

巨人网络 (002558.SZ) IP 为盾，锐意创新，老牌游戏龙头再启航

2025 年 06 月 25 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

方光照（分析师）

田鹏（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

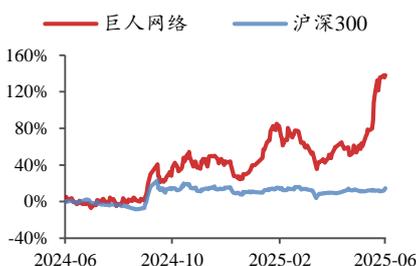
tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790523090001

日期	2025/6/25
当前股价(元)	21.41
一年最高最低(元)	22.52/8.44
总市值(亿元)	414.23
流通市值(亿元)	414.23
总股本(亿股)	19.35
流通股本(亿股)	19.35
近 3 个月换手率(%)	137.19

股价走势图



数据来源：聚源

● **核心 IP 稳固，《超自然行动组》等驱动成长，首次覆盖，给予“买入”评级**
 公司为研运一体的网络游戏龙头公司，公司核心 IP “征途”系列通过精细化长线运营，基本盘稳固，以《球球大作战》为代表的休闲竞技游戏也为公司优势品类，两大赛道构成公司稳定业绩基石。《超自然行动组》《五千年》等新品类游戏有望进一步拓展公司成长空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 19.19/23.07/25.60 亿元，EPS 分别为 0.99/1.19/1.32 元，当前股价对应 PE 分别为 21.6/18.0/16.2 倍。我们看好公司征途、休闲竞技两大赛道业绩基石稳固，新品类突破及新产品周期驱动公司长期成长，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **IP 为盾，“国战 MMO”“多人休闲竞技”两大赛道基石稳固**

公司拥有“征途”“球球大作战”两大强生命力的核心 IP，积累了庞大且忠实用户基础，构成了坚实的护城河。在 2024 年，公司成功拓展小游戏渠道，推出的《王者征途》全年贡献流水 6 亿元，新增用户超 2500 万，验证了重度 MMO 游戏在小程序赛道的可行性。该模式成功扩大了用户圈层，并可复制到《原始征途》及其他存量游戏中，有望持续贡献业绩增量，对标“传奇”IP 的 300 亿市场规模，“征途”IP 仍有较大发展空间。此外，在休闲竞技赛道，《球球大作战》《太空杀》等产品流水仍有望继续提升，并积极出海，寻找更广阔成长空间。

● **新品类游戏为矛，《超自然行动组》《五千年》等新游逐渐构筑新增长曲线**

公司在巩固 MMORPG 和休闲竞技两大核心赛道的同时，积极向 SLG、卡牌等新品类拓展。公司自研的非对称竞技手游《超自然行动组》于 2025 年初开启不删档付费测试，用户反馈良好，游戏在 iOS 免费榜、畅销榜排名持续爬升，最高进入畅销榜前 50 名，公司计划 2025 年年内正式上线进行推广，有望进一步推动游戏用户及流水增长。此外，《五千年》作为公司在中国历史题材 SLG 领域的重点布局，已取得版号且已完成多轮测试，有望加速上线，助力公司在新赛道取得突破，并持续贡献可观流水增量。

● **风险提示：**新游戏流水不及预期，老游戏流水下滑，行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,924	2,923	3,637	4,350	4,903
YOY(%)	43.5	-0.0	24.4	19.6	12.7
归母净利润(百万元)	1,086	1,425	1,919	2,307	2,560
YOY(%)	27.7	31.2	34.7	20.2	10.9
毛利率(%)	88.9	87.3	88.3	88.4	88.5
净利率(%)	37.2	48.8	52.8	53.0	52.2
ROE(%)	9.3	11.1	13.1	13.8	13.5
EPS(摊薄/元)	0.56	0.74	0.99	1.19	1.32
P/E(倍)	38.1	29.1	21.6	18.0	16.2
P/B(倍)	3.5	3.2	2.9	2.5	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司为研运一体的头部游戏公司	4
1.1、 公司成功实现端转手并持续进行品类拓展.....	4
1.2、 主营业务：聚焦游戏行业，端游、手游共同发展.....	5
1.3、 财务分析：盈利能力强劲，营收增长潜力大.....	6
2、 IP 为盾，“国战 MMO”“多人休闲竞技”两大赛道基石稳固	7
2.1、 《征途》IP 经久不衰，手游、小游戏等新品不断带来增量	7
2.2、 多人休闲竞技赛道实现产品长青	10
2.2.1、 拳头产品《球球大作战》长线表现稳健.....	10
2.2.2、 《太空杀》创新探索 AI 原生玩法	11
3、 新品类游戏为矛，《超自然行动组》《五千年》等新游逐渐构筑新增长曲线	12
3.1、 集中资源投入及精英化、年轻化人才结构，助力公司实现品类突破.....	12
3.2、 新游戏《超自然行动组》有望成下一款成功大 DAU 产品	13
3.3、 《五千年》入局 SLG 赛道，或进一步打开业绩成长空间	14
4、 “游戏+AI”战略布局领先，技术赋能降本增效与玩法创新	15
5、 盈利预测与投资建议	16
5.1、 关键假设	16
5.2、 估值	17
5.3、 投资建议	17
6、 风险提示	17
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1： 公司实现端转手并持续进行品类拓展.....	5
图 2： 公司端游产品主要为征途系列	5
图 3： 公司手游产品涵盖多个品类	6
图 4： 公司营业收入重回增长	6
图 5： 公司合同负债金额呈上升趋势	6
图 6： 公司 2023-2024 年归母净利润增长显著	7
图 7： 公司 2023-2024 年扣非归母净利润增长显著	7
图 8： 公司毛利率、归母净利率整体呈上升趋势.....	7
图 9： 管理、研发费用率管控良好，销售费用率随新品周期而攀升	7
图 10： 《征途》端游上线后成为现象级产品.....	8
图 11： 公司打造了《征途》IP 产品矩阵	8
图 12： 《原始征途》手游还原了纯正征途体验.....	9
图 13： 《原始征途》手游上线以来在 iOS 畅销榜表现稳定	9
图 14： 《王者征途》微信小游戏畅销榜排名最高至第 4.....	10
图 15： 公司进入 2024 中国小游戏 100 强	10
图 16： 《球球大作战》在 IOS 畅销榜表现稳定	11
图 17： 《球球大作战》继续上线新内容	11
图 18： 《球球大作战》推出元宵节活动	11
图 19： 《太空杀》“内鬼挑战”首次将 Deepseek 大模型应用到推理游戏	12

图 20: 公司在征途嘉年华举办用户游戏共创活动	12
图 21: 公司员工数量有所优化且本科以上学历员工占比高 (人)	13
图 22: 《超自然行动组》为多人组队探险游戏	13
图 23: 《超自然行动组》带给用户沉浸式探险体验	13
图 24: 《超自然行动组》上线后在 iOS 免费榜排名持续爬升	14
图 25: 《超自然行动组》在 iOS 畅销榜排名持续爬升	14
图 26: 《五千年》为中华历史题材 SLG	15
图 27: 《五千年》游戏 UI 设计简洁	15
图 28: 《率土之滨》《三国志·战略版》《三国: 谋定天下》2024 年以来保持在 iOS 畅销榜前 60 名	15
图 29: 公司打造完整 AI 游戏生态	16
表 1: 预计公司营业收入保持持续增长	16
表 2: 公司 PEG (2027E) 低于可比公司平均值	17

1、公司为研运一体的头部游戏公司

1.1、公司成功实现端转手并持续进行品类拓展

巨人网络（002558.SZ）公司定位为一家以互联网文化娱乐为主的综合性互联网企业。经过十余年的发展和沉淀，公司确立了聚焦精品、玩家至上、注重长留等研发理念，在电脑端网络游戏和移动端网络游戏市场均推出了多款游戏精品大作，特别在 MMORPG 和多人休闲竞技领域建立了良好的竞争优势。

（1）初创崛起与海外上市（2004-2007 年）

2004 年，上海征途网络科技有限公司成立，开启《征途》研发。2005 年，《征途》内测并宣布永久免费，凭借创新性举措迅速打开市场。2006 年正式公测后，《征途》同时在线人数接连突破，占据中国市场高点。2007 年，《征途》同时在线突破 100 万，同年巨人网络在美国纽约证券交易所成功上市，完成从创立到崛起的重要跨越。

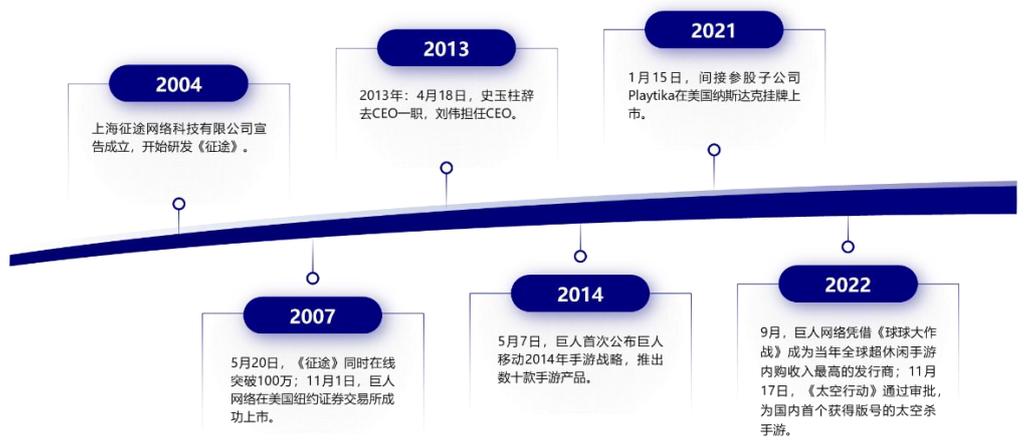
（2）多线探索与国内回归（2008-2016 年）

2008 年，《征途》《巨人》在线人数屡创新高。随后几年，巨人网络在端游领域持续发力，推出《征途 2》《仙侠世界》等新品，还涉足网页游戏、海外代理等业务。2013 年史玉柱辞任 CEO，公司持续推进业务革新。2014 年起，巨人网络加速手游布局，《球球大作战》《帕斯卡契约》等产品崭露头角。2016 年，巨人网络回归 A 股，完成重组，还收购 Playtika 布局全球，开启综合性互联网企业转型。

（3）创新发展与持续深耕（2017-2022 年）

从 2017 年开始，巨人网络推出“赢在巨人”计划，通过这一计划大力扶持游戏开发团队，成功孵化出《月圆之夜》等游戏。在拓展游戏业务的同时，公司还跨界涉足互联网金融、租房等领域。2019 年，巨人网络将目光投向海外手游市场，加大出海业务拓展力度，旗下《帕斯卡契约》亮相苹果发布会，引发广泛关注。2020 年至 2022 年，巨人网络凭借《球球大作战》《原始征途》《太空行动》等热门游戏，在游戏营收增长、IP 联动合作、电竞领域布局等多个方面全面发力，不仅持续夯实游戏业务根基，还积极探索多元化的发展路径。

图1：公司实现端转手并持续进行品类拓展



资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、主营业务：聚焦游戏行业，端游、手游共同发展

巨人网络作为一家综合性互动娱乐企业，始终坚持自主研发、聚焦精品的战略，并奉行研运一体化的经营模式。公司在电脑端和移动端网络游戏市场推出了多款精品大作，特别是在 MMORPG 和多人休闲竞技领域建立了显著的竞争优势。公司目前最主要的两条产品线分别为“征途”系列和“球球大作战”，其中“征途”IP 是国战类 MMORPG 网游最知名品牌之一，全系产品累计流水超 300 亿元。

公司的端游涵盖仙侠、角色扮演、格斗等多种类型。既有如《征途》系列凭借创新玩法和模式积累大量用户，也有《仙侠世界》系列凭借独特设定与顶尖画面打造仙侠体验，还有代理运营的《艾尔之光》带来别样格斗冒险，展现了公司在端游领域丰富的产品线和多元化的探索，满足不同玩家的需求。

图2：公司端游产品主要为征途系列



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司旗下手游品类丰富多样，覆盖国战、休闲竞技、社交推理、卡牌、动作、体育等多元领域。在玩法层面，既深度传承经典端游元素，让老玩家重温情怀，又不断推陈出新，带来新颖体验；在市场表现上，有的登顶下载榜单，有的全球用户量破亿，还有的获苹果官方赞誉。这些手游彰显了巨人网络在手游赛道上积极拓展、

勇于创新的进取姿态，以多样化精品满足玩家多元娱乐需求。

图3：公司手游产品涵盖多个品类



资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.3、财务分析：盈利能力强劲，营收增长潜力大

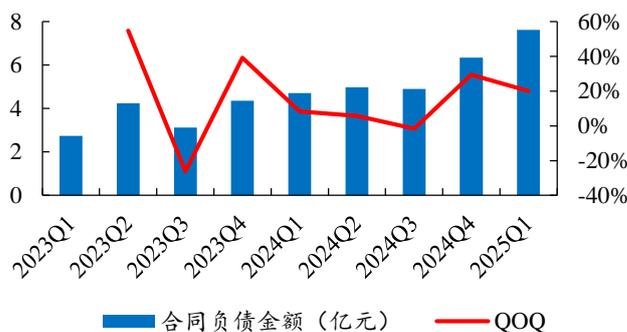
公司营业收入稳中有增，合同负债提升为收入增长提供支撑。公司2024年营收29.23亿元，同比基本持平，2025Q1营收7.24亿元，同比增长3.94%。公司合同负债金额在过去几个季度呈现波动上升趋势，尤其是在2024Q4和2025Q1，合同负债金额显著增加，或表明公司通过游戏产品的推广和买量投放，成功吸引了用户充值，形成了较高的递延收入，为未来收入增长提供了支撑。

图4：公司营业收入重回增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司合同负债金额呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

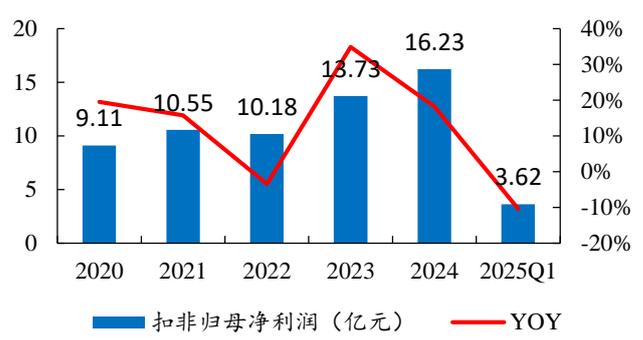
公司2023-2024年归母净利润与扣非归母净利润增长显著，主要受《原始征途》手游、《王者征途》小游戏等新品带动。随着《原始征途》小游戏加大买量投入及利润持续释放，以及《超自然行动组》等新游戏流水增长，公司归母净利润有望持续增长。

图6：公司 2023-2024 年归母净利润增长显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

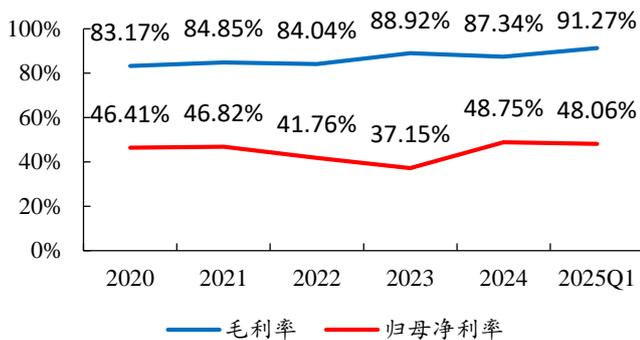
图7：公司 2023-2024 年扣非归母净利润增长显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

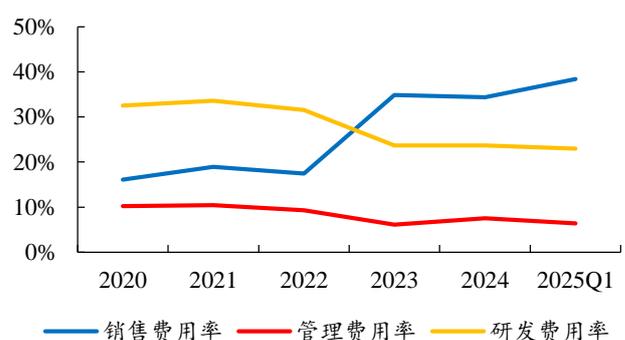
公司毛利率呈上升趋势，研发费用率与管理费用率控制良好，整体呈下降趋势，销售费用率随新产品上线带动的投放需求增长而逐步攀升，但由于公司投资收益带动，归母净利率整体呈上升趋势。

图8：公司毛利率、归母净利率整体呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：管理、研发费用率管控良好，销售费用率随新品周期而攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、IP 为盾，“国战 MMO”“多人休闲竞技”两大赛道基石稳固

2.1、《征途》IP 经久不衰，手游、小游戏等新品不断带来增量

“征途”IP 开创“免费游戏 + 道具收费”模式。《征途》IP 从 2005 年诞生至今，不仅见证了国产网游的崛起与转型，更通过持续的模式创新和 IP 扩展，在 20 年间保持了旺盛的生命力。2005 年，公司推出首款自研 MMORPG 端游《征途》，以中国武侠文化为背景，融合万人国战、自动寻路、宠物养成等玩法，迅速成为现象级产品。2007 年同时在线突破 100 万，2008 年达到 210 万。其颠覆性的“免费游戏 + 道具收费”模式，打破了当时点卡制的行业规则，通过“给玩家发工资”“全民福利”等运营策略，吸引了大量非核心玩家，累计注册用户数突破 5 亿。

图10: 《征途》端游上线后成为现象级产品



资料来源: 17173 手游网

《征途》端游产品形成矩阵，加强 IP 属性。为满足不同玩家需求，公司陆续推出《征途 2》《绿色征途》《征途怀旧版》等 8 款端游。其中，《征途 2》引入“家族战”“庄园系统”等创新玩法，《绿色征途》主打公平竞技，形成差异化产品矩阵。同时，游戏通过“国战电竞化”尝试，将万人国战与电竞赛事结合，举办《征途》万人国战超级联赛，强化 IP 的竞技属性。

图11: 公司打造了《征途》IP 产品矩阵



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

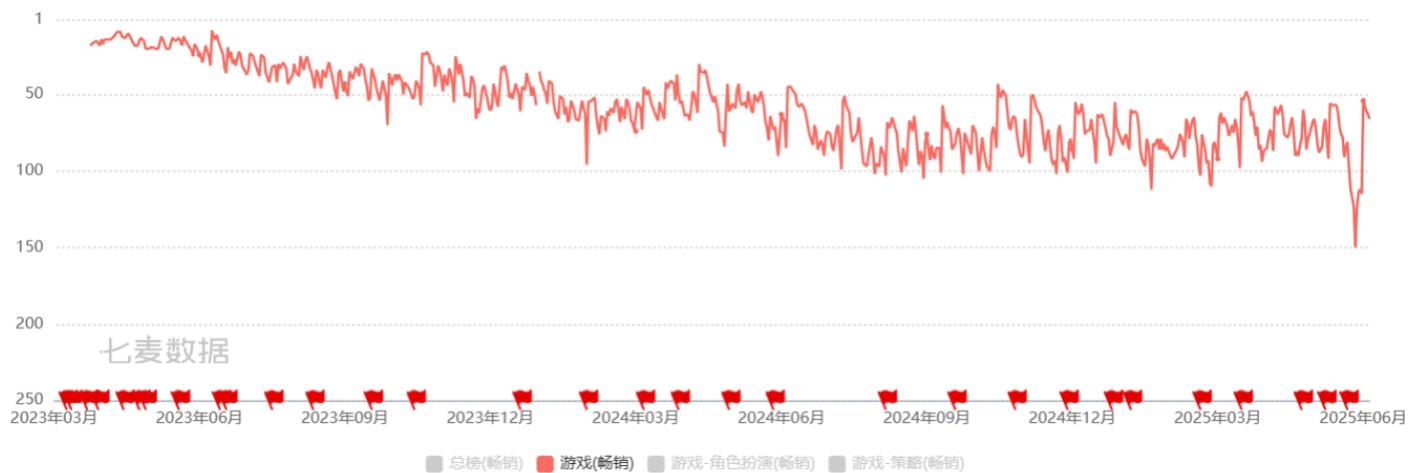
“征途”IP 手游《原始征途》大获成功进一步拓宽了 IP 天花板。《原始征途》2023 年 3 月上线发行并大获成功。该产品由公司董事长史玉柱先生担任监制，历时三年研发，以“原汁原味还原征途玩法”和“十万人开服”为特色，上线后首月流水超 3 亿，年流水超过 15 亿，累计新注册用户数超 1500 万。该产品的成功再次体现了征途 IP 强大的用户号召力和经久不衰的生命力。游戏上线之后，《原始征途》手游研发团队重点围绕社交、战斗和玩法丰富度对游戏进行了全面升级，为玩家打造更多维、开放的社交系统；建立区服链接，开辟跨区争霸系列赛事，强化超大型战斗体验；进一步优化任务时间，为新手玩家“减负”，对游戏版本的持续优化也使得《原始征途》在公测上线一年后仍保持稳定的用户生态和流水。

图12: 《原始征途》手游还原了纯正征途体验



资料来源: 哔哩哔哩

图13: 《原始征途》手游上线以来在 iOS 畅销榜表现稳定



资料来源: 七麦数据

小程序游戏渠道发力, 为征途 IP 赛道注入增长活力。2024 年开始, 征途 IP 赛道多款小程序游戏相继上线或进入测试阶段, 为整个赛道带来了新的用户活力和增长动力。其中, 《王者征途》累计新增用户超 800 万, 2024 年 2 月上线后流水连续 5 个月环比增长, 在微信小游戏畅销榜排名最高至第四, 华为小游戏畅销榜排名最高至第二, 2024 年实现流水 6 亿元, 成为重度 MMO 游戏转小程序游戏成功的标杆。《原始征途》小程序游戏 2024 年上线, 并配合《原始征途》端游在 2025 年 1 月 10 日上线正式版本, 同时公司加大买量力度, 《原始征途》小程序游戏排名快速提升, 最高进入微信小游戏畅销榜前十。

图14: 《王者征途》微信小游戏畅销榜排名最高至第4


资料来源：手游那点事 Gamez 公众号

图15: 公司进入2024中国小游戏100强

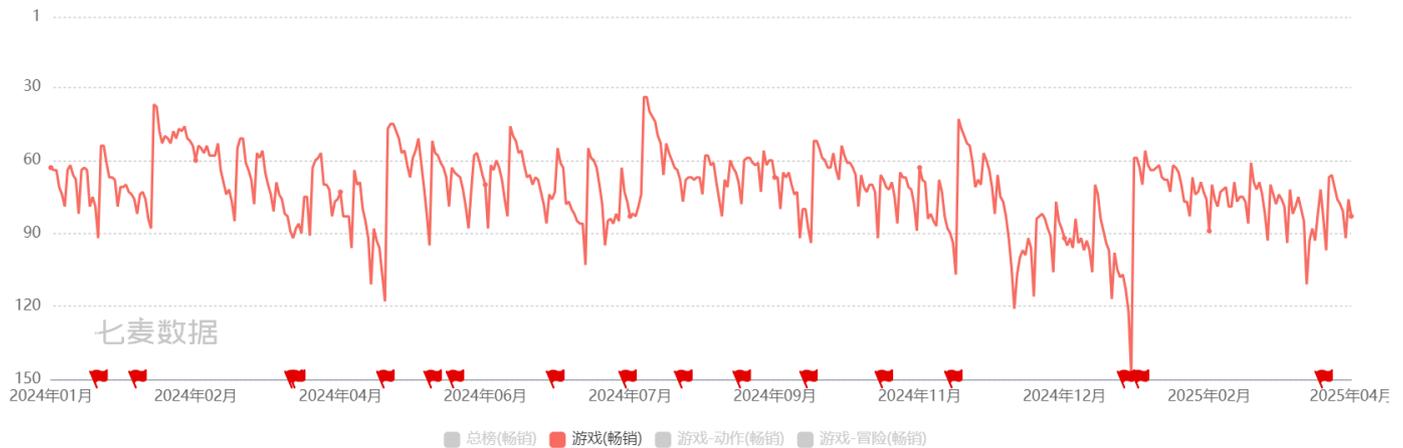

资料来源：引力引擎科技公众号

2.2、多人休闲竞技赛道实现产品长青

2.2.1、拳头产品《球球大作战》长线表现稳健

《球球大作战》是公司于2015年上线的自研休闲多人竞技游戏，具有黏性高、年轻化、男女性别比例相对均衡、强社交属性等特点，并开创了新的移动电竞品类。根据公司公告，2024年《球球大作战》实现流水显著增长，通过更新经典玩法、优化付费内容等手段，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。《球球大作战》还上线小程序版本，全年累计注册用户达到300多万，DAU达到20万，为APP端积累了大量潜在用户。

图16: 《球球大作战》在 IOS 畅销榜表现稳定



资料来源: 七麦数据

持续内容更新与迭代,保持游戏活力。《球球大作战》保证每周至少一次的小更、每月至少一次的大更的更新频率,对玩法、活动、皮肤、内容、功能的不断进行迭代,满足了玩家对于新内容的追求,能够有效提高用户粘性,带动游戏流水。公司在春节、五一等重要节点,通过营销和福利内容,对沉寂用户进行唤醒的同时,持续吸引新玩家,维持了DAU的稳定态势。

图17: 《球球大作战》继续上线新内容



资料来源:《球球大作战》官网

图18: 《球球大作战》推出元宵节活动



资料来源:《球球大作战》官网

2.2.2、《太空杀》创新探索 AI 原生玩法

公司自研太空狼人杀手游《太空杀》,持续迭代版本内容,先后与奥特曼、猪猪侠、名侦探柯南等知名 IP 联动,带给用户全新体验,维持了其在该品类的领跑地位。同时,同时《太空杀》积极探索“游戏+AI”的创意,先后推出了“推理剧场”、“残局挑战”和“内鬼挑战”等 AI 原生游戏玩法,参与体验的玩家数量超过数百万。2025 年 3 月上线的“内鬼挑战”,是业内首次将 Deepseek 大模型能力应用到推理游戏品类。此外,《太空杀》的海外版《Super Sus》2024 年收入续创新高,同比增长超过 50%,巩固了其作为东南亚及南美地区社交推理头部游戏品牌的地位,并稳步向美国和欧洲拓展。

图19: 《太空杀》“内鬼挑战”首次将 Deepseek 大模型应用到推理游戏



资料来源: 巨人网络公众号

3、新品类游戏为矛,《超自然行动组》《五千年》等新游逐渐构筑新增长曲线

3.1、集中资源投入及精英化、年轻化人才结构,助力公司实现品类突破

采用集中资源投入与用户共研策略,打造顺应时代潮流产品。公司坚持自主研发、聚焦精品战略,奉行研运一体化的经营模式。在核心赛道“国战 MMORPG”、“多人休闲竞技”之外,聚焦资源投向少数细分赛道与关键项目,努力打造符合时代潮流和用户需求的爆款产品。公司在新项目上也积极落实“尽早见用户”环节,与玩家共研,洞察用户需求,在与玩家的交流讨论中发掘灵感,游戏版本内容都时刻与玩家保持同步,更能打造玩家喜欢的高质量精品游戏。

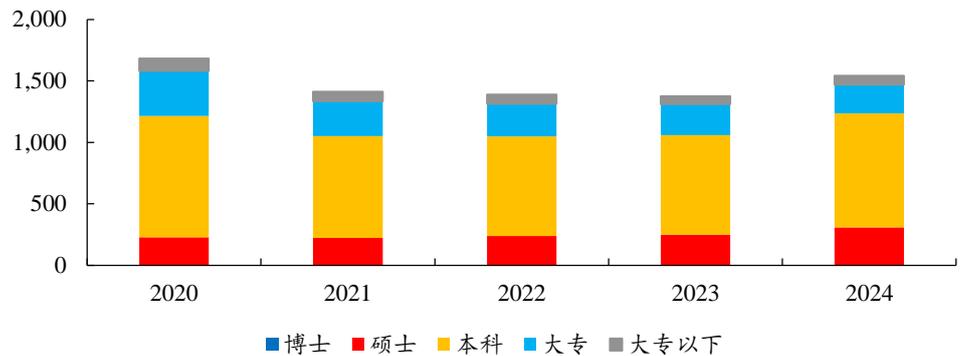
图20: 公司在征途嘉年华举办用户游戏共创活动



资料来源: GameRes 游资网公众号

团队结构的年轻化、人才优化及经验积累，使公司具备灵活响应市场变化的能力。公司注重精英化、年轻化的人才储备，大胆启用创新能力较强的年轻人，以保持公司强大的生命力。公司员工近 80% 为本科及以上学历，形成精英化结构。团队在强社交多人游戏如《球球大作战》《太空杀》积累了丰富经验，公司 CEO 张栋强调“团队与产品互相成就”，并在新品中探索高价值、低供给垂类方向，助力公司实习品类突破。

图21：公司员工数量有所优化且本科以上学历员工占比高（人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、新游戏《超自然行动组》有望成下一款成功大 DAU 产品

公司自研手游《超自然行动组》是一款多人组队欢乐恐怖游戏，融合了冒险、解谜、求生探索以及怪物战斗等多种玩法。从玩法层面看，它巧妙融合非对称性对抗与生存撤离，既考验玩家个人在险象环生的神秘区域中应对怪物攻击、躲避陷阱、破解迷宫的能力，又强调团队协作，玩家需与队友配合，共同完成寻宝及撤离任务，为玩家带来丰富且紧张刺激的游戏体验。此外，游戏特色鲜明，寻宝小队模式下，四人组队深入古迹，齐心破解机关、探寻珍宝，这种合作模式大幅提升了游戏的互动性与策略性，可以有效增强用户之间的社交互动及粘性。

图22：《超自然行动组》为多人组队探险游戏



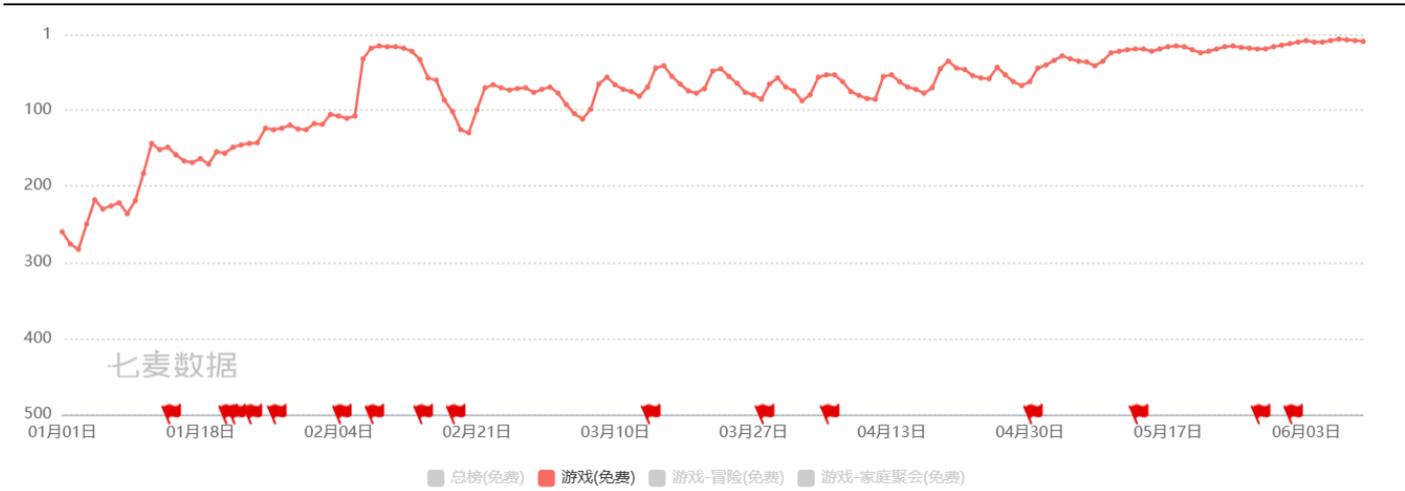
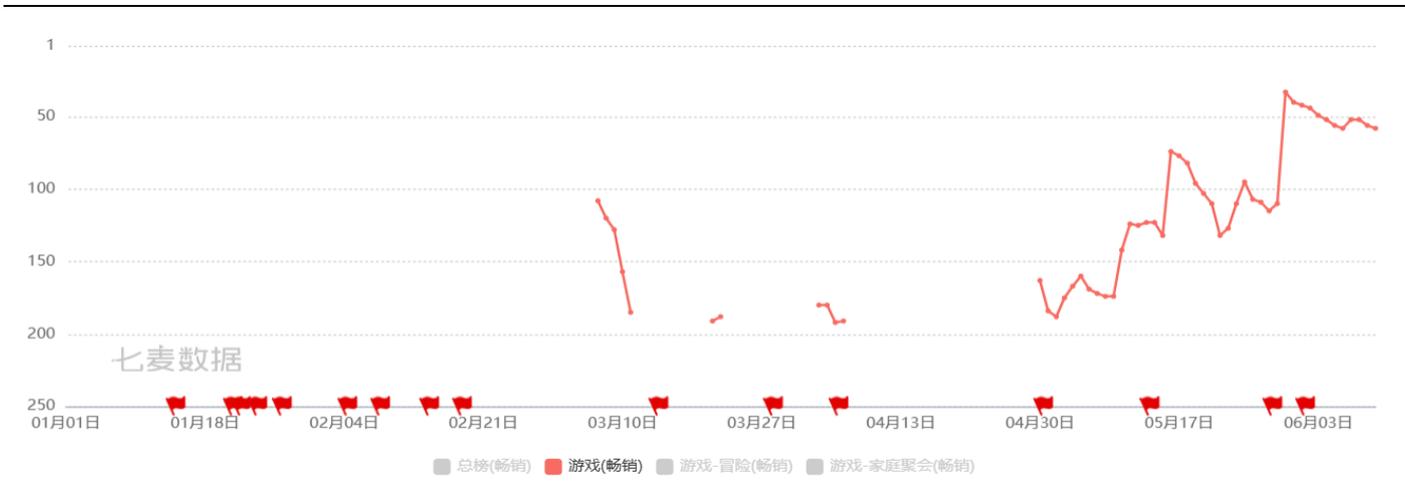
资料来源：七麦数据

图23：《超自然行动组》带给用户沉浸式探险体验



资料来源：七麦数据

《超自然行动组》自 2025 年年初开启不删档付费测试，游戏上线后用户反馈良好，截至 6 月 18 日，在 TapTap 评分达 7.5 分，下载量超 400 万，且游戏在 iOS 免费榜、畅销榜排名持续攀升，最高进入畅销榜前 50 名。公司计划 2025 年年内正式上线进行推广，有望进一步推动游戏用户及流水增长，同时，作为一款社交性较强的大 DAU 游戏，《超自然行动组》有望实现较长生命周期。

图24：《超自然行动组》上线后在 iOS 免费榜排名持续爬升

图25：《超自然行动组》在 iOS 畅销榜排名持续爬升


资料来源：七麦数据

3.3、《五千年》入局 SLG 赛道，或进一步打开业绩成长空间

公司储备自研 SLG 产品《五千年》已取得版号，并进行了多轮测试，目前仍处在开发阶段。《五千年》是一款以中华五千年历史为背景的“率土 Like” SLG 游戏，玩家可以招募历史英雄，通过培养、升级及英雄搭配增强策略深度，在 200 万格大世界，与其他玩家实时交互对决。不同于其他“率土 Like” SLG 游戏以大联盟（一般联盟人数在 200 人以上）为单位的联盟对抗玩法，《五千年》以家族（目前为 40 人）为主要对抗单位，更加强调家族小团体社交关系，预计单个区服人数也更少，这将进一步加强用户之间的社交联系，形成更高的用户粘性。

图26: 《五千年》为中华历史题材 SLG



资料来源: 巨人五千年公众号

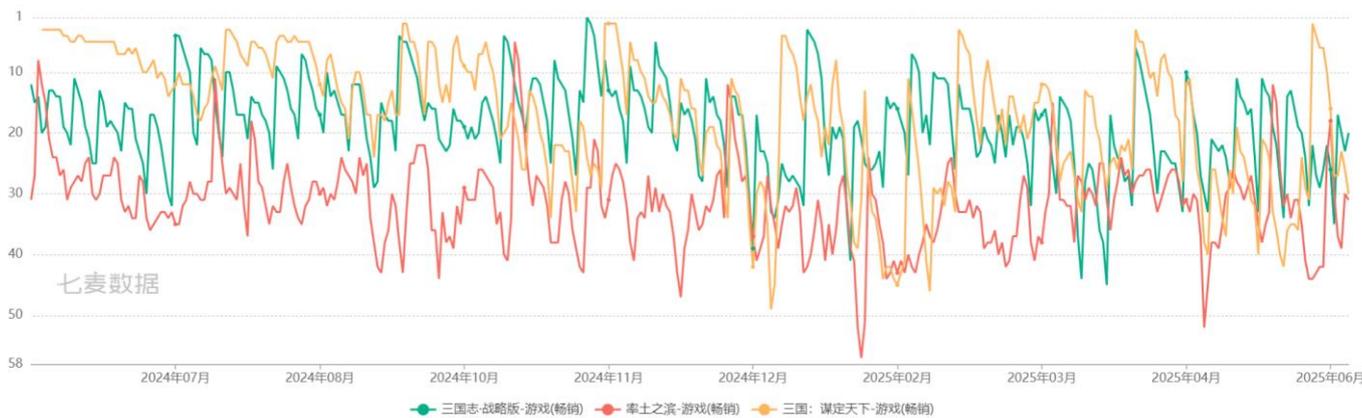
图27: 《五千年》游戏 UI 设计简洁



资料来源: 巨人五千年公众号

SLG 品类一直以丰富的可玩性、优秀的商业变现能力和持久的生命力著称。同时, 国内 SLG 游戏市场规模增长显著, 根据博研智尚数据, 2023 年中国 SLG 游戏市场收入达 480 亿, 同比增长 12%。如果将游戏的研运流程简单划分为“研发→拉新→留存→付费转化”, SLG 游戏在后两个阶段的表现极为优秀, 具有长线留存能力强, 付费转化效率高的特征。SLG 大赛道下有两个最主流的品类: “率土 like”和“COK-like”, 2015 年《率土之滨》首次将赛季制、地缘战略玩法、抽卡付费模型等核心要素引入 SLG 赛道, 形成“率土 Like”品类, 目前“率土 like”品类头部产品包括《率土之滨》《三国志·战略版》《三国: 谋定天下》, 2024 年以来, 三款产品均保持在 iOS 畅销榜前 60 名, 《五千年》若凭借玩法创新及独特家族社交设计成功突围为头部产品, 则有望长期为公司贡献稳定流水。

图28: 《率土之滨》《三国志·战略版》《三国: 谋定天下》2024 年以来保持在 iOS 畅销榜前 60 名



资料来源: 七麦数据

4、“游戏+AI”战略布局领先, 技术赋能降本增效与玩法创新

公司通过自研大模型 GiantGPT 在游戏开发中实现了 AI 辅助角色设计、场景生成与剧情优化的突破性应用。2024 年, 公司基于 GiantGPT 为《征途》系列游戏打造了陪伴型智能 NPC, 这些 NPC 具备性格、情绪和长期记忆等特性, 显著提升了玩家黏性。”作为行业首发的通用认知对话大模型, GiantGPT 结合高质量自有数据与互联网公共数据训练, 在角色演绎、情景推理和长期记忆等基础能力上进行了深度优化, 其应用效果已在多个游戏业务场景中得到验证。例如, 《太空杀》在 2024 年 8 月推出的“AI 残局挑战”玩法, 成为行业内首个基于多智能体大模型打造的 AI 原生游

戏玩法。

图29：公司打造完整 AI 游戏生态



资料来源：巨人网络公众号

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

(1) **移动游戏：**随公司新品陆续上线及小游戏渠道拓展，移动游戏收入有望持续增长，我们预计 2025-2027 年公司移动游戏收入增速分别 33.98%、25.36%、15.50%。

(2) **PC 游戏：**公司 PC 游戏表现稳定，但随生命周期流水或自然下滑，我们预计 2025-2027 年公司 PC 游戏收入增速分别-4.26%、-4.91%、-3.06%。

表1：预计公司营业收入保持持续增长

单位：亿元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	29.23	36.37	43.50	49.03
yoy	5.19%	24.44%	19.60%	12.71%
移动游戏收入	21.80	29.21	36.62	42.30

单位：亿元	2024	2025E	2026E	2027E
yoy	5.19%	33.98%	25.36%	15.50%
PC 游戏收入	6.81	6.52	6.20	6.01
yoy	-15.83%	-4.26%	-4.91%	-3.06%
公司毛利率	87.34%	88.26%	88.44%	88.54%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、估值

我们采用 PE 和 PEG 相对估值法，公司主要业务为网络游戏研发与运营，因此选取完美世界、吉比特、恺英网络、神州泰岳等游戏公司作为可比公司。基于 2025 年 6 月 19 日收盘价，以 2024 年归母净利润为业绩基准，公司 PE (2027E) 为 16.0 倍，可比公司平均 PE (2027E) 为 16.0 倍，公司 PEG (2027E) 为 1.56 倍，低于 2.89 倍的可比公司平均 PEG (2027E)。

表2：公司 PEG (2027E) 低于可比公司平均值

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	当前市值 (亿元)	基期归母净利润 (2024A, 亿元)	预测归母净利润 (2027E, 亿元)	2024-2027 年归 母净利润 CAGR	PE (2027E)	PEG (2027E)
002624.SZ	完美世界	15.08	293	-12.88	16.37	-	17.9	-
603444.SH	吉比特	281.48	203	9.45	14.33	7.19%	14.2	1.97
002517.SZ	恺英网络	17.39	372	16.28	26.49	8.45%	14.0	1.66
300002.SZ	神州泰岳	11.21	220	14.28	16.62	2.56%	13.2	5.17
平均值							16.0	2.93
002558.SZ	巨人网络	21.41	414	14.25	25.6	10.26%	16.2	1.58

数据来源：Wind、开源证券研究所（完美世界盈利预测来自 Wind 一致预期，其余公司来自开源证券研究所，采用 2025 年 6 月 25 日收盘价）

5.3、投资建议

公司为研运一体的网络游戏龙头公司，公司核心 IP “征途”系列通过精细化长线运营，基本盘稳固，以《球球大作战》为代表的休闲竞技游戏也为公司优势品类，两大赛道构成公司稳定业绩基石。《超自然行动组》《五千年》等新品类游戏有望进一步拓展公司成长空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 19.19/23.07/25.60 亿元，EPS 分别为 0.99/1.19/1.32 元，当前股价对应 PE 分别为 21.6/18.0/16.2 倍。我们看好公司征途、休闲竞技两大赛道业绩基石稳固，新品类突破及新产品周期驱动公司长期成长，首次覆盖，给予“买入”评级。

6、风险提示

(1) **新游戏流水不及预期**：若《超自然行动组》《五千年》等游戏流水表现不及预期，可能影响公司收入增长。

(2) **老游戏流水下滑**：若老游戏流水下滑速度超出预期，或对公司业绩造成负面影响。

(3) **行业竞争加剧**：若行业竞争加剧，或影响公司游戏表现，进而造成公司业

绩波动。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2330	2491	1713	1977	2583
现金	1889	2058	1203	1447	2007
应收票据及应收账款	160	147	223	228	275
其他应收款	8	12	12	17	16
预付账款	19	30	31	41	40
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	255	244	244	244	244
非流动资产	11040	12251	14110	15949	17731
长期投资	8478	9557	11338	13113	14891
固定资产	244	272	397	495	549
无形资产	53	64	51	35	15
其他非流动资产	2265	2359	2324	2306	2276
资产总计	13371	14743	15823	17926	20314
流动负债	1565	1813	1190	1196	1216
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	52	53	73	76	90
其他流动负债	1513	1760	1117	1121	1126
非流动负债	73	69	69	69	69
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	69	69	69	69
负债合计	1639	1881	1259	1265	1284
少数股东权益	43	38	30	21	22
股本	1518	1489	1489	1489	1489
资本公积	5214	4691	4691	4691	4691
留存收益	6742	7749	9403	11382	13591
归属母公司股东权益	11689	12823	14533	16640	19008
负债和股东权益	13371	14743	15823	17926	20314

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1125	1034	1344	1819	2069
净利润	1092	1431	1911	2298	2560
折旧摊销	52	52	72	96	118
财务费用	-6	4	28	49	48
投资损失	-477	-661	-700	-678	-689
营运资金变动	281	219	-62	-37	-38
其他经营现金流	184	-11	94	92	70
投资活动现金流	-315	-312	-1311	-1325	-1270
资本支出	89	187	149	160	123
长期投资	-303	-198	-1781	-1776	-1777
其他投资现金流	76	74	619	610	630
筹资活动现金流	-660	-542	-887	-250	-239
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-24	-30	0	0	0
资本公积增加	-1240	-523	0	0	0
其他筹资现金流	605	10	-887	-250	-239
现金净增加额	151	180	-855	244	560

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2924	2923	3637	4350	4903
营业成本	324	370	427	503	562
营业税金及附加	33	33	42	49	56
营业费用	1019	1005	1008	1131	1299
管理费用	178	221	251	270	299
研发费用	692	691	709	783	833
财务费用	-6	4	28	49	48
资产减值损失	-19	0	0	0	0
其他收益	160	170	167	168	167
公允价值变动收益	-191	16	-81	-67	-58
投资净收益	477	661	700	678	689
资产处置收益	-1	-3	-0	-1	-1
营业利润	1109	1449	1945	2319	2592
营业外收入	0	3	1	1	1
营业外支出	8	5	9	6	7
利润总额	1101	1447	1937	2315	2587
所得税	10	16	26	16	26
净利润	1092	1431	1911	2298	2560
少数股东损益	5	6	-8	-9	1
归属母公司净利润	1086	1425	1919	2307	2560
EBITDA	1097	1438	1963	2374	2656
EPS(元)	0.56	0.74	0.99	1.19	1.32

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	43.5	-0.0	24.4	19.6	12.7
营业利润(%)	33.4	30.7	34.2	19.3	11.8
归属于母公司净利润(%)	27.7	31.2	34.7	20.2	10.9
获利能力					
毛利率(%)	88.9	87.3	88.3	88.4	88.5
净利率(%)	37.2	48.8	52.8	53.0	52.2
ROE(%)	9.3	11.1	13.1	13.8	13.5
ROIC(%)	8.4	10.2	12.8	13.6	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	12.3	12.8	8.0	7.1	6.3
净负债比率(%)	-10.7	-10.8	-8.1	-8.5	-10.4
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.7	2.1
速动比率	1.5	1.3	1.4	1.6	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	20.3	19.0	19.7	19.3	19.5
应付账款周转率	6.2	7.0	6.7	6.8	6.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.74	0.99	1.19	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.53	0.69	0.94	1.07
每股净资产(最新摊薄)	6.04	6.63	7.51	8.60	9.82
估值比率					
P/E	38.1	29.1	21.6	18.0	16.2
P/B	3.5	3.2	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	27.8	21.1	15.5	12.7	11.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn