

巨人网络 (002558.SZ)

《超自然行动组》表现卓越，AI 创新游戏交互体验

事件：公司发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营业收入 16.62 亿元，同比增长 16.47%；实现归母净利润 7.77 亿元，同比增长 8.27%；实现扣非归母净利润 8.07 亿元，同比下滑 8.79%。公司半年度利润分配预案拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）。

征途 IP 赛道：深化“长青游戏”战略，构建双向增长引擎。2025H1，征途 IP 持续推进“长青游戏”建设，将内容更新逻辑升级为“分层体验+商业协同”，为不同层级用户定制更新计划，从而有效提升了用户粘性与老玩家付费转化。游戏内经济的非绑定化改革成为另一重要增长抓手，各项目已完成非绑定交易生态基础搭建，开放道具自由交易通道并完善变现机制，增强了玩家参与感与留存率，形成了“玩家价值提升与游戏营收增长”的正向循环。在一系列举措推动下，征途系列产品均保持了良好发展态势。尤其是旗舰手游《原始征途》凭借小游戏版本正式上线并开启二次推广，成功实现了用户扩圈，首月新增用户达到 586 万，上半年累计新增用户突破 2000 万。今年以来，该产品月均流水稳定维持在 1 亿元人民币水平，为业务可持续发展提供了坚实支撑。

休闲竞技赛道：《超自然行动组》表现超预期，《球球大作战》持续破圈。2025 年 1 月，休闲赛道新品《超自然行动组》上线，游戏表现远超预期，成为公司近年创新产品中的标杆之作。凭借“中式微恐+多人合作”的差异化玩法迅速打开市场。核心优势在于多人协作机制带来的强社交裂变性，以及较低的用户进入门槛。产品深度契合玩家在情感共鸣、社交互动及视觉体验上的核心诉求，上线后迅速积累用户池。2025Q2，该游戏用户规模与流水均呈现指数级增长。《球球大作战》在玩法层面不断创新，5 月上线“霸屏挑战”玩法，多个 KOL 自制视频点赞量超过 10 万，玩法日参与率大幅提升。用户体验的改善带来了留存率和用户口碑的提升。5、6 月的新增用户数和日活跃用户数均同比大幅增长。此外，《球球大作战》通过抖音和微信小游戏平台拓展用户圈层，为 APP 端带来新进转化。2025 年上半年累计新进用户数超 1100 万，且呈逐月攀升的态势，小程序日活跃用户超 100 万。

AI 深度赋能游戏玩法，创新游戏交互体验。《太空杀》于 2025 年上线全新模式“残局对决”，联合阿里通义千问、腾讯混元、字节豆包等国内主流大模型，打造行业首个“多用户与 AI 智能体混合对抗”竞技机制。《原始征途》于 2025H1 全面接入 DeepSeek-R1，核心 AI NPC “小师妹”完成智能化升级，以“策略辅助+情感陪伴”双定位提升用户体验。

盈利预测：公司新游《超自然行动组》表现远超预期，因此我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 20.74/34.63/39.33 亿元，对应同比增速为 45.5%/67.0%/13.6%，当前市值对应 PE 为 29/17/15 倍。维持“买入”评级。

风险提示：政策监管风险；项目上线不及预期；产品表现不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,924	2,923	3,683	5,487	6,091
增长率 yoy (%)	43.5	0.0	26.0	49.0	11.0
归母净利润（百万元）	1,086	1,425	2,074	3,463	3,933
增长率 yoy (%)	27.7	31.2	45.5	67.0	13.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.56	0.74	1.07	1.79	2.03
净资产收益率 (%)	9.3	11.1	14.9	21.8	21.6
P/E（倍）	54.6	41.6	28.6	17.1	15.1
P/B（倍）	5.1	4.6	4.3	3.7	3.2

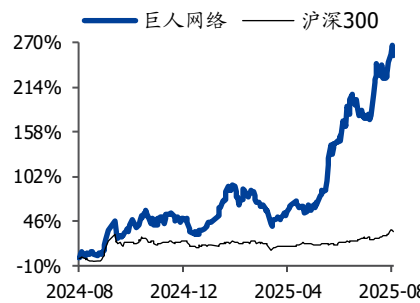
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 27 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	游戏 II
前次评级	买入
08 月 27 日收盘价（元）	30.64
总市值（百万元）	59,280.76
总股本（百万股）	1,934.75
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	48.74

股价走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 刘书含

执业证书编号：S0680524070007

邮箱：liushuhan@gszq.com

相关研究

- 《巨人网络 (002558.SZ)：征途 IP 全系产品同步发力，全面接入 DeepSeek-R1 满血版》 2025-04-30
- 《巨人网络 (002558.SZ)：征途 IP 产品持续扩圈，打造游戏+AI 生态图谱》 2025-04-25
- 《巨人网络 (002558.SZ)：《太空杀》推出 AI 原生游戏玩法，两款自研大模型发布》 2024-10-31

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2330	2491	2806	4387	5960
现金	1889	2058	2341	3822	5368
应收票据及应收账款	160	147	184	274	305
其他应收款	8	12	10	15	17
预付账款	19	30	36	49	54
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	255	244	235	226	217
非流动资产	11040	12251	13288	14324	15363
长期投资	8478	9557	10557	11557	12557
固定资产	244	272	240	208	178
无形资产	53	64	56	48	40
其他非流动资产	2265	2359	2435	2511	2588
资产总计	13371	14743	16094	18711	21323
流动负债	1565	1813	2043	2660	2874
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	52	53	62	84	93
其他流动负债	1513	1760	1981	2576	2781
非流动负债	73	69	89	109	129
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	69	89	109	129
负债合计	1639	1881	2132	2769	3003
少数股东权益	43	38	46	60	76
股本	1518	1489	1479	1469	1459
资本公积	5214	4691	4591	4491	4391
留存收益	6742	7749	9052	11228	13700
归属母公司股东权益	11689	12823	13916	15882	18244
负债和股东权益	13371	14743	16094	18711	21323

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1125	1034	1513	2806	2777
净利润	1092	1431	2082	3477	3949
折旧摊销	63	64	54	54	53
财务费用	22	25	20	20	20
投资损失	-477	-661	-847	-1270	-1430
营运资金变动	281	230	199	519	187
其他经营现金流	145	-54	4	6	-2
投资活动现金流	-315	-312	-249	172	341
资本支出	-88	-187	-105	-107	-99
长期投资	-303	-198	-991	-991	-991
其他投资现金流	76	73	847	1270	1430
筹资活动现金流	-660	-542	-981	-1497	-1572
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	-10	-10	-10
资本公积增加	-1240	-523	-100	-100	-100
其他筹资现金流	605	10	-871	-1387	-1462
现金净增加额	151	180	283	1481	1546

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2924	2923	3683	5487	6091
营业成本	324	370	444	608	669
营业税金及附加	33	33	41	60	67
营业费用	1019	1005	1105	1372	1523
管理费用	178	221	249	329	365
研发费用	692	691	847	1262	1401
财务费用	-6	4	-38	-46	-87
资产减值损失	-19	0	0	0	0
其他收益	160	170	221	329	396
公允价值变动收益	-191	16	0	0	0
投资净收益	477	661	847	1270	1430
资产处置收益	-1	-3	-4	-5	3
营业利润	1109	1449	2100	3495	3982
营业外收入	0	3	0	0	0
营业外支出	8	5	1	1	1
利润总额	1101	1447	2099	3494	3981
所得税	10	16	17	17	32
净利润	1092	1431	2082	3477	3949
少数股东损益	5	6	8	14	16
归属母公司净利润	1086	1425	2074	3463	3933
EBITDA	899	843	2116	3503	3947
EPS (元/股)	0.56	0.74	1.07	1.79	2.03

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	43.5	0.0	26.0	49.0	11.0
营业利润(%)	33.4	30.7	44.9	66.5	13.9
归属母公司净利润(%)	27.7	31.2	45.5	67.0	13.6
获利能力					
毛利率(%)	88.9	87.3	87.9	88.9	89.0
净利率(%)	37.2	48.8	56.3	63.1	64.6
ROE(%)	9.3	11.1	14.9	21.8	21.6
ROIC(%)	6.7	5.7	14.0	20.6	20.3
偿债能力					
资产负债率(%)	12.3	12.8	13.2	14.8	14.1
净负债比率(%)	-10.6	-10.8	-11.8	-19.5	-25.3
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.6	2.1
速动比率	1.5	1.3	1.3	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	22.2	23.9	21.0
应付账款周转率	6.2	7.0	7.7	8.3	7.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.74	1.07	1.79	2.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.53	0.78	1.45	1.44
每股净资产(最新摊薄)	6.04	6.63	7.19	8.21	9.43
估值比率					
P/E	54.6	41.6	28.6	17.1	15.1
P/B	5.1	4.6	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA	23.1	27.5	27.2	16.0	13.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月27日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com