



2025 年 08 月 29 日

公司点评

增持/维持

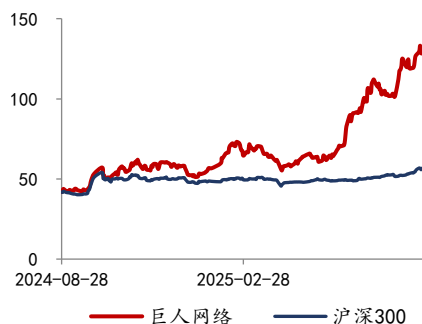
巨人网络(002558)

昨收盘: 30.60

传媒互联网

2025H1 业绩同增，关注《超自然行动组》后续表现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 19.35/19.35
 总市值/流通(亿元) 592.03/592.03
 12 个月内最高/最低价 32.90/8.44 (元)

■ 相关研究报告

《征途 IP 小游戏持续发力，“游戏+AI”生态不断发展》—2025-04-30
 《小游戏持续发力，积极布局“游戏+AI”》—2024-11-01

■ 证券分析师：郑磊

E-MAIL: zhenglei@tpyzq.com
 分析师登记编码: S1190523060001

■ 联系人：李林丹

E-MAIL: lilh@tpyzq.com
 一般证券业务登记编码: S1190123120023

事件：

公司 2025H1 实现营收 16.62 亿元，同比增长 16.47%；归母净利润 7.77 亿元，同比增长 8.27%；归母扣非净利润 8.07 亿元，同比下降-8.79%。其中，2025Q2 实现营收 9.38 亿元，同比增长 28.42%；归母净利润 4.29 亿元，同比增长 17.49%；归母扣非净利润 4.44 亿元，同比下降-7.40%。此外，2025H1 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.5 元，合计拟派发现金红利 2.84 亿元，现金分红比例为 36.49%。

➤ 征途长线运营叠加大 DAU 游戏发力，驱动 25H1 营收同增

2025H1 公司营收同比增长，且 Q2 环比增长超 20%，主要系：1) 征途系列稳健运营：征途 IP 系列受益于内容更新、游戏内经济的非绑定化改革，保持良好发展态势，持续贡献流水基本盘。其中，《原始征途》小游戏成功实现用户扩圈，上半年累计新增用户突破 2000 万，且月均流水稳定维持在 1 亿元。2) 大 DAU 游戏持续发力：《球球大作战》通过抖音和小游戏为 APP 端带来新进用户转化，25H1 累计新进用户数超 1100 万，且 5、6 月新增及日活跃用户数均实现同比大幅增长；Q2《超自然行动组》用户规模与流水均呈现指数级增长。

➤ 看好下半年《超自然行动组》业绩贡献逐步释放

根据七麦数据，《超自然行动组》ios 游戏畅销榜排名自 5 月以来持续攀升，7 月后基本维持在前 20 名，并实现最高排名第 4 名；同时，7 月达成同时在线人数突破 100 万的重要里程碑，展现出长青爆款的特质。但因为收入递延，而宣发费用、人员奖金当期确认，其对公司业绩贡献仍未完全释放。从合同负债来看，收入递延使得 Q2 合同负债较 Q1 增加 1.28 亿元。看好下半年随着递延收入陆续确认，该游戏业绩贡献有望逐步释放。此外，今年公司共有 3 款储备游戏获批版号，分别是《口袋斗蛐蛐》、《无尽修仙》、《名将杀》。关注后续储备游戏上线节奏及上线后的表现。

➤ 持续推进 AI 与游戏业务的深度融合

公司“游戏+AI”战略持续发展：1) 模型能力：实现大语言模型、语音模型、视频生成模型的多模态全矩阵布局。2) 游戏设计：《太空杀》在 6 月上线全新 AI 原生玩法“残局对决”，联合阿里通义千问、腾讯混元、字节豆包，打造行业首个“多用户与 AI 智能体混合对抗”的创新竞技机制。《原始征途》在上半年全面接入 DeepSeek-R1，实现核心 AI NPC“小师妹”的智能化升级，以“策略辅助+情感陪伴”提升用户体验。3) 产业协同：持续深化与火山云、阿里云、腾讯云等云服务厂商的合作，共同推进 AI 在游戏领域的生态建设与应用创新。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司征途 IP 系列贡献流水基本盘，大 DAU 游戏持续发力。未来随着《超自然行动组》、《原始征途》等递延收入的陆续确认，有望推动公司业绩逐步释放。因此，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 45.6/64.8/76.6 亿元，对应增速 55.9%/42.2%/18.3%，归母净利润分别为 22.6/30.4/36.2 亿元，对应增速 58.3%/34.8%/18.9%。维持公司“增持”评级。

➤ 风险提示：

政策监管趋紧的风险，游戏行业增速放缓的风险，游戏流水、上线节奏不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2923	4556	6479	7662
营业收入增长率(%)	-0.05%	55.89%	42.19%	18.26%
归母净利（百万元）	1425	2256	3041	3616
净利润增长率(%)	31.15%	58.34%	34.77%	18.91%
摊薄每股收益（元）	0.74	1.17	1.57	1.87
市盈率（PE）	42	26	19	16

资料来源：iFind，太平洋证券研究院，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1889	2058	3607	6080	8463
应收票据及账款	160	147	255	362	428
预付账款	19	30	42	59	70
其他应收款	8	12	17	24	28
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	255	244	271	295	309
流动资产合计	2330	2491	4192	6820	9300
长期股权投资	8478	9557	10080	10640	11229
固定资产	288	305	271	226	172
在建工程	277	390	325	260	195
无形资产	53	64	7	-50	-107
长期待摊费用	35	29	15	0	0
其他非流动资产	1908	1907	1884	1861	1838
非流动资产合计	11040	12251	12581	12937	13327
资产总计	13371	14743	16773	19757	22627
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及账款	52	53	87	133	157
其他流动负债	1513	1760	2342	3371	3944
流动负债合计	1565	1813	2429	3504	4101
长期借款	33	21	11	2	-6
其他非流动负债	41	48	48	48	48
非流动负债合计	73	69	59	50	43
负债合计	1639	1881	2488	3554	4143
股本	1518	1489	1489	1489	1489
资本公积	5214	4691	4691	4691	4691
留存收益	4957	6643	8075	10005	12300
归属母公司权益	11689	12823	14255	16185	18479
少数股东权益	43	38	30	18	5
股东权益合计	11732	12861	14284	16203	18484
负债和股东权益合计	13371	14743	16773	19757	22627

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1092	1431	1608	2343	2893
折旧与摊销	63	64	194	204	199
财务费用	-6	4	-9	-17	-26
投资损失	-477	-661	-499	-546	-569
营运资金变动	281	219	465	919	501
其他经营现金流	173	-22	644	691	714
经营性现金净流量	1125	1034	2402	3594	3713
资本支出	97	180	0	0	0
长期投资	-303	-198	0	0	0
其他投资现金流	85	66	-28	-19	-26
投资性现金净流量	-315	-312	-28	-19	-26
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-9	-12	-10	-9	-8
普通股增加	-24	-30	0	0	0
资本公积增加	-1240	-523	0	0	0
其他筹资现金流	613	22	-815	-1094	-1296
筹资性现金净流量	-660	-542	-825	-1103	-1303
现金流量净额	151	180	1549	2473	2384

资料来源: iFinD, 太平洋证券研究院

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2924	2923	4556	6479	7662
营业成本	324	370	565	860	1015
税金及附加	33	33	55	78	92
销售费用	1019	1005	1276	1782	2069
管理费用	178	221	273	376	444
研发费用	692	691	775	1037	1149
财务费用	-6	4	-9	-17	-26
资产减值损失	-19	0	-10	-14	-16
信用减值损失	-2	6	4	5	6
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	477	661	499	546	569
公允价值变动损益	-191	16	0	0	0
资产处置收益	-1	-3	-1	-1	-1
其他收益	160	170	149	149	149
营业利润	1109	1449	2263	3048	3624
营业外收入	0	3	1	1	1
营业外支出	8	5	5	5	5
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	1101	1447	2259	3045	3620
所得税	10	16	11	15	18
净利润	1092	1431	2248	3029	3602
少数股东损益	5	6	-9	-11	-14
归属母公司股东净利润	1086	1425	2256	3041	3616
EBITDA	1158	1515	2444	3232	3794
NOPLAT	1372	1633	2243	3017	3581
EPS (元)	0.56	0.74	1.17	1.57	1.87

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营收增长率	43.5%	0.0%	55.9%	42.2%	18.3%
营业利润增长率	33.4%	30.7%	56.1%	34.7%	18.9%
EBIT 增长率	34.5%	32.5%	55.0%	34.6%	18.7%
EBITDA 增长率	30.5%	30.8%	61.3%	32.3%	17.4%
归母净利润增长率	27.7%	31.2%	58.3%	34.8%	18.9%
经营现金流增长率	52.7%	-8.1%	132.3%	49.6%	3.3%
盈利能力					
毛利率	88.9%	87.3%	87.6%	86.7%	86.8%
净利率	37.3%	49.0%	49.3%	46.8%	47.0%
营业利润率	37.9%	49.6%	49.7%	47.0%	47.3%
ROE	9.3%	11.1%	15.8%	18.8%	19.6%
ROA	8.1%	9.7%	13.5%	15.4%	16.0%
ROIC	16.0%	19.2%	23.7%	31.7%	39.2%
估值倍数					
P/E	54	42	26	19	16
P/S	20	20	13	9	8
P/B	5	5	4	4	3
股息率	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
EV/EBIT	17.2	14.6	24.2	17.2	13.9
EV/EBITDA	16.2	14.0	22.3	16.1	13.1
EV/NOPLAT	13.7	13.0	24.3	17.3	13.9

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。