

# 长青游戏持续创新高，期待《超自然行动组》出海

——巨人网络 (002558.SZ) 26Q1 财报点评

## 核心观点

- **事项:** 2026年4月27日，巨人网络发布25年年报及26年一季报。公司26Q1收入16.8亿 (yoy+138%)，主要系新游《超自然行动组》带来增长。Q1毛利率95% (yoy+4pct)，主要系自研游戏占比提升。Q1归母净利润10.8亿 (yoy+211%)。
- **《超自然行动组》春节档创新高，且暑期有望继续拉升。**《超自然行动组》长期位居iOS免费榜TOP10，iOS畅销榜最高排名达第4名，Q1DAU突破1000万大关，跻身国内游戏市场千万DAU级别长青游戏行列；截至2026年第一季度末，累计注册用户超2亿，累计贡献流水收入突破50亿元。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。但我们认为，该产品暑期档相比春节档仍然有持续增长。此外，5月产品有望出海为Q2贡献流水增量。
- **长青IP《征途》通过小程序获得用户增长。**2025年为《征途》IP二十周年，游戏活跃人数同比提升超16%。《原始征途》小程序版本正式上线，精准匹配小程序用户轻量化、高便捷的使用需求，月流水重回1亿元，2025年全年累计新增用户突破3000万，流水同比增长18%。《王者征途》依托微信、抖音等多平台小程序渠道全面覆盖，精准触达不同圈层用户，全年新增用户超2700万，年流水突破7亿元，成为赛道重要增长引擎。我们预期该IP通过加快长青内容更新节奏实现持续增长。
- **《名将杀》冷启动免费榜持续拉升，有望暑期正式推广。**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。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。2026年有《名将杀》(卡牌)等项目预期陆续上线。我们预计26-28年归母净利润分别为46.94/57.33/63.11亿元(26/27年前值为49.59/58.41亿元，我们根据递延等假设调整，调整盈利预测)。根据可比公司2026年P/E调整后均值14倍，对应目标价34.58元，维持“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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,923	5,047	10,892	13,636	15,092
同比增长(%)	-0.0%	72.7%	115.8%	25.2%	10.7%
营业利润(百万元)	1,449	1,988	5,708	7,008	7,709
同比增长(%)	30.7%	37.1%	187.2%	22.8%	10.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,425	1,755	4,694	5,733	6,311
同比增长(%)	31.2%	23.1%	167.5%	22.1%	10.1%
每股收益(元)	0.75	0.92	2.47	3.02	3.32
毛利率(%)	87.3%	91.0%	95.5%	95.6%	95.6%
净利率(%)	48.8%	34.8%	43.1%	42.0%	41.8%
净资产收益率(%)	11.6%	12.4%	26.4%	24.9%	21.7%
市盈率	42.0	34.1	12.8	10.4	9.5
市净率	4.7	3.9	3.0	2.3	1.9

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。

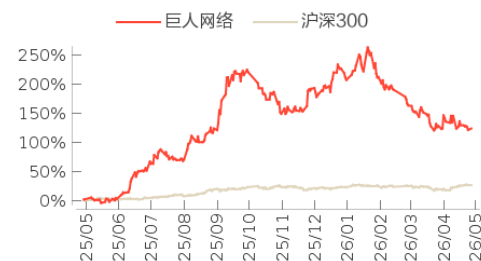
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资评级

投资评级	买入 (维持)
股价 (2026年04月27日)	31.52元
目标价格	34.58元
52周最高价/最低价	53.35/13.35元
总股本/流通A股 (万股)	190,056/190,056
A股市值 (百万元)	59,906
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2026年04月28日

## 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-2.26	-1.96	-33.4	131.16
相对表现%	-2.54	-7.92	-34.79	105.18
沪深300%	0.28	5.96	1.39	25.98



## 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 香港证监会牌照: BXO329 jinmuyang@orientsec.com.cn 021-63326320

## 相关报告

长青游戏持续创新高，AI有望助力公司平 2026-04-13  
台化能力：——巨人网络 (002558.SZ)  
首次覆盖报告

**表 1：可比公司对照表**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)					市盈率			
			2026/4/27	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
心动公司	02400	60.53	1.65	3.12	4.10	4.86	36.73	19.42	14.75	12.45	
恺英网络	002517	17.04	0.76	1.01	1.23	1.40	22.36	16.89	13.84	12.18	
腾讯控股	00700	446.06	21.27	24.64	26.87	30.23	20.97	18.10	16.60	14.75	
网易-S	09999	161.52	9.30	10.58	11.68	13.04	17.36	15.27	13.83	12.38	
世纪华通	002602	16.70	0.16	0.79	1.17	1.43	101.46	21.24	14.31	11.67	
调整后平均							18.00	14.00	12.00		

数据来源：ifind，东方证券研究所

**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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,058	6,260	13,265	20,045	27,368	营业收入	2,923	5,047	10,892	13,636	15,092
应收票据、账款及款项融资	147	203	528	633	680	营业成本	370	453	492	600	658
预付账款	30	26	79	103	101	销售费用	1,005	1,711	3,311	4,154	4,599
存货	0	0	0	0	0	管理费用	221	238	350	447	498
其他	256	167	249	244	229	研发费用	691	842	1,417	1,754	1,935
<b>流动资产合计</b>	<b>2,491</b>	<b>6,657</b>	<b>14,121</b>	<b>21,025</b>	<b>28,378</b>	财务费用	4	9	6	7	8
长期股权投资	9,557	9,323	9,119	9,333	9,258	资产、信用减值损失	(6)	3	1	1	1
固定资产	272	799	799	799	799	公允价值变动收益	16	90	32	59	63
在建工程	390	0	0	0	0	投资净收益	661	23	397	340	333
无形资产	64	56	42	28	14	其他	134	83	(38)	(65)	(81)
其他	1,969	2,128	296	285	280	<b>营业利润</b>	<b>1,449</b>	<b>1,988</b>	<b>5,708</b>	<b>7,008</b>	<b>7,709</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,251</b>	<b>12,306</b>	<b>10,256</b>	<b>10,445</b>	<b>10,351</b>	营业外收入	3	10	6	6	7
<b>资产总计</b>	<b>14,743</b>	<b>18,963</b>	<b>24,377</b>	<b>31,470</b>	<b>38,729</b>	营业外支出	5	5	8	8	8
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,447</b>	<b>1,992</b>	<b>5,706</b>	<b>7,006</b>	<b>7,707</b>
应付票据及应付账款	53	42	65	74	77	所得税	16	224	802	1,035	1,152
其他	1,760	3,416	3,863	4,976	5,677	<b>净利润</b>	<b>1,431</b>	<b>1,768</b>	<b>4,904</b>	<b>5,972</b>	<b>6,555</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,813</b>	<b>3,459</b>	<b>3,928</b>	<b>5,050</b>	<b>5,754</b>	少数股东损益	6	14	211	239	244
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,425</b>	<b>1,755</b>	<b>4,694</b>	<b>5,733</b>	<b>6,311</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.75	0.92	2.47	3.02	3.32
其他	69	82	9	9	9						
<b>非流动负债合计</b>	<b>69</b>	<b>82</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,881</b>	<b>3,540</b>	<b>3,937</b>	<b>5,058</b>	<b>5,762</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	38	29	240	479	723	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489	营业收入	-0.0%	72.7%	115.8%	25.2%	10.7%
资本公积	3,166	4,662	5,062	5,062	5,062	营业利润	30.7%	37.1%	187.2%	22.8%	10.0%
留存收益	7,749	8,956	13,649	19,382	25,693	归属于母公司净利润	31.2%	23.1%	167.5%	22.1%	10.1%
其他	420	287	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>12,861</b>	<b>15,423</b>	<b>20,440</b>	<b>26,411</b>	<b>32,967</b>	毛利率	87.3%	91.0%	95.5%	95.6%	95.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14,743</b>	<b>18,963</b>	<b>24,377</b>	<b>31,470</b>	<b>38,729</b>	净利率	48.8%	34.8%	43.1%	42.0%	41.8%
						ROE	11.6%	12.4%	26.4%	24.9%	21.7%
						ROIC	11.1%	12.0%	26.4%	24.8%	21.6%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	12.8%	18.7%	16.2%	16.1%	14.9%
净利润	1,431	1,768	4,904	5,972	6,555	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	(7)	14	19	19	19	流动比率	1.37	1.92	3.59	4.16	4.93
财务费用	4	9	6	7	8	速动比率	1.37	1.92	3.59	4.16	4.93
投资损失	(661)	(23)	(397)	(340)	(333)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	225	1,464	166	966	643	应收账款周转率	19.0	28.8	29.8	23.5	23.0
其它	42	(247)	1,444	(59)	(63)	存货周转率	-	-	-	-	-
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,034</b>	<b>2,985</b>	<b>6,143</b>	<b>6,565</b>	<b>6,830</b>	总资产周转率	0.2	0.3	0.5	0.5	0.4
资本支出	(116)	(117)	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(1,057)	238	194	(208)	74	每股收益	0.75	0.92	2.47	3.02	3.32
其他	861	192	289	423	427	每股经营现金流	0.69	2.01	4.13	4.41	4.59
<b>投资活动现金流</b>	<b>(312)</b>	<b>313</b>	<b>482</b>	<b>214</b>	<b>502</b>	每股净资产	6.75	8.10	10.63	13.64	16.97
债权融资	32	6	(15)	8	(0)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(114)	1,496	400	0	0	市盈率	42.0	34.1	12.8	10.4	9.5
其他	(461)	(597)	(6)	(7)	(8)	市净率	4.7	3.9	3.0	2.3	1.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(542)</b>	<b>906</b>	<b>380</b>	<b>1</b>	<b>(8)</b>	EV/EBITDA	36.1	26.0	9.1	7.4	6.8
汇率变动影响	(0)	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	35.9	26.2	9.1	7.4	6.8
<b>现金净增加额</b>	<b>180</b>	<b>4,202</b>	<b>7,005</b>	<b>6,780</b>	<b>7,323</b>						

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](http://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。