

巨人网络 (002558.SZ)

优于大市

《超自然行动组》持续优良表现，新游潜力较大

核心观点

2025 年收入同增 72.7%。1) 公司 2025 年实现营收 50.5 亿元，同比+72.7%；归母净利润 17.6 亿元，同比+23.1%；扣非净利润 21.3 亿元，同比+31.1%。收入利润均实现较大幅增长，主要是由于《超自然行动组》的拉动；利润增速低于收入增速的主要原因是投资收益同比下降 6.4 亿的一次性影响。2) 单看 2025 年第四季度，公司实现营收 16.8 亿元，同比+138.3%；归母净利润 3.4 亿元，同比-4.6%，主要是由于计提所得税所致；扣非净利润 6.4 亿元，同比+84.5%。3) 2026 年第一季度，公司收入 23.3 亿元，同比+221.7%；归母净利润 10.8 亿元，同比+210.6%；扣非净利润 10.1 亿元，同比+179.7%。

爆款产品推动毛利率提升，费用率整体下降 10.2 个百分点。公司 2025 年毛利率 91.0%，同比+3.7 个百分点，主要由于《超自然行动组》等游戏的优秀表现；费用率整体下降 10.2 个百分点至 55.5%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 33.9%/4.7%/0.2%/16.7%，同比-0.5/-2.8/+0.1/-7.0 个百分点。

《超自然行动组》表现亮眼，“征途”IP 运营能力持续提升。1) 截至 2026 年第一季度末，《超自然》累计注册用户超 2 亿、累计流水超 50 亿元。2) 此外，公司在国战 MMORPG 赛道布局稳健；2025 年“征途”IP 用户规模及营收均有增长，其中《原始征途》小程序版本正式上线，满足用户轻量化需求，月流水重回 1 亿元，流水同比+18%。《王者征途》全年新增用户超 2700 万，年流水超 7 亿。

新游戏丰富产品矩阵，潜力较大。策略卡牌游戏《月圆之夜》2025 年实现流水同比增长，2026 年 4 月 16 日正式上线了全新 CCG 对战模式，上线初期实现用户回流与流水提升。卡牌 IP 游戏《名将杀》已于 2025 年 12 月开启不删档付费测试，并于 2026 年 3 月 17 日登陆 Steam 平台，预计将于 2026 年暑期档上市上线推广，目前《名将杀》日均活跃用户和流水逐月抬升，目前月流水已超千万，市场潜力较大。

风险提示：新品上线进度或流水不及预期；产品竞争激烈；监管风险。

投资建议：看好公司研发实力和长线运营能力，维持“优于大市”评级。公司的“征途”和“球球大作战”长青 IP 运营稳健、《超自然行动组》爆火且长线运营潜力大、新游戏储备丰富，我们维持盈利预测，预计 2026-2027 年净利润分别为 45.3/51.0 亿、新增 2028 年盈利预测 56.4 亿，EPS 分别为 3.04/3.43/3.79 元，对应 PE 为 10x/9x/8x；公司产品研发实力强、长线运营能力优秀，《超自然行动组》表现有望维持、新游持续贡献增量，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,923	5,047	9,522	11,677	13,641
(+/-%)	-0.0%	72.7%	88.6%	22.6%	16.8%
净利润(百万元)	1425	1755	4527	5101	5636
(+/-%)	31.2%	23.1%	158.0%	12.7%	10.5%
每股收益(元)	0.96	1.18	3.04	3.43	3.79
EBIT Margin	20.6%	34.4%	42.9%	43.7%	41.9%
净资产收益率 (ROE)	11.1%	11.4%	24.5%	23.2%	21.9%
市盈率 (PE)	32.9	26.7	10.4	9.2	8.3
EV/EBITDA	75.1	28.2	12.0	9.8	8.8
市净率 (PB)	3.66	3.05	2.54	2.14	1.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

传媒·游戏 II

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

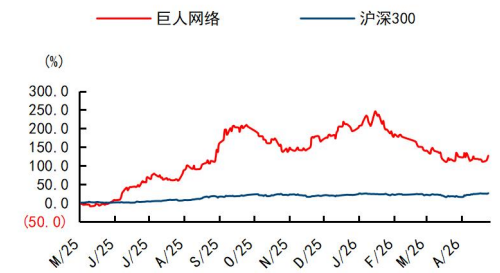
chenyaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	33.51 元
总市值/流通市值	63688/63688 百万元
52 周最高价/最低价	53.35/13.53 元
近 3 个月日均成交额	1643.77 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《巨人网络 (002558.SZ) - 长青 IP 铸就基本盘，休闲赛道打开向上空间》——2026-01-25

2025 年收入利润均实现较大幅的增长。1) 公司 2025 年实现营收 50.5 亿元，同比+72.7%；归母净利润 17.6 亿元，同比+23.1%；扣非净利润 21.27 亿元，同比+31.1%。收入利润均实现大幅增长，主要是由于《超自然行动组》的拉动；利润增速低于收入增速的主要原因是投资收益同比下降 6.4 亿的一次性影响。2) 单看 2025 年第四季度，公司实现营收 16.8 亿元，同比+138.3%；归母净利润 3.38 亿元，同比-4.6%，主要是由于计提所得税所致；扣非净利润 6.4 亿元，同比+84.5%。3) 2026 年第一季度，公司收入 23.3 亿元，同比+221.7%；归母净利润 10.8 亿元，同比+210.6%；扣非净利润 10.1 亿元，同比+179.7%。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



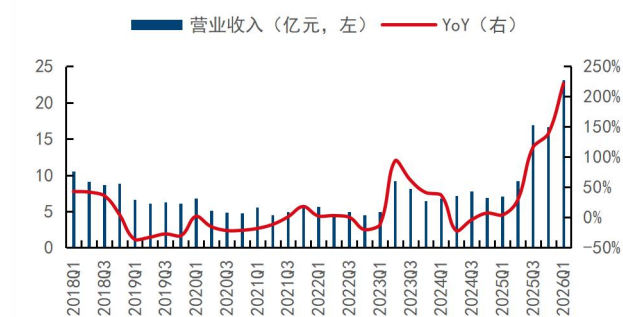
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

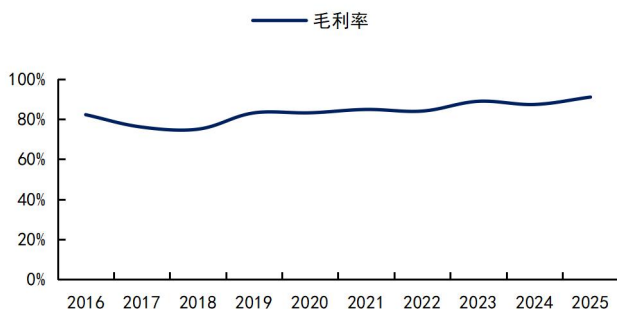
图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

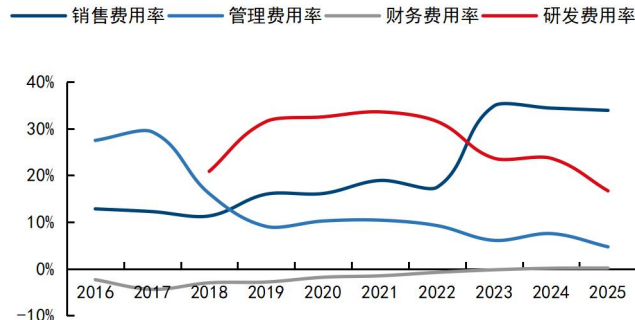
《超自然行动组》等新游推动毛利率提升，费用率整体下降 10.2 个百分点。公司 2025 年毛利率 91.0%，同比增长 3.7 个百分点，主要由于《超自然行动组》等新游戏的优秀表现；费用率整体下降 10.2 个百分点至 55.5%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 33.9%/4.7%/0.2%/16.7%，同比-0.5/-2.8/+0.1/-7.0 个百分点。

图5: 公司毛利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

《超自然行动组》表现亮眼，“征途”IP运营能力持续提升。1) 截至2026年第一季度末，《超自然》累计注册用户超2亿、累计流水超50亿元。2) 此外，公司在国战MMORPG赛道布局稳健；2025年“征途”IP用户规模及营收均有增长，其中《原始征途》小程序版本正式上线，满足用户轻量化需求，月流水重回1亿元，流水同比+18%。《王者征途》全年新增用户超2700万，年流水超7亿。

新游戏丰富产品矩阵，潜力较大。策略卡牌游戏《月圆之夜》2025年实现流水同比增长，26年4月16日正式上线了全新CCG对战模式，上线初期实现用户回流与流水提升。卡牌IP游戏《名将杀》已于2025年12月开启不删档付费测试，并于2026年3月17日登陆Steam平台，预计将于2026年暑期档上市上线推广，目前《名将杀》日均活跃用户和流水逐月抬升，目前月流水已超千万，市场潜力较大。

投资建议：看好公司研发实力和长线运营能力，维持“优于大市”评级。公司的“征途”和“球球大作战”长青IP运营稳健、《超自然行动组》爆火且长线运营潜力大、新游戏储备丰富，我们维持盈利预测，预计2026-2027年净利润分别为45.3/51.0亿、新增2028年盈利预测56.4亿，EPS分别为3.04/3.43/3.79元，对应PE为10x/9x/8x；公司产品研发实力强、长线运营能力优秀，《超自然行动组》表现有望维持、新游持续贡献增量，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
002558.SZ	巨人网络	优于大市	31.52	596	0.96	1.18	3.04	3.43	32.9	26.7	10.4	9.2
002517.SZ	恺英网络	优于大市	17.30	369	0.76	0.89	1.24	1.41	22.8	19.4	14.0	12.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 恺英网络为wind一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2058	6260	8579	12182	16427	营业收入	2923	5047	9522	11677	13641
应收款项	159	210	470	576	673	营业成本	370	453	847	1057	1370
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	33	64	64	78	91
其他流动资产	58	184	190	234	273	销售费用	1005	1711	2380	2861	3410
流动资产合计	2491	6657	9242	12994	17376	管理费用	221	238	574	656	807
固定资产	662	799	913	1012	1100	研发费用	691	842	1571	1927	2251
无形资产及其他	64	56	54	53	52	财务费用	4	9	(55)	(84)	(123)
投资性房地产	1969	2128	2128	2128	2128	投资收益	661	23	980	595	550
长期股权投资	9557	9323	9423	9623	9723	资产减值及公允价值变动	16	89	20	15	15
资产总计	14743	18963	21761	25811	30379	其他收入	(518)	(696)	(1571)	(1927)	(2251)
短期借款及交易性金融负债	650	656	656	656	656	营业利润	1449	1988	5141	5792	6399
应付款项	53	42	113	142	186	营业外净收支	(2)	5	0	0	0
其他流动负债	1109	2760	2342	2824	3453	利润总额	1447	1992	5141	5792	6399
流动负债合计	1813	3459	3111	3623	4296	所得税费用	16	224	577	651	719
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	6	14	36	40	44
其他长期负债	69	82	122	162	192	归属于母公司净利润	1425	1755	4527	5101	5636
长期负债合计	69	82	122	162	192	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1881	3540	3233	3784	4487	净利润	1425	1755	4527	5101	5636
少数股东权益	38	29	54	81	111	资产减值准备	(27)	9	0	0	0
股东权益	12823	15393	18474	21945	25781	折旧摊销	47	52	88	98	109
负债和股东权益总计	14743	18963	21761	25811	30379	公允价值变动损失	(16)	(89)	(20)	(15)	(15)
关键财务与估值指标						财务费用	4	9	(55)	(84)	(123)
每股收益	0.96	1.18	3.04	3.43	3.79	营运资本变动	212	1327	(574)	402	567
每股红利	0.29	0.38	0.97	1.09	1.21	其它	31	0	24	27	30
每股净资产	8.61	10.34	12.41	14.74	17.32	经营活动现金流	1672	3054	4046	5614	6328
ROIC	16.48%	29.52%	52%	63%	75%	资本开支	0	(272)	(181)	(181)	(181)
ROE	11.11%	11.40%	25%	23%	22%	其它投资现金流	(1)	212	0	0	0
毛利率	87%	91%	91%	91%	90%	投资活动现金流	(1080)	174	(281)	(381)	(281)
EBIT Margin	21%	34%	43%	44%	42%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	35%	44%	44%	43%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-0%	73%	89%	23%	17%	支付股利、利息	(429)	(561)	(1446)	(1630)	(1801)
净利润增长率	31%	23%	158%	13%	10%	其它融资现金流	435	2095	0	0	0
资产负债率	13%	19%	15%	15%	15%	融资活动现金流	(423)	974	(1446)	(1630)	(1801)
股息率	0.9%	1.2%	3.1%	3.5%	3.8%	现金净变动	169	4202	2318	3603	4246
P/E	32.9	26.7	10.4	9.2	8.3	货币资金的期初余额	1889	2058	6260	8579	12182
P/B	3.7	3.0	2.5	2.1	1.8	货币资金的期末余额	2058	6260	8579	12182	16427
EV/EBITDA	75.1	28.2	12.0	9.8	8.8	企业自由现金流	0	2650	2960	4844	5565
						权益自由现金流	0	4745	3008	4919	5674

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032