

完美世界(002624)

报告日期: 2025 年 06 月 15 日

新研发体系下,《异环》具备开放世界品类游戏竞争优势

——完美世界深度报告

投资要点

- 我们认为公司目前有三个方面值得重点关注: 1)《异环》领衔, 值得关注的新产品线; 2) 组织架构和人员变化; 3) 资产负债表的积极变化。
- 新研发体系下, 看好《异环》未来给公司带来的利润增量**
我们看好《异环》未来给公司带来的利润增量。《异环》是公司旗下幻塔工作室自主研发的超自然都市开放世界 RPG 游戏, 采用虚幻引擎 5 制作, 支持光线追踪和 DLSS 技术, 让画面更加逼真细腻。幻塔工作室制作了公司 2021 年上线的游戏《幻塔》, 其首月流水达 5 亿元, 首年达 30 亿元。
我们认为《异环》有三大竞争优势: 1) 研发工作室在相关品类的开发经验丰富, 即过往产品优秀; 2) 对已有的 PV 分析后, 我们认为游戏本身的画质、优化和主题均具备较强竞争优势; 3) 未来一至二年, 我们看到二次元开放世界手游将有多款新游上线, 除了《异环》外, 还有《无限大》《望月》等。本轮开放世界游戏的上线高峰前, 处于玩家新鲜感较强的时间, 《异环》因此具备一定先发优势。另外我们认为, 由于玩家喜好漂移和手机机能提升, 开放世界品类是未来 3-5 年游戏板块最重要的营收增量, 因此公司也有望享受一定行业 beta。
- 近年来公司组织架构和人员积极调整, 资产优化**
公司在 2023 年年底至 2024 年年初对管理层和组织架构有了较大调整, 调整的最大特点便是更加扁平化和贴近市场。
从公司组织架构来看, 公司原以项目中心为主, 下设游戏工作室, 后全面调整为工作室制以更加体现“产品为本”的研发思路。
从人员上看, 公司员工总数从 2023 年末的 5754 人减少至 3905 人, 并出售了部分非核心资产, 如环球营业片单和乘风工作室, 获得了一定一次性收益, 且有望在未来持续提升研发效率。
- 盈利预测与估值**
对比《幻塔》首月和首年分别为 5 亿和 30 亿元的流水, 我们认为《异环》因其更加优秀的品质和题材有望超越。中性假设下, 若如期上线, 《异环》有望为公司 2026 年带来约 14 亿元利润增量。综合上述测算, 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 67/108/99 亿元, 对应归母净利润分别为 6.3/17.1/18.2 亿元, 当前股价对应 P/E 分别为 47/17/16 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示**
新游上线进度或质量不及预期, 国际贸易政策变化, 测算数据偏差导致结果失真的风险。

投资评级: 买入(维持)

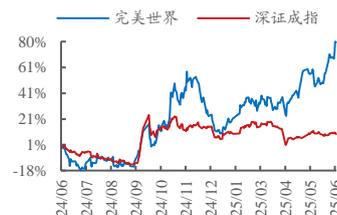
分析师: 冯翠婷
执业证书号: S1230525010001
fengcuiting@stocke.com.cn

分析师: 陈磊
执业证书号: S1230521090002
chenlei01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥15.22
总市值(百万元) 29,526.32
总股本(百万股) 1,939.97

股票走势图



相关报告

- 《Q1 利润符合预期, 研发投入持续增加》2023.04.26
- 《Q1 扣非利润同降 47-57%, 天龙 2 上线开启新产品周期》2023.04.21
- 《费用控制得当, 23 年储备多款大 IP 产品》2023.04.10

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,570	6,715	10,767	9,888
(+/-) (%)	-28.50%	20.54%	60.35%	-8.17%
归母净利润	-1,288	632	1,713	1,822
(+/-) (%)	-361.98%	149.09%	171.00%	6.37%
每股收益(元)	-0.66	0.33	0.88	0.94
P/E	—	46.72	17.24	16.21

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2025-2027 年营收分别为 67/108/99 亿元，对应归母净利润分别为 6.3/17.1/18.2 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 47/17/16 倍，维持“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 公司新游上线及时且质量较前作有所提升;
- 2) 国际贸易环境稳定，游戏等非实体商品受影响较小;
- 3) 宏观经济增速保持稳中有升带动影视业务稳定发展。

● 我们与市场的观点的差异

市场对开放世界手游对整体市场规模带来的促进未有全面认知，本文从软硬件多个角度对此进行了论述。

● 股价上涨的催化因素

新游上线流水超预期；游戏大盘整体繁荣等。

● 风险提示

新游上线进度或质量不及预期：导致 2026 年利润释放不及预期；
国际贸易政策变化：导致游戏出海业务受损；
测算数据偏差导致结果失真：报告中测算部分引用了较多假设与第三方数据，如出现偏差则可能导致测算结果失真。

正文目录

1 当前时间点应关注的重点	5
2 《异环》领衔，精简产品线精简重视质量	5
2.1 研发工作室在相关品类经验丰富	5
2.2 幻塔工作室前作较为长青	5
2.3 《异环》采用虚幻5引擎打造，画质表现优秀	5
2.4 《幻塔》卡位开放世界赛道，有望获得先发优势	6
3 公司组织架构和人员近年来积极调整	7
3.1 组织架构调整，优化研发力量	7
3.2 精简研发力量，提升研发效率	7
4 投资建议与估值分析	8
4.1 投资建议	8
4.2 估值分析	8
5 风险提示	9

图表目录

图 1: 《幻塔》在 App Store 各畅销榜的排名	5
图 2: 《异环》画面表现优秀	6
表 1: 三款重点二次元开放世界游戏对比	7
表 2: 2023 年底公司的组织架构调整	7
表 3: 公司近年来人员方面的调整	8
表 4: 公司近年来出售的非核心资产	8
表 5: 《异环》流水敏感性分析	8
表 6: 可比公司估值表	9
表附录: 三大报表预测值	10

1 当前时间点应关注的重点

我们认为公司目前有三个方面值得重点关注：1)《异环》领衔，值得关注的新产品线；2)组织架构和人员的变化；3)资产负债表的积极变化。

2 《异环》领衔，精简产品线精简重视质量

《异环》是公司旗下幻塔工作室自主研发的超自然都市开放世界 RPG 游戏，采用虚幻引擎 5 制作，支持光线追踪和 DLSS 技术，让画面更加逼真细腻。幻塔工作室制作了公司 2021 年上线的游戏《幻塔》，其首月流水达 5 亿元，首年达 30 亿元。

我们认为《异环》有三大竞争优势：1) 研发工作室在相关品类经验；2) 游戏本身的画质、优化和主题；3) 本轮开放世界游戏上线高峰前的一定先发优势。

2.1 研发工作室在相关品类经验丰富

《异环》由公司旗下幻塔工作室研发，是公司专注中重度手游的工作室之一。

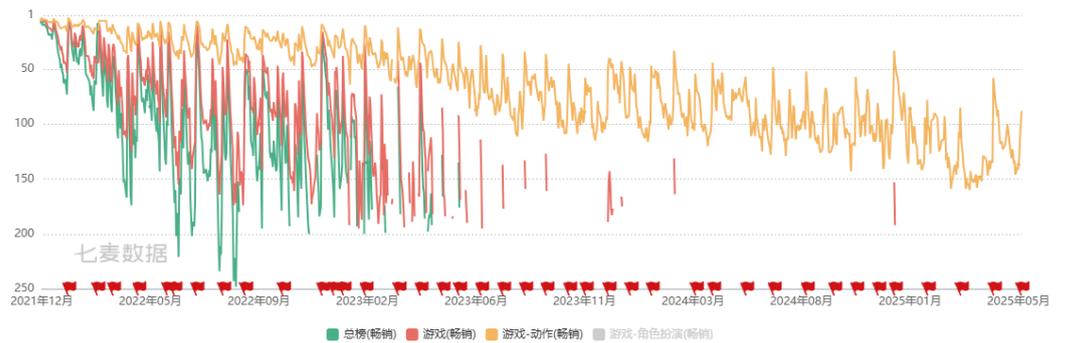
幻塔工作室研发的首款游戏《幻塔》2018 年立项，2020 年 10 月底首次线上测试，2021 年底上线。技术上来看，《幻塔》使用虚幻 4 引擎，开发人员多具备 3 年以上的虚幻 4 开发经验，研发人员超百名，且均较为资深。

开放世界是目前国内手游行业最具有挑战性的品类之一，幻塔工作室已在相关品类上积累了较多经验。从取得的成绩来看，《幻塔》上线前官网预约量已超千万，上线首月流水近 5 亿元，首年达 30 亿元，两年超 40 亿元。

2.2 幻塔工作室前作较为长青

我们看到《幻塔》目前在 App Store 的排名虽总体呈现下降趋势，但是考虑到其三年半的生命周期，当前时间点的动作游戏畅销榜排名已属较好成绩，且我们看到日常均有脉冲式的回升，判断为新版本、新活动带来的增量。

图1: 《幻塔》在 App Store 各畅销榜的排名



资料来源：七麦数据，浙商证券研究所

2.3 《异环》采用虚幻 5 引擎打造，画质表现优秀

《异环》采用虚幻 5 引擎打造，支持光线追踪与 DLSS 3.5 技术，支持 4K 分辨率，多端同步优化。从已经公开的 PV 上看，画质优秀，车辆行驶流畅、光影表现真实，画风与《幻塔》类似。

例如，公司在开放世界游戏的表现上，解决了一个重大问题，即地图切换。玩家进出建筑物时没有“黑屏”或“读条”，直接进入，对比过去手游进出建筑时频繁的“黑屏”或“读条”，沉浸感更强。

图2: 《异环》画面表现优秀



资料来源：哔哩哔哩，浙商证券研究所

玩法上看：1) 主玩法扎实：继承开放世界“探索+战斗”核心框架，无缝地图，支持攀爬、驾驶、地铁乘坐等交互；2) 副玩法突破：引入GTA式都市生活模拟，包括房产购买、店铺经营、载具改装等；3) 战斗差异化：反重力行走、元素操控等与前期都市生活类开放世界又有一定区别。

剧情上看，具备两大特点：1) 轻喜剧悬疑：主线任务与日常委托交织，对话充满幽默与反转；2) 多结局系统：玩家选择影响NPC关系与城市生态。

2.4 《幻塔》卡位开放世界赛道，有望获得先发优势

我们认为，二次元开放世界手游将在未来数年内占据游戏板块市场规模的重要增量。原因有三：

- 1) 手机机能的不断提升，让开放世界游戏在手机上流畅运行成为可能；
- 2) 过去开放世界游戏数量较少，玩家在其他品类游戏审美疲劳后会转向新游戏品类；
- 3) 开放世界游戏制作成本较高，但当前时间点玩家付费习惯已初步形成，愿意为高品质的游戏买单。

表1: 三款重点二次元开放世界游戏对比

游戏名称	异环	无限大	望月
游戏品类	都市题材二次元开放世界	都市题材二次元开放世界	都市题材二次元开放世界
画风	日式都市风格(表/里双世界设定)	卡通二次元风格	中国式都市风格(以广州原型)
开发商	完美世界 幻塔工作室	网易 雷火工作室	诗悦网络
发行商	完美世界	网易	诗悦网络
使用引擎	虚幻5		
简介	国内首款都市怪谈题材, 虚构都市海特洛探索, 载具互动与冒险叙事	化身无限扳机调查员, 穿梭虚拟都市解决离奇事件	以“月灵伙伴”为核心, 融合多种玩法, 参与经营与战斗
研发进度	已获版号, 2025年年中开启新一轮测试	已获版号, 2025年初开启技术性测试	已获版号
预计上线时间	2025年底或2026年初	未定, 推测2026年	未定

资料来源: 17173, GameLook, 网易新闻, 浙商证券研究所

我们看到当前时间点多个二次元开放世界游戏处于测试状态, 具备代表性的是公司的《异环》, 网易的《无限大》和诗悦网络的《望月》。

从上表我们可以看出, 网易的《无限大》背靠大厂, 或在内容丰富程度上有一定优势; 《望月》以广州为背景, 或在题材上更加吸引中国大陆和港澳台地区玩家, 而公司的《异环》或具备一定的先发优势, 且虚幻5引擎具备较高的画质表现和优化能力。如果《异环》可以按时上线, 在玩家处于新鲜较强的时期, 或有一定先发优势。

3 公司组织架构和人员近年来积极调整

3.1 组织架构调整, 优化研发力量

公司在2023年年底至2024年年初对管理层和组织架构均有了较大调整, 调整的最大特点便是更加扁平化和贴近市场。

从公司组织架构来看, 公司原以项目中心为主, 下设游戏工作室, 此次调整主要目的是全面调整为工作室制以更加体现“产品为本”的研发思路。具体来说, 原有的公司研发力量主要由第一、三、五、七项目中心和一系列工作室构成, 现已大幅精简并以工作室为主。工作室制更贴近产品本身。调整后的组织架构有助于促进公司研发力量的新陈代谢和整合, 我们看好未来公司在研发强度较高的中重度手游上继续推出优秀产品。

表2: 2023年底公司的组织架构调整

调整前	调整后	代表产品
第一项目中心	硬核工作室	完美世界、神魔大陆、笑傲江湖(端游)、赤壁
第一项目中心	青云工作室	梦幻诛仙、武林外传、诛仙
第七项目中心	星云工作室	封龙战纪、新笑江湖手游

资料来源: 公司公告, 搜狐, 浙商证券研究所

3.2 精简研发力量, 提升研发效率

从人员上看, 公司员工总数从2023年末的5754人减少至3905人, 并出售了部分非核心资产, 精简了研发力量, 获得了一定一次性收益, 且有望在未来持续提升研发效率。

表3: 公司近年来人员方面的调整

时间	人员变动	原因
2024年7月	萧泓辞去首席执行官职务, 鲁晓寅辞去联席首席执行官职务; 聘任顾黎明担任首席执行官	工作安排调整
2024年全年	公司优化不匹配发展需要的团队, 员工总数从2023年末的5754人减少至3905人	业务调整, 聚焦核心优势项目, 优化资源配置

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表4: 公司近年来出售的非核心资产

出售的资产名称	出售时间	事件简介
美国环球影业片单	2024年2月	以1.64亿美元出售美国环球影业片单资产。该资产源于2016年PUI与美国环球影业签订的片单投资协议, 涉及51部电影项目投资及后续收益。交易于2024年2月完成交割, 预计确认归属于上市公司股东的净利润1300万美元。
乘风工作室在研游戏相关资产及文档、电脑等办公设备	2024年12月23日	与Scopely, Inc.签订协议, Scopely拟以3450万美元购买完美时空旗下乘风工作室在研游戏相关的资产及文档、电脑等办公设备。25Q1交割, 对归属于上市公司股东的净利润净影响约1.2亿元。

资料来源: 东方财富网, 今日头条, 浙商证券研究所

4 投资建议与估值分析

4.1 投资建议

对比《幻塔》首月和首年分别为5亿和30亿的流水, 我们认为《异环》因其更加优秀的品质和题材有望超越。

定量来看, 可对比《原神》进行分析。根据Sensor Tower数据, 《原神》首年流水约20亿美元, 即约140亿人民币, 而Sensor Tower估算数据一般偏少(缺少中国大陆安卓渠道的准确数据), 因此我们认为其首年流水有望达到160亿元。

我们按《异环》占《原神》的首年流水比例的模式进行测算, 以30%、45%、55%为假设比例再取整, 考虑到《异环》大概率采用自研自发模式, 以18%-25%为假设利润率, 并假设《异环》可在2025年底或2026年初上线, 我们得到下表。中性假设下, 《异环》首年流水或达70亿元, 利润贡献或达14亿元。

表5: 《异环》流水敏感性分析

	首年流水	利润率	业绩弹性
谨慎	50	18%	9
	50	20%	10
	50	25%	12.5
中性	70	18%	12.6
	70	20%	14
	70	25%	17.5
乐观	90	18%	16.2
	90	20%	18
	90	25%	22.5

资料来源: 浙商证券研究所

4.2 估值分析

表6: 可比公司估值表

可比公司	总市值(百万)	PE(TTM)	PB(MRQ)	营业收入(百万)				归母净利润(百万)			
				2022	2023	2024	1Q25	2022	2023	2024	1Q25
本公司	29,526.32	-	4.17	7,670	7,791	5,570	2,023	1,377	491	-1,288	302
三七互娱	34,179.07	13.12	2.54	16,406	16,547	17,441	4,243	2,954	2,659	2,673	549
巨人网络	37,650.25	26.51	2.89	2,038	2,924	2,923	724	851	1,086	1,425	348
ST 华通	70,799.29	37.04	2.63	11,475	13,285	22,620	8,145	-6,747	524	1,213	1,350
吉比特	20,603.75	21.13	3.98	5,168	4,185	3,696	1,136	1,461	1,125	945	283

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

综上所述我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 67/108/99 亿元, 对应归母净利润分别为 6.3/17.1/18.2 亿元, 当前股价对应 P/E 分别为 47/17/16 倍, 维持“买入”评级。

5 风险提示

新游上线进度或质量不及预期: 导致 2026 年利润释放不及预期;

国际贸易政策变化: 导致游戏出海业务受损;

测算数据偏差导致结果失真: 报告中测算部分引用了较多假设与第三方数据, 如出现偏差则可能导致测算结果失真。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,444	6,236	9,467	11,579
现金	3,117	3,158	5,213	7,434
交易性金融资产	129	379	229	329
应收账款	684	830	1,271	1,112
其它应收款	87	93	120	110
预付账款	161	154	260	253
存货	1,795	1,071	1,808	1,760
其他	470	551	566	581
非流动资产	4,922	4,806	5,046	5,185
金融资产类	1,019	1,144	1,269	1,394
长期投资	1,355	1,305	1,320	1,337
固定资产	279	248	225	202
无形资产	650	656	600	503
在建工程	0	0	0	0
其他	1,620	1,453	1,633	1,749
资产总计	11,366	11,042	14,513	16,764
流动负债	3,861	2,647	3,789	3,561
短期借款	50	50	50	50
应付款项	426	286	482	469
预收账款	1	1	1	1
其他	3,384	2,310	3,255	3,041
非流动负债	635	648	648	648
长期借款	0	0	0	0
其他	635	648	648	648
负债合计	4,496	3,294	4,436	4,209
少数股东权益	117	130	165	202
归属母公司股东权	6,752	7,617	9,912	12,353
负债和股东权益	11,366	11,042	14,513	16,764

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	577	265	1,762	2,074
净利润	(1,400)	645	1,748	1,859
折旧摊销	340	156	192	226
财务费用	35	36	36	36
投资损失	(67)	0	0	0
营运资金变动	759	(650)	(183)	(19)
其它	910	78	(31)	(28)
投资活动现金流	1,153	(419)	(252)	(436)
资本支出	(345)	47	(202)	(169)
长期投资	1,559	(320)	15	(237)
其他	(62)	(145)	(65)	(30)
筹资活动现金流	(1,653)	200	546	583
短期借款	(371)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1,282)	200	546	583
现金净增加额	100	40	2,056	2,220

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,570	6,715	10,767	9,888
营业成本	2,347	2,570	4,339	4,224
营业税金及附加	21	27	43	40
营业费用	870	873	1,077	989
管理费用	837	537	861	791
研发费用	1,927	2,014	2,584	2,077
财务费用	(67)	(11)	(11)	(42)
资产减值损失	(765)	(25)	(23)	(21)
公允价值变动损益	(60)	0	0	0
投资净收益	67	0	0	0
其他经营收益	75	94	151	138
营业利润	(1,129)	806	2,056	1,978
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	(1,125)	806	2,056	1,978
所得税	275	161	308	119
净利润	(1,400)	645	1,748	1,859
少数股东损益	(113)	13	35	37
归属母公司净利润	(1,288)	632	1,713	1,822
EBITDA	(209)	951	2,237	2,162
EPS (最新摊薄)	-0.66	0.33	0.88	0.94

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-28.50%	20.54%	60.35%	-8.17%
营业利润	-226.12%	171.37%	155.06%	-3.82%
归属母公司净利润	-361.98%	149.09%	171.00%	6.37%
获利能力				
毛利率	57.87%	61.72%	59.70%	57.29%
净利率	-23.11%	9.41%	15.91%	18.42%
ROE	-19.07%	8.30%	17.28%	14.75%
ROIC	-9.02%	7.53%	16.12%	13.72%
偿债能力				
资产负债率	39.56%	29.83%	30.57%	25.11%
净负债比率	-35.06%	-31.64%	-44.72%	-53.58%
流动比率	1.67	2.36	2.50	3.25
速动比率	1.04	1.69	1.80	2.52
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.60	0.84	0.63
应收账款周转率	7.07	9.13	10.62	8.61
应付账款周转率	6.04	7.22	11.30	8.88
每股指标(元)				
每股收益	-0.66	0.33	0.88	0.94
每股经营现金	0.30	0.14	0.91	1.07
每股净资产	3.48	3.93	5.11	6.37
估值比率				
P/E	—	46.72	17.24	16.21
P/B	4.37	3.88	2.98	2.39
EV/EBITDA	—	28.46	11.19	10.55

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>