

## 巨人网络 (002558.SZ)

## 收入利润维持高增,《超自然行动组》长青潜力持续兑现

公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年公司实现营业总收入 50.47 亿元,同比增长 72.69%;实现归母净利润 17.55 亿元,同比增长 23.13%;实现扣非归母净利润 21.27 亿元,同比增长 31.10%。2026 年 Q1 公司实现营业收入 23.29 亿元,同比增长 221.70%;实现归母净利润 10.80 亿元,同比增长 210.58%;实现扣非归母净利润 10.14 亿元,同比增长 179.72%。

- **《超自然行动组》持续贡献业绩弹性,征途游戏稳健运营。**业绩高增的核心驱动力仍来自《超自然行动组》的持续爆发。该产品自 2025 年 1 月 23 日上线以来,凭借“中式微恐+搜打撤”的差异化玩法迅速成长为现象级爆款,长期位居 iOS 免费榜 TOP10, iOS 畅销榜最高排名达第 4 名, DAU 突破 1000 万;截至 2026 年一季度末,《超自然行动组》累计注册用户已超 2 亿、累计流水收入突破 50 亿元,公司还在 26 年 1 月签约赵露思为全球代言人,海外版已在港澳台地区试点运营,后续计划于 2026 年面向全球正式发行,国际化空间值得关注。同时,“征途”IP 稳健运营,2025 年“征途”IP 二十周年带动赛道整体经营稳健增长,游戏活跃人数同比提升超 16%;其中《原始征途》小程序版本本月流水重回 1 亿元,全年累计新增用户突破 3000 万,流水同比增长 18%,《王者征途》全年新增用户超 2700 万、年流水突破 7 亿元。此外,中国历史题材 SLG《五千年》及休闲竞技类策略对抗游戏《口袋斗蛭蛭》均已取得版号,《名将杀》已开启付费测试并于 2026 年 3 月登陆 Steam 平台。
- **递延收入持续攀升,为后续业绩释放提供支撑。**2025 年末公司合同负债达 17.10 亿元,较上年末增长 169.85%,主要系《超自然行动组》递延收入增加所致;2026 年 Q1,公司合同负债进一步升至 21.13 亿元,较年初增长 23.58%,延续快速攀升趋势。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性得到了有力支撑。
- **全方位拥抱 AI 浪潮。**公司目前已基本实现从内容生产、广告投放到社媒运营、客户服务等全业务流程的 AI 化,2D 美术资产 AI 辅助生成占比已超过 80%,并持续推动 AI 代码生成在程序设计、测试、修复等研发环节的落地,有效缩短研发周期、提升开发效率。产品侧,《超自然行动组》依托阿里云、火山引擎、腾讯云等平台支持,推出国内首个千万 DAU 级游戏原生 AI 玩法“AI 假人”;截至 2026 年一季度末,该玩法参与对局数已突破 4 亿场,累计生成 AI 假人数量超 29 亿,充分验证了 AI 玩法的市场接受度与商业价值。与此同时,公司在多模态模型、智能体及海外 AI 产品方向也取得阶段性进展,自主研发的 Vibe Me AI 上线后曾登顶美国、新加坡 Google Play 摄影榜第一。
- **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 26-28 年营业收入分别为 88.58/101.87/107.57 亿元,归母净利润分别为 45.19/51.67/55.82 亿元,对应当前股价市盈率分别为 13.5/11.8/10.9 倍,维持“强烈推荐”投资评级。

## 强烈推荐(维持)

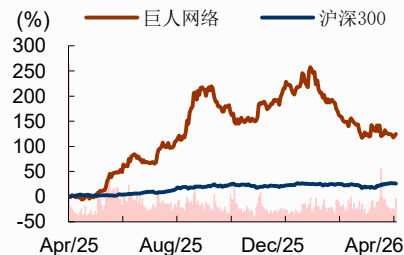
TMT 及中小盘/传媒  
目标估值: NA  
当前股价: 32.12 元

## 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)	61.0
流通市值(十亿元)	61.0
每股净资产(MRQ)	8.6
ROE(TTM)	15.2
资产负债率	19.9%
主要股东	上海巨人投资管理有限公司
主要股东持股比例	29.69%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-22	139
相对表现	-7	-23	113



## 相关报告

- 1、《巨人网络(002558)一25 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》2026-04-16
- 2、《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
- 3、《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

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

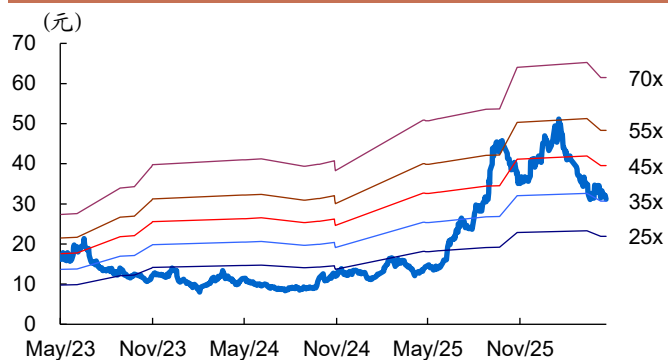
□ 风险提示：老游戏流水下滑风险、新游上线不及预期风险、买量成本上升、研发进度不及预期风险等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2923	5047	8858	10187	10757
同比增长	-0%	73%	75%	15%	6%
营业利润(百万元)	1449	1988	5080	5820	6286
同比增长	31%	37%	156%	15%	8%
归母净利润(百万元)	1425	1755	4519	5167	5582
同比增长	31%	23%	158%	14%	8%
每股收益(元)	0.75	0.92	2.38	2.72	2.94
PE	42.8	34.8	13.5	11.8	10.9
PB	4.8	4.0	3.1	2.7	2.3

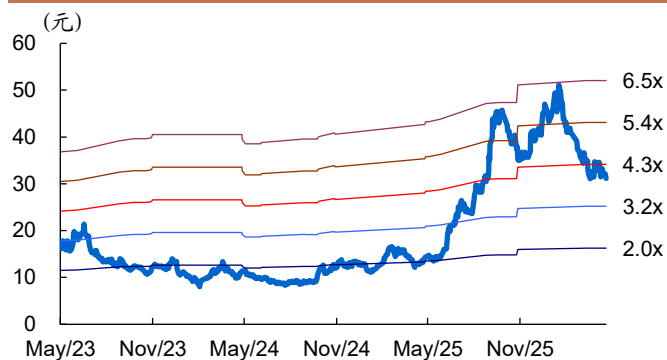
资料来源：公司数据、招商证券

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	2491	6657	11094	14409	17624
现金	2058	6260	10400	13614	16788
交易性投资	216	4	4	4	4
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	147	203	357	410	433
其它应收款	12	6	11	13	13
存货	0	0	0	0	0
其他	58	184	323	368	386
<b>非流动资产</b>	12251	12306	12738	13110	13432
长期股权投资	9557	9323	9323	9323	9323
固定资产	272	799	1254	1648	1988
无形资产商誉	196	187	168	152	136
其他	2227	1997	1992	1988	1985
<b>资产总计</b>	<b>14743</b>	<b>18963</b>	<b>23832</b>	<b>27519</b>	<b>31056</b>
<b>流动负债</b>	1813	3459	4279	4566	4544
短期借款	0	0	35	35	35
应付账款	53	42	74	81	80
预收账款	636	1711	3014	3273	3253
其他	1124	1706	1156	1178	1176
<b>长期负债</b>	69	82	82	82	82
长期借款	0	0	0	0	0
其他	69	82	82	82	82
<b>负债合计</b>	<b>1881</b>	<b>3540</b>	<b>4361</b>	<b>4648</b>	<b>4626</b>
股本	1489	1489	1489	1489	1489
资本公积金	3166	4662	4662	4662	4662
留存收益	8169	9243	13256	16615	20130
少数股东权益	38	29	65	106	150
归属于母公司所有者权益	12823	15393	19406	22766	26281
<b>负债及权益合计</b>	<b>14743</b>	<b>18963</b>	<b>23832</b>	<b>27519</b>	<b>31056</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1034	2985	5177	4957	5130
净利润	1431	1768	4555	5208	5626
折旧摊销	52	57	132	191	242
财务费用	25	22	9	9	9
投资收益	(661)	(23)	(664)	(638)	(684)
营运资金变动	222	1209	1145	187	(63)
其它	(35)	(48)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(312)	313	100	74	120
资本支出	(187)	(111)	(564)	(564)	(564)
其他投资	(124)	424	664	638	684
<b>筹资活动现金流</b>	(542)	906	(1137)	(1817)	(2076)
借款变动	110	74	(621)	0	0
普通股增加	(30)	0	0	0	0
资本公积增加	(84)	1496	0	0	0
股利分配	(527)	(640)	(506)	(1808)	(2067)
其他	(12)	(24)	(9)	(9)	(9)
<b>现金净增加额</b>	<b>180</b>	<b>4204</b>	<b>4140</b>	<b>3214</b>	<b>3174</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	2923	5047	8858	10187	10757
营业成本	370	453	797	866	861
营业税金及附加	33	64	113	130	137
营业费用	1005	1711	1949	2190	2259
管理费用	221	238	418	480	507
研发费用	691	842	1152	1324	1377
财务费用	4	9	9	9	9
资产减值损失	3	(4)	(5)	(6)	(6)
公允价值变动收益	16	90	90	90	90
其他收益	170	148	148	148	148
投资收益	661	23	425	399	445
<b>营业利润</b>	1449	1988	5080	5820	6286
营业外收入	3	10	10	10	10
营业外支出	5	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	1447	1992	5084	5824	6290
所得税	16	224	530	617	664
少数股东损益	6	14	36	41	44
<b>归属于母公司净利润</b>	1425	1755	4519	5167	5582

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-0%	73%	75%	15%	6%
营业利润	31%	37%	156%	15%	8%
归母净利润	31%	23%	158%	14%	8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	87.3%	91.0%	91.0%	91.5%	92.0%
净利率	48.8%	34.8%	51.0%	50.7%	51.9%
ROE	11.6%	12.4%	26.0%	24.5%	22.8%
ROIC	11.0%	12.0%	25.3%	24.4%	22.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	12.8%	18.7%	18.3%	16.9%	14.9%
净负债比率	4.4%	3.5%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	1.4	1.9	2.6	3.2	3.9
速动比率	1.4	1.9	2.6	3.2	3.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率					
应收账款周转率	19.0	28.8	31.6	26.6	25.5
应付账款周转率	7.0	9.5	13.7	11.2	10.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.75	0.92	2.38	2.72	2.94
每股经营净现金	0.54	1.57	2.72	2.61	2.70
每股净资产	6.75	8.10	10.21	11.98	13.83
每股股利	0.22	0.27	0.95	1.09	1.17
<b>估值比率</b>					
PE	42.8	34.8	13.5	11.8	10.9
PB	4.8	4.0	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	28.2	20.6	8.0	6.9	6.4

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。