

巨人网络 (002558)

高潜新游驱动业绩高增，未来成长确定性强

◆ 深耕精品游戏二十年，双赛道格局构筑差异化竞争壁垒。公司成立于2004年，总部位于上海。公司以互联网游戏研发与运营为核心主业，历经二十年积累，确立了“国战 MMORPG”与“休闲竞技”双赛道并举的精品化发展格局。国战 MMORPG 赛道以“征途”IP 为核心，累计覆盖数亿用户，是国内该细分赛道的标杆级 IP；休闲竞技赛道以《球球大作战》为基本盘，累计设备安装量突破6亿，并于2025年初凭借新品《超自然行动组》实现爆款突围。公司长期坚持自主研发、研运一体化模式，AI 技术已深度渗透美术、程序、测试及广告投放等全业务流程，2D 美术资产 AI 辅助生成占比超80%。

◆ 25年公司业绩全面高增，现金流大幅改善验证盈利质量。

➢ 业绩方面，25年公司实现营业收入50.47亿元/同比+72.69%，主要来自《超自然行动组》上线带来的流水放量。归母净利润17.55亿元/同比+23.13%，扣非归母净利润21.27亿元/同比+31.10%，经营活动现金流量净额29.85亿元/同比+188.68%（较上年10.34亿元大幅改善），现金流的强劲表现验证预充值模式下的造血能力。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别为7.24/9.38/17.06/16.79亿元，扣非归母净利润分别为3.62/4.44/6.78/6.43亿元，Q3-Q4 连续两季度维持高位，反映《超自然行动组》进入稳定运营期后持续强劲的流水表现。26Q1 延续高增态势，实现营收23.29亿元/同比+221.70%，归母净利润10.80亿元/同比+210.58%。分业务看，25年移动端/电脑端网络游戏业务分别实现营收43.12/6.28亿元，分别同比+97.75%/-7.80%，毛利率分别为91.64%/88.06%；其他游戏相关业务营收0.97亿元/同比+75.31%，毛利率为89.73%。

➢ 盈利能力方面，①毛利率方面，2025年全年公司整体毛利率约91.03%/同比+3.69pcts，游戏业务毛利率维持高位且持续提升，《超自然行动组》收入占比提升有望继续抬升毛利率。②费率方面，2025年全年公司销售费用率随收入规模扩大呈下降趋势（3.91%/同比-0.48pcts），规模效应逐步显现；管理费用率同比

投资评级

买入

首次评级

2026年06月01日

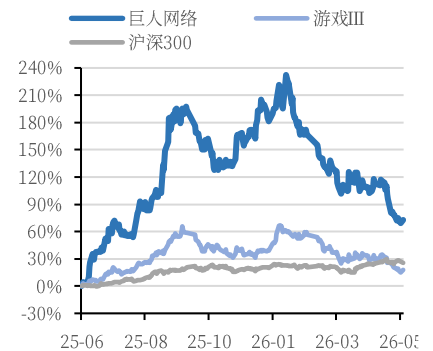
收盘价(元):

26.35

公司基本数据

总股本(百万股)	1,900.56
总市值(百万)	50,079.81
流通股本(百万股)	1,900.56
流通市值(百万)	50,079.81
12月最高/最低价(元)	53.35/14.60
资产负债率(%)	19.86
每股净资产(元)	8.58
市盈率(TTM)	20.14
市净率(PB)	3.07
净资产收益率(%)	6.62

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 分析师
SAC 执业证书: S0640525040003
联系电话:
邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

1

亦有所下降（4.72%/同比-2.83pcts），运营效率趋于稳健。③
现金流方面，经营活动现金流量净额 29.85 亿元（同比+188.68%），盈利的现金含量显著提升；合同负债（递延收入）25 年末达 17.10 亿元（同比+169.85%），为未来 1-2 年业绩释放提供强确定性支撑。

◆ **休闲竞技赛道：《超自然行动组》爆款成型，全球化布局蓄势待发。**

《超自然行动组》是 2025 年业绩高增的核心驱动力。游戏于 2025 年 1 月 23 日上线，以“中式微恐+搜打撤”差异化玩法精准覆盖年轻及女性玩家群体，截至 26Q1 末累计注册用户超 2 亿、DAU 突破 1000 万、累计流水超 50 亿元，已进入国内千万级 DAU 长青游戏行列。游戏采取高频迭代的玩法、周年庆新地图、双拼世界与穿越机制等内容创新，通过与赵露思等明星合作及 IP 联动持续扩大用户圈层。值得关注的是，当前商业化策略仍相对克制，尚未采用常见促销拉收手段，随着皮肤品质升级和商业化体系的逐步完善，流水仍具备较大提升空间。港澳台地区已试点运营并进入当地应用商店免费榜前三，全球版本年内正式上线，重点聚焦美、日、韩等核心市场，海外增量空间有望打开。《球球大作战》通过小程序+APP 双轮驱动，2025 年小程序累计新增用户超 3500 万，为 APP 端高效转化提供持续来源，赛道基本盘稳固。我们认为，《超自然行动组》的爆款持续性已通过 DAU 稳定在 1000 万以上得到验证，克制的商业化策略意味着未来存在明确的流水提升空间，若海外市场顺利推进，有望打开新增长空间，是值得重点跟踪的核心变量。

◆ **国战 MMORPG 赛道：征途 IP 小程序化突围，长青战略成效显著。**

征途 IP 在 2025 年迎来 20 周年，通过小程序化战略成功触达更广泛用户圈层，游戏活跃人数同比提升超 16%。《原始征途》小程序版月流水重回 1 亿元，全年流水同比增长 18%，累计新增用户突破 3000 万；《王者征途》依托多平台小程序渠道，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。公司持续深化长青游戏战略，通过加快内容更新、创新玩法以及与非遗文旅等跨界联动，不断延长 IP 生命周期。低成本精品短剧与 KOL 直播模式的引入，有效提升了获客效率与品牌传播覆盖面。我们认为，小程序渠道的崛起为征途这一成熟 IP 开辟了低成本获客的新通道，有效对冲了传统端游流量下滑的压力。

◆ **新品储备与 AI 战略：卡牌赛道布局有序，AI 赋能全链路降本增效。**

策略卡牌游戏《名将杀》于 2025 年 12 月开启不删档测试，2026 年 3

月登陆 Steam 平台，主打公平降氪策略，切中玩家核心痛点，目前月流水已超千万，计划于 2026 年暑期档正式上线推广。历史题材 SLG 游戏《五千年》等多款产品仍在研发测试中，产品矩阵持续丰富。AI 战略方面，公司已实现从内容生产、广告投放到社媒运营、客服等全业务流程的 AI 化。2D 美术资产 AI 辅助生成占比超 80%，有效压缩研发周期与综合成本。在《超自然行动组》中成功落地国内首个千万 DAU 级游戏原生 AI 玩法“AI 假人”，截至 26Q1 该玩法参与对局数已突破 4 亿场，验证了原生 AI 玩法的市场接受度。“千影 QianYing”系列多模态模型持续迭代，AI 视频内容生成产品 VibeMe 上线后登顶美国、新加坡 GooglePlay 摄影榜榜首，AI 战略的外部商业化探索已迈出实质性步伐。我们认为，其一，AI 对研发成本的系统性压降有望形成可量化的竞争优势，并将随 AI 技术的持续演进进一步强化；其二，《名将杀》若暑期档推广顺利，有望成为继《超自然行动组》之后的下一个增量来源；其三，VibeMe 的海外商业化探索将 AI 能力从游戏内部工具向外部变现延伸，长期战略价值值得持续关注。

- ◆ **投资建议：**公司“休闲竞技+国战 MMORPG”双赛道格局稳固，《超自然行动组》全球发行在即，递延收入高增锁定未来业绩确定性，AI 战略内外双线推进打开长期成长空间。我们认为当前阶段市场定价核心在《超自然行动组》的海外拓展进度与递延收入的业绩释放节奏，短期催化剂充足。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 40.25/47.18/51.98 亿元，EPS 分别为 2.12/2.48/2.73 元，对应目前 PE 分别为 12/11/10，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**《超自然行动组》全球发行后海外市场用户获取不及预期风险；游戏行业监管政策变化风险；存量 IP 用户自然流失导致基本盘收入下滑风险；新品研发及商业化推广不及预期风险；Playtika 等联营企业经营波动带来的投资收益不确定性风险。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2922.85	5047.39	9119.15	10131.32	11077.96
增长率 (%)	-0.05%	72.69%	80.67%	11.10%	9.34%
归属母公司股东净利润	1424.90	1754.51	4024.95	4718.29	5197.51
增长率 (%)	31.15%	23.13%	129.41%	17.23%	10.16%
每股收益 EPS(元)	0.75	0.92	2.12	2.48	2.73
PE	35.15	28.54	12.44	10.62	9.64

资料来源：同花顺，中航证券研究所

◆ 公司主要业务拆分

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,922.85	5,047.39	9,119.15	10,131.32	11,077.96
yoy	-0.05%	72.69%	80.67%	11.10%	9.34%
毛利率	87.34%	91.03%	92.09%	91.61%	91.58%
1、移动端网络游戏					
收入	2,180.39	4,311.77	8,407.95	9,416.91	10,358.60
yoy	5.19%	97.75%	95.00%	12.00%	10.00%
毛利率	88.10%	91.64%	92.50%	92.00%	92.00%
2、电脑端网络游戏					
收入	681.02	627.89	577.65	548.77	521.33
yoy	-15.83%	-7.80%	-8.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	85.94%	88.06%	88.00%	87.50%	87.00%
3、其他游戏相关业务					
收入	55.06	96.53	120.66	150.82	180.99
yoy	146.04%	75.31%	25.00%	25.00%	20.00%
毛利率	87.69%	89.73%	89.00%	88.00%	86.00%
4、其他业务					
收入	4.24	11.21	12.89	14.82	17.04
yoy	-69.20%	164.34%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	-76.43%	35.38%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：同花顺，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。**本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。**

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637