

《异环》上线错配致短期承压，Q3 业绩释放拐点可期

投资要点

- **事件：公司发布 2026 年半年度报告。**2026H1 公司实现营业收入 27.5 亿元，同比-25.5%；归母净亏损 1.2 亿元（上年同期盈利 5.03 亿元），落入此前业绩预告亏损 0.8-1.2 亿元区间；扣非归母净亏损 2.1 亿元（上年同期盈利 3.2 亿元）。单季看，2026Q2 实现营业收入 15.8 亿元，同比-5.3%、环比+34.9%；归母净亏损 2.2 亿元、扣非归母净亏损 2.7 亿元，环比转亏。收入环比高增主因《异环》4 月末全球公测贡献流水。若假设 Q1 营收的 95% 来自游戏业务，则 Q2 游戏业务收入约 15.3 亿元，环比+37.2%。
- **高毛利游戏占比提升带动毛利率改善，净利率受发行费用前置拖累转负。**2026H1 综合毛利率提升至 69.7%，同比+13.0pp；Q2 单季毛利率进一步升至 71.9%，环比+5.2pp，主要系高毛利率的自研/自有 IP 游戏收入占比提升。但盈利端受费用前置拖累，H1 净利率转负至-5.2%、Q2 单季净利率约-15.5%。费用端，26H1 销售费用 10.3 亿元、同比+213.05%（《异环》上线集中确认发行推广费），管理费用 3.1 亿元、同比-7.2%，研发费用 7.6 亿元、同比-19.8%（均主因职工薪酬减少）；销售/管理/研发/财务费率分别同比+28.6/+2.2/+1.9/-0.3pp，研发费率提升或系《异环》公测后研发支出停止资本化转为费用化。
- **《异环》当期因收入费用错配形成阶段性亏损，后续业绩自 Q3 起逐步释放可期。**《异环》为公司自研超自然都市开放世界 RPG，4 月下旬全球公测覆盖 180 余国、六端上线，截至 6 月 30 日/8 月 18 日全球累计流水分别超 14/20 亿元，全球官方渠道（官方 PC+安卓）累计流水占比均约 60%。当期影响上，因发行费用一次性确认、充值流水按玩家生命周期分期确认产生阶段性错配，报告期内形成亏损（Q2 游戏业务归母净亏损约 1.93 亿元）；后续影响上，Q2 末合同负债 22.3 亿元、较 Q1 末增加约 7.4 亿元，H1 经营性现金流净额 6.5 亿元、同比+28.9%，公司明确《异环》业绩贡献将从 Q3 起逐步确认，叠加后续销售费用回落，Q3 利润有望释放，产品长线与出海潜力值得跟踪。
- **产品储备丰富梯队清晰，AI 全面融入研发管线强化效率。**新品方面，诛仙 IP 轻量化回合 MMO《梦幻新诛仙：轻享》已定档 9 月 3 日公测；在研储备超 9 款新游，包括《代号 Castle》《代号普洱》《代号 J1》《代号 F》《代号 U1》《代号 ZH》《代号 W1》《代号 L5》等，覆盖轻度 MMO、二次元卡牌、模拟经营卡牌、SLG、休闲及微信/抖音小游戏等多品类，坚持小步快跑、及时验证调整。AI 方面，公司将 AI 工具全面融入研发管线，已搭建完美 AIGC 平台（集成 AI 生图、LLM 角色扮演、数字人视频、2D 转 3D 等），2025 年进一步自研大模型智能体平台（具备记忆模块与工具调用能力），影视业务亦自研弧光智作系统(A.R.C)，通过 AI 强化研发效率、有望推动新一轮增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 12.0/19.2/21.6 亿元，对应 PE 为 17/11/10 倍。考虑到公司是国内游戏行业兼具“经典 IP 长线运营+潮流新品创新”能力的头部研发发行企业，深度绑定《诛仙》《完美世界》等长青 IP，并成功打造《异环》这一全球多端一体化开放世界新品，出海直发

西南证券研究院

分析师：苟宇睿
执业证号：S1250524030001
邮箱：gyr@swsc.com.cn

分析师：潘妍洁
执业证号：S1250525100002
电话：023-65796461
邮箱：panyj@swsc.com.cn

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.40
流通 A 股(亿股)	18.28
52 周内股价区间(元)	9.61-22.47
总市值(亿元)	209.90
总资产(亿元)	105.43
每股净资产(元)	3.36

相关研究

与官方直营渠道占比高、盈利质量优；随着《异环》流水递延确认、《梦幻新诛仙：轻享》等储备新品陆续上线，公司业绩有望进入新一轮增长期，我们给予公司 2027 年 14 倍 PE，对应目标价为 13.86 元，首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险提示：**新游上线进度不及预期风险、新游流水及长线运营不及预期风险、行业监管及版号政策变化风险、市场竞争加剧风险、影视业务项目确认及内容表现波动风险、游戏出海及全球化不及预期风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	6659.56	7227.20	8422.19	9313.19
增长率	19.55%	8.52%	16.53%	10.58%
归属母公司净利润（百万元）	730.86	1203.26	1916.60	2162.71
增长率	156.76%	64.64%	59.28%	12.84%
每股收益 EPS（元）	0.38	0.62	0.99	1.11
净资产收益率 ROE	9.97%	13.96%	18.64%	17.96%
PE	29	17	11	10
PB	2.94	2.49	2.08	1.77

数据来源：Wind，西南证券



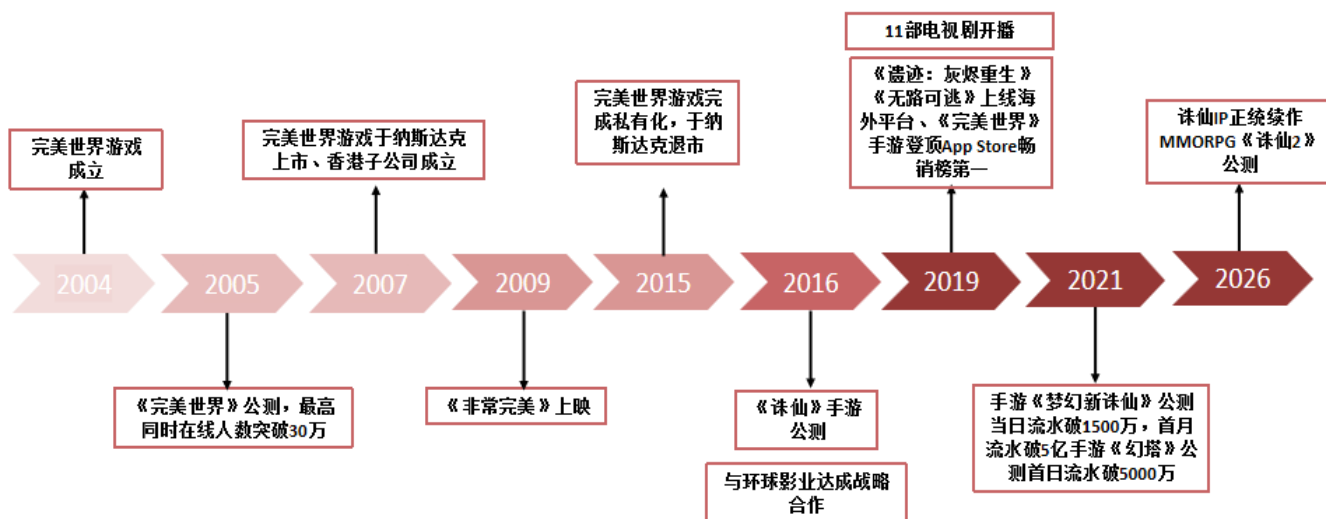
西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

1 公司概况：自研技术筑基，影游电竞协同发展

1.1 公司发展历程：从单一端游厂商成长为综合文娱集团

完美世界是一家全球性的文化娱乐产业集团，公司聚焦网络游戏的研发、发行及运营业务，同时布局电视剧、短剧制作等影视业务。1) 公司的游戏业务前身创立于 1997 年，公司早期依托自主研发的 3D 游戏引擎，成功推出了《完美世界经典版》《完美世界国际版》《诛仙》等多款大型 MMORPG 端游，并积极推动游戏出海，确立了深厚技术积累和自主创新基因。伴随移动网络的普及和硬件性能的提升，端游转手游的行业趋势全面爆发，公司率先抓住机遇，成功推出《诛仙》手游、《完美世界》手游等多款产品，大获成功。近年来，为满足日益升级与丰富多元的用户需求，公司积极开拓以《女神异闻录：夜幕魅影》《异环》为代表的潮流创新品类，形成“经典品类与潮流品类双轨并进”的协同发展模式，构建起涵盖端游、手游、主机游戏、云游戏以及小程序游戏的全平台研发与发行能力，并深入推进 AI 等前沿技术革新与应用实践，推动游戏业务健康发展。2) 电竞业务是公司业务矩阵中的长青板块。依托知名电竞产品《DOTA2（刀塔）》及《CS（反恐精英：全球攻势）》在中国大陆地区的独家运营权，公司秉持“赛事带动产品、赛事带动出海”的发展路径，积极打造完整的电竞生态体系。3) 公司的影视业务始于 2008 年，公司凝聚多支内容团队，以“长剧深耕、短剧精作、共生共长”策略为核心，累计参与创作及发行的优秀影视作品超 300 部，收获包括中宣部“五个一工程”、中国电视剧“飞天奖”、中国电影“华表奖”、大众电影“百花奖”等专业奖项超 500 个。

图 1：公司历史发展历程

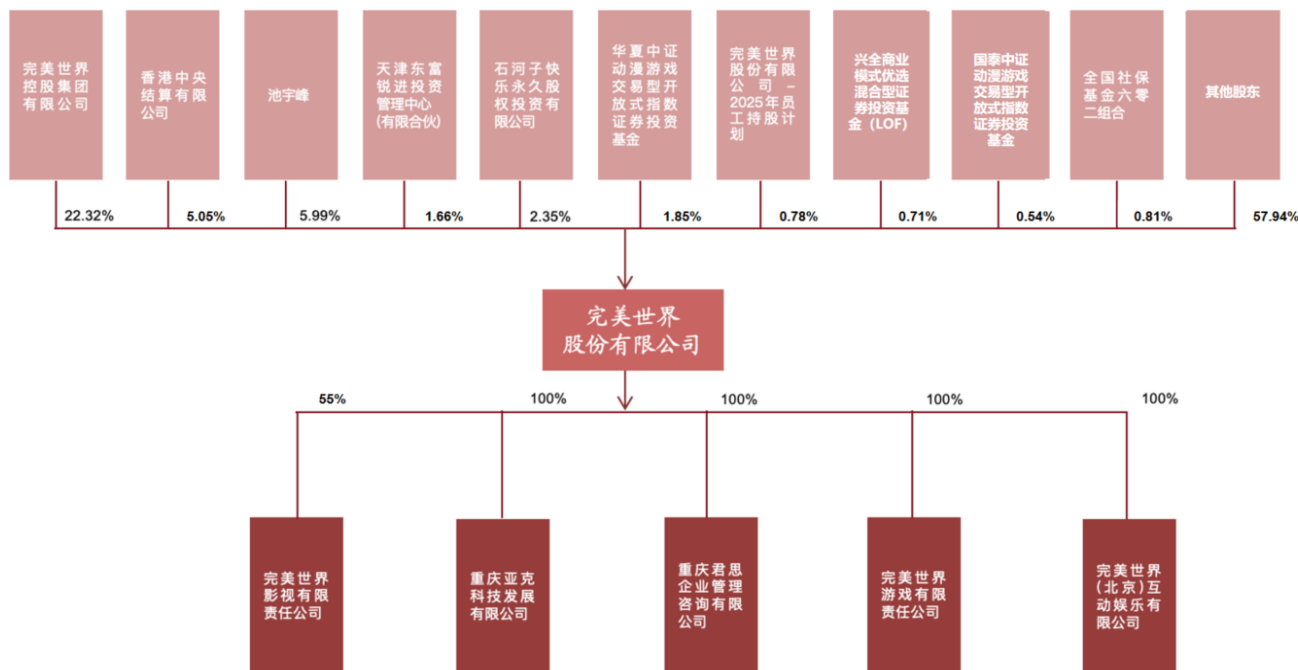


数据来源：完美世界公司官网，西南证券整理

1.2 股权结构：实际控制人地位稳固，子公司布局层次清晰

池宇峰为公司实际控制人，控股关系清晰。创始人池宇峰先生直接持有公司 5.99% 股份，并通过完美世界控股集团有限公司与石河子快乐永久股权投资有限公司分别间接持有公司 22.32% 和 2.35% 股份。创始人池宇峰先生为公司实际控制人，控制权结构清晰、稳定。

图 2：公司股权与子公司情况（截至 2026/6/30）



数据来源：公司公告、同花顺iFind，西南证券整理

1.3 管理团队与组织架构：创始人统领全局，扁平化管理提质增效

创始人池宇峰长期执掌董事长一职，对公司发展具备深远影响力。池宇峰先生自 2015 年 3 月起担任公司董事长，是公司技术路线、产品方向及战略布局的核心决策者，同时身兼完美世界控股集团有限公司执行董事及总经理、完美世界游戏有限责任公司董事长等多项关键职务，对公司游戏、影视、电竞三大业务板块均保持深度参与。

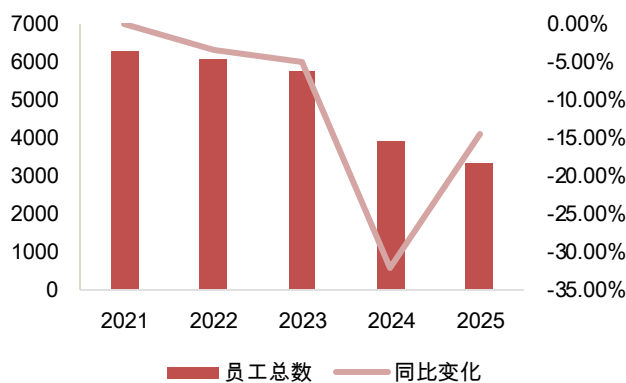
2024 年 7 月 22 日，萧泓辞去首席执行官，鲁晓寅辞去联席首席执行官，董事会聘任顾黎明担任 CEO。顾黎明为加拿大国籍、1968 年出生、硕士学位，曾任中国电信工程师、GE 项目经理、Convedia/Radisys 管理岗位、微软高级研发总监，2013 年至 2024 年先后担任完美世界副总裁、高级副总裁、电竞业务总裁。这一人事变化体现了公司从过去相对温和的扩张式研发文化，转向更强调执行效率、成本纪律和赛事/全球化经验的管理框架。

2023 年公司对游戏业务进行了组织架构调整，将原有的项目中心分拆为独立工作室，直接向游戏业务负责人汇报，同时技术、美术以及数据三大中台继续为游戏项目赋能，并由发行中心提供项目支持。目的是通过扁平化管理来达到提质增效的管理效果。具体来看，根

据游戏葡萄等媒体报道，公司将第一项目中心拆分为硬核、青云两大工作室，负责人分别为张玮、宗梓特；第七项目中心更名为星云工作室，负责人为陈军；桃花源工作室群负责人由佟庆变更为白雪；上述四大工作室直接向业务 CEO 汇报。

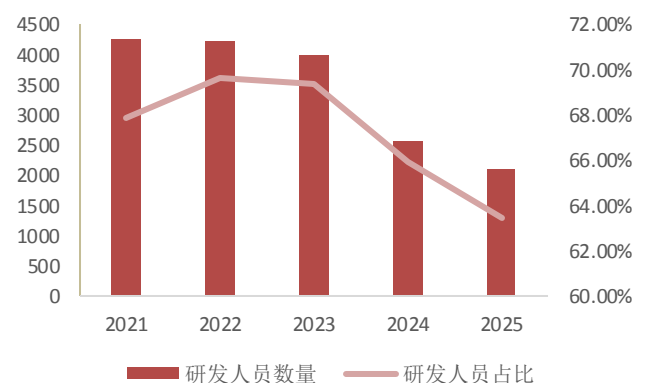
组织架构的调整也伴随着人力结构调整。公司 2024 年末员工总数为 3905 人，较 2023 年末减少 1849 人；2025 年末进一步下降至 3333 人。研发人员方面，2023 年末为 3993 人，2024 年末降至 2575 人，2025 年末进一步降至 2116 人，2025 年较 2023 年减少 1877 人。研发人员占总人数比例从 2024 年的 65.9%略降至 2025 年的 63.5%。人员结构优化过程中，研发团队整体呈现向高学历、年轻化方向结构性改善的趋势。

图 3：2021-2025 年公司员工数量（人）及同比变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2021-2025 年公司研发人员数量（人）及占比

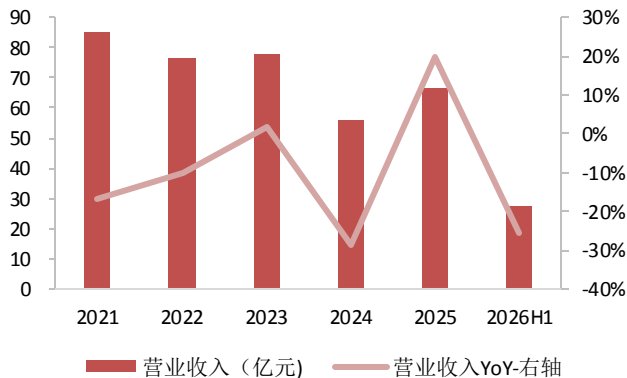


数据来源：公司公告，西南证券整理

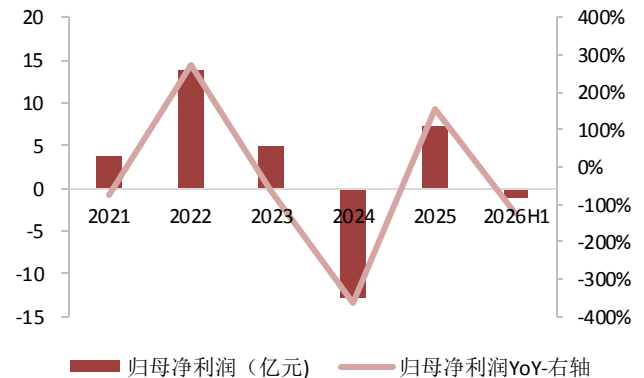
员工持股计划绑定核心团队，研发组织持续提质增效。公司分别于 2023 年、2025 年实施两期员工持股计划，合计持股比例约 2.2%，覆盖核心技术与管理骨干，有助于增强研发团队尤其是《异环》《诛仙》等重点项目核心人员的稳定性与长期激励。与此同时，公司近年持续推进组织“瘦身提效”：研发人员数量由 2021 年的 4255 人逐步精简至 2024 年的 2575 人，但研发投入占营业收入比重在此期间仍维持在 25%-35%的较高区间，反映出公司在控制人力成本的同时，更加聚焦于《异环》等少数重点项目的资源投入强度，组织效率呈改善趋势。

1.4 基本面：2026H1 新品换挡短期承压，出海占比提升

收入端 2025 年重回增长、2026H1 受新品换挡影响短期回落，利润端 2025 年扭亏为盈。公司营业收入自 2020 年 102.25 亿元的峰值后历经四年调整，2021-2024 年分别为 85.2 亿元（同比-16.7%）、76.7 亿元（同比-9.95%）、77.9 亿元（同比+1.6%）、55.7 亿元（同比-28.5%），2024 年降至近年低点；2025 年伴随《诛仙世界》全年放量及新游贡献增量，实现营业收入 66.6 亿元，同比增长 19.55%，重回增长轨道。归母净利润波动相对更剧烈：2021-2023 年分别为 3.7 亿元、13.8 亿元、4.9 亿元，2024 年录得-12.9 亿元，系上市以来首次全年亏损，2025 年归母净利润回升至 7.3 亿元，同比增长 156.8%，实现扭亏为盈，经营拐点确立。2026 年上半年，受上年同期《诛仙世界》高基数影响，公司实现营业收入 27.5 亿元，同比下降 25.47%；归母净利润转为-1.2 亿元，同比由盈转亏（-123.54%），主要系新老产品切换、《异环》等新品处于推广投入期所致，收入与利润短期承压但业务结构持续优化。

图 5：2021-2026H1 营业收入及增速


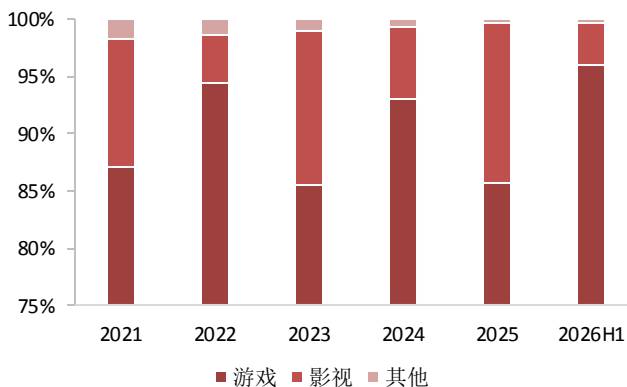
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2021-2026H1 归母净利润及增速


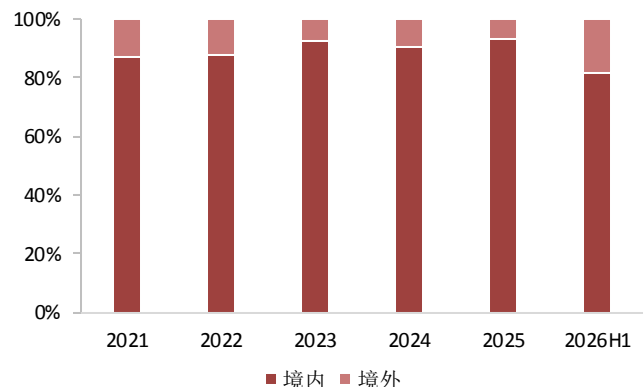
数据来源：Wind，西南证券整理

游戏业务为绝对主导且占比进一步提升，影视业务收入贡献回落。分业务看，游戏业务始终为公司核心收入来源，收入占比长期维持在 85%以上：2021-2025 年游戏业务收入分别为 74.2 亿元、72.4 亿元、66.7 亿元、51.8 亿元、57.1 亿元，占总营收比重分别为 87.1%、94.4%、85.6%、93.0%、85.8%；2026H1 游戏业务收入 26.4 亿元，占比进一步提升至 95.9%，主主导地位更加突出。影视剧业务方面，2021-2025 年收入分别为 9.5 亿元、3.2 亿元、10.3 亿元、3.5 亿元、9.2 亿元，占比在 4.2%-13.8%区间波动，2025 年占比升至 13.8%；2026H1 影视剧收入 1.0 亿元，占比回落至 3.75%，主因上半年确认剧集数量相对较少。其他业务体量较小，2026H1 收入 0.09 亿元、占比 0.32%。

境内为收入基本盘，2026H1 境外收入占比显著抬升，全球化成效初显。公司以境内市场为主，深度受益于国内游戏市场景气度：2021-2025 年境内收入占比分别为 87.0%、87.9%、92.5%、90.7%、93.5%，呈稳步提升态势，2025 年境内收入 62.3 亿元、占比达 93.5%。境外方面，2021-2025 年境外收入分别为 11.1 亿元、9.3 亿元、5.9 亿元、5.2 亿元、4.3 亿元，占比由 13.0%回落至 6.5%。进入 2026 年，随着《异环》于 4 月同步开启覆盖超 180 个国家及地区的海外公测、《幻塔》国际服转为自主发行，2026H1 境外收入达 5.1 亿元、已超过 2025 年全年水平，占比大幅提升至 18.6%，为 2021 年以来最高，公司全球化多端并发战略成效初步显现。

图 7：2021-2026H1 分业务收入占比


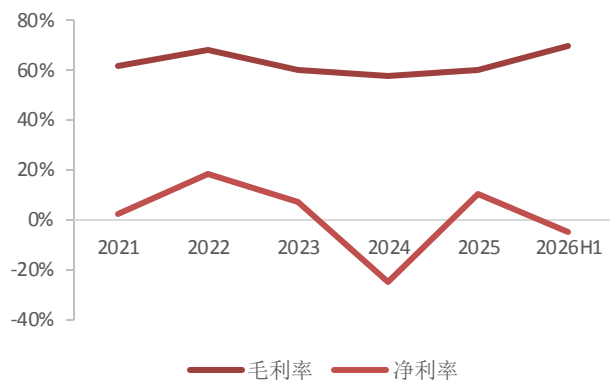
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2021-2026H1 分地区收入占比


数据来源：Wind，西南证券整理

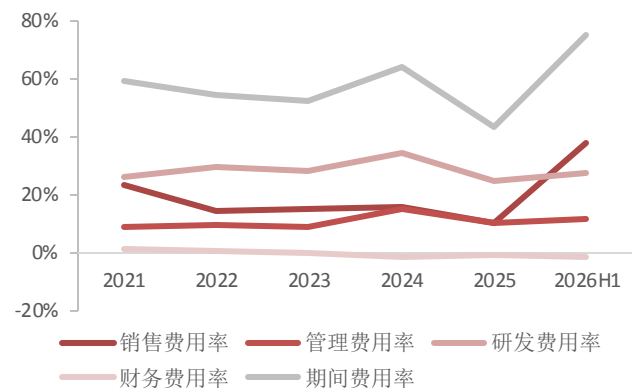
毛利率随高毛利端游占比提升而上行，费用率短期因新品投入及收入基数走高。盈利能力方面，综合毛利率 2021-2025 年分别为 61.5%、68.45%、59.7%、57.9%、60.3%，2022 年因高毛利端游放量升至 68.45%，其后随收入结构变化回落，2025 年回升至 60.3%；2026H1 综合毛利率进一步提升至 69.7%，主因高毛利 PC 端游收入占比提升。净利率波动较大，2021-2025 年分别为 2.1%、18.25%、7.5%、-25.1%、10.4%，2024 年因亏损转负、2025 年回升至 10.4%；2026H1 净利率为 -5.21%，主要受收入下滑及新品推广投入影响。费用率方面，2025 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.0%/10.2%/24.4%/-1.1%，期间费用率降至 43.51%，较 2024 年的 64.0%大幅优化，反映研发人员精简与项目聚焦成效；2026H1 因收入基数下降及《异环》推广投入加大，销售/管理/研发/财务费用率分别为 37.5%/11.3%/27.5%/-1.2%，期间费用率阶段性升至 75.1%，随新品放量、收入回升后费用率有望回归常态。

图 9：2021-2026H1 毛利率及净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2021-2026H1 公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司游戏业务深度绑定《诛仙》《完美世界国际版》等长青 IP 与《异环》《女神异闻录：夜幕魅影》等潮流新品，采取“经典品类+潮流品类双轨并进”、以自研自发为主的模式，客户黏性与长线运营能见度较高；重点产品《异环》2026 年 4 月全球公测，截至 8 月 18 日全球累计流水超 20 亿元，且流水按玩家生命周期分期确认、Q2 末合同负债由一季度末 14.9 亿增至 22.3 亿元，为下半年及 2027 年收入递延释放提供支撑，叠加《梦幻新诛仙：轻享》（9 月 3 日公测）及《代号》系列储备新品陆续上线、出海持续放量（2026H1 境外收入同比+178%至 5.1 亿元）。同时，《异环》官方 PC 及安卓等直营渠道流水占比近 60%、无渠道分成，叠加自研/自有 IP 及海外直发占比提升，带来毛利率结构性改善（2026Q2 毛利率已升至 71.9%）。我们预计 2026-2028 年，游戏业务营业收入同比变动率分别为 18%/15%/10%，假设毛利率为 73.0%/74.0%/74.5%。

假设 2：公司影视业务坚持“减量提质、长剧深耕+短剧精作”策略，收入随剧集排播节奏波动较大；2026 年上半年因播出影视剧数量同比减少，影视收入同比大幅下滑 86.6%至 1.0 亿元，全年基数明显回落，但下半年及后续《醒来》《云雀叫天录》《云襄传之将进酒》《芳名三九》等储备作品陆续制作、发行、排播，有望带动收入逐步回暖；“减量提质”下

低质产能出清、精品短剧占比提升，推动业务毛利率自 2025 年的 12.0%修复至更健康水平。我们预计 2026-2028 年，影视业务营业收入同比变动率分别为-50%/+40%/+18%，假设毛利率为 15.0%/16.0%/16.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入及成本如下表：

表 1：分产品收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
游戏	收入	5711.0	6739.0	7749.9	8524.9
	增速	10.2%	18.0%	15.0%	10.0%
	成本	1815.3	1819.5	2015.0	2173.8
	毛利率	68.2%	73.0%	74.0%	74.5%
影视	收入	920.7	460.4	644.5	760.5
	增速	163.2%	-50.0%	40.0%	18.0%
	成本	810.2	391.3	541.4	638.8
	毛利率	12.0%	15.0%	16.0%	16.0%
其他	收入	27.8	27.8	27.8	27.8
	增速	-30.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	19.9	20.0	20.0	20.0
	毛利率	28.3%	28.0%	28.0%	28.0%
合计	收入	6659.6	7227.2	8422.2	9313.2
	增速	19.6%	8.52%	16.5%	10.6%
	成本	2645.4	2230.9	2576.4	2832.7
	毛利率	60.3%	69.1%	69.4%	69.6%

数据来源：Wind，西南证券

在考虑所处行业与数据可及性的前提下，我们选取了同样处于游戏赛道的神州泰岳、巨人网络、吉比特和恺英网络作为可比公司。2026-2028 年，可比公司平均估值为 14/12/11 倍。

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 72.3/84.2/93.1 亿元，yoy 为 8.5%/16.5%/10.6%；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 12.0/19.2/21.6 亿元，对应 PE 为 17/11/10 倍。考虑到公司是国内游戏行业兼具“经典 IP 长线运营+潮流新品创新”能力的头部研发发行企业，深度绑定《诛仙》《完美世界》等长青 IP，并成功打造《异环》这一全球多端一体化开放世界新品，出海直发与官方直营渠道占比高、盈利质量优；随着《异环》流水递延确认、《梦幻新诛仙：轻享》等储备新品陆续上线，公司业绩有望进入新一轮增长期，我们给予公司 2027 年 14 倍 PE，对应目标价为 13.86 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS（元）				PE			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
300002.SZ	神州泰岳	154.62	7.86	0.41	0.50	0.57	0.65	19.17	15.72	13.79	12.09
002558.SZ	巨人网络	506.69	26.66	0.91	2.32	2.64	2.87	29.30	11.49	10.10	9.29
603444.SH	吉比特	274.35	380.82	24.90	27.15	29.80	32.16	15.29	14.03	12.78	11.84
002517.SZ	恺英网络	353.58	16.55	0.89	1.26	1.42	1.58	18.60	13.13	11.65	10.47
平均值								20.59	13.59	12.08	10.92
002624.SZ	完美世界	209.90	10.82	0.38	0.62	0.99	1.11	28.72	17.44	10.95	9.71

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2026 年 8 月 24 日）。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，完美世界来自西南证券盈利预测

3 风险提示

新游上线进度不及预期风险、新游流水及长线运营不及预期风险、行业监管及版号政策变化风险、市场竞争加剧风险、影视业务项目确认及内容表现波动风险、游戏出海及全球化不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6659.56	7227.20	8422.19	9313.19	净利润	691.81	1138.97	1814.20	2047.16
营业成本	2645.42	2230.87	2576.37	2832.69	折旧与摊销	181.56	75.65	75.65	75.65
营业税金及附加	27.65	27.94	33.32	36.87	财务费用	-71.79	-72.27	-84.22	-139.70
销售费用	665.04	1300.90	1094.88	1210.71	资产减值损失	-233.77	0.00	0.00	0.00
管理费用 (含研发费用)	2304.35	2168.16	2273.99	2514.56	经营营运资本变动	157.09	-1701.22	-255.86	-196.32
财务费用	-71.79	-72.27	-84.22	-139.70	其他	368.02	6.13	-553.90	263.55
资产减值损失	-233.77	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1092.92	-552.74	995.85	2050.34
投资收益	115.61	35.00	35.00	35.00	资本支出	-619.68	70.00	70.00	70.00
公允价值变动损益	-0.93	1.00	1.00	1.00	其他	647.83	183.08	58.29	36.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	28.15	253.08	128.29	106.26
营业利润	974.85	1607.61	2563.85	2894.05	短期借款	-50.05	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.04	5.65	5.82	5.59	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	979.89	1613.26	2569.66	2899.64	股权融资	-81.24	0.00	0.00	0.00
所得税	288.08	474.29	755.46	852.48	支付股利	-640.19	-146.17	-240.65	-383.32
净利润	691.81	1138.97	1814.20	2047.16	其他	124.76	246.56	82.22	139.70
少数股东损益	-39.05	-64.29	-102.40	-115.55	筹资活动现金流净额	-646.72	100.39	-158.43	-243.62
归属母公司股东净利润	730.86	1203.26	1916.60	2162.71	现金流量净额	425.83	-199.27	965.71	1912.98
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3547.02	3347.75	4313.46	6226.44	成长能力				
应收和预付款项	781.53	962.67	1090.09	1185.32	销售收入增长率	19.55%	8.52%	16.53%	10.58%
存货	1177.90	908.24	1689.78	1580.33	营业利润增长率	186.31%	64.91%	59.48%	12.88%
其他流动资产	599.39	485.44	522.56	566.60	净利润增长率	149.41%	64.64%	59.28%	12.84%
长期股权投资	1120.04	1120.04	1120.04	1120.04	EBITDA 增长率	214.02%	48.53%	58.62%	10.75%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	302.29	257.57	212.86	168.15	毛利率	60.28%	69.13%	69.41%	69.58%
无形资产和开发支出	821.61	729.65	637.69	545.73	四费率	43.51%	47.00%	39.00%	38.50%
其他非流动资产	2118.65	2104.77	2095.80	2086.83	净利率	10.39%	15.76%	21.54%	21.98%
资产总计	10468.43	9916.13	11682.28	13479.43	ROE	9.97%	13.96%	18.64%	17.96%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.61%	11.49%	15.53%	15.19%
应付和预收款项	992.73	951.06	1100.55	1200.40	ROIC	98.03%	72.46%	65.72%	65.55%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.29%	22.29%	30.34%	30.39%
其他负债	2538.73	805.34	848.45	881.91	营运能力				
负债合计	3531.46	1756.40	1949.00	2082.31	总资产周转率	0.61	0.71	0.78	0.74
股本	2011.66	1939.97	1939.97	1939.97	固定资产周转率	22.93	25.83	35.82	48.91
资本公积	1459.04	1530.73	1530.73	1530.73	应收账款周转率	8.93	9.43	8.97	8.95
留存收益	4166.14	5223.22	6899.16	8678.56	存货周转率	1.28	1.39	1.63	1.60
归属母公司股东权益	7128.69	8415.73	10091.68	11871.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.50%	—	—	—
少数股东权益	-191.71	-256.00	-358.40	-473.95	资本结构				
股东权益合计	6936.97	8159.73	9733.28	11397.12	资产负债率	33.73%	17.71%	16.68%	15.45%
负债和股东权益合计	10468.43	9916.13	11682.28	13479.43	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.02	4.55	5.26	6.05
					速动比率	1.63	3.82	4.10	5.05
					股利支付率	87.59%	12.15%	12.56%	17.72%
					每股指标				
					每股收益	0.38	0.62	0.99	1.11
					每股净资产	3.67	4.34	5.20	6.12
					每股经营现金	0.56	-0.28	0.51	1.06
					每股股利	0.33	0.08	0.12	0.20
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	1084.62	1610.98	2555.27	2830.00					
PE	28.72	17.44	10.95	9.71					
PB	2.94	2.49	2.08	1.77					
PS	3.15	2.90	2.49	2.25					
EV/EBITDA	14.94	9.62	5.70	4.47					
股息率	3.05%	0.70%	1.15%	1.83%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn