

2020年03月01日

巨人网络 (002558.SZ)

## 老牌劲旅，浴火重生

■**守正**：围绕“征途”及“球球大作战”两大核心IP精细化运营。“征途”作为国内端游TOP3产品，经过十余年沉淀，端游系列累计流水过200亿；移动端“端改手”取得成功，《征途口袋版》、《征途》、《征途2》、《绿色征途》等手游系列累计流水过50亿。“球球大作战”上线以来峰值DAU破2500万，全球累计安装量超5亿次。

我们认为公司IP产品的关键竞争力主要体现在：

1) **长生命周期的内生迭代**。核心产品围绕“三年一旗舰，一年一大更”思路，通过每年的产品迭代保证玩家对IP的内容需求，通过每三年的旗舰升级寻求产品的大突破。根据我们草根统计，近一年内《征途2》及《球球》分别更新版本8次、10次，加入吃鸡、猎魔等微创新玩法，活跃度显著高于同类竞品。

2) **电竞赛事体系的完整构建**。以《球球大作战》为例，其赛事体系分为下层（ATP积分晋级制下的全民参与赛事、线上公开赛、城市选拔赛、三方赛事）、上层（BPL职业联赛、TTC塔坦杯精英挑战赛）及顶层（BGF年终总决赛），成为业内最受关注的移动休闲电竞赛事品牌，累计赛事观看人数超3亿人次。

3) **文创生活领域的跨界融合**。基于IP元素提炼，公司在时尚、文旅、餐饮、影视等领域展开线上线下多维度联动，特色案例有乌镇线下嘉年华、肯德基限时千店、《征途大电影》（预计今年5月上线）等。

■**出新**：聚焦“2+3”擅长赛道，强大研发力驱动持续输出精品。1) 在上述两个经典产品系列之外，公司着重发力3DMMORPG、泛二次元、放置/UE4三条主赛道，预计2020-2021年将逐步进入收获期。其中重点产品有《帕斯卡契约》（苹果秋季发布会全球推荐，2020年1月上线登顶多国付费榜）、《胡桃日记》（腾讯独代，预计2020年暑期上线）、《仙侠世界》、《征途3》等。2) 长期保持高研发投入，自研引擎及服务器架构具备领先优势。2018年公司研发人员1635人，占比72.12%；研发投入7.88亿元，占收入比20.85%；横向对比同类公司处于高分位水平。3) 重构年轻化管理团队，开启“大中台”研发模式及合伙人激励制度。2019年公司陆续引入/提拔数位80/85后高管并开放第一批合伙人，一方面自上而下提升研发机制整体效率，另一方面自下而上鼓励小团队自我成长创新。

■**蓄力**：加码手游出海，积极布局云游戏。2019年公司发布“郑和出海计划”，引入王炜征及刘义峰两位重磅海外业务高管，携《帕斯卡契约》、《篮球计划》、《月圆之夜》、《十二神兵器》、《恙化装甲》等新品亮相

## 公司深度分析

证券研究报告

传媒互联网

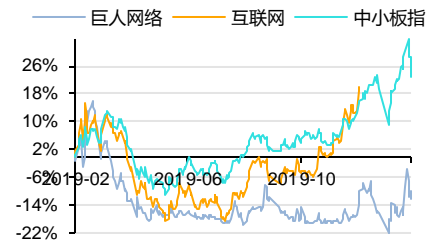
投资评级 **买入-A**  
首次评级

股价 (2020-02-28) **18.99元**

### 交易数据

总市值(百万元)	38,442.97
流通市值(百万元)	38,442.97
总股本(百万股)	2,024.38
流通股本(百万股)	2,024.38
12个月价格区间	16.88/25.38元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.85	-10.94	-37.41
绝对收益	4.92	8.08	-14.03

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

### 相关报告

台北电玩展、美国 PAX East 游戏展、美国 E3、德国科隆国际游戏展等国际顶级展会，为产品进入海外市场预热。2020 年公司将正式规模化试水海外市场，在《帕斯卡契约》首战告捷后，经典产品《征途手游》将在今年内推向中东地区。与此同时，Playtika 重组终止后仍将与公司保持良好合作关系，在 AI 研发、全球化渠道等领域协同公司长期发展，并积极探索其他更适宜的资本运作。此外，公司战略投资国内云游戏领先企业海誉动想（即“海马云”）18.06% 股权，部分游戏已在云游戏平台上进行测试。

■**投资建议：**公司作为端游时代代表厂商，砥砺前行，在当前存量竞争时代一方面抓住关键赛道投入核心资源，一方面全面拓展海外蓝海市场，我们看好公司重回顶级厂商之路。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 8.34 亿元、11.03 亿元、14.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.41 元、0.54 元、0.73 元，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

■**风险提示：**行业监管政策变化，新产品研发进度不达预期，海外市场推广效果不达预期，5G 云游戏商用进展低于预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,906.7	3,779.5	2,569.3	3,157.2	4,120.1
净利润	1,290.3	1,078.2	833.6	1,103.1	1,481.9
每股收益(元)	0.64	0.53	0.41	0.54	0.73
每股净资产(元)	4.21	4.47	4.85	5.46	6.21

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	29.8	35.7	46.1	34.9	25.9
市净率(倍)	4.5	4.3	3.9	3.5	3.1
净利润率	44.4%	28.5%	32.4%	34.9%	36.0%
净资产收益率	15.1%	11.9%	8.5%	10.0%	11.8%
股息收益率	1.1%	0.9%	0.7%	0.0%	0.1%
ROIC	129.9%	191.6%	24.2%	65.5%	50.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 巨人网络：老牌游戏劲旅焕发新生</b>	<b>5</b>
1.1. 历史沿革：凭借“征途”、“球球”两大核心 IP 奠定行业地位	5
1.2. 股权结构：控制权集中，市场化程度相对较低	5
1.3. 财务状况：政策及主营业务调整下业绩短期承压，保持较强盈利能力	6
<b>2. 守正：围绕核心 IP，精细化运营放大价值</b>	<b>8</b>
2.1. 立足先发优势，深耕产品口碑	8
2.1.1. 征途：国战类经典 IP	8
2.1.2. 球球大作战：休闲竞技类知名 IP	9
2.2. 精细化运营，双维度放大 IP 价值	11
2.2.1. 延长生命周期：深度挖掘用户需求、持续迭代更新	11
2.2.2. 拓宽衍生边界：搭建电竞赛事体系，实现多领域跨界联动	14
2.2.2.1. 休闲+国战赛事，电竞双品牌	14
2.2.2.2. 服装+餐饮+旅游联动，文创新玩法	15
2.2.2.3. 《征途》大电影，再现故事内核	16
<b>3. 出新：聚焦擅长赛道，强大研发力驱动精品持续输出</b>	<b>16</b>
3.1. “2+3”策略，布局泛二次元、UE4 等新品类	17
3.2. 自上而下改革，夯实团队作战能力	18
3.2.1. 管理层年轻化、鼓励一线业务人员创新	19
3.2.2. 研发机制优化，“大中台、小项目”模式提升研发效率	19
3.2.3. 孵化平台补充研发团队灵活性与创造力	20
<b>4. 蓄力：加码手游出海，积极布局云游戏</b>	<b>21</b>
4.1. 海外业务团队完成搭建，开拓中东等蓝海市场	21
4.2. Playtika 仍是公司战略重要一环，持续发挥协同效用	21
4.3. 参股“海马云”，较早布局云游戏	22
<b>5. 投资建议</b>	<b>23</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1：公司股权结构	6
图 2：公司 2016-2019Q3 营业收入及同比增速	6
图 3：公司 2016-2019Q3 归母净利及同比增速	6
图 4：公司 2016-2019H1 主营业务收入结构	7
图 5：公司 2016-2019H1 游戏与互联网金融收入及同比增速	7
图 6：公司 2016-2019H1 端游收入及同比增速	7
图 7：公司 2016-2019H1 手游收入及同比增速	7
图 8：公司 2016-2019Q3 毛利率及净利率	8
图 9：公司 2016-2019Q3 期间费用率	8
图 10：2019Q3 A 股主要游戏公司净利率对比	8
图 11：《征途》系列端游及手游主要产品组合	9
图 12：《球球大作战》DAU 上涨轨迹	10
图 13：《球球大作战》玩家性别比例	10

图 14:《球球大作战》玩家年龄分布.....	10
图 15:《贪吃蛇大作战》游戏界面.....	11
图 16:《球球大作战》游戏界面.....	11
图 17:《贪吃蛇大作战》历史最高分玩家.....	11
图 18:《球球大作战》大神玩家.....	11
图 19:《球球大作战》2018 年 1 月-2020 年 2 月 iOS 平台排名趋势.....	13
图 20:《征途 2》手游 2018 年 4 月-2020 年 2 月 iOS 平台排名趋势.....	13
图 21:《球球大作战》移动电竞赛事体系.....	14
图 22:《球球大作战》2019 年电竞赛事时间表.....	14
图 23:《征途 2 端游》黄金国战联赛.....	15
图 24:《征途 2 手游》国战 Z 联赛.....	15
图 25: 肯德基门店布满球球元素.....	15
图 26: 球球大作战塔克餐.....	15
图 27: 乌镇风格游戏时装.....	16
图 28: 经典场景“清源酒家”.....	16
图 29:《征途》大电影主演亮相 2018 上海电影节.....	16
图 30:《征途》大电影定档海报.....	16
图 31: 公司业务战略.....	17
图 32: 公司重点赛道布局.....	17
图 33:《帕斯卡契约》登陆多国 ios 付费榜前列.....	18
图 34: “大中台、小项目”架构.....	20
图 35:《月圆之夜》TapTap 评分.....	20
图 36:《月圆之夜》再获 App Store 全球推荐.....	20
图 37: “郑和出海计划”版图.....	21
图 38: Playtika 2014-2019LTM3 业绩.....	22
图 39: Playtika 股权架构.....	22
图 40: 海马云游戏发展历程.....	23
图 41: 海马云游戏 SaaS 服务.....	23
表 1: 公司历史沿革.....	5
表 2:《球球大作战》近一年更新日志.....	12
表 3:《征途 2》手游近一年更新日志.....	12
表 4: A 股主要游戏公司研发费用排行榜.....	19

## 1. 巨人网络：老牌游戏劲旅焕发新生

### 1.1. 历史沿革：凭借“征途”、“球球”两大核心 IP 奠定行业地位

公司成立于 2004 年，2007 年在纽约交易所上市，最初主营业务为客户端游戏，出品的第一款端游《征途》高峰期同时在线人数达 210 万，是全球第三款同时在线人数超百万的网游。2014 年，中概股回归大背景下，公司通过私有化交易退出美国市场，同时进军国内手游市场，推出核心 IP “征途”的首款手游作品《新征途手游》。2016 年公司借壳世纪游轮回归 A 股，同年自研休闲竞技类手游《球球大作战》DAU 突破 1000 万，成为公司第二大核心 IP。

表 1：公司历史沿革

时间	事件
2004 年	11 月，上海征途网络科技有限公司成立，第一款 MMORPG 《征途》开始自主研发
2006 年	4 月，《征途》正式上线，公测当天最高同时在线人数突破 20 万
	11 月，《征途》同时在线突破 68 万，本土原创作品第一次占据中国市场最高点
2007 年	5 月，《征途》同时在线突破 100 万，成为全球第三款同时在线超百万网游
	11 月，巨人网络在美国纽约证券交易所成功上市。
2008 年	4 月，《征途》同时在线达到 210 万
2011 年	9 月，新旗舰游戏《征途 2》正式公测
	10 月，正式成立“海外运营中心”主攻海外网游的代理运营业务
	12 月，首款代理网游《艾尔之光》公测
2012 年	8 月，代理欧洲魔幻网游《巫师之怒》于 2012 年 8 月 30 日正式开启不删档测试
	11 月，王牌研发团队潜心开发的 3D 仙侠网游《仙侠世界》开启不限号封测
2013 年	4 月，《仙侠世界》启动内测，当天在线人数突破 10 万
	7 月，获得韩国 3D 动作网游《苍天 2》在中国大陆地区独家代理运营权
2014 年	5 月，首次公布巨人移动手游战略，推出包括《江湖》《中国好舞蹈》、《撸塔传奇》等数十款手游产品
	12 月，推出公司核心 IP “征途”的首款手游作品《新征途手游》，由当红花旦杨幂代言
2015 年	2 月，推出流水过亿的 S 级手游《大主宰》手游，付费下载首日登顶 App Store 付费榜第一
	7 月，包括《Vainglory》等共计 20 余款手游 IP 产品陆续登场
	10 月，公司旗下休闲手游《球球大作战》DAU 突破 100 万
2016 年	3 月，世纪游轮重组获证监会有条件通过；《球球大作战》首届嘉年华，DAU 突破 1000 万
	4 月，巨人网络回归 A 股获证监会批准，重组完成；《球球大作战》同时在线用户突破 110 万
	5 月， 10 月，拟以每股 39.34 元向财团发行新股收购 Playtika，布局全球市场
2017 年	1 月，《球球大作战》2016 年度全球总决赛暨年终盛典（BGF）在上海东方体育中心举行
	7 月，在上海发布端游《仙侠世界 2》、《征途 2 手游》两款年度新品
	9 月，仙侠巨作《仙侠世界 2》开启公测
	10 月，孵化独立手游《月圆之夜》上线
2018 年	11 月，百人战术竞技手游《光荣使命》上线，登顶 iOS 免费总榜；8.2 亿元投资旺金金融
	1 月，旗下游戏《征途 2》、《征途 2 手游》、《球球大作战》、《街篮》、《仙侠世界 2》获得 2017 金翎奖
	7 月，首届征途嘉年华成功举办，征途全系列产品致谢玩家 12 月，发布“国战电竞”品牌，试水全新细分电竞品类
2019 年	1 月，2018 年度《球球大作战》年终总决赛(BGF)在北京工人体育馆举行；推出出海计划，正式发力手游出海业务
	7 月，2019 征途嘉年华在上海西岸艺术中心举办
	9 月，历时两年研发的《帕斯卡契约》登陆 2019 苹果秋季新品发布会，成为首款亮相苹果新品发布会的中国本土游戏
	11 月，终止 Playtika 重大资产重组

资料来源：公司官网、公司公告，安信证券研究中心

### 1.2. 股权结构：控制权集中，市场化程度相对较低

公司借壳世纪游轮上市后股权私有化程度高，社会公共持股占比 18.50%。截至 2019 年三季报，公司主要股东为上海巨人投资管理有限公司 (27.87%)；7 家投资合伙企业包括腾澎投资 (9.66%)、鼎晖孚远 (8.36%)、铄铄投资 (7.84%)、中董翊源 (7.60%)、澎腾投资 (7.56%)、弘毅创领股权投资 (6.22%) 和孚焯股权投资 (4.18%)。

公司控制权较集中，实际控制人为董事长史玉柱先生。史玉柱先生为上海巨人投资管理和腾澎投资实际控制人，通过持有上海巨人投资管理有限公司间接持有公司 30.77% 股份，通过持有腾澎投资间接持有公司 9.66% 股份，合计持有公司股份比例超过 40%。此外，公司高管刘伟、屈发兵等通过持有中董翊源、澎腾投资间接持有公司股份。

图 1：公司股权结构

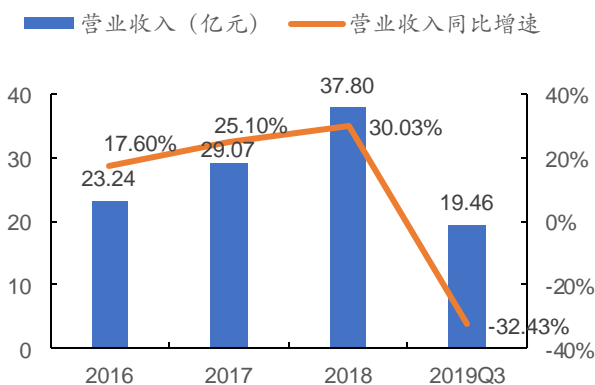


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.3. 财务状况：政策及主营业务调整下业绩短期承压，保持较强盈利能力

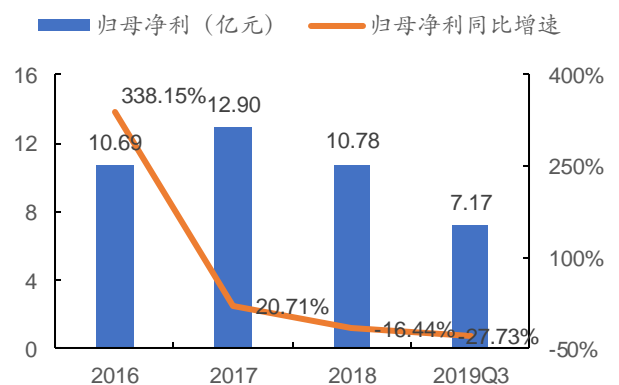
受游戏版号政策及互联网金融业务剥离影响，公司业绩短期承压。公司 2016-2018 年营业收入规模平稳增长，归母净利基本持平。2019 年受版号政策影响，公司战略级产品如《绿色征途》等未能在报告期内如期上线，且自 2018 年 12 月以来已经取得版号的 6 个新游戏产品，尚处于运营准备阶段和投入期。此外，公司 2018 年末开始逐步剥离互联网金融业务。根据最新业绩快报披露，2019 年公司预计实现营业收入 25.70 亿元、归母净利 8.34 亿元，分别同比下降 32.02%、22.66%。

图 2：公司 2016-2019Q3 营业收入及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：公司 2016-2019Q3 归母净利及同比增速

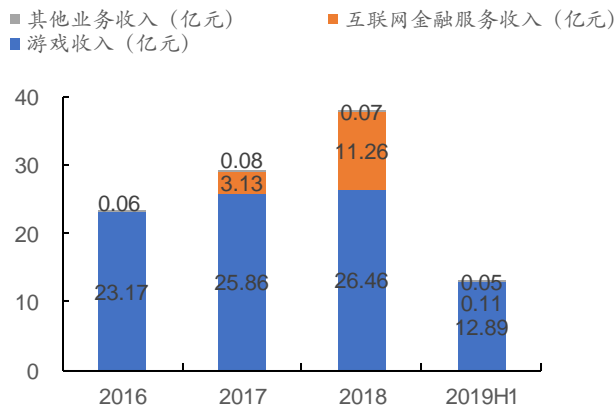


资料来源：Wind，安信证券研究中心

专注主业，转为纯正游戏标的。2018 年末公司剥离旺金金融 51% 股权，游戏业务重要性和占比进一步提升。近年来公司游戏业务收入基本保持平稳增长，2016-2019H1 游戏收入分别为 23.17 亿元、25.36 亿、26.46 亿元、12.89 亿元，同比增长 17.99%、11.41%、11.26%、-5.02%。2019H1 游戏收入占比达到 98.77%。端游收入保持稳健、手游收入受政策影响增

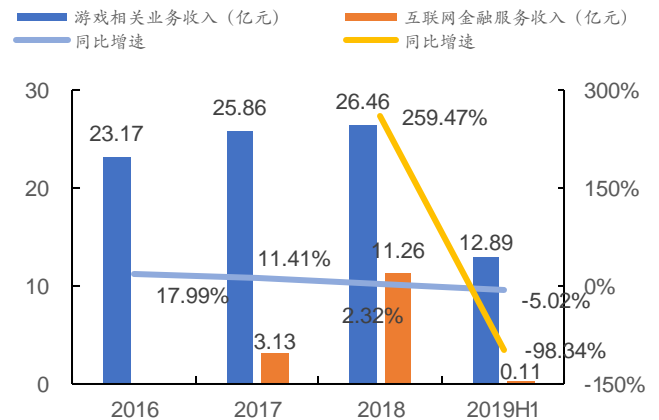
速放缓。2016-2019H1，公司 PC 端网络游戏收入基本持平，保持着 10 亿元以上的年收入水平；移动端网络游戏收入整体保持增长态势，2019 年受政策影响增速有一定程度放缓。

图 4：公司 2016-2019H1 主营业务收入结构



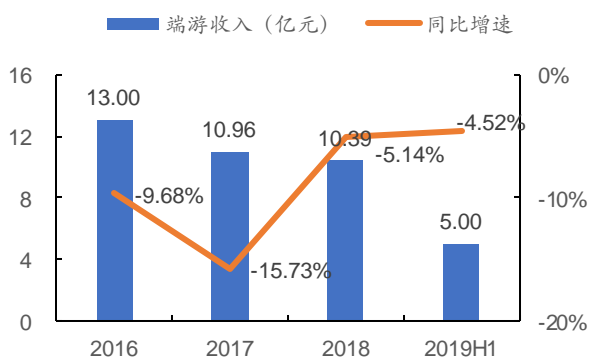
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：公司 2016-2019H1 游戏与互联网金融收入及同比增速



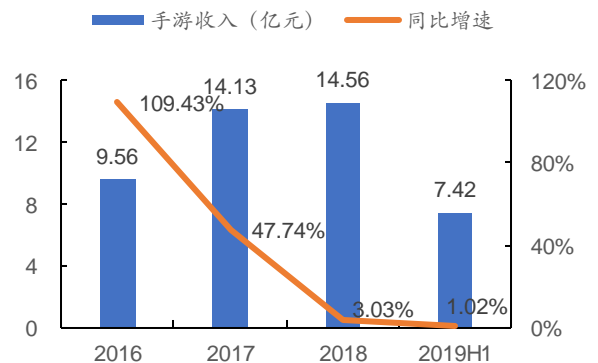
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：公司 2016-2019H1 端游收入及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：公司 2016-2019H1 手游收入及同比增速

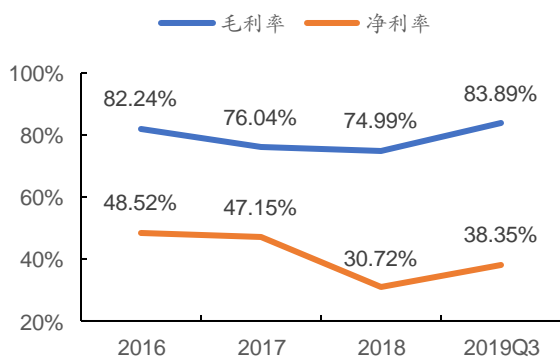


资料来源：Wind，安信证券研究中心

**盈利能力突出、控费能力较强。**利润率方面，2016-2019Q3 公司综合毛利率分别为 82.24%、76.04%、74.99%、83.89%，净利率分别为 48.52%、47.15%、30.72%、38.35%。2018 年，公司并表旺金金融，互联网金融服务业务净利率低于游戏业务，因此整体净利率有小幅下滑。横向对比 A 股上市游戏公司，2019Q3 公司净利率处于同行业中较高水平，体现较强盈利能力。

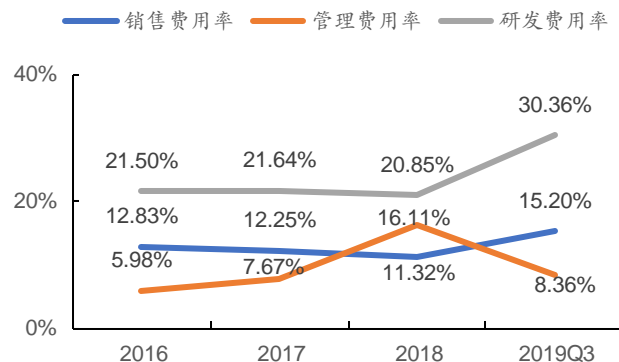
费用率方面，公司三项期间费用率处于市场较低水平，体现较强控费能力。2019 年公司持续加大研发创新投入，开发新品大作游戏，建设研发中台，研发费用率提升 10.01 个百分点。公司 2019 年加大游戏推广投入及《球球大作战》电竞赛事体系建设投入，2019Q3 销售费用率提升 3.88 个百分点。

图 8：公司 2016-2019Q3 毛利率及净利率



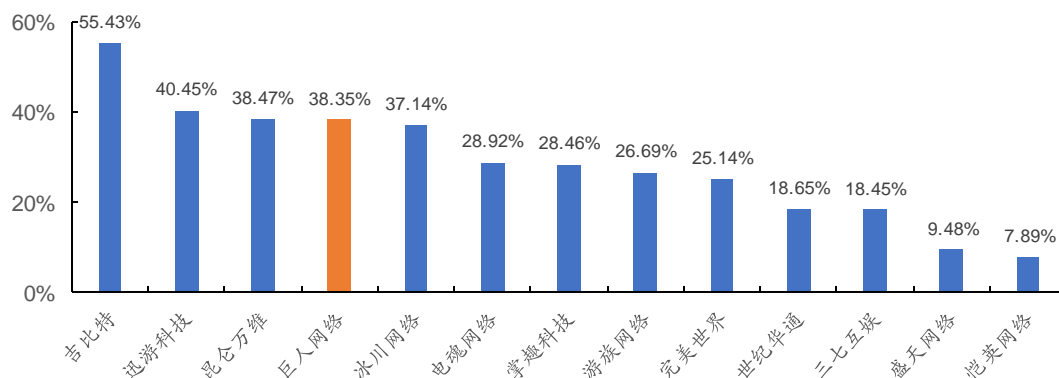
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：公司 2016-2019Q3 期间费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：2019Q3 A 股主要游戏公司净利率对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 2. 守正：围绕核心 IP，精细化运营放大价值

### 2.1. 立足先发优势，深耕产品口碑

入局较早具先发优势、打造行业头部 IP。端游方面，公司入局较早，2006 年推出的第一款端游产品《征途》成为现象级 IP，在端游时代与《梦幻西游》、《传奇》三足鼎立，持续至今仍具有较强生命力。手游方面，2015 年公司推出休闲手游《球球大作战》，率先进入移动休闲竞技赛道，《球球》现已成为行业内优质 IP，并开创了移动电竞品类，成为业内关注度最高、运营最为成功的移动多人竞技游戏之一。

#### 2.1.1. 征途：国战类经典 IP

《征途》是公司第一款自研的 MMOPRG 端游，以中华武侠文化为基础，融合了 PK 战争、休闲竞技、恋爱养成等多种玩法。《征途》与传统网游相比，在三个维度上作出创新：1) **玩法创新**：最早提出自动寻路、自动打怪的玩法，颠覆了早期端游中让玩家自己寻找路径去做任务的玩法，将游戏操作轻度化、减轻玩家操作负担；2) **商业模式创新**：首创游戏免费、道具收费模式，吸引了大量玩家进入征途；3) **服务器架构创新**：《征途》独特的服务器架构设计使得单个服务器内的容纳人数能达到十几万人，形成“万人国战”场面，玩家互动性得到增强。作为公司经典核心 IP，一方面，公司研发及运营团队通过对《征途》端游不断迭代更新以保持其长期生命力；另一方面，以“征途”IP 的市场影响力和用户规模为基础，公司通过自研或授权方式对既有作品进行“端转手”的价值迁移，实现自有用户在 PC 端和手机端的互通。



根据公司公告,《征途》端游全系产品累计收入超 200 亿,2019 年收入和玩家人数较上年同期基本持平。《征途》端游已有产品组合包括:

- 1) 2007 年推出的最早一代《征途》端游,最高同时在线人数超 210 万;
- 2) 2008 年产品迭代改进后推出《征途怀旧版》,在原版《征途》上叠加“轻网游”概念,让玩家“轻投入”,升级无压力;据征途怀旧版官网介绍,《征途怀旧版》内测一个半月内吸引超过 50 万玩家回归,目前日均活跃玩家数接近 30 万人;
- 3) 2010 年推出无收费的《绿色征途》,主要面向低付费玩家;
- 4) 2011 年改进收费模式后推出《征途 2》,创新第三代商业模式,不销售设备,取消商城,营造公平游戏模式;据征途 2 官网介绍,《征途 2》开放测试阶段日活即达 20 万;2012 年,《征途 2》最高同时在线人数突破 54.1 万。

《征途》手游全系产品累计流水超 50 亿,长期战略以自研旗舰产品为主导。《征途》手游已有产品组合包括:

- 1) 2014 年《征途口袋版》开启不删档内测;上线首日付费超 975 万元,苹果商店免费榜前 7,畅销榜第 12;
- 2) 2016 年自研《征途手游版》,由腾讯独家代理发行;最大限度保留《征途》端游中精华玩法,并加强社交交互;《征途手游版》上线首日登顶 APP Store 免费榜榜首;据伽马数据显示,《征途手游版》2016 年全年流水达 17 亿元;
- 3) 2017 年推出自研自发《征途 2 手游》;
- 4) 2018 年由英雄互娱代理推出《绿色征途手游》;
- 5) 2019 年由腾讯代理推出《征途永恒之战国争鸣》。

图 11:《征途》系列端游及手游主要产品组合

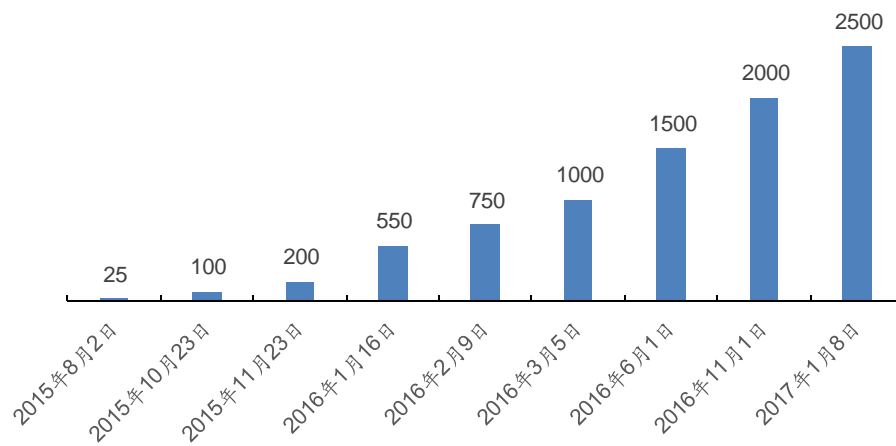


资料来源:征途官网,安信证券研究中心

### 2.1.2. 球球大作战:休闲竞技类知名 IP

《球球大作战》是公司推出的首款休闲竞技手游,根据公司公告披露,2015 年上线以来游戏 DAU 保持高速增长,至 2017 年 1 月峰值 DAU2500 万,截至 2019 年累计安装量已达 5 亿、赛事累计观看人次已超 3 亿。根据 Newzoo 发布的《移动电竞在全球电竞产业的角色》报告,《球球大作战》被列为全球第一休闲竞技品牌。作为公司休闲竞技赛道超级 IP,一方面,公司通过对《球球大作战》手游进行频繁的更新和优化以满足用户需求;另一方面,公司通过举办时间跨度长、人员规模广的移动电竞赛事持续为“球球”吸引流量,致力于将“球球”元素延伸至 IP 衍生市场。

图 12:《球球大作战》DAU 上涨轨迹

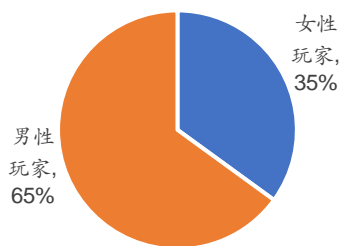


资料来源：手游网，GameLook，游戏葡萄，安信证券研究中心

我们分析《球球大作战》保持旺盛生命力具有三大关键成功因素：

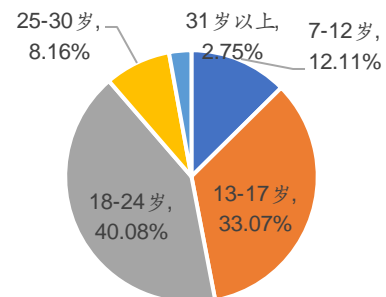
- 1) 强社交属性。**球球中弹幕+组团的玩法，游戏内直播和真人社交的设置，使得球球具有强社交属性，能够充分沉淀用户关系。《球球》的用户属性具有三大特征：1) 粘性强——用户平均周时长 9 小时；2) 年轻化——24 岁以下的球球玩家占比八成以上；3) 女性玩家比例高——男女比例约 2: 1，女性玩家的占比是一般游戏的 5-10 倍。
- 2) 高用户留存。**球球用户增长主要依赖口碑传播，用户留存远高于被商业广告所吸引的用户留存。《球球大作战》TapTap 评分 6.5 分，在游戏高热度的同时保持较好口碑。
- 3) 持续的用户关注。**通过搭建完善的移动电竞赛事体系、定期举办行业内极具影响力的线上线下联动活动持续吸引用户关注。

图 13:《球球大作战》玩家性别比例



资料来源：触乐，安信证券研究中心

图 14:《球球大作战》玩家年龄分布



资料来源：触乐，安信证券研究中心

球球成功之后，休闲竞技赛道涌现出一批和球球玩法具有相似性的竞品游戏，其中较为典型的产品包括微派《贪吃蛇大作战》、猎豹移动《弓箭手大作战》、网易《暴走小飞机》等。以《贪吃蛇大作战》为例，我们分析《球球大作战》与其竞品主要差异点体现在核心玩法、社群关系及推广方式三方面：

#### 1) 核心玩法：《贪吃蛇》为个人向休闲游戏，《球球》为团战模式微电竞游戏

《贪吃蛇》基本玩法是围困对手并将其击杀，队友之间也有相互兼并的可能性，团队配合度不高，整体来看是一款强调个人消遣的休闲游戏。相较之下，《球球》以团战为核心战斗模式，队友之间通过吐小泡的方式互相帮助成长共同赢取胜利，玩家之间联系更紧密，整体来

看是一款强调合作艺术的微电竞游戏。

图 15:《贪吃蛇大作战》游戏界面



资料来源: 贪吃蛇

图 16:《球球大作战》游戏界面



资料来源: 球球大作战

## 2) 社群关系:《贪吃蛇》止步于普通玩家社交,《球球》建立垂直社交关系

《贪吃蛇》社群关系是游戏行业中普遍的平行玩家社交关系, 玩家通过转发成绩或者邀请好友来实现与社交好友之间的互动。《球球》则形成了玩家与玩家之间的垂直社交关系, 即被关注者与粉丝。《球球》中的被关注者一般被称为大神玩家, 类似 KOL, 拥有庞大的粉丝群和可观的粉丝影响力。大神玩家在自己主页的留言板上与粉丝交流, 并通过直播等方式与粉丝互动、积攒人气。对比来看,《球球》大神玩家拥有 198 万粉丝,《贪吃蛇》历史最高分玩家粉丝数量仅 1.4 万。

图 17:《贪吃蛇大作战》历史最高分玩家



资料来源: 球球大作战

图 18:《球球大作战》大神玩家



资料来源: 球球大作战

## 3) 推广方式:《贪吃蛇》依靠病毒式营销传播,《球球》线上线下并行推广

《贪吃蛇》主要是发力微信公众号等新媒体渠道, 网红推荐曝光游戏创造流行概念后, 进行分享式裂变传播。病毒式的营销传播模式前期助力《贪吃蛇》两次登上免费榜成为“爆款”, 但推广后劲不足, 游戏热度呈迅速下降趋势。对比来看,《球球大作战》采取线上线下并行的推广方式, 线上《球球》在渠道资源和广告投入上均占优势; 线下主要通过举办周期长、规模大的移动电竞赛事等持续扩大球球 IP 影响力。

## 2.2. 精细化运营, 双维度放大 IP 价值

### 2.2.1. 延长生命周期: 深度挖掘用户需求、持续迭代更新

公司对旗下游戏产品采取长周期运营策略。运营过程中, 公司通过检测和统计各款游戏的活跃率、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, 对用户在游戏中行为特点、消费习惯、游戏偏好等进行量化分析和研究, 为游戏后续持续开发、更新完善提供数据支持, 增强游戏生命力。

产品版本更新频繁, 持续创新优化。根据草根统计数据,《球球大作战》近一年版本更新 10

次,《征途 2》手游近一年版本更新 8 次,具体更新动作主要包括玩法创新、功能优化、及缺陷修复,相较同类产品明显更新次数更多、内容量更丰富。以《征途 2》为例,其在 2019 年 5 月上线吃鸡玩法,紧跟热门玩法进行微创新;在 2020 年 1 月上线新年服,满足春节期间玩家娱乐需求。

**表 2:《球球大作战》近一年更新日志**

版本号	更新时间	更新日志
v12.0.5	2020 年 2 月 21 日	1、新增奇迹之地; 2、修复了巨行星模式下有时候球体不能正常显示的问题; 3、修复了某些情况下十六分球体漂移问题; 4、其他优化。
v12.0.0	2020 年 2 月 17 日	—
v11.8.7	2019 年 12 月 31 日	—
v11.7.0	2019 年 12 月 18 日	—
v11.0.0	2019 年 10 月 14 日	1、猎魔 2.0 新玩法: (1) 可以突破地域限制邀请好友; (2) 可以挑战奇妙据点、抢夺创意作品。成为据点王后头像和高分将在猎魔地图上闪耀; (3) 新增小行星趣味冒险, 随时间增加初始体重。 2、新增天梯锦标赛降临, 战队赛和单人匹配多重选择; 3、新增球宝集结号; 4、其他优化。
v10.6.0	2019 年 9 月 25 日	1、开启收藏家之路第 3 季; 2、重磅优化科技图鉴; 3、优化铁匠铺, 新增一键合成功能; 4、全民极品计划新增进度任务。
v10.3.0	2019 年 4 月 15 日	—
v10.1.0	2019 年 3 月 7 日	1、“冲刺一百分”玩法限时开启; 2、在我的物品中设置常用炫光; 3、修复开启珍宝箱。
v10.0.0	2019 年 1 月 30 日	1、新增双冠模式及防护盾共享; 2、更新优化比赛地图; 3、波拉哩艺术家面世; 4、新增球球专属交友圈: 糖豆。
v9.8.6	2019 年 1 月 14 日	1、新增一键换装模式; 2、新增娱乐玩法日历 3、恢复“一起上超神”活动; 4、修复部分游戏 BUG。

资料来源:豌豆荚,安信证券研究中心

**表 3:《征途 2》手游近一年更新日志**

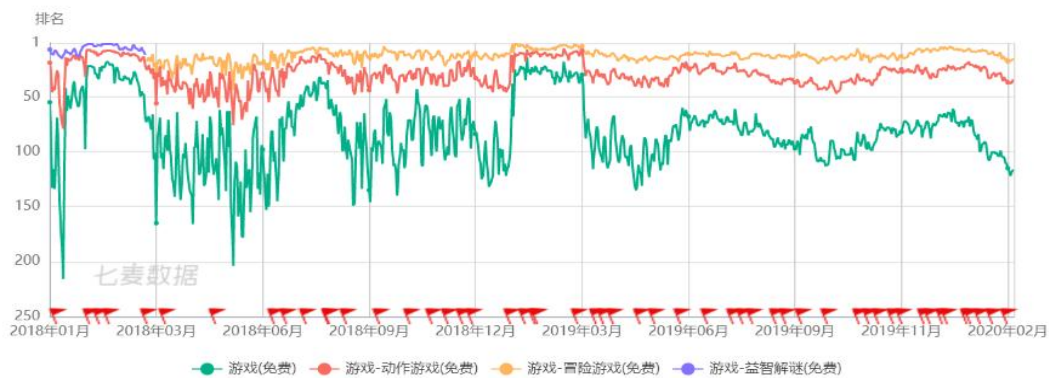
版本号	更新时间	更新日志
v1.0.76	2020 年 1 月 16 日	1、新增年终抽奖、新年酒会活动; 2、新增心脉系统、五行系统; 3、官员宝箱新增五灵石奖励; 4、新增十二生肖卡牌; 5、取消黄蓝 BOSS 头目宝箱自动开启提示。
v1.0.75	2019 年 12 月 26 日	1、修复伤害数据异常; 2、修复部分游戏 BUG。
v1.0.73	2019 年 11 月 28 日	—

v1.0.69	2019年9月3日	1、游戏包体完整优化； 2、新手引导部分优化。
v1.0.66	2019年7月7日	1、新增灭国站、跨服国战玩法； 2、新增法宝系统； 3、增加新外观紫龙套装及火麒麟。
v1.0.63	2019年6月13日	—
v1.0.55	2019年5月30日	1、上线全新吃鸡玩法； 2、开启全新跨服段位赛/排位赛模式； 3、增加封印-经脉系统、宠物洗髓系统、翅膀系统； 4、平衡130级-150级升级速度； 5、优化BOSS玩法。
v1.0.46	2019年1月3日	1、优化游戏UI及加载速度； 2、修复部分游戏BUG。

资料来源：豌豆荚，安信证券研究中心

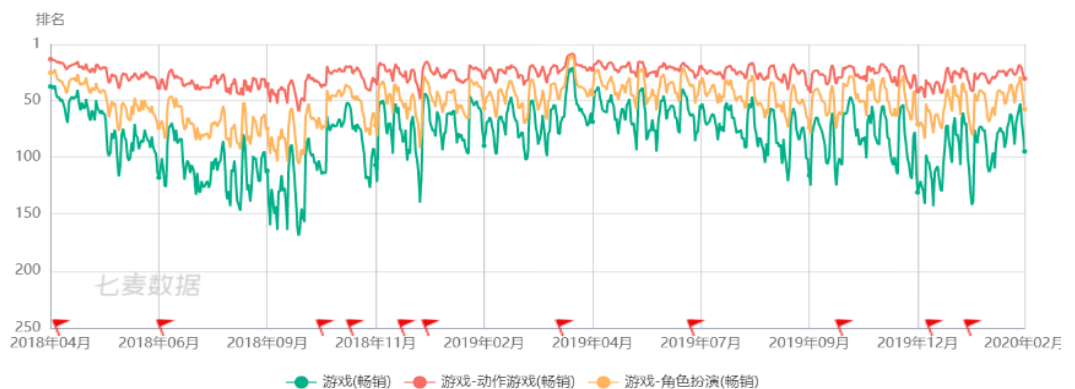
**长周期运营策略下产品排名稳定靠前。**基于游戏本身的优秀品质及长周期运营策略，《球球大作战》iOS 免费榜排名保持较为靠前位置，在iOS 冒险类游戏、动作类细分游戏免费排行榜中分别稳居TOP30、TOP50。《征途2》手游在iOS 角色扮演类游戏、动作类细分游戏畅销排行榜中排名整体基本稳定，分别稳居TOP100、TOP30。

图 19：《球球大作战》2018 年 1 月-2020 年 2 月 iOS 平台排名趋势



资料来源：七麦数据

图 20：《征途2》手游 2018 年 4 月-2020 年 2 月 iOS 平台排名趋势



资料来源：七麦数据

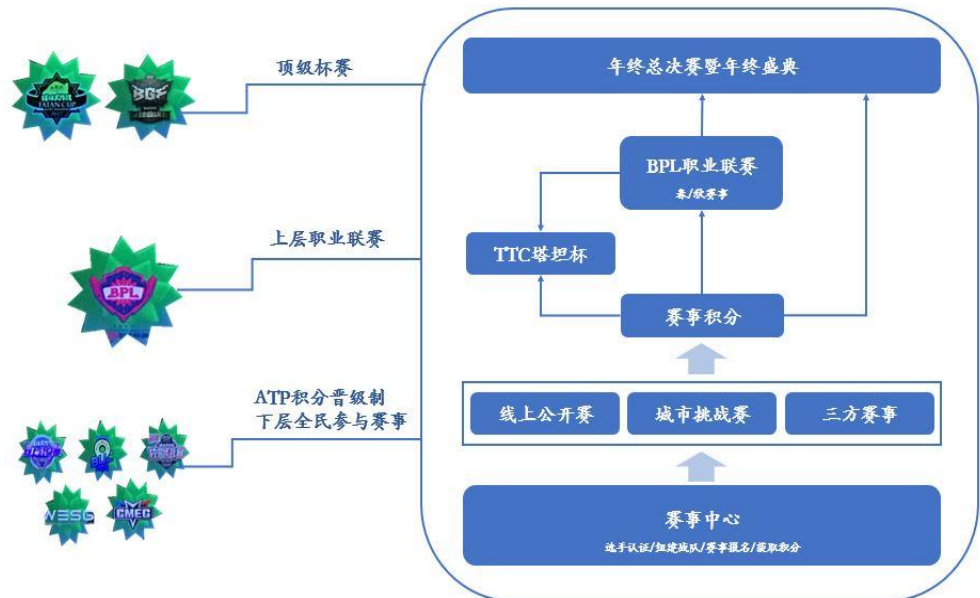
## 2.2.2. 拓宽衍生边界：搭建电竞赛事体系，实现多领域跨界联动

### 2.2.2.1. 休闲+国战赛事，电竞双品牌

加码休闲电竞，构建完整赛事体系。2016年起，公司通过《球球大作战》发力移动休闲电竞品类，首创30人同台竞技的直播流程及技术解决方案，成功举办了《球球大作战》线上公开赛、“塔坦杯”精英挑战赛、职业联赛（BPL），及移动休闲电竞全球首个万人级赛事——《球球大作战》全球总决赛暨年终盛典（BGF），赛事累计观看人次超过3亿。继《球球》之后，公司在休闲竞技赛道持续积累新产品。2016年11月，公司推出了体育竞技手游《街篮》，持续3个月占据App Store体育游戏免费排行榜榜首。

《球球大作战》赛事多维度立体下沉，服务于整体生态发展需求。赛事体系主要由三层构成：1) 下层：ATP积分晋级制下的全民参与赛事：线上公开赛，城市选拔赛，三方赛事；2) 上层：稳定的职业联赛BPL职业联赛，TTC塔坦杯精英挑战赛；3) 顶层：顶级杯赛BGF年终总决赛。

图 21：《球球大作战》移动电竞赛事体系



资料来源：公司公开调研信息，安信证券研究中心

图 22：《球球大作战》2019 年电竞赛事时间表



资料来源：球球大作战微信公众号

拓荒“国战电竞”细分品类，端手游赛事全覆盖。2018年首届“征途嘉年华”上，公司以

“《征途 2》黄金国战联赛”为依托，推出“国战电竞”全新电竞品牌。2019 年，围绕征途系列产品，公司开展《征途 2》黄金国战联赛、《征途 2 手游》国战 Z 联赛等赛事，完成“国战电竞”在 PC 端、移动端的全覆盖。

国战电竞在玩法上采用跨区大地图，将不同区服间的同一国号默认为一个阵营，以该阵营为单位展开作战。该玩法高度还原了中国春秋战国时代群雄争霸的场面，需要玩家采用“合纵连横”的方式，通过夺城、守城来争取更多城池，一定程度上提升了游戏的竞技性和观赏性。随着“国战电竞”赛事影响力的不断扩大，数量庞大的国战用户群体有望被盘活，重新注入“征途”系列产品。

图 23:《征途 2 端游》黄金国战联赛



资料来源：征途官网

图 24:《征途 2 手游》国战 Z 联赛



资料来源：征途官网

#### 2.2.2.2. 服装+餐饮+旅游联动，文创新玩法

将球球树立为文化元素，让《球球大作战》游戏 IP 全面进入用户日常生活领域。目前，公司主要拓展了球球 IP 在服装时尚、餐饮食品、文化旅游等领域的衍生市场：

1) 成立设计师联盟，推动球球元素与时尚相结合。2016 年 10 月，“球球设计师联盟”成立，球球向设计师开放品牌并共享游戏内两亿年轻用户资源，设计师以球球为元素设计服装扩大球球元素的影响力，携手打造游戏与时尚跨界融合的全新商业模式，带动年轻文化对《球球大作战》的关注。上海时装周上，响应该计划的国内外新锐时尚设计师累计达上百名，包括鞋履品牌 kktip 创始人 kim、手造复古眼镜品牌 CHairEYES 创始人周园等。

2) 借力肯德基门店，展开限时玩法提升球球曝光率。2018 年暑期，球球登陆肯德基全国 2690 家门店，球球元素的卡通形象出现在肯德基指定门店的窗贴、桌子、墙贴及收银机上，并上线专属定制“球球大作战塔可餐”。同时，肯德基门店设有定制 BOSS，结合游戏本身的猎魔玩法和 LRS 定位系统，吸引玩家前往所在城市的肯德基门店打败 BOSS。此举利用肯德基全国范围的庞大实体网络，将肯德基门店转化成球球玩家的聚集地，转移部分游戏内容至线下，强化现实生活社交最终提升玩家忠诚度。

图 25: 肯德基门店布满球球元素



资料来源：球球大作战微信公众号

图 26: 球球大作战塔可餐

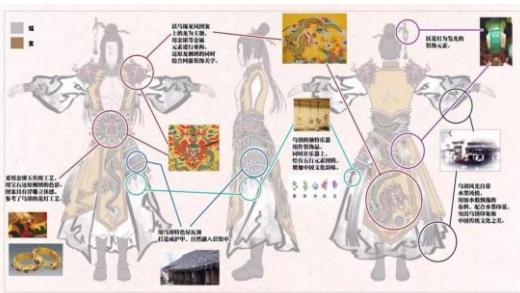


资料来源：球球大作战微信公众号

3) 携手乌镇创新文化融合, 实现线上场景还原。2019年7月,《征途2 手游》在乌镇西栅景区举办了线下庆典暨玩家见面会,并推出丰富的线上联动内容。其中全新30V30水乡战场玩法中,“乌赞沙场”的地图设计,以乌镇为原型而打造,力求还原江南水乡风韵;“乌赞沙场”的名称灵感,出自乌镇当地唐代英雄将军“乌赞”的相关事迹。玩法层面外,《征途2 手游》在联动资料片中加入当地特产作为游戏道具,例如三白酒、定胜糕等当地小吃,并推出体现乌镇当地文化符号的游戏时装。

此外,在线下嘉年华现场公司同步发布了征途互通版、免费尊享会员计划、征途大神社区等新品。其中征途互通版实现电脑和手机的游戏互通,角色的装备战斗力、好友可跨平台多端显示。场馆中还还原了众多经典游戏场景,搭建团队包括参与过征途系列游戏开发时的资深原画设计师,将游戏中的经典场景如清源村、凤凰城、王城等进行现实复刻,重现经典活动比武大会,给玩家带来沉浸式体验。

图 27: 乌镇风格游戏时装



资料来源: 征途微信公众号

图 28: 经典场景“清源酒家”



资料来源: 征途微信公众号

### 2.2.2.3. 《征途》大电影, 再现故事内核

《征途》大电影作为征途延展 IP 至影视领域的首次尝试, 目前已完成拍摄制作并拿到放映许可证, 根据公司公开调研信息, 预计将在 2020 年 5 月份上映。电影改编自游戏中的真实玩家故事, 重现了《征途》游戏特有的万人国战场面, 以及凤凰谷、兽王谷等经典游戏地标。电影特效制作作为《流浪地球》原班底及国内顶级视效公司 More VFX, 电影主演为何润东、刘宪华等实力偶像。借助电影, 一方面将进一步聚合原有玩家粉丝情感, 另一方面有望实现出圈, 扩大游戏圈外的 IP 影响力。

图 29: 《征途》大电影主演亮相 2018 上海电影节



资料来源: 征途官网

图 30: 《征途》大电影定档海报



资料来源: 征途官网

## 3. 出新: 聚焦擅长赛道, 强大研发力驱动精品持续输出

根据公司此前公开调研信息, 未来 3 年公司业务战略可概括为三点: 1) 聚焦擅长赛道, 在存量竞争时代抓住关键胜利; 2) 着重技术研发, 在关键精品上投入关键资源; 3) 做长寿游戏, 持续 10-20 年的长周期运营及产品迭代。



图 31：公司业务战略



资料来源：公开调研信息，安信证券研究中心

### 3.1. “2+3”策略，布局泛二次元、UE4 等新品类

公司的业务赛道采用“2+3”品类布局：两大重点赛道国战 MMORPG、休闲竞技，三大拓展赛道 3DMORPG、泛二次元、放置/UE4。

图 32：公司重点赛道布局



资料来源：公开调研信息，安信证券研究中心

1) **国战 MMORPG**。以拳头产品《征途》系列为代表，产品组合包括《征途》手游旗舰版、《绿色征途》手游、以及国战元素创新 RPG。目前征途移动端产品运营思路为每三年进行一次旗舰升级，每一年进行一次产品迭代；通过每年的产品迭代来保证玩家对 IP 内容的需求，通过每三年的旗舰升级来寻求产品的大突破。

2) **休闲竞技**。以王牌产品《球球大作战》及《街篮》为代表，《球球大作战2》及《街篮2》已在储备当中。《街篮》是一款融合了格斗要素的 3V3 全场篮球对战游戏，结合多英雄、战斗和篮球元素，玩家通过比分或 K.O 对手赢得胜利，高峰期注册量超过 5000 万，月流水过亿。游戏采用 3D 卡通渲染风格，以及风格化必杀技特写演出，增加游戏的观赏性和竞技性。《街篮》曾多次代表公司参加海外各大游戏展，在 Pax-east 展会上被海外游戏媒体 GamingScan 评选为展会最佳 20 款游戏之一。

3) **3DMORPG**。以《仙侠世界》为代表，产品组合包括动漫向《犬夜叉-奈落之战》、《龙珠最强之战》、国风向《仙侠世界》手游、《征途 3》手游等。《仙侠世界》手游（研发中，拟

定名) 由端游 MMO 水平的 256 平方公里陆地和数倍于此的海洋、天空组成。不同于传统 MMO 单线程游戏轨迹,《仙侠世界》在强大智能 AI 加持下可以实现自由变换,无论玩家们是否在线,仙侠世界可以按照自己的思维模式运转。《征途 3》(研发中,拟定名)使用 UE4 引擎开发,视觉效果上致力于在手机平台呈现媲美主机游戏的次时代视觉效果表现;内容上还原战国时期中国的风土人情。游戏剧情走向更为丰富和多变,玩家可以自创人设、剧情、副本,掌控剧情走向及 NPC 命运。

4) 泛二次元。以《胡桃日记》、《恙化装甲》为代表,预计 20-21 年进入收获期。《胡桃日记》以发布于日本通讯软件 LINE 的表情包少女“七濑胡桃”为主角,设定为高中女生想成为网络主播、却在努力的过程中遭遇各种困难的故事,其在 TapTap 上架当天迅速登顶预约榜第 1 名,目前评分达 9.5 分,已有 26.59 万人次预约,及 9.5 分的好评。2019 年 3 月,公司与腾讯签订协议,由其独家代理《胡桃日记》在中国大陆发行。《恙化装甲》为二次元新科幻枪战类型,主要讲述在虚拟大陆上,玩家扮演的指挥官指引突击队员,不断提升力量对抗异世界邪恶力量入侵的故事,其于 2019 年 1 月完成第一次对外测试,上线当天登顶 TapTap 预约榜首,目前评分 8.7 分,已有 22.97 万人次预约。

5) 放置/UE4 品类。以《帕斯卡契约》为代表,预计放置类赛道将在未来 3-5 年逐步打开。《帕斯卡契约》是一款次世代硬核 ARPG 手游,题材选择上,区别于市面上常见的国产武侠题材,选取较少见的纯欧美魂类题材;场景推进上,采用全程即时渲染的故事演出和真人语音对白;角色设计上,多英雄的设置使得玩家逐渐解锁新的角色,不断寻找喜欢的角色进行重点培养。2019 年 9 月,《帕斯卡契约》正式亮相苹果秋季新品发布会,是中国本土游戏团队在苹果全球发布会的首次亮相,为 iPhone11 全球唯一推介的游戏产品。2020 年 1 月 16 日,《帕斯卡契约》iOS 版本正式上线,发售价 45 元,首日即登顶多国付费榜,安卓版本预定于 2020 年 5 月在 Taptap 独家发售,目前评分高达 9.5,预约人数超 66 万。

图 33:《帕斯卡契约》登陆多国 ios 付费榜前列



资料来源:七麦数据

### 3.2. 自上而下改革, 夯实团队作战能力

公司研发实力主要体现在自研引擎及服务器架构。2011 年,公司推出基于自研引擎开发的 MMORPG 产品《巨人 X》,2015 年推出的《3D 征途》采用首款全平台引擎,《3D 征途》的自研引擎在技术层面被誉为具备次世代水准的超级引擎,现已同步应用于《3D 征途》手游版的制作。公司的服务器架构设计壁垒较高,单个服务器内的容纳人数往往能达到十几万人,由征途开创的“万人国战”场面至今仍未有游戏能够复刻。公司研发人员占比超七成,研发投入居 A 股游戏公司前列。2018 年,公司研发人员 1635 人,研发人员占比达 72.12%。

2016-2018 年，公司研发投入分别为 4.99 亿元、6.29 亿元、7.88 亿元，保持平稳增长。横向对比 A 股主要游戏公司，公司研发投入绝对值与研发费用率均处于较高分位。

表 4：A 股主要游戏公司研发费用排行榜

公司名称	2019Q3		2018 年		2017 年	2016 年
	研发费用 (亿元)	研发费用率	研发费用 (亿元)	研发费用占收入比例	研发费用 (亿元)	研发费用 (亿元)
完美世界	10.06	17.30%	14.13	17.59%	13.11	13.51
中文传媒	3.89	4.49%	8.33	7.24%	6.14	2.55
巨人网络	5.91	30.36%	7.88	20.85%	6.29	4.99
三七互娱	5.16	5.40%	5.38	7.40%	4.39	3.17
恺英网络	3.03	20.15%	4.81	21.08%	2.31	2.27
掌趣科技	2.30	19.15%	4.65	23.61%	4.51	3.79
昆仑万维	2.02	7.50%	3.88	10.86%	2.82	1.01
游族网络	2.43	9.20%	3.69	10.32%	3.21	1.73
天神娱乐	1.60	15.38%	3.68	14.11%	4.00	1.61
吉比特	2.29	14.75%	2.87	17.35%	2.44	1.93
世纪华通	9.49	8.68%	2.22	2.73%	1.45	1.63
冰川网络	0.77	26.82%	0.99	33.91%	1.03	0.86
电魂网络	0.83	17.09%	0.96	21.49%	1.22	1.17

资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 3.2.1. 管理层年轻化、鼓励一线业务人员创新

公司于近期完成一轮管理层年轻化改革，先后任命多位 80、85 后高管，并推出业务合伙人制度，提拔年轻骨干成为一线业务负责人。公司最新任命的高管和业务合伙人包括：

#### 1) 联席 CEO：吴萌，85 后

吴萌 16 岁开始创业，是中国第一代个人站长，曾独立创办中国最大的粉丝网站 JAYCN，获得风险投资创办国内领先的 WEB2.0 社区“番薯窝”。2007 年，吴萌参与创办动网先锋，任动网先锋总裁，带领动网先锋成长至年收入过亿，其中吴萌主导开发的《商业大亨》获得市场成功，成为当时年度收入最高的网页游戏。2012 年，吴萌加入公司，是《球球大作战》的制作人，创造了公司继《征途》之后又一爆款精品。

#### 2) 首席财务官 CFO：孟玮，80 后

孟玮拥有近 12 年互联网投资研究及从业经验，曾就职于中国国际金融股份有限公司，担任董事总经理及传媒互联网首席分析师。入职中金之前，孟玮亦在东方证券、京东商城、艾瑞咨询等公司从事证券分析、战略研究等工作。

#### 3) 首批业务合伙人之一：赵剑枫，85 后

赵剑枫，征途系列端游负责人，自毕业后即加入公司，在一线从事研发工作 12 年。

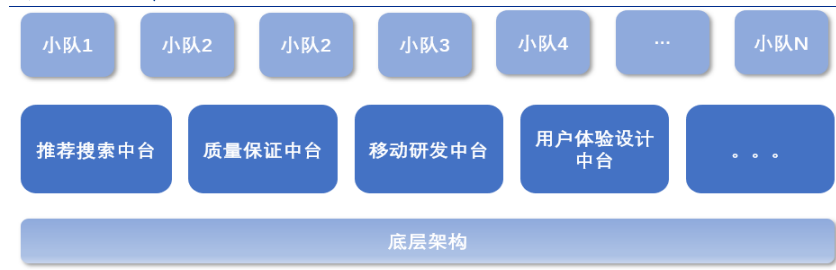
### 3.2.2. 研发机制优化，“大中台、小项目”模式提升研发效率

加强中台建设，旨在快速实现产品和创意，及高效迭代老产品。“大中台、小项目”模式由 Supercell 公司首创，后被国内游戏公司如网易采纳以提升研发效率。网易的用户中心、数据挖掘、商业智能、移动研发、内容安全等多个部门都具备中台属性。以网易为例，网易推荐搜索中台萌芽于博客业务的个性化推荐、标签推荐，支撑了云音乐的推荐引擎，并帮助网易新闻从编辑主导进入算法个性化时代。网易推荐搜索中台在考拉平台的应用效果是，指标的 100% 的覆盖，数据质量保障 99.8%，100% 的数据能够自助取数，同时降低了 20% 的数据成本。类似推荐搜索中台，网易还有质量保障中台、移动研发中台、用户中台、用户体验设计中台等超过 10 个不同的中台。

“大中台、小项目”模式的主要优势体现在：1) 保证研发流程的“高效”，减少 workflow 中的重复和损耗，消除研发过程中配合不足导致的瓶颈；2) 实现游戏出品的“高质量”，包括架构的合理性、及时合理的代码重构、客户端和服务端端的优化等；3) 实现研发流程的全面质量管理，最终达到研发时间、成本和质量的平衡；4) 在此框架下，公司可以采集更底层的数据，以验证策划理念、提升策划水平。最终，大中台模式将形成人员能力、习惯、制作、规范、工具链、质量控制、协作、资源透明和共享的“持续”的研发体系。

聘任原腾讯互娱事业群研发部总经理**聂志明**担任 CTO 职位，主要负责公司中台体系的搭建。聂志明曾任职腾讯，参与主持过多款大型网游后台研发，历任后台主程、后台技术副总监、总监。2007 年聂志明转入腾讯互娱研发部，任职腾讯互动娱乐事业群研发部总经理，负责公共技术平台建设、游戏产品安全保护及品质管理、事业群内部研发侧效率工具建设和知识管理等业务。加入腾讯前，聂志明先后在北京金洪恩、北京同方北美从事游戏脚本解释器与调试器、即时通信工具、消息中间件 MT 等项目的设计开发，从业经历超过 18 年。

图 34：“大中台、小项目”架构



资料来源：钛媒体，安信证券研究中心

### 3.2.3. 孵化平台补充研发团队灵活性与创造力

根据公司公告披露，2017 年开始，公司每年投入超过 2 亿元建设研发共享平台，以小团队形态打造游戏精品。公司为孵化团队提供全业务链的研发支持，将其接入其公司级研发平台，帮助孵化项目提高研发效率及成功率。公司倡导的孵化理念主要为：1) 关注游戏核心玩法；2) 小团队作战；3) 尽早见用户、通过持续与用户互动把游戏改到最好。公司孵化业务不设盈利要求，给予团队相对宽松的孵化氛围、充裕的研发时间；关注团队能力，对孵化产品的类型、成熟度等不做限制。

首款孵化游戏《月圆之夜》表现突出，上线 2 年以来长期位于 iOS 付费榜 TOP30。《月圆之夜》为 Roguelike 卡牌构筑类游戏，由 90 后担任制作人的 6 人团队历时 6 个月开发完成。上线后先后获得苹果、谷歌全球范围推荐，并被评为 2017 年度 App Store 最佳本土独立游戏奖，获得玩家及业内的双重认可。

图 35：《月圆之夜》TapTap 评分



资料来源：TapTap

图 36：《月圆之夜》再获 App Store 全球推荐



资料来源：App Store

## 4. 蓄力：加码手游出海，积极布局云游戏

### 4.1. 海外业务团队完成搭建，开拓中东等蓝海市场

引入海外业务副总裁王炜征及发行副总裁刘义峰两位核心高管。1) 王炜征曾任完美世界海外业务副总裁，先后开拓了俄罗斯和东南亚市场。2017 年初加入 360，任职海外游戏总裁，负责海外投资、收购、代理和发行业务。2) 刘义峰曾于 2004-2006 年在 SOZ 职业战队担任 WAR3 职业选手，获得多项个人赛事奖牌，期间积累了众多目前仍活跃的电竞选手、明星资源。2006-2011 年，刘义峰担任 PGL 电子竞技职业选手联赛赛事解说及运营。2011-2018 年，刘义峰任职心动网络 VP 兼运营总监，发行里程碑产品《神仙道》，开创游戏主播与游戏联运的新模式；后投入手游发行，专注于放置类产品研发，曾负责爆款手游《不休的乌拉拉》。根据公司公告披露，海外业务团队的基本分工模式为王炜征侧重公司海外商务、投资业务，团队常驻硅谷；刘义峰侧重海外发行业务，团队常驻上海。

围绕“郑和出海计划”，打造以游戏展会、全球渠道、海外媒体、玩家社群为核心的国际化交流合作闭环。2019 年 1 月开始，公司携《帕斯卡契约》、《篮球计划》、《月圆之夜》、《十二神兵器》、《恙化装甲》、《夜光》等新品相继亮相台北电玩展、美国 PAX East 游戏展、美国 E3、德国科隆国际游戏展、美国 PAX West 游戏展等国际顶级展会，为产品进入海外市场预热。根据公司公告，《征途》中东版已完成核心研发工作，有望于 2020 年正式面向中东市场推出，成为公司海外战略的又一标志性事件。

图 37：“郑和出海计划”版图



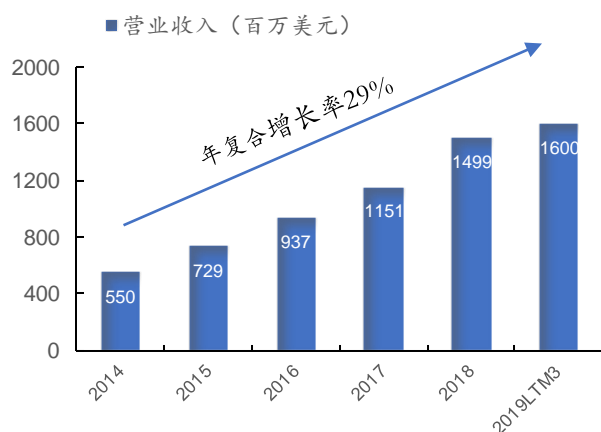
资料来源：巨人网络微信公众号

### 4.2. Playtika 仍是公司战略重要一环，持续发挥协同效用

2016 年，由巨人香港、云峰基金、泛海集团、鼎晖等投资人组成的财团以 305 亿元收购以色列游戏企业 Playtika，随后公司公告拟以每股 39.34 元向财团发行新股收购 Playtika。2019 年 11 月，鉴于 Playtika 拟寻求海外资本运作，为避免触发相关限制性规定，公司决定终止筹划相关重组事项。

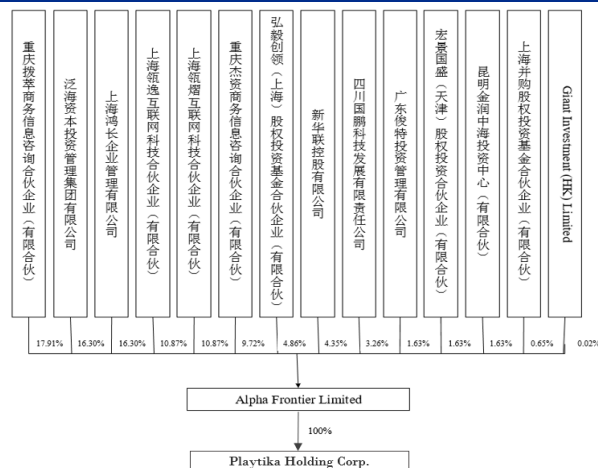
Playtika 主营业务为休闲社交类网络游戏的研发及运营，是全球社交游戏领域顶级厂商。根据 App Annie 公布的美国 App Store 2018 年年度数据，在畅销榜前 40 名的游戏中，有 5 款游戏（《Slotomania》、《WSOP》、《House of Fun》、《Caesars Slots》、《Bingo Blitz》）归属于 Playtika 旗下。2014-2019LTM3，Playtika 收入年复合增长率达到 29%。

图 38: Playtika 2014-2019LTM3 业绩



资料来源: 公司公开调研, 安信证券研究中心

图 39: Playtika 股权架构



资料来源: 公司公告

我们分析 Playtika 的核心竞争力主要体现在:

- AI 技术优势。**从 2015 年开始将人工智能和深度学习技术应用到轻度游戏中, 通过基于深度神经网络体系下的 RUN、LSTM、Random Forest、XGBoost 等加分算法研发的时间序列预测模型技术, Playtika 可以较为精准地预测大样本用户在未来一周内的行为模式特征, 对产品进行具有针对性的更新调整, 以减少用户流失, 最终提高付费点设置变现效率。
- 强大的并购整合资源。**历史上进行过多次成功的横向并购, 凭借自身优势对所收购产品进行代码整合并再次改造, 提升产品的市场占有率及用户流量变现能力, 推动新收购游戏产品的收入和盈利增长。《Bingo Blitz》、《WSOP》、《House of Fun》等游戏在并购后数据和指标都得到显著提升。
- 全球化研发及发行能力。**Playtika 全球员工约 1500 人, 主要分布在以色列、美国、加拿大、日本、乌克兰等 9 个国家及地区, 与 Facebook、Google Play、APP Store 等各大主流国际渠道及移动支付平台建立有长期合作关系。依托良好的游戏产品品质, 旗下产品矩阵遍布全球 190 个国家, 取得世界版图内玩家的良好评价, 全球游戏用户数保持快速增长。

根据公告披露, 重组终止后公司将继续与各方友好协商, Playtika 仍将与公司在业务层面展开积极合作。公司与 Playtika 的协同效应主要体现在:

- 产品底层研发。**通过整合 Playtika 的人工智能、数据挖掘技术, 结合公司运营十余年积累的用户行为数据库, 公司可以更精准地根据用户个性需求调整产品, 达到千人千面效果, 最终延长公司旗下 IP 产品的生命周期。
- 海外研运一体。**借力于 Playtika 的海外发行平台及深厚的海外渠道关系, 有望帮助公司产品快速拓展海外市场, 同时打通部分重合的目标用户群体。
- 等待资本市场条件更加成熟后, 寻求更适宜的资本运作方式。**

#### 4.3. 参股“海马云”, 较早布局云游戏

公司于 2014 年投资北京海誉动想科技股份有限公司, 目前持有其 18.06% 的股份。海誉动想拥有目前国内最大的移动云游戏服务平台之一“海马云”, 全面实现云游戏的成熟商用部署, 预计随着 5G 商业化应用, 海马云游戏平台将迎来新的市场发展机遇。同时, 公司也收到主

流云游戏平台的合作邀请，部分游戏已在云游戏平台上进行测试。

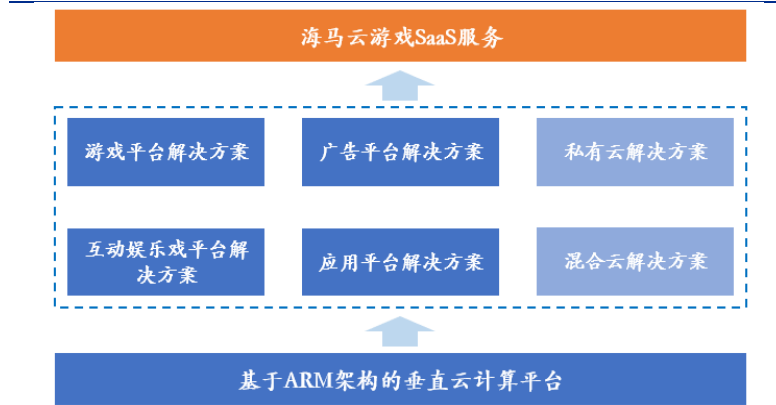
海马云定位为一站式云服务 SaaS 提供商，向行业内游戏平台、广告平台、互动娱乐平台、应用平台提供基于海马云自研 ARM 架构平台的私有云和公有云两种解决方案。海马云是国内较早进入云游戏领域的专业服务商，2018 年进入较大规模商用阶段，主要客户包括中国移动、小米集团等头部互联网巨头。根据其在 5G 云游戏产业联盟大会上的公开演讲，2019 年 11 月当月海马云云游戏服务时长超过 2000 万小时，月活跃用户规模超过 2000 万，日均访问量达到 400 万；在全国布局超过 8500 台服务器，建立 30+ 个分布节点。

图 40：海马云游戏发展历程



资料来源：5G 云游戏产业联盟，安信证券研究中心

图 41：海马云游戏 SaaS 服务



资料来源：5G 云游戏产业联盟，安信证券研究中心

## 5. 投资建议

1) PC 客户端游戏业务部分，我们预计将在中短期内保持相对稳定，同时根据云游戏发展节奏或在更长周期内有所突破。

2) 手机移动端游戏业务部分，我们预计未来 1-3 年内有望实现逐年突破。国战 MMO 及休闲竞技赛道，公司秉持“三年一旗舰，一年一大更”思路，保持产品长生命周期；3DMMO/泛二次元/放置及 UE4 赛道，公司储备有《胡桃日记》、《仙侠世界》、《恙化装甲》等精品新游，预计今年内将陆续上线。此外，公司积极拓展海外市场，《征途》中东版预计今年内推出，为公司带来较强业绩弹性。

公司作为端游时代代表厂商，砥砺前行，在当前存量竞争时代一方面抓住关键赛道投入核心资源，一方面全面拓展海外蓝海市场，我们看好公司重回顶级厂商之路。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 8.34 亿元、11.03 亿元、14.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.41 元、0.54 元、0.73 元，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

## 6. 风险提示

行业监管政策变化。

游戏行业受中宣部管辖，关于产品版号申请及产品推广运营中的相关监管政策存在动态变化可能性，从而对公司具体产品运营乃至经营业绩产生影响。

新产品研发进度不达预期。

公司自研及代理新产品较多，而游戏本身为项目制，其研发及发行周期存在较大的人为不确定性。

海外市场推广效果不达预期。

公司近年来开始试水海外市场业务，由于海外监管政策、人文环境均与国内差异较大，在产品的前期本地化处理及后期推广中均可能出现水土不服状况，导致成本投入无法产生预期回报。

5G 云游戏商用进展低于预期。

受疫情影响，5G 建设速度略有滞后，5G 用户数量及相关商用落地可能受到影响。



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	2,906.7	3,779.5	2,569.3	3,157.2	4,120.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	696.5	945.3	610.1	654.8	810.2	营业收入增长率	25.1%	30.0%	-32.0%	22.9%	30.5%
营业税费	34.9	34.7	32.2	35.5	45.3	营业利润增长率	39.1%	-9.8%	-20.2%	40.3%	34.1%
销售费用	356.1	427.9	324.6	428.4	556.6	净利润增长率	20.7%	-16.4%	-22.7%	32.3%	34.3%
管理费用	851.7	608.9	662.8	698.9	879.5	EBITDA 增长率	10.0%	66.9%	-40.5%	36.1%	31.4%
财务费用	-127.3	-112.7	-	-	-	EBIT 增长率	10.2%	70.4%	-43.6%	40.3%	34.1%
资产减值损失	22.0	117.4	49.9	63.1	76.8	NOPLAT 增长率	45.5%	-15.8%	-21.7%	40.3%	34.1%
加:公允价值变动收益	-1.6	-9.3	4.5	1.5	-2.5	投资资本增长率	-42.9%	519.9%	-48.1%	75.0%	-26.3%
投资和汇兑收益	74.1	98.3	84.8	95.7	92.9	净资产增长率	19.7%	-0.3%	9.1%	13.2%	14.4%
<b>营业利润</b>	1,359.5	1,226.9	978.9	1,373.8	1,842.2	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-20.3	-9.0	65.0	11.9	22.7	毛利率	76.0%	75.0%	76.3%	79.3%	80.3%
<b>利润总额</b>	1,339.2	1,217.9	1,043.9	1,385.7	1,864.9	营业利润率	46.8%	32.5%	38.1%	43.5%	44.7%
减:所得税	-31.4	56.9	156.6	207.9	279.7	净利润率	44.4%	28.5%	32.4%	34.9%	36.0%
<b>净利润</b>	1,290.3	1,078.2	833.6	1,103.1	1,481.9	EBITDA/营业收入	38.0%	48.7%	42.6%	47.2%	47.5%
						EBIT/营业收入	35.0%	45.9%	38.1%	43.5%	44.7%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	56	42	47	28	14
货币资金	7,535.8	4,941.8	7,403.3	7,257.4	9,781.2	流动营业资本周转天数	-17	29	41	35	61
交易性金融资产	13.4	-	4.5	5.9	3.5	流动资产周转天数	1,110	814	1,092	1,069	959
应收帐款	2,548.9	1,229.5	1,150.6	2,216.3	1,893.5	应收帐款周转天数	229	180	167	192	180
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	-	-	4	4	1
预付帐款	83.8	76.9	15.2	92.9	38.3	总资产周转天数	1,333	1,120	1,608	1,461	1,258
存货	-	-	51.7	18.5	12.0	投资资本周转天数	94	190	366	280	237
其他流动资产	186.9	478.9	231.1	299.0	336.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	461.8	987.5	512.0	653.8	717.8	ROE	15.1%	11.9%	8.5%	10.0%	11.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.7%	10.9%	7.2%	8.8%	10.3%
长期股权投资	388.4	1,480.8	1,480.8	1,480.8	1,480.8	ROIC	129.9%	191.6%	24.2%	65.5%	50.2%
投资性房地产	121.5	167.7	167.7	167.7	167.7	<b>费用率</b>					
固定资产	492.5	382.4	292.5	202.6	112.7	销售费用率	12.2%	11.3%	12.6%	13.6%	13.5%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	29.3%	16.1%	25.8%	22.1%	21.3%
无形资产	124.2	118.0	91.5	65.1	38.7	财务费用率	-4.4%	-3.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	880.1	818.5	876.4	893.0	858.0	三费/营业收入	37.2%	24.5%	38.4%	35.7%	34.9%
<b>资产总额</b>	12,837.4	10,682.0	12,277.2	13,353.0	15,440.5	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	29.0%	15.0%	19.3%	16.0%	16.9%
应付帐款	1,635.7	120.2	891.6	444.7	1,056.0	负债权益比	40.9%	17.6%	23.9%	19.1%	20.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	3.34	5.21	4.31	5.74	5.33
其他流动负债	1,470.2	1,171.8	1,161.7	1,278.4	1,206.2	速动比率	3.34	5.21	4.29	5.73	5.33
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-8.00	-15.39	-	-	-
其他非流动负债	620.0	305.7	315.0	413.6	344.8	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	3,725.9	1,597.8	2,368.3	2,136.8	2,607.0	DPS(元)	0.20	0.17	0.13	0.01	0.01
少数股东权益	585.5	39.2	90.3	163.8	264.8	分红比率	31.4%	31.0%	31.3%	1.0%	2.0%
股本	2,024.4	2,024.4	2,024.4	2,024.4	2,024.4	股息收益率	1.1%	0.9%	0.7%	0.0%	0.1%
留存收益	6,986.7	7,697.3	7,794.3	9,028.1	10,544.3						
<b>股东权益</b>	9,111.5	9,084.2	9,908.9	11,216.3	12,833.5						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.64	0.53	0.41	0.54	0.73
净利润	1,370.6	1,161.0	833.6	1,103.1	1,481.9	BVPS(元)	4.21	4.47	4.85	5.46	6.21
加:折旧和摊销	85.6	108.2	116.3	116.3	116.3	PE(X)	29.8	35.7	46.1	34.9	25.9
资产减值准备	22.0	117.4	-	-	-	PB(X)	4.5	4.3	3.9	3.5	3.1
公允价值变动损失	1.6	9.3	4.5	1.5	-2.5	P/FCF	22.5	-30.9	18.2	-223.3	16.1
财务费用	9.7	21.8	-	-	-	P/S	13.2	10.2	15.0	12.2	9.3
投资损失	-74.1	-98.3	-84.8	-95.7	-92.9	EV/EBITDA	60.3	18.2	27.8	20.5	14.4
少数股东损益	80.3	82.9	53.8	74.8	103.3	CAGR(%)	-4.9%	10.9%	-7.7%	-4.9%	10.9%
营运资金的变动	1,168.0	-2,821.3	1,477.9	-1,470.6	738.4	PEG	-6.0	3.3	-6.0	-7.1	2.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,493.6	-13.5	2,401.2	-270.7	2,344.5	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,123.0	-2,115.5	497.1	-67.1	64.0	REP	-	-	-	-	-
<b>融资活动产生现金流量</b>	823.1	-487.1	-436.9	191.8	115.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

焦娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn	
	北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
温鹏		北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn	
夏坤		北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn	
曹琰		北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
张莹		北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
姜东亚		北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn	
张杨		北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
王帅		北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn	
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn	
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034