

新品重磅上线，AI 布局积极，2023 年高增长可期

002558 CH
 Giant Network Group
 Rating: OUTPERFORM
 Target Price: Rmb16.25

Yuncong Mao
 yc.mao@htisec.com

Xingguang Chen
 xg.chen@htisec.com

Xiaoyue Hu
 xy.hu@htisec.com

投资要点:

- **巨人网络是国内领先的集研发、运营、发行为一体的综合性互动娱乐企业。**公司自 2004 年成立以来深耕网络游戏市场，以研运一体的经营模式为本，聚焦精品游戏。公司具有丰富的 IP 储备和多元的游戏赛道，如“征途”和“球球大作战”，聚焦于 3DMMO、泛二次元、UE4 和发行定制赛道。2022 年以来，公司全力拥抱 AI 趋势，在研发和玩法层面取得突破性进展，并在海外市场成立全新品牌 Ztimes，深入研究 web 3.0 技术在游戏中的运用。
- **推理派对手游《太空行动》暑期将启动大范围推广，游戏业务未来有望保持较高增速。**2022 年公司重磅发布《太空行动》、《原始征途》和《龙与世界的尽头》。《原始征途》表现优异，其首日流水超千万，首月流水破三亿。公司预计将在暑期大规模推广休闲社交品类力作《太空行动》。我们认为，“征途”IP 用户基数厚实、基本盘稳固，暑期随着新品的大范围推广，预计下半年将实现公司收入及利润的进一步增厚。
- **全新品牌 Ztimes 发力海外市场，未来有望拓展海外增量空间。**全球化发展是公司坚定不移的战略。公司自研游戏均已将开拓海外市场作为重点目标，2022 年发行的《Super Sus》帮助公司在自研游戏“出海”方面更进一步。我们认为，未来公司将持续推进全球化战略，将海外业务覆盖至更多地区，收入有望打开增量空间。
- **公司全力拥抱 AI 浪潮，未来将进一步降低研运成本，提高研发效能。**公司 AI 小组加速组建，协同国内大厂探索“游戏+AI”。生成式大模型的迅速崛起，公司在战略层面重视 AI 技术，通过“AI+游戏玩法”的集成，给用户带来了全新的体验。我们认为，公司具有存量产品的天然优势，具体产品落地思路逐渐明晰，AI 团队的组建给公司带来强大智库支持，随着大模型的迭代速度加快，公司有望实现游戏体验的大幅提升。
- **盈利预测与估值分析。**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.65 元/股、0.80 元/股和 0.95 元/股。参考可比公司，我们认为，《原始征途》首月表现优异，暑期阶段《太空行动》的大范围推广将带来新的增长点，AIGC 的后续落地将赋能公司研运环节，降本增效成果可期，给予公司 2023 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 16.25 元/股，首次覆盖给予公司“优于大市”评级。
- **风险提示。**行业政策变动风险，版号发放进度不及预期，行业竞争风险加剧，核心技术人才流失风险。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万)	2124	2038	4240	5263	6110
(+/-)YoY(%)	-4.2%	-4.1%	108.1%	24.1%	16.1%
净利润 (百万元)	995	851	1298	1610	1897
(+/-)YoY(%)	-3.4%	-14.4%	52.5%	24.0%	17.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.50	0.42	0.65	0.80	0.95
毛利率(%)	84.9%	84.0%	84.0%	83.9%	83.9%
净资产收益率(%)	9.4%	7.2%	10.0%	11.0%	11.5%

资料来源：公司年报 (2021-2022)，HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 公司概况：“研运一体”的综合性互动娱乐企业.....	6
1.1 发展历程：“征途”起家，端转手爆品频出.....	6
1.2 研发体系：“理念+人才+中台”三位一体.....	6
1.3 股权结构：股权较为集中，管理层彰显年轻化.....	7
1.4 财务情况：研发投入保持稳定，23 年业绩有望加速突破.....	8
2. 行业：海外游戏市场成为绿洲，AI 工具大幅降本增效.....	10
2.1 国内：2022 年游戏市场首降，政策端宽松有望带来行业回暖.....	10
2.2 出海：研发硬实力为出海提供强劲引擎，关注新兴市场支付潜力.....	10
2.3 新趋势：生成式 AI 大模型突飞猛进，游戏行业带来颠覆性变革.....	11
3. 公司游戏业务：聚焦两大精品 IP，出海或打开增量空间.....	12
3.1 深耕 IP 探索 20 年，自研《原始征途》展现强大 IP 生命力.....	12
3.1.1 原创国产 IP“征途”，构筑巨人游戏板块基底.....	12
3.1.2 《原始征途》：“自研自发”旗舰新游，首月流水破三亿.....	13
3.2 “IP+社交”赋能“球球大作战”，故事化营销大放异彩.....	14
3.3 新品重磅登场，下半年业绩有望加速突破.....	16
3.3.1 龙与世界的尽头：二次元放置类新方向，或为新增长曲线.....	16
3.3.2 太空行动：扩展休闲竞技品类市场空间，致力于打造全球 IP.....	17
3.4 全新品牌 Ztimes 发力海外市场，研发团队加速扩张.....	18
3.5 乘“AI”之翼，聚“研运”之能.....	19
4. 盈利预测与估值分析.....	21
5. 风险提示.....	22
财务报表分析和预测.....	24

图目录

图 1	巨人网络发展历程	6
图 2	公司研发体系：“理念+人才+中台”三位一体	7
图 3	巨人网络股权结构	7
图 4	巨人网络营收及其增速	8
图 5	巨人网络利润及其增速	8
图 6	巨人网络移动端网络游戏收入及其增速	9
图 7	巨人网络电脑端网络游戏收入及其增速	9
图 8	巨人网络销售净利率及销售毛利率情况	9
图 9	巨人网络费用率情况	9
图 10	中国游戏市场实际销售收入	10
图 11	中国游戏用户规模增速	10
图 12	2015 年以来游戏版号发放数量	10
图 13	中国自主研发游戏海外市场实际销售收入	11
图 14	海外移动游戏市场流水 TOP100 游戏发行状况（按数量）	11
图 15	2022 年以来国内外 AI 大模型发展情况	11
图 16	公司“研运一体”架构的梳理	12
图 17	“征途”系列 IP 发展历程（手游&端游）	13
图 18	《原始征途》宣传界面	13
图 19	《原始征途》社交系统界面	13
图 20	《原始征途》IOS 畅销榜排名情况	14
图 21	原始征途首月流水破 3 亿	14
图 22	《球球大作战》发起野生动物保护公益行动	16
图 23	《球球大作战》ios 下载量（次）	16
图 24	《球球大作战》“IP+社交”的营销矩阵	16
图 25	《龙与世界的尽头》宣传海报	17
图 26	《龙与世界的尽头》游戏界面	17
图 27	游戏版号发放情况（个）	17
图 28	《太空行动》顺利获得游戏版号	17
图 29	《太空行动》宣传海报	18
图 30	《太空行动》B 站官方账号	18

图 31	ZTimes 公司 LOGO	19
图 32	ZTimes 展台亮相旧金山 2023 GDC.....	19
图 33	《太空行动》与“文心一言”联合推出 AI 生成的手游形象“太空鲨”.....	19
图 34	公司研发及运营环节已经就 AI 开展了初步探索.....	20

表目录

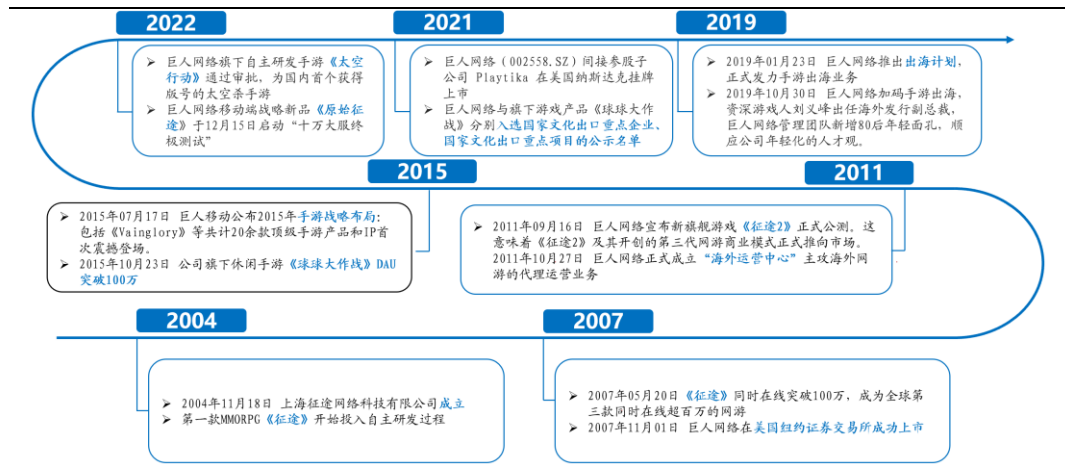
表 1 《球球大作战》的跨界品牌合作情况.....	15
表 2 公司主营业务各分项收入预测与假设 (百万元)	22
表 3 可比公司盈利预测及估值表	22

1. 公司概况：“研运一体”的综合性互动娱乐企业

1.1 发展历程：“征途”起家，端转手爆品频出

巨人网络是国内领先的集研发、运营、发行为一体的综合性互动娱乐企业。公司成立于2004年11月8日，第一款MMORPG《征途》开始投入自主研发过程，次年年末《征途》内测且宣布永久免费，2007年05月20日《征途》同时在线突破100万。2007年11月巨人网络在美国纽约证券交易所成功上市，公司总市值达到42亿美元，成为在美国发行规模最大的中国民营企业。“征途”是公司重要的原创IP之一，公司自成立以来陆续推出“征途”系列作品，如2010年《绿色征途》、2011年《征途2》等。2014年公司重磅宣布其手游战略，之后陆续推出休闲手游《球球大作战》、《新征途手游》、《大主宰》等知名IP作品。2022年，公司继续发扬精品化战略，重磅发布《太空行动》、《原始征途》和《龙与世界的尽头》。

图1 巨人网络发展历程



资料来源：公司官网，HTI

1.2 研发体系：“理念+人才+中台”三位一体

“理念+人才+中台”三位一体，“研运一体化”经营模式贯穿产品生命周期。

(1) 坚持聚焦精品，持续投入核心赛道：巨人网络自成立之初就以“坚持自主研发、聚焦精品”为研发理念，依托强大的研发实力及 IP 资源储备，致力于推出高品质、长生命周期、满足不同类型玩家需求的多元化精品游戏。除持续投入征途和球球大作战这两个核心赛道，同时公司积极布局 3DMMO 赛道、泛二次元赛道、UE4 赛道、发行定制赛道等擅长领域，丰富公司的产品形态。

(2) 公司持续给年轻人提供舞台：2021年9月，公司提拔65名90后年轻骨干上业务一线，平均年龄在30岁以下；2022年10月巨人网络征途赛道在17周年庆之际宣布向2023届全国大学毕业生开放近百个校招岗位；

(3) 加强中台建设，推动研发体系性革新建设：公司不断加强研发平台和体系的技术革新，致力于建设易用的、可扩展的、不断演进的高效能研发框架。首先，该研发框架会形成“持续”的研发体系，包括人员能力、习惯、制作、规范、工具链、质量控制、协作、资源的透明和共享等；其次，该框架能保证研发流程的“高效”，减少 workflow 中的重复和损耗，消除研发过程中因为配合导致的瓶颈；第三，该框架能实现游戏出品的高质量，从根本上改变公司的研发体系，实现“大中台小项目”模式，成为创新力的放大器。

(4) 创新老牌 IP 运作，以精细化用户研究所称道。公司会对游戏的活跃率、付费

率、最高在线人数、用户平均在线时长、用户等级分布等关键运营数据进行检测 and 统计，对用户习惯进行量化分析和研究，在运营的同时随时改进游戏功能以不断满足玩家的需求，并开发大量新功能，以“更新快速、改动显著、贴近玩家”为广大玩家所称道。

图2 公司研发体系：“理念+人才+中台”三位一体

拥有强大的研发能力、高效的运营体系、完善的技术支持，已经成为国内较为领先的游戏研发、运营公司



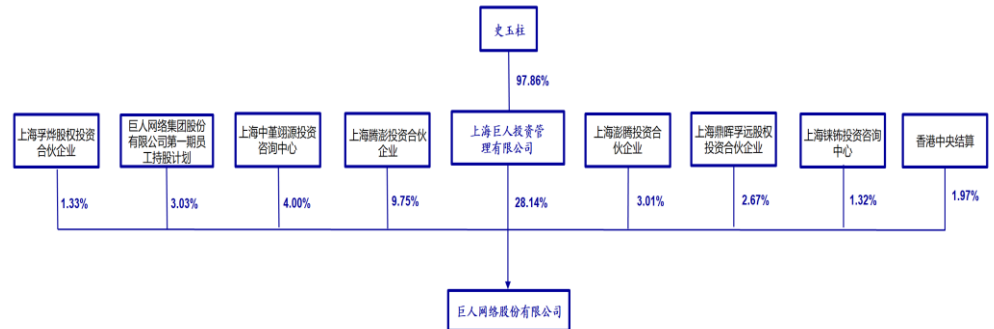
资料来源：公司官网，HTI

1.3 股权结构：股权较为集中，管理层彰显年轻化

公司股权较为集中，董事长史玉柱为实际控制人。截止 1Q23，上海巨人投资管理为公司第一大股东，持有 28.14% 的股份，第二大股东为上海腾澎投资合伙企业，持股比例为 9.75%；其他股东有上海中董翊源投资咨询中心（4.00%）、上海澎腾投资合伙企业（3.01%）、上海鼎晖孚远投资合伙企业（2.67%）、上海铼铈投资咨询中心（1.32%）、上海孚焯股权投资合伙企业（1.33%）和香港中央结算（1.97%）；此外，还有公司第一期员工持股计划（3.03%）。

巨人网络也不断完成高管层年轻化调整，相继引入 CTO 聂志明、CFO 孟玮、海外发行副总裁刘义峰等多位业务高管。其中，孟玮、刘义峰均为“80 后”，“征途”和“球球大作战”等项目、泛二次元赛道的负责人均为 85 后。巨人网络在《关于网络游戏业务发展规划（2020-2022）》中提到：“公司在业务层面推出业务合伙人机制，提拔一批 85 后业务合伙人，把更多了解业务的一线年轻人推到前台去。”

图3 巨人网络股权结构



资料来源：公司 2023 年一季报，wind，HTI
注：数据截至 2023Q1

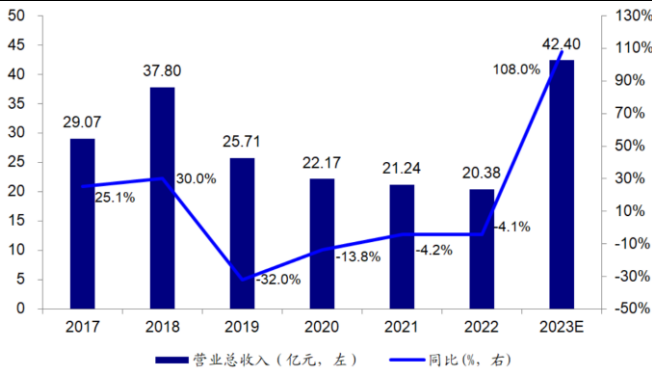
2021年2月10日,巨人网络宣布向管理团队及核心员工推出第一期员工持股计划。巨人网络《第一期员工持股计划》显示,该持股计划的总规模为公司总股本的1%-3%,并且设置了三年业绩考核要求。股票的解锁条件为:以2021-2023年的“累计考核利润”为标准,达到27亿元,解锁约2024.38万股,即公司总股本的1%;达到27+N亿元(0<N<12)时,解锁数量为2024.38万股+N/6*2024.38万股,即总股本的(1+N/6)%;达到或超过39亿元,则全部解锁。而若三年“累计考核利润”未达到27亿元,则该持股计划全部股票不得解锁,由公司收回。

1.4 财务情况:研发投入保持稳定,23年业绩有望加速突破

公司2019-2022年营收及净利润基本平稳,随着新产品的推出23年业绩有望加速突破。2019年公司营收下滑主要由于旺金金融不再纳入合并范围,2019年净利润下降的主要原因是2019年公司持续增加研发投入,优化组织结构使得研发费用、管理费用有所上升,且新产品上线较晚,处于投入期,无法贡献利润。2022年公司实现营收20.38亿元,实现归母净利润8.51亿元。公司1Q23实现营收5.08亿元,同比下滑12.55%,归母净利润2.45亿元,同比下滑-9.67%,主要由于《原始征途》存在买量先行,流水递延的情况。

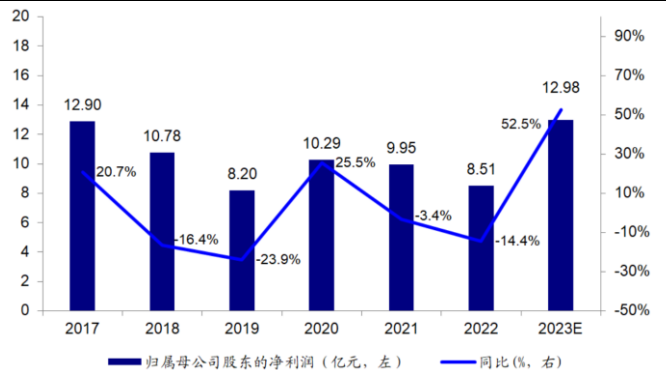
目前,公司“征途”IP旗舰新品《原始征途》表现优异,其首日流水超千万,首月流水破三亿,表现十分优异。此外,作为公司发力休闲社交品类的一款新力作,《太空行动》有望在暑期得到大范围推广。我们认为,随着公司新游进程加速,对征途IP赛道、休闲竞技赛道等核心赛道的战略布局正在进入收获期,今年三款新品的上线将成为公司新的增长点,前期研发投入有望兑现。

图4 巨人网络营收及其增速



资料来源: wind, HTI

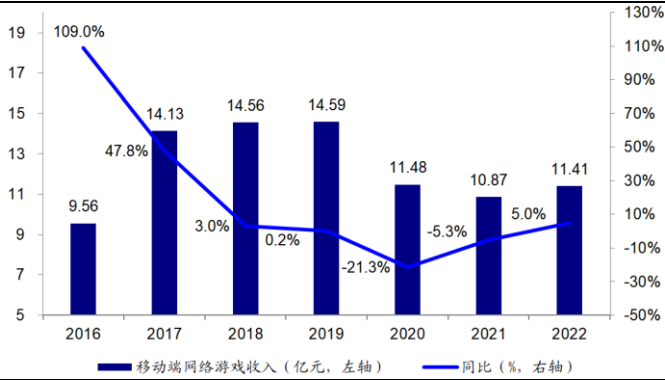
图5 巨人网络利润及其增速



资料来源: wind, HTI

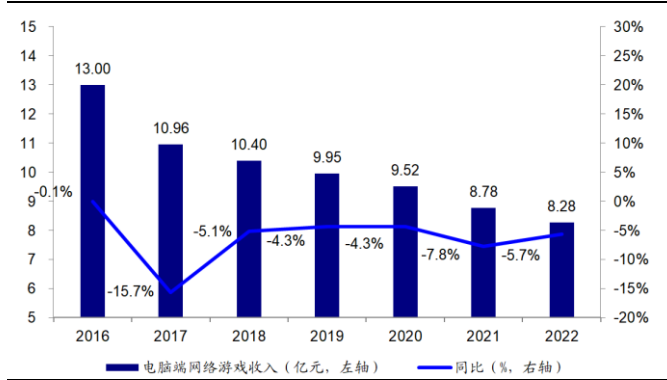
把握移动互联网时代红利,公司移动端游戏收入高增。2016-2019年公司移动端网络游戏收入超越端游,期间推出多款手游,如《征途2》、《球球大作战》等。2023年《太空行动》、《原始征途》等旗舰手游成功推出,其中《原始征途》首月流水破三亿,公司移动端收入有望加速突破。

图6 巨人网络移动端网络游戏收入及其增速



资料来源: wind, HTI

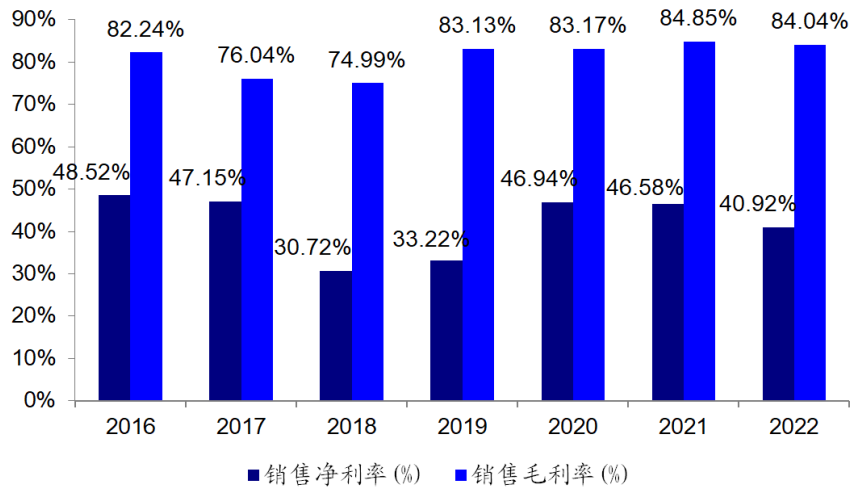
图7 巨人网络电脑端网络游戏收入及其增速



资料来源: wind, HTI

公司净利率及毛利率水平维持高位。2022 年公司销售净利率及毛利率分别为 40.92%、84.04%。我们认为，其主要系“征途”IP 及《球球大作战》等老产品经过多年积累已趋于成熟稳定，其研发、运营和营销环节等成本能够缩减至低位。

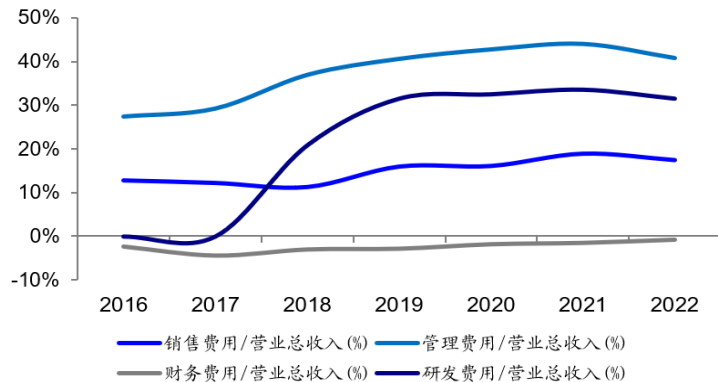
图8 巨人网络销售净利率及销售毛利率情况



资料来源: wind, HTI

坚持“研运一体化”经营模式，持续高研发投入有望于今年兑现。为了面向长期发展，公司在 2019 年实施了一系列全新的战略与人才改革措施，加强中台建设，推动研发体系性革新建设，2019 年以来研发费用率维持在 30% 以上。公司优化人才及组织架构，积极给年轻人提供成长舞台，因此管理费用率有所上升。2019 年来公司销售费用率略有上升的原因主要系公司加强游戏宣发，如《球球大作战》电竞赛事运营等。随着储备产品于年内的陆续推出，过去持续高研发投入有望于今年兑现。

图9 巨人网络费用率情况



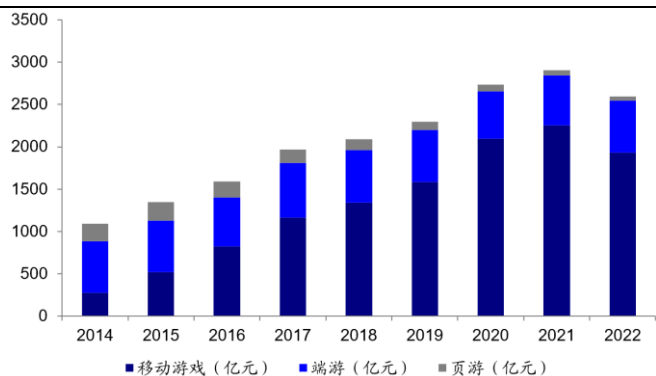
资料来源: wind, HTI

2. 行业：海外游戏市场成为绿洲，AI 工具大幅降本增效

2.1 国内：2022 年游戏市场首降，政策端宽松有望带来行业回暖

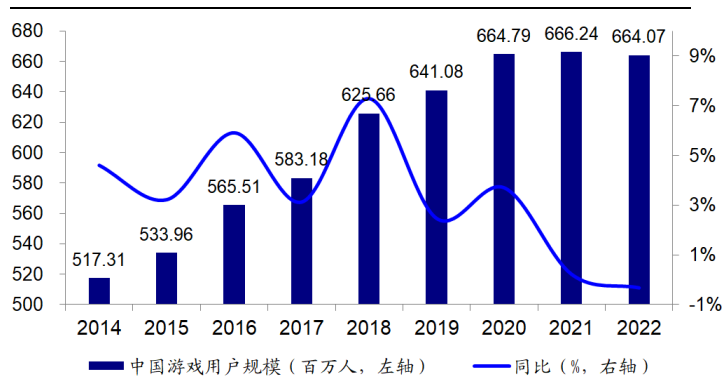
市场端看，受到疫情等外部环境的影响，2022 年国内游戏市场略有承压。根据游戏工委发布的《2022 年中国游戏产业报告》（根据公司 2022 年年报援引），2022 年中国移动游戏市场实际销售收入 1930.58 亿元，同比减少 14.40%；客户端游戏市场实际销售收入为 613.73 亿元，同比增长 4.38%。中国游戏市场用户规模为 6.64 亿，同比减少 0.33%。我们认为，2022 年国内游戏产业低迷主要受到需求端的人口红利消退及供给端的新产品缺乏等因素影响。因此，坚持高质量、精品化发展，深耕细分化、差异化赛道，持续注重提升用户体验，成为中国游戏行业突破困境、健康发展的关键手段。

图10 中国游戏市场实际销售收入



资料来源：文化产业评论网号援引游戏工委、伽马数据，HTI

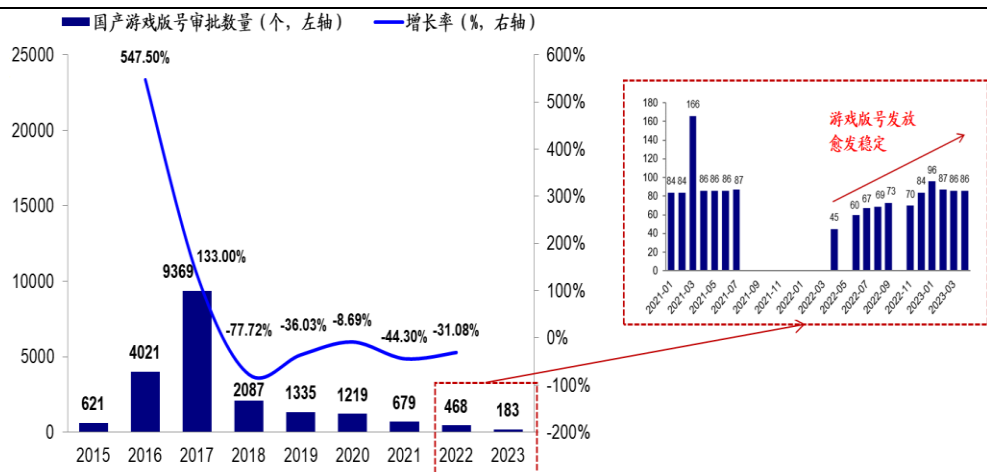
图11 中国游戏用户规模增速



资料来源：文化产业评论网号援引游戏工委、伽马数据，HTI

政策端看，2022 年游戏版号发放愈发稳定，23 年积压游戏产品有望逐步释放。2022 年 4 月游戏版号恢复发放，2023 年 1-4 月每月游戏版号发放数量稳定在 80 款以上，但相比之前年份明显下滑。我们认为，政策指引下公司需要更加注重游戏内容的精品化，存量方面继续保持 IP 活力，加强研发投入，实现高质量的新品输出。

图12 2015 年以来游戏版号发放数量

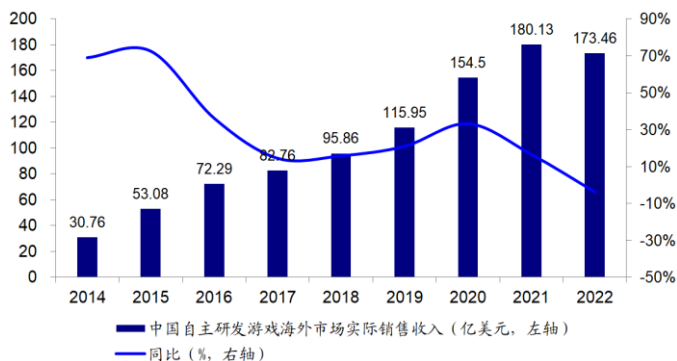


资料来源：国家新闻出版署，HTI

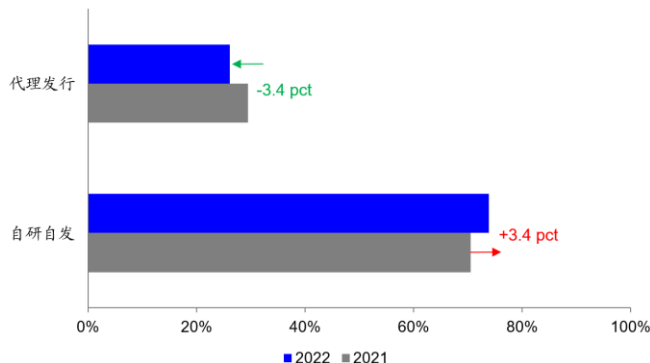
2.2 出海：研发硬实力为出海提供强劲引擎，关注新兴市场支付潜力

海外游戏市场成为绿洲，加码出海成为众多厂商未来策略。游戏工委数据显示，2022 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 173.46 亿美元，同比减少 3.7%，虽有所下降，但下降幅度显著小于全球游戏市场收入降幅。伽马数据显示，2022 年海外主要移动游戏市场 TOP100 产品中，自研自发产品占比进一步提升。我们认为，

想要打开海外增量空间，公司必须要拥有足够的产品研发硬实力，高质量的产品才能站稳脚跟。

图13 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入


资料来源：游戏工委，HTI

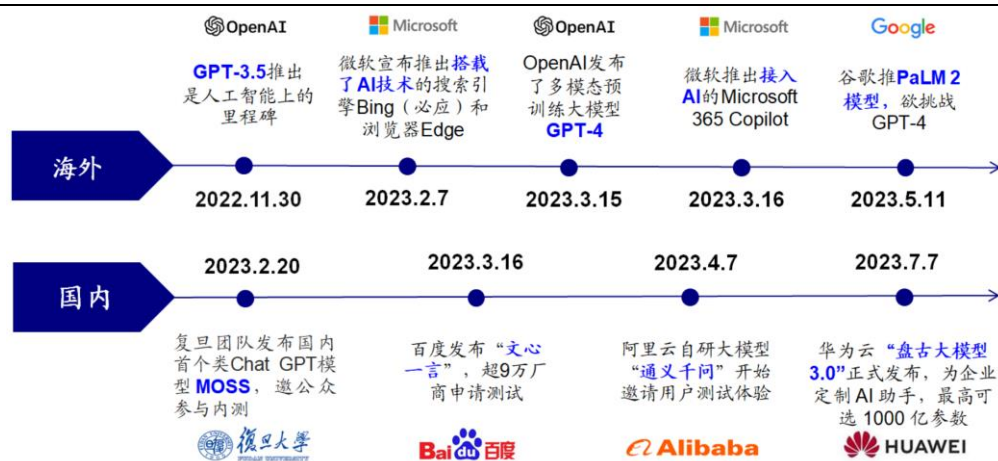
图14 海外移动游戏市场流水 TOP100 游戏发行状况 (按数量)


资料来源：科学中国网援引伽马数据，HTI

美日韩为出海主要目标市场，关注东南亚等新兴市场支付潜力。从地域分布看，2022年中国自主研发移动游戏海外市场实际销售收入地区分布中，美国市场占比为32.31%，日本市场占比为17.12%，韩国市场占比为6.97%，这三个国家依然是中国游戏企业出海的主要目标市场，合计占比达56.40%。此外，如东南亚、中东等新兴市场，由于其人口结构年轻，经济增速快，目前仍处于支付洼地，具有长期发展潜力。我们认为，游戏出海企业除把握美日韩等主要目标市场外，也需意识到新兴市场的重要性，多样灵活地进行本地化运营，抓住第二条出海之路。

2.3 新趋势：生成式 AI 大模型突飞猛进，游戏行业带来颠覆性变革

生成式 AI 突飞猛进，研发环节大幅降本增效。2022年11月30日GPT-3.5推出，标志着人工智能领域进入全新的阶段。内容生产工具进一步与AI整合，如Mid journey等文生图工具。国内各大厂紧跟其后，相继开发出自家大模型。目前，AIGC已经广泛应用于研运等环节中，降本增效成果显著。(1)生产端方面，AI绘图工具大幅度缩减了美工成本，单位时间产出效率快速提高；(2)消费端方面，“AI+游戏玩法”带来全新的用户体验，如智能NPC等，为玩家提供千人千面的游戏反馈，进而提升其操作空间和体验感。(3)运营方面，AI技术已在游戏运营和用户建模分析等方面广泛应用，通过分析玩家的行为和喜好，对游戏进行更新和补充，从而提高用户留存率。我们认为，AIGC代表着游戏产业未来的新方向，公司正全力拥抱AI趋势，全方位加快相关工具的应用来降本增效。

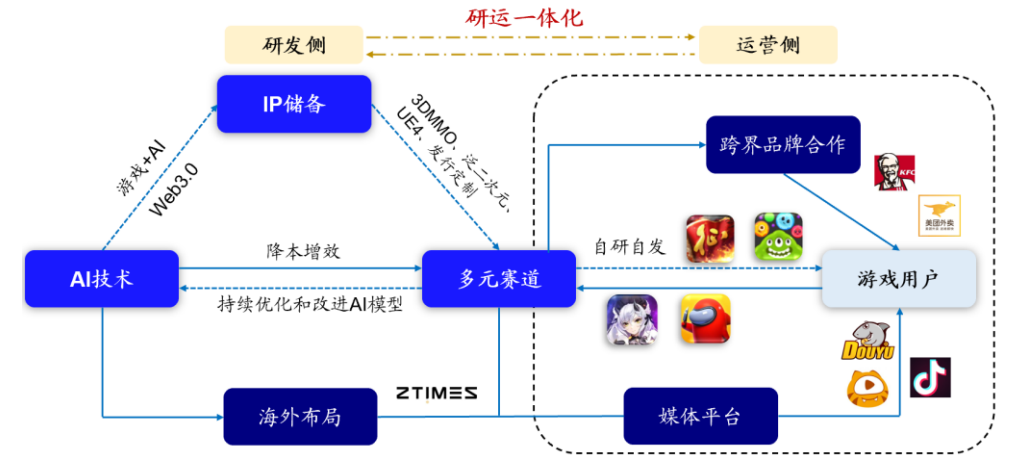
图15 2022年以来国内外 AI 大模型发展情况


资料来源：中国日报，观网财经，IT之家，TechWeb，芯智讯，腾讯网，复旦大学，HTI

3. 公司游戏业务：聚焦两大精品 IP，出海或打开增量空间

公司自 2004 年成立以来深耕网络游戏市场，以研运一体的经营模式为本，聚焦精品游戏。公司具有丰富的 IP 储备和多元的游戏赛道，如“征途”和“球球大作战”，聚焦于 3DMMO、泛二次元、UE4 和发行定制赛道。2022 年以来，公司全力拥抱 AI 趋势，在研发和玩法层面取得突破性进展，此外，于海外市场成立全新品牌 Ztimes，深入研究 web 3.0 技术在游戏中的运用。游戏宣发方面，公司善于通过不同领域的品牌合作来增强 IP 曝光度，从而增强用户粘性。

图16 公司“研运一体”架构的梳理



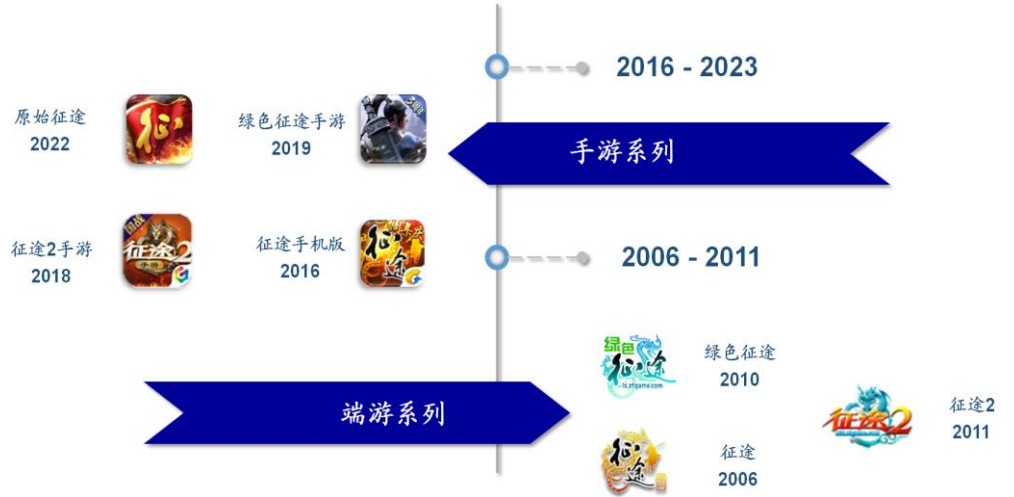
资料来源：公司官网，公司 2022 年年报，各游戏官网，HTI

3.1 深耕 IP 探索 20 年，自研《原始征途》展现强大 IP 生命力

3.1.1 原创国产 IP“征途”，构筑巨人游戏板块基底

“征途”在端游时代以自研自发为主，主要有 4 个产品，《征途》、《征途 2》、《绿色征途》、《征途怀旧版》；在手游时代，“征途”系列做了新的突破和尝试，自研自发和渠道合作共举，主要产品包括由腾讯独家代理的《征途手游》、自研自发的《征途 2 手游》、授权英雄互娱发行的《绿色征途手游》以及自研自发的《原始征途》手游等。“征途”IP 作为国战类 MMORPG 网游最知名品牌之一，是生命力最强的国产 IP 之一。《征途》端游划时代开启了道具付费模式先河，端游&手游全系列产品累计收入超 200 亿元。自研自发的《原始征途》于 2023 年 3 月 24 日正式上线，其从立项之初就承载着“征途”IP 的未来：“让更多人感受征途的魅力”。

图17 “征途”系列 IP 发展历程 (手游&端游)



资料来源：公司官网，七麦数据，各游戏官网，百度百科，HTI

3.1.2 《原始征途》：“自研自发自研”旗舰新游，首月流水破三亿

赛道自研的新手游《原始征途》是“征途”IP 又一款旗舰产品，历时 3 年研发，得到了公司资源的大力支持，公司董事长史玉柱先生亲自加入研发团队，对游戏进行监制。该产品以“原汁原味还原征途玩法”和“十万人开服”为特色。

制作初衷：开启尘封的回忆，回味当年的“征途”乐趣。 征途 IP 转眼过去 20 年，一方面，市场上有很多模仿《征途》的游戏，却无法让玩家体验到原汁原味的《征途》情怀，另一方面，巨人网络在与玩家的不断交流中发现越来越多的玩家想要找回当年《征途》的感觉。因此，基于《征途》“国战”的核心玩法，以“国家”为中心、“家族”为纽带，在 2023 年自研自发的《原始征途》横空出世。

自研自发自研：立足于 IP 的核心国战玩法，对内容进行现代化改造。《原始征途》坚持自研自发自研，是史玉柱回归研发一线后参与的首款产品。他在致玩家的信中表示，“这次是真的参与研发，而不是挂名”。经统计，史玉柱回归参与研发的六个月时间，提出了 400 多条修改意见。具体改进方面，《原始征途》一脉相承“征途”IP 的初衷，还原了《征途》带给玩家的爽和情怀；另一方面，很多游戏采取“合区”的方式来保证服务器玩家的数量，但这种方式会导致《原始征途》两个服务器的“国家”之间出现混乱，因此《原始征途》采取“连接”而不是“合并”的方式来整合不同服务器的玩家。通过玩家的合并，在游戏后期玩家能够搭建更大的地理架构、创造更开放的世界、面对更多的对手，大大提升玩家的游戏与社交体验，即“群雄逐鹿，万人国战”的游戏特色。

图18 《原始征途》宣传界面



资料来源：原始征途官网，HTI

图19 《原始征途》社交系统界面

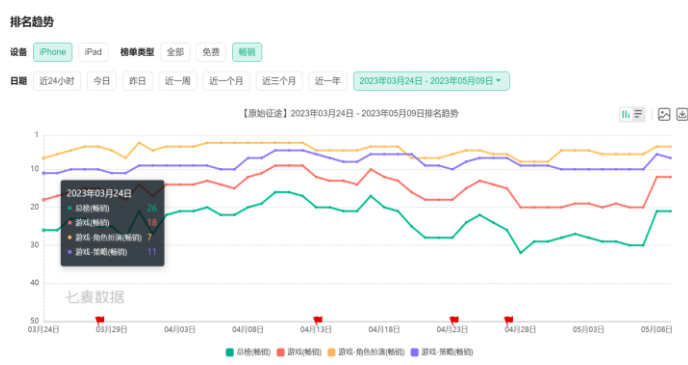


资料来源：原始征途官网，HTI

以用户为本：巨人网络在研发过程中秉持“灵感来自于用户”的理念，其与用户共研的方式有：(1) 策划亲身体验游戏：除游戏内容本身外，更关注于玩家在游戏过程中的互动、体验与诉求，“灵感从玩家中来”，避免策划的主观判断。(2) 举办线下玩家见面会：一方面听取玩家代表收集到的新问题并商讨解决方式，另一方面阐述过去收集到问题计划以及正在进行的改动。(3) 招募匹配产品年龄段的新人：研发团队在产出新内容时，在内部交流时会更加倾听年轻群体的声音。

特色内容与社交系统：玩家日常活动方面除了主线支线以及刷副本等常规之外，还有很多符合特色的内容，例如据其他国家刺探敌情、往边境运镖、以及去中绿区采集等。社交板块是游戏中最有特色内容，尤其是以好友为基础组建的家族，更是很多活动的基础。选择好国家之后可以通过后续发展加入到不同家族或帮会中，家族之间经常会发生各种战斗，获胜的最强家族族长将会成为本国国王，带领国家所有玩家去和其他势力战斗。

图20 《原始征途》IOS 畅销榜排名情况



资料来源：七麦数据，HTI

图21 原始征途首月流水破3亿



资料来源：巨人网络微信公众号，HTI

《原始征途》表现优异，首月流水破3亿。2023年3月24日正式公测后，《原始征途》首日登顶 iOS 免费榜及畅销榜前 20，新增用户超百万，首日流水超千万，首月流水破三亿，表现十分优异。后续该产品还将不断推出新职业与新赛事，配合团队丰富的长线运营经验，为用户和收入持续增长提供强有力的支撑。

3.2 “IP+社交”赋能“球球大作战”，故事化营销大放异彩

《球球大作战》是公司自研自发的休闲竞技类手游，成为行业知名的优质 IP，截至公司 2022 年年报披露前，《球球大作战》累计设备安装量 6 亿台，峰值 DAU 超 2900 万人，曾登顶中国区游戏免费榜榜首，并长期占据 App Store 小游戏、智力游戏免费排行榜前五名。**《球球大作战》具有完善的 IP 世界观和多元性的社交系统，采用跨界品牌合作和公益领域联动的新营销，开创了新的休闲竞技游戏品类。**

完善的 IP 世界观：“内容+游戏”双轮驱动，《球球大作战》书写有关勇气与成长的故事。爆款游戏想要实现长线运营，除玩法外，围绕 IP 向泛娱乐化扩展是很多游戏厂商积极布局的方向。随着这几年的口碑积累，球球大作战 IP 逐渐深入人心，公司借此机会完善并扩充其 IP 世界观。比如《球球大作战》于 2021 年 1 月 10 日推出的全新年度 CG，以“无所畏惧”为 IP 主基调，讲述了有关勇气与成长的故事。我们认为，通过故事来将 IP 塑造得更加立体化，引发玩家的情感共鸣，这种情感能够突破各种媒介的束缚，获取持续的流量，提高用户留存率。

多元性社交系统：聚焦玩家社交关系，拓展职业赛事以延长游戏的生命周期。社交是当下 00 后玩家的核心诉求，想要长久地留住用户，重点不是“玩什么”，而是“和谁玩”，靠的是情感和价值。比如在“驯龙团出征”的年度资料片中，《球球大作战》新增了驯龙团系统、龙栖大陆、驯龙赏金赛、宠物系统等，形成多维度多元性的社交系统。此外，为了增强玩家之间的互动感，《球球大作战》还注重电竞赛事运营，形成从全民线上公开赛到职业联赛的多层次的赛事体系，我们认为，这不仅能够吸引民间选手参赛，还能让观众看到专业选手角力中原，学习游戏技术，引起了广泛的话题度，以延长游戏生命周期。

跨界品牌合作：通过 IP 联名的新营销方式，叠加不同圈层和领域的关注度。(1) 文化领域合作：携手敦煌博物馆进行联动；(2) IP 领域合作：与经典国产 IP《喜羊羊与灰太狼》、《愤怒的小鸟》和《变形金刚》等。(3) 流量平台合作：在全新年度 CG 发布之际，官方邀请了抖音、快手等平台数个不同领域的头部 KOL，为游戏的年度资料片宣传造势。(4) 音乐领域合作：在 2018 年度年终总决赛上，《球球大作战》邀请嘻哈双冠 GAI、艾热同台亮相；2020 年邀请音乐唱作人杨和苏 Key NG 进驻《球球大作战》五周年潮流派对；2021 年歌手周深合作新资料片主题曲《无所畏惧》。(5) 流量明星合作：2018 年 6 月，周冬雨担任《球球大作战》首位代言人，2022 年 12 月，杨超越担任新代言人。我们认为，通过不同领域合作，《球球大作战》成功扩大在年轻群体中的影响力与关注度，同时增强了老用户的粘性，稳固了头部休闲竞技游戏地位。

表 1 《球球大作战》的跨界品牌合作情况

时间	事件
2022 年 12 月 31 日	《球球大作战》官宣全新品牌代言人杨超越
2022 年 12 月 31 日	携手敦煌博物馆跨界联动，探索敦煌千年文化的数字化演绎
2022 年 9 月 30 日	《球球大作战》和经典国漫 IP《喜羊羊与灰太狼》开启联动
2021 年 2 月 6 日	《球球大作战》与经典 IP《愤怒的小鸟》展开联动
2021 年 1 月 10 日	与知名歌手周深合作新资料片主题曲《无所畏惧》
2021 年 1 月 10 日	邀请了抖音、快手平台数个不同领域的头部 KOL，为游戏的年度资料片宣传造势
2020 年 12 月 25 日	携手头部外卖平台和快餐品牌，开启《球球大作战》x 美团外卖 x 肯德基三方梦幻联动
2020 年 6 月 24 日	《变形金刚》G1 初代经典角色在《球球大作战》中亮相
2018 年 6 月 25 日	《球球大作战》正式公布首位代言人——金马影后周冬雨
...	...

资料来源：公司官网，游戏陀螺，搜狐，腾讯游戏，TapTap，HTI

公益领域联动：积极探索公益领域，以游戏 IP 为载体传播正能量。巨人网络总裁刘伟在 2019 中国国际数字娱乐产业大会中指出“游戏是传播中华文化的新载体”；2022 年 12 月，《球球大作战》携手中国志愿服务基金会，发起“寻找伊犁鼠兔——野生动物保护公益行动”。此前，《球球大作战》先后与上海科技馆合作科普公益活动、与中国航天·航天文创共研六周年“飞天”版本等。在商务部公示的“2021-2022 年度国家文化出口重点企业和重点项目名单”中，《球球大作战》分别入选国家文化出口重点企业、国家文化出口重点项目的公示名单。我们认为，游戏正在日渐成为传播中华文化、社会公益的重要载体，随着《球球大作战》不断深入科教、公益领域的合作，能够为游戏 IP 赋予正能量释放新活力。

图22 《球球大作战》发起野生动物保护公益行动



资料来源：巨人网络微信公众号，HTI

图23 《球球大作战》ios 下载量 (次)



资料来源：七麦数据，HTI

多元的营销矩阵使《球球大作战》保持长久生命力。2022年，《球球大作战》不断优化游戏体验，创造更多有趣玩法，同时也一直在尝试拓宽用户人群的边界，通过内容赋能，将《球球大作战》这个品牌词不断下沉到用户的生活场景、成长回忆和情绪感知里。我们认为，《球球大作战》以游戏IP为核心，以立体化的故事情节塑造为背景，以多元性的社交系统为方向，通过推陈出新的玩法与丰富多样的赛事体系来持续不断地吸引新玩家、提高老用户的粘性，新奇的跨界合作叠加出了《球球大作战》在不同圈层和领域的关注度。同时积极探索公益领域，传播正能量的社会价值，这都是《球球大作战》保持长久生命力的重要原因。

图24 《球球大作战》“IP+社交”的营销矩阵



资料来源：公司官网，虎牙，斗鱼，阿里体育，抖音，HTI

3.3 新品重磅登场，下半年业绩有望加速突破

3.3.1 龙与世界的尽头：二次元放置类新方向，或为新增长曲线

二次元放置类新方向，打造“轻度不累”的高品质放置游戏。大部分放置类游戏由于缺乏世界观和剧情演绎，可玩性和耐玩性并不高，而市面上优秀的二次元游戏给玩家创造了丰富立体的情感体验，但却存在需要花费大量时间的问题，放置的轻量休闲正好解决了该问题。于是，巨人团队通过删减装备强化、缩短战斗时长，尝试将游戏变得更加轻度。我们认为，《龙与世界的尽头》是公司放置类赛道的重要产品，能够促成公司旗下产品的年轻化，积累二次元圈层的运营经验。

剧情内容丰富,“情感羁绊”设定提高玩家沉浸感。“情感羁绊”体现在《龙与世界的尽头》世界观、主线剧情、角色设定的塑造上。在游戏里,玩家将扮演“世界上的最后一条龙”,在千年的忠诚守护中降生,与伙伴们一起为了拯救大陆而游历,逐步探索“龙族与神迹”的真相。游戏中的每一个角色都拥有完整的角色设定、3D 的镜头演绎、专属的剧情内容,可以与玩家互动产生羁绊。这些角色共同组成了世界的“内核”,玩家将与之一起成长,体验沉浸其中的深度情感羁绊。

资深研发团队打造瑰丽的龙之世界。《龙与世界的尽头》制作团队凝聚了一群放置与二次元品类的资深开发者、爱好者。制作人刘义峰长期专注放置类产品,在该领域有超过七年的沉淀和思考,此前曾成功发行组队社交放置手游《不休的乌拉拉》。团队成员中有获得过 App Store 中国本土最佳独立游戏奖的“大拿”,亦不乏顶尖二次元游戏美术,制作团队甚至为了挖到最好的剧情演绎负责人而投资了一整支独立游戏团队。此外,《龙与世界的尽头》已通过 TapTap 篝火计划邀请众多玩家参与共研开发中,借由玩家的建议和反馈,不断打磨品质和可玩性。

图25 《龙与世界的尽头》宣传海报



资料来源:龙与世界的尽头微信公众号, HTI

图26 《龙与世界的尽头》游戏界面



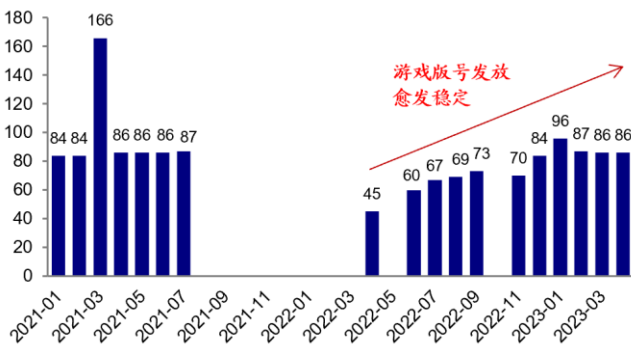
资料来源:龙与世界的尽头 APP, HTI

公司看好放置类手游市场机遇,龙头有望暑期开启公测。《龙与世界的尽头》是公司首个放置类产品,已于 2022 年内在中国大陆、东南亚及北美地区进行了多轮小规模测试,并根据用户反馈,针对组队、养成等问题不断进行版本优化迭代,测试留存数据显著提升。2023 年 3 月 16 日,该产品在中国台港澳地区正式公测,预约阶段以及上线初期多次获得苹果 Today、编辑精选等推荐。该产品有望在 2023 年暑期在国内上线并推广。

3.3.2 太空行动: 扩展休闲竞技品类市场空间, 致力于打造全球 IP

游戏版号发放愈发稳定,《太空行动》重磅上线。2022 年 11 月 17 日,国家新闻出版署官网公布最新国产网络游戏审批结果,巨人网络旗下自主研发手游《太空行动》顺利通过审批,为国内首个获得版号的太空狼人杀手游。

图27 游戏版号发放情况 (个)



资料来源:国家新闻出版署, HTI

图28 《太空行动》顺利获得游戏版号



资料来源:国家新闻出版署, HTI

率先布局海外狼人杀市场，全球化战略更进一步。当市场还沉浸在狼人杀的争夺时，眼光独到的巨人团队已经围绕狼人杀框架创造出《太空行动》。其海外版《Super Sus》于 2021 年 11 月率先在东南亚地区开启测试，于海外掀起一股游戏社交新潮流。凭借创新的游戏体验、超高自由度的社交派对玩法深受玩家好评，截止 2022 年 12 月 31 日，《Super Sus》海外注册总数接近 6000 万，DAU 已超过 200 万，长期占据东南亚国家和巴西地区 Google Play 免费及热门榜前列，深受东南亚地区和拉美地区玩家的好评和喜爱，在俄语地区也受到持续关注。《Super Sus》计划在 2023 年下半年陆续开拓包括美国、日本在内的多个国家和地区，以期触达更广阔的市场和用户。

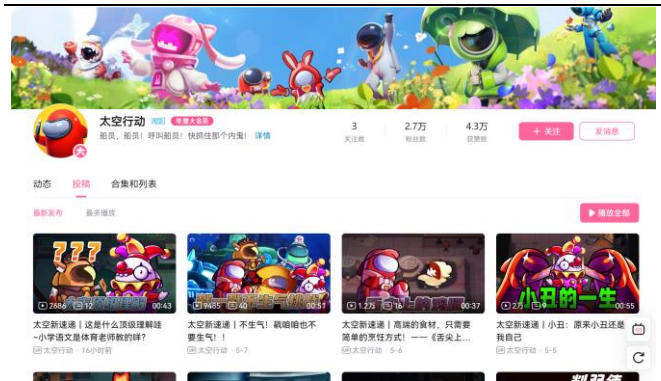
剧本工坊模式释放超高自由度，玩家创作热情高涨。《太空行动》独创的剧本工坊模式提供了超高的 UGC 自由度，玩家可以自主创造专属地图、场景、派对玩法，并邀请好友一起体验，这一模式吸引了众多玩家在游戏内发挥创意，展开自主创作。目前，官方在平台内配置了 5 种风格模板、184 种房间模型、超过 300 种不同物件，供玩家自由选择 and 搭配，游戏规则、剧情文案、场景中的触发器等均可支持自定义。未来，开发团队将为平台上的创作者持续丰富 UGC 模式，完善编辑器工具。伴随着游戏在海外市场的走红，平台内的玩家数量与 UGC 创作热情亦持续攀升。截至目前，《太空行动》(Super Sus) 全球 UGC 剧本作品数超过 20 万。

图29 《太空行动》宣传海报



资料来源：巨人网络微信公众号，HTI

图30 《太空行动》B站官方账号



资料来源：哔哩哔哩动画，HTI

3.4 全新品牌 Ztimes 发力海外市场，研发团队加速扩张

全新品牌发力海外市场，web3.0 技术打造全新游戏生态。2023 年 3 月 23 日，巨人网络在旧金山宣布，正式推出基于海外市场所打造的全新品牌 Ztimes，是公司布局海外市场的重要战略。ZTimes 在 2023 游戏开发者大会上正式亮相，致力于用互联网 3.0 技术做游戏。巨人网络看好下一代技术在游戏开发中的应用，将前沿的新兴技术融入游戏行业，以全新理念做游戏，探索新的商业模式，能够创造一个游戏资产所有权归属玩家、游戏物品自由交易的全新游戏生态。

Ztimes 具有三块核心业务：(1) 产品层面，用下一代互联网技术打造全新游戏产品。(2) 技术层面，以“游戏+AI”颠覆传统游戏开发模式，促进游戏生产力工业革命，实现游戏性的飞跃式提升。(3) 资本层面，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。

运用 web3.0 技术的两款在研游戏曝光，Ztimes 团队规模加速扩张。ZTimes 两款在研游戏在 GDC 上首次曝光。其中一款为 MMO 产品，致力于把《征途》的底层游戏设计理念输出海外；另一款是把 SLG 玩法与 NFT 结合的产品，通过游戏性来为 NFT 赋能，探索游戏趣味性与价值生成之间的平衡。两款产品研发团队总规模已超百人，未来将持续在研发、渠道、投资等领域加大投入。

图31 ZTimes 公司 LOGO



资料来源：巨人网络微信公众号，HTI

图32 ZTimes 展台亮相旧金山 2023 GDC



资料来源：巨人网络微信公众号，HTI

3.5 乘“AI”之翼，聚“研运”之能

公司深刻意识到 AI 技术对游戏行业带来的颠覆性变革，正在积极布局 AI 相关技术应用，在 AIGC 降本增效，以及利用“AI+游戏”提升用户体验、创新游戏玩法等方面，取得了初步进展。

AI 小组加速组建，协同国内大厂探索“游戏+AI”。公司已组建了 AI 小组，负责推动 AIGC 工具在全公司范围内各业务场景的普及落地，以期降低研运成本，提高研发效能。同时，公司不断加大对外合作力度，借助产业合作伙伴的力量共同探索“游戏+AI”解决方案。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。公司自研手游《太空行动》与百度“文心一言”联合推出了第一个由国产 AI 生成的手游形象“太空鲨”，由该形象衍生的身份套装后续将在手游内上线。“太空鲨”形象 AI 创作活动也同步上线。公司认为利用 AI 技术与游戏玩法的有机结合，将能够创造全新的游戏乐趣和玩家体验。

图33 《太空行动》与“文心一言”联合推出 AI 生成的手游形象“太空鲨”



资料来源：太空行动微信公众号，太空行动小程序，HTI

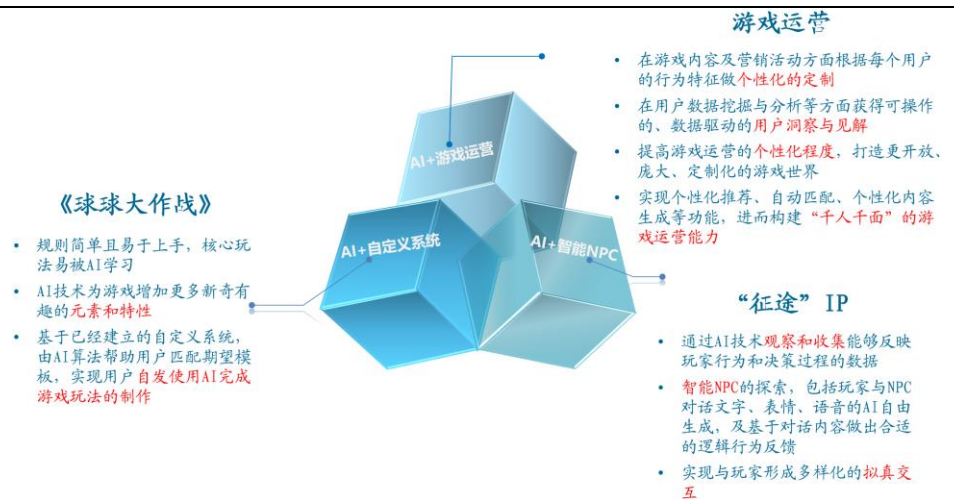
AI 技术加速落地,公司主要 IP 游戏的研发以及运营环节已经就 AI 开展了初步探索:

(1)《球球大作战》具有规则简单、易于上手和操作简单等特点，是与 AI 算法最契合的游戏类型之一，核心玩法本身容易被 AI 学习，且 AI 技术可以为游戏增加更多新奇有趣的元素和特性。该游戏已经建立了自定义系统，玩家可以使用自己喜欢的素材，自定义专属的“球球”形象并投入游戏中使用，从而更畅快地在游戏中表达自己，满足社交展示欲望；项目组还开发了玩家自制游戏地图的功能，使得玩家能通过自定义地图、地图内场景道具等进一步打造自己喜爱的专属场景。基于上述自定义系统，项目组正在探索借由 AI 算法帮助用户通过输入关键词快速匹配最接近期望的预设模板，做到快速、高效产出全新内容玩法，实现用户自发使用 AI 完成游戏玩法的制作。

(2) 征途 IP 的多款 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。公司计划通过 AI 技术观察和收集能够反映玩家行为和决策过程的数据, 使用各种机器学习算法, 如深度学习, 强化学习和决策树等选择适合的 AI 算法, 根据游戏规则和环境进行建模, 并通过反馈, 不断优化和改进 AI 模型, 以期实现与玩家形成多样化的拟真交互。

(3) 在游戏运营的应用方面, 公司正在探索借助 AI 技术来实现个性化推荐、自动匹配、个性化内容生成等功能, 进而构建“千人千面”的游戏运营能力。AI 技术能在关卡设计、任务设计、赛事活动设计以及游戏内营销活动推送方面根据每个用户的行为特征做个性化的定制; AI 技术将在用户数据挖掘与分析、用户细分、用户行为模拟及预测、匹配机制、游戏内社交系统优化等多个方面帮助公司获得可操作的、数据驱动的用户洞察与见解。AI 技术将提高游戏运营的个性化程度, 打造更开放、庞大、定制化的游戏世界, 从而提高用户黏性和留存率。

图34 公司研发及运营环节已经就 AI 开展了初步探索



资料来源: 公司 2022 年年报, HTI

4. 盈利预测与估值分析

盈利预测假设：

1) 休闲社交品类力作《太空行动》暑期将启动大范围推广，游戏业务未来有望保持较高增速：《原始征途》作为“征途”IP 又一力作，自 3 月 24 日正式公测后，首日流水超千万，首月流水破三亿，表现十分优异，后续该产品还将继续保持品牌曝光，为用户和收入持续增长提供强有力的支撑。此外，《太空行动》有望于 2023 年暑期启动大范围推广，为公司带来新的业绩增长点。我们认为，“征途”IP 用户基数厚实、基本盘稳固，暑期随着两大新品的大范围推广，预计下半年将实现公司收入及利润的进一步增厚。

2) 全新品牌 Ztimes 发力海外市场，未来有望拓展海外增量空间：全球化发展是公司坚定不移的战略。公司自研游戏均已将开拓海外市场作为重点目标，2022 年发行的《Super Sus》帮助公司在自研游戏“出海”方面更进一步。我们认为，未来公司将持续推进全球化战略，将海外业务覆盖至更多地区，收入有望打开增量空间。

我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.65 元/股、0.80 元/股和 0.95 元/股。参考可比公司，我们认为，《原始征途》首月表现优异，暑期阶段《太空行动》的大范围推广将带来新的增长点，AIGC 的后续落地将赋能公司研运环节，降本增效成果可期，给予公司 2023 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 16.25 元/股，首次覆盖给予公司“优于大市”评级。

表 2 公司主营业务各分项收入预测与假设 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2037.71	4239.54	5263.08	6110.09	毛利	1712.41	3560.27	4418.08	5127.84
电脑端网络游戏	827.74	819.47	778.49	739.57	电脑端网络游戏	718.14	710.97	675.42	641.65
互联网社区工具	20.26	20.26	20.26	20.26	互联网社区工具	-0.37	0.00	0.00	0.00
移动端网络游戏	1140.73	3347.22	4407.74	5289.29	移动端网络游戏	957.15	2808.65	3698.54	4438.24
其他游戏相关业务	36.26	39.89	43.87	48.26	其他游戏相关业务	31.60	34.76	38.24	42.07
其他业务	12.71	12.71	12.71	12.71	其他业务	5.88	5.88	5.88	5.88
营业成本	325.29	679.27	845.00	982.25	毛利率 (%)	84.04%	83.98%	83.94%	83.92%
电脑端网络游戏	109.60	108.50	103.07	97.92	电脑端网络游戏	86.76%	86.76%	86.76%	86.76%
互联网社区工具	20.63	20.26	20.26	20.26	互联网社区工具	-1.81%	0.00%	0.00%	0.00%
移动端网络游戏	183.58	538.57	709.21	851.05	移动端网络游戏	83.91%	83.91%	83.91%	83.91%
其他游戏相关业务	4.66	5.12	5.63	6.20	其他游戏相关业务	87.16%	87.16%	87.16%	87.16%
其他业务	6.83	6.83	6.83	6.83	其他业务	46.28%	46.28%	46.28%	46.28%

资料来源: 公司 2022 年年报, HTI

表 3 可比公司盈利预测及估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
神州泰岳	300002.SZ	10.01	0.37	0.44	0.54	27	23	19
盛天网络	300494.SZ	16.66	0.61	0.77	0.92	27	22	18
吉比特	603444.SH	447.55	22.78	26.61	30.23	20	17	15
可比公司平均						25	20	17

注: 股价取自 2023 年 8 月 9 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期

资料来源: wind, HTI

5. 风险提示

行业政策变动风险, 版号发放进度不及预期, 行业竞争风险加剧, 核心技术人才流失风险。

公司原主营业务为内河涉外豪华游轮运营业务和旅行社业务。2016 年公司通过重大资产重组，将原有资产、负债、业务和人员等剥离，巨人网络整体注入公司。公司主营业务从游轮运营和旅行社业务变为网络游戏，成为一家以网络游戏为主的综合性互联网企业，定位三大核心业务：互联网娱乐、互联网金融与互联网医疗。其中互联网娱乐板块的发展战略为：坚持自主研发、聚焦精品、布局全球市场。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
上海巨人投资管理有限公司	28.1400
上海腾澎投资合伙企业(有限合伙)	9.7500
上海中董翊源投资咨询中心(有限合伙)	4.0000
巨人网络集团股份有限公司-第一期员工持股计划	3.0300
上海澎腾投资合伙企业(有限合伙)	3.0100
上海鼎晖孚远股权投资合伙企业(有限合伙)	2.6700
香港中央结算有限公司(陆股通)	1.9700
上海孚焯股权投资合伙企业(有限合伙)	1.3300
上海铼饰投资咨询中心(有限合伙)	1.3200
中国工商银行股份有限公司-东方红睿玺三年定期开放灵活配置混合型证券投资基金	1.1600
合计	56.3800

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	2038	4240	5263	6110
每股收益	0.42	0.65	0.80	0.95	营业成本	325	679	845	982
每股净资产	5.91	6.47	7.28	8.22	毛利率%	84.0%	84.0%	83.9%	83.9%
每股经营现金流	0.37	0.51	0.84	0.70	营业税金及附加	23	51	63	73
每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	356	975	1158	1222
P/E	41.04	26.92	21.70	18.42	营业费用率%	17.5%	23.0%	22.0%	20.0%
P/B	2.95	2.69	2.39	2.12	管理费用	189	403	500	550
P/S	13.19	6.34	5.11	4.40	管理费用率%	9.3%	9.5%	9.5%	9.0%
EV/EBITDA	21.74	33.98	23.63	17.45	EBIT	610	944	1276	1633
股息率%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-15	2	2	2
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	84.0%	84.0%	83.9%	83.9%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	41.8%	30.6%	30.6%	31.0%	投资收益	359	424	421	367
净资产收益率	7.2%	10.0%	11.0%	11.5%	营业利润	831	1367	1696	1998
资产回报率	6.4%	8.7%	9.6%	10.0%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	4.9%	6.6%	7.9%	9.0%	利润总额	830	1367	1696	1998
盈利增长 (%)					EBITDA	683	959	1291	1648
营业收入增长率	-4.1%	108.1%	24.1%	16.1%	所得税	-4	68	85	100
EBIT 增长率	17.9%	54.9%	35.1%	28.0%	有效所得税率%	-0.5%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润增长率	-14.4%	52.5%	24.0%	17.8%	少数股东损益	-17	1	2	2
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	851	1298	1610	1897
资产负债率	9.9%	12.8%	12.7%	12.8%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	1.90	2.21	2.87	3.45	货币资金	1738	2977	5063	6801
速动比率	1.86	2.17	2.82	3.41	应收账款及应收票据	127	393	253	497
现金比率	1.43	1.63	2.48	2.92	存货	0	0	0	0
经营效率指标					其它流动资产	442	662	531	725
应收账款周转天数	22.47	22.00	22.00	22.00	流动资产合计	2307	4032	5847	8023
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	8386	8386	8386	8386
总资产周转率	0.16	0.30	0.33	0.34	固定资产	243	249	255	260
固定资产周转率	7.97	17.21	20.90	23.76	在建工程	234	234	234	234
					无形资产	64	68	72	76
					非流动资产合计	10902	10911	10921	10930
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	13209	14943	16768	18953
净利润	851	1298	1610	1897	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-17	1	2	2	应付票据及应付账款	52	137	98	175
非现金支出	82	14	15	15	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-211	-423	-420	-366	其它流动负债	1165	1689	1942	2152
营运资金变动	32	125	485	-152	流动负债合计	1216	1826	2040	2327
经营活动现金流	737	1015	1691	1396	长期借款	0	0	0	0
资产	-112	-24	-23	-23	其它长期负债	91	91	91	91
投资	-811	0	0	0	非流动负债合计	91	91	91	91
其他	6	424	421	367	负债总计	1308	1917	2131	2418
投资活动现金流	-918	400	398	343	实收资本	1543	1543	1543	1543
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	11857	12980	14589	16486
股权募资	0	-89	0	0	少数股东权益	45	46	47	49
其他	-551	-88	-2	-2	负债和所有者权益合计	13209	14943	16768	18953
融资活动现金流	-551	-177	-2	-2					
现金净流量	-727	1239	2087	1738					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 09 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Giant Network is a leading integrated interactive entertainment enterprise integrating R&D, operation and distribution in China. Since its establishment in 2004, the company has been deeply engaged in the online game market, focusing on high-quality games based on the integrated operation model of R&D and operation. The company has rich IP reserves and diversified game tracks, such as "Journey" and "Ball Battle", focusing on 3DMMO, Pan-Quadratic, UE4 and publishing custom tracks. Since 2022, the company has fully embraced the AI trend and made breakthroughs in R&D and gameplay. It has also established a brand new brand Ztimes in overseas markets to study the application of web 3.0 technology in games.

Space Action, a mystery party hand game, will launch a large-scale promotion in the summer, and the game business is expected to maintain a high growth rate in the future. In 2022, the company released Space Action, Primal Journey and Dragon and the End of the World. Primal Journey performed well, with its first-day stream exceeding 10 million and its first-month stream exceeding 300 million. The company expects to promote Space Action, a masterpiece in the leisure and social category, on a large scale in the summer. We believe that Journey has a solid IP user base and a solid fundamental market. With the extensive promotion of new products in the summer, it is expected that the company's revenue and profit will further increase in the second half of the year.

Ztimes, a brand new brand, is expected to expand overseas incremental space in the future. Globalization is the company's unwavering strategy. The company's self-developed games have made overseas expansion a key goal. The release of "Super Sus" in 2022 will help the company further develop its self-developed games to "go overseas". We believe that in the future, the company will continue to promote its globalization strategy and expand overseas business to more regions, which is expected to open up incremental space in revenue.

The company fully embraces the wave of AI, and will further reduce R&D costs and improve R&D efficiency in the future. The company accelerates the establishment of its AI team and collaborates with major domestic manufacturers to explore "game + AI". With the rapid rise of generative large models, the company attaches great importance to AI technology at the strategic level, bringing users a brand-new experience through the integration of "AI + gameplay". We believe that the company has natural advantages in stock products, and the specific product implementation ideas are becoming clearer. The establishment of the AI team has brought strong support to the company. With the acceleration of iteration of large models, the company is expected to achieve a significant improvement in game experience.

Profit forecast and valuation analysis. We expect EPS of RMB0.65/share, RMB0.80/share and RMB0.95/share for 2023-2025, respectively. With reference to comparable companies, we believe that Original Journey performed well in the first month, and the extensive promotion of Space Operations in the summer will bring new growth points. The follow-up implementation of AIGC will enable the company's R&D and operation links, resulting in promising cost reduction and efficiency gains. We give the company a PE valuation of 25 times in 2023, corresponding to a target price of RMB16.25/share, and give the company an "outperform" rating for the first time.

Risk warning. Risk of changes in industry policies, less than expected release schedule of version number, intensified industry competition risk, core technology talent drain risk.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，毛云聪，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuncong Mao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，Xingguang Chen，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xingguang Chen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，Xiaoyue Hu，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xiaoyue Hu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

601398.CH, 阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司及杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

601398.CH, 阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司 and 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从 601398.CH, 阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司及杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 601398.CH, 阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司 and 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司.

海通担任 0700.HK 有关证券的做市商或流动性提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 0700.HK.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

评级分布 Rating Distribution

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读HTI的评级定义。并且HTI发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

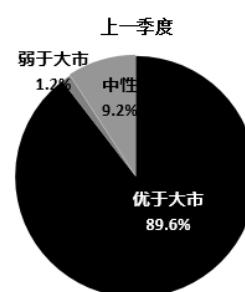
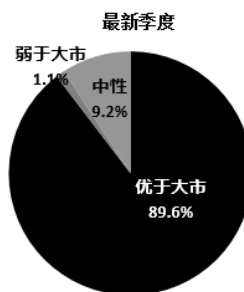
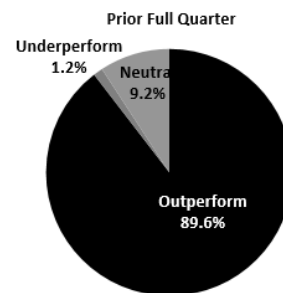
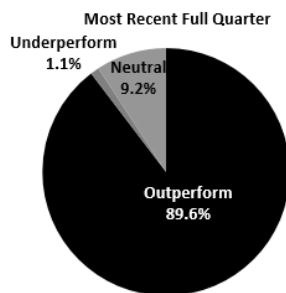
Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.



截至 2023 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.1%
投资银行客户*	4.7%	5.6%	10.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Jun 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.1%
IB clients*	4.7%	5.6%	10.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告,并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名,或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为进行了股票评级、提出目标价格或进行基本面估值,而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款: 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」), ESG 方均不承担或保证此任何数据的原创性, 准确性和/或完整性, 并明确表示不作出任何明示或默示的担保, 包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用, 不得以任何形式复制或重新传播, 并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外, 信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券, 或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害, ESG 方均不承担与此任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任, 也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HTSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a

change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards

and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein

without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Giant Network Group - 002558 CH

