

巨人网络 (002558.SZ)

25Q1《原始征途》正式版上线短期利润承压，关注合同负债高增长

事件:

公司发布 25Q1 季报，实现营业收入 7.24 亿元，同比增长 3.94 亿元；实现归母净利润 3.48 亿元，同比下滑 1.29%；实现归母扣非净利润 3.62 亿元，同比下滑 10.45%。

点评:

- 一季度合同负债增长，关注后续收入利润释放潜力。《原始征途》正式版于今年 1 月 10 日上线，同步推出小程序版本开启买量投放。25Q1 合同负债期末余额为 7.61 亿元，相比报告期初增长 20.13%，主要系本报告期确认游戏递延收入增加所致。为迎接《原始征途》正式版 1 月上线，公司 24Q4 及 25Q1 销售费率为 42.17%、38.41%，远高于 24 年前三季度。我们认为一季度短期收入利润增速承压是因为新游上线正在推广期，预计后续递延流水确认收入将带来增长。
- 征途游戏长青，休闲竞技赛道持续创新。《球球大作战》24 年实现流水显著增长，核心用户留存创近年新高，ARPU 及付费渗透率同比大幅提高，单月流水创五年新高；上线小程序版本，全年累计注册用户达 300 万+，DAU 达 20 万，为 APP 端积累大量潜在用户。《太空杀》继续深耕国内市场，先后与奥特曼、猪猪侠、名侦探柯南等知名 IP 联动，积极探索“游戏+AI”，先后推出“推理剧场”“残局挑战”“内鬼挑战”等 AI 原生游戏玩法，数百万玩家参与体验，广受好评；《太空杀》海外版《Super Sus》24 年收入续创新高，同比增长超 50%，巩固了东南亚及南美社交推理头部游戏品牌的地位，并稳步向欧美拓展。其他品类及储备方面，《月圆之夜》联网模式收入占比持续提升，流水体量同比显著增长，单机和联机均在预研新玩法，预计 25H1 开启测试；自研多人组队游戏《超自然行动组》年初已开启不删档付费测试，计划年内正式上线；中国历史题材 SLG《五千年》及休闲竞技类策略对抗游戏《口袋斗蛐蛐》均已取得版号。
- 全方位拥抱 AI 浪潮。2 月 14 日公司宣布与阿里云的合作将围绕游戏场景应用方向持续深化。AI 技术研发层面，巨人网络 AI 实验室与阿里云将聚焦 AI Agent（智能体）及高性能算力合作；游戏场景应用层面，《太空杀》等游戏全面升级与通义大模型的合作，打造更加“千人千面”的个性化游戏体验。2 月 24 日宣布公司参与 AI 图像生成平台 LiblibAI-哩布哩布 AI 最新融资，为本轮产业投资方。3 月 14 日，《太空杀》上线接入 DeepSeek 的“内鬼挑战”玩法，是业内首次将 Deepseek 大模型能力应用到推理游戏品类，重新定义人机对抗智能边界。此外，《原始征途》陪伴型 AI NPC “小师妹” 3 月也接入 DeepSeek-R1，拥有 NPC 性格、情绪和长期记忆，助力提升玩家粘性，已面向全量用户开放。
- 维持“强烈推荐”投资评级。公司核心产品经营韧性较强，叠加多款储备游戏将于 25H2 上线，有望贡献业绩增量，我们预计公司 25-27 年营业收入分别为 33.32/36.65/39.77 亿元，同比增速分别为 14%/10%/8%；归母净利润分别为 16.18/17.64/19.49 亿元，同比增速分别为 14%/9%/10%，对应当前股价市盈率分别为 17.3/15.9/14.4 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/传媒

目标估值：NA

当前股价：14.53 元

基础数据

总股本（百万股）	1935
已上市流通股（百万股）	1935
总市值（十亿元）	28.1
流通市值（十亿元）	28.1
每股净资产（MRQ）	6.7
ROE（TTM）	10.9
资产负债率	13.0%
主要股东	上海巨人投资管理有限公司
主要股东持股比例	29.16%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《巨人网络（002558）—征途 IP 小程序游戏爆发，全方位拥抱 AI+游戏》2025-04-30
- 2、《巨人网络（002558）—原始征途正式版 1 月 10 日上线，自研有声游戏生成大模型“千影”出炉》2025-01-13
- 3、《巨人网络（002558）—24Q3 营收环比增长，核心产品经营稳健》2024-11-02

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

□ 风险提示：新游上线不及预期、买量成本上升、研发进度不及预期风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2924	2923	3332	3665	3977
同比增长	44%	-0%	14%	10%	8%
营业利润(百万元)	1109	1449	1649	1796	1983
同比增长	33%	31%	14%	9%	10%
归母净利润(百万元)	1086	1425	1618	1764	1949
同比增长	28%	31%	14%	9%	10%
每股收益(元)	0.56	0.74	0.84	0.91	1.01
PE	25.9	19.7	17.4	15.9	14.4
PB	2.4	2.2	2.0	1.8	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2330	2491	2549	2156	3079
现金	1889	2058	2063	1652	2551
交易性投资	215	216	216	216	216
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	160	147	186	197	212
其它应收款	7	12	13	15	16
存货	0	0	0	0	0
其他	60	58	71	77	84
非流动资产	11040	12251	12661	14505	15126
长期股权投资	8478	9557	9017	9287	9152
固定资产	244	272	375	627	583
无形资产商誉	185	196	176	158	143
其他	2133	2227	3092	4433	5248
资产总计	13371	14743	15210	16661	18205
流动负债	1565	1813	1061	1231	1347
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	52	53	59	63	69
预收账款	435	636	487	613	680
其他	1078	1124	514	555	598
长期负债	73	69	80	75	74
长期借款	0	0	0	0	0
其他	73	69	80	75	74
负债合计	1639	1881	1140	1306	1422
股本	1518	1489	1489	1489	1489
资本公积金	3250	3166	3166	3166	3166
留存收益	6921	8169	9370	10649	12069
少数股东权益	43	38	45	52	61
归属于母公司所有者权益	11689	12823	14025	15303	16723
负债及权益合计	13371	14743	15210	16661	18205

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1125	1034	599	1002	1015
净利润	1092	1431	1625	1772	1957
折旧摊销	52	52	58	67	94
财务费用	22	25	3	(15)	(17)
投资收益	(477)	(661)	(938)	(989)	(1110)
营运资金变动	504	222	(161)	152	90
其它	(67)	(35)	12	16	(0)
投资活动现金流	(315)	(312)	465	(938)	397
资本支出	(89)	(187)	(224)	(251)	(28)
其他投资	(226)	(124)	689	(687)	425
筹资活动现金流	(660)	(542)	(1059)	(475)	(513)
借款变动	593	110	(650)	0	0
普通股增加	(24)	(30)	0	0	0
资本公积增加	(772)	(84)	0	0	0
股利分配	(444)	(527)	(417)	(486)	(529)
其他	(12)	(12)	8	10	16
现金净增加额	150	180	5	(411)	899

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2924	2923	3332	3665	3977
营业成本	324	370	387	425	461
营业税金及附加	33	33	37	41	44
营业费用	1019	1005	1146	1260	1368
管理费用	178	221	251	277	300
研发费用	692	691	788	867	941
财务费用	(6)	4	3	(15)	(17)
资产减值损失	(21)	3	(9)	(3)	(6)
公允价值变动收益	(191)	16	13	(20)	(16)
其他收益	160	170	178	187	197
投资收益	477	661	747	822	929
营业利润	1109	1449	1649	1796	1983
营业外收入	0	3	1	2	2
营业外支出	8	5	6	6	6
利润总额	1101	1447	1644	1792	1979
所得税	10	16	19	20	22
少数股东损益	5	6	7	7	8
归属于母公司净利润	1086	1425	1618	1764	1949

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	44%	-0%	14%	10%	8%
营业利润	33%	31%	14%	9%	10%
归母净利润	28%	31%	14%	9%	10%
获利能力					
毛利率	88.9%	87.3%	88.4%	88.4%	88.4%
净利率	37.2%	48.8%	48.6%	48.1%	49.0%
ROE	9.2%	11.6%	12.1%	12.0%	12.2%
ROIC	8.7%	11.0%	11.7%	11.9%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	12.3%	12.8%	7.5%	7.8%	7.8%
净负债比率	4.6%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.4	2.4	1.8	2.3
速动比率	1.5	1.4	2.4	1.8	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率					
应收账款周转率	20.3	19.0	20.0	19.1	19.4
应付账款周转率	6.2	7.0	6.9	7.0	7.0
每股资料(元)					
EPS	0.56	0.74	0.84	0.91	1.01
每股经营净现金	0.58	0.53	0.31	0.52	0.52
每股净资产	6.04	6.63	7.25	7.91	8.64
每股股利	0.21	0.28	0.33	0.36	0.39
估值比率					
PE	25.9	19.7	17.4	15.9	14.4
PB	2.4	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	18.3	14.0	12.1	11.2	10.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。