

传媒

2024 年 09 月 18 日

巨人网络 (002558)

——小游戏接棒支撑征途 IP 大盘，明后年扩张能见度高

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

投资要点：

- **上半年利润增速快于收入增速，老产品稳定下小游戏接棒增长。**根据财报，公司 1H24 实现收入 14.3 亿，同比下滑 1.1%；归母净利润 7.2 亿，同比增长 8.2%；扣非净利润 8.8 亿，同比增长 27.9%。根据点点数据和财报，核心产品《原始征途》Q2 环比稳定，但较去年高基数（23 年 3 月底上线）同比自然回落，这亦是 Q2 公司收入端同比疲弱的原因。但环比视角公司 Q2 收入增长 5%—《原始征途》保持稳健；小游戏《王者征途》2 月上线以来流水连续 5 个月环比增长，成为重度 MMO 小游戏的成功标杆，接棒支撑“征途”IP 大盘。此外，《球球》23 年下半年显著回暖的趋势延续至今，为上半年带来增量。其他包括《月圆之夜》《太空杀》通过优化付费点等流水亦有提升。
- **费用率优化，合同负债历史新高。**根据财报，由于《原始征途》进入成熟期，叠加《王者征途》小游戏 ROI 高，1H24 销售费率同比降低 8.5pct 至 30%，研发和管理费率同比变化不大。截至 24 年中报公司合同负债约 5 亿（截至 1Q24 为 4.7 亿、2Q23 为 4.2 亿），创历史新高，构成公司后续业绩增长稳定性的强支撑。
- **明后年扩张确定性高，7 月大额回购，AI 仍在积极兑现。**短期关注《原始征途》Q3 全新版本大推以及后续小游戏增量；长期看，公司 23 年项目释放完毕，24 年进入新一轮立项期，明后年项目扩张确定性强，包括史总带队的《代号 SLG》、月圆团队的《代号卡牌》以及新 CEO 牵头的垂类方向。公司 7 月回购规模大，单月占已回购金额的一半以上，或是底部信号。此外公司仍在积极布局 AI，8 月在《太空杀》中推出 AI 残局挑战玩法，AI 布局持续兑现。
- **调整盈利预测，维持“买入”评级。**由于公司整体新品节奏靠后，结合我们对老产品流水和利润率趋势判断，我们调整盈利预测，预计公司 24-25 年营收 30.8/35.9 亿（原预测 24-25 年为 36.6/41.1 亿），增加 26 年营收预测 41.5 亿；归母净利润 14.0/16.0 亿（原预测 24-25 年为 15.0/17.2 亿），增加 26 年净利预测 17.8 亿，现价对应 24-26 年 PE 为 13/12/10x。公司征途 IP 大盘稳定，AI 积极兑现，当前 PE 处于底部分位，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业监管政策边际变化风险，游戏项目延期/表现不及预期风险，资产减值风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2,924	1,427	3,077	3,586	4,154
同比增长率 (%)	43.5	-1.1	5.2	16.5	15.8
归母净利润 (百万元)	1,086	718	1,398	1,604	1,775
同比增长率 (%)	27.7	8.2	28.6	14.7	10.7
每股收益 (元/股)	0.59	0.39	0.71	0.81	0.90
毛利率 (%)	88.9	88.4	88.9	89.8	90.2
ROE (%)	9.3	5.8	11.0	11.6	11.9
市盈率	17		13	12	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2024 年 09 月 13 日

收盘价 (元)	9.35
一年内最高/最低 (元)	15.26/8.06
市净率	1.5
息率 (分红/股价)	2.25
流通 A 股市值 (百万元)	18,453
上证指数/深证成指	2,704.09/7,983.55

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	6.23
资产负债率%	11.85
总股本/流通 A 股 (百万)	1,974/1,974
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉 A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com
赵航 A0230522100002
zhaohang@swsresearch.com

联系人

袁伟嘉
(8621)23297818x
yuanwj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,038	2,924	3,077	3,586	4,154
其中: 营业收入	2,038	2,924	3,077	3,586	4,154
减: 营业成本	325	324	341	366	407
减: 税金及附加	23	33	33	39	45
主营业务利润	1,690	2,567	2,703	3,181	3,702
减: 销售费用	356	1,019	999	1,004	1,121
减: 管理费用	189	178	180	179	228
减: 研发费用	643	692	695	896	1,038
减: 财务费用	-15	-6	-5	-5	-5
经营性利润	517	684	834	1,107	1,320
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-8	-2	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	-19	-4	-10	-10
加: 投资收益及其他	475	637	654	580	560
营业利润	831	1,109	1,485	1,677	1,869
加: 营业外净收入	-2	-7	-6	-6	0
利润总额	830	1,101	1,479	1,671	1,869
减: 所得税	-4	10	76	61	86
净利润	834	1,092	1,403	1,610	1,782
少数股东损益	-17	5	5	6	7
归属于母公司所有者的净利润	851	1,086	1,398	1,604	1,775
每股收益 (元)	0.43	0.55	0.71	0.81	0.90

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。