

巨人网络 (002558)

2025 年报及 26Q1 季报点评：业绩超预期，出海增量可期

买入 (维持)

2026 年 05 月 06 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	2,923	5,047	9,014	10,123	12,440
同比 (%)	(0.05)	72.69	78.59	12.31	22.89
归母净利润 (百万元)	1,425	1,755	4,359	4,728	5,486
同比 (%)	31.15	23.13	148.43	8.48	16.01
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.75	0.92	2.29	2.49	2.89
P/E (现价&最新摊薄)	43.78	35.55	14.31	13.19	11.37

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年报及 26Q1 季报, 2025 年公司实现营业收入 50.5 亿元, 同比增长 73%; 归母净利润 17.6 亿元, 同比增长 23%; 扣非净利润 21.3 亿元, 同比增长 31%。26Q1 公司实现营业收入 23.3 亿元, 同比增长 222%; 归母净利润 10.8 亿元, 同比增长 211%; 扣非归母净利润 10.1 亿元, 同比增长 180%, 公司业绩超市场预期。
- **规模效应显现, 费用率显著摊薄。** 26Q1 销售费用率为 30.0%, 同比下降 8.4pct; 管理费用率为 2.8%, 同比下降 3.6pct; 研发费用率为 13.8%, 同比下降 9.1pct。26Q1 合同负债较期初增加 4.0 亿元至 21.1 亿元, 产品流水蓄水充足, 将为未来 1-2 个季度的表内收入确认提供强有力的支撑。
- **《超自然行动组》为核心引擎, 出海增量可期。**《超自然行动组》自 2025 年 1 月上线后成长为现象级爆款, 截至 26Q1, 累计注册用户超 2 亿, 累计贡献流水超 50.0 亿元, DAU 突破 1000 万。该产品长期位居 iOS 畅销榜前列, 展现出大 DAU 长青游戏商业化潜力。《超自然行动组》已在境外港澳台地区试点成功, 近期有望在海外全面上线, 海外流水有望持续超预期。
- **存量游戏稳固, 小程序红利释放。**“征途”IP 迎来 20 周年, 整体经营稳健, 25 年游戏活跃人数同比提升超 16%。《原始征途》小程序版本上线后精准契合轻量化需求, 带动月流水重回 1.0 亿元, 25 年新增用户突破 3000 万, 流水同比增长 18%。《王者征途》依托多平台小程序渠道, 25 年新增用户超 2700 万, 年流水突破 7.0 亿元。《球球大作战》通过“小程序+APP”双轮驱动巩固存量, 其小程序 25 年累计新增用户超 3500 万, 活跃用户超 100 万。此外, 公司在研卡牌新作《名将杀》计划于 2026 年暑期档正式上线。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑《超自然》出海贡献增量, 我们调整 2026-2027 年归母净利润预期至 43.6/47.3 亿元 (前值为 42.8/47.6 亿元), 并预计公司 2028 年实现归母净利润 54.9 亿元。2026 年 4 月 29 日收盘价对应 2026/2027/2028 年 PE 分别为 15/14/12 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 老游流水超预期下滑, 行业监管风险, 地缘政治的不确定性。

市场数据

收盘价(元)	32.82
一年最低/最高价	13.53/53.35
市净率(倍)	3.82
流通 A 股市值(百万元)	62,376.44
总市值(百万元)	62,376.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.58
资产负债率(% ,LF)	19.86
总股本(百万股)	1,900.56
流通 A 股(百万股)	1,900.56

相关研究

《巨人网络(002558): 2025 年三季度报点评: 流水超预期, 关注业绩弹性释放》

2025-10-29

《巨人网络(002558): 2025 年半年报点评: 业绩符合预期, 玩法创新突破, 关注业绩弹性释放》

2025-08-28

巨人网络三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>6,657</b>	<b>11,173</b>	<b>14,864</b>	<b>20,240</b>	<b>营业总收入</b>	<b>5,047</b>	<b>9,014</b>	<b>10,123</b>	<b>12,440</b>
货币资金及交易性金融资产	6,264	10,594	14,227	19,457	营业成本(含金融类)	453	808	1,012	1,866
经营性应收款项	230	410	466	609	税金及附加	64	115	129	158
存货	0	0	0	0	销售费用	1,711	2,524	2,834	3,234
合同资产	0	0	0	0	管理费用	238	315	354	435
其他流动资产	164	169	170	173	研发费用	842	1,172	1,417	1,742
<b>非流动资产</b>	<b>12,306</b>	<b>12,478</b>	<b>12,498</b>	<b>12,512</b>	财务费用	9	(31)	(53)	(71)
长期股权投资	9,323	9,346	9,357	9,369	加:其他收益	148	90	101	124
固定资产及使用权资产	820	829	840	847	投资净收益	23	721	810	995
在建工程	0	11	24	37	公允价值变动	90	0	0	0
无形资产	56	56	56	56	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	132	132	132	132	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	24	24	24	24	<b>营业利润</b>	<b>1,988</b>	<b>4,922</b>	<b>5,340</b>	<b>6,195</b>
其他非流动资产	1,952	2,081	2,066	2,048	营业外净收支	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>18,963</b>	<b>23,650</b>	<b>27,362</b>	<b>32,752</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,992</b>	<b>4,922</b>	<b>5,340</b>	<b>6,195</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,459</b>	<b>5,548</b>	<b>6,241</b>	<b>8,130</b>	减:所得税	224	541	587	681
短期借款及一年内到期的非流动负债	656	654	654	654	<b>净利润</b>	<b>1,768</b>	<b>4,381</b>	<b>4,752</b>	<b>5,513</b>
经营性应付款项	43	78	97	177	减:少数股东损益	14	22	24	28
合同负债	1,710	3,053	3,429	4,214	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,755</b>	<b>4,359</b>	<b>4,728</b>	<b>5,486</b>
其他流动负债	1,049	1,763	2,061	3,085	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.92	2.29	2.49	2.89
非流动负债	82	77	77	77	EBIT	1,886	4,891	5,287	6,124
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,955	4,969	5,369	6,210
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.03	91.03	90.00	85.00
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	34.76	48.35	46.71	44.10
其他非流动负债	73	69	69	69	收入增长率(%)	72.69	78.59	12.31	22.89
<b>负债合计</b>	<b>3,540</b>	<b>5,626</b>	<b>6,319</b>	<b>8,207</b>	归母净利润增长率(%)	23.13	148.43	8.48	16.01
归属母公司股东权益	15,393	17,973	20,968	24,442					
少数股东权益	29	51	75	103					
<b>所有者权益合计</b>	<b>15,423</b>	<b>18,025</b>	<b>21,043</b>	<b>24,545</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,963</b>	<b>23,650</b>	<b>27,362</b>	<b>32,752</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,985	5,494	4,660	6,347	每股净资产(元)	7.96	9.46	11.03	12.86
投资活动现金流	313	596	687	875	最新发行在外股份(百万股)	1,901	1,901	1,901	1,901
筹资活动现金流	906	(1,779)	(1,734)	(2,011)	ROIC(%)	11.30	25.03	23.30	23.23
现金净增加额	4,202	4,311	3,613	5,210	ROE-摊薄(%)	11.40	24.25	22.55	22.44
折旧和摊销	69	78	82	86	资产负债率(%)	18.67	23.79	23.09	25.06
资本开支	(110)	(44)	(52)	(52)	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.55	14.31	13.19	11.37
营运资本变动	1,284	1,906	635	1,743	P/B(现价)	4.13	3.47	2.97	2.55

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>