

2025年6月26日

何利超  
H70529@capital.com.tw  
目标价(元)

18

## 完美世界 (002624.SZ)

Buy 买进

重点新游《异环》今年有望上线，预计将大幅提升游戏收入

### 事件:

《异环》收容测试于6月26日正式开启。此前，五月国家新闻出版署公布了新一批国产网络游戏审批结果，完美世界旗下2025年重点储备的都市怪谈题材二次元开放世界游戏《异环》在列，并显示成功获取移动、客户端、游戏机(PS5)多端版号，预示该产品正在加快上线速度。

《异环》是公司旗下幻塔工作室采用虚幻5引擎制作的二次元开放世界手游，研发工作室过往产品履历优异、产品类型对准近两年热门赛道，我们认为游戏上线后或将大幅带动公司游戏板块业绩增长，给予“买进”评级。

■ **《异环》二测展现极佳画质体验，未来或将成为公司王牌IP:**《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。从6月二测相关PV和实际画面来看，目前游戏单论画质已达到国内二游第一档次水平，都市+科幻+二次元画风亦具备独特吸引力，与近两年业内同类型游戏相比有望带来差异化优势。目前《异环》收容测试已于6月26日正式开启，此前五月出版署新一批版号审批结果中也已获得了多端版号，游戏上线节奏稳步推进，我们预计《异环》大概率将在2025年正式上线，考虑到游戏画质极佳、赛道火爆、制作工作室过往履历优异，《异环》未来或将成为公司王牌IP，首年流水有望超过50亿元，大幅带动公司游戏板块业绩增长，成为公司新的王牌IP。

■ **一季度业绩超预期回暖，游戏+影视剧板块增长迅猛:**2025Q1公司实现收入20.2亿元，YOY+52%；实现归母净利润3.0亿元，实现扣非归母净利润1.6亿元，YOY均扭亏。公司一季度增长游戏端主要来源于去年年底上线的《诛仙世界》，带动的整体业务同比+10%的稳健增长；影视端则依托于多部影视剧在报告期内播出带来营收6亿元（yoy+1616%）的亮眼表现。目前重点储备产品包括手游《诛仙2》以及二次元开放世界都市生活题材产品《异环》，后续业绩有所保障。

■ **降本增效大力推进初现成效:**2024年公司对研发团队进行了全面梳理，研发人员从23年末的3993人缩减至24年末的2575人，虽然在Q4形成了较高减值，但精简了研发力量，在未来有望提升研发效率，达到“提质减量”的降本思路。2025Q1公司销售/管理/研发费用率分别为8.36%/7.22%/24.71%，同比-8.96/-12.25/-12.77个百分点，降本增效效果显著，也帮助公司一季度实现扭亏为盈。未来伴随公司聚焦重点游戏单品的运营思路，基本面触底反弹改善趋势明显，公司利润率有望持续转正。

■ **盈利预期:**我们预计公司2025-2027年净利润分别为6.81亿、12.54亿元、14.09亿元，YOY分别为扭亏、+84.12%、+12.38%；EPS分别为0.35元、0.65元、0.73元，当前股价对应A股2025-2027年P/E为42.5/23/20.5倍，考虑到新游《异环》有望大幅增厚公司未来业绩，给予“买进”建议。

■ **风险提示:**1、公司新品游戏表现不及预期。

### 公司基本资讯

产业别	传媒
A 股价(2025/6/26)	14.93
深证成指(2025/6/26)	10343.48
股价 12 个月高/低	16.23/6.68
总发行股数(百万)	1939.97
A 股数(百万)	1827.73
A 市值(亿元)	272.88
主要股东	完美世界控股集团有限公司 (22.32%)
每股净值(元)	3.42
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	18.8 32.3 95.5

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

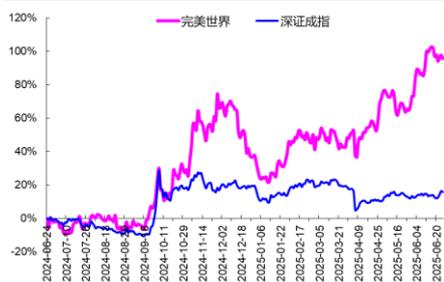
### 产品组合

游戏	93.00%
影视剧制作	6.28%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	11.6%
一般法人	40.0%

### 股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2025E	2026E	2027E
纯利(Net profit)	RMB 百万元	491	-1288	681	1254	1409
同比增减	%	-64.31%	-361.98%	152.90%	84.12%	12.38%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.26	-0.68	0.35	0.65	0.73
同比增减	%	-63.89%	-361.54%	-151.64%	84.12%	12.38%
A 股市盈率(P/E)	X	57.42	-21.96	42.52	23.09	20.55
股利(DPS)	RMB 元	0.46	0.23	0.50	0.80	1.00
股息率(Yield)	%	3.08%	1.54%	3.35%	5.36%	6.70%

**【投资评等说明】**
**评等定义**

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	15% $\leq$ 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% $\leq$ 潜在上涨空间 < 15%
	无法由基本面给予投资评等
中立 (Neutral)	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	7791	5570	7001	9786	10716
经营成本	3139	2347	3018	3881	4376
营业税金及附加	24	21	20	25	30
销售费用	1195	870	735	1008	1072
管理费用	705	837	665	910	964
研发费用	2195	1927	1750	2349	2465
利润总额	905	-1125	987	1818	2043
所得税	322	275	247	454	511
净利润	583	-1400	740	1363	1532
少数股东权益	91	-113	59	109	123
归属于母公司所有者的净利润	491	-1288	681	1254	1409

附二：合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	3018	3117	3431	4005	5029
流动资产合计	6809	6444	6959	7516	8117
固定资产合计	321	279	306	337	371
无形资产合计	137	650	663	677	690
非流动资产合计	7680	4922	5670	6161	6924
资产总计	14489	11366	12629	13677	15042
流动负债合计	3464	3861	4247	4460	4906
非流动负债合计	1600	635	698	768	845
负债合计	5064	4496	4946	5228	5751
少数股东权益	469	117	127	137	148
股东权益合计	9425	6870	7557	8312	9143
负债及股东权益合计	14489	11366	12629	13677	15042

附三：合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	1155	577	807	1049	1469
投资活动产生的现金流量净额	130	1153	1326	1525	1754
筹资活动产生的现金流量净额	-898	-1653	-1818	-2000	-2200
现金及现金等价物净增加额	29	100	316	575	1023

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。