

2026 年 04 月 22 日

投资评级：买入（首次）

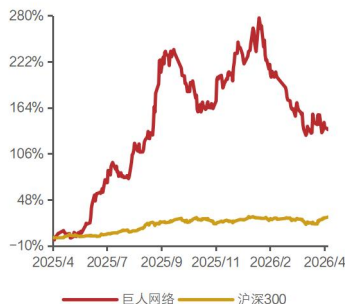
证券分析师

陈良栋  
SAC: S1350524100003  
chenliangdong@huayuanstock.com

联系人

魏桢  
weizhen@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026 年 04 月 21 日

收盘价 (元)	32.05
一年内最高/最低 (元)	53.35/13.28
总市值 (百万元)	60,913.01
流通市值 (百万元)	60,913.01
总股本 (百万股)	1,900.56
资产负债率 (%)	16.40
每股净资产 (元/股)	7.84

资料来源：聚源数据

# 巨人网络 (002558.SZ)

## ——有迹可循，大 DAU 产品的炼成之路

投资要点：

- **《超自然行动组》一路走来，大 DAU 运营与内容塑造逐渐炼成。**《超自然行动组》作为一款现象级大 DAU 产品，成功切入“微恐+休闲社交”的细分赛道，精准抓住年轻用户和女性玩家这一增量市场，实现用户圈层的大突破。《超自然行动组》并非主要依赖买量投放驱动，具有渠道分成少、长生命周期和强社交属性等特点。公司正积极推进其全球化和 IP 化，目前港澳台服已上线，日韩、东南亚市场待开拓，有望将《超自然行动组》打造为继“征途”和“球球”之后的第三大核心 IP。
- **核心一：《超自然行动组》仍具备较好成长空间。**《超自然行动组》在 2026 年 2 月 1 日 DAU 破 1000 万创下新高，流水或仍有抬升空间。公司已于 2026 年 1 月 9 日官宣全球品牌代言人赵露思，预计将通过社交裂变吸引更多用户。1 月 15 日新地图“秦陵龙宫”上线、1 月 23 日周年庆活动以及春节期间的重大版本更新和运营活动打造了又一阶段性的流水和活跃高峰。
- **核心二：能力验证，储备丰富，新品《名将杀》等有望贡献增量。**公司自研的策略卡牌游戏《名将杀》已于 2025 年 12 月 19 日开启不删档测试，上线以来游戏 iOS 排名持续上升，2026 年 3 月 15 日，已经稳居 iOS 游戏卡牌畅销榜 TOP50。产品主打“公平降氪”，联合杀牌玩法创始人参与制作，具备丰富的品类经验。
- **核心三：拥抱 AI，降本增效与玩法创新并行。**公司在行业内率先提出全面拥抱 AI 浪潮，已在研发、运营等环节深度布局。一方面，通过自研的 GiantGPT、巨人摹境等 AI 工具，显著提升美术、代码等环节的生产效率，降本增效成果初步显现。另一方面，公司积极探索 AI 原生玩法，如在《太空杀》中推出的“AI 内鬼挑战”等模式。
- **盈利预测与评级：**巨人网络以“坚持自主研发、聚焦精品”为研发理念，奉行研发运营一体化模式，聚焦精品游戏研发。《超自然行动组》借用“微恐+搜打撤”玩法引爆市场，成为年度黑马游戏，引领公司业绩增长。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 16.69/44.39/52.78 亿元，同比增速分别为 17.15%/165.91%/18.92%，当前股价（2026/04/21）对应的 PE 分别为 36.49/13.72/11.54 倍。我们选取吉比特、恺英网络、世纪华通为可比公司，鉴于公司新品即将推出，全球化战略稳步推进，《超自然行动组》仍具有较强市场竞争力，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。经营风险、行业政策风险、核心人员流失风险。**

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,924	2,923	5,047	8,956	10,188
同比增长率 (%)	43.50%	-0.05%	72.69%	77.44%	13.75%
归母净利润 (百万元)	1,086	1,425	1,669	4,439	5,278
同比增长率 (%)	27.67%	31.15%	17.15%	165.91%	18.92%
每股收益 (元/股)	0.57	0.75	0.88	2.34	2.78
ROE (%)	9.29%	11.11%	12.02%	26.58%	26.33%
市盈率 (P/E)	56.07	42.75	36.49	13.72	11.54

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 16.69/44.39/52.78 亿元，同比增速分别为 17.15%/165.91%/18.92%，当前股价（2026/04/21）对应的 PE 分别为 36.49/13.72/11.54 倍。我们选取吉比特、恺英网络、世纪华通为可比公司，鉴于公司新品即将推出，全球化战略稳步推进，《超自然行动组》仍具有较强市场竞争力，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

- （1）移动端网络游戏：《超自然行动组》流水预计仍有抬升空间，后续产品储备丰富，我们预计 2025-2027 年该业务营收同比分别增加 100.00%/90.00%/15.00%。
- （2）电脑端网络游戏：为公司提供稳定的现金流，预计 2025-2027 年该业务营收同比分别下滑 10.00%/5.00%/5.00%。

### 投资逻辑要点

（1）《超自然行动组》在 2026 年 2 月 1 日达 1000 万 DAU 创下新高，流水预计仍有抬升空间。公司已于 2026 年 1 月 9 日官宣全球品牌代言人赵露思，预计将通过社交裂变吸引更多用户。1 月 15 日新地图“秦陵龙宫”上线、1 月 23 日周年庆活动以及春节期间的重大版本更新和运营活动打造了又一阶段性的流水和活跃高峰。

（2）公司自研的策略卡牌游戏《名将杀》已于 2025 年 12 月 19 日开启不删档测试，上线以来游戏 iOS 排名持续上升，2026 年 3 月 15 日，已经稳居 iOS 游戏卡牌畅销榜 TOP50。产品主打“公平降氪”，联合杀牌玩法创始人参与制作，具备丰富的品类经验。

### 核心风险提示

经营风险、行业政策风险、核心人员流失风险。

## 内容目录

1. 《超自然行动组》一路走来，大 DAU 运营与内容塑造逐渐炼成 .....	6
1.1. 女性人群拓宽是关键 .....	7
1.2. “搜打撤”下的玩法创新 .....	7
1.3. 强社交下的自然破圈效应 .....	9
1.4. 兼顾低门槛体验与商业化价值的运营框架 .....	11
1.5. 出海是较为确定的核心增量 .....	16
2. 大 DAU 产品能力有迹可循 .....	17
2.1. 长青游戏秘诀：聚焦用户多元化运营 .....	18
2.2. 让更多了解业务的年轻人走向台前 .....	20
2.3. 巨人网络具备持续打造大 DAU 产品的能力 .....	21
3. 新品储备丰富，在方向上仍有亮点 .....	21
3.1. 《名将杀》以公平竞技破局，或为新增长曲线 .....	22
3.2. 《五千年》首次入局 SLG 赛道，增长可期 .....	23
4. AI 赋能：重构游戏体验的新增长引擎 .....	24
4.1. 率先拥抱 AI 浪潮，打造“AI+游戏”生态矩阵 .....	24
4.2. AI 深度赋能游戏玩法，创新游戏交互体验 .....	25
5. 研运一体，根基稳健，未来已至 .....	27
5.1. 历史沿革：《征途》系列站稳行业地位，休闲赛道持续拓展锐新 .....	27
5.2. 股权架构：股权集中，实控人清晰 .....	27
5.3. 财务分析：业绩稳健增长，未来可见性较强 .....	27
6. 盈利预测与评级 .....	29
7. 风险提示 .....	30

## 图表目录

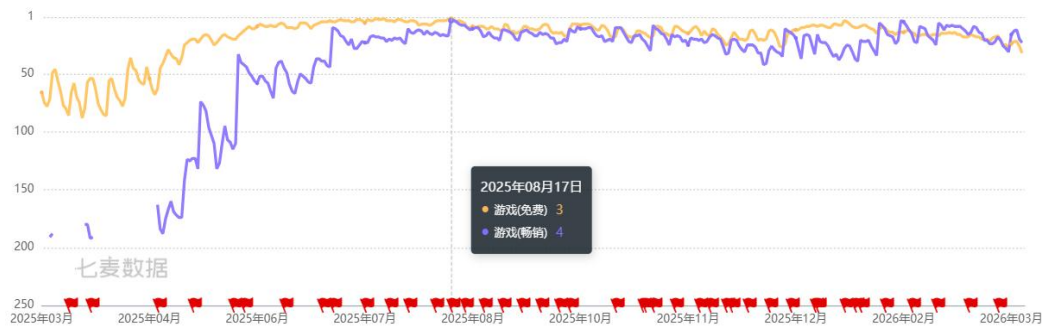
图表 1: 《超自然行动组》iOS 排名趋势 .....	6
图表 2: 2025 年《超自然行动组》DAU (万人) /收入 (万美元) 变化趋势 (iOS) .....	6
图表 3: 《超自然行动组》QQ 玩家群的性别和年龄分布情况 .....	7
图表 4: 《超自然行动组》中的角色和怪物设计 .....	8
图表 5: 《超自然行动组》在游戏上进行改良创新 .....	8
图表 6: 《超自然行动组》中的低门槛地图和角色设计 .....	8
图表 7: 《超自然行动组》中的怪物图鉴 .....	8
图表 8: 《超自然行动组》和《第五人格》小红书平台粉丝数量变化和抖音话题播放数量 .....	9
图表 9: 《超自然行动组》小熊猫的“忘本”过程 .....	10
图表 10: 《超自然行动组》2025 年月留存率趋势 (iOS) .....	10
图表 11: 《超自然行动组》中的道具和消耗品 .....	11
图表 12: 《超自然行动组》中的货币体系 .....	11
图表 13: 《超自然行动组》中的玩家生态 .....	12
图表 14: 《超自然行动组》中薇薇安的人物故事视频 .....	13
图表 15: 《超自然行动组》中基于人物设定设计的皮肤 .....	13
图表 16: 《超自然行动组》中的时装价值体系 .....	13
图表 17: 《超自然行动组》中的保底抽奖形式 .....	14
图表 18: 《超自然行动组》与 loopy 的联动手枪皮肤 .....	14
图表 19: 《超自然行动组》中头饰作为活跃任务奖励 .....	14
图表 20: 《超自然行动组》中的背饰和工牌 .....	14
图表 21: 《超自然行动组》2025 年主要资源投放节奏 .....	15
图表 22: 《超自然行动组》联动赵露思 .....	15
图表 23: 《超自然行动组》日活跃用户 (DAU) 破 1000 万 .....	15
图表 24: 《超自然行动组》DAU (万人) /收入 (万美元) 变化趋势 (iOS) .....	16
图表 25: 《超自然行动组》中国台湾地区 iOS 排名趋势 .....	17
图表 26: 《球球大作战》游戏畅销榜、免费榜排名趋势 (iOS) .....	18
图表 27: 《太空杀》宣传海报 .....	18
图表 28: 《太空杀》与《超自然行动组》联动 .....	18

图表 29: 《球球大作战》2025 年 12 月的高频更新频率 .....	19
图表 30: 《球球大作战》2025 年 5 月霸屏挑战上线后游戏的下载量上升 .....	19
图表 31: 《超自然行动组》在线数破一百万 .....	20
图表 32: 《原始征途》小程序畅销榜（截至 2026 年 1 月 7 日） .....	20
图表 33: 巨人网络后续产品储备 .....	21
图表 34: 《名将杀》宣传图 .....	22
图表 35: 《名将杀》联合杀牌玩法创始人共创 .....	22
图表 36: 《名将杀》iOS 排名持续爬升，稳居 iOS 游戏卡牌畅销榜 TOP50 .....	22
图表 37: SLG 游戏《率土之滨》畅销榜排名 .....	23
图表 38: 《五千年》游戏画面 .....	23
图表 39: 《五千年》烽启测试战况 .....	23
图表 40: 巨人网络“游戏+AI”生态图谱 .....	25
图表 41: 《太空杀》联合三大模型打造 AI 玩法 .....	26
图表 42: 《原始征途》中的智能 AI NPC .....	26
图表 43: 巨人网络发展历程 .....	27
图表 44: 2020-2025 年前三季度公司毛利率和净利率情况 .....	28
图表 45: 2020-2025 年前三季度公司费用率情况 .....	28
图表 46: 2020-2025 年前三季度公司合同负债情况 .....	28
图表 47: 可比公司估值表 .....	29

# 1. 《超自然行动组》一路走来，大 DAU 运营与内容塑造逐渐炼成

自 2025 年 1 月 23 日正式上线以来，《超自然行动组》用户基础与口碑稳步积累。据七麦数据显示，其 iOS 免费榜排名自上线后持续攀升，从上线初期的腰部位置逐步跻身头部梯队。在完成用户积累与游戏体验的基础建设后，产品逐步推进精细化运营策略，实现商业化与用户规模的双重突破。七麦数据 iOS 排名趋势显示，游戏排名自 2025 年 6 月起开始快速上升，并于暑期实现增长突破，iOS 免费榜最高至 TOP2，畅销榜峰值达 TOP4，全平台同时在线人数突破 100 万，创阶段新高。进入相对稳定阶段后，产品展现出强劲的长线运营能力，排名长期稳定在 TOP20 的水平。2026 年 2 月 1 日，《超自然行动组》在春节节点再度实现突破，DAU 创阶段新高达到 1000 万。

图表 1：《超自然行动组》iOS 排名趋势



资料来源：七麦数据，华源证券研究所

注：黄色为游戏免费榜，紫色为游戏畅销榜

《超自然行动组》以周更节奏保持高频内容迭代，2025 年总共完成 45 次版本更新，形成稳定的用户内容供给节奏。《超自然行动组》契合大 DAU 模式核心特征，即“高爬坡、长周期、赢家通吃”。随着用户规模持续扩大，IP 价值与平台化潜力迅速提升，付费习惯也逐步养成。

图表 2：2025 年《超自然行动组》DAU（万人）/收入（万美元）变化趋势（iOS）

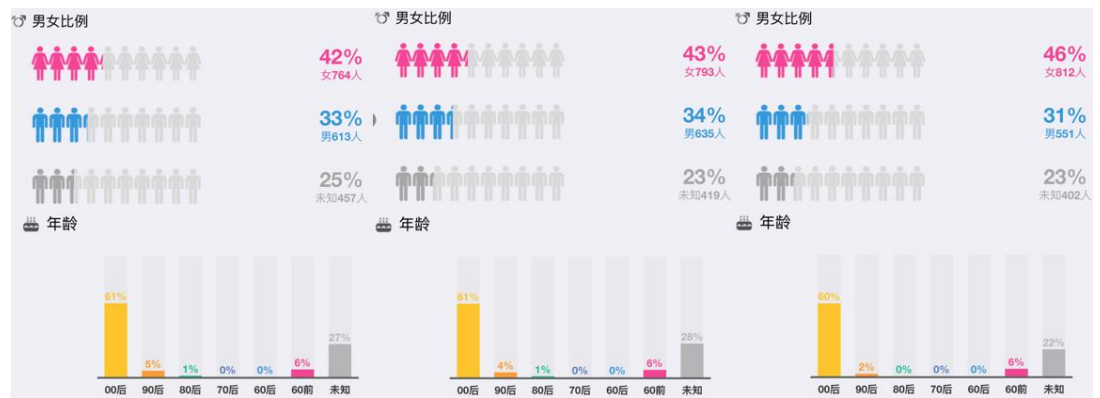


资料来源：Sensor Tower 等，华源证券研究所

## 1.1. 女性人群拓宽是关键

《超自然行动组》对部分此前未接触过“搜打撤”品类的女性玩家展现出较强吸引力。结合《超自然行动组》QQ 玩家群所反映的年龄与性别分布，我们判断，《超自然行动组》的核心用户特征主要体现为四点：1) 偏好低门槛、强反馈、持续有新鲜感的内容供给，对玩法广度的诉求高于深度。2) 具备一定消费能力，相对更关注悦己消费、情绪价值与付费性价比。3) 对新事物接受度较高，具备较强探索意愿与内容参与热情。4) 重视社交互动与分享表达，希望在游戏中获得连接感与社交快感。基于此类玩家的特点，《超自然行动组》在玩法设计、用户生态、社交场景及商业化体系均呈现出针对性的定向适配调整。

图表 3：《超自然行动组》QQ 玩家群的性别和年龄分布情况



资料来源：QQ，华源证券研究所

## 1.2. “搜打撤”下的玩法创新

我们认为，《超自然行动组》对传统“搜打撤”模式进行了轻量化重构。对比《三角洲行动》等同类产品，《超自然行动组》在对局节奏、装备系统、操作逻辑上均做了针对性简化：单局时长压缩至 10-15 分钟，精简装备体系，弱化配装策略，聚焦搜索过程的趣味性体验，降低战斗难度，从而有效的降低了大众用户的时间与操作成本。

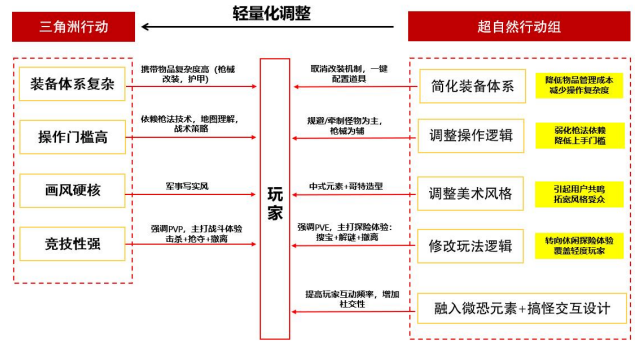
此外，《超自然行动组》具有更强的社交属性。玩家在局内可以分工探路或共享搜索物资，叠加产品具备辨识度的角色设计与有趣的互动反馈，整体上削弱了恐怖题材可能带来的压抑感，提升了内容体验的可玩性、陪伴感与传播性。这种“轻量化+强社交”的产品优化路径，推动“搜打撤”玩法由相对小众的硬核赛道向更广泛的大众市场渗透，并为产品实现规模化的用户积累奠定了基础。

图表 4: 《超自然行动组》中的角色和怪物设计



资料来源:《超自然行动组》手游, 华源证券研究所

图表 5: 《超自然行动组》在游戏上进行改良创新



资料来源: 华源证券研究所

以《超自然行动组》的“蜀道入口”地图为例, 地图在撤离门槛设计上显著偏向新手友好: 玩家仅需累计 10000 铲铲币即可完成撤离, 且撤离所需物资按全队共享口径计算。由此, 即便新手玩家个人探索效率有限, 仍可在队友协助下完成通关, 降低首次进入该类玩法时的心理压力与失败挫败感。与此同时, 地图在怪物投放上采用了低密度与低强度的配置思路, 减少了新手遭遇怪物的频率与正面对抗的压力。玩家无需经历长时间的走位练习或输出训练, 即可较快完成探索、收集与撤离的核心流程, 从而在较短时间内建立对产品核心循环的感知。我们认为, 这种极低门槛的前期体验设计, 与其核心用户群体的需求高度匹配。

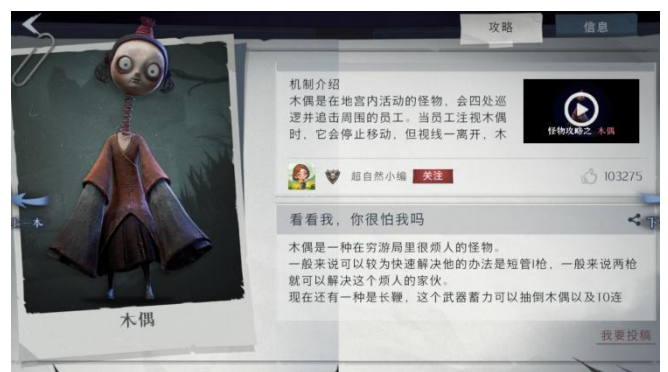
游戏在怪物应对机制上也进行了较强的标准化处理, 大部分敌人都对应清晰、易记忆的应对方案。例如, 活体类目标 (蜘蛛、鲨鱼、鬼新娘) 更多适配近战剑类武器, 机械类目标 (弩箭、普通木偶) 更适配鞭类道具, 硬化类目标 (雪山木偶) 则更适合枪械处理; 同时, 图鉴系统也会对不同怪物的针对性应对方式进行明确提示。在玩家尚未完全掌握机制, 不清楚如何应对的时候, 借助地形卡位也能够解决大部分的问题, 在更进阶层面的“抓怪”玩法, 本质上也主要是地形利用与道具搭配的组合, 不需要太过复杂的操作。此外, 游戏中还为操作能力较弱的玩家推出了一个不需要操作的角色莉莉。直接从“降低门槛”变成“消除门槛”, 选择莉莉的玩家可以直接附身跟随队友, 全程无需任何操作, 队友通关后奖励共享, 实现轻松“躺赢”。

图表 6: 《超自然行动组》中的低门槛地图和角色设计



资料来源:《超自然行动组》手游, 华源证券研究所

图表 7: 《超自然行动组》中的怪物图鉴



资料来源:《超自然行动组》手游, 华源证券研究所

### 1.3. 强社交下的自然破圈效应

《超自然行动组》在社交平台上的高热度并非主要依赖买量投放驱动，而是更多建立在产品玩法质量与强社交属性所带来的自然传播基础之上；在此基础上，产品再叠加稳定的运营节奏与相对成熟的商业化体系设计，形成了可持续的增长动能。对标同属女性微恐赛道、由网易互娱研发的《第五人格》，《超自然行动组》在社交平台上的用户沉淀已展现出较强的竞争力。根据小红书平台数据，2025年8月27日，《超自然行动组》小红书官方账号粉丝数首次超过《第五人格》；截至2025年12月31日，其小红书粉丝数已达206.1万，明显高于《第五人格》的156.3万。

在暑期数据表现集中释放之前，《超自然行动组》的产品口碑已在玩家社区及各类短视频社交平台持续发酵，并呈现出较强的破圈扩散特征，相关话题内容传播量级已达到百亿级别，具备新一代现象级流量产品的特征。公开数据显示，仅抖音平台，“超自然行动组”单一话题播放量已突破162亿次，多个相关话题播放量亦达到亿级体量。我们认为，《超自然行动组》在内容表达、社交互动与传播素材供给之间形成了较强的正向循环，为后续用户增长与商业化兑现的重要基础。

图表 8：《超自然行动组》和《第五人格》小红书平台粉丝数量变化和抖音话题播放数量



资料来源：小红书，抖音，华源证券研究所

从早期吉祥物“鼠鼠”一脸衰样的表情包，到“忘本小熊猫”相关热梗的持续出圈，《超自然行动组》在社交媒体语境的把握上表现出较强敏感度，并持续造血，产出多种具备传播潜力的内容素材，通过热梗发酵反向带动游戏曝光与用户讨论度，形成较强的内容反哺效应。以“忘本小熊猫”为例，游戏中的小熊猫怪物初始状态下并不具备攻击性，主要表现为吞吐回收物；但在受到惊吓并哭泣后，若玩家未及时将其抱起安抚，其便会发生异化并转而攻击玩家，由此衍生出“忘本”这一玩家语境下的戏称。这种从人畜无害的“萌物”到危险狰狞的“怪物”的强烈反差，天然具备调侃空间与二次传播属性。后续不少玩家进一步用“忘本小熊猫”指代翻脸不认人的行为，带动此内容进一步破圈。

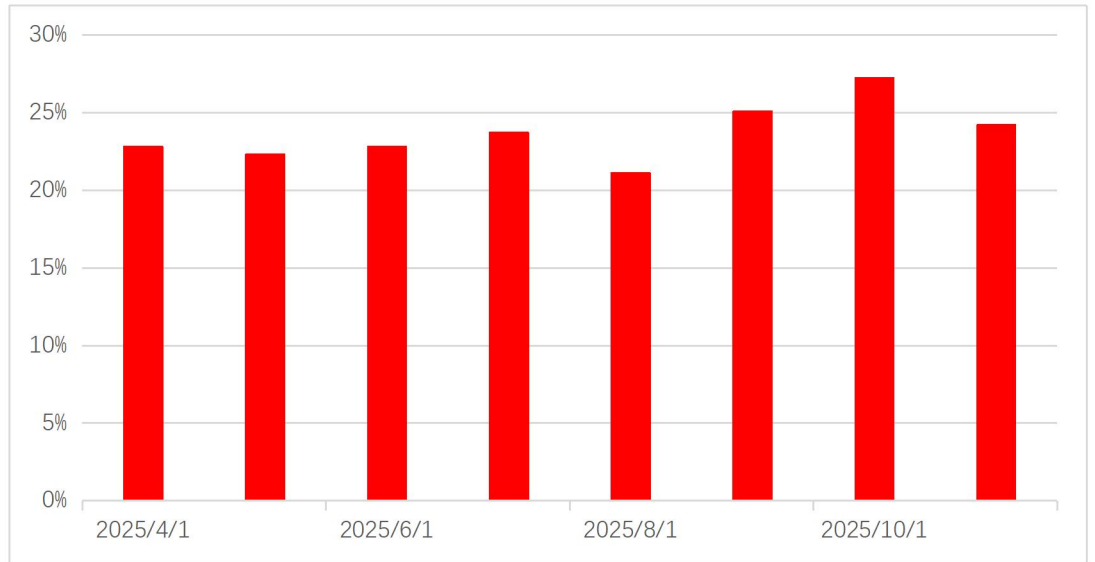
图表 9: 《超自然行动组》小熊猫的“忘本”过程



资料来源: Bilibili 超自然小陆视频号, 华源证券研究所

基于 Sensor Tower, 2025 年《超自然行动组》iOS 端月留存率长期稳定在 25%左右, 表现出同类型游戏中较为突出的用户黏性。我们认为, 一方面是因为《超自然行动组》作为搜打撤和强协作的玩法形态天然具备较高的日活与留存表现, 另一方面《超自然行动组》也做了一些针对性的设计用于提升玩家的活跃度和留存。

图表 10: 《超自然行动组》2025 年月留存率趋势 (iOS)



资料来源: Sensor Tower, 华源证券研究所

## 1.4. 兼顾低门槛体验与商业化价值的运营框架

我们认为，《超自然行动组》以“免费玩家依靠时间积累、付费玩家通过充值提速”的底层逻辑为基础，构建了一个兼顾低门槛体验与商业化价值的资源框架。这一框架既是玩法体验的支撑，也是后续商业化资源的投放和转化的基础。

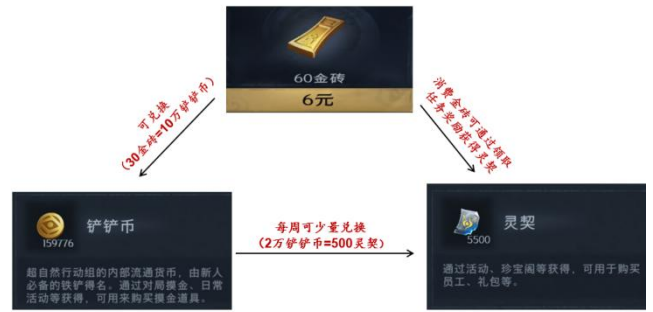
在《超自然行动组》中主要有三类货币。1) **铲铲币**：基础流通货币，可通过对局、任务等活跃行为获取，也可通过出售物品或使用金砖兑换，整体不存在获取上限，承担免费玩家基础体验兜底功能：即免费玩家无需任何付费，仅通过正常参与游戏即可满足对局消耗、探索与撤离等核心玩法所需的资源消耗。2) **灵契**：主要用于解锁角色，获取方式以活动、任务和活跃奖励为主，整体产出节奏受限，对于免费玩家来说通常需经过数周积累才能解锁新角色，这种设计在客观上形成了一个时间门槛，将角色这一玩法体验载体与玩家的长期留存深度绑定。3) **金砖**：充值货币（1元=10金砖），可用于购买角色、外观、抽奖道具及礼包，也可兑换铲铲币和灵契，其免费投放渠道极其有限，仅在少量活动中象征性投放，整体保持高度克制，避免通胀。

图表 11：《超自然行动组》中的道具和消耗品



资料来源：《超自然行动组》手游，华源证券研究所

图表 12：《超自然行动组》中的货币体系



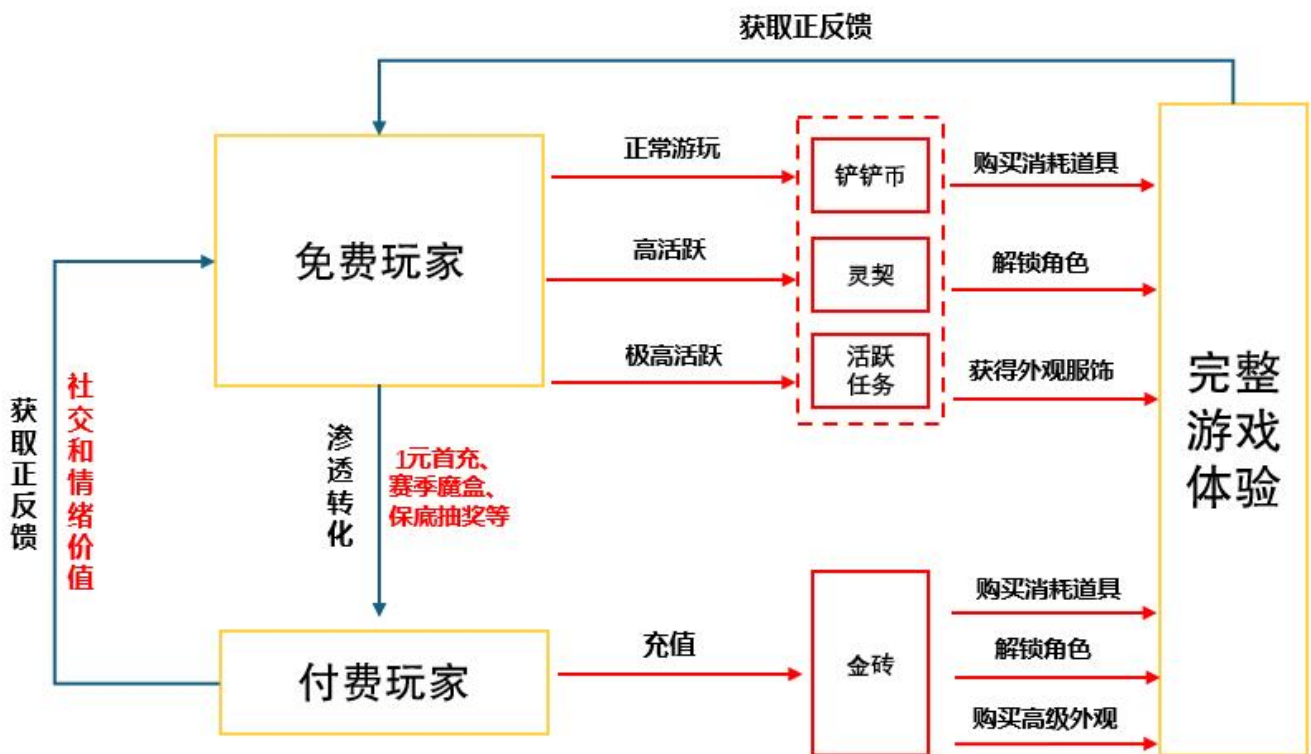
资料来源：《超自然行动组》手游，华源证券研究所

**活跃可以替代付费，沉淀高活跃用户群体。**以角色为例，作为核心玩法体验的重要载体，《超自然行动组》中的角色可以通过付费或免费两种路径获取：1) 免费路径：消耗 8800 灵契，通常需要约 3 周的日常活跃投入；2) 付费路径：消耗 368 金砖（36.8 元）直购获取。这样的双路径设计既满足付费玩家的快速解锁的需求，也使免费玩家能够通过稳定时间投入，在无付费门槛的情况下获取新角色，体验完整的游戏内容。《超自然行动组》中游戏内的活跃时长可一定程度上替代付费货币，让付费能力有限但高频参与游戏的玩家，仍有机会获得优质的外观道具和成长体验，我们认为这一设计有助于《超自然行动组》持续沉淀高活跃玩家群体，有效促进了游戏的长线用户留存表现与整体活跃度。

免费玩家以时间投入构建高活跃、高留存的用户基数，是游戏生态的基本盘；在强社交、强组队的玩法结构下，这一庞大的免费玩家基数为付费玩家提供外观展示与身份表达的社交场景。与此同时，付费玩家围绕外观、道具等内容的消费，又反向强化了游戏内的审美体系

与价值感知，构成商业化资源消化的核心受众。随着付费内容品质的持续迭代，免费玩家对内容丰富度与品质的预期亦被不断抬升，在时间货币机制与运营活动引导下，部分高活跃玩家有望实现付费渗透，进一步转化为付费玩家。这种设计使免费玩家与付费玩家在《超自然行动组》中形成了“需求互补、价值互哺”的生态结构，二者共同支撑起高活跃、高留存健康生态，为后续商业化资源的精细运营奠定基础。

图表 13：《超自然行动组》中的玩家生态



资料来源：华源证券研究所绘制

从资源体系设计看，《超自然行动组》主要围绕外观展示和社交识别进行布局。在游戏中核心可付费资源主要集中在角色服饰和局内消耗品的外观上，整体几乎不涉及数值强化或战斗能力加成，从底层设计上保障了玩法公平性。我们认为，这种以审美和社交身份表达为核心的资源投放逻辑，使商业化更多承载情绪与社交价值，结合《超自然行动组》本身“搜打撤”的高组队频率、高互动密度的玩法结构，外观资源在局内拥有更强的展示场景，从而拥有更高的展示价值与付费转化效率。结合《超自然行动组》较强的活跃和社交生态，形成“大 DAU+高付费渗透”的商业化结构特征。

**角色与外观：核心商业化资源载体。**在现阶段的资源结构中，角色时装是《超自然行动组》中最核心、也是最具价值锚定能力的商业化资源。由于角色在玩法体验、叙事表达与社交互动中均具备较高存在感，每个角色也拥有相对鲜明的形象气质与叙事定位，使得角色本身天然具备较强的情感承载能力，从而能为后续的商业化扩展预留充足空间。基于此，角色外观成为《超自然行动组》最直接，也最重要的付费转化入口。

图表 14: 《超自然行动组》中薇薇安的人物故事视频



资料来源: 超自然行动组抖音, 华源证券研究所

图表 15: 《超自然行动组》中基于人物设定设计的皮肤



资料来源: 《超自然行动组》手游, 华源证券研究所

在资源设计上, 服饰通过不同品质梯度进行区分, 从基础外观替换逐步升级为具备明显特效、主题叙事和身份标识属性的高端资源, 形成清晰的价值分层: 从白色-蓝色-紫色-金色-红色 (9.8 元-29.8 元-59.8 元-400 元-1000 元), 权益从基础外观逐步升级为特效、概念、局内外展示场景、身份标识和独特稀缺性, 定价同步阶梯式提升, 形成付费越多、价值感知越强的正向循环。产出渠道方面: 低品质服饰以“直购”为主, 降低决策成本; 高端品质以“抽奖”为核心, 辅以其他填充奖励, 提升付费深度。

图表 16: 《超自然行动组》中的时装价值体系



资料来源: 《超自然行动组》手游, 华源证券研究所绘制

局内小件与舞蹈动作构成补充型付费资源体系。除核心角色服饰外, 《超自然行动组》还通过局内道具小件与舞蹈动作构建起一套补充型付费资源体系。这类资源的整体定位并非承担主要流水来源, 而是用于拉长付费梯度、提升社交表达丰富度, 并承接核心服饰之下的付费深度。以局内道具小件为例, 价格通常在 128 元左右, 主要通过保底式或不放回抽奖产出, 定价与获取成本明显低于高品质角色服饰。与此同时, 局内道具小件 (如武器皮肤、互

动道具等) 普遍具备明确的局内展示场景与触发动作, 强调看得见、能被注意到的社交价值, 内容风格多围绕趣味化、轻松化与话题性展开, 适配中轻度付费用户的消费需求。

图表 17: 《超自然行动组》中的保底抽奖形式



资料来源: 《超自然行动组》手游, 华源证券研究所

图表 18: 《超自然行动组》与 loopy 的联动手枪皮肤



资料来源: 《超自然行动组》手游, 华源证券研究所

**轻量展示资源承担辅助商业化功能。**除角色服饰、局内道具与舞蹈动作外, 背饰、挂饰、角色头饰、头像框、工牌背景等为代表的轻量化资源体系, 主要承担身份标识、审美表达与进度展示等辅助功能。从产出方式来看, 《超自然行动组》早期曾以 9.8-19.8 元的低价直购形式投放部分资源, 用于满足新用户及轻度付费用户的基础个性化需求; 随着整体商业化体系逐步成熟, 这类资源更多被纳入抽奖池与赛季 BP 奖励线中, 作为填充型奖励平滑整体奖励曲线、提升非核心节点的获得感; 另一方面, 在部分主题活动或阶段性运营活动中, 此类资源也常被设置为活跃终局奖励, 以纯活跃无门槛或较低付费门槛吸引免费和轻度付费用户持续参与, 拉长玩家参与活动与持续活跃的周期。

图表 19: 《超自然行动组》中头饰作为活跃任务奖励



资料来源: 《超自然行动组》手游, 华源证券研究所

图表 20: 《超自然行动组》中的背饰和工牌



资料来源: 《超自然行动组》手游, 华源证券研究所

**商业化覆盖程度较低, 后续仍有提升空间。**以高端角色时装为例, 截至 2025 年 12 月 31 日, 《超自然行动组》已上线 12 名角色, 其中仅 6 名角色配套了金色“耀世”品质皮肤 (覆盖比例 50%), 1 名角色拥有红色幻梦品质皮肤 (覆盖比例 8.3%)。高端外观资源整体覆盖率偏低, 投放范围相对较窄, 说明当前商业化深度处于未饱和状态。

**资源投放克制，长线释放空间充足。**2025年《超自然行动组》共上线12名角色，月均新增1名。皮肤产出整体呈现低频、分层、节制投放的特点：红皮（幻梦品质）全年仅8月推出1款；金皮（耀世品质）全年共6款，分布于3月、5月、7月、8月、9月及12月，平均约2个月推出1款，且多与对应角色上线错期开启；紫皮（典藏品质）全年共21款，是主要投放层级，但多数月份仅投放1—2款，月度峰值为11月的4款。

从整体资源投放节奏来看，高端皮肤的产出节奏整体慢于角色上线节奏，呈现出较为明显的“角色先铺、皮肤慢补”特征。我们认为，这一节奏安排一方面有助于新角色先完成玩家认知积累与使用沉淀，另一方面也使皮肤成为角色长线运营过程中的增值内容。随着玩家对角色熟悉度与情感连接的不断提升，其外观付费意愿也有望更加稳定。这种克制的投放方式，一方面有助于提升单款新皮肤的市场关注度，避免外观供给过密削弱玩家付费意愿；另一方面，也意味着公司在高价值外观资源上仍保留较大释放空间，后续重点节点若叠加密集运营，仍有望进一步转化为流水催化。

**图表 21：《超自然行动组》2025 年主要资源投放节奏**

月份	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	累计
角色	3	1	1	1	1	1	1	0	1	0	1	1	12
幻梦时装	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
耀世时装	0	0	1	0	1	0	1	1	1	0	0	1	6
典藏时装	0	0	1	2	1	3	2	3	2	2	4	1	21

资料来源：超自然行动组官方微信公众号，超自然行动组官网，华源证券研究所

**周年庆/春节活动内容密集，日活跃用户创阶段高峰。**2026年春节与游戏内一周年活动期间，《超自然行动组》配合此关键节点密集上线了S3赛季、周年庆、新春相关活动：1)玩法方面：发布新地图《秦陵龙宫》，新增时空裂缝、炼丹炉等多种地图机制，新增多种怪物，开放炼狱模式，爆率和回收物数量提升。2)资源方面，薇薇安幻梦品质时装—沧海之遗，小黄星耀品质时装—炽天使，耀世级别美妆—天使之泪等全新品质资源首次登场。3)运营方面：赵露思担任首位全球品牌代言人，推出相应MV和游戏内联动内容，进一步放大节点传播声量，强化产品破圈效果。据超自然行动组项目组官方公告，《超自然行动组》于2026年2月1日DAU创下新高达到1000万，显示出本轮运营活动对用户活跃度具备拉动作用。

**图表 22：《超自然行动组》联动赵露思**



资料来源：超自然行动组官方微信公众号，华源证券研究所

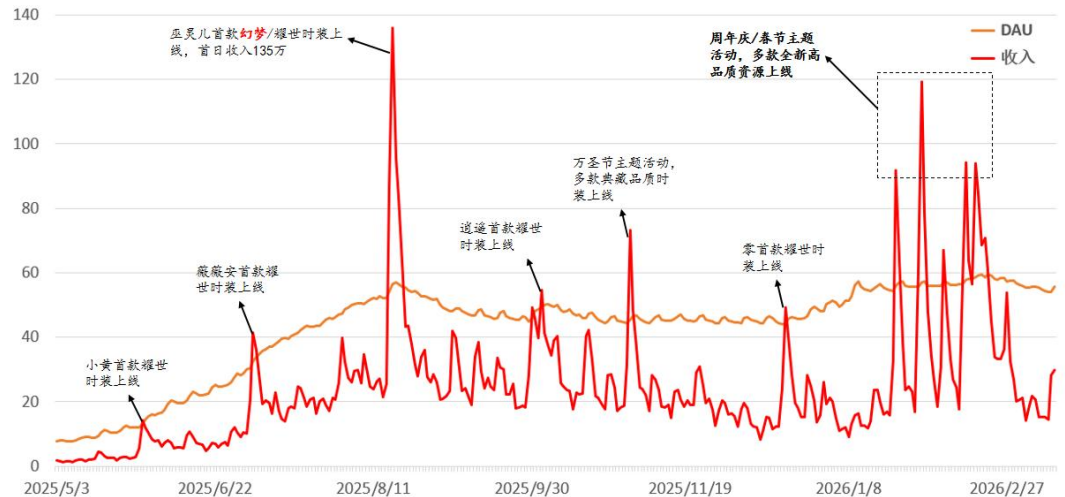
**图表 23：《超自然行动组》日活跃用户（DAU）破 1000 万**



资料来源：超自然行动组官方微信公众号，华源证券研究所

从 Sensor Tower iOS 收入趋势看,周年庆 2026 年 1 月 23 日单日收入达 91.89 万美元,春节档 2026 年 1 月 31 日单日收入进一步升至 119.13 万美元,2026 年 2 月 14 日情人节单日收入仍达 94.24 万美元,显示产品在连续节点运营下依然具备较强的流水承接能力。

图表 24: 《超自然行动组》DAU (万人)/收入 (万美元) 变化趋势 (iOS)



资料来源: Sensor Tower 等, 华源证券研究所

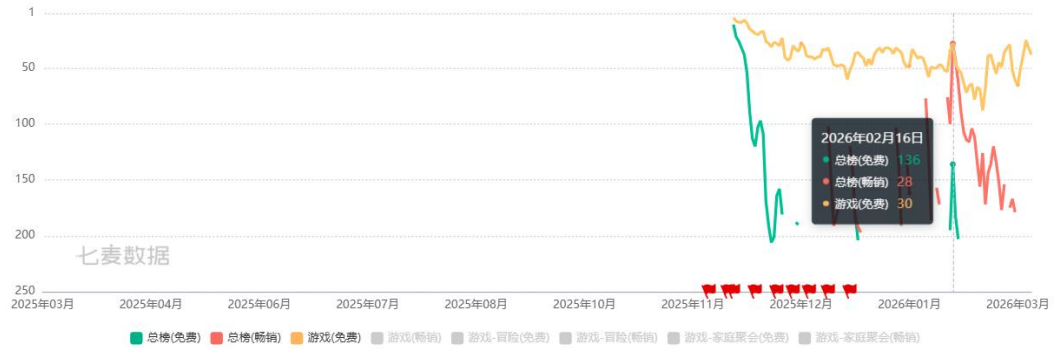
**商业化体系成熟, 长青化运营潜力显现。**我们认为, 这一收入趋势表现验证了巨人网络已形成较为成熟的节点型商业化体系: 日常阶段保持资源投放克制, 在核心节日和版本节点集中释放高价值内容与营销资源, 从而较为高效地制造收入高峰。若后续《超自然行动组》继续延续这一运营思路, 并持续通过版本更新、节日活动与宣发联动强化用户活跃和付费转化, 产品有望在较长周期内保持热度与收入韧性, 逐步具备长青化运营潜力。

### 1.5. 出海是较为确定的核心增量

**海外收入占比处于低位, 拥有增量空间。**据公司 2025 年半年报, 境外收入占营业收入比重仅为 0.36%, 整体海外业务基数较小, 严重低于行业平均水准。同时, 全球化发展是公司坚定不移的战略。公司自研游戏均已将开拓海外市场作为重点目标, 不断完善海外发行团队的建设, 提升公司海外研发与发行的综合实力。对巨人网络而言, 出海不仅是新增市场空间, 更是未来较为确定的业绩增量方向之一。

《超自然行动组》是公司当前最具出海潜力的核心产品之一, 多人合作与轻竞技玩法具备较强的全球普适性, 不存在明显的文化适配的壁垒。《超自然行动组》于 2025 年 11 月 27 日上线中国港澳台地区, 以中国台湾市场为例, 据七麦数据, 《超自然行动组》上线最高取得 iOS 游戏免费榜第 5 名, 总畅销榜第 28 名的成绩, 已经初步验证了其竞争力。

图表 25: 《超自然行动组》中国台湾地区 iOS 排名趋势



资料来源：七麦数据，华源证券研究所

我们认为，《超自然行动组》有望以港澳台市场为起点，逐步向东南亚、日韩等地区拓展；依托其在国内已验证的产品与运营体系，产品成长空间有望进一步打开，并为公司贡献更具弹性的业绩增量。

## 2. 大 DAU 产品能力有迹可循

2015 年，公司推出自研多人休闲竞技手游《球球大作战》，同时创立休闲竞技赛道。《球球大作战》具有黏性高、年轻化、男女性别比例相对均衡、强社交属性等特点，以“大球吃小球”简单玩法设定吸引众多玩家。据 2024 年巨人网络年报，《球球大作战》累计设备安装量达到 6 亿台，峰值 DAU 超 2900 万人，曾登顶中国区游戏免费榜首。《球球大作战》作为巨人网络在休闲竞技赛道的第一款大 DAU 产品，自 2015 年上线 10 余年以来，一直是休闲竞技赛道的头部游戏之一。2025 年 6 月，在游戏运营的第 10 年，《球球大作战》依旧能获得免费榜 TOP10、畅销榜 TOP37 的长青好成绩。

图表 26: 《球球大作战》游戏畅销榜、免费榜排名趋势 (iOS)



资料来源: 七麦数据, 华源证券研究所  
注: 黄色为游戏免费榜, 紫色为游戏畅销榜

此外, 2021 年 11 月休闲赛道另一款百万 DAU 产品《太空杀》海外版《Super Sus》在东南亚开启测试, 持续收获东南亚玩家的关注和喜爱。截至 2022 年 12 月 31 日, 《Super Sus》海外注册总数接近 6000 万, DAU 已超过 200 万。2023 年 1 月 16 日《太空杀》登陆国服, 上线首日新增用户突破 100 万大关。截至 2023 年年报, 《太空杀》国内累计注册用户突破 1 亿, DAU 突破 250 万。在短视频平台, 《太空杀》相关话题的累积播放量已经超过 70 亿次。

后续运营方面, 《太空杀》先后与“葫芦娃”、“名侦探柯南”、“奶龙”等知名 IP 联动, 并于 2025 年 12 月 31 日联动《超自然行动组》, 上线多款时装饰品, 提升了游戏热度并维持流水稳定。同时游戏内接入 AI 玩法并不断迭代, 保持业内领先, 显著提升用户活跃度和在线时长。据 2025 年半年报, 海外方面, 《Super Sus》活跃人数保持稳定, 持续深耕东南亚市场, 其中印尼地区 DAU 创两年以来的新高, 收入同比显著增长。

图表 27: 《太空杀》宣传海报



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 28: 《太空杀》与《超自然行动组》联动



资料来源: 太空杀官方微信视频号, 华源证券研究所

## 2.1. 长青游戏秘诀: 聚焦用户多元化运营

**高频游戏内更新，保持玩家新鲜感。**《球球大作战》保证每周至少一次小更、每月至少一次大更的更新频率，对玩法、活动、皮肤、内容、功能不断进行迭代，满足了玩家对于新内容的追求，能够有效提高用户粘性，带动游戏流水。公司在春节、五一、万圣节等重要节点，通过营销和福利内容，在唤醒沉寂用户的同时，持续吸引新玩家，维持了DAU和收入稳定态势。

图表 29：《球球大作战》2025 年 12 月的高频更新频率



资料来源：球球大作战微信公众号，华源证券研究所

2025 年《球球大作战》玩法持续创新，5 月上线“霸屏挑战”，玩家自发上传高传播度皮肤，多位 KOL 自制视频点赞超 10 万，抖音话题“球球霸屏挑战”累计播放超 47 亿次，带动玩法日参与率大幅提升，5、6 月新增用户数及日活跃用户数均同比大增。此外，《球球大作战》通过抖音和微信小游戏平台拓展用户圈层，为 APP 端带来新进转化。2025 年上半年累计新进用户数超 1,100 万，且呈逐月攀升的态势，小程序日活跃用户超 100 万。

图表 30：《球球大作战》2025 年 5 月霸屏挑战上线后游戏的下载量上升



资料来源：七麦数据，华源证券研究所

## 2.2. 让更了解业务的年轻人走向台前

巨人网络注重精英化、年轻化的人才储备，组织年轻化已成为公司的人才战略方向。公司董事长史玉柱长期强调“游戏是年轻人的事业”，主张大胆启用年轻人、培养年轻人，为其提供更大创作空间。自 2020 年 85 后《球球大作战》制作人吴萌担任巨人网络联席 CEO 以来，公司管理层逐步推进年轻化调整，布局未来。其核心逻辑在于：让更贴近玩家、理解新兴玩法趋势的年轻人参与关键业务决策，有助于强化决策效率与业务增长潜力。近年来，公司已陆续提拔一批年轻骨干，让业务负责人更多来自一线，**例如 1987 年的征途赛道负责人赵剑枫、1995 年的球球赛道负责人王鑫宇。与传统资深制作人相比，他们更长期扎根产品一线，对玩家反馈更敏感，并持续推动玩法与表达创新。**

2025 年 1 月，王鑫宇团队自主研发的《超自然行动组》成为巨人网络游戏业务的新增长点；2024 年 2 月，由赵剑枫主导的《王者征途》小游戏版本上线后，累计新增用户超 2500 万，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后，游戏排名基本保持稳定在微信小游戏平台排行榜 Top30，成为重度 MMO 转小游戏的成功案例。

图表 31: 《超自然行动组》在线数破一百万



资料来源：公司年报，华源证券研究所

图表 32: 《原始征途》小程序畅销榜（截至 2026 年 1 月 7 日）



资料来源：引力引擎，华源证券研究所

**注重校招生培养，给予年轻人优厚待遇与支持。**巨人网络拥有完善的培训体系以及校招培养计划，确保校招生加入巨人网络后能够得到专业知识学习和能力提升。巨人网络深谙年轻人才培养的思路和方法，主张管理结构扁平化，看重“能力”并非“资历”，坚持给年轻人舞台的理念，强调给年轻人足够的空间和机会。在执行层面，巨人网络在内部有“数量”和“质量”两方面的制度支持：数量上，需要保证项目里年轻人占比；质量上，关键岗位必须设立如执行主策、执行制作人等职位，并且让年轻人上岗及独立带团队，获得更多实战机会，在实战中成长，成为独当一面精英人才。

**以球球赛道负责人王鑫宇为例，其是公司体系内培养起来的校招生代表，王鑫宇毕业后就加入巨人网络，曾担任 3000 万 DAU《球球大作战》的主策，此后以制作人身份从 0 到 1 打造约 300 万 DAU 的《太空杀》，通过两代产品积累了对大 DAU、休闲竞技赛道的深刻理解，并最终体现在《超自然行动组》的设计中：微恐元素与强社交玩法结合，既满足好友共**

**玩需求，也支持玩家在社区中分享和传播内容，这种设计，与当下年轻群体中盛行的短视频、图文传播习惯颇为契合。**

**研发投入持续加码。**据公司 2024 年年报，巨人网络研发人员约 1035 人，同比增长 12.75%，30 岁以下占比超过 40%，研发人员占总员工比例达 67.16%，年轻人占比高。截至 2025 年 Q3，公司研发费用同比增长了 37.52%。这样的投入力度，表明巨人网络正在为下一阶段提前下注，公司愿意为长期可能性承担短期成本，打造精品游戏。

**赛道管理闭环。**巨人网络自 2023 年起已实行赛道研发、运营、发行一体化的管理机制——重要决策权直接交给赛道负责人，赛道负责人可以全权负责一款游戏从研发、运营到发行的全环节，实现管理闭环。在赛道闭环机制下，征途（《原始征途》）、球球（《球球大作战》《超自然行动组》）等主要产品直接向史玉柱汇报。《超自然行动组》等大 DAU 游戏的诞生，得益于赛道研发、运营、发行一体化的战略，充分放权调动了赛道负责人的积极性，团队决策效率高。

### 2.3. 巨人网络具备持续打造大 DAU 产品的能力

从 MMORPG 赛道的《征途》，到休闲社交赛道的《球球大作战》，再到同类社交推理及轻竞技方向的《太空杀》《超自然行动组》，巨人网络持续产出多款现象级大 DAU 产品。尤其在休闲社交赛道，2016—2025 年九年间连续跑出三款跨周期爆款，我们认为，这并非单一产品层面的偶然成功，而是公司同一套核心能力在不同阶段持续兑现的结果。三款产品在底层特征上亦表现出较高一致性，即轻量化设计、强社交绑定、强对抗体验与高传播属性：叠加公司成熟的精细化运营能力，共同构成了其在休闲赛道持续产出大 DAU 产品的能力基础。我们认为，巨人网络已沉淀出一套可复用的“大 DAU 产品打造体系”：即底层聚焦用户需求，锚定玩法和体验；中层筑牢社交绑定与精细化分层的用户运营能力，顶层搭建经验传承与组织协同的规模化复制机制。这套体系既源于《征途》在 MMORPG 赛道的实践验证，也在休闲社交赛道的多款产品中持续迭代完善，最终形成跨品类、跨周期的爆款产出能力。巨人网络的竞争力体现在其具备跨赛道、跨周期、跨用户代际持续打造大 DAU 产品的能力，为公司后续新业务拓展与新品孵化提供了更强支撑。

### 3. 新品储备丰富，在方向上仍有亮点

公司正在积极自研新游戏，拓宽产品矩阵，打造新增长点。其中，《名将杀》已于 2025 年 12 月 19 日开启限量不删档计费测试；中国历史题材的 SLG 游戏《五千年》和休闲竞技类策略自走棋类游戏《口袋斗蛐蛐》均已取得版号。

图表 33：巨人网络后续产品储备

产品名称	版本号进度	自研/代理	游戏类型	游戏进度
名将杀	已获得	自研	卡牌	2025.12.19 已上线
五千年	已获得	自研	SLG	多轮测试，研发中
口袋斗蛐蛐	已获得	自研	自走棋	研发中

资料来源：17173，巨人五千年微信公众号，名将杀微信公众号，华源证券研究所

### 3.1. 《名将杀》以公平竞技破局, 或为新增长曲线

《名将杀》是巨人网络自研的卡牌竞技新品, 于 2025 年 12 月 19 日开启限量不删档计费测试, 聚焦“杀牌”赛道, 对标行业头部产品《三国杀》, 凭借差异化定位与玩法创新快速打开市场关注度。

**玩家自发好评和流量破圈。**《名将杀》以“公平不氪金, 轻松全武将”为核心口号, 无强制氪金门槛即可解锁开服全武将, 切中杀牌赛道长期存在的氪金失衡玩家痛点, 同时邀请杀牌玩法鼻祖——桌游《Bang!》设计师 Emiliano Sciarra 加入共创大师团, 强化玩法正统性, 进一步吸引核心玩家群体。截至 2026 年 4 月, 《名将杀》TapTap 评分 8.2 分, TapTap 平台下载量超 55 万。

图表 34: 《名将杀》宣传图



资料来源: TapTap, 华源证券研究所

图表 35: 《名将杀》联合杀牌玩法创始人共创

杀牌“祖师爷”空降《名将杀》共创大师团!

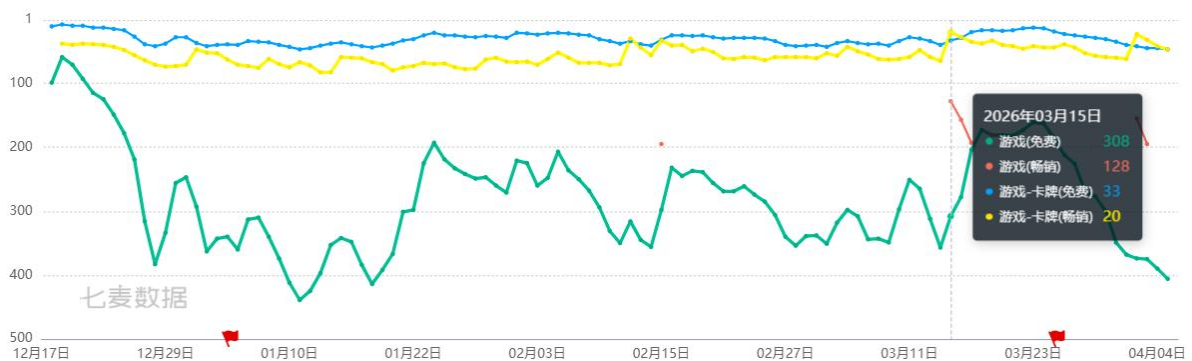
2.3万 16 2025-10-11 18:00:00 未经授权, 禁止转载



资料来源: Bilibili 名将杀视频号, 华源证券研究所

《名将杀》有望成为卡牌赛道的重要增量产品。《名将杀》延续《超自然行动组》优先优化玩法体验、再逐步推进商业化的运营策略, 上线后三个月持续打磨产品品质, 目前已初步取得成效: 产品的 iOS 排名持续上升, 已经稳居 iOS 游戏卡牌畅销榜 TOP50。考虑到巨人网络在游戏运营、版本迭代与用户留存上的既有优势, 我们认为, 《名将杀》有望成长为卡牌赛道内的潜力黑马, 为公司在卡牌竞技领域贡献新的业绩增量。

图表 36: 《名将杀》iOS 排名持续爬升, 稳居 iOS 游戏卡牌畅销榜 TOP50



资料来源: 七麦数据, 华源证券研究所

### 3.2. 《五千年》首次入局 SLG 赛道，增长可期

《五千年》是一款以中华五千年历史为背景的“率土 Like”SLG 游戏：玩家可招募不同朝代的历史英雄，通过养成、升级与阵容搭配深化策略维度，与其他玩家展开实时交互与竞技对决。SLG 品类一直以丰富的可玩性、优秀的商业变现能力和持久的生命力著称。目前“率土 Like”品类头部产品包括《率土之滨》，2025 年以来基本保持在 iOS 畅销榜前 60 名，最高达到过畅销榜 TOP7。

图表 37：SLG 游戏《率土之滨》畅销榜排名



资料来源：七麦数据，华源证券研究所

**差异化破局和社交能力复用。**区别于传统“率土 Like”SLG 以 200 人以上大联盟为核心的对抗模式，《五千年》将约 40 人规模的“家族”作为主要竞技单位，并压缩单区用户容量，避开大联盟对抗红海，转向小团体社交切入，更精准覆盖偏好高频互动和强归属感的用户群体。该设计更契合巨人网络在强社交绑定与社群运营上的优势，有望通过提升互动密度强化用户粘性，并将《征途》《球球大作战》积累的社交运营能力迁移至 SLG 赛道。2025 年 10 月 17 日，《五千年》首次进行烽启测试，本测首次启用国家玩法，以国家军队为奖励单位，吸引了大量新玩家参与，预约备战家族超 60 个，游戏开服后家族数量破百。《五千年》若凭借细分品类创新及独特巨人式家族社交设计成功突围，则有望长期为公司贡献稳定流水。

图表 38：《五千年》游戏画面



资料来源：巨人五千年微信公众号，华源证券研究所

图表 39：《五千年》烽启测试战况



资料来源：巨人五千年微信公众号，华源证券研究所

## 4. AI 赋能：重构游戏体验的新增长引擎

### 4.1. 率先拥抱 AI 浪潮，打造“AI+游戏”生态矩阵

公司在行业内率先提出全面拥抱 AI 浪潮，迅速组建 AI 实验室，确立了革新游戏生产、推动玩法创新的发展目标。公司构建起围绕自研大模型为核心的全方位 AI 基础能力，在技术、场景、生态方面均已展现出领先的技术穿透力。公司在图像、视频、语音、代码、文本、策略等方面构建高效 AI 生产链路，实现 AI 工业化管线与多模态全矩阵布局：

1) GiantGPT 作为行业首发的通用认知对话大模型之一，结合高质量自有数据与互联网公共数据训练，并针对角色演绎、情景推理、长期记忆等基础能力进行深度优化，其应用效果已在公司多个游戏业务场景中得到验证。

2) 巨人摹境是业内率先支持团队协作的 AI 绘画生产平台，构建了协作式标准 AI 美术工业化管线。传统 WebUI 的文生图和图生图各有独立页面，而巨人摹境将所有生成操作整合在一个页面，省去繁琐切换，并且生成内容以独立图层呈现，支持透明通道与图层交互。

3) 公司自研的 BaiLing-TTS 是业内首个支持多种普通话方言混说的语音大模型，构建了涵盖 20 种方言、超过 20 万小时的普通话和方言数据集，并采取多项创新技术进行大模型训练，不仅支持普通话零样本克隆，还能够生成河南话、上海话、粤语等多种方言语音。

4) 公司自研的 CodeBrain 是 AI 代码生成大模型，帮助开发者进行实时代码生成，从而减少重复编码过程，已助力研发效率提升 30%-40%，翻译大模型则实现 100%替代第三方供应商初翻，较大地降低了翻译成本。

图表 40：巨人网络“游戏+AI”生态图谱



资料来源：公司年报，华源证券研究所

## 4.2. AI 深度赋能游戏玩法，创新游戏交互体验

公司在 AI 技术的游戏场景落地上呈现出清晰的演进逻辑——前期聚焦研发提效，中期突破体验优化，终局指向玩法创新。随着模型能力提升、推理成本下降，公司加快推动 AI 驱动游戏玩法创新与体验优化。

《太空杀》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。该模式基于 PvPvE ( Player vs Player vs Environment ) 架构，实现“真人-智能体-真人”三方对抗，显著拓展了传统人机交互边界。作为累计用户超 2 亿的社交推理类产品，《太空杀》是业内最早深耕 AI 原生玩法的游戏产品，已陆续推出“AI 推理小剧场”、“AI 残局挑战”等多个 AI 玩法，构建从内容生成到智能博弈的演进路径，相关模式累计参与玩家达数百万，对局量数千万。

《原始征途》于 2025 年上半年全面接入 DeepSeek-R1，核心 AI NPC “小师妹” 完成智能化升级，以“策略辅助+情感陪伴”双定位提升用户体验。依托多年玩家数据构建“征途百科”专属架构，策略指导准确率超 99%；通过“本地知识库+动态生成+安全审核”闭环机制保障交互安全；情感系统具备情绪感知与多轮对话记忆能力，目前已面向全量用户开放，标志着征途 IP 智能化转型取得关键进展。

图表 41：《太空杀》联合三大模型打造 AI 玩法



资料来源：公司年报，华源证券研究所

图表 42：《原始征途》中的智能 AI NPC



资料来源：原始征途手游微信公众号，华源证券研究所

## 5. 研运一体，根基稳健，未来已至

### 5.1. 历史沿革：《征途》系列站稳行业地位，休闲赛道持续拓展锐新

巨人网络是老牌的游戏厂商，以“聚焦精品游戏，自主研发运营”为研发理念，奉行研发运营一体化模式，聚焦精品游戏研发。2006年公司推出《征途》，开创了游玩免费、道具付费的网游付费模式先河。《征途》于2007年同时在线人数突破100万，2008年突破210万，刷新国内网游新纪录。2007年11月巨人网络在美国纽约证券交易所成功上市，是纽交所的首支中国网游股。成立以来，公司共推出十余款“征途”系列产品，包含2011年《征途2》开创了国内第三代网游商业模式，“征途”系列产品帮助巨人网络在行业站稳头部地位。

2015年推出休闲社交竞技类热门手游《球球大作战》，上线当年DAU突破百万，为公司业绩提供新的支撑点。2016年创始人史玉柱重回一线，公司战略转型聚焦手游研发，陆续发布了《月圆之夜》《帕斯卡契约》《太空杀》等优秀新品，公司于2025年1月份冷启动发布《超自然行动组》，借用“微恐+搜打撤”玩法于暑期引爆市场，同时在线人数破百万，成为年度黑马游戏，构建巨人网络业绩增长矩阵。

图表 43：巨人网络发展历程



资料来源：巨人网络官网等，华源证券研究所

### 5.2. 股权架构：股权集中，实控人清晰

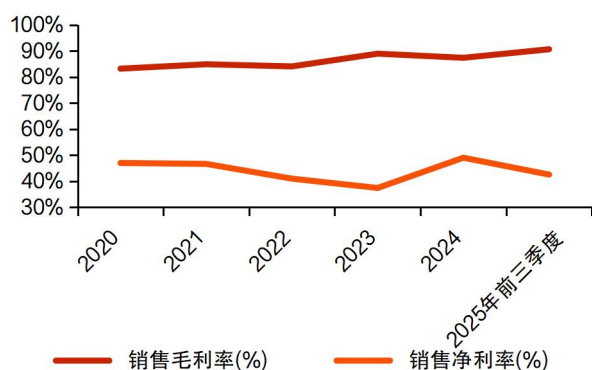
创始人史玉柱为公司实际控制人。截至2025Q3季报，上海巨人投资管理有限公司是巨人网络的第一大股东，持有29.16%的股份，第二大股东是上海腾澎投资合伙企业(有限合伙)，持股比例为10.11%，第三大股东为香港中央结算有限公司(6.99%)。

### 5.3. 财务分析：业绩稳健增长，未来可见性较强

公司业绩稳健增长,递延收入具有较强可见性。2025 年前三季度公司实现营业收入 33.68 亿元,同比增长 51.84%。2025 年前三季度实现归母净利润 14.17 亿元,同比增长 32.31%。单季度来看,2025 年第三季度收入 17.06 亿元,同比增长 115.63%。2024 年公司毛利率维持在 87%以上的高位,2025 年前三季度提升至 90.62%,这得益于公司以自研游戏为主的业务模式,IP 具有高附加值,成本端主要为服务器及渠道费用。归母净利率方面,2025 年前三季度为 42.06%,相较 2024 年同期的 48.27%有所下滑。

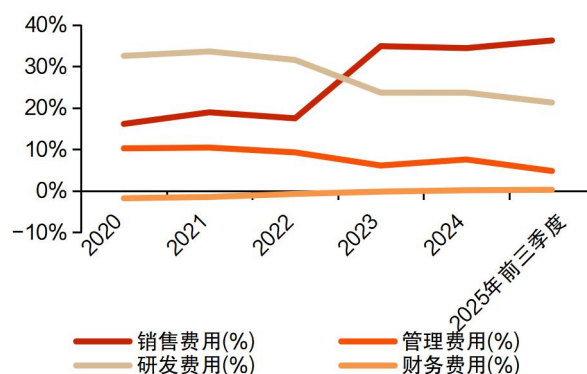
此外,公司的合同负债从 2024 年的 6.34 亿元增加至 2025 年三季度末的 13.33 亿元。由于游戏收入存在递延确认的会计处理方式,合同负债为公司未来几个季度的收入和利润增长提供了较高的可见性。

图表 44: 2020-2025 年前三季度公司毛利率和净利率情况



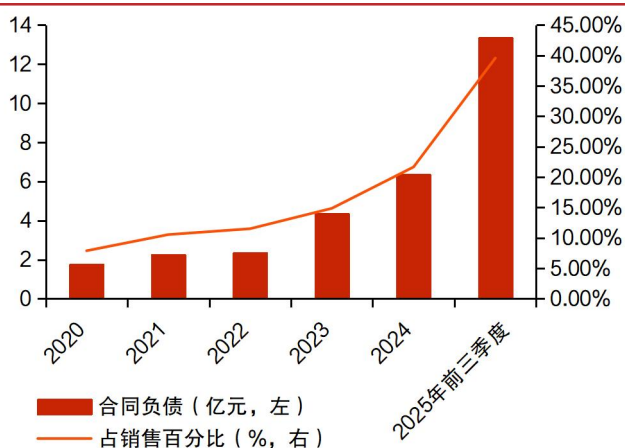
资料来源: iFinD, 华源证券研究所

图表 45: 2020-2025 年前三季度公司费用率情况



资料来源: iFinD, 华源证券研究所

图表 46: 2020-2025 年前三季度公司合同负债情况



资料来源: iFinD, 华源证券研究所

## 6. 盈利预测与评级

我们认为，《超自然行动组》流水预计仍有抬升空间。公司已于 2026 年 1 月 9 日官宣全球品牌代言人赵露思，预计将通过社交裂变吸引更多用户。2026 年 1 月 15 日新地图“秦陵龙宫”上线、1 月 23 日周年庆活动以及春节期间的重大版本更新和运营活动打造了又一阶段性的流水和活跃高峰。据超自然行动组项目组官方公告，《超自然行动组》于 2026 年 2 月 1 日 DAU 创下新高达到 1000 万，预计流水仍有抬升空间。

公司已经布局产品全球化战略，《超自然行动组》已于 2025 年 11 月 27 日登陆中国港澳台市场，已经初步验证了其产品的竞争力。此外，公司储备产品丰富，新品《名将杀》上线提供新增量。公司自研的策略卡牌游戏《名将杀》已于 2025 年 12 月 19 日开启不删档测试，《名将杀》主打“公平降氪”，若能成功切入卡牌市场，有望为公司带来新的业绩增长点。

截至 2026 年 4 月 14 日，自 2026 年 1 月 20 日高点以来，公司股价已回调 40%，当前估值中枢较前期显著下移。我们认为，股价调整后公司中长期成长逻辑并未破坏，当前估值已具备一定吸引力，后续随着《超自然行动组》长线运营持续验证、新品周期逐步展开及出海逻辑兑现，公司股价或存在修复空间。

分业务来看：

(1) 移动端网络游戏：《超自然行动组》流水预计仍有抬升空间，后续产品储备丰富，我们预计 2025-2027 年该业务营收同比分别增加 100.00%/90.00%/15.00%。

(2) 电脑端网络游戏：为公司提供稳定的现金流，预计 2025-2027 年该业务营收同比分别下滑 10.00%/5.00%/5.00%。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 16.69/44.39/52.78 亿元，同比增速分别为 17.15%/165.91%/18.92%，当前股价（2026/04/21）对应的 PE 分别为 36.49/13.72/11.54 倍。我们选取吉比特、恺英网络、世纪华通为可比公司，鉴于公司新品即将推出，全球化战略稳步推进，《超自然行动组》仍具有较强市场竞争力，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 47：可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值	归母净利润（亿元）		PE	
		2026/4/21	26E	27E	26E	27E
603444.SH	吉比特	276.64	19.01	20.95	14.55	13.21
002517.SZ	恺英网络	378.79	26.33	29.95	14.39	12.65
002602.SZ	世纪华通	1,239.75	86.31	106.07	14.36	11.69
	平均值				14.44	12.51
<b>002558.SZ</b>	<b>巨人网络</b>	<b>609.13</b>	<b>44.39</b>	<b>52.78</b>	13.72	11.54

资料来源：iFind，华源证券研究所。注：总市值单位为亿元，归母净利润单位为亿元，吉比特、恺英网络和世纪华通盈利预测来自 ifind 一致预期，巨人网络盈利预测来自华源证券研究所

## 7. 风险提示

### (1) 经营风险

如果公司对新游戏产品的研发、运营和周期管理等规划出现重大失误或由于受外部因素影响而发生偏离，导致新游戏产品的研发和运营效果不能满足不断变化的用户偏好和市场需求，新游戏产生的收益可能无法抵补上述支出，则会削弱公司未来的盈利能力。

### (2) 行业政策风险

近年来相关监管部门高度重视游戏行业的健康发展，针对游戏研发、出版、运营等环节实行较为严格的监管措施，对未成年人保护及防沉迷工作提出系列具体要求，存在行业政策环境变化的风险。

### (3) 核心人员流失风险

随着行业竞争日趋激烈、公司规模不断扩大，如果核心人才大量流失，将对公司的生产经营造成较大的影响。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,058	3,389	6,404	9,371
应收票据及账款	147	282	501	570
预付账款	30	46	82	93
其他应收款	12	19	33	38
存货	0	0	0	0
其他流动资产	244	277	325	340
<b>流动资产总计</b>	<b>2,491</b>	<b>4,014</b>	<b>7,345</b>	<b>10,412</b>
长期股权投资	9,557	10,280	11,003	11,726
固定资产	305	353	420	479
在建工程	390	350	285	220
无形资产	64	71	100	126
长期待摊费用	29	40	25	25
其他非流动资产	1,907	1,929	1,925	1,921
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,251</b>	<b>13,022</b>	<b>13,757</b>	<b>14,498</b>
<b>资产总计</b>	<b>14,743</b>	<b>17,036</b>	<b>21,103</b>	<b>24,910</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	53	109	143	162
其他流动负债	1,760	2,946	4,184	4,646
<b>流动负债合计</b>	<b>1,813</b>	<b>3,056</b>	<b>4,326</b>	<b>4,808</b>
长期借款	21	18	14	10
其他非流动负债	48	48	48	48
<b>非流动负债合计</b>	<b>69</b>	<b>66</b>	<b>62</b>	<b>58</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,881</b>	<b>3,121</b>	<b>4,388</b>	<b>4,866</b>
股本	1,489	1,489	1,489	1,489
资本公积	4,691	4,691	4,691	4,691
留存收益	6,643	7,703	10,520	13,869
归属母公司权益	12,823	13,882	16,699	20,049
少数股东权益	38	32	15	-5
<b>股东权益合计</b>	<b>12,861</b>	<b>13,914</b>	<b>16,714</b>	<b>20,044</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>14,743</b>	<b>17,036</b>	<b>21,103</b>	<b>24,910</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,431	1,023	3,782	4,619
折旧与摊销	64	103	137	133
财务费用	4	-9	-16	-27
投资损失	-661	-499	-499	-499
营运资金变动	219	1,051	954	381
其他经营现金流	-22	644	644	644
<b>经营性现金净流量</b>	<b>1,034</b>	<b>2,314</b>	<b>5,002</b>	<b>5,251</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-312</b>	<b>-378</b>	<b>-378</b>	<b>-378</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-542</b>	<b>-604</b>	<b>-1,609</b>	<b>-1,906</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>180</b>	<b>1,331</b>	<b>3,015</b>	<b>2,967</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>2,923</b>	<b>5,047</b>	<b>8,956</b>	<b>10,188</b>
<b>营业成本</b>	<b>370</b>	<b>708</b>	<b>924</b>	<b>1,047</b>
税金及附加	33	57	101	115
销售费用	1,005	1,716	2,418	2,751
管理费用	221	353	358	306
研发费用	691	1,179	1,343	1,324
财务费用	4	-9	-16	-27
资产减值损失	0	-11	-19	-22
信用减值损失	6	-4	-7	-8
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	661	499	499	499
公允价值变动损益	16	0	0	0
资产处置收益	-3	-1	-1	-1
其他收益	170	149	149	149
<b>营业利润</b>	<b>1,449</b>	<b>1,675</b>	<b>4,448</b>	<b>5,289</b>
营业外收入	3	1	1	1
营业外支出	5	5	5	5
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,447</b>	<b>1,671</b>	<b>4,444</b>	<b>5,285</b>
所得税	16	8	22	26
<b>净利润</b>	<b>1,431</b>	<b>1,663</b>	<b>4,422</b>	<b>5,259</b>
少数股东损益	6	-6	-17	-20
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1,425</b>	<b>1,669</b>	<b>4,439</b>	<b>5,278</b>
EPS(元)	0.75	0.88	2.34	2.78

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-0.05%	72.69%	77.44%	13.75%
营业利润增长率	30.70%	15.57%	165.55%	18.90%
归母净利润增长率	31.15%	17.15%	165.91%	18.92%
经营现金流增长率	-8.08%	123.72%	116.20%	4.97%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	87.34%	85.98%	89.69%	89.73%
净利率	48.96%	32.95%	49.37%	51.62%
ROE	11.11%	12.02%	26.58%	26.33%
ROA	9.67%	9.80%	21.03%	21.19%
<b>估值倍数</b>				
P/E	42.75	36.49	13.72	11.54
P/S	20.84	12.07	6.80	5.98
P/B	4.75	4.39	3.65	3.04
股息率	0.87%	1.00%	2.66%	3.17%
EV/EBITDA	14	32	12	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。