

## 完美世界 (002624.SZ)

## 25 年实现扭亏基本面触底，26 年新品《异环》有望爆发

我们认为，随着 2024 年业务调整逐步落地，公司 2025 年实现扭亏转盈，基本面修复路径清晰。在此基础上，2026 年新品《异环》有望成为公司新一轮增长的核心驱动力：一方面，产品定位于相对稀缺的“超自然都市开放世界 RPG”，差异化突出，当前预约热度与市场关注度均处于高位；另一方面，二次元赛道需求基础仍在，海外市场空间广阔，优质供给有望持续撬动新增需求。我们看好公司在完成调整后重新进入产品驱动阶段，依托《异环》的产品力、Hotta Studio 的研发经验以及公司多平台、全球化发行能力，推动业绩与估值进一步修复。

□ 完美世界：《异环》公测定档 4 月 23 日，预计为 2026 年贡献重要增量。《异环》为完美旗下 Hotta Studio 研发的超自然都市开放世界 RPG，将于 4 月 23 日开启中国大陆全平台公测、4 月 29 日开启海外版本，上线平台覆盖 PC、安卓、iOS、Mac、鸿蒙及 PS5。截至 3 月 25 日，全平台官网预约量已超 3000 万，TapTap 预约 596 万+、评分 9.0，全球社媒关注度突破 500 万，B 站官方号粉丝 193 万、预约 212 万+，首曝 PV 播放量 1092 万、测试 PV 播放量 367 万。产品已于 2026 年 2 月初完成国内三测及海外区域二测，经过前期测试验证与持续打磨，品质与体验均实现显著提升，市场关注度持续升温。我们预计，《异环》PC 端占比有望高于普通游戏，利润率或较公司过往产品进一步提升，有望成为公司 2026 年核心增量来源。

□ 24—25 年新品矩阵贡献增量，公司 2025 年游戏业务扭亏，基本面触底反弹。公司 2025 年业绩改善受益于多款新品的持续贡献：端游《诛仙世界》于 2024 年 12 月正式上线，凭借诛仙 IP 深厚的用户基础与端游品质，为 2025 年全年贡献稳定流水；《诛仙 2》于 2025 年 8 月初公测，经典 IP 焕新延续热度；《女神异闻录：夜幕魅影》作为公司与 ATLUS 合作的二次元 RPG 产品，于 2025 年 6—7 月成功登陆日本、欧美等成熟市场，验证了公司在二次元品类海外发行的能力。新品矩阵的持续放量构成公司 2025 年业绩修复的核心驱动力，推动公司基本面触底反弹。

□ 电竞业务延续增长，TI 2026 提升长期期待。公司电竞业务以立体化赛事体系为引擎，驱动产品精细化运营，2025 年收入较上年增加，持续贡献稳定业绩。2026 年 8 月，公司将举办世界级赛事 DOTA2 国际邀请赛 (TI2026)，秉持“赛事带动产品、赛事带动出海”的发展路径。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。公司 2024 年处于产品与组织调整底部，2025 年预计实现扭亏为盈，经营拐点已现；《异环》公测在即，有望贡献 2026 年重要增量，并推动公司重回新品驱动的成长阶段。考虑到公司老牌研发厂商的技术积累、二次元品类的产品拓展能力以及海外发行空间逐步打开，我们看好公司基本面持续修复，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.49/15.50/21.15 亿元，对应 PE 分别为 52.4/25.3/18.5 倍。

□ 风险提示：老游戏流水下滑风险、新游戏上线表现不及预期风险、海外发行不及预期风险、行业竞争加剧风险、影视业务波动风险等。

## 财务数据与估值

## 强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/传媒

目标估值：NA

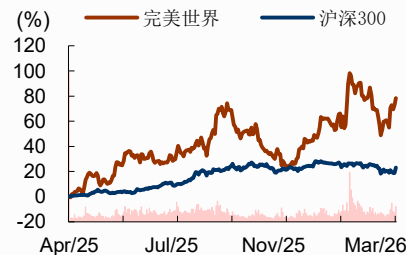
当前股价：20.22 元

## 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)	39.2
流通市值 (十亿元)	37.0
每股净资产 (MRQ)	3.7
ROE (TTM)	-3.3
资产负债率	36.0%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	6	93
相对表现	2	7	67



## 相关报告

- 1、《完美世界 (002624) —25 年全年扭亏为盈，游戏业务重回增长轨道》2026-02-13
- 2、《完美世界 (002624) —利润端扭亏为盈，《异环》将为后续带来增量》2025-11-03
- 3、《完美世界 (002624) —25H1 利润扭亏为盈，《异环》《诛仙 2》将为后续带来增量》2025-09-02

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7791	5570	6796	9514	10656
同比增长	2%	-28%	22%	40%	12%
营业利润(百万元)	896	(1129)	987	2061	2821
同比增长	-39%	-226%	187%	109%	37%
归母净利润(百万元)	491	(1288)	749	1550	2115
同比增长	-64%	-362%	158%	107%	37%
每股收益(元)	0.25	-0.66	0.39	0.80	1.09
PE	79.8	-30.5	52.4	25.3	18.5
PB	4.4	5.8	5.7	4.8	4.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

- 一、业绩拐点确立，市场回暖下新品可期.....3
- 二、《异环》产品力突出，公测在即打开增量空间 .....3
  - 1、二次元游戏市场边际改善与未来增量可期.....3
  - 2、《异环》定位差异鲜明，热度升温驱动新增量.....5
  - 3、幻塔工作室：《幻塔》奠定开放世界基石，《异环》着力再攀新高.....6
  - 4、超自然都市二游破局者，技术世界观玩法三线并进 .....8
  - 5、都市题材差异化突出，全平台良心抽卡筑牢竞争壁垒.....9
- 三、风险提示.....10

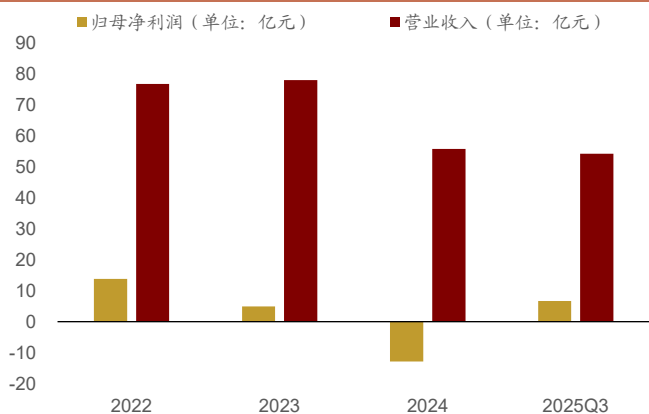
## 图表目录

- 图 1：近 4 年公司营业收入与归母净利润.....3
- 图 2：近 4 年公司费用率变化.....3
- 图 3：中国二游市场规模.....4
- 图 4：中国二游市场暑期收入规模.....4
- 图 5：海外二游市场规模.....4
- 图 6：2025 年全球“二游”收入榜.....4
- 图 7：《异环》公测定档.....5
- 图 8：TapTap 预约榜榜首.....5
- 表 1：头部“二游”题材分类.....6
- 附：财务预测表.....11

## 一、业绩拐点确立，市场回暖下新品可期

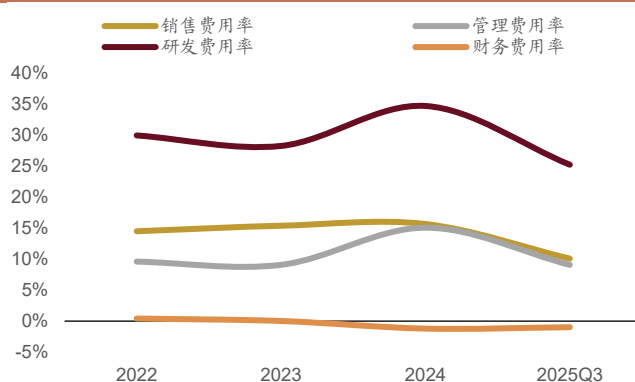
2024 年公司持续精细化管理，基本面处于阶段性底部。公司 2024 年营收 55.7 亿元，同比-28.50%，归母净利润-12.88 亿元，扣非净利润-13.13 亿元。分业务看，2024 年公司移动端和 PC 端游戏营业收入分别为 25.52 亿元/23.59 亿元，同比-37.55%/+6.62%。报告期内，公司关停或调整《完美新世界》《灵笼》《代号 Lucking》《代号新世界》《一拳超人：世界》《乖离性百万亚瑟王：环》等多项低预期游戏，并同步推进人员优化及乘风工作室出售，持续推动资源聚焦。2025 年前三季度，公司销售/管理/研发费用率较 2024 年分别下降 5.56pct/5.99pct/9.45pct 至 10.05%/9.04%/25.15%，费用端明显改善；同期实现营收 54.17 亿元，同比+33.00%，归母净利润 6.66 亿元，同比+271.17%，扣非归母净利润 4.83 亿元，同比+207.77%，其中游戏业务实现扣非后净利润 5.48 亿元，影视业务实现扣非后净利润 2582 万元。

图 1：近 4 年公司营业收入与归母净利润



资料来源：公司年报，招商证券

图 2：近 4 年公司费用率变化



资料来源：公司年报，招商证券

2025 年公司拐点明确，全年扭亏基本兑现。公司预计 2025 年实现归母净利润 7.2-7.6 亿元，扣非净利润 5.6-6 亿元，同比扭亏为盈。其中，游戏业务预计实现归母净利润 8.3-8.7 亿元，扣非净利润 6.5-6.9 亿元。业绩改善主要受益于端游《诛仙世界》于 2024 年 12 月上线后在 2025 年贡献全年流水，以及《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。此外，公司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。影视业务则预计实现归母净利润约 2000 万元。整体来看，公司 2025 年已实现扭亏，前期调整成效正在持续兑现，基本面拐点得到确认。

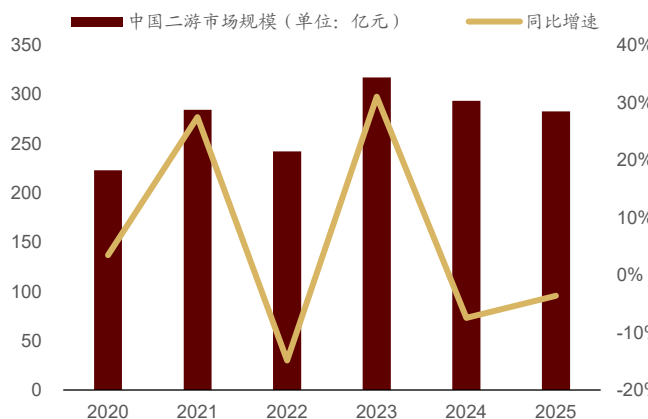
## 二、《异环》产品力突出，公测在即打开增量空间

### 1、二次元游戏市场边际改善与未来增量可期

二次元游戏市场边际改善，市场呈现复苏趋势。自 2020 年《原神》推动二次元游戏进入大众主流视野以来，《鸣潮》《崩坏：星穹铁道》等产品持续丰富赛道供给并带来市场增量。近两年，受头部产品流水自然回落及部分新品表现分化影响，国内二次元游戏市场规模有所波动，但整体仍保持较大体量，且降幅已逐步收窄。2025 年，二次元游戏实际销售收入为 282.81 亿元，同比下降 3.64%，降幅收窄

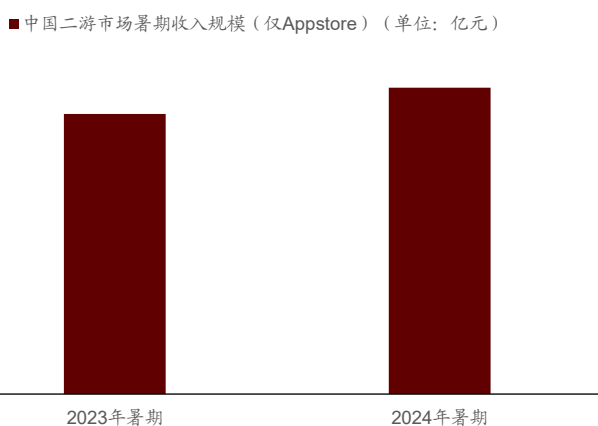
较 2024 年明显改善。至此，行业运行已趋于平稳，市场边际改善趋势逐步明确。同时，2024 年暑期中国二次元游戏市场收入规模（仅 App Store）由 32.9 亿元增至 34.1 亿元，同比增长 3.85%，验证优质产品仍具备拉动市场增量的能力。根据美鑫可研数据，2026 年中国二次元游戏市场规模预计达 505 亿元，2030 年有望达到 845 亿元左右。我们认为，二次元游戏行业短期规模波动，中长期发展空间仍在，优质供给仍是带动市场增长的关键。

图 3：中国二游市场规模



资料来源：伽马数据，招商证券

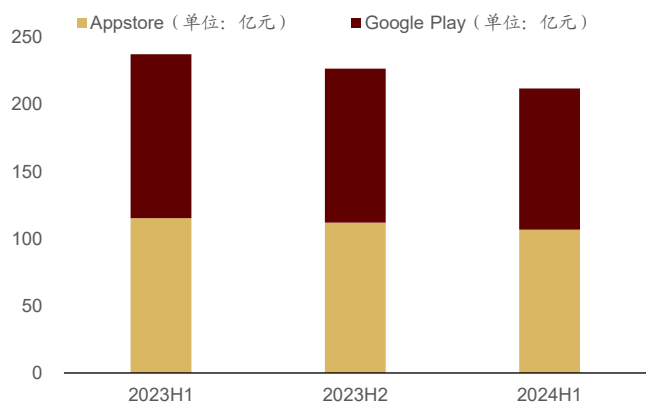
图 4：中国二游市场暑期收入规模



资料来源：点点数据，招商证券

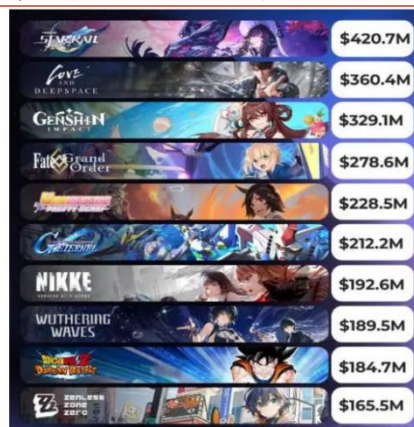
**海外二游市场空间广阔，亚太贡献核心收入，欧美及新兴地区持续打开增量空间。**据点点数据，2024 年 H1 海外二游市场规模约为 211.7 亿元，2023 年市场规模达 463.5 亿。区域结构上，日本占据二游市场主导地位，占海外市场份额超 60%；欧美市场凭借广泛的覆盖和持续提升的内容接受度，正为优质产品贡献更强的增长弹性，东南亚等新兴地区也在内容渗透和新品传播层面持续释放空间，全球市场已形成“亚太贡献主要收入、欧美及新兴地区贡献增量弹性”的多层次生态。在此基础上，中国厂商已成为全球二游市场的重要供给力量。GamingonPhone 披露的 2025 年全球收入最高的 10 款二次元手游中，有 5 款来自中国厂商、4 款来自日本厂商，其中，米哈游旗下《崩坏：星穹铁道》《原神》与《绝区零》三款产品同时跻身前十。整体来看，海外二游市场兼具广阔空间与较强变现能力，中国厂商凭借持续输出优质产品，海外吸金能力仍具较强提升空间。

图 5：海外二游市场规模



资料来源：点点数据，招商证券

图 6：2025 年全球“二游”收入榜



资料来源：Gamelook，招商证券

泛二次元消费人群广泛，优质供给有望持续释放消费需求。据 Crunchyroll 和艾媒咨询，截至 2024 年，全球二次元用户规模达 8 亿人，中国泛二次元用户规模达 5.03 亿人，预计 2029 年将增至 5.70 亿人。庞大的用户池叠加较强的内容消费与圈层付费意愿，为行业复苏提供了坚实支撑。二次元用户具备较强的付费意愿与圈层认同，尤其是以 Z 世代为代表的年轻群体。作为二次元游戏的核心受众，Z 世代成长于数字内容与社交媒体深度融合的环境之中，更注重角色陪伴、内容共鸣与圈层归属，对优质内容往往表现出更强的消费意愿与用户忠诚度。我们认为，优质供给有望率先激发核心圈层消费需求，并进一步向泛用户扩散，带动市场热度与需求同步释放，推动行业空间持续打开。

## 2、《异环》定位差异鲜明，热度升温驱动新增量

《异环》热度持续攀升，差异化定位有望打开业绩增量。作为 Hotta Studio 自研的超自然都市开放世界 RPG，《异环》将登陆 PC、Android、iOS、PlayStation 5、Mac、鸿蒙等多平台。截至 2026 年 3 月 25 日，产品全球预约量已突破 3000 万，并将于 4 月 23 日开启中国大陆全平台公测。产品自 2024 年 7 月首曝以来已历经首测及多轮海内外测试，并于 2026 年春节前后完成国内付费三测与海外二测，Taptap 平台显示《异环》预约/关注数分别达 577/569 万，登顶 PC/移动安卓端预约榜首，期待值高达 9.0。较高的预约热度与持续升温的市场关注度，已为《异环》后续公测表现和增量释放奠定较好基础。

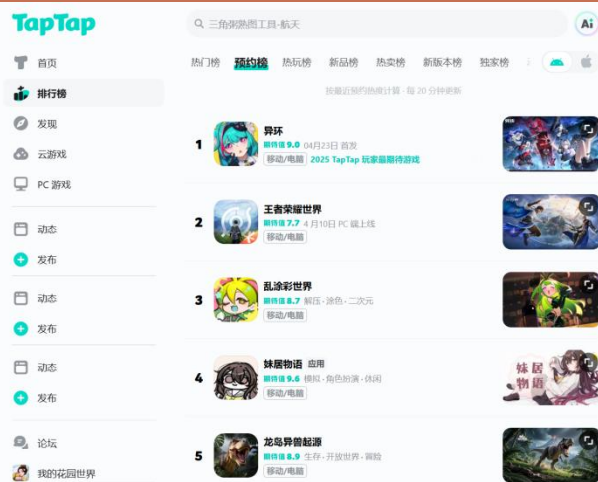
题材方面，当前二游头部产品大多集中于奇幻开放世界、科幻冒险、都市动作或女性向陪伴等方向，如《原神》《鸣潮》偏奇幻开放世界，《崩坏：星穹铁道》偏科幻冒险，《绝区零》切入都市动作题材，《恋与深空》则以女性向陪伴为核心。相较之下，《异环》切入二次元游戏中相对稀缺的“超自然都市开放世界”方向，在都市题材基础上进一步融合探索、载具、经营及版本化内容扩展，为产品预留了更强的玩法延展空间。在 UE5.6 引擎支撑下，“都市题材+开放世界+泛二次元表达”的组合，有望帮助《异环》在传统荒野/幻想题材二游之外形成更高辨识度，并以差异化定位激发用户新鲜感与关注度，提升产品破圈潜力。

图 7：《异环》公测定档



资料来源：《异环》官方公众号，招商证券

图 8：TapTap 预约排行榜首



资料来源：TapTap 官网，招商证券

表 1: 头部“二游”题材分类

题材方向	代表产品	核心卖点
奇幻开放世界	《原神》《鸣潮》《幻塔》	大世界探索、幻想叙事、动作战斗、长线版本运营
科幻/箱庭冒险 RPG	《崩坏：星穹铁道》《崩坏 3》	银河冒险、角色养成、剧情驱动、RPG 体验
都市动作题材	《绝区零》《女神异闻录：夜幕魅影》	现代都市语境、动作打击感、潮流美术、街区氛围
女性向沉浸互动	《恋与深空》《光与夜之恋》《未定事件簿》	3D 互动、情感陪伴、角色关系、女性向消费
超自然都市开放世界	《异环》	都市开放世界、异象叙事、探索+载具+经营、多端互通

资料来源：公司官网，招商证券

### 3、幻塔工作室：《幻塔》奠定开放世界基石，《异环》着力再攀新高

《幻塔》是完美世界旗下幻塔工作室研发的轻科幻开放世界 MMORPG，采用虚幻引擎 4 构建无缝大世界，在玩法与发行模式上实现了重要探索。游戏融合了高自由度探索、爽快战斗系统、多样互动解谜及丰富的角色塑造，讲述了发生在艾达星的末世故事。游戏国内于 2021 年 12 月 16 日公测，PC、手机双端互通，后续登陆 Steam 及 PS4/PS5 平台，是完美世界首款实现移动、PC、主机三端全面覆盖的全球化产品。营销方面，《幻塔》采用根植于游戏内容、与玩家共创共成长的内容营销新打法，以社区口碑与产品自身品质吸引用户，区别于传统效果广告驱动的买量模式。凭借轻科幻二次元美术风格与开放世界玩法，《幻塔》成功在 MMORPG 赛道实现差异化突围，为后续产品积累了重要的多平台研发与发行经验。

图 9: 《幻塔》游戏宣传页面



资料来源：游戏 bilibili 官方账号，招商证券

《幻塔》凭借极高的市场关注度与强劲的上线表现，迅速成为完美世界二次元赛道的现象级作品。国内上线前，全网预约量突破 1500 万，TapTap 约 170 万。上线后游戏首月新增用户超 1000 万，首月流水近 5 亿元，iPhone 首周下载达 212.8 万。首年，游戏流水超 30 亿元，多次进入 iOS 畅销榜 TOP10。海外方面，

《幻塔》2022年8月11日上线，预注册超400万，首月登顶近40个国家和地区 iOS 免费榜，进入近30个国家和地区畅销榜 TOP10；8月海外收入突破4400万美元（约3.18亿元），下载量达855万次，跻身出海手游收入榜第5名。Steam版于2022年10月上线（锁国区），历史峰值在线7180人。截至2023年底，游戏上线2年全球累计流水突破40亿元。

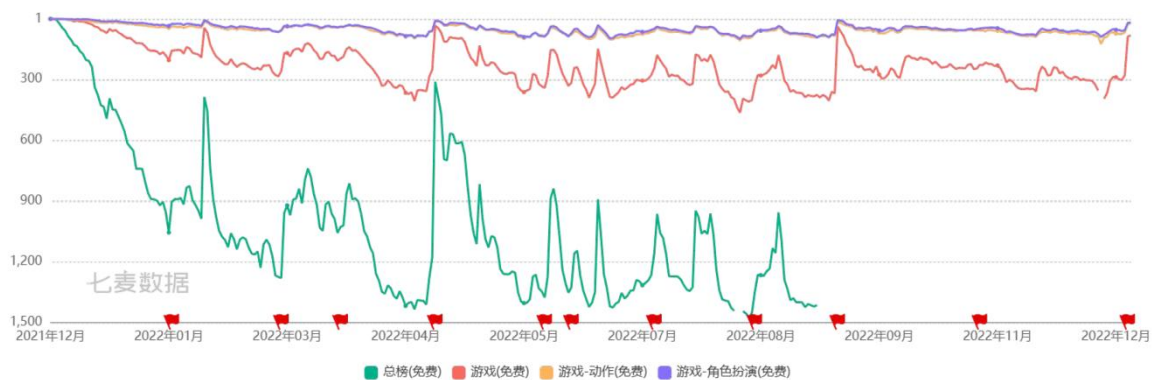
图 10: 《幻塔》全平台预约超 1500 万



资料来源：游戏 bilibili 官方账号，招商证券

《幻塔》的长线运营历程为幻塔工作室沉淀了关于内容迭代、商业化节奏及社交生态构建的宝贵经验，为《异环》的制作打下基础。相较于前作，《异环》在技术基底、题材框架与用户策略上均展现出清晰的进阶路径：技术层面由虚幻引擎4升级至虚幻引擎5，并预先接轨光追技术与未来版本升级接口，打造更具沉浸感的游戏画面；题材从末世废土转向“超自然都市开放世界”，将都市生活模拟深度融入核心体验，拓展了二次元开放世界的玩法边界；商业化层面则以“角色无命座”与低门槛保底机制回应玩家核心诉求，在抽卡公平性与零微氪友好度上较《幻塔》初期更为克制与成熟，反映出团队对长线用户关系的精准把握。

图 11: 《幻塔》首年国内 AppStore 排名趋势



资料来源：七麦数据，招商证券

#### 4、超自然都市二游破局者，技术世界观玩法三线并进

《异环》以“超自然都市开放世界 RPG”为定位，试图在二次元开放世界赛道中开辟一条差异化路径。游戏由幻塔工作室主导研发，凭借现象级开放世界游戏《幻塔》的开发经验，团队在大型虚拟世界构建、长线内容运营及跨平台技术整合方面积累了扎实经验，主创成员也多来自业内知名项目组。游戏采用虚幻引擎 5 构建底层技术体系，结合 NVIDIA 光线追踪技术，实现高精度动态光影与物理渲染效果，同时公司已为该游戏预留虚幻引擎 5.5 版本的品质升级空间，为后续画质升级打下基础。

图 12:《异环》游戏宣传页面



资料来源：游戏 bilibili 官方账号，招商证券

《异环》构建了“一切正常，就是异常”的超自然都市世界观，以悬疑叙事与记忆回溯为核心线索。故事设定在近未来都市海特洛市，人类与名为“异象”的超自然现象共存——异象无法被科学完全解释，可能源于空间扭曲、时间循环或人类情感执念。为维护秩序，官方机构“异象管理局”负责监控与处置异象。玩家扮演失忆却获得特殊能力的主角“零”，以无证上岗身份加入神秘古董店“伊波恩”，通过承接异象委托逐步揭开城市秘密与自身身世。游戏采用非单一线性叙事，借环境细节、道具文本与 NPC 对话引导玩家主动推演，在沉浸探索中自主构建世界观图谱。

图 13:《异环》地图剪影



资料来源：游戏官网，招商证券

《异环》强调“高自由度叙事+强生活化交互”的双轨设计，在玩法上融合了高自由度都市探索、策略性角色战斗与轻度模拟经营等多元模块，构建了一套区别于传统二次元开放世界的复合玩法体系。玩家将在无缝衔接的超自然都市中自由穿行，借助异能跑酷、载具驾驶等方式展开高自由度探索，承接遍布全城的异象委托任务。战斗系统采用四人实时切换编队机制，每位角色拥有差异化技能树与定位特性，玩家可依据敌方弱点自由搭配输出、辅助、控场及防御型角色，支持全自动战斗模式以兼顾操作深度与轻量化体验。同时，游戏深度整合了都市生活模拟模块——玩家可购置商铺并全程参与选址、品类规划与商品研发等经营决策，也可购买房产并自由布置个性化居所。此外，载具改装系统支持外观涂装与性能参数的深度定制，进一步丰富了都市生活的沉浸感。

图 14:《异环》实机演示



资料来源：游戏 bilibili 官方账号，招商证券

## 5、都市题材差异化突出，全平台良心抽卡筑牢竞争壁垒

《异环》的核心优势在于都市题材的差异化定位、诚意十足的商业化设计以及以用户为中心的运营思路。游戏以虚构现代都市海特洛市为舞台，融合生活化玩法，打破了传统开放世界以战斗为核心的单一模式，牵手、同居、第一视角切换等角色互动细节也精准回应了二次元玩家的情感需求。在商业化方面，游戏采用“角色无命座系统”，抽取角色即为完整形态，无需重复投入养成资源，单抽综合概率 1.88%，90 抽保底必得当前限定高级角色，免费角色“小吱”亦可满命获取，大幅降低了零氪与微氪用户的消费门槛，在二次元品类中具备稀缺性优势。在平台覆盖上，游戏将于 2026 年 4 月 23 日同步登陆 PC、安卓、iOS、Mac、鸿蒙及 PlayStation 5 六大平台，基于虚幻 5 引擎并针对各端做了深度适配，多端布局与扎实的技术底子有效拓展了用户触达边界。此外，团队高度重视玩家反馈，在三测中拿出了半年 68 项优化的“听劝有诚意”姿态，从角色辨识度到抽卡保底机制均大幅改进，为公测打下了坚实的口碑基础。

图 15:《异环》共存测试针对玩家意见开展多方面优化



资料来源：游戏官网，招商证券

### 三、风险提示

- (1) 老游戏流水下滑风险。公司存量产品是当前收入和利润的重要来源，若核心老游戏用户活跃度、付费率及流水表现持续下滑，可能对公司整体业绩产生不利影响。
- (2) 新游戏上线表现不及预期风险。公司后续业绩增长对新品贡献依赖度提升，若重点新品在上线后用户留存、付费转化、版本节奏或市场反馈不及预期，可能影响公司新品放量节奏及业绩兑现情况。
- (3) 海外发行不及预期风险。公司持续推进产品出海布局，若相关产品在海外市场的发行节奏、用户接受度、投放效率或本地化运营效果不及预期，可能对公司海外收入增长和利润释放形成扰动。
- (4) 行业竞争加剧风险。游戏行业竞争较为激烈，二次元、开放世界等细分赛道新品供给持续增加。若公司产品在题材差异化、内容更新、用户运营及长线留存方面竞争力不足，可能面临市场份额承压的风险。
- (5) 影视业务波动风险。公司影视业务受项目排播、内容审核、市场环境及收益确认节奏等因素影响，存在一定波动性，进而对公司整体盈利表现造成扰动。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	6809	6444	6685	9143	11181
现金	3018	3117	2946	4095	5702
交易性投资	325	129	129	129	129
应收票据	129	16	19	27	30
应收款项	907	668	815	1141	1278
其它应收款	135	87	106	148	166
存货	1270	1795	1923	2569	2731
其他	1025	631	746	1034	1144
<b>非流动资产</b>	7680	4922	4971	5023	5083
长期股权投资	1921	1355	1355	1355	1355
固定资产	321	279	443	596	744
无形资产商誉	1014	883	795	715	644
其他	4423	2406	2379	2358	2341
<b>资产总计</b>	<b>14489</b>	<b>11366</b>	<b>11656</b>	<b>14166</b>	<b>16264</b>
<b>流动负债</b>	3464	3861	3946	4995	5258
短期借款	421	50	0	0	0
应付账款	350	426	457	610	648
预收账款	1502	2453	2628	3511	3732
其他	1191	932	861	874	878
<b>长期负债</b>	1600	635	635	635	635
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1600	635	635	635	635
<b>负债合计</b>	<b>5064</b>	<b>4496</b>	<b>4581</b>	<b>5630</b>	<b>5892</b>
股本	2012	2012	1939	1939	1939
资本公积金	1190	1080	1007	1007	1007
留存收益	5755	3661	3947	5272	6922
少数股东权益	469	117	183	318	503
归属于母公司所有者权益	8956	6752	6893	8218	9868
<b>负债及权益合计</b>	<b>14489</b>	<b>11366</b>	<b>11656</b>	<b>14166</b>	<b>16264</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	762	577	369	1160	1848
净利润	583	(1400)	814	1685	2300
折旧摊销	177	245	155	165	175
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	(204)	(260)	(168)
其它	246	2	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	130	1153	243	296	248
资本支出	(526)	(353)	(205)	(217)	(235)
其他投资	656	1506	448	513	483
<b>筹资活动现金流</b>	(898)	(1653)	(784)	(307)	(488)
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)	(225)	(465)
其他	(477)	(828)	(52)	(82)	(23)
<b>现金净增加额</b>	(6)	77	(171)	1149	1608

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	7791	5570	6796	9514	10656
营业成本	3139	2347	2515	3359	3570
营业税金及附加	24	21	26	36	41
营业费用	1195	870	938	1284	1332
管理费用	705	837	680	856	959
研发费用	2195	1927	1971	2283	2323
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
<b>营业利润</b>	896	(1129)	987	2061	2821
营业外收入	22	17	19	20	21
营业外支出	13	13	13	13	13
<b>利润总额</b>	905	(1125)	993	2068	2829
所得税	322	275	178	383	529
少数股东损益	91	(113)	65	135	185
<b>归属于母公司净利润</b>	491	(1288)	749	1550	2115

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	2%	-28%	22%	40%	12%
营业利润	-39%	-226%	187%	109%	37%
归母净利润	-64%	-362%	158%	107%	37%
<b>获利能力</b>					
毛利率	59.7%	57.9%	63.0%	64.7%	66.5%
净利率	6.3%	-23.1%	11.0%	16.3%	19.9%
ROE	5.4%	-16.4%	11.0%	20.5%	23.4%
ROIC	6.2%	-17.3%	11.8%	22.0%	24.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	35.0%	39.6%	39.3%	39.7%	36.2%
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	1.8	2.1
速动比率	1.6	1.2	1.2	1.3	1.6
<b>营运能力</b>					
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	1.3
应收账款周转率	7.7	6.5	8.9	9.5	8.6
应付账款周转率	8.9	6.0	5.7	6.3	5.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.25	-0.66	0.39	0.80	1.09
每股经营净现金	0.39	0.30	0.19	0.60	0.95
每股净资产	4.62	3.48	3.55	4.24	5.09
每股股利	0.48	0.24	0.12	0.24	0.33
<b>估值比率</b>					
PE	79.8	-30.5	52.4	25.3	18.5
PB	4.4	5.8	5.7	4.8	4.0
EV/EBITDA	43.2		34.4	17.8	13.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。