

完美世界 (002624.SZ)

25H1 利润扭亏为盈,《异环》《诛仙 2》将为后续带来增量

公司发布 25H1 业绩预告,报告期内预计实现归母净利润 4.8-5.2 亿,同比扭亏为盈;扣非后预计实现 2.9-3.3 亿,同比扭亏为盈。25Q2 预计实现归母净利润 1.8-2.2 亿,同比扭亏为盈;扣非后 Q2 预计实现 1.27-1.67 亿。

- 上半年扭亏,新游上线及降本提效贡献增量。25H1 扭亏为盈主要受益于自研的新国风仙侠 MMORPG 端游《诛仙世界》于去年 12 月上线,为上半年带来良好业绩增量;同时电竞业务以高质高频的赛事为依托,实现稳健发展,上半年电竞业务流水同比延续增长趋势,持续贡献稳定业绩;此外公司推行的一系列调整优化举措,在降本增效方面初见成效。报告期内公司非经常性损益预计约 1.9 亿元,主要系 2025 年第一季度出售乘风工作室产生的处置收益以及报告期内取得的政府补助。
- 《异环》开启二测,《女神异闻录》开启海外公测。报告期末,公司研发的超自然都市开放世界 RPG 游戏《异环》在国内开启新一轮测试,并于 7 月初启动海外区域首次测试;报告期末至 7 月初,公司研发的异世界都市冒险 JRPG 游戏《女神异闻录:夜幕魅影》相继于日本、欧美、东南亚等海外区域公测;公司研发的诛仙 IP 正统续作 MMORPG 游戏《诛仙 2》定档 2025 年 8 月 7 日在国内公测。以上新游戏预计将为公司后续收入利润带来增量。
- 长期深耕电竞业务。公司将继续秉持“赛事带动产品、赛事带动出海”的发展路径,积极打造完整的电竞生态体系。2025 年 10 月,公司将举办世界级赛事 CS 亚洲邀请赛(CAC 2025),以更多世界级精彩赛事,带动电竞业务稳健发展。
- 影视业务继续坚持精品化路线,聚焦“提质减量”策略。25H1 公司影视业务实现归母净利润 4000 万,扣非后 2000 万。2025 年以来,公司出品的《千朵桃花一世开》《只此江湖梦》《嘘,国王在冬眠》《有你的时光里》《绝密较量》《爱上海军蓝》等平台定制剧相继播出,收获广大观众喜爱。目前,公司储备的《夜色正浓》《云雀叫天录》《云襄传之将进酒》等影视作品正在后期制作、排播过程中。同时,公司继续发力短剧赛道,为观众提供优质内容体验。
- 维持“强烈推荐”投资评级。公司 25H1 实现扭亏为盈,自研新国风仙侠 MMORPG 端游《诛仙世界》带来业绩增量,电竞业务以高质高频的赛事为依托,流水同比延续增长趋势;此外公司推行的一系列调整优化举措,在降本增效方面初见成效。我们预期公司 2025-2027 年收入有望达到 68.52、90.44、98.58 亿元,归母净利润 7.93、15.08、17.86 亿元,对应 PE 分别为 35.6、18.7、15.8x,维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示:游戏上线时间不及预期风险;游戏流水上线表现不佳风险;电视剧集上线时间不及预期等风险。

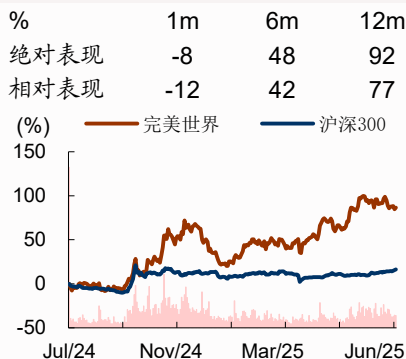
强烈推荐(维持)

TMT 及中小盘/传媒
目标估值: NA
当前股价: 14.44 元

基础数据

总股本(百万股)	1940
已上市流通股(百万股)	1828
总市值(十亿元)	28.0
流通市值(十亿元)	26.4
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	-13.5
资产负债率	35.9%
主要股东	完美世界控股集团有限公司
主要股东持股比例	22.32%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

顾佳 S1090513030002
gujia@cmschina.com.cn
谢笑妍 S1090519030003
xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7791	5570	6852	9044	9858
同比增长	2%	-28%	23%	32%	9%
营业利润(百万元)	896	(1129)	1047	2004	2373
同比增长	-39%	-226%	-193%	91%	18%
归母净利润(百万元)	491	(1288)	793	1508	1786
同比增长	-64%	-362%	-162%	90%	18%
每股收益(元)	0.25	-0.66	0.41	0.78	0.92
PE	57.0	-21.8	35.3	18.6	15.7
PB	3.1	4.1	4.0	3.4	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6809	6444	6906	9222	11068
现金	3018	3117	3137	4402	5866
交易性投资	325	129	129	129	129
应收票据	129	16	20	26	28
应收款项	907	668	822	1085	1182
其它应收款	135	87	106	141	153
存货	1270	1795	1939	2456	2639
其他	1025	631	752	984	1069
非流动资产	7680	4922	4824	4750	4691
长期股权投资	1921	1355	1355	1355	1355
固定资产	321	279	296	322	352
无形资产商誉	1014	883	795	715	644
其他	4423	2406	2379	2358	2341
资产总计	14489	11366	11730	13972	15759
流动负债	3464	3861	3972	4811	5109
短期借款	421	50	0	0	0
应付账款	350	426	460	583	627
预收账款	1502	2453	2650	3356	3607
其他	1191	932	861	872	876
长期负债	1600	635	635	635	635
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1600	635	635	635	635
负债合计	5064	4496	4607	5446	5744
股本	2012	2012	1939	1939	1939
资本公积金	1190	1080	1007	1007	1007
留存收益	5755	3661	3991	5261	6594
少数股东权益	469	117	186	318	474
归属于母公司所有者权益	8956	6752	6937	8207	9540
负债及权益合计	14489	11366	11730	13972	15759

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	762	577	413	1141	1534
净利润	583	(1400)	862	1640	1942
折旧摊销	177	245	155	144	135
财务费用	77	35	52	82	23
投资收益	147	(67)	(448)	(513)	(483)
营运资金变动	(468)	1762	(208)	(212)	(83)
其它	246	2	0	0	0
投资活动现金流	130	1153	390	444	406
资本支出	(526)	(353)	(58)	(69)	(77)
其他投资	656	1506	448	513	483
筹资活动现金流	(898)	(1653)	(784)	(320)	(475)
借款变动	278	211	(123)	0	0
普通股增加	0	0	(73)	0	0
资本公积增加	5	(110)	(73)	0	0
股利分配	(704)	(925)	(463)	(238)	(452)
其他	(477)	(828)	(52)	(82)	(23)
现金净增加额	(6)	77	20	1265	1464

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7791	5570	6852	9044	9858
营业成本	3139	2347	2535	3211	3450
营业税金及附加	24	21	26	35	38
营业费用	1195	870	891	1176	1183
管理费用	705	837	685	814	887
研发费用	2195	1927	1987	2171	2317
财务费用	2	(67)	52	82	23
资产减值损失	(70)	(846)	(77)	(65)	(70)
公允价值变动收益	468	(60)	273	285	224
其他收益	114	75	75	75	75
投资收益	(147)	67	101	153	184
营业利润	896	(1129)	1047	2004	2373
营业外收入	22	17	19	20	21
营业外支出	13	13	13	13	13
利润总额	905	(1125)	1053	2012	2381
所得税	322	275	190	372	440
少数股东损益	91	(113)	69	132	156
归属于母公司净利润	491	(1288)	793	1508	1786

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	2%	-28%	23%	32%	9%
营业利润	-39%	-226%	-193%	91%	18%
归母净利润	-64%	-362%	-162%	90%	18%
获利能力					
毛利率	59.7%	57.9%	63.0%	64.5%	65.0%
净利率	6.3%	-23.1%	11.6%	16.7%	18.1%
ROE	5.4%	-16.4%	11.6%	19.9%	20.1%
ROIC	6.2%	-17.3%	12.5%	21.3%	20.7%
偿债能力					
资产负债率	35.0%	39.6%	39.3%	39.0%	36.4%
净负债比率	3.9%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.0	1.7	1.7	1.9	2.2
速动比率	1.6	1.2	1.3	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7
存货周转率	2.2	1.5	1.4	1.5	1.4
应收账款周转率	7.7	6.5	9.0	9.3	8.5
应付账款周转率	8.9	6.0	5.7	6.2	5.7
每股资料(元)					
EPS	0.25	-0.66	0.41	0.78	0.92
每股经营净现金	0.39	0.30	0.21	0.59	0.79
每股净资产	4.62	3.48	3.58	4.23	4.92
每股股利	0.48	0.24	0.12	0.23	0.28
估值比率					
PE	57.0	-21.8	35.3	18.6	15.7
PB	3.1	4.1	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	31.5		23.8	13.4	11.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。