

巨人网络 (002558.SZ)

25 全年及 26Q1 均实现高速增长,《超自然行动组》长青潜力持续兑现

公司发布 2025 年业绩快报及 2026 年一季度业绩预告。2025 年公司实现营业收入 50.47 亿元,同比增长 72.69%;实现归母净利润 16.69 亿元,同比增长 17.14%;实现扣非归母净利润 20.58 亿元,同比增长 26.83%;2026 年一季度公司预计实现归母净利润 10-12 亿元,同比增长 187.47%-244.96%;预计实现扣非归母净利润 9.5-11.5 亿元,同比增长 162.19%-217.38%。

□ 《超自然行动组》持续贡献业绩弹性,征途游戏稳健运营。业绩爆发式增长系《超自然行动组》持续延续上线以来的火爆势头,凭借其“中式微恐+多人合作”的差异化玩法,持续吸引大量用户涌入,产品长期排名 iOS 免费榜 TOP10, iOS 畅销榜最高排名达到第 4 名,1 月 31 日突破 1000w Dau,且单日与单月流水均在春节期间创历史新高,已成为本轮业绩高增的核心驱动力。我们预估 26 年该游戏还会上线海外其他地区,26 年 1 月签约赵露思为全球代言人,国际化脚步已开启。同时,公司的常青树 IP“征途”系列产品稳健运营,手游《原始征途》通过小游戏版本成功实现用户破圈,为公司贡献了稳定的流水和利润基本盘,26 年为征途 IP 的 20 周年,预计该 IP 在 26 年会有突破表现。此外中国历史题材 SLG《五千年》及休闲竞技类策略对抗游戏《口袋斗蛐蛐》均已取得版号,《名将杀》12 月 19 日已正式上线。

□ 递延收入持续攀升,为后续业绩释放提供支撑。公司 2026 年 Q1 递延收入约为 21 亿元,较上一季度环比增长 23.25%;2025 年全年递延收入为 17.28 亿元,较上年末增长 171.60%,整体呈现持续快速攀升态势。合同负债主要系公司已收取但尚未满足收入确认条件的游戏预收款(即递延收入)。合同负债逐季快速攀升,清晰地反映出公司核心产品极强的流水获取能力,使得公司未来业绩增长的确定性得到了有力支撑。

□ 全方位拥抱 AI 浪潮。AI 技术研发层面,巨人网络 AI 实验室与阿里云将聚焦 AI Agent(智能体)及高性能算力合作;游戏场景应用层面,《太空杀》积极布局 AI 原生玩法,于 2025 年上线全新模式“残局对决”,联合阿里通义千问、腾讯混元、字节豆包等国内主流大模型,打造行业首个“多用户与 AI 智能体混合对抗”竞技机制。此外,《原始征途》陪伴型 AI NPC“小师妹”接入 DeepSeek-R1,拥有 NPC 性格、情绪和长期记忆,助力提升玩家粘性,已面向全量用户开放。《超自然》内 AI 假人玩法与火山引擎合作,打造高仿真交互模式,大幅提升玩家沉浸感。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。公司核心产品经营韧性较强,自研爆款新品《超自然行动组》延续强劲势头,持续贡献业绩增量,我们预期公司 25-27 年营业收入分别为 50.47/85.30/98.10 亿元,归母净利润分别为 16.69/45.00/51.95 亿元,对应当前股价市盈率分别为 39.3/14.6/12.6 倍,维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示:老游戏流水下滑风险、新游上线不及预期风险、买量成本上升、研发进度不及预期风险等。

强烈推荐(维持)

TMT 及中小盘/传媒

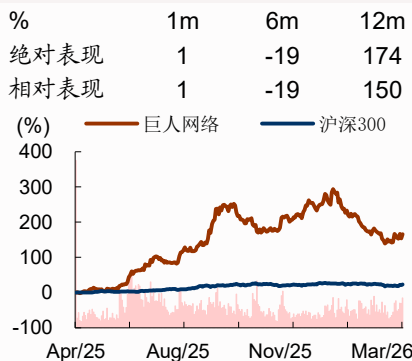
目标估值: NA

当前股价: 34.56 元

基础数据

总股本(百万股)	1901
已上市流通股(百万股)	1901
总市值(十亿元)	65.7
流通市值(十亿元)	65.7
每股净资产(MRQ)	8.0
ROE(TTM)	11.7
资产负债率	16.4%
主要股东	上海巨人投资管理有限公司
主要股东持股比例	29.16%

股价表现



资料来源:公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《巨人网络(002558)一三季度收入利润表现亮眼,合同负债环比激增有望实现持续增长》2025-10-30
- 2、《巨人网络(002558)一收入利润双增长,老游戏长青后续储备新品丰富》2025-09-02
- 3、《巨人网络(002558)一25Q1《原始征途》正式版上线短期利润承压,关注合同负债高增长》2025-05-05

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

谢笑妍 S1090519030003

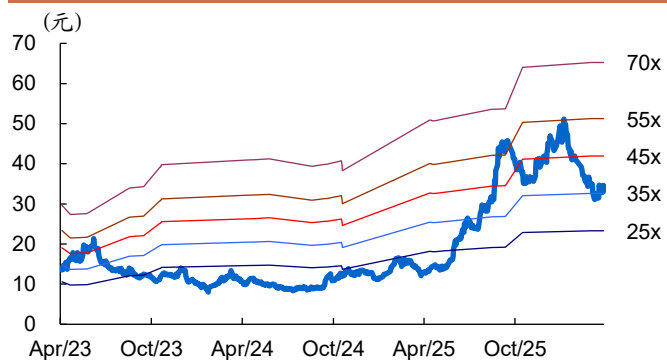
✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2924	2923	5047	8530	9810
同比增长	44%	-0%	73%	69%	15%
营业利润(百万元)	1109	1449	1972	4598	5307
同比增长	33%	31%	36%	133%	15%
归母净利润(百万元)	1086	1425	1669	4500	5195
同比增长	28%	31%	17%	170%	15%
每股收益(元)	0.57	0.75	0.88	2.37	2.73
PE	60.5	46.1	39.3	14.6	12.6
PB	5.6	5.1	4.3	3.4	2.8

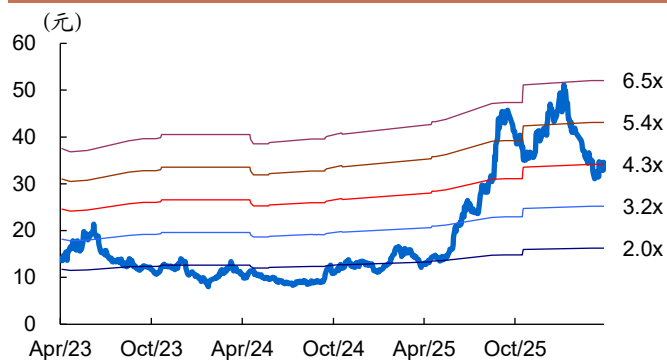
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 巨人网络历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 巨人网络历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2330	2491	629	2862	6207
现金	1889	2058	0	1990	5239
交易性投资	215	216	216	216	216
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	160	147	282	458	523
其它应收款	7	12	20	34	40
存货	0	0	0	0	0
其他	60	58	111	163	189
非流动资产	11040	12251	18345	18508	19298
长期股权投资	8478	9557	10925	10241	10583
固定资产	244	272	375	627	583
无形资产商誉	185	196	176	158	143
其他	2133	2227	6868	7482	7990
资产总计	13371	14743	18974	21369	25505
流动负债	1565	1813	3444	1827	2096
短期借款	0	0	1986	0	0
应付账款	52	53	98	114	133
预收账款	435	636	808	1106	1301
其他	1078	1124	553	607	662
长期负债	73	69	80	75	74
长期借款	0	0	0	0	0
其他	73	69	80	75	74
负债合计	1639	1881	3524	1902	2170
股本	1518	1489	1489	1489	1489
资本公积金	3250	3166	4495	4495	4495
留存收益	6921	8169	9422	13420	17265
少数股东权益	43	38	45	64	86
归属于母公司所有者权益	11689	12823	15405	19403	23248
负债及权益合计	13371	14743	18974	21369	25505

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1125	1034	908	3743	4377
净利润	1092	1431	1677	4519	5217
折旧摊销	52	52	58	67	94
财务费用	22	25	5	5	5
投资收益	(477)	(661)	(938)	(989)	(1110)
营运资金变动	504	222	81	104	163
其它	(67)	(35)	25	37	7
投资活动现金流	(315)	(312)	(5219)	744	228
资本支出	(89)	(187)	(224)	(251)	(28)
其他投资	(226)	(124)	(4995)	995	256
筹资活动现金流	(660)	(542)	2253	(2496)	(1355)
借款变动	593	110	1335	(1986)	0
普通股增加	(24)	(30)	0	0	0
资本公积增加	(772)	(84)	1329	0	0
股利分配	(444)	(527)	(417)	(501)	(1350)
其他	(12)	(12)	6	(10)	(5)
现金净增加额	150	180	(2058)	1990	3249

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2924	2923	5047	8530	9810
营业成本	324	370	641	768	883
营业税金及附加	33	33	56	95	110
营业费用	1019	1005	1767	1962	2256
管理费用	178	221	384	512	589
研发费用	692	691	1154	1578	1766
财务费用	(6)	4	5	5	5
资产减值损失	(21)	3	(7)	(2)	(4)
公允价值变动收益	(191)	16	13	(20)	(16)
其他收益	160	170	178	187	197
投资收益	477	661	747	822	929
营业利润	1109	1449	1972	4598	5307
营业外收入	0	3	0	3	4
营业外支出	8	5	276	3	2
利润总额	1101	1447	1696	4597	5308
所得税	10	16	20	79	91
少数股东损益	5	6	7	19	22
归属于母公司净利润	1086	1425	1669	4500	5195

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	44%	-0%	73%	69%	15%
营业利润	33%	31%	36%	133%	15%
归母净利润	28%	31%	17%	170%	15%
获利能力					
毛利率	88.9%	87.3%	87.3%	91.0%	91.0%
净利率	37.2%	48.8%	33.1%	52.7%	53.0%
ROE	9.2%	11.6%	11.8%	25.9%	24.4%
ROIC	8.7%	11.0%	12.5%	24.4%	24.3%
偿债能力					
资产负债率	12.3%	12.8%	18.6%	8.9%	8.5%
净负债比率	4.6%	4.4%	10.5%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.4	0.2	1.6	3.0
速动比率	1.5	1.4	0.2	1.6	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
存货周转率					
应收账款周转率	20.3	19.0	23.5	23.0	20.0
应付账款周转率	6.2	7.0	8.5	7.3	7.2
每股资料(元)					
EPS	0.57	0.75	0.88	2.37	2.73
每股经营净现金	0.59	0.54	0.48	1.97	2.30
每股净资产	6.15	6.75	8.11	10.21	12.23
每股股利	0.21	0.28	0.34	0.91	1.05
估值比率					
PE	60.5	46.1	39.3	14.6	12.6
PB	5.6	5.1	4.3	3.4	2.8
EV/EBITDA	44.6	34.1	24.8	10.8	9.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。