

巨人网络（002558）

《超自然行动组》流水超预期，看好新游周期带来戴维斯双击

买入（维持）

2025 年 07 月 06 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 陈欣

执业证书：S0600524070002

chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,924	2,923	4,318	6,091	6,499
同比（%）	43.50	(0.05)	47.74	41.06	6.70
归母净利润（百万元）	1,086	1,425	1,968	2,845	3,064
同比（%）	27.67	31.15	38.10	44.60	7.69
EPS-最新摊薄（元/股）	0.56	0.74	1.02	1.47	1.58
P/E（现价&最新摊薄）	44.77	34.14	24.72	17.09	15.87

投资要点

- **事件：**2025 年 7 月 4 日，公司多人组队休闲摸金游戏《超自然行动组》iOS 游戏畅销榜排名跃升至第 10 名，创新高，产品表现超预期。
- **老游流水稳健，构筑业绩基本盘。**公司重点游戏流水总体稳定，对应 2025Q1 公司营收 7.24 亿元，同比增长 3.94%，同时合同负债同环比增加 2.90、1.28 亿元至 2.90 亿元。分产品来看：1）《原始征途》于 2025 年 1 月正式开启小程序买量投放，带来流水增量；2）2024 年 2 月上线的小程序游戏《王者征途》微信小程序游戏畅销榜排名较为稳定；3）长线老游《球球大作战》较 2024 年高基数有所自然回落，2025/1/1-2025/7/4 iOS 游戏畅销榜平均排名 81 名，较去年同期的 68 名有所自然回落。
- **《超自然行动组》用户规模、流水持续创新高，有望贡献显著业绩增量。**《超自然》是公司自研的微恐题材多人组队欢乐摸金游戏，玩家可 1-4 人组队进入局内“搜打撤”，躲避应对怪物、团队协作、完成寻宝并撤离。《超自然》于 2025 年初开启不删档付费测试，后凭借题材、玩法出圈、社交裂变，用户规模、流水不断增长，2025/7/4 新皮肤上线及版本更新，其 iOS 游戏畅销榜跃升至第 10 名，创新高，同时登顶 TapTap 热门下载榜第 1 名。我们认为《超自然》作为一款大 DAU 社交休闲游戏，暑期是用户进一步破圈的重要档期，项目组已于 2025/6/29 首曝新地图“昆仑秘境”，包括新地图、新大金、新机制、新怪物，看好海量内容更新驱动其下载量、流水继续创新高。利润率方面，当前《超自然》并未上线安卓渠道服，同时通过主播直播等内容营销进行获客，我们预计产品渠道成本、销售费用率均处低位，预计产品利润率显著高于存量老游，因此看好《超自然》自 2025 年起带来显著业绩弹性。
- **关注新游驱动估值中枢提升。**《超自然》长线表现可期：1）公司存量游戏长线表现出色，其中休闲赛道的《球球大作战》《太空杀》已为公司积累大 DAU 产品运营经验；2）产品层面，《超自然》已推出 PVPVE 多队模式玩法，“与人斗其乐无穷”，看好 PVP 等玩法持续迭代，提升产品社交、竞技属性，进而拉长产品生命周期。我们认为若《超自然》成为公司又一长青游戏，一方面将显著增厚业绩基本盘、增强业绩稳定性，另一方面将验证公司产品类扩张及研发能力，将为公司估值带来一定溢价。
- **盈利预测与投资评级：**《超自然》流水表现超预期，我们上修 2025-2027 年归母净利润至 19.68/28.45/30.64 亿元（前值为 16.43/17.90/19.20 亿元），对应当前股价 PE 分别为 25/17/16X，对比美股日股重点游戏公司（Konami、SEGA、CAPCOM、BANDAI NAMCO、NINTENDO、SQUARE ENIX、KOEI TECMO、NEXON、EA）2026/2027 财年平均估值 33/28 倍（截至 2025/7/4，彭博一致预期），公司当前估值仍具性价比。我们看好公司赛道品类突破，持续关注《超自然》长线表现，有望带来公司戴维斯双击，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新游流水不及预期风险，老游流水超预期下滑风险，行业竞争加剧风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.14
一年最低/最高价	8.44/25.36
市净率(倍)	3.74
流通 A 股市值(百万元)	48,639.63
总市值(百万元)	48,639.63

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.72
资产负债率(%，LF)	12.97
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)：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》

2025-04-30

《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	4,008	6,536	8,953	营业总收入	2,923	4,318	6,091	6,499
货币资金及交易性金融资产	2,274	3,730	6,224	8,668	营业成本(含金融类)	370	487	681	726
经营性应收款项	177	237	262	242	税金及附加	33	48	68	73
存货	0	0	0	0	销售费用	1,005	1,295	1,827	1,950
合同资产	0	0	0	0	管理费用	221	259	305	312
其他流动资产	41	41	50	43	研发费用	691	777	944	1,007
非流动资产	12,251	12,288	12,282	12,274	财务费用	4	(10)	(17)	(30)
长期股权投资	9,557	9,603	9,626	9,637	加:其他收益	170	164	183	195
固定资产及使用权资产	305	328	335	347	投资净收益	661	453	518	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	2,028	2,933	3,159
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	16,296	18,819	21,226	利润总额	1,447	2,028	2,933	3,159
流动负债	1,813	1,999	2,375	2,465	减:所得税	16	51	73	79
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	1,978	2,860	3,080
经营性应付款项	56	82	107	94	减:少数股东损益	6	10	14	15
合同负债	634	681	818	871	归属母公司净利润	1,425	1,968	2,845	3,064
其他流动负债	473	585	800	849	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.74	1.02	1.47	1.58
非流动负债	69	69	69	69	EBIT	779	1,615	2,448	2,626
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	843	1,696	2,528	2,708
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	87.34	88.73	88.81	88.83
租赁负债	21	21	21	21	归母净利率(%)	48.75	45.57	46.72	47.15
其他非流动负债	48	48	48	48	收入增长率(%)	(0.05)	47.74	41.06	6.70
负债合计	1,881	2,068	2,444	2,534	归母净利润增长率(%)	31.15	38.10	44.60	7.69
归属母公司股东权益	12,823	14,180	16,312	18,615					
少数股东权益	38	48	62	78					
所有者权益合计	12,861	14,228	16,375	18,692					
负债和股东权益	14,743	16,296	18,819	21,226					

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	1,783	2,814	2,776	每股净资产(元)	6.63	7.33	8.43	9.62
投资活动现金流	(312)	336	444	480	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)	(714)	(763)	ROIC(%)	5.94	11.08	14.94	14.07
现金净增加额	180	1,507	2,544	2,493	ROE-摊薄(%)	11.11	13.88	17.44	16.46
折旧和摊销	64	81	80	81	资产负债率(%)	12.76	12.69	12.99	11.94
资本开支	(187)	(30)	(14)	(22)	P/E (现价&最新股本摊薄)	34.14	24.72	17.09	15.87
营运资本变动	230	127	341	117	P/B (现价)	3.79	3.43	2.98	2.61

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>