

3Q25 点评：《超自然》成长亮眼，看好玩家数、流水再上台阶

核心观点

3Q25 公司实现收入 17.1 亿元，同比大幅增长 116%，实现归母净利润 6.4 亿元，同比实现大幅增长 81%，扣非归母净利润为 6.8 亿，同比大幅增长 74%，主要由《超自然行动组》暑期期间的大范围玩家破圈带动的流水快速提升带来。

1、《超自然》暑期实现跨越式增长，9 月表现“淡季不淡”。继暑期成为爆款后（iOS 游戏畅销稳居 20 名以内），9 月份淡季流水再超预期，不做大幅投放、没有节假日的效应下月流水的下限较高。10 月前 24 日 iOS 流水环比 9 月上涨 12%（SensorTower 口径），且我们观察到 10 月份的投放相对 9 月份收窄 15% 左右，代表 10 月份至今的投放 ROI 仍在较高的水平。

从中长期来看，《超自然》潜力巨大。目前该游戏仍在破圈期，尤其是男性玩家、一二线玩家占比正在逐步提升，看好今年万圣、圣诞等节点的更新，以及明年春节的重要版本更新，游戏 DAU 与活跃度有望再上台阶，明后年关注出海与 IP 周边衍生的增量。

2、合同负债增量明显，为后续季度确收提供基础。《超自然》大 DAU 和高留存属性，决定了玩家生命周期不断延长，参考行业同类型游戏，递延周期普遍在 12 月及以上。截至三季度末合同负债 13.33 亿元，较 24 年底、25 年二季度末增加 6.99、4.44 亿元。

3、明后年公司增长点明确。1) 超自然 26 年是全年维度贡献，春节大版本 DAU 流水有望再上台阶。2) 卡牌游戏《名将杀》有望 2026 年贡献增量；3) 《五千年》内部快速版本迭代，长期贡献增量。

我们预计 25-27 年公司实现营收 56.95 亿元、83.97 亿元、94.19 亿元，同比增长 95%、47%、12%，归母净利润为 23.91 亿元、42.52 亿元、47.74 亿元，同比增长 68%、78%、12%，10 月 28 日收盘价对应 PE 为 30.3x、17.0x、15.2x，当前给予买入评级。

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 10 月 29 日

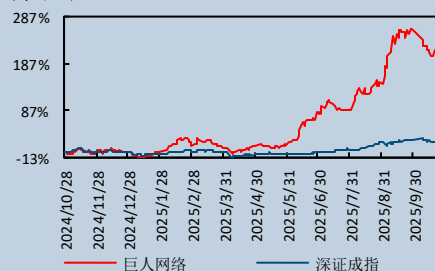
当前股价：37.45 元

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
-14.36/-18.77	59.32/48.10	206.10/184.97
12 月最高/最低价 (元)		45.74/11.30
总股本 (万股)		193,475.06
流通 A 股 (万股)		193,475.06
总市值 (亿元)		737.33
流通市值 (亿元)		737.33
近 3 月日均成交量 (万)		4796.87
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
25.08.29 (002558):2Q25 点评：看好《超自然》
2H 核心贡献，26 年增长趋势明确

事件

公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度公司实现收入 33.7 亿元，同比增长 51.8%；实现归母净利润 14.2 亿元，同比增长 32.3%；扣非口径为 14.8 亿元，同比增长 16.5%。单看 2025 年第三季度，公司实现收入 17.1 亿元，同比增长 115.6%，实现归母净利润 6.4 亿元，同比增长 81.2%；扣非口径为 6.8 亿元，同比增长 73.9%。

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,924	2,923	5,695	8,397	9,419
YOY(%)	44%	0%	95%	47%	12%
净利润(百万元)	1,086	1,425	2,391	4,252	4,774
YOY(%)	28%	31%	68%	78%	12%
净利率(%)	37%	49%	42%	51%	51%
EPS(摊薄/元)	0.56	0.74	1.24	2.20	2.47
P/E(倍)	66.7	50.9	30.3	17.0	15.2

资料来源：iFinD，中信建投证券

简评

1、《超自然》暑期实现跨越式增长，9 月份“淡季不淡”

《超自然》暑期流水全面爆发，9 月以来淡季不淡。7 月份达成 100 万同时在线，暑期稳居 iOS 畅销 Top10，最高达到 Top4，8 月流水环比接近翻倍（iOS 渠道，SensorTower 口径）。9 月开学后游戏表现超预期：

1) 从用户规模看：日活快速增长，日均用户时长有竞争力。据 Questmobile，10 月 13-19 日《超自然》日均日活为 356 万，国庆期间（9 月 29 日到 10 月 5 日）日均日活达 457 万，接近 8 月峰值水平。且 9 月以来《超自然》日均用户时长在 130 分钟以上，较同类型产品同期高 180% 以上。

2) 从流水看：暑期表现好，9 月淡季不淡，10 月环比还有增长。据 SensorTower，10 月前 24 天流水环比 9 月同期增长 12%，且买量投放有所降低，证明当前 ROI 是提升趋势。

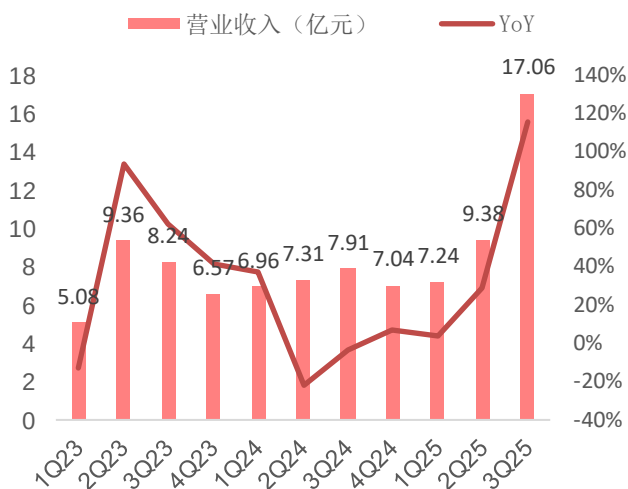
《超自然》中期看高频更新，长期看出海、IP 周边开发增量。中期维度，游戏维持高频更新，角色/联名/地图等玩法更新维持周更，新皮肤维持一个半月一更，近期与高人气 IP 角色 Loopy 开启联名活动。暑期之后的开学可能反而让游戏在线下的讨论度提升，以及游戏在男性用户中破圈趋势；下一个关键节点是春节，有望迎来重磅皮肤上线和玩法更新。长期维度，关注出海版本的推广；此外，公司是稀缺的具备原生游戏 IP 开发能力的公司，参照《第五人格》与闪魂合作推出的卡牌销售额过亿，后续公司对超自然 IP 的持续开发也是核心增长点。

2、合同负债增量明显，为后续季度确收提供增量。游戏公司通常根据道具消耗进度或付费玩家预计寿命确认相应的收入递延周期。《超自然》大 DAU 和高留存属性，决定了玩家生命周期不断延长，参考腾讯网易同类游戏，递延普遍在 12 月及以上。截至三季度末公司合同负债 13.3 亿元，分别较 24 年底和 25 年二季度末增加 7.0 和 4.4 亿元，后续将陆续确认为报表端收入。

3、期间费用率同比下降，利润率可观。三季度公司毛利率为 90.5%，环比基本持平，同比增加 1%，整体表现稳健。期间费用率 60.1%，同比下降 5.6pct，主要是收入大幅增长驱动。具体来看 1) 销售费用：三季度为 6.3 亿元，对应销售费用率 36.7%，同比增加 1.4pct，在《超自然》投放较为可控的情况下，预计是部分 iOS 渠道费用的体现；2) 研发费用：三季度为 3.4 亿元，同比增加 1.5 亿元，环比增加 1.3 亿元，预计是研发团队奖金计提以及团队扩容，但在收入高速增长的情况下，研发费用率同比下降 4.0pct 至 19.9%；3) 管理费用：三季度管理费用率为 3.4%，费用绝对值稳定，但收入增长带动费用率同比下降 2.9pct。

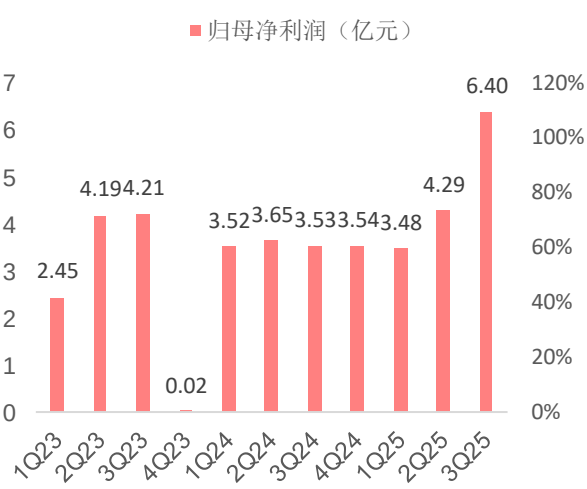
4、原 CEO 回归，年轻化与长青化的研发特点明显。公司聘请刘伟女士成为新一任总经理。刘伟女士现任公司第六届董事会董事和提名委员会委员，曾于 2016 年 4 月至 2023 年 12 月公司总经理。在她上一轮任职期间，征途和球球 IP 均实现长线运营。其中征途 IP 完成从端游向手游的拓展，《原始征途》手游于 23 年 3 月上线，集成“征途”IP 与国战玩法，首月流水超 3 亿，23 年普遍维持 iOS 游戏畅销榜 50 名以内。《球球大作战》于 2015 年上线，截至 1H20，全球累计注册用户超 6 亿，DAU 最高达 2900 万，22 年开始虽然有《蛋仔派对》等重磅休闲游戏上线，但 iOS 游戏畅销排名普遍稳定在 50-100 名。

图表1： 三季度营业收入同比增长 115.6%



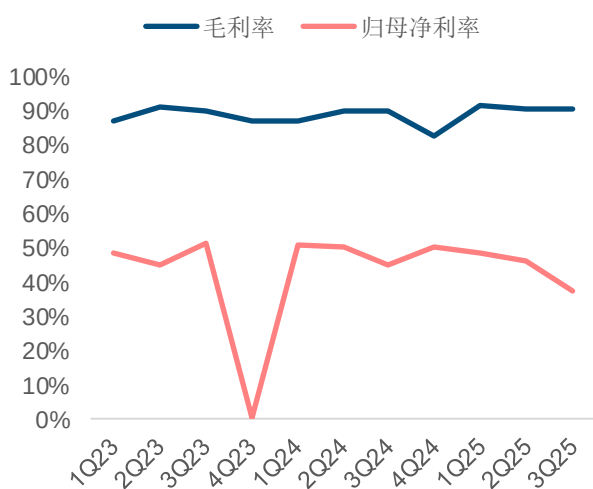
资料来源：公司公告，中信建投

图表2： 三季度归母净利润同比增长 81.2%



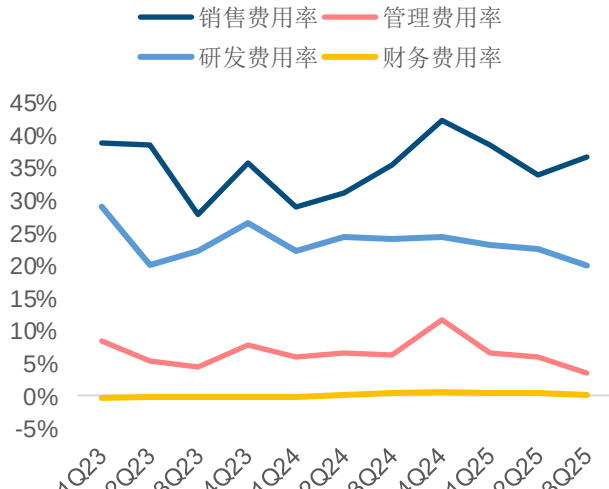
资料来源：公司公告，中信建投

图表3： 三季度毛利率维持稳定



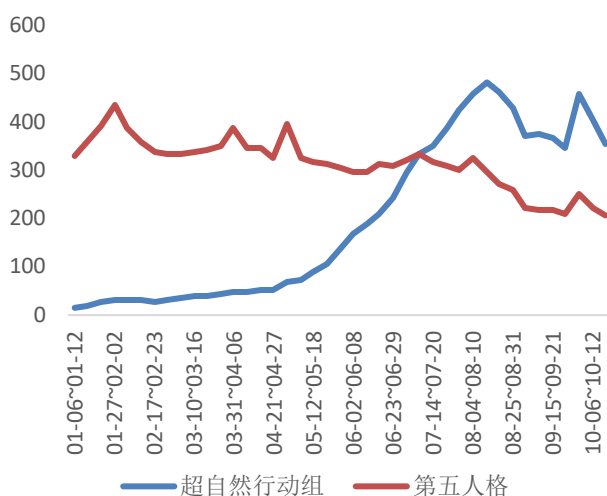
资料来源：公司公告，中信建投

图表4： 三季度期间费用率合计同比下降 6pct



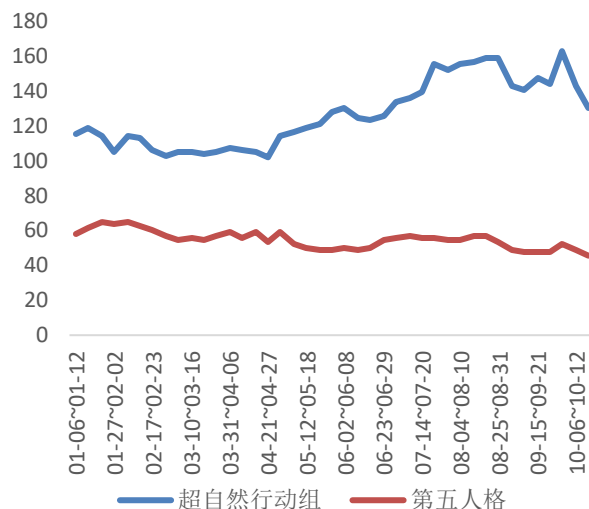
资料来源：公司公告，中信建投

图表5: 《超自然》最新 DAU 较《第五人格》高 72% (万)



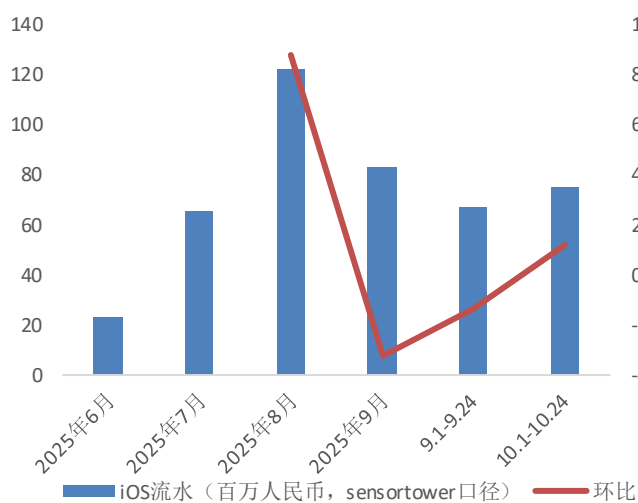
资料来源: Qyestmobile, 中信建投

图表6: 《超自然》日均用户时长 120 分钟以上 (分钟)



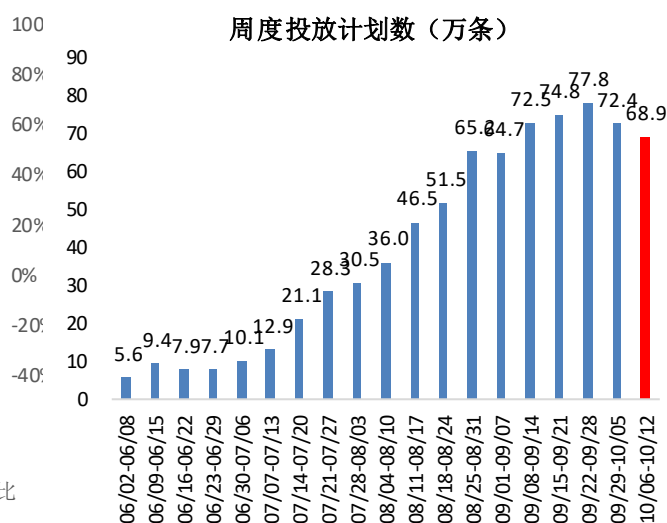
资料来源: 公司公告, 中信建投

图表7: 《超自然》10 月前 24 天 iOS 流水环比增长 12%



资料来源: SnesorTower, 中信建投

图表8: 四季度以来《超自然》投放有所减少



资料来源: Dataeye, 中信建投

投资建议：公司明后年的增长点明确。1)《超自然》26年是全年维度贡献，春节大版本 DAU 流水有望再上台阶，出海和 IP 衍生增量可期。2)卡牌游戏《名将杀》预估 1H26 上线，已于 8 月进行付费测，10 月进行渠道定级测；3) SLG《五千年》正在内部快速版本迭代，有望长期贡献增量。

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