

公司研究 | 点评报告 | 巨人网络 (002558.SZ)

25Q1 《原始征途》小游戏贡献显著增量，新游及 AI 布局积极推进

报告要点

巨人网络披露 2025 年一季报，公司 25Q1 实现营收 7.24 亿（同比+3.94%/环比+2.75%），归母净利润 3.48 亿（同比-1.29%/环比-1.76%），扣非净利润 3.62 亿（同比-10.45%/环比+3.95%）。公司核心产品表现稳健，25Q1 《原始征途》小程序游戏贡献显著增量。《超自然行动组》《五千年》等数款储备新游积极推进，公司实现游戏+AI 全面布局，积极关注新游进展及 AI 赋能情况。

分析师及联系人



高超

SAC: S0490516080001

SFC: BUX177



杨云祺

SAC: S0490524090002

巨人网络 (002558.SZ)

25Q1《原始征途》小游戏贡献显著增量，新游及AI布局积极推进

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

巨人网络披露 2025 年一季报，公司 25Q1 实现营收 7.24 亿 (同比+3.94%/环比+2.75%)，归母净利润 3.48 亿 (同比-1.29%/环比-1.76%)，扣非净利润 3.62 亿 (同比-10.45%/环比+3.95%)。

事件评论

- **核心产品表现稳健，25Q1《原始征途》小程序游戏贡献显著增量**
 - 1)《原始征途》稳健长线运营，其正式版于 1 月 10 日上线。在正式版中，开放式经济系统升级显著，游戏增加高价值道具产出量，降低获取门槛。此外，正式版对拍卖行交易系统进行了优化，为玩家提供安全自由的交易环境。《原始征途》正式版首次推出小程序版本，支持 PC 端、移动端 APP 和小程序多端登录、兼容和互通。《原始征途》小程序在 2025 年 1 月正式开启买量投放，贡献可观的增量流水，带动公司 25Q1 营收增长。
 - 2) 受益于老游戏稳健运营和《原始征途》小程序游戏等带来的增量，公司确认的游戏递延收入增加。截至 2025 年 3 月 31 日，公司合同负债 7.61 亿，较 2024 年末的 6.34 亿及 24Q1 同期的 4.71 亿显著提升，递延收入的陆续确认有望持续释放业绩增量。
- **小游戏投放致销售费用增加，投资业务等因素影响公司业绩**
 - 1) 服务器托管费下降等因素带动 25Q1 公司毛利率提升至 91.3%；由于《王者征途》小游戏投放等因素，25Q1 销售费用增加至 2.78 亿 (同比+37.6%/环比-6.4%)，带动销售费用率同比提升至 38.4%；公司投放整体克制且 ROI 较好，销售费用率环比有所下降；
 - 2) 或由于公司联营企业及投资项目等原因，公司 25Q1 实现投资收益约 1.56 亿元 (24Q1 和 24Q4 分别为 1.40 亿/2.32 亿)。此外联营公司持有之长期借款利息等在 25Q1 为公司带来 0.45 亿的非经损失。
- **多款储备新游积极推进，游戏+AI 全面布局**
 - 1)《月圆之夜》的单机和联机都在预研新的玩法模式，预计 2025 年上半年开启测试；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，计划于 2025 年正式上线推广。中国历史题材的 SLG 游戏《五千年》及休闲竞技类策略对抗游戏《口袋斗蛭蚰》已取得版号。未来征途 IP 游戏的持续迭代和储备新游的积极推进有望贡献业绩增量。
 - 2) 公司持续推进 AI 技术与玩法的创新结合，《太空杀》是业内最早深耕 AI 原生玩法的游戏产品，也是业内首次将 Deepseek 大模型能力应用到推理游戏品类；《太空杀》已接入腾讯混元 Turbo S 构建 AI 玩家，由 Turbo S 驱动的总对局数近 90 万次，生成了超 700 万个 AI 玩家。公司“千影”有声游戏生成大模型持续迭代，与阿里云深化 AI 合作。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2025/2026 年公司归母净利润分别为 16.2 亿/18.2 亿，对应 PE 17.3/15.4 倍，维持买入评级。

风险提示

1、产品版号审批、上线进度及流水表现不及预期风险；2、行业监管风险；3、游戏行业竞争加剧风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	14.50
总股本(万股)	193,475
流通A股/B股(万股)	193,475/0
每股净资产(元)	8.74
近12月最高/最低价(元)	17.58/8.44

注：股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《小游戏表现亮眼，关注新游进展及 AI 赋能》
2025-04-29
- 《征途与休闲竞技游戏齐发力，关注 AI 赋能与 IP 打造》2024-11-03
- 《长线产品表现稳健，小游戏赛道成绩亮眼，关注核心游戏后续运营进展》2024-09-03



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、产品版号审批、上线进度及流水表现不及预期风险：游戏版号审核若收紧，则会导致新游戏上线时间不确定性提升，对游戏业务增长带来负面影响。且游戏内容具备上线后流水表现难以预测的特征，对公司业绩影响亦具备不确定性。
- 2、行业监管风险：游戏行业监管政策较为严格，政策监管趋紧可能影响公司经营。
- 3、游戏行业竞争加剧风险：公司布局的 MMO 游戏及小游戏赛道等均有较多游戏厂商积极布局，若竞争加剧，可能通过影响公司产品流水、提升销售费用等影响公司业绩。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于游戏行业稳健成长、公司游戏储备如期上线、整体市场竞争格局相对稳定对公司未来营收业绩进行预测。若以上假设不成立或不及预期我们盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期，估值结果偏高等，极端悲观假设下，若游戏行业景气度不及预期、公司储备游戏部分不能如期上线、公司所处赛道竞争加剧等，则公司未来收入/业绩增速或受影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2923	3383	3796	4084	货币资金	2058	2450	3851	4890
营业成本	370	404	430	443	交易性金融资产	216	216	216	216
毛利	2553	2979	3365	3641	应收账款	147	228	172	236
%营业收入	87%	88%	89%	89%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	33	41	46	49	预付账款	30	32	34	35
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	41	205	63	221
销售费用	1005	1184	1290	1348	流动资产合计	2491	3131	4337	5597
%营业收入	34%	35%	34%	33%	长期股权投资	9557	9557	9557	9557
管理费用	221	237	258	265	投资性房地产	119	119	119	119
%营业收入	8%	7%	7%	7%	固定资产合计	272	264	256	250
研发费用	691	744	816	858	无形资产	64	49	34	19
%营业收入	24%	22%	22%	21%	商誉	132	132	132	132
财务费用	4	0	0	0	递延所得税资产	210	210	210	210
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1898	1948	1998	2048
加: 资产减值损失	0	0	0	0	资产总计	14743	15410	16643	17931
信用减值损失	6	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	16	0	0	0	应付款项	53	59	60	63
投资收益	661	677	683	694	预收账款	2	0	0	0
营业利润	1449	1653	1866	2061	应付职工薪酬	205	170	181	186
%营业收入	50%	49%	49%	50%	应交税费	185	135	152	163
营业外收支	-2	0	0	0	其他流动负债	1366	1038	1063	1074
利润总额	1447	1653	1866	2061	流动负债合计	1813	1402	1456	1486
%营业收入	50%	49%	49%	50%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	16	25	37	52	应付债券	0	0	0	0
净利润	1431	1628	1829	2009	递延所得税负债	25	25	25	25
归属于母公司所有者的净利润	1425	1620	1820	1999	其他非流动负债	43	43	43	43
少数股东损益	6	8	9	10	负债合计	1881	1471	1525	1554
EPS (元)	0.78	0.84	0.94	1.03	归属于母公司所有者权益	12823	13893	15062	16312
					少数股东权益	38	46	55	65
现金流量表 (百万元)					股东权益	12861	13939	15118	16377
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	14743	15410	16643	17931
经营活动现金流净额	1034	316	1418	1144					
取得投资收益收回现金	73	677	683	694	基本指标				
长期股权投资	-1079	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-187	-50	-50	-50	每股收益	0.78	0.84	0.94	1.03
其他	881	0	0	0	每股经营现金流	0.53	0.16	0.73	0.59
投资活动现金流净额	-312	627	633	644	市盈率	16.27	17.32	15.42	14.03
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.91	2.02	1.86	1.72
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	27.49	26.30	20.63	17.17
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	9.7%	10.5%	10.9%	11.1%
筹资成本	-429	-550	-650	-750	净资产收益率	11.1%	11.7%	12.1%	12.3%
其他	-113	0	0	0	净利率	48.8%	47.9%	47.9%	49.0%
筹资活动现金流净额	-542	-550	-650	-750	资产负债率	12.8%	9.5%	9.2%	8.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	180	392	1401	1039	总资产周转率	0.21	0.22	0.24	0.24

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。