

巨人网络 (002558.SZ)

公司快报

传媒 | 游戏III

投资评级

买入-A(首次)

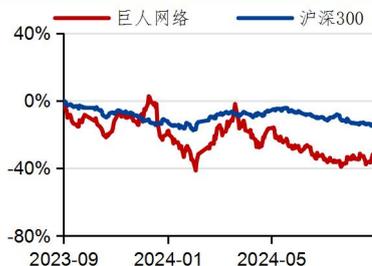
股价(2024-09-03)

9.15 元

交易数据

总市值(百万元)	18,057.91
流通市值(百万元)	18,057.91
总股本(百万股)	1,973.54
流通股本(百万股)	1,973.54
12个月价格区间	14.32/8.76

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.95	-0.7	-21.14
绝对收益	-0.33	-9.49	-34.8

分析师

倪爽

 SAC 执业证书编号: S0910523020003
 nishuang@huajinsec.cn

相关报告

小游戏增量显著, AI+IP 优质禀赋

投资要点

- ◆ **事件:** 2024H1, 公司实现营业收入 14.27 亿元, 同比基本持平; 归母净利润 7.18 亿元, 同比增长 8.16%; 扣非净利润 8.84 亿元, 同比增长 27.92%。每 10 股派现 1.40 元(含税), 不转增。
- ◆ **小程序游戏+优质 IP 禀赋, 主营业务增量显著。**报告期内, 征途 IP 赛道在新品方面有多款小程序游戏相继上线或进入测试阶段。其中, 《王者征途》累计新增用户超 800 万, 2 月上线后流水连续 5 个月环比增长, 在微信小游戏畅销榜排名最高至第 4, 华为小游戏畅销榜排名最高至第 2, 成为 **重度 MMO 游戏转小程序游戏**成功的标杆。公司计划持续拓展包括快手在内的多个合作渠道, 或进一步扩充市场。《原始征途》小程序游戏已进入见用户测试期, 项目组计划持续打磨游戏品质, 并根据测试情况在下半年加大买量投放力度。**IP 方面**, 征途全系近 10 款成熟产品依托高质量内容迭代和精细化运营, 整体经营表现稳健。2024 年 6 月全年最重磅资料片“征途嘉年华”上线, 同时嘉年华线下盛典在成都举办。报告期内, 征途研发团队累计在全国巡回超过 15 个城市, 与超过 2,000 名核心玩家进行深入沟通交流, 巩固经典 IP 价值。
- ◆ **休闲竞技稳定发挥, 保存量+新增量利好产品长效发展。**《球球大作战》方面, 报告期内, 游戏延续 2023 下半年以来的收入增长态势。春节期间的活跃 ARPU 创历史新高, 春节档流水创近五年新高。春节档过后, 项目组进一步优化付费内容、调整定价策略, 游戏在上半年实现 ARPU 和付费渗透率同比大幅增长。娱乐玩法持续推出, 有助于提高用户黏性。在重要节假日通过营销和福利内容, 吸引新玩家同时有效促进老玩家回流, DAU 相对稳定。《太空杀》方面: 报告期内, 游戏继续深耕 **国内市场**, 不断深化产品特色。游戏完善了 UGC 编辑器, 进一步丰富了多样性玩法; 暑期推出的奥特曼 IP 联动版本收获了较高市场热度。**海外方面**, 《太空杀》海外版《Super Sus》继续发力海外市场, 报告期内, 游戏在 App Store 和 Google Play 全球上架, 于 2024 年 6 月 18 日登顶泰国 App Store 总榜以及印尼、巴西、马来西亚等多地区游戏榜, DAU 持续稳定增长, 创年内新高。同时, 基于海外用户习惯的商业化变现手段已经融入, 暑期收入同比去年实现翻番, 游戏在海外社交推理品类赛道的竞争优势得到进一步巩固。
- ◆ **AI 或长效赋能主业发展。****基础设施**方面, AI 实验室全新打造了智能发行平台、智能音频管理系统、全面升级了一站式 AI 美术生产平台-iImagine、研发了首个支持多种普通话方言混说的 TTS 大模型: Bailing-TTS, 在不同维度实现降本增效, 赋能产品研发。**落地应用**方面, 公司创新性地将不同 AIGC 技术深入运用到自研产品中, 如大模型驱动的拟人化问答系统、陪伴型 AI NPC 等, 有效提升用户体验。此外, AI 实验室正和研发团队合作, 将自研大模型、TTS 等技术应用到游戏内 UGC 剧本创作工具, 为内容创作者提供便捷的推理短片制作平台, 并将在未来引入 AI 帮写功能, 进一步为内容创作提质增效。**AI 玩法创新**方面, 《太空杀》于暑期推出了“AI 残局挑战”玩法, 在玩家群体中掀起 AI 挑战热潮。这是行业内首个基于多



智能体大模型（Multi-Agent LLM）打造的 AI 原生游戏玩法，标志着公司在 AI 推动游戏玩法创新方面迈出了重要一步。预计公司将继续致力于 AI 技术的研发与应用，推动更多 AI 技术与玩法创新结合，有效赋能游戏乐趣和玩家体验。

◆ **政策面稳中向好，IP 效应日益凸显，优质文娱资产茁壮发展。**8 月 2 日，2024 年中国数字文娱大会期间发布的《中国文娱产业人工智能行业应用发展报告》呈现 AI 深度参与和赋能的趋势；8 月 3 日，国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》，政策提出：促进电影关联消费，提升网络文学、网络表演、网络游戏、广播电视和网络视听质量，加快超高清电视技术进步，鼓励沉浸体验、剧本娱乐、数字艺术、线上直播等新业态发展。国务院首次明文出台政策支持网络游戏、电子竞技等产业，为相关产业正名同时亦指明发展方向，游戏等娱乐产业或将在高质量发展路线指导下长效、健康发展。预计公司将在政策积极导向下进一步对“AI+经典 IP+优质游戏”深度整合，主业长效健康发展。

◆ **投资建议：优质 IP 禀赋，多样化游戏赛道持续探索。**基于聚焦精品、玩家至上、注重长留等研发理念，公司在端游和首页市场均推出了多款游戏精品大作，尤其在 MMORPG 和多人休闲竞技领域具有良好竞争优势。预计在 AI 持续赋能下，公司主业有望不断实现提质增效，多元赋能有望为公司业绩带来增量。我们预测公司 2024 年至 2026 年收入分别为 32.97 亿元、36.73 亿元、40.18 亿元；归母净利润分别为 13.95 亿元、17.16 亿元、19.47 亿元；EPS 分别为 0.71、0.87 和 0.99 元；对应 PE 分别为 12.9、10.5、9.3；首次覆盖，给予“买入-A”建议。

◆ **风险提示：政策不确定性、游戏流水不及预期、AI 落地进度不及预期、宏观环境波动风险等。**

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,038	2,924	3,297	3,673	4,018
YoY(%)	-4.1	43.5	12.7	11.4	9.4
归母净利润(百万元)	851	1,086	1,395	1,716	1,947
YoY(%)	-14.4	27.7	28.4	23.1	13.4
毛利率(%)	84.0	88.9	88.5	88.6	88.6
EPS(摊薄/元)	0.43	0.55	0.71	0.87	0.99
ROE(%)	7.0	9.3	10.8	11.9	12.0
P/E(倍)	21.2	16.6	12.9	10.5	9.3
P/B(倍)	1.5	1.5	1.4	1.2	1.1
净利率(%)	41.8	37.2	42.3	46.7	48.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

1. 移动端网络游戏：在手游时代，“征途”系列主要产品包括《征途》手游（腾讯独家代理）、《征途2》手游（自研自发），以及于2023年3月正式上线的《原始征途》手游等，自研自发+渠道合作并进。报告期内，征途IP赛道在新品方面有多款小程序游戏相继上线或进入测试阶段。其中，《王者征途》累计新增用户超800万，2月上线后流水连续5个月环比增长，在微信小游戏畅销榜排名最高至第4，华为小游戏畅销榜排名最高至第2，成为重度MMO游戏转小程序游戏成功的标杆。公司计划持续拓展包括快手在内的多个合作渠道，或进一步扩充市场。《原始征途》小程序游戏已进入见用户测试期，项目组计划持续打磨游戏品质，并根据测试情况在下半年加大买量投放力度。预计公司2024-2026年对应收入分别为24.87亿元、28.60亿元、32.04亿元，同比增速分别为20.00%、15.00%、12.00%。

2. 电脑端网络游戏：“征途”在端游时代以自研自发为主，主要包括4个产品：《征途》、《征途2》、《绿色征途》、《征途怀旧版》。“征途”IP是国战类MMORPG网游最知名品牌之一，《征途》端游划时代开启了道具付费模式先河；《球球大作战》是公司自研自发的多人休闲竞技类移动端网络游戏，是行业知名的优质IP。预计公司将在目前基础上更好地保存量、添新增量，保障旗下优质产品长效发展。预计公司2024-2026年对应收入分别为7.69亿元、7.69亿元、7.69亿元，增速维持相对稳定。

3. 其他业务：公司AI实验室在基础设施、应用落地、AI玩法创新等方面持续探索并取得显著成效。公司旗下《太空杀》于暑期推出的“AI残局挑战”玩法是行业内首个基于多智能体大模型（Multi-Agent LLM）打造的AI原生游戏玩法，标志着公司在AI推动游戏玩法创新方面迈出了重要一步。预计公司2024-2026年对应收入分别为0.41亿元、0.44元、0.46亿元，同比增速分别为-3.11%、6.52%、5.29%。

综上，我们预计2024-2026年对应公司整体收入分别为32.97亿元、36.73元、40.18亿元，同比增速分别为12.75%、11.40%、9.41%，对应毛利率分别为88.54%、88.59%、88.60%。

表1：收入成本拆分

业务收入(百万元)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
移动端网游	1087.20	1140.73	2072.82	2487.38	2860.49	3203.75
YOY	-5.30%	4.92%	81.71%	20.00%	15.00%	12.00%
毛利率	84.22%	83.91%	89.52%	89.00%	89.00%	89.00%
电脑端网游	878.38	827.74	809.07	768.62	768.62	768.62
YOY	-7.77%	-5.77%	-2.26%	-5.00%	0.00%	0.00%
毛利率	85.99%	86.76%	88.29%	88.00%	88.00%	88.00%
其他	158.68	69.23	42.29	40.97	43.64	45.95
YOY	35.84%	-56.37%	-38.92%	-3.11%	6.52%	5.29%
毛利率	82.92%	53.62%	71.57%	70.86%	71.69%	71.07%
营业总收入	2124.27	2037.71	2924.17	3296.97	3672.75	4018.31
YOY	-4.20%	-4.07%	43.50%	12.75%	11.40%	9.41%
毛利率	84.85%	84.04%	88.92%	88.54%	88.59%	88.60%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

二、可比公司估值

公司定位为一家以互联网文化娱乐为主的综合性互联网企业，报告期内，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。根据主营业务和行业相似性，我们选择吉比特（网络游戏创意策划、研发制作及商业化运营）、恺英网络（精品互联网游戏）、完美世界（网络游戏研发、发行及运营）3家公司作为可比公司。从PE上看，三家可比公司2024-2026年平均PE分别为13.56、11.12、9.77。公司三年PE均低于可比公司PE均值，估值处于相对低位；叠加公司“经典IP禀赋+优质游戏+持续探索AI赋能”的多重特性，有望多轮驱动提升利润空间，主业长效健康发展。

表 2：可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603444.SH	吉比特	140.47	14.55	16.82	18.95	13.40	11.59	10.29
002517.SZ	恺英网络	192.87	0.83	0.99	1.14	10.81	9.05	7.87
002624.SZ	完美世界	142.98	0.45	0.58	0.66	16.46	12.73	11.14
	均值	158.77	5.28	6.13	6.92	13.56	11.12	9.77
002558.SZ	巨人网络	180.58	0.71	0.87	0.99	12.95	10.52	9.28

资料来源：wind，华金证券研究所（可比公司数据来自wind一致预期，截止日期2024年09月03日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2307	2330	2431	3589	4771	营业收入	2038	2924	3297	3673	4018
现金	1738	1889	1973	3102	4273	营业成本	325	324	378	419	458
应收票据及应收账款	127	160	164	197	198	营业税金及附加	23	33	40	43	47
预付账款	22	19	27	24	32	营业费用	356	1019	1104	1179	1246
存货	0	0	0	0	0	管理费用	189	178	175	182	181
其他流动资产	420	263	266	265	268	研发费用	643	692	725	775	844
非流动资产	10902	11040	11539	12062	12562	财务费用	-15	-6	-5	-5	-4
长期投资	8386	8478	9012	9574	10115	资产减值损失	-8	-20	0	0	0
固定资产	243	244	266	274	269	公允价值变动收益	-153	-191	-66	0	0
无形资产	64	53	38	22	7	投资净收益	359	477	600	660	726
其他非流动资产	2209	2265	2223	2192	2170	营业利润	831	1109	1414	1740	1973
资产总计	13209	13371	13970	15651	17333	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	1216	1565	885	1053	984	营业外支出	2	8	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	830	1101	1414	1740	1973
应付票据及应付账款	52	52	69	66	81	所得税	-4	10	12	15	17
其他流动负债	1165	1513	816	988	903	税后利润	834	1092	1402	1725	1956
非流动负债	91	73	73	73	73	少数股东损益	-17	5	7	8	10
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	851	1086	1395	1716	1947
其他非流动负债	91	73	73	73	73	EBITDA	840	1097	1413	1729	1935
负债合计	1308	1639	958	1127	1058						
少数股东权益	45	43	50	59	68	主要财务比率					
股本	1543	1518	1518	1518	1518	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	6454	5214	5214	5214	5214	成长能力					
留存收益	6207	6742	7830	9177	10720	营业收入(%)	-4.1	43.5	12.7	11.4	9.4
归属母公司股东权益	11857	11689	12962	14466	16207	营业利润(%)	-20.8	33.4	27.5	23.1	13.4
负债和股东权益	13209	13371	13970	15651	17333	归属于母公司净利润(%)	-14.4	27.7	28.4	23.1	13.4
						获利能力					
						毛利率(%)	84.0	88.9	88.5	88.6	88.6
						净利率(%)	41.8	37.2	42.3	46.7	48.4
						ROE(%)	7.0	9.3	10.8	11.9	12.0
						ROIC(%)	6.2	8.4	10.3	11.4	11.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	9.9	12.3	6.9	7.2	6.1
						流动比率	1.9	1.5	2.7	3.4	4.8
						速动比率	1.9	1.5	2.7	3.3	4.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
						应收账款周转率	16.0	20.3	20.3	20.3	20.3
						应付账款周转率	6.9	6.2	6.2	6.2	6.2
						估值比率					
						P/E	21.2	16.6	12.9	10.5	9.3
						P/B	1.5	1.5	1.4	1.2	1.1
						EV/EBITDA	14.8	11.4	8.4	6.2	4.9

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

倪爽声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn