

## 巨人网络 (002558.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

胡文婧  
食品饮料、游戏行业研究员

2026年3月17日

## 基本信息

所属行业	TMT
当前股价	34.66
总市值	658.73亿
PE-TTM	37.20
PB-MRQ	4.34

## 估值结果

价值	731.10亿
DDM估值	上行空间 11%
状态	合理估值
价值	661.47亿
动态估值	上行空间 0.4%
状态	合理估值

## 四维评级

成长空间	★★★★★
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★★

## 核心评级结论

巨人为我国老牌游戏研运商，位列国内游戏行业中部梯队，手握《征途》、《球球大作战》等经典IP。

公司成长空间星级较高，手游业务凭借对新兴品类的精准卡位和爆款驱动，预计未来5年收入CAGR超30%；而端游业务已处于成熟期，依赖征途IP的“情怀向”存量用户，预计未来收入小幅下滑。盈利趋势较好，国内游戏行业虽为腾讯、网易双寡头格局，但巨人凭借精品化自研模式+内部运营提效，盈利能力在行业中上水平。产业格局较好，其并未在主流红海进行同质化竞争，而是专注搜打撤、女性向微恐等细分赛道；且手游因其便捷性&强互动性，被其它娱乐形式替代的风险较小。公司护城河深厚，体现为产品差异化、AI技术赋能与高效的组织运营；其基于成功方法论的玩法创新&社群运营能力，在长期被侵蚀的风险较低。

假设公司未来业绩增长来自手游ARPU提升、精耕差异化赛道带动市占率上升，以及AI赋能下的降本增效，其当前估值基本合理。

## 我们区别于市场的观点

我们认为市场低估了其新游《超自然行动组》的长线潜力，其通过社媒互动+鼓励玩家二创，驱动口碑发酵，而非依赖早期大规模买量。相较《第五人格》，其更低的上手门槛、玩法组件模式及中式微恐题材，更能拓宽用户基本盘（尤其是女性玩家）并维持活跃，预计未来3年iOS畅销榜排名有望稳居Top30-40。

另一方面，我们认为市场对储备SLG《五千年》（战争策略类）的预期过于乐观。“率土-like”赛道已成红海，其缺乏显著差异化；同时，该品类正面临“SLG+模拟经营/三消”融合品类的分流（如《无尽冬日》流水达同类传统产品的3-4倍）。故我们预期《五千年》较难突围，稳态期排名预计在赛道中部梯队。

## 风险提示

若未来游戏监管政策趋严，或影响公司版号的获取进度；若未来玩家偏好加速变迁，公司新游流水可能会低于预期；若未来行业的AI买量竞争加剧，公司盈利能力的优化或不及预期。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
3.4 人力资源高端度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

## 图表目录

图1：预测2025年收入占比 .....	4
图2：预测2025年毛利占比 .....	4
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	6
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	7
表1：护城河详解表 .....	9
表2：公司整体业绩预测 .....	11
表3：公司分业务业绩预测 .....	11
表4：公司整体及分业务动态估值 .....	12
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	12

## 1. 基本信息

巨人网络成立于2004年，2007年曾在美股上市，后于2016年借壳世纪游轮回归A股。公司为中国网游开创者之一，以端游《征途》开创国产免费网游模式。当前，公司深耕MMORPG（大型多人在线角色扮演）和休闲竞技赛道手游，代表产品为《原始征途》、《球球大作战》、《超自然行动组》等。

## 2. 业务介绍

对于巨人网络公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

国内手游：

该业务即移动游戏（手机游戏），是指运行于手机或其他移动终端上的游戏。其以免费模式为主，部分带内购（内购指本身可免费下载，但玩家在游戏过程中可购买游戏内的装备和皮肤）。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

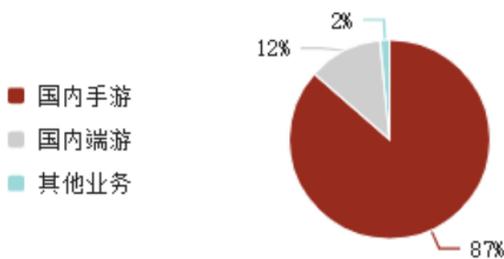
国内端游：

该业务即客户端游戏，是指需要用户在本地设备（通常是个人电脑）下载并安装专用客户端程序，通过该程序连接服务器才能运行的游戏。相较于页游和手游，其通常拥有更复杂精细的游戏设计、更高的画质，以及更丰富的内容体验。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

其他业务：

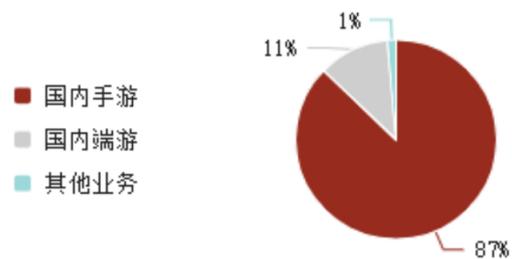
该业务主要包括周边产品销售与订阅平台分成。周边产品业务是对“征途”、“球球大作战”等IP价值的延伸开发，通过授权或自营方式销售实体衍生品。订阅分成是指公司在第三方游戏订阅平台上的收入（玩家支付固定的月度或年度费用订阅平台服务后，即可在订阅期内访问包括公司游戏在内的游戏库，平台根据游戏的使用时长或约定的固定比例，向公司支付分成）。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

### 3. 商业模式

巨人为典型的自研型游戏公司商业模式，具备“一低三高”的特征（资产强度较低，但在研发强度、营销强度及人力资源高端度上均保持很高水平）。公司通过高强度研发投入和顶尖人才，持续打造差异化产品；并通过高效率的营销与运营，实现对核心用户群体的持续吸引与深度变现。该模式驱动了其经典IP长线运营+新兴品类敏捷创新的双轮发展。

#### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司的资产强度较低，2024年其固定资产+在建工程占总资产比重仅4.5%。轻资产运营为游戏行业共性特征，游戏公司的竞争壁垒主要沉淀于游戏IP、研发人才及专有技术等无形资产中，而非依赖厂房、设备等重资产投入。一旦游戏开发完成，后续新增用户的边际成本较低，这使得游戏公司无需大量资金用于生产实物产品。

#### 3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司的研发强度高，2024年研发费用率达23.7%，维持在行业领先水平。相较于依赖代理或流量发行的公司，巨人坚持精品自研路线，重视年轻人才激励。此外，公司较早布局AI，通过自研和引入AI工具（如iImagine、千影游戏模型），聚焦研发提效和玩法创新。这使得其研发在保持高强度的同时，更具精准性和产出效率，而非简单的资源堆砌。

#### 3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司的营销强度高，2024年销售费用率达34.4%，为行业中上水平。对《超自然行动组》等新游，其营销并非依赖初期大规模轰炸，而是采取“口碑发酵+精准买量”模式，助推DAU（日活跃用户数）再上新高。同时，为维持《球球大作战》等长线产品的热度，公司也进行了电竞赛事投入和社区文化营销。在行业买量竞争依然激烈的背景下，公司持一种积极但追求费效比的理性投入策略。

#### 3.4 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司的人力资源处于高端水平，2024年人均薪酬为57.8万元/年，处于行业领先梯队。为了在玩家偏好快速迭代的市场中保持创新力，尤其是在开拓“女性向”、“微恐”等新兴细分领域时，公司需依赖顶尖的创意、技术和运营人才。因此，公司通过提供具有竞争力的薪酬，吸引并留住核心的策划、美术及技术专家，这支团队构成了其产品成功的坚实基石。

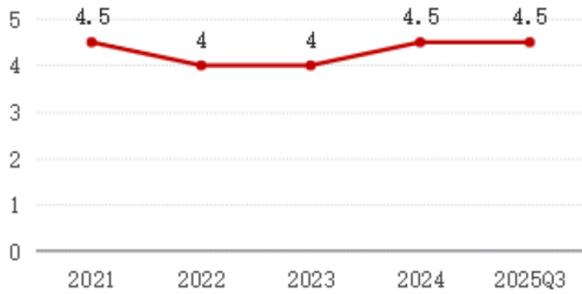
### 4. 历史经营绩效

公司的经营绩效近年来持续向好，成长能力、盈利能力、业务控制力及股东回报能力均较优秀。其手游业务精准卡位搜打撤（物资搜索、战斗对抗及撤离目标）、女性向微恐等差异化赛道，实现收入高增。公司整体呈现出经典IP基本盘稳固与新兴品类成功开拓的态势，验证了其聚焦差异化战略的有效性。

## 4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3: 近年公司盈利能力趋势图



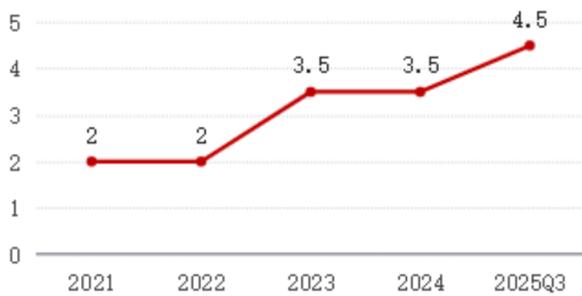
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司的盈利能力处于较优秀水平, 其2025年前三季度扣非净利率高达44.1%、ROIC (TTM) 达11.3%。一方面, 游戏作为数字内容行业无实物存货, 故周转率本身便高于其他行业。另一方面, 公司净利率领跑同业, 主要得益于自研产品占比提升、内部运营提效 (2023年项目管线优化、2024年AI赋能) 以及投资收益的贡献 (参股Playtika等游戏公司)。

## 4.2 历史成长能力

★★★★★

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



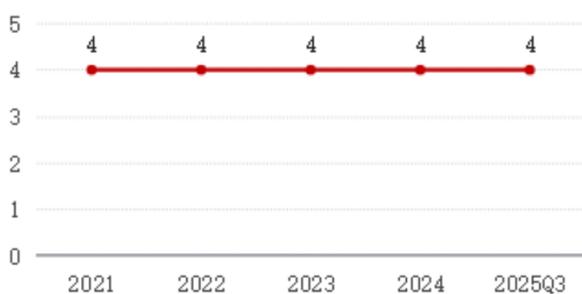
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司的成长能力近年来持续提升, 目前处于优秀水平。2023年其通过“征途”IP的焕新运营 (如《原始征途》手游), 稳住了基本盘。2025年, 现象级爆款《超自然行动组》的推出, 则标志着公司在创新品类上取得重大突破, 最高爬升至iOS中国区游戏畅销榜Top4, 验证了其捕捉新市场趋势的能力。2025年前三季度公司营收增速达51.8%, 领跑同行水平。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5: 近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



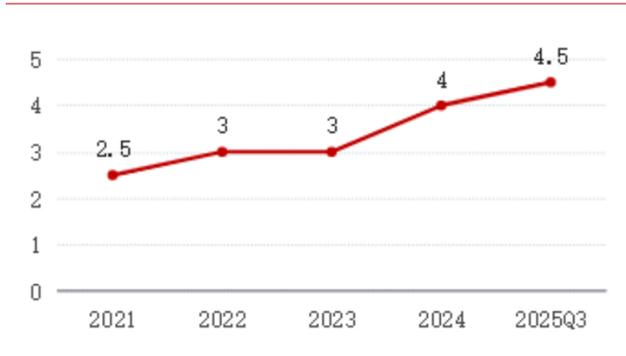
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司的业务控制力始终维持在较好水平, 盈利质量扎实, 2025年前三季度的经营性现金流净额/净利润比例达136.3%。一方面, 作为数字化产品, 游戏的预付充值模式 (如点卡、Q币) 使得现金回流先于服务提供; 且几乎没有实物存货损耗, 这为行业奠定了良好的现金流基础。另一方面, 公司主力产品如“征途”系列和《球球大作战》均已进入成熟运营期, 拥有稳定的付费用户生态, 这保障了现金流的持续性和稳定性。

## 4.4 股东回报评级

★★★★★

图6: 近年股东回报能力趋势图



数据来源: 公司财报, 壹评级

公司股东回报能力近年来呈上升趋势, 目前处于优秀水平。一方面, 公司稳健优秀的盈利能力与充沛的经营性现金流, 为其实施分红提供了保障。另一方面, 游戏公司的业务扩张主要依赖于研发和营销等无形投入, 无需将大量资金用于厂房、设备等重资产扩产。因此在满足战略投资需求后, 其将盈余利润通过分红回馈股东的意愿较强。

## 5. 四维评级

公司成长空间星级较高, 手游业务凭借对新兴品类的精准卡位和爆款驱动, 预计未来5年收入CAGR超30%; 而端游业务已处于成熟期, 依赖征途IP的“情怀向”存量用户, 预计未来收入小幅下滑。盈利趋势较好, 国内游戏行业虽为腾讯、网易双寡头格局, 但巨人凭借精品化自研模式+内部运营提效, 盈利能力在行业中上水平。产业格局较好, 其并未在主流红海进行同质化竞争, 而是专注搜打撤、女性向微恐等细分赛道; 且手游因其便捷性&强互动性, 被其它娱乐形式替代的风险较小。公司护城河深厚, 体现为产品差异化、AI技术赋能与高效的组织运营; 其基于成功方法论的玩法创新&社群运营能力, 在长期被侵蚀的风险较低。

### 5.1 成长空间

★★★★★

公司整体成长空间星级较高。其中, 手游业务凭借对“女性微恐+搜打撤”细分品类的精准卡位和爆款驱动, 如《超自然行动组》最高爬升至iOS中国区游戏畅销榜Top4, 未来5年收入CAGR预计超30%。而端游业务则面临国战MMO品类与当代玩家偏好的结构性矛盾, 主要面向征途IP的“情怀向”存量用户, 预计未来收入将呈小幅下滑。

#### 国内手游(5星):

该业务成长空间星级很高, 未来5年收入CAGR预计超30%。公司并未在传统的MOBA、射击品类红海中硬拼, 而是精准切入“女性微恐+搜打撤”等新兴融合品类, 《超自然》最高排名为iOS中国区游戏畅销榜Top4, 上线一年后仍稳居畅销榜Top20。其凭借“玩法组件化”创新与社群运营能力, 满足细分用户群体的新鲜感需求; 且通过较低的竞技门槛+中式微恐风格, 女性玩家占比超60%, 预计榜单持续性强于同在“女性向微恐”赛道的《第五人格》。

#### 国内端游(1星):

该业务成长空间星级较低, 核心制约在于国战MMO品类与当代玩家偏好的结构性矛盾。重度的日常任务带来负担感、相对固化的美术引发审美疲劳, 以及“Pay-to-win”的付费模式影响公平性, 这些因素共同导致了该品类整体的流水下滑。目前公司端游业务依赖征途IP的“情怀向”存量用户, 未来收入预计将小幅下滑。

## 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势较好。国内游戏行业呈现腾讯、网易双寡头格局（CR2近70%），巨人处于中部梯队。但其凭借精品化自研模式+内部运营提效，盈利能力处于行业中上水平。随着公司在已验证的“女性微恐+搜打撤”等差异化细分赛道深耕，其手游业务市占率有望进一步提升。

### 国内手游(3.5星):

该业务盈利趋势较好。国内手游市场为双寡头垄断格局，腾讯与网易凭借先发优势、强大资本与社交生态牢牢占据头部，巨人目前处于中部梯队（市占率约1%）。但其盈利能力在行业中较为领先，主要得益于差异化优势+内部变革提效。随着爆款《超自然行动组》的长线运营及对成功模式的复制，手游业务稳态市占率有望提升至3.5%。

### 国内端游(3星):

该业务盈利趋势一般。一方面，得益于精品化自研模式和“赛道制”改革带来的管理流程优化，公司的盈利水平仍领先同业。但另一方面，其端游业务主打传统的国战MMO品类，依赖于“情怀向”存量玩家，其市占率预计由1%小幅下滑至稳态的0.6%。

## 5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好。我国游戏行业品类繁杂，小型团队的进入门槛并不算高；但资金、人才和技术等核心要素，实则构筑了较高的成功壁垒。巨人并未在主流红海与巨头同质化竞争，而是专注搜打撤、女性向微恐等细分赛道，建立了差异化优势。此外，游戏作为满足即时娱乐与社交需求的核心载体，因其便捷性、强互动性与丰富的内容迭代，被其他娱乐形式完全替代的风险很小。

### 国内手游(4星):

该业务产业格局较好。我国手游市场的进入门槛虽不算高，但要从众多产品中脱颖而出并维持长期成功，对厂商的研发功底、持续运营和资金耐性提出了实质性考验。巨人避开了在MOBA、射击类等主流赛道的消耗战，凭借《超自然》在“搜打撤”、女性向微恐等细分赛道建立起差异化优势。此外，手游作为一种成熟的数字娱乐形式，因其便捷性与强社交属性，被其他娱乐形式完全替代的风险很小。

### 国内端游(3.5星):

该业务产业格局较好。尽管端游的新团队入场已较为稀少，但要在这一领域站稳脚跟并实现长线运营，其所需的资本投入规模、技术复杂度和生态构建周期，实则构成了一定壁垒。近年来国战类MMO的品类优势有所减退，但端游所提供的深度社交绑定和沉浸式世界观体验，使其“情怀向”玩家粘性较强，被替代的风险较小。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河深厚，体现为产品差异化、AI技术赋能与高效组织运营的综合优势。公司战略方向切换灵敏，且早期对AI的前瞻性布局，为其在研运环节的降本增效、玩法创新提供了技术储备。其基于成功方法论的玩法创新&社群运营能力，在长期被侵蚀的风险较低。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
国内手游	(4.5星) 该业务的护城河深厚。由于行业呈双寡头格局，公司位列中部梯队，市占率并不算高（约1%）；但其具备显著超额收益。该业务经壹评级调整的ROE及ROIC均超50%，游戏为轻资产运营模式，周转率本身较高；且巨人凭借精品化自研+变革提效，盈利能力较为领先。此外，其业务控制力较好，系游戏的预付费模式使得现金回流先于服务提供；且公司在细分赛道的成熟运营保障了扎实的盈利质量。	(4.5星) 该业务的护城河持续性优秀，主要具备产品力、技术优势及管理运营护城河。首先，公司具备精准选择并定义细分赛道的能力，但其依赖于对新兴用户偏好的敏锐捕捉；在Z世代需求快速迭代的背景下，产品力未来或有被侵蚀的可能性。其次，公司较早布局AI，并应用于剧情生成、关卡设计及用户行为分析，驱动玩法创新&研发提效，预计技术优势在长期被侵蚀的可能性较小。最后，公司近年来实施“赛道制”改革，研发及决策效率显著提升，这套高效执行体系在长期被侵蚀的可能性较小。
国内端游	(3.5星) 该业务的护城河较宽。公司主要聚焦国战MMO品类，市占率并不算高（约1%）；但其具备显著超额收益。该业务经壹评级调整的ROE及ROIC均超50%，主要源于极低的边际成本（成熟产品维护成本低）和持续优化的运营效率（“赛道制”改革）。此外，其业务控制力较好，经典端游的预付费模式与“征途”IP下成熟的付费生态，保障了现金流的稳定性。	(3.5星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备产品力、技术优势及管理运营护城河。首先，《征途》系列曾开启了端游的“道具付费模式”先河；但近年来依赖于“情怀向”存量玩家。面对玩家代际变迁，产品力未来或有被侵蚀的可能性。其次，AI技术应用于其客服自动化及外挂监测，实现了显著的运营降本，预计技术优势在长期被侵蚀的可能性较小。最后，公司对“征途”IP已建立流程化的运营体系，包括稳定的版本更新计划、成熟的活动策划机制，预计管理运营优势在长期被侵蚀的可能性较小。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

假设公司未来业绩增长来自手游ARPU提升、精耕差异化赛道带动市占率上升，以及AI赋能下的降本增效，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，其当前估值基本合理。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：国内手游、国内端游及其他业务。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务一：国内手游

收入假设：

1) 行业端：预计未来5年该行业规模CAGR为5-10%。当前我国手游在移动网民中的渗透率、用户日均使用时长均趋于稳定，故用户规模已见顶；未来行业增量将来自人均游戏支出（ARPU）的提升。参考日韩水平，预计我国手游ARPU/人均GDP比例将从0.38%提升至稳态的0.5%，驱动力来自“悦己消费”趋势及游戏供给持续精品化。

2) 公司市占率：一方面，《征途》系列手游（包括原始征途、王者征途等产品）定位国战类MMO，核心用户为情怀向存量玩家。参考该细分赛道约34个月的加权平均半衰期，预计其未来5年收入将同比下滑5-10%。另一方面，增长核心驱动力来自爆款《超自然行动组》，其精准卡位“女性向微恐+搜打撤”细分赛道。《超自然》凭借低上手门槛与“玩法组件”模式构建长线运营优势，预计其稳态期DAU维持在300-500w（淡旺季之间会有波动）；ARPU有望从4元/天提升至5-6元/天（参考《第五人格》），驱动手游业务未来5年收入CAGR超30%。综上，测算得其手游市占率将从1%提升至稳态的3.5%。

盈利能力假设：在AI技术全面赋能下，销售&研发费用率预计有所收窄（如角色&场景原画环节已提效50-70%）。同时，公司近年来实施“赛道制”改革，精简组织架构，管理费用率有望进一步优化。综上，该业务经营性净利率预计从27%提升至稳态的35%。

## 业务二：国内端游

### 收入假设：

1) 行业端：预计未来5年该行业规模CAGR为0-5%，增量来自常青游戏的持续运营、多端互通的进一步渗透（即端游与手游在账号&数据上互通）。随着引擎进步（如Unity引擎、云游戏技术）及行业实践，预计多端互通在端游行业的渗透率有望从50%提升至稳态的90%，从而吸引端游用户回流。

2) 公司市占率：该业务收入来自《征途》系列端游。考虑到其所属的国战MMO品类与当前主流偏好存在结构性矛盾（美术题材同质化、日常任务负担重、氪金机制影响公平性），其流水衰减速度可参照《征途》手游的假设部分。预计该业务未来5年收入将同比下滑0-5%，其市占率预计由1%小幅下滑至稳态的0.6%。

盈利能力假设：AI赋能下研发费用率有望收窄（如在UI和icon设计环节，已实现80%+的提效）；叠加“赛道制”改革带来的管理流程优化，该业务经营性净利率预计从24%提升至稳态的33%。

## 业务三：其他业务（周边产品、订阅平台分成等）

收入假设：该业务收入占比低（仅2%），预计未来5年收入CAGR约为5%，增量来自新游的订阅平台分成+热门角色的周边产品销售。一方面，巨人的差异化赛道深耕能力持续验证，爆款如《超自然》维持较高DAU，其在第三方游戏订阅平台上的分成收入将同步增长。另一方面，“征途”IP的怀旧向衍生品、《超自然》中的热门装备（如徽章盲盒），也将贡献一定的销售增量。

盈利能力假设：该业务同样受益于公司近年来的内部变革与运营提效，管理费用率有望持续优化，经营性净利率预计从10%小幅提升至稳态的13%。

表2：公司整体业绩预测

巨人网络	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	20.4	29.2	29.2	54.7	83.9	100.7	115.6	126.5
归母净利润(亿)	8.5	10.9	14.2	21.1	33.4	40.7	45.9	49.9
归母净利润增速(%)	-14.5	27.7	31.1	48.1	58.5	21.8	12.8	8.7
经营性净利润(亿)	5.6	7.5	7.5	15.8	27.9	34.9	40.4	44.3
经营性净利润增速(%)	33.6	33.9	-0.1	110.0	76.1	25.2	15.9	9.6
经营性归母净利润(亿)	5.7	7.5	7.5	15.8	27.7	34.7	40.2	44.1
经营性归母净利润增速(%)	35.7	30.6	0.0	109.9	76.1	25.2	15.9	9.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

国内手游	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	11.4	20.7	21.8	47.3	76.8	93.9	108.9	119.8
收入增速(%)	5.0	81.7	5.2	117.0	62.3	22.2	16.0	10.0
经营性净利润(亿)	3.3	5.6	5.9	13.8	25.8	32.8	38.3	42.3
经营性净利率(%)	29.0	26.8	26.9	29.3	33.6	34.9	35.2	35.3
经营性净利润增速(%)	41.2	67.8	5.6	135.8	86.2	27.2	16.9	10.2
国内端游	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	8.3	8.1	6.8	6.5	6.2	6.0	5.9	5.8
收入增速(%)	-5.7	-2.3	-15.8	-3.9	-5.3	-3.9	-1.0	-1.0
经营性净利润(亿)	2.3	1.9	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0	1.9
经营性净利率(%)	27.3	24.1	23.5	28.7	31.8	32.8	33.1	33.3
经营性净利润增速(%)	40.6	-14.0	-17.7	17.2	4.9	-0.8	-0.0	-0.6
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.7	0.4	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
收入增速(%)	-56.9	-38.6	46.7	39.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	7.7	8.1	10.0	11.8	12.7	15.6	14.9	12.9
经营性净利润增速(%)	-79.3	-35.9	81.3	65.1	7.2	23.2	-5.0	-12.9

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
国内手游	4.7%	中等-	较好	强	8.3%	15.84	39.3
其他业务	-	中低-	一般	一般	8.3%	6.96	0.1
国内端游	-	中低-	较好	较强	8.3%	8.59	2.0
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
国内手游(亿)	98.4	453.6	552.0	6.6	2.8	62.0	617.7
其他业务(亿)	0.4	0.6	1.0	0.2	-	1.5	2.7
国内端游(亿)	8.0	12.2	20.2	2.1	0.1	18.9	41.0
公司整体测算(亿)	106.7	466.4	573.2	8.8	2.9	82.4	661.5

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
国内手游(亿)	325.8	291.8	617.6	6.6	2.8	62.0	683.4
其他业务(亿)	0.9	0.4	1.3	0.2	-	1.5	3.0
国内端游(亿)	16.7	7.3	23.9	2.1	0.1	18.9	44.8
公司整体测算(亿)	343.3	299.4	642.8	8.8	2.9	82.4	731.1

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

巨人网络的估值确定性一般。一方面，游戏行业的榜单排名、流水数据在第三方平台可获得、具备可跟踪性，为盈利预测提供了一定基础。但另一方面，公司未来业绩依赖于新游表现，新游在版号审批、内部开发进度上均存在不确定性。此外，行业的玩家偏好迭代与内容创新速度极快，趋势方向和持续时间较难精准把握。综上，我们对公司估值的确定性一般。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间  $(X) = \text{估值}/\text{市值} - 1$ ，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。