

## 2024 年与 1Q25 财报点评：一季度大幅扭亏，期待异环二测与上线

完美世界 (002624.SZ)

### 核心观点

24 年公司对业务进行系统性梳理、人员优化，亏损目前已经落地（24 年归母净利润亏损 12.9 亿元）。1Q25 业绩大幅扭亏，公司在业务经营、组织管理方面步入发展快车道。

1、Q1 大幅扭亏，主要由去年 12 月上线的《诛仙世界》贡献，游戏首 30 日流水超 4 亿元，且初期的市场营销费用大多在 4Q24 确认，《诛仙世界》在 1Q25 贡献正向利润。DOTA2 与 CS 两款老牌端游通过赛事活动运营的影响力，实现收入同比增长。影视业务对多部电视剧确收。

2、费用端轻装上阵，1Q25 管理与研发费用合计 6.5 亿，同环比下降 15%/14%，去年人员团队梳理优化效果明显。

3、期待《异环》国内二测与海外首测。去年异环 PC 端首测后广受好评，我们体验后认为游戏的大世界框架基础好，相较于市面上的二游做出了明显创新。

### 事件

公司发布 2024 年年度报告，2024 年公司实现收入 55.7 亿，同比下降 28.5%，实现归母净利润为亏损 12.9 亿元，扣非口径为亏损 13.1 亿元。公司同时发布 2025 年第一季度报告，1Q25 公司实现收入 20.2 亿，同比增长 52%，实现归母净利润 3.0 亿，同比大幅扭亏，扣非归母净利润 1.6 亿，同比大幅扭亏。

#### 主要财务指标

|           | 2023  | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E  |
|-----------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万)  | 7,791 | 5,570  | 7,201 | 9,733 | 11,112 |
| YoY(%)    | 2%    | -29%   | 29%   | 35%   | 14%    |
| 净利润(百万)   | 491   | -1,288 | 720   | 2,053 | 2,459  |
| YoY(%)    | -64%  | -362%  | 156%  | 185%  | 20%    |
| 净利率(%)    | 6%    | -23%   | 10%   | 21%   | 22%    |
| EPS(摊薄/元) | 0.25  | -0.66  | 0.37  | 1.06  | 1.27   |
| P/E(倍)    | 48.5  | -18.5  | 33.1  | 11.6  | 9.7    |

资料来源：iFinD，中信建投证券

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

010-56135147

SAC 编号:S1440523110001

发布日期：2025 年 04 月 28 日

当前股价：12.28 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

|               | 1 个月          | 3 个月      | 12 个月        |
|---------------|---------------|-----------|--------------|
|               | -17.52/-13.25 | 8.62/7.41 | -9.68/-21.70 |
| 12 月最高/最低价(元) |               |           | 13.53/7.01   |
| 总股本(万股)       |               |           | 193,996.84   |
| 流通 A 股(万股)    |               |           | 182,735.53   |
| 总市值(亿元)       |               |           | 188.18       |
| 流通市值(亿元)      |               |           | 177.25       |
| 近 3 月日均成交量(万) |               |           | 6515.48      |
| 主要股东          |               |           |              |
| 完美世界控股集团有限公司  |               |           | 22.32%       |

#### 股价表现



#### 相关研究报告

|          |   |
|----------|---|
| 24.04.21 | 【中信建投游戏 II】完美世界(002624):23 年年报点评:新品上线有望带动恢复,分红超预期 |
| 24.01.31 | 【中信建投游戏 II】完美世界(002624):23 年预告点评:业绩承压,看好新品反转      |

## 1、2024 年业绩回顾：亏损落地，公司对游戏、影视业务潜在业务充分考虑

2024 年公司归母净利润为亏损 12.9 亿元，扣非口径为亏损 13.1 亿元。具体拆分游戏与影视业务来看：

- ✓ **游戏：部分在研项目关停、部分游戏表现不及预期等。**全年游戏归母净亏损为 7.2 亿元，扣非口径为亏损 6.8 亿元。主要是：1) 关停预期收益不佳的在研项目《完美新世界》《灵笼》《代号 Lucking》《代号新世界》等并相应进行人员优化，合计亏损约 3.97 亿；2) 《一拳超人》《百万亚瑟王》报告期内于部分区域公测，市场表现不及预期，公司缩减团队规模并在低成本投入基础上继续推进调优及测试工作，合计亏损约 3.43 亿；3) 公司投资的部分游戏企业因外部环境变化、被投资企业战略实施及业务发展情况等因素影响业绩表现不佳，游戏投资相关损失合计约 3.1 亿元；4) 公司聚焦长线运营，经典端游及电竞产品流水稳定，但部分在营游戏流水下滑，在营游戏整体业绩贡献同比下降；5) 重点端游产品《诛仙世界》收入与费用阶段性错配，相关业绩贡献将在后续报告期内体现。
- ✓ **影视：部分项目盈利不及预期、确认存货跌价与应收坏账损失等。**全年影视归母净亏损为 4.0 亿元，扣非为亏损 5.1 亿元。主要是：1) 受市场竞争加剧影响，部分影视剧销售价低于预期，确认归母净亏损约 1.1 亿元。同时部分库存项目预计可回收金额下降，相应计提存货跌价准备约 7500 万元；2) 因下游企业偿付能力不足，公司对相关应收款项确认坏账损失约 4400 万元；3) 公司投资的部分影视企业受行业竞争加剧或企业发展阶段影响业绩表现不佳，影视投资相关损失 1.25 亿元；4) 部分子公司因以前年度可抵扣亏损形成了递延所得税资产，结合市场环境及相关子公司的业务变化，公司预计该等子公司难以在税法规定的有效期内实现足够的利润，据此冲销部分递延所得税资产，确认净亏损约 6300 万元。

## 2、1Q25 大幅扭亏：《诛仙世界》表现亮眼，费用端实现轻装上阵

1Q25 公司实现收入 20.2 亿，同比增长 52%，实现归母净利润 3.0 亿，同比大幅扭亏，扣非归母净利润 1.6 亿，同比大幅扭亏，主要来自：

- ✓ **收入端：《诛仙世界》带来明显增量，多部电视剧确认收入。**游戏方面，一季度公司实现游戏收入 14.2 亿，同比增长 10.4%，主要由去年 12 月底上线的重点端游《诛仙世界》贡献，该游戏首 30 日流水超过 4 亿元，且初期的市场营销费用大多在 2024 年四季度确认，《诛仙世界》在 1Q25 对报表贡献了正向利润。此外，DOTA2 与 CS 两款老牌端游，也通过赛事活动运营的影响力，实现收入同比增长。流水亮眼，对业绩的贡献逐步释放。影视方面，一季度影视业务实现收入 6.0 亿，同比增长 1616%，主要是多部电视剧播出。
- ✓ **费用端：轻装上阵，管理与研发费用收窄。**2024 年，公司推进人员优化举措，2024 年末员工总人数为 3905 人，相较 2023 年末减少了 1849 人，同比下降幅度为 32%，为 2025 年的轻装上阵打好基础。1Q25 公司管理费用与研发费用合计 6.5 亿，同环比下降 15%/14%，去年人员团队梳理优化效果明显。此外公司出售相关游戏资产为本季度带来非经 1.2 亿。

### 3、期待《异环》二测与海外首测

- ✓ **团队效率高，二测新增移动端，正在筹备海外首测：**首次 PC 端测试后，项目组正在进行移动端优化，预计游戏二测会添加移动端平台，同时期待海外首次测试。
- ✓ **创新二游稀缺，看好《异环》的流水潜力：**根据我们对《异环》的首次测试体验，我们认为游戏的大世界框架基础好，无缝地图的纵深感强，都市探索度高。玩法上与市面上的二游做出了明显创新，角色搭配上重搭配而轻动作，玩法设计上大世界探索延伸模拟经营，利好休闲玩家，有助于扩展玩家群体。首测获得了玩家群体的好评，社区口碑优秀。作为一测体感，《异环》在新赛道上表现出较强的竞争力，在大世界探索内容和移动端配置优化的加持下，看好游戏后续流水潜力。

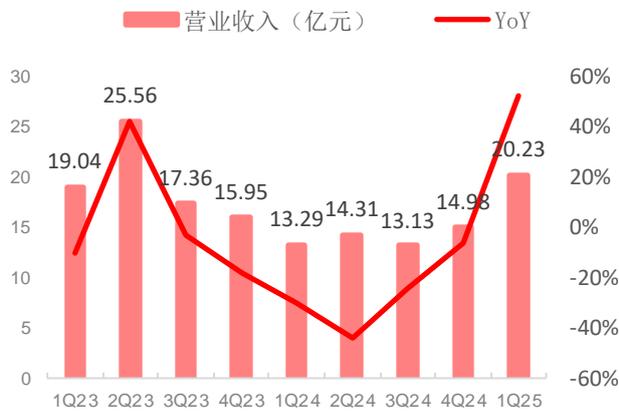
**投资建议：**一季度的大幅扭亏，证明公司的业务、管理正式走上正轨。《诛仙世界》的上线以及新赛道旗舰产品《异环》的推进，叠加降本增效举措和新游戏对业绩的贡献有望在 2025 年不断释放，公司管理、产品、业绩向上的大方向明确，积极看好 2025 年业务的回暖。我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 72.01 亿元、97.33 亿元、111.1 亿元，同比增长 29%、35%、14%，预计实现归母净利润为 7.2 亿元、20.53 亿元、24.59 亿元，同比增长 156%、185%、20%，对应最新市值的 PE 为 33.1x、11.6x、9.7x，当前给予买入评级。

图表1：完美世界当前储备游戏情况

| 游戏名  | 手游/端游 | 玩法   | 区域    | 题材      | 进度                | 版号 |
|------|-------|------|-------|---------|-------------------|----|
| 诛仙世界 | 端游    | MMO  | 国内    | 诛仙 IP   | 2024.12.19 已正式上线  | √  |
| 异环   | 多端    | 开放世界 | 国内    | 都市题材二次元 | 2024.11.28 PC 端首测 | -  |
| 诛仙 2 | 手游    | MMO  | 国内    | 诛仙 IP   | 2024 年进行两次付费测试    | √  |
| P5X  | 手游    | RPG  | 欧美/日本 | 女神异闻录   | 国内已发行             | -  |
| 让野人飞 | 手游    | 放置策略 | 国内    | 魔幻/搞笑   | -                 | √  |

资料来源：公司公告，中信建投

图表2：完美世界营业收入（百万元）



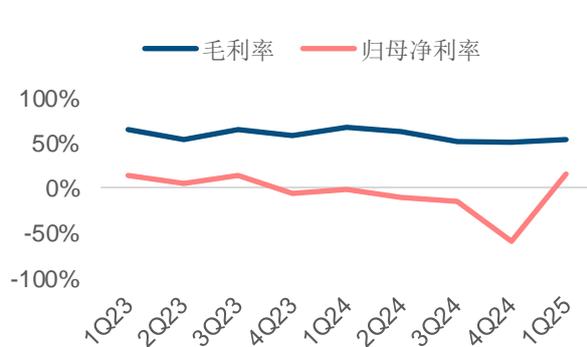
资料来源：公司公告，中信建投

图表3：完美世界归母净利润（百万元）



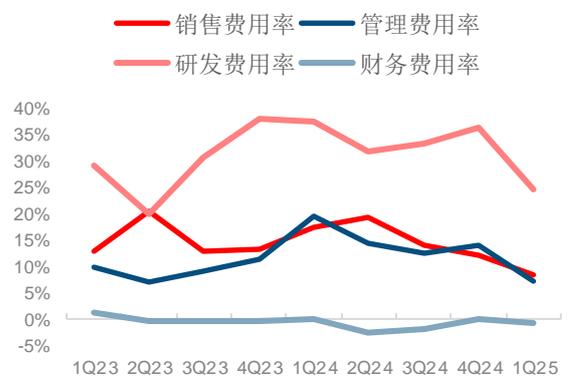
资料来源：公司公告，中信建投

图表4：完美世界期间费用（百万元）



资料来源：公司公告，中信建投

图表5：完美世界期间费用率



资料来源：公司公告，中信建投

**风险分析：**新品流水不及预期的风险；玩家喜好偏移的风险；行业景气度下滑风险；存量游戏流水下滑风险；游戏用户总量减少风险；重点项目运营失误风险；新游戏上线延期风险；新游戏上线后表现不及预期风险；推广营销 ROI 降低风险；营销买量成本上升风险；未获版号游戏版号获取情况不及预期风险；游戏行业内容监管风险；行业竞争激烈；人力成本上升风险；核心人才流失风险；汇率波动影响净利润的风险；投资收益波动影响净利润的风险；玩家偏好转移的风险；宏观经济持续承压的风险；海外游戏发行风险；AI 应用不及预期风险；小程序游戏发展不及预期；海外游戏发行风险。

## 分析师介绍

### 杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

### 杨晓玮

中信建投证券传媒互联网行业研究员，上海交通大学金融硕士，主要研究游戏、XR、AI应用、潮流玩具等

**评级说明**

| 投资评级标准   |      | 评级   | 说明            |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|  |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|  |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|  |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|  |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|  | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|  |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|  |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk