

新游带来增量，AI 注入活力

核心观点

巨人网络是最早一批上市的老牌游戏公司，端游时代拥有高影响力的 IP “征途”，手游时代推出系列“征途”手游，同时在休闲品类开拓出高流水的“球球大作战”系列。过去几年依靠“征途”与“球球”系列，在没有重点新品上线的情况下，公司盈利能力仍然保持稳定，同时潜心研发新游戏，今年 3 款新品将上线，包括《原始征途》《太空行动》《龙与世界的尽头》，在 MMO、休闲、放置赛道继续拓展，看好新产品的长期表现与业绩弹性。

同时，公司积极拥抱 AI 等新技术，据创始人史玉柱“AI+游戏”是公司未来重点布局方向，将在美术、程序等方面降本提效，也构建精细的数值体系实现增收。近期，公司与百度“文心一言”合作，在《太空行动》中推出 AI 打造的手游形象“太空鲨”，《太空行动》剧本模式已累计超过 20 万玩家自创剧本，《球球大作战》《太空行动》等休闲游戏有望率先结合 AIGC。

摘要

1、老产品：《征途》+《球球》系列流水稳定，基础夯实。“征途”是国战类 RPG 网游知名 IP，截至 20 年初全系产品累计收入超 200 亿，当前端游与手游版本仍活跃运营；《球球大作战》是公司 2015 年推出休闲竞技手游，强社交属性、用户黏性高，是公司继《征途》之后又一主力流水游戏。

2、新游戏：《原始征途》回归，看好《太空行动》弹性

今年公司上线 3 款新品：**1)《原始征途》**：3 月 24 日上线，与此前的“征途”系列手游相比，《原始征途》在制作团队、游戏玩法、画质、数值体系平衡性等方面均有较大提升，有望为征途系列流水再添增量；**2)《太空行动》(Super Sus)** 已于 1 月上线，强社交属性太空狼人杀游戏，首日双端新增注册用户数突破 100 万，参照同类游戏《蛋仔派对》，用户积累到一定量级后流水快速增长，同时运营周期有望参照《球球大作战》，为公司长期稳定贡献收入；**3)《龙与世界尽头》**：二次元放置手游，目前已获得版号，其负责人刘义峰曾发行《不休的乌拉拉》和《神仙道》等游戏，放置游戏研发经验丰富。

巨人网络 (002558)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

SAC 编号：S1440519060002

SFC 编号：BQI330

发布日期：2023 年 04 月 12 日

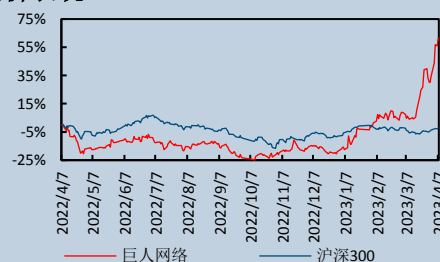
当前股价：15.26 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
50.24/49.89	95.92/92.34	55.5/58.79	
12 月最高/最低价 (元)			16.45/7.24
总股本 (万股)			200,493.7
流通 A 股 (万股)			200,493.7
总市值 (亿元)			317.78
流通市值 (亿元)			317.78
近 3 月日均成交量 (万股)			5,271.21
主要股东			
上海巨人投资管理有限公司			27.87%

股价表现



相关研究报告

3、AI：积极拥抱新技术。据创始人史玉柱“AI+游戏”是公司未来重点布局方向，将在美术、程序等方面降本提效，也构建精细的数值体系实现增收。近期，公司与百度“文心一言”合作，在《太空行动》中推出 AI 打造的手游形象“太空鲨”。《太空行动》剧本模式中玩家可以自主创造专属的地图、场景、派对玩法等，目前已累计超过 20 万玩家自创剧本，通过生成式 AI，玩家在《太空行动》中的创作有望进一步多元化，并简化创作流程，进一步提升游戏中玩家自创内容的质量和数量。《球球大作战》《太空行动》等休闲游戏有望率先结合 AIGC。

4、投资建议：公司老游戏稳定贡献收入与利润，今年上线的三款新游将逐步贡献业绩增量，叠加公司积极拥抱 AI 技术，有望降低制作成本、优化数值体系、加强玩家运营，长期将提升公司盈利能力。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 9.12 亿/11.50 亿/13.99 亿，同比分别变动-8.30%/ 26.12%/ 21.62%，当前市值对应的 PE 分别为 32.6x、25.9x、21.3x，积极关注。

主要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	2217	2124	2026	3060	3562
YoY (%)	-13.77	-4.20	-4.61	51.01	16.39
归母净利润（百万元）	1029	995	912	1150	1399
YoY (%)	25.48	-3.35	-8.30	26.12	21.62
ROE (%)	10.87	9.43	7.52	8.52	9.33
EPS（元）	0.51	0.49	0.45	0.57	0.70
PE	28.91	29.92	32.62	25.87	21.27

目录

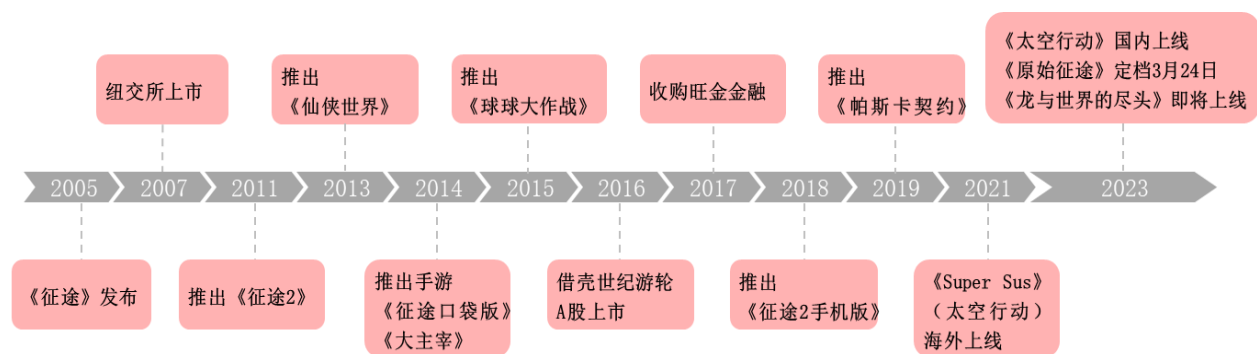
1、概况：“征途”IP 奠定基础，股权结构清晰稳定	3
2、老游戏：知名 IP 长线运营，流水稳定基础夯实	6
2.1 征途系列：国战 RPG 知名 IP，全系产品累计收入超 200 亿	6
2.2 球球系列：成功拓展休闲品类，流水规模稳定	7
3、新游：《征途》改进回归，拓展派对与放置品类	9
3.1 《原始征途》：史玉柱亲自监制，较前作优化	9
3.2 《太空行动》（Super Sus）：强社交属性游戏，迈出自研出海第一步	10
3.3 《龙与世界尽头》：知名制作人负责，开拓放置类赛道	12
4、AI：公司积极拥抱新技术，休闲游戏有望率先采用	14
5、财务分析：老游戏盈利稳健，过去 3 年研发高投入	16
6、盈利预测	21

1、概况：“征途” IP 奠定基础，股权结构清晰稳定

巨人网络成立于 2004 年，由史玉柱创立，主营游戏研发与运营，目前拥有“征途”系列与《球球大作战》两大核心产品线，分别为国战类 MMORPG、多人休闲竞技类。

- **2004-2013 年：《征途》开启端游“征途”：**2004 年成立后，公司于 2005 年即上线首款网游《征途》，到 2007 年时同时在线人数已突破 100 万，成为当时全球第三款同时在线超百万的网游，2008 年突破 210 万。公司也于 2007 年登陆纽交所上市。此后也陆续上线《征途怀旧版》《绿色征途》《征途 2》。
- **2014-2018 年：端转手，拓展“征途”产品版图：**2014 年，公司从美股退市，同年成立手游发行公司巨人移动，并公开手游战略，正式转型手游布局，发布了《中国好舞蹈》、《巨人之守护》等超 10 款手游，以及“征途”IP 系列首款手游《征途口袋版》。2016 年公司借壳世纪游轮在 A 股上市。此后，《球球大作战》、《征途》手游、《征途 2》手游、《绿色征途》手游也陆续上线。
- **2019-2022 年：新品缺位，潜心发力新游研发。**2019 年起，公司收入持续下降，由 2019 年的 25.7 亿元下降至 2021 年的 21.2 亿元，主要是缺乏高流水新品及老游戏流水的自然下滑；同时公司潜心研发新游戏。
- **2023 年：迎来产品大年。**公司在今年将上线 3 款新品，包括社交类游戏《太空行动》（Super Sus）已于 1 月上线；创始人史玉柱亲自监制的“征途”系列新手游《原始征途》在 3 月 24 日上线；《龙与世界的尽头》有望在暑期上线。

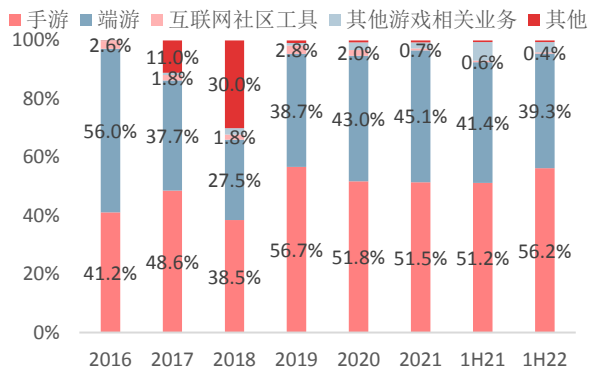
图表1：巨人网络发展历程



资料来源：公司官网，公司财报，中信建投

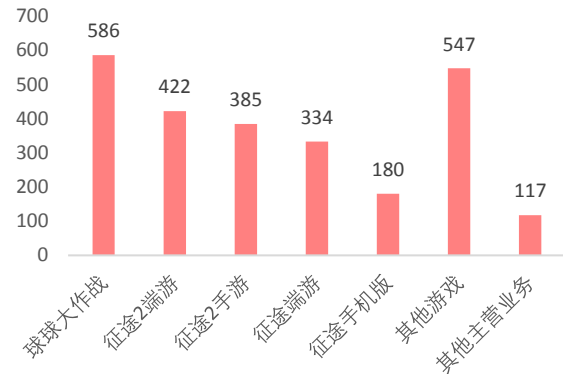
“征途”系列与《球球大作战》贡献收入基座。2016 年 A 股上市至今，公司收入中基本约 95%来自游戏业务，其中手游占比在 50%-55%区间，端游占比在 40%-45%区间。“征途”系列与《球球大作战》为两大核心产品线，据 2019 年报问询函，公司的《征途》端游、《征途 2》端游、《征途》手游、《征途 2》手游、《球球大作战》5 款主要游戏总收入为 19.06 亿元，占有端游、手游收入的 77.69%，占公司总收入的 74.14%。

图2： 公司收入结构



资料来源：巨人网络财报，中信建投

图3： 公司 2019 年主要游戏收入（百万元）



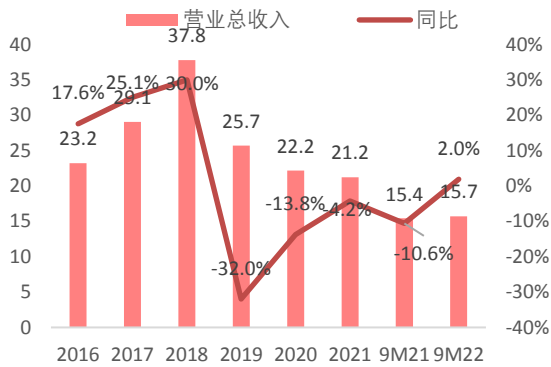
资料来源：巨人网络2019年报问询函，中信建投

19年起公司收入开始回落，主要是金融业务剥离&游戏主业有下滑。2016-2018年，公司收入持续上升，2017/2018年分别达到29.1、37.8亿元，同比分别增长25.1%、30%，但主要驱动因素是新增的互联网金融业务，游戏业务则在2017年后呈下降走势。

- **2017年：增长主要由手游业务及其他业务驱动。**其中手游业务收入同比增长47.7%至14.1亿元，收入占比提升7.5pct至48.6%，主要系前期上线的《球球大作战》、《征途手机版》流水稳健，《光荣使命》《月圆之夜》《街篮》等新游戏贡献增量流水；其他业务收入达3.2亿元，为2016年的123倍，系公司将旺金金融纳入合并范围，通过旗下互金车抵贷平台投哪网提供网络借贷信息中介服务，当年归母净利润2.7亿元，超额完成业绩承诺。
- **2018年：增长主要由互联网金融业务驱动。**收入增长主要系投哪网撮合投资成交金额增长，带动服务收入增加，使得其他收入同比增长253%达11.3亿元，收入占比增长19pct至30%。但由于P2P行业监管政策影响，公司于年底处置旺金金融股权，不再将其纳入合并范围。此外，手游、端游收入维持稳定，《征途2》手游年内上线但未显著贡献增量收入，《绿色征途手游》、《犬夜叉：奈落之战》因行业政策调整及版号未开放，而推迟上线。
- **2019年至2022年前三季度：金融业务剥离，老游戏流水有回落。**2019年收入25.7亿元，与2018年剔除旺金金融业务后的总收入26.5亿元基本持平，但从2020年开始连续下降，2021年下降至21.2亿元，手游及端游收入均下降。手游方面，系《帕斯卡契约》等新游未显著贡献增量收入，多款新游戏仍在研发中，征途系列手游及《球球大作战》等流水自然下滑，公司也逐步出售合肥灵犀等与重点赛道关联性较低的业务。端游方面，随着征途系列及《仙侠世界》端游等存量游戏的流水自然下滑，以及全行业端游增速放缓，端游收入自2016年以来连续下降。

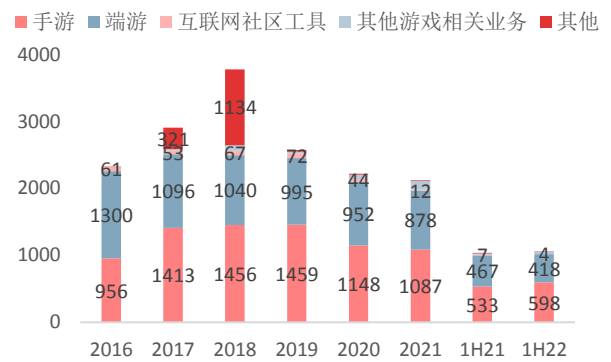
22年前三季度同比增长2%至15.7亿元，主要是征途手游及《球球大作战》大版本更新与加大品牌宣传，带动手游收入增长，1H22同比增长12.2%至6亿元。

图表4： 公司收入（亿元）及同比增速



资料来源：巨人网络财报，中信建投

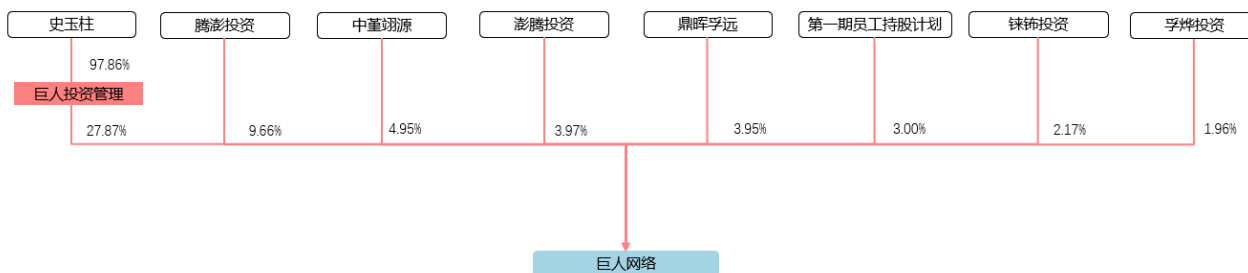
图表5： 公司收入结构（百万元）



资料来源：巨人网络财报，中信建投

股权结构清晰稳定，史玉柱持股 36%为实际控制人。截至 2022 年三季度末，公司第一大股东为上海巨人投资管理有限公司，第二大股东为上海腾澎投资合伙企业(有限合伙)，持股比例分别为 27.87%和 9.66%。目前，史玉柱持有上海巨人投资管理有限公司 97.86%股份，持有上海腾澎投资合伙企业(有限合伙)88.55%股份，合计间接持股 36.17%，为公司实际控制人。

图表6： 巨人网络股权结构（截至 3Q22 末）



资料来源：巨人网络财报，中信建投

2、老游戏：知名 IP 长线运营，流水稳定基础夯实

2.1 征途系列：国战 RPG 知名 IP，全系产品累计收入超 200 亿

“征途”系列为公司的核心自研产品线之一，包括 4 款端游与 4 款移动游戏。据公司公告，2015 年前三季度，征途系列占公司收入比重 64%，截至 2020 年初全系产品累计收入超 200 亿元，我们预计当前征途系列游戏的收入占比约 55%-65%。公司将在 23 年 3 月 24 日上线最新的征途系列手游《原始征途》，为创始人史玉柱监制的首款征途系列手游，关注上线表现。

图表7：公司“征途”IP 系列游戏



资料来源：公司官网，中信建投

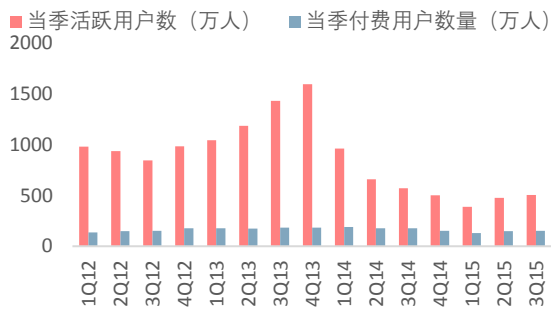
2.1.1 《征途》端游：国战类 MMO 生命周期长，IP 影响力大

《征途》端游于 2005 年上线，为国内知名国战类 MMORPG 页游，至今已上线运营近 18 年。该游戏以中国武侠文化、王国朝代为基础，玩家可在游戏中获得丰富玩法体验，包括国战、运镖、刺探、太庙搬砖等游戏任务，PK 战争、休闲竞技、恋爱养成等玩法，以及家族、情侣等游戏社交关系。

《征途》端游是国内首创 F2P 模式的游戏，早期吸引了大批玩家。2005 年以前，国内网络游戏基本采用点卡收费模式，即游戏按玩家游玩时长收费，玩家靠购买充值卡延长时间。而《征途》端游开创了免费游玩、道具收费的模式，大幅降低了游戏游玩门槛。上线两年后，《征途》端游同时在线人数突破 100 万，成为继《梦幻西游》和《魔兽世界》之后全球第三款在线人数超过 100 万的中文网络游戏。

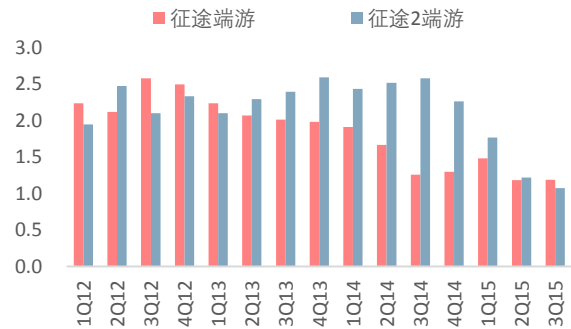
- **用户数量众多，延续较高活跃度：**据征途运营团队官方，2007 年 5 月 20 日最高同时在线达到 105.5 万人，成为当时全球第三款同时在线超百万的中文网游；2008 年 4 月 26 日，《征途》端游同时在线达到 210 万。据公司公告，2015 年三季度即上线近 10 年后，《征途》端游活跃用户数仍在 505.1 万，季度付费用户数 152 万。
- **玩家参与度高，付费意愿强：**据征途运营团队官方，《征途》端游上线至 2020 年下旬，平均每周进行国战玩法次数 3956 场，单场参与国战人数最多为 12960 人；累计建立 1565 万个家族，平均每周家族战玩法次数 24475 场；《征途》端游和《征途 2》端游每天组成 950 对游戏内情侣。据征途运营团队官方及公司公告，截至 2020 年下旬，全系列注册用户数突破 5 亿，累计收入超 200 亿元。

图表8： 1Q12-3Q15《征途》端游活跃用户数



资料来源：巨人网络公告，中信建投

图表9： 1Q12-3Q15《征途》及《征途2》端游收入 (亿元)



资料来源：巨人网络公告，中信建投

2.1.2 《征途》系列手游：表现相对平淡

相比端游，征途系列的手游表现并不亮眼。从畅销榜排名看，据七麦数据，《征途手机版》自 2016 年上线后，iOS 端游戏畅销榜排名呈持续下降趋势，由第 6 名下降至 2023 年 1 月的 170 名；2018 年上线的《征途 2》手游、2019 年上线的《绿色征途》手游，首月游戏畅销榜排名仅 59 名、70 名，基本与同期《征途手机版》接近，并未创新高，截至 2023 年 1 月，iOS 端游戏畅销榜排名分别为 133/188 名。

征途 IP 赛道负责人赵剑枫，征途系列手游的表现主要系：一方面，征途团队资源分散，《征途》端游之后，不同产品长期归属于不同项目组负责，对征途 IP 的认识并不统一；另一方面，游戏玩法并未贴合玩家快速变化的需求，征途 IP 的开发过程中，灵感是来自于策划与制作人，团队与玩家并未有良好沟通。

2.2 球球系列：成功拓展休闲品类，流水规模稳定

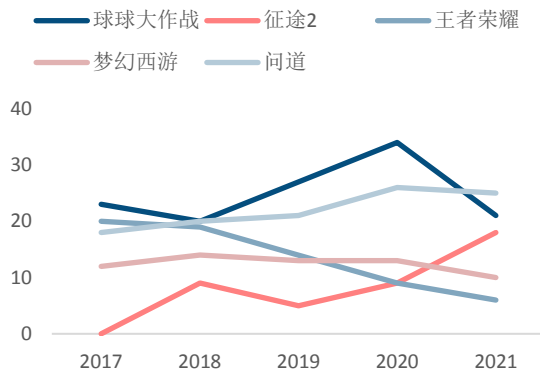
2015 年推出休闲竞技类手游《球球大作战》，该游戏具有上手简单、玩法丰富、强社交属性、用户黏性高等特点，目前仍为公司持续稳定贡献收入，是继《征途》之后又一核心流水贡献。

入门门槛低，玩法丰富多样。作为一款休闲竞技类手游，《球球大作战》的经典玩法是大球吃小球，上手简单，每局时间不超过 15 分钟，对于新用户十分友好，利于新用户留存。同时，《球球大作战》玩法多样且有深度，具有“上手容易精通难”的特点，公司不断对玩法进行革新，上线差异化内容，有利于老用户的长期留存。

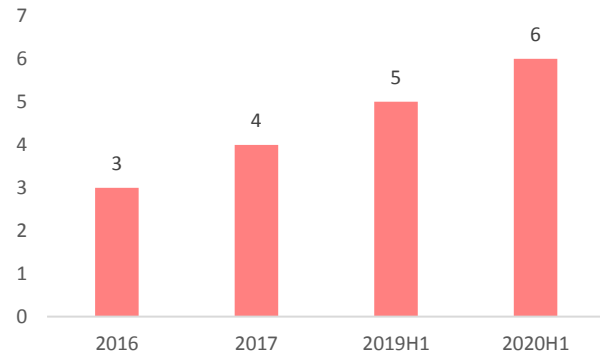
社交属性强，促进分享传播。《球球大作战》中，玩家不仅可以组队游戏，还可以互粉、观战、自拍上传等，获得认同感和归属感，强化了游戏的社交性。除了大力发展线上社交，公司还不断通过组织线下活动，例如线下赛事、音乐会、球包俱乐部等，进一步丰富用户的社交体验。强社交属性使得游戏用户和潜在用户间快速传播，用户量不断增长。

高频版本更新，活跃用户仍保持增长。公司对游戏内容高频更新，每周至少发布一次运营版本；每月至少发布一次研发版本；寒暑假等重大节点发布大型资料片。《球球大作战》版本更新次数与其他游戏相比一直处于较高水平，带动了用户规模的增长，2021 该游戏年全年平均日活跃用户数同比上涨，下半年同比增幅达 29%。

图表10: 《球球大作战》与其他游戏版本更新次数对比



图表11: 《球球大作战》注册用户/设备安装量 (亿)



资料来源: 七麦数据, TapTap, 游戏官网, 中信建投

资料来源: 巨人网络公告, 中信建投

举办电竞赛事、跨界活动活动, 保持玩家活跃度。1) **电竞赛事方面**,《球球大作战》提供段位、赛季结算等竞技性功能, 为游戏在电竞领域发力提供了可能性。2017 年, 成功举办线上公开赛、职业联赛(春季赛)、塔坦杯精英挑战赛等赛事, 2018 年已经拥有 5 万电竞赛事注册选手。2) **跨界联动方面**, 2020 年,《球球大作战》横跨多个商业领域, 分别与《变形金刚》、《愤怒的小鸟》、美团、KFC、大嘴猴等进行多元化合作, 联合知名音乐人杨和苏与徐梦圆一同打造球球线上 DJ 派对, 并开启“百万双球鞋直播大派送”活动, 游戏日均新增用户、日均回流用户、日均活跃用户较活动前均实现超过 20% 的增长。公司通过打通游戏、直播、赛事等领域线上线下壁垒, 使各领域跨界连接, 融通共生, 形成跨平台多场景交互体验。近期宣发活动方面, 2023 年游戏邀请杨超越为品牌代言人, 与斗鱼合作推出第二届斗鱼杯赛事。

3、新游：《征途》改进回归，拓展派对与放置品类

3.1 《原始征途》：史玉柱亲自监制，较前作优化

《原始征途》不是第一款“征途”系列手游，与此前的征途系列手游相比，《原始征途》在制作团队、游戏玩法、画质、数值体系等方面均有较大提升。

图表12：《原始征途》与此前征途系列手游对比

	此前征途系列手游	《原始征途》
制作团队	团队资源较分散，对征途 IP 认识不统一	一代征途原班人马，史玉柱亲自监制
游戏玩法	经典征途玩法	经典征途玩法，叠加彩镖节、山外山、魔幻迷宫、四大疑案等新玩法
画质	仅《征途 2》较为高清	高清重置
数值体系	存在超级人民币玩家过于强大的问题	进一步平衡人民币玩家和非人民币玩家之间的关系，让中小玩家获得更多的体验感

资料来源：《征途》手游官网，《征途 2》手游官网，《原始征途》官网，中信建投

具体而言，《原始征途》较此前的《征途》系列手游，有以下改进

- **征途 IP** 过去三年来的第一款新产品，史玉柱亲自监制。《原始征途》是公司最核心且擅长的国战 MMORPG 赛道游戏，也是经典 IP “征途” 过去三年来的第一款新产品，由一代征途原班人马打造。征途第一代制作人史玉柱亲自监制，共提出 400 多条修改意见。
- **还原征途核心玩法，也加入新玩法。**该游戏为“征途”IP 新产品，在制作上还原《征途》，在美术表现上进行高清重置；此外，游戏也在技术表现、玩法细节等多方面做了提升，采用了“动态 AI 算法”平衡不同玩家的 PK 爽感，并在轻量化设计上进行了重点优化，满足重度、轻度玩家不同的游戏需求。
- **重新平衡数值体系，关注中小玩家体验。**原来的《征途》端游由于历史原因和数值问题，出现超级人民币玩家过于强大的问题，史玉柱在微博中提出的建议表明，《原始征途》将建立开放式经济体系，进一步平衡人民币玩家和非人民币玩家之间的关系，让中小玩家获得更多的体验感。
- **服务器架构升级，单区可承载 10 万人。**2022 年 12 月 15 日，《原始征途》终极测试单区突破十万人，满足了史玉柱提出的服务器架构改回早期征途的多服务器架构，使每区承载人数增加 5-10 倍的要求。对国战类 MMO 游戏而言，游戏性与人数相关，单区玩家人数越多越好玩。不同服务器可以连接，会有更大的地理架构用户可以获得更大的世界，更多的人和更多的对手。

- **品牌营销&买量投放兼顾，提高宣发声量。**公司对自身的核心 IP、产品表现出了较强的营销推广意愿，一方面史玉柱亲临玩家见面会，也邀请近期热度较高的剧集《狂飙》演员高叶担任品牌代言人。

图表13：《原始征途》开放式经济体系



资料来源：原始征途微信公众号，中信建投

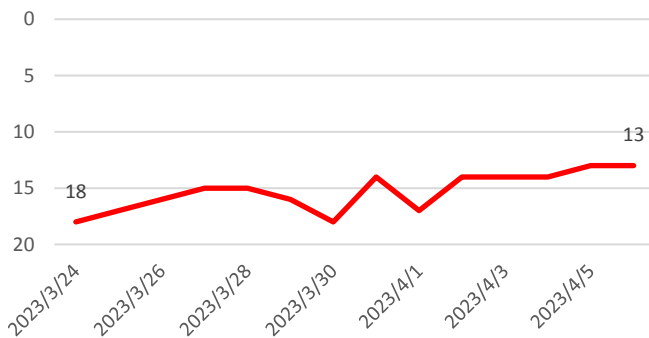
图表14：《原始征途》品牌代言人高叶（《狂飙》主演）



资料来源：原始征途微信公众号，中信建投

《原始征途》排名稳定提升，看好长线运营。据七麦数据，游戏上线首日 iOS 畅销排名为第 18 名，截至 4 月 6 日排名已稳步提升至 13 名，看好游戏长线运营表现。

图表15：《原始征途》iOS 游戏畅销榜排名



资料来源：七麦数据，中信建投

3.2 《太空行动》(Super Sus)：强社交属性游戏，迈出自研出海第一步

《太空行动》是一款派对类太空狼人杀手游。社交属性方面，《太空行动》与《蛋仔派对》和《球球大作战》虽然玩法不同，但均通过派对设置与沟通设置使其具有了很强的社交属性，且游戏的画风均为可爱型；**游戏类型方面**，《太空行动》与《鹅鸭杀》均为休闲狼人杀类游戏，大体玩法均是借助自身技能击杀其他阵营玩家、完成任务或在会议中分析/误导淘汰其他阵营的对手，但具体画风、阵营设置、玩法细节存在差异。**基于以上相似特征，我们认为，该游戏在用户增长、流水贡献、传播速度等方面有望参考上述游戏，具体而言：**

图表16：强社交属性代表游戏对比

	蛋仔派对	鹅鸭杀	球球大作战	太空行动 (Super Sus)
游戏类型	多人联机、派对、竞技	多人联机、休闲、狼人杀	多人联机、休闲	益智、休闲、狼人杀
同局游戏人数	32	5-16	<250	4-15
游戏内容	依靠自身技能、拾捡道具来超越/阻拦对手	借助自身技能击杀其他阵营玩家、完成任务或在会议中分析/误导淘汰其他阵营的对手	收集地面的彩豆或吞噬比自己体型小的玩家	依靠技能击杀、完成解谜/破坏或在会议中推理/误导淘汰敌对阵营玩家
胜利条件	最先到达终点	淘汰其他阵营对手/依靠自身特殊技能直接胜利	在结算时间达到最大体型	淘汰其他阵营对手
游戏特色	高开放度的游戏内互动内容	极具想象力的人物技能、紧张刺激的身份盘问	简单的操作元素和高技巧上限相结合	在狼人杀的基础上增加了双方的互动和参与感
游戏平台	手机	手机（模拟器）/电脑	手机	手机

资料来源：TapTap,《蛋仔派对》,《鹅鸭杀》,《球球大作战》,《太空行动》,中信建投

用户增长：上手简单，社交属性强，有望通过社交分享获得大量用户。作为一款太空狼人杀手游，《太空行动》将所有玩家被分为三个阵营，需要利用策略，做出正确的推论，以分辨出其他阵营的人，此过程中需要与不同玩家进行交流，具有很强的社交属性。强社交属性决定了其一旦开始社交分享，玩家有望快速增加。例如网易《蛋仔派对》22年5月上线，同样具有很强的社交属性，春节期间聚会增多快速火爆，用户指数级增长，DAU 突破 3000 万。

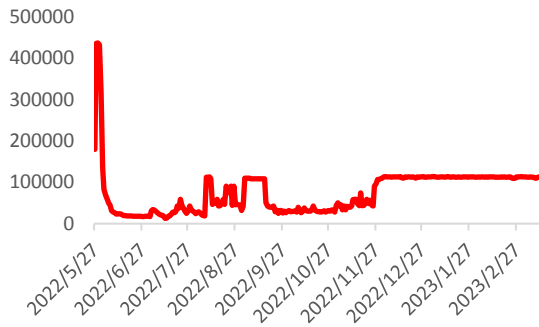
图表17：《太空行动》三大阵营



资料来源：TapTap, 中信建投

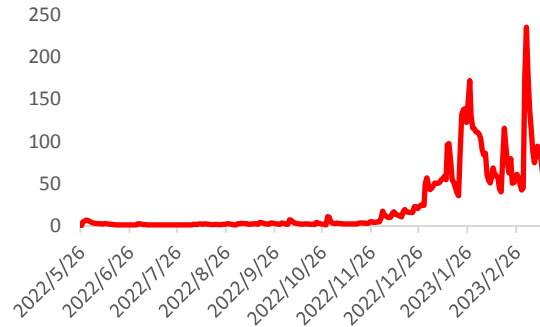
流水贡献：DAU 达到一定量级后逐步开启付费，有望长线运营。同为强社交属性的休闲派对类游戏，《太空行动》的流水增长曲线有望参照《蛋仔派对》，《蛋仔派对》经过了半年多的用户积淀，在 DAU 达到一定量级后，游戏的付费点增多，流水在 2022 年底开始快速上升。同时，公司具有通过类似的模式成功运营《球球大作战》的经验，《球球大作战》上线七年后仍能为公司稳定贡献收入，《太空行动》有望成第二个“球球大作战”。

图表18: 《蛋仔派对》iPhone 下载量预估 (次)



资料来源: 七麦数据, 中信建投

图表19: 《蛋仔派对》iPhone 收入预估 (万美元)

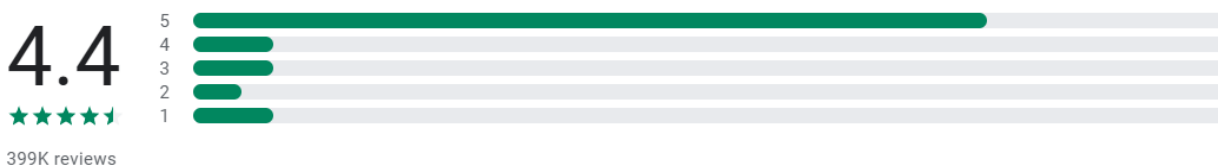


资料来源: 七麦数据, 中信建投

口碑与营销: 参照《鹅鸭杀》,《太空行动》有望通过直播效果破圈增长。《太空行动》与1月份爆火的《鹅鸭杀》在游戏类型和玩法上具有一定的相似之处,《鹅鸭杀》的爆火让更多的人了解到了狼人杀类游戏,或为《太空行动》宣发打下一定基础,《太空行动》1月16日正式上线,首日双端新增注册用户数突破100万。同时,与《鹅鸭杀》仅在国内支持 Steam 平台相比,《太空行动》具有更高的便捷性。目前各大平台直播《鹅鸭杀》的主播有所减少,作为同类游戏《太空行动》有望成主播新宠,通过直播效应快速传播。

海外表现优异,迈出自研游戏出海第一步。《Super Sus》于2021年11月份在东南亚地区开启测试,基于其创新的游戏体验、鲜明的欧美卡通画风及超高自由度的玩法,一经登录即深受玩家的好评,长期排名印度尼西亚、泰国、马来西亚等地区 Google Play 免费及热门榜前三。至2022年初,注册人数超过千万,日均活跃用户达百万级。《Super Sus》还在 YouTube、TikTok 等海外流媒体平台掀起了热潮,相关视频播放量近亿次,大量玩家和 KOL 以 UGC 的方式表达了对游戏的热爱,目前,国际版 Taptap 评分 8.5; Google Play 下载量超1千万,评分 4.4,且海外版本已经开启付费。

图表20: 《Super Sus》Google Play 评分 4.4



资料来源: Google Play, 中信建投

3.3 《龙与世界尽头》: 知名制作人负责, 开拓放置类赛道

《龙与世界尽头》是一款以日式复古卡通为美术风格的 3D 放置手游,拥有宏大的世界观与 MMORPG 视觉体验,其负责人刘义峰手下曾发行过《不休的乌拉拉》和《神仙道》等游戏,在放置类游戏上有超过 7 年以上的经验。《龙与世界尽头》已于 2022 年 1 月开启海外测试,3 月 16 日于台湾地区上线,已获得版号,有望上半年在大陆地区上线,目前 TapTap 预约 16.6 万,评分 7.5。

图表21： 《龙与世界尽头》



资料来源：TapTap，中信建投

4、AI：公司积极拥抱新技术，休闲游戏有望率先采用

创始人看好 AIGC+游戏应用，与百度文心一言积极合作。2023 年 3 月 28 日，公司在投资者互动平台表示，公司看好 AIGC 相关技术对游戏内容生产方式变革和效率提升的助益，已经在积极推动相关工具在游戏 NPC、原画设计、玩法设计、游戏营销等业务场景的应用，未来将继续加大“游戏+AI”的投入。据贝壳财经，创始人史玉柱在内部谈话中提到，游戏+AI 是大势所趋，未来公司须重点布局，AI 已逐渐进入实用阶段，人工智能在游戏领域更容易发挥。我们认为，AIGC 有望对公司游戏资产生成、数值策划、游戏运营产生积极影响。

1) 游戏资产生成：轻量化游戏快速受益，在研游戏降本增效。

- 公司与百度合作由 AI 生成手游形象，衍生身份套装已上线。3 月 24 日，公司宣布旗下《太空行动》与百度文心一言联合推出第一个由国产 AI 生成的手游形象“太空鲨”，公司负责形象的整体规划、游戏内开发应用等，百度文心大模型团队负责该形象的 AI 训练、生成与深度优化，“太空鲨”以其萌趣可爱的鲨鱼形象，极高地贴合了《太空行动》的派对社交属性与手游内的深海地图场景。3 月 31 日，由该形象衍生的身份套装在《太空行动》上线。我们认为，3 月 16 日文心一言发布，8 天后公司发布由文心一言生成的太空鲨，17 天后太空鲨上线《太空行动》，短期内从完成了从形象生成到上线游戏落地。一方面证明公司应用 AIGC 的决心与高效落地能力，另一方面有利于公司低成本高效增加《太空行动》《球球大作战》等轻量化游戏中的地图背景、皮肤、装扮内容。轻量化游戏通过快速版本更新能够及时应用 AI 生成的游戏内资产，降低更新成本；在研游戏则有望通过生成式 AI 降低重复性劳动，提高开发效率。

图表22： 百度 APP 首页推送太空鲨



资料来源：七麦数据，中信建投

图表23： 太空鲨形象上线《太空行动》



资料来源：七麦数据，中信建投

- 生成式 AI 助力 UGC 内容进一步丰富。《太空行动》致力于打造全球化 UGC 平台，鼓励玩家自主创作，其独创的“剧本工坊”模式提供了超高的 UGC 自由度，玩家可以自主创造专属的地图、场景、派对玩法等，并邀请好友一起体验，这一模式吸引了众多玩家在游戏内发挥创意，展开自主创作，目前已累计超过 20 万玩家自创剧本。通过生成式 AI，玩家在《太空行动》中的创作内容有望进一步多元化，可以创作更多玩法、身份技能、皮肤等，同时有望进一步简化玩家创作流程，吸引更多的玩家加入创作，提升游戏中玩家自创内容的质量和数量。

图表24：《太空行动》多剧本模式


资料来源：太空行动，中信建投

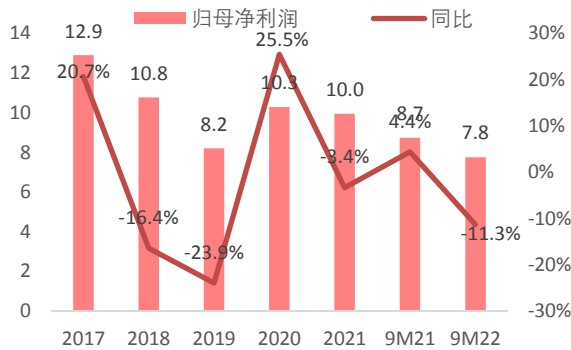
2) 游戏数值策划：长期用户数据积累，AI 能够快速找到最佳数值，有望进一步解决国战 MMORPG 类游戏长期的数值不平衡问题。例如《征途》端游由于历史原因和数值问题，出现了超级人民币玩家过于强大的问题，数值平衡问题直接影响玩家游戏体验，使用 AI 学习公司长期以来在国战 MMORPG 类游戏积累的玩家行为数据，能够为在研游戏或者已上线的同类游戏快速找到最佳数值设计或者数值更新方向。

3) 游戏运营：精准玩家分类，采取个性化措施减少玩家流失。AI 能够根据玩家行为数据将玩家分成几百类甚至上千类，通过 AI 生成的玩家标签可以针对不同种类的玩家采取不同的措施，例如可以对上线时间明显减少、一直以来充值较少的玩家发放一定量分批解冻的虚拟货币，甚至可以针对不同种类的玩家设计匹配不同的数值，使得每个玩家达到最舒适、最不易流失的游戏体验。

5、财务分析：老游戏盈利稳健，过去 3 年研发高投入

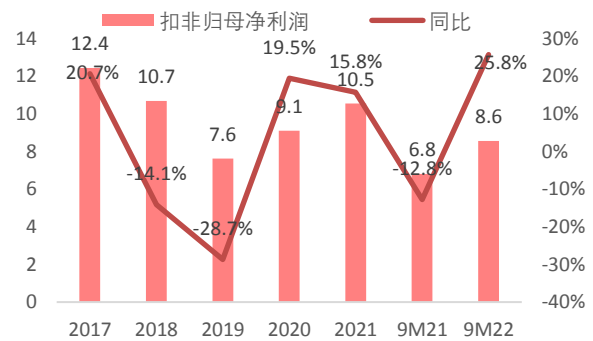
公司盈利能力较强。近三年，公司扣非归母净利润稳步增长。近五年，公司归母净利率、扣非归母净利率基本在 30% 以上，其中 2020-2021 年上升至 40% 以上，高于吉比特的约 30%、三七互娱的约 20%。

图表25： 公司归母净利润（亿元）及同比增速



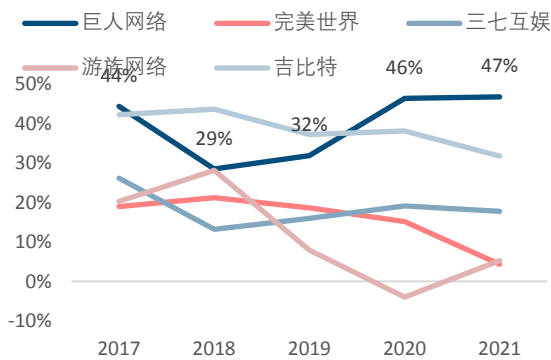
资料来源：巨人网络财报，中信建投

图表26： 公司扣非归母净利润（亿元）及同比增速



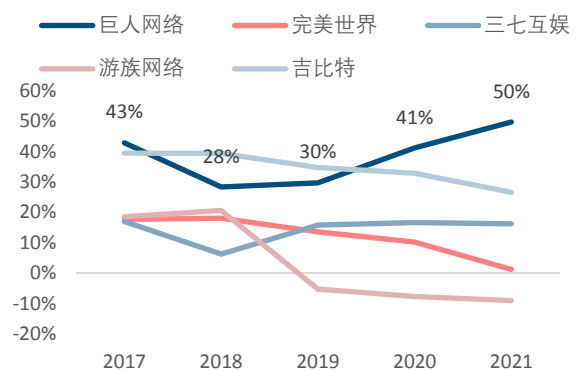
资料来源：巨人网络财报，中信建投

图表27： 公司归母净利率



资料来源：wind，中信建投

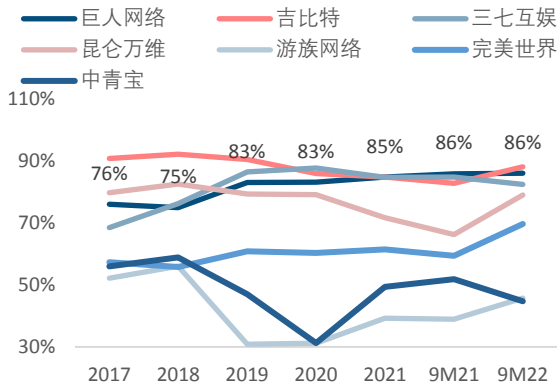
图表28： 公司扣非归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：wind，中信建投

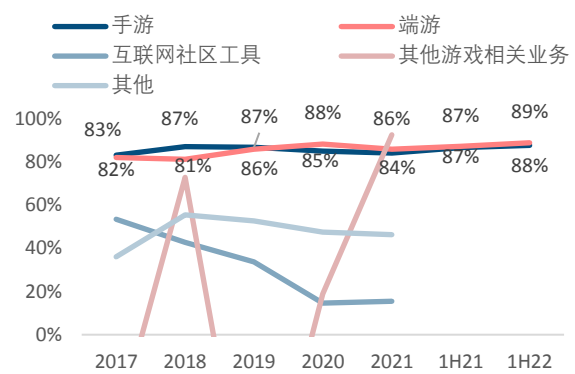
公司毛利率处在业内较高水平。2017-2018 年，其他-旺金金融业务收入占比上升，但毛利率低于 60%，导致公司整体毛利率处在 75% 附近；此后 2019 年至今，在剔除旺金金融业务后，公司毛利率恢复至 85% 附近，主要系收入占比最高的手游、端游业务毛利率较高，基本在 85%-90% 区间。据 2019 年报问询函，2018-2019 年，公司的《征途》端游、《征途 2》端游、《征途》手游、《征途 2》手游、《球球大作战》5 款主要游戏平均毛利率分别为 88.30%、90.26%。

图表29： 公司综合毛利率在游戏公司中领先



资料来源：wind，中信建投

图表30： 公司主营业务毛利率



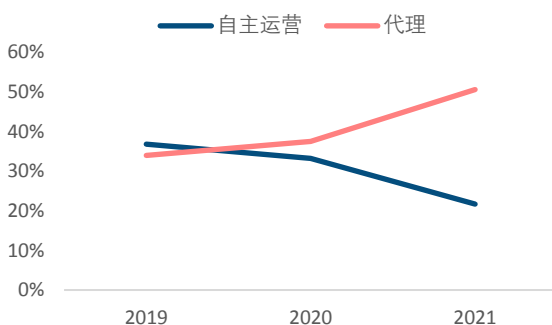
资料来源：巨人网络财报，中信建投

公司游戏业务营业成本主要为服务器托管费、服务器折旧费、游戏版权方分成、运维及客服人员成本。我们认为，公司游戏业务毛利率处在业内领先，主要得益于：

1) **核心游戏运营投入需求少，投入低。**对于征途系列，各产品运营时间较长，基本进入成熟期，核心玩家粘性高、数量稳定，版本更新的用户拉新效果较弱，因此我们认为该系列游戏对大投入的版本更新需求较低；对于《球球大作战》，由于其为社交游戏，游戏的游玩乐趣主要来自于玩家，因此对游戏本身的版本迭代需求，较MMO等类型低。此外，游戏服务器资源配置的优化，也降低了服务器托管费、服务器折旧费等成本。

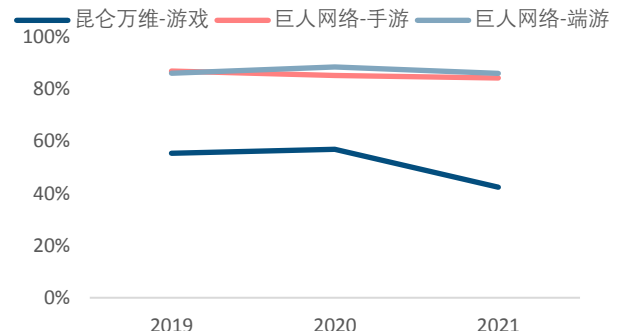
2) **自研游戏占比高，版权分成少。**以昆仑万维为例，其收入前五大游戏中，代理游戏占游戏业务收入比重自2019年37.5%上升到50.6%，自研游戏下降至21.7%，使得公司游戏业务毛利率由55.3%下降至2021年的42.4%。而由于巨人网络核心产品线征途系列及《球球大作战》均为自研游戏，属于原创IP，版权分成及授权金较少，因此游戏毛利率显著高于昆仑万维近30pct。

图表31： 昆仑万维收入前五大游戏占游戏业务收入比重



资料来源：昆仑万维财报，中信建投

图表32： 巨人网络游戏业务毛利率高于昆仑万维

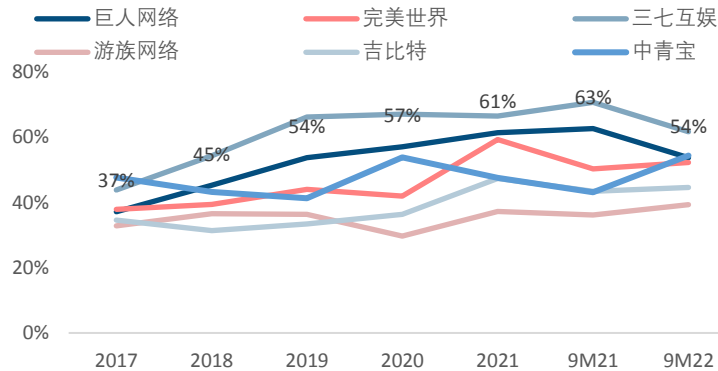


资料来源：wind，中信建投

3) **市场推广费计入销售费用。**以游族网络为例，据公司公告，其将市场推广费计入营业成本，而巨人网络将手游的推广费算入销售费用中，使得巨人网络的毛利率高于游族网络。

公司期间费用率在国内游戏公司中处于中上水平。近五年，公司期间费用率持续上升，由 2017 年的 37% 上升至 2021 年的 61%

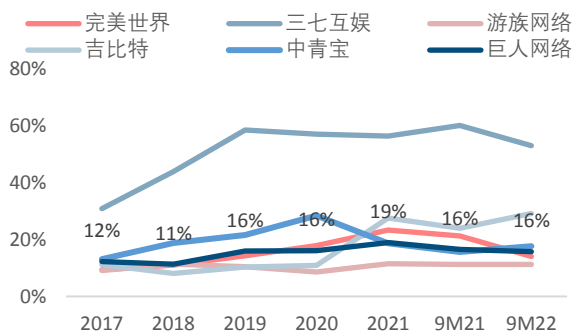
图表33： 巨人网络期间费用率在行业中上水平



资料来源: wind, 中信建投

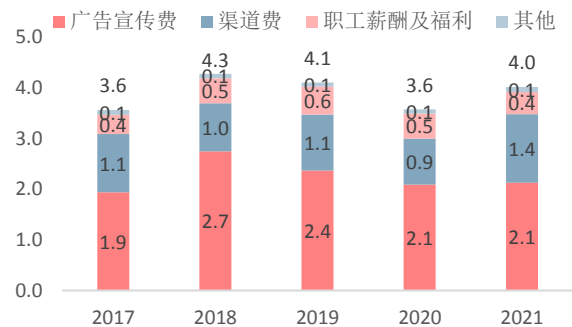
销售费用率处业内中等，近三年广告宣传费缩减。2017-2022 年前三季度，公司销售费用率保持在行业中等水平，低于三七互娱、吉比特，高于游族网络。近 5 年来费用率略有上升，从 12% 上升至 19%，但销售费用规模呈缩减趋势，系《征途 2》手游在 2018 年上线后，公司无重点游戏上新，广告宣传费收窄至 2.1 亿元。预计随着《原始征途》等新游上线，公司广告宣传费或有较显著增长。2021 年渠道费增加 49% 至 1.4 亿元，系部分游戏平台收取佣金增加。

图表34： 巨人网络销售费用率在行业中等水平



资料来源: wind, 中信建投

图表35： 公司销售费用构成（亿元）

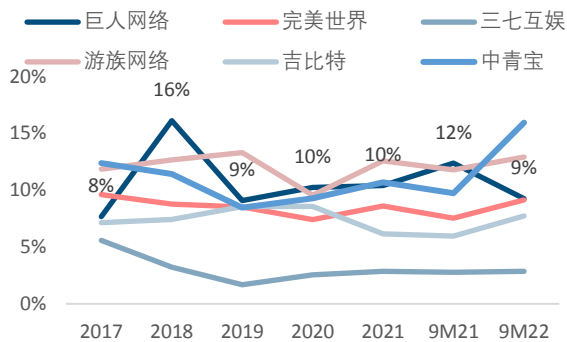


资料来源: wind, 中信建投

管理费用率处业内中上水平，相对稳定。2018 年公司管理费用率同比上升 8pct 至 16%，系旺金金融并表后产生增量职工薪酬及其他支出。旺金金融出表后，2019 年起至 22 年前三季度，管理费用率恢复到 10% 附近，在游戏公司中处中上水平。

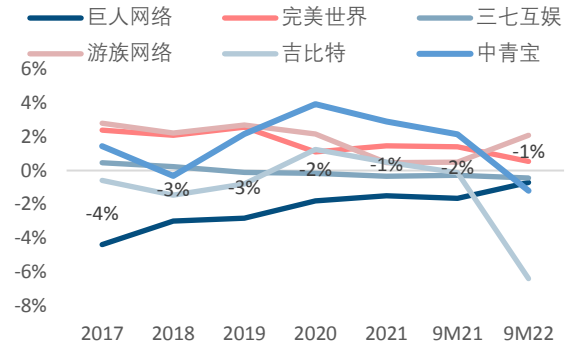
近五年均实现财务净收入。2017-2022 年前三季度，公司财务费用率均为负，主要来自利息收入，费用率由 -4% 上升到 2021 年的 -1%，22 年前三季度为 -1%。其他游戏公司多为财务净支出。

图表36： 巨人网络管理费用率在行业中上水平



资料来源：wind，中信建投

图表37： 巨人网络财务费用率近五年均为负

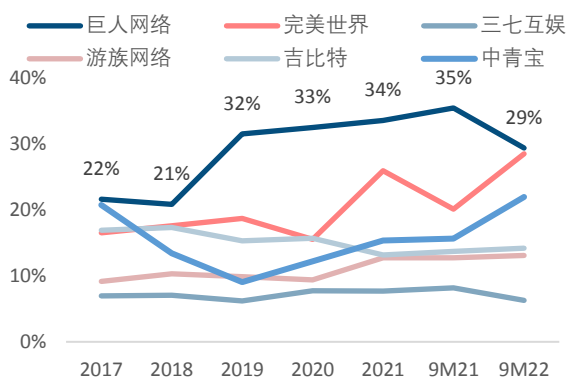


资料来源：wind，中信建投

研发费用率业内较高，储备游戏投入大。2019年起，公司研发费用规模由 8.1 亿元下降至 2020 年的 7.2 亿元，2021 年达 7.1 亿元，基本持平，但研发费用率逐步上升至 35%，显著高于完美世界、三七互娱等，主要系 2019 年起，公司进行研发模式改革，通过“赛道制+大中台小项目”模式，以提升产品创新能力和研发效率，由此调整了研发资源在人力、项目的分配与力度。

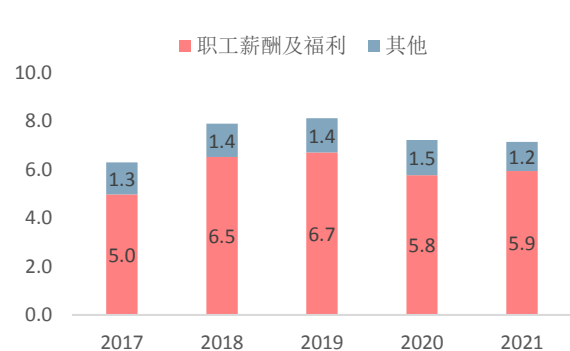
- **优化人员结构，增加研发激励：**公司 2019 年以来持续精简研发人员，研发人员总数由 1537 人下降至 2021 年的 998 人，同时公司引入中高端人才担任各业务条线负责人，其中 2021 年 30 岁以下人员同比增加 16% 至 441 人。此外，研发人均薪酬持续增长，由 43.5 万元提升至 59.4 万元，提高激励效果。
- **在研项目集中更多资源。**公司出售从事棋牌类网游的合肥灵犀等，将研发资源集中在征途 IP、球球 IP、泛二次元、放置等重点赛道，同时延长研发周期，以打磨游戏品质。我们认为，随着 2023 年储备产品陆续上线，公司研发费用率短期内有望下降。

图表38： 巨人网络研发费用率在业内较高

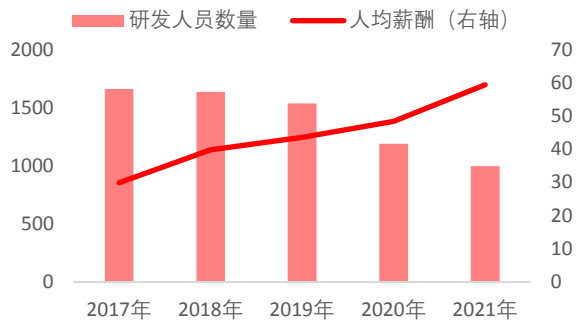


资料来源：wind，中信建投

图表39： 公司研发费用构成（亿元）



资料来源：巨人网络财报，中信建投

图表40： 巨人网络研发人员数量及人均薪酬（万元）

资料来源: wind, 中信建投

6、盈利预测

我们从手游、端游、其他业务三个方面对公司未来三年营收进行预测。

1) 手游方面：

- **老游戏：**公司老游戏虽均已进入成熟期但是经长效运营流水较为稳健，下滑幅度较小，我们预计 2022-2024 年公司已上线手游的收入为 9.92 亿/ 9.52 亿/ 9.12 亿元，同比分别变动-8.79%/ -4.02%/ -4.22%。
- **新游戏：**公司 23 年将有三款游戏上线，其中《太空行动》（Super Sus）已于 1 月上线、《原始征途》定档 3 月 24 日、《龙与世界尽头》已获得版号，三款新游有望在 23 年和 24 年为公司带来大幅收入提升，同时考虑到 24 年三款游戏全年贡献流水且可能上线新产品，24 年的收入增长幅度更大，我们预计 2023-2024 年公司新手游的收入为 10.23 亿/ 14.47 亿元。

2) 端游方面：

- 公司近期无新端游上线计划，既有端游也已经进入成熟期，流水略有下滑，我们预计 2022-2024 年公司已上线端游的收入为 8.17 亿/ 7.71 亿/ 7.31 亿元，同比分别变动-7.00%/ -5.58%/ -5.24%。

3) 其他业务方面：

- 公司其他收入主要包括互联网社区工具收入、其他游戏相关业务收入等，公司其他业务近年来具有良好的增长态势，我们预计 2022-2024 年公司其他业务收入为 2.18 亿/ 3.14 亿/ 3.72 亿元，同比分别变动 37.32%/44.24%/18.44%。

综上公司预计 2022-2024 年实现收入 20.26 亿/ 30.60 亿/ 35.62 亿元，同比分别变动-4.61%/ 51.01%/ 16.39%。

图表41： 2019-2024 年巨人网络收入拆分及预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
手游收入	1,459	1,148	1,087	992	1,975	2,458
YoY		-21.31%	-5.30%	-8.79%	99.12%	24.51%
—老游戏	1,459	1,148	1,087	992	952	912
YoY		-21.31%	-5.30%	-8.79%	-4.02%	-4.22%
—新游戏					1,023	1,547
YoY						51.24%
端游收入	995	952	878	817	771	731
YoY		-4.24%	-7.77%	-7.00%	-5.58%	-5.24%
其他业务收入	118	117	159	218	314	372
YoY		-0.88%	35.83%	37.32%	44.24%	18.44%
营业收入	2,571	2,217	2,124	2,026	3,060	3,562
YoY		-13.77%	-4.20%	-4.61%	51.01%	16.39%

资料来源：wind，中信建投

毛利率、费用率与净利润预测：1) 营业成本与毛利率：公司成本主要包含服务器托管费、服务器折旧费、运维及客服人员成本，整体波动较小，我们预计 2022-2024 年公司毛利率为 77.39% / 80.67% / 80.99%；2) 期间费用率：由于公司今年将有三款新游上线，当年宣发费用会有所增加，预计销售费用率 2022-2024 年分别为 18.12%/20.79%/17.04%，其他期间费用率基本保持稳定，预计研发费用率分别为 32.54%/32.50%/32.87%，管理费用率分别为 9.91%/9.00%/9.00%，财务费用率分别为-2.03%/-1.77%/-1.76%；3) 归母净利润：综合上述预测，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 9.12 亿/11.50 亿/13.99 亿，同比分别变动-8.30%/ 26.12%/ 21.62%。

图表42： 2019-2024 年巨人网络营业成本及归母净利润预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,571	2,217	2,124	2,026	3,060	3,562
YoY	-31.96	-13.77%	-4.20%	-4.61%	51.01%	16.39%
营业成本	433.65	373.02	321.71	458.22	591.45	677.04
毛利率	83.14%	83.18%	84.86%	77.39%	80.67%	80.99%
毛利润	2137.68	1844.27	1802.55	1568.22	2468.75	2884.62
销售费用	411	358	402	367	636	607
销售费用占比	15.98%	16.12%	18.92%	18.12%	20.79%	17.04%
研发费用	810.51	720.99	713.36	659.40	994.57	1,170.84
研发费用占比	31.52%	32.52%	33.58%	32.54%	32.50%	32.87%
管理费用	233.48	227.00	221.29	200.89	275.42	320.55
管理费用占比	9.08%	10.24%	10.42%	9.91%	9.00%	9.00%
财务费用	-72.32	-39.74	-31.54	-41.07	-54.03	-62.59
财务费用占比	-2.81%	-1.79%	-1.48%	-2.03%	-1.77%	-1.76%
投资净收益	141	460	618	595	619	673
利润总额	890.19	1,088.49	1,029.30	965.85	1,208.34	1,466.22
所得税开支	35.96	47.73	39.76	39.56	49.72	59.01
所得税率	4.04%	4.38%	3.86%	4.10%	4.11%	4.02%
少数股东损益	34.19	11.75	-4.97	14.29	8.38	8.27
归母净利润	820	1,029	995	912	1,150	1,399
YoY	-23.94%	25.48%	-3.35%	-8.30%	26.12%	21.62%

资料来源：wind，中信建投

投资建议：公司老游戏稳定贡献收入与利润，今年上线的三款新游将逐步贡献业绩增量，叠加公司积极拥抱 AI 技术，有望降低制作成本、优化数值体系、加强玩家运营，长期将提升公司盈利能力。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 9.12 亿/11.50 亿/13.99 亿，同比分别变动-8.30%/ 26.12%/ 21.62%，当前市值对应的 PE 分别为 32.6x、25.9x、21.3x，积极关注。

风险提示：行业景气度下滑风险；存量游戏流水下滑风险；游戏用户总量减少风险；重点项目运营失误风险；新游戏上线延期风险；新游戏上线后表现不及预期风险；推广营销 ROI 降低风险；营销买量成本上升风险；未获版号游戏版号获取情况不及预期风险；游戏行业内容监管风险；行业竞争激烈；人力成本上升风险；核心人才流失风险；汇率波动影响净利润的风险；投资收益波动影响净利润的风险；玩家偏好转移的风险；宏观经济持续承压的风险；生成式 AI 技术发展不及预期风险；生成式 AI 在游戏行业应用不及预期风险。我们预计公司

2022-2024 年实现收入 20.26 亿/ 30.60 亿/ 35.62 亿元，其中 2023-2024 年公司新手游的收入为 10.23 亿/ 14.47 亿元，若公司新手游流水不及预期，将影响公司收入及利润。在此情况下，假设公司 2023-2024 年新手游的收入为 9.23 亿/ 12.47 亿元，则 2022-2024 年公司收入下降为 20.26 亿/ 29.60 亿/ 33.62 亿元，归母净利润下降为 9.12 亿/10.50 亿/11.99 亿。

分析师介绍

杨艾莉：传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015 年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019 年 4 月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获 2019 年 wind 资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020 年 wind 资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020 年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

研究助理

杨晓玮， yangxiaowei@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk