

巨人网络(002558)

报告日期: 2025 年 11 月 04 日

《超自然行动组》流水超预期并有望持续

——巨人网络点评报告

投资要点

- **事件:** 公司 10 月 28 日发布 25Q3 财报, 营收利润均高增。
- **营收利润依靠《超自然行动组》高增**
 公司 25Q3 营收 17.1 亿元, 同增 115.6%; 归母净利润 6.4 亿元, 同增 81.2%; 扣非归母净利润 6.78 亿元, 同增 73.9%。前三季度累计营收 33.7 亿元, 同增 51.8%; 归母净利润 14.2 亿元, 同增 32.3%; 扣非归母净利润 14.8 亿元, 同增 16.5%。
 公司营收利润高增的主要原因是《超自然行动组》的成功, 三季度暑假是《超自然行动组》目标人群的长假, 相关消费被促进, 其在 App Store 畅销榜上整个季度大多时间分别位列畅销榜总榜和游戏榜前 40 与前 20, 推动整体营收与利润高增。
- **成本端: 营销费用高增但费率稳定, 营业成本和其他费用管控得当**
 25Q3 公司毛利率 90.46% (YoY +0.64pct); 销售费用 6.25 亿元, 费用率 36.65% (YoY +1.41pct); 管理费用 0.58 亿元, 费用率 3.42% (YoY -2.86pct); 研发费用 3.4 亿元, 费用率 19.91% (YoY -3.97pct)。营销费用高增但费用率仅增 1.41pct, 一定程度上说明《超自然行动组》投放 ROI 较高, 研发和管理费用率下滑, 降本增效明显。
- **会计准则变化导致营收利润释放节奏一定程度上放缓, 后期潜能较大**
 我们认为公司《超自然行动组》25Q3 流水超市场预期, 但因会计准则调整, 导致流水递延。具体来说, 公司响应会计师要求, 按季度接受会计师对游戏用户生命周期的核算, 将《超自然行动组》的收入确认周期延长, 导致利润延迟确认。从资产负债表的合同负债科目我们也可以看出, 公司 25Q3 合同负债余额增至 13.33 亿元, 较中报末单季度增加约 4.4 亿元, 合同负债增量主要为《超自然行动组》贡献, 而合同负债是递延流水的主要体现科目, 因此公司未来利润潜力较大。
- **《超自然行动组》有望成为长青爆款, 丰富储备游戏拓展产品矩阵**
 展望未来, 公司产品线具备较大增长空间。《超自然行动组》因其独特玩法、画风与持续更新内容, 具备成为长青爆款的潜力。中国历史题材 SLG《五千年》、休闲竞技类策略对抗游戏《口袋斗蛭蛭》均取得版号, 上线进度有望加快。
- **盈利预测与估值**
 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 53.1/79.6/90.8 亿元, 归母净利润分别为 23.4/40.0/44.8 亿元, 当前时间点股价对应 P/E 分别为 29/17/15 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示**
 新游上线进度或质量不及预期, 宏观经济增速大幅下滑等风险。

投资评级: 买入(维持)

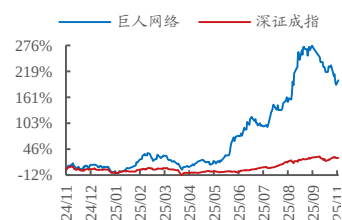
分析师: 冯翠婷
 执业证书号: S1230525010001
 fengcuiting@stocke.com.cn

分析师: 陈磊
 执业证书号: S1230521090002
 chenlei01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 36.33
总市值(百万元)	70,289.49
总股本(百万股)	1,934.75

股票走势图



相关报告

- 1 《《超自然行动组》表现亮眼, 产品矩阵潜力待释放》
2025.08.28

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,923	5,307	7,961	9,076
(+/-) (%)	-0.05%	81.59%	50.00%	14.00%
归母净利润	1,425	2,344	3,995	4,483
(+/-) (%)	31.15%	64.51%	70.41%	12.22%
每股收益(元)	0.74	1.21	2.06	2.32
P/E	47.62	28.95	16.99	15.14

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,491	3,543	5,924	7,958
现金	2,058	2,930	5,131	7,078
交易性金融资产	216	266	276	281
应收账款	147	265	398	454
其它应收款	12	15	22	25
预付账款	30	27	44	52
存货	0	0	0	0
其他	29	41	54	69
非流动资产	12,251	12,409	12,422	12,409
金融资产类	1,422	1,487	1,512	1,529
长期投资	9,557	9,567	9,617	9,647
固定资产	272	267	259	246
无形资产	64	47	30	13
在建工程	390	370	352	334
其他	547	671	653	641
资产总计	14,743	15,952	18,346	20,367
流动负债	1,813	2,172	2,957	3,305
短期借款	0	0	0	0
应付款项	53	74	122	145
预收账款	2	1	1	1
其他	1,757	2,098	2,835	3,159
非流动负债	69	49	39	32
长期借款	0	0	0	0
其他	69	49	39	32
负债合计	1,881	2,220	2,996	3,336
少数股东权益	38	50	70	93
归属母公司股东权	12,823	13,682	15,280	16,939
负债和股东权益	14,743	15,952	18,346	20,367

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,034	2,237	4,302	4,388
净利润	1,431	2,356	4,015	4,505
折旧摊销	64	58	60	60
财务费用	25	1	0	0
投资损失	(661)	(265)	(398)	(454)
营运资金变动	230	212	615	265
其它	(54)	(124)	10	11
投资活动现金流	(312)	126	306	390
资本支出	(187)	(7)	(7)	(11)
长期投资	(198)	(125)	(85)	(52)
其他	73	258	398	453
筹资活动现金流	(542)	(1,490)	(2,407)	(2,831)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(542)	(1,490)	(2,407)	(2,831)
现金净增加额	180	872	2,200	1,947

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,923	5,307	7,961	9,076
营业成本	370	531	876	1,044
营业税金及附加	33	53	80	91
营业费用	1,005	1,486	1,751	2,042
管理费用	221	393	581	617
研发费用	691	955	1,353	1,588
财务费用	4	(20)	(29)	(51)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	16	0	0	0
投资净收益	661	265	398	454
其他经营收益	170	212	318	363
营业利润	1,449	2,382	4,057	4,553
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	1,447	2,380	4,055	4,551
所得税	16	24	41	46
净利润	1,431	2,356	4,015	4,505
少数股东损益	6	12	20	23
归属母公司净利润	1,425	2,344	3,995	4,483
EBITDA	843	2,417	4,086	4,560
EPS (最新摊薄)	0.74	1.21	2.06	2.32

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-0.05%	81.59%	50.00%	14.00%
营业利润	30.70%	64.33%	70.35%	12.21%
归属母公司净利润	31.15%	64.51%	70.41%	12.22%
获利能力				
毛利率	87.34%	90.00%	89.00%	88.50%
净利率	48.75%	44.17%	50.18%	49.39%
ROE	11.11%	17.13%	26.14%	26.46%
ROIC	5.69%	16.21%	24.88%	25.17%
偿债能力				
资产负债率	12.76%	13.92%	16.33%	16.38%
净负债比率	-10.78%	-16.36%	-29.04%	-37.64%
流动比率	1.37	1.63	2.00	2.41
速动比率	1.34	1.60	1.97	2.37
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.35	0.46	0.47
应收账款周转率	19.00	25.71	24.00	21.31
应付账款周转率	7.02	8.37	8.97	7.83
每股指标(元)				
每股收益	0.74	1.21	2.06	2.32
每股经营现金	0.53	1.16	2.22	2.27
每股净资产	6.63	7.07	7.90	8.75
估值比率				
P/E	47.62	28.95	16.99	15.14
P/B	5.29	4.96	4.44	4.01
EV/EBITDA	27.49	27.14	15.52	13.47

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>