

巨人网络 (002558)

《原始征途》正式版定档, AI 布局持续落地
买入 (维持)

2025 年 01 月 06 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 陈欣

执业证书: S0600524070002

chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2038	2924	3159	3459	3669
同比 (%)	(4.07)	43.50	8.02	9.52	6.05
归母净利润 (百万元)	850.95	1,086.44	1,444.85	1,584.52	1,715.18
同比 (%)	(14.43)	27.67	32.99	9.67	8.25
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.44	0.56	0.75	0.82	0.89
P/E (现价&最新摊薄)	26.42	20.69	15.56	14.19	13.11

投资要点

- **事件:** 2025 年 1 月 4 日, 公司官宣《原始征途》正式版品牌代言人余诗曼, 同时《原始征途》正式版定档 2025 年 1 月 10 日。AI 方面, 2024 年 12 月 12 日, 公司发布“千影 QianYing”有声游戏生成大模型。
- **存量游戏表现稳健, 期待《原始征途》正式版及新游表现。** 2024Q1-3 公司实现营收 22.18 亿元, yoy-2.15%, 扣非归母净利润 12.74 亿元, yoy+14.16%, 得益于征途系列、《球球大作战》表现稳健, 同时征途 IP 的小程序游戏贡献增量。展望 2025 年, 1)《原始征途》正式版已定档 2025/1/10, 《原始征途》2023/3/24 上线, 首月流水破 3 亿元, 2023 年内流水超 15 亿元, 表现出色。正式版在此前基础上, 针对非绑道具产出、聚宝阁、小程序&手游全互通、至尊巅峰赛事、游戏玩法以及全民福利等方面进行全面革新, 期待正式版上线后流水回升带来增量; 2) 此外, 公司还储备有 SLG、卡牌和休闲等新游, 积极关注新游测试进展、定档时间。
- **发布“千影”有声游戏生成大模型, 加速“游戏+AI”布局。** 2024 年 12 月 22 日, 公司发布“千影 QianYing”有声游戏生成大模型, 包含: 1) 游戏视频生成大模型 YingGame: 生成的游戏内容具备可交互能力, 能够理解用户的鼠标、键盘等输入交互, 实现游戏角色的复杂、连续性动作的运动等。2) 视频配音大模型 YingSound: 支持从视频或者视频文本结合的方式生成高保真音效, 涵盖动漫视频、游戏视频等多样化应用场景。随着“千影 QianYing”有声游戏生成大模型发布, 公司实现了自研语义大模型、语音大模型、视频大模型的多模态全矩阵布局, 我们看好大模型布局继续提高公司内容创作效率, 期待大模型能力持续突破后, 对游戏交互方式、玩法带来革新, 期待公司对于“游戏+AI”的尝试和突破, 如 2024 年初, 公司董事长史玉柱提出, 公司正在打造一个 AI 游戏孵化平台。
- **休闲游戏承接 AI 原生玩法落地。** 休闲产品《太空杀》于 2024H1 完善了 UGC 编辑器, 探索 AI 玩法, 于 2024/08 推出多智能体 AI 原生玩法“AI 残局挑战”, 模式为“1 个真人玩家+N 个 AI 玩家”, AI 玩家发言和决策由大模型实时生成, 无需依赖预设, 增加玩法复杂性和挑战性。“AI 残局挑战”上线后, 参与玩家数、对局数和互动率等持续攀升。此外《太空杀》还推出 UGC 剧本工具“鲨青小剧场”, 通过文本到语音合成技术 (TTS)、AI 帮写等功能, 为内容创作者提供推理短片制作平台。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持此前盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 14.45/15.85/17.15 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 16/14/13 倍。我们看好公司征途 IP 延续强劲表现, 休闲赛道及新品类探索逐步突破, “游戏+AI”布局领先, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 老游流水超预期下滑, 新游表现不及预期, 行业监管风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.62
一年最低/最高价	8.06/14.32
市净率(倍)	1.88
流通 A 股市值(百万元)	22,481.80
总市值(百万元)	22,481.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.18
资产负债率(% ,LF)	11.87
总股本(百万股)	1,934.75
流通 A 股(百万股)	1,934.75

相关研究

- 《巨人网络(002558): 2024 年三季报点评: 小程序添增量, 探索 AI 原生玩法》
2024-11-02
- 《巨人网络(002558): 2024 年半年报点评: 业绩符合我们预期, 小程序游戏贡献增量》
2024-09-01

巨人网络三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,330	3,336	4,676	6,146	营业总收入	2,924	3,159	3,459	3,669
货币资金及交易性金融资产	2,103	3,165	4,517	5,999	营业成本(含金融类)	324	367	400	424
经营性应收款项	179	121	109	95	税金及附加	33	32	33	35
存货	0	0	0	0	销售费用	1,019	1,042	1,124	1,156
合同资产	0	0	0	0	管理费用	178	174	180	183
其他流动资产	48	50	50	52	研发费用	692	695	726	770
非流动资产	11,040	11,086	11,099	11,105	财务费用	(6)	(28)	(15)	(22)
长期股权投资	8,478	8,524	8,547	8,559	加:其他收益	160	174	190	202
固定资产及使用权资产	288	307	315	326	投资净收益	477	505	484	495
在建工程	277	263	250	238	公允价值变动	(191)	(50)	(50)	(50)
无形资产	53	53	53	53	减值损失	(20)	0	0	0
商誉	132	132	132	132	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	35	35	35	35	营业利润	1,109	1,506	1,635	1,770
其他非流动资产	1,776	1,772	1,767	1,763	营业外净收支	(7)	0	0	0
资产总计	13,371	14,423	15,776	17,251	利润总额	1,101	1,506	1,635	1,770
流动负债	1,565	1,506	1,587	1,630	减:所得税	10	53	41	44
短期借款及一年内到期的非流动负债	618	618	618	618	净利润	1,092	1,454	1,594	1,726
经营性应付款项	52	50	61	56	减:少数股东损益	5	9	10	10
合同负债	435	367	400	424	归属母公司净利润	1,086	1,445	1,585	1,715
其他流动负债	460	471	507	532	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	0.75	0.82	0.89
非流动负债	73	73	73	73	EBIT	836	1,023	1,186	1,302
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	899	1,102	1,265	1,383
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	88.92	88.37	88.42	88.45
租赁负债	33	33	33	33	归母净利率(%)	37.15	45.74	45.80	46.75
其他非流动负债	41	41	41	41	收入增长率(%)	43.50	8.02	9.52	6.05
负债合计	1,639	1,579	1,660	1,704	归母净利润增长率(%)	27.67	32.99	9.67	8.25
归属母公司股东权益	11,689	12,792	14,054	15,475					
少数股东权益	43	52	62	72					
所有者权益合计	11,732	12,844	14,115	15,547					
负债和股东权益	13,371	14,423	15,776	17,251					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,125	1,073	1,334	1,417	每股净资产(元)	5.92	6.61	7.26	8.00
投资活动现金流	(315)	380	391	409	最新发行在外股份(百万股)	1,935	1,935	1,935	1,935
筹资活动现金流	(660)	(342)	(323)	(294)	ROIC(%)	6.65	7.63	8.18	8.20
现金净增加额	151	1,112	1,402	1,532	ROE-摊薄(%)	9.29	11.30	11.27	11.08
折旧和摊销	63	79	80	80	资产负债率(%)	12.26	10.95	10.53	9.88
资本开支	(88)	(30)	(19)	(25)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.69	15.56	14.19	13.11
营运资本变动	281	(4)	94	56	P/B(现价)	1.96	1.76	1.60	1.45

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>