

巨人网络 (002558.SZ)

长青 IP 铸就基本盘，休闲赛道打开向上空间

优于大市

核心观点

巨人网络为国内头部游戏公司，研发实力强劲。巨人网络 2004 年由史玉柱创立，前身为征途网络，“征途”IP 起源于 2005 年，2016 年公司回归 A 股并推进出海与精品化战略，2022 年创始人史玉柱回归研发并成立 AI 实验室，公司 2023 年起推出《原始征途》《太空行动》，收入重回增长轨道。2025 年《超自然行动组》爆火，推动公司业绩强劲增长，公司的研发实力也得到持续验证。

自研游戏为公司的主要收入来源，毛利率接近 90%。收入方面，2025 年公司推出《超自然行动组》市场反馈良好，推动 2025 年前三季度收入同比提升 51.8%至 33.7 亿元；毛利率方面，公司近年毛利率维持在 90%左右的高水平；费用率方面，公司的销售费用率在新品上线时在 30%以上、研发费用在 20%以上、管理费用率在 10%以下且近年有下降趋势、财务费用率在 1%以下。

“征途”和“球球”已成为长青 IP，《超自然行动组》迅速爆火且用户粘性强。1) 公司在大 DAU 游戏方面积累了丰富的长线运营经验：“征途”为公司在 2005 年自研自发的游戏，创立以来多端发行不断扩权，2024 年《王者征途》小程序版引入 2500 万新增用户并贡献 6 亿的年流水。休闲竞技类游戏方面，公司的《球球大作战》累计设备安装量达 6 亿台、峰值 DAU 超 2900 万人，并长期占据 App Store 小游戏、智力游戏免费排行榜前五名。2) 新品《超自然行动组》上线后迅速火爆，长线运营潜力突出。《超自然行动组》由巨人旗下 NIGHT STUDIOS 工作室研发，凭借“中式微恐+多人合作”的差异化玩法迅速打开市场，长期来看，产品社交裂变性强、用户进入门槛低，且公司具备大 DAU 游戏的长线运营经验，有望通过深化内容供给、联动知名 IP 等方式维持产品热度。

风险提示：新品上线进度或流水不及预期；产品竞争激烈；监管风险。

投资建议：看好公司研发实力和长线运营能力，给予“优于大市”评级。公司的“征途”和“球球大作战”长青 IP 运营稳健、新产品《超自然行动组》爆火且长线运营潜力大，我们预计 2025-2027 年净利润分别为 24.1/45.3/51.0 亿，EPS 分别为 1.62/3.05/3.43 元，对应 PE 为 30x/16x/14x；公司产品研发实力强、长线运营能力优秀，《超自然行动组》表现有望维持，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,924	2,923	5,374	9,221	11,090
(+/-%)	43.5%	-0.0%	83.9%	71.6%	20.3%
净利润(百万元)	1086	1425	2411	4534	5100
(+/-%)	27.7%	31.2%	69.2%	88.0%	12.5%
每股收益(元)	0.72	0.96	1.62	3.05	3.43
EBIT Margin	23.2%	20.6%	32.7%	42.0%	39.6%
净资产收益率 (ROE)	9.3%	11.1%	16.6%	25.7%	24.0%
市盈率 (PE)	69.0	51.5	30.5	16.2	14.4
EV/EBITDA	105.8	115.9	42.0	19.5	17.3
市净率 (PB)	6.41	5.73	5.06	4.15	3.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·游戏 II

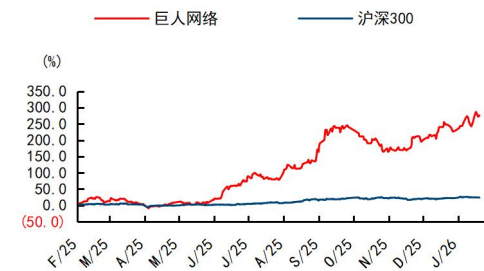
证券分析师：张衡
021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉
021-61761058
chenyaorong@guosen.com.cn
S0980523100001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	49.81 元
总市值/流通市值	96370/96370 百万元
52 周最高价/最低价	53.35/11.63 元
近 3 个月日均成交额	1558.06 百万元

市场走势



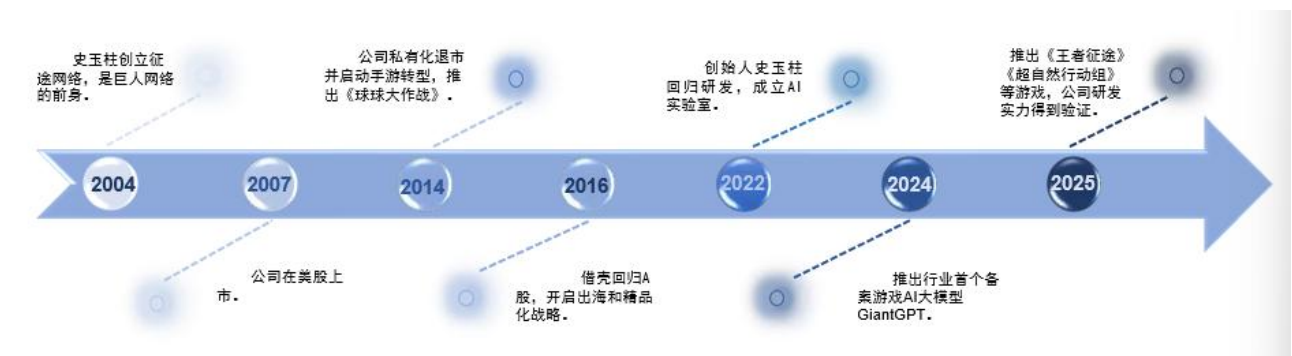
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

巨人网络为国内头部游戏公司，研发实力强劲

巨人网络为国内头部游戏公司，研发实力强。巨人网络 2004 年由史玉柱创立，前身为征途网络。2005 年《征途》公测并开创永久免费模式，2007 年登陆美股。2013 年刘伟接任 CEO，2014 年公司私有化退市并启动手游转型，推出《球球大作战》成为爆款。2016 年借壳回归 A 股，后续推进出海与精品化战略，《帕斯卡契约》亮相苹果发布会。2022 年史玉柱回归研发，成立 AI 实验室，2024 年推出行业首个备案游戏 AI 大模型 GiantGPT。2024~2025 年相继推出《王者征途》《超自然行动组》等游戏，公司的研发实力得到持续验证。

图1: 巨人网络发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

创始人知名游戏制作人，管理团队经验丰富。1) 史玉柱为数学+软件出身的连续创业者，先后创立珠海巨人新技术公司、健特生物、征途网络，2022 年史玉柱回归巨人网络研发一线，公司业绩重回增长轨道。2) 核心团队包括总经理刘伟、董事屈发兵等，均在公司有 20 余年的工作经历，管理团队十分稳定。

表1: 前十大股东情况

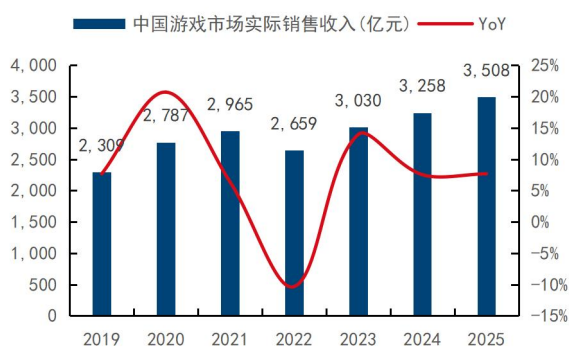
姓名	职务	年龄	简介
史玉柱	董事长、董事	64	男, 1962 年 9 月出生, 中国国籍, 1984 年毕业于浙江大学数学系, 1990 年毕业于深圳大学软科学研究生班。史玉柱先生曾于 2006 年至 2014 年任民生银行股份有限公司非执行董事, 于 2006 年至 2018 年任上海征途网络科技有限公司董事, 于 2014 年至 2018 年任中国民生投资股份有限公司副董事长。史玉柱先生现任巨人网络集团股份有限公司董事长, 董事。
刘伟	董事、总经理	57	1968 年出生, 中国国籍; 1990 年毕业于南开大学, 获汉语言文学、社会学双学位, 2006 年获中欧国际工商学院高级工商管理硕士学位。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 月任公司总经理。加入巨人网络前, 刘伟女士曾先后担任上海黄金搭档生物科技有限公司总经理、上海健特生物科技有限公司总经理等职位。
屈发兵	董事	51	男, 1974 年出生, 中国国籍, 新加坡永久境外居留权; 1997 年毕业于复旦大学管理学院。屈发兵先生现任巨人网络集团股份有限公司董事。屈发兵先生曾于 1997 年至 2000 年先后担任光大证券有限公司投资银行四部项目经理, 高级经理, 总经理助理等职务, 于 2001 年至 2007 年担任青岛健特生物投资股份有限公司的监事会主席, 自 2008 年 1 月加入巨人网络后, 曾任战略发展中心高级总监, 总裁办公室总监, 董事会秘书。
孟玮	董事、首席财务官、董事会秘书	42	男, 1983 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权。获得武汉大学管理学学士学位和华中科技大学管理科学与工程学硕士学位。现任巨人网络集团股份有限公司董事, 首席财务官, 董事会秘书。
朱永明	监事会主席, 监事	57	男, 1973 年出生, 中国国籍, 于 1997 年获得黑龙江商学院会计学大专学历, 持有国际注册内部审计师资格和国际注册信息系统审计师证书。朱永明先生现任巨人网络集团股份有限公司监事会主席。2006 年加入巨人网络前, 朱永明曾担任上海健特生物科技有限公司财务部长助理等职务。
汤敏	监事	56	女, 1969 年出生, 中国国籍。汤敏女士现担任巨人网络副总裁, 加入巨人网络之前, 汤敏女士于 2002 年至 2006 年在上海黄金搭档生物科技有限公司先后担任总经理助理, 媒介经理和行政经理; 1997 年至 2002 年汤敏女士担任深圳博色图片设计公司总经理; 1991 年至 1997 年汤敏女士供职于珠海巨人集团。
任广露	财务总监	53	男, 1972 年出生, 中国国籍; 1995 年毕业于上海交通大学管理学院, 获经济学学士学位,

全科通过中国注册会计师全国统一考试。任广露先生自 2004 年加入巨人集团，担任上海巨人网络科技有限公司财务总监，现任巨人网络集团股份有限公司财务总监。

资料来源：公司年报，国信证券经济

国内游戏市场规模超过 3500 亿元，巨人网络市场份额在 1%以上。1) 2025 年中国游戏市场实际销售收入 3507.9 亿，同比增长 7.7%，用户规模 6.83 亿，同比增长 1.4%。2) 巨人网络在游戏行业属于二线龙头公司，在 A 股游戏行业上市公司中排名靠前。公司 2025 年在中国手游发行商全球收入榜排第 29，在国内整体市场份额约 1.5%（按公司 2025E 收入 53.7 亿，除以中国游戏市场规模 3507.9 亿计算），在 MMO 与休闲竞技赛道有差异化优势；2025 年第三季度，A 股游戏行业中，公司营收行业第 8、净利润行业第 5。

图2：中国游戏市场规模及变化



资料来源：中国游戏产业研究院，国信证券经济研究所整理

图3：中国游戏用户规模及变化



资料来源：中国游戏产业研究院，国信证券经济研究所整理

图4：巨人网络 2025 年在中国手游发行商全球收入榜中排名第 29

2025年中国手游发行商收入TOP30 | 全球 App Store + Google Play

1	腾讯	-	16	库洛游戏	▲
2	点点互动	▲	17	途游游戏	▼
3	网易	▼	18	乐元素	▲
4	柠檬微趣	▲	19	IGG	▼
5	米哈游	▼	20	露珠游戏	▼
6	Florere Game	★	21	麦吉太文	▼
7	三七互娱	▼	22	Joy Net	▼
8	叠纸网络	▲	23	Tap4Fun	-
9	海彼游戏	▲	24	哔哩哔哩	-
10	江娱互动	▲	25	心动网络	▼
11	莉莉丝游戏	▼	26	雷霆网络	▲
12	悠星网络	-	27	游族盛世	▲
13	沐瞳科技	▲	28	益世界	▲
14	壳木游戏	▼	29	巨人网络	▲
15	灵犀互娱	▼	30	冰川网络	▼

以上榜单来源于Sensor Tower 2025年全球App Store及Google Play商店之手游收入估算。

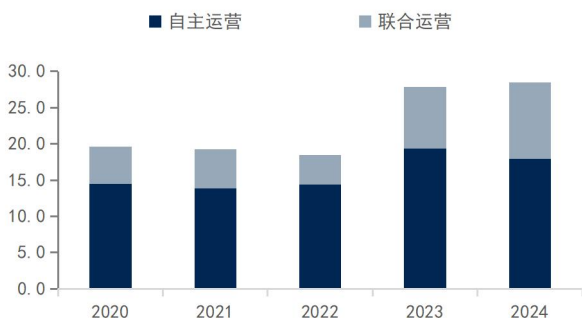
Sensor Tower 全球领先的手游及应用情报平台

www.sensortower-china.com

资料来源：sensor tower，国信证券经济研究所整理

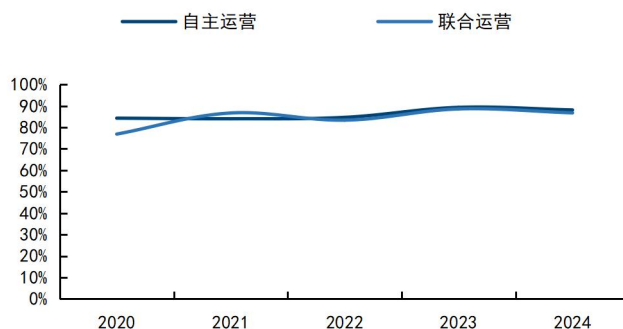
自研游戏为公司的主要收入来源，毛利率接近 90%。1) 从收入构成来看，近年公司自主运营游戏为主要收入来源，收入占比在六成至七成；联合运营游戏的收入占比在三成左右。2) 从毛利率看，公司的毛利率维持较高水平，近年自主运营的毛利率在 84%~90%之间；联合运营毛利率在 83%~87%左右。

图5: 2020-2024 年分板块收入



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 2020-2024 年分板块毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2025 年前三季度新品周期拉动业绩。公司收入随产品周期波动，2023 年起公司创始人回归和 AI 布局初见成效，陆续推出《原始征途》《太空行动》，2025 年推出《超自然行动组》市场反馈良好，2025 前三季度收入同比提升 51.8%至 33.7 亿元、净利润同比提升 81.2%至 14.2 亿元。

图7: 2015~2025 年收入变化趋势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 2015~2025 年净利润变化趋势

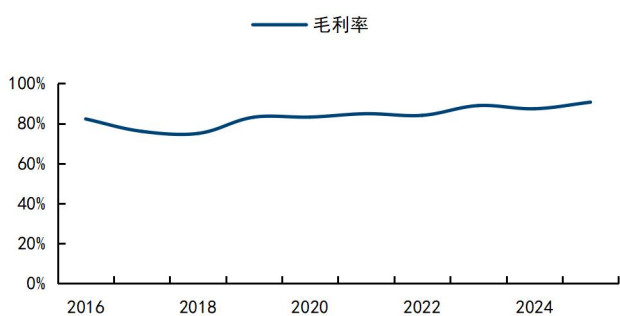


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

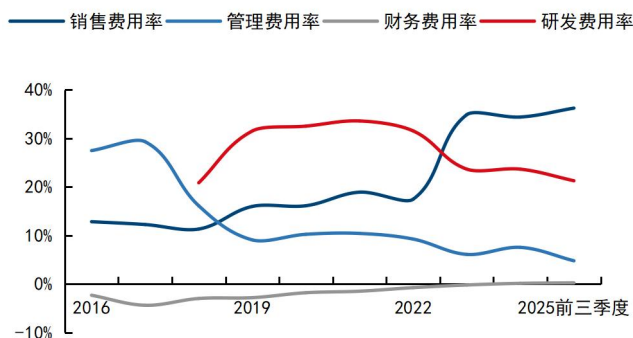
毛利率接近 90%，销售和研发费用率较高。公司的毛利率较高，近年在 90%左右；费用率方面，公司的销售费用率在自研新产品上线时较高，2025 年前三季度为 36.2%，2023~2024 年为 34%左右，2022 年及以前在 20%以下；研发方面，公司保持较高的研发投入，研发费用率在 20%以上；管理费用率在 7%~10%左右；财务费用率在 -1%~1%之间。

图9: 2016~2025 年毛利率

图10: 2016~2025 年费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

“征途”和“球球”已成为长青 IP，《超自然行动组》迅速爆火且用户粘性强

“征途”系列为 20 年的长青 IP，多端发行不断扩圈。“征途”在电脑端网络游戏时代以自研自发自主，主要包括 4 个产品：《征途》、《征途 2》、《绿色征途》、《征途怀旧版》；在移动端网络游戏时代，“征途”系列做了新的尝试和突破，自研自发自与渠道合作共举，主要产品包括《征途》手游、《征途 2》手游、《原始征途》手游，以及于 2024 年正式上线的小程序游戏《王者征途》。爆款新游戏《王者征途》凭借独特的玩法设计与精准的市场定位，实现了小程序端的突破，自 2024 年 2 月上线小程序平台以来，成功引入超 2,500 万新增用户，全年贡献流水 6 亿元。此外，《原始征途》小程序在 2025 年 1 月正式开启买量投放，亦贡献可观的增量流水，助力用户扩圈。广泛的渠道覆盖，让征途游戏触达不同用户生态圈，快速积累起庞大且忠实的玩家群体，为征途 IP 长青发展筑牢根基。

表2：《征途》系列产品

游戏名称	上线时间	发行端	产品介绍
《征途》	2006/4/21	端游	2007 年创收超 15 亿，后长期成为公司端游流水支柱
《征途怀旧版》	2008/5/9	端游	复刻早期版本，主打情怀
《绿色征途》	2009/8/14	端游	低付费导向，强调公平并降低付费门槛
《征途 2》	2010/10/25	端游	2011-2015 年为端游流水主力
《征途 2 经典》	2014/8/1	端游	针对非付费玩家优化，回归核心国战
《征途手机版》	2016/3/25	手游	上线首年流水约 5 亿元，后续稳定贡献月流水千万级
《征途 2 手游》	2018/4/12	手游	首年流水约 6 亿元，2024 年月均流水 500~800 万元
《绿色征途手游》	2019/10/25	手游	低付费定位，月均流水 300~500 万元
《原始征途》	2023/3/24	手游	2023 年首月流水 3 亿元，全年流水 15 亿元
《王者征途》	2024/7/18	小程序	2024 年全年流水 6 亿元，新增用户超 2500 万，轻量化国战玩法成为小程序游戏标杆

资料来源：taptap、七麦数据、巨人网络公司公告，国信证券经济研究所整理

图11:《原始征途》游戏海报



资料来源:巨人官网,国信证券经济研究所整理

图12:《王者征途》游戏海报



资料来源:王者征途游戏界面,国信证券经济研究所整理

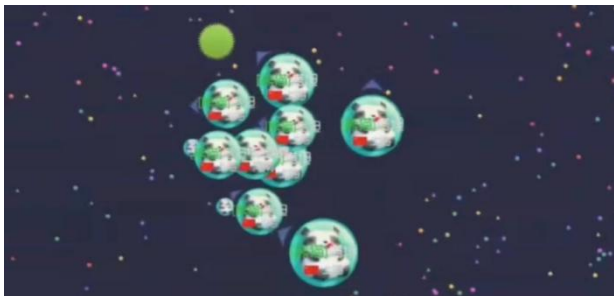
公司在休闲竞技类大 DAU 游戏方面也具备丰富的成功经验。1)《球球大作战》是公司 2015 年上线的多人休闲竞技类移动端网络游戏,成为行业知名的优质 IP,累计设备安装量达到 6 亿台,峰值 DAU 超 2,900 万人,曾登顶中国区游戏免费榜榜首,并长期占据 App Store 小游戏、智力游戏免费排行榜前五名。2)《太空杀》是公司 2021 年推出的社交推理游戏,在印尼等东南亚地区流水和排名表现十分突出,也是国内首个获得版号的太空狼人杀,2024 年 6 月 AI 玩法落地(残局对决、内鬼挑战),参与体验的玩家数量超过数百万,2024 年海外版收入同比增长超过 50%,2025 年新增中东/欧洲市场,商业化持续加速。

表3:巨人网络休闲竞技类游戏列表(部分)

产品名称	游戏玩法	上线时间	玩法特点	核心数据(流水 / 排名 / 用户)
《球球大作战》	吞噬竞技	2015.5.27	大球吃小球玩法,电竞化运营,年轻化用户占比 70%+	1. 巅峰期(2016-2018 年):年流水超 10 亿元,月流水峰值破 1.5 亿元,国内 DAU 峰值超过 2000 万; 2. 稳定运营期(2023-2025 年):月均流水 3000-3500 万元,2025 年 4 月流水 3546.2 万元,11 月流水 3041.2 万元; 3. 小程序版(2024 年):全年注册用户 300 万+,微信小游戏畅销榜稳定在前 50,DAU 约 20 万,为 APP 端导流。
《太空杀》(国内版) 《Super Sus》(海外版)	社交推理	2021 年海外公测,2023 年国内上线	国内首个获版号的太空狼人杀,AI 玩法赋能,实时语音社交	1. 用户增长期(2021-2022 年):2021 年上线一个月流水 80~100 万美元,居印尼 Google Play 新游榜/免费榜榜首,TapTap 全球热门榜榜首;2022 年流水约 800-900 万美元,在印尼 iOS 畅销榜平均排名 TOP35-45; 2. 商业化加速期(2023 年-至今):2023~2024 年流水在 2000 万美元以上,2025 年新增中东/欧洲市场。

资料来源:taptap、七麦数据、巨人网络公司公告,国信证券经济研究所整理

图13:《球球大作战》游戏界面



资料来源:球球大作战游戏,国信证券经济研究所整理

图14:《太空杀》游戏海报



资料来源:巨人网络官网,国信证券经济研究所整理

新品《超自然行动组》上线后迅速火爆,长线运营潜力大。该产品于 2025 年 1 月 23 日正式上线,凭借“中式微恐+多人合作”的差异化玩法迅速打开市场。作为组队题材游戏,其核心优势在于两大维度: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。产品深度契合玩家在情感共鸣、社交互动及视觉体验上的核心诉求,上线后迅速积累用户池。在 iOS 榜单上稳居前五,7 月达成“同时在线人数突破 100 万”。《超自然行动组》的成功,根植于公司多年来在大 DAU 产品方向的研发沉淀和经验积累,由于题材独特、社交属性强,用户忠诚度持续提升,具备长青产品的特质,未来公司也将深化内容供给,并计划联动更多知名 IP 进一步扩大产品声量。

图15:《超自然行动组》iPhone 端游戏免费榜排名及趋势



资料来源:七麦数据,国信证券经济研究所整理

图16:《超自然行动组》iPhone 端收入预估



资料来源:七麦数据,国信证券经济研究所整理

《超自然行动组》研发团队为公司内部孵化,年轻且富有成熟项目经验。《超自然行动组》由巨人网络旗下 NIGHT STUDIOS (夜影工作室) 研发,核心由 95 后制作人王鑫宇带领(王鑫宇曾参与《球球大作战》《太空杀》等大 DAU 产品的制作),团队核心优势在于“年轻化 + 成熟项目经验”的组合,既懂年轻玩家的社交与文化需求(策划多为 00 后),又具备日活百万产品的研发、运营与技术支持能力。《超自然行动组》团队的成功也依托于公司“研发-运营-发行”的架构,将关键决策权直接下放至各业务赛道。赛道负责人被赋予全面权限,负责游戏从创意构思、市场推广到最终发行的全流程管理,形成独立且高效的管理闭环。这种模式打破了传统层级壁垒,使团队能够快速响应市场变化,也激发了赛道负责人的创新活力。

表4: NIGHT STUDIO 制作人和核心主创信息

角色	核心信息	项目履历
制作人	王鑫宇(95 后, 对外曾用“小孤单”), 曾任《球球大作战》主策划、制作人, 《太空杀》制作人, 拥有多款 DAU 千万级产品的研发与运营经验, 主导《超自然行动组》从立项到上线的全流程	
核心主创	以 90 后为主, 策划团队多为 00 后, 团队成员不少有《球球大作战》《太空杀》等百万日活以上项目经验, 对 Party Game 和多人合作游戏类型有着长期理解, 熟悉年轻玩家喜好, 擅长结合中式文化与社交玩法设计内容 早期团队不足 10 人, 含策划 Steve、测试、美术、技术等岗位	

资料来源: taptap、新浪网, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

公司的“征途”系列和“球球大作战”为长青游戏、《超自然行动组》上线爆火拉动业绩, 我们预计公司 2025~2027 年收入分别为 53.7/92.2/110.9 亿元, 分别同比增长 83.9%/71.6%/20.3%; 净利润分别为 24.1/45.3/51.0 亿元, 分别同比 69.2%/88.0%/12.5%。具体看:

1、收入: 公司的收入主要由自主运营和联合运营构成。

1.1、自主运营: 公司自研的“征途”和“球球大作战”流水稳健, 《超自然行动组》2025 年 1 月起上线 DAU 持续增长, 拉动 2025 年第三季度收入/合同负债分别同比增长 116%/110%, 按照公司以往大 DAU 产品的运营思路, 在产品上线后第 2~3 年随着内容积累商业化会加速, 因此我们假设《超自然行动组》在 2026~2027 年流水将持续稳健上升。此外, 公司储备产品丰富, 《五千年》《口袋斗蛭蛭》《无尽修仙》《热血王朝: 篮球》均有望在 2026 年上线, 贡献流水增量。因此, 我们预计 2025~2027 年自主运营游戏收入分别为 41.3/78.5/95.8 亿元, 分别同比增长 130%/90%/22%。

1.2、联合运营: 联合运营收入为公司通过游戏平台推广和收费所产生的收入, 公司游戏产品由长青游戏和新爆款《超自然行动组》构成, 整体来看稳定增长, 预计公司 2025~2027 年联合运营收入增长率为 10%。

1.3、其他营收: 公司的其他营收在整体收入中占比较小, 其他营收规模在 1~2 亿元左右, 我们假设 2025~2027 年其他营收在 1~2 亿元之间。

整体来看, 2025~2027 年总营收分别为 53.7/92.2/110.9 亿元, 分别同比增长 83.9%/71.6%/20.3%。

2、毛利率: 公司自主运营业务毛利率较高, 近年在接近 90%的水平, 2025~2027 年由于《超自然行动组》的拉动, 我们假设毛利率将提升至 90%~91%; 联合运营业务的毛利率近年在 85%左右, 我们预计 2025~2027 年联合运营毛利率维持在 85%~86% 之间。整体来看, 2025~2027 年我们预计公司毛利率分别为 87.5%/89.3%/87.7%。

3、费用率: 公司的新游戏上线买量费用高, 《超自然行动组》的流水仍处于增长阶段, 预计未来销售费用金额仍会提升但销售费用率由于收入快速提升而下降, 假设 2025~2027 年销售费用率分别为 26.0%/24.5%/25.0%; 公司管理效率近年有所提升, 假设 2025~2027 年管理费用率下降至 5.5%~6%; 公司积极运用 AI 对游戏

研发进行降本增效，2024年9月发布两款自研大模型 GiantGPT 和 BaiLing-TTS，对游戏剧情推理、语音等方向进行优化，2025年前三季度公司研发费用率降至21.2%，假设AI模型在未来有望持续降低游戏研发成本、以及公司未来收入增速较快，我们预计2025~2027研发费用率分别为22%/16.5%/16.5%；公司财务费用率较低，近年在1%以下，假设2025~2027年财务费用率在1%以下的水平。

整体来看，我们预计公司2025~2027年归母净利润分别为24.1/45.3/51.0亿元，分别同比增长69.2%/88.0%/12.5%。

表5: 盈利预测及其假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)						
自主运营	1437	1932	1796	4131	7850	9576
YoY (%)	4.0%	-15.0%	12.0%	130.0%	90.0%	22.0%
联合运营	410	854	1051	1156	1271	1398
YoY (%)	-24.8%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其他营收	191	139	76	87	100	116
YoY (%)	-3.4%	-27.4%	-45.1%	15.0%	15.0%	15.0%
总营收	2038	2924	2923	5374	9221	11090
YoY (%)	-4.1%	43.5%	0.0%	83.9%	71.6%	20.3%
毛利率 (%)						
自主运营	84.7%	89.3%	88.1%	90.0%	91.0%	89.0%
联合运营	83.4%	88.6%	86.8%	85.0%	86.0%	86.0%
整体毛利率	84.0%	88.9%	87.3%	87.5%	89.3%	87.7%
费用率 (%)						
销售费用率	17.5%	34.9%	34.4%	26.0%	24.5%	25.0%
管理费用率	8.4%	5.5%	7.0%	6.0%	5.6%	5.9%
研发费用率	31.5%	23.7%	23.7%	22.0%	16.5%	16.5%
财务费用率	0.7%	0.2%	-0.1%	0.2%	0.4%	0.7%
所得税税率	15.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
净利润(百万元)						
归母净利润	851	1086	1425	2411	4534	5100
YoY (%)	0.0%	27.7%	31.2%	69.2%	88.0%	12.5%
净利率 (%)	41.8%	37.2%	48.8%	44.9%	49.2%	46.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

未来3年业绩预测

表6: 未来3年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2923	5374	9221	11090
营业成本	370	674	985	1365
销售费用	1005	1397	2259	2773
管理费用	203	322	516	654
财务费用	4	-10	-36	-73
营业利润	1449	2449	4606	5180
利润总额	1447	2449	4606	5180
归属于母公司净利润	1425	2411	4534	5100
EPS	0.96	1.62	3.05	3.43
ROE	11%	17%	26%	24%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件,我们得到公司 2025~2027 年收入分别为 53.7/92.2/110.9 亿元,归属母公司净利润 24.1/45.3/51 亿元,利润年增速分别为 69.2%/88%/12.5%。每股收益 2025~2027 年分别为 1.62/3.05/3.43 元。

估值与投资建议

考虑公司的业务特点,我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 50.0-56.5 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表7: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	-4.07%	43.50%	-0.05%	83.88%	71.58%	20.27%	5.00%	5.00%
营业成本/营业收入	15.96%	11.08%	12.66%	12.54%	10.68%	12.31%	11.50%	11.50%
管理费用/营业收入	8.37%	5.52%	6.95%	6.00%	5.80%	6.00%	6.00%	6.00%
研发费用/营业收入	31.53%	23.66%	23.66%	22.00%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%
销售费用/销售收入	17.46%	34.86%	34.39%	26.00%	24.50%	25.00%	25.00%	25.00%
营业税及附加/营业收入	1.15%	1.12%	1.12%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	-0.50%	0.87%	1.13%	1.13%	1.13%	1.13%	1.13%	1.13%
股利分配比率	36.59%	51.35%	30.11%	30.11%	30.11%	30.11%	30.11%	30.11%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表8: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	1.13%
无风险利率	2.50%	Ka	8.55%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.94
公司股价 (元)	49.34	Ke	8.59%
发行在外股数 (百万)	1890	E/(D+E)	99.22%
股票市值 (E, 百万元)	83026	D/(D+E)	0.78%
债务总额 (D, 百万元)	650	WACC	8.57%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

表9: FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	1,759.8	3,874.9	4,391.9	4,917.5	5,360.3
所得税税率	1.13%	1.13%	1.13%	1.13%	1.13%
EBIT*(1-所得税税率)	1,739.8	3,831.0	4,342.2	4,861.7	5,299.5
折旧与摊销	45.4	68.1	80.8	93.2	105.4
营运资金的净变动	283.3	662.4	588.8	195.8	254.6
资本性投资	(181.0)	(181.0)	(181.0)	(181.0)	(181.0)

FCFF		1,887.5	4,380.5	4,830.8	4,969.8	5,478.6
PV(FCFF)		1,738.6	3,716.5	3,775.2	3,577.4	3,632.5
核心企业价值	89,249.4					
减：净债务	(10,942.2)					
股票价值	100,191.6					
每股价值	53.00					

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表10：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.1%	8.3%	8.57%	8.8%	9.1%
永续增长率变化	2.5%	60.50	57.92	55.55	53.37	51.36
	2.3%	58.87	56.45	54.22	52.17	50.27
	2.0%	57.37	55.10	53.00	51.06	49.26
	1.8%	55.99	53.85	51.87	50.03	48.32
	1.5%	54.71	52.69	50.81	49.07	47.44

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：54.8-64.0 元

公司为游戏行业龙头公司，我们选择同为 A 股游戏龙头的恺英网络、吉比特、三七互娱为可比公司。行业平均估值在 2026 年的 15~20 倍左右，公司在《超自然行动组》等产品的拉动下预计业绩增长 88%、13%，我们认为给予公司 26 年 18~21 倍估值较为合理，对应股价区间 54.8-64.0 元，给与“优于大市”评级。

综合绝对估值和相对估值来看，我们认为股价区间在 54.8-56.5 元是较为合理的。

表11：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
002517.SZ	恺英网络	优于大市	25.00	534	0.68	0.76	1.01	1.20	37	33	25	21
603444.SH	吉比特	优于大市	456.88	329	15.62	13.12	22.56	26.11	29	35	20	17
002555.SZ	三七互娱	优于大市	28.10	622	1.20	1.21	1.38	1.50	23	23	20	19
002558.SZ	巨人网络	优于大市	49.34	955	0.72	0.96	1.62	3.05	63	47	30	16

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 备注：可比公司估值来自 wind 一致预期

投资建议：看好公司研发实力和长线运营能力，给予“优于大市”评级。公司的“征途”和“球球大作战”长青 IP 运营稳健、新产品《超自然行动组》爆火且长线运营潜力大，我们预计 2025-2027 年净利润分别为 24.1/45.3/51.0 亿，EPS 分别为 1.62/3.05/3.43 元，对应 PE 为 30x/16x/14x；公司产品研发实力强、长线运营能力优秀，《超自然行动组》有望持续商业化，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 54.8-56.5 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的 A 股游戏龙头恺英网络、吉比特、三七互娱等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026E 平均 PE 做为相对估值的参考，考虑公司的龙头地位和较好成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予 20%溢价，最终给予公司 26 年 18-21 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长 83.9%/71.6%/20.3%，可能存在对公司产品流水及预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利分别为 87.5%/89.3%/87.7%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

存量产品用户流失或付费意愿下降的风险：公司的存量产品包括《征途》系列、《球球大作战》和《太空杀》等，均为大 DAU 且上线时间较长的游戏，存在一定的 IP 老化、用户流失的风险。此外，《征途》系列为 MMORPG 游戏，单用户付费较高，未来如果游戏运营不能满足用户需求，有一定用户付费意愿下降的可能。

后续产品收入不及预期的风险：巨人网络的游戏体量较大、研发周期较长，《超自然行动组》在 2025 年增长迅速，但 2026 年及以后流水可能增长放缓或下滑，而后续产品不能及时补充，将导致公司业绩不及预期。

公司产品商业化进度缓慢的风险：休闲竞技类产品 DAU 较大但变现能力依赖于公司的运营，存在一定的商业化进度不及预期的风险。

新产品上线进度缓慢的风险：公司目前的储备产品主要包括《五千年》《口袋斗蛭蛭》《无尽修仙》《热血王朝：篮球》等，暂定在 2026 年内上线，目前多在测试阶段，如果测试结果不理想，可能导致公司的新品上线推迟，从而对公司的业绩造成负面影响。

竞争加剧的风险：巨人网络所处的游戏行业竞争较为激烈，近年来游戏行业的用户数量增长放缓，增长来源主要来源于单用户付费增长，如果公司的产品不能占领用户心智和用户时长，未来产品可能表现不佳。

技术风险

核心人才流失的风险：公司《超自然行动组》的制作团队由公司内部孵化，自《超自然现象》爆火后，其制作团队受到较多的关注，而游戏行业高薪挖角的现象十分普遍，如果核心人才流失，将会导致产品的后续运营、商业化进度缓慢，从而影响公司收入和利润表现。

降本进度缓慢的风险：我们假设公司未来3年研发费用率分别为22%/16.5%/16.5%，其中包含了公司自研的AI模型GiantGPT和BaiLing-TTS能成功降本增效的预期，可能高估AI模型的效果，从而导致对未来3年研发费用率预测值高于实际值的风险。

政策风险

监管政策收紧的风险：中国游戏上线之前需要获得游戏版号，近年新闻出版署保持较快的版号发放节奏，但2018年和2021-2022年均有过版号停发，政策存在一定不确定性。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1889	2058	3778	7295	11248	营业收入	2924	2923	5374	9221	11090
应收款项	168	159	265	455	547	营业成本	324	370	674	985	1365
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	33	33	36	62	74
其他流动资产	60	58	107	184	222	销售费用	1019	1005	1397	2259	2773
流动资产合计	2330	2491	4366	8150	12233	管理费用	178	221	325	519	657
固定资产	522	662	830	962	1082	研发费用	692	691	1182	1522	1830
无形资产及其他	53	64	62	61	59	财务费用	(6)	4	(10)	(36)	(73)
投资性房地产	1987	1969	1969	1969	1969	投资收益	477	661	660	680	700
长期股权投资	8478	9557	9657	9857	9957	资产减值及公允价值变动	(210)	16	20	15	15
资产总计	13371	14743	16884	20999	25300	其他收入	(534)	(518)	(1182)	(1522)	(1830)
短期借款及交易性金融负债	618	650	650	650	650	营业利润	1109	1449	2449	4606	5180
应付款项	52	53	91	134	186	营业外净收支	(7)	(2)	0	0	0
其他流动负债	895	1109	1480	2329	2968	利润总额	1101	1447	2449	4606	5180
流动负债合计	1565	1813	2222	3114	3805	所得税费用	10	16	28	52	59
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	6	10	19	22
其他长期负债	73	69	109	149	179	归属于母公司净利润	1086	1425	2411	4534	5100
长期负债合计	73	69	109	149	179	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1639	1881	2330	3263	3984	净利润	1086	1425	2411	4534	5100
少数股东权益	43	38	45	59	74	资产减值准备	12	(27)	(11)	(3)	(3)
股东权益	11689	12823	14508	17678	21242	折旧摊销	46	47	45	68	81
负债和股东权益总计	13371	14743	16884	20999	25300	公允价值变动损失	210	(16)	(20)	(15)	(15)
关键财务与估值指标						财务费用	(6)	4	(10)	(36)	(73)
每股收益	0.72	0.96	1.62	3.05	3.43	营运资本变动	259	212	283	662	589
每股红利	0.37	0.29	0.49	0.92	1.03	其它	(10)	31	18	17	18
每股净资产	7.70	8.61	9.75	11.88	14.27	经营活动现金流	1603	1672	2727	5263	5770
ROIC	18.82%	16.48%	48%	116%	156%	资本开支	0	(159)	(181)	(181)	(181)
ROE	9.29%	11.11%	17%	26%	24%	其它投资现金流	170	(1)	0	0	0
毛利率	89%	87%	87%	89%	88%	投资活动现金流	78	(1239)	(281)	(381)	(281)
EBIT Margin	23%	21%	33%	42%	40%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	22%	34%	43%	40%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	44%	-0%	84%	72%	20%	支付股利、利息	(558)	(429)	(726)	(1365)	(1535)
净利润增长率	28%	31%	69%	88%	12%	其它融资现金流	(415)	594	0	0	0
资产负债率	13%	13%	14%	16%	16%	融资活动现金流	(1530)	(264)	(726)	(1365)	(1535)
股息率	0.8%	0.6%	1.0%	1.9%	2.1%	现金净变动	151	169	1720	3517	3953
P/E	69.0	51.5	30.5	16.2	14.4	货币资金的期初余额	1738	1889	2058	3778	7295
P/B	6.4	5.7	5.1	4.2	3.5	货币资金的期末余额	1889	2058	3778	7295	11248
EV/EBITDA	105.8	115.9	42.0	19.5	17.3	企业自由现金流	0	696	1888	4380	4831
						权益自由现金流	0	1290	1897	4416	4903

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032