



2025 年 04 月 27 日

公司点评

买入/维持

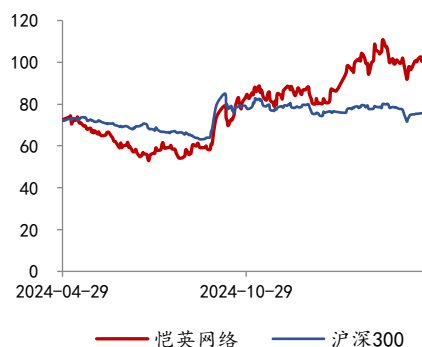
恺英网络 (002517)

昨收盘: 16.19

传媒互联网

25Q1 业绩高增，关注后续新游及 AI 应用上线表现

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股) 21.36/18.91
 总市值/流通(亿元) 345.89/306.13
 12 个月内最高/最低价 18.61/8.33 (元)

相关研究报告

《回购注销增强股东回报，长期投资价值进一步凸显》--2025-01-11

《24Q3 业绩增长强劲，关注储备新游上线表现》--2024-10-29

《24H1 业绩平稳增长，关注下半年多款新游上线表现》--2024-08-22

《业绩高增，丰富游戏储备驱动未来增长》--2024-04-30

《分红节奏逐渐稳定，长期投资价值突显》--2024-03-29

证券分析师：郑磊

E-MAIL: zhenglei@tpyzq.com

分析师登记编码: S1190523060001

联系人：李林卉

E-MAIL: lilh@tpyzq.com

一般证券业务登记编码: S1190123120023

事件：

公司 2024 年实现营收 51.18 亿元，同比增长 19.16%；归母净利润 16.28 亿元，同比增长 11.41%；归母扣非净利润 15.99 亿元，同比增长 18.43%。2025Q1 实现营收 13.53 亿元，同比增长 3.46%；归母净利润 5.18 亿元，同比增长 21.57%；归母扣非净利润 5.16 亿元，同比增长 21.66%。

2024 年业绩高增，2025Q1 延续增长态势

2024 年公司营收同比高增，主要系：1) 复古情怀老游戏长线运营：《原始传奇》、《热血合击》等运营稳健，持续贡献稳定流水。2) 海外游戏持续发力：境外收入 3.75 亿元，同比增长 221%，得益于多款游戏海外成绩出色，如《OVERLORD》在韩国 Google Play 畅销榜最高排名第 32 位，《天使之战》海外版位列东南亚多地区畅销榜前十，以及《新倚天屠龙记》（中国港澳台地区）和《KR 灵蛇》（韩国）持续贡献营收。2025Q1 营收同比增长 3.46%，主要得益于老游戏持续稳健运营，以及新游戏《龙之谷世界》贡献增量；同时，得益于销售、管理和研发费用同比均实现优化，使得 Q1 归母净利润增长长达 21.6%，超营收增长。

游戏储备丰富，3D AI 陪伴应用《EVE》开启内测

游戏研发和发行方面，1 月 31 日公司召开 2025 年产品发布会，集中发布 22 款游戏产品，覆盖 MMORPG、SLG、策略卡牌等品类。其中，《龙之谷世界》和《数码宝贝：源码》已上线；《盗墓笔记：启程》于 4 月 10 日开启破雾测试；《古龙群侠传》、《三国特攻队》等游戏陆续取得版号。此外，重点新游《斗罗大陆：诛邪传说》已完成首测和扬帆测试。投资方面，公司通过布局拥有差异化特色及创意玩法的研发工作室，进一步补充产品线。3 月 31 日，公司完成对自然选择的投资，投后累计持有自然选择海外控制主体超 16%的股权。4 月 25 日，自然选择开发的 3D AI 陪伴应用《EVE》发布首个宣传视频，并宣布开启内测，首测亦将于近期开启。

稳定分红及回购注销提升投资价值，持续增持彰显信心

1) 稳定分红：2024 年度公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元，合计拟派发现金红利约 2.14 亿元。包括此前 2024 半年度现金分红，公司 2024 年现金分红合计预计为 4.26 亿元，现金分红比例为 26.18%。2) 回购注销：2 月 19 日公司完成约 1607 万股回购股份的注销，占公司总股本的 0.75%。3) 管理层持续增持：公司实控人金锋及全体高管承诺 2024-2028 年不减持及将公司税后分红所得用于持续每年增持公司股份。目前已完成两次现金分红增持，共计增持股份约 980 万股，增持金额约 8977 万元。此外，公司制定未来三年（2025-2027 年）股东回报规划：未来公司可采取现金、股票、现金和股票相结合的方式分配股利，具备现金分红条件时优先采用现金分红；公司可进行中期现金分红。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司老游戏运营稳健，贡献稳定流水；新游戏及海外游戏流水陆续释放，贡献业绩增量。未来，丰富游戏储备及 AI 应用布局有望持续驱动业绩增长。因此，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 59.9/65.6/71.8 亿元，对应增速 16.9%/9.66%/9.43%，归母净利润分别为 21.3/23.8/26.4 亿元，对应增速 31.0%/11.3%/11.2%。维持公司“买入”评级。

➤ 风险提示

政策监管趋紧的风险，游戏行业增速放缓的风险，游戏流水、上线节奏不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5118	5985	6562	7181
营业收入增长率(%)	19.16%	16.93%	9.66%	9.43%
归母净利（百万元）	1628	2134	2376	2643
净利润增长率(%)	11.41%	31.04%	11.34%	11.24%
摊薄每股收益（元）	0.76	1.00	1.11	1.24
市盈率（PE）	21	16	15	13

资料来源：iFind，太平洋证券研究院，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2807	3269	5593	8075	10575
应收票据及账款	1314	1179	1632	1789	1958
预付账款	252	418	402	441	483
其他应收款	73	25	65	71	77
存货	20	25	27	29	30
其他流动资产	84	175	162	175	189
流动资产总计	4550	5091	7881	10580	13312
长期股权投资	518	506	497	488	480
固定资产	36	116	90	64	38
在建工程	0	2	2	1	1
无形资产	31	323	256	188	121
长期待摊费用	200	212	106	0	0
其他非流动资产	1275	1777	1777	1777	1777
非流动资产合计	2061	2936	2728	2519	2417
资产总计	6610	8026	10608	13100	15729
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及账款	442	450	588	645	655
其他流动负债	908	931	1304	1429	1474
流动负债合计	1350	1382	1892	2074	2129
长期借款	3	72	54	36	22
其他非流动负债	19	26	26	26	26
非流动负债合计	22	98	80	62	47
负债合计	1372	1480	1971	2136	2177
股本	1515	1515	1515	1515	1515
资本公积	509	532	532	532	532
留存收益	3220	4501	6335	8377	10648
归属母公司权益	5244	6548	8382	10424	12695
少数股东权益	-6	-1	255	540	858
股东权益合计	5238	6547	8637	10964	13553
负债和股东权益合计	6610	8026	10608	13100	15729
现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1581	1628	2314	2585	2886
折旧与摊销	116	129	200	200	94
财务费用	-58	-55	-12	-22	-31
投资损失	-79	-3	-23	-23	-23
营运资金变动	29	-27	44	-36	-176
其他经营现金流	118	83	78	78	78
经营性现金净流量	1706	1754	2600	2782	2827
资本支出	188	257	0	0	0
长期投资	-187	-668	0	0	0
其他投资现金流	-2	14	30	30	29
投资性现金净流量	-378	-910	30	30	29
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-14	69	-18	-18	-15
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-237	22	0	0	0
其他筹资现金流	-813	-491	-288	-312	-340
筹资性现金净流量	-1064	-400	-306	-330	-355
现金流量净额	269	447	2324	2482	2501

资料来源: iFinD, 太平洋证券研究院

利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4295	5118	5985	6562	7181
营业成本	710	958	1236	1355	1377
税金及附加	19	18	24	25	30
销售费用	1177	1735	1736	1870	2047
管理费用	286	202	180	197	215
研发费用	527	598	389	427	467
财务费用	-58	-55	-12	-22	-31
资产减值损失	-30	-3	-34	-38	-41
信用减值损失	-36	-8	-7	-8	-9
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	79	3	23	23	23
公允价值变动损益	9	-26	0	0	0
资产处置收益	1	1	0	0	0
其他收益	41	47	41	41	41
营业利润	1698	1675	2456	2730	3091
营业外收入	3	2	179	179	179
营业外支出	3	4	165	165	165
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	1697	1673	2470	2744	3105
所得税	117	46	80	82	145
净利润	1581	1628	2390	2661	2960
少数股东损益	119	-1	256	285	317
归属母公司股东净利润	1462	1628	2134	2376	2643
EBITDA	1755	1747	2657	2921	3168
NOPLAT	1423	1546	2364	2626	2917
EPS(元)	0.68	0.76	1.00	1.11	1.24
预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营收增长率	15.3%	19.2%	16.9%	9.7%	9.4%
营业利润增长率	26.6%	-1.3%	46.7%	11.1%	13.3%
EBIT 增长率	21.4%	-1.3%	51.9%	10.8%	12.9%
EBITDA 增长率	23.1%	-0.5%	52.1%	10.0%	8.4%
归母净利润增长率	42.6%	11.4%	31.0%	11.3%	11.2%
经营现金流增长率	15.1%	2.8%	48.2%	7.0%	1.6%
盈利能力					
毛利率	83.5%	81.3%	79.4%	79.4%	80.8%
净利率	36.8%	31.8%	39.9%	40.6%	41.2%
营业利润率	39.5%	32.7%	41.0%	41.6%	43.0%
ROE	27.9%	24.9%	25.5%	22.8%	20.8%
ROA	22.1%	20.3%	20.1%	18.1%	16.8%
ROIC	65.1%	58.7%	75.4%	88.4%	102.1%
估值倍数					
P/E	24	21	16	15	13
P/S	8	7	6	5	5
P/B	7	5	4	3	3
股息率	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
EV/EBIT	13.1	16.0	11.9	9.9	8.1
EV/EBITDA	12.2	14.8	11.0	9.2	7.9
EV/NOPLAT	15.1	16.7	12.3	10.3	8.5

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。