

老游戏趋于平稳，期待《异环》上线驱动高增

——完美世界（002624.SZ）25年中报点评

核心观点

- **事项：**完美世界发布中报，25H1 公司营收为 36.9 亿元（yoy+34%）。主要系《诛仙世界》端游贡献增长。毛利率为 56.7%（yoy-8.2pct），主要系电视剧毛利率下滑。25H1 归母净利润为 5.03 亿（yoy+385%），主要系端游贡献。
- **老游戏稳定，期待《异环》上线驱动高增。**25H1 端游收入 18.5 亿（yoy+71%），高增主要系《诛仙世界》收入贡献较大增量，Q2 流水虽然处于低谷期，但 Q3 新版本我们判断有显著回拉。25H1 移动游戏收入 9.7 亿（yoy-33%），主要系《梦幻诛仙》等产品回落，环比来看，我们预期 Q3 老游戏趋于稳定，《P5X》日本和《诛仙 2》手游贡献增量。Q3 手游毛利率我们认为将因《P5X》海外以净额法确认驱动环比提升。核心储备产品《异环》于 6 月底至 7 月初进行国内外测试，我们预期 Q4 进入三测，我们认为该产品将于 26 年贡献较高增量。
- **广电新政有望驱动 ROI 提升，短剧开启 to C 试水。**25H1 公司电视剧收入 7.5 亿（yoy+1130%），高增主要系《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。后续公司储备的《夜色正浓》《云雀叫天录》《云襄传之将进酒》《醒来》等影视作品正在后期制作、排播过程中。短剧赛道，公司此前以 to B 商单模式为主试水，近期开始探索 to C 模式，首部项目《弄潮》番茄热力快速上升。

盈利预测与投资建议

- 公司核心游戏《异环》预期 26 年上线贡献增量，我们预测公司 25~27 年归母净利润为 8.27/15.64/18.06 亿（25~26 原值为 9.35/9.61 亿，我们根据游戏的进度以及人员变动，调整收入、毛利率、费率假设，从而调整盈利预测）。因公司重回盈利，而重点项目《异环》预期主要贡献 26 年收入，且广电政策变化也会对 26 年产生较大影响，我们切换为可比公司 26 年估值，给予 26 年 20 倍 PE，给予目标价 16.20 元，维持“增持”评级。

风险提示

流水不达预期，政策变化，买量成本提升，版号无法获得，费用超预期，公允价值变动收益和投资收益波动超预期等风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,791	5,570	7,194	10,688	9,582
同比增长(%)	1.6%	-28.5%	29.1%	48.6%	-10.3%
营业利润(百万元)	896	(1,129)	1,113	1,930	2,228
同比增长(%)	-39.2%	-226.1%	198.6%	73.4%	15.4%
归属母公司净利润(百万元)	491	(1,288)	827	1,564	1,806
同比增长(%)	-64.3%	-362.0%	164.2%	89.1%	15.4%
每股收益(元)	0.25	(0.66)	0.43	0.81	0.93
毛利率(%)	59.7%	57.9%	58.2%	63.9%	67.0%
净利率(%)	6.3%	-23.1%	11.5%	14.6%	18.8%
净资产收益率(%)	5.4%	-16.4%	12.0%	19.9%	18.9%
市盈率	62.1	(23.7)	36.9	19.5	16.9
市净率	3.4	4.5	4.3	3.5	2.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 增持（维持）

股价（2025年09月03日）	15.74 元
目标价格	16.20 元
52 周最高价/最低价	16.84/7.01 元
总股本/流通 A 股（万股）	193,997/182,773
A 股市值（百万元）	30,535
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 09 月 04 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.25	7.44	12.4	117.02
相对表现%	-2.93	-2.55	-3.38	80.78
沪深 300%	1.68	9.99	15.78	36.24



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
金沐阳	jinmuyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860525030001

联系人

沈熠	shenyi1@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

重整旗鼓再度出发，期待新游上线：——完美世界（002624.SZ）24 年中报点评	2024-08-31
产品周期将至，静待版号花开：——完美世界（002624.SZ）23 年中报点评	2023-09-19

表 1: PE 估值 (2025.9.3 收盘价) 汇率 HKD/CNY=0.91

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2025/9/3	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
巨人网络	002558	36.05	0.74	1.11	1.54	1.73	48.95	32.59	23.45	20.83
吉比特	603444	470.48	13.12	20.02	23.07	25.28	35.87	23.49	20.39	18.61
神州泰岳	300002	13.58	0.73	0.62	0.76	0.86	18.71	22.03	17.93	15.78
腾讯控股	00700	559.67	21.16	23.83	27.28	30.47	26.45	23.49	20.52	18.37
三七互娱	002555	19.67	1.21	1.30	1.42	1.53	16.28	15.11	13.88	12.88
调整后平均								23.00	20.00	18.00

数据来源: Wind 一致性预期, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,018	3,117	2,216	4,783	8,333	营业收入	7,791	5,570	7,194	10,688	9,582
应收票据、账款及款项融资	1,036	684	921	1,390	1,221	营业成本	3,139	2,347	3,004	3,859	3,163
预付账款	316	161	208	309	277	销售费用	1,195	870	697	1,398	1,246
存货	1,270	1,795	1,652	1,736	1,424	管理费用	705	837	706	1,074	976
其他	1,169	686	704	850	945	研发费用	2,195	1,927	1,819	2,433	1,923
流动资产合计	6,809	6,444	5,701	9,067	12,199	财务费用	2	(67)	1	27	69
长期股权投资	1,921	1,355	1,355	1,355	1,355	资产、信用减值损失	109	808	106	126	127
固定资产	321	279	215	223	200	公允价值变动收益	468	(60)	34	32	31
在建工程	1	0	8	9	10	投资净收益	(147)	67	191	113	100
无形资产	137	650	663	675	650	其他	130	16	26	15	20
其他	5,299	2,638	3,606	3,408	3,497	营业利润	896	(1,129)	1,113	1,930	2,228
非流动资产合计	7,680	4,922	5,847	5,670	5,712	营业外收入	22	17	13	12	12
资产总计	14,489	11,366	11,547	14,737	17,912	营业外支出	13	13	6	7	7
短期借款	421	50	50	50	50	利润总额	905	(1,125)	1,119	1,935	2,232
应付票据及应付账款	350	426	440	565	500	所得税	322	275	265	290	335
其他	2,693	3,385	2,845	3,577	3,358	净利润	583	(1,400)	855	1,644	1,897
流动负债合计	3,464	3,861	3,335	4,192	3,908	少数股东损益	91	(113)	27	80	92
长期借款	0	0	331	1,021	2,576	归属于母公司净利润	491	(1,288)	827	1,564	1,806
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.25	-0.66	0.43	0.81	0.93
其他	1,600	635	679	673	662						
非流动负债合计	1,600	635	1,010	1,694	3,238	主要财务比率					
负债合计	5,064	4,496	4,345	5,886	7,146		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	469	117	145	225	317	成长能力					
股本	2,012	2,012	1,940	1,940	1,940	营业收入	1.6%	-28.5%	29.1%	48.6%	-10.3%
资本公积	1,190	1,080	1,122	1,127	1,133	营业利润	-39.2%	-226.1%	198.6%	73.4%	15.4%
留存收益	6,017	3,863	4,227	5,792	7,597	归属于母公司净利润	-64.3%	-362.0%	164.2%	89.1%	15.4%
其他	(263)	(202)	(231)	(232)	(222)	获利能力					
股东权益合计	9,425	6,870	7,202	8,851	10,765	毛利率	59.7%	57.9%	58.2%	63.9%	67.0%
负债和股东权益总计	14,489	11,366	11,547	14,737	17,912	净利率	6.3%	-23.1%	11.5%	14.6%	18.8%
						ROE	5.4%	-16.4%	12.0%	19.9%	18.9%
						ROIC	5.8%	-17.5%	11.6%	18.7%	16.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	35.0%	39.6%	37.6%	39.9%	39.9%
净利润	583	(1,400)	855	1,644	1,897	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	150	177	958	2,190	5,514	流动比率	1.97	166.88%	170.92%	216.28%	312.15%
财务费用	2	(67)	1	27	69	速动比率	1.46	105.10%	94.72%	149.48%	253.40%
投资损失	147	(67)	(191)	(113)	(100)	营运能力					
营运资金变动	(450)	694	(1,134)	(98)	335	应收账款周转率	8.3	7.1	9.3	9.9	7.8
其它	330	1,241	(418)	447	(198)	存货周转率	1.7	1.1	1.2	1.4	1.2
经营活动现金流	762	577	72	4,098	7,518	总资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.8	0.6
资本支出	38	(362)	(1,008)	(2,305)	(5,561)	每股指标(元)					
长期投资	693	566	0	0	0	每股收益	0.25	-0.66	0.43	0.81	0.93
其他	(600)	948	132	125	109	每股经营现金流	0.38	0.29	0.04	2.11	3.88
投资活动现金流	130	1,153	(876)	(2,180)	(5,452)	每股净资产	4.62	3.48	3.64	4.45	5.39
债权融资	(51)	(73)	397	670	1,546	估值比率					
股权融资	5	(110)	(30)	5	7	市盈率	62.1	-23.7	36.9	19.5	16.9
其他	(852)	(1,469)	(464)	(27)	(69)	市净率	3.4	4.5	4.3	3.5	2.9
筹资活动现金流	(898)	(1,653)	(97)	648	1,485	EV/EBITDA	24.9	-25.6	12.6	6.3	3.3
汇率变动影响	35	22	-0	-0	-0	EV/EBIT	29.1	-21.8	23.4	13.3	11.4
现金净增加额	29	100	(901)	2,566	3,551						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。