



## 经典IP焕发新活力，AI赋能未来可期

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 业绩保持稳健增长, 24Q1实现营收7亿元, 同比+37%, 归母净利润同增44%至3.5亿元, 发展具备韧性; 2) 主营业务方面, 征途IP手游夯实主业基本盘, 《球球大作战》卡位休闲游戏赛道, 叠加AI赋能游戏业务 workflow, 后续表现可期; 3) 积极回报股东, 拟每10股派发现金红利0.8元(含税), 综合中期已派发的现金红利, 2023年度现金分红合计4亿元。
- 征途IP老树发新芽, 流水表现稳中有升。** 征途系列IP新款旗舰手游《原始征途》上线发行表现突出, 上线首月流水逾3亿, 23年流水超15亿, 累计新进用户数逾1500万。征途赛道亦初步完成小程序游戏的布局, 具体来看, 《王者征途》小程序游戏已于23年报告期末启动测试, 自2024年2月逐步提升买量投放力度, 排名及流水稳中有进。《原始征途》小程序游戏目前已调优完毕, 或将在24年中重点发力。《征途2》等其它征途IP手游小程序游戏研发亦初步完成, 后续表现值得关注。
- 积极拥抱AI发展趋势, 创造AI新生产力。** 根据官方披露, 报告期内公司已陆续搭建一系列AI工具类平台, 包含视觉、语音、大语言模型等技术方向, 赋能策划等业务环节, 研发效能显著提高, 研运成本降低。AI+语音方面, 公司推出AI语音生成平台百灵, 提供语音合成与语音转换技术。AI+代码方面, 公司上线代码层AI大模型—CodeBrain, 实现实时代码生成, 并提供智能代码翻译、解释、纠错、重构等功能, 赋能开发环节, 部分项目代码研发效率提升30%-40%。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年归母净利润分别为14.6亿元、16.4亿元、18.6亿元, 对应动态PE分别为12倍、11倍、10倍。公司存量游戏夯实基本盘, AI赋能提速, 看好全年稳健增长, 我们给予公司2024年15倍PE, 对应目标价11.1元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 重点项目不及预期风险、行业政策变动风险、新游戏开发与运营风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2924.17	3408.44	3854.30	4285.46
增长率	43.50%	16.56%	13.08%	11.19%
归属母公司净利润(百万元)	1086.44	1462.90	1644.95	1859.63
增长率	27.67%	34.65%	12.44%	13.05%
每股收益EPS(元)	0.55	0.74	0.83	0.94
净资产收益率ROE	9.31%	11.49%	11.79%	12.15%
PE	16	12	11	10
PB	1.52	1.40	1.28	1.17

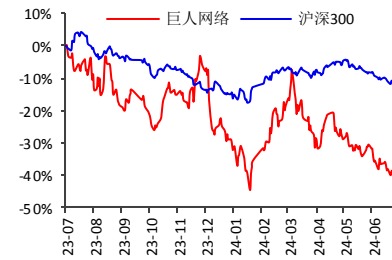
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 苟宇睿  
执业证号: S1250524030001  
电话: 15882659190  
邮箱: gyy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	19.74
流通A股(亿股)	19.74
52周内股价区间(元)	8.3-19.72
总市值(亿元)	177.46
总资产(亿元)	138.16
每股净资产(元)	6.12

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：存量游戏筑基，新游贡献业绩弹性</b> .....	<b>1</b>
1.1 从端游转型到移动游戏，发展动能充沛.....	1
1.2 股权结构相对集中，创始人为实际控制人.....	2
1.3 领导团队精英化，夯实公司发展根基.....	2
1.4 游戏业务稳步增长，手游贡献主要营收.....	3
<b>2 政策环境回暖，游戏出海趋势已现</b> .....	<b>5</b>
2.1 AI 新科技赋能下，行业或将迎来更多机遇.....	5
2.2 游戏业务增长稳健，积极探索海外市场.....	6
<b>3 公司聚焦精品战略，秉持研运一体化与长线运营</b> .....	<b>8</b>
3.1 原始征途：经典端游的移动端延续.....	8
3.2 休闲竞技类：《球球大作战》焕发活力.....	9
3.3 新兴产品线：《太空杀》拓展新成长赛道.....	10
3.4 小程序游戏：征途 IP 小程序游戏布局初步完成.....	10
3.5 “游戏+AI”：技术融合与业务模式探索.....	11
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>12</b>
4.1 盈利预测.....	12
4.2 相对估值.....	13
<b>5 风险提示</b> .....	<b>13</b>

## 图 目 录

图 1: 公司历史发展历程.....	1
图 2: 公司股权与子公司情况 (截止 2024 年 Q1 末) .....	2
图 3: 公司 2023 主营业务结构情况.....	4
图 4: 2023 年各项业务毛利情况.....	4
图 5: 2018-2024 年 Q1 公司营收与增速.....	4
图 6: 2018-2024 年 Q1 年公司归母净利润与增速.....	4
图 7: 毛利率及净利率变动情况.....	5
图 8: 三费率变动情况.....	5
图 9: 中国游戏市场规模.....	5
图 10: 2023 年 6 月-2024 年 6 月版号发布数量 (款) .....	5
图 11: 分产品主营业务收入 (亿元) .....	6
图 12: 分产品主营业务收入占比.....	6
图 13: 海内外主营业务收入 (亿元) .....	7
图 14: 海内外主营业务收入占比.....	7
图 15: 《原始征途》海报.....	7
图 16: 《王者征途》游戏特色.....	7
图 17: 手游《原始征途》鼓励老玩家回归.....	8
图 18: 《原始征途》手游角色介绍.....	8
图 19: 《原始征途》MMO 赛季制度.....	9
图 20: 《原始征途》手游宣发.....	9
图 21: 《原始征途》首月流水破三亿.....	9
图 22: 《原始征途》2023 年 4 月-2024 年 4 月排名趋势.....	9
图 23: 《球球大作战》新玩法.....	10
图 24: 《球球大作战》与江西景德镇瓷器厂联名.....	10
图 25: 《太空杀》回归上线.....	10
图 26: 《太空杀》新春会.....	10
图 27: 《原始征途》小程序进入页面.....	11
图 28: 《原始征途》小程序游戏界面.....	11
图 29: AI 绘画平台 iMagine.....	12
图 30: AI 语音生成平台百灵.....	12

## 表 目 录

表 1: 管理团队主要构成及简介.....	3
表 2: 分业务收入及毛利率.....	13
表 3: 可比公司估值.....	13
附表: 财务预测与估值.....	14

# 1 公司概况：存量游戏筑基，新游贡献业绩弹性

## 1.1 从端游转型到移动游戏，发展动能充沛

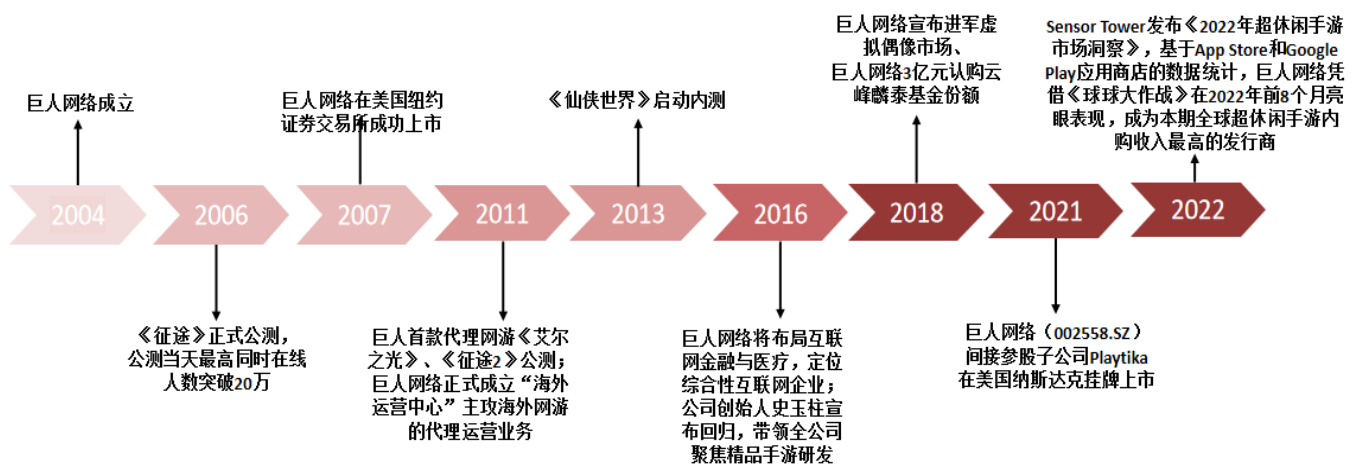
巨人网络成立于2004年，是巨人集团旗下A股上市公司，是一家用创新驱动的互联网企业，2007年11月1日，巨人网络在美国纽约证券交易所成功上市。公司主要业务板块为移动端网络游戏业、电脑端网络游戏业务以及互联网社区工具等。巨人网络自成立之初就以“坚持自主研发、聚焦精品”为研发理念，奉行研运一体化经营模式，拥有较强研发能力，运营体系高效完备，已成为国内领先的游戏研运公司。

2009年，巨人网络推出中国网络游戏业第一个天使投资——“赢在巨人”计划；2011年，巨人网络正式成立“海外运营中心”主攻海外网游代理运营业务；2015年，巨人移动公布2015年手游战略布局：包括《Vainglory》等共计20余款顶级手游产品和IP首次亮相；2019年，巨人网络推出出海计划，正式发力手游出海业务。

产品管线方面，公司坚持精品战略，自主研发《征途》系列、《球球大作战》等受玩家喜爱的精品游戏；目前最主要的两条产品线分别为“征途”系列和“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4个产品：《征途》、《征途2》、《绿色征途》、《征途怀旧版》；移动网络游戏时代，征途IP系列做出新的尝试和突破，自研自发自和与渠道合作并举，主要产品包括由腾讯独代的《征途》手游、自研自发的《征途2》手游，以及23年3月正式上线的《原始征途》手游等。

旗舰IP方面，征途IP为国战类MMORPG网游最知名品牌之一，《征途》PC端开启道具付费模式先河。《球球大作战》是公司自研自发的多人休闲竞技类移动端网游，亦为行业知名IP，其用户群体黏性高、年轻化、重社交。

图 1：公司历史发展历程

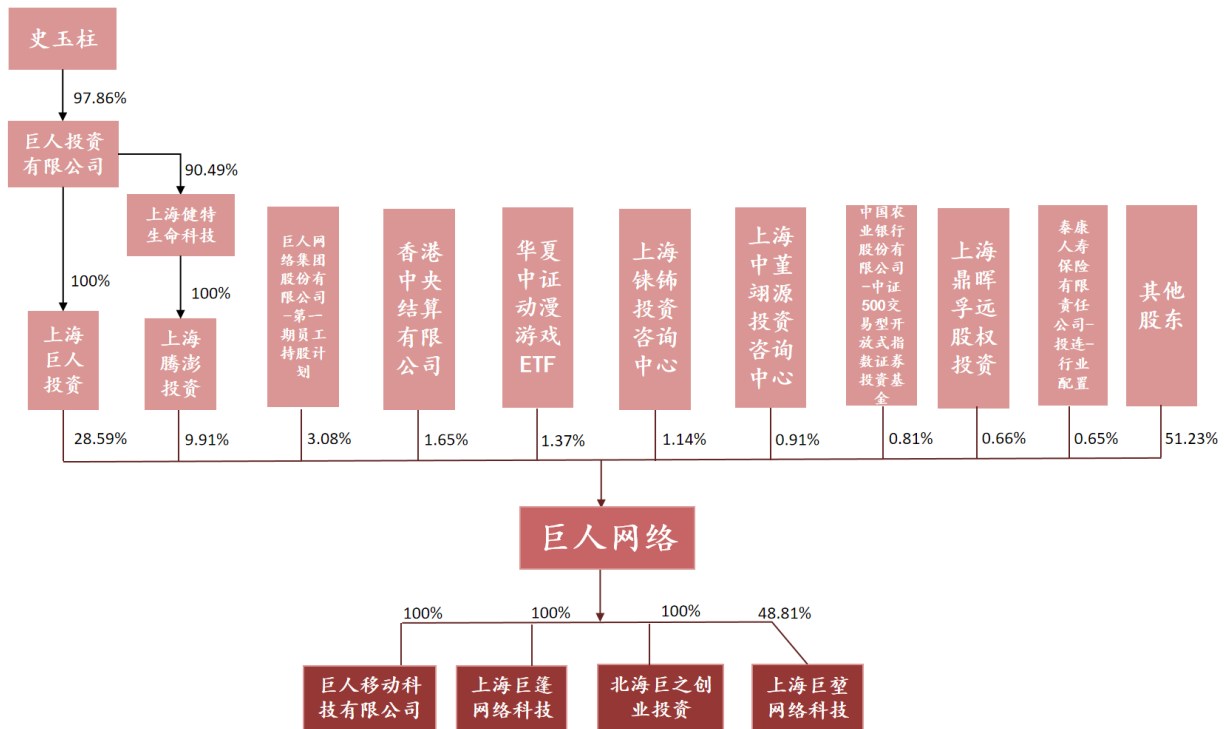


数据来源：巨人网络公司官网，西南证券整理

## 1.2 股权结构相对集中，创始人为实际控制人

股东持股较为集中，创始人史玉柱为公司实控人。上海巨人投资管理有限公司为公司第一大股东，持有约 5.6 亿股（占公司总股本的 28.6%）。第二大股东为上海腾澎投资合伙企业（有限合伙），持股比例为 9.9%。公司主要持股的 4 家子公司为分别是巨人移动科技有限公司（100%持股）、上海巨蓬网络科技（100%持股）、北海巨之创业投资（100%持股）、上海巨堃网络科技（48.8%持股）。

图 2：公司股权与子公司情况（截止 2024 年 Q1 末）



数据来源：wind，西南证券整理

## 1.3 领导团队精英化，夯实公司发展根基

领导团队精英化，游戏行业经验丰富。巨人网络研发团队具有较强执行力，公司注重精英化、年轻化的人才储备，以保持公司后续发展动能，其中 85% 的研发人员毕业于海内外知名院校，逾 50% 的研发人员低于 30 岁。公司不断优化现有产品线，同时对前瞻性技术进行研究与应用，多维度寻找与现有业务的结合点，未来发展战略价值凸显。

**表 1：管理团队主要构成及简介**

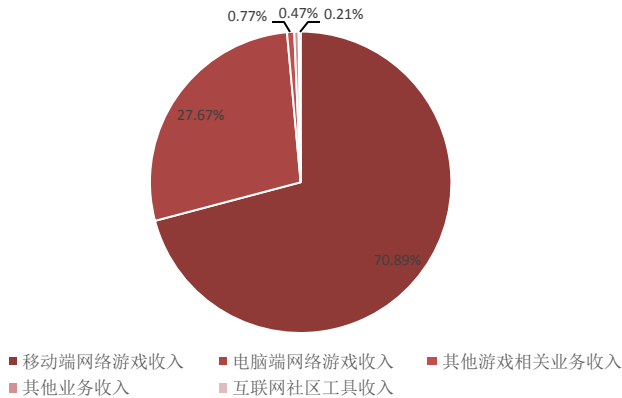
姓名	职位	过往经历
史玉柱	董事长	1984年毕业于浙江大学数学系，1990年毕业于深圳大学软科学研究生班。史玉柱先生曾于2006年至2014年任民生银行股份有限公司非执行董事。史玉柱先生现任巨人网络集团股份有限公司董事长。史玉柱先生曾于2006年至2018年任上海征途网络科技有限公司董事，于2014年至2018年任中国民生投资股份有限公司副董事长。史玉柱先生曾赢得1994年度“中国十大改革风云人物”、2001年“CCTV中国经济年度人物”、2002年“中国优秀民营科技企业企业家”和“中国香港紫荆花杯杰出企业家”称号。
张栋	总经理	2002年毕业于北京大学生物化学与分子生物学专业。张栋先生拥有近20年的游戏行业从业经验。2005年，张栋先生加入腾讯互动娱乐事业部，任产品经理。2009年，张栋先生加入巨人网络，任《征途2》等项目产品总监。2013年，张栋先生加入网易，组建了网易暴雪游戏中国发行和电竞团队，发行和运营《炉石传说》《暗黑破坏神3》《风暴英雄》《守望先锋》等游戏和《魔兽世界》多个资料片的国服版本，此后历任上海合作部总经理，上海网之易法定代表人及执行董事等职位。2022年起，张栋先生加入网易云音乐管理团队，负责商业化及市场等多项工作，同时担任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。
孟玮	董事会秘书	获得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。加入巨人网络前，孟玮先生在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，曾蝉联2017及2018年度《机构投资者》大中华区最佳分析师传媒行业第一名，以及《亚洲货币》中国(A/B股)可选消费行业最佳分析师第一名。在此之前，孟玮先生亦在东方证券、京东商城等公司从事证券分析、战略研究等工作。
刘伟	董事	毕业于南开大学，获汉语言文学、社会学双学位，2006年获中欧国际工商学院高级工商管理硕士学位。刘伟女士现任巨人网络集团股份有限公司的总经理、董事。加入巨人网络前，刘伟女士曾先后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。
屈发兵	董事	1997年毕业于复旦大学管理学院。屈发兵先生现任巨人网络集团股份有限公司董事。屈发兵先生曾于1997年至2000年先后担任光大证券有限公司投资银行四部项目经理、高级经理、总经理助理等职务，于2001年至2007年担任青岛健特生物投资股份有限公司的监事会主席，自2008年1月加入巨人网络后，曾任战略发展中心高级总监、总裁办公室总监、董事会秘书。
朱永明	监事会主席	1997年获得黑龙江商学院会计学大专学历，持有国际注册内部审计师资格和国际注册信息系统审计师证书。

数据来源：同花顺，西南证券整理

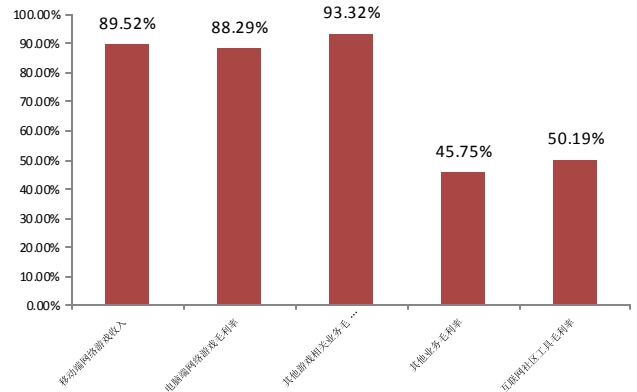
## 1.4 游戏业务稳步增长，手游贡献主要营收

**主营业务结构：**截至2023年报告期末，公司收入主要来自游戏相关业务收入，收入占比99.5%，其中手游占比70.9%，PC端网游收入占比27.7%，其他游戏相关业务收入占比0.8%；利润贡献角度来看，游戏贡献99.8%利润。毛利率方面，手游毛利率约89.5%，PC端网游收入毛利率约88.3%。



**图 3：公司 2023 主营业务结构情况**


数据来源：同花顺，西南证券整理

**图 4：2023 年各项业务毛利情况**


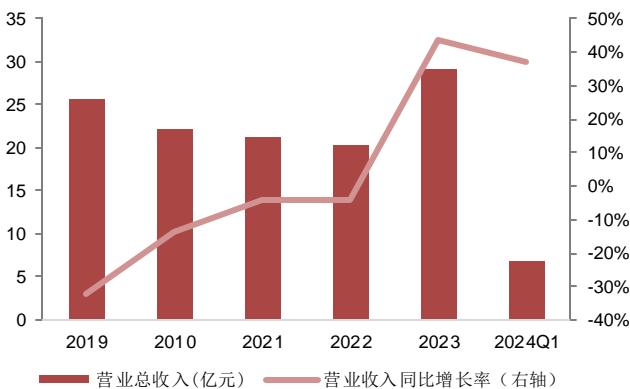
数据来源：同花顺，西南证券整理

**主营业务分析：**根据公司官方披露，23 年公司实现总营收 29.2 亿，同比增长 43.5%；扣非净利润 13.7 亿，同比增长 34.8%；归母净利润 10.9 亿，同比增长 39.9%，较之前均有显著增长。2024Q1，公司总营收 7 亿元，同比增长 37.2%；扣非净利润 4 亿，同比增长 54.4%；归母净利润 3.5 亿元，同比增长 44%。

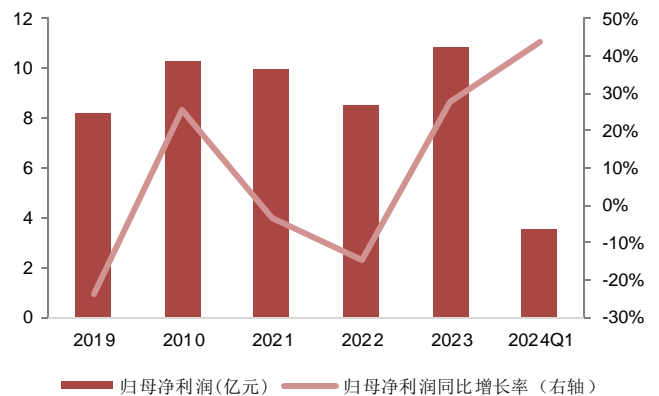
公司营业收入稳中有升，整体呈现“台阶型”稳健增长态势。公司核心游戏为《球球大作战》、“征途”系列手游及“征途”系列端游，多赛道持续为公司提供稳定流水。

1) 国内市场方面，公司深耕核心优势赛道。成熟项目依托高质量内容迭代和精细化运营，整体经营表现稳健。《征途》系列通过线上、线下用户见面会，针对用户意见做出调整，助力玩家数量和收入维持稳定。同时通过举办征途 IP 全系嘉年华和“征途全民无差别 PK 争霸赛”等系列活动，吸引用户回流。《球球大作战》通过多个国潮文化跨界联动、暑期“球球八周年音乐节”等活动提升整体产品热度，让《球球大作战》IP 重回玩家视野。

2) 海外市场方面，公司深度挖掘海外市场潜力。《太空行动》海外版《SuperSus》继续深耕海外市场。截止 23 年 7 月底，《SuperSus》海外注册用户总数已超 7100 万。《SuperSus》充分发挥平台内容分发优势，借助海外社交平台，以东南亚、南美、欧洲等地为核心，逐步完善全球化运营团队建设，解决本地玩家沟通等问题。商业模式方面，《SuperSus》积极探索“广告+内购”混合变现模式。

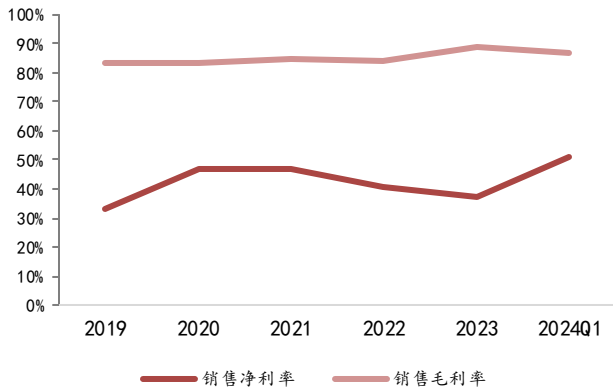
**图 5：2018-2024 年 Q1 公司营收与增速**


数据来源：同花顺，西南证券整理

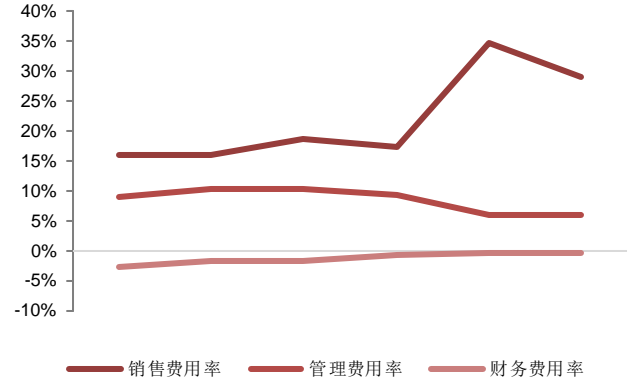
**图 6：2018-2024 年 Q1 年公司归母净利润与增速**


数据来源：同花顺，西南证券整理

游戏业务带动毛利率大幅回升。2023年，公司毛利率为88.9%，主要由毛利较高的游戏业务带动；2023年游戏业务毛利率为89.1%。2023年，净利率下滑至37.3%，2024Q1，净利率升至50.9%，实现显著回升。

**图 7：毛利率及净利率变动情况**


数据来源：同花顺，西南证券整理

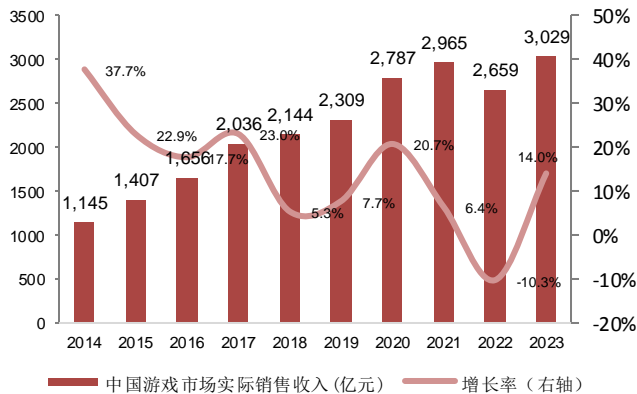
**图 8：三费率变动情况**


数据来源：同花顺，西南证券整理

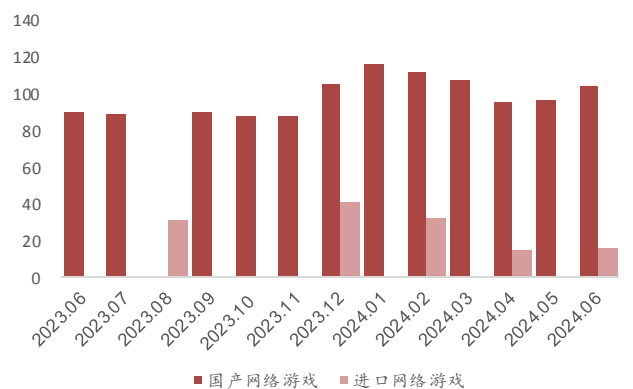
## 2 政策环境回暖，游戏出海趋势已现

### 2.1 AI 新科技赋能下，行业或将迎来更多机遇

据伽马数据报告显示，2023年中国游戏市场实际销售收入达3029亿人民币，同比增长14%，反映出游戏市场的强劲韧性。收入端同比增长主因包括：1) 用户消费意愿和能力有所回升；2) 游戏新品集中上线，爆款频出，叠加长线运营产品共同撑起收入增长；3) 多端并发助力收入提升。供给端，根据国家新闻出版署官方披露，2023年发放游戏版号共发放1075款（其中国产版号977款，进口版号98款）。

**图 9：中国游戏市场规模**


数据来源：伽马数据，西南证券整理

**图 10：2023年6月-2024年6月版号发布数量(款)**


数据来源：国家新闻出版署，西南证券整理

短期来看，2024年6月发放104款国产网络游戏版号，发放数量重回百款以上，24H1游戏版号共计发放689款（国产628款，进口61款），供给相对充裕。中长期来看，一方面，版号发布维持稳定，监管主旨在于推动行业长期高质量繁荣发展，发展空间仍然具备；

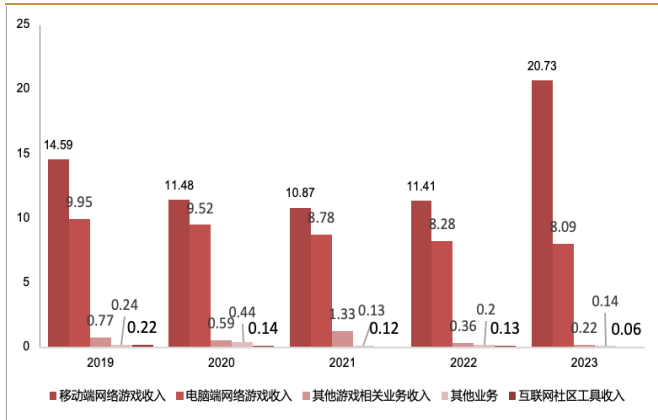


另一方面，产业端以 GPT 和 Sora 为代表的 AI 新范式一定程度上改变内容生产模式并有望提高内容生产效率。技术面，游戏与 AI 场景天然适配，可广泛应用于立项（数据分析、决策）、研发（文本生成、怪物反馈机制等）、宣发（素材、用户社区）等游戏 workflow 中；同时 AIGC 能在文字生成、道具角色生产、宣发成本上节省一定成本、缩短制作工期；AI 亦可通过训练和学习用户数据达到更加拟人化的操作，进而优化游戏反馈机制，带给玩家心流，行业未来发展或迎来新趋势。

## 2.2 游戏业务增长稳健，积极探索海外市场

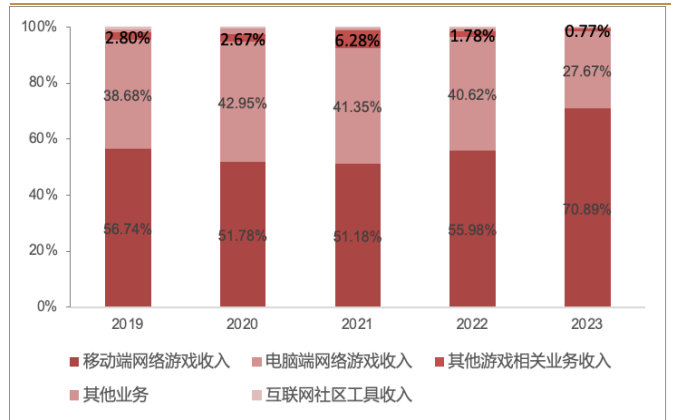
**游戏业务成营收增长动力。**2023 年公司游戏业务迅速增长，营收达 29.1 亿元，游戏业务营收同比增长 43.7%，总营收占比 99.5%。主要产品包含《征途》、《征途 2》、《绿色征途》、《征途怀旧版》、《球球大作战》、《原始征途》、《太空杀》、《月圆之夜》等。在 MMORPG 和多人休闲竞技领域建立良好的竞争优势。移动端、PC 端网络游戏收入占比比较大，23 年分别占主业的 70.9%/27.7%。

图 11：分产品主营业务收入（亿元）



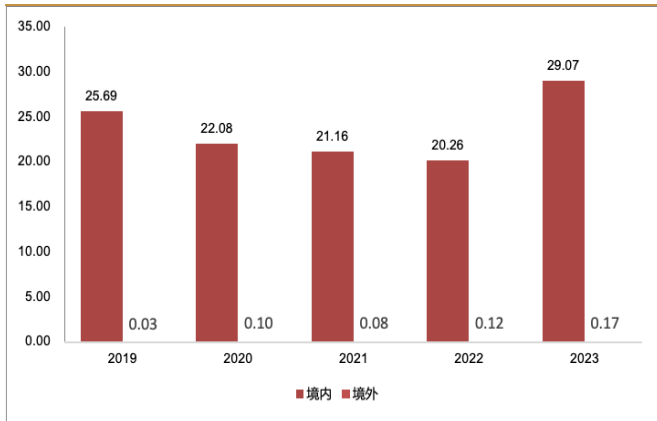
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：分产品主营业务收入占比

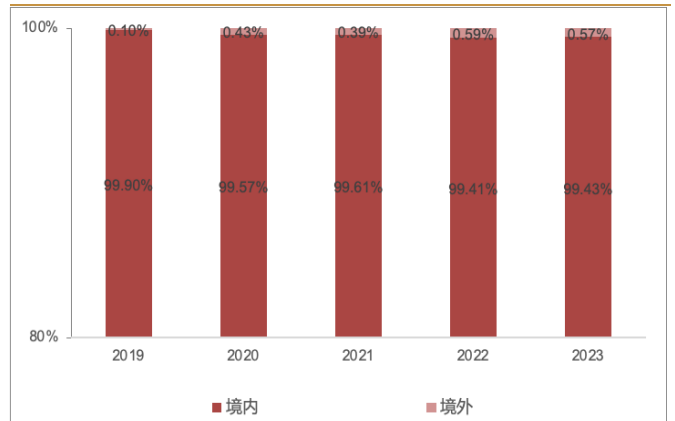


数据来源：公司公告，西南证券整理

2023 年境内主营业务收入达 29.1 亿，占主营业务的 99.4%。公司自研游戏将开拓海外市场作为重点目标，完善海外发行团队建设，提升公司海外研发与发行综合实力。《Super Sus》是公司的一款自研游戏，为公司探索全球化大 IP 的道路奠定良好基础。2024 年公司计划继续推动《Super Sus》在欧美等更多地区上线，扩大其海外业务覆盖范围，后续出海表现值得期待。

**图 13: 海内外主营业务收入 (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 14: 海内外主营业务收入占比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**征途 IP 拳头产品上线带来显著业绩增长。**征途 IP 用户数量多, 影响力较大。征途 IP 是国战类 MMORPG 网游最知名品牌之一, 在电脑端有《征途》、《征途 2》、《绿色征途》、《征途怀旧版》4 个产品; 移动端有《征途》手游、《征途 2》手游、《原始征途》手游。

2023 年公司上线征途 IP 的新款旗舰手游《原始征途》, 于 2023 年 3 月 24 日双平台公测, 公测当日即登顶 IOS 免费榜第一。《原始征途》是一款国战类 2D MMORPG 手游, 历史三年研发, 在游戏画面上高度复刻端游风格, 在玩法上继承经典 PK 核心玩法, 以“原汁原味还原征途玩法”和“十万人开服”为特色, 上线后首月流水超 3 亿, 全年流水逾 15 亿, 累计新进用户超 1500 万。2023 年公司初步完成小程序游戏布局, 《王者征途》于 2023 年年末开放测试, 于 2024 年 2 月加大投放力度; 《原始征途》小程序完成调优, 计划于 2024 年重点发力。

**图 15: 《原始征途》海报**


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**图 16: 《王者征途》游戏特色**


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

### 3 公司聚焦精品战略，秉持研运一体化与长线运营

#### 3.1 原始征途：经典端游的移动端延续

《原始征途》为以国战为特色的 2D MMORPG 作品，由征途系列原创团队打造，在视觉设计上较好再现端游经典风格，机制上保留 PK 核心玩法，纯粹且直观。技术上，针对多人在线 PK 和国战场景进行优化，较好完成移动设备上千人大战的场面平移。

##### 1) 继承经典 IP：提供稳定的核心用户群体

征途 IP 为知名国战类 MMORPG 网游品牌之一，《征途》PC 端网游划时代开启了道具付费模式先河，电脑端网络游戏及移动端网络游戏全系产品累计收入超 200 亿元。这为《原始征途》提供了稳定的核心用户群体。利用“征途 IP”的标志性旋律作为核心亮点之一，通过视觉和听觉的双重体验激发资深玩家怀旧感。《原始征途》作为征途 IP 的最新作品，继承经典 IP 的元素和精神。同时通过展示游戏内的职业角色、怪物设计以及各种玩法，进一步凸显游戏对原作精髓再现。

图 17：手游《原始征途》鼓励老玩家回归



数据来源：18182 游戏网，西南证券整理

图 18：《原始征途》手游角色介绍



数据来源：公司官网，西南证券整理

##### 2) 国战和 PVP 玩法：核心玩法打磨与优化

国战是《原始征途》的核心特色之一，玩家可以参与到大规模的国战中，体验团队合作和策略对抗的快感。此外，游戏还提供了多种 PVP 玩法，如竞技场、擂台比武等，让玩家在公平的环境中测试自己的战斗技巧。《原始征途》开创性地引入 MMO 赛季制度，与游戏中多样的 PVP 竞技模式相结合，至今已成功推出三个不同赛季，丰富玩法内容持续提供新鲜感和挑战。

##### 3) 买量投放和玩家互动：开辟用户转化链路

《原始征途》通过采取与营销节奏、版本更新相吻合的推广活动进行买量投放，从而触及核心用户。此外，游戏亦利用个人 IP 影响力进行公关传播，增加曝光度和夯实粉丝基础。巨人网络通过在游戏外进行大规模的宣传推广以及在游戏内提供各种福利，构造具有征途系列特色用户转化路径。



图 19: 《原始征途》MMO 赛季制度



数据来源: 界面新闻, 西南证券整理

图 20: 《原始征途》手游宣发



数据来源: 界面新闻, 西南证券整理

《原始征途》在尝试年轻化的过程中, 通过调整游戏玩法和界面设计, 吸引部分年轻玩家, 并将目标用户年龄定在 28 岁左右群体。丰富的社交功能和国战等多人在线活动, 吸引大量爱好社交和团队合作的用户; 其用户画像包括征途 IP 老玩家、RPG 游戏爱好者、社交活跃玩家等。游戏多样化的获客方式和持续的产品优化助力客户结构多元化。

根据公司 23 年中期报告披露, 《原始征途》于 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, 新增用户逾百万, 首月流水逾三亿。

图 21: 《原始征途》首月流水破三亿



数据来源: 巨人网络公众号, 西南证券整理

图 22: 《原始征途》2023 年 4 月-2024 年 4 月排名趋势



数据来源: 七麦数据, 西南证券整理

### 3.2 休闲竞技类: 《球球大作战》焕发活力

《球球大作战》是公司于 2015 年 5 月 27 日发行的休闲对战类手游。发行次年即获得 2016 年星耀 360 游戏“年度十大人气移动游戏奖”、2016 中国泛娱乐指数盛典“中国 IP 价值榜-游戏榜 TOP10”。2023 年公司重新调整其市场策略, 推出“极速团”、“球球突击队”等创新玩法, 增加皮肤产出, 并举办“8 周年庆典活动”、“11 月嘉年华庆典”等活动, 驱动流水显著增加。2023 年下半年《球球大作战》DAU 大幅回升, 活跃 ARPU 及付费率达到了历史新高, IOS 畅销榜排名创近三年新高。

图 23: 《球球大作战》新玩法



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 24: 《球球大作战》与江西景德镇瓷器厂联名



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

### 3.3 新兴产品线: 《太空杀》拓展新成长赛道

《太空杀》是公司面向全球市场推出的一款多人派对游戏, 为国内首个获得版号的太空狼人杀手游。该游戏于 2023 年 1 月 16 日正式登陆国服双平台, 截止 2023 年末, 《太空杀》国内累计注册用户突破 1 亿, DAU 突破 250 万, 短视频平台《太空杀》相关话题和累计播放量超 70 亿次。2024 年 1 月, “乐园”玩法正式上线, 游戏向用户提供 UGC 内容编辑器, 并允许用户自行创作游戏模式和地图。此外, 《太空杀》开展“太空杀新春会”等活动, 推出新春、五一新版本, 后续表现值得关注。

图 25: 《太空杀》回归上线



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 26: 《太空杀》新春会



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

### 3.4 小程序游戏: 征途 IP 小程序游戏布局初步完成

公司积极布局小程序游戏市场, 并根据现有手游的玩法特点研发小程序版本。2023 年, 征途 IP 游戏初步完成小程序游戏的布局: 1) 《王者征途》小程序游戏已于 2023 年年末启动测试, 并自 2024 年 2 月逐步加大买量投放力度, 排名及流水均稳步提高; 2) 《原始征途》小程序游戏已调优完毕, 预计将在 2024 年中上线; 3) 《征途 2》等其它征途 IP 手游的小程序游戏研发也初步完成。与传统的重度游戏相比, 公司小程序游戏注重轻松简明的体验感,



以此吸引部分寻求轻度娱乐的用户。通过小程序游戏公司可吸引新用户，并有机会将这些用户转化为其 APP 端忠实玩家，有望实现用户从小程序到 APP 的漏斗式转化。

图 27: 《原始征途》小程序进入页面



数据来源: 原始征途小程序, 西南证券整理

图 28: 《原始征途》小程序游戏界面



数据来源: 原始征途小程序, 西南证券整理

### 3.5 “游戏+AI”：技术融合与业务模式探索

#### 1) AI 大模型：专注于游戏业务的垂类大模型 GiantGPT

公司 AI 大模型 GiantGPT 是一种基于大数据和深度学习技术的人工智能模型，它能够理解和生成自然语言，拥有强大的语义理解和智能推理能力。GiantGPT 主要被应用于提升巨人网络自研游戏产品的智能化水平，以此来提升游戏的智能化程度和玩家的游戏体验。该模型特别强化了角色演绎、情境推理以及长期记忆等关键功能，使其在公司内部的游戏相关应用中超越了国内外其他闭源通用型大型模型。

巨人网络于 22 年底成立 AI 实验室，并于 23 年推出基于游戏核心要素的“游戏+AI”增效平台，该平台支持游戏的开发、运营和发行，涵盖图像、文本等多个方面。2024 年 2 月，巨人网络完成了 GiantGPT 的备案，成为游戏行业首家对外确认实现了此成果的企业。GiantGPT 目前主要服务于公司自研游戏产品，通过大模型 GiantGPT，公司成功部署本地化的翻译服务和高效的智能客户支持系统。翻译模型现已全面取代外部供应商的初步翻译工作，大幅削减翻译外包成本；而智能客服系统问题解决率达到 90% 以上，显著减轻传统人工客服的工作负担。

#### 2) AI+绘画：提供高性能云端算力的一站式 AI 美术创作平台 iImagine

公司与阿里云人工智能平台 PAI 合作，在内部打造 AI 绘画平台 iImagine，旨在提高美术团队的生产效率和质量。该平台可以为公司美术团队的工业化生产提供 AI 解决方案，使用户只需打开网页即可开始使用，从而大大简化本地操作的复杂性。

Imagine 平台在公司内部的应用效果显著，尤其是在角色和场景原画方面，能够实现 50%-70% 的效率提升，而在 UI 和 icon 设计方面，效率提升超 80%。在某些项目中，UI 和 icon 设计已完全由 AI 接管，实现自动化产出。Imagine 平台对美术质量有着积极的影响。例如，在《太空杀》手游项目中，AI 技术增强角色原画的 3D 立体感，解决手工绘制难以达到的质量标准问题。Imagine 平台改变了传统工作流程，减少了策划和美术团队之间的沟通和



协作时间成本,从而提高了研发效率。公司计划继续后续持续探索 AI 在游戏开发中的应用,推动游戏玩法的创新和内容的多样化。

### 3) AI+语音: AI 语音生成平台百灵

百灵利用 AI 语音生成技术为玩家群体提供更加生动和真实的 NPC (非玩家角色) 声音体验。目前,百灵鸟提供业界领先的语音合成和语音转换技术,自然度高,具有情感,能实现超长文本的语音合成与转换。通过这项技术,百灵能够生成各种各样的语音内容,包括角色对话、环境音效等,从而增强游戏的沉浸感和互动性。

图 29: AI 绘画平台 iImagine



数据来源:公司公告,西南证券整理

图 30: AI 语音生成平台百灵



数据来源:公司公告,西南证券整理

### 4) AI+代码: 代码层 AI 大模型 CodeBrain

CodeBrain 是公司推出的一款专为游戏开发设计的 AI 代码生成平台。它结合了巨人网络自身的数据以及自研的编译器插件,为公司内部的开发人员提供了一个高效的代码生成助手。通过 CodeBrain,开发者可以更加快速地编写和调试代码,从而显著提升研发效率,在部分项目提升研发效率方面的效果达到了 30%-40%。CodeBrain 驱动游戏开发提速,同时降低开发成本,使开发者能够将更多精力集中在游戏设计和创新上。此外,CodeBrain 的应用亦有助于改善游戏质量,其辅助开发者发现和解决编程中的潜在问题,确保游戏代码的稳定性。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 移动游戏业务方面,公司《原始征途》表现较好,征途系列 IP 游戏夯实主业基本盘,叠加小程序版本流水和排名提升,后续储备项目上线,预计 2024-2026 年收入增速为 20%、15%、13%,毛利率逐年提升 0.1pp;

假设 2: 电脑端游戏业务方面,《征途》系列端游贡献稳定业绩,预计 2024-2026 年收入增速为 10%、8%、6%,毛利率稳定在 88%;

假设 3: 其他业务线保持平稳运行, 游戏行业政策不发生重大变化。

基于以上假设, 我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表:

**表 2: 分业务收入及毛利率**

业务情况		2023A	2024E	2025E	2026E
移动端网络游戏	收入 (百万元)	2072.8	2487.4	2860.5	3232.4
	增速	81.7%	20.0%	15.0%	13.0%
	毛利率	89.5%	89.5%	89.6%	89.7%
电脑端网络游戏	收入 (百万元)	809.1	890.0	961.2	1018.8
	增速	-2.3%	10.0%	8.0%	6.0%
	毛利率	88.3%	88.0%	88.0%	88.0%
互联网社区工具	收入 (百万元)	6.2	6.5	6.8	7.1
	增速	-69.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	50.2%	50.0%	50.0%	50.0%
其他游戏相关业务	收入 (百万元)	22.4	24.6	25.8	27.1
	增速	-38.3%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	93.3%	90.0%	90.0%	90.0%
合计	收入 (百万元)	2924.2	3408.4	3854.3	4285.5
	增速	43.5%	16.6%	13.1%	11.2%
	毛利率	88.9%	89.2%	89.3%	89.4%

数据来源: Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

公司主营业务为移动端+电脑端游戏业务, 我们选取行业中的 4 家可比公司, 2024 年 4 家公司平均 PE 为 12.3 倍。公司研运经验丰富, 核心产品表现稳健, 小程序后续表现可期。综上, 我们给予游戏业务 2024 年 15 倍 PE, 对应目标价 11.1 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 建议关注。

**表 3: 可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002555.SZ	三七互娱	12.7	1.2	1.37	1.53	1.68	10.6	9.3	8.3	7.6
002517.SZ	恺英网络	8.8	0.68	0.86	1.02	1.17	13.0	10.2	8.6	7.5
300002.SZ	神州泰岳	8.3	0.45	0.53	0.63	0.71	18.4	15.7	13.2	11.7
002624.SZ	完美世界	7.6	0.25	0.54	0.65	0.73	30.2	14.0	11.6	10.4
平均值							18.1	12.3	10.4	9.3

数据来源: Wind, 西南证券整理 (股价选取 2024 年 7 月 17 日收盘价)

## 5 风险提示

重点项目不及预期风险、行业政策变动风险、新游戏开发与运营风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2924.17	3408.44	3854.30	4285.46	净利润	1091.82	1456.99	1637.18	1851.88
营业成本	323.94	367.97	412.83	455.19	折旧与摊销	51.76	56.37	56.37	56.37
营业税金及附加	32.88	38.56	43.51	48.41	财务费用	-5.81	25.82	23.75	20.62
销售费用	1019.41	647.60	770.86	857.09	资产减值损失	-18.83	-0.90	0.00	0.00
管理费用	178.32	852.11	944.30	1028.51	经营营运资本变动	265.23	-443.65	26.01	14.26
财务费用	-5.81	25.82	23.75	20.62	其他	-259.09	13.87	14.52	14.03
资产减值损失	-18.83	-0.90	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1125.07</b>	<b>1108.50</b>	<b>1757.81</b>	<b>1957.15</b>
投资收益	477.11	0.00	0.00	0.00	资本支出	-36.23	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-190.87	0.00	0.00	0.00	其他	-278.86	-6.92	1.31	0.69
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-315.09</b>	<b>-56.92</b>	<b>-48.69</b>	<b>-49.31</b>
<b>营业利润</b>	<b>1108.89</b>	<b>1477.27</b>	<b>1659.04</b>	<b>1875.63</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-7.47	-7.47	-7.47	-7.47	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1101.42</b>	<b>1469.80</b>	<b>1651.58</b>	<b>1868.17</b>	股权融资	-1264.27	0.00	0.00	0.00
所得税	9.60	12.82	14.40	16.29	支付股利	-551.16	-325.93	-438.87	-493.49
净利润	1091.82	1456.99	1637.18	1851.88	其他	1155.73	-194.58	-21.75	-20.62
少数股东损益	5.37	-5.91	-7.78	-7.75	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-659.70</b>	<b>-520.51</b>	<b>-460.62</b>	<b>-514.10</b>
归属母公司股东净利润	1086.44	1462.90	1644.95	1859.63	<b>现金流量净额</b>	<b>150.90</b>	<b>531.07</b>	<b>1248.50</b>	<b>1393.74</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1888.52	2419.60	3668.10	5061.83	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	186.57	219.64	247.76	274.91	销售收入增长率	43.50%	16.56%	13.08%	11.19%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	33.40%	33.22%	12.30%	13.06%
其他流动资产	255.40	262.16	268.39	274.41	净利润增长率	30.94%	33.45%	12.37%	13.11%
长期股权投资	8478.13	8478.13	8478.13	8478.13	EBITDA 增长率	31.43%	35.04%	11.52%	12.27%
投资性房地产	140.57	147.49	146.18	145.49	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	521.56	497.42	473.28	449.14	毛利率	88.92%	89.20%	89.29%	89.38%
无形资产和开发支出	184.78	206.03	227.29	248.54	三费率	40.76%	44.76%	45.12%	44.48%
其他非流动资产	1714.98	1711.50	1708.02	1704.54	净利率	37.34%	42.75%	42.48%	43.21%
<b>资产总计</b>	<b>13370.52</b>	<b>13941.97</b>	<b>15217.15</b>	<b>16637.00</b>	ROE	9.31%	11.49%	11.79%	12.15%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.17%	10.45%	10.76%	11.13%
应付和预收款项	407.74	428.20	489.34	545.40	ROIC	341.41%	311.30%	232.55%	259.67%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.49%	45.75%	45.12%	45.56%
其他负债	1230.84	829.39	845.12	850.52	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1638.58</b>	<b>1257.58</b>	<b>1334.46</b>	<b>1395.92</b>	总资产周转率	0.22	0.25	0.26	0.27
股本	1973.54	1973.54	1973.54	1973.54	固定资产周转率	11.99	14.68	18.53	23.31
资本公积	5213.82	5226.43	5226.43	5226.43	应收账款周转率	13.24	13.29	13.11	13.00
留存收益	6742.17	7879.13	9085.22	10451.36	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	11688.70	12647.07	13853.15	15219.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.85%	—	—	—
少数股东权益	43.23	37.32	29.54	21.79	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>11731.93</b>	<b>12684.39</b>	<b>13882.69</b>	<b>15241.08</b>	资产负债率	12.26%	9.02%	8.77%	8.39%
负债和股东权益合计	13370.52	13941.97	15217.15	16637.00	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.49	2.45	3.32	4.24
					速动比率	1.49	2.45	3.32	4.24
					股利支付率	50.73%	22.28%	26.68%	26.54%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.55	0.74	0.83	0.94
					每股净资产	5.92	6.41	7.02	7.71
					每股经营现金	0.57	0.56	0.89	0.99
					每股股利	0.28	0.17	0.22	0.25
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	1154.84	1559.46	1739.15	1952.62					
PE	16.33	12.13	10.79	9.54					
PB	1.52	1.40	1.28	1.17					
PS	6.07	5.21	4.60	4.14					
EV/EBITDA	8.71	6.03	4.69	3.47					
股息率	3.11%	1.84%	2.47%	2.78%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---