

2Q25 点评：看好《超自然行动组》 2H 核心贡献，26 年增长趋势明确

核心观点

《超自然》流水端表现亮眼，但预估 1H 仅贡献部分业绩，看好对下半年的核心贡献。上半年手游收入 12.99 亿元，同比增长 21.6%。我们预估主要是《原始征途》小游戏与二推带来的增量，预估小部分是《超自然》5 月开始流水逐步起量后贡献的收入，但考虑收入递延，预估《超自然》第二季度的贡献有限。游戏进入暑期后全面爆发，7 月达成 100 万玩家同时在线，近期稳居 iOS 游戏畅销 Top10，最高达到 Top4，且未上线安卓联运渠道。我们预估该游戏将驱动下半年的收入、利润的全面增长。

《征途》基本盘稳健，其他大 DAU 游戏上半年也有亮眼表现。

《原始征途》小游戏与二推带来新增用户超过 2000 万，上半年月流水稳定在 1 亿，基本盘稳健。《球球大作战》5 月上线霸屏玩法，上半年累计新进用户数超过 1100 万。《太空杀》海外版《Supersus》印尼 DAU 创两年内新高，收入同比明显增长。

毛利率同比明显提升，期间费用控制较好。上半年手游毛利率 91.9%，同比+1.5pct；端游毛利率 87.6%，同比+4.8pct。二季度管理和研发费用率均同比下降。

我们从以下三方面坚定看好公司后续的发展：

1) 虽然暑期进入尾声，但目前 9 月市场上也没有特别大型的新游戏上线（除《无畏契约》手游之外，目前看起来冲击不大）。我们认为《超自然》稳固的大 DAU 和强留存的玩家状态基本已经立住，即便进入到九月等相对淡季，也看好流水有稳健的表现。

2) 《名将杀》近期已经开启付费测试，有望三季度正式上线，并对业绩形成一定的增量。

3) 明年公司增长驱动力明确。一是《超自然》对 26 年是全年贡献，且 DAU 更大，玩家付费习惯已经养成。二是《名将杀》《五千年》等新游戏的潜在贡献。三是大 DAU 游戏进入稳定期后利润率将明显抬升。

巨人网络 (002558.SZ)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

010-56135147

SAC 编号:S1440523110001

发布日期：2025 年 08 月 29 日

当前股价：30.60 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
28.09/22.34	111.31/97.76	242.35/209.26
12 月最高/最低价 (元)		31.83/8.89
总股本 (万股)		193,475.06
流通 A 股 (万股)		193,475.06
总市值 (亿元)		592.81
流通市值 (亿元)		592.81
近 3 月日均成交量 (万)		6013.82
主要股东		
上海巨人投资管理有限公司		29.16%

股价表现



相关研究报告

【中信建投游戏 II】巨人网络(002558):
24.03.17 重视老游戏长线运营能力, AI 游戏布局前瞻

事件

公司发布 2025 年中报。2025 年上半年公司实现收入 16.6 亿元，同比增长 16.5%；实现归母净利润 7.8 亿元，同比增长 8.3%；扣非口径为 8.1 亿元，同比下降 8.8%。单看 2025 年第二季度，公司实现收入 9.4 亿元，同比增长 28.4%，实现归母净利润 4.3 亿元，同比增长 17.5%；扣非口径为 4.4 亿元，同比下降 7.4%。

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,924	2,923	4,778	5,842	6,894
YOY(%)	44%	0%	63%	22%	18%
净利润(百万元)	1,086	1,425	2,353	3,338	3,967
YOY(%)	28%	31%	65%	42%	19%
净利率(%)	37%	49%	49%	57%	58%
EPS(摊薄/元)	0.56	0.74	1.22	1.73	2.05
P/E(倍)	54.5	41.6	25.2	17.7	14.9

资料来源: iFinD, 中信建投证券

简评

1、《超自然》表现亮眼，二季度仅释放部分业绩，看好对下半年核心贡献

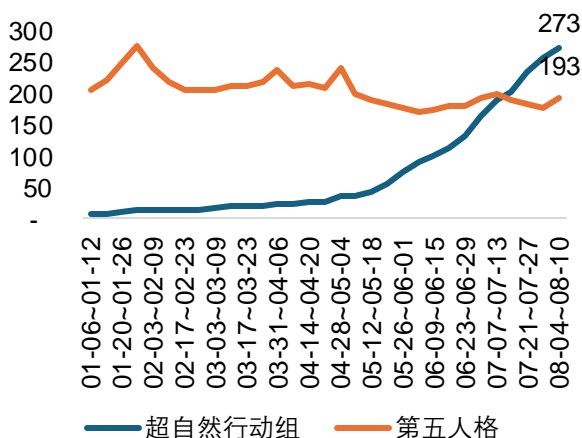
新游戏《超自然行动组》成为现象级爆款，二季度仅释放部分业绩，下半年收入利润将全面放量。《超自然行动组》是多人合作生存恐怖类游戏，融合寻宝、探险、解谜等元素。游戏以“搜打撤”为核心玩法，玩家组成“超自然行动组”深入古墓、遗迹等神秘场景，搜寻宝物并躲避怪物袭击。该游戏于今年1月正式上线，实现快速放量，核心优势在于，一是多人协作机制带来的强社交裂变性，二是简单易上手的玩法设计降低了用户进入门槛。但受游戏起量时点（流水5-6月逐步起量）和收入递延的影响，我们预计该游戏对二季度的贡献并不大，下半年确认的收入将全面放量。且游戏未上线安卓联运渠道，我们预估利润率也将维持高位，对下半年的利润贡献显著。

1) 从用户规模看：日活超过《第五人格》，日均用户时长是后者的两倍。据 Questmobile，目前《超自然行动组》日活达 273 万，较《第五人格》高 41%，且日活增长曲线仍较为陡峭；日均用户时长达 156 分，较《第五人格》高 184%。高日活驱动 7 月游戏的同时在线人数突破 100 万，7 月以来稳居 iOS 游戏免费榜 TOP5。

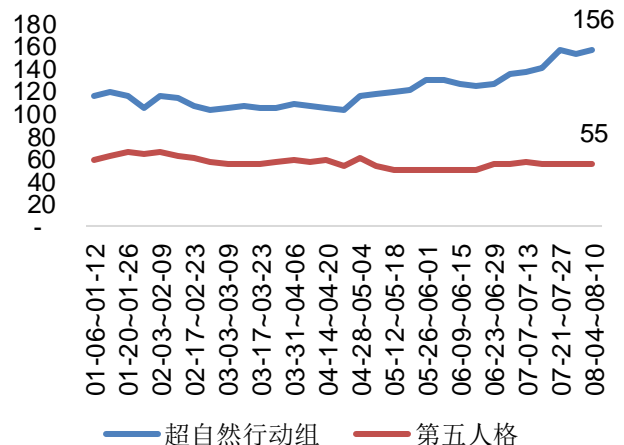
2) 从流水看：根据 SensorTower 测算周度流水持续环比提升。5 月以来游戏基本维持每周 1 次更新，随着更多新地图和新道具上线，带来更多付费点，驱动流水持续高增。根据 SensorTower，《超自然》8 月前 20 日 iOS 端流水环比 7 月同期增长 100%，近期畅销排名稳在 Top10 以内，最高位列 Top4。

3) 从用户口碑看：用户二创与协作玩法实现强社交裂变。游戏深度契合用户在情感共鸣、社交互动及视觉体验上的核心诉求，上线至今已积累规模庞大的用户池。公司还通过“创作激励计划”“超自然剧场”大赛等活动吸引优质内容产出，构建活跃创作者生态，推动游戏内容实现长效传播。目前产品相关视频于抖音、B 站、快手等平台累计播放量已突破 30 亿次。

图表1：《超自然》DAU 较《第五人格》高 41%（万）



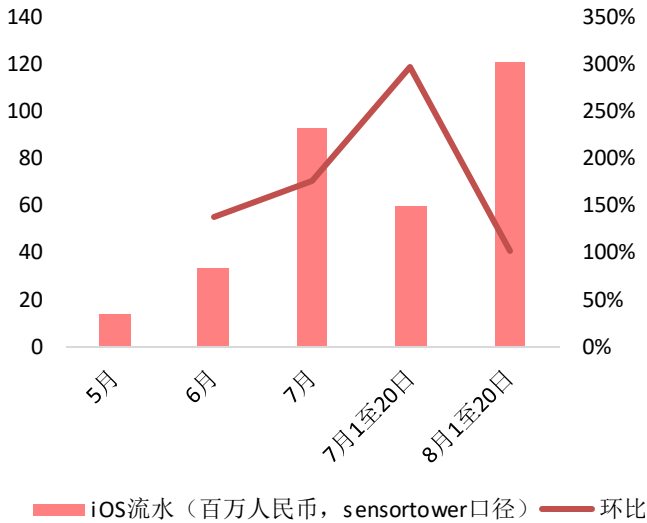
图表2：《超自然》日均用户时长高增（分钟）



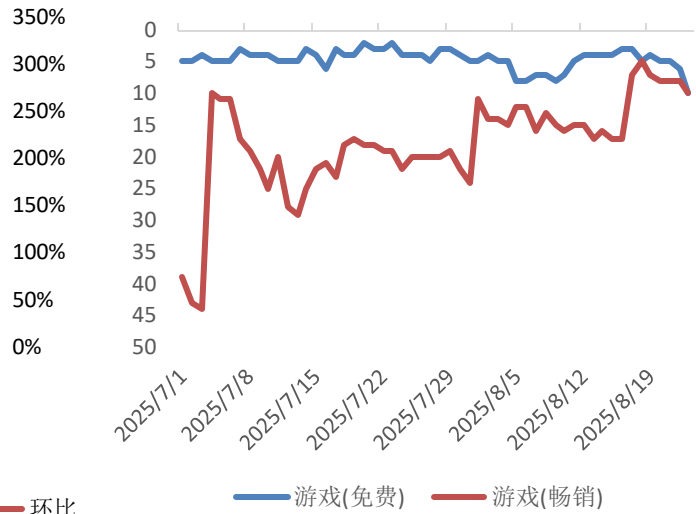
资料来源：Questmobile，中信建投

资料来源：七麦数据，中信建投

图表3: 《超自然》流水环比高增



图表4: 《超自然》iOS 游戏畅销排名近期稳定 Top10



资料来源: SensorTower, 中信建投

资料来源: 七麦数据, 中信建投

《超自然行动组》大 DAU 和强留存趋势已然显现，长青运营可期。近期《超自然》的 iOS 游戏免费、畅销排名已分别稳定在前 5、前 10。虽然暑期即将结束，但我们看到 9 月份市场上也没有特别大型的同类型新游戏上线。《无畏契约》手游虽体量大，但题材玩法与核心用户画像差别较大，目前看起来冲击不大。我们认为，《超自然》稳固的大 DAU 和强留存的玩家状态，基本已经立住。叠加游戏已实现周度高频更新，既有昆仑秘境新地图、新员工“艾伦”、新道具长鞭等新内容上线丰富玩法体验，也有精灵梦叶罗丽等经典 IP 联动扩充用户规模。后续公司还将围绕核心玩法深化内容供给，持续更新符合用户需求的版本，同步优化游戏性能与升级美术表现；并计划联动更多知名 IP，进一步扩大传播声量与产品热度，因此游戏长线运营潜力突出，流水高增表现有望延续。

图表5: 《超自然行动组》维持每周高频更新

日期	主要更新内容
2025. 5. 8	一系列调整优化与 BUG 修复
2025. 5. 15	录像回放系统正式上线；赛季魔盒 S3 开启，薇薇安首款典藏时装上线
2025. 5. 22	陀螺仪功能上线，“静绝遗调”交互升级为自由弹奏
2025. 5. 28	全新员工“巫铃儿”正式上线；亲密关系系统、鉴宝系统上线
2025. 6. 5	撤离后观战功能上线
2025. 6. 12	首款话痨武器“小鲨匕首”上线；梦居拍照系统上线
2025. 6. 26	全新员工“莉莉”正式上线
2025. 7. 3	龙珠优化&宝藏房间上线；薇薇安首款金色耀世品质时装“圣光之谕”上线
2025. 7. 10	全新道具长鞭上线；赛季魔盒 S4 开启
2025. 7. 17	珍宝阁上新：精灵梦叶罗丽联动福利开启
2025. 7. 24	全新地图昆仑秘境正式上线
2025. 8. 1	新员工“艾伦”正式上线；联动话痨武器皮肤“小狗蛇点点鞭”登场
2025. 8. 7	怪物俱乐部卡牌玩法正式上线；精灵梦叶罗丽联动第二弹上线

2025. 8. 14	宝宝模式：猫猫蛛上线
2025. 8. 17	“镜生遗梦” “镜花辞” 时装优化调整
2025. 8. 21	水下怪物“安康鱼”好“萨卡班甲鱼”上线

资料来源：《超自然行动组》公众号，中信建投

2、其他大 DAU 游戏上半年也有亮眼表现

《原始征途》小游戏上线和手游二推驱动上半年移动游戏业绩增长。上半年公司移动游戏收入 12.99 亿元，同比增长 21.6%，我们预计《超自然行动组》仅贡献少量增量，主要增量还是来自《原始征途》小游戏上线以及手游二推带动。上半年公司一方面为不同层级用户定制更新计划，有效提升用户粘性与老用户付费转化，另一方面开放道具自由交易通道并完善变现机制，增强了用户参与感与留存率。以此为基础，公司上线《原始征途》小游戏版本，并开启手游的二次推广，上半年累计新增用户突破 2,000 万。今年以来月均流水稳定维持在 1 亿元人民币水平，iOS 游戏畅销榜排名稳定在 100 名以内。

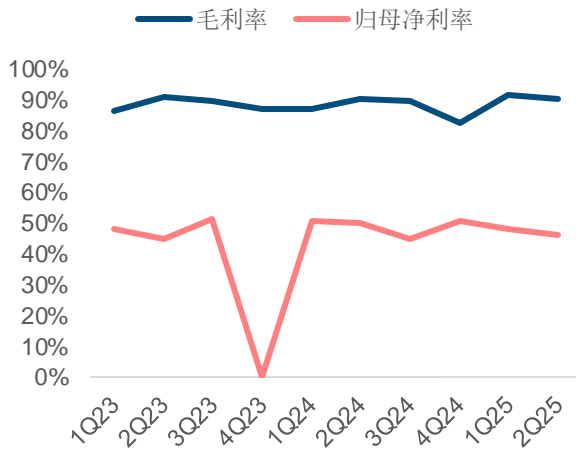
其他大 DAU 游戏也有较好表现。《球球大作战》在 5 月上线“霸屏挑战”玩法，玩家自发上传多种传播性高的皮肤，多个 KOL 自制视频点赞量超过 10 万，驱动 5、6 月的新增用户数和日活跃用户数均同比大幅增长，上半年累计新进用户数超 1,100 万，且呈逐月攀升的态势。《太空杀》先后与“名侦探柯南”“奶龙”等知名 IP 联动，海外版《Super Sus》在印尼地区的 DAU 创两年以来的新高，收入同比显著增长。

3、盈利能力：毛利率同比明显提升，费用控制较好

毛利率同比明显提升。上半年公司整体毛利率 90.78%，同比增加 2.36pct，其中手游业务毛利率 91.92%，同比增加 1.53pct；端游毛利率 87.58%，同比增加 4.79pct。单看二季度，公司整体毛利率 90.40%，同比增加 0.48pct。《超自然》没有上安卓联运渠道，利润率高，随着它下半年释放业绩，预计对公司整体盈利能力的带动更加明显。

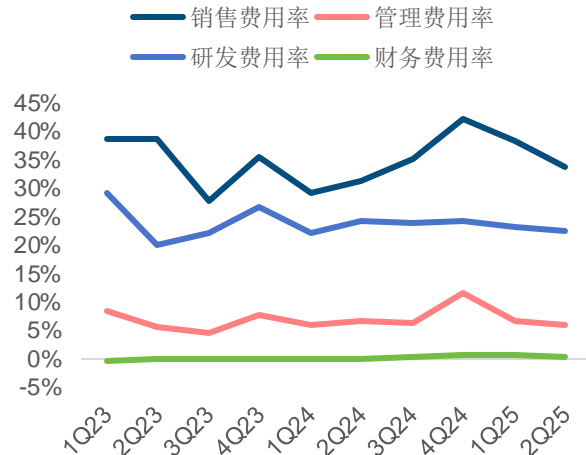
期间费用控制较好。二季度销售费用率 33.78%，同比小幅增加 2.69%，新游投放效率较高；管理费用率 6.01%，同比和环比下降 0.49pct 和 0.40pct；研发费用率 22.45%，同比和环比下降 1.88pct 和 0.49pct。

图表6：今年以来毛利率持续同比提升



资料来源：公司公告，中信建投

图表7：期间费用率控制较好



资料来源：公司公告，中信建投

4、AI布局积极，接入多个国内头部大模型

公司早在 2024 年就落地一系列游戏垂类模型和 AI 玩法。24 年初公司的游戏大模型 GiantGPT 完成备案，该模型针对角色演绎、情景推理与长期记忆等进行优化，在巨人游戏场景表现显著优于国内外的闭源通用大模型。同时公司在《太空杀》中推出名为“AI 推理小剧场”的 AI 玩法，打造千人千面的剧情内容。

今年以来 AI 玩法布局更加积极和多元化。《太空杀》上线全新模式“残局对决”，实现“真人-智能体-真人”三方对抗，同时接入阿里通义千问、腾讯混元、字节豆包等国内主流大模型提供大模型技术支撑。《原始征途》于 2025 年上半年全面接入 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，已向用户全量开放。

投资建议：公司后续看点多，包括 1)《超自然》大 DAU、强留存趋势已然形成，9 月相对淡季也可能拥有稳健的流水表现，26 年还将贡献全年业绩；2)《名将杀》已开启付费测，《五千年》在研，贡献明年业绩；3)《原始征途》等大 DAU 游戏进入稳定期后利润率将明显抬升。我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 47.78 亿元、58.42 亿元、68.94 亿元，同比增长 63%、22%、18%，预计实现归母净利润为 23.53 亿元、33.38 亿元、39.67 亿元，同比增长 65%、42%、19%，8 月 28 日收盘价对应 PE 为 25.2x、17.7x、14.9x，当前给予买入评级。

风险提示：AI 应用不及预期风险；小程序游戏发展不及预期；海外游戏发行风险；行业景气度下滑风险；存量游戏流水下滑风险；游戏用户总量减少风险；重点项目运营失误风险；新游戏上线延期风险；新游戏上线后表现不及预期风险；推广营销 ROI 降低风险；营销买量成本上升风险；未获版号游戏版号获取情况不及预期风险；游戏行业内容监管风险；行业竞争激烈；人力成本上升风险；核心人才流失风险；汇率波动影响净利润的风险；投资收益波动影响净利润的风险；玩家偏好转移的风险；宏观经济持续承压的风险。

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获 2024 年新浪财经金麒麟评选传媒行业菁英分析师第一名；2024 年 21 世纪金牌分析师评选传媒互联网行业第三名；2024 年 Wind 金牌分析师评选传媒行业第四名；2024 年证券时报·新财富杂志最佳分析师评选入围。

杨晓玮

中信建投证券传媒互联网行业研究员，上海交通大学金融硕士，主要研究游戏、XR、AI 应用、潮流玩具等

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk