

长青游戏持续创新高，AI 有望助力公司平台化能力

——巨人网络（002558.SZ）首次覆盖报告

核心观点

- **《超自然行动组》春节档或为新高，且暑期有望继续拉升。**市场短期更关注《超自然行动组》春节档数据，认为春节档是全年最高峰，是核心机会。但我们认为，该产品 DAU 数据仍在上升期，春节档可能是新高，但或不是最高。参考《王者荣耀》2015-2017 年流量上升期时的数据，当时产品全年波峰也并非在春节档，暑期档相比春节档仍然有持续增长。
- **积极拥抱 AI 趋势，原生玩法落地见效，期待编辑器 AI 赋能升级。**《超自然行动组》积极将 AI 技术融入核心玩法，2026 年 1 月 19 日正式推出 AI 假人挑战原生玩法，上线仅一周便实现 AI 参与对局数超 2500 万次。然而，目前游戏创意工坊虽已为玩家提供了可视化编辑工具与预设模板，降低了创作门槛，但尚未融入 AI 引擎。基于此，我们期待后期随着世界模型能力提升，创意工坊能够加入 AI 引擎进行优化升级：一方面，AI 引擎可实现“自然语言转游戏内容”，帮助玩家快速将脑洞转化为游戏地图、玩法，大幅提升玩家创作效率与创意落地速度，进一步丰富游戏内容生态；另一方面，借助 AI 引擎对玩家创作行为、偏好的分析，可帮助公司更低成本地积累用户流量、模型数据语料及用户标签，精准匹配玩家需求，反哺玩法优化与产品运营，同时也能进一步强化 UGC 生态的核心竞争力，巩固产品的市场优势。
- **《名将杀》冷启动免费榜持续拉升，2026 年有望贡献增量。**2025 年 12 月新游三国杀策略卡牌类游戏《名将杀》开启不删档测试，当前冷启动免费榜持续拉升中。复盘公司近期产品的数据走势，能发现一个共同点：它们在早期都不依赖大规模买量，首表现并不亮眼，付费很浅，但它们后续靠着自然传播带来的持续社交发酵，往往能突然在某一个节点完成爆发。我们看好《名将杀》贡献 2026 年增量。

盈利预测与投资建议

- 公司在休闲竞技类长周期赛道具备研发优势，新休闲竞技游戏《超自然行动组》畅销榜持续创新高，游戏内创意工坊后期有望持续驱动内容库增长。2026 年有《名将杀》（卡牌）、《五千年》（三国 SLG）项目预期陆续上线。我们预计 25-27 年归母净利润分别为 23.66/49.59/58.41 亿元。根据可比公司 2026 年 P/E 调整后均值 14 倍，对应目标价 36.54 元，首次给予“买入”评级。

风险提示

流水不达预期风险、政策风险、买量成本提升风险、AI 研发不达预期风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,924	2,923	5,532	12,627	15,282
同比增长(%)	43.5%	-0.0%	89.3%	128.3%	21.0%
营业利润(百万元)	1,109	1,449	2,478	5,212	6,142
同比增长(%)	33.4%	30.7%	71.0%	110.3%	17.8%
归属母公司净利润(百万元)	1,086	1,425	2,366	4,959	5,841
同比增长(%)	27.7%	31.2%	66.0%	109.6%	17.8%
每股收益(元)	0.57	0.75	1.24	2.61	3.07
毛利率(%)	88.9%	87.3%	90.6%	90.7%	90.7%
净利率(%)	37.2%	48.8%	42.8%	39.3%	38.2%
净资产收益率(%)	9.2%	11.6%	16.5%	27.0%	24.6%
市盈率	54.4	41.4	25.0	11.9	10.1
市净率	5.1	4.6	3.7	2.8	2.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

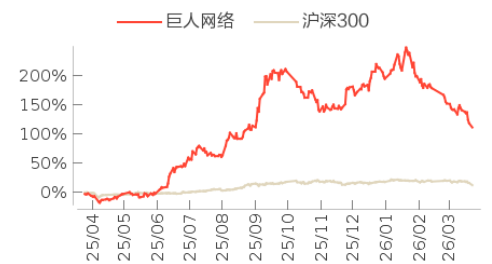
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（首次）

股价（2026年03月23日）	31.07 元
目标价格	36.54 元
52 周最高价/最低价	53.35/11.47 元
总股本/流通 A 股（万股）	190,056/190,056
A 股市值（百万元）	59,050
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2026 年 04 月 13 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-11.25	-24.15	-33.89	111.2
相对表现%	-5.82	-18.95	-29.5	98.34
沪深 300%	-5.43	-5.2	-4.39	12.86



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuzhi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 jinmuyang@orientsec.com.cn 021-63326320

目录

1 公司概况：长青 IP 和游戏驱动公司持续增长.....	4
1.1 发展历程：从 PC 到移动，AI 助力公司游戏长青.....	4
1.2 股权结构稳定：史玉柱持有 39% 股权.....	4
1.3 财务状况：《超自然行动组》有望驱动公司收入高增.....	5
2 休闲竞技赛道：《超自然行动组》DAU 持续攀升，成为长线支撑力.....	7
3 情怀赛道：征途 IP 稳定持续迭代.....	10
4 新游储备丰富，期待《名将杀》贡献增量.....	11
5 盈利预测与投资建议.....	11
5.1 盈利预测假设.....	11
5.2 投资建议.....	12
风险提示.....	13

图表目录

图 1: 公司平台级游戏开始放量.....	4
图 2: 股权结构稳定 (截至 2025Q3)	5
图 3: 《超自然行动组》驱动 25 年收入利润持续增长	6
图 4: 端游收入稳定, 手游业务持续创新高.....	6
图 5: 长青游戏驱动公司 25H1 利润增长.....	6
图 6: 新游持续上线, 销售费率有所增长	6
图 7: 中国 APP 游戏赛道总用户时长加权平均半衰期差异.....	7
图 8: 中国 APP 游戏赛道总用户时长算数平均半衰期差异.....	7
图 9: 《球球大作战》游戏免费榜 (ios) 排名维持高位.....	8
图 10: 《超自然行动组》ios 免费、畅销榜单排名持续增长.....	8
图 11: 《王者荣耀》上升期春节档并非年度最高 (ios 畅销榜排名)	8
图 12: 《超自然行动组》尖叫冲刺活动.....	9
图 13: 《超自然行动组》宝箱怪活动	9
图 14: 《超自然行动组》鬼屋广场具备 UGC 游戏能力.....	9
图 15: 《王者征途》小游戏自 2024 年起贡献稳定增量.....	10
图 16: 《原始征途》小游戏自 2025 年起贡献稳定增量.....	10
图 17: 《名将杀》ios 免费榜持续拉升.....	11
表 1: 刘伟接替张栋总经理职位.....	5
表 2: 公司“征途”系列产品矩阵丰富.....	10
表 3: 盈利预测核心假设	11
表 4: 可比公司对照表.....	12

1 公司概况：长青 IP 和游戏驱动公司持续增长

1.1 发展历程：从 PC 到移动，AI 助力公司游戏长青

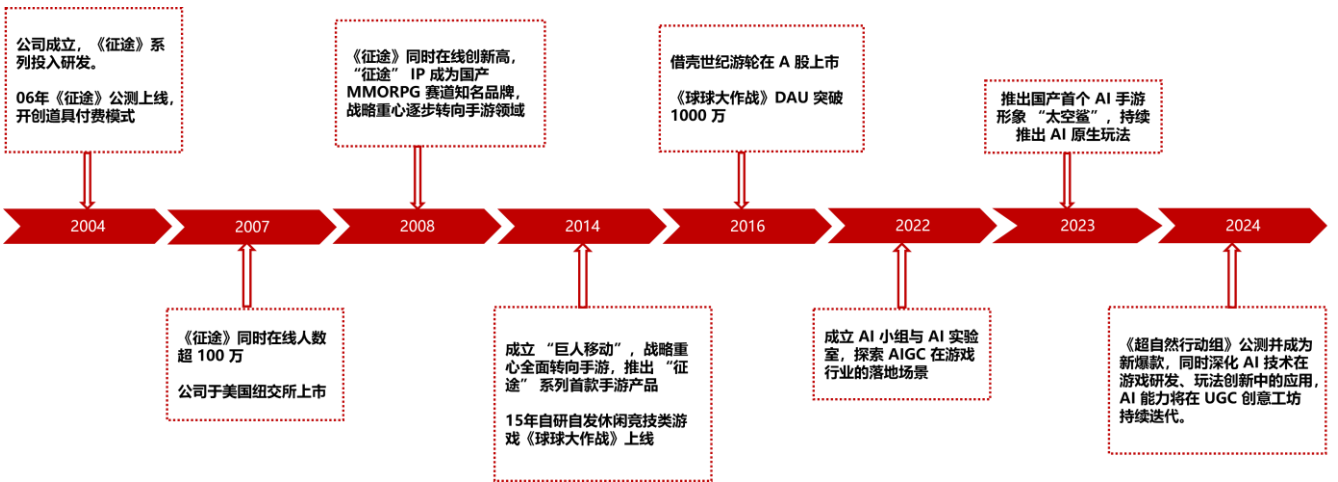
巨人网络的发展可以分为 3 个阶段：

第一阶段：2004-2007 年，自研爆款 MMORPG 游戏《征途》，开启网游道具付费模式先河。 2004 年巨人网络成立之初，《征途》系列就开始投入研发。2006 年，《征途》正式公测上线，免费体验和道具收费模式打破中国网游传统点卡模式盈利局限。2007 年，《征途》同时在线人数超 100 万人，巨人网络也于美国纽交所上市。

第二阶段：2008-2021 年，公司内部架构调整战略重心转向手游。 2014 年公司成立“巨人移动”，公司战略重心全面转向手游产品，推出“征途”系列首款手游产品。2015 年，公司自研自发休闲竞技类游戏《球球大作战》上线。《球球大作战》的亮眼表现使巨人网络成功转战手游条线，推动公司 2016 年借壳世纪游轮在 A 股上市，同年《球球大作战》DAU 突破 1000 万。

第三阶段：2022 年-至今，公司聚焦“AI 赋能”，逐渐向平台级游戏企业转型。 2022 年，巨人网络成立 AI 实验室，并于 2023 年 3 月推出国产首个 AI 手游形象“太空鲨”，持续推出 AI 原生玩法。2024 年 12 月《超自然行动组》公测，用户持续增长成为新爆款游戏，同时深化 AI 技术在游戏研发、玩法创新（如 AI 伪人）的开发，后续 AI 能力有望持续在 UGC 创意工坊进行迭代。

图 1：公司平台级游戏开始放量

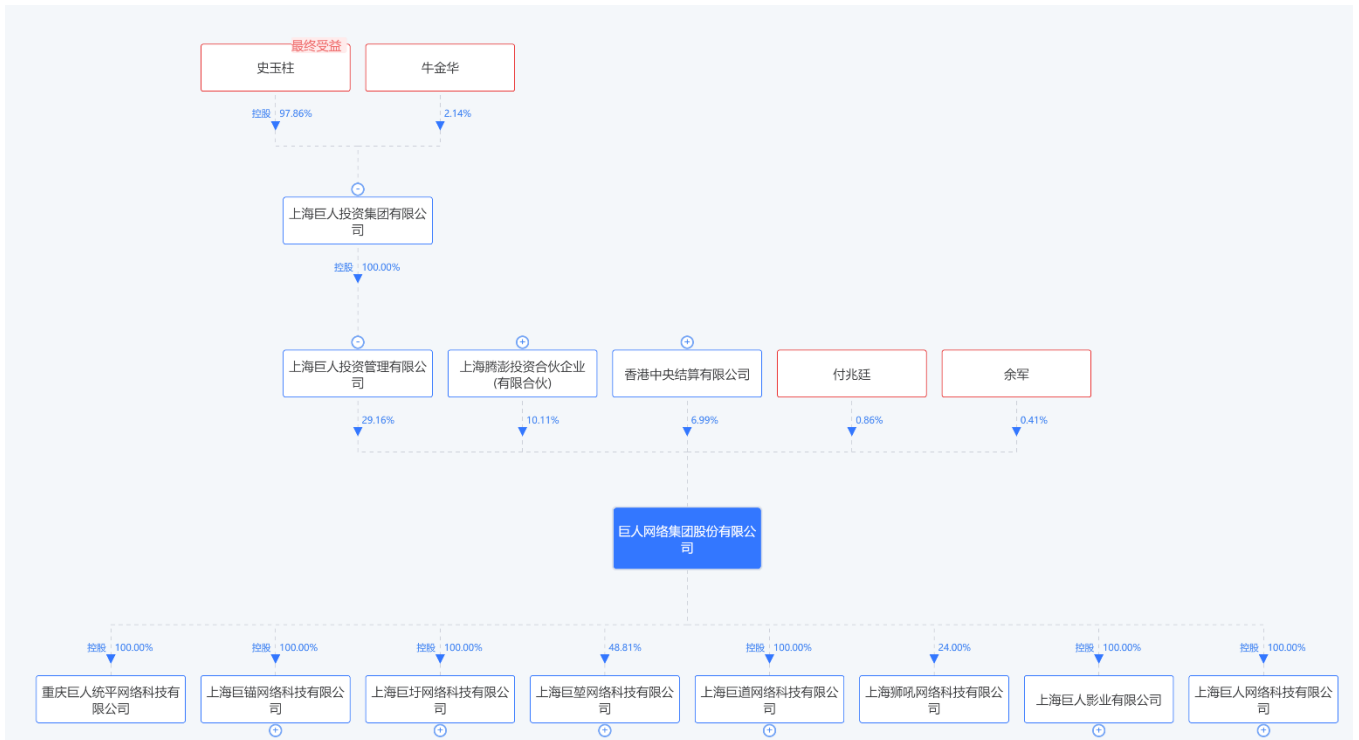


数据来源：Zaker，东方证券研究所

1.2 股权结构稳定：史玉柱持有 39% 股权

创始人史玉柱为主要股权实际控制人，通过上海巨人投资管理有限公司及上海腾彭投资合伙企业共持有巨人网络 39.27% 股份，为公司实际控制人。

图 2：股权结构稳定（截至 2025Q3）



数据来源：iFind，东方证券研究所

表 1：刘伟接替张栋总经理职位

姓名	职位	任职日期	相关履历
史玉柱	董事长	20160527	曾任民生银行股份有限公司非执行董事、上海征途网络科技有限公司董事，中国民生投资股份有限公司副董事长。现任巨人网络集团股份有限公司董事长、董事。
刘伟	总经理	20251027	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。此前负责统筹公司整体经营与战略落地，推进赛道一体化管理（征途、球球等核心赛道直接汇报）。
孟玮	董事会秘书、董事	20200522	曾任中国国际金融股份有限公司担任董事总经理及传媒互联网首席分析师。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。
屈发兵	董事	20160527	曾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，曾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。现任巨人网络集团股份有限公司董事。
任广露	财务总监	20160427	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。

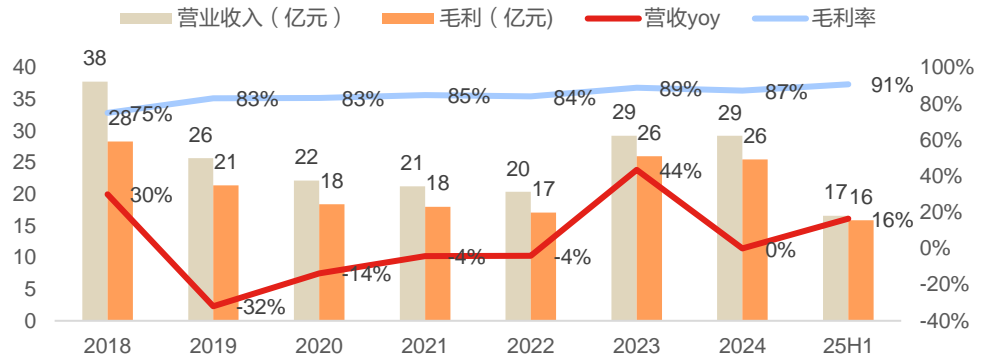
数据来源：wind，东方证券研究所

1.3 财务状况：《超自然行动组》有望驱动公司收入高增

《征途》基本盘稳定，休闲竞技品《超自然行动组》有望驱动公司流水高增。公司《征途》IP 系列流水稳定，叠加《球球大作战》作为游戏基本盘，并持续开拓小游戏增量。2024 年底，公司上线休闲竞技新游戏《超自然行动组》，至今用户仍持续增长，近期突破 1000 万 DAU。该长青游戏有望推动公司 2026 年收入、利润持续增长。我们认为春节、暑期该产品均有持续突破的可能。

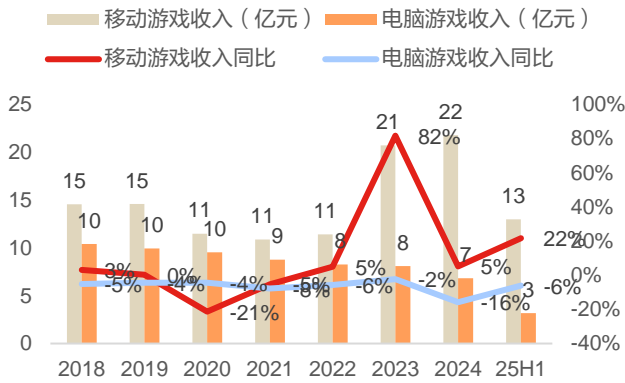
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 3：《超自然行动组》驱动 25 年收入利润持续增长



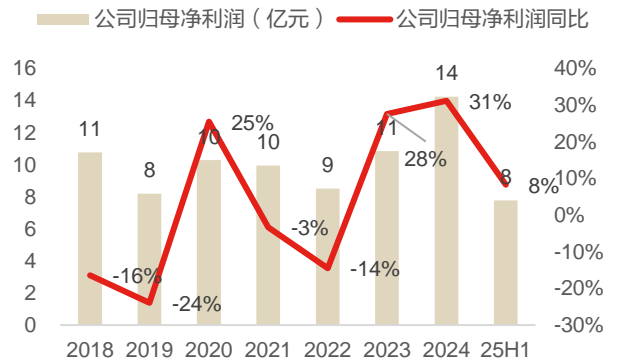
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：端游收入稳定，手游业务持续创新高



数据来源：公司公告，东方证券研究所

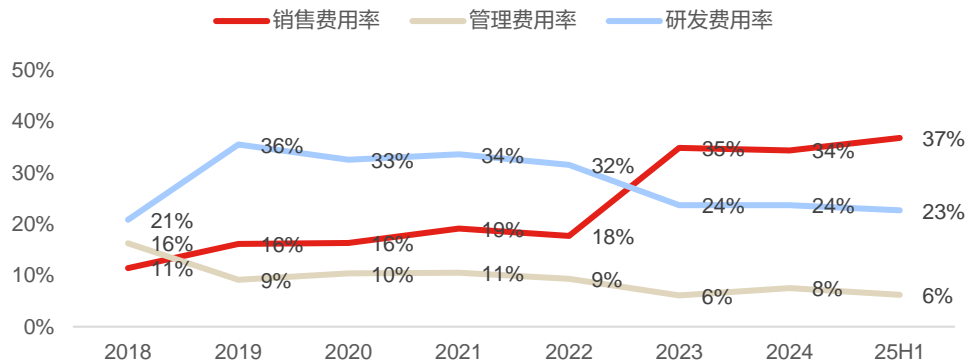
图 5：长青游戏驱动公司 25H1 利润增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

新游上线推广需求带动销售费用率上升，后续有望回落。23-24 年由于市场竞争加剧，新品《原始征途》以及《王者征途》小游戏等新品上线，买量需求增大，公司销售费用率出现大幅增长，尤其是 24 年年底《超自然行动组》至今用户仍在爬坡，产品上升期涉及到销售投放使得销售费率有所增长。我们认为随着《超自然行动组》进入用户稳定期，销售费率有望回落。

图 6：新游持续上线，销售费率有所增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

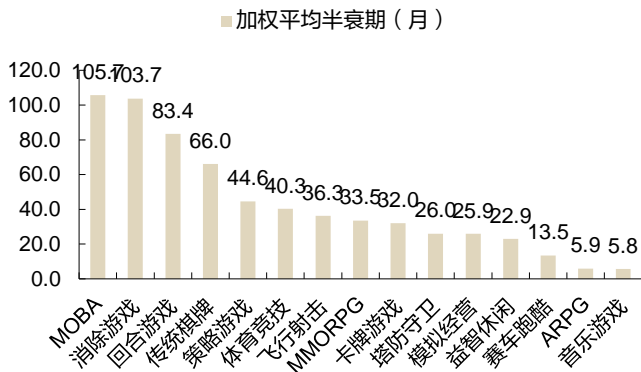
2 休闲竞技赛道：《超自然行动组》DAU 持续攀升，成为长线支撑力

我们认为公司休闲竞技赛道游戏具有极长生命周期，当前已布局 UGC，有望在 AI 引擎支撑下成为平台级产品。根据我们 2025 年报告——《产品从换皮到长周期，游戏行业增长确定性提升》，此前我们对中国头部 1115 个头部游戏进行量化处理，采用 Questmobile 月度游戏总时长分析了各手游赛道从游戏上线用户总时长到衰减到一半时长所经历的时间。统计了不同赛道的流量加权半衰期和算数平均半衰期（加权半衰期可以体现头部游戏生命周期长短的特征）。

我们总结两种情况下游戏生命周期较长：

- 1、规则竞技类游戏加权半衰期长（不卖数值从而不容易造成通货膨胀），例如 MOBA（腾讯《王者荣耀》），消除（腾讯《天天爱消除》），传统棋牌（腾讯《欢乐斗地主》，版号已停发，没有增量产品），体育竞技（网易《实况足球》），飞行射击（腾讯《和平精英》）。
- 2、迭代速度较快的、更讲究策略思考和社交关系的加权半衰期长，例如回合游戏（网易《梦幻西游》，吉比特《问道》）、策略 SLG（世纪华通《无尽冬日》）。

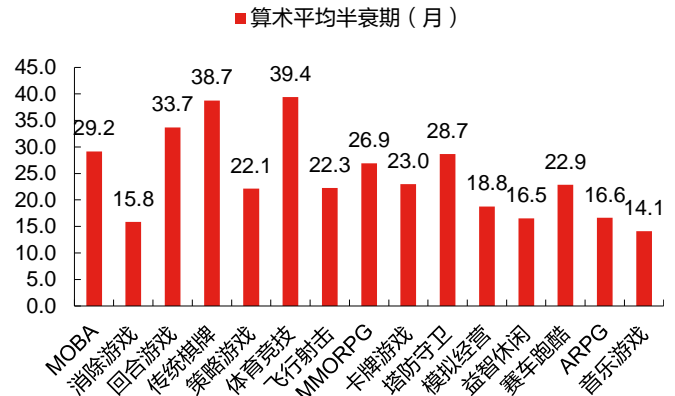
图 7：中国 APP 游戏赛道总用户时长加权平均半衰期差异



数据来源：Questmobile，东方证券研究所

备注：以各产品总时长为权重赋权计量的半衰期，头部项目权重更高

图 8：中国 APP 游戏赛道总用户时长算数平均半衰期差异

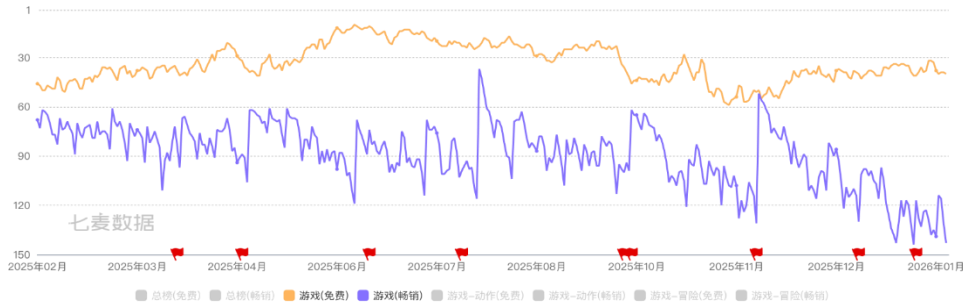


数据来源：Questmobile，东方证券研究所

备注：各产品相同权重计量的半衰期

公司休闲竞技品类就是属于第一类——竞技规则类游戏。《球球大作战》作为公司休闲竞技赛道首款标杆产品，持续 11 年支撑公司流水。公司自研手游《球球大作战》2015 年上线，峰值 DAU 达到 2900 万，累计设备安装量超 6 亿台，曾登顶中国游戏免费榜榜首。《球球大作战》上线至今已有 11 年，23 年上半年，巨人网络对《球球大作战》制作人、游戏内容、收费点和经济系统进行了全方位的调整，并在暑期进行推广。24 年起，《球球大作战》流量、流水回暖。此外，公司上线了《球球大作战》小游戏版本，也持续积累增量用户。

图 9:《全球大作战》游戏免费榜 (ios) 排名维持高位

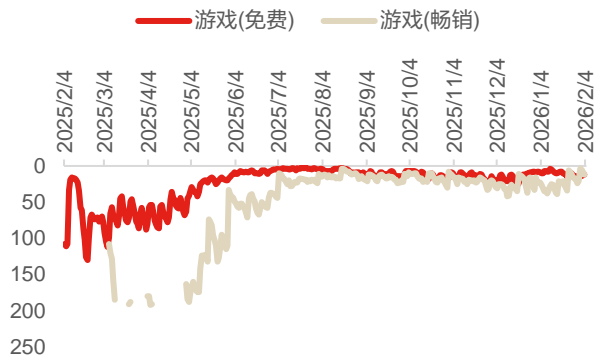


数据来源: 七麦数据, 东方证券研究所

新王牌产品《超自然行动组》春节档或为新高, 且暑期有望继续拉升。2024年年底, 公司微恐搜打撤新品《超自然行动组》自上线1年时间来用户持续增长, 近期突破1000万DAU, 我们判断流水有望在春节档创新高。

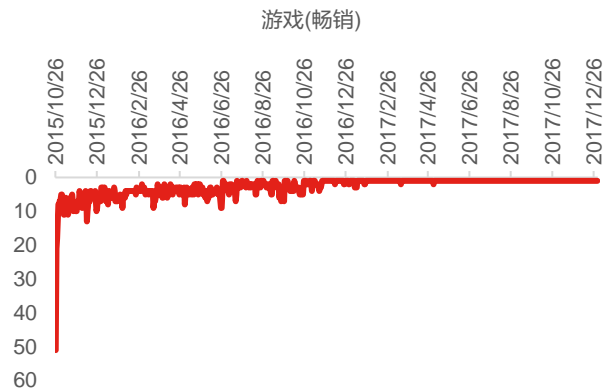
虽然按照这些年成熟产品经验, 大DAU产品春节档一般为全年最高峰; 但我们认为《超自然行动组》作为一款DAU上升期的产品, 暑期有望成为2026年下一个高峰。参考《王者荣耀》2015-2017年流量上升期时的数据, 当时产品全年波峰也并非在春节档, 暑期档相比春节档仍然有持续增长。

图 10:《超自然行动组》ios 免费、畅销榜单排名持续增长



数据来源: 七麦, 东方证券研究所

图 11:《王者荣耀》上升期春节档并非年度最高 (ios 畅销榜排名)



数据来源: 七麦, 东方证券研究所

主打“够癫”核心调性, 强化低成本自然营销裂变:《超自然行动组》中创新设计“尖叫冲刺”机制, 玩家打开麦克风持续尖叫时, 角色会进入提速冲刺, 成为社交平台传播的热门素材; S3赛季推出的新怪物宝箱怪与游戏内假人、假门等伪装元素相结合, 形成了玩家间高频吐槽、趣味玩梗的核心场景, 不断强化产品“够癫”的独特记忆点。这些元素无需高额营销投入, 便能借助玩家的自发分享、玩梗传播实现低成本裂变, 这也是该产品初期“静默”入场却能快速起量的关键原因之一。

图 12:《超自然行动组》尖叫冲刺活动



数据来源: Taptap, 东方证券研究所

图 13:《超自然行动组》宝箱怪活动

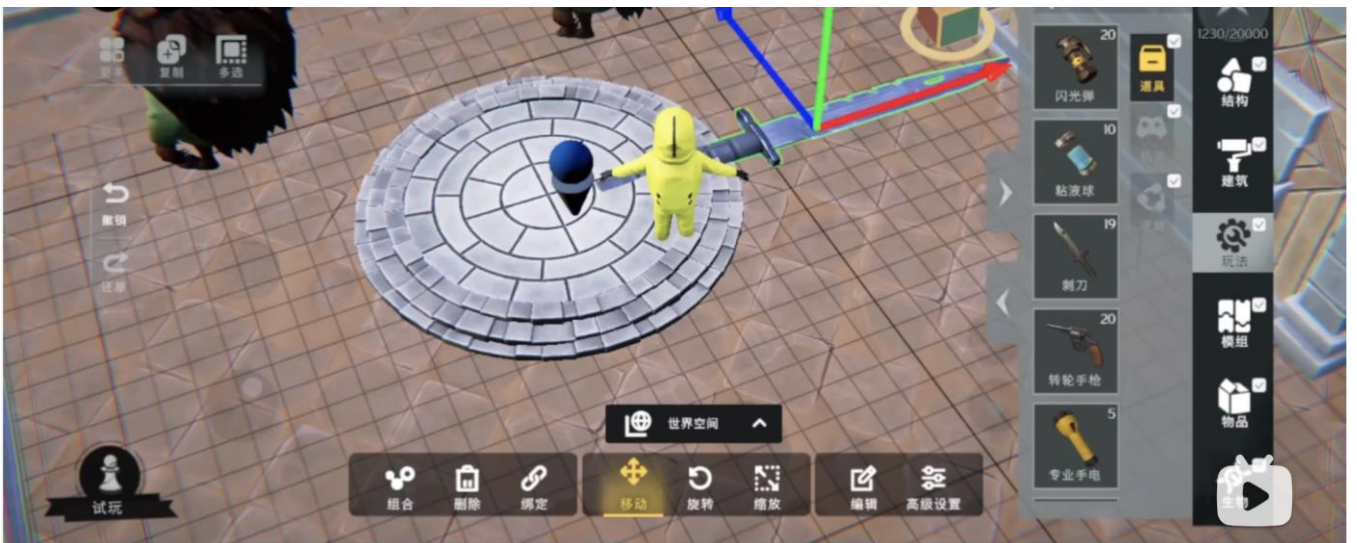


数据来源: 微博, 东方证券研究所

突破“重复体验”瓶颈，以 UGC 编辑器激活玩家创意，补足产能短板：《超自然行动组》精准把握玩家对新鲜感的核心需求，在产品尚未完全爆发之际，便率先推出 UGC 玩法模式“鬼屋广场”，内置可视化游戏编辑器，允许玩家自主创作地图、设计玩法，既有效弥补了当时游戏研发团队产能不足的短板，也为玩家提供了脑洞表达的核心载体。热门地图单张游玩次数多数达百万量级，这种玩法设计不仅延长了产品生命周期，更通过玩家自主创作形成“内容自生长”生态。

积极拥抱 AI 趋势，原生玩法落地见效，期待编辑器 AI 赋能升级：《超自然行动组》积极将 AI 技术融入核心玩法，2026 年 1 月 19 日正式推出 AI 假人挑战原生玩法，上线仅一周便实现 AI 参与对局数超 2500 万次。然而，目前游戏创意工坊虽已为玩家提供了可视化编辑工具与预设模板，降低了创作门槛，但尚未融入 AI 引擎。基于此，我们期待后期创意工坊能够加入 AI 引擎进行优化升级：一方面，AI 引擎可实现“自然语言转游戏内容”，帮助玩家快速将脑洞转化为游戏地图、玩法，大幅提升玩家创作效率与创意落地速度，进一步丰富游戏内容生态；另一方面，借助 AI 引擎对玩家创作行为、偏好的分析，可帮助公司更低成本地积累用户流量、模型数据语料及用户标签，精准匹配玩家需求，反哺玩法优化与产品运营，同时也能进一步强化 UGC 生态的核心竞争力，巩固产品的市场优势。

图 14:《超自然行动组》鬼屋广场具备 UGC 游戏能力



数据来源: 超自然行动组, 东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3 情怀赛道：征途 IP 稳定持续迭代

“征途”系列产品研发经验丰富，IP 持续迭代创新。自 2006 年巨人网络自研自发《征途》端游后，公司围绕“征途”IP 不断创新玩法和商业模式，针对不同细分市场陆续推出新产品，延长 IP 生命周期。征途手游持续迭代，2023—2025 年，公司陆续推出《原始征途》、《王者征途》，以及对应小程序版本。使得征途情怀 IP 流水稳中有增。

表 2：公司“征途”系列产品矩阵丰富

类型	游戏名称	上线时间	自研/渠道合作	特点/市场表现
端游				最高同时在线人数超 210 万，开启网游道具付费新商业模式
MMOPRG	征途	2006.04	自研	内测期间，每日活跃玩家接近 30 万人
	征途怀旧版	2008.09	自研	低付费玩家友好
	绿色征途	2010.03	自研	开创交易付费模式，公测期最高日活突破 20 万人
手游	征途 2	2011.09	自研	上线当月即登顶中国区游戏畅销榜榜首
	征途手游	2016.04	腾讯独家代理	获金翎奖“玩家最期待的移动网络游戏”、“年度十大最期待移动游戏”等奖项
MMOPRG	征途 2 手游	2018.04	自研	无收费，低付费玩家友好
	绿色征途手游	2019.08	授予英雄互娱发行	首月流水破 3 亿，上线 3 个月流水破 10 亿，公测首日登顶 iOS 免费榜及畅销榜前 20，新增用户超百万
	原始征途	2023.03	自研	自 2024 年 2 月上线以来，用户注册量迅速突破 2500 万，2024 年流水 6 亿
	王者征途小游戏	2024.02	自研	
	原始征途小游戏	2025.01	自研	

数据来源：公司官网，Dataeye，东方证券研究所

《王者征途》、《原始征途》小游戏表现亮眼，驱动征途大盘增长。《王者征途》小游戏 2024 年 2 月上线后，多次进入微信小游戏畅销榜前十，最高达排行榜第四，2024 年实现流水 6 亿元，为公司带来增量。《原始征途》亦于 2025 年 1 月上线小游戏版本，我们认为小程序版本买量转化率更高，可以高效补充轻量用户，同时也可慢慢向主 APP 转化。

图 15：《王者征途》小游戏自 2024 年起贡献稳定增量



数据来源：引力引擎，东方证券研究所

图 16：《原始征途》小游戏自 2025 年起贡献稳定增量



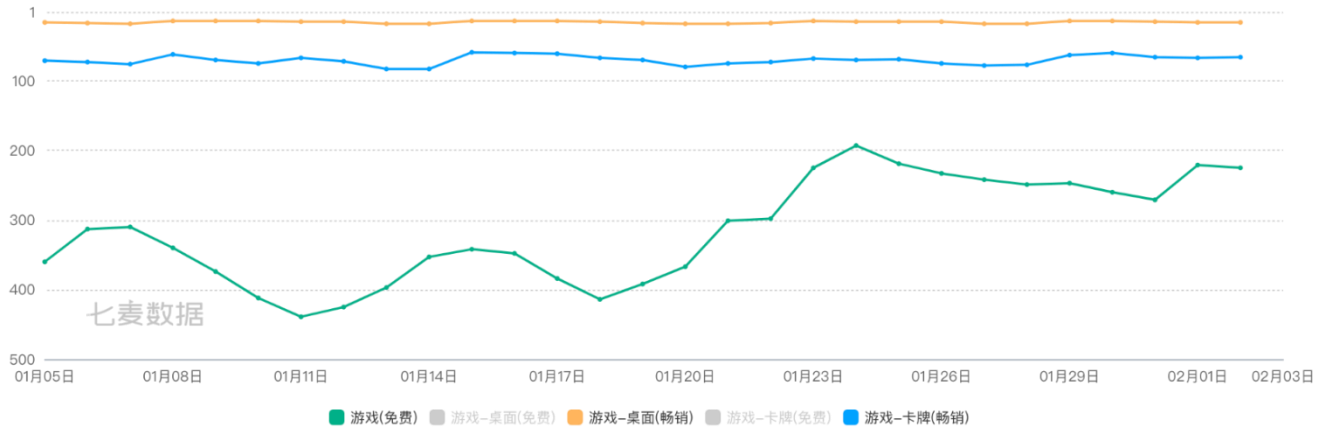
数据来源：引力引擎，东方证券研究所

4 新游储备丰富，期待《名将杀》贡献增量

《名将杀》冷启动免费榜持续拉升，2026 年有望贡献增量。2025 年 12 月新游三国杀策略卡牌类游戏《名将杀》开启不删档测试，当前冷启动免费榜持续拉升中。复盘这几款产品的数据走势，能发现一个共同点：它们在早期都不依赖大规模买量，首发表现并不亮眼，付费很浅，但它们后续靠着自然传播带来的持续社交发酵，往往能突然在某一个节点完成爆发。最近的《名将杀》身上，就很有类似《超自然行动组》的“癫”味——其主打的 16 种身份所带来的对局戏剧性，主公可以传位、明主可以查身份、黄巾可以策反、伪帝可以假装主公。游戏场面够乱、够好笑、有着适配当代年轻人的“癫”感。

自研三国 SLG《五千年》已取得版号。巨人网络在国战类游戏研发与运营中积攒成熟经验，《五千年》为巨人网络创始人史玉柱亲自带队研发的三国 SLG 类游戏，目前已取得版号并处于测试阶段。游戏以中华五千年的历史为背景，玩家需要规划城市发展、军队建设、选择战斗兵种和外交政策。此外，玩家可以通过招募和培养英雄，进一步提升游戏策略性。

图 17：《名将杀》ios 免费榜持续拉升



数据来源：七麦，东方证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 1) 营收主要增长 2026 年主要来自于移动游戏收入，主要系 2025 年至今《超自然行动组》DAU 持续增长。2027 年增长主要来自于《超自然行动组》和《名将杀》我们预计 25/26/27 年移动游戏收入分别为 48/120/147 亿元。
- 2) 毛利率主要受小游戏占比和官包比例影响。2026 年，随着《超自然行动组》大幅上量，APP 游戏占比持续拉升。我们预计公司 25-27 年毛利率稳定在 91%。
- 3) 我们认为公司 25-27 年销售、研发费用有所增长，但因为《超自然行动组》流水持续走高，费率持续优化，销售费率分别为 35%/33%/33%，研发费率分别为 21%/18%/18%。管理费率稳定在 4%。

表 3：盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
--	-------	-------	-------	-------	-------

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

移动端网络游戏收入					
销售收入 (百万元)	2,072.8	2,180.4	4,821.9	11,986.0	14,715.3
增长率	81.7%	5.2%	121.1%	148.6%	22.8%
毛利率	89.5%	88.1%	91.2%	90.9%	90.9%
电脑端网络游戏收入					
销售收入 (百万元)	809.1	681.0	618.1	543.2	461.3
增长率	-2.3%	-15.8%	-9.2%	-12.1%	-15.1%
毛利率	88.3%	85.9%	87.9%	88.0%	88.0%
互联网社区工具收入					
销售收入 (百万元)	6.2	2.1	2.1	2.1	2.1
增长率	-69.6%	-65.2%	-1.4%	0.0%	0.0%
毛利率	50.2%	75.2%	0.0%	0.0%	0.0%
其他游戏相关业务收入					
销售收入 (百万元)	22.4	55.1	81.4	87.8	94.9
增长率	-38.3%	146.0%	47.8%	7.8%	8.1%
毛利率	93.3%	87.7%	86.1%	85.9%	85.8%
其他业务					
销售收入 (百万元)	13.8	4.2	8.3	8.0	8.6
增长率	8.3%	-69.2%	94.7%	-2.8%	7.0%
毛利率	45.7%	-76.4%	20.0%	0.0%	0.0%
合计	2,924.2	2,922.9	5,531.8	12,627.1	15,282.2
增长率	43.5%	0.0%	89.3%	128.3%	21.0%
综合毛利率	88.9%	87.3%	90.6%	90.7%	90.7%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

5.2 投资建议

公司在休闲竞技类长周期赛道具备研发优势，新休闲竞技游戏《超自然行动组》畅销榜持续创新高，游戏内创意工坊后期有望持续驱动内容库增长。2026 年有《名将杀》（卡牌）、《五千年》（三国 SLG）项目预期陆续上线。我们预计 25-27 年归母净利润分别为 23.66/49.59/58.41 亿元。根据可比公司 2026 年 P/E 调整后均值 14 倍，对应目标价 36.54 元，首次给予“买入”评级。

我们选择心动公司、恺英网络、腾讯控股、网易、世纪华通等中国平台型游戏企业作为可比公司，其面临的政策环境与商业模式、业务发展逻辑与巨人网络有相似之处。

表 4：可比公司对照表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)					市盈率			
			2026/3/23	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
心动公司	02400	62.72	1.64	3.17	4.07	4.82	38.22	19.81	15.41	13.02	
恺英网络	002517	17.32	0.76	1.01	1.23	1.40	22.72	17.20	14.09	12.41	
腾讯控股	00700	464.51	21.27	24.64	27.14	30.60	21.84	18.85	17.11	15.18	
网易-S	09999	163.85	9.37	10.66	11.77	13.14	17.48	15.38	13.93	12.47	
世纪华通	002602	15.55	0.16	0.79	1.17	1.43	94.47	19.78	13.32	10.87	
调整后平均							27.59	18.61	14.48	12.63	

数据来源：ifind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

风险提示

流水不达预期风险：游戏上线后实际流水水平和高峰期流水持续性会有着较强的不确定性，若实际流水水平或产品半衰期不及预期，公司实际收入可能不及预期。《超自然行动组》流水对于我们收入和利润判断有重大影响，目前我们基于近期 DAU 增长趋势，25-27 年假设分别占收入比重 57%/74%/70%。如果增长不达预期对于未来收入利润判断有重大影响。

政策风险：版号、投流税、高新技术企业认定等存在不确定性风险。

买量成本提升风险：如市场竞争加剧，游戏买量价格将有压力。

AI 研发不达预期风险：当前全球大厂都在 AI 侧进行大规模投入，公司 AI 迭代存在不达预期风险

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,889	2,058	7,425	13,373	19,584	营业收入	2,924	2,923	5,532	12,627	15,282
应收票据、账款及款项融资	160	147	309	678	816	营业成本	324	370	521	1,180	1,421
预付账款	19	30	51	108	142	销售费用	1,019	1,005	1,923	4,110	4,977
存货	0	0	0	0	0	管理费用	178	221	235	547	650
其他	263	256	323	310	328	研发费用	692	691	1,136	2,277	2,763
流动资产合计	2,330	2,491	8,109	14,470	20,869	财务费用	(6)	4	10	12	15
长期股权投资	8,478	9,557	8,807	8,947	9,104	资产、信用减值损失	20	(6)	(3)	(1)	(1)
固定资产	244	272	272	272	272	公允价值变动收益	(191)	16	37	57	61
在建工程	277	390	390	390	390	投资净收益	477	661	611	609	610
无形资产	53	64	48	32	16	其他	127	134	120	44	13
其他	1,987	1,969	328	315	307	营业利润	1,109	1,449	2,478	5,212	6,142
非流动资产合计	11,040	12,251	9,845	9,956	10,089	营业外收入	0	3	9	8	8
资产总计	13,371	14,743	17,954	24,426	30,958	营业外支出	8	5	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,101	1,447	2,486	5,219	6,149
应付票据及应付账款	52	53	80	181	214	所得税	10	16	100	214	254
其他	1,513	1,760	1,932	3,299	3,904	净利润	1,092	1,431	2,385	5,005	5,894
流动负债合计	1,565	1,813	2,012	3,480	4,118	少数股东损益	5	6	20	46	54
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,086	1,425	2,366	4,959	5,841
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.57	0.75	1.24	2.61	3.07
其他	73	69	21	21	21						
非流动负债合计	73	69	21	21	21	主要财务比率					
负债合计	1,639	1,881	2,033	3,501	4,138		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	43	38	58	103	157	成长能力					
实收资本 (或股本)	1,518	1,489	1,489	1,489	1,489	营业收入	43.5%	-0.0%	89.3%	128.3%	21.0%
资本公积	3,250	3,166	4,691	4,691	4,691	营业利润	33.4%	30.7%	71.0%	110.3%	17.8%
留存收益	6,742	7,749	9,683	14,642	20,483	归属于母公司净利润	27.7%	31.2%	66.0%	109.6%	17.8%
其他	179	420	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	11,732	12,861	15,921	20,926	26,820	毛利率	88.9%	87.3%	90.6%	90.7%	90.7%
负债和股东权益总计	13,371	14,743	17,954	24,426	30,958	净利率	37.2%	48.8%	42.8%	39.3%	38.2%
						ROE	9.2%	11.6%	16.5%	27.0%	24.6%
						ROIC	8.8%	11.1%	15.9%	26.3%	24.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	12.3%	12.8%	11.3%	14.3%	13.4%
净利润	1,092	1,431	2,385	5,005	5,894	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	31	(7)	28	28	27	流动比率	1.49	1.37	4.03	4.16	5.07
财务费用	(6)	4	10	12	15	速动比率	1.49	1.37	4.03	4.16	5.07
投资损失	(477)	(661)	(611)	(609)	(610)	营运能力					
营运资金变动	115	238	(125)	637	315	应收账款周转率	13.1	9.5	12.1	12.8	10.2
其它	370	29	1,305	306	71	存货周转率	-	-	-	-	-
经营活动现金流	1,125	1,034	2,993	5,378	5,713	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.6	0.6
资本支出	(59)	(116)	0	0	0	每股指标 (元)					
长期投资	(133)	(1,057)	738	(138)	(154)	每股收益	0.57	0.75	1.24	2.61	3.07
其他	(123)	861	585	709	664	每股经营现金流	0.74	0.69	2.01	3.61	3.84
投资活动现金流	(315)	(312)	1,323	571	510	每股净资产	6.15	6.75	8.35	10.96	14.03
债权融资	30	32	(32)	10	4	估值比率					
股权融资	(796)	(114)	1,526	0	0	市盈率	54.4	41.4	25.0	11.9	10.1
其他	106	(461)	(442)	(12)	(15)	市净率	5.1	4.6	3.7	2.8	2.2
筹资活动现金流	(660)	(542)	1,052	(2)	(11)	EV/EBITDA	49.1	38.5	22.1	10.6	9.0
汇率变动影响	1	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	50.5	38.3	22.4	10.7	9.0
现金净增加额	151	180	5,367	5,947	6,212						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。