



Research and
Development Center

征途再起，AI 为帆

— 巨人网络（002558.SZ）首次覆盖报告

2024 年 2 月 28 日

冯翠婷传媒互联网及海外首席分析师

执业编号：S1500522010001

邮箱：fengcuiting@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
首次覆盖报告
巨人网络 (002558. SZ)
投资评级 买入
上次评级


资料来源：iFind，信达证券研发中心

公司主要数据

| | |
|----------------|------------|
| 收盘价 | 11.17 |
| 52 周内股价 | 8.06-22.65 |
| 波动区间 (元) | |
| 最近 20 日涨跌幅 (%) | 6.0779% |
| 总股本 (亿股) | 19.74 |
| 流通 A 股比例 (%) | 100% |
| 总市值 (亿元) | 220.4447 |

资料来源：iFind，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDASECURITIESCO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1
 号楼
 邮编：100031

巨人网络 (002558. SZ)：征途再起，AI 为帆

2024 年 2 月 28 日

本期内容提要：

◆**老牌端游巨头，手游征途再起。**巨人网络有限公司成立于 2004 年，是一家以互联网文化娱乐为主的综合性互联网企业，公司主营业务是互联网游戏的研发和运营。经过十余年的发展和沉淀，公司确立了聚焦精品、玩家至上、注重长留等研发理念，在电脑端网络游戏和移动端网络游戏市场均推出了多款游戏精品大作，特别在 MMORPG 和多人休闲竞技领域建立了良好的竞争优势。公司打造了多款“征途”类精品端游，《征途》端游划时代开启了道具付费模式先河。2015 年巨人网络调整架构后，公司战略重心全面转向手游业务，推出流行休闲手游《球球大作战》、征途类手游等多款产品。发展至今，以手游为主，端游为辅，公司打造了多个行业知名 IP，持续吸收新老玩家，长线运营。

◆**深耕征途系列产品，形成核心主线持续贡献营收。**《征途》是公司自主研发的以中华武侠文化为核心的国战类 MMORPG 端游，自 2006 年推出《征途》端游后，该公司相继发布了一系列针对不同细分市场和创新玩法的征途系列端游、手游。2023 年发布手游《原始征途》，首日即登顶 iOS 免费榜新增用户超百万，首日流水超千万，首月流水破三亿。游戏之外，“征途”系列通过举办“征途玩家嘉年华”及各种“征途”类电竞赛事，拍摄《征途》电影等方式，不断提升游戏的运营价值，拉动产户活跃属性，拓展并增强了“征途”IP 的内容和生命力。

◆**以休闲竞技为主，积极布局新产品，向外拓展业务边界。**《球球大作战》是公司自研自发的多人休闲竞技类移动端网络游戏，自 2015 年上线以来一直保持旺盛生命力，现已成为行业知名的优质 IP，其峰值 DAU 达到 2900 万，MAU 达到 1 亿，累计 2.5 亿用户，七麦数据显示《球球大作战》自 2020 年至今基本保持中国大陆地区 (iOS) 游戏免费榜 Top100 的稳定排名。面对瞬息万变的互联网行业，巨人开始朝着产品多样化迈进，连续推出《太空杀》、《月圆之夜》及《帕斯卡契约》等多品类产品，不断向外拓展业务边界。

◆**稳步推进全球化战略，积极拥抱 AIGC。**以《太空杀》的海外版《Super Sus》继续深耕海外市场。截止 2023 年 7 月 31 日，《Super Sus》海外注册用户总数已超 7,100 万，《太空杀》全渠道累计新增用户达到 2,800 万，DAU 突破 250 万，商业化落地值得期待。2023 年，巨人网络接入百度人工智能新产品“文心一言”，成为首批生态合作伙伴。并推出首个由国内 AI 打造的手游形象“太空鲨”；同时，公司已正式完成游戏 AI 大模型 GiantGPT 的备案，是游戏行业首家对外确认实现了此成果的企业，标志着公司在人工智能领域的重要进展，公司的 AI 大模型 GiantGPT 目前主要服务于公司自研游戏产品，公司已将自研 AI 视频风格迁移技术广泛应用于研运环节，赋能内容创意设计。

◆**多次进行股份回购，传递稳定发展信心。**2018 年以来，公司五次进行股份回购，传递稳定发展信心。得益于《原始征途》上线后的优异表现及各成熟产品线的稳定运营，23 年前三季度公司业绩表现优异，实现营收 22.67 亿元，同比增长 44.18%；归母净利润 10.85 亿元，同比增长 39.87%；扣非净利润 11.16 亿元，同比增长 30.36%。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营业总收入为 30.58/35.33/39.08 亿元，同比增长 50.1%/15.5%/10.6%，归母净利润为 12.7/14.9/16.8 亿元，同比增长 49.79%/17.27%/12.55%。参照可比公司估值，考虑到公司产品有序上线有望贡献业绩中长期增长，以及公司在 AI 领域的持续布局 and 探索，给予公司 2024 年 22xPE，对应目标市值 328.85 亿，目标价为 16.66 元，首次覆盖予以“买入”评级。

◆**风险因素：**市场竞争加剧风险、游戏行业政策变动风险、新游开发和运营失败风险。

| 重要财务指标 | 单位: 百万元 | | | | |
|--------------|---------|--------|-------|-------|-------|
| 主要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 2,124 | 2,038 | 3,058 | 3,533 | 3,908 |
| 同比(%) | -4.2% | -4.1% | 50.1% | 15.5% | 10.6% |
| 归属母公司净利润 | 995 | 851 | 1,275 | 1,495 | 1,682 |
| 同比(%) | -3.4% | -14.4% | 49.8% | 17.3% | 12.6% |
| 毛利率(%) | 84.9% | 84.0% | 87.9% | 88.0% | 88.3% |
| ROE(%) | 9.4% | 7.2% | 9.9% | 10.4% | 10.5% |
| EPS (摊薄) (元) | 0.50 | 0.43 | 0.65 | 0.76 | 0.85 |
| P/E | 20.12 | 23.52 | 15.70 | 13.39 | 11.89 |
| P/B | 1.90 | 1.69 | 1.56 | 1.40 | 1.25 |
| EV/EBITDA | 35.36 | 21.74 | 23.59 | 17.48 | 14.08 |

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 2 月 27 日收盘价

投资聚焦

► 本文主要论述，巨人网络作为老牌端游巨头，深耕征途系列，并以休闲竞技为主，积极布局新产品，向外拓展业务边界，在稳步推进全球化战略之下，积极拥抱 AIGC，多赛道产品均获亮眼成绩，厚积薄发之下未来发展空间值得期待。

► 我们认为，公司经历了由端游为主革新为手游为主，端游为辅，在原有“征途”系列之外不断拓展业务边界，打造了多个行业知名 IP，持续吸收新老玩家，公司未来的增长点有：

1) 征途系列产品核心主线持续贡献营收，征途赛道建立了成熟的研发管线，后续研发储备充足，有效保证产品线的长期稳定供给，《原始征途-正式版》及小程序版作为储备项目，《王者征途》已研发完成，持续的产品迭代与更新保持征途品牌的新鲜感和吸引力，同时通过各项电竞赛事、产品联名等扩大征途 IP 用户群。

2) 公司已正式完成游戏 AI 大模型 GiantGPT 的备案，是游戏行业首家对外确认实现了此成果的企业，标志着公司在人工智能领域的重要进展，公司的 AI 大模型 GiantGPT 目前主要服务于公司自研游戏产品，公司已将自研 AI 视频风格迁移技术广泛应用于研运环节，赋能内容创意表达。

3) 积极拥抱 AIGC，向外拓展 AI 人工智能合作，包括接入百度人工智能新产品“文心一言”，与阿里云达成“游戏+AI”全面合作，与华为就鸿蒙生态达成合作等。内部产品持续借力 AI 推新，增强可玩性，AIGC 投入使用带来的降本增效效应可观。

目录

| | |
|----------------------------|----|
| 一、公司概况：老牌端游巨头，手游征途再起 | 6 |
| 1、发展历程 | 6 |
| 2、公司股权结构 | 7 |
| 3、公司管理层结构及战略 | 7 |
| 4、公司业绩：增长势头强劲，盈利能力稳步提升 | 8 |
| 二、行业分析：版号发放常态化，游戏出海受政策鼓励 | 10 |
| 1、中国游戏市场政策端 | 10 |
| 2、中国游戏市场需求端 | 11 |
| 三、公司业务：核心征途长线运营，副线多品类迎新增长 | 13 |
| 1、深耕征途类产品 | 13 |
| 2、球球大作战：休闲竞技类知名产品，优质内容持续赋能 | 15 |
| 3、《太空杀》：海内外共发力 | 17 |
| 4、积极布局新产品，向外拓展业务边界 | 18 |
| 5、加强对外开放合作，积极探索“游戏+AI”落地 | 20 |
| 四、盈利预测、估值与投资评级 | 22 |
| 五、风险因素 | 23 |

表目录

| | |
|--------------------|----|
| 表 1 巨人网络管理层情况 | 7 |
| 表 2 收入拆分及盈利预测（百万元） | 22 |
| 表 3 可比公司估值 | 23 |

图目录

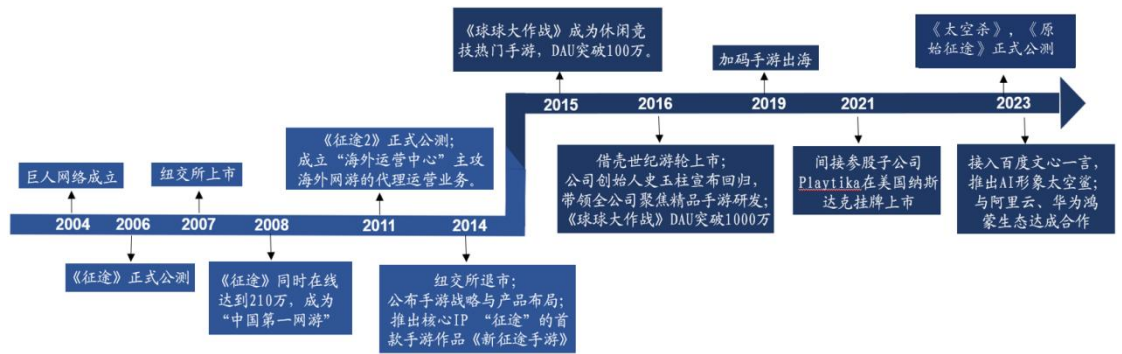
| | |
|---|----|
| 图 1：巨人网络公司发展历程 | 6 |
| 图 2：巨人网络主要游戏产品 | 6 |
| 图 3：巨人网络公司股权结构图（截至 2023 年 12 月 25 日） | 7 |
| 图 4：巨人网络研发运营体系示意图 | 8 |
| 图 5：公司 2018-2023Q1-Q3 营业收入及同比增速（单位：亿元） | 9 |
| 图 6：公司 2018-2023H1 各业务营业收入及占比（单位：亿元） | 9 |
| 图 7：公司 2018-2023Q1-Q3 归母净利润、扣非归母净利润及同比增速（单位：亿元） | 9 |
| 图 8：公司 2018-2023Q1-Q3 毛利率与净利率 | 10 |
| 图 9：公司 2018-2023H1 各项产品毛利率 | 10 |
| 图 10：公司 2018-2023Q3 主要费用率 | 10 |
| 图 11：版号发放数量（按年份）（截至 2024 年 2 月 1 日） | 10 |
| 图 12：版号发放数量（按月份）（截至 2024 年 2 月 1 日） | 11 |
| 图 13：中国市场实际销售收入及增长率（单位：亿元） | 11 |
| 图 14：中国移动市场实际销售收入及增长率（单位：亿元） | 11 |
| 图 15：中国游戏用户规模及增长率（单位：百万人） | 12 |
| 图 16：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增长率（单位：亿美元） | 12 |
| 图 17：巨人网络公司征途类产品 | 13 |
| 图 18：《原始征途》游戏首月成绩 | 14 |
| 图 19：《原始征途》游戏排名（iOS） | 14 |
| 图 20：巨人网络公司举办“征途嘉年华” | 15 |
| 图 21：《征途》电影 | 15 |
| 图 22：《球球大作战》游戏排名（iOS） | 15 |
| 图 23：《球球大作战》部分联名 | 16 |
| 图 24：《球球大作战》电竞赛事 | 17 |
| 图 25：《太空杀》特色角色及地图 | 17 |
| 图 26：《太空杀》游戏排名（iOS） | 18 |
| 图 27：《Supersus》巴西主播直播 | 18 |
| 图 28：《太空杀》与《兔克创业记》跨界联动 | 18 |
| 图 29：《月圆之夜》 | 19 |
| 图 30：《帕斯卡契约》 | 19 |
| 图 31：《帕斯卡契约》游戏排名 | 19 |
| 图 32：太空鲨 AI 绘制专属形象活动 | 20 |
| 图 33：巨人网络与阿里云达成全面合作 | 20 |
| 图 34：巨人网络与华为鸿蒙生态达成合作 | 21 |

一、公司概况：老牌端游巨头，手游征途再起

巨人网络有限公司成立于2004年，是一家以互联网文化娱乐为主的综合性互联网企业，公司主营业务是互联网游戏的研发和运营。经过十余年的发展和沉淀，公司确立了聚焦精品、玩家至上、注重长留等研发理念，在电脑端网络游戏和移动端网络游戏市场均推出了多款游戏精品大作，特别在MMORPG和多人休闲竞技领域建立了良好的竞争优势。成立之始至2012年，打造了多款“征途”类精品端游，《征途》端游划时代开启了道具付费模式先河。2015年巨人网络调整架构后，公司战略重心全面转向手游业务，推出流水过亿的S级手游《大主宰》、休闲手游《球球大作战》、征途类手游等多款产品。截至23年半年报显示，上半年手游收入9.89亿元，占营收比例68.49%，端游收入4.34亿元，占营收比例30.07%。发展至今，以手游为主，端游为辅，公司打造了多个行业知名IP，持续吸收新老玩家，长线运营。

1、发展历程

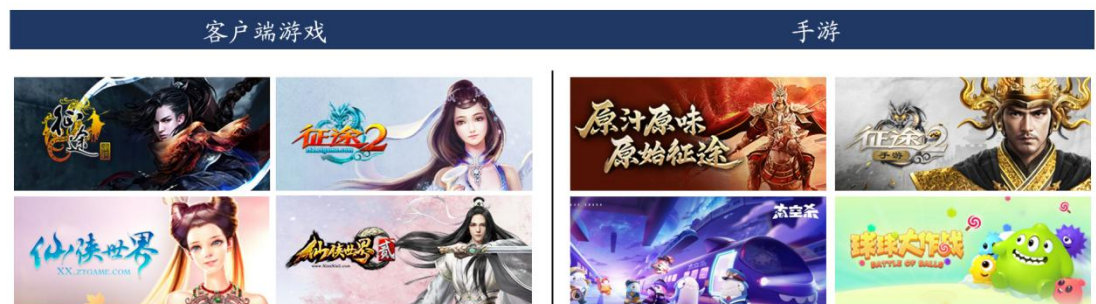
图1：巨人网络公司发展历程



资料来源：巨人网络官网，信达证券研发中心

公司目前最主要的两条产品线分别为MMO赛道的“征途”系列和休闲竞技赛道的《球球大作战》。“征途”在电脑端网络游戏时代以自研自发自为主，主要包括《征途》、《征途2》等端游，划时代开启了道具付费模式先河。在移动端“征途”系列做了新的尝试和突破，通过自研自发自和与渠道合作共举，目前主要产品包括《征途2》手游以及于2023年3月上线的《原始征途》手游等。休闲经济赛道上，公司自研自发的《球球大作战》是行业知名的优质IP，具有黏性高、年轻化、男女性别比例相对均衡、强社交属性等特点，并开创了新的移动电竞品类。此外，在电脑端网络游戏和移动端网络游戏市场均推出了多款游戏精品大作，包括《仙侠世界》、《太空杀》（海外版为《Super Sus》）等，在MMORPG和多人休闲竞技领域建立了良好的竞争优势。

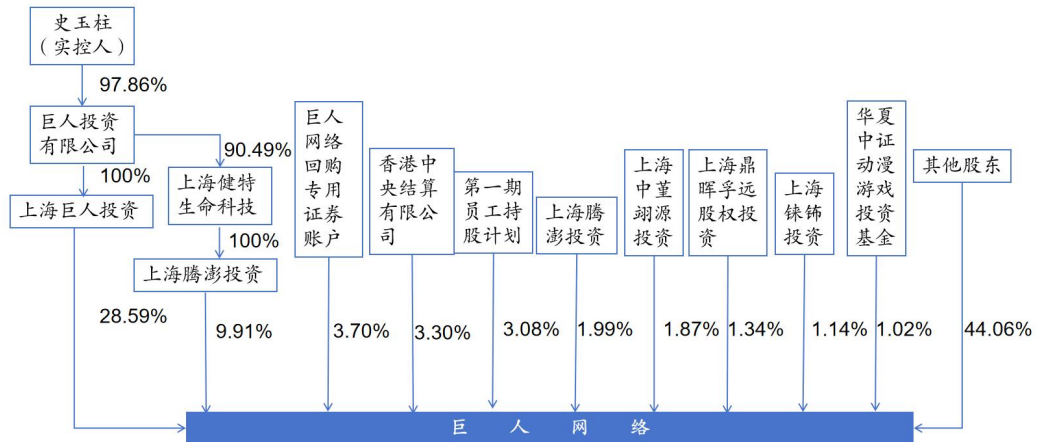
图2：巨人网络主要游戏产品



资料来源：巨人网络官网，信达证券研发中心

2、公司股权结构

图 3：巨人网络公司股权结构图（截至 2023 年 12 月 25 日）



资料来源：wind，天眼查，信达证券研发中心

巨人网络股权较为集中，创始人史玉柱为公司实际控制人。2007 年公司在纽交所上市。2014 年 7 月，公司完成私有化后从纽交所正式退市。2016 年 4 月，公司借壳世纪游轮回归 A 股，史玉柱成为公司实际控制人。截至 2023 年 12 月 25 日，公司主要股东包括创始人史玉柱、巨人网络第一期员工持股计划、华夏中证动漫游戏投资基金、香港中央结算有限公司以及数个投资公司。史玉柱通过巨人投资有限公司和上海健特生命科技有限公司共同间接持有公司 36.75% 股权，为公司实际控制人。

多次进行股份回购，传递稳定发展信心。2018 年以来，公司五次进行股份回购，于 2023 年 12 月实施的第五次股份回购，截至 2024 年 1 月 31 日已累计回购股份数量为 318.98 万股，占公司目前总股本的 0.16%。

3、公司管理层结构及战略

公司注重精英化、年轻化的人才储备，董事长史玉柱、首席执行官张栋、财务总监任广露、董事屈发兵均为深耕相关行业多年的高学历人才，公司首席财务官孟玮、海外发行副总裁刘义峰均为 80 后。此外，公司大胆启用创新能力较高的年轻人，提拔数十名 90 后年轻骨干上业务一线，以保持公司强大的生命力，经营管理团队年轻化但从业经验丰富，业务合伙人均有在网络游戏相关行业从业多年的经历，具有较强的技术开发能力和丰富的市场运作经验。

表 1 巨人网络管理层情况

| 姓名 | 职务 | 主要经历 |
|-----|-------------|---|
| 史玉柱 | 董事长/董事 | 毕业于浙江大学数学系、深圳大学软科学研究生班，为巨人网络的创始人，现任巨人网络集团股份有限公司董事长、董事 |
| 张栋 | CEO | 毕业于北京大学生物化学与分子生物学专业。曾任腾讯互动娱乐事业部产品经理，巨人网络项目产品总监，网易上海合作部总经理，上海网之易法定代表人及执行董事，巨人网络集团股份有限公司法定代表人。2024 年起，张栋先生回归巨人网络集团股份有限公司任 CEO 职务。 |
| 刘伟 | 董事 | 毕业于南开大学，获汉语言文学和社会学双学位，中欧国际工商学院高级工商管理硕士学位，曾担任上海黄金搭档生物科技有限公司总经理，上海健特生物科技有限公司总经理等职位，现任巨人网络集团股份有限公司的总经理，董事 |
| 孟玮 | 首席财务官兼董秘/董事 | 获武汉大学管理学学士学位和华中科技大学管理科学与工程学硕士学位，现任巨人网络集团股份有限公司董事，首席财务官，董事 |

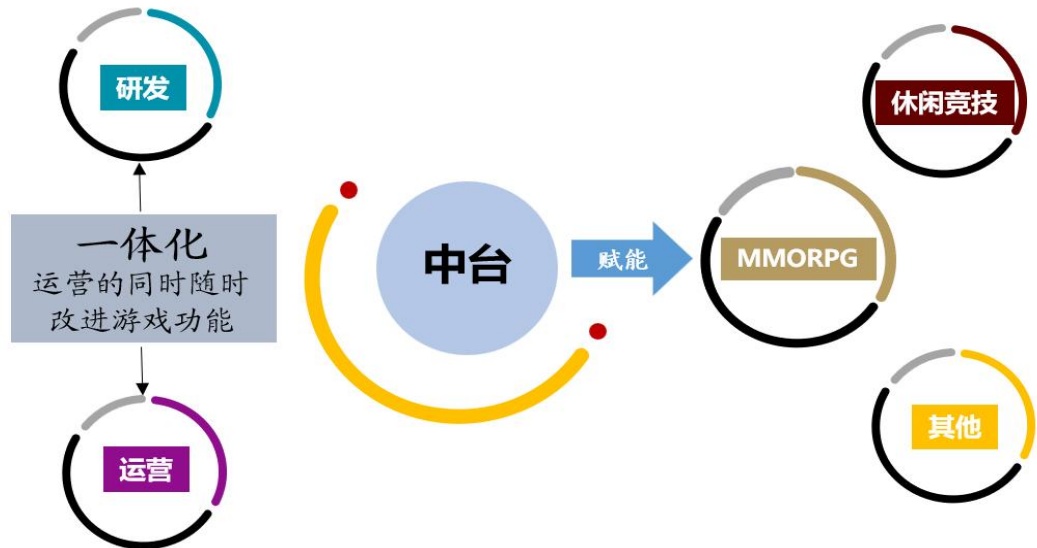
会秘书

| | | |
|-----|------|---|
| 任广露 | 财务总监 | 毕业于上海交通大学管理学院，2004 年加入公司，现任巨人网络集团股份有限公司财务总监 |
| 屈发兵 | 董事 | 毕业于复旦大学管理学院，曾任光大证券有限公司投资银行四部项目经理高级经理总经理助理等、青岛健特生物投资股份有限公司的监事会主席，2008 年加入公司，现任巨人网络集团股份有限公司董事 |

资料来源：wind，信达证券研发中心

公司始终坚持自主研发、聚焦精品战略。奉行研运一体化的经营模式，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。研发方面，巨人网络加强了在研发层面的中台建设，深入贯彻“中台赋能项目”的理念，强调围绕项目需求建设中台能力，理顺中台与项目的合作关系。通过中台构建可持续积累的研发能力，实现技术积累和复用，在公司现有核心赛道建立技术优势的同时，初步构建了安全、高效的运营平台能力，并整合技术相关的平台工作，为公司业务全球化提供有效支撑。公司坚守最核心且擅长的国战 MMORPG 及多人休闲竞技赛道，并聚焦资源投向少数细分赛道与关键项目，努力打造符合时代潮流和用户需求的爆款产品。

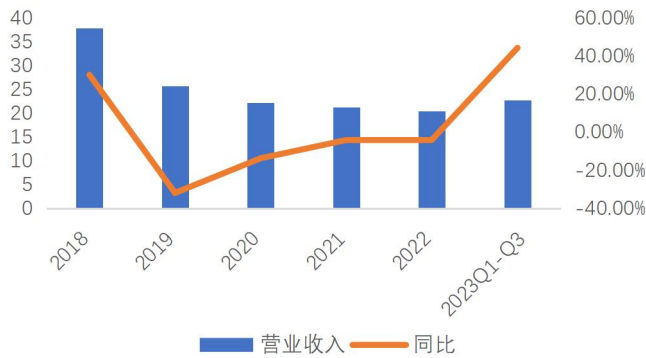
图 4：巨人网络研发运营体系示意图



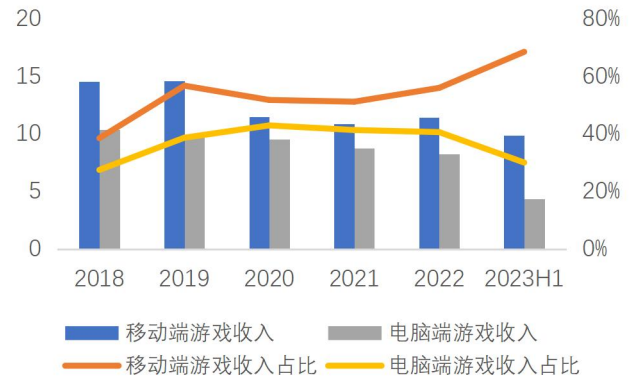
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

4、公司业绩：增长势头强劲，盈利能力稳步提升

公司营业收入稳中有升，移动游戏贡献主要营收。公司核心游戏为《球球大作战》、“征途”系列手游及“征途”系列端游，多赛道持续为公司提供稳定流水。2018 年末公司剥离了互联网金融业务，专注游戏主业，营收增速受到一定影响，2020-2021 年受新品延期等影响营收出现小幅下滑，2023 年发布新品《原始征途》后，市场反应良好，2023 年前三季度营收 22.67 亿，同比增长 44.18%。2018 年以来，主要以移动端手游为主要收入来源，2019 年-2023 年 H1，移动端游戏收入占比稳定于 50%-70%。

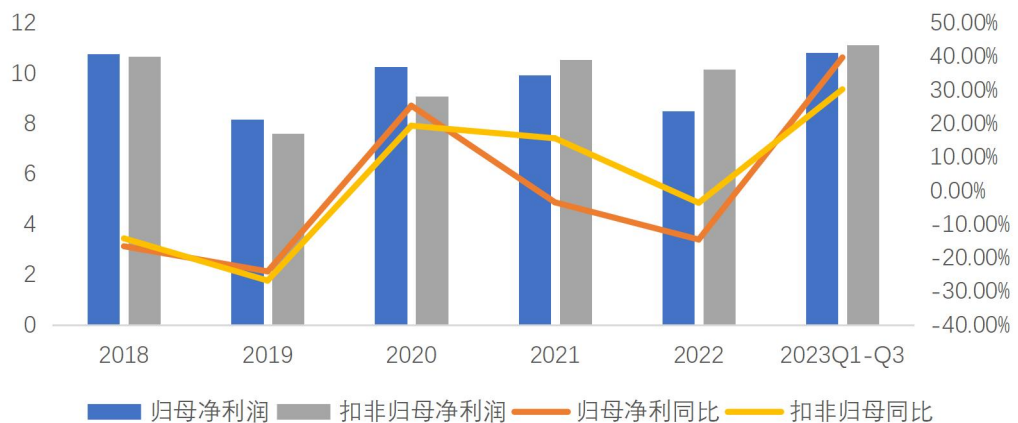
图 5：公司 2018-2023Q1-Q3 营业收入及同比增速（单位：亿元）


资料来源：公司历年年报季报、wind、信达证券研发中心

图 6：公司 2018-2023H1 各业务营业收入及占比（单位：亿元）


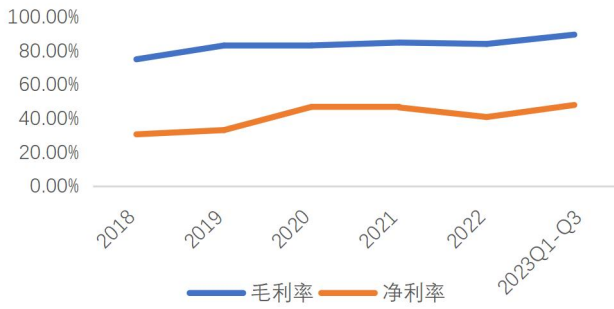
资料来源：公司历年年报、wind、信达证券研发中心

利润端，2020 年归母净利润 10.3 亿元，同比增长 25.5%，主要来源于投资收益贡献。22 年受投资收益同比减少影响，公司归母净利润存在小幅下降，但公司各项业务保持稳健，成熟游戏产品运营态势平稳，得益于发布的新品《原始征途》及各成熟产品线的稳定运营，公司 2023 年 Q2 业绩呈现了快速增长，2023 年前三季度归母净利润 10.85 亿元，同比增长 39.87%。

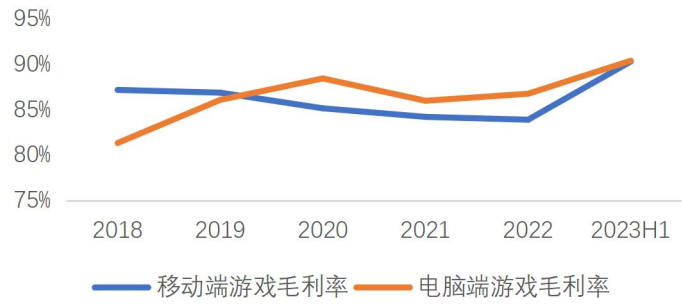
图 7：公司 2018-2023Q1-Q3 归母净利润、扣非归母净利润及同比增速（单位：亿元）


资料来源：公司历年年报季报、信达证券研发中心

毛利率水平突出，公司毛利率长期维持在较高水平，且随着自研产品流水占比提升，毛利率稳中有升。2020 年以来净利率保持 40% 以上水平，2019 年后，公司整体毛利率水平保持在 83% 以上，2019-2021 年逐年稳步提升，2022 年略有下滑，移动端游戏与电脑端游戏的毛利率在 2023 年 H1 均达 90% 以上。

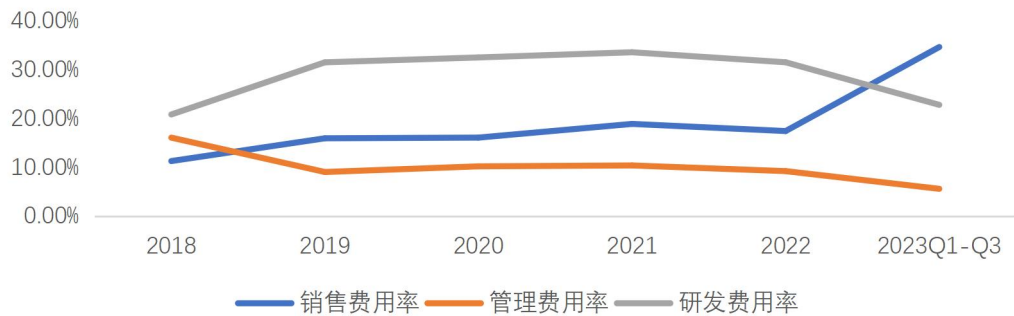
图 8：公司 2018-2023Q1-Q3 毛利率与净利率


资料来源：公司历年年报季报、wind、信达证券研发中心

图 9：公司 2018-2023H1 各项产品毛利率


资料来源：公司历年年报、wind、信达证券研发中心

各项费用率基本维稳，重视研发投入。2018 年至 2022 年公司研发费用率从 21% 提升至 32%，不断加大研发方面投入力度，研发费用率处于高位，截至 2022 年研发人员数量占比稳定在 70% 上下，研发团队年轻化，30 岁以下研发人员占比 40% 以上。2018 年-2022 年，公司销售费用率及管理费用率较为稳定，平均在 16%/11%，随着 2023 年公司新品《原始征途》上线，2023 年 Q1-Q3 销售费用率短期提升至 34.65%。

图 10：公司 2018-2023Q3 主要费用率


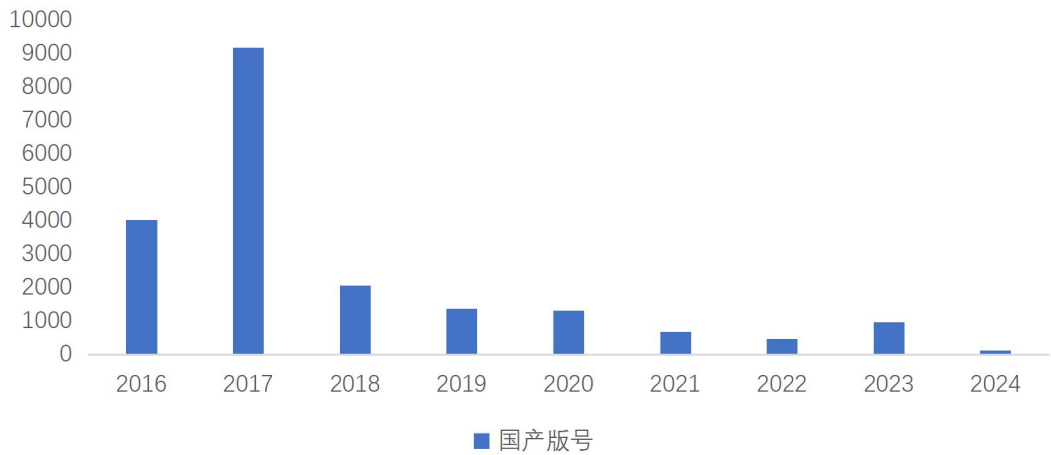
资料来源：公司历年年报季报、wind、信达证券研发中心

二、行业分析：版号发放常态化，游戏出海受政策鼓励

1、中国游戏市场政策端

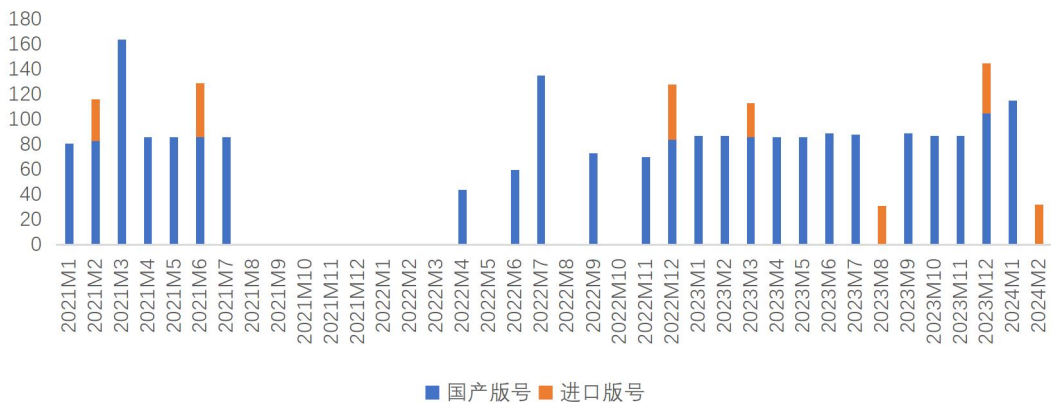
监管政策回暖，版号发放持续超预期。自 2019 年起，围绕未成年防沉迷，游戏行业相关监管政策接连落地，如未成年防沉迷实名认证接入，版号暂停发放等，行业发展一度消沉。2022 年以来，版号发放逐步恢复，人民网多次发布相关报道，提及电子游戏的娱乐属性背后的科技意义，认可游戏科技的价值外溢带来的跨产业创新与变革；央视成立国家电子竞技发展研究院，2023 年杭州亚运会将电竞作为正式比赛项目，正向的主流观点不断助推游戏行业发展，政策端向好，行业供给得到显著提振。2023 年发放游戏版号 1075 款，其中国产 977 款，进口 98 款；2022 年全年发放游戏版号 510 款，其中国产 466 款，进口 44 款；2021 年全年发放游戏版号 748 款，其中国产 672 款，进口 76 款。三年的数据表明，版号政策的逐步稳定，游戏市场回升明显。伴随着版号的“常态化+大力度”获批节奏，游戏企业更多地将精力放在市场探索、模式创新、自研创新和科技创新等方面，并积极开拓海外市场，游戏的精品化正日益成为企业高质量发展的主流趋势。供给端的改善，有望支撑游戏行业基本面复苏，带领游戏行业迈向新一轮的发展周期。

图 11：版号发放数量（按年份）（截至 2024 年 2 月 1 日）



资料来源：国家新闻出版署、信达证券研发中心

图 12: 版号发放数量 (按月份) (截至 2024 年 2 月 1 日)



资料来源：国家新闻出版署、信达证券研发中心

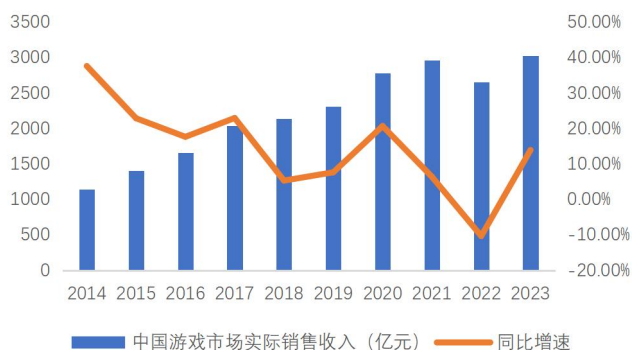
游戏出海受到政策鼓励，促进文化出海政策陆续出台。2022 年 7 月商务部等 27 部门联合发布《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》，提出优化审批流程改革试点，扩大网络游戏审核试点，扩大优质文化产品和服务进出口，鼓励数字文化平台国际化发展，积极培育网络文学、网络视听、网络音乐、网络表演、网络游戏、数字电影、数字动漫、数字出版、线上演播、电子竞技等领域出口竞争优势，提升文化价值，打造具有国际影响力的中华文化符号。

2、中国游戏市场需求端

优质供给带来高增，国内市场重现增长势头。根据伽马数据，2022 年，中国游戏市场实际销售收入为 2658.84 亿元，同比减少 306.29 亿元，下降 10.33%。根据伽马数据，2023 年，中国游戏市场实际销售收入为 3029.64 亿元，增长 370.80 亿元，同比增长 13.95%，首次突破 3000 亿关口，收入同比增长并创新高因素主要包括：用户消费意愿和能力有所回升；游戏新品集中面市并有爆款出现，与长线运营产品共同撑起收入增长；普遍采用多端并发方式，对收入增长产生明显助益。2023 年我国移动游戏市场实际销售收入 2268.60 亿元，增长 338.02 亿元，同比增长 17.51%，创下新的记录。2023 年，中国客户端游戏市场实际销售收入为 662.83 亿元，同比增长 8%，主要受客户端新游上线、网吧回暖、更多新游采取移动及 PC 端同步发行等因素的影响。

图 13: 中国市场实际销售收入及增长率 (单位: 亿元)

图 14: 中国移动市场实际销售收入及增长率 (单位: 亿元)

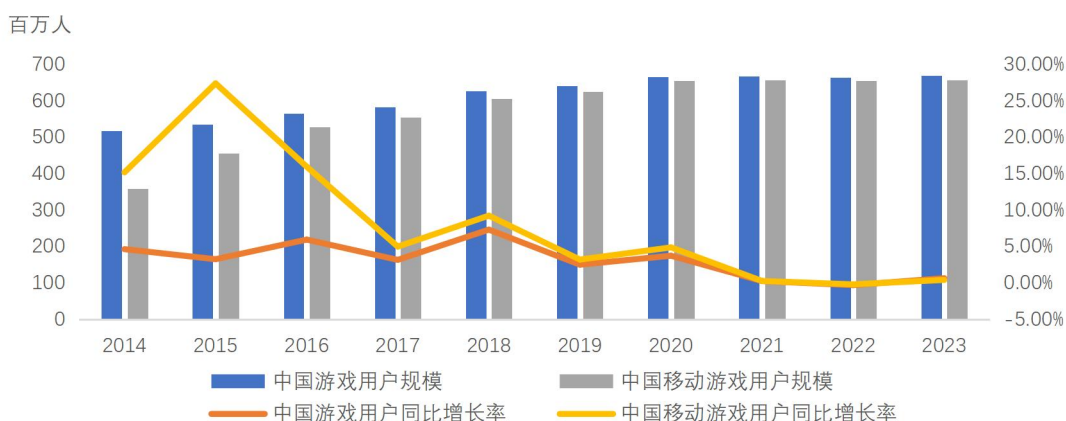


资料来源：伽马数据、游戏工委、信达证券研发中心

资料来源：伽马数据、游戏工委、信达证券研发中心

我国游戏玩家人数由 2021 年的 6.66 亿的峰值回落至 2022 年底的 6.64 亿，但 2023 年用户数稳中有升，中国游戏用户规模达 6.68 亿，同比增长 0.61%，达到历史新高点。

图 15：中国游戏用户规模及增长率（单位：百万人）



资料来源：伽马数据、游戏工委、信达证券研发中心

精品游戏出海成为行业大势所趋。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，同比下降 3.70%，为出海收入自 2014 年以来首次出现下降，但下降幅度明显小于国内市场收入降幅。随着中国游戏企业集体出海，海外游戏市场的竞争也愈发激烈，中国游戏企业在海外市场既要面对海外企业的竞争，也要面对同为中国出海企业的角逐。2023 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 163.66 亿美元，规模连续四年超千亿人民币，但从数据看同比下降 5.65%，表明国际局势动荡、市场竞争剧烈以及隐私政策变动等因素，增加了出海难度和经营成本。

图 16：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增长率（单位：亿美元）



资料来源：伽马数据、游戏工委、信达证券研发中心

三、公司业务：核心征途长线运营，副线多品类迎新增长

1、深耕征途类产品

《征途》是公司自主研发的国内首款国战网游，自 2006 年推出《征途》端游后，该公司相继发布了一系列针对不同细分市场、创新玩法和商业模式的征途系列端游，从而拓展并增强了“征途”IP 的内容和生命力。公司紧跟时代趋势，在 2014 年推出了征途系列的首款手游，并以自主研发和渠道合作的方式，发布了适应不同细分市场和玩法需求的征途系列手游。

图 17：巨人网络公司征途类产品

| 类型 | 游戏名称 | 上线时间 | 研发/发行情况 | 特点与成就 |
|----------|--------|------|---------|--|
| 端游MMORPG | 征途 | 2006 | 自研 | 最高同时在线人数超 210 万 |
| | 征途怀旧版 | 2008 | 自研 | 2020 年日均活跃玩家数接近 30 万人 |
| | 绿色征途 | 2010 | 自研 | 无收费，主要面向低付费玩家 |
| | 征途2 | 2011 | 自研 | 颠覆道具收费模式，开创交易收费模式； 开放测试阶段日活即达 20 万； 最高同时在线人数突破 54.1 万。 |
| 手游MMORPG | 征途手机版 | 2016 | 自研/腾讯独代 | 上线首日登顶 APP Store 免费榜首； 2016 年全年流水达 17 亿元 |
| | 征途2手游 | 2018 | 自研 | 获得金翎奖“玩家最期待的移动网络游戏” |
| | 绿色征途手游 | 2019 | 自研 | 无收费，主要面向低付费玩家 |
| | 原始征途 | 2023 | 自研 | 首月流水破三亿，上线以来畅销榜排名 保持在50名以内，累计流水超十亿 |

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

征途赛道建立了成熟的研发管线，按既定规划，精准高效地推进成熟产品的版本迭代及新产品的研发储备，保证产品线的长期稳定供给，从而保持征途品牌的新鲜感和吸引力，扩大征途 IP 用户群。

针对成熟项目，征途团队以“玩家至上，共创征途”为理念，根据市场趋势和细分用户变化，不断优化运营和发行策略；征途赛道自研不断出新，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，2023 年 3 月 24 日正式公测后，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，后续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，为用户数量和收入的持续增长提供强有力的支撑。

图 18：《原始征途》游戏首月成绩

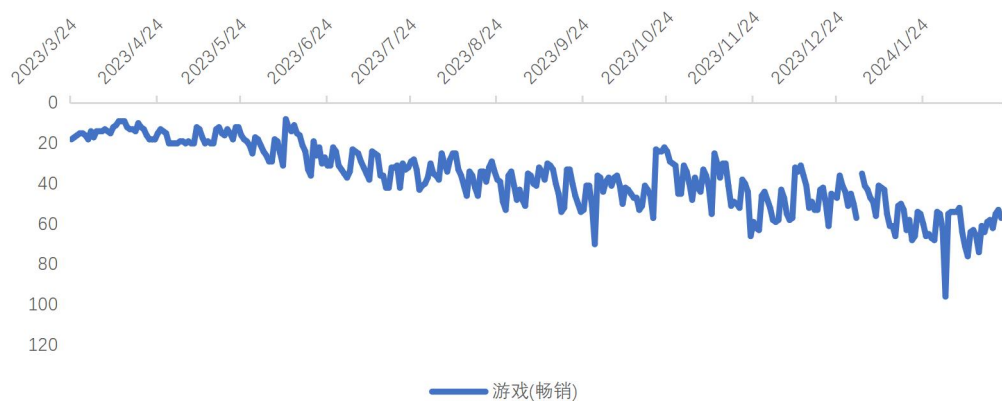


资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

注重核心国战玩法的打磨，《原始征途》将该核心玩法开发到极致，围绕 10 国乱世背景下“国战”带来的纠葛，内容删繁化简，把大多数精力投放到核心内容打磨上，适当缩减非核心内容，让玩家能够体会到征途系列的核心内容。

《原始征途》的国战模式限定在晚间 9 点开始，每场战斗时间缩短至半小时左右，让玩家能够轻松投入，同时也能在短时间内体验到征途的核心乐趣。为了加强国战的对抗性与策略性，国战地图缩短了战线，并增加了阻挡效果，在保留了经典内核的同时，使用现代技术对游戏玩法做了迭代，更贴近手机端玩家“短平快”的游戏习惯，提供了更好的游戏体验。公司将保持对版本研发的投入，计划推出功能体验更加完善的版本《原始征途-正式版》与《原始征途》小程序版，实现小程序和 APP 服务器互联互通，拓展新用户群体。

图 19：《原始征途》游戏排名 (iOS)



资料来源：七麦数据网，信达证券研发中心

“征途”系列不仅在游戏品质和内容方面持续创新，还举办了多项线下活动，如针对“征途”全系列产品玩家举办的每年一度的“征途玩家嘉年华”，并推进各种“征途”类电竞赛事：自 2007 年首届天下第一比武大会举行以来，“征途”系列游戏连续举办了多届天下第一比武大会和大师赛。2018 年，《征途 2》率先推出黄金国战联赛，为大型国战赛事增加了更多的电竞对抗性。2022 年，“征途”IP 在赛事方面再次进行创新，推出了全民无差别争霸赛，并投入百万总奖金，让玩家在大赛中享受游戏的乐趣，引发了全民参与的潮流，并提升了用户之间的社交活跃性。

“征途”IP 的影响力延续至影视业务，2020 年 7 月 24 日，《征途》电影上映，这意味着巨人网络在知识产权多元化开发方面又迈出了重要一步，通过影视深度赋能知识产权，反哺核心主业。

图 20：巨人网络公司举办“征途嘉年华”



资料来源：巨人网络官网，信达证券研发中心

图 21：《征途》电影

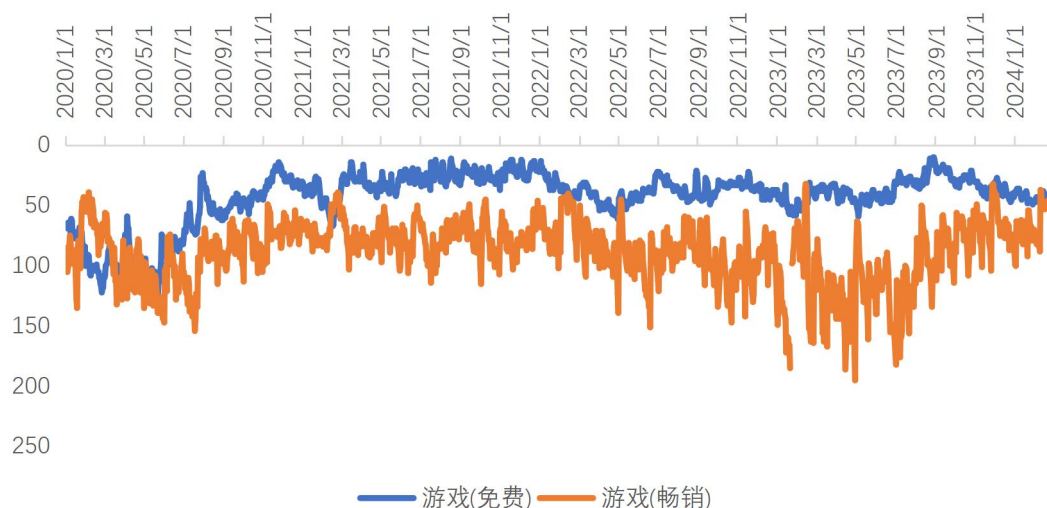


资料来源：巨人网络官网，信达证券研发中心

2、球球大作战：休闲竞技类知名产品，优质内容持续赋能

《球球大作战》是公司自研自发的多人休闲竞技类移动端网络游戏，以“大球吃小球”的极简设定吸引众多玩家，现已成为行业知名的优质 IP，自 2015 年上线以来，游戏 DAU 保持高速增长，其峰值 DAU 达到 2900 万，MAU 达到 1 亿，累计 2.5 亿用户，曾登顶中国区游戏免费榜榜首。游戏 2015 年上线以来一直保持旺盛生命力，七麦数据显示《球球大作战》自 2020 年至今仍基本保持中国大陆地区（iOS）游戏免费榜 Top100 及畅销榜 Top200，近一年来在中国大陆地区（iOS）游戏免费榜排名基本位于 Top50。

图 22：《球球大作战》游戏排名（iOS）



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

社交属性与养成属性，促进获客与留存。《球球大作战》在国内手游市场坚持了作为一款休闲游戏最根本的属性：为玩家带来快乐。社交性是《球球大作战》的底层产品逻辑，游戏提供多种社交渠道供玩家结交、关注同好，并通过团战、观战、送礼等交互方式实现情感升温，加强用户的认同感，提高用户留存。此外，宠物养成机制扩展了新玩法，增强用户兴趣，促进客户留存。

公司休闲竞技拳头产品《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。产品团队探索了更多联动新思路，收获了多个跨界伙伴，与知名 IP “变形金刚”、“喜羊羊与灰太狼”及“必胜客”“美团”等联动推出限定版本。重启了沉寂 6 年的大型福利活动“嘉年华盛典”，成功唤醒沉睡用户。

图 23：《球球大作战》部分联名



资料来源：巨人网络公司官网，TapTap，GameLook，信达证券研发中心

《球球大作战》主打中轻度休闲竞技群体，同时并重职业化，游戏赛事体制庞大，包括塔坦杯精英挑战赛、BGF 全球总决赛、线上公开赛、CEST 校园挑战赛、BUC 城市挑战赛等。

图 24：《球球大作战》电竞赛事



资料来源：巨人网络公司官网，信达证券研发中心

3、《太空杀》：海内外共发力

《太空杀》是巨人网络旗下一款以“推理和社交”为核心玩法的游戏，其主线任务是修复飞船上的各类设施，玩家分为三大阵营，船员阵营要完成一系列解谜任务，内鬼阵营要密谋破坏，中立阵营完成特定条件即可获胜，在一步步悬疑、推理中尽享游戏乐趣。其海外版《SuperSus》于 2021 年 11 月开始在东南亚地区测试，后出海至拉美、俄语地区，均取得较高热度。国内版于 2023 年 1 月正式登陆国内 iOS、安卓平台，7 月 13 日正式开启公测，全球累计注册用户已突破 2 亿。

随着版本不断更新迭代，游戏内容玩法更加多样化。《太空杀》2023 年暑期推出了具有中国神话元素的新身份“孙悟空”，角色与技能的丰富使游戏对局环境更加扑朔迷离；太空飞船、深海潜龙、火星基地等地图随着版本更新而不断迭代；宠物系统上新，游戏与玩家之间的情感联系逐渐加深；2024 年计划推出 AI 推理小剧场，颠覆了传统剧情游戏的单一情节路线，完全由 GiantGPT 大模型打造出千人千面的剧情内容，进一步增强游戏可玩性与新鲜感。此外，其特有的“剧本工坊”模式推动玩家数量与 UGC 创作热情持续攀升。截至 2022 年 11 月，《太空杀》全球 UGC 剧本作品数超过 20 万。

图 25：《太空杀》海量模式及特色地图

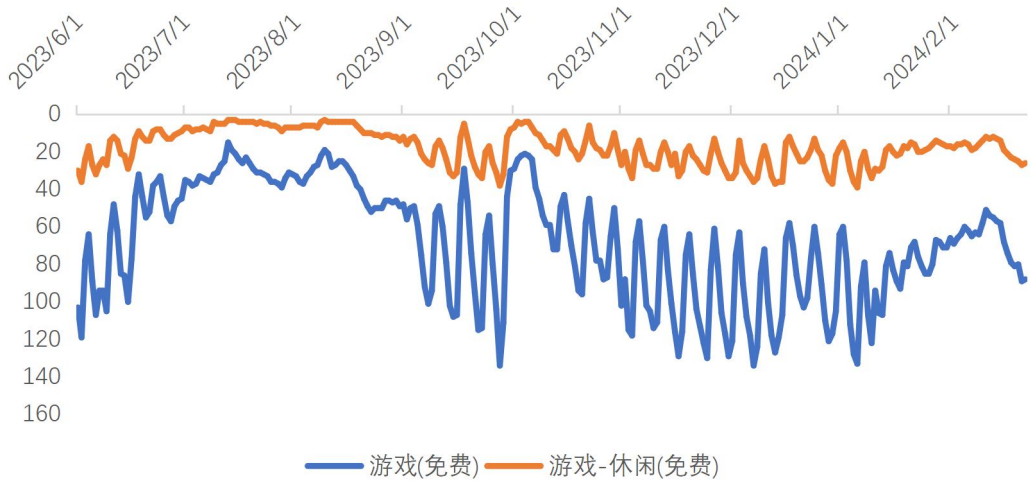


资料来源：TapTap，信达证券研发中心

六月开启第一波推广，暑期表现十分亮眼。《太空杀》于 2023 年 7 月 13 日正式开启国服
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>17

全平台公测，根据七麦数据当日游戏免费榜升至 15 名。针对大 DAU、低 APPRU 的游戏特点，公司主要采用品牌、内容、主播以及用户社区推广方式。暑期同时开启多个创作者激励计划，重点围绕视频作者、PGC 官方优质内容营销进行持续投入，还与潮流轻漫 IP 《兔克创业记》进行跨界联动，实现用户破圈。同名动画上线两月全网播放量突破 5,000 万，连续 5 周蝉联快手实时热榜。截至 2023 年 7 月 31 日，《太空杀》全渠道累计新增用户达到 2,800 万，DAU 突破 250 万，表现达到公司预期目标，商业化落地值得期待。

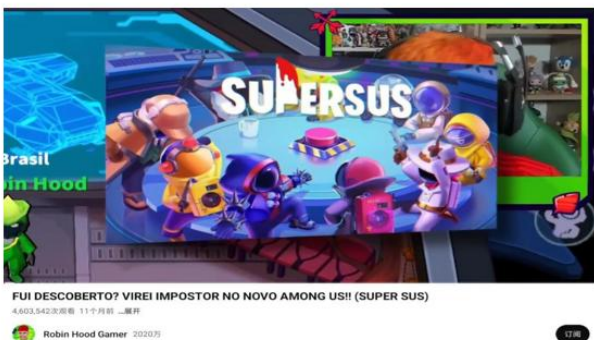
图 26: 《太空杀》游戏排名 (iOS)



资料来源: 七麦数据, 信达证券研发中心

海外营销进展良好，23 年 Q4 征战美日市场。《太空杀》的海外版《SuperSus》充分发挥海外平台内容分发优势，通过多种 UGC（用户生成内容）活动，激发了玩家的创作欲。2022 年报显示，《SuperSus》在海外两大视频网站表现良好，TikTok 播放量累计达到 31 亿，YouTube 视频数量超 6 万。此外，《SuperSus》积极运营各地区官方媒体账号，保持较高活跃和互动率，支持本土化社区建设。截至 2023 年 7 月 31 日，《太空杀》全渠道累计新增用户达到 2800 万，DAU 突破 250 万，海外注册用户总数已超 7,100 万。商业化逐步进行中，公司正在探索“广告+内购”的变现模式。

图 27: 《Supersus》巴西主播直播



资料来源: YouTube, 信达证券研发中心

图 28: 《太空杀》与《兔克创业记》跨界联动



资料来源: 《太空杀》公众号, 信达证券研发中心

4、积极布局新产品，向外拓展业务边界

面对瞬息万变的互联网行业，巨人开始朝着产品多样化迈进。2017 年 10 月 20 日，巨人孵化独立手游《月圆之夜》上线，获 App Store 全球推荐。2023 年 8 月 31 日，巨人网络

确认，旗下经典独立游戏 IP、高口碑卡牌策略游戏《月圆之夜》PVP 模式正式上线，这意味着《月圆之夜》从独立单机卡牌游戏向联机竞技卡牌“扩圈”，助推公司进一步扩张市场版图。

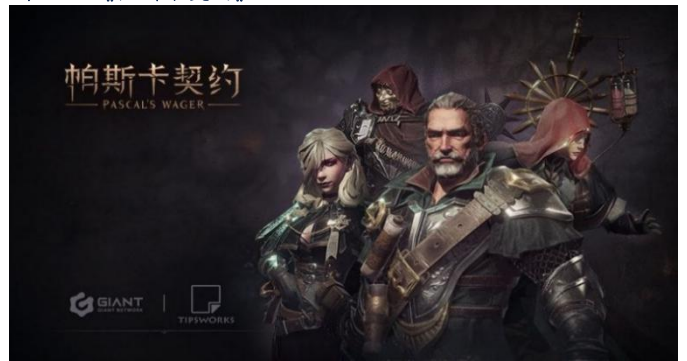
《帕斯卡契约》是一款硬核且内容重度的单机买断制产品，2020 年正式在 iOS 端全球同步上线，在多个地区付费榜的成绩名列前茅。5 个月后，这款产品在安卓端以 TapTap 为独家渠道正式发售，20 年 11 月 14 日，巨人网络旗下的 TipsWorks 工作室官宣，首款自研游戏《帕斯卡契约》全球销量突破 100 万套。

图 29: 《月圆之夜》



资料来源:巨人网络公司官网、信达证券研发中心

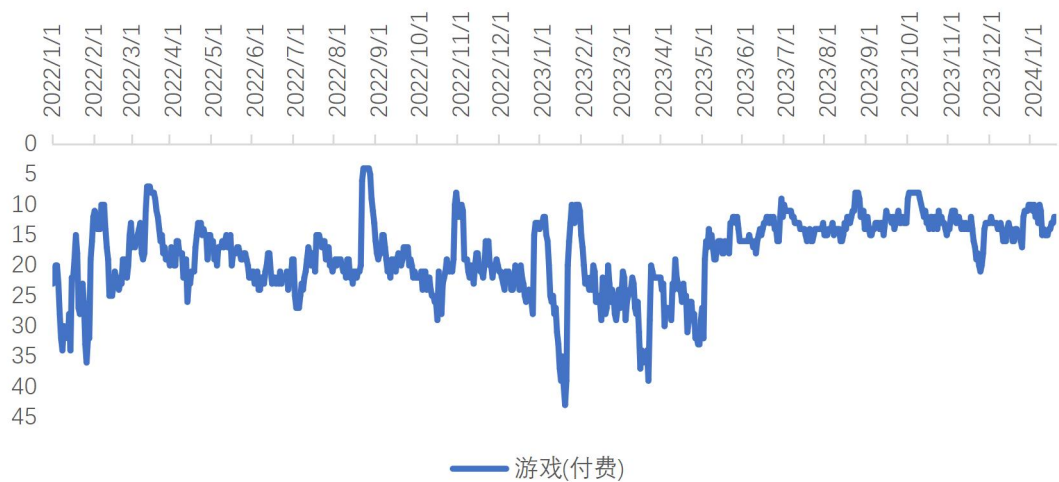
图 30: 《帕斯卡契约》



资料来源:巨人网络公司官网、信达证券研发中心

对于巨人而言，接连在市场中打造出《月圆之夜》与《帕斯卡契约》两款成功的单机产品实属不易，与此同时，巨人也通过身体力行，验证了这条另辟蹊径的道路能够走通。另一方面，在单机市场的接连攻坚，也表明了巨人年轻化求变的态度，无论是产品研发技术还是商业化模式都将是革新式的。

图 31: 《帕斯卡契约》游戏排名



资料来源:七麦数据, 信达证券研发中心

丰富海外产品矩阵，提升公司全球市场竞争力。2023 年第二十届中国国际数码互动娱乐展览会（ChinaJoy）上，公司自主研发的以国战为核心玩法，以西方魔幻为题材的 3D MMORPG 手游《无主王座》首次亮相。该产品主打全球市场，让海外玩家体验国战玩法的乐趣，是公司打开全球化市场、拓宽国战游戏版图的战略性机遇。同时，巨人网络进一步升级海外战略，于 3 月 22 日在旧金山宣布，正式推出基于海外市场所打造的全新游戏品牌 ZTimes，致力于为全球玩家带来更好的游戏体验，

5、加强对外开放合作，积极探索“游戏+AI”落地

2022 年以来 AI 技术取得突破性进展，生成式 AI 大模型有望在内容生产、用户洞察等方面对游戏行业产生颠覆性变革。巨人网络深刻意识到该技术浪潮的巨大优势，全面拥抱 AIGC 技术，对内成立 AI 小组推动 AIGC 工具全面应用各业务场景，对外开放合作共同探索“游戏+AI”的解决方案。

2023 年 2 月 20 日，巨人网络确认将接入百度人工智能新产品“文心一言”，成为首批生态合作伙伴。2023 年 3 月 24 日，巨人网络旗下《太空杀》与文心一言联合推出首个由国内 AI 打造的手游形象“太空鲨”。同时启动“太空鲨”领养计划，吸引用户尝试 AI 绘画。玩法即登录“涂鸦一格”微信小程序，通过定义关键词设计独一无二的“太空鲨”新形象。此外，太空鲨故事征稿活动同步开展，进一步丰富形象背景。未来，《太空杀》将继续与百度 AI 合作赋能多元化 UGC 创作，不断提升用户创作效率。2024 年 2 月 20 日，公司已正式完成游戏 AI 大模型 GiantGPT 的备案，是游戏行业首家对外确认实现了此成果的企业，标志着公司在人工智能领域的重要进展，公司的 AI 大模型 GiantGPT 目前主要服务于公司自研游戏产品，公司已将自研 AI 视频风格迁移技术广泛应用于研运环节，赋能内容创意表达。

图 32：太空鲨 AI 绘制专属形象活动



资料来源：巨人网络公司官网，信达证券研发中心

2023 年 7 月 14 日，巨人网络与阿里云达成“游戏+AI”全面合作，双方在上海正式签署合作备忘录。据备忘录，双方将共建“游戏+AI”智算平台，并利用阿里云通义千问大模型、阿里云达摩院支持打造 AI 在游戏领域的场景落地标杆项目。此外，双方还达成了全面合作伙伴关系，将在云游戏、云计算、网络和安全、AR/VR、游戏出海等领域展开全方面合作。

图 33：巨人网络与阿里云达成全面合作



资料来源：新华网，信达证券研发中心

2023年8月5日，巨人网络在华为开发者大会（HDC.Together）游戏服务论坛上，与华为就鸿蒙生态达成合作。巨人网络将根据鸿蒙系统“可分可合、自由流转、一次开发多端部署”等核心特性构建应用与服务开发。鸿蒙系统分布式设备虚拟化技术、基于华为全场景的多终端覆盖和智慧分发场景入口的分发优越性为游戏赋能。双方将以巨人网络移动端战略新品《原始征途》作为首个合作落地项目，预计于2024年4月前推出 HarmonyOS 商用化版本，未来新发布的游戏产品也将全面适配 HarmonyOS。

图 34：巨人网络与华为鸿蒙生态达成合作



资料来源：巨人网络微信公众号，信达证券研发中心

内部产品持续借力 AI 推新，增强可玩性。巨人网络重视 AI 在丰富游戏玩法、提升用户体验方面的关键作用，目前内部多个产品已结合 AI 产出新颖成果。2024 年巨人网络计划在旗下《太空杀》推出全新的 AI 玩法“AI 推理小剧场”，该玩法颠覆了传统剧情游戏的单一情节路线，完全由 GiantGPT 大模型打造出千人千面的剧情内容。《球球大作战》正在考虑通过 AI 协助用户快速匹配期望素材、高效自定义“球球形象”与游戏地图的玩法，实现自定义系统的全面升级。《征途》赛道多款 MMORPG 游戏已开启智能 NPC 的探索，包括玩家与 NPC 的对话文字、表情、语音都由 AI 自由生成，基于与玩家的对话内容做出合适的逻辑与行为反馈，产生多样化交互。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>21

四、盈利预测、估值与投资评级

► 巨人网络作为老牌端游巨头，深耕征途系列，并以休闲竞技为主，积极布局新产品，向外拓展业务边界，在稳步推进全球化战略之下，积极拥抱 AIGC，多赛道产品均获亮眼成绩，厚积薄发之下未来发展空间值得期待。

► 公司由端游为主革新为手游为主，端游为辅，在原有“征途”系列之外不断拓展业务边界，打造了多个行业知名 IP，持续吸收新老玩家：

1) 征途系列产品核心主线持续贡献营收，征途赛道建立了成熟的研发管线，后续研发储备充足，有效保证产品线的长期稳定供给，《原始征途-正式版》及小程序版作为储备项目，《王者征途》已研发完成，持续的产品迭代与更新保持征途品牌的新鲜感和吸引力，同时通过各项电竞赛事、产品联名等扩大征途 IP 用户群。

2) 公司已正式完成游戏 AI 大模型 GiantGPT 的备案，是游戏行业首家对外确认实现了此成果的企业，标志着公司在人工智能领域的重要进展，公司的 AI 大模型 GiantGPT 目前主要服务于公司自研游戏产品，公司已将自研 AI 视频风格迁移技术广泛应用于研运环节，赋能内容创意表达。

3) 积极拥抱 AIGC，向外拓展 AI 人工智能合作，包括接入百度人工智能新产品“文心一言”，与阿里云达成“游戏+AI”全面合作，与华为就鸿蒙生态达成合作等。内部产品持续借力 AI 推新，增强可玩性，AIGC 投入使用带来的降本增效效应可观。

综上，我们预计公司 2023-2025 年营业总收入为 30.58/35.33/39.08 亿元，同比增长 50.1%/15.5%/10.6%，归母净利润为 12.7/14.9/16.8 亿元，同比增长

49.79%/17.27%/12.55%。参照可比公司估值，考虑到公司产品有序上线有望贡献业绩中长期增长，以及公司在 AI 领域的持续布局和探索，给予公司 2024 年 22xPE，对应目标市值 328.85 亿，目标价为 16.66 元，首次覆盖予以“买入”评级。

表 2 收入拆分及盈利预测（百万元）

| 单位：百万元 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 2124 | 2038 | 3058 | 3533 | 3908 |
| yoy (%) | -4.2% | -4.1% | 50.1% | 15.5% | 10.6% |
| 毛利率 (%) | 84.9% | 84.0% | 87.9% | 88.0% | 88.3% |
| 游戏相关业务 | 2111 | 2025 | 3044 | 3519 | 3895 |
| yoy (%) | -4.2% | -4.1% | 50.3% | 15.6% | 10.7% |
| 毛利率 (%) | 85.1% | 84.3% | 88.0% | 88.2% | 88.5% |
| 移动端游戏 | 1087 | 1141 | 2105 | 2593 | 2990 |
| yoy (%) | -5.3% | 4.9% | 84.5% | 23.2% | 15.3% |
| 毛利率 (%) | 84.2% | 83.9% | 89.2% | 89.2% | 89.4% |
| 电脑端游戏 | 878 | 828 | 873 | 860 | 839 |
| yoy (%) | -7.8% | -5.8% | 5.5% | -1.5% | -2.5% |
| 毛利率 (%) | 86.0% | 86.8% | 87.0% | 87.0% | 87.0% |
| 互联网社区工具 | 12 | 20 | 19 | 19 | 19 |
| yoy (%) | -71.5% | 62.9% | -5.0% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利率 (%) | 15.4% | -1.8% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 其他游戏相关业务收入 | 133 | 36 | 47 | 47 | 47 |
| yoy (%) | 125.2% | -72.8% | 30.0% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利率 (%) | 92.7% | 87.1% | 85.0% | 85.0% | 85.0% |
| 其他业务 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 |

| | | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| yoy (%) | -8.3% | -0.7% | 5.0% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利率 (%) | 46.6% | 46.3% | 48.0% | 48.0% | 48.0% |

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测

表 3 可比公司估值

| 代码 | 公司 | 市值 (亿人民币) | 归母净利润 (亿元) | | | | PE (倍) | | | | |
|------------------|-------------|---------------|------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 434 | 29.5 | 32.6 | 38.1 | 43.1 | 15 | 13 | 11 | 10 | |
| 002624.SZ | 完美世界 | 226 | 13.8 | 9.3 | 13.8 | 17.3 | 16 | 24 | 16 | 13 | |
| 002517.SZ | 恺英网络 | 263 | 10.3 | 15.0 | 18.9 | 22.6 | 26 | 18 | 14 | 12 | |
| 603444.SH | 吉比特 | 157 | 14.6 | 12.6 | 15.4 | 17.8 | 11 | 12 | 10 | 9 | |
| 300002.SZ | 神州泰岳 | 224 | 5.4 | 8.3 | 9.7 | 11.5 | 41 | 27 | 23 | 19 | |
| 300494.SZ | 盛天网络 | 75 | 2.2 | 2.2 | 3.0 | 3.7 | 34 | 34 | 25 | 20 | |
| 002602.SZ | 世纪华通 | 367 | -70.9 | 18.9 | 24.5 | 29.5 | -5 | 19 | 15 | 12 | |
| 300315.SZ | 掌趣科技 | 155 | 1.0 | 1.9 | 3.2 | 6.0 | 161 | 83 | 49 | 26 | |
| | 平均 | | | | | | | 37 | 29 | 20 | 15 |
| 002558.SZ | 巨人网络 | 220.44 | 8.5 | 12.7 | 14.9 | 16.8 | 26 | 17 | 15 | 13 | |

资料来源: 同花顺, 统计时间为 2024/2/27 注: 巨人网络为信达证券预测, 其余为同花顺一致预期

五、风险因素

1. 市场竞争加剧的风险

移动网络游戏运营行业发展日渐成熟, 竞争者数量较多, 随着游戏产品的更新换代、用户习惯的不断变化, 以及竞争对手对海外市场的不断渗透, 公司或将面临市场的激烈竞争。

2. 游戏行业政策变动风险

公司所处的互联网游戏行业存在受到国家政策变动影响的风险。未来行业政策变动或将对公司主要游戏业务进展产生影响, 包括影响国内市场游戏业务推进、产品储备等方面。

3. 新游戏开发和运营失败风险

游戏行业竞争日趋激烈, 玩家对游戏精品化的要求日益提高, 公司在新游戏开发与运营过程中, 若不能及时洞察市场变化, 回应游戏市场的潜在要求, 存在导致新游戏与新技术不符合市场需求而不能达到预期营业收入与利润的风险。

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元 | | | | | | 单位: 百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 3,380 | 2,307 | 2,379 | 3,633 | 5,107 | 营业总收入 | 2,124 | 2,038 | 3,058 | 3,533 | 3,908 |
| 货币资金 | 2,454 | 1,738 | 1,407 | 3,017 | 4,029 | 营业成本 | 322 | 325 | 371 | 422 | 456 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 26 | 23 | 37 | 42 | 46 |
| 应收账款 | 127 | 127 | 288 | 179 | 342 | 销售费用 | 402 | 356 | 974 | 1,077 | 1,146 |
| 预付账款 | 26 | 22 | 27 | 30 | 32 | 管理费用 | 221 | 189 | 280 | 321 | 354 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 713 | 643 | 727 | 815 | 866 |
| 其他 | 773 | 420 | 658 | 408 | 703 | 财务费用 | -32 | -15 | -26 | -56 | -121 |
| 非流动资产 | 8,545 | 10,902 | 11,997 | 12,296 | 12,554 | 减值损失合计 | -30 | 0 | -70 | -40 | -67 |
| 长期股权投资 | 6,397 | 8,386 | 9,293 | 9,540 | 9,757 | 投资净收益 | 618 | 359 | 543 | 495 | 449 |
| 固定资产(合计) | 268 | 243 | 247 | 238 | 231 | 其他 | -10 | -45 | 173 | 188 | 206 |
| 无形资产 | 68 | 64 | 42 | 22 | 5 | 营业利润 | 1,050 | 831 | 1,341 | 1,555 | 1,748 |
| 其他 | 1,812 | 2,209 | 2,415 | 2,495 | 2,561 | 营业外收支 | -20 | -2 | 7 | 3 | 5 |
| 资产总计 | 11,925 | 13,209 | 14,376 | 15,929 | 17,661 | 利润总额 | 1,029 | 830 | 1,348 | 1,558 | 1,753 |
| 流动负债 | 680 | 1,216 | 1,382 | 1,479 | 1,538 | 所得税 | 40 | -4 | 67 | 78 | 88 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 990 | 834 | 1,281 | 1,480 | 1,666 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | -5 | -17 | 6 | -15 | -17 |
| 应付账款 | 42 | 52 | 52 | 67 | 61 | 归属母公司净利润 | 995 | 851 | 1,275 | 1,495 | 1,682 |
| 其他 | 638 | 1,165 | 1,330 | 1,412 | 1,477 | EBITDA | 618 | 683 | 903 | 1,127 | 1,328 |
| 非流动负债 | 650 | 91 | 85 | 90 | 95 | EPS(当年) (元) | 0.53 | 0.46 | 0.65 | 0.76 | 0.85 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 其他 | 650 | 91 | 85 | 90 | 95 | 现金流量表 | | | | | |
| 负债合计 | 1,330 | 1,308 | 1,467 | 1,570 | 1,633 | 单位: 百万元 | | | | | |
| 少数股东权益 | 48 | 45 | 50 | 36 | 19 | 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 归属母公司股东权益 | 10,547 | 11,857 | 12,859 | 14,324 | 16,009 | 经营活动现金流 | 638 | 737 | 531 | 1,559 | 959 |
| 负债和股东权益 | 11,925 | 13,209 | 14,376 | 15,929 | 17,661 | 净利润 | 990 | 834 | 1,281 | 1,480 | 1,666 |
| | | | | | | 折旧摊销 | 101 | 73 | 81 | 82 | 82 |
| 重要财务指标 | | | | | | 财务费用 | 17 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 单位: 百万元 | | | | | | 投资损失 | -618 | -359 | -543 | -495 | -449 |
| 主要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资金变动 | -43 | 32 | -279 | 453 | -402 |
| 营业总收入 | 2,124 | 2,038 | 3,058 | 3,533 | 3,908 | 其它 | 191 | 137 | -8 | 38 | 63 |
| 同比(%) | -4.2% | -4.1% | 50.1% | 15.5% | 10.6% | 投资活动现金流 | -484 | -918 | -627 | 75 | 47 |
| 归属母公司净利润 | 995 | 851 | 1,275 | 1,495 | 1,682 | 资本支出 | -208 | -112 | 11 | -48 | -27 |
| 同比(%) | -3.4% | -14.4% | 49.8% | 17.3% | 12.6% | 长期投资 | -369 | -811 | -1,192 | -370 | -372 |
| 毛利率(%) | 84.9% | 84.0% | 87.9% | 88.0% | 88.3% | 其他 | 93 | 6 | 553 | 494 | 446 |
| ROE(%) | 9.4% | 7.2% | 9.9% | 10.4% | 10.5% | 筹资活动现金流 | -778 | -551 | -236 | -25 | 5 |
| EPS(摊薄) (元) | 0.50 | 0.43 | 0.65 | 0.76 | 0.85 | 吸收投资 | 0 | 0 | -61 | -30 | 0 |
| P/E | 20.12 | 23.52 | 15.70 | 13.39 | 11.89 | 借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| P/B | 1.90 | 1.69 | 1.56 | 1.40 | 1.25 | 支付利息或股息 | -316 | -311 | -551 | 0 | 0 |
| EV/EBITDA | 35.36 | 21.74 | 23.59 | 17.48 | 14.08 | 现金净增加额 | -627 | -727 | -331 | 1,610 | 1,013 |

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），所在团队曾获21年东方财富Choice金牌分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有5年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队成员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业2年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业3年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等美股研究以及结合海外映射对A股港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5%之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。