

游戏 II 行业+公司首次覆盖

新一轮产品周期开启，AI 催化下行业将迎估值业绩双升

增持（维持）

2023 年 05 月 16 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

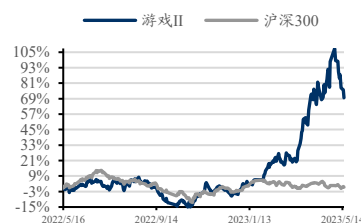
研究助理 陈欣

执业证书：S0600122070012
chenxin@dwzq.com.cn

投资要点

- 行业回顾：新游供给受限，2022 年及 2023Q1 手游市场承压。**2022 年中国游戏市场实际销售收入为 2659 亿元，同比下滑 10%，游戏用户规模 6.6 亿人，同比稍有下滑，ARPU 为 400 元，同比下滑 10%；游戏市场规模及游戏用户规模为 2008 年以来的首次同比下滑。分品类来看，客户端游戏市场规模稳中有升，2022 年实现实际销售收入 614 亿元，同比增长 4%，移动游戏市场实际销售收入为 1931 亿元，同比下降 14%，我们认为主要系 2021 年 8 月~2022 年 3 月因未成年人防沉迷等导致版号停发，致行业新游供给受限。我们跟踪 Sensor Tower 平台上的 iOS 端每月新游数量（以收入 Top1500 的产品为样本量）发现，在 2021 年 8 月版号停发后，新游上线数量相比此前明显下滑。
- 2022Q4 及 2023Q1 业绩综述：产品周期扰动，但韧性凸显。**A 股游戏上市公司 2022Q4 及 2023Q1 合计实现收入（剔除异常）221、206 亿元，同比变动+5%、-5%，同比变动主要受产品上线节奏影响；归母净利率为 39.8%、18.2%，同比变动-26.1pct、-0.1pct，2022Q4 出现较大亏损，主要系因外部环境逆风，部分厂商计提商誉等资产减值。我们认为在新游供给相对有限的背景下，2023Q1 各大厂商存量游戏长线运营稳健，业绩表现凸显韧性。
- 行业供给决定需求，2023 年 4 月游戏大盘已强劲反弹。**市场担忧随着游戏用户红利消退，市场后续增长动力不足。但我们认为游戏作为内容行业，有其独特性，其行业增速的决定性因素在于产品供给。以日本主机游戏市场为例，2020、2022 年新游供给充沛且表现出色，驱动当年软件市场规模增长，而 2021 年新游数量较少且销量一般，对应当年软件市场规模表现较弱。对于中国大陆地区的移动游戏市场而言，较多商业化产品自 2022 年 11 月起陆续获批版号，大部分产品需经过 1~2 个季度的付费测、内容调试等上线前准备，因此 2023Q1 新游上线数量有限，同时上线产品公测时间集中于 2023 年 3 月中下旬，于当季流水贡献有限，致 2023Q1 行业规模增速承压。但值得注意的是，根据 Sensor Tower，在数款新游上线催化下，2023 年 4 月游戏 iOS 端净收入已实现强劲反弹，同比+15%，环比+33%。
- 新游储备充沛叠加 AI 催化，行业将迎估值业绩双修复。**业绩端，各大厂商新游储备充沛，产品周期将陆续开启，我们看好新游陆续上线，将驱动市场规模进一步强劲增长，支撑各大厂商业绩向上弹性。估值端，AI 赋能游戏降本增收正于行业内逐步落地，各大厂商积极拥抱 AI，部分厂商已实现人效提升、2D 美术成本降低等，同时年内将有 AI NPC 等“AI+”玩法产品陆续落地，我们看好 AI 技术将不断进步，AI 对游戏的降本增收作用有望逐步体现，形成估值提升的长期催化。
- 投资建议：**行业新一轮产品周期已开启，新游陆续上线将增厚公司业绩，同时 AI 技术持续进步，AI 赋能游戏降本增收已逐步体现，后续 AI 原生玩法有望持续落地，持续催化板块估值提升。我们推荐：1）研运能力出色的头部厂商：三七互娱、恺英网络、吉比特、完美世界等，港股的腾讯控股、心动公司等，建议关注网易-S 等；2）具备大模型能力，以及拥有承接 AI 原生玩法较快落地的场景的厂商：昆仑万维、盛天网络、巨人网络、中文在线等，建议关注电魂网络、汤姆猫、神州泰岳等；3）2023 年业绩弹性大的厂商：宝通科技、姚记科技、名臣健康等，港股的创梦天地等。
- 风险提示：**新游上线时间及流水表现不及预期，AI 技术发展不及预期，竞争加剧风险，行业监管风险。

行业走势



相关研究

- 《AI 时代新起点，寻新投资方向
(二)海内外 AI 应用之游戏篇》
2023-04-03
- 《游戏大航海时代：能力禀赋、市场环境及成长空间》
2022-06-10

内容目录

1. 行业回顾：多因素影响下，市场规模短期承压	4
1.1. 国内市场：2022 年端游市场复苏，手游市场同比下滑	4
1.2. 出海市场：受外部环境及产品周期影响，近十年来市场规模首度下滑	5
1.3. 2023Q1：国内市场环比改善，出海延续下滑趋势	7
2. 2022Q4 及 2023Q1 业绩综述：受产品周期扰动，但韧性凸显	8
3. 新一轮产品周期已开启，AI 催化下行业将迎估值业绩双振	11
3.1. 游戏行业的特殊性：供给驱动需求增长，4 月市场已强劲反弹	11
3.2. 新游充沛将陆续上线，支撑业绩向上弹性	16
3.3. AI 降本增收将持续落地，支撑行业估值向上空间	22
4. 投资建议	23
5. 风险提示	23

图表目录

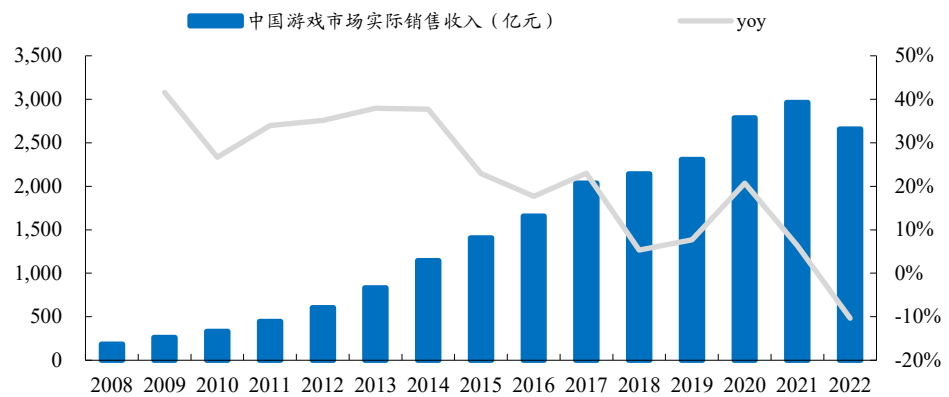
图 1:	中国移动游戏实际销售收入及同比增速 (亿元; %)	4
图 2:	中国游戏用户规模及同比增速 (亿人; %)	4
图 3:	中国游戏用户 ARPU 及同比增速 (元; %)	4
图 4:	中国移动游戏市场规模及同比增速 (亿元, %)	5
图 5:	中国游戏用户 ARPU 及同比增速 (元; %)	5
图 6:	版号数量及 iOS 端新产品上线数量情况	5
图 7:	中国厂商自研游戏海外收入及同比增速	6
图 8:	美国地区 iOS+GooglePlay 双端游戏下载量	6
图 9:	日韩地区 iOS+GooglePlay 双端游戏下载量	6
图 10:	各地区游戏 ARPDau 数据 (单位: 美元)	7
图 11:	中国游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元; %)	7
图 12:	中国移动游戏市场规模及同比增速 (亿元, %)	7
图 13:	中国厂商自研游戏海外收入及同比增速	8
图 14:	游戏板块单季度营业收入及同比增速情况	8
图 15:	游戏板块主要公司单季度营业收入情况 (亿元)	8
图 16:	游戏板块单季度归母净利润及同比增速情况	9
图 17:	主要公司单季度归母净利润情况 (亿元)	9
图 18:	游戏板块归母净利率及同比变动情况	9
图 19:	游戏板块毛利额及同比增速情况	10
图 20:	游戏板块毛利率及同比变动情况	10
图 21:	游戏板块销售费用总额及同比增速情况	10
图 22:	游戏板块销售费用率及同比变动情况	10
图 23:	游戏板块管理费用总额及同比增速情况	10
图 24:	游戏板块管理费用率及同比变动情况	10
图 25:	游戏板块研发费用总额及同比增速情况	11
图 26:	游戏板块研发费用率及同比变动情况	11
图 27:	中国移动游戏用户规模及同比增速	12
图 28:	2023 年 5 月 15 日 iOS 游戏畅销榜 TOP15 iOS 端流水表现趋势	12
图 29:	2020-2022 年日本主机游戏市场规模	13
图 30:	2018Q1-2023Q1 及 2023M4 中国大陆地区 iOS 端收入 TOP100 的游戏年份分布	14
图 31:	历年 4 月份中国游戏 iOS 端净收入 (即扣除 30%渠道费) 情况	15
表 1:	2020 年主机游戏软件销量排名榜 (销量单位为份)	13
表 2:	2021 年主机游戏软件销量排名榜 (销量单位为份)	13
表 3:	2022 年主机游戏软件销量排名榜 (销量单位为份)	14
表 4:	截至 2023/5/15, 2023 年已上线新游表现情况	15
表 5:	2023 年 5-6 月将上线新游情况	16
表 6:	各大厂商 Pipeline 情况 (包括 2023 年已上线新游)	16
表 7:	2023 年内有望落地的部分 AI+玩法产品情况	22

1. 行业回顾：多因素影响下，市场规模短期承压

1.1. 国内市场：2022 年端游市场复苏，手游市场同比下滑

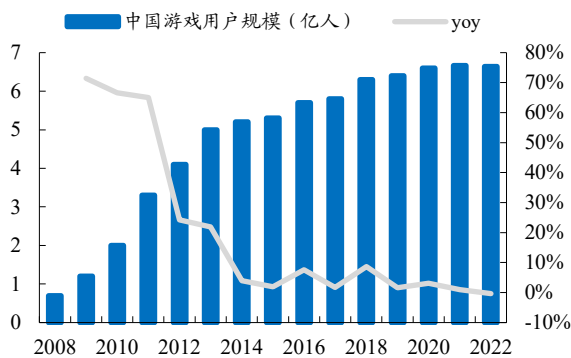
2022 年游戏市场规模首次出现下滑。2022 年中国游戏市场实际销售收入为 2659 亿元，同比下滑 10%，游戏用户规模 6.6 亿人，同比稍有下滑，ARPU 为 400 元，同比下滑 10%；中国游戏市场规模及游戏用户规模为 2008 年以来的首次同比下滑，ARPU 为继 2018 年（上一次版号停发）后的又一次同比下滑。

图1：中国移动游戏实际销售收入及同比增速（亿元；%）



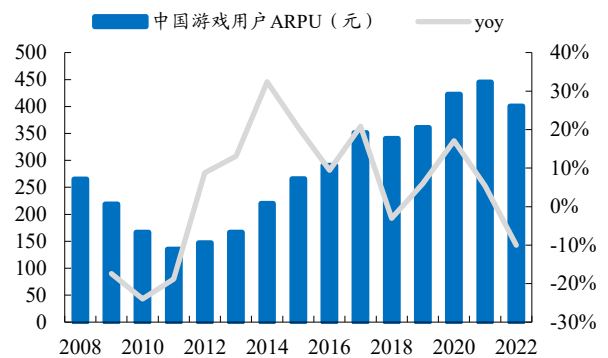
数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

图2：中国游戏用户规模及同比增速（亿人；%）



数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

图3：中国游戏用户 ARPU 及同比增速（元；%）

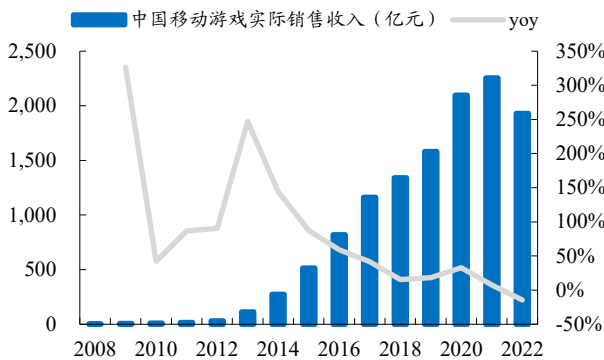


数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

分品类来看，供给受限致移动游戏市场规模同比下滑 14%。1) 客户端游戏市场规模稳中有升，2022 年实现实际销售收入 614 亿元，同比增长 4%，已连续两年实现同比正增长。在缺少爆款新品的背景下，端游市场规模稳步提升或由于存量端游经过多年经营，已沉淀下来核心用户，其付费习惯及付费率相对稳定，受新品周期影响小。2) 2022

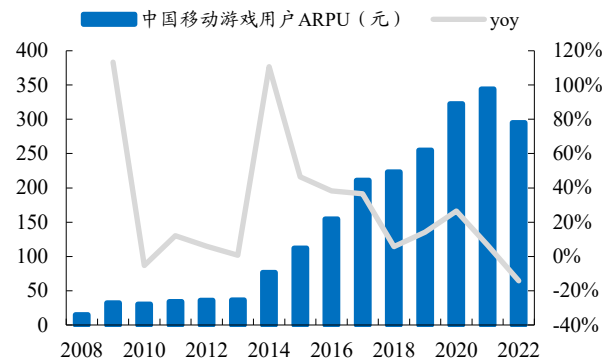
年中国移动游戏市场实际销售收入为 1931 亿元，同比下降 14%，其中中国移动游戏用户规模同比微降，ARPU 为 295 元，同比下降 14%，我们认为主要系 2021 年 8 月~2022 年 3 月因未成年人防沉迷等导致版号停发，致行业新游供给受限。我们跟踪 Sensor Tower 平台上的 iOS 端每月新游数量（以收入 Top1500 的产品为样本量）发现，在 2021 年 8 月版号停发后，新游上线数量相比此前明显下滑。

图4：中国移动游戏市场规模及同比增速（亿元，%）



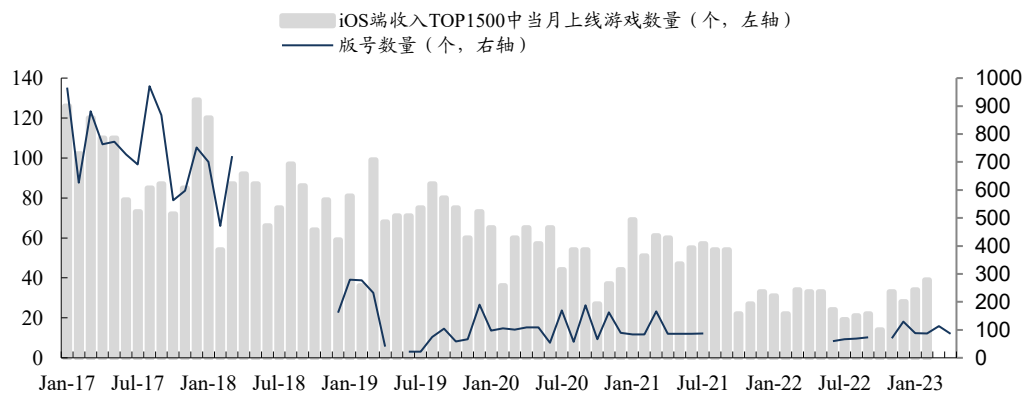
数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

图5：中国游戏用户 ARPU 及同比增速（元；%）



数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

图6：版号数量及 iOS 端新产品上线数量情况



数据来源：国家新闻，Sensor Tower，东吴证券研究所

1.2. 出海市场：受外部环境及产品周期影响，近十年来市场规模首度下滑

2022 年中国厂商自研游戏海外实际销售收入为 174 亿美元，同比下滑 4%。分地区来看，美国市场占比 32.31%，日本市场占比 17.12%，韩国市场占比 6.97%，三者合计占比达 56.40%。分品类来看，2022 年中国自研移动游戏海外市场收入前 100 的游戏中，

策略类游戏占比 38.76%，角色扮演类游戏占比 12.76%，射击类游戏占比 12.35%，三者合计占比达 63.87%。

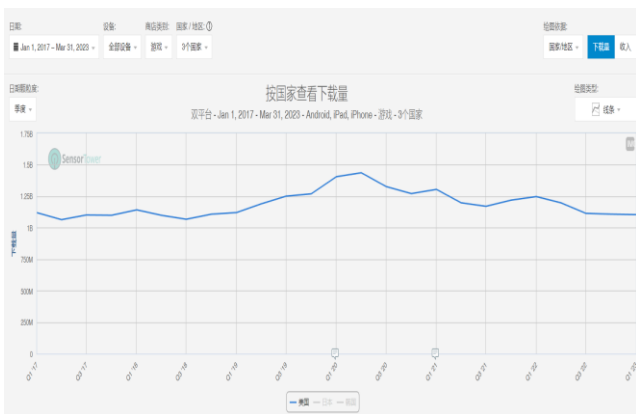
我们认为 2022 年出海收入同比下滑主要系：1) 海外疫情宅家红利消退后，用户回归线下活动，致游戏大盘有所下滑，根据 Sensor Tower 数据，2022 年出海三大主要地区美国、日本、韩国的手游下载量均呈现下滑趋势。2) 2022 年出海新品中爆款较为缺乏。

图7：中国厂商自研游戏海外收入及同比增速



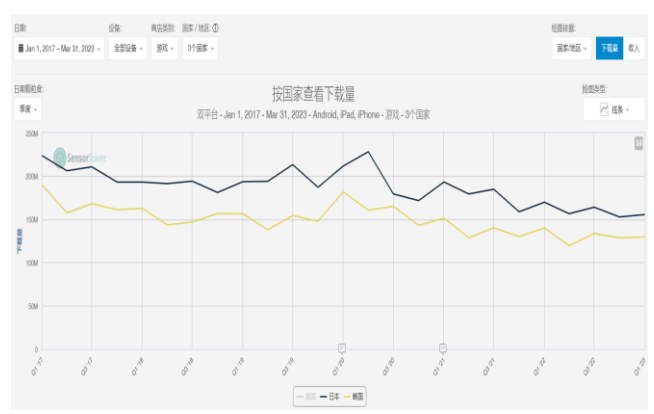
数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

图8：美国地区 iOS+GooglePlay 双端游戏下载量



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

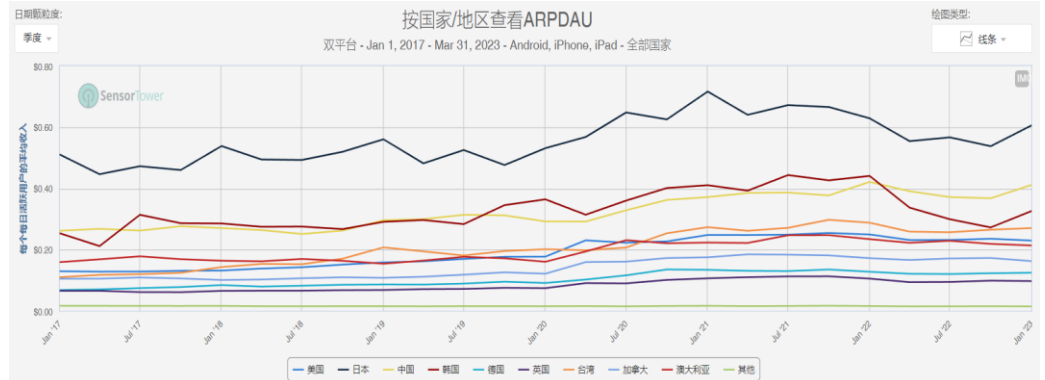
图9：日韩地区 iOS+GooglePlay 双端游戏下载量



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

中国厂商研运优势领先，出海仍有较大增量。根据 Sensor Tower 数据，截至 2023Q1，中国大陆地区移动游戏人均付费仅次于日本，高于韩国地区，远高于美国及其他境外地区。我们曾于深度报告《游戏大航海时代：能力禀赋、市场环境及成长空间》中论述中国手游厂商于手游研发、运营双端具备领先优势，我们看好随着各大厂商加快出海布局，将充分挖掘各地区用户偏好和付费潜力，进而取得收入端增长。

图10: 各地区游戏 ARPAU 数据 (单位: 美元)

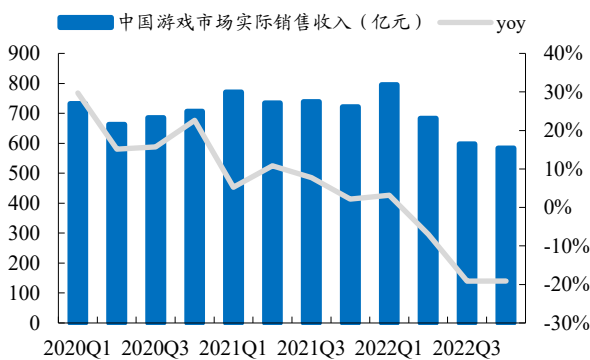


数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

1.3. 2023Q1: 国内市场环比改善, 出海延续下滑趋势

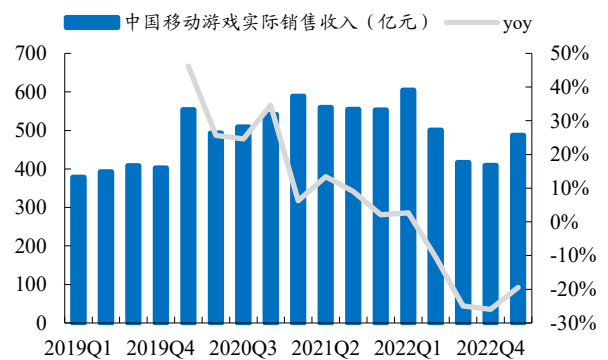
2023Q1 在春节及新品拉动下, 移动游戏市场规模环比回升。2023Q1, 中国游戏市场实际销售收入 675 亿元, 环比上升 16%, 同比下降 15%, 主要系春节假期与新品上线共同带动, 其中移动游戏市场实际销售收入 487 亿元, 环比上升 19%, 同比下降 19%; 客户端游戏市场实际销售收入达 165 亿元, 环比增长 10%, 同比增长 7%, 主要系多款头部产品运营活动效果较好, 带动流水规模进一步提升。

图11: 中国游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元; %)



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

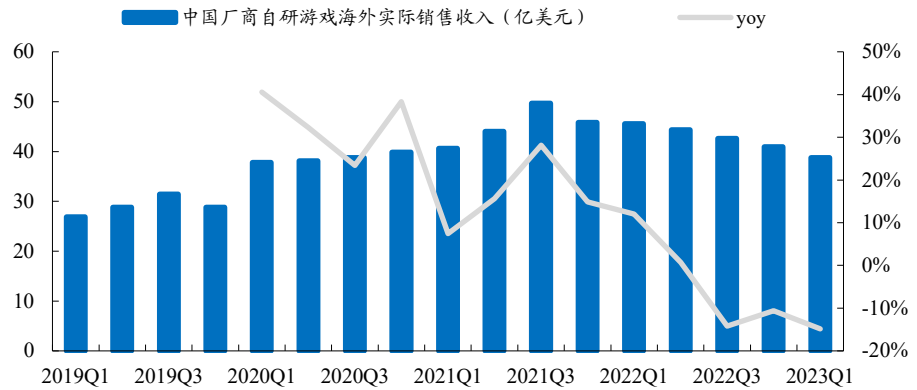
图12: 中国移动游戏市场规模及同比增速 (亿元, %)



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

2023Q1 中国自研游戏海外市场实际销售收入为 39 亿美元, 同比下降 15%, 环比下降 5%, 连续 5 个季度呈下降趋势, 主要系部分头部产品收入下滑、新品未带来较大增量导致。

图13: 中国厂商自研游戏海外收入及同比增速

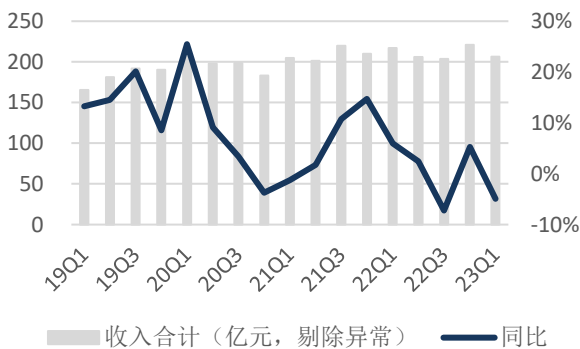


数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

2. 2022Q4 及 2023Q1 业绩综述: 受产品周期扰动, 但韧性凸显

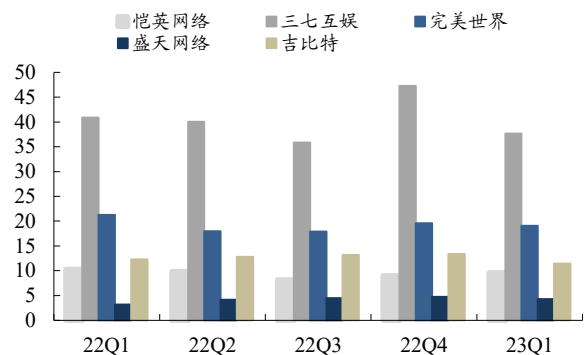
收入端波动主要受产品周期影响。A 股游戏上市公司 2022Q4 及 2023Q1 合计实现收入 (剔除异常) 221、206 亿元, 同比变动+5%、-5%, 同比变动主要受产品上线节奏影响。2022Q4 三七互娱上线《空之要塞: 启航》《小小蚁国》《光明冒险》三款新游, 收入同比增长 15%, 环比增长 32%, 步入 2023Q1 流水自然回落, 对应收入同比下降 8%, 环比下降 20%。

图14: 游戏板块单季度营业收入及同比增速情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 游戏板块主要公司单季度营业收入情况 (亿元)

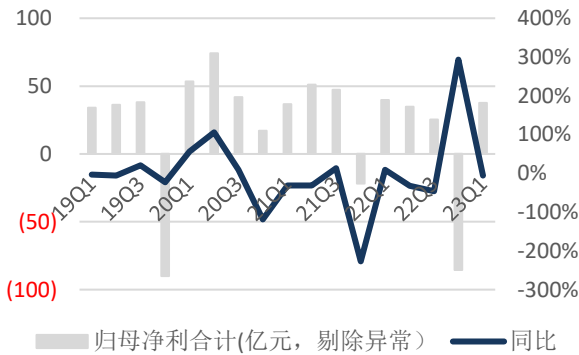


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

计提资产减值轻装上阵, 2022Q4 利润端承压。A 股游戏公司 2022Q4 及 2023Q1 归母净利润分别为-86、38 亿元, 2021Q4 及 2022Q1 分别为-22、40 亿元, 其中 2022Q4 出现较大亏损, 主要系因外部环境逆风, 世纪华通、宝通科技、顺网科技等计提商誉等资

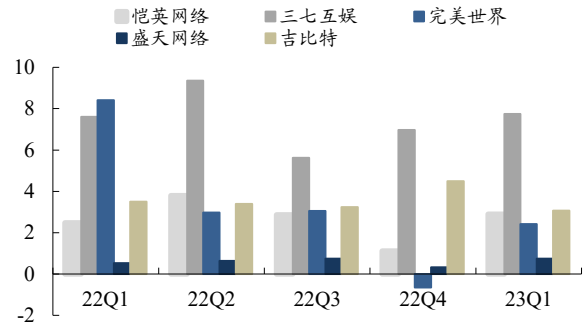
产减值，对应归母净利润分别为-78、-5、-4.7亿元。对应2022Q4及2023Q1归母净利率为-39.8%、18.2%，同比变动-26.1pct、-0.1pct。

图16: 游戏板块单季度归母净利润及同比增速情况



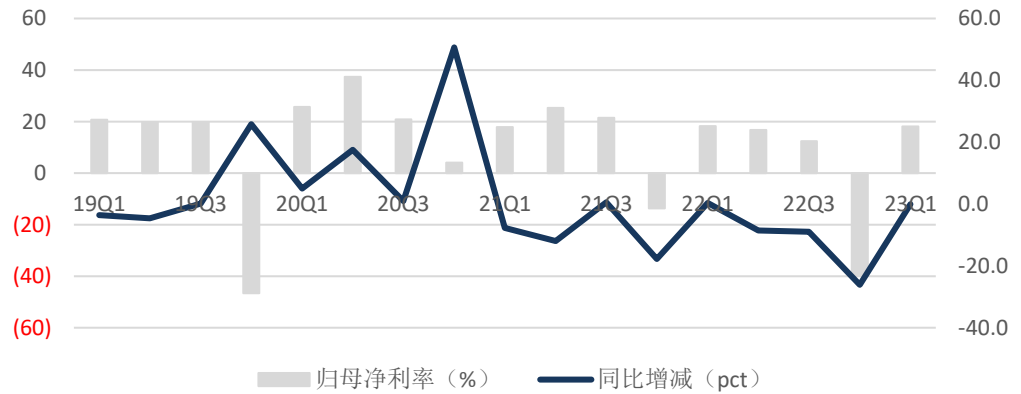
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 主要公司单季度归母净利润情况(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

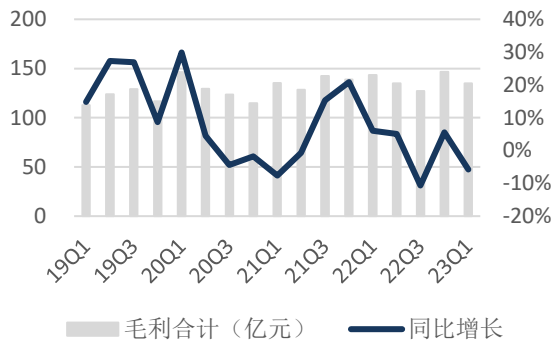
图18: 游戏板块归母净利率及同比变动情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

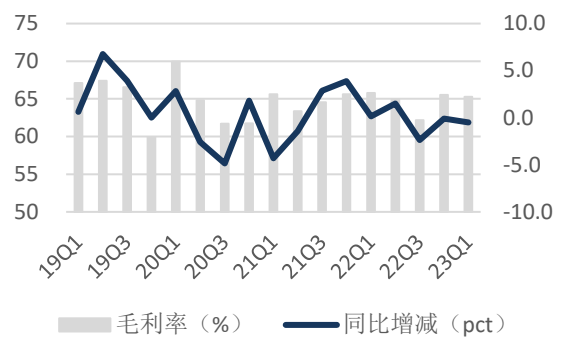
A股游戏公司2022Q4及2023Q1毛利率分别为65.5%、65.3%，同比变动-0.1pct、-0.5pct，保持稳定。

图19: 游戏板块毛利额及同比增速情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

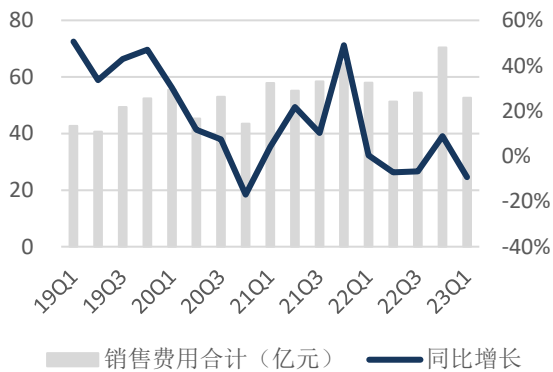
图20: 游戏板块毛利率及同比变动情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

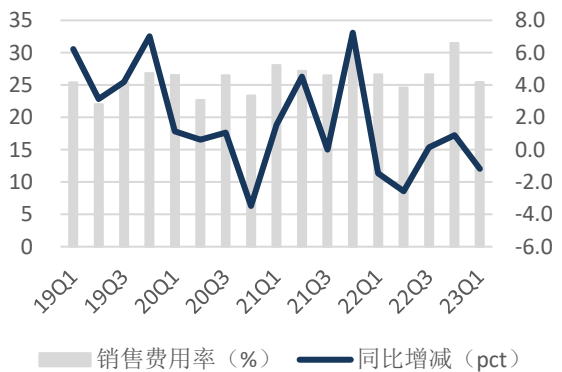
A 股游戏公司 2022Q4 及 2023Q1 销售费用率为 31.5%、25.4%，同比变动+0.9pct、-1.2pct，同比及环比变动主要受新产品上线节奏影响。

图21: 游戏板块销售费用总额及同比增速情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

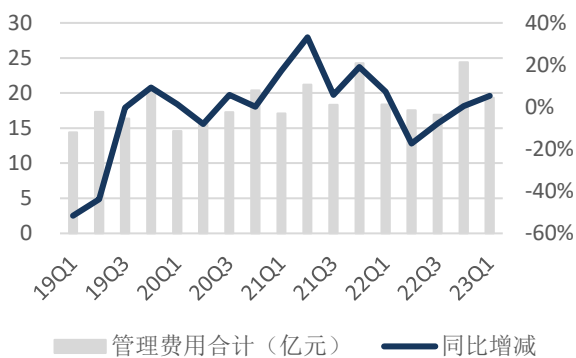
图22: 游戏板块销售费用率及同比变动情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

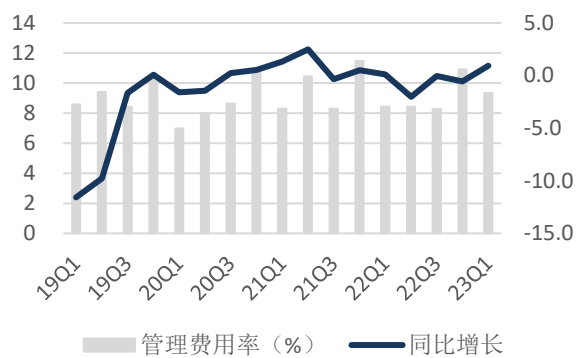
A 股游戏公司 2022Q4 及 2023Q1 管理费用率为 10.9%、9.3%，同比变动-0.6pct、+0.9pct，我们认为环比变动或主要受奖金计提等因素影响。

图23: 游戏板块管理费用总额及同比增速情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

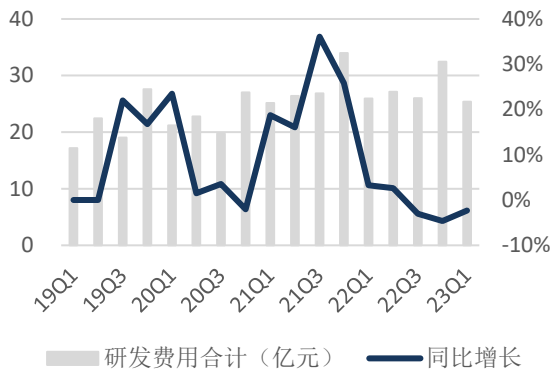
图24: 游戏板块管理费用率及同比变动情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

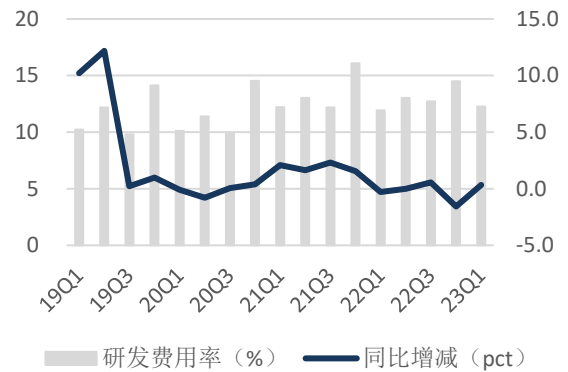
A 股游戏公司 2022Q4 及 2023Q1 研发费用率为 14.5%、12.3%，同比变动-1.6pct、+0.3pct，我们认为研发费用率变动主要受奖金计提、新游研发进度等多个因素影响。

图25: 游戏板块研发费用总额及同比增速情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 游戏板块研发费用率及同比变动情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

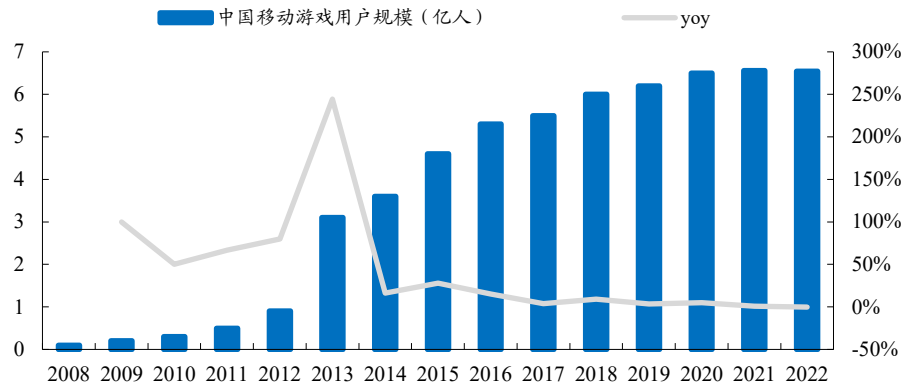
3. 新一轮产品周期已开启, AI 催化下行业将迎估值业绩双振

3.1. 游戏行业的特殊性: 供给驱动需求增长, 4月市场已强劲反弹

市场担忧随着游戏用户红利消退, 游戏市场规模已逐步见顶, 同时根据伽马数据, 2022 年中国移动游戏市场实际销售收入同比下降 14%, 2022 年 4 月版号已重启发放, 但 2023Q1 中国移动游戏市场实际销售收入同比仍有所下降, 因此市场普遍担忧游戏市场后续增长动力不足。但我们认为游戏作为内容行业, 有其独特性, 我们认为游戏行业的需求主要受供给影响, 因此行业增速的决定性因素在于产品供给。

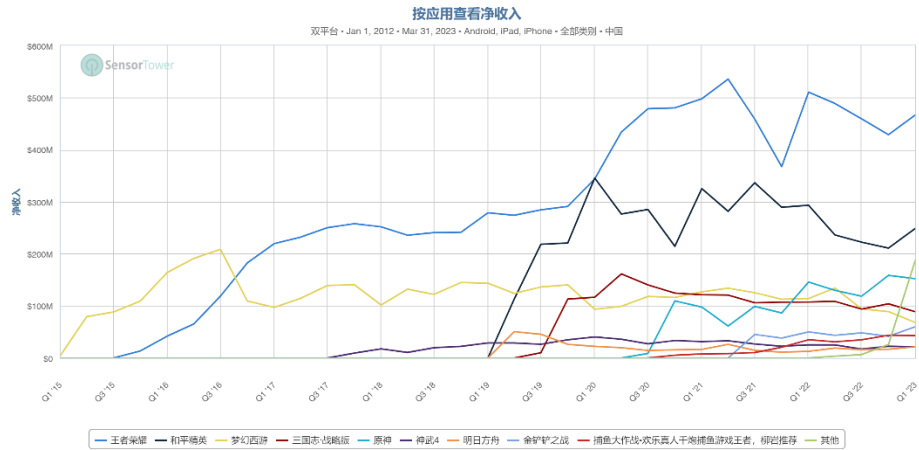
1) 用户规模自 2020 年起已相对稳定, 但优质内容仍不断突围。根据伽马数据, 2018-2022 年中国移动游戏用户规模为 6.0、6.2、6.5、6.6、6.5 亿人, 用户规模已趋于稳定。但在存量精品游戏维持稳健长线运营的情况下, 2020、2021、2022 年仍有《原神》、《哈利波特: 魔法觉醒》、《一念逍遥》、《斗罗大陆: 魂师对决》、《暗黑破坏神: 不朽》等头部产品突围, 流水表现出色。

图27: 中国移动游戏用户规模及同比增速



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

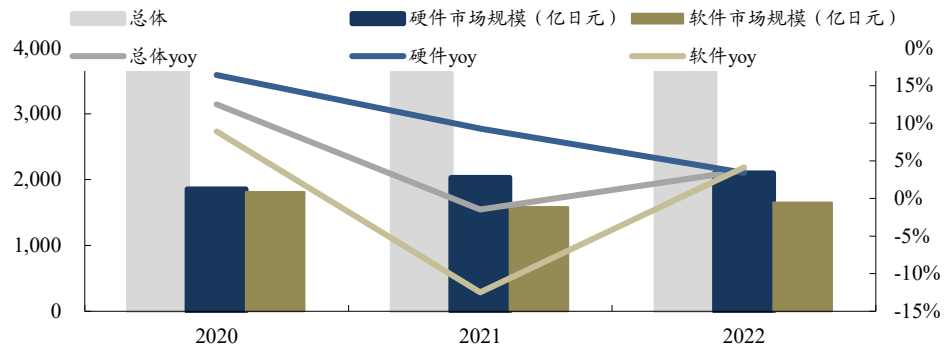
图28: 2023年5月15日 iOS 游戏畅销榜 TOP15 iOS 端流水表现趋势



数据来源: 七麦数据, Sensor Tower, 东吴证券研究所

2) 以日本主机游戏市场为例, 内容供给大幅影响当年市场规模。2020-2022 年日本主机游戏软件 (不含数字版) 市场规模分别为 1811.2、1585.2、1650.4 亿日元, 同比变动+12%、-9%、+4%。2020 年《集合啦! 动物森友会》、2022 年《宝可梦 朱·紫》《喷射战士 3》表现出色, 驱动当年市场规模上涨, 而 2021 年新游数量较少且表现一般, 对市场增长驱动力弱, 2021 年软件销量排名第一的《怪物猎人 崛起》销量仅为 2020 年《集合啦! 动物森友会》、2022 年《宝可梦 朱·紫》的 37%、54%。

图29: 2020-2022 年日本主机游戏市场规模



数据来源: Fami 通, 东吴证券研究所

表1: 2020 年主机游戏软件销量排名榜 (销量单位为份)

名次	推出平台	游戏名称	发售日期	本年销量	累积销量
1	NS	《集合啦! 动物森友会》	2020/3/20	6,378,103	6,378,103
2	NS	《健身环大冒险》	2019/10/18	1,591,366	2,087,005
3	NS	《桃太郎地铁: 昭和平成令和也是惯例》	2020/11/19	1,233,023	1,233,023
4	PS4	《最终幻想 7: 重制版》	2020/4/10	949,379	949,379
5	NS	《宝可梦: 剑/盾》	2019/11/15	892,456	3,880,590
6	NS	《马力欧赛车 8: 豪华版》	2017/4/28	798,174	3,457,183
7	NS	《任天堂明星大乱斗: 特别版》	2018/12/7	560,122	4,013,174
8	NS	《我的世界》	2018/6/21	556,982	1,702,921
9	NS	《世界游戏大全 51》	2020/6/5	519,649	519,649
10	NS	《超级马力欧 3D 合集》	2020/9/18	492,620	492,620

数据来源: 游戏智库, Fami 通, 东吴证券研究所

表2: 2021 年主机游戏软件销量排名榜 (销量单位为份)

名次	推出平台	游戏名称	发售日期	本年销量	累积销量
1	NS	《怪物猎人 崛起》	2021/3/26	2,350,693	2,350,693
2	NS	《宝可梦 晶灿钻石·明亮珍珠》	2021/11/19	2,313,115	2,313,115
3	NS	《桃太郎电铁 ~昭和 平成 令和也是基本款! 》	2020/11/19	1,266,477	2,499,500
4	NS	《超级玛利欧 3D 世界 + 狂怒世界》	2021/2/12	971,418	971,418
5	NS	《健身环大冒险》	2019/10/18	904,685	2,991,690
6	NS	《玛利欧赛车 8 豪华版》	2017/4/28	815,147	4,272,357
7	NS	《我的世界》	2018/6/21	708,670	2,411,591
8	NS	《集合啦! 动物森友会》	2020/3/20	704,134	7,082,237
9	NS	《玛利欧派对 超级巨星》	2021/10/29	628,538	628,538
10	NS	《任天堂明星大乱斗特别版》	2018/12/7	610,964	4,624,138

数据来源: 游戏智库, Fami 通, 东吴证券研究所

表3: 2022 年主机游戏软件销量排名榜 (销量单位为份)

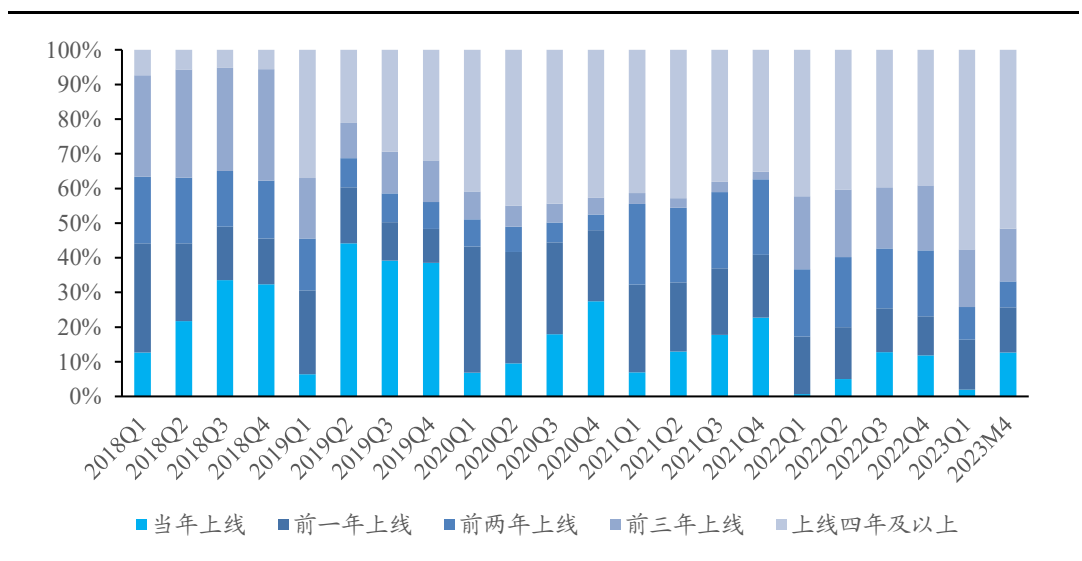
名次	推出平台	游戏名称	发售日期	本年销量	累积销量
1	NS	《宝可梦 朱·紫》	2022/11/18	4,338,931	4,338,931
2	NS	《喷射战士 3》	2022/9/9	3,687,814	3,687,814
3	NS	《宝可梦传说 阿尔宙斯》	2022/1/28	2,314,806	2,314,806
4	NS	《星之卡比 探索发现》	2022/3/25	969,047	969,047
5	NS	《Nintendo Switch Sports》	2022/4/29	887,722	887,722
6	NS	《马里奥赛车 8 豪华版》	2017/4/28	742,018	5,014,375
7	NS	《我的世界》	2018/6/21	548,415	2,960,006
8	NS	《马里奥派对 超级巨星》	2021/10/29	485,594	1,114,132
9	NS	《任天堂明星大乱斗:特别版》	2018/12/7	441,053	5,065,191
10	PS4	《艾尔登法环》	2022/2/25	356,711	356,711

数据来源: 游戏智库, Fami 通, 东吴证券研究所

3) 中国大陆地区市场: 2023Q1 仍处产品断档期, 新游推动下 4 月市场规模强劲增长。我们统计了 iOS 端收入 TOP100 的游戏上线年份分布, 可以发现: (1) 2019 年版号重启发放后, 市场新游供给反弹明显, 对应 2019Q2 当年上线游戏收入占比大幅提升。

(2) 但 2022 年 4 月版号重启发放后, 前期获批版号游戏内容质量较为一般, 我们认为或由于排队积压产品较多。自 2022 年 11 月起, 中大厂商重点储备产品版号相继获批, 但大部分产品仍需进行 1~2 个季度的测试、内容调整准备等工作, 因此 2023Q1 头部新游供给仍较为紧张, 同时大部分新游于 2023 年 3 月中下旬上线, 于单季度流水贡献有限, 对应 2023Q1 当年上线游戏收入占比较低。截至 2023/5/15, iOS 游戏畅销榜最高排名进入过 TOP10 的上线新游中, 仅《黎明觉醒: 生机》于 2023 年 2 月底上线,《三国志·战棋版》《以闪亮之名》《原始征途》均于 2023 年 3 月中下旬下线。

图30: 2018Q1-2023Q1 及 2023M4 中国大陆地区 iOS 端收入 TOP100 的游戏年份分布



数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

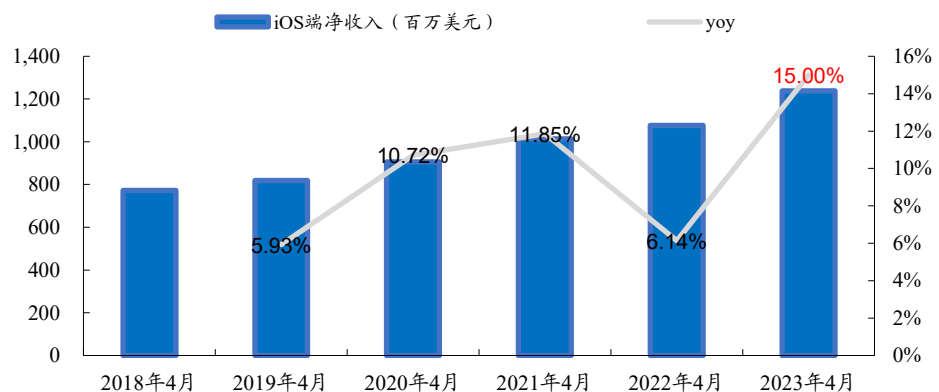
表4: 截至 2023/5/15, 2023 年已上线新游表现情况

产品名	厂商	上线时间	截至 2023/5/15 iOS 游戏畅销榜最高排名
黎明觉醒: 生机	腾讯控股	2023/2/23	6
开罗拉面店	吉比特	2023/2/27	-
大话西游: 归来	网易	2023/3/2	30
拂晓	UC	2023/3/16	-
三国志·战棋版	阿里	2023/3/17	3
以闪亮之名	祖龙娱乐	2023/3/24	5
原始征途	巨人网络	2023/3/24	9
无尽旅图	心动公司	2023/3/29	-
奇点时代	恺英网络	2023/4/13	30
天龙八部 2	完美世界	2023/4/14	5
合金弹头: 觉醒	腾讯控股	2023/4/18	2
战火勋章	莉莉丝	2023/4/20	31
亮剑	三七互娱	2023/4/20	-
崩坏: 星穹铁道	米哈游	2023/4/26	1
列王之剑	4399	2023/4/27	-
战火与永恒	游族网络	2023/4/28	127
最后的原始人	三七互娱	2023/5/6	33
火炬之光	心动公司	2023/5/10	11

数据来源: 七麦数据, 东吴证券研究所

新游驱动下, 2023 年 4 月中国大陆地区游戏 iOS 端净收入已强劲反弹, 同比增长 15%, 环比增长 33%。展望后续, 各大厂商重点储备产品有望陆续上线, 带动市场规模持续增长, 其中米哈游的《崩坏: 星穹铁道》、腾讯的《合金弹头: 觉醒》已于 2023/4/28、2023/4/18 上线, iOS 游戏畅销榜排名最高至第 1、2 名, 流水表现均超我们预期。

图31: 历年 4 月份中国游戏 iOS 端净收入 (即扣除 30%渠道费) 情况



数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

表5: 2023年5-6月将上线新游情况

产品名	厂商	上线时间
我的御剑日记	中手游	2023/5/18
迷失蔚蓝	完美世界	2023/5/19
镇魂街: 武神觉醒	畅游时代	2023/5/19
凡人修仙传: 人界篇	三七互娱	2023/5/24
这个地下城有点怪	吉比特	2023/5/30
重返未来: 1999	深蓝互动	2023/5/31
龙神八部之西行纪	恺英网络	2023/6/5
魂之追梦	海南蒙东网络科技	2023/6/6
火力苏打 (T3)	心动公司	2023/6/9
新仙剑奇侠传之挥剑问情	青瓷&中手游	2023/6/9
逆水寒手游	网易	2023/6/30

数据来源: 各游戏公众号, 东吴证券研究所

3.2. 新游充沛将陆续上线, 支撑业绩向上弹性

各大厂商产品管线充沛, 新游周期将于 2023Q2-3 开启。截至 2023/5/15, 各大厂商产品储备充沛, 其中已获批准号的产品中, 腾讯控股的《无畏契约》《大航海时代: 海上霸主》《白夜极光》《命运方舟》《七人传奇: 光与暗之交战》等, 网易的《逆水寒手游》(预计 2023/6/30 上线)《突袭: 暗影传说》等, 吉比特的《不朽家族》(原代号 M66) 等, 三七互娱的《凡人修仙传: 人界篇》(预计 2023/5/24 上线)《扶摇一梦》等, 恺英网络的《龙神八部之西行纪》(预计 2023/6/5 上线)《石器时代: 觉醒》《龙腾传奇》等, 心动公司的《火力苏打》(T3), 创梦天地&腾讯的《二之国: 交错世界》《卡拉彼丘》, 金山软件的《尘白禁区》等都值得期待。同时各大厂商产品管线充沛, 还储备有较多正处于版号申请阶段的优质产品, 比如腾讯的《地下城与勇士手游》等、完美世界的《一拳超人: 世界》《百万亚瑟王》《女神异闻录: 夜幕魅影》等。

表6: 各大厂商 Pipeline 情况 (包括 2023 年已上线新游)

厂商	产品	品类	题材	版号	自研/代理	测试/上线进度
米哈游	崩坏: 星穹铁道	回合制策略 RPG	银河冒险	有	自研	2023/4/28 上线
米哈游	科契尔前线		冒险战斗	有	自研	
腾讯	艾兰岛	动作冒险	开放沙盒游 戏	有	代理	2022 年 8 月开启不删档测试; 2023 年 1 月 5 日全平台上线

腾讯	黎明觉醒: 生机	开放世界生存射击建造	末日生存	有	自研	2023/2/23 上线
腾讯	桃源深处有人家	模拟经营	种田模拟	有	代理	2022年12月开启“暖冬”测试; 2023年3月22日上线
腾讯	合金弹头: 觉醒	横版射击闯关	街机	有	自研	2023/4/18 上线
腾讯	白夜极光	连线策略RPG	二次元	有	自研	2021年6月海外上线, 22年3月30日删档不计费测试
腾讯	大航海时代: 海上霸主	SLG 即时策略	航海冒险	有	代理	2021年9月首测; 3月底4月初首次商测
腾讯	无畏契约	FPS	战术射击	有	代理	2020年6月海外上线; 国内2023年5月2日开启源能封测; 6月将开启内测
腾讯	战地无疆	SLG		有	代理	将于2023Q3 上线
腾讯	冒险岛: 枫之传说	RPG	冒险岛 IP	有	联运	将于2023年秋季上线
腾讯	七人传奇: 光与暗之交战	卡牌策略RPG	日本人气漫画改编	有	代理	2023年5月30日开启zhongce
腾讯	冲呀! 饼干人: 王国	模拟经营	饼干题材	有	代理	2023年暑期测试
腾讯	宝可梦大集结	团队策略对战	宝可梦	有	自研	2021年9月海外上线
腾讯	白荆回廊	即时战斗RPG	古剑题材二次元化	有	代理	2023年1月开启二测; 2023年5月24日付费测试; 截至2023年5月12日, 预约量破300万
腾讯	重生边缘	策略射击	科幻	有	自研	2022年12月10日 STEAM 公开测试
腾讯	元梦之星	乙女向卡牌剧情	二次元	有	自研	2023年2月处于开发内测阶段
腾讯	全境封锁2	开放世界射击	末日现实	有	代理	2023年1月于 STEAM 发售; 2023年4月26日不删档测试
腾讯	饥荒: 新家园	沙盒	生存冒险	有	代理	上线时间暂未公布
腾讯	西行纪 燃魂	动作	传统西游世界全新演绎	有	代理	2021年6月首次启动对外测试; 2023年5月11日开启终测; 截至2023年5月12日, 预约量破230万
腾讯	命运方舟	MMOARPG	奇幻	有	代理	2023年4月12日先锋体验服开启
腾讯	彩虹坠入	解谜游戏	光影解谜	有	代理	2020年6月28日, 在 Nintendo Switch 平台发售
腾讯	劲乐幻想	音乐手游	沉浸式社交音乐	有	代理	2022年12月开测
腾讯	手工星球	沙盒游戏	宇宙星球在线冒险	有	自研	2022年5月完成开拓测试; 截至2023年5月12日, 预约量破500万
腾讯	王者万象棋	战棋策略	英雄策略对战	有	自研	2022年11月12日首次曝光

腾讯	塔瑞斯世界	MMO	西方魔幻	无	代理	2023年1月首次测试
腾讯	逆战手游	FPS	幻世界射击 手游	无	自研	2022年8月公布首个概念CG
腾讯	代号: 破晓	横版动作	王者荣耀动作 手游	无	自研	2022年11月开启测试; 2023年3月17日安卓不计费删档测试
腾讯	王者荣耀世界	开放世界 RPG	角色扮演	无	自研	2021年10月发布第一支实录演示
腾讯	地下城与勇士手游	横版格斗	格斗	无	代理	2022年3月韩服上线
腾讯	雪中悍刀行	开放世界 MMORPG	古韵武侠	无	自研	2021年12月发布首条游戏CG
腾讯	代号: JADE	RPG	动作冒险	无	代理	2022年9月海外首测
腾讯	代号: SYN	FPS	赛博世界	无	自研	上线时间暂未公布
腾讯	彩虹六号: 围攻	射击游戏	反恐题材	无	代理	2022年5月面向安卓开启内测
腾讯	代号: 致金庸	ACT	UE5 金庸 群侠开放世界 游戏	无	自研	2022年6月公布预告
腾讯	我们的星球	开放世界沙 盒建造	太空	无	代理	2022年12月保密测试招募
腾讯	洛克王国手游	开放世界抓 宠	宠物养成	无	自研	2021年5月16日官宣; 2022年12月公布最新开发进度
网易	无尽战区	3D 动作 MOBA	未来科幻	有	自研	2023年1月11日重新开服
网易	秘境对决	3D 对战卡 牌	卡牌	有	自研	2023年1月6日上线
网易	大话西游: 归来	回合制	西游	有	自研	2023年3月2日上线
网易	逆水寒手游	MMORPG	武侠	有	自研	将于2023/6/30上线
网易	超凡先锋	生存竞技	射击	有	自研	2023年1月开启新一轮测试; 2023年4月删档计费测试; 截至2023年5月12日, 预约量破1800万
网易	巅峰极速	赛车竞速	赛车竞技	有	合作开发	2023年3月首测; 截至2023年5月12日, 预约量破1700万
网易	突袭: 暗影传说	RPG	西方玄幻	有	代理	
网易	全明星街球派对	篮球竞技	街球	有	自研	2022年12月开启首测; 截至2023年5月12日, 预约量破139万
网易	隐世录	卡牌 RPG	BUG	有	自研	2020年10月开启测试
网易	龙之灵域	MMO	开放世界魔 幻冒险	有	自研	2022年9月首曝; 2023年4月首测
网易	萤火突击	生存射击	硬核枪战	无	自研	2023年2月开启新一轮限量删档测试
网易	冰汽时代:最后的家园	生存冒险	生存, 城市 建造	无	合作开发	2022年4月海外地区开启测试

网易	燕云十六声	动作 RPG	开放世界武侠	无	代理	2023 年 1 月线下试玩
网易	Ashfall	废土射击 MMO	开放世界	无	自研	预计 2023 全平台发行
网易	代号: ATLAS	末日生存	写实风格的海洋废土手游	无	自研	2021 年 6 月起源测试开启
网易	代号: 诸神黄昏	RPG	北欧神话	无	自研	2021 年小规模测试
网易	星海求生	建造生存沙盒	浩瀚宇宙	无	自研	
网易	Disorder	射击竞技	未来战争	无	自研	2020 年 6 月结束先遣测试
网易	零号任务	潜入对抗	欧美写实画风	无	自研	2022 年 11 月在东南亚开启测试
网易	湮灭效应	战棋	二次元机甲	无	代理	2021 年 5 月开启限量不计费删档测试 (首测)
网易	命运因子	开放世界生存	开放世界、废土生存、末日求生	无	自研	2021 年 12 月开启“未都黑影”测试 (不计费、限量、删档测试)
网易	永劫无间手游	多人动作竞技	国风武侠	无	代理	2022 年 1 月开启预约; 截至 2023 年 5 月 12 日, TapTap 预约量破 270 万
网易	代号: Extreme	多人生存竞技	3D 写实风	无	自研	2022 年 10 月 25 日上架 steam, 预计 2023 年发售
网易	Once Human (代号: EOE)	角色扮演	沙盒生存	无	自研	
吉比特	不朽家族 (代号 M66)	放置经营	家族养成	有	自研	2023 年 1 月初开始在港澳台地区及马来西亚进行付费测试; 预计 2023 年上线
吉比特	Outpost:Infinity Siege	射击	据点构筑型 FPS	无	自研	预计 2023 年下半年境外地区上线
吉比特	这个地下城有点怪	弹幕射击动作 RPG	生存+闯关双模式割草	有	代理	将于 2023/5/30 上线
吉比特	超进化物语 2	策略养成	异世界	有	代理	2023 年 3 月 31 日结束首测
吉比特	超喵星计划	养成卡牌	猫	有	自研	预计 2023 年上线
吉比特	失落四境	动作冒险	玄幻	有	代理	2022 年 5 月开启首次小规模删档测试
吉比特	新庄园时代	模拟经营	中世纪欧洲庄园生活	有	代理	2023 年 3 月 1 日开启第一次付费删档测试; 预计 2023 年上线大陆地区
吉比特	皮卡堂之梦想起源	养成类	沙盒社区	有	代理	2021 年 5 月开启二测; 预计 2023 年上线
吉比特	黎明精英	末日生存, Roguelike	末日丧尸	有	代理	
吉比特	封神幻想世界	策略	东方仙侠	有	代理	2021 年 6、9 月开启测试
吉比特	Beast Planet	生存策略	异兽题材	否	代理	
吉比特	神都厨王号	模拟经营	烹饪主题	否	代理	
吉比特	Project S (代号 S)	战争策略	魔幻	否	代理	

吉比特	代号 BUG	放置挂机	西方魔幻	否	自研	
吉比特	代号原点	放置卡牌	放置卡牌	否	自研	
吉比特	代号 M88	放置 MMO	修仙	否	自研	
三七互娱	最后的原始人	卡牌	史前文明	是	代理	境内发行; 2023 年 5 月 6 日上线
三七互娱	凡人修仙传: 人界篇	MMORPG	修仙	是	自研	全球发行; 预计 2023 年 5 月 24 日上线
三七互娱	扶摇一梦	MMORPG	国风沉浸式探案养成	是	自研	全球发行; 2023 年 4 月 25 日开启限量付费删档测试
三七互娱	曙光计划	MMORPG	未来科幻	是	代理	全球发行; 2022 年 6 月开启测试
三七互娱	洪荒异兽录	MMORPG	修仙题材	是	代理	境内发行
三七互娱	平行轨迹	MMORPG	未来都市	是	代理	全球发行
三七互娱	离火之境	MMORPG	东方玄幻	是	代理	境内发行
三七互娱	霸业	SLG	三国题材	是	自研	境内发行
三七互娱	代号 G2	SLG	西方题材	-	自研	境外发行
三七互娱	Puzzles & Chaos	SLG	西方魔幻	-	代理	境外发行
三七互娱	万乘之国	SLG	多文明题材	是	代理	境内发行
三七互娱	Era of Glory	SLG	多文明题材	-	代理	境外发行
三七互娱	Bugtopia	SLG	昆虫题材	-	代理	境外发行
三七互娱	故土与新世界	SLG	魔幻 Q 版	是	代理	境内发行
三七互娱	龙与爱丽丝	卡牌	神话题材	是	自研	全球发行
三七互娱	铁杆三国	卡牌	三国题材	-	代理	境外发行
三七互娱	空之要塞: 启航	卡牌	蒸汽朋克	-	代理	境外发行; 2022 年 10 月境内上线, 预计首月流水过亿元
三七互娱	织梦森林	模拟经营	农场类	是	代理	全球发行
三七互娱	金牌合伙人	模拟经营	商业题材	是	代理	境内发行
三七互娱	Yes Your Highness	模拟经营	中世纪题材	-	代理	境外发行
三七互娱	代号魔幻 M	MMORPG	西方魔幻	否	自研	全球发行
三七互娱	代号 3D 版 WTB	MMORPG	Q 版 3D 异世界冒险	否	自研	全球发行
三七互娱	代号斗罗 MMO	MMORPG	东方玄幻	否	自研	全球发行
三七互娱	代号魔幻 K 计划	MMORPG	西方魔幻	否	代理	全球发行
三七互娱	代号龙骑士	MMORPG	日式 Q 版	否	代理	境内发行
三七互娱	代号三国 CB	SLG	三国题材	否	代理	境内发行
三七互娱	代号巨兽	SLG	巨兽题材	-	代理	境外发行
三七互娱	代号原野	SLG	史前文明	否	代理	全球发行
三七互娱	代号 stpk	SLG	西方魔幻	-	代理	境外发行
三七互娱	代号二次元 ZQ	卡牌	东方玄幻	否	代理	境内发行
三七互娱	代号星环	卡牌	星际题材	否	代理	全球发行
三七互娱	代号琉璃	模拟经营	古风题材	-	代理	境外发行
三七互娱	代号休闲	休闲	现代度假村	-	代理	境外发行

完美世界	天龙八部 2	MMORPG	武侠	是	代理	2023 年 4 月 14 日上线
完美世界	神魔大陆 2	MMORPG	3D 魔幻	否	自研	预计 2023 年中先上线海外地区
完美世界	诛仙世界	MMORPG	新国风仙侠	是	自研	2022 年 8 月开启测试
完美世界	一拳超人: 世界	ARPG/ACT	动作、一拳超人 IP、二次元漫改	否	自研	2023 年 1 月 6 日首测, 限号不计费删档
完美世界	百万亚瑟王 (代号 MA)	卡牌游戏	百万亚瑟王 IP	否	自研	2023 年 1 月开启首测
完美世界	女神异闻录: 夜幕魅影	JRPG	女神异闻录 5 IP	否	自研	2023 年 3 月 29 日开启首测, 限号不计费删档
完美世界	Perfect New World	动作	MMO 端游	否	自研	2023 年 5 月 4 日于 Steam 首测
完美世界	朝与夜之国	RPG、卡牌养成	二次元冒险	否		
完美世界	诛仙 2	MMORPG	幻想仙侠	否	自研	
完美世界	代号: 新世界		完美世界 IP 新作	否		
完美世界	代号 Lucking			否		
完美世界	原创 IP 模拟经营项目	模拟经营		否		
完美世界	灵笼 IP 多人开放世界项目	开放世界	灵笼 IP	否		
完美世界	原创 IP 开放世界项目	开放世界		否		
恺英网络	奇点时代	AVG	二次元; 男性向	是	代理	2023 年 4 月 13 日上线
恺英网络	龙神八部之西行纪	卡牌 RPG	国漫放置策略	是	代理	预计 2023 年 6 月 5 日上线
恺英网络	石器时代: 觉醒	MMO	端游 IP	是		自研, 和腾讯联合发行
恺英网络	纳萨力克之王	卡牌 RPG	卡牌策略	是		和 B 站合作开发
恺英网络	仙剑奇侠传: 新的开始	RPG	仙侠国风	是	代理	
恺英网络	龙腾传奇	ARPG	经典传奇	是	自研	
恺英网络	归隐山居图	卡牌休闲	古风题材	是	代理	
恺英网络	盗墓笔记	ARPG	盗墓笔记、恐怖	否	自研	2021 年 6 月 17 日开启第一轮删档测试
恺英网络	妖怪正传 2	RPG	玄幻 3D	否	自研	
心动公司	火炬之光: 无限	ARPG	黑暗地牢	是	自研	2023 年 5 月 10 日国服上线
心动公司	火力苏打	射击	多英雄射击	是	自研	2022 年 5 月在海外市场上线; 2023 年 6 月 9 日国服将上线
心动公司	铃兰之剑	SRPG	经典像素风格战棋	否	自研	2022 年 11 月首次测试
心动公司	出发吧麦芬	放置 RPG	经典日式幻想	否	自研	2022 年 9 月开启篝火测试

心动公司	浣熊不高兴	二次元动作冒险	3DRoguelike 动作战斗	否	自研	海外版本于 2022 年 10 月开启公测
心动公司	伊瑟·重启日	回合制卡牌	近未来都市鬼神职人题材	否	自研	2022 年 7 月发布预告
心动公司	心动小镇	模拟经营	创造与幻想世界	否	自研	2022 年 10 月开启“小镇之旅”测试
创梦天地	二之国：交错世界	MMO	二次元	是	负责本地化工作；腾讯发行	预计 2023 年上线
创梦天地	卡拉彼丘	竞技射击	二次元 PVP 竞技	是	自研；腾讯发行	2023 年 1 月 11 日首次公开限量测试；预计 2023 年上线
巨人网络	太空行动	派对	太空杀	有	自研	2023 年 1 月 16 日上线
巨人网络	原始征途	MMORPG	国战类	是	自研	2023 年 3 月 24 日上线
巨人网络	龙与世界的尽头	放置	二次元	是	自研	2023 年 1 月 12 日先行服测试（付费测）
金山软件	魔域手游 2	MMO	魔幻	有	代理	2023 年 3 月 23 日全平台公测
金山软件	尘白禁区	射击	二次元 PVE	是	自研	2022 年 4 月限号不计费删档测试

数据来源：各公司财报，TapTap，产品官网，东吴证券研究所

3.3. AI 降本增收将持续落地，支撑行业估值向上空间

我们于深度报告《AI 时代新起点，寻新投资方向（二）海内外 AI 应用之游戏篇》中提出，看好 AI 赋能文本、美术、音乐等游戏资产生成，打破游戏制作的“不可能三角”，实现游戏内容生产的降本增效，同时看好内容生产效率提升后，游戏内容将逐步丰富，进而实现用户生命周期内付费额的提升，以及长期看好 AI 原生玩法创新带来行业新一轮增长。

降本增效已有所体现。1) 巨人网络称“公司研发团队广泛运用“文生图”工具，人效、产出、以及产品质量均有大幅提升”。2) 游族网络称“AI 在 2D 美术应用相对比较成熟，公司 4 月 2D 美术外包成本已经降低了约 25%，预计到年底可以实现更大程度的成本下降”。

AI 原生玩法方面：持续关注各大厂商落地情况。已有厂商在“AI+”玩法上积极探索，积极关注网易《逆水寒手游》、完美世界《神魔大陆 2》、巨人网络征途赛道产品中的 AI NPC 应用情况，同时积极关注巨人网络已上线产品《球球大作战》、《太空行动》结合 AI 玩法的落地。

表7：2023 年内有望落地的部分 AI+玩法产品情况

厂商	产品名称	产品类型	AI 玩法落地	预计上线时间
网易	逆水寒手游	MMO	AI NPC	2023/6/30

巨人网络	球球大作战	休闲竞技	AI 助力用户生成地图、皮肤	2023H2
巨人网络	太空行动	狼人杀	AI 扮演不同角色与玩家进行互动和对战	2023H2
巨人网络	征途赛道产品	MMO	AI NPC	-
完美世界	神魔大陆 2	MMO	AI NPC	2023 年中海外地区上线

数据来源：公司公告，游戏日报，逆水寒手游公众号，东吴证券研究所

4. 投资建议

行业新一轮产品周期已开启，新游陆续上线将增厚公司业绩，同时 AI 技术持续进步，AI 赋能游戏降本增收已逐步体现，后续 AI 原生玩法有望持续落地，将形成估值提升的持续催化。我们推荐：

1) **研运能力出色的头部厂商：**三七互娱、恺英网络、吉比特、完美世界等，港股的腾讯控股、心动公司等，建议关注网易-S 等；

2) **具备大模型能力，以及承接 AI 原生玩法较快落地场景的厂商：**昆仑万维、盛天网络、巨人网络、中文在线等，建议关注电魂网络、汤姆猫、神州泰岳等。

3) **2023 年业绩弹性大的厂商：**宝通科技、姚记科技、名臣健康等，港股的创梦天地等。

5. 风险提示

新游上线时间及流水表现不及预期。若新游延期上线，或发行效果不及预期，对对应公司的业绩贡献将低于预期。

AI 技术发展不及预期。若 AI 技术发展不及预期，或影响到 AI 对游戏的降本增效赋能，及 AI 玩法落地。

竞争加剧风险。若新游集中于某一档期上线，或导致用户抢夺加剧，买量宣发成本上升，新游回收周期有可能变长。

行业监管风险。游戏行业与版号、内容监管等政策关联度较高，若对付费、内容等方面的监管加严，或影响部分产品发行及运营。

巨人网络 (002558)

老牌游戏厂商重启增长，期待 AI 玩法落地 买入 (首次)

2023 年 05 月 16 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 陈欣

执业证书: S0600122070012

chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,038	3,046	3,785	4,204
同比	-4%	49%	24%	11%
归属母公司净利润 (百万元)	851	1,231	1,511	1,762
同比	-14%	45%	23%	17%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.42	0.61	0.75	0.88
P/E (现价&最新股本摊薄)	39.37	27.22	22.17	19.01

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **老牌游戏厂商，长线运营能力出众。**公司主营业务是互联网游戏的研发和运营，已推出知名端游及手游 IP “征途”系列、大 DAU 高流水手游《球球大作战》。2022 年及 2023Q1 公司实现营收 20.38、5.08 亿元，同比变动-4.07%、-12.55%，归母净利润 8.51、2.45 亿元，同比变动-14.43%、-9.67%，公司存量游戏延续稳健运营，业绩变动主要受投资收益影响。
- **老游有望延续稳健表现，构筑业绩基本盘。**1) 征途 IP: 公司不断优化运营和发行策略，推出嘉年华、“全民无差别 PK 争霸赛”等活动，我们认为公司对于征途系列产品受众已有深刻认知，通过系列赛事及运营活动，征途系列产品流水表现有望延续稳健态势。2) 球球大作战: 2019-2022 年及 2023Q1 其 iOS 游戏畅销榜平均排名分别为 86、90、75、88、116 名，长线运营已经重复验证，2023 年 5 月已推出地图 UGC 编辑器，我们看好其后续用户活跃度及付费有望再度回升。
- **新游陆续上线，贡献业绩增量。**1) 征途 IP: 2023 年 3 月 24 日，公司征途系列自研手游《原始征途》上线，首月流水超 3 亿元，流水表现出色。展望后续，我们认为《原始征途》研发时间长，且由董事长史玉柱亲自监制，追求“原汁原味还原征途玩法”，我们看好其后续不断完善玩法、丰富游戏内容、推出新职业新赛事，推动用户规模及活跃度、付费额增长，长生命周期流水表现可期。2) 休闲竞技赛道: 自研产品太空狼人杀手游《太空行动》已于 2023 年 1 月 16 日上线中国大陆地区，首日新增注册用户超 100 万，目前产品尚处自然流量获客阶段，公司预计将于 2023 年暑期开启大规模推广活动，期待其暑期流水表现。此外截至 2022 年末，《太空行动》海外版《Super Sus》DAU 已超 200 万。3) 放置品类: 公司寻求品类创新，首个放置类产品《龙与世界的尽头》计划于 2023 年暑期上线，持续关注其上线进展及表现。
- **积极拥抱 AI，关注 AI+玩法落地。**1) 降本增效: 公司已组建 AI 小组，推动全公司落地 AIGC 工具应用，以降低研运成本，提升研发效率。2) AI+玩法: 《球球大作战》已在探索 AI 助力用户实现地图、皮肤形象生成，《太空行动》将落地 AI 角色，实现与用户的交互对话，征途 IP 多款 MMO 产品已开始探索 AI NPC 应用落地，我们预计《球球大作战》《太空行动》相应 AI 玩法或有望于 2023 年内上线，持续关注其进展。
- **盈利预测与投资评级:** 公司老游稳健，新游将陆续上线贡献增量，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 12.31、15.11、17.62 亿元，同比增长 44.66%、22.75%、16.64%。公司业绩增长能见度高，且 AI+玩法有望于年内落地，参考同行及公司历史估值水平，我们给予公司 2023 年 35 倍 PE，目标市值 430.84 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** AI 技术进展不及预期，游戏上线时间及流水表现不及预期，行业竞争加剧，行业监管风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.71
一年最低/最高价	7.24/19.40
市净率(倍)	2.81
流通 A 股市值(百万元)	33,502.50
总市值(百万元)	33,502.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.95
资产负债率(% ,LF)	10.34
总股本(百万股)	2,004.94
流通 A 股(百万股)	2,004.94

相关研究

《巨人网络(002558): 销售回暖和油价下跌带来业绩大幅增长，全年预增 2-3 倍-世纪游轮 (002558)》

2014-11-03

《巨人网络(002558): 2014.9.15 公司研究-中期盈利增速起底回升，Q3 业绩增长有望提速-世纪游轮 (002558)》

2014-09-16

巨人网络三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,307	3,650	5,361	7,259	营业总收入	2,038	3,046	3,785	4,204
货币资金及交易性金融资产	2,122	3,398	5,150	6,982	营业成本(含金融类)	325	462	577	643
经营性应收款项	149	150	155	163	税金及附加	23	37	45	50
存货	0	0	0	0	销售费用	356	716	852	904
合同资产	0	0	0	0	管理费用	189	259	303	315
其他流动资产	36	102	56	114	研发费用	643	807	946	988
非流动资产	10,902	10,891	10,881	10,870	财务费用	-15	-26	-15	-24
长期股权投资	8,386	8,386	8,386	8,386	加:其他收益	116	152	151	168
固定资产及使用权资产	296	285	275	264	投资净收益	359	365	379	378
在建工程	234	234	234	234	公允价值变动	-153	0	0	0
无形资产	64	64	64	64	减值损失	-8	0	0	0
商誉	149	149	149	149	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	41	41	41	41	营业利润	831	1,309	1,607	1,874
其他非流动资产	1,733	1,733	1,733	1,733	营业外净收支	-2	0	0	0
资产总计	13,209	14,541	16,242	18,129	利润总额	830	1,309	1,607	1,874
流动负债	1,216	1,404	1,578	1,685	减:所得税	-4	65	80	94
短期借款及一年内到期的非流动负债	588	588	588	588	净利润	834	1,243	1,526	1,780
经营性应付款项	52	77	84	95	减:少数股东损益	-17	12	15	18
合同负债	235	277	346	386	归属母公司净利润	851	1,231	1,511	1,762
其他流动负债	342	461	560	616	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.42	0.61	0.75	0.88
非流动负债	91	91	91	91	EBIT	610	917	1,213	1,472
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	683	928	1,224	1,482
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	84.04	84.82	84.74	84.71
租赁负债	42	42	42	42	归母净利率(%)	41.76	40.42	39.92	41.92
其他非流动负债	50	50	50	50	收入增长率(%)	-4.07	49.46	24.29	11.06
负债合计	1,308	1,495	1,669	1,776	归母净利润增长率(%)	-14.43	44.66	22.75	16.64
归属母公司股东权益	11,857	12,989	14,500	16,262					
少数股东权益	45	57	72	90					
所有者权益合计	11,902	13,046	14,572	16,352					
负债和股东权益	13,209	14,541	16,242	18,129					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	737	1,009	1,373	1,453	每股净资产(元)	5.91	6.48	7.23	8.11
投资活动现金流	-918	365	379	378	最新发行在外股份(百万股)	2,005	2,005	2,005	2,005
筹资活动现金流	-551	-99	0	0	ROIC(%)	5.28	6.65	7.98	8.69
现金净增加额	-727	1,276	1,752	1,832	ROE-摊薄(%)	7.18	9.48	10.42	10.84
折旧和摊销	73	11	11	11	资产负债率(%)	9.90	10.28	10.28	9.80
资本开支	-112	0	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	39.37	27.22	22.17	19.01
营运资本变动	32	121	215	41	P/B(现价)	2.83	2.58	2.31	2.06

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

盛天网络 (300494)

业绩持续高增，期待 AI+社交应用落地

买入 (首次)

2023年05月16日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 陈欣

执业证书: S0600122070012
chenxin@dwzq.com.cn

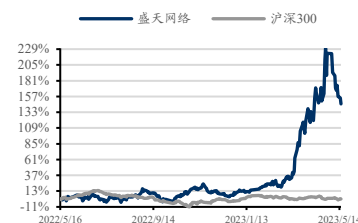
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,658	2,057	2,393	2,687
同比	36%	24%	16%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	222	308	359	407
同比	78%	39%	17%	13%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.82	1.13	1.32	1.50
P/E (现价&最新股本摊薄)	40.94	29.55	25.34	22.36

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **国内领先的场景化数字娱乐平台，2022年及2023Q1业绩高增。**公司深入布局数字娱乐场景，凭借丰富的行业经验和精准的产品定位，构建了跨场景的平台、内容和服务体系，发展出IP运营、游戏运营与发行、互联网广告和增值业务等主营业务。2022年及2023Q1公司实现营收16.58、4.29亿元，同比变动+35.83%、+34.50%，归母净利润2.22、0.74亿元，同比变动+77.78%、+40.03%，业绩延续高增长态势。
- **平台：融合线上+线下场景，布局电竞酒店加码长期成长。**公司拥有随乐游云游戏平台（云游戏场景）、易乐途数字营销平台（电竞酒店场景）、易乐玩游戏平台（网络游戏运营）、易乐游网娱平台（网吧场景）等，已实现线上、线下多元场景覆盖。展望未来，公司积极拓展场景，已于电竞酒店领域取得突破，公司产品易乐途已与行业头部PMS、CRM企业开展深度合作和链接，市占率正不断扩大，我们看好电竞酒店作为低渗透率高成长市场，将为公司平台业务业绩增长提供长期增长动力。
- **内容：IP运营持续壮大，拓展游戏研运探索新增量。**1) IP运营业务：《三国志2017》《三国志·战略版》流水稳健，构筑稳固业绩基本盘，新游《大航海时代：海上霸主》将于2023年上线贡献增量，同时《真·三国无双8》正处于开发中。2) 游戏研运业务：2023年公司将推出独立游戏《活侠传》《残世界的鸢尾花》，手游《星之翼》《代号：Blade》《遇见梦幻岛》《潮灵王国：起源》《炁术行者》。我们看好公司潜心储备优质游戏内容，逐步构建起游戏研运能力，培养业绩增长新一极。
- **服务：业绩增长新驱动，看好AI应用落地。**公司旗下游戏社交产品“带带电竞”通过提供游戏社交、陪练、技能分享、语音社交及跨屏互动功能，满足用户游戏社交需求，已在2022年成长为公司业绩增长的重要组成部分。我们认为游戏社交产品天然契合AI技术落地，公司已将智能声纹匹配、多声音维度构建用户标签逐步应用于“带带电竞”，并探索语音陪伴、虚拟主持情感陪伴等业务，我们看好公司于AI情感陪伴等方向的探索及落地，有望提升用户体验，进而带来收入端进一步增长。
- **盈利预测与投资评级：**公司平台+内容+服务业务增长态势强劲，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.08、3.59、4.07亿元，分别同比增长38.54%、16.60%、13.28%。公司业绩增长强劲，积极拥抱AI且具备落地承接场景，参考同行及公司历史估值水平，我们给予公司2023年40倍PE，目标市值123.17亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**AI技术进展不及预期，新游上线不及预期，增值业务用户增长及付费不及预期，行业监管风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.50
一年最低/最高价	12.68/46.10
市净率(倍)	5.60
流通 A 股市值(百万元)	7,080.34
总市值(百万元)	9,100.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.98
资产负债率(% ,LF)	24.00
总股本(百万股)	271.67
流通 A 股(百万股)	211.35

盛天网络三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,529	1,967	2,341	2,874	营业总收入	1,658	2,057	2,393	2,687
货币资金及交易性金融资产	1,199	1,608	1,977	2,501	营业成本(含金融类)	1,206	1,510	1,772	2,002
经营性应收款项	307	332	335	341	税金及附加	3	4	5	5
存货	0	0	0	0	销售费用	40	51	60	67
合同资产	0	0	0	0	管理费用	91	103	108	107
其他流动资产	24	27	29	32	研发费用	70	93	108	121
非流动资产	530	521	513	504	财务费用	-16	-24	-32	-40
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	12	14	16
固定资产及使用权资产	57	49	40	31	投资净收益	2	10	12	13
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	25	25	25	25	减值损失	-26	0	0	0
商誉	317	317	317	317	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	253	342	399	452
其他非流动资产	130	130	130	130	营业外净收支	-1	0	0	0
资产总计	2,059	2,488	2,853	3,378	利润总额	252	342	399	452
流动负债	434	556	562	679	减:所得税	30	34	40	45
短期借款及一年内到期的非流动负债	104	104	104	104	净利润	222	308	359	407
经营性应付款项	199	305	286	382	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	36	45	53	60	归属母公司净利润	222	308	359	407
其他流动负债	95	102	119	134	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.82	1.13	1.32	1.50
非流动负债	84	84	84	84	EBIT	246	308	355	399
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	280	317	364	408
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.29	26.57	25.94	25.47
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	13.40	14.97	15.01	15.15
其他非流动负债	81	81	81	81	收入增长率(%)	35.83	24.04	16.33	12.27
负债合计	518	640	646	764	归母净利润增长率(%)	77.66	38.54	16.65	13.32
归属母公司股东权益	1,540	1,848	2,207	2,615					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,540	1,848	2,207	2,615					
负债和股东权益	2,059	2,488	2,853	3,378					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	281	399	357	511	每股净资产(元)	5.67	6.80	8.13	9.62
投资活动现金流	-22	10	12	13	最新发行在外股份(百万股)	272	272	272	272
筹资活动现金流	-84	0	0	0	ROIC(%)	14.21	15.39	14.97	14.28
现金净增加额	180	409	369	524	ROE-摊薄(%)	14.43	16.66	16.27	15.57
折旧和摊销	34	9	9	9	资产负债率(%)	25.18	25.72	22.64	22.60
资本开支	-17	0	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	40.94	29.55	25.34	22.36
营运资本变动	11	93	1	108	P/B(现价)	5.91	4.92	4.12	3.48

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

中文在线 (300364)

AI 革新内容生产，海量释放 IP 价值待释放

买入 (首次)

2023 年 05 月 16 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 陈欣

执业证书: S0600122070012
chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,180	1,638	2,040	2,342
同比	-1%	39%	25%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	-362	164	217	265
同比	-	-	33%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-0.50	0.22	0.30	0.36
P/E (现价&最新股本摊薄)	-	87.49	65.92	54.14

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **国内最大的正版数字内容提供商之一。**公司全面布局数字文化内容行业，以数字内容生产、版权分发、IP 衍生与知识产权保护为核心，旗下拥有原创网站 17K 小说网、四月天小说网等原创平台。2022 年及 2023Q1 公司实现营收 11.80、2.88 亿元，同比变动-0.78%、+24.76%，归母净利润-3.62、-0.37 亿元，2022 年业绩亏损主要系：1) 在线教育平台项目等计提减值准备及公允价值变动损失 1.95 亿元；2) 公司部分业务开展受外部环境的影响，叠加文化业务收入对应的渠道成本有所增加。
- **多维度夯实内容优势，全方位开发 IP 价值。**公司持续夯实数字内容，以全品类平台+垂类平台的方式，形成多维度发展的内容平台矩阵，涵盖玄幻奇幻、都市言情、武侠仙侠、青春校园、女性向、科幻、悬疑等题材，截至 2022 年末，公司已累积数字内容资源超 550 万种，驻站作者 450 万名；与 600 余家版权机构合作，签约知名作家、畅销书作者 2000 余位。立足海量内容优势，公司向下游延伸进行 IP 培育与衍生开发，对优质网文进行音频、动漫、动态漫、中短剧、影视、游戏及文创周边等全模态开发，最大化优质内容价值。
- **IP 降低内容生产门槛，IP 多模态变现持续推进。**AI 技术持续进步，已大幅降低 2D 美术等内容生产门槛，公司积极拥抱 AI，我们看好 AI 加持下公司优质文学内容的多元变现节奏有望加快，同时产能释放后更多有价值的内容有望被发掘并充分变现。1) 音频业务：使用低成本、高效的 AI 主播录制有声书，截至 2022 年末，AI 主播录制的有声书时长已超 18 万小时，2022 年 AI 主播录制作品近千部。2) 漫画、动态漫：运用较为成熟的 AI 文生图技术，开发优质 IP 的漫画、动态漫。公司已运用 AI 技术，开发制作《招惹》的漫画及动态漫。3) IP 元宇宙交互社区：公司基于自有 IP 打造了 RESTART 重启宇宙，AI 将赋能社区人物、道具、情节等构建，对话式 AI “女娲”也带来更多创新玩法体验。
- **海外产品矩阵丰富，看好 AI 革新体验。**公司于海外市场已推出互动式视觉阅读平台 Chapters、动画平台 Spotlight、浪漫小说平台 Kiss、虚拟恋爱互动故事 My Escape，产品矩阵逐步丰富。其中 Chapters 及 My Escape 已在接入 ChatGPT 测试，我们看好 AI 赋能故事创作、剧本生成，及带来更好的用户交互体验，进而带来成本端降低与收入端增长。
- **盈利预测与投资评级：**2022 年多因素影响下，公司业绩承压，展望 2023 年及之后，公司将聚焦内容主业，业绩有望复苏，同时海外产品布局有望迎来业绩增长，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.64、2.17、2.65 亿元，对应当前股价 PE 分别为 87、66、54 倍。考虑到公司持续投入 AI、元宇宙等新兴领域，且具备 AI 落地的多个应用场景，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**海外产品流水不及预期，AI 技术发展不及预期，宏观经济不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.64
一年最低/最高价	6.57/27.76
市净率(倍)	12.84
流通 A 股市值(百万元)	12,767.01
总市值(百万元)	14,336.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.53
资产负债率(% ,LF)	33.65
总股本(百万股)	729.94
流通 A 股(百万股)	650.05

中文在线三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,071	1,154	1,496	1,745	营业总收入	1,180	1,638	2,040	2,342
货币资金及交易性金融资产	612	769	1,073	1,365	营业成本(含金融类)	591	526	655	751
经营性应收款项	288	208	236	190	税金及附加	2	3	4	5
存货	1	1	2	2	销售费用	462	557	683	784
合同资产	11	16	20	23	管理费用	173	197	235	258
其他流动资产	158	160	165	165	研发费用	133	197	245	281
非流动资产	794	793	792	790	财务费用	6	10	8	4
长期股权投资	158	158	158	158	加:其他收益	11	16	10	12
固定资产及使用权资产	43	42	41	40	投资净收益	17	16	20	23
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产	286	286	286	286	减值损失	-200	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	-360	182	241	293
其他非流动资产	305	305	305	305	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,865	1,947	2,288	2,536	利润总额	-360	182	241	293
流动负债	622	532	644	613	减:所得税	-1	9	12	15
短期借款及一年内到期的非流动负债	277	277	277	277	净利润	-359	172	229	279
经营性应付款项	107	71	151	104	减:少数股东损益	3	9	11	14
合同负债	143	105	118	120	归属母公司净利润	-362	164	217	265
其他流动负债	95	79	97	112	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.50	0.22	0.30	0.36
非流动负债	31	31	31	31	EBIT	-214	175	229	274
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	-104	176	230	276
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	49.89	67.89	67.91	67.92
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	-30.69	10.00	10.66	11.31
其他非流动负债	24	24	24	24	收入增长率(%)	-0.78	38.86	24.53	14.80
负债合计	653	562	674	643	归母净利润增长率(%)	-	-	32.72	21.75
归属母公司股东权益	1,154	1,317	1,535	1,800					
少数股东权益	59	67	79	93					
所有者权益合计	1,212	1,385	1,614	1,892					
负债和股东权益	1,865	1,947	2,288	2,536					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	13	156	300	285	每股净资产(元)	1.57	1.80	2.10	2.47
投资活动现金流	-38	16	20	23	最新发行在外股份(百万股)	730	730	730	730
筹资活动现金流	105	-16	-16	-16	ROIC(%)	-12.68	10.52	12.19	12.80
现金净增加额	92	157	304	292	ROE-摊薄(%)	-31.38	12.44	14.17	14.71
折旧和摊销	110	1	1	1	资产负债率(%)	35.00	28.88	29.47	25.37
资本开支	-146	0	0	0	P/E (现价&最新股本摊薄)	-	87.49	65.92	54.14
营运资本变动	69	-17	74	12	P/B (现价)	12.53	10.88	9.34	7.97

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

