

2026 年 1 月 6 日

何利超

H70529@capital.com.tw

目标价(元)

20

公司基本资讯

产业别	传媒
A 股价(2026/1/5)	16.91
深证成指(2026/1/5)	13828.63
股价 12 个月高/低	20.35/9.04
总发行股数(百万)	1939.97
A 股数(百万)	1827.73
A 市值(亿元)	309.07
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(%)	20.1 -1.4 72.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-07-15	14.38	买进

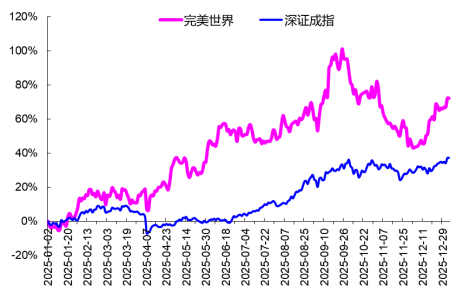
产品组合

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

上半年关注《异环》上线情况，下半年关注电竞赛事运营

事件：

《异环》三测正式开启，玩家群体关注度高、反馈良好，市场预测游戏或将在2026年上半年正式上线，有望成为新的二次元游戏爆款。此外下半年全球知名电竞赛事“DOTA2国际邀请赛（TI）”将重返上海，公司作为独家运营商有望从赛事运营、游戏流水、周边消费等多维度收益。考虑到《异环》可能为2026年业绩带来巨大增量，我们维持“买进”评级。

■ **《异环》三测关注度极高，未来或将成为公司王牌IP：**《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。2025年12月23日推出三测PV，仅B站单平台两周的播放量已经高达650万，热度进一步提升；此外从之前的测试玩家反馈看，目前《异环》的游戏论画质已达到国内二游第一档次水平，都市+科幻+二次元画风具备独特吸引力，并且玩法角度与近两年业内同类型游戏相比有望带来差异化优势。目前《异环》共存测试（三测）已于12月23日正式开启，此前出版署版号审批结果中也已获得了多端版号，游戏上线节奏稳步推进，我们预计《异环》大概率将在2026年上半年正式上线，考虑到游戏画质极佳、赛道火爆、制作工作室过往履历优异，《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。

■ **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。

■ **三季度业绩持续回暖，新游表现良好：**25Q3公司实现营收17.26亿元（YoY +31.45%），实现归母净利润1.62 亿元（YoY 扭亏）。三季度业绩增长主要来自游戏台块收入提升，端游《诛仙2》《诛仙世界》上线后的增量显著，《女神异闻录：夜幕魅影》在日本、欧美等海外地区上线后表现良好。此外游戏业务毛利率同比上升3.5pct至69.29%，同样带动了公司盈利业绩表现。后续产品方面，公司研发的超自然都市开放世界RPG游戏《异环》在国内开启三测，备受市场关注；电竞业务内部资源持续整合，将在2026年协助筹备相关国际邀请赛；影视业务则在保持长剧产出的同时，增加相关短剧储备项目，持续开拓内容矩阵。预计各项业务齐发力的情况下，未来两年公司业绩有望持续回暖增长。

■ **降本增效持续见效：**2024年公司对研发团队进行了全面梳理，研发人员从23年末的3993人缩减至24年末的2575人，虽然在Q4形成了较高减值，但精简了研发力量，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，也帮助公司实现扭亏为盈。未来伴随公司聚焦重点游戏单品的运营思路，基本面触底反弹改善趋势明显，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 8.76/14.15/16.68 亿元，YOY 分别为扭亏/+61.5%/+17.9%；EPS 分别为 0.45/0.73/0.86 元，当前股价对应 A 股 2025-2027 年 P/E 为 37/23/20 倍，维持“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	876	1415	1668
同比增减	%	-64.31%	-361.98%	/	61.48%	17.85%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.26	-0.68	0.45	0.73	0.86
同比增减	%	-63.89%	-361.54%	/%	61.48%	17.85%
A 股市盈率(P/E)	X	57.42	/	37.43	23.18	19.67
股利(DPS)	RMB 元	0.46	0.23	0.50	0.80	1.00
股息率(Yield)	%	3.08%	1.54%	2.95%	4.72%	5.90%

【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)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
	无法由基本面给予投资评等
中立 (Neutral)	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	7306	10219	11194
经营成本	3139	2347	2905	3894	4281
营业税金及附加	24	21	20	25	30
销售费用	1195	870	767	1053	1119
管理费用	705	837	694	950	1007
研发费用	2195	1927	1827	2453	2575
利润总额	905	-1125	1270	2051	2417
所得税	322	275	318	513	604
净利润	583	-1400	953	1538	1813
少数股东权益	91	-113	76	123	145
归属于母公司所有者的净利润	491	-1288	876	1415	1668

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	5881	7104	8798
资产总计	14489	11366	12969	14901	17375
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	7834	9390	11225
负债及股东权益合计	14489	11366	12969	14901	17375

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j @持意见或立场，或会买入，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j @。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。