

2026年04月22日

完美世界(002624.SZ)

投资评级: 买入(首次)

新周期即将开启,《异环》具备新一代二游旗舰产品的潜力

证券分析师

陈良栋
SAC: S1350524100003
chenliangdong@huayuanstock.com
周政宇
SAC: S1350525050006
zhouzhengyu@huayuanstock.com

联系人

魏桢
weizhen@huayuanstock.com

市场表现:



基本数据 2026年04月20日

收盘价(元)	20.15
一年内最高/最低(元)	23.68/11.72
总市值(百万元)	39,090.36
流通市值(百万元)	36,828.82
总股本(百万股)	1,939.97
资产负债率(%)	36.04
每股净资产(元/股)	3.65

资料来源: 聚源数据

投资要点:

- 二游进入新一轮产品升级期,《异环》作为“开放世界+都市生活+社交”融合型产品,有望占据新阶段的重要生态位。**我们认为,当前二游赛道或已由《原神》所定义的成熟范式进入存量竞争阶段,行业竞争由开放世界规模、美术规格与战斗深度,逐步转向比拼日常体验密度、社交承载能力与长线留存稳定性等维度。
- 目前我们认为《异环》或具备成为新一代二游旗舰产品的能力。**
 - 1) 《异环》具备先发优势与错位竞争价值。开放世界+都市舞台+轻社交/生活化表达或已成为头部厂商共同加码的新方向。《异环》具有先发优势或能率先完成这一产品定义并建立用户心智,有望在当前相对空白的生态位中占据首发标签。
 - 2) 通过双轨循环重构二游活跃逻辑,有望提升长线留存稳定性。《异环》通过都市生活系统与角色养成战斗系统形成双轨循环:前者承接探索、互动、经营、休闲和轻社交,提供高频日常回流理由;后者承接成长目标、版本内容和付费深度,维持核心用户投入。产品活跃来源有望由单一版本驱动扩展为日常驱动+成长驱动并行。
 - 3) 角色串联战斗,都市与社交资产,商业化结构更稳。《异环》中的角色价值在建模人设和战斗强度的基础上进一步延展到时装、都市技能、关系陪伴和社交展示。角色体系深度嵌入城市探索、都市经营、社交互动和房屋陪伴等场景,使角色付费由单次抽取和版本强度验证,逐步转向更高频、更长期的日常消费。
 - 4) 城市作为功能载体,赋予《异环》更强扩展性与版本节奏优势。海特洛市承担玩法挂载、活动承接、资源投放和节奏调节功能。城市中的街区、店铺、交通节点、异象点位和社交空间都可以成为玩法接入点,《异环》有望形成更灵活的周更、月更、季更节奏,进而平滑活跃波动、增强长线运营能力。
- 盈利预测与评级:**《异环》凭借“都市开放世界+轻社交+角色驱动”的差异化产品定位,有望成为公司二次元赛道的重要突破口。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为7.49/16.77/23.87亿元,2025年同比扭亏为盈,2026-2027年同比增速分别为123.96%/42.34%,当前股价(2026/04/20)对应的PE分别为52/23/16倍。我们选取吉比特、恺英网络、世纪华通和巨人网络为可比公司,鉴于公司新品即将推出,《异环》有望成为新一代二游旗舰产品,首次覆盖,给予“买入”评级。
- 风险提示。经营风险、行业政策风险、新游戏上线不及预期风险、游戏流水不及预期风险。**

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,791	5,570	6,831	9,231	9,842
同比增长率(%)	1.57%	-28.50%	22.63%	35.12%	6.62%
归母净利润(百万元)	491	-1,288	749	1,677	2,387
同比增长率(%)	-64.31%	-361.98%	158.17%	123.96%	42.34%
每股收益(元/股)	0.25	-0.66	0.39	0.86	1.23
ROE(%)	5.49%	-19.07%	10.67%	21.99%	28.14%
市盈率(P/E)	79.54	-30.36	52.19	23.31	16.37

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.49/16.77/23.87 亿元，2025 年同比扭亏为盈，2026-2027 年同比增速分别为 123.96%/42.34%，当前股价（2026/04/20）对应的 PE 分别为 52/23/16 倍。我们选取吉比特、恺英网络、世纪华通和巨人网络为可比公司，鉴于公司新品即将推出，《异环》有望成为新一代二游旗舰产品，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

（1）移动端网络游戏：2026 年新品《异环》有望成为公司核心增量产品。我们预计公司移动端网络游戏业务营收 2025 年同比小幅下滑，2026 年同比大幅上升，2027 年同比稳健上升。

（2）PC 端网络游戏：《诛仙世界》稳定贡献流水增量，2026 年新品《异环》有望成为公司核心增量产品。我们预计公司 PC 端网络游戏业务营收 2025 年同比上升，2026 年同比大幅上升，2027 年同比稳健上升。

投资逻辑要点

- （1）《异环》作为完美世界重点储备的都市开放世界二游，凭借“开放世界+都市生活+社交”定位，有望成为公司新一轮产品周期中的核心增量。产品自首曝以来持续获得市场关注，预约、口碑与讨论度表现突出，显示出较强的用户期待与破圈潜力。《异环》已正式定档 2026 年 4 月 23 日全平台公测。《异环》截至 3 月 25 日已累计 3000 万预约总量。国内 TapTap 平台预约总量 614 万，位于预约榜第一名（截至 2026 年 4 月 17 日）。《异环》有望在公司潮流新品突破、用户圈层拓展及全球化布局中发挥关键作用。
- （2）公司或已逐步走出存量业务承压阶段，业绩进入修复通道。2025 年前三季度公司实现营业收入 54.17 亿元，同比增长 33.0%；实现归母净利润 6.66 亿元，业绩触底反弹，同比扭亏为盈。公司新品周期开启，《诛仙世界》已开始贡献收入，《女神异闻录：夜幕魅影》海外版表现超市场预期，《诛仙 2》公测首日即登国内 IOS 免费榜第一名，公司新品储备正逐步进入兑现期，后续收入与盈利修复或具备延续性。

核心风险提示

经营风险、行业政策风险、新游戏上线不及预期风险、游戏流水不及预期风险。

内容目录

1. 二游存量竞争下，《异环》代表新的破局方向	6
1.1. 二次元游戏发展的四大阶段	6
1.2. 类原神游戏品类的一些痛点	10
1.3. 二次元游戏的突破方向	11
2. 深剖《异环》：如何重构二游的日常和社交？	13
2.1. 具备真实感与内容纵深的都市大世界	13
2.1.1. 真实还原的二次元都市	13
2.1.2. 自由沉浸的都市探索	15
2.1.3. 异象与都市的无缝结合	16
2.2. 核心玩法促进活跃和留存	17
2.2.1. 货币体系	17
2.2.2. 双轨系统循环	18
2.3. 角色成为活跃和商业化的基石	20
2.3.1. 角色养成体系	20
2.3.2. 《异环》中角色的多价值维度	21
3. 《异环》的核心优势	24
3.1. 先发和错位竞争优势	24
3.2. 更强的破圈潜力：都市超自然题材更适合传播	25
3.3. 模块化设计：内容扩展性强，版本更新灵活	27
3.4. 幻塔工作室拥有丰富开放世界经验	27
4. 盈利预测与评级	29
5. 风险提示	30

图表目录

图表 1: 二游发展的四大阶段	6
图表 2: 第一阶段代表性游戏产品梳理	6
图表 3: 《明日方舟》干员寻访界面	7
图表 4: 《明日方舟》中的剧情	7
图表 5: 第二阶段代表性游戏产品梳理	7
图表 6: 第三阶段代表性游戏产品梳理	8
图表 7: 24 年 1-7 月二次元移动游戏平均排名 (TAPTAP 安卓站热玩榜)	8
图表 8: 二次元移动游戏市场实际销售收入趋势	9
图表 9: 第四阶段代表性游戏产品梳理	9
图表 10: 《明日方舟: 终末地》宣传图	10
图表 11: 《异环》TapTap 预约成绩	10
图表 12: 《原神》体系游戏核心循环	11
图表 13: 二次元代表性游戏商业化深度下探趋势	11
图表 14: 《明日方舟: 终末地》核心游戏循环	12
图表 15: 《异环》社交玩法循环	12
图表 16: 《异环》测试版本中的都市街道	13
图表 17: 《异环》测试版本中的海上列车站	13
图表 18: 《异环》测试版本中 NPC 在雨天奔跑避雨	14
图表 19: 《异环》测试版本中 NPC 在豪车旁驻足拍照	14
图表 20: 《异环》测试版本中搭乘公交列车	15
图表 21: 《异环》测试版本中高密度的功能性建筑	15
图表 22: 《异环》测试版本中的建筑可攀爬	15
图表 23: 《异环》测试版本中的第一人称视角	15
图表 24: 《异环》测试版本中在下雨天开车	16
图表 25: 《异环》测试版本中捡到钱包	16
图表 26: 《异环》测试版本探索过程中碰到异象	17
图表 27: 《异环》测试版本中“海囚”异象无缝转场	17
图表 28: 《异环》的资源流转循环	17
图表 29: 《异环》测试版本中的“都市大亨”系统界面	18
图表 30: 《异环》测试版本中“都市闲趣”中的九种玩法	18

图表 31: 《异环》测试版本中的麻将玩法	18
图表 32: 《异环》测试版本中的车辆系统	18
图表 33: 《异环》测试版本中的核心玩法循环	19
图表 34: 玩家在《异环》测试版本遵守规则搭乘公交车	19
图表 35: 玩家在《异环》测试版本中违法被通缉	19
图表 36: 《异环》测试版本中 90 抽必得当期限定角色	20
图表 37: 《异环》测试版本中命座可以自由切换	20
图表 38: 《异环》测试版本中的异象家具系统	21
图表 39: 《异环》测试版本中的角色付费维度	21
图表 40: 《异环》测试版本中同一角色不同风格的时装	22
图表 41: 《异环》测试版本中同一角色不同风格的时装	22
图表 42: 《异环》测试版本中娜娜莉技能可以无视重力爬墙	22
图表 43: 《异环》测试版本中娜娜莉的都市技能在“店长特供”玩法中，可以直接砸走客人获得收益	22
图表 44: 《异环》测试版本中和角色牵手一起出行	23
图表 45: 《异环》测试版本中与角色同住的互动界面	23
图表 46: 开放世界+社交方向部分游戏进度盘点	24
图表 47: 《异环》定档 2026 年 4 月 23 日	25
图表 48: 《异环》预计玩家覆盖图	25
图表 49: 玩家在《异环》测试版本中体验科目二	25
图表 50: 玩家在《异环》测试版本中沉浸式开出租车	25
图表 51: 《异环》测试版本中的部分二次元流行梗和文化符号	26
图表 52: Bilibili 社区平台《异环》二次元彩蛋引起玩家热议并自发分享	26
图表 53: 《异环》测试版本中强大的自拍功能	27
图表 54: 玩家在《异环》测试版本中的联机副本	27
图表 55: 《异环》更新频率及内容预测	27
图表 56: 《幻塔》上线至今 IOS 排名趋势	28
图表 57: 可比公司估值表	29

1. 二游存量竞争下，《异环》代表新的破局方向

1.1. 二次元游戏发展的四大阶段

国内二次元游戏（后简称二游）市场的发展路径大致经历了四个阶段：用户积累期（2013—2019）、破圈增长期（2020—2021）、存量竞争期（2022—2025）和新一轮破圈增长期（2026）。

图表 1：二游发展的四大阶段



资料来源：竞核公众号，各游戏官网，华源证券研究所

1) 2013-2019年：用户积累期

这一阶段，二游赛道整体呈现出盘子较小、圈层属性强、角色驱动明显的特征，代表产品包括《扩散性百万亚瑟王》《命运：冠位指定》《阴阳师》《崩坏3》《明日方舟》等。产品层面，厂商竞争重点主要集中于角色塑造、美术风格、世界观设定及差异化玩法；用户层面，核心受众仍以二次元垂类用户为主，赛道整体尚处于小众扩张阶段，尚未完成向主流市场的广泛渗透。

图表 2：第一阶段代表性游戏产品梳理

代表性产品	发行年份	研发/代理厂商	游戏特色
《扩散性百万亚瑟王》	2013年	Square Enix/盛大游戏	二游经典之作，奠定多个影响后世作品的重要元素如：精美立绘、CV配音、抽卡养成、异步社交、社区文化等
《命运-冠位指定》	2015年	Type-Moon/Bilibili	以角色魅力、剧情文本和卡牌回合制为核心，代表早期二游“重角色、强内容表达”的典型形态
《阴阳师》	2016年	网易	以和风美术、式神养成和回合制战斗切入主流市场，兼具二次元表达与更广泛用户覆盖
《崩坏3》	2016年	米哈游	以3D全视角卡通渲染、自由跳跃立体战斗和分支连招为核心，强化动作体验与角色演出
《明日方舟》	2019年	鹰角网络	将动漫风格角色塑造与策略塔防、基地建设相结合，体现细分玩法与高审美表达的融合

资料来源：命运-冠位指定、阴阳师、崩坏3、明日方舟官网等，华源证券研究所

从产品形态看，这一阶段的二游普遍以卡牌、回合制、动作养成为主，玩法框架相对聚焦，内容表达则更多依赖角色塑造、剧情文本和美术包装。厂商的核心竞争力主要体现在是否能做出足够有吸引力的角色和是否能建立稳定的内容调性两个层面。也正是在这一阶段，二游逐步形成了以角色驱动付费、以版本更新维持活跃度、以社区讨论和同人传播放大影响力的基本运营模式，为后续赛道扩容奠定了用户基础和产品基础。

图表 3: 《明日方舟》干员寻访界面



资料来源:《明日方舟》游戏, 华源证券研究所

图表 4: 《明日方舟》中的剧情



资料来源:《明日方舟》游戏, 华源证券研究所

2) 2020-2021 年: 破圈增长期

2020 年《原神》上线后，二游赛道的天花板被显著抬升。根据 Sensor Tower 数据，《原神》上线首月全球移动端收入约 2.45 亿美元，首年移动端收入 20 亿美元。依托开放世界、多角色切换战斗、持续迭代的工业化内容供给以及全球化发行能力，产品将二游从垂类市场显著推向更广泛的大众用户，行业由此进入“高规格内容+全球化运营”驱动的新阶段。

在此基础上，二游竞争维度发生明显跃迁。头部厂商围绕《原神》验证过的产品框架集中立项，赛道供给明显增加，研发、人力与宣发投入同步走高，产品规格持续提升。不过，受制于高规格二游普遍较长的研发周期，短期内市场尚未出现能够全面比肩《原神》的新产品。2021 年末上线的《幻塔》可视为首批“类原神”产品中的代表之一。完美世界官方披露，该作于 2021 年 12 月 16 日公测，预下载即取得 App Store 免费总榜榜首并连续 6 天居首，首月新增用户过千万、首月流水近 5 亿元，反映出“类原神”路径在当时具备较强的先发红利和市场承接能力。

图表 5: 第二阶段代表性游戏产品梳理

代表性产品	发行年份	研发/代理厂商	游戏特色
《原神》	2020 年	米哈游	开放世界、多角色轮切战斗、工业化内容生产与全球化发行，奠定二游主流范式
《幻塔》	2021 年	幻塔工作室/完美世界	轻科幻开放世界产品，较早尝试将二游与多人在线、开放世界结合

资料来源:原神, 幻塔官网等, 华源证券研究所

3) 2022-2025 年: 存量竞争期

立项潮之后，二游市场供给已趋于饱和，头部厂商围绕开放世界、回合制、箱庭动作等方向持续展开差异化探索。具体来看，《幻塔》较早尝试将开放世界与多人在线结合；《崩坏：星穹铁道》在二游框架内切入回合制赛道进一步强化演出与叙事表达；《恋与深空》以 3D 沉浸式恋爱体验切入女性向市场；《尘白禁区》将美少女角色与科幻射击结合，主打男性

向情绪价值；《鸣潮》则在开放世界动作路线下进一步强化操作深度与战斗差异化；《绝区零》则突出小箱庭结构下的动作爽感与战斗反馈。

据 2024 年 1-7 月 TapTap 安卓热玩榜数据，在当时的二游市场中，米哈游系已形成较为显著的头部优势，《原神》《崩坏：星穹铁道》与《绝区零》持续占据核心用户心智与主要市场份额。与此同时，《鸣潮》《明日方舟》《尘白禁区》《恋与深空》等具备鲜明细分定位的产品亦取得了一定成绩，在各自细分赛道中占据了相应市场份额。

图表 6：第三阶段代表性游戏产品梳理

代表性产品	发行年份	研发/代理厂商	游戏特色
《崩坏：星穹铁道》	2023 年	米哈游	在二游框架内转向回合制，强化演出、叙事和角色情感连接，代表成熟范式下的细分分化
《尘白禁区》	2023 年	西山居	以轻科幻题材和 3D 美少女射击为核心，强化陪伴互动和男性向情绪价值体验
《恋与深空》	2024 年	叠纸游戏	以 3D 沉浸式陪伴和恋爱互动切入女性向市场，代表二游从角色售卖向关系体验、情绪价值和泛用户扩圈延伸
《鸣潮》	2024 年	库洛游戏	在成熟开放世界框架上强化战斗深度、操作反馈和差异化表达，用游戏深度和战斗体验占领细分市场
《绝区零》	2024 年	米哈游	规避大世界玩法，聚焦动作和战斗爽感，强调关卡设计与低负担养成

资料来源：崩坏：星穹铁道，尘白禁区，恋与深空，鸣潮，绝区零官网等，华源证券研究所

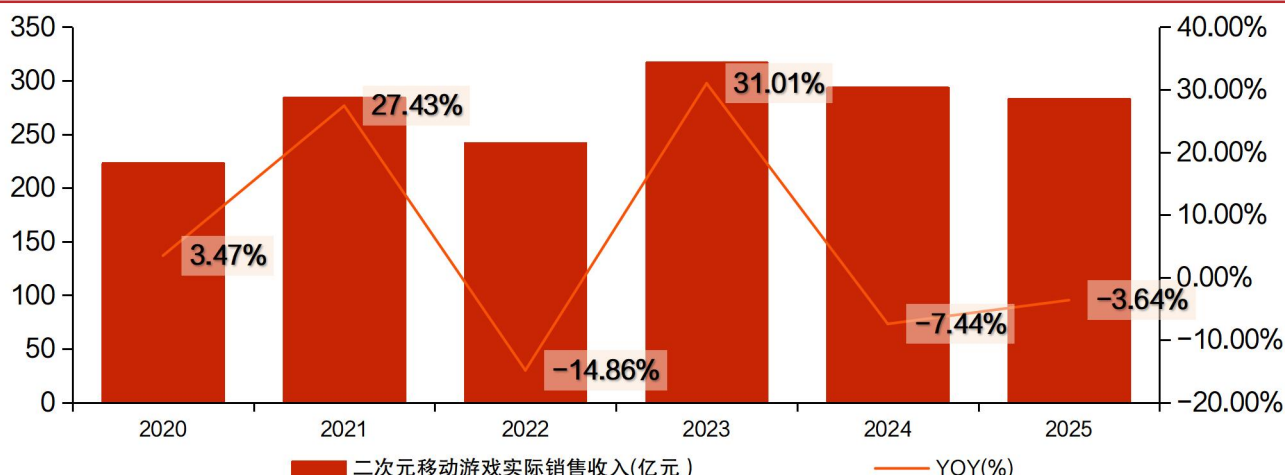
图表 7：24 年 1-7 月二次元移动游戏平均排名（TAPTAP 安卓站热玩榜）

2.2 (最高:1)		崩坏：星穹铁道 ★7.5 角色扮演·冒险·策略 上榜天数: 221	8.1 (最高:3)		明日方舟 ★8.1 塔防·二次元·养成 上榜天数: 221	26.5 (最高:4)		恋与深空 ★7.8 乙女·恋爱·剧情 上榜天数: 207
2.5 (最高:1)		原神 ★7.8 开放世界·ARPG·角色扮演 上榜天数: 221	11.3 (最高:6)		火影忍者 ★6.4 格斗·动作·横版 上榜天数: 221	29.6 (最高:11)		以闪亮之名 ★8.3 换装·女性向·角色扮演 上榜天数: 221
4.4 (最高:1)		绝区零 ★6.3 二次元·ARPG·高画质 上榜天数: 38	14.9 (最高:4)		重返未来：1999 ★7.3 二次元·剧情·卡牌 上榜天数: 221	33.4 (最高:5)		物华弥新 ★7.7 策略·国风·战旗 上榜天数: 112
6.3 (最高:1)		鸣潮 ★7.8 开放世界·二次元·动作 上榜天数: 80	22.7 (最高:2)		尘白禁区 ★7.6 二次元·美少女·射击 上榜天数: 221	34.2 (最高:5)		崩坏3 ★6.6 动作·二次元·冒险 上榜天数: 221

资料来源：点点数据，TAPTAP，华源证券研究所

头部效应明显，行业竞争加剧。据游戏工委《2025 年中国游戏产业报告》，从整体移动市场规模看，我们判断 2020-2025 年二次元赛道呈现出较强的头部产品驱动特征。《原神》和《崩坏：星穹铁道》等头部产品上线后，行业市场规模曾显著抬升，2021 年与 2023 年市场收入同比分别增长 27.43%和 31.01%；但 2024 年以来，市场收入转为下滑，同比下降 7.44%，2025 年降幅虽有所收窄，仍同比下降 3.64%。这表明，在《原神》确立行业范式后，二游市场新品供给虽持续增加，但新增供给并未有效打开新的市场空间。与此同时，产品数量增加、细分方向扩展，也使有限用户与有限时长被进一步切分，行业竞争重心由赛道扩容逐步转向用户时长与市场份额再分配，二游赛道由此进入存量竞争阶段。随着新品增加、用户选择增多，厂商为维持用户留存和付费意愿，普遍需要在抽卡设计、养成压力和付费深度上做出让步，行业整体呈现出“竞争加剧、商业化降压、利润空间收窄”的特征。

图表 8：二次元移动游戏市场实际销售收入趋势



资料来源：《2025 年中国游戏产业报告》游戏工委，华源证券研究所

4) 2026 年：新一轮破圈增长期

在存量竞争持续深化、类《原神》产品同质化加剧的背景下，二次元赛道正在进入新一轮头部新品集中释放阶段。《异环》《明日方舟：终末地》《无限大》《归环》《蓝色星原：旅谣》等代表性产品或将陆续推进测试上线，行业竞争逻辑也从早期围绕单一开放世界（《原神》）框架展开，进一步演进至题材错位、玩法复合与大世界日常化运营并行的新阶段：

1) 玩法结构更加复合：加入基地经营、都市生活、轻社交和多人协作等复合型模块，产品玩法循环更长，用户不易产生疲劳感，增强日常留存能力。2) 题材与场景更趋日常化：都市超自然、工业科幻和生活化场景明显增多，理解门槛更低，更具备传播性能。3) 用户结构更趋泛化外延：新一代产品不再局限于传统二游核心人群，而是进一步向 PC、主机、女性以及轻度日常玩家扩展，整体用户承接能力更强。

图表 9：第四阶段代表性游戏产品梳理

代表性产品	游戏进度	研发/代理厂商	产品标签
《明日方舟：终末地》	已上线	鹰角网络	明日方舟 IP，工业科幻题材多角色即时战斗
《异环》	2026 年 4 月 23 日定档公测	完美世界	都市开放世界，融合城市探索、角色养成与轻社交体验
《无限大》	封闭测试结束	网易	开放世界+ARPG
《白银之城》	在研	乐元素	英伦风开放世界+ARPG
《蓝色星原：旅谣》	招募测试结束	蛮啾网络	奇幻开放世界+捉宠+JRPG 产品
《崩坏：因缘精灵》	在研	米哈游	崩坏系列 IP，自走棋+捉宠+CRPG 开放世界
《归环》	在研	腾讯	开放世界 CRPG
《虚环》	在研	腾讯	虚拟偶像养成
《望月》	在研	诗悦网络	都市开放世界+捉宠

资料来源：明日方舟：终末地，异环，无限大官网等，华源证券研究所，统计截至时间 2026.4.22

头部新品验证需求，开放世界二游赛道仍具韧性。鹰角网络《明日方舟：终末地》于 2026 年 1 月 22 日开启全球公测并数据亮眼。据上海徐汇公众号发布，该作开服两周后全球全平台累计流水突破 12 亿元。其中 PC 端表现格外亮眼，在国内市场，PC 端流水占比近 60%，在海外市场，PC 端与 PS 端合计占比达 70%。

此外，完美世界超自然都市主题开放世界二游《异环》已正式定档 2026 年 4 月 23 日全平台公测。截至 2026 年 3 月 25 日已突破 3000 万预约总量。国内 TapTap 平台预约总量 614 万，位于预约榜第一名（截至 2026 年 4 月 17 日）。

图表 10：《明日方舟：终末地》宣传图



资料来源：《明日方舟终末地》微信公众号，华源证券研究所

图表 11：《异环》TapTap 预约成绩



资料来源：TapTap，华源证券研究所

我们认为，上述表现说明二次元开放世界赛道的用户基本盘依然稳固，头部新品仍具备跑出高流水爆款的能力。二次元开放世界赛道并未进入需求衰退阶段，而是正处于新一轮供给升级与产品重塑的关键窗口。随着 2026 年多款新品或将陆续上线，行业有望迎来新一轮结构性增长，而具备鲜明差异化定位的产品，预计将更有机会在竞争中率先突围。

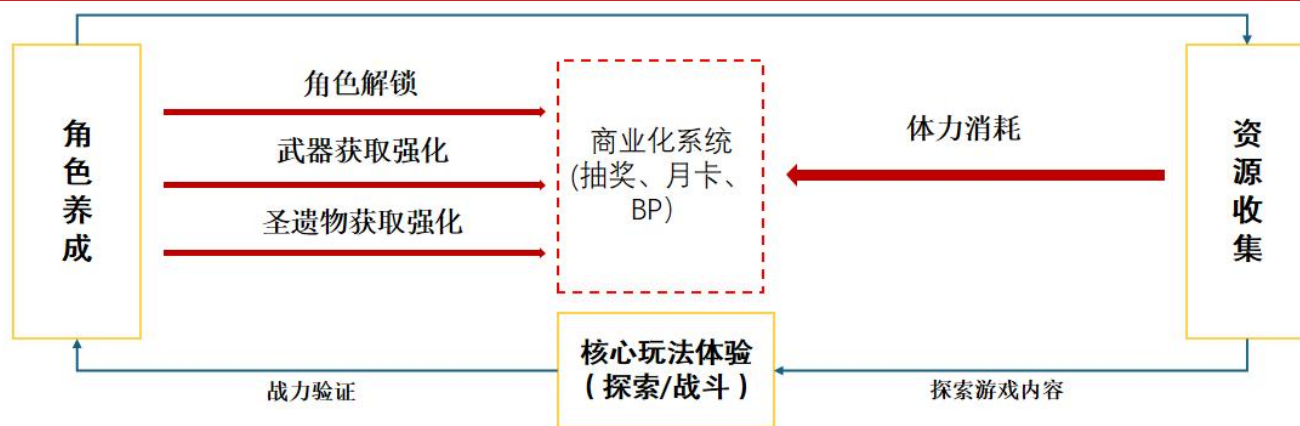
1.2. 类原神游戏品类的一些痛点

《原神》通过将开放世界探索机制引入传统二次元长线运营体系，构建出一套以“开放世界探索+多角色轮切战斗”为核心的内容型游戏框架，强调叙事、战斗、策略与生态的多维度综合体验。与此同时，产品将探索、战斗、角色养成与商业化设计深度绑定，以剧情推进和角色体验为主要商业化锚点，持续驱动用户在内容消费与角色投入上的长线参与。

系统高度耦合，养成复杂难度高。在这一框架下，养成体系与商业化设计被进一步系统化。《原神》在过往二游基础上构建了角色、武器、天赋与圣遗物四大养成模块，其中角色、武器和天赋主要承担确定性数值成长，圣遗物则以随机词条形式提供更长线商业化空间。由此玩家的探索、战斗和角色成长等游戏体验与养成深度（即付费能力）高度绑定，形成了“角色获取—资源收集—战力验证—体力消耗”的闭环。这套体系在产品中前期具备较强的留存和变现能力，但也决定了后续产品很难在不影响整体结构的前提下，对玩法、养成和商业化做大幅度的调整。

随着产品进入长线运营阶段，这一框架的结构性问题也逐步显现。一方面，养成链条较长、重复劳动较多，玩家在装备刷取、材料积累和词条筛选上的时间成本不断上升，疲劳感随之累积；在这一约束下，产品往往只能围绕数值、节奏与投放强度进行局部微调，框架的灵活性与创新空间被持续压缩，难以触及用户痛点的根本层面。最终，用户疲劳与内容迭代压力相互强化，进一步放大了“原神式框架”的结构性矛盾。

图表 12: 《原神》体系游戏核心循环

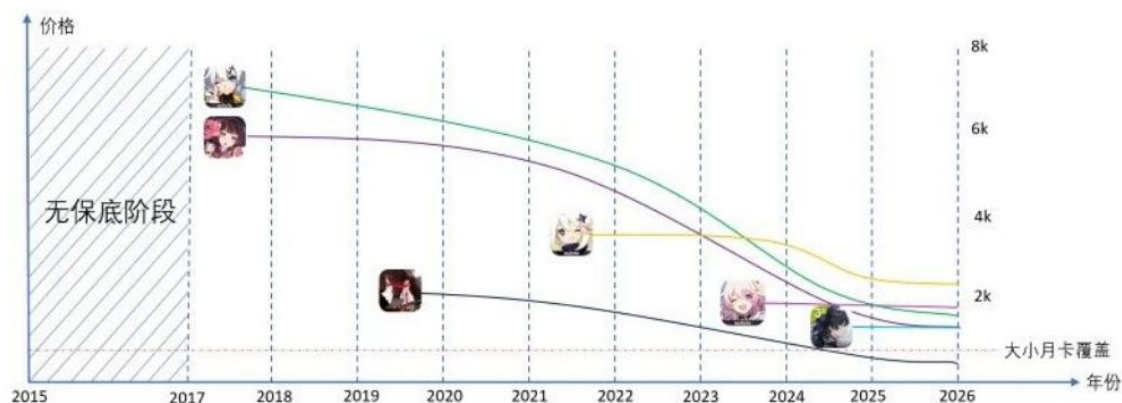


资料来源: 华源证券研究所绘制

商业化深度下探，边际效应递减。从后续产品演化看，行业已经在这一体系内部开始做微调。《崩坏：星穹铁道》转向回合制，进一步强化演出叙事从而弱化养成的重要度；《鸣潮》则调整武器抽奖逻辑实现养成深度降低，减轻玩家付费负担。**同时，这也意味着商业化效率持续下探，利润空间收窄。**在此背景下，如何在有限市场空间中实现用户扩圈、打开新增量，正成为二游赛道下一阶段发展优化的核心命题。

图表 13: 二次元代表性游戏商业化深度下探趋势

代表性游戏及保底内容:



资料来源: 竞核微信公众号, 华源证券研究所

注: 本图为获得保底内容的期望价格 (直接付费), 在日常活动资源累积下, 实际付费或比图中统计更低; 单位 (元)

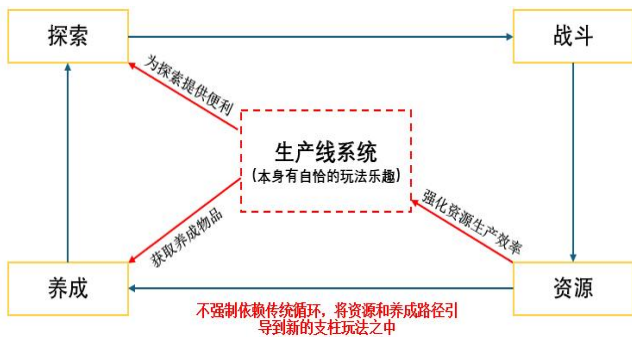
1.3. 二次元游戏的突破方向

1) **建立新支柱玩法。**第一条优化方向是在传统“角色—养成—战斗”循环之外，建立新的支柱玩法，延长整体玩法链路，即在原有循环中插入一条具有独立目标感和成长反馈的新路径，使资源、探索和成长不再全部指向角色数值本身。

例如《明日方舟：终末地》通过生产线、基地经营和生存建造等方式，增强养成内容与大世界设计之间的联系。一方面，这类新支柱玩法能够承接玩家在版本间隙期的时间消耗，

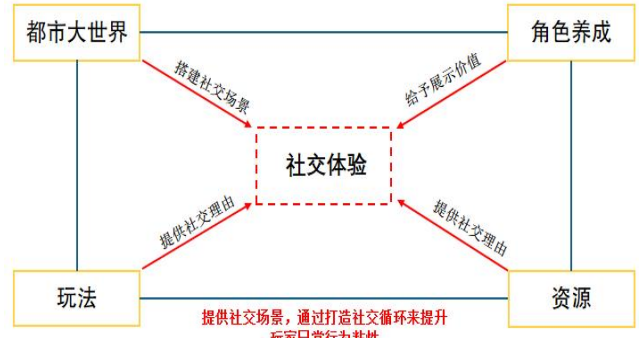
提供更清晰的中长期目标；另一方面，也能在一定程度上削弱随机词条和重复刷取对长线留存的单一支撑作用，使玩家的投入感和成长感来自更多元的内容结构。**这一路线已取得阶段性市场验证：《明日方舟：终末地》于2026年1月22日开启全球公测，据上海徐汇公众号发布的数据，该作开服两周后全球全平台累计流水突破12亿元。**

图表 14：《明日方舟：终末地》核心游戏循环



资料来源：华源证券研究所绘制

图表 15：《异环》社交玩法循环



资料来源：华源证券研究所绘制

2) 打造社交循环。第二条优化方向是补足传统二游相对薄弱的社交场景，通过打造社交循环来提升体验粘性。

传统二游体系并不天然适合直接嫁接强社交体系。二游产品核心更多围绕“看剧情内容、抽角色、养角色、体验角色”展开，本质上偏向内容消费和单机化沉浸体验。若直接引入强PVP、强组织化、强陌生人关系的社交体系，不仅有可能与现有玩法框架错位，也会抬升玩家的理解成本和参与门槛。从用户层面看，二游核心用户普遍更重视内容体验，对强制社交和高压协作或存在一定抗拒心理，且线上娱乐替代品较多，若社交设计不能自然嵌入内容场景，反而容易削弱产品原有吸引力。**因此，二游社交循环的搭建，不应以破坏内容表达和单机沉浸为代价，而应建立在原有体验框架之上，逐步增加共同场景、多人玩法和轻度互动。社交在二游中更适合作为内容体验的延伸，而不是凌驾于内容体验之上的独立目标。**

《异环》正是这一方向上的代表性产品之一。其以都市开放世界为基础，重新梳理了“大世界—玩法—资源—角色养成—社交”之间的关系：都市空间提供共同停留与互动场景，生活化玩法、经营与自由探索内容提供互动发生的具体理由，角色养成与外观表达则赋予社交展示价值。由此，《异环》的社交并非独立于核心体验之外的附加系统，而是嵌入大世界体验、日常玩法与角色体系之中，成为连接各模块、提升整体循环效率的中介层。

我们认为《异环》或有希望代表二游新品的下一阶段演进方向：即通过补足传统二游相对薄弱的社交场景和日常场景，推动产品由核心圈层驱动进一步走向泛用户扩圈，由版本驱动进一步走向日常驱动。相较于传统二游更依赖大版本更新、新角色投放和主线内容推进，《异环》若能够通过都市开放世界、轻社交互动和生活化内容建立更高频的共同场景，将有望在非大版本周期中持续提供用户停留和回流的理由，从而提升留存连续性和活跃稳定性。社交化的价值不止于丰富互动玩法，更在于降低二游产品对版本节奏的单一依赖，形成更广的用户覆盖和更稳的长线运营基础。

2. 深剖《异环》：如何重构二游的日常和社交？

我们认为，《异环》的差异化主要体现在对**二游日常场景和社交结构的重构**。传统二游以“角色养成—战斗验证—版本更新”为核心循环，版本间隙期普遍存在“长草期”问题，社交关系和展示场景也相对薄弱。《异环》在保留二游核心体验的同时，进一步引入大世界都市生活探索、轻社交互动和高密度日常内容，有望推动产品由“版本消费型”向“日常使用型”延伸。这一路径契合当前二游由角色驱动向玩法驱动与社交驱动扩展的演进趋势。

2.1. 具备真实感与内容纵深的都市大世界

我们认为，都市大世界的构建是《异环》产品框架中的关键变化之一。与传统二游中常见的奇幻、末世或架空场景不同，《异环》选择以现代都市作为核心舞台，并在此基础上融入都市开放世界的部分玩法框架与高自由度设计。与此同时，产品的底层表达并未偏离二游内核，仍然围绕角色塑造、情感联结与二次元叙事展开，即在保留二游内容表达优势的同时，进一步引入更具生活感与日常停留价值的都市空间。

玩家将以“异象猎人”的身份进入海特洛市，在兼具真实感与内容纵深的都市环境中展开生活、探索与互动，沉浸式体验产品所构建的都市日常与超自然世界。《异环》的沉浸式角色扮演体验主要体现在三个方面：真实还原的二次元都市、自由沉浸的都市探索、异象与都市的无缝结合。

2.1.1. 真实还原的二次元都市

虚幻5引擎打造，画面精细多样。《异环》基于虚幻5引擎构建海特洛市，整体画面精度较高，都市空间层次感较为突出。就测试版本内容来看，产品在现代都市题材中呈现出较强的场景写实能力：上到霓虹闪烁的城市夜景、下到烟火气较强的街巷与社区，均具备较为完整的视觉表达。街区空间并非单一铺陈，而是形成了从高楼林立的城市天际线、广告牌密集的商业街区，到花簇环绕的郊外小镇等多层次场景组合，整体城市风貌较为丰富。

图表 16：《异环》测试版本中的都市街道



资料来源：《异环》游戏测试版本，华源证券研究所

图表 17：《异环》测试版本中的海上列车站



资料来源：《异环》游戏测试版本，华源证券研究所

鲜明的画面表达，具备较强风格辨识度。在写实基地之外，《异环》仍保留了足够鲜明的二次元审美表达，使现代都市空间在具备真实感的同时仍具备较强的风格辨识度。结合测

试版本内容看，列车穿行于海面、临海而建的车站、樱花随风飘落等场景，共同构成了兼具现实秩序感与轻幻想气质的都市舞台。尤其是在夜景、海岸线、城市灯光与天气氛围的共同作用下，产品在视觉层面强化了玩家的可停留感意愿，即玩家即使不以任务推进为目的，也能够场景浏览、拍照记录和路线探索中获得持续乐趣。

动态反馈强化，进一步提升城市生活感与真实感。《异环》的画面表现并不止于静态场景搭建层面，更重要的是其在城市环境中进一步强化了动态反馈与生活化氛围，比如城市中的 NPC 系统便是其中的重要承载。整体来看，游戏在 NPC 演绎上的密度与颗粒度较高，使城市空间具备更强的生命力：广场上有人弹吉他、跳街舞，书店内有人安静阅读，街头也能看到情侣争吵、车辆拥堵时的争执，以及围观 cosplay 战斗表演等生活化场景。

更进一步看，NPC 并非静态分布于固定点位，而是具备一定的行为逻辑与环境反馈能力。在天气变化、交通运行、街区通行等场景下，NPC 会呈现出更符合生活直觉的动态反应，部分角色还会围绕豪车、街景等内容产生驻足、拍照等互动行为。这类动态反馈有效增强了城市空间的真实感与生活气息，也使玩家更容易形成“这个世界正在持续运转”的直观感受，从而进一步强化整体沉浸体验。

图表 18：《异环》测试版本中 NPC 在雨天奔跑避雨



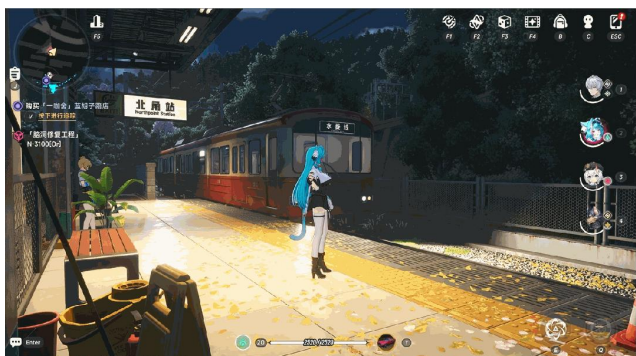
资料来源：Bilibili 视频（苍白回响），华源证券研究所，注：括号内为 up 主

图表 19：《异环》测试版本中 NPC 在豪车旁驻足拍照

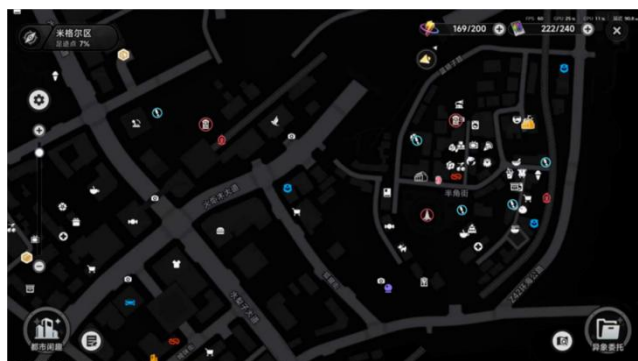


资料来源：Bilibili 视频（苍白回响），华源证券研究所，注：括号内为 up 主

功能性建筑布局完善，城市行为逻辑更趋真实。《异环》所构建的海特洛市并非仅有精细画面支撑的“视觉外壳”，而是具备较强生活化承载能力的功能型城市空间。游戏内大量建筑与功能区域具备可进入性，城市之中不仅包含主干街区与商业节点，也进一步延展至居民区、车站、店铺、办公空间等更细碎的日常生活场景。此外，游戏内多数玩法均与地图设施形成了较强绑定，整体行为规则也更贴近现实生活逻辑：玩家需要乘坐公交前往目的地，前往居酒屋用餐、在商店购物，进入电玩厅抓娃娃等。此类可进入、可浏览、可互动的空间组织方式，提升城市内部的内容密度和玩家的体验真实感，也为后续承接探索、社交、休闲和经营等玩法提供了基础。

图表 20: 《异环》测试版本中搭乘公交列车


资料来源:《异环》游戏测试版本, 华源证券研究所

图表 21: 《异环》测试版本中高密度的功能性建筑


资料来源:《异环》游戏测试版本, 华源证券研究所

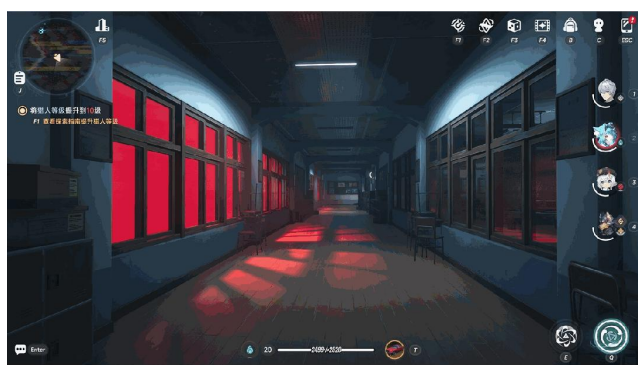
2.1.2. 自由沉浸的都市探索

《异环》在玩法逻辑上与传统二次元游戏形成了较明显的区隔,核心在于玩家角色由“内容旁观者”进一步转向“世界参与者”,世界参与感与角色代入感均有所增强。传统二次元开放世界产品中,玩家更多围绕预设剧情和任务链推进内容,角色行为本质上仍是对既定设计的响应;而《异环》则进一步强化了玩家在城市中的主动探索属性,使大世界由任务场景延展为可自由使用的城市空间。

多元交互拓宽探索自由度。《异环》提供了更高自由度的探索方式。城市内大量建筑空间具备可攀爬性,玩家可更立体地穿行于街区之中;同时,产品还提供无人机拍摄、第一人称探索、载具驾驶等多种交互方式。我们认为,这些设计本质上都在服务同一目标,即为玩家提供更丰富的进入、观察与探索城市空间的入口,推动大世界由“任务容器”向“完整生态”演进。

图表 22: 《异环》测试版本中的建筑可攀爬


资料来源:《异环》测试版本, 华源证券研究所

图表 23: 《异环》测试版本中的第一人称视角


资料来源:《异环》测试版本, 华源证券研究所

玩家既可以攀爬至高点俯瞰城市全景,也可以通过第一人称视角进入校园、医院等具备微恐氛围的场景,进一步放大环境压迫感与沉浸感;载具系统的引入也将“穿行城市”这一位移过程转化为产品体验的组成部分。

图表 24: 《异环》测试版本中在下雨天开车


资料来源:《异环》游戏测试版本,华源证券研究所

图表 25: 《异环》测试版本中捡到钱包


资料来源:《异环》游戏测试版本,华源证券研究所

高价值奖励驱动玩家主动探索。除自主探索外,《异环》也通过一些设计引导玩家放慢节奏、主动搜索城市空间。游戏内分布着大量可探索内容,不起眼的角落也可能对应高价值奖励,促使玩家偏离主线路径,反复观察并搜索不同区域。在测试版本内容中,地图中埋设了大量探索奖励,整体回报较为丰厚,例如玩家可以在日常漫步时拾取丢失的钱包,从中获得豪车钥匙。此类设计驱动玩家进入海特洛市后,会因为奖励预期主动观察街区、搜索角落、反复经过不同区域。由此,地图探索从被动经过转向主动停留,城市空间的内容密度和使用价值也被进一步放大。

2.1.3. 异象与都市的无缝结合

异象内容与都市场景深度融合,空间无缝转场演出效果惊艳。《异环》在海特洛市中嵌入了大量基于都市怪谈题材的异象内容,相关事件以收集、支线、委托等多种形式分布于街区、郊野及各类日常场景之中。由于异象内容与都市空间结合较深,海特洛市在正常的都市生活秩序表象之下,随着玩家探索逐步显露出超自然事件持续发生的另一重维度,城市整体也因此具备了更强的内容纵深。

在街区穿行与场景探索过程中,玩家可能随时遭遇异象事件,例如海底隧道中突然出现的鲸鱼、夜间行车时遭遇的鬼火摩托,以及兼具解谜与惊悚氛围的医院、学校等密室空间。此外,部分需要主动触发的异象内容还设置了较为明确的视觉提示,如被雾气、雪花等元素包裹的房屋与区域,或与现实逻辑明显不符的倒立电话亭等画面。玩家在进入相关区域时,往往能够自然感知到“异常”的存在,进而被引导去靠近、搜索并触发后续内容。我们认为,这类设计一方面强化了开放世界中的随机发现感与探索惊喜感,另一方面也使玩家在任务推进之外,仍能持续获得由城市空间本身所提供的内容反馈。

部分异象内容还兼具较强的演出价值。依托幻塔项目组的技术积累,《异环》测试版本实现了现实空间与异象空间之间较为流畅的无缝转场。以异象 BOSS“海囚”的战前演出为例,玩家需驾车穿梭于多个异象空间之中,每个空间出口背后都对应截然不同的奇观场景,多个场景连续衔接,视觉表现力突出,进一步强化了玩家在地图中的探索意愿。

图表 26: 《异环》测试版本探索过程中碰到异象



资料来源:《异环》游戏测试版本,华源证券研究所

图表 27: 《异环》测试版本中“海囚”异象无缝转场



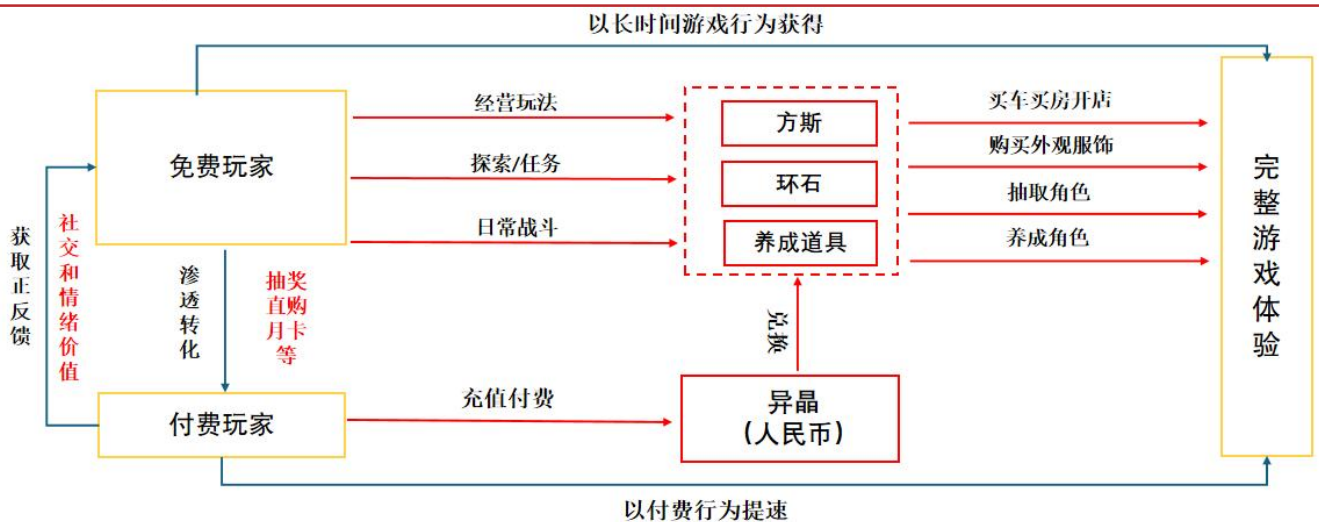
资料来源:《异环》游戏测试版本,华源证券研究所

2.2. 核心玩法促进活跃和留存

2.2.1. 货币体系

《异环》测试版本中主要有三种货币。1) **环石**: 主要承担角色抽取功能, 同时也可通过任务、活动和社交行为免费获取, 是连接日常活跃与角色抽取养成的重要货币。2) **方斯**: 属于都市系统中的核心流通货币, 可以通过经营、任务和交易等玩法持续产出, 也可以通过付费获得。不同于传统二游的基础货币, 方斯在《异环》功能强大, 既可以用于购买载具、房产、经营道具, 是构建城市沉浸体验的核心货币; 也可以用于兑换各类养成和抽卡道具、付费武器/角色抽奖养成、外观和提升角色好感度等(有每周上限)。3) **异晶**: 主要承担付费货币功能, 通过付费获得, 可用于购买外观、礼包及资源加速道具, 或转化为环石或方斯。

图表 28: 《异环》的资源流转循环



资料来源: 华源证券研究所绘制

这套货币体系将日常行为、经营系统、购房置业、资源获取、社交互动、角色养成及抽卡消费有效串联起来。免费玩家投入时间经营城市生活, 持续获得成长反馈; 付费玩家通过货币转化缩短经营与成长路径, 提升资源获取效率, 进而形成更具联动性和可持续性的经济循环。

2.2.2. 双轨系统循环

《异环》测试版本中主要有两种核心玩法系统：一是以探索、互动、经营和休闲内容为核心的**都市生活系统**，二是以角色获取、养成推进和战斗挑战为核心的**角色养成战斗系统**。

《异环》的都市生活系统围绕“都市大亨”经营体系展开，构成产品日常内容的重要承载模块。系统内部包含开店经营、房产、车辆，以及整合了各类生活化休闲玩法的“都市闲趣”系统。

图表 29: 《异环》测试版本中的“都市大亨”系统界面



资料来源: 《异环》测试版本游戏, 华源证券研究所

图表 30: 《异环》测试版本中“都市闲趣”中的九种玩法



资料来源: 《异环》测试版本游戏, 华源证券研究所

“都市闲趣”系统集成多类生活化玩法，构建稳定的日常收益循环。在《异环》测试版本中，“都市闲趣”系统中整合了送快递、赛车、店长特供（沙威玛玩法）、开出租、赏金大劫案（搜打撤玩法）、钓鱼、麻将、俄罗斯方块和音游等九类生活化休闲玩法。玩家可通过参与这些玩法获取收益（方斯），并将其用于开店经营、买房置业、家具装修、购车改装等丰富提升自己的都市生活体验；同时，都市系统产出的收益也可以直接用于角色养成系统。整体来看，持续的轻度日常行为能够不断转化为成长回报，有助于增强产品的日常驱动力，并提升活跃度与留存的稳定性。

图表 31: 《异环》测试版本中的麻将玩法



资料来源: 《异环》测试版本游戏, 华源证券研究所

图表 32: 《异环》测试版本中的车辆系统



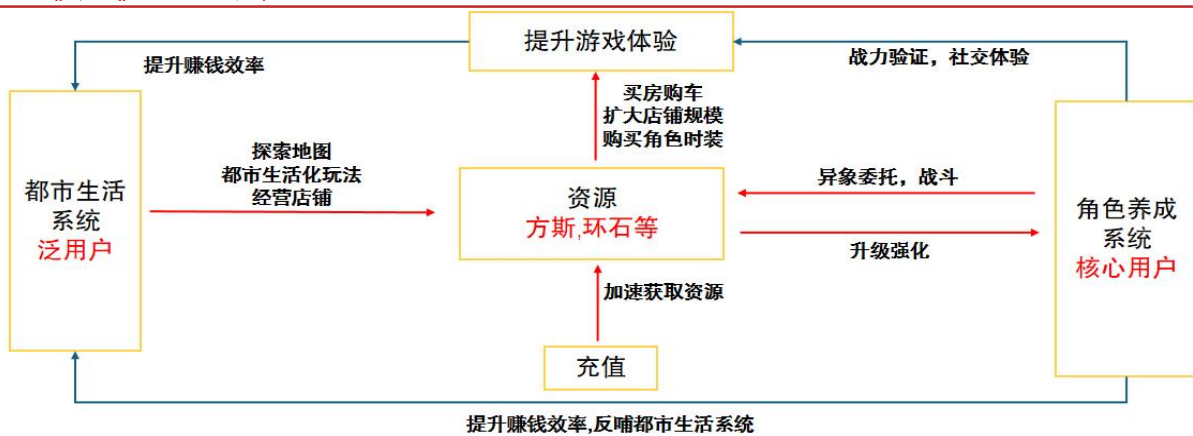
资料来源: Bilibili 视频(闪闪的舞烈泽), 华源证券研究所, 注: 括号内为 up 主

都市生活系统有助于拓宽用户边界。生活化场景、轻互动和休闲玩法更容易承接轻度用户、女性用户以及偏日常体验的泛用户。这部分用户未必会因为复杂养成和高强度战斗长期留存，但更容易因城市空间、角色互动和生活内容形成持续使用习惯，进而推动产品实现更广的用户覆盖面。

角色养成战斗系统是承接二游核心用户、维持成长反馈和稳固用户基础的底盘。《异环》测试版本中保留了角色获取、养成推进、战斗挑战和大版本剧情演绎等二游核心体验，其作用主要体现在三方面：其一，承接核心用户的成长需求，通过角色获取、数值提升、技能机制与资源积累，持续提供中长期目标；其二，承接版本型内容消耗，通过主线、副本、Boss挑战及活动玩法维持核心用户活跃度；其三，产出高价值资源，包括能力提升、效率提升及外观解锁等关键回报，并进一步反哺都市系统与角色表达。

结合上述的货币流转体系，两套玩法系统相互导流、相互支撑，通过资源获取、内容消耗和角色成长共同形成更加稳定的日常回流结构。由此设计，玩家在非大版本周期中也具备持续上线理由，提升产品长线留存的稳定性。

图表 33：《异环》测试版本中的核心玩法循环



资料来源：华源证券研究所绘制

独特的自由都市生活体验。基于上述两大核心玩法系统和资源货币体系，《异环》提供了一套完整的高自由度都市生活体验，不同的玩家对《异环》有不同的打开方式，获取不同的角色扮演体验。玩家既可以围绕经营玩法推进内容，在城市中打造自己的咖啡店等产业，成为都市大亨；可以作为出租车司机穿行街区，围绕日常生活场景持续停留；可以异象猎人身份处理超自然事件、维持城市秩序；也可以每日无所事事在海特洛市闲逛，打街机、抓娃娃、钓鱼、打麻将和日常闲逛看风景等。对于玩家来说，海特洛市中的日常生活充满差异化，玩家每天进入城市后都拥有极高的行动自由度，可以根据自己意愿围绕经营、探索、互动或特殊事件展开不同体验。

图表 34：玩家在《异环》测试版本遵守规则搭乘公交车



资料来源：Bilibili 视频（从零开始的Leif），华源证券研究所，注：括号内为 up 主

图表 35：玩家在《异环》测试版本中违法被通缉



资料来源：Bilibili 视频（拾梦 Xxz），华源证券研究所，注：括号内为 up 主

2.3. 角色成为活跃和商业化的基石

《异环》测试版本中，角色的意义被进一步放大。在传统二游中角色价值主要以建模人设和战斗强度构建角色价值，在《异环》测试版本中，角色通过都市能力、资源循环和社交场景的耦合，赋予更多维度的使用场景，被更稳定地绑定到日常消费与长期留存之中。

2.3.1. 角色养成体系

角色养成仍是产品深度的基础。《异环》测试版本中的角色养成框架与传统二游较为接近，核心仍围绕角色获取、武器搭配、等级成长、角色突破、技能强化及相关养成材料收集展开。角色和武器主要通过抽取获得，后续再通过数值成长和资源投入完成角色养成，继续承担成长反馈、配队构建和版本内容消耗功能。从这个角度看，《异环》测试版本并没有脱离传统二游“抽卡—养成—验证”的基本逻辑，角色养成仍是产品深度和商业化承载的底层基础。

图表 36: 《异环》测试版本中 90 抽必得当期限定角色



资料来源:《异环》测试版本游戏, 华源证券研究所

图表 37: 《异环》测试版本中命座可以自由切换



资料来源:《异环》测试版本游戏, 华源证券研究所

抽卡机制减负, 角色重复抽取压力弱化。《异环》测试版本中, 角色限定池采用 90 抽内必得当期限定角色, 70 抽后抽取概率提升的设计, 进一步降低了传统二游双保底机制下的抽取成本; 此外, 角色命座觉醒采用自选槽位与自由切换机制, 类似技能加点可随时更换。比如 2 命意味着在 6 个可选命座里自选 2 个觉醒能力, 可以是技能效果, 或者大招伤害, 或者都市能力等, 支持玩家根据 BOSS 战或大世界的不同场景更换, 从而在一定程度上弱化了围绕单一角色持续抽取的刚性需求。

养成链路清晰, 多维养成渠道并行。《异环》测试版本中的养成系统虽然模块较多, 但整体链路拆分相对清晰, 减负思路也较为明确。具体来看, 产品围绕角色、孤盘、空幕、觉醒与异能等模块构建了多维养成框架, 各模块在获取来源、材料消耗与成长路径上相对独立, 角色升级、突破、装备强化及异能养成等环节均具备较为明确的资源投放口径。配合活动赠送、兑换补充及多渠道副本产出, 产品在保留养成深度的同时, 也一定程度降低资源理解成本 and 缓解日常积累压力。

在《异环》测试版本中, 角色养成除了停留在战斗系统内部, 也进一步与都市生活系统形成连接。以家具系统为例, 玩家通过经营行为购买房产后, 每一类房产中有对应固定异象家具, 玩家需要通过特定方式激活并升级相应家具。这类家具除具备装饰属性外, 还能够直

接作用于养成效率、探索效率及都市玩法表现，例如降低滑翔耐力消耗、提升暴击伤害、增加体力上限、提升都市活力上限，以及加快特定副本和日常内容的推进效率等。由此，家具系统一方面丰富了城市生活内容，另一方面也成为角色养成体系的重要增益来源。

图表 38：《异环》测试版本中的异象家具系统



资料来源：《异环》测试版本游戏，迷游先锋微信公众号，华源证券研究所

2.3.2. 《异环》中角色的多价值维度

传统二游中，角色价值主要集中于两个维度。其一是人设与建模，高质量角色塑造能够直接影响玩家偏好与抽取意愿，是角色最核心的内容价值锚点；其二是战斗强度，作为二游核心体验的重要组成部分，决定核心玩家在角色抽取、养成和配队上的投入回报。在长线运营阶段，这两类价值锚点均容易面临边际效益递减问题：一方面，高质量角色产能要求高、内容消耗快，单个角色的新鲜感难以长期维持；另一方面，战斗强度价值与版本环境绑定较深，需要持续通过数值和机制迭代维持玩家付费意愿。

图表 39：《异环》测试版本中的角色付费维度

维度	维度	价值锚点	补充说明
传统二游维度	人设和建模	核心价值锚点	制作高质量角色产能要求高； 人设风格会不断消耗； 单个角色受众单一
	战斗强度	核心战斗体验	决定核心玩家的抽取/养成 ROI 需要持续通过强度迭代，维持用户付费意愿
《异环》中的新维度	时装	建模和人设的延伸	可通过不同时装改变人物风格 解决受众单一问题，弥补角色建模短板
	都市能力	都市生活体验	影响都市玩法的效率（赚钱/探索），和战斗强度并行，在《异环》的玩法背景下是重要的考量因素
	社交/关系/陪伴	情绪价值/长期陪伴	更长线的价值维度

资料来源：华源证券研究所整理

《异环》测试版本中赋予了角色三个新付费维度：时装、都市能力和社交关系陪伴。

1) 时装作为角色价值的重要延伸，承担了建模与人设再表达的功能，可以持续补充角色内容供给，并通过外观变化强化角色的长期吸引力。《异环》测试版本中通过对同一角色进行多风格时装设计，有望延长角色的生命周期，在商业化方面上也给予角色常态化的付费锚点。

图表 40: 《异环》测试版本中同一角色不同风格的时装



资料来源: Bilibili 视频 (雨墨DI), 华源证券研究所, 注: 括号内为 up 主

图表 41: 《异环》测试版本中同一角色不同风格的时装



资料来源: Bilibili 视频 (雨墨DI), 华源证券研究所, 注: 括号内为 up 主

2) 都市能力成为角色价值的新组成部分, 对应游戏中的都市生活系统。角色在城市生活中的效率、资源获取能力和互动功能, 都有可能影响玩家在都市系统中的推进速度和玩法选择, 使角色与城市经济循环及生活体验形成更直接的联系。

例如, 角色娜娜莉具有无视重力的跑图能力, 能更轻松抵达需要花费时间跳跃攀爬的区域, 从而提高探索便利度和效率。同时, 不同角色在都市玩法中还拥有各自的都市技能, 能够直接影响赚钱效率和资源产出。以“店长特供”玩法为例, 当娜娜莉的都市技能提升至 3 级后, 可跳过常规做饭流程, 使用锤子砸走客人直接获取积分; 若再搭配白藏、法迪娅等角色的都市技能, 单位时间内的收益效率还可进一步提升, 进而放大都市系统中的经营回报。

图表 42: 《异环》测试版本中娜娜莉技能可以无视重力爬墙



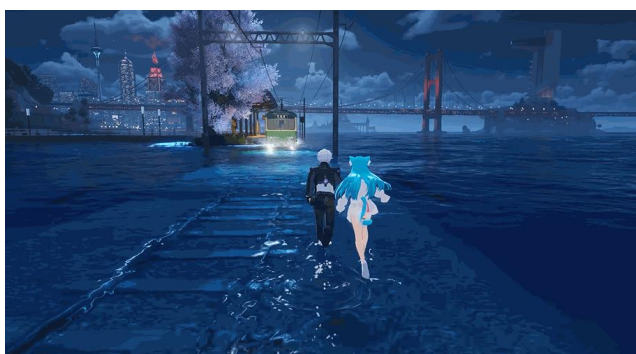
资料来源: 《异环》测试版本游戏, 华源证券研究所

图表 43: 《异环》测试版本中娜娜莉的都市技能在“店长特供”玩法中, 可以直接砸走客人获得收益



资料来源: 《异环》测试版本游戏, 华源证券研究所

3) 社交关系与陪伴机制强化了角色的情绪价值和长期绑定能力。《异环》测试版本中, 角色不仅是战斗与抽卡对象, 也进一步承接了陪伴、互动和关系沉淀功能。相较于传统二游中陪伴感与关系沉淀感知较弱、缺乏展示舞台, 《异环》测试版本则提供了更丰富的场景与互动空间, 支持玩家与角色建立更持续的联系。随着亲密度提升, 玩家可在日常探索中邀请角色同乘出行、牵手漫步街头, 并前往海特洛市各地打卡互动等。

图表 44: 《异环》测试版本中和角色牵手一起出行


资料来源:《异环》测试版本游戏,华源证券研究所

图表 45: 《异环》测试版本中与角色同住的互动界面


资料来源:《异环》测试版本游戏,华源证券研究所

《异环》测试版本针对玩家的陪伴需求做了系统性拓展。以房屋系统为例,玩家可邀请喜爱的角色成为室友并入住公寓。随着关系加深,还可逐步解锁更多专属互动内容,在日常相处中进一步挖掘角色更细腻的性格表达。这种从“并肩作战”走向“共同生活”的关系递进,有助于沉淀玩家对角色的情感羁绊,并推动角色价值从战斗功能进一步延伸至长期陪伴与情绪满足。

《异环》测试版本中的角色体系已深度嵌入城市探索、都市经营、社交互动、房屋系统和陪伴关系之中,形成较强的系统串联与嵌套耦合。角色养成决定战斗体验和成长反馈,时装系统承接外观表达与长期内容供给,都市能力影响探索效率、赚钱效率和资源产出,关系/陪伴设计则强化了角色在房屋系统、同乘出行、日常互动中的情绪价值和长期绑定能力。角色由此贯穿战斗、都市、社交和生活化场景,玩家在海特洛市中的大部分核心体验,最终都需要通过角色来完成和放大。

从商业化角度来说,角色价值不再集中于单次抽取和版本强度验证,而是被分散到更高频、更长期的日常使用过程中。玩家抽取角色之后,后续仍会围绕时装、都市技能、陪伴互动、房屋入住和社交展示持续投入,角色体系与产品各模块之间形成更稳定的价值闭环,也使玩家的付费动力较传统二游更具持续性。

3. 《异环》的核心优势

我们认为，《异环》的核心优势主要体现在四个方面：1) 先发与错位竞争优势，其产品定位在当前二游市场中具备较强识别度；2) 内容调性与世界观具备较强破圈潜力，都市超自然题材更适合社媒传播与泛用户扩散；3) 以城市作为功能载体所形成的模块化玩法池有助于提升版本更新效率、内容玩法扩展性与长线运营适配能力；4) 幻塔工作室在相关品类上的经验积累，为产品研发推进与长线运营提供了较强支撑。

3.1. 先发和错位竞争优势

《异环》的第一重优势，在于其产品定位具备较强的错位竞争属性。过去几年，二游新品大多沿《原神》确立的成熟范式展开细分竞争，核心比拼点主要集中在开放世界规模、战斗深度、数值验证和美术规格等方向，赛道同质化程度持续加深。按当前公开的游戏储备，网易《无限大》、米哈游《Varsapura》、米哈游《崩坏：因缘精灵》以及腾讯《归环》等产品的研发方向，均说明腾讯、网易、米哈游等头部厂商在进一步探索更强调城市空间、日常内容与多元交互的新一代二游形态。**开放世界+都市舞台+轻社交/生活化表达或已成为头部厂商共同加码的新方向。**

图表 46: 开放世界+社交方向部分游戏进度盘点

代表性产品	游戏进度	研发/代理厂商	产品标签
《异环》	4月23日 定档公测	完美世界	都市开放世界，融合城市探索、角色养成与轻社交体验
《无限大》	封闭测试 结束	网易	都市开放世界 ARPG
《崩坏：因缘精灵》	在研	米哈游	崩坏 IP，自走棋+捉宠+CRPG 开放世界
《归环》	在研	腾讯	开放世界 CRPG

资料来源：异环，无限大官网等，华源证券研究所，统计截至时间 2026.4.22

相较之下，《异环》已正式定档 2026 年 4 月 23 日全平台公测，在当前这批新一代方向储备产品中率先进入市场验证阶段，具有明显的先发优势且与市面上的“类原神”二游相比具备错位竞争属性，若其能够率先完成产品定义并建立用户心智，就有望在这一生态位中抢占先发标签，在用户认知中形成稳定映射。一旦这一标签建立，《异环》在后续传播和用户获取上或将具备更高效率。

同时，在日常社交+传统二游双路径下，《异环》的内容结构并不只服务单一圈层，而是在轻社交、都市探索、角色养成和内容消费之间形成更宽的用户接口。对于泛用户而言，角色建模、剧情演绎等传统二游评价维度往往并非首要门槛，其更关注题材代入感、玩法参与门槛和日常陪伴体验。因此，我们认为《异环》有望在保留二游核心用户的基础上，进一步向 MMO 用户、PC 用户、女性玩家和年轻用户外扩，整体用户覆盖面或更为广泛。

图表 47: 《异环》定档 2026 年 4 月 23 日



资料来源: 异环微信公众号, 华源证券研究所

图表 48: 《异环》预计玩家覆盖图



资料来源: 华源证券研究所绘制

3.2. 更强的破圈潜力: 都市超自然题材更适合传播

《异环》的第二重优势, 在于其内容调性与世界观具备更强的传播友好性。相较传统二游常见的末世、废土、奇幻等题材, 轻松漫画风的都市超自然更容易被用户快速理解, 也更适合在社交媒体中形成记忆点。海特洛市本身就是一套生活化都市场景模板, 街区、店铺、通勤、海边、社交空间等内容都更贴近日常经验, 因此用户更容易形成直观感知与代入感。

图表 49: 玩家在《异环》测试版本中体验科目二



全网首个在异环驾校完成科目二的UP主, 第一人称体验赛博驾考

苍白回响 · 2025-06-28

资料来源: Bilibili 视频 (苍白回响), 华源证券研究所, 注: 括号内为 up 主

图表 50: 玩家在《异环》测试版本中沉浸式开出租车



《异环》雷雨天沉浸式开出租车打工赚钱

遥望天空 · · · 02-05

资料来源: Bilibili 视频 (遥望天空、), 华源证券研究所, 注: 括号内为 up 主

二次元流行梗与文化符号进一步增强产品破圈传播潜力。《异环》也围绕扩圈进行了较多针对性设计, 其中较具代表性的体现, 便是游戏内大量二次元场景与流行文化元素的复刻与致敬。制作组在海特洛市中嵌入了大量跨作品、跨题材的视觉符号与场景梗, 覆盖动漫、影视、游戏及流行文化等多个维度。

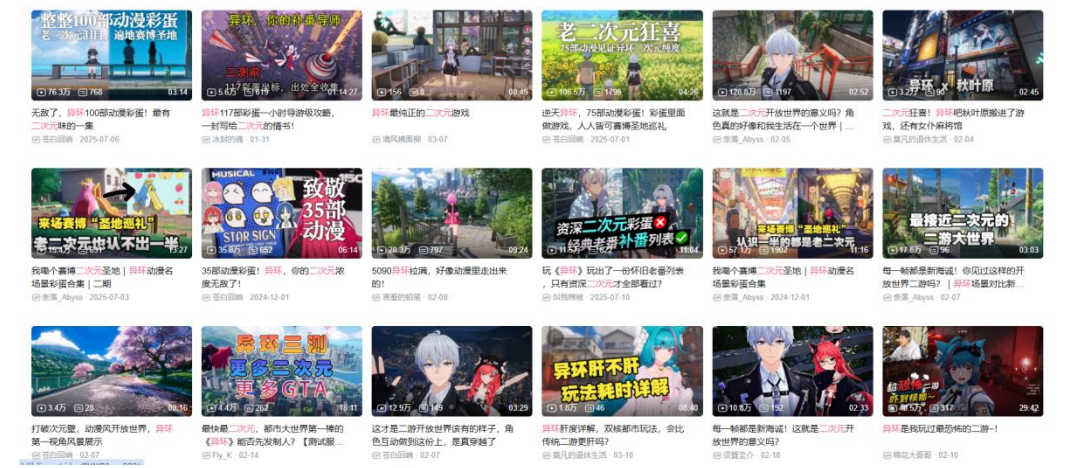
图表 51: 《异环》测试版本中的部分二次元流行梗和文化符号



资料来源: 迷游先锋微信公众号, 华源证券研究所

玩家在探索过程中持续接触到熟悉的符号、表达与视觉致敬, 容易产生“看懂了”的即时反馈, 并进一步转化为可分享、可讨论的社交货币, 自发完成截图、切片及社区传播。我们认为, 这类设计有助于提升产品的社媒传播效率, 并强化其在泛用户层面的扩散能力。

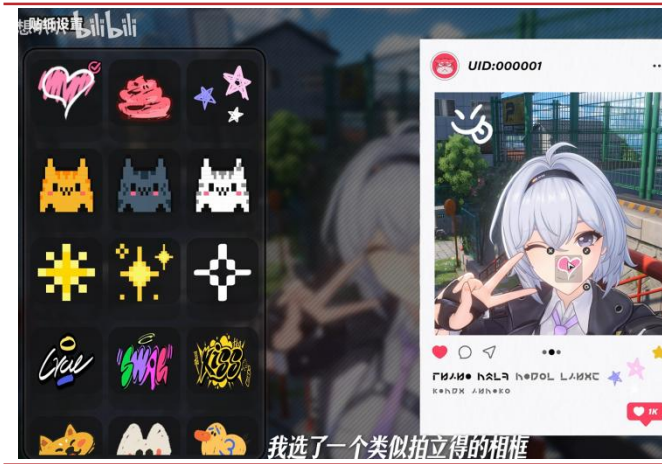
图表 52: Bilibili 社区平台《异环》二次元彩蛋引起玩家热议并自发分享



资料来源: Bilibili 视频, 华源证券研究所

异象怪谈元素提供内容反差张力, 完善拍照系统助力传播。《异环》中的异象与都市怪谈元素进一步提升了内容张力。日常生活场景提供共鸣基础, 超自然事件提供记忆点和话题性, 两者结合, 《异环》的世界观既能承载轻松、生活化的内容, 也能持续制造异象事件、怪谈叙事和都市奇遇。同时, 《异环》配备了较为完善的拍照系统, 支持镜头、角度、天气、灯光及曝光对比度等多维参数调节。该系统进一步提升了玩家在城市中的记录和展示意愿, 另一方面也强化了角色、场景与外观内容的传播属性, 使玩家在海特洛市中的日常浏览更容易转化为截图分享和社媒传播。

图表 53: 《异环》测试版本中强大的自拍功能



资料来源: Bilibili 视频 (小星想叭叭), 华源证券研究所, 注: 括号内为 up 主

图表 54: 玩家在《异环》测试版本中的联机副本



异环联机之「我们把鬼当团宠」, 恐怖副本秒变综艺现场

莫凡的退休生活 · 02-08

资料来源: Bilibili 视频 (莫凡的退休生活), 华源证券研究所, 注: 括号内为 up 主

对应到传播素材层面,《异环》的内容供给也更为丰富。产品既有角色互动、都市事件和生活化切片,也有异象演出、怪谈奇遇与世界观冲突,可同时承载轻松日常、沉浸探索和超自然叙事等多种传播方向。整体来看,这使《异环》在短视频和社媒平台上的传播边界更宽,用户也更容易围绕不同内容切片形成讨论、截图分享与二创扩散。

3.3. 模块化设计: 内容扩展性强, 版本更新灵活

模块化设计耦合较少,延展性更强。《异环》中的海特洛大世界本身具备较强的功能载体属性。相较于更依赖主线推进和固定副本结构的线性二游,城市框架能够承载更多新增玩法与活动内容,长线运营中的适配能力也更强。城市中的街区、店铺、交通节点、社交场所、异象点位和功能空间,都可成为玩法接入点。新系统上线时,无需频繁调整核心战斗框架,只需围绕既有城市空间挂载新的事件、活动或玩法模块即可。由此,玩法迭代的边界更自由更广,对后续产能的要求也相对更可控。

图表 55: 《异环》更新频率及内容预测

更新频率	维度	补充说明
周更	轻量资源上新 资源不断流	时装/外观、互动道具、城市装饰等轻量内容高频投放 维持用户日常上线理由与展示动机,提升社交活跃度与日常流水稳定性
月更	玩法和活动更新 内容不断档	玩法与主题活动上新/返场 持续制造新鲜感,提升用户粘性与回流频率
季更	主题和大型玩法 大型内容	剧情主题叙事、更大体量玩法或体系扩展 承接长期目标与社群沉淀,强化游戏大型记忆点

资料来源: 华源证券研究所预测

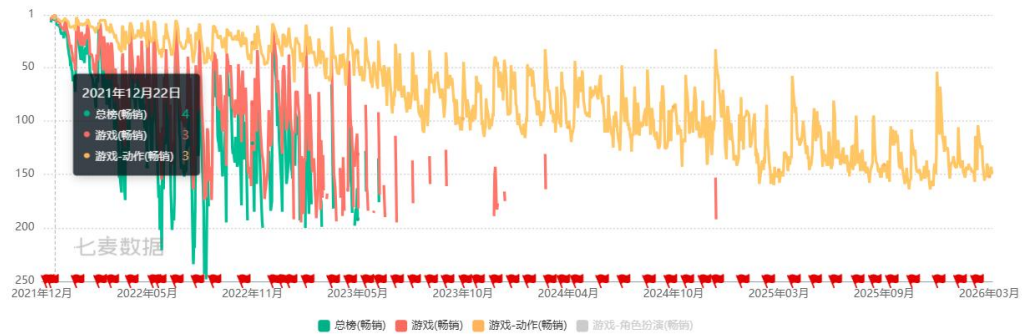
模块化玩法池使《异环》具备更高频的内容更新能力。传统二游通常版本间隔较长,活跃和流水波动也相对更明显。《异环》则可以依托城市这一功能型内容载体,在不大改核心系统的前提下,通过资源投放、玩法轮换和主题包装持续提供新内容,或能规避传统二游“长草期”的劣势,有望形成更稳定的回流惯性和流水表现的稳定性。

3.4. 幻塔工作室拥有丰富开放世界经验

幻塔工作室具备开放世界产品的研发与长线运营经验。从研发能力看,幻塔工作室在开放世界品类上已形成较为扎实的技术积累。《幻塔》于 2018 年立项,采用虚幻 4 引擎打造,

研发团队规模超过百人，且多数成员具备多年虚幻 4 引擎开发经验。2021 年 12 月 16 日《幻塔》正式公测上线，据完美世界官方披露，《幻塔》上线首月新增用户过千万，流水近 5 亿元，截至 2023 年年报全球累计流水超 40 亿元，整体表现优异。考虑到开放世界本品类本身属于研发门槛最高、资源投入最大的品类之一，涉及地图搭建、场景流送、角色动作、战斗表现、版本规划及多端适配等多重能力，《幻塔》的成功落地，已在一定程度上验证了幻塔工作室在开放世界方向上的研发与工程化能力。

图表 56: 《幻塔》上线至今 IOS 排名趋势



资料来源：七麦数据，华源证券研究所，统计截至时间 2026.4.1

据七麦数据 IOS 排名趋势，《幻塔》目前在 App Store 的排名虽总体呈现下降趋势，但是考虑到其已经四年的生命周期，当前时间点的动作游戏畅销榜排名已属较好成绩，且日常均有脉冲式的回升，我们判断或为新版本、新活动带来的增量，说明产品至今仍具备一定的版本拉动能力和用户回流能力。

《异环》进一步采用虚幻 5.6 引擎打造，有望在技术规格与产品形态上进一步升级突破，叠加幻塔工作室过往在开放世界研发与长线运营上的积累，有望成长为公司下一款具备破圈潜力的旗舰产品。

4. 盈利预测与评级

公司在夯实 MMORPG 优势赛道基本盘的同时，持续向潮流新品类拓展，先后推出《幻塔》《女神异闻录：夜幕魅影》《诛仙世界》等产品，并以《异环》为代表进一步推进“多端并发、全球扩展”布局。整体来看，完美世界已从传统经典品类驱动的研发厂商，逐步演进为兼具技术积累、精品内容能力与新品类拓展潜力的综合型游戏公司。原创超自然都市开放世界 RPG 游戏《异环》于 2024 年 7 月首曝以来，备受市场关注。《异环》将于 PC 端、移动端、主机端全平台登陆全球市场，有望在潮流品类突破、拓宽用户群体、全球化出海等方面，为公司游戏业务打开新局面。

对比《幻塔》首月约 5 亿的流水，我们认为《异环》题材和设计方面或将更加优秀。当前二游行业已进入存量竞争阶段，用户对日常场景、社交体验和长线留存的要求持续提升。《异环》围绕都市生活开放世界、轻社交舞台和传统二游养成构建产品框架，差异化定位清晰，具备较强的用户扩圈潜力。

鉴于《诛仙世界》《女神异闻录：夜幕魅影》等产品稳健运营，我们预计公司 2025 业务营收同比上升；2026 年新品《异环》有望成为公司核心增量产品，我们预计公司 2026 年业务营收上升幅度较 25 年增加，2027 年业务营收同比稳健上升。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.49/16.77/23.87 亿元，2025 年同比扭亏为盈，2026-2027 年同比增速分别为 123.96%/42.34%，当前股价（2026/04/20）对应的 PE 分别为 52/23/16 倍。我们选取吉比特、恺英网络、世纪华通和巨人网络为可比公司，鉴于公司新品即将推出，《异环》有望成为新一代二游旗舰产品，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 57：可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值		归母净利润		PE		
		2026/4/20	25A/E	26E	27E	25A/E	26E	27E
603444.SH	吉比特	279.79	17.94	19.01	20.95	15.60	14.72	13.36
002517.SZ	恺英网络	379.65	21.60	26.33	29.95	17.57	14.42	12.68
002602.SZ	世纪华通	1,243.43	58.16	86.31	106.07	21.38	14.41	11.72
002558.SZ	巨人网络	612.93	21.13	40.44	46.71	29.00	15.16	13.12
	平均值					20.89	14.68	12.72
002624.SZ	完美世界	390.90	7.49	16.77	23.87	52.19	23.31	16.37

资料来源：iFind，华源证券研究所。注：总市值为亿元，归母净利润为亿元，吉比特（2025 年盈利来自公司年报）、恺英网络、世纪华通和巨人网络盈利预测来自 ifind 一致预期，完美世界盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

(1) 经营风险

如果公司对新游戏产品的研发、运营和周期管理等规划存在重大失误或由于受外部因素影响而发生偏离，造成新游戏产品的研发和运营效果不能满足不断变化的用户偏好和市场需求，新游戏产生的收益可能无法抵补支出，则会削弱公司未来的盈利能力。

(2) 行业政策风险

近年来相关监管部门高度重视游戏行业的健康发展，针对游戏研发、出版、运营等环节实行较为严格的监管措施，对未成年人保护及防沉迷工作提出系列具体要求，存在行业政策环境风险。

(3) 新游戏上线不及预期风险

若公司新游戏上线不及预期，将会对公司营收端和利润端造成不利影响。

(4) 游戏流水不及预期风险

若公司游戏流水不及预期，将会对公司营收端和利润端造成不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,117	2,935	3,897	5,128
应收票据及账款	684	874	1,181	1,259
预付账款	161	258	349	372
其他应收款	87	114	154	165
存货	1,795	1,652	1,970	1,980
其他流动资产	599	623	797	841
流动资产总计	6,444	6,457	8,348	9,745
长期股权投资	1,355	1,130	905	681
固定资产	828	797	762	723
在建工程	0	0	0	0
无形资产	650	530	475	473
长期待摊费用	133	140	142	140
其他非流动资产	1,956	2,340	2,423	2,419
非流动资产合计	4,922	4,938	4,708	4,436
资产总计	11,366	11,395	13,056	14,181
短期借款	50	0	0	0
应付票据及账款	426	400	477	479
其他流动负债	3,385	3,262	4,209	4,388
流动负债合计	3,861	3,662	4,686	4,867
长期借款	586	476	355	219
其他非流动负债	49	49	49	49
非流动负债合计	635	525	404	268
负债合计	4,496	4,187	5,090	5,135
股本	2,012	2,012	2,012	2,012
资本公积	1,540	1,540	1,540	1,540
留存收益	3,200	3,470	4,074	4,934
归属母公司权益	6,752	7,022	7,626	8,485
少数股东权益	117	186	340	560
股东权益合计	6,870	7,208	7,966	9,046
负债和股东权益合计	11,366	11,395	13,056	14,181

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	-1,400	692	1,705	2,481
折旧与摊销	340	325	355	397
财务费用	-67	16	8	-2
投资损失	-67	-32	-32	-32
营运资金变动	752	-345	95	16
其他经营现金流	1,019	-82	133	133
经营性现金净流量	577	573	2,264	2,992
投资性现金净流量	1,153	-100	-100	-100
筹资性现金净流量	-1,653	-655	-1,203	-1,662
现金流量净额	100	-182	962	1,231

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,570	6,831	9,231	9,842
营业成本	2,347	2,731	3,257	3,273
税金及附加	21	25	34	37
销售费用	870	717	1,615	1,525
管理费用	837	888	831	689
研发费用	1,927	1,640	1,569	1,575
财务费用	-67	16	8	-2
资产减值损失	-765	-34	-46	-49
信用减值损失	-44	-46	-63	-67
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	67	32	32	32
公允价值变动损益	-60	0	0	0
资产处置收益	-37	1	1	1
其他收益	75	92	92	92
营业利润	-1,129	858	1,932	2,754
营业外收入	17	18	18	18
营业外支出	13	9	9	9
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-1,125	867	1,941	2,763
所得税	275	49	109	156
净利润	-1,400	818	1,832	2,607
少数股东损益	-113	69	154	220
归属母公司股东净利润	-1,288	749	1,677	2,387
EPS(元)	-0.66	0.39	0.86	1.23

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-28.50%	22.63%	35.12%	6.62%
营业利润增长率	-226.12%	175.96%	125.23%	42.53%
归母净利润增长率	-361.98%	158.17%	123.96%	42.34%
经营现金流增长率	-24.32%	-0.66%	295.36%	32.15%
盈利能力				
毛利率	57.87%	60.02%	64.72%	66.75%
净利率	-25.13%	11.97%	19.84%	26.49%
ROE	-19.07%	10.67%	21.99%	28.14%
ROA	-11.33%	6.57%	12.85%	16.84%
ROIC	-21.85%	21.70%	42.72%	61.83%
估值倍数				
P/E	-30.36	52.19	23.31	16.37
P/S	7.02	5.72	4.23	3.97
P/B	5.79	5.57	5.13	4.61
股息率	1.12%	1.23%	2.75%	3.91%
EV/EBITDA	-20	30	15	11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。