

2026年3月2日

何利超

H70529@capital.com.tw

目标价(元)

28

公司基本资讯

| | |
|-----------------|------------------------------|
| 产业别 | 传媒 |
| A 股价(2026/2/27) | 21.59 |
| 深证成指(2026/2/27) | 14495.09 |
| 股价 12 个月高/低 | 23.68/10.04 |
| 总发行股数(百万) | 1939.97 |
| A 股数(百万) | 1827.73 |
| A 市值(亿元) | 394.61 |
| 主要股东 | 完美世界控股集团 有限公司 (22.32%) |
| 每股净值(元) | 3.65 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | 21.6 52.4 94.7 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------------|-------|----|
| 2025-02-02 | 18.44 | 买进 |
| 2025-01-06 | 16.91 | 买进 |
| 2025-07-15 | 14.38 | 买进 |

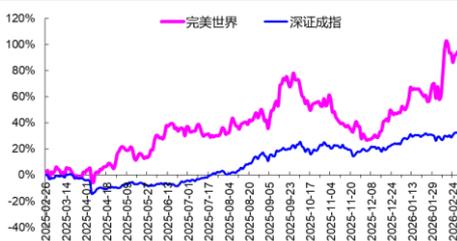
产品组合

| | |
|-------|--------|
| 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



完美世界 (002624.SZ)

Buy 买进

《异环》三测反馈优异，正式定档四月公测

事件:

官网官宣《异环》将于4月23日正式公测，此前三测市场反馈优异、玩家好评如潮，或带动公司抢占二次元都市游戏卡位提前公测。考虑到游戏内容反馈优异，后续有望深度带动公司业绩，我们维持“买进”评级。

■ **《异环》三测市场反馈优异，四月公测时间超预期：**《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。2026年2月4日正式三测，市场反馈良好，测试资格一度在闲鱼被炒到500元左右，显示出口碑优异情况下的玩家热情极高。三测中《异环》大幅优化了游戏画面、角色交互、战斗系统、商业化抽卡设计等内容，极好地吸收了此前二测时玩家的反馈，被认为“听劝有诚意”而广受好评，游戏up主、粉丝和官方之间也持续保持良好互动；此外据第三方评估，三测期间玩家付费率或达到20%左右，大幅高于同类游戏8%-12%的平均水平，表明玩家对游戏的角色、皮肤及养成系统有极高的认可度。二月底《异环》官方宣布将于4月23日正式开启公测，公测时间超出此前市场预期近一个月，或表明三测多项内部数据超预期；当前公测预约量已超2500万，公司也正是开启了多渠道买量宣传，公测期间表现值得关注。我们认为《异环》未来或将成为公司王牌IP，首年流水有望超过50亿元，大幅带动公司游戏台块业绩增长，成为公司新的王牌IP。

■ **2025年经营状况持续优化改善，新游带动业绩提升：**2025年公司预计实现归母净利润7.2-7.6亿元，同比扭亏；扣非归母净利润5.6-6.0亿元，同比扭亏。公司围绕业务聚焦、组织效率和资源配置等方面，持续推进了一系列优化调整。进一步明确了游戏、电竞及影视板块的战略定位与发展布局，通过多维度优化与多项举措并行，整体经营态势稳步向好。公司业绩提升主要受益于：1.端游《诛仙世界》于2024年12月正式上线，《诛仙2》于2025年8月初公测，《女神异闻录：夜幕魅影》于2025年6月底至7月初登陆日本、欧美等海外市场，上述游戏于报告期内带来业绩增量；2.电竞业务延续增长趋势，以立体化赛事体系为引擎，驱动产品精细化运营，收入较上年增加，持续贡献稳定业绩；3.公司降本增效工作的成效显著。未来我们预计2026年重磅新游《异环》有望上线，或将为公司业绩带来较大增量空间。

■ **电竞赛事板块迎来2026TI邀请赛，线下运营及周边契合文化消费大潮：**公司作为两大知名电竞产品《DOTA2》和《CS2》的大陆独家运营商，独家负责相关赛事体系的构建和运营，过去两年相关业务营收持续提升，并且赛事运营也带来了游戏本体相关热度的提升。2026年全球最主要的电竞赛事之一“DOTA2国际邀请赛(TI)”将重返上海，相关赛事运营不仅将拉动周边衍生品消费，也将刺激游戏本体的日活和流水情况；同时“TI2026”的赛事运营响应了上海市政府大力推动的电竞产业发展，也契合了近两年火热的文化消费大潮，有望为DOTA2这款经典游戏IP的长远发展带来积极影响。

■ **降本增效持续见效：**公司对研发团队进行了全面梳理，研发人员数量得到了精简，在未来有望提升研发效率，达到“提质减量”的降本思路。2025Q3三大销售/管理/研发费用率分别为12.44%/8.93%/24.35%，同比-1.40/-3.56/-8.87个百分点，环比也分别+2.81/-2.43/-2.16个百分点，管理效率持续提升推动公司盈利能力，降本增效效果显著。伴随公司聚焦重点游戏单品的运营思路，基本面改善趋势明显，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7.54/13.90/16.38亿元，

YOY 分别为+158.6%/+94.2%/+17.9%；EPS 分别为 0.39/0.72/0.84 元，当前股价对应 A 股 2025-2027 年 P/E 为 56/30/26 倍，给予“买进”建议。

- **风险提示：**1、公司新品游戏表现不及预期。

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|---------|----------|----------|--------|--------|
| 纯利(Net profit) | RMB 百万元 | 491 | -1288 | 754 | 1390 | 1638 |
| 同比增减 | % | -64.31% | -361.98% | -158.58% | 84.22% | 17.88% |
| 每股盈余(EPS) | RMB 元 | 0.26 | -0.68 | 0.39 | 0.72 | 0.84 |
| 同比增减 | % | -63.89% | -361.54% | -157.18% | 84.22% | 17.88% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 57.42 | / | 55.53 | 30.14 | 25.57 |
| 股利(DPS) | RMB 元 | 0.46 | 0.23 | 0.50 | 0.80 | 1.00 |
| 股息率(Yield) | % | 3.08% | 1.54% | 2.32% | 3.71% | 4.63% |

【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% |
| 中立 (Neutral) | 无法由基本面给予投资评等 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 | 7208 | 10076 | 11037 |
| 经营成本 | 3139 | 2347 | 2934 | 3849 | 4233 |
| 营业税金及附加 | 24 | 21 | 20 | 25 | 30 |
| 销售费用 | 1195 | 870 | 778 | 1038 | 1104 |
| 管理费用 | 705 | 837 | 721 | 937 | 993 |
| 研发费用 | 2195 | 1927 | 1838 | 2418 | 2539 |
| 利润总额 | 905 | -1125 | 1093 | 2014 | 2374 |
| 所得税 | 322 | 275 | 273 | 503 | 593 |
| 净利润 | 583 | -1400 | 820 | 1510 | 1780 |
| 少数股东权益 | 91 | -113 | 66 | 121 | 142 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 491 | -1288 | 754 | 1390 | 1638 |

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 | 7088 | 7797 | 8577 |
| 固定资产合计 | 321 | 279 | 306 | 337 | 371 |
| 无形资产合计 | 137 | 650 | 780 | 936 | 1124 |
| 非流动资产合计 | 7680 | 4922 | 5747 | 6941 | 8603 |
| 资产总计 | 14489 | 11366 | 12835 | 14738 | 17180 |
| 流动负债合计 | 3464 | 3861 | 4247 | 4460 | 4906 |
| 非流动负债合计 | 1600 | 635 | 762 | 914 | 1097 |
| 负债合计 | 5064 | 4496 | 5009 | 5374 | 6003 |
| 少数股东权益 | 469 | 117 | 127 | 137 | 148 |
| 股东权益合计 | 9425 | 6870 | 7699 | 9228 | 11030 |
| 负债及股东权益合计 | 14489 | 11366 | 12835 | 14738 | 17180 |

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i @持意见或立场，或买入，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i @。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。