

完美世界(002624)

报告日期: 2025 年 12 月 23 日

《异环》三测宣传视频公布，重点关注新内容与上线档期

——完美世界更新报告

投资要点

□ 一句话逻辑

公司是一家以重度游戏开发见长的老牌游戏研发商，公司前期开发的《幻塔》口碑营收双丰收，但近两年存在处于产品周期底部，组织架构调整，部分传统资产出清等情况，导致利润水平和股价受到影响。如今上述问题大多已解决，《幻塔》开发团队的重点新作《异环》将上线，我们认为公司已经进入合适投资时点。我们看好《异环》在上线后给公司带来的营收利润增量，同时看好公司的长线运营能力，提示重点关注。

□ 超预期的逻辑

我们认为公司在《异环》流水上和未来长线运营能力上均有望超市场预期，具体来说：

1) 《异环》流水有望超市场预期

通过对《异环》游戏的实际体验以及市场反馈，我们首先认为《异环》是一款质量优秀的二次元开放世界游戏。《幻塔》的两年流水高达 40 亿元，我们认为在《异环》优秀的品质下，首 12 个月流水就有望超 50 亿元；

2) 资产负债表“出清”，轻装上阵

公司过去多个季度利润不及预期的主因多为一次性因素，当前时间点，公司资产负债表多已“出清”，诸如环球片单、乘风工作室等盈利水平欠佳的资产或部分被出售，截至 25Q3，公司存货 11.82 亿元，达到 2022 年以来最低水平；商誉 2.21 亿元，达到公司 A 股上市后最低水平。

3) 组织架构调整带来的产能效率提升

当前时间点，公司组织架构完善，开发和运营水平均有较大提升。具体说，公司原以项目中心为主，下设游戏工作室，经过一段时间的调整后，全面调整为工作室制，更加体现“产品为本”的研发思路，研发效率有望提升。

□ 检验与催化

检验指标：《异环》的上线时间，上线后的流水；未来产品线的表现等。

催化剂：2025 年 12 月三测 PV 公布、2025 年年底的线下小范围测试及 2026 年年初的三测（删档计费）；26Q2 可能的正式上线；《CS2》《DOTA2》等电竞赛事的火爆等。

□ 研究价值

与众不同的认识

市场认为《异环》流水体量或等同或略超《幻塔》，我们认为《异环》在流水和利润上均有望超市场预期。我们认为《异环》上线后 12 个月流水有望达 50 亿元以上，而利润率也有望超过市场的平均水平，达到 50%。这是因为游戏过硬的质量和其带来的非买量宣传模式。我们目前在社交媒体上观察到《异环》的相关宣传仅为广告形式，且多为几乎没有成本的自媒体投放，但在播放量上却极为可观，仅 Bilibili 平台预约人数就高达 170 万人，公司官号粉丝 151 万人，测试 PV 播放量 328 万，首曝 PV 播放量 1068 万。综上我们认为《异环》上线后 12 个月流水有望超 50 亿元，利润率有望达 50%。

与前不同的认识

过去有若干季度利润不达预期，且管理层调整大，对公司治理水平存疑。我们认为，公司过去利润不达预期的几个季度多为一次性费用，如海外工作室遣散的一次性费用，过往影视存货的计提等，整体游戏运营正常。如上文所述，公司当前时间点资产负债表已“出清”，存货、商誉均处历史低位，类似情形有望减少。另外，我们认为公司组织架构调整已告一段落，以产品为中心的组织架构更为合

投资评级：买入(维持)

分析师：冯翠婷

执业证书号：S1230525010001
fengcuiting@stocke.com.cn

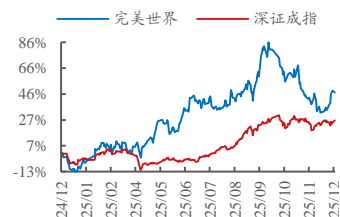
分析师：陈磊

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

基本数据

收盘价	¥ 15.68
总市值(百万元)	30,418.70
总股本(百万股)	1,939.97

股票走势图



相关报告

- 《多款新游推动营收高增利润扭亏，关注《异环》测试进度》 2025.11.06
- 《新研发体系下，《异环》具备开放世界品类游戏竞争优势》 2025.06.15
- 《Q1 利润符合预期，研发投入持续增加》 2023.04.26

理，人均创收已从 2022 年的 127 万元提升至 2024 年 143 万元，不论是绝对还是相对水平均有较大提升。

□ 盈利预测与估值

我们预计《异环》上线后 12 个月流水有望达到 50 亿元，其中 2026 年有望达到 30 亿元，利润率有望达到 30-50%，因此利润贡献有望达到 9-15 亿元。综合上述考虑，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 69.7/109/112 亿元，对应归母净利润分别为 8.20/18.3/21.7 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 37/17/14 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。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,570	6,970	10,921	11,207
(+/-)(%)	-28.50%	25.12%	56.68%	2.62%
归母净利润	-1,288	820	1,830	2,170
(+/-)(%)	-361.98%	163.72%	123.09%	18.55%
每股收益(元)	-0.66	0.42	0.94	1.12
P/E	—	37.08	16.62	14.02

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 二次元游戏市场基本面更新	5
1.1 现状：整体规模短期调整、结构优化	5
1.2 二次元游戏目前主要分为六大品类	5
1.3 未来五年 CAGR 仍有望超 10%	5
2 《异环》游戏画面与数据分析	6
2.1 游戏开发期间更新强度大，上线后表现或超测试期间预期	7
2.2 《幻塔》卡位开放世界赛道，有望获得先发优势	7
2.3 《异环》流水敏感性分析	8
3 投资建议	9
4 风险提示	9

图表目录

图 1: 二次元游戏市场规模预测.....	6
图 2: 《异环》画面表现优秀.....	6
图 3: 《异环》三测 PV 展示的小游戏: 钓鱼和麻将.....	7
表 1: 二次元游戏主要品类.....	5
表 2: 三款重点二次元开放世界游戏对比.....	8
表 3: 《异环》上线后 12 个月流水敏感性分析.....	8
表附录: 三大报表预测值.....	10

1 二次元游戏市场基本面更新

二次元游戏在海内外已火爆多年，但受众群体总体有限，而 2020 年后的多个爆款如《原神》《明日方舟》《鸣潮》等将这一品类在中国大陆推向大众视野。我们认为二次元游戏受众或逐步增加，流水韧性强，未来有望持续成为游戏市场的中坚力量。

1.1 现状：整体规模短期调整、结构优化

2025 年中国二次元游戏市场呈现“规模分化、质效提升”的特征。根据游戏工委数据，二次元移动游戏收入继 2024 年下降 7.44% 后，2025 年上半年再降 8%，主要受头部产品流水放缓与新品供给不足影响。另一方面，用户规模持续扩容但付费结构升级，00 后用户年均 ARPU 值超 200 元，对角色皮肤、剧情 DLC 等虚拟商品的付费率达 65%。这一趋势促使厂商在内容更新与 IP 衍生品开发上投入更多资源。

1.2 二次元游戏目前主要分为六大品类

我们观察到，目前主流的二次元游戏主要包括开放世界、动作、塔防、养成、回合制、肉鸽卡牌和换装类等，不同品类的代表作和开发商在下表列出。我们认为动作、塔防和换装类在过去较长的时间里占据了主流品类，而开放世界是未来兵家必争之地。

表1：二次元游戏主要品类

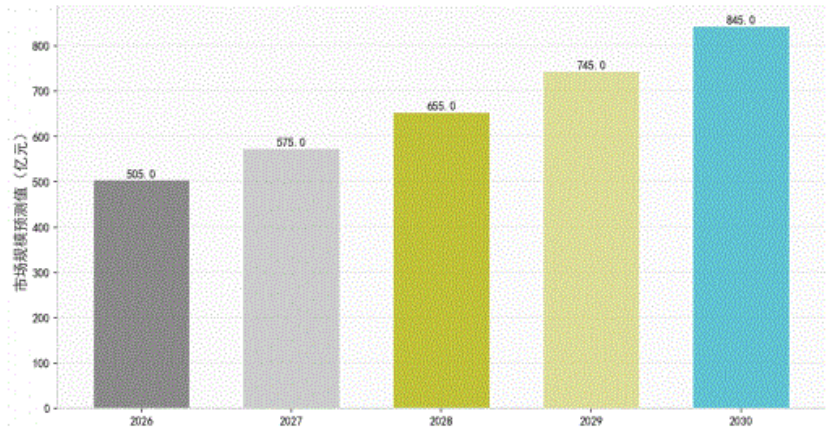
游戏类别	代表公司	代表游戏
开放世界冒险 RPG	米哈游	《原神》
	完美世界	《幻塔》
	库洛游戏	《鸣潮》
动作 ARPG	库洛游戏	《战双帕弥什》
	米哈游	《绝区零》
塔防策略	鹰角网络	《明日方舟》
	鹰角网络	《明日方舟：终末地》
	散爆网络	《少女前线》
养成	蛮啾网络	《碧蓝航线》
回合制 RPG	米哈游	《崩坏：星穹铁道》
	Smilegate	《第七史诗》
肉鸽卡牌	Smilegate	《卡厄思梦境》
	AI Fine	《超时空方舟》
换装	叠纸	《奇迹暖暖》

资料来源：各公司官网或公众号，浙商证券研究所

1.3 未来五年 CAGR 仍有望超 10%

虽然目前出现了结构性调整，但是我们看到原因之一是供给不足，传媒行业是典型的供给创造需求行业，我们认为在经历了一段时间的产品周期底部后，市场规模有望快速复苏。定量来看，根据美鑫可研数据，2026 年中国二次元游戏市场规模预计达 505 亿元，2030 年有望达到 845 亿元左右。同时可以看出，2026-2030 年二次元游戏市场规模虽告别高速增长阶段，但在技术赋能、内容升级与全球化战略驱动下，仍将保持稳健扩张态势。

图1: 二次元游戏市场规模预测



资料来源: 美鑫可研, 浙商证券研究所

2 《异环》游戏画面与数据分析

《异环》采用虚幻 5 引擎打造, 支持光线追踪与 DLSS3.5 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。

2.1 游戏开发期间更新强度大，上线后表现或超测试期间预期

2025年12月23日，公司在多个渠道更新了三测（删档计费测）PV，相较二测，此次的变化主要有：

- 1) 新角色：角色丰富程度提升；
- 2) 新画质：色彩更加生动，建模更加精细，如沾水后的效果有了较大提升；
- 3) 新机制：二人并排走或暗示联机模式，社交属性增加；
- 4) 新玩法：游戏内小游戏丰富，俄罗斯方块、钓鱼、麻将等均被展示；
- 5) 剧情丰富程度增加：前期地图中的高楼互动较少，新PV里看到整体有的剧情推进。

图3：《异环》三测PV展示的小游戏：钓鱼和麻将



资料来源：哔哩哔哩，浙商证券研究所

未来上线进度或为：2025.12.27-28 线下小范围测试→2026 年年初三测（删档计费）→26Q2 可能的正式上线。

2.2 《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2: 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	预计 26Q2	预计 2026 年末	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。

2.3 《异环》流水敏感性分析

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(160亿元)比例的模式进行测算, 以约25%、31%、38%为假设比例, 考虑到《异环》大概率采用自研自发模式, 以30%-50%为假设利润率, 我们得到下表。中性假设下,《异环》上线后12个月流水或达50亿元, 利润贡献或达20亿元。

表3: 《异环》上线后12个月流水敏感性分析

	上线后12个月流水	利润率	业绩弹性(亿元)
谨慎	40	30%	12
	40	40%	16
	40	50%	20
中性	50	30%	15
	50	40%	20
	50	50%	25
乐观	60	30%	18
	60	40%	24
	60	50%	30

资料来源: 浙商证券研究所

3 投资建议

我们预计《异环》上线后 12 个月流水有望达到 50 亿元，其中首个自然年（2026 年年内）有望达到 30 亿元，利润率有望达到 30-50%，因此利润贡献有望达到 9-15 亿元。综合上述考虑，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 69.7/109/112 亿元，对应归母净利润分别为 8.20/18.3/21.7 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 37/17/14 倍，维持“买入”评级。

4 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	6444	6589	9937	12921
现金	3117	3318	5523	8234
交易性金融资产	129	379	229	329
应收账款	684	862	1289	1261
其它应收款	87	97	121	125
预付账款	161	160	264	287
存货	1795	1112	1834	1994
其他	470	662	677	692
非流动资产	4922	4763	5004	5142
金融资产类	1019	1144	1269	1394
长期投资	1355	1305	1320	1337
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	1620	1410	1591	1707
资产总计	11366	11352	14941	18064
流动负债	3861	2713	3813	3984
短期借款	50	50	50	50
应付款项	426	296	489	532
预收账款	1	1	1	1
其他	3384	2366	3273	3401
非流动负债	635	647	647	647
长期借款	0	0	0	0
其他	635	647	647	647
负债合计	4496	3361	4460	4632
少数股东权益	117	134	171	216
归属母公司股东权	6752	7858	10310	13217
负债和股东权益	11366	11352	14941	18064

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5570	6970	10921	11207
营业成本	2347	2668	4400	4787
营业税金及附加	21	28	44	45
营业费用	870	836	1092	1121
管理费用	837	558	874	897
研发费用	1927	1952	2512	2241
财务费用	(67)	(11)	(14)	(47)
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	98	153	157
营业利润	(1129)	1046	2197	2355
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	(1125)	1046	2197	2355
所得税	275	209	330	141
净利润	(1400)	837	1868	2214
少数股东损益	(113)	17	37	44
归属母公司净利润	(1288)	820	1830	2170
EBITDA	(209)	1192	2375	2534
EPS (最新摊薄)	(0.66)	0.42	0.94	1.12

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-28.50%	25.12%	56.68%	2.62%
营业利润	-226.12%	192.64%	109.96%	7.20%
归属母公司净利润	-361.98%	163.72%	123.09%	18.55%
获利能力				
毛利率	57.87%	61.72%	59.70%	57.29%
净利率	-23.11%	11.77%	16.76%	19.36%
ROE	-19.07%	10.44%	17.75%	16.42%
ROIC	-9.02%	9.56%	16.63%	15.38%
偿债能力				
资产负债率	39.56%	29.60%	29.85%	25.64%
净负债比率	-35.06%	-33.02%	-46.22%	-56.24%
流动比率	1.67	2.43	2.61	3.24
速动比率	1.04	1.72	1.88	2.50
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.61	0.83	0.68
应收账款周转率	7.07	9.29	10.52	9.12
应付账款周转率	6.04	7.38	11.21	9.38
每股指标(元)				
每股收益	-0.66	0.42	0.94	1.12
每股经营现金	0.30	0.25	0.96	1.26
每股净资产	3.48	4.05	5.31	6.81
估值比率				
P/E	—	37.08	16.62	14.02
P/B	4.50	3.87	2.95	2.30
EV/EBITDA	—	23.31	10.77	9.02

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	577	485	1870	2439
净利润	(1400)	837	1868	2214
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	(637)	(193)	(2)
其它	910	94	(32)	(35)
投资活动现金流	1153	(509)	(251)	(429)
资本支出	(345)	(32)	(201)	(162)
长期投资	1559	(320)	15	(237)
其他	(62)	(157)	(65)	(30)
筹资活动现金流	(1653)	251	586	701
短期借款	(371)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1282)	251	586	701
现金净增加额	100	201	2205	2710

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>