

神州泰岳 (300002.SZ)
游戏 II

证券研究报告/公司点评报告

2024年10月29日

评级: 买入 (维持)

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

Email: kangyw@zts.com.cn

分析师: 朱骏楠

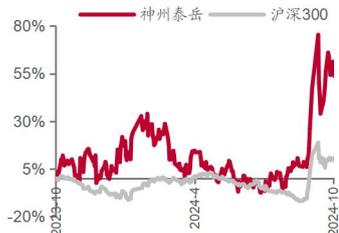
执业证书编号: S0740523080003

Email: zhuqn01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,962.56
流通股本(百万股)	1,820.63
市价(元)	13.01
市值(百万元)	25,532.97
流通市值(百万元)	23,686.39

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《【中泰传媒】神州泰岳 (300002.SZ) 2024 中报点评: 子公司壳木游戏净利率大幅提升》2024-08-29
- 《【中泰传媒】神州泰岳 (300002.SZ) 年报与一季报点评: 核心产品流水持续上扬, 一季度业绩超预期》2024-04-29
- 《【中泰传媒】神州泰岳 (300002.SZ) 2023 业绩快报点评: 扣非净利率大幅提升, 《旭日之城》流水创新高》2024-02-28

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,806	5,962	6,651	7,855	8,733
增长率 yoy%	11%	24%	12%	18%	11%
归母净利润 (百万元)	542	887	1,349	1,424	1,702
增长率 yoy%	41%	64%	52%	6%	20%
每股收益 (元)	0.28	0.45	0.69	0.73	0.87
每股现金流量	0.53	0.55	0.67	0.38	1.14
净资产收益率	11%	15%	20%	18%	19%
P/E	47.1	28.8	18.9	17.9	15.0
P/B	5.3	4.4	3.8	3.3	2.8

备注: 股价截止自2024年10月29日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 事件:** 神州泰岳发布 2024 年三季报, 报告期内实现营业总收入 45.14 亿, 同比增长 11.42%, 归母净利润 10.94 亿, 同比增长 94.33%, 扣非后归母净利润为 8.32 亿, 同比增长 54.84%。Q3 单季度实现营业总收入 14.61 亿, 同比增长 4.53%, 归母净利润为 4.63 亿, 同比增长 191.43%, 扣非后归母净利润为 2.15 亿, 同比增长 38.19%。单季度经营活动净现金流为 6.48 亿, 前三季度合计为 12.37 亿。
- 核心游戏继续维持稳定表现。** 公司旗下《旭日之城》与《战火与秩序》两款重点产品, 均进入了 SensorTower 7~9 月国内游戏出海收入 TOP30, 在竞争激烈的海外 SLG 市场, 始终维持稳定流水贡献。Q3 由于两款核心产品的良好表现, 使得单季度收入环比仅下滑 6.62%, 且这部分下滑还需要考虑汇兑变动的影响。
- 销售费用开支收缩情况下, 收入依旧相对稳定, 体现出用户对产品较佳粘性。** Q3 单季度公司销售费用开支为 2.14 亿, 环比下滑 18.3%, 销售费用率仅为 14.6%, 较 Q2 下降了 2.1 个百分点。即使公司收缩投放, 收入端 Q3 环比下滑仅为 6.62%, 说明游戏的用户粘性和留存率都不错。
- 管理费用率提升较为明显。** Q3 单季度公司管理费用开支为 3.56 亿, 环比大幅增加 46.5%, 我们预计增长主要来自于公司 Q3 结束与大唐半导体、大唐微电子、实利通和之间的合同纠纷, 官司胜诉, 需支付较大的律师诉讼费, 导致管理费用环比明显提升, 但此为一次性开支, 后续季度预计将逐渐恢复稳定状态。
- 新品预计 Q4 上线。** 年末有望上线代号《LOA》与代号《DL》两款新品, 两款均为 SLG 系列产品, 丰富公司在不同画风和玩法上的游戏布局。
- 盈利预测与估值:** 由于 Q3 公司官司胜诉冲回部分计提坏账, 因此适当上调利润预期, 预计公司 2024~2026 年收入分别为 66.51 亿(原 66.51 亿)、78.55 亿(原 73.47 亿)、87.33 亿(原 78.88 亿), 同比增长 12%、18%、11%, 归母净利润分别为 13.49 亿(原 11.83 亿)、14.24 亿(原 12.84 亿)、17.02 亿(原 14.88 亿), 同比增长为 5 2%、6%、20%。当前市值对应 2024~2026 年 PE 为 18.9x、17.9x、15x, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 1) 版号监管政策趋严; 2) 游戏上线时间不达预期; 3) 研报使用的信息数据更新不及时的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,127	2,626	2,696	4,252	营业收入	5,962	6,651	7,855	8,733
应收票据	13	0	0	0	营业成本	2,222	2,600	3,019	3,344
应收账款	812	834	943	1,026	税金及附加	17	23	26	28
预付账款	8	39	45	50	销售费用	1,470	1,097	1,453	1,485
存货	166	252	935	472	管理费用	917	1,131	1,257	1,397
合同资产	8	6	8	10	研发费用	330	366	487	541
其他流动资产	678	679	694	705	财务费用	-72	-76	-82	-87
流动资产合计	3,803	4,430	5,313	6,504	信用减值损失	1	240	-15	-15
其他长期投资	314	314	314	314	资产减值损失	-91	-200	-55	-50
长期股权投资	7	7	7	7	公允价值变动收益	-24	-12	-15	-17
固定资产	341	715	1,108	1,520	投资收益	21	-5	11	9
在建工程	0	100	100	0	其他收益	66	66	66	66
无形资产	218	251	255	270	营业利润	1,052	1,600	1,688	2,018
其他非流动资产	2,118	2,119	2,119	2,120	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	3,000	3,506	3,904	4,231	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	6,803	7,937	9,217	10,735	利润总额	1,051	1,599	1,687	2,017
短期借款	20	97	226	335	所得税	171	260	274	328
应付票据	0	0	0	0	净利润	880	1,339	1,413	1,689
应付账款	386	451	533	600	少数股东损益	-7	-10	-11	-13
预收款项	3	4	5	6	归属母公司净利润	887	1,349	1,424	1,702
合同负债	168	120	141	157	NOPLAT	820	1,275	1,344	1,616
其他应付款	87	87	87	87	EPS (摊薄)	0.45	0.69	0.73	0.87
一年内到期的非流动负债	14	14	14	14					
其他流动负债	301	345	371	400	主要财务比率				
流动负债合计	979	1,117	1,377	1,598	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	24.1%	11.6%	18.1%	11.2%
其他非流动负债	37	37	37	37	EBIT 增长率	80.5%	55.5%	5.4%	20.2%
非流动负债合计	37	37	37	37	归母公司净利润增长率	63.7%	52.1%	5.5%	19.6%
负债合计	1,016	1,154	1,414	1,635	获利能力				
归属母公司所有者权益	5,764	6,771	7,802	9,112	毛利率	62.7%	60.9%	61.6%	61.7%
少数股东权益	22	12	1	-12	净利率	14.8%	20.1%	18.0%	19.3%
所有者权益合计	5,787	6,783	7,803	9,100	ROE	15.3%	19.9%	18.2%	18.7%
负债和股东权益	6,803	7,937	9,217	10,735	ROIC	34.8%	39.2%	31.9%	30.0%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	14.9%	14.5%	15.3%	15.2%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	债务权益比	1.2%	2.2%	3.5%	4.2%
经营活动现金流	1,078	1,321	754	2,231	流动比率	3.9	4.0	3.9	4.1
现金收益	952	1,321	1,433	1,746	速动比率	3.7	3.7	3.2	3.8
存货影响	-3	-86	-683	463	营运能力				
经营性应收影响	-73	159	-60	-38	总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.8
经营性应付影响	16	66	83	68	应收账款周转天数	43	45	41	41
其他影响	185	-140	-19	-8	应付账款周转天数	63	58	59	61
投资活动现金流	-724	-582	-503	-479	存货周转天数	27	29	71	76
资本支出	-169	-565	-500	-471	每股指标 (元)				
股权投资	5	0	0	0	每股收益	0.45	0.69	0.73	0.87
其他长期资产变化	-560	-17	-3	-8	每股经营现金流	0.55	0.67	0.38	1.14
融资活动现金流	-87	-240	-181	-196	每股净资产	2.94	3.45	3.98	4.65
借款增加	-21	77	129	109	估值比率				
股利及利息支付	-60	-904	-794	-1,051	P/E	29	19	18	15
股东融资	19	0	0	0	P/B	4	4	3	3

其他影响	-25	587	484	746	EV/EBITDA	46	33	30	25
------	-----	-----	-----	-----	-----------	----	----	----	----

来源：WIND，中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。