

研究所：  
 证券分析师：杨仁文 S0350521120001  
 yangrw@ghzq.com.cn  
 证券分析师：谭瑞峤 S0350521120004  
 tanrq@ghzq.com.cn

## 小游戏助力征途 IP 增长，休闲竞技赛道深耕突破，关注《王者征途》小游戏及《原始征途》大推版本表现

### ——巨人网络（002558）公司动态研究

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
巨人网络	3.4%	-2.9%	-24.6%
沪深 300	-4.1%	-10.6%	-14.6%

#### 市场数据

市场数据	2024/09/10
当前价格(元)	9.51
52 周价格区间(元)	8.06-15.26
总市值(百万)	18,768.39
流通市值(百万)	18,768.39
总股本(万股)	197,354.24
流通股本(万股)	197,354.24
日均成交额(百万)	342.61
近一月换手(%)	1.65

#### 投资要点:

##### ■ 2024H1 营收同比基本持平、扣非归母净利润同比高增。

2024H1 公司营收 14.27 亿元，yoy-1.13%；归母净利润 7.18 亿元，yoy+8.16%；扣非归母净利润 8.84 亿元，yoy+27.92%。

2024H1 毛利率 88.42%，yoy-1.07pct，主要系人员成本上升；销售费用率 30.08%，yoy-8.52pct，主要系 2023 年同期《原始征途》上线推广费用基数较高；研发/管理费用率分别 23.26%/6.26%，yoy 分别+0.08/-0.15pct；投资收益 3.38 亿元，yoy-5.79%。

2024Q2 公司营收 7.31 亿元，yoy-21.93%，qoq+4.93%；归母净利润 3.65 亿元，yoy-12.78%，qoq+3.66%；扣非归母净利润 4.80 亿元，yoy+11.74%，qoq+18.57%。

##### ■ 2024H1 小游戏助力征途 IP 增长，2024H2 关注《王者征途》持续表现和《原始征途》新版本大推。

2024 年 2 月《王者征途》上线小游戏版本，流水连续 5 个月环比增长，据 Gamelook，2024 年 8 月位居小游戏畅销榜 Top10。《原始征途》全面升级，我们预计有望 2024Q3 启动全新版本大推，同时积极发力小游戏赛道，据 Gamelook，2024 年 7 月《原始征途》位居小游戏畅销榜 Top57。

##### ■ 休闲竞技赛道持续突破。

2024H1 《球球大作战》延续 2023H2 以来的增长趋势，据七麦数据，2024 年 7/8 月 iOS 畅销榜平均排名 77/61，2023 年同期为 125/93。《太空杀》完善 UGC 编辑器并推出 AI 残局玩法，海外版《Super Sus》登顶泰国 App Store 总榜及印尼、巴西、马来西亚等地游戏榜。

- 盈利预测和投资评级:** 公司在小游戏赛道持续发力, 为《征途》IP 赛道注入新的增长活力; 同时通过玩法、活动更新和用户运营, 持续深耕休闲竞技赛道。考虑《王者征途》小游戏表现稳定,《原始征途》有望开启版本大推,《球球大作战》等休闲竞技赛道产品表现优异, 公司业绩有望持续提升。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 32.93/36.39/39.26 亿元, 归母净利润为 14.72/16.54/18.14 亿元, EPS 为 0.75/0.84/0.92 元, PE 为 12.75/11.34/10.34x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 市场竞争加剧、新品上线进度及表现不及预期、流量成本上升、老产品生命周期不及预期、技术发展不及预期、汇率波动、政策监管趋严、版号获取进度不及预期、核心人才流失、玩家偏好改变、公司治理/资产减值/解禁减持、市场风格切换、行业估值中枢下行、海外市场相关风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2924	3293	3639	3926
增长率(%)	44	13	11	8
归母净利润(百万元)	1086	1472	1654	1814
增长率(%)	28	35	12	10
摊薄每股收益(元)	0.55	0.75	0.84	0.92
ROE(%)	9	12	12	12
P/E	18.88	12.75	11.34	10.34
P/B	1.88	1.48	1.37	1.26
P/S	7.52	5.70	5.16	4.78
EV/EBITDA	23.08	11.19	9.84	8.88

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：巨人网络盈利预测表

证券代码:	002558				股价:	9.51		投资评级:	买入		日期:	2024/09/10	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	9%	12%	12%	12%	EPS	0.59	0.75	0.84	0.92				
毛利率	89%	89%	89%	89%	BVPS	5.92	6.42	6.97	7.56				
期间费率	41%	38%	36%	35%	<b>估值</b>								
销售净利率	37%	45%	45%	46%	P/E	18.88	12.75	11.34	10.34				
<b>成长能力</b>					P/B	1.88	1.48	1.37	1.26				
收入增长率	44%	13%	11%	8%	P/S	7.52	5.70	5.16	4.78				
利润增长率	28%	35%	12%	10%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	0.22	0.24	0.24	0.24	营业收入	2924	3293	3639	3926				
应收账款周转率	20.33	19.19	18.90	18.68	营业成本	324	379	418	452				
存货周转率	—	—	—	—	营业税金及附加	33	36	40	43				
<b>偿债能力</b>					销售费用	1019	1021	1092	1158				
资产负债率	12%	12%	12%	12%	管理费用	178	214	218	216				
流动比	1.49	1.47	1.48	1.55	财务费用	-6	1	1	0				
速动比	1.45	1.43	1.44	1.50	其他费用/(-收入)	692	774	837	883				
					<b>营业利润</b>	<b>1109</b>	<b>1494</b>	<b>1688</b>	<b>1861</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-7	0	0	0				
现金及现金等价物	2103	2259	2414	2644	<b>利润总额</b>	<b>1101</b>	<b>1494</b>	<b>1688</b>	<b>1861</b>				
应收款项	160	183	202	218	所得税费用	10	15	25	37				
存货净额	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>1092</b>	<b>1479</b>	<b>1663</b>	<b>1823</b>				
其他流动资产	67	84	98	111	少数股东损益	5	7	8	9				
<b>流动资产合计</b>	<b>2330</b>	<b>2526</b>	<b>2714</b>	<b>2973</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1086</b>	<b>1472</b>	<b>1654</b>	<b>1814</b>				
固定资产	244	240	236	232									
在建工程	277	322	367	412	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	2040	1945	1905	1880	经营活动现金流	1125	1150	1285	1401				
长期股权投资	8478	9478	10478	11478	净利润	1086	1472	1654	1814				
<b>资产总计</b>	<b>13371</b>	<b>14511</b>	<b>15700</b>	<b>16975</b>	少数股东损益	5	7	8	9				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	63	54	54	44				
应付款项	52	60	66	71	公允价值变动	191	0	0	0				
合同负债	435	494	546	589	营运资金变动	281	95	77	63				
其他流动负债	1078	1167	1218	1261	<b>投资活动现金流</b>	<b>-315</b>	<b>-469</b>	<b>-521</b>	<b>-530</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>1565</b>	<b>1720</b>	<b>1830</b>	<b>1922</b>	资本支出	-88	-40	-40	-45				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-303	-955	-980	-1005				
其他长期负债	73	69	64	59	其他	76	526	499	520				
<b>长期负债合计</b>	<b>73</b>	<b>69</b>	<b>64</b>	<b>59</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-660</b>	<b>-473</b>	<b>-585</b>	<b>-640</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1639</b>	<b>1789</b>	<b>1894</b>	<b>1981</b>	债务融资	0	15	-5	-5				
股本	1518	1518	1518	1518	权益融资	0	-26	0	0				
股东权益	11732	12722	13806	14994	其它	-660	-463	-580	-635				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13371</b>	<b>14511</b>	<b>15700</b>	<b>16975</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>151</b>	<b>206</b>	<b>180</b>	<b>231</b>				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【产业研究小组介绍】

杨仁文，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND 等最佳分析师第一名。

## 【传媒小组介绍】

谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业 3 年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

## 【分析师承诺】

杨仁文，谭瑞娇，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。