

巨人网络（002558）

2025 年一季报点评：流水延续强劲增长，积极关注新游及 AI 进展

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,924	2,923	3,470	3,860	4,090
同比（%）	43.50	(0.05)	18.73	11.24	5.95
归母净利润（百万元）	1,086	1,425	1,643	1,790	1,920
同比（%）	27.67	31.15	15.27	8.95	7.32
EPS-最新摊薄（元/股）	0.56	0.74	0.85	0.92	0.99
P/E（现价&最新摊薄）	25.82	19.69	17.08	15.68	14.61

投资要点

- **事件：**2025Q1 公司实现收入 7.24 亿元，yoy+3.94%，qoq+2.75%；归母净利润 3.48 亿元，yoy-1.29%，qoq-1.76%；扣非归母净利润 3.49 亿元，yoy-10.45%，qoq+3.95%。
- **合同负债延续增长态势，看好后续利润释放。**2025Q1 公司重点游戏《原始征途》于 2025 年 1 月正式开启小程序版本买量投放，贡献可观流水增量，同时《王者征途》于 2024 年 2 月上线小程序平台，流水稳健增长，对应：1）2025Q1 收入同环比增长 3.94%、2.75%，2）截至 2025Q1 末，公司合同负债达 7.61 亿元，同比增加 2.90 亿元，环比增加 1.28 亿元，主要系用户充值流水需要根据道具消耗、玩家生命周期进行递延摊销确认。流水递延但推广费用当期确认，对应 2025Q1 销售费用率 38.41%，yoy+9.40pct，qoq-3.76pct，收入费用的阶段性错配致 2025Q1 公司归母/扣非归母净利润同比有所回落。展望后续，我们看好公司征途 IP 系列产品、休闲竞技赛道产品延续长线运营，递延收入有望逐步释放，贡献业绩增量。
- **多元新游储备充沛，积极关注新游上线进展。**公司积极自研新游戏，拓宽产品矩阵，打造新增长点。其中，1）多人组队游戏《超自然行动组》已于 2025 年初开启不删档付费测试，在没有宣发助力的情况下，iOS 游戏免费榜、iOS 冒险游戏畅销榜排名最高至 16、18 名，公司计划于 2025 年内正式上线推广；2）策略卡牌《代号杀》（尚未取得版号）于 2025/3/27 开启限量不删档测试，玩法和商业化较为成熟，持续关注版号及上线进展；3）中国历史题材 SLG《五千年》、休闲竞技类策略对抗游戏《口袋斗蛭蛭》均已获得版号，公司将根据产品测试情况择期上线。
- **积极拥抱 AI 全产业链，游戏+AI 持续探索落地。**公司已构建起围绕自研大模型为核心的全方位 AI 基础能力，实现 AI 工业化管线与多模态全矩阵布局。对内研发赋能上，在图像、视频、语音、代码、文本、策略等方面构落地一系列 AI 工具平台，降低研运成本。玩法创新上，在《太空杀》《原始征途》中落地 AI 原生玩法、陪伴型智能 NPC 玩法，积极探索 AI+游戏的玩法创新与体验优化，期待公司更多 AI 原生玩法的探索落地。产业链布局上，2025 年 2 月宣布与阿里云深化 AI 合作，加强游戏场景的 AI 落地应用及算力生态建设等领域联动，同月参加 AI 图像生成平台 LiblibAI 最新融资，持续拓展产业上下游的合作与布局。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.85/0.92/0.99 元，对应当前股价 PE 分别为 17/16/15 倍。我们看好公司存量游戏业绩稳健释放，新游戏陆续上线贡献增量，同时期待 AI+游戏探索落地，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。

2025 年 04 月 29 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.50
一年最低/最高价	8.44/17.58
市净率(倍)	2.19
流通 A 股市值(百万元)	28,053.88
总市值(百万元)	28,053.88

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.63
资产负债率(%，LF)	12.76
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 年年报点评：业绩表现亮眼，积极布局 AI 全产业链》

2025-04-25

《巨人网络(002558)：《原始征途》正式版定档，AI 布局持续落地》

2025-01-06

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,491	3,422	4,542	5,774	营业总收入	2,923	3,470	3,860	4,090
货币资金及交易性金融资产	2,274	3,224	4,340	5,578	营业成本(含金融类)	370	393	436	461
经营性应收款项	177	161	159	159	税金及附加	33	39	43	46
存货	0	0	0	0	销售费用	1,005	1,145	1,313	1,370
合同资产	0	0	0	0	管理费用	221	226	228	245
其他流动资产	41	36	43	37	研发费用	691	701	714	736
非流动资产	12,251	12,288	12,282	12,274	财务费用	4	(31)	(15)	(21)
长期股权投资	9,557	9,603	9,626	9,637	加:其他收益	170	191	212	225
固定资产及使用权资产	305	328	335	347	投资净收益	661	555	540	552
在建工程	390	370	352	334	公允价值变动	16	(50)	(50)	(50)
无形资产	64	64	64	64	减值损失	6	0	0	0
商誉	132	132	132	132	资产处置收益	(3)	0	0	0
长期待摊费用	29	29	29	29	营业利润	1,449	1,693	1,845	1,980
其他非流动资产	1,776	1,763	1,745	1,730	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	14,743	15,710	16,824	18,047	利润总额	1,447	1,693	1,845	1,980
流动负债	1,813	1,740	1,769	1,824	减:所得税	16	42	46	49
短期借款及一年内到期的非流动负债	650	650	650	650	净利润	1,431	1,651	1,799	1,930
经营性应付款项	56	56	65	63	减:少数股东损益	6	8	9	10
合同负债	634	551	523	553	归属母公司净利润	1,425	1,643	1,790	1,920
其他流动负债	473	483	530	557	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.74	0.85	0.92	0.99
非流动负债	69	69	69	69	EBIT	779	1,157	1,339	1,456
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	843	1,238	1,419	1,538
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	87.34	88.66	88.70	88.73
租赁负债	21	21	21	21	归母净利率(%)	48.75	47.33	46.36	46.96
其他非流动负债	48	48	48	48	收入增长率(%)	(0.05)	18.73	11.24	5.95
负债合计	1,881	1,809	1,837	1,893	归母净利润增长率(%)	31.15	15.27	8.95	7.32
归属母公司股东权益	12,823	13,855	14,931	16,090					
少数股东权益	38	46	55	65					
所有者权益合计	12,861	13,901	14,986	16,155					
负债和股东权益	14,743	15,710	16,824	18,047					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,034	1,174	1,412	1,571	每股净资产(元)	6.63	7.16	7.72	8.32
投资活动现金流	(312)	437	466	479	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	(542)	(611)	(713)	(762)	ROIC(%)	5.94	8.03	8.64	8.74
现金净增加额	180	1,001	1,166	1,288	ROE-摊薄(%)	11.11	11.86	11.99	11.94
折旧和摊销	64	81	80	81	资产负债率(%)	12.76	11.51	10.92	10.49
资本开支	(187)	(30)	(14)	(22)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.69	17.08	15.68	14.61
营运资本变动	230	(52)	24	61	P/B (现价)	2.19	2.02	1.88	1.74

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>