

公司研究 | 点评报告 | 巨人网络 (002558.SZ)

《超自然》表现强势，递延收入高增，看好公司 Q4 利润释放

报告要点

公司披露 25Q3 业绩，公司 25Q3 实现营收 17.06 亿元（同比+115.6%），实现归母净利润 6.40 亿元（同比+81.2%），实现扣非净利润 6.78 亿元（同比+73.9%）。《超自然行动组》流水亮眼表现助力收入高增，或因递延周期调整致合同负债高增，预计利润 Q4 持续释放。展望未来，看好《超自然行动组》长线能力和出海潜力，旗下策略卡牌《名将杀》、SLG《五千年》和策略对抗游戏《口袋斗蛭虫》等新游持续推进。

分析师及联系人



高超

SAC: S0490516080001

SFC: BUX177



杨云祺

SAC: S0490524090002

巨人网络 (002558.SZ)

2025-11-01

《超自然》表现强势，递延收入高增，看好公司Q4 利润释放

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司披露 25Q3 业绩, 公司 25Q3 实现营收 17.06 亿元 (同比+115.6%), 实现归母净利润 6.40 亿元 (同比+81.2%), 实现扣非净利润 6.78 亿元 (同比+73.9%)。

事件评论

- **《超自然行动组》流水亮眼表现助力收入高增，或因递延周期调整致合同负债高增，预计利润 Q4 持续释放**
- 公司《超自然行动组》Q3 贡献主要流水增量，9-10 月淡季表现亮眼，产品延续增势；或由于产品生命周期较预期更长，递延周期或有所延长，暑期版本峰值为 8 月中下旬，截至 9 月 30 日公司合同负债 13.3 亿，较 6 月 30 日的 8.9 亿和 2024 年同期的 4.9 亿大幅提升，预计利润将延续至 Q4 释放。
- **暑期投放有所增加，利润率维持较高水平，费用和税费等因素部分影响业绩**
- 1) 《超自然行动组》带动自研产品占比提升，25Q3 公司毛利率同环比提升至 90.5%；
- 2) 公司 Q3 销售费用同环比提升至 6.3 亿 (25Q2/24Q3 分别为 3.2/2.8 亿)，销售费用率小幅提升至 36.6% (25Q2/24Q3 分别为 33.8%/35.2%)，部分由于《超自然行动组》投放所致，考虑到《超自然行动组》未上线传统安卓应用市场，而公司来自不存在促销结算的平台收入，平台收取的佣金确认为销售费用入账，预计《超自然行动组》iOS 端分成等亦部分影响公司费用。我们预估整体投放 ROI 和利润率仍维持在较高水平。
- 3) 或由于《超自然行动组》内容投入持续增加，Q3 公司研发费用亦显著增长，但研发费用率同环比均有所下降。公司 Q3 所得税同环比均增加近 0.7 亿，对业绩产生部分影响。
- **看好《超自然行动组》长线能力和出海潜力，新游持续推进，AI 布局积极**
- 1) 后续《超自然行动组》有望推出中国港澳台地区及海外版本，有望带来显著增量并验证公司出海能力。
- 2) 新游近期持续推进，旗下策略卡牌《名将杀》已于 10 月 16 日开启删档计费测试；SLG《五千年》烽启测试已于 10 月 17 日开启；《口袋斗蛭蛭》S1 Beta 赛季「魔法奇妙夜」于 10 月 31 日拉开帷幕。
- 3) 公司持续探索原生 AI 游戏的方向，并将人工智能技术深度融入核心游戏业务，推动产品交互模式与玩法机制创新升级。公司在现有的游戏里融入有意义的 AI 玩法，比如《太空杀》陆续推出的“AI 推理小剧场”、“AI 残局挑战”；《原始征途》也接入了 DeepSeek-R1，核心 AINPC 策略指导准确率超 99%。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2025/2026 年公司归母净利润分别为 22.9 亿/38.7 亿，对应 PE 30.0/17.8 倍，维持买入评级。

风险提示

1、产品版号审批、上线进度及流水表现不及预期风险；2、行业监管风险；3、游戏行业竞争加剧风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	35.49
总股本(万股)	193,475
流通A股/B股(万股)	193,475/0
每股净资产(元)	7.84
近12月最高/最低价(元)	47.66/11.11

注：股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《收入环比大幅增长，看好《超自然行动组》长线潜力及后续业绩释放》2025-09-01
- 《《超自然行动组》排名创新高，爆款新游及潜力储备驱动公司长线成长》2025-08-18
- 《25Q1《原始征途》小游戏贡献显著增量，新游及 AI 布局积极推进》2025-05-02



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、产品版号审批、上线进度及流水表现不及预期风险：游戏版号审核若收紧，则会导致新游戏上线时间不确定性提升，对游戏业务增长带来负面影响。且游戏内容具备上线后流水表现难以预测的特征，对公司业绩影响亦具备不确定性。
- 2、行业监管风险：游戏行业监管政策较为严格，政策监管趋紧可能影响公司经营。
- 3、游戏行业竞争加剧风险：公司布局的 MMO 游戏、休闲竞技及小游戏赛道等均有较多游戏厂商积极布局，若竞争加剧，可能通过影响公司产品流水、提升销售费用等影响公司业绩。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2923	5195	7883	8519	货币资金	2058	3084	6815	10275
营业成本	370	535	749	766	交易性金融资产	216	216	216	216
毛利	2553	4660	7134	7753	应收账款	147	430	402	450
%营业收入	87%	90%	90%	91%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	33	62	95	102	预付账款	30	43	60	61
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	41	305	190	341
销售费用	1005	1870	2444	2471	流动资产合计	2491	4077	7682	11342
%营业收入	34%	36%	31%	29%	长期股权投资	9557	9557	9557	9557
管理费用	221	286	394	409	投资性房地产	119	119	119	119
%营业收入	8%	6%	5%	5%	固定资产合计	272	264	256	250
研发费用	691	1039	1419	1533	无形资产	64	49	34	19
%营业收入	24%	20%	18%	18%	商誉	132	132	132	132
财务费用	4	0	0	0	递延所得税资产	210	210	210	210
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1898	1948	1998	2048
加: 资产减值损失	0	0	0	0	资产总计	14743	16356	19988	23676
信用减值损失	6	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	16	0	0	0	应付款项	53	95	113	100
投资收益	661	675	788	852	预收账款	2	0	0	0
营业利润	1449	2338	3965	4516	应付职工薪酬	205	225	315	322
%营业收入	50%	45%	50%	53%	应交税费	185	208	315	341
营业外收支	-2	0	0	0	其他流动负债	1366	1145	1328	1342
利润总额	1447	2338	3965	4516	流动负债合计	1813	1673	2070	2105
%营业收入	50%	45%	50%	53%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	16	35	79	113	应付债券	0	0	0	0
净利润	1431	2303	3886	4403	递延所得税负债	25	25	25	25
归属于母公司所有者的净利润	1425	2291	3866	4381	其他非流动负债	43	43	43	43
少数股东损益	6	12	19	22	负债合计	1881	1742	2139	2174
EPS (元)	0.78	1.18	2.00	2.26	归属于母公司所有者权益	12823	14564	17780	21411
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	38	50	69	91
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	12861	14614	17849	21502
经营活动现金流净额	1034	950	3643	3408	负债及股东权益	14743	16356	19988	23676
取得投资收益收回现金	73	675	788	852	基本指标				
长期股权投资	-1079	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-187	-50	-50	-50	每股收益	0.78	1.18	2.00	2.26
其他	881	0	0	0	每股经营现金流	0.53	0.49	1.88	1.76
投资活动现金流净额	-312	625	738	802	市盈率	16.27	29.97	17.76	15.67
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.91	4.71	3.86	3.21
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	27.49	39.31	19.54	16.02
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	9.7%	14.0%	19.3%	18.5%
筹资成本	-429	-550	-650	-750	净资产收益率	11.1%	15.7%	21.7%	20.5%
其他	-113	0	0	0	净利率	48.8%	44.1%	49.0%	51.4%
筹资活动现金流净额	-542	-550	-650	-750	资产负债率	12.8%	10.7%	10.7%	9.2%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	180	1026	3731	3460	总资产周转率	0.21	0.33	0.43	0.39

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。