

传媒

2025 年 06 月 26 日

巨人网络 (002558)

——品类创新破圈 Z 世代，AI 加速探索（巨人网络系列深度之二）

报告原因：有新的信息需要补充

买入 (维持)

投资要点：

市场数据：2025 年 06 月 26 日

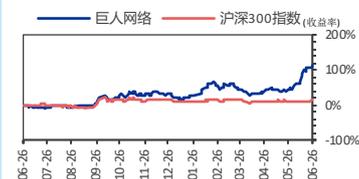
收盘价 (元) 21.99
 一年内最高/最低 (元) 22.52/8.44
 市净率 3.3
 股息率% (分红/股价) 1.27
 流通 A 股市值 (百万元) 42,545
 上证指数/深证成指 3,448.45/10,343.48

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元) 6.73
 资产负债率% 12.97
 总股本/流通 A 股 (百万) 1,935/1,935
 流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《AI 游戏：从增加供给到改变交互——游戏行业深度之八暨 GenAI 系列报告之五十五》2025/03/30
 《巨人网络 (002558) 深度：秣马厉兵，再起征途》2023/03/13

证券分析师

林起贤 A0230519060002
 linqx@swsresearch.com
 袁伟嘉 A0230519080013
 yuanwj@swsresearch.com
 赵航 A0230522100002
 zhaohang@swsresearch.com

联系人

袁伟嘉
 (8621)23297818x



申万宏源研究微信服务号

● **2023 年以来研发效能提升、业绩站稳新台阶。**2019-2022 年公司推动研发体系调整，建成中台赋能的赛道制研发体系，近 2 年效果持续凸显。23 年董事长史玉柱提出“ALL in AI”后，加速 AI 向研发工作流的渗透，如在美术环节渗透率达到 40%、提效 50-70%；24 年公司人均研发费用下降 11%，初步体现 AI 对研发效率的提升。公司治理上，24 年张栋重回公司担任 CEO，史玉柱牵头新项目《五千年》，为后续发展蓄力。

● **游戏：扩张周期在即，《超自然》带来用户圈层突破。**2025 年以来，游戏悦己消费景气良好，政策环境进一步宽松。公司存量基本盘《征途》系列+《球球》长周期能力持续验证，《超自然行动组》《代号杀》《五千年》等新品预计带来后续增长弹性。其中，《超自然》出自积累十年研发运营经验的休闲竞技赛道（《球球》《太空杀》），“搜打撤”玩法+“微恐”题材踩中行业趋势，通过玩法创新，用 RPG 取代射击降低“搜打撤”门槛、获取年轻泛用户；通过古墓“摸金”主题实现较好吸量。5 月底以来商业化明显提速、用户规模快速攀升。中长期维度，《超自然》作为大 DAU、面向年轻人的破圈之作有望大幅拓宽公司用户覆盖面；而《代号杀》《五千年》等新品类拓展有望抬高收入天花板。

● **All in AI：布局全面，催化频出。**公司 23 年开启游戏+AI 双线布局，AI 布局方向包括 1) 技术积累 (GaintGPT/千影游戏模型/iImagine 等)，2) 战略投资/合作 (阿里云/腾讯云等合作、投资 Liblib.AI)，3) AI 应用 (原生 AI 游戏玩法 AI 内鬼挑战/文生动画应用 AnimateAI)，多管齐下，平均每个季度都有 AI 相关催化/事件出来。其中，AI 内鬼挑战接入腾讯混元后的第一个月，AI 玩家已累计参与近 90 万场对局，生成超 700 万个独立逻辑链条的智能体。

● **以《超自然》为变量进行情景假设，26 年净利润跨度 22-28 亿。**《超自然》利润率高，当前仍在爬坡期难以提前预判流水峰值，我们以该产品为核心变量进行情景假设。结论是：25 年归母净利润悲观-中性-乐观分别为 18-19-21 亿、26 年分别为 22-24-28 亿、27 年分别为 25-27-30 亿，业绩潜在弹性突出。

● **上调盈利预测，维持“买入”评级。**基于《超自然行动组》为变量的情景假设，我们选取中性假设作为盈利预测，上调公司 25-26 年营收预测至 39/52 亿 (原预测为 35/42 亿)，增加 27 年预测 60 亿；上调 25-26 年归母净利润预测至 19.1/24.2 亿 (原预测为 16.3/18.1 亿)，增加 27 年预测 27.1 亿。考虑到公司新品贡献将在 26 年完整体现，以及 AI 应用爆发可能驱动整体估值中枢抬升，我们给予 26 年目标 PE 25x，对应 26 年目标市值 605 亿，维持“买入”评级。

● **风险提示：**监管政策边际变化，新品延期/表现不及预期，投资相关收益不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,923	724	3,906	5,237	5,978
同比增长率 (%)	-0.1	3.9	33.6	34.1	14.2
归母净利润 (百万元)	1,425	348	1,914	2,422	2,709
同比增长率 (%)	31.2	-1.3	34.3	26.6	11.8
每股收益 (元/股)	0.78	0.19	0.99	1.25	1.40
毛利率 (%)					
ROE (%)	11.1	2.7	13.5	15.2	15.3
市盈率	30		22	18	16

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 25-27 年营收 39/52/60 亿，归母净利润 19.1/24.2 亿/27.1 亿。考虑到公司新品贡献将在 26 年完整体现，以及 AI 应用爆发可能驱动整体估值中枢抬升，我们给予 26 年目标 PE 25x，对应 26 年目标市值 605 亿，维持“买入”评级。

关键假设点

由于《超自然行动组》利润率高，且当前仍在爬坡期难以提前预判流水峰值，我们以该产品为核心变量进行情景假设：

悲观假设：《超自然》25-27 年贡献流水 6 亿/12 亿/12 亿，预计公司 25-27 年营收为 38/48/56 亿，归母净利润为 18/22/25 亿。

中性假设：《超自然》25-27 年贡献流水 8 亿/17 亿/17 亿，预计公司 25-27 年营收为 39/52/60 亿，归母净利润为 19/24/27 亿。

乐观假设：《超自然》25-27 年贡献流水 13 亿/24 亿/24 亿，预计公司 25-27 年营收为 43/58/65 亿，归母净利润为 21/28/30 亿。

有别于大众的认识

市场低估了《超自然行动组》的商业化潜力。《超自然》自 5 月底商业化提速以来，流水和用户规模增长快速。我们认为大 DAU 产品具备流水曲线向上、生命周期长、利润率高等特点，其商业化潜力未被充分预期。

市场对公司新品管线的中长期战略意义认知不足。公司过去以《征途》《球球》为主的基本盘用户年龄层较大，而《超自然》作为大 DAU、面向年轻人的产品有望进一步拓宽用户覆盖面。策略卡牌《代号杀》、SLG《五千年》等新垂类赛道布局则有望实现品类拓展、抬高收入天花板。

股价表现的催化剂

《超自然行动组》流水/DAU 增长超预期；《代号杀》《五千年》等新品表现超预期；AI 游戏/AI 应用出现行业爆款。

核心假设风险

监管政策边际变化，新品延期/表现不及预期，投资相关收益不及预期。

目录

1. 2023 年以来研发效能提升、业绩站稳新台阶.....	6
1.1 研发体系调整效果持续凸显，AI 提效已初步体现	6
1.2 业绩站上新台阶，24 年新任 CEO 为后续发展蓄力.....	7
2. 游戏：扩张周期在即，《超自然行动组》弹性大.....	9
2.1 游戏悦己消费景气，政策环境进一步宽松	9
2.2 基本盘稳健，长周期能力持续验证	10
2.3 《超自然行动组》切入年轻用户，多品类探索抬高天花板	12
3. All in AI：布局全面，催化频出.....	20
4. 盈利预测与估值分析.....	24
4.1 盈利预测：悲观-中性-乐观情景假设下的业绩变化	24
4.2 估值分析：估值中枢有望进一步上移	26
风险提示.....	28

图表目录

图 1: 巨人网络研发体系一览.....	6
图 2: 生产端 AI 可作用于策划、美术、音视频、代码、买量素材等研发/发行环节	6
图 3: 19-24 年巨人网络研发费用 (百万元)	7
图 4: 19-24 年巨人网络研发人员数量和人均研发费用	7
图 5: 20-24 年巨人网络营收及增速 (百万元)	7
图 6: 19-24 年巨人网络净利润 (百万元)	7
图 7: 20-24 年巨人网络投资收益变化 (百万元)	8
图 8: 19-24 年巨人网络合同负债变化 (百万元)	8
图 9: 中国移动游戏市场规模季度变化 (亿元, %)	9
图 10: 2025 年国产游戏月均版号数量进一步向上, 逼近 2019 年.....	9
图 11: 巨人网络《征途》IP 系列迭代节奏	11
图 12: 《征途》与《传奇》IP 大盘对比	12
图 13: 《超自然行动组》装备购买界面	13
图 14: 《超自然行动组》古墓摸金	13
图 15: 《超自然行动组》玩法流程	14
图 16: 2025 年 1-6 月《超自然行动组》等 IOS 净收入日度监测 (单位: 美元) 14	
图 17: 2025 年 1-6 月《超自然行动组》等 IOS 下载量日度监测 (单位: 个) .15	
图 18: “搜打撤” 游戏循环模型.....	16
图 19: 《逃离塔科夫》“跳蚤市场”	16
图 20: 2021-2025 《第五人格》IOS 净收入月度监测 (单位: 万美元)	17
图 21: 《第五人格》对局画面.....	18
图 22: 《第五人格》联动活动.....	18
图 23: 《五千年》官方截图	18
图 24: 《五千年》游戏界面与 UI	18
图 25: 《代号杀》官方截图	19
图 26: “YingGame” 功能展示	21
图 27: “YingSound” 功能展示.....	21
图 28: 《太空杀》内鬼挑战介绍	22
图: 《太空杀》内鬼挑战讨论环节.....	

图 30: AnimateAI 主要功能	22
图 31: 2025 年 4-6 月 AnimateAI 访问量日度变化 (个)	23
图 32: 2018 年以来部分 A 股游戏公司 Forward PE.....	27
表 1: 巨人网络主要高管.....	8
表 2: 2025 年以来游戏相关政策	10
表 3: 公司流水和收入结构 (百万)	10
表 4: 《征途》与《球球》的流水及份额 (百万, %)	11
表 5: 巨人网络 2025-2026 年 pipeline.....	12
表 6: 巨人网络过往大 DAU 产品梳理	13
表 7: “搜打撤”与其他品类对比	15
表 8: “搜打撤”玩法代表游戏.....	17
表 9: AI 催化频繁, 平均每个季度都有 AI 相关催化/事件.....	20
表 10: “YingGame”和“YingSound”大模型概览	21
表 11: AnimateAI 收费机制	22
表 12: 盈利预测-悲观假设	24
表 13: 盈利预测-中性假设	24
表 14: 盈利预测-乐观假设	25
表 15: 巨人网络收入端预测	25
表 16: 巨人网络利润端预测	26
表 17: A 股游戏可比公司估值表.....	27

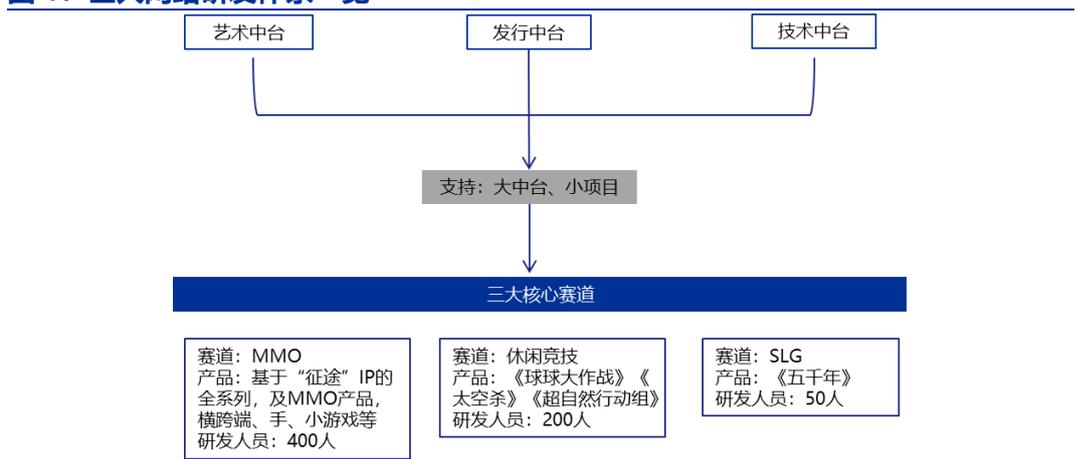
我们在 2023 年的首篇深度（《巨人网络深度：秣马厉兵，再起征途》2023/3）中重点提示了公司研发体系调整、经营改善带来的投资机会。事实证明，2023 年公司通过《原始征途》业绩站上新台阶，2023 年也成为了公司新体系的验证之年。2 年过去，公司研发改革效果持续凸显，受益于中台体系+AI 提效，不断探索创新，《超自然行动组》等新品有望拓宽用户圈层、带动公司业绩增长进入新阶段。

1. 2023 年以来研发效能提升、业绩站稳新台阶

1.1 研发体系调整效果持续凸显，AI 提效已初步体现

2019-2022 年公司推动研发体系调整，建设中台赋能的赛道制研发体系。公司 2019 年底开始以赛道制替代工作室制，大力发展技术、艺术、发行三大中台底座，推行“大中台小项目”研发模式，为三大赛道提供工业化技术输出和美术支持，减少 workflow 中的重复和损耗，提升研发效率。

图 1：巨人网络研发体系一览



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

2023 年董事长史玉柱宣布“ALL in AI”后，加速 AI 向研发工作流的渗透。根据公司财报，AI 已部署在游戏研发的各环节，且在关键的美术、程序、策划等环节重点布局。如自研 AI 绘画云平台 Imagine 驱动 AI 在美术环节渗透率达到 40%、提效 50-70%。

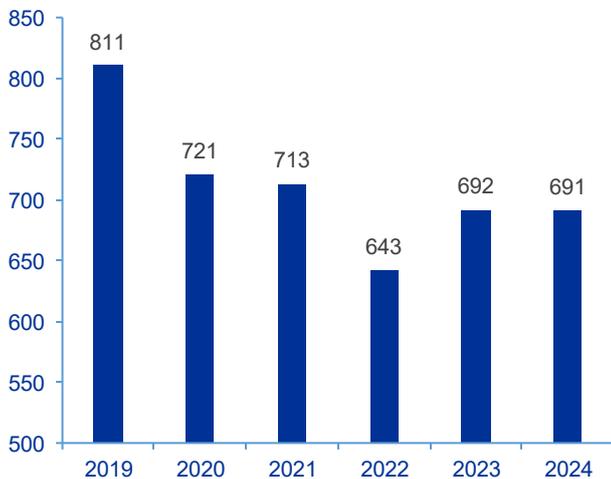
图 2：生产端 AI 可作用于策划、美术、音视频、代码、买量素材等研发/发行环节

生产端	具体环节	应用	以巨人网络为例
研发	策划	AI文案/AI剧情/AI数值	文本风格迁移，AI生成+人工精修
	美术	AI绘画—2D立绘/原画/UI等（占美术3成）；AI 3D—3D角色建模/场景创作/CG等（占美术7成）	自研AI绘画云平台Imagine，美术环节渗透率40%，提效50-70%，50%的美术外包节省（部分项目90%）， workflow 从14天→4天
	音频	AI配音	自研百灵语音，还原70-80%人声；实时人声转换，延迟200毫秒以下
	程序	AI代码生成，AI NPC，智能游戏助手	自研代码生成助手CodeBrain，代码效率提高30-40%
	其他	出海本地化翻译等	本地化翻译，替代100%第三方供应商初翻
发行运营	买量素材	AI买量素材、AI赋能广告投放效率提升	
	客服	AI智能客服	智能问答客服，问题解决率>90%

资料来源：公司财报，竞核，第一财经，申万宏源研究整理

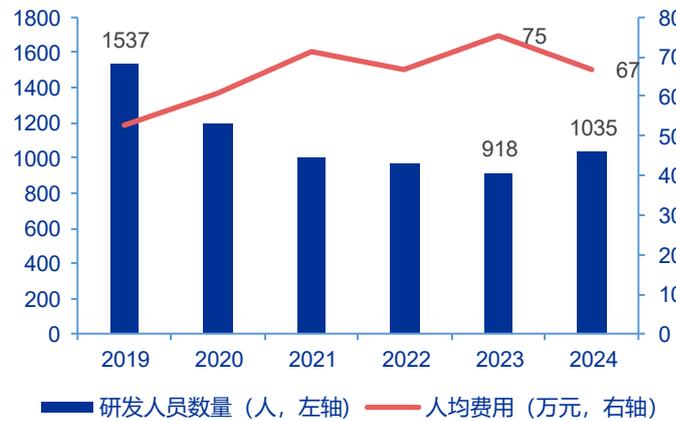
从研发效率视角，2024年AI提效已初步显现。24年研发人数增长13%至1035人，且新增《五千年》等新品立项，但整体研发投入持平，人均费用不升反降（23年75万/人→24年67万/人，下降11%），初步体现AI对研发效率的提升。

图 3: 19-24 年巨人网络研发费用 (百万元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4: 19-24 年巨人网络研发人员数量和人均研发费用



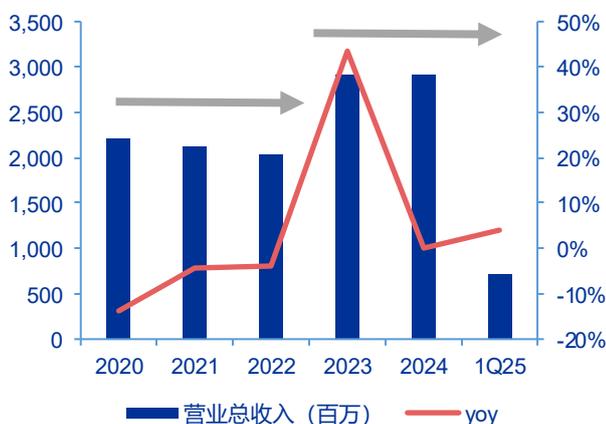
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 业绩站上新台阶，24 年新任 CEO 为后续发展蓄力

回顾公司经营，23年《原始征途》带动公司业绩站上新台阶，24年《王者征途》小游戏稳住征途大盘。24年实现收入29.2亿，同比持平；归母净利润14.2亿，yoy+31%；扣非净利润16.2亿，yoy+18%，利润端增长主要受投资收益影响。

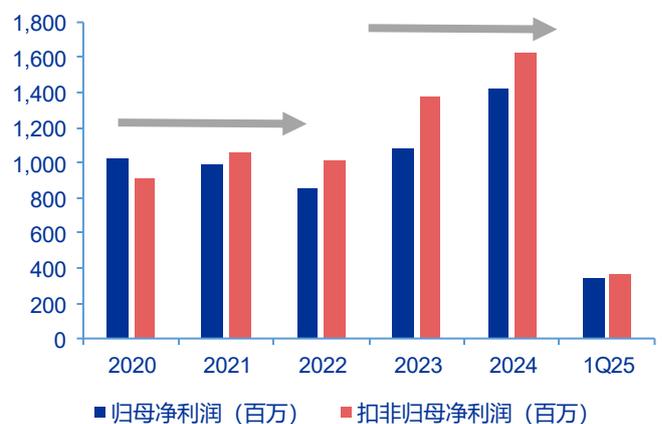
从下图可见，1) 公司投资相关收益（投资相关收益=投资净收益+公允价值变动损益+资产处置损益）规模较大；2) 公司投资相关收益中，联合营企业投资收益是主要构成。而 Playtika（棋牌游戏）、武汉微派（休闲竞技）是公司主要联营企业，从业务逻辑看具备稳定性。

图 5: 20-24 年巨人网络营收及增速 (百万元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

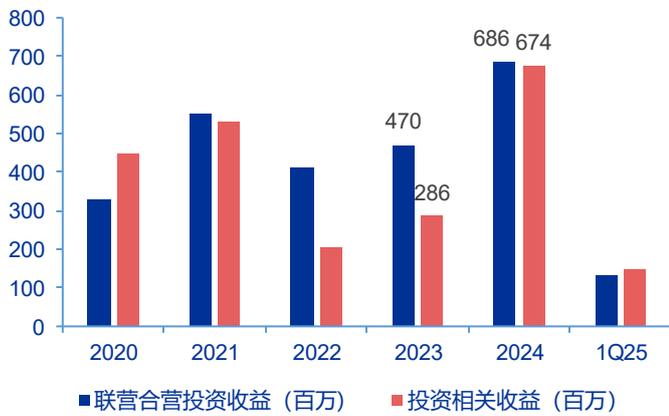
图 6: 19-24 年巨人网络净利润 (百万元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

根据财报，3Q24→4Q24 合同负债从 4.9 亿→6.3 亿，主要由于王者/原始征途生命周期比预期更长，相应延长了递延周期。而 1Q25 流水增长驱动递延进一步增长，4Q24→1Q25 合同负债 6.3 亿→7.6 亿。如果从流水端还原，1Q25 公司流水层面同比增长 16%。

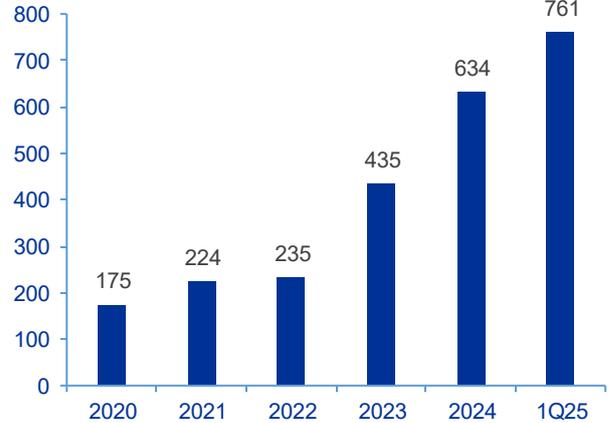
图 7：20-24 年巨人网络投资收益变化（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：投资相关收益=投资净收益+公允价值变动+资产处置损益

图 8：19-24 年巨人网络合同负债变化（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

研发人员年轻化、管理层年轻化。根据财报，2024 年 85% 的研发人员年龄在 40 岁以下，41% 的研发人员低于 30 岁。24 年 1 月张栋重回巨人网络担任 CEO，为后续发展蓄力：

(1) 业务专精、经验充足：曾任腾讯产品经理、巨人网络产品总监、网易上海合作部总经理、网易云管理层等，前端业务经验丰富，管理能力强。

(2) 成绩亮眼、资源丰富：曾组建网易暴雪游戏中国发行和电竞团队，发行和运营了《炉石传说》《暗黑破坏神 3》《风暴英雄》《守望先锋》等游戏和《魔兽世界》多个国服资料片。

表 1：巨人网络主要高管

姓名	出生日期	职位	任职日期	履历
史玉柱	1962	董事长	2016-05	毕业于浙江大学数学系，巨人网络的创始人
张栋	1981	总经理	2024-01	毕业于北京大学，2024 年起，张栋先生回归巨人网络集团股份有限公司任 CEO 职务。
刘伟	1968	董事	2016-05	毕业于南开大学，获汉语言文学和社会学双学位，06 年获中欧国际工商学院高级工商管理硕士学位，现任巨人网络集团股份有限公司的董事
孟玮	1983	董事、CFO、董秘	2020-05	19 年加入巨人网络，曾在中国国际金融股份有限公司担任董事总经理及传媒互联网首席分析师
任广露	1972	财务总监	2016-04	毕业于上海交通大学管理学院，04 年加入巨人集团，现任巨人网络集团股份有限公司财务总监
屈发兵	1974	董事	2016-05	毕业于复旦大学管理学院，曾任光大证券有限公司投资银行四部项目经理，高级经理，总经理助理等职务，青岛健特生物投资股份有限公司的监事会主席，08 年加入公司

资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 游戏：扩张周期在即，《超自然行动组》弹性大

2.1 游戏悦己消费景气，政策环境进一步宽松

游戏行业有明显的供给创造需求特点，2025 年以来，悦己消费景气良好，头部公司长青游戏生命周期延长、二线公司差异化探索垂类市场，我们看到了腾网、二线公司均有较好表现。根据伽马数据，今年 Q1、4-5 月移动游戏市场同比增长分别为 20%、19%。自 2Q24 增速触底以来，已连续 4 个季度增速上行。

图 9：中国移动游戏市场规模季度变化（亿元，%）



资料来源：伽马数据，申万宏源研究

政策环境进一步宽松。一方面，2025 年月均版号数量进一步提升，1-6 月月均 126 个，已超 2019 年水平。另一方面，发改委、国家新闻出版署，以及浙江、北京、广东等多地游戏支持政策频出。

图 10：2025 年国产游戏月均版号数量进一步向上，逼近 2019 年



资料来源：国家新闻出版总署，申万宏源研究

注：年版号数截至 月

表 2：2025 年以来游戏相关政策

政策区域	政策文件名称	发布时间	政策要点
全国	中共中央办公厅、国务院办公厅《提振消费专项行动方案》	2025 年 3 月	将游戏、电竞及周边衍生品消费纳入支持范围，强调融入中华优秀传统文化，支持原创 IP 开发。
	《网络出版科技创新引领计划》	2025 年 4 月	加强涉人工智能、游戏引擎、虚拟现实、芯片等网络出版领域知识产权保护，维护创新主体合法权益，激发创新活力
	《普通高等学校本科专业目录（2025 年）》	2025 年 4 月	教育部公布《普通高等学校本科专业目录（2025 年）》，将游戏艺术设计纳入本科教育
北京市石景山区	《支持游戏电竞产业高质量发展若干措施（试行）》	2025 年 3 月	对优秀原创作品补贴 30 万元，研发费用补贴最高 1000 万元，国际大奖奖励 200 万元。
北京市	《关于促进北京市游戏电竞产业高质量发展的支持办法（暂行）》	2025 年 6 月	提升版权服务机制；扶持精品创作（包括提供最高 500 万奖励等）；对电竞赛事、游戏出海营收加强扶持力度
上海市	《关于本市网络游戏管理相关政策的通知》	2025 年 2 月	简化小程序游戏备案流程，设立专项奖励机制支持重点实验室建设。
浙江省杭州市	《杭州市推进全球数贸港核心区建设实施方案》	2025 年 2 月	争取增加网络游戏版号数量，支持西湖艺创小镇数字游戏基地发展。
浙江省	浙江省商务厅《关于支持游戏出海的若干措施》	2025 年 6 月	推动游戏产业能级提升，鼓励研发创作精品，加强游戏与文旅发展融合，强化游戏出海平台支撑
广东省	《关于推动广东网络游戏产业高质量发展的若干政策措施》	2025 年 5 月	设立 500 万元原创精品奖励，支持游戏与文旅、制造业融合，建设广州、深圳“双核”产业集群。
厦门市集美区	《集美区产业高质量发展若干措施（暂行）》	2025 年 1 月	原创游戏版号奖励 10 万元，出海收入达标叠加奖励 30 万元，规模以上企业研发奖励最高 200 万元。

资料来源：发改委、国家新闻出版署，教育部，地方政府官网，申万宏源研究整理

2.2 基本盘稳健，长周期能力持续验证

《征途》系列产品 + 《球球大作战》构成公司主要基本盘。

1) 20-22 年存量产品整体稳定，保持在 25-30 亿年流水、20 亿左右年收入规模。

2) 23-24 年随着《原始征途》APP、《王者征途》小游戏上线，基本盘站上新台阶，2024 年实现超 40 亿年流水、近 30 亿年收入规模。

表 3：公司流水和收入结构（百万）

单位：百万	2020		2021		2022		2023		2024	
	流水	收入	流水	收入	流水	收入	流水	收入	流水	收入
端游合计	972	952	896	878	845	828	826	809	695	681
手游合计	1,997	1,148	1,869	1,087	1,924	1,141	3,297	2,073	3530	2180
总计	2,969	2,100	2,765	1,966	2,769	1,968	4,123	2,882	4225	2861

资料来源：公司财报，申万宏源研究测算

注：以上均来自申万宏源模型，与实际数或有差异；收入不含互联网社区、游戏其他业务等收入

进一步拆分《征途》《球球》份额：

20-24 年《征途》年流水从 20 亿升至 30 亿，24 年在大盘中占比 71%；《球球》年流水从 7 亿缓慢降至 5 亿，24 年在大盘中占比 12%。

整体看，24 年《征途》《球球》合计份额达到 80-85%，台阶式增长模型的构建需要长青游戏的占比足够高，为后续新品驱动的增长奠定坚实基础。

表 4：《征途》与《球球》的流水及份额（百万，%）

百万，%	2020		2021		2022		2023		2024	
	流水	占比								
征途端游合计	840	28%	798	29%	762	28%	752	18%	616	15%
征途手游合计	1152	39%	1014	37%	1056	38%	2361	57%	2399	57%
征途合计	1992	67%	1812	66%	1818	66%	3113	76%	3015	71%
球球大作战合计	720	24%	684	25%	720	26%	445	11%	513	12%

资料来源：公司财报，申万宏源研究测算

注：以上均来自申万宏源模型，与实际数或有差异

长青能力构建中品类是游戏长青的核心抓手之一，决定生命周期上限。长青品类的核心要素：1) PVP (Person VS. Person)，基于规则，内容多样性无理论边界。MOBA/FPS/SLG/棋牌等；2) 社交属性，关系链的游戏外延伸，增强粘性。MMO—梦幻西游、问道、征途；3) 经济系统，游戏道具逐步具备资产属性。MMO—梦幻西游、问道、征途；4) 收藏属性，垂直圈层的审美变现。二次元卡牌/开放世界—原神、鸣潮、崩铁。

除品类要素外，内容持续的更新迭代、以及精细化运营亦是产品长青的要素。

如何判断《征途》的长期价值？

《征途》IP 产品特点：时间跨度长（2006 至今）、产品迭代版本多（平均 2-3 年一款）、随内容平台迁移（端、手、小游戏）。19 年以前保持 2-3 年/款的迭代频率，经历 19-22 研发体系调整后，23 年开始通过 APP-小游戏迭代加快供给速度。

图 11：巨人网络《征途》IP 系列迭代节奏



资料来源：公司官网，公司财报，申万宏源研究整理

相较《传奇》，《征途》IP 价值释放并不充分：征途 30 亿 vs. 传奇 300 亿。23 年《原始征途》、24 年《王者征途》小游戏是 A 股游戏公司中为数不多超预期的产品，证明 IP 商业化潜力。增加供给是强化 IP 价值释放的最佳方式：23-24 已有加快迹象（APP-小游戏迭代）；AI 有助于提升生产效率。我们认为公司当前不急于快速压榨 IP 价值，但其商业化潜力保证了基本盘的稳定性。

图 12: 《征途》与《传奇》IP 大盘对比

	征途核心团队来自盛大， 征途基于传奇进行迭代	
2004.2	上线时间	2001.9
MMO, PK/国战	品类/玩法	MMO, PK/国战
5亿	IP 累计注册用户	6亿
巨人独家, 集中	开发者集中度	广泛授权, 分散
每2-3年1款	IP 产品供给量	10款+每年
30亿-手游80%、端游20%	市场规模	300亿-手游50%、页游30%、端游20%

资料来源: Dataeye, 公司官网, 申万宏源研究整理

2.3 《超自然行动组》切入年轻用户，多品类探索抬高天花板

如何理解 25-27 年这轮扩张周期？公司 23-24 年《原始征途》《王者征途》等项目已释放完毕；新一轮产品于 23-24 年密集立项，25-27 年将进入新品兑现期。

(1) 一方面，在公司存量 40 亿流水基本盘稳健基础上，《超自然行动组》《代号杀》《五千年》等新品有望带来后续增长弹性。

表 5: 巨人网络 2025-2026 年 pipeline

游戏	类型	来源	版号	预计/已经上线时间	备注
原始征途小游戏	MMO	自研	有	25 年 1 月已大推	预计 APP+小游戏流水过亿
超自然行动组	微恐题材/搜打撤	自研	有	预计 25 年下半年大推	休闲竞技赛道
代号杀	策略卡牌	自研	无	预计 25 年下半年	类三国杀
五千年	率土-like SLG	自研	有	预计 26 年	史总带队, SLG 拓品类之作
口袋斗蛭蛭	自走棋	自研	有	未确定	
无尽修仙	RPG	自研	有	未确定	

资料来源: 点点数据, 公司财报, 国家新闻出版署, 申万宏源研究

(1) 另一方面，公司在年轻用户圈层和新品类拓展上值得期待。2015 年上线的《球球大作战》曾是面向年轻用户群的大 DAU 产品，历史 DAU 峰值达到 2900 万，是彼时公司的破圈之作。年公司再向大 DAU 品类发起冲击，推出面向年轻用户的社交推理手

游《太空杀》。而《超自然行动组》对于年轻用户圈层（特别是女性用户）的切入有望再次拓宽公司用户覆盖面。

此外，策略卡牌《代号杀》、SLG《五千年》、自走棋《口袋斗蛐蛐》等新垂类赛道布局则有望实现品类拓展、抬高收入天花板。

表 6：巨人网络过往大 DAU 产品梳理

维度	《球球大作战》（2015）	《太空杀》（2023）
年龄分布	00 后占比过半（学生群体为主），DAU 中≤19 岁用户 TGI 指数显著偏高	年轻化为主，18-30 岁玩家为核心，AI 玩法吸引 Z 世代
性别比例	男性略高（约 65%），但 Q 萌画风吸引部分女性玩家	性别分布均衡，社交推理属性吸引多元用户，头像选择偏好反映男女玩家均活跃
地域特征	分布均匀，与人口密度重合，无显著地域聚集	一二线城市为主，国际化明显（东南亚、南美用户占比高）
用户规模	累计注册用户超 6 亿，DAU 峰值 2900 万	累计注册用户超 2 亿，DAU 峰值 250 万

资料来源：公司官网，游戏矩阵，界面新闻，申万宏源研究

《超自然行动组》：搜打撤玩法+微恐题材踩中行业趋势

游戏将“搜打撤”与古墓“摸金”结合，玩家携带探险装备进入古墓后，需要在规定时间内搜集不少于目标金额（1 万/2.5 万）的物品，并成功返回撤离点。探索时，古墓会随机刷出不同类型的怪物，如蜘蛛（伤害高，速度快）、土拨鼠（偷走玩家附近的物品）、小熊猫（吞噬宝物后大概率吐出高价值宝物，若变异，伤害极高）等；若撤离失败，玩家道具/装备丢失。

总结《超自然行动组》特点：（1）玩法上结合时下热门的“搜打撤”玩法进行降门槛创新（射击→RPG），获取泛用户；（2）题材上靠近中式恐怖冒险（“微恐”题材）和古墓“摸金”主题，题材吸量能力较强。

图 13：《超自然行动组》装备购买界面



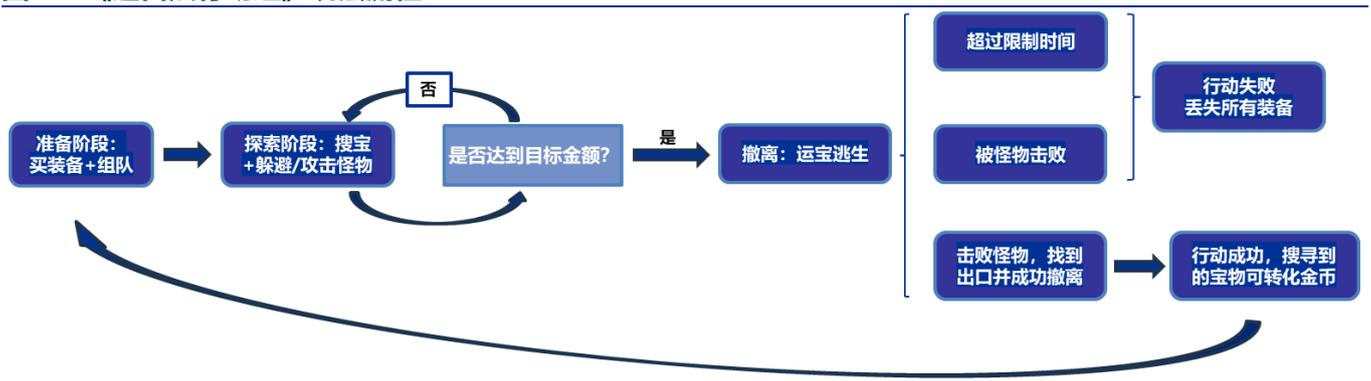
资料来源：《超自然行动组》截图，申万宏源研究

图 14：《超自然行动组》古墓摸金



资料来源：《超自然行动组》截图，申万宏源研究

图 15: 《超自然行动组》玩法流程



资料来源:《超自然行动组》, 申万宏源研究整理

游戏付费点包括: 特权套餐“魔盒”(战令体系); 功能性付费——特殊角色(如: 薇薇安), 特殊装备道具; 装饰性付费——服饰、舞蹈、挂饰等

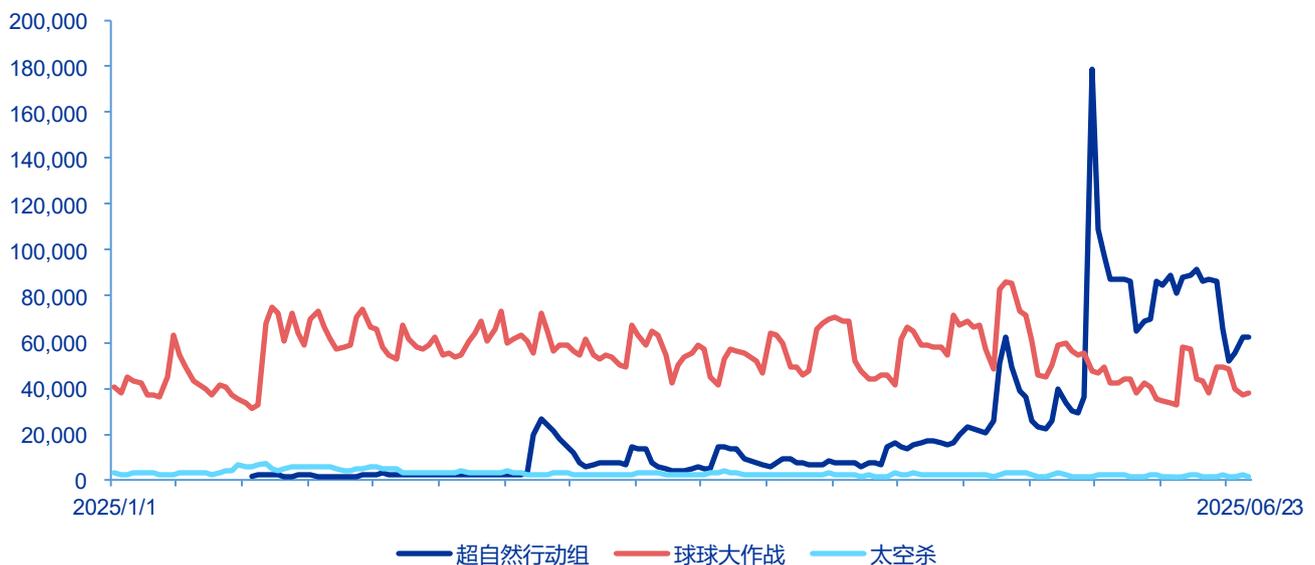
表 6: 《超自然行动》内部付费机制

类型	内容	价格
充值体系	获得代币“金砖”, 用于购买装备、道具、角色皮肤等	6元至648元, 10金砖/元
特权套餐	购买魔盒, 可以随着等级升高获得专属高级奖励	豪华魔盒 68元/稀世豪华魔盒 128元
功能性付费	购买角色(拥有特殊技能等) 购买特殊装备道具(如“小鲨匕首”)	368金砖/8888灵契 通过金砖购买“鱼骨”进行抽奖, 10金砖/次
装饰性付费	购买服装、挂饰、舞蹈、头像框等	通过金砖购买“愿望币”进行抽奖, 10金砖/次

资料来源:《超自然行动组》, 申万宏源研究整理

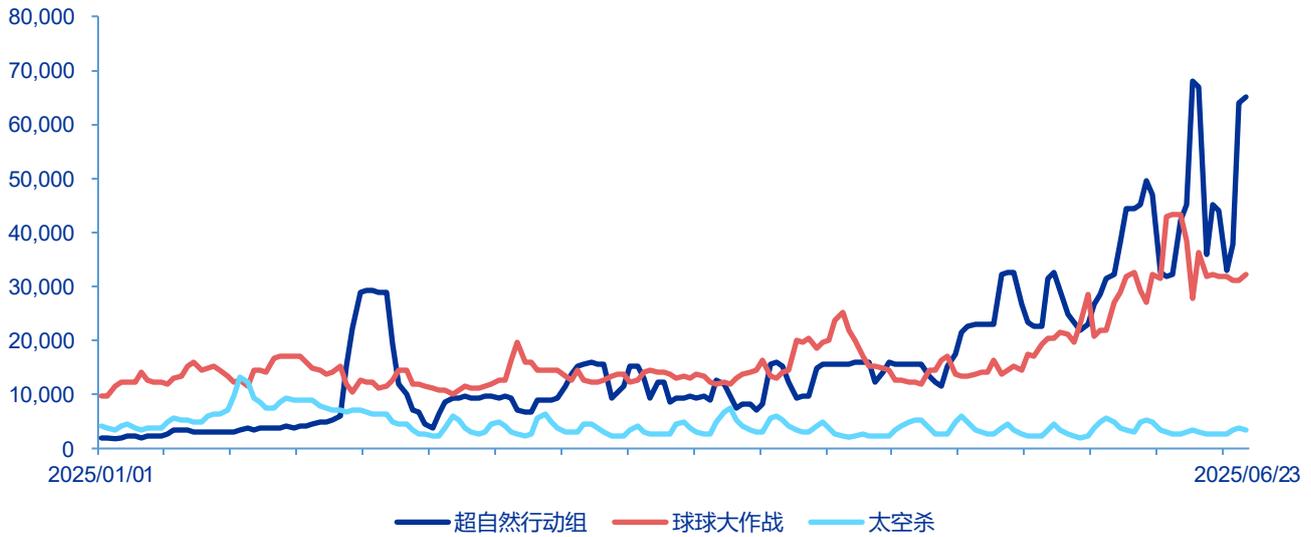
《超自然行动组》商业化潜力已初见端倪, 用户规模仍处在快速增长通道。目前《超自然行动组》还未进行大规模推广。但从第三方监测(点点数据)可见, 4月以来商业化逐步打开, 5月底新版本商业化进一步提速(开放累充系统+新皮肤); 用户端日均下载量仍在逐级攀升。我们预计暑期推广有望进一步带动用户和商业化增长。

图 16: 2025年1-6月《超自然行动组》等IOS净收入日度监测(单位: 美元)



资料来源: 点点数据, 申万宏源研究

图 17: 2025 年 1-6 月《超自然行动组》等 IOS 下载量日度监测 (单位: 个)



资料来源: 点点数据, 申万宏源研究

玩法解析: 什么是“搜打撤”? “搜索→对抗→撤离”循环: 射击游戏领域的新兴主流, 单局行动与长期成长的深度绑定, 玩家在战局中搜寻物资(搜)、进行战斗(打), 成功撤离(撤)后才能将战利品转化为可用资产(用于角色养成、装备升级或市场交易); 若失败则损失携带装备。

与传统射击类游戏不同, “搜打撤”将射击玩法与经济系统(MMORPG)相融合, 让玩家在游戏中体验战斗快感的同时, 驱动玩家追求更好的装备, 进行市场交易, 实现游戏资产的积累。

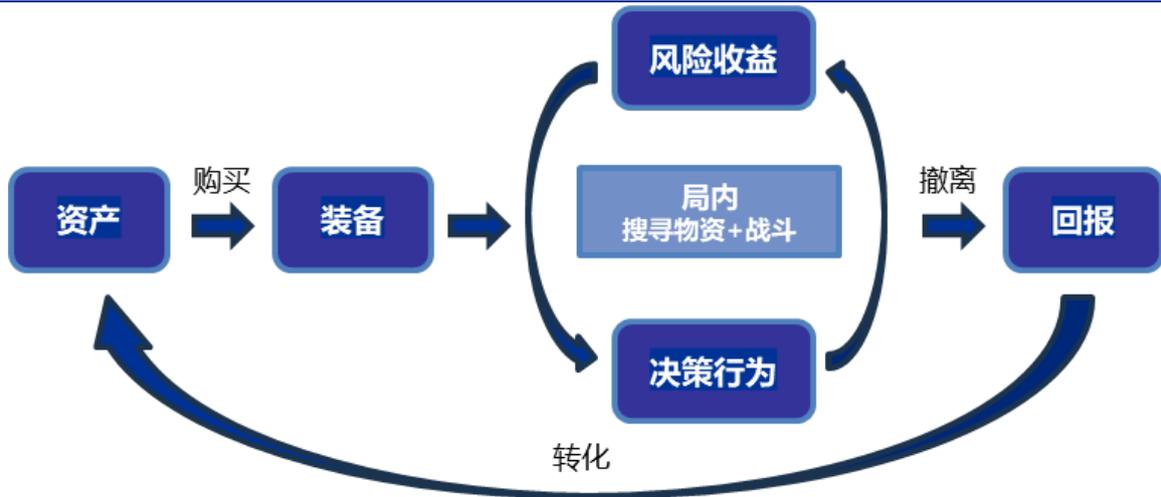
表 7: “搜打撤”与其他品类对比

	传统射击游戏	“大逃杀”游戏	“搜打撤”游戏
核心目标	杀敌人/完成战术目标	存活到最后一名/一队	携带高价值物资成功撤离
局外资产继承	单局资源重置	单局结束装备清零	资源局外转化
死亡惩罚	轻微(等待复活/重开对局)	轻微(重新开始)	严重(丢失所有携带装备)
经济系统	局内经济循环, 如回合购买	无长期经济体系	局外市场交易, 如《塔可夫》跳蚤市场

资料来源: “游戏窑鸡”公众号, 申万宏源研究

核心机制: 1) 高风险高回报的资源博弈。2) 局内外资源循环。玩家在局内获得的资源可以带出局外, 转换成资本, 失败则会失去装备, 这种局内外资源循环的模式形成一种高风险高回报的自我驱动闭环。

图 18：“搜打撤”游戏循环模型



资料来源：机核 Gcores，申万宏源研究

图 19：《逃离塔科夫》“跳蚤市场”



资料来源：《逃离塔科夫》Market 官网，申万宏源研究

2016 年第一款“搜打撤”游戏《逃离塔科夫》上线，游戏凭借资源博弈和高风险机制吸引**硬核玩家**。2022 年以来，“搜打撤”门槛逐步降低以实现品类破圈：腾讯《暗区突围》、网易《萤火突击》等于 2022 年上线；24 年上线的腾讯《三角洲行动》简化核心机制，更易上手，项目组在 25 年 4 月新赛季前瞻直播上宣布双端日活跃用户突破 1200 万，Steam 在线峰值 10 万+。

表 8：“搜打撤”玩法代表游戏

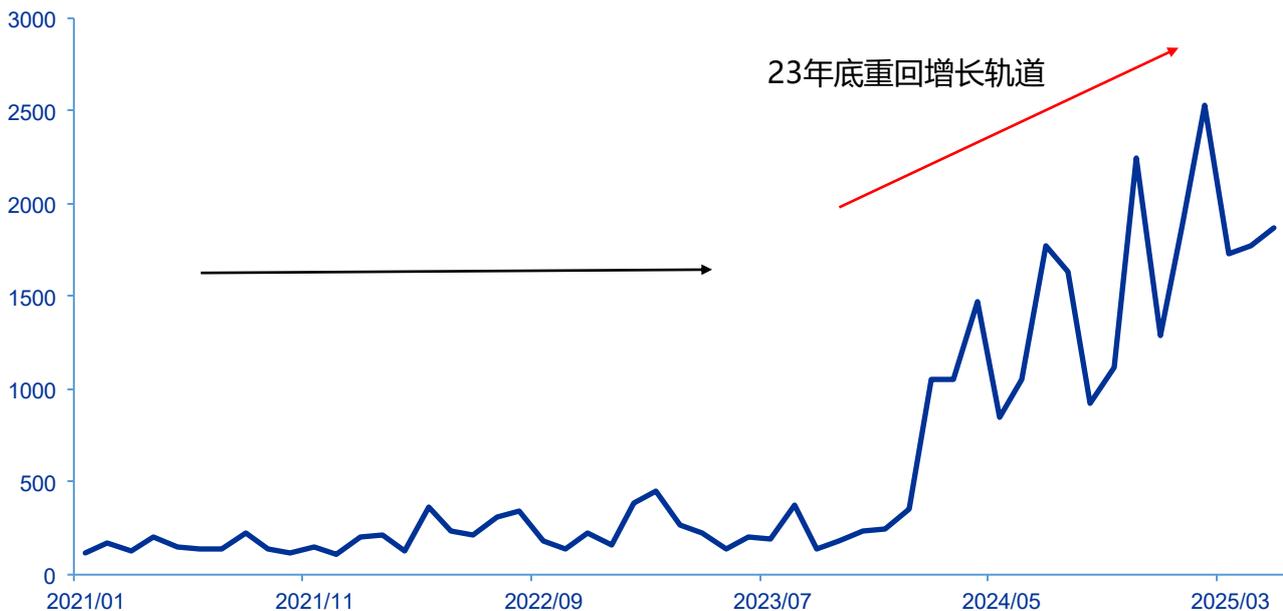
时间	厂商/作品	备注
2016 年	Battlestate 《逃离塔科夫》	硬核射击游戏，场景逼真，游戏门槛高，开创“搜打撤”先河
2019 年	Crytek 《捕杀：对决》	PvPvE 射击游戏，西部风格与魔幻恐怖元素结合
2022 年	腾讯《暗区突围》、网易《萤火突击》	《暗区突围》：硬核军事模拟撤离式射击游戏，截至 25 年 4 月《暗区》IP 的全球注册玩家已经超过 1.8 亿；《萤火突击》：轻硬核搜打撤，主打差异化体验，高出金率和免费枪皮，25 年 1 月注册量达 5000 万
2024 年	腾讯《三角洲行动》、Ironmace《Dark and Darker》、《Gray Zone Warfare》	《三角洲行动》：战术射击游戏，融合搜打撤循环，上线以来增长迅猛，构成长期增长引擎，日活峰值突破 1200 万
2025 年	腾讯《暗区突围：无限》PC 国服、Bungie《惑星行者》（25.9.24 上线）	《暗区突围：无限》IP 端游上线，依托 IP 影响力，快速吸引核心玩家与新用户

资料来源：腾讯网，Gamelook，公司公告，申万宏源研究整理

《第五人格》—微恐题材游戏代表作。与《超自然行动》“搜打撤”玩法不同，《第五人格》以 1V4 非对称对抗为主玩法，即两个阵营分为 1 名监管者与 4 名求生者，求生者需逃离区域，监管者需阻止逃离并淘汰求生者。产品以**微恐氛围主导，弱化血腥**：通过环境音效、光影和悬疑叙事营造紧张感，而非依赖暴力或突然惊吓。

18 年《第五人格》上线初始人气火爆，但由于玩法机制争议、较重恐怖元素等因素造成玩家流失。不过，**凭借着与当下年轻人潮流的贴合，更具娱乐性的玩法，多种营销手段等，《第五人格》激活了泛玩家社群，迅速扩圈**，23 年底开始，流水重回快速增长通道，成为 24-25 年网易增长最快的产品之一。

图 20：2021-2025 《第五人格》IOS 净收入月度监测（单位：万美元）



资料来源：点点数据，申万宏源研究

图 21:《第五人格》对局画面



资料来源:《第五人格》,申万宏源研究

图 22:《第五人格》联动活动



资料来源:《第五人格》游戏官网,申万宏源研究

《五千年》:率土 like SLG, 跨朝代历史名将

董事长史玉柱时隔多年重新带队开发的率土 like SLG。游戏结合历史 SLG 战争策略和名将阵容搭配玩法,包括建设城池、招募武将(定位和技能不同)、组建军队、攻占据点等。游戏分为逐鹿中原和问鼎天下两个阶段,玩家需要通过占领资源地、攻打交战区来扩大领地面积。24 年立项、25 年已取得版号,小步快跑、快速迭代策略,已进行多次测试。

游戏亮点: 1) 独创家族系统,新增计策玩法和跨家族福利,策略性更强。2) 结合中华五千年历史,跨朝代历史名将搭配更具变化。3) 新增同乡会玩法,包含流寇讨伐、悬赏任务等趣味内容,体验历史征战乐趣。

图 23:《五千年》官方截图



资料来源: Taptap, 申万宏源研究

图 24:《五千年》游戏界面与 UI



资料来源: Taptap, 申万宏源研究

《代号杀》:类《三国杀》策略卡牌,主打降肝降氪

作为策略卡牌,玩法/题材类《三国杀》。手牌以五行为花色、八卦为点数;突破朝代限制,整合全历史名将,16 种身份设定,世界观更自由多元。

玩法包括身份模式(可自选身份,如:主公、忠臣、内奸等,拥有专属技能)、楚汉争霸(2V2,随机分配楚/汉身份)、兵临城下(1V2,分为城主和联军两方,需击败对方才可获胜)、武侯讲武(PVE 挑战,需一回合内击杀所有敌方武将,共 64 关)等模块。

付费点：技能卡/身份解锁付费，付费点更分散，优化氪度与肝度，强调“微氪也能凑出神组合”。

图 25:《代号杀》官方截图



资料来源：Taptap，申万宏源研究

3. All in AI: 布局全面, 催化频出

23 年公司宣布 All in AI, 开启游戏+AI 双线布局。AI 布局方向包括 1) 技术积累 (GiantGPT/千影游戏模型/iMagine 等), 2) 战略投资/合作 (阿里云/腾讯云等合作、投资 Liblib.AI), 3) AI 应用 (太空杀 AI 内鬼挑战/文生动画应用 AnimateAI), 多管齐下。

表 9: AI 催化频繁, 平均每个季度都有 AI 相关催化/事件

时间	事件	介绍	意义
2023.2	接入文心一言	接入“文心一言”, 将获得优先集成类 ChatGPT 能力, 共同打造游戏行业联合解决方案	首个接入该 AI 平台的国内游戏企业
2023.3	推出海外品牌 ZTimes	尝试通过“游戏+AI”的技术方向颠覆传统游戏开发模式	促进游戏生产力工业革命; 公司 AI 发展里程碑意义
2023.3	推出“太空鲨”	《太空行动》与文心一言推出首个国产 AI 生成的手游形象	依托百度多元化 UGC 创作, 为用户提供更广阔的创作空间
2023.7	与阿里云达成“游戏+AI”全面合作	利用阿里云通义千问大模型以及 AIGC 产品能力	策划上提升游戏性; 与阿里云建立全面合作关系
2023.7	打造 iMagine	与阿里云人工智能平台 PAI 合作, 打造了 AI 绘画平台 iMagine	角色和场景原画、UI 和 icon 个方面提效; 增强美术质量; 实现流程变革, 助力工业化生产
2023.9	《太空杀》更新	《太空杀》打造出了 AI 推理剧场, 作为内置玩法	丰富玩家想象力
2023.11	亮相云栖大会	取得 AIGC+视频、AI+语音、大模型应用探索诸多成果	应用于买量视频宣发、提供真实音效、提升研发效率
2024.2	GiantGPT 完成备案	GiantGPT 是专注于游戏业务的垂类大模型, 数据训练后针对角色演绎、情景推理与长期记忆等基础能力进行深度优化	巨人网络在 AI 领域的成果得到了上海市有关部门的高度关注和鼓励
2024.3	首次重点招募 AI 实习生	特别引入 AI 算法实习生岗位	推动技术进步的同时塑造和支持下一代的创新者
2024.8	《太空杀》发布的“AI 残局挑战”玩法	首个基于多智能体大模型 (Multi-Agent LLM) 打造的 AI 原生游戏玩法	赋予真人玩家更多的策略空间; 实现智能体间复杂的互动与合作
2024.9	首次参展云栖大会	GiantGPT、BaiLing-TTS (支持多种方言的语音大模型)、巨人摹境 (AI 绘画平台)、高精度实时交互数字人等新技术首发	应用于游戏配音、视频创作等实际场景; 简化与批量化处理助力大规模的美术内容生产; 提供更真实的人机交互体验
2024.9	发布“千影”大模型	包含游戏视频 (YingGame) 以及视频配音 (YingSound) 生成大模型	实现有声游戏视频生成; 实现了语义、语音、视频大模型的全矩阵布局
2025.1	《太空杀》打造“AI 侦探剧场”玩法	与名侦探柯南 IP 合作, 提供“AI 侦探剧场”玩法	突破传统剧情类游戏单一的情节路线设定
2025.2	与阿里云深化 AI 合作	在游戏场景及算力生态建设领域进一步联动	旨在实现游戏形态、内容生成与交互形式变革; 阿里云的先进算力资源助力 AI 模型迭代
2025.2	投资 LiblibAI	LiblibAI 在 AI 图形创作赛道具有中国最大的 Lora 创作者社区生态	利于开创 AI 图形与交互式内容应用创新赛道

2025.3	《太空杀》接入 DeepSeek	首创基于 DeepSeek 打造的“内鬼挑战”玩法	重塑游戏的竞技和交互体验，重新定义人机对抗的智能边界
2025.3	《原始征途》接入 DeepSeek	核心 AI 智能 NPC 完成技术升级	提供更智能、更人性化的交互体验；征途 IP 在智能化转型中的关键一步
2025.4	《太空杀》接入混元大模型	接入腾讯混元 Turbo S 构建 AI 玩家，在虚拟世界与真人玩家斗智斗勇	已生成超过 700 万个 AI 玩家，是该游戏在 AI 原生玩法上的探索
2025.5	《太空杀》接入豆包大模型	《太空杀》接入豆包大模型，助力其 AI 原生游戏玩法升级	将基于豆包大模型、即梦 AI 等共同探索下一代游戏内容与交互的新范式

资料来源：巨人网络官网，Ztimes，《太空杀》游戏公众号，申万宏源研究整理

“干影”有声游戏生成大模型——实现有声可交互游戏视频的生成。24 年 12 月发布，包含两个核心大模型：**游戏视频生成大模型 YingGame** 和**视频配音大模型 YingSound**。标志公司在“AI 游戏”领域的重要技术进展。

图 26：“YingGame”功能展示



资料来源：巨人网络官网，申万宏源研究

图 27：“YingSound”功能展示



资料来源：巨人网络官网，申万宏源研究

表 10：“YingGame”和“YingSound”大模型概览

	形态	特点	意义	团队
YingGame 游戏视频生成大模型	融合多模态交互、角色控制与物理仿真大模型系统	实现角色动作的交互控制，并自定义游戏角色；具备更好的游戏物理仿真特性	生成开放世界游戏视频	清华大学 SATLab
YingSound 视频配音大模型	多模态音频生成大模型形态	超强的时间对齐、视频语义理解能力；自动为各类视频生成高精度音效	多样化应用场景泛化能力	西北工业大学 ASLP Lab/ 浙江大学

资料来源：巨人网络官网，申万宏源研究

原生 AI 游戏探索：《太空杀》内置 AI 内鬼挑战玩法（25 年 3 月后常驻）。玩法为：AI 扮演内鬼，玩家通过盘问 AI 找出真凶。真人玩家与 AI 玩家们进行智力较量，每个 AI 玩家的发言和决策均由大模型实时生成，具备谋略、协作、伪装等高智慧行为表现。当前 AI 内鬼挑战为免费。

根据腾讯云，AI 内鬼挑战接入腾讯混元后的第一个月，AI 玩家已累计参与近 90 万场对局，生成超 万个独立逻辑链条的智能体。

图 28:《太空杀》内鬼挑战介绍



资料来源:《太空杀》, 申万宏源研究

图 29:《太空杀》内鬼挑战讨论环节



资料来源:《太空杀》, 申万宏源研究

AI 文生动画应用: AnimateAI。基于 Stability 最新 Stable Video Diffusion 模型构建的前沿 AI 驱动平台, 结合多个第三方 AI 服务, 如: GPT-4 (文本)、MidJourney (视频)。可以通过文本、图片等生成视频, 如动画、电影预告、短片等。

商业模式采用订阅制+按量计费, 登录可免费领额外积分。

图 30: AnimateAI 主要功能



资料来源: AnimateAI 官网, 申万宏源研究

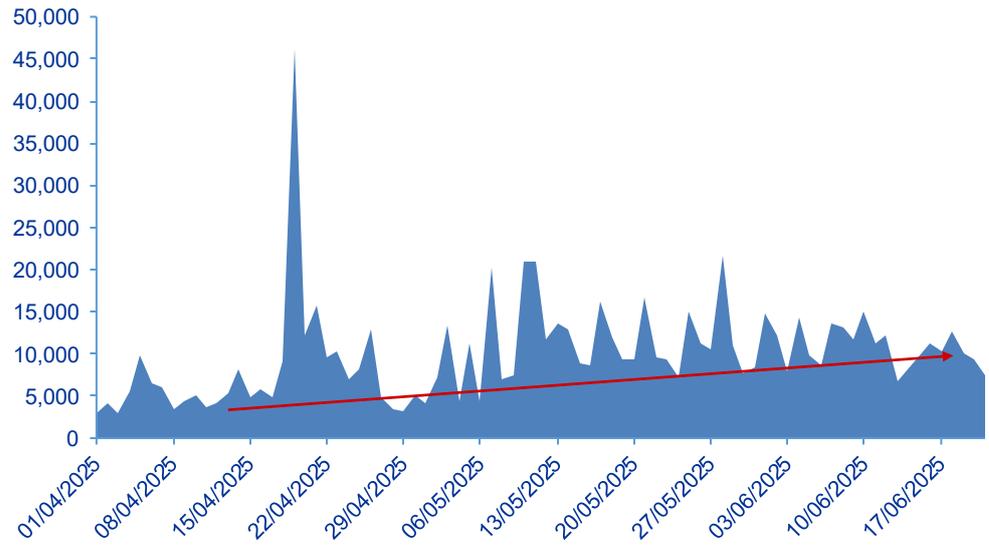
表 11: AnimateAI 收费机制

方案	价格	内容
免费	\$0/月	每月 40 基础点 + 60 登录奖励点, 最多生成 3 个场景的视频
标准	\$39.99/月	每月 500 点数, 高清无水印, 多语言支持, 快速生成
专业	\$99.99/月	每月 2000 点数, 优先使用最新功能, 享有专属技术支持
额外点数包	\$19.99 起	可按需购买点数, 30 天内有效

资料来源: AnimateAI 官网, 申万宏源研究

AnimateAI 于 25 年 3 月在海外上线。根据 Similar Web, 4-6 月访问量呈上升趋势。其中 5 月访问量同比增长 50%。

图 31: 2025 年 4-6 月 AnimateAI 访问量日度变化 (个)



资料来源: SimilarWeb, 申万宏源研究

4. 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测：悲观-中性-乐观情景假设下的业绩变化

第二章提到，25-27 年公司将进入新品兑现期，在存量盘稳健的基础上，《超自然行动组》《代号杀》《五千年》等新品有望带来后续增长弹性。

我们认为，当前视角下，《超自然行动组》对公司业绩弹性最为显著，且难以提前预判：1) 高利润率带来高业绩弹性。大 DAU 产品不依赖买量（销售费率低），且目前未上安卓应用市场（无高额分成），流水到利润的转化率高。2) 用户和流水仍在爬坡期，峰值难以预判。该产品还未进入大推阶段，用户规模和流水规模仍在爬坡。

我们以《超自然行动组》为主要变量进行悲观-中性-乐观的情景假设

悲观假设：假设《超自然》25-27 年贡献流水 6 亿/12 亿/12 亿，流水变化亦带来相应费用变化，预计公司 25-27 年营收为 38/48/56 亿，归母净利润为 18/22/25 亿。

表 12：盈利预测-悲观假设

单位：百万元	2025E	2026E	2027E
总收入	3,778	4,843	5,609
老游戏	3,108	2,900	2,581
新游戏	616	1,908	2,993
其中：			
《超自然》流水	631	1,200	1,200
《超自然》收入	503	984	924
其他收入	54	35	35
毛利润	3,341	4,287	4,969
销售费用	1,116	1,526	1,795
管理费用	229	242	252
研发费用	733	775	830
投资相关收益	488	460	460
营业利润	1,878	2,304	2,647
归母净利润	1,834	2,211	2,535

资料来源：申万宏源研究测算

注：其他收入包含互联网社区及其他收入，投资相关收益包含投资净收益、公允价值变动损益及资产处置损益，下同

中性假设：假设《超自然》25-27 年贡献流水 8 亿/17 亿/17 亿，预计公司 25-27 年营收为 39/52/60 亿，归母净利润为 19/24/27 亿。

表 13：盈利预测-中性假设

单位：百万元	2025E	2026E	2027E
总收入	3,906	5,237	5,978
老游戏	3,108	2,900	2,581
新游戏	744	2,302	3,362
其中：			
《超自然》流水	796	1,680	1,680

	《超自然》收入	631	1,378	1,294
	其他收入	54	35	35
毛利润		3,456	4,638	5,298
	销售费用	1,134	1,587	1,883
	管理费用	229	262	269
	研发费用	744	817	867
	投资相关收益	488	460	460
营业利润		1,960	2,528	2,830
归母净利润		1,914	2,422	2,709

资料来源：申万宏源研究测算

乐观假设：假设《超自然》25-27年贡献流水13亿/24亿/24亿，预计公司25-27年营收为43/58/65亿，归母净利润为21/28/30亿。

表 14：盈利预测-乐观假设

单位：百万元	2025E	2026E	2027E
总收入	4,264	5,827	6,533
老游戏	3,108	2,900	2,581
新游戏	1,102	2,892	3,917
其中：			
《超自然》流水	1,261	2,400	2,400
《超自然》收入	989	1,968	1,848
其他收入	54	35	35
毛利润	3,774	5,163	5,792
销售费用	1,186	1,667	1,992
管理费用	230	274	287
研发费用	785	862	915
投资相关收益	488	460	460
营业利润	2,181	2,909	3,142
归母净利润	2,127	2,783	3,003

资料来源：申万宏源研究测算

我们取中性假设作为公司盈利预测：

(1) **收入端：**增长主力在手游，《超自然》预计成为25-26年的主要增量来源，《代号杀》亦有贡献；而《五千年》《口袋斗蛭虫》等新品以及《征途》IP新迭代产品预计在26-27年陆续上线并贡献增量。(2) **毛利率方面，**公司主要项目以净额法确认收入，毛利率较高且稳定。我们预计公司25-27年营业收入为39.1/52.4/59.8亿，同比增长34%/34%/14%；预计综合毛利率88%/89%/89%。

表 15：巨人网络收入端预测

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,923	3,906	5,237	5,978
yoy	0%	34%	34%	14%
综合毛利率	87%	88%	89%	89%
其中：				

	2,180	3,227	4,621	5,398
手游				
yoy	5%	48%	43%	17%
毛利率	88%	89%	89%	89%
端游	681	625	581	546
yoy	-16%	-8%	-7%	-6%
毛利率	86%	86%	86%	86%
其他	61	54	35	35
yoy	45%	-12%	-35%	0%

资料来源：公司财报，申万宏源研究测算

(2) **费用端**，考虑到新品投放、项目组激励等，三费绝对值 25-27 年预计均有提升；作为 25-26 年主力贡献的《超自然》销售费用率较低，而 26-27 年《五千年》等新品销售费用率预计高于《超自然》，因此销售费率或呈现前低后高趋势。我们预测 25-27 年销售费率 29%/30%/32%，管理费率 6%/5%/5%，研发费率 19%/16%/15%。

投资收益对公司业绩亦有影响（详见章节 1.2），但联营公司贡献整体稳定。**综合来看，我们预计公司 25-27 年归母净利润 19.1/24.2/27.1 亿，同比增长 34%/27%/12%。**

表 16：巨人网络利润端预测

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用	1,005	1,134	1,587	1,883
%收入	34%	29%	30%	32%
管理费用	221	229	262	269
%收入	8%	6%	5%	5%
研发费用	691	744	817	867
%收入	24%	19%	16%	15%
投资相关收益	674	488	460	460
所得税	16	43	104	119
归母净利润	1,425	1,914	2,422	2,709
yoy	31%	34%	27%	12%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

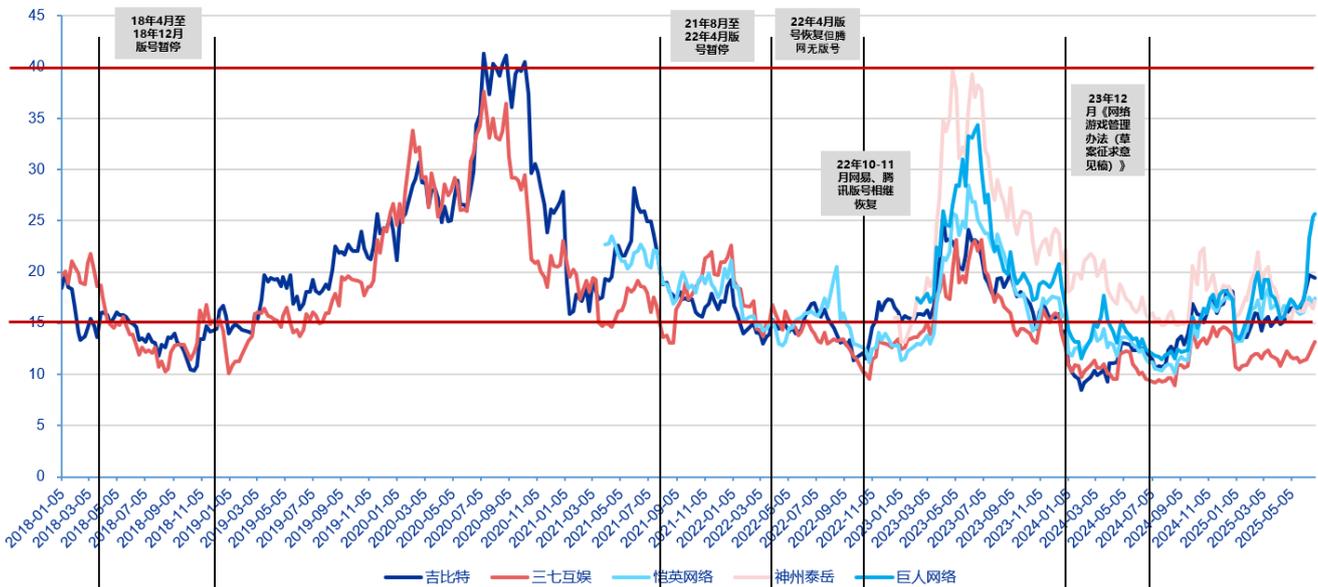
4.2 估值分析：估值中枢有望进一步上移

游戏股的估值波动区间：15-40x。18 年以来低于 15x 的时期基本都与监管环境相关，且低于 15x 的时间并不多；20 年和 23 年两轮大行情高点均在 40x 左右，虽然两轮行情的主题不同，但触及当年 PE 高点的主流公司（吉比特、神州泰岳）均为彼时业绩增长最突出的公司。

我们在 2025 年 3 月的行业深度《AI 游戏：从增加供给到改变交互》中强调，**游戏新一轮行情启动条件已具备：启动条件包括：监管环境进一步宽松（见章节 2.1）、基本面改善预期增强、技术创新演进等。**

我们的判断在持续兑现中，考虑到 25 年作为 AI 应用成本拐点之年（来自《AI 游戏：从增加供给到改变交互》），随着技术继续进步、Token 成本持续下降、AI 应用探索愈发丰富，越往后 AI 游戏爆款出现的概率越高。我们认为整体估值中枢有望进一步上移。

图 32：2018 年以来部分 A 股游戏公司 Forward PE



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：以上 Forward PE 均来自 Wind 一致预期

当前可比公司 25/26 年平均 PE 达到 26/21x。

考虑到巨人网络主要新品贡献（《超自然》仍在爬坡、《代号杀》于 25 下半年上线）体现在 2026 年，亦考虑到 AI 应用爆发可能抬升未来整体估值中枢，我们给予巨人网络 26 年目标 PE 25x。

表 17：A 股游戏可比公司估值表

标的	市值 (亿) 2025/6/26	归母净利润 (亿)		YOY		PE	
		25E	26E	25E	26E	25E	26E
恺英网络	376	21.3	24.3	31%	14%	17.7	15.5
三七互娱	368	28.1	30.4	5%	8%	13.1	12.1
完美世界	290	7.4	14.4	-158%	93%	39.0	20.2
神州泰岳	219	13.0	14.5	-9%	12%	16.9	15.1
吉比特	201	10.6	11.8	12%	12%	19.0	17.0
浙数文化	171	6.5	7.5	27%	15%	26.2	22.7
姚记科技	113	6.2	6.9	15%	11%	18.1	16.4
电广传媒	106	2.4	3.4	153%	39%	43.5	31.3
宝通科技	102	3.4	4.1	61%	21%	30.3	25.1
盛天网络	65	1.5	1.8	-158%	21%	42.8	35.4
电魂网络	59	3.1	3.9	900%	27%	19.4	15.3
巨人网络	425	19.1	24.2	34%	27%	22.2	17.6
可比公司估值平均数						26.0	20.6

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：巨人网络 25/26 年归母净利润预测来自申万宏源研究，其他公司盈利预测均来自 Wind 一致预期；部分 A 股游戏公司无 Wind 一致预期因此未选入可比估值表；可比公司估值平均数计算不含巨人网络

上调盈利预测，维持“买入”评级。基于《超自然行动组》为变量的情景假设，我们选取中性假设作为盈利预测，上调公司 25-26 年营收预测至 39/52 亿（原预测为 35/42 亿），增加 27 年预测 60 亿；上调 25-26 年归母净利润预测至 19.1/24.2 亿（原预测为 16.3/18.1 亿），增加 27 年预测 27.1 亿。考虑到公司新品贡献将在 26 年完整体现，以及 AI 应用爆发可能驱动整体估值中枢抬升，我们给予 26 年目标 PE 25x，对应 26 年目标市值 605 亿，维持“买入”评级。

风险提示

(1) 监管政策边际变化。游戏行业受到国家相关政策和职能部门监管，当前处在较为宽松的监管环境下，但若监管政策边际趋严，则对公司收入和估值均可能产生影响。

(2) 新品延期/表现不及预期。公司业绩增长靠新品驱动，若《超自然行动组》流水不及预期会对业绩产生较大影响；《代号杀》《五千年》等新品当前还未定档，若项目延期或表现不及预期亦会对收入利润产生影响。

(3) 投资相关收益不及预期。投资相关收益在公司利润中的占比较高，联营公司业绩不及预期、长投等资产减值以及公允价值变动损失均会影响投资相关收益，进而对公司业绩产生不利影响。

财务摘要

合并损益表

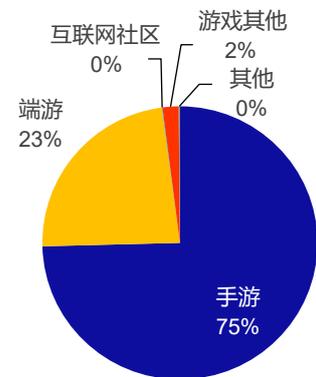
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,924	2,923	3,906	5,237	5,978
营业收入	2,924	2,923	3,906	5,237	5,978
手游	2,073	2,180	3,227	4,621	5,398
端游	809	681	625	581	546
互联网社区	6	2	4	6	6
游戏其他	22	55	46	25	25
其他	14	4	4	4	4
营业总成本	2,241	2,324	2,599	3,319	3,758
营业成本	324	370	451	599	680
手游	217	259	353	508	594
端游	95	96	87	81	76
互联网社区	3	1	3	5	5
游戏其他	1	7	5	3	3
其他	7	7	2	2	2
税金及附加	33	33	42	56	64
销售费用	1,019	1,005	1,134	1,587	1,883
管理费用	178	221	229	262	269
研发费用	692	691	744	817	867
财务费用	-6	4	-2	-2	-5
其他收益	160	170	171	160	160
投资收益	477	661	488	460	460
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-191	16	0	0	0
信用减值损失	-2	6	0	0	0
资产减值损失	-19	0	-6	-10	-10
资产处置收益	-1	-3	0	0	0
营业利润	1,109	1,449	1,960	2,528	2,830
营业外收支	-7	-2	1	3	3
利润总额	1,101	1,447	1,961	2,531	2,834
所得税	10	16	43	104	119
净利润	1,092	1,431	1,918	2,427	2,715
少数股东损益	5	6	4	5	6
归母净利润	1,086	1,425	1,914	2,422	2,709

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

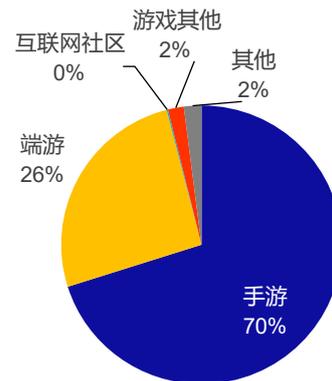
合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,092	1,431	1,918	2,427	2,715
加：折旧摊销减值	72	46	24	28	28
财务费用	22	25	-2	-2	-5
非经营损失	-352	-709	-488	-460	-460
营运资本变动	281	219	-69	-63	-37
其它	11	22	0	0	0
经营活动现金流	1,125	1,034	1,383	1,930	2,241
资本开支	88	187	0	0	0
其它投资现金流	-227	-125	-112	-140	260
投资活动现金流	-315	-312	-112	-140	260
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	-50	0	-600
支付股利、利息					

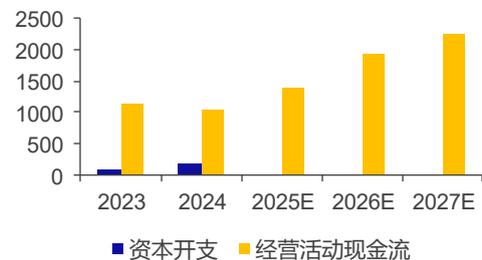
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



其它融资现金	-102	-113	2	2	5
流					
融资活动现金流	-660	-542	-578	-726	-1,539
净现金流	151	180	692	1,065	961

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

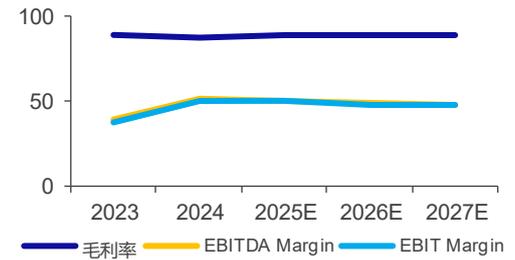
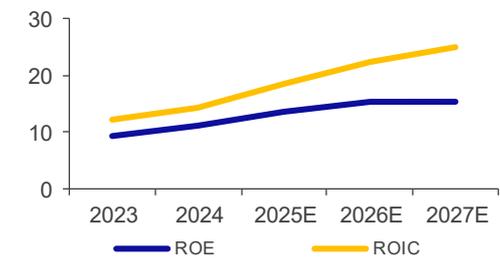
合并资产负债表

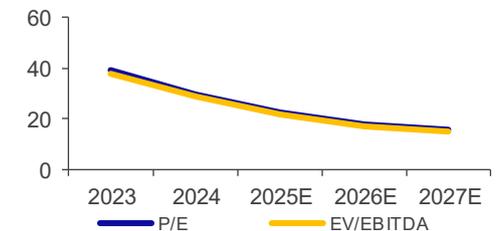
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,330	2,491	3,453	4,781	5,980
现金及等价物	2,103	2,274	3,166	4,431	5,592
应收款项	187	189	258	322	359
存货净额	0	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	41	29	29	29	29
长期投资	9,938	10,979	11,373	11,763	11,753
固定资产	522	662	644	625	607
无形资产及其他资产	580	611	611	611	611
资产总计	13,371	14,743	16,080	17,780	18,951
流动负债	1,565	1,813	1,762	1,762	1,162
短期借款	618	650	600	600	0
应付款项	408	446	446	446	446
其它流动负债	539	716	716	716	716
非流动负债	73	69	69	69	69
负债合计	1,639	1,881	1,831	1,831	1,231
股本	1,518	1,489	1,489	1,489	1,489
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	3,250	3,166	3,166	3,166	3,166
其他综合收益	179	420	420	420	420
盈余公积	761	812	881	969	1,066
未分配利润	5,981	6,937	8,252	9,859	11,526
少数股东权益	43	38	42	48	54
股东权益	11,732	12,861	14,249	15,949	17,720
负债和股东权益合计	13,371	14,743	16,080	17,780	18,951

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.74	0.99	1.25	1.40
每股经营现金流	0.58	0.53	0.71	1.00	1.16
每股红利	0.00	0.00	0.27	0.38	0.49
每股净资产	6.04	6.63	7.34	8.22	9.13
关键运营指标(%)					
ROIC	12.2	14.4	18.4	22.3	24.9
ROE	9.3	11.1	13.5	15.2	15.3
毛利率	88.9	87.3	88.5	88.6	88.6
EBITDA Margin	39.2	51.4	50.6	48.6	47.6
EBIT Margin	37.5	49.7	50.2	48.3	47.3
营业总收入同比增长	43.5	0.0	33.6	34.1	14.2
归母净利润同比增长	27.7	31.2	34.3	26.6	11.8
资产负债率	12.3	12.8	11.4	10.3	6.5
净资产周转率
总资产周转率	0.22	0.20	0.24	0.29	0.32

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


有效税率	1.5	2.1	2.9	5.0	5.0
股息率	0.0	0.0	1.3	1.8	2.3
估值指标(倍)					
P/E	39.2	29.9	22.2	17.6	15.7
P/B	3.6	3.3	3.0	2.7	2.4
EV/Sale	14.8	14.8	11.1	8.3	7.1
EV/EBITDA	37.7	28.8	21.9	17.0	15.0
股本	1,974	1,935	1,935	1,935	1,935

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。