

《异环》全球上线，有望获得更长周期流水增量

——完美世界（002624.SZ）26年一季报点评

核心观点

- 事项：**完美世界发布一季报，26Q1 公司营收为 11.7 亿元（yoy-42%），主要系《诛仙世界》端游去年同期高基数。毛利率为 64.8%（yoy+14pct），主要系端游占比提升。Q1 归母净利润为 1.0 亿（yoy-66%），主要系老游戏下滑。
- 《异环》26Q2 全球上线，有望获得更长周期流水增量。**26Q1 游戏收入 10.8 亿（yoy-24%），主要系《诛仙世界》端游去年同期高基数造成下滑。幻塔工作室自研核心项目，原创超自然都市开放世界 RPG 游戏《异环》已于 4.23 登录国内市场，4.29 登录海外市场。中国市场最高达 IOS 免费榜第 1，畅销榜第 11；美国等海外市场亦获得最高 IOS 免费榜第 1 成绩，我们判断该项目留存率高于《幻塔》，认为该产品有望获得更长周期流水贡献。后续来看，公司储备《梦幻新诛仙：轻享》《代号普洱》《代号 MT1》《代号 J1》《代号 F》《代号 U1》《代号 ZH》等项目，涵盖二次元卡牌、轻度 MMO、模拟经营卡牌、SLG、休闲等品类。目前处于小步快跑研发阶段，有望后续贡献增量。
- 长剧深耕、短剧精作，系列化 IP 有望驱动影视 ROI 提升。**26Q1 影视收入 0.9 亿（yoy-85%），主要系去年同期确认剧集数量较多。2026 年以来，公司出品的《夜色正浓》等平台定制剧播出，目前公司储备的《何不同舟渡》《芳名三九》《云襄传之将进酒》《云雀叫天录》等影视作品正在制作、发行、排播过程中。公司持续深化长、中、短剧布局，构建高质量 IP 化内容矩阵《弄潮 2：千禧红》近日开播，开启系列精品新篇；经典 IP《香蜜沉沉烬如霜》短剧版稳步制作中。

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 26~28 年归母净利润为 16.30/17.82/19.35 亿（26~27 原值为 15.71/16.07 亿，我们根据游戏的进度调整收入、毛利率、费率假设，从而调整盈利预测）。我们维持可比公司 26 年 20 倍 PE，给予目标价 16.80 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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,570	6,660	7,958	8,938	9,252
同比增长(%)	-28.5%	19.6%	19.5%	12.3%	3.5%
营业利润(百万元)	(1,129)	975	1,870	2,035	2,214
同比增长(%)	-226.1%	186.3%	91.9%	8.8%	8.8%
归属母公司净利润(百万元)	(1,288)	731	1,630	1,782	1,935
同比增长(%)	-362.0%	156.8%	123.1%	9.3%	8.6%
每股收益(元)	(0.66)	0.38	0.84	0.92	1.00
毛利率(%)	57.9%	60.3%	71.7%	73.8%	74.8%
净利率(%)	-23.1%	11.0%	20.5%	19.9%	20.9%
净资产收益率(%)	-16.4%	10.5%	20.7%	18.7%	16.9%
市盈率	(25.7)	45.3	20.3	18.6	17.1
市净率	4.9	4.6	3.8	3.2	2.7

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声明。

投资评级

投资评级	增持（维持）
股价（2026年04月29日）	16.64元
目标价格	16.80元
52周最高价/最低价	23.68/12.3元
总股本/流通A股（万股）	193,997/182,773
A股市值（百万元）	32,281
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2026年05月03日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-17.66	-8.67	-11.35	27.14
相对表现%	-17.88	-15.51	-12.54	-0.28
沪深300%	0.22	6.84	1.19	27.42



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuzhi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 香港证监会牌照：BXO329 jinmuyang@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

《诛仙2》《P5X》贡献 Q3 增量，期待《异环》上线：——完美世界（002624.SZ）25年三季报点评	2025-11-12
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	2025-09-04
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

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,117	3,547	4,012	5,338	3,956	营业收入	5,570	6,660	7,958	8,938	9,252
应收票据、账款及款项融资	684	504	879	957	992	营业成本	2,347	2,645	2,252	2,344	2,329
预付账款	161	193	231	259	268	销售费用	870	665	1,012	1,206	1,343
存货	1,795	1,178	1,238	1,055	1,048	管理费用	837	680	753	806	742
其他	686	684	556	648	747	研发费用	1,927	1,625	1,859	2,217	2,288
流动资产合计	6,444	6,106	6,916	8,257	7,011	财务费用	(67)	(72)	(100)	(113)	(117)
长期股权投资	1,355	1,120	1,120	1,120	1,120	资产、信用减值损失	808	299	270	389	393
固定资产	279	302	739	2,185	6,462	公允价值变动收益	(60)	(1)	1	(0)	(0)
在建工程	0	0	8	9	10	投资净收益	67	116	(49)	(58)	(59)
无形资产	650	431	553	675	1,088	其他	16	43	7	2	1
其他	2,638	2,509	3,123	2,950	3,096	营业利润	(1,129)	975	1,870	2,035	2,214
非流动资产合计	4,922	4,363	5,543	6,939	11,776	营业外收入	17	15	16	15	15
资产总计	11,366	10,468	12,459	15,197	18,787	营业外支出	13	10	8	10	10
短期借款	50	0	0	0	0	利润总额	(1,125)	980	1,878	2,040	2,219
应付票据及应付账款	426	267	296	323	287	所得税	275	288	289	306	333
其他	3,385	2,762	2,934	3,193	3,352	净利润	(1,400)	692	1,589	1,734	1,886
流动负债合计	3,861	3,029	3,230	3,516	3,640	少数股东损益	(113)	(39)	(41)	(48)	(49)
长期借款	0	0	331	1,021	2,576	归属于母公司净利润	(1,288)	731	1,630	1,782	1,935
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.66	0.38	0.84	0.92	1.00
其他	635	502	509	497	503						
非流动负债合计	635	502	841	1,518	3,079	主要财务比率					
负债合计	4,496	3,531	4,071	5,033	6,719		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	117	(192)	(233)	(281)	(330)	成长能力					
股本	2,012	2,012	1,940	1,940	1,940	营业收入	-28.5%	19.6%	19.5%	12.3%	3.5%
资本公积	1,080	1,181	1,116	1,146	1,172	营业利润	-226.1%	186.3%	91.9%	8.8%	8.8%
留存收益	3,863	4,166	5,797	7,579	9,514	归属于母公司净利润	-362.0%	156.8%	123.1%	9.3%	8.6%
其他	(202)	(230)	(232)	(221)	(228)	获利能力					
股东权益合计	6,870	6,937	8,388	10,163	12,069	毛利率	57.9%	60.3%	71.7%	73.8%	74.8%
负债和股东权益总计	11,366	10,468	12,459	15,197	18,787	净利率	-23.1%	11.0%	20.5%	19.9%	20.9%
						ROE	-16.4%	10.5%	20.7%	18.7%	16.9%
						ROIC	-17.5%	9.1%	18.9%	16.3%	13.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	39.6%	33.7%	32.7%	33.1%	35.8%
净利润	(1,400)	692	1,589	1,734	1,886	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	177	144	346	639	772	流动比率	1.67	201.55%	214.12%	234.86%	192.64%
财务费用	(67)	(72)	(100)	(113)	(117)	速动比率	1.20	162.67%	175.78%	204.86%	163.84%
投资损失	(67)	(116)	49	58	59	营运能力					
营运资金变动	1,284	43	(380)	288	(14)	应收账款周转率	7.1	11.4	12.0	10.2	9.8
其它	650	402	(492)	287	(27)	存货周转率	1.3	1.8	1.9	2.0	2.2
经营活动现金流	577	1,093	1,011	2,892	2,559	总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5
资本支出	(362)	240	(1,008)	(2,305)	(5,561)	每股指标(元)					
长期投资	566	235	0	0	0	每股收益	-0.66	0.38	0.84	0.92	1.00
其他	948	(446)	141	(77)	(80)	每股经营现金流	0.29	0.54	0.52	1.49	1.32
投资活动现金流	1,153	28	(866)	(2,382)	(5,641)	每股净资产	3.48	3.67	4.44	5.38	6.39
债权融资	(73)	(2)	356	673	1,557	估值比率					
股权融资	(110)	101	(136)	30	25	市盈率	-25.7	45.3	20.3	18.6	17.1
其他	(1,469)	(745)	100	113	117	市净率	4.9	4.6	3.8	3.2	2.7
筹资活动现金流	(1,653)	(647)	320	816	1,700	EV/EBITDA	-28.4	27.7	13.7	11.3	10.1
汇率变动影响	22	(49)	-0	-0	-0	EV/EBIT	-24.2	32.1	16.4	15.1	13.8
现金净增加额	100	426	465	1,326	(1,382)						

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。