

## 巨人网络（002558）

# 2025 年半年报点评：业绩符合预期，玩法创新突破，关注业绩弹性释放

买入（维持）

| 盈利预测与估值       | 2023A | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）    | 2,924 | 2,923  | 5,461 | 7,011 | 7,493 |
| 同比（%）         | 43.50 | (0.05) | 86.85 | 28.38 | 6.87  |
| 归母净利润（百万元）    | 1,086 | 1,425  | 2,256 | 3,368 | 3,685 |
| 同比（%）         | 27.67 | 31.15  | 58.31 | 49.32 | 9.41  |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.56  | 0.74   | 1.17  | 1.74  | 1.90  |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 54.49 | 41.55  | 26.24 | 17.58 | 16.07 |

### 投资要点

- **事件：**2025H1 公司实现营业收入 16.62 亿元，yoy+16.47%，归母净利润 7.77 亿元，yoy+8.27%，扣非归母净利润 8.07 亿元，yoy-8.79%。其中，2025Q2 实现营业收入 9.38 亿元，yoy+28.42%，qoq+29.64%；归母净利润 4.29 亿元，yoy+17.49%，qoq+23.37%；扣非归母净利润 4.44 亿元，yoy-7.40%，qoq+22.62%，业绩符合我们预期。
- **合同负债创历史新高，期待《超自然》Q3 起利润释放。**2025Q2 公司营收同环比高增，同时合同负债创历史新高，达 8.89 亿元，yoy+3.92 亿元，qoq+1.28 亿元，我们预计主要系征途 IP 等存量游戏表现稳健，同时新游《超自然行动组》于 2025 年初上线，不断优化迭代玩法内容，2025Q2 用户规模及流水呈指数级增长，屡创新高，贡献显著流水增量。利润端，我们认为《超自然》部分流水需递延确认收入，但宣发投入、项目组奖金预提等需当期确认，对应 2025Q2 公司销售、研发费用分别为 3.17、2.11 亿元，环比提升 14.02%、26.85%，收入费用错配致《超自然》2025Q2 利润贡献有限。步入 2025Q3，一方面《超自然》递延收入有望逐步释放，另一方面，在暑期流量、产品宣发、玩法出圈等多因素推动下，《超自然》7 月同时在线人数突破 100 万，截止 2025/8/28，iOS 游戏畅销榜最高至第 4 名，用户规模及流水峰值持续突破，我们看好《超自然》自 2025Q3 起释放显著利润增量，带来较大业绩弹性。同时，我们认为《超自然》作为公司大 DAU 产品的又一突破，有望成为长青爆款，在扩大公司业绩基本盘的同时，有望提升公司整体估值。
- **新游储备充沛，关注上线进展及表现。**公司储备有策略卡牌游戏《名将杀》（于 2025/8/27 开启首次付费测试）、中国历史题材 SLG《五千年》、休闲竞技策略对抗游戏《口袋斗蛐蛐》等，关注新游测试、定档节奏，期待公司新游陆续上线贡献业绩增量。
- **积极探索 AI 玩法，期待更多创新落地。**公司于《太空杀》中积极布局 AI 原生玩法，已推出“AI 推理小剧场”“AI 残局挑战”等玩法，相关模式累计参与玩家达数百万，对局量数千万，并于 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，打造业内首个“多用户与 AI 智能体混合对抗”竞技机制，基于 PVPVE 实现“真人-智能体-真人”三方对抗，期待公司持续探索，推动产品交互模式与玩法机制创新。
- **盈利预测与投资评级：**《超自然》流水及利润率表现出色，我们上修盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.17/1.74/1.90 元（前值为 1.02/1.47/1.58 元），对应当前估值 PE 为 26/18/16 倍，看好《超自然》带来戴维斯双击，维持“买入”评级。
- **风险提示：**老游流水超预期下滑，新游表现不及预期，行业监管风险。

2025 年 08 月 28 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 周良玖

执业证书：S0600517110002

021-60199793

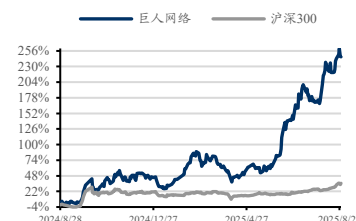
zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 陈欣

执业证书：S0600524070002

chenxin@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 30.60      |
| 一年最低/最高价      | 8.91/32.90 |
| 市净率(倍)        | 4.22       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 59,203.37  |
| 总市值(百万元)      | 59,203.37  |

### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 7.26     |
| 资产负债率(% ,LF) | 13.42    |
| 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)：《超自然行动组》流水超预期，看好新游周期带来戴维斯双击》

2025-07-06

《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

巨人网络三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 利润表 (百万元)       | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>2,491</b>  | <b>4,565</b>  | <b>7,479</b>  | <b>10,565</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>2,923</b> | <b>5,461</b> | <b>7,011</b> | <b>7,493</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 2,274         | 4,182         | 7,195         | 10,176        | 营业成本(含金融类)      | 370          | 577          | 731          | 778          |
| 经营性应收款项          | 177           | 337           | 235           | 340           | 税金及附加           | 33           | 61           | 79           | 84           |
| 存货               | 0             | 0             | 0             | 0             | 销售费用            | 1,005        | 1,748        | 1,858        | 1,911        |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 221          | 328          | 386          | 412          |
| 其他流动资产           | 41            | 47            | 49            | 50            | 研发费用            | 691          | 1,092        | 1,192        | 1,274        |
| <b>非流动资产</b>     | <b>12,251</b> | <b>12,288</b> | <b>12,282</b> | <b>12,274</b> | 财务费用            | 4            | (10)         | (19)         | (35)         |
| 长期股权投资           | 9,557         | 9,603         | 9,626         | 9,637         | 加:其他收益          | 170          | 191          | 175          | 180          |
| 固定资产及使用权资产       | 305           | 328           | 335           | 347           | 投资净收益           | 661          | 519          | 561          | 599          |
| 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            | <b>营业利润</b>     | <b>1,449</b> | <b>2,325</b> | <b>3,472</b> | <b>3,799</b> |
| 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            |
| <b>资产总计</b>      | <b>14,743</b> | <b>16,854</b> | <b>19,761</b> | <b>22,839</b> | <b>利润总额</b>     | <b>1,447</b> | <b>2,325</b> | <b>3,472</b> | <b>3,799</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,813</b>  | <b>2,268</b>  | <b>2,503</b>  | <b>2,638</b>  | 减:所得税           | 16           | 58           | 87           | 95           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 650           | 650           | 650           | 650           | <b>净利润</b>      | <b>1,431</b> | <b>2,267</b> | <b>3,385</b> | <b>3,704</b> |
| 经营性应付款项          | 56            | 107           | 96            | 120           | 减:少数股东损益        | 6            | 11           | 17           | 19           |
| 合同负债             | 634           | 808           | 877           | 933           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,425</b> | <b>2,256</b> | <b>3,368</b> | <b>3,685</b> |
| 其他流动负债           | 473           | 702           | 880           | 935           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.74         | 1.17         | 1.74         | 1.90         |
| 非流动负债            | 69            | 69            | 69            | 69            | EBIT            | 779          | 1,847        | 2,942        | 3,214        |
| 长期借款             | 0             | 0             | 0             | 0             | EBITDA          | 843          | 1,928        | 3,022        | 3,296        |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 87.34        | 89.44        | 89.58        | 89.62        |
| 租赁负债             | 21            | 21            | 21            | 21            | 归母净利率(%)        | 48.75        | 41.31        | 48.04        | 49.18        |
| 其他非流动负债          | 48            | 48            | 48            | 48            | 收入增长率(%)        | (0.05)       | 86.85        | 28.38        | 6.87         |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,881</b>  | <b>2,336</b>  | <b>2,572</b>  | <b>2,707</b>  | 归母净利润增长率(%)     | 31.15        | 58.31        | 49.32        | 9.41         |
| 归属母公司股东权益        | 12,823        | 14,468        | 17,123        | 20,046        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 38            | 49            | 66            | 85            |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>12,861</b> | <b>14,517</b> | <b>17,190</b> | <b>20,131</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>14,743</b> | <b>16,854</b> | <b>19,761</b> | <b>22,839</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 重要财务与估值指标       | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 1,034 | 2,169 | 3,290 | 3,267 | 每股净资产(元)        | 6.63  | 7.48  | 8.85  | 10.36 |
| 投资活动现金流     | (312) | 401   | 487   | 527   | 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  | 12.54 | 17.36 | 16.21 |
| 现金净增加额      | 180   | 1,958 | 3,063 | 3,031 | ROE-摊薄(%)       | 11.11 | 15.59 | 19.67 | 18.38 |
| 折旧和摊销       | 64    | 81    | 80    | 81    | 资产负债率(%)        | 12.76 | 13.86 | 13.01 | 11.85 |
| 资本开支        | (187) | (30)  | (14)  | (22)  | P/E (现价&最新股本摊薄) | 41.55 | 26.24 | 17.58 | 16.07 |
| 营运资本变动      | 230   | 289   | 335   | 30    | P/B (现价)        | 4.62  | 4.09  | 3.46  | 2.95  |

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>