

巨人网络(002558)

“征途”IP矩阵持续扩张，AI+游戏加速落地

事件：

1) 公司发布 2023 年报：营收 29.24 亿元，同比增长 43.5%；归母净利润 10.86 亿元，同比增长 27.67%；扣非归母净利润 13.73 亿元，同比增长 34.84%。2) 公司发布 2024 年一季报：营收 6.96 亿元，同比增长 37.21%；归母净利润 3.52 亿元，同比增长 43.97%；扣非归母净利润 4.05 亿元，同比增长 54.42%。

业绩维持较高增速，“征途”小游戏表现亮眼

公司 2023 年、24Q1 业绩保持较高增速。主要系：1) 新游戏业绩持续释放：公司核心产品《原始征途》自 23 年 3 月上线以来，累计流水超过 15 亿元，持续贡献收入。2023Q4 以来，该游戏基本维持在国内 iOS 畅销榜 50 名左右，整体保持稳健。此外，公司自研的“征途”IP 轻度游戏《王者征途》已于 2024Q1 贡献业绩增量，截至 4 月 29 日位列微信畅销榜第 11 名。2) 成本费用端控制良好：其中 2023Q4、2024Q1 公司营业成本占收入比重均为 13%，保持较低水平，主要系公司自研游戏占比提升；销售费用率分别为 36%/29%，主要系新游戏上线后投放推广费用的同步提升。

《原始征途》新版本有望贡献增量，AI+游戏加速落地

公司新游戏储备丰富。其中 1) “征途”线：头部产品《原始征途》新版本有望于 2024H1 推出，结合新玩法“万国争霸”助力流水回升。此外，《王者征途》小游戏的亮眼表现，验证了“征途”IP 及玩法在小程序渠道的拓展空间。目前《原始征途》小游戏版本已完成调优，有望于 2024 年中上线；2) 休闲竞技线：《星球大作战》在商业模式调整、内容更新的推动下，自 23H2 起 DAU、流水大幅提升，2024 年有望维持回升态势。此外，公司基于开源模型自研的 AI 大模型 GiantGPT 于 2024 年 2 月完成备案，有望推动游戏研发发行流程的降本增效，以及 C 端游戏产品的玩法创新。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 35.4/40.7/46.0 亿元，同比增速分别为 21%/15%/13%，归母净利润分别为 15.5/17.0/19.1 亿元，同比增速分别为 42%/10%/12%，EPS 分别为 0.78/0.86/0.97 元/股，3 年 CAGR 为 20.8%。鉴于公司有望长期受益于 IP 产品矩阵扩张，以及 AI 等新技术变革，给予公司 2024 年 20 倍 PE，目标价 15.66 元，维持“买入”评级。

风险提示：版号政策、公司游戏上线进度、上线后流水不及预期风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2038	2924	3537	4068	4596
增长率(%)	-4.07%	43.50%	20.96%	15.00%	13.00%
EBITDA(百万元)	888	1158	1641	1804	1994
归母净利润(百万元)	851	1086	1545	1703	1907
增长率(%)	-14.43%	27.67%	42.21%	10.23%	11.99%
EPS(元/股)	0.43	0.55	0.78	0.86	0.97
市盈率(P/E)	25.6	20.1	14.1	12.8	11.4
市净率(P/B)	1.8	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	14.3	16.2	11.0	9.5	8.1

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 05 月 08 日收盘价

行业：传媒/游戏 II
 投资评级：买入(维持)
 当前价格：11.04 元
 目标价格：15.66 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,973.54/1,973.54
流通 A 股市值(百万元)	21,787.91
每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	12.35
一年内最高/最低(元)	22.65/8.06

股价相对走势



作者

分析师：丁子然
 执业证书编号：S0590523080003
 邮箱：dingzr@glsc.com.cn

联系人：周砾灵
 邮箱：zhoull@glsc.com.cn

相关报告

1、《巨人网络(002558)：《原始征途》持续贡献增量，关注 24 年新周期》2023.10.31

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1738	1889	2421	3399	4497	营业收入	2038	2924	3537	4068	4596
应收账款+票据	127	160	209	240	271	营业成本	325	324	389	447	506
预付账款	22	19	35	40	45	营业税金及附加	23	33	41	47	54
存货	0	0	0	0	0	营业费用	356	1019	990	1139	1241
其他	420	263	310	325	339	管理费用	831	870	1026	1180	1333
流动资产合计	2307	2330	2975	4004	5153	财务费用	-15	-6	-6	-9	-13
长期股权投资	8386	8478	8957	9436	9916	资产减值损失	0	-19	-24	-28	-32
固定资产	296	288	282	269	248	公允价值变动收益	-153	-191	-100	-100	-100
在建工程	234	277	231	185	139	投资净收益	359	477	485	485	485
无形资产	64	53	44	35	27	其他	108	158	103	98	94
其他非流动资产	1922	1943	1907	1871	1852	营业利润	831	1109	1560	1718	1923
非流动资产合计	10902	11040	11422	11796	12181	营业外净收益	-2	-7	-10	-10	-10
资产总计	13209	13371	14397	15800	17334	利润总额	830	1101	1550	1708	1913
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	-4	10	15	17	19
应付账款+票据	52	52	58	67	76	净利润	834	1092	1534	1691	1894
其他	1165	1513	1470	1690	1898	少数股东损益	-17	5	-11	-12	-13
流动负债合计	1216	1565	1528	1757	1974	归属于母公司净利润	851	1086	1545	1703	1907
长期带息负债	42	33	22	13	4	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	49	40	40	40	40	成长能力					
非流动负债合计	91	73	63	53	45	营业收入	-4.07%	43.50%	20.96%	15.00%	13.00%
负债合计	1308	1639	1591	1811	2019	EBIT	-18.37%	34.51%	40.90%	10.06%	11.82%
少数股东权益	45	43	33	21	8	EBITDA	-19.19%	30.47%	41.67%	9.91%	10.57%
股本	1543	1518	1974	1974	1974	归属于母公司净利润	-14.43%	27.67%	42.21%	10.23%	11.99%
资本公积	6454	5214	4759	4759	4759	获利能力					
留存收益	3861	4957	6041	7236	8575	毛利率	84.04%	88.92%	89.00%	89.00%	89.00%
股东权益合计	11902	11732	12806	13989	15315	净利率	40.92%	37.34%	43.38%	41.58%	41.21%
负债和股东权益总计	13209	13371	14397	15800	17334	ROE	7.18%	9.29%	12.10%	12.19%	12.46%
现金流量表						ROIC	14.71%	15.03%	19.28%	19.72%	21.32%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	834	1092	1534	1691	1894	资产负债率	9.90%	12.26%	11.05%	11.46%	11.65%
折旧摊销	73	63	97	105	94	流动比率	1.9	1.5	1.9	2.3	2.6
财务费用	-15	-6	-6	-9	-13	速动比率	1.9	1.5	1.9	2.2	2.6
存货减少(增加为“-”)	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	43	281	-149	178	166	应收账款周转率	16.0	18.2	16.9	16.9	16.9
其它	-198	-304	-380	-380	-380	存货周转率					
经营活动现金流	737	1125	1096	1585	1761	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
资本支出	-662	-97	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	-811	-303	0	0	0	每股收益	0.4	0.6	0.8	0.9	1.0
其他	555	85	-99	-99	-99	每股经营现金流	0.4	0.6	0.6	0.8	0.9
投资活动现金流	-918	-315	-99	-99	-99	每股净资产	6.0	5.9	6.5	7.1	7.8
债权融资	-10	-9	-10	-10	-9	估值比率					
股权融资	-15	-24	455	0	0	市盈率	25.6	20.1	14.1	12.8	11.4
其他	-526	-627	-910	-498	-555	市净率	1.8	1.9	1.7	1.6	1.4
筹资活动现金流	-551	-660	-465	-508	-564	EV/EBITDA	14.3	16.2	11.0	9.5	8.1
现金净增加额	-727	151	533	978	1098	EV/EBIT	15.5	17.2	11.7	10.1	8.5

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年05月08日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼