

巨人网络（002558）

征途启航，新一轮产品周期打造增长曲线

深耕游戏赛道 20 余年，老牌研运巨头，起家于征途 IP

公司成立于 2004 年，主营业务是互联网游戏的研发和运营，2016 年在 A 股借壳世纪游轮成功上市。公司起家于征途 IP，2006 年自研的《征途》正式公测，后相继推出《征途 2》《征途怀旧》《绿色征途》等众多精品端游。手游时代来临，一方面公司凭借征途 IP “端转手”成功，另一方面于 2015 年打造出又一款旗舰 IP《球球大作战》，从而布局休闲竞技品类。

基于“征途”系列和“球球大作战”，长线运营构筑基本盘，新品贡献业绩增量

公司以征途和休闲竞技为主要的两个产品赛道：（1）在征途赛道，根据 2022 年报，征途全系产品累计收入超 200 亿元。2023 年 3 月底新作《原始征途》公测，取得首月流水破 3 亿、累计流水超 10 亿（截至 23 年 8 月）的优异表现，再次验证这款生命周期长达 17 年之久的 IP 在用户心中的号召力。（2）在休闲竞技赛道，公司过往成功产品《球球大作战》曾创下峰值 DAU 超 2,900 万人的佳绩，新作推理派对手游《太空杀(太空行动)》于 2023 年 1 月正式上线，截至 8 月 DAU 突破 250 万，在七麦数据的休闲游戏畅销榜排名持续攀升。我们看好《太空杀(太空行动)》用户扩圈和付费意愿培养下，带动商业化进展。此外，在创新赛道，公司致力于探索新一代技术在游戏中的应用，目前在研游戏包括《无主王座》和《War of the Giant》，并成立 ZTimes 海外品牌。

研发费用率多年保持 30%以上高位，全力拥抱 AI 浪潮

公司高度重视研发，深度绑定优秀团队，并给予核心人才充分激励，从而保证产品的高成功率。公司研发费用率多年保持 30%以上高位，研发人员数量占总员工比重基本保持 70%以上。公司积极拥抱 AI 浪潮，对外不断加大与业界伙伴的合作力度，与包括阿里、MiniMax 在内的多家大语言模型共同探索“游戏+AI”的解决方案，对内组建 AI 创新实验室，游戏内落地 AI 玩法。

盈利预测与估值

我们预计公司 2023~2025 年营业总收入为 30.9/35.8/39.5 亿元，同比增长 51%/16%/10%，对应归母净利润为 13.5/15.4/17.2 亿元，同比增长 58%/14%/11%。考虑到公司产品有序上线贡献中长期增长，AI 领域持续布局探索，给予 2024 年 22xPE，对应目标市值 338 亿，目标价为 17.2 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、市场竞争加剧风险、测算具有主观性相关风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,124.27	2,037.71	3,085.48	3,576.94	3,945.24
增长率(%)	(4.20)	(4.07)	51.42	15.93	10.30
EBITDA(百万元)	1,799.59	1,407.56	1,430.32	1,617.76	1,791.49
归属母公司净利润(百万元)	994.51	850.95	1,346.28	1,540.56	1,716.50
增长率(%)	(3.35)	(14.43)	58.21	14.43	11.42
EPS(元/股)	0.50	0.43	0.68	0.78	0.87
市盈率(P/E)	25.20	29.45	18.62	16.27	14.60
市净率(P/B)	2.38	2.11	1.97	1.81	1.65
市销率(P/S)	11.80	12.30	8.12	7.01	6.35
EV/EBITDA	7.84	6.37	14.69	12.04	10.28

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2023 年 11 月 17 日

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	12.7 元
目标价格	17.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,973.54
流通 A 股股本(百万股)	1,973.54
A 股总市值(百万元)	25,063.99
流通 A 股市值(百万元)	25,063.99
每股净资产(元)	6.32
资产负债率(%)	10.77
一年内最高/最低(元)	22.65/7.71

作者

孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002	
kongrong@tfzq.com	
王梦恺	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030002	
wangmengkai@tfzq.com	
金沐阳	联系人
jinmuyang@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：游戏老将，征途+休闲竞技构筑核心优势	4
1.1. 公司沿革：起家于征途 IP，重磅新品开启发展新周期	4
1.2. 股权结构和治理：创始人史玉柱为第一大股东，团队年轻化且经验丰富	4
1.3. 财务分析：存量产品稳健，营收有望迎来增长拐点	5
2. 行业趋势：优质充沛产能带动需求回暖，景气度向上提升	8
3. 公司亮点：赛道聚焦，精品化研发+长线化运营	10
3.1. 赛道聚焦：征途 IP 构筑基本盘，休闲竞技精品研发，探索创新赛道	10
3.1.1. 征途系列：国战类 MMORPG 网游经典 IP 之一，《原始征途》强势接棒	10
3.1.2. 休闲竞技：《球球大作战》精品化、长线化，《太空杀(太空行动)》有望复刻成功	13
3.1.3. 创新赛道：海外品牌 ZTimes 成立，探索下一代互联网技术打造游戏产品	14
3.2. 研发体系：重视研发，深度绑定优秀团队，给予核心人才充分激励	15
3.3. 技术创新：全力拥抱 AI 浪潮，对外开放合作，自研持续探索	16
4. 盈利预测和估值	17
4.1. 盈利预测	17
4.2. 估值	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构和重要子公司情况	5
图 3：2016-2023 前三季度公司营业收入和增速情况	6
图 4：2016-23H1 公司主营业务收入情况（亿元）	6
图 5：公司综合和游戏业务毛利率情况	6
图 6：公司费用率情况	6
图 7：2016-2023 前三季度公司归母净利润情况	6
图 8：2016-2023 前三季度公司经营性现金流净额情况	6
图 9：2015-23H1 中国游戏市场实际销售收入情况	8
图 10：21Q1-23Q2 中国游戏市场实际销售收入情况	8
图 11：2015-23H1 中国移动游戏市场实际收入情况	8
图 12：2015-23H1 中国客户端游戏市场实际销售收入情况	8
图 13：2022 年 4 月至今国产游戏版号发放情况	9
图 14：AI 生态在游戏 PME 端的应用	9
图 15：征途系列产品线及差异化特色	10
图 16：《原始征途》上线至今 iOS 游戏畅销榜排名情况（名）	11

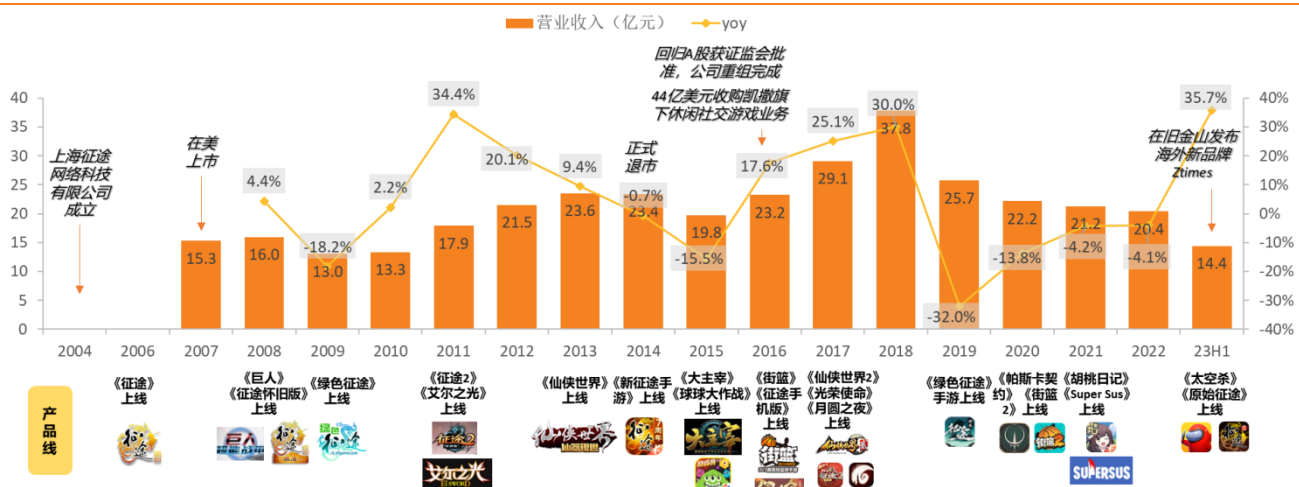
图 17: 征途系手游上线 30 天的 iOS 游戏畅销榜排名情况 (名)	11
图 18: 在研发、营销、运营侧,《原始征途》基于用户需求,以用户为中心持续打磨产品	12
图 19: 2019 年 1 月至今《球球大作战》iOS 游戏畅销榜排名 (名)	13
图 20:《球球大作战》在玩法、社交、内容更新、IP 运营四个层面的特点	14
图 21:《太空杀(太空行动)》上线以来游戏畅销榜排名情况 (名)	14
图 22:《无主王座》游戏画面	15
图 23:《War of the Giant》游戏画面	15
图 24: 公司在研发组织架构、人才机制方面的举措: 灵活迭代研发架构,充分激励和引进人才	15
图 25: 2018-2022 年公司研发费用情况	16
图 26: 2018-2022 年公司研发人员数量及占比	16
图 27: 巨人网络与阿里云达成“游戏+AI”全面合作签约仪式	16
图 28:《太空杀(太空行动)》剧本工坊模式	16
表 1: 公司高管团队情况	5
表 2: 公司历年分红情况	7
表 3: 公司盈利预测情况	17
表 4: 可比公司估值	17

1. 公司概况：游戏老将，征途+休闲竞技构筑核心优势

1.1. 公司沿革：起家于征途 IP，重磅新品开启发展新周期

深耕游戏赛道近 20 年，聚焦精品、长线化运营。公司成立于 2004 年，主营业务是互联网游戏的研发和运营，于 2014 年从美国退市后，2016 年在 A 股借壳世纪游轮成功上市。公司起家于端游业务，2006 年自主研发的《征途》正式公测，曾创下 210 万最高同时在线的纪录。而后“征途”IP 衍生出了《征途怀旧》、《绿色征途》、《征途 2》等众多精品端游以及征途系列手游，根据 22 年报，征途全系列产品累计实现营收超 200 亿元，奠定业绩基本盘。随着手游时代来临，2014 年公司首次公布手游战略，2015 年打造出休闲竞技赛道的旗舰 IP “球球大作战”，该作的峰值 DAU 曾超 2,900 万人，并开创了新的移动电竞品类。在“征途”系列和“球球大作战”两条产品线基础上，2023 年公司开启内容新周期，休闲竞技赛道方面年初上线《太空杀（太空行动）》并已于暑期大推，征途系列方面由史玉柱亲自监制的《原始征途》3 月 24 日公测，首月流水超 3 亿元。

图 1：公司发展历程

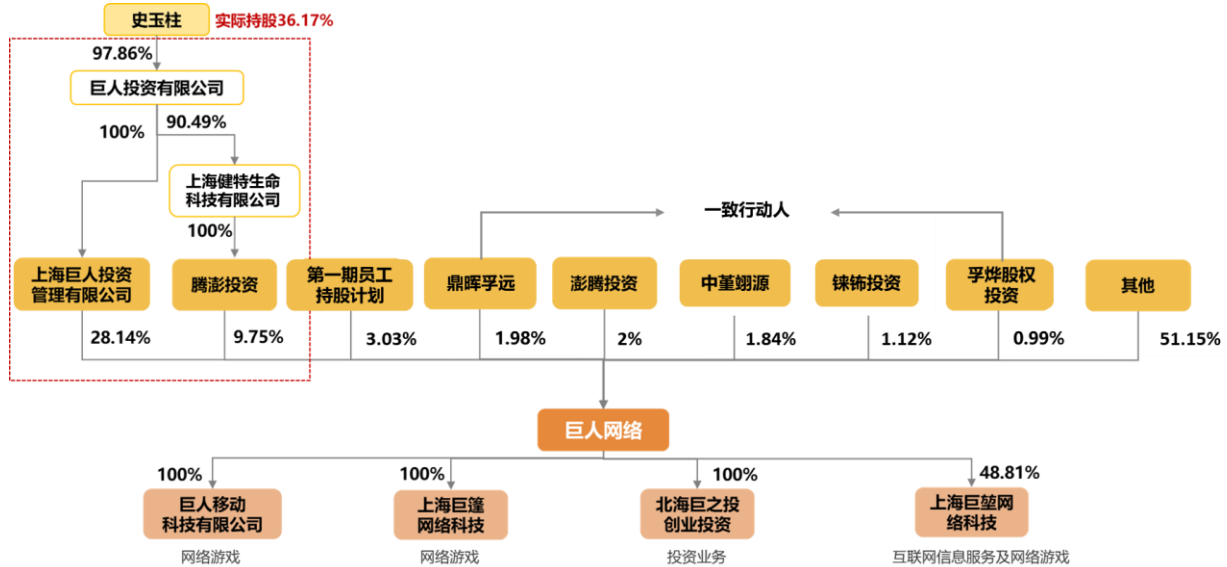


资料来源：公司公告，公司官网，wind，各游戏官网，巨人网络公众号，游戏茶馆公众号，游戏陀螺公众号，游戏葡萄公众号，腾讯 GWP 游戏无界公众号，游戏日历 APP 公众号等，天风证券研究所

1.2. 股权结构和治理：创始人史玉柱为第一大股东，团队年轻化且经验丰富

创始人史玉柱间接持股 36.17%，为第一大股东。根据 2023 年三季报，公司主要股东为上海巨人投资管理有限公司（28.14%），上海腾澎投资（9.75%），二者的实控人均为公司创始人史玉柱，后者间接持股 36.17%，为公司第一大股东。此外，公司第一期员工持股计划持有股份 3.03%。

图 2：公司股权结构和重要子公司情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：持股比例根据公司三季报。

创始人对公司影响深远，注重结果导向和人才引入。公司创始人史玉柱具有颇为丰富的创业经历，公司成立之初史玉柱带领开发团队研发《征途》，从玩家需求和消费特征出发，开创了游戏靠道具付费的商业模式。公司在美上市后，开始实行研发子公司制改革，每个项目单独成立公司运营，研发人员入股 49%，奠定公司重视研发的基因。此后，公司引入多位业界大咖。

表 1：公司高管团队情况

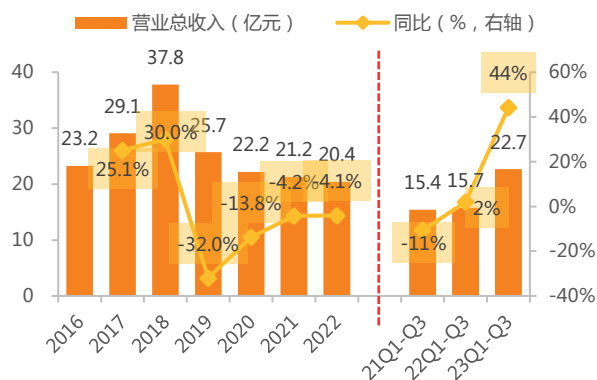
姓名	职位	人物介绍
史玉柱	董事长	毕业于浙江大学数学系、深圳大学软科学研究生班。曾任民生银行股份有限公司非执行董事、上海征途网络科技有限公司董事、中国民生投资股份有限公司副董事长。
刘伟	总经理、董事	毕业于南开大学汉语言文学、社会学专业，获中欧国际工商学院高级工商管理硕士学位。曾担任上海黄金搭档生物科技有限公司总经理、上海健特生物科技有限公司总经理等职位。
孟玮	董事、首席财务官、董事会秘书	获得武汉大学管理学学士学位和华中科技大学管理科学与工程学硕士学位。曾任中国国际金融股份有限公司董事总经理及传媒互联网首席分析师，曾在东方证券、京东商城等公司从事证券分析、战略研究等工作。
任广露	财务总监	毕业于上海交通大学管理学院，获经济学学士学位，中国注册会计师协会非执业会员。

资料来源：公司公告，wind，巨人网络公众号，天风证券研究所

1.3. 财务分析：存量产品稳健，营收有望迎来增长拐点

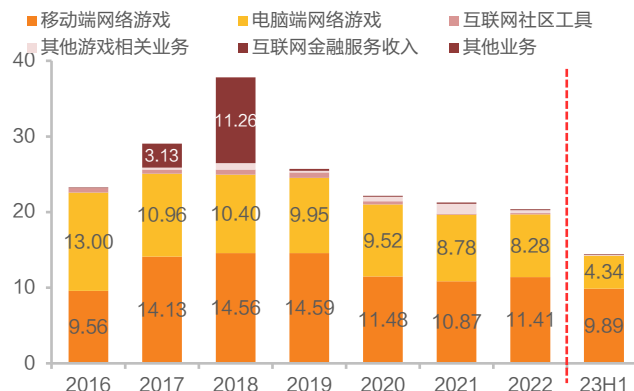
产品周期导致营收呈现下降趋势，新品带来营收增长拐点。公司近年来营收下滑，主要系产品周期影响，主要贡献业绩的产品面临流水自然衰减。以公司 2019 年游戏收入构成为例，其中近 8 成来自于《球球大作战》《征途手游》《征途端游》《征途 2 端游》，这些游戏的运营时间为 3-13 年，游戏流水自然衰减。而 2020 年后多款新游产品处于研发过程中，未能贡献收入。从主营业务构成看，我们认为公司存量产品表现相对平稳，游戏收入有一定下滑但基本盘仍较为稳固。2023 年前三季度公司实现营业收入 22.7 亿元，同比增长 44%，增幅显著，主要系上半年新游《原始征途》《太空杀(太空行动)》带动。

图 3：2016-2023 前三季度公司营业收入和增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

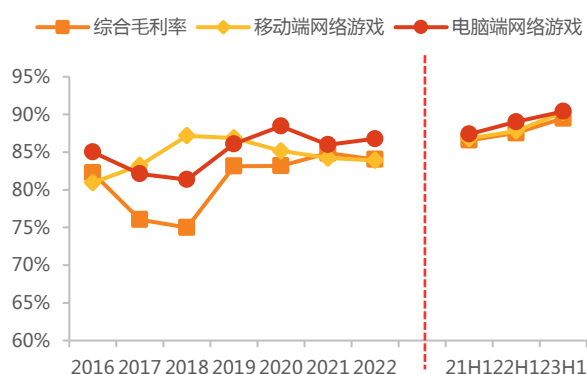
图 4：2016-23H1 公司主营业务收入情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

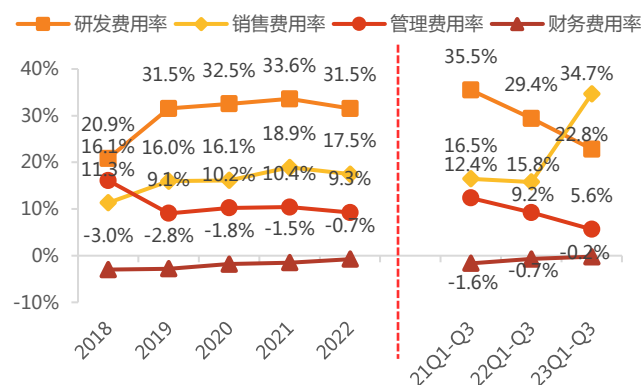
游戏业务高毛利，长期保持较高研发投入。公司的综合毛利率长期保持在 75%以上，游戏业务毛利率基本在 80%以上。费用率方面，公司长期维持较高的研发投入，2023 年前三季度研发费用率为 22.8%，我们判断主要系营收大增规模效应影响。2023 年前三季度公司销售费用率同比提升 19pct 至 34.7%，主要系新游戏《原始征途》大推导致宣传费用增加。

图 5：公司综合和游戏业务毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

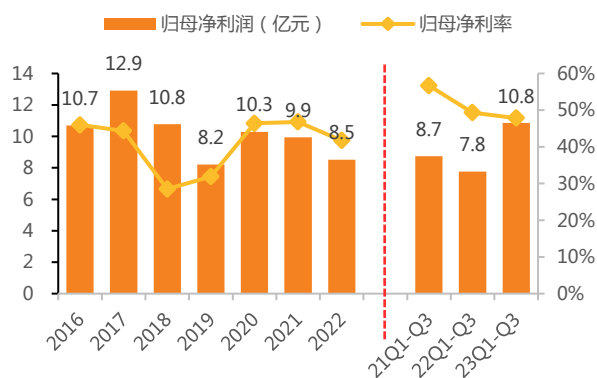
图 6：公司费用率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

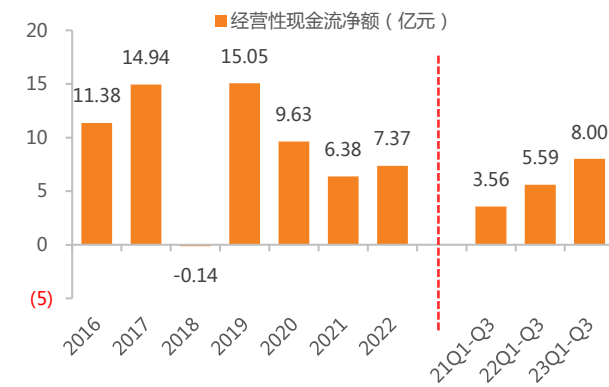
净利率高达 40%以上，2023 年经营性现金流同比改善。公司自 2020 年以来净利率基本维持在 40%以上。经营性现金流方面，2018 年因公司开展融资租赁业务（该部分业务已经剥离）、归还部分风险处置押金，导致当年经营性现金流为负，其余年份均为净流入。2023 年前三季度公司实现经营性现金流净额 8 亿元，同比增加 43%。我们认为，随着 23 年新品业绩释放，净利润和经营性现金流均有望得到明显提升。

图 7：2016-2023 前三季度公司归母净利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2016-2023 前三季度公司经营性现金流净额情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

此外，公司发布关于 2023 年半年度利润分配预案的公告，拟每 10 股派发现金红利 1.3 元(含税)，拟现金分红总额为 2.47 亿元。考虑到 2023 上半年公司累计回购总金额为 8,893 万元(不含交易费用)，公司 2023 年半年度分配现金分红合计 3.36 亿元。我们认为，公司自 2016 年以来始终保持稳定的现金分红频次，此次首次中期分红再次验证了公司自有现金流的健康稳健，以及对公司长期发展的信心。

表 2：公司历年分红情况

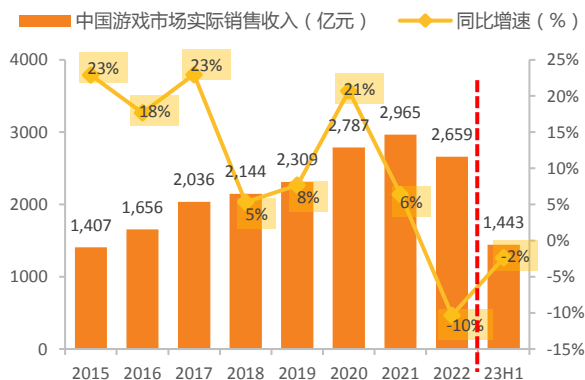
年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	期末未分配利润(亿元)	股利支付率(%)	每股股利(元)	股息率(%)
2023-06-30	6.64	2.47	62.47	37.23	0.13	0.73
2022-12-31	8.51	3.04	59.18	35.74	0.16	2.01
2021-12-31	9.95	3.08	54.11	30.97	0.16	1.34
2020-12-31	10.29	3.13	47.62	30.40	0.16	0.92
2019-12-31	8.20	2.50	40.08	30.43	0.13	0.72
2018-12-31	10.78	3.34	35.29	31.02	0.17	0.88
2017-12-31	12.90	4.05	29.06	31.38	0.20	0.54
2016-12-31	10.69	3.37	19.81	31.56	0.20	0.33

资料来源：wind，天风证券研究所

2. 行业趋势：优质充沛产能带动需求回暖，景气度向上提升

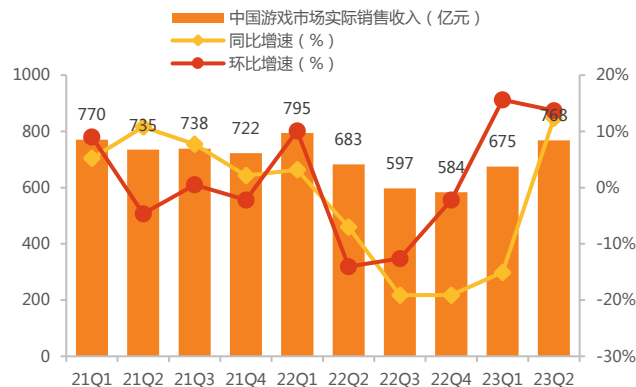
23Q2 开始中国游戏产业加速回暖。23H1 国内游戏市场实际销售收入规模为 1443 亿元，同比下降 2%，环比增长 22%，市场回暖趋势明显。23Q2 游戏市场实际销售收入达 768 亿元，同环比增长均超过 10%。2023 年 7/8 月，中国游戏市场实际销售收入 286/292 亿元，环比上升 3%/2%，同比上升 37%/46%，同比增幅进一步扩大。我们认为，游戏产业正处于明显回暖阶段，考虑到 2022 下半年相对低基数情况，下半年增长势头有望加速。

图 9：2015-23H1 中国游戏市场实际销售收入情况



资料来源：伽马数据，游戏产业报告公众号，天风证券研究所

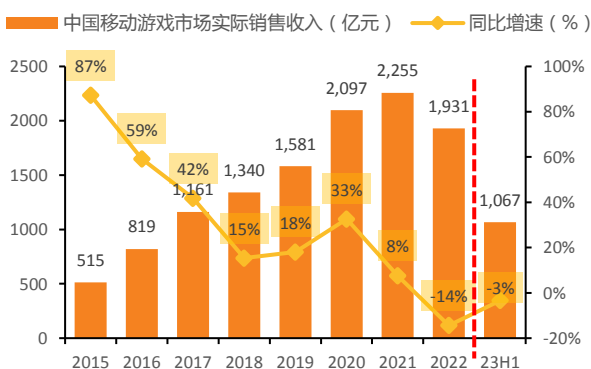
图 10：21Q1-23Q2 中国游戏市场实际销售收入情况



资料来源：伽马数据，游戏产业报告公众号，天风证券研究所

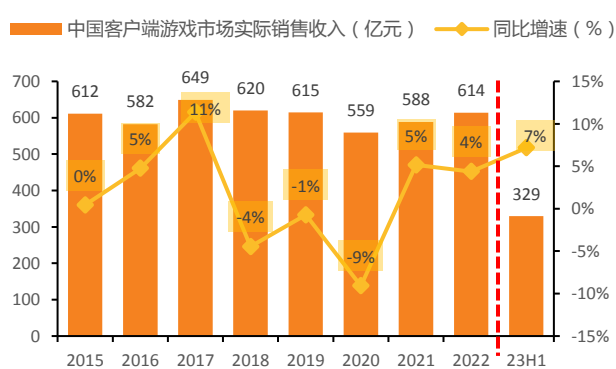
移动游戏市场回暖势头强劲，客户端游戏持续走高。2022 年移动游戏实际收入遭遇 2014 年以来的首次下降，而 23H1 移动游戏市场实际销售收入 1067 亿元，同比减少 3.41%，环比增长 29.21%，回暖势头强劲。同比仍有所下降主要系用户消费意愿及消费能力 1-4 月尚未恢复，进入 5 月后尽管市场收入出现较大增幅，仍无以抵消此前降幅。2023 年 7/8 月移动游戏实际销售收入 221/229 亿元，环比上升 3%/3%，同比上升 51%/64%。客户端游戏市场依旧保持稳定增长，23H1 客户端游戏实际销售收入 329 亿元，同比增长 7%。2023 年 7/8 月客户端游戏市场规模为 57/56 亿元，同比增长 7.6%/6.9%，新游上线和存量产品共同带动市场规模增长。

图 11：2015-23H1 中国移动游戏市场实际收入情况



资料来源：伽马数据，游戏产业报告公众号，天风证券研究所

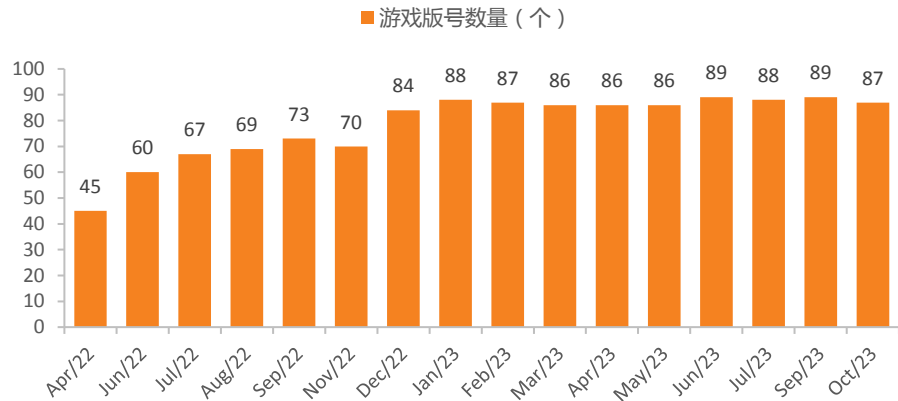
图 12：2015-23H1 中国客户端游戏市场实际销售收入情况



资料来源：伽马数据，游戏产业报告公众号，天风证券研究所

版号发放常态化。自 2022 年 4 月版号重启以来，国产游戏版号发放数量渐趋稳定。2022 年 12 月以来，每个月保持在 80 款以上的版号数量，发放时间频次也趋于稳定。此外，2023 年还发放 2 批进口版号，合计 58 款。我们认为，随着游戏版号发放常态化，2023 年行业供给端景气度向上。

图 13：2022 年 4 月至今国产游戏版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署，天风证券研究所

游戏+AI，在生产、营销和玩家体验端带来行业革新。AI 在游戏生态中的应用主要体现为 3 个方面：（1）在 P-生产制作端，通过生产侧赋能策划、程序、美术，达到增效和标准化目的，其中美术是第一突破口；（2）在 M-营销端，AI 的总结和提炼能力加持下，非公开数据投喂后进行分析和制作报表，用以呈现、预测、提炼和总结的效率得到很大提升；（3）在 E-玩家体验端，AI 促进新玩法的产生，叙事类、UGC 类、大世界 AI 玩法类将首先受益。

图 14：AI 生态在游戏 PME 端的应用



资料来源：游戏葡萄公众号，天风证券研究所

3. 公司亮点：赛道聚焦，精品化研发+长线化运营

3.1. 赛道聚焦：征途 IP 构筑基本盘，休闲竞技精品研发，探索创新赛道

公司以“征途”和“球球大作战”作为主要的两条产品线，在 MMORPG 和多人休闲竞技领域建立了良好的竞争优势，并积累了丰富的研运经验。《原始征途》《太空杀(太空行动)》的推出有望开启新一轮产品周期，叠加公司对新品类和新赛道的探索，后续有望在传统优势基本盘上持续丰富产品矩阵，打开新的增长空间。

3.1.1. 征途系列：国战类 MMORPG 网游经典 IP 之一，《原始征途》强势接棒

基于用户视角打造产品，“征途”搭建主流 MMO 商业体系和内容模型。2006 年 4 月“征途”系列第一款端游正式公测，公司创始人史玉柱亲自主抓《征途》的创意策划，在开发游戏过程中坚持与用户保持密切沟通，深刻理解和把握用户的游戏心理和情绪体验。基于用户视角和需求，《征途》在 MMO 产品的内容设计上创新引入多元化社交、国战、自动寻路、武林大会等玩法及系统，并且颠覆过去网游按点卡即游戏时间收费的模式，推出“游戏免费+道具内购收费”，为此后主流 MMO 游戏搭建了一套完善的商业体系和内容模型。

征途 IP 赛道深切成熟产品细分市场，全系产品累计收入超 200 亿元。公司基于征途 IP，根据市场细分高效推进新产品稳定供给，扩大 IP 用户群体。2006-2016 年公司共推出 8 款征途系端游，包括面向“重度国战游戏”爱好者的《征途》和《征途 2》、面向非 RMB 玩家的《绿色征途》。自 2014 年起公司布局征途 IP 的手游开发，陆续推出《新征途手游》《征途 2 手游》等。以 2019 年为例，公司前五大产品（合计贡献收入近 80%）中，征途系产品营收达 13.2 亿元，对游戏业务收入贡献超 50%。根据 2022 年报，征途全系产品累计收入超 200 亿元。

图 15：征途系列产品线及差异化特色

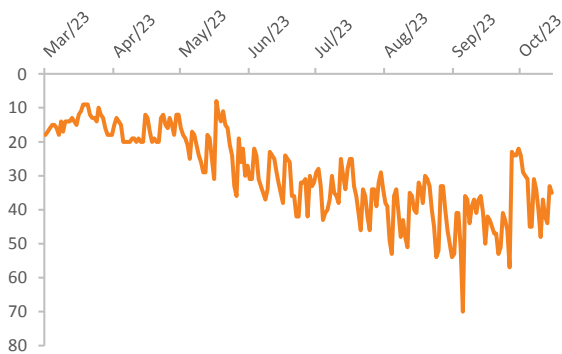
游戏	端游/手游	上线时间	系列产品的差异化特色
 征途	端游	2006 年 4 月	(1) 在 MMO 产品的内容设计上创新引入多元化社交、国战、自动寻路、武林大会等玩法及系统； (2) 开启道具付费模式先河。
 征途怀旧版	端游	2008 年 9 月	专门设计面向喜欢 06 年端游内经济体系的玩家
 绿色征途	端游	2009 年 10 月	(1) 对低付费和非 RMB 玩家更友好； (2) 在保留经典老玩法基础上，采用新地图、新技能、新装备，在玩法、装备系统、PK 等方面做了大量调整与变革。
 征途 2	端游	2010 年 10 月	(1) 开创公平游戏模式，丰富道具产出途径； (2) 延续了《征途》系列的精髓玩法，创新了十大职业体系、庄园系统等，优化了随身宠物系统以及万人 PK 国战系统。
 新征途	端游	2013 年 6 月	(1) 大服大世界，强者有所制衡； (2) 收费思路新模式，每次有人花钱，底层玩家也能受益，缩小 RMB 玩家和普通玩家差距，维持游戏平衡性。
 征途 2 经典版	端游	2014 年 12 月	开创三大裂变模式：世界裂变创造新版图、同一角色裂变复制、职业裂变重新定义数值平衡
 征途重制版	端游	2017 年 5 月	(1) 非 RMB 玩家友好； (2) 游戏中不卖经验，大量银子、RMB 道具通过日常活动、任务产出，新增打宝地图等设置产出大量可自由交易的非绑道具。

 征途经典 08 版	端游	2020 年 3 月	(1) 还原了 2008 年版本中经典场景、经典人物的同时, 提升游戏画面的精细度; (2) 无附件、更少成长线, 并且不出售经验, 以缩小玩家之间的战力差距, 在战斗中更加强调整策略性
 新征途手游	手游	2014 年 12 月	“征途”的首款手游作品, 端游 3D 引擎技术进行高清渲染, 将万人国战和多人 PK 移植到手机端
 征途手机版	手游	2016 年 5 月	腾讯独代, 传承一代端游经典玩法, 支持千人同屏 pk, 开启特色海战玩法
 征途 2 手游	手游	2018 年 4 月	(1) 加入了主播、直播、家园、房屋、结拜、结婚等多种符合年轻玩家习惯的游戏元素, 200 多万的预约用户中, 一半以上是年龄在 27 岁以下的“90 后”; (2) 改变征途系列“一个大号打天下”的设计思路, 更加侧重非 R、小 R 的游戏体验
 绿色征途	手游	2019 年 11 月	(1) 保留征途系列万人国战、激爽 PK、刺探、拉镖等游戏玩法; (2) 为非 RMB 玩家带来极致游戏体验, 装备升星不爆、装备自由交易。
 原始征途	手游	2023 年 3 月	在移动端还原当年的《征途》原汁原味的玩法, 同时在画面等方面进行调优

资料来源: 公司官网, 公司公告, 巨人网络公众号, 17173 资讯网, 五七互娱网络公众号, 游戏茶馆公众号, 手游那点事公众号, 腾讯游戏公众号, 绿色征途百晓生公众号等, 天风证券研究所

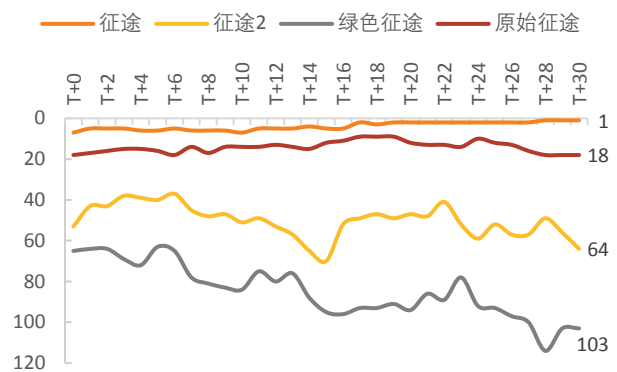
新作《原始征途》首月流水超 3 亿, 再次验证 IP 号召力。2023 年 3 月由史玉柱回归研发团队并进行监制的《原始征途》公测, 产品以“原汁原味还原征途玩法”和“十万人大服”为特色, 取得首月流水破 3 亿、累计流水超 10 亿(截至 23 年 8 月)的优异成绩。游戏上线至今基本位于七麦数据 iOS 游戏畅销榜前 60 位, 且相较于过往征途系列手游, 排名情况和稳定性均较佳。我们认为, 虽然征途 IP 已有 3-4 年时间未推出新品, 但《原始征途》的成功再次验证了征途这款生命周期长达 17 年之久的 IP 在用户心中的号召力。此外, 《原始征途》“正式版”和小程序版本预计后续推出, 有望持续拓展用户。

图 16: 《原始征途》上线至今 iOS 游戏畅销榜排名情况(名)



资料来源: 七麦数据, 天风证券研究所

图 17: 征途系手游上线 30 天的 iOS 游戏畅销榜排名情况(名)



资料来源: 七麦数据, 天风证券研究所 注: 上线首日记为 T+0, 以此类推。

储备产品《王者征途》蓄势待发, 助推征途赛道基本盘稳固。征途赛道储备产品方面, H5 游戏《王者征途》目前的项目研发完成度较高, 已经历过买量测试、付费测试, 公司预计将在《原始征途》平稳运营一段时间之后再开启推广。我们认为征途赛道产品节奏有序, 预计将为中长期基本盘稳固奠定基础。

在此, 我们尝试回答市场对于征途 IP 关注较高的 2 个问题:

为什么征途 IP 能维系长线运营, 保持超长生命力?

- **玩法层面: 国战玩法打造非线性游戏体验, 社交层级丰富构成强交互性。**征途底蕴是由国战玩法以及错综复杂的玩家社交构成的。征途十国交战的国战玩法决定它的基础

体验是错综复杂的，只要加上一个变量就能引发游戏体验的巨大变化。因此，即使当下游戏环境中更强调产品内容制作的速度不能低于玩家消耗的速度，征途反而不会一味追求内容迭代。此外，征途的社交层级丰富，包含个人、夫妻、小队、家族、帮会、国家、联盟等，能够产生耦合变化。庞大的内容变化与玩家社交之间的关系，构成了征途的经典内核本质。

- **研运层面：长期兼顾多款产品大幅迭代。**自第一款端游产品 2006 年上线，其后公司相继推出多款端手游产品，打造产品宇宙的同时，长期兼顾多款产品为玩家迭代国战类游戏体验。产品周年庆时，开发团队都会推出重磅资料片，比如 2019 年周年庆，《征途》和《征途 2》共推“全民狂欢”新版本；2020 年周年庆，《征途》推出全新职业禁卫，《征途 2》周年庆新区开启了黄金国战联赛总决赛；2021 年周年庆，《征途》和《征途 2》再推新版本“英雄归来”等。

为什么我们看好后续征途赛道的发展？

- **组织架构：一改此前项目组制分散发展，资源集中、统一发展规划形成。**此前征途 IP 赛道产品更多以项目组制度分散独立发展，产品线分属于不同事业部，内部对征途 IP 未形成统一发展规划，因此即使好的创意想法，受限于单项目组的力量单薄难以落地。2019 年赵剑枫正式成为征途 IP 赛道负责人，统筹征途 IP 游戏的研发、运营和管理工作。2020 年征途赛道完成赛道内所有项目及资源的整合规划，通过梳理、规范流程，大幅提高研发、运营、宣发、服务等方面的推进效率，实现赛道全资源快速共享机制。
- **研运理念：回归以玩家为中心，贴近玩家、共创征途。**回顾征途 IP 发展，用户理念从第一款征途端游诞生之际就有所体现，史玉柱基于对游戏用户的需求和痛点研究，开创了全新的免费商业模式和自动寻路、自动打怪等创新玩法。而后以玩家为中心的研运理念一度有所偏差，导致用户一定程度上有所流失。2018 年征途嘉年华上，团队重新修正研发思路 and 方向，原先灵感来自于策划、制作人，修正为更推崇灵感来自于玩家；2019 年征途嘉年华上征途品牌理念再度升级，提出要以“贴近玩家，共创征途”为核心运营理念。

以《原始征途》的研发运营为例，基于用户对征途经典玩法的需求，研发侧公司没有随市场趋势做过多的品类融合等创新加法，而是在保证 IP 高还原度的同时，聚焦核心领域“国战 MMO”做好品类精进，同时考虑玩法复杂性下新手流程的友好程度、如何保证重度和轻度玩家各自的游戏体验；营销侧公司锚定“原汁原味”核心卖点，大幅度曝光“原班人马打造”、“老史加盟”等关键词；运营侧公司通过玩家见面会、嘉年华等定期活动加强与用户之间的链接，与玩家共创，让游戏持续进化。

图 18：在研发、营销、运营侧，《原始征途》基于用户需求，以用户为中心持续打磨产品

从“用户”对征途经典玩法的需求出发：

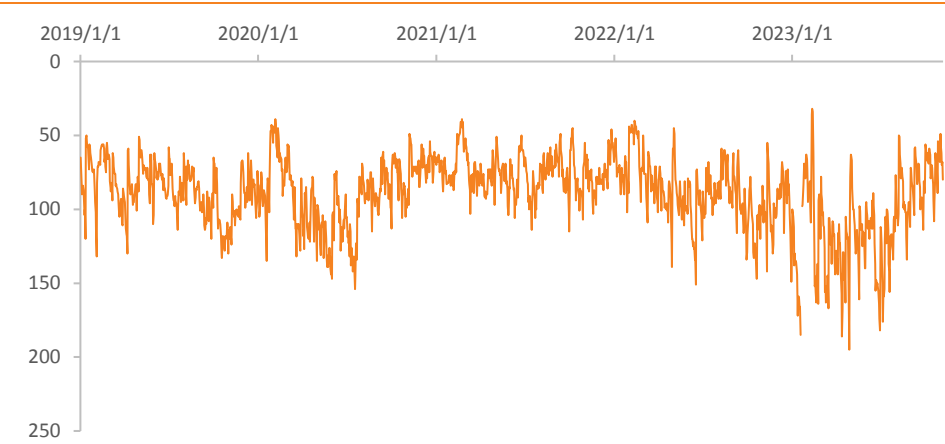


资料来源：游戏陀螺公众号，GameRes 游资网公众号，GameLook 公众号，天风证券研究所

3.1.2. 休闲竞技：《球球大作战》精品化、长线化，《太空杀(太空行动)》有望复刻成功

《球球大作战》建立休闲竞技赛道优势，峰值 DAU 超 2900 万人。《球球大作战》是公司自主研发、自主运营的休闲竞技类手游，开创了新的移动电竞品类，峰值 DAU 超 2,900 万人，截至 22 年底累计设备安装量已超过 6 亿台。根据七麦数据，2019/2020/2021/2022/2023 至今《球球大作战》在 iOS 游戏畅销榜上的平均排名分别为 86/90/75/88/108 名。

图 19：2019 年 1 月至今《球球大作战》iOS 游戏畅销榜排名（名）



资料来源：七麦数据，天风证券研究所

复盘《球球大作战》的成功经验，作为一款休闲竞技游戏，我们认为《球球大作战》的长青是游戏玩法、社交系统、内容更新频次和 IP 运营综合作用的结果。

- **玩法：核心玩法上手难度低，同时具备探索性和竞技深度。**《球球大作战》以“大吃小”为基础规则，轻度玩家可以安于基础玩法满足休闲需求。在“大吃小”的基础规则之上，《球球大作战》不断分化出灵活多样的操作玩法，如中吐、炸刺、四分秒合、八分秒合等，从而满足深度玩家对高端技巧和战术策略的需求，为游戏模式的丰富和比赛的竞技性奠定基础。
- **社交：以好友+内容为联结的社交生态，完成游戏内的情感沉淀。**《球球大作战》中有两种社交关系，一种是朋友和朋友之间的关系，另一种是粉丝与大神的关系。粉丝关注排行榜中的大神，驱动大神生产内容（打游戏、直播），好的内容又会吸引其他人的关注，从而形成生态。此外，游戏全球大服的设计，让用户有可能和任何国家、任何地区、任何人在游戏里实时互动。
- **内容更新：高频更新，保持游戏新鲜感。**《球球大作战》在上线之初就保持高频的迭代推进速度，游戏在 2015 年 5 月初立项，5 月底 1.0 版本即上线各大渠道直面玩家评估，此后每隔 2-3 周就有新版本发布。根据七麦数据统计，2015 年至今游戏每年基本保持在 15 次以上的版本更新节奏，从而保持内容活力和对玩家的吸引力。
- **IP 运营：通过电竞赛事和品牌联动连接虚拟和现实，IP 化、长线化运营。**电竞方面，《球球大作战》逐步建立起一个涵盖线上公开赛、BPL 职业联赛、“塔坦杯”精英挑战赛、城市赛、校园赛和 BGF 全球总决赛在内完善的休闲电竞赛事体系。品牌联动方面，游戏与上海美术电影制片厂、上海科技馆以及故宫联动，承载更多现实价值，提升游戏自身的品牌价值。

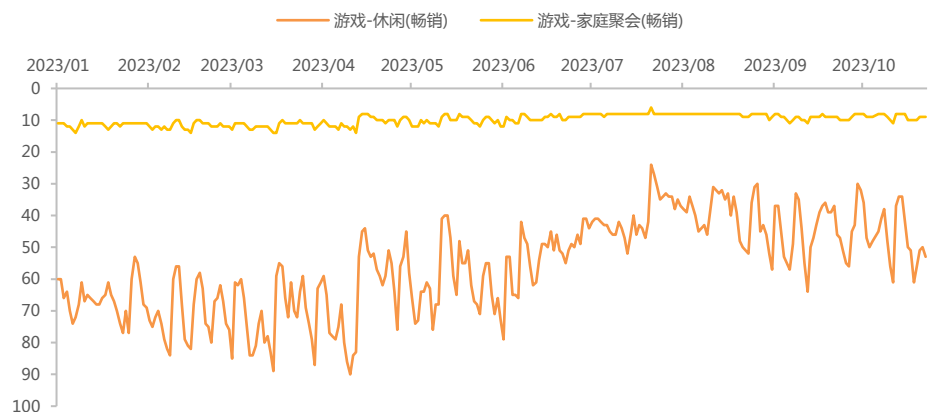
图 20:《球球大作战》在玩法、社交、内容更新、IP 运营四个层面的特点



资料来源：游戏观察，游戏多公众号，GameLook 公众号，腾讯 GWB 游戏无界公众号，七麦数据，巨人网络公众号，球球大作战公众号，游戏客栈×爆火时代公众号，网游圈里的那些事公众号等，天风证券研究所

《太空杀(太空行动)》处于用户扩圈阶段，付费深度拓展下商业化可期。推理派对手游《太空杀(太空行动)》于 2023 年 1 月 16 日正式上线，截至 7 月 31 日《太空杀(太空行动)》全渠道累计新增用户达到 2,800 万，DAU 突破 250 万，在七麦数据的休闲游戏畅销榜排名呈爬升态势。海外版《Super Sus》于 2021 年 11 月在东南亚上线测试，随后扩展至拉美、俄语市场，截至 7 月 31 日《Super Sus》海外注册用户总数已超 7100 万，预计将在 2023 年下半年正式开启北美地区的测试。我们认为，休闲游戏的付费需要建立在用户存留时间的增长、粘度的提升、稳定社交关系的建立等前提下，伴随《太空杀(太空行动)》用户持续扩圈，商业化进展可期。

图 21:《太空杀(太空行动)》上线以来游戏畅销榜排名情况（名）



资料来源：七麦数据，天风证券研究所

3.1.3. 创新赛道：海外品牌 ZTimes 成立，探索下一代互联网技术打造游戏产品

主打海外市场的新品牌 ZTimes 成立，探索游戏创新方向。ZTimes 的核心业务有三块，包括产品上用下一代互联网技术打造全新游戏产品、技术上以“游戏+AI”颠覆传统游戏开发模式、资本上用投资等多种方式与全球顶级游戏从业者产生连接谋求共赢。目前 ZTimes 有《无主王座》和《War of the Giant》两款在研游戏。《无主王座》是一款中世纪奇幻主题的 MMORPG，致力于把《征途》的底层游戏设计理念输出海外，9 月开启第二轮破晓测试。《War of the Giant》是一款免费的 Web3 游戏，结合了 SLG 玩法与 NFT，游戏在 2022 年 7 月立项，还处于前期的制作阶段。

图 22:《无主王座》游戏画面



资料来源：游戏新知公众号，天风证券研究所

图 23:《War of the Giant》游戏画面



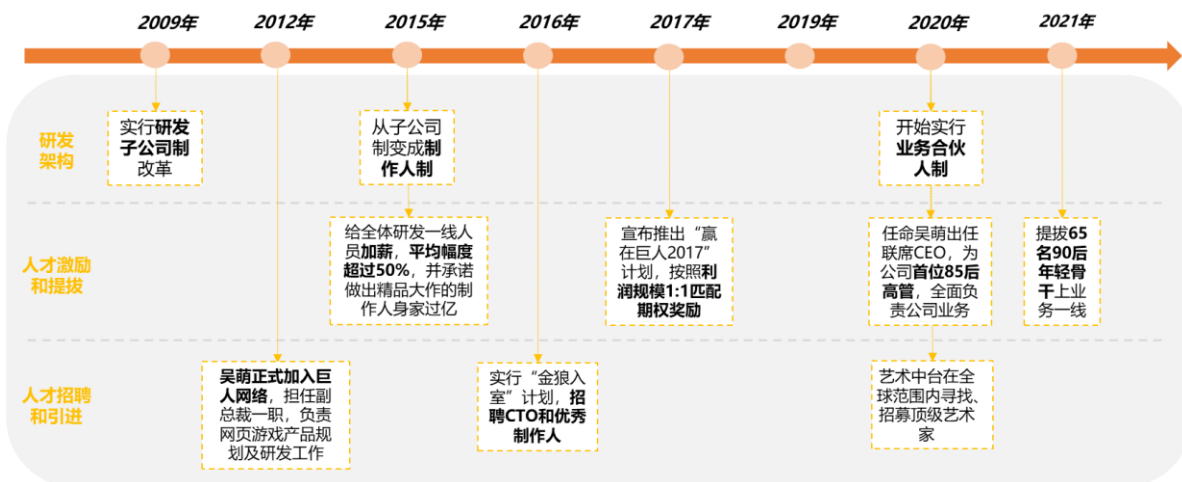
资料来源：游戏新知公众号，天风证券研究所

3.2. 研发体系：重视研发，深度绑定优秀团队，给予核心人才充分激励

我们认为，公司过往产品的成功经验，离不开公司在研发体系架构和能力搭建方面，始终给予一以贯之的重视程度，具体来说包括在研发架构、人才激励和提拔、人才招聘和引进三个方面：

- **研发架构：灵活变化，始终服务于保持研发体系活力和创造力。**2007 年公司在美股成功上市，2009 年为解决研发人员懈怠问题开始实行研发子公司制改革，具体来说研发子公司由巨人持股 51%，剩余 49% 股份由研发团队持有；为更适合手游市场发展，2015 年公司把子公司制变成制作人制，并免掉 100 多名干部，把公司 6 层官僚管理层级减少至 3 层。2020 年公司在内部推行业务合伙人制度，充分调集公司优势资源、聚焦优势赛道，形成合力、组队竞争。
- **人才激励和提拔：充分激励，大力提拔年轻骨干人才。**公司对于优秀研发制作人给予充分激励，2015 年曾宣布给全体研发一线人员加薪，平均幅度超过 50%；2017 年公司推出“赢在巨人 2017”计划，为游戏制作人设立工作室，按照创造的利润规模 1:1 匹配期权奖励。在优秀年轻人才提拔方面，公司一直贯穿大胆启用年轻人的策略，2021 年 9 月公司确认已提拔 65 名 90 后年轻骨干上业务一线。
- **人才招聘和引进：**公司积极引入资深从业人员、优秀制作人和顶级艺术家，搭建人才团队。

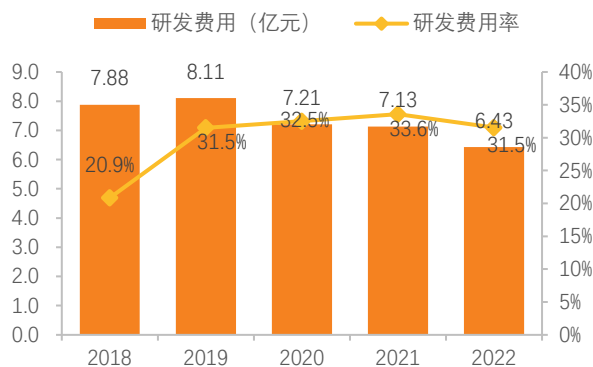
图 24：公司在研发组织架构、人才机制方面的举措：灵活迭代研发架构，充分激励和引进人才



资料来源：公司公告，公司官网，GameRes 游资网公众号，巨人网络公众号等，天风证券研究所

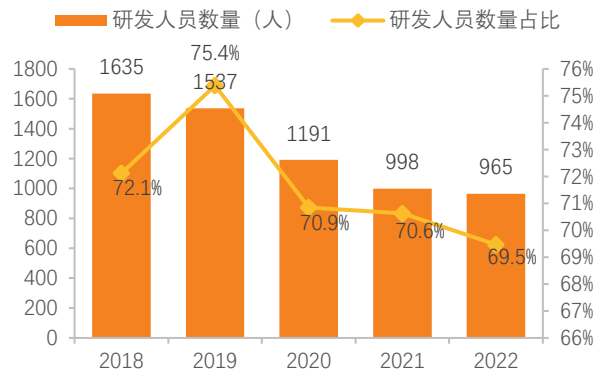
研发费用率多年保持 30% 以上高位。2019 年以来公司研发费用绝对值有所下降，但研发费用率始终保持 30% 以上。2018 年研发人员数量占比达到 72.1%，近年来虽然研发人员数量整体呈减少趋势，但占总员工比重仍然达到 70% 左右。

图 25：2018-2022 年公司研发费用情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：2018-2022 年公司研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 技术创新：全力拥抱 AI 浪潮，对外开放合作，自研持续探索

外部合作：与多家大语言模型合作，探索游戏+AI 解决方案。在与业界伙伴合作方面，公司与包括百度、阿里、MiniMax 在内的多家大语言模型共同探索。2023 年 2 月公司是首批接入百度人工智能新产品“文心一言”的生态合作伙伴之一，自研手游《太空杀(太空行动)》与百度文心一言联合推出第一个由国产 AI 生成的手游形象“太空鲨”。2023 年 7 月公司与阿里云达成“游戏+AI”全面合作，包括与阿里云共建“游戏+AI”智算平台，以及基于巨人网络的游戏研发平台、阿里云通义千问大模型以及 AIGC 产品能力，打造 AI 在游戏领域的场景落地标杆项目。

内部探索：组建 AI 创新实验室，游戏内落地 AI 玩法。公司已组建 AI 实验室，招聘行业 AI 方面的专家 10-20 人，负责公司 AIGC 相关能力的建设、推动 AIGC 工具在全公司范围内各业务场景的普及落地。目前，公司在 AI 辅助美术工业化、大语言模型的定制化训练、语音生成等方面构建了初步平台化能力，并根据各项目组需求逐步完成了部署和应用。

- 《太空杀(太空行动)》：通过大语言模型实现 AI 陪玩，让 AI 可以和玩家进行逻辑的沟通交流；提供 AI 发言辅助，进一步降低玩家在游戏过程中的发言门槛；探索更强代入感、接近真人对话的 AI 推理玩法，该玩法于 9 月份开启大规模的用户测试。
- 《球球大作战》：探索 UGC+AI 的功能，玩家目前已经可以自定义生成场景、道具、皮肤，正在研究通过 AI 进一步降低玩家参与 UGC 的门槛以及提供创新游戏体验的可能。
- 征途 IP：多款 MMORPG 游戏已启动智能 NPC 的探索，包括玩家与 NPC 对话文字、表情、语音的 AI 自由生成，及基于对话内容做出合适的逻辑行为反馈。

图 27：巨人网络与阿里云达成“游戏+AI”全面合作签约仪式



资料来源：巨人网络公众号，天风证券研究所

图 28：《太空杀(太空行动)》剧本工坊模式



资料来源：手游那点事公众号，天风证券研究所

4. 盈利预测和估值

4.1. 盈利预测

移动端网络游戏：考虑到公司《原始征途》上线后表现亮眼，且流水持续性较好，后续“正式版”上线有望为产品更长周期的营收、利润贡献奠定坚实基础。《太空杀(太空行动)》暑期大推后用户体量有所提升，我们认为伴随游戏商业化计划稳步开展，有望为明年贡献一定业绩体量。此外储备产品方面，公司在研项目包括《无主王座》《王者征途》等，未来有序上线预计将对业绩增长产生积极影响。我们预计公司 2023~2025 年移动端游戏收入同比增速分别为 87%/24%/15%，毛利率为 89%/89.2%/89.4%。

客户端网络游戏：考虑到《原始征途》上线带动征途 IP 端游用户回流，我们预计公司 2023~2025 年客户端游戏收入同比增速分别为 6%/-1%/-3%，毛利率为 87%/87.2%/87.4%。

表 3：公司盈利预测情况

单位：百万元人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,124	2,038	3,085	3,577	3,945
yoy (%)	-4.2%	-4.1%	51.4%	15.9%	10.3%
毛利率 (%)	84.9%	84.0%	87.8%	88.1%	88.5%
移动端网络游戏	1,087	1,141	2,129	2,629	3,023
yoy (%)	-5.3%	4.9%	86.6%	23.5%	15.0%
毛利率 (%)	84.2%	83.9%	89.0%	89.2%	89.4%
客户端网络游戏	878	828	876	867	841
yoy (%)	-5.8%	-5.8%	5.8%	-1.0%	-3.0%
毛利率 (%)	86.0%	86.8%	87.0%	87.2%	87.4%
互联网社区工具	12	20	19	19	19
yoy (%)	-71.5%	62.9%	-5.6%	0.0%	0.0%
毛利率 (%)	15.5%	-1.8%	20.0%	20.0%	20.0%
其他游戏相关业务收入	133	36	48	48	48
yoy (%)	125.2%	-72.8%	32.1%	0.0%	0.0%
毛利率 (%)	92.7%	87.2%	85.0%	85.0%	85.0%
其他业务	13	13	14	14	14
yoy (%)	-8.3%	-0.6%	8.4%	0.0%	0.0%
毛利率 (%)	46.6%	46.3%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 估值

我们预计公司 2023~2025 年营业总收入为 30.9/35.8/39.5 亿元，同比增长 51%/16%/10%，对应归母净利润为 13.5/15.4/17.2 亿元，同比增长 58%/14%/11%。

参照可比公司估值，考虑到公司产品有序上线贡献中长期增长，AI 领域持续布局探索，给予 2024 年 22xPE，对应目标市值 338 亿，目标价为 17.2 元，首次覆盖予以“买入”评级。

表 4：可比公司估值

公司代码	公司名称	市值(亿元)	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002517.SZ	恺英网络	255	37.1	46.1	56.7	10.3	15.1	18.9	25	17	13
002624.SZ	完美世界	257	76.4	85.4	100.7	13.8	11.4	15.1	19	23	17
002555.SZ	三七互娱	518	163.7	177.5	205.0	29.5	32.6	38.3	18	16	14
603444.SH	吉比特	205	51.5	47.5	56.6	14.6	13.0	15.9	14	16	13

300002.SZ	神州泰岳	180	47.9	58.9	69.4	5.4	7.8	9.4	33	23	19
300494.SZ	盛天网络	75	16.6	17.9	21.9	2.2	2.4	3.2	34	31	24
600633.SH	浙数文化	159	51.6	40.3	42.0	4.9	8.5	9.1	33	19	18
002602.SZ	世纪华通	436	114.3	145.6	168.6	-70.9	18.9	24.5	-6	23	18
300418.SZ	昆仑万维	418	47.3	50.2	55.5	11.5	7.5	9.6	36	56	44
平均值									23	25	20
002558.SZ	巨人网络	251	20.4	30.9	35.8	8.5	13.5	15.4	29	19	16

资料来源：wind，天风证券研究所 注：市值和预测数据根据 wind 11 月 16 日一致预期，巨人网络盈利数据为天风证券研究所预测。

5. 风险提示

- （1）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。
- （2）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。
- （3）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。
- （4）市场竞争加剧风险。**游戏产业用户数量渐趋饱和，存量竞争成为市场主流。若市场竞争加剧、公司用户流失，市场份额将会降低，或对公司经营业绩产生不利影响。
- （5）测算具有主观性相关风险。**公司测算基于现有数据和管理判断。由于市场波动、政策调整等不确定因素，实际业务可能与预测有偏差。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,454.06	1,737.62	2,408.96	3,939.99	5,023.69
应收票据及应收账款	127.04	127.37	360.27	164.84	400.25
预付账款	25.90	22.11	39.26	27.29	43.67
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	772.94	420.30	851.75	589.62	570.78
流动资产合计	3,379.94	2,307.41	3,660.24	4,721.75	6,038.40
长期股权投资	6,396.84	8,385.99	8,485.99	8,535.99	8,555.99
固定资产	267.93	243.48	215.99	226.00	262.01
在建工程	177.08	233.78	243.78	248.78	251.78
无形资产	68.31	63.67	46.21	28.74	11.27
其他	1,635.01	1,974.73	1,611.91	1,610.65	1,635.13
非流动资产合计	8,545.18	10,901.66	10,603.88	10,650.16	10,716.19
资产总计	11,925.12	13,209.07	14,264.12	15,371.91	16,754.59
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	42.04	51.59	44.35	68.98	53.96
其他	413.43	930.10	987.35	1,056.87	1,187.97
流动负债合计	455.47	981.69	1,031.70	1,125.85	1,241.94
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	650.36	91.09	437.97	393.14	307.40
非流动负债合计	650.36	91.09	437.97	393.14	307.40
负债合计	1,330.12	1,307.53	1,469.67	1,518.98	1,549.33
少数股东权益	47.82	44.57	40.11	29.34	15.34
股本	1,557.48	1,542.53	1,973.54	1,973.54	1,973.54
资本公积	6,652.09	6,453.93	6,453.93	6,453.93	6,453.93
留存收益	5,663.50	6,206.89	7,149.28	8,227.67	9,429.23
其他	(3,325.89)	(2,346.38)	(2,822.42)	(2,831.56)	(2,666.79)
股东权益合计	10,595.00	11,901.54	12,794.45	13,852.93	15,205.26
负债和股东权益总计	11,925.12	13,209.07	14,264.12	15,371.91	16,754.59

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	989.54	833.85	1,346.28	1,540.56	1,716.50
折旧摊销	90.16	62.60	54.96	57.46	61.46
财务费用	17.38	18.63	(24.68)	(35.77)	(47.34)
投资损失	(618.07)	(358.75)	(628.00)	(528.80)	(449.97)
营运资金变动	(148.79)	(848.64)	73.79	406.86	(329.91)
其它	307.72	1,029.17	(50.98)	(15.39)	(19.99)
经营活动现金流	637.94	736.85	771.36	1,424.91	930.75
资本支出	1,695.36	2,629.45	(326.88)	99.83	168.74
长期投资	1,577.38	1,989.15	100.00	50.00	20.00
其他	(3,756.24)	(5,536.62)	924.13	323.97	178.23
投资活动现金流	(483.51)	(918.02)	697.24	473.80	366.97
债权融资	36.09	575.35	(350.27)	99.02	130.16
股权融资	89.22	462.30	(447.00)	(466.69)	(344.18)
其他	(903.20)	(1,588.68)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(777.89)	(551.03)	(797.27)	(367.67)	(214.02)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(623.47)	(732.19)	671.33	1,531.04	1,083.70

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,124.27	2,037.71	3,085.48	3,576.94	3,945.24
营业成本	321.73	325.29	377.42	424.31	455.84
营业税金及附加	25.98	23.34	33.94	39.35	43.40
销售费用	401.82	355.88	975.01	1,080.24	1,108.61
管理费用	221.29	188.60	178.96	186.00	201.21
研发费用	713.36	642.58	728.17	815.54	856.12
财务费用	(31.54)	(15.19)	(24.68)	(35.77)	(47.34)
资产/信用减值损失	(75.41)	(8.18)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(88.00)	(152.73)	(44.62)	0.00	0.00
投资净收益	618.07	358.75	628.00	528.80	449.97
其他	(1,032.71)	(511.88)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,049.69	831.25	1,400.04	1,596.07	1,777.38
营业外收入	0.13	0.18	10.80	9.72	8.75
营业外支出	20.51	1.74	0.40	0.36	0.32
利润总额	1,029.30	829.69	1,410.44	1,605.43	1,785.80
所得税	39.76	(4.16)	70.52	80.27	89.29
净利润	989.54	833.85	1,339.92	1,525.16	1,696.51
少数股东损益	(4.97)	(17.10)	(6.36)	(15.39)	(19.99)
归属于母公司净利润	994.51	850.95	1,346.28	1,540.56	1,716.50
每股收益 (元)	0.50	0.43	0.68	0.78	0.87

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-4.20%	-4.07%	51.42%	15.93%	10.30%
营业利润	-4.58%	-20.81%	68.43%	14.00%	11.36%
归属于母公司净利润	-3.35%	-14.43%	58.21%	14.43%	11.42%
获利能力					
毛利率	84.85%	84.04%	87.77%	88.14%	88.45%
净利率	46.82%	41.76%	43.63%	43.07%	43.51%
ROE	9.43%	7.18%	10.56%	11.14%	11.30%
ROIC	21.06%	13.64%	15.30%	17.05%	19.95%
偿债能力					
资产负债率	11.15%	9.90%	10.30%	9.88%	9.25%
净负债率	-22.90%	-9.66%	-17.16%	-26.45%	-30.68%
流动比率	4.97	1.90	3.55	4.19	4.86
速动比率	4.97	1.90	3.55	4.19	4.86
营运能力					
应收账款周转率	12.70	16.02	12.65	13.62	13.96
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.19	0.16	0.22	0.24	0.25
每股指标 (元)					
每股收益	0.50	0.43	0.68	0.78	0.87
每股经营现金流	0.32	0.37	0.39	0.72	0.47
每股净资产	5.34	6.01	6.46	7.00	7.70
估值比率					
市盈率	25.20	29.45	18.62	16.27	14.60
市净率	2.38	2.11	1.97	1.81	1.65
EV/EBITDA	7.84	6.37	14.69	12.04	10.28
EV/EBIT	8.23	6.64	15.27	12.48	10.65

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com