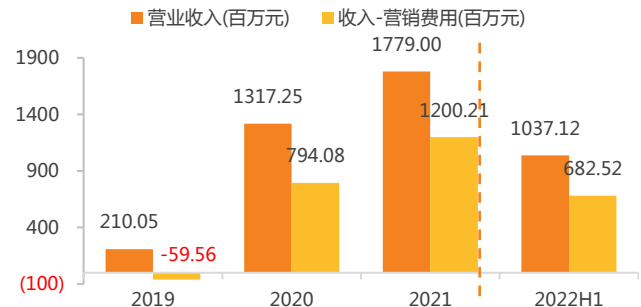
目前收入流水最高的 SLG, 未来业绩持续发力。《Age of Origins》是公司于 2018 年 11 月开始内测的丧尸题材战略手游, 在 2019 年 3 月正式推行, 上线仅四年跃为公司最受欢迎且收入流水最高的 SLG。该款游戏 22Q1 和 22Q2 的充值流水分别达 5.89/6.10 亿元, 计算 2022 年上半年月均流水达 2 亿元左右。付费用户数量和 ARPU 自上线以来保持稳定增长的趋势, 尤其 2022Q1 付费用户数呈翻倍增长。2021 年和 2022H1 该游戏收入分别同比增长 35.05%和 19.47%, 同时, 占主要游戏收入总额的比例分别为 54.49%和 60.38%。收入自发行以来大幅上涨, 稳定的交易流水为公司提供了资金支持, 未来仍有望后劲十足。

图 23: 《Age of Origins》19-22Q2 付费用户数量和 ARPU 情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

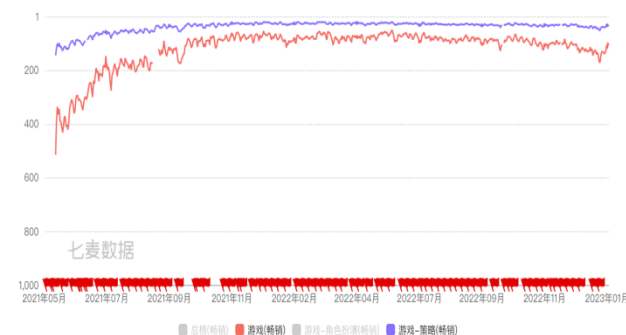
图 24: 《Age of Origins》19-22H1 营业收入和营销费用情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

畅销排名的稳定 + 成功的创新营销。《Age of Origins》在 IOS 美国区策略游戏排名中稳步前进, 受疫情刺激以来, 该游戏排名迅速提升且 2023 年一季度平均排名稳定在 20 名左右; 国内版名《旭日之城》自 2021 年 5 月推行以来, 上线初期在 IOS 中国区畅销游戏排名上升速度飞快, 后期排名稳定窄幅浮动。同时, 公司通过其创新的全球化营销策略和精细化的运营管理, 结合 21 年 8 月日本“夏日祭”传统礼节与丧尸主题, 触及跨圈层用户玩家, 抢占日本手游市场的份额。

图 25: 《旭日之城》2021/05-2023/02 IOS 中国区排名趋势



资料来源: 七麦数据, 天风证券研究所

图 26: 《Age of Origins》2018/10-2023/02 IOS 美国区排名趋势

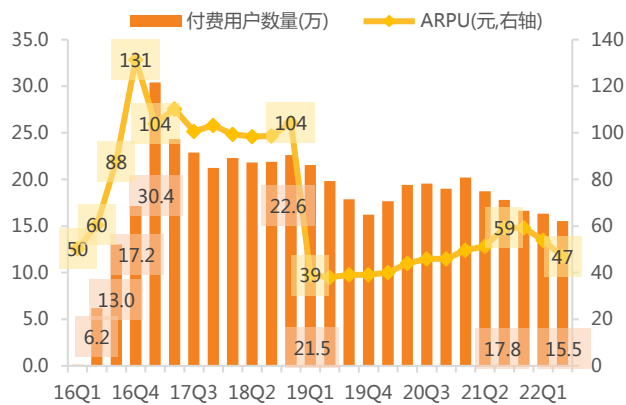


资料来源: 七麦数据, 天风证券研究所

(2) 《War and Order》 - 常青树，营收长期稳定

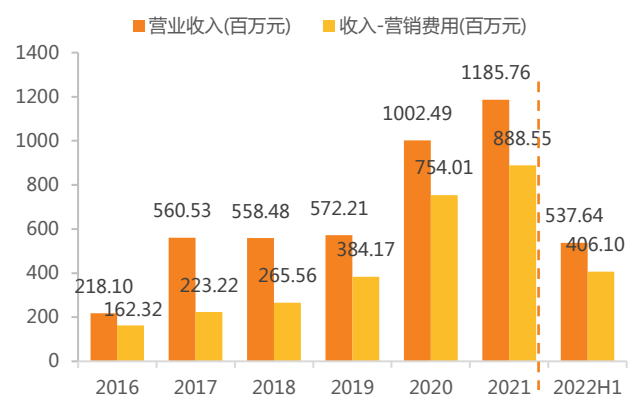
招牌游戏之一，营收能力有望保持稳定。2016年初上线的《War and Order》是市面上首款纯3D制作的战争策略手游，推出运营已超过7年。2020年全球疫情刺激下，收入较2019年大幅上升75.2%；2021年收入同比稳步增长18.28%。截止22H1，该游戏累计充值流水已超50亿元，虽然2022上半年付费用户数量及ARPU小幅度下降，但截至2021年底收入与利润（收入-营销费用）仍处于逐年递增的趋势。

图 27：《War and Order》16-22Q2 付费用户数量和 ARPU 情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：《War and Order》16-22H1 营业收入和营销费用情况



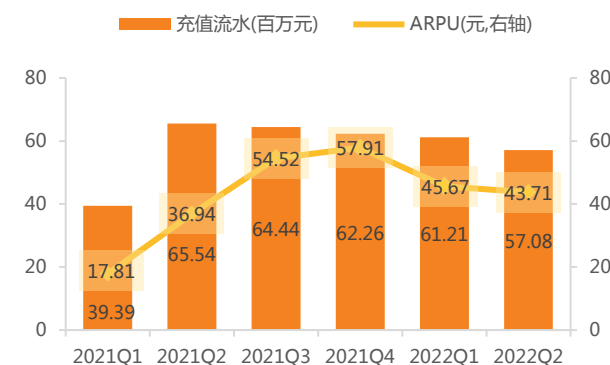
资料来源：公司公告，天风证券研究所

虽然目前营收不及《Age of Origins》，但在中国手游海外收入榜单中仍占有一席之地，2022年排名27名，在海外玩家中备受欢迎，未来几年内，有望仍具备稳定的营收能力。

(3) 《Infinite Galaxy》 - 国内处于推广初期

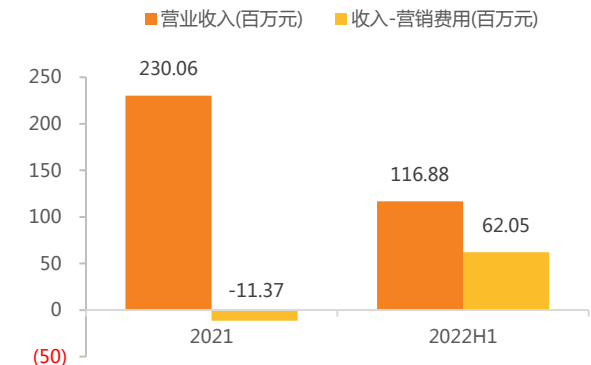
国内2023年初上线，处于推广初期阶段。太空科幻题材SLG《Infinite Galaxy》已在海外上线两年，国内版本《无尽苍穹》于2023年1月上线。该游戏2021-2022二季度充值流水保持稳定趋势，2022上半年ARPU较2021年末有所回落，2022H1利润（收入-营销费用）由负转正。

图 29：《Infinite Galaxy》2021Q1-2022Q2 流水和 ARPU 情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：《Infinite Galaxy》2019-22H1 营业收入和营销费用情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

深耕SLG，同时丰富游戏品类。公司在深耕SLG基础上，丰富游戏产品类目，同时研发战斗卡牌+SLG（《代号el》）、模拟经营+SLG（《代号dl》）手游，预计将于2023年在海外推出内测。在国内市场的产品储备中，公司于22年底取得《无尽苍穹》和《硝烟启示录》的国内版号。

表 3: 公司已上线游戏和研发中游戏

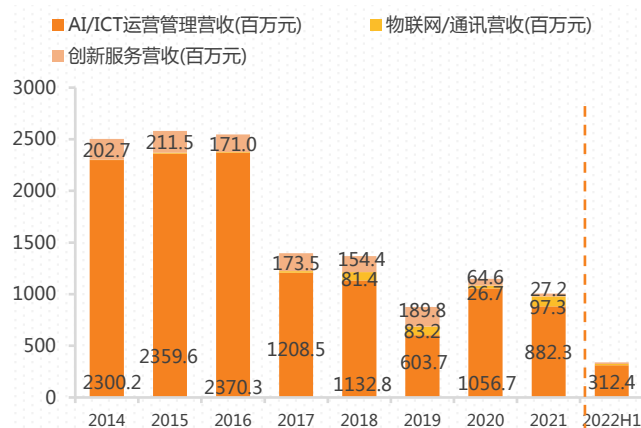
游戏名称	游戏类型	版号情况	上线时间
《Age of Origins》	策略手游	有	2018 年 11 月
《War and Order》	策略手游	有	2016 年 4 月
《Infinite Galaxy》	策略手游	无	2020 年底
《War of Destiny》	策略手游	无	2020 年年中
《Titan Throne》	策略手游	有	2018 年年初
《Little Empire》	策略手游	有	2011 年
《World on Fire》	策略手游	无	-
《代号 eI》	战斗卡牌+SLG	无	研发中
《代号 dI》	模拟经营+SLG	无	研发中
《无尽苍穹》	策略手游	有	2023 年 1 月
《硝烟启示录》	策略手游	有	未定

资料来源: 公司公告, data.ai, 天风证券研究所

3.2. 始于 ICT, 发展 NLP, 降本增效

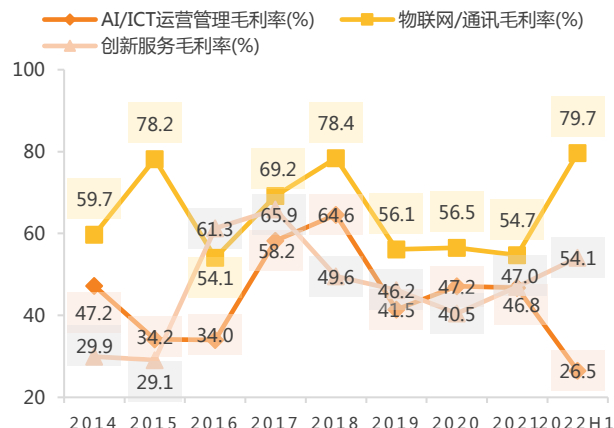
创始于计算机业务, 深耕 ICT 领域研发, 发展 NLP 的融合应用。公司目前主要子业务板块包括 ICT 运营管理(神州泰岳(香港))、物联网与通讯(奇点新源)、人工智能 NLP(鼎富科技)与大数据(神州泰岳智能数据)。ICT 运营管理为计算机业务主要的收入来源且业绩较稳定, 2020-2022H1 ICT 营收占计算机总收入的比例均在 90%左右, 2022H1 下降 9.59 个百分点的毛利率主要系云业务占比提高。由胡加明总经理带领的鼎富科技在 NLP 领域已经积累了较深厚的技术, 在金融及政企行业中拥有 500 多种成熟的算法模型, 目前已成功研发出智能导航、对话、外呼机器人。

图 31: 2014-2022H1 计算机板块主要业务营收



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 32: 2014-2022H1 计算机板块主要业务毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

降本增效 + 出售亏损业务。近 3 年, 公司核心管理层对缺乏发展潜力的业务进行了梳理和调整。通过强化内部费用控制和减员增效, 叠加营收较稳定的 ICT 和重点发展的创新业务, 计算机业务轻装上阵、结构更加清晰。

1. 公司通过裁减冗员降本增加人效, 员工总人数从 2019 年 3516 人降至 2021 年 2789 人。
2. 公司出售转让部分缺乏增长动力且拖累公司财务数据的业务。2021 年出售通信技术开发的宁波普天通信全部股权; 神州泰岳智能数据因 2020 年新股东增资, 公司股权稀释且失去控制权, 2021 年不再列入子公司范围内; 2019 年出售大连华信, 提高整体资产使用效率。

表 4: 公司 2019 年-2021 年处置的主要公司

公司名称	处置方式	处置年份
宁波捷远科技有限公司	转让	2021 年
宁波金信通讯技术有限公司	转让	2021 年
宁波普天通信技术(香港)有限公司	转让	2021 年
宁波普天通信技术有限公司	转让	2021 年
宁波神州泰岳锐智信息科技有限公司	转让	2021 年
北京神州泰岳智能数据技术有限公司	股权稀释	2020 年
大连华信计算机技术股份有限公司	退出	2019 年

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

(1) ICT 运营管理 - 老本行, 众多高端长期客户

起家于 ICT, 仍为计算机业务收入的主要来源。公司专注于 ICT 运营管理 20 余年, 结合 5G 为电信、金融、交通、能源等领域的大中型企业和政府机构提供数字化转型。ICT 运营管理分为三大产品体系, 分别为“大 IT 智能运营”产品体系、“大 IT 安全运营”产品体系、云业务产品。公司于 2019 年成为 Amazon 云科技中国区战略合作伙伴, 其云业务已获得 Amazon 云科技多项技术能力认证, 为中国出海企业提供 Amazon 云科技增值服务。

公司是中国移动、联通、电信、铁塔的长期战略合作伙伴。在各个领域也拥有很多高端客户, 包括: 中国银行、建设银行、农业银行、民生银行、招商银行、工商银行、国家开发银行、英大财险、英大人寿、中国证券登记结算、深圳证券交易所、国家电网、南方电网等。并且公司有强大的研发能力并具有复杂项目的建设与交付能力。

表 5: 公司 ICT 运营管理业务线主要产品及解决方案

细分领域	产品条线	产品名称	解决方案
大 IT 智能运营	全栈监控	Ultra-FullStackMonitoring 全栈智能监控	全栈智能监控解决方案 混合多云管理解决方案 XDC 运营管理解决方案
		Ultra-PerfInsights 应用系统分析	
		Ultra-Smartlog 智能日志分析	
		Ultra-OneAgent 统一采集操作平台	
		Ultra-Matrix 配置资源管理平台	
	智慧运维	Ultra-AutoOpsCenter 运维自动化集中操作能力平台	神州泰岳智慧运维解决方案
		Ultra-GeniusBot 智能机器人	
		Ultra-RPA 业务流程自动化	
	服务管理	Ultra-BPC 流程引擎能力中心	ITSM 管理解决方案
			项目管理解决方案 一体化运营管理解决方案 需求管理解决方案
消息通信	Ultra-5G RCS Platform 5G 消息 CSP 平台 Ultra-SMARTFLUX 广告营销平台 Ultra-PoC 公网对讲 泰岳 5G 消息云平台	5G 消息运营解决方案	
		泰岳移动互联网融合通信解决方案	
		融合通信办公解决方案	
		实时音视频解决方案	
		泰岳统一消息中心解决方案 泰岳 5G 消息标准版解决方案 泰岳 5G 消息增强版解决方案	
智能中台	Ultra-DCMP 数据中台软件 Ultra-Khan Devops Ultra-Microservice Architecture 微服务管控平台	-	
		-	
		-	
5G 网络运营	-	运维管理解决方案	
		故障管理解决方案	

质量管理解决方案
政企业务运维解决方案
5G 专网运营解决方案
核心网运维解决方案
IP 网络运维解决方案

信息安全
安全管理

身份与访问安全	Ultra-SecFort 集中运维审计堡垒机系统 Ultra-ZTIAM 零信任身份服务系统	1. 运营商：身份与访问控制解决方案、安全合规解决方案、安全威胁分析与预警解决方案、安全资产管理解决方案 2. 金融：特权帐号管理解决方案、一体化信息安全风险感知解决方案、安全基线管理解决方案、安全审计解决方案 3. 交通：运维身份统一管理解决方案、网络安全监测与预警解决方案 4. 政府：安全运营管理解决方案、安全运行保障解决方案、网信办安全态势感知解决方案 5. 医疗：IT 服务运维管理解决方案 6. 航空航天：网络安全体系设计服务方案 7. 能源：安全服务整体解决方案 8. 公安：公安视频专网安全控制解决方案 9. 全行业：泰岳安全中台解决方案、零信任安全解决方案、泰岳数据安全解决方案
计算环境安全	Ultra-AMR 资产安全核查系统 Ultra-BMS 安全基线管理系统 Ultra-DeepScanner 深度漏洞全量核查系统 Ultra-PWAnalysr 资源弱口令核查系统	
网络与通讯安全	Ultra-APT Detector 高级网络威胁识别 Ultra-SmartSensor 全流量数据采集探针 Ultra-FWAnalysr 神州泰岳防火墙策略核查系统	
安全管理与运营	Ultra-SOMC 安全运行管理中心 Ultra-SecSight 信息安全大数据态势感知系统 Ultra-ESA 企业综合安全审计系统 SecSight-SOAR 安全编排自动化与响应平台	
云安全与安全云	Ultra-SmartLxCShield 容器安全防护系统 Ultra-SmartGrid 网络资产智能微隔离系统 Ultra-SecCloud 安全云服务平台 Ultra-SmartShield 云主机安全防护系统	
数据安全	Ultra-DSM 数据安全管控产品 Ultra-SmartDLP Detector 数据防泄漏系统 Ultra-MSFolder 个人安全文件夹系统	

云增值
服务

云业务	AWS DevOps 服务 AWS 账单服务 AWS 上云迁移服务 AWS 架构优化服务 AWS 云上代维服务 云原生应用开发服务
-----	--

资料来源：公司官网，天风证券研究所

(2) 物联网与通讯 - 智慧解决方案+工业互联网

自主研发三大智慧解决方案，发力工业互联网。物联网/通讯业务主要分为四大细分领域，专网通信、工业互联网、智慧安防+管廊、智慧电力，应用场景非常广泛，包括电力、监狱、管廊、石化工厂、矿山等。公司以物联网通信为核心，打造综合性的物联网平台，自主研发三大智慧解决方案，同时向工业互联网领域持续发力。截止目前，物联网领域的知识产权已申请专利 200 余件（包含国际专利 14 件），已授权近 200 件。

表 6：公司物联网与通讯业务主要产品及解决方案

细分领域	产品名称	解决方案
专网通信	5G 专网通信产品	5G 通信解决方案 Nu-Comm 融合通信系统 智慧园区解决方案
	EVA 泛融合通信平台	
	高精度定位系统	
	宽带接入微基站	
	物联网传感器	
	EVA 会议宝私有云一体机	

工业互联网	-	综合管廊通信安防一体化系统 电缆隧道智能监控解决方案
智慧安防+管廊	智慧线 综合接入控制器	智慧墙入侵探测系统
智慧电力	接入节点设备	
	汇聚节点设备	
	智能温控除湿机	变电站远程智能巡视系统解决方案
	特高频局放传感器	变电在线监测系统解决方案
	超声波局放传感器	变电数字孪生站智能一体化解决方案
	暂态地电压局放传感器	数字主变健康多元状态评估解决方案
	SF6 气体微水与密度监测传感器	
	暂态地电压 (TEV) 超声波局放传感器	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

(3) 人工智能/大数据 - 专注 NLP 和认知智能

公司旗下鼎富科技的人工智能/大数据业务专注于 NLP 和认知智能的研发和应用。公司于 2016 年收购鼎富科技、布局 NLP，至今已逾 6 年，主要由曾任神州泰岳董秘的执行董事、总经理胡加明负责，核心业务线包括智慧政企、智慧金融、智慧园区，聚焦公安、金融、政府等行业应用和解决方案。此外，ChatGPT 基础结构 Transformer 在鼎富科技的言语理解、合成、识别等方向都有应用。

公司专注 NLP 和及大数据技术等的融合应用，汇集基础研究、关键技术、平台建设和行业应用于一身，致力于持续推进人工智能技术在不同行业落地。截至 2022 年 6 月，公司在人工智能领域已申请专利 302 件，包括 291 件发明专利;已获得授权的专利 118 件，包括 108 件发明专利。

表 7：公司人工智能与大数据业务主要产品及解决方案

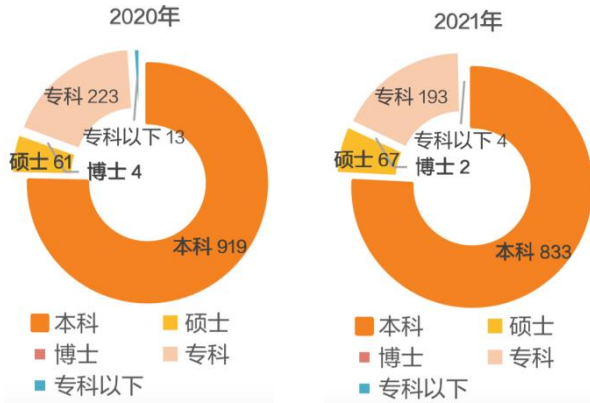
细分领域	产品名称	解决方案
智慧政企	泰岳语义工厂	110 警情要素提取解决方案
	DINFO-OEC 非结构化大数据分析挖掘	企业风险预警解决方案
	平台软件	金融客服话术对练解决方案
		其他—合同智能审核
智能客服	智能导航机器人	政务场景智能客服解决方案
	智能对话机器人	通用场景智能客服解决方案
	智能外呼机器人	
大数据能力	DataExchange 数据共享交换平台	-

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 坚持研发投入，产品储备丰富

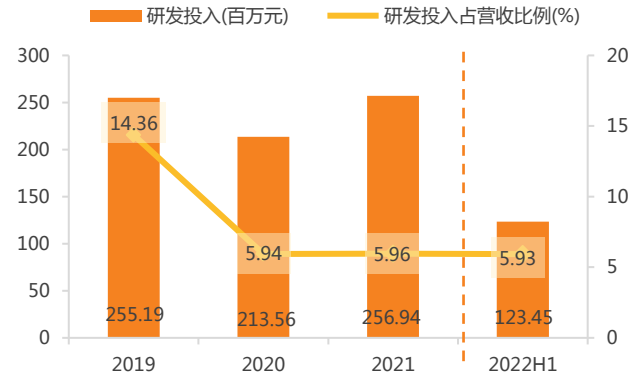
坚持加大研发投入，多品类深耕产品储备丰富。截止 2021 年末，公司主要研发项目已完成 17 个、研发中 3 个；2022 年上半年新增 12 款在研项目。2021 年公司研发人员数量达 1099 人，占员工总数比重为 39.4%；本科研发人员 833 人、硕士 67 人、博士 2 人；研发投入保持稳定趋势。伴随公司两款研发中的新游戏上线，叠加计算机业务的优化，公司业绩有望进一步提升。

图 33：2020-2021 年公司研发人员学历情况（人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 34：2019-2022H1 公司研发开支情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测和估值

4.1. 盈利预测

盈利假设：

游戏业务：考虑到公司游戏业务存量产品流水稳定性强，《旭日之城》作为上线 4 年的产品，流水仍在爬坡，预计 2023 年下半年新品逐渐进入释放周期，公司在 SLG 品类拥有丰富经验，因此我们预计公司 2022~2024 年游戏业务收入同比增速分别为 11%/10%/15%。

非游戏业务：1) AI/ICT 运营管理业务，该部分业务处于较为成熟阶段，为公司起家业务，下游客户稳定性强，预计未来在维持现有规模基础上，有小幅增长，预计 2022~2024 年 AI/ICT 运营管理收入同比增速为 10%/10%/5%；2) 物联网/通讯业务，该部分业务主要以通讯、安防为主，考虑一定的收缩与降本增效，预计 2022~2024 年收入增速为-35%/5%/5%；3) 创新服务业务，以 NLP 业务为核心，考虑到 NLP 在公安、金融等领域落地场景增加，预计能维持较高增长，2022~2024 年增速为 180%/45%/100%；4) 其他业务方面，占比体量较小，预计 2022~2024 同比增速为 20%/15%/15%。

表 8：公司盈利预测情况

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,595.79	4,314.27	4,799.62	5,289.63	6,063.55
游戏	2,407.73	3,264.80	3,623.93	3,986.32	4,584.27
yoy (%)	180.0%	35.6%	11.0%	10.0%	15.0%
AI/ICT 运营管理	1,056.67	882.26	970.49	1,067.53	1,120.91
yoy (%)	75.0%	-16.5%	10.0%	10.0%	5.0%
物联网/通讯	26.71	97.30	63.25	66.41	69.73
yoy (%)	-67.9%	264.3%	-35.0%	5.0%	5.0%
创新服务	64.58	27.20	76.16	110.43	220.86
yoy (%)	-66.0%	-57.9%	180.0%	45.0%	100.0%
其他业务	40.11	42.71	51.25	58.94	67.78
yoy (%)	-0.9%	6.5%	20.0%	15.0%	15.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 估值

预计神州泰岳 2022~2024 年营业总收入为 48.0 亿/52.9 亿/60.6 亿，分别同比增长 11.3%/10.2%/14.6%，对应归母净利润为 5.5 亿/6.9 亿/8.2 亿，同比增长 43.0%/26.3%/18.1%。

考虑到公司归母净利润端的持续高速增长，游戏业务稳健发展，以及在 NLP 领域的布局，给予 2023 年 28xPE，对应潜在收益空间为 24.9%，对应目标市值 194.4 亿，目标价为 9.9 元，首次覆盖，予以“买入”评级。

表 9：可比公司估值

公司代码	公司名称	市值(亿元)	收入			归母净利润			PE		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
游戏相关											
002517.SZ	恺英网络	225.4	23.6	38.2	49.4	5.8	10.8	14.2	39	21	16
002624.SZ	完美世界	315.2	84.9	80.7	97.1	3.7	15.4	18.4	85	20	17
002555.SZ	三七互娱	587.5	161.8	166.7	193.6	28.8	29.8	34.7	20	20	17
603444.SH	吉比特	296.5	45.9	51.1	59.6	14.7	13.9	16.6	20	21	18
002558.SZ	巨人网络	249.0	21.0	20.4	30.8	9.9	9.4	12.2	25	27	20
NLP 相关											
002230.SZ	科大讯飞	1,317.4	181.9	201.8	264.8	15.6	7.7	18.5	85	171	71
300229.SZ	拓尔思	217.8	10.2	12.8	16.0	2.5	3.2	4.1	89	69	53
平均值									52	50	30
300002.sz	神州泰岳	155.7	43.1	48.0	52.9	3.8	5.5	6.9	40	28	22

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所 注：市值和预测数据根据 wind3 月 23 日一致预期，神州泰岳盈利数据为天风证券研究所预测。

5. 风险提示

- **宏观经济风险。**宏观经济运行状况会影响个人收入水平，从而影响个人消费者在文娱休闲等方面的支出意愿。
- **行业监管风险。**游戏行业处于常规性的监管下，政策变化或对公司经营带来影响。如游戏上线需要得到版号审批，版号发放收紧对产品排期造成影响。
- **产品表现不及预期风险。**公司现有产品及后续储备产品上线后，游戏流水表现不佳或将影响公司业绩。
- **游戏海外拓展和营销不及预期风险。**游戏出海竞争愈发激烈且成本提高，公司游戏的海外拓展及营销的表现或影响公司业绩稳定性。
- **计算机业务改善不及预期风险。**公司降本增效和出售亏损业务的优化结果不佳或影响计算机业务扭亏为盈。
- **业绩快报数据与实际财报不一致风险。**因全文涉及 2022 年财务数据均来自于公司 2022 年业绩快报，实际财报数据或与快报披露数据不一致。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	876.72	852.00	1,434.48	2,062.88	2,951.05
应收票据及应收账款	633.76	755.41	942.53	928.76	1,152.10
预付账款	15.36	14.84	71.55	33.92	40.60
存货	208.40	154.77	319.20	191.45	359.05
其他	180.72	156.46	195.86	170.21	203.72
流动资产合计	1,914.98	1,933.49	2,963.61	3,387.23	4,706.53
长期股权投资	124.70	38.33	38.33	38.33	38.33
固定资产	376.71	380.94	352.85	324.76	296.67
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	411.13	430.83	328.82	226.82	124.81
其他	2,362.65	2,461.74	2,481.76	2,504.53	2,527.99
非流动资产合计	3,275.19	3,311.84	3,201.77	3,094.44	2,987.80
资产总计	5,190.17	5,248.07	6,165.38	6,481.67	7,694.33
短期借款	306.00	137.45	160.00	100.00	50.00
应付票据及应付账款	386.28	311.16	462.25	402.12	555.31
其他	294.77	297.40	689.23	501.80	831.70
流动负债合计	987.04	746.01	1,311.47	1,003.92	1,437.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.48	34.72	34.72	34.72	34.72
非流动负债合计	25.48	34.72	34.72	34.72	34.72
负债合计	1,234.15	914.64	1,346.19	1,038.64	1,471.72
少数股东权益	29.57	7.01	(16.86)	(36.04)	(51.10)
股本	1,961.09	1,961.09	1,961.09	1,961.09	1,961.09
资本公积	584.23	524.90	524.90	524.90	524.90
留存收益	1,513.39	1,897.50	2,419.77	3,079.42	3,858.76
其他	(132.26)	(57.07)	(69.71)	(86.35)	(71.04)
股东权益合计	3,956.03	4,333.44	4,819.19	5,443.03	6,222.61
负债和股东权益总计	5,190.17	5,248.07	6,165.38	6,481.67	7,694.33

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	327.35	365.43	549.76	694.37	820.35
折旧摊销	109.00	131.24	130.10	130.10	130.10
财务费用	40.50	27.95	(45.38)	(1.20)	(11.18)
投资损失	(11.63)	53.85	(15.00)	(18.00)	(21.60)
营运资金变动	193.11	(367.92)	(71.00)	(45.71)	20.31
其它	(16.82)	200.04	(40.19)	(0.37)	(24.04)
经营活动现金流	641.50	410.60	508.29	759.18	913.93
资本支出	95.55	48.17	0.00	0.00	0.00
长期投资	51.02	(86.37)	0.00	0.00	0.00
其他	(361.98)	(170.98)	45.13	(21.64)	37.98
投资活动现金流	(215.41)	(209.18)	45.13	(21.64)	37.98
债权融资	(543.26)	(192.17)	67.92	(58.80)	(38.82)
股权融资	(5.50)	(33.17)	(38.87)	(50.34)	(24.92)
其他	179.20	44.85	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(369.56)	(180.49)	29.05	(109.14)	(63.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	56.54	20.93	582.47	628.41	888.17

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,595.79	4,314.27	4,799.62	5,289.63	6,063.55
营业成本	1,429.56	1,629.70	1,807.21	1,947.08	2,209.72
营业税金及附加	15.03	15.58	16.37	17.19	18.05
销售费用	947.09	1,239.89	1,343.89	1,396.46	1,576.52
管理费用	520.72	627.16	767.94	830.47	939.85
研发费用	212.66	262.81	302.38	327.96	375.94
财务费用	47.33	27.17	(45.38)	(1.20)	(11.18)
资产/信用减值损失	(46.58)	(56.12)	18.85	0.00	0.00
公允价值变动收益	9.51	(4.05)	(15.07)	19.82	(8.19)
投资净收益	11.63	(53.85)	15.00	18.00	21.60
其他	26.48	157.40	0.00	0.00	0.00
营业利润	422.37	468.58	625.99	809.50	968.06
营业外收入	0.34	0.78	8.85	4.43	2.21
营业外支出	10.32	1.39	2.76	1.66	0.99
利润总额	412.40	467.97	632.08	812.27	969.28
所得税	85.05	102.54	107.45	138.09	164.78
净利润	327.35	365.43	524.63	674.18	804.50
少数股东损益	(23.81)	(19.09)	(25.13)	(20.19)	(15.85)
归属于母公司净利润	351.15	384.52	549.76	694.37	820.35
每股收益(元)	0.18	0.20	0.28	0.35	0.42

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	102.32%	19.98%	11.25%	10.21%	14.63%
营业利润	-129.01%	10.94%	33.59%	29.31%	19.59%
归属于母公司净利润	-123.82%	9.50%	42.97%	26.30%	18.14%
获利能力					
毛利率	60.24%	62.23%	62.35%	63.19%	63.56%
净利率	9.77%	8.91%	11.45%	13.13%	13.53%
ROE	8.94%	8.89%	11.37%	12.67%	13.08%
ROIC	13.22%	16.03%	18.72%	26.89%	33.26%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	23.78%	17.43%	21.83%	16.02%	19.13%
净负债率	-14.43%	-16.41%	-26.37%	-36.00%	-46.56%
流动比率	1.58	2.20	2.26	3.37	3.28
速动比率	1.41	2.02	2.02	3.18	3.03
营运能力					
应收账款周转率	5.19	6.21	5.65	5.65	5.83
存货周转率	16.68	23.76	20.25	20.72	22.03
总资产周转率	0.69	0.83	0.84	0.84	0.86
每股指标(元)					
每股收益	0.18	0.20	0.28	0.35	0.42
每股经营现金流	0.33	0.21	0.26	0.39	0.47
每股净资产	2.00	2.21	2.47	2.79	3.20
估值比率					
市盈率	44.34	40.50	28.32	22.42	18.98
市净率	3.97	3.60	3.22	2.84	2.48
EV/EBITDA	10.48	12.14	19.02	13.30	10.59
EV/EBIT	12.04	14.20	23.40	15.44	12.03

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com