

# 恺英网络 (002517.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q1 利润率提升，关注新品及 AI 进展

### 业绩简评

4月25日，公司发布24年报及25年一季报，24年收入51.2亿元，同比+19.2%，归母净利润16.3亿元，同比+11.4%，1Q25收入13.5亿元，同比+3.5%，归母净利润5.2亿元，同比+21.6%。公司拟24年度现金分红0.1元/股，全年现金分红0.2元/股。

### 经营分析

**收入：4Q24 及 1Q25 均表现稳健；24 年信息服务及页游业务快速增长。** 1) 4Q24 收入 11.9 亿，同、环比-5.95%、-13.25%，1Q25 同、环比+3.46%、+13.62%，近 2 个季度同比均变动不大，4Q24 环比下降预计系老产品自然下滑，当季度上线的新游未能补足该缺口；1Q25 环比提升预计主要系《龙之谷世界》等新游贡献增量，传奇游戏等老产品有所增长，据七麦，《龙之谷世界》2月20日公测首日为 iOS 游戏畅销榜第 8，近一个月中位值约 30 名。2) 分业务：24 年手游收入 40.6 亿/同比+13.4%，信息服务 9.4 亿/同比+41.6%，页游 1.2 亿/同比+123.9%。

**盈利：毛利率提升、管理和研发费率降低推动 1Q25 净利率提升。**

1) 4Q24 净利率同、环比-8.2%、-26.0%，净利率 29.3%，同比-0.7pcts，环比-5.1pcts，同比基本持平，环比下降主要系毛利率-4.4pcts，研发费率+4.3pcts，销售、管理费率变化不大。2) 1Q25 净利率同、环比+5.7、+9.0pcts，环比提升主要系毛利率+5.4pcts（预计主要系收入结构变化），管理、研发费率-2.3、-9.3pcts，而销售费率环比+4.0pcts，预计系新游营销推广支出增加。

**产品储备丰富；AI 进一步赋能。** 1) 冒险手游《数码宝贝：源码》4月25日公测，将贡献增量，储备游戏《斗罗大陆：诛邪传说》1月15日扬帆测试，《盗墓笔记：启程》4月10日破雾测试；《王者传奇 2》《三国：天下归心》等储备中。2) AI：公司开发的形意大模型是国内首个 AI 工业化管线模型应用，涵盖游戏动画、地图设计等多个环节；织梦大模型能处理复杂文本、生成故事脚本，应用于多场景并完成备案；投资公司自然选择研发的 AI 陪伴应用《EVE》4月25日发布 PV，并开启内测预约，关注进展。

### 盈利预测

公司 4 月 8 日公告一起仲裁案终局判决，被申请人应向公司支付 2.245 亿元的赔偿金，预计为 25 年带来非经收益，预计公司 25-27 年净利 21.8/23.6/26.3 亿，PE 16/15/13X，维持“买入”评级。

### 风险提示

游戏上线或表现不及预期；版号发放不及预期；游戏监管。

### 海外和传媒互联网组

分析师：易永坚 (执业 S1130525020001)

yiyongjian@gjzq.com.cn

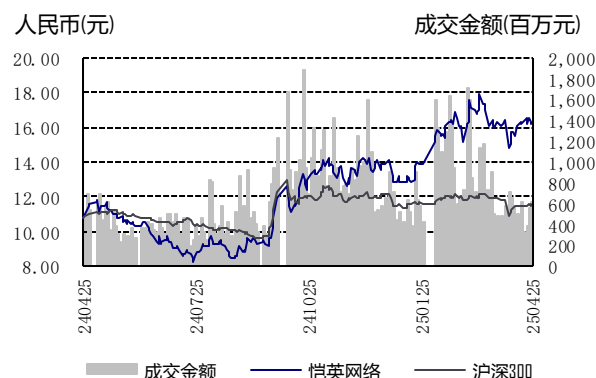
分析师：马晓婷 (执业 S1130524070006)

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.19 元

### 相关报告：

- 《恺英网络公司点评：业绩超预期，关注新一轮产品线》，2024.10.29
- 《恺英网络公司点评：Q2 环比表现稳健，产品周期启动可期》，2024.8.23
- 《恺英网络公司点评：Q1 延续高增态势，关注新品上线》，2024.5.1



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,295	5,118	5,851	6,574	7,128
营业收入增长率	15.30%	19.16%	14.32%	12.35%	8.44%
归母净利润(百万元)	1,462	1,628	2,179	2,356	2,626
归母净利润增长率	42.58%	11.41%	33.81%	8.14%	11.43%
摊薄每股收益(元)	0.679	0.757	1.020	1.103	1.229
每股经营性现金流净额	0.79	0.81	1.24	1.56	1.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.87%	24.87%	27.74%	25.42%	24.21%
P/E	16.45	17.99	15.87	14.68	13.17
P/B	4.58	4.47	4.40	3.73	3.19

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,726</b>	<b>4,295</b>	<b>5,118</b>	<b>5,851</b>	<b>6,574</b>	<b>7,128</b>
增长率	15.3%	19.2%	14.3%	12.3%	8.4%	
主营业务成本	-931	-710	-958	-1,040	-1,139	-1,230
%销售收入	25.0%	16.5%	18.7%	17.8%	17.3%	17.3%
<b>毛利</b>	<b>2,795</b>	<b>3,585</b>	<b>4,160</b>	<b>4,811</b>	<b>5,435</b>	<b>5,899</b>
%销售收入	75.0%	83.5%	81.3%	82.2%	82.7%	82.7%
营业税金及附加	-18	-19	-18	-20	-23	-25
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-803	-1,177	-1,735	-1,910	-2,055	-2,164
%销售收入	21.6%	27.4%	33.9%	32.6%	31.3%	30.4%
管理费用	-164	-286	-202	-236	-242	-262
%销售收入	4.4%	6.7%	4.0%	4.0%	3.7%	3.7%
研发费用	-511	-527	-598	-659	-725	-790
%销售收入	13.7%	12.3%	11.7%	11.3%	11.0%	11.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,299</b>	<b>1,577</b>	<b>1,606</b>	<b>1,986</b>	<b>2,390</b>	<b>2,658</b>
%销售收入	34.9%	36.7%	31.4%	33.9%	36.4%	37.3%
财务费用	34	58	55	66	68	88
%销售收入	-0.9%	-1.4%	-1.1%	-1.1%	-1.0%	-1.2%
资产减值损失	-12	-67	-11	5	5	5
公允价值变动收益	-2	9	-26	10	10	10
投资收益	-12	79	3	10	10	10
%税前利润	n.a	4.6%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>营业利润</b>	<b>1,341</b>	<b>1,698</b>	<b>1,675</b>	<b>2,311</b>	<b>2,492</b>	<b>2,779</b>
营业利润率	36.0%	39.5%	32.7%	39.5%	37.9%	39.0%
营业外收支	44	0	-2	-1	-1	-1
税前利润	1,384	1,697	1,673	2,310	2,492	2,779
利润率	37.2%	39.5%	32.7%	39.5%	37.9%	39.0%
所得税	-23	-117	-46	-129	-133	-150
所得税率	1.7%	6.9%	2.7%	5.6%	5.3%	5.4%
<b>净利润</b>	<b>1,361</b>	<b>1,581</b>	<b>1,628</b>	<b>2,181</b>	<b>2,359</b>	<b>2,628</b>
少数股东损益	336	119	-1	2	2	3
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,025</b>	<b>1,462</b>	<b>1,628</b>	<b>2,179</b>	<b>2,356</b>	<b>2,626</b>
净利率	27.5%	34.0%	31.8%	37.2%	35.8%	36.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,361	1,581	1,628	2,181	2,359	2,628
少数股东损益	336	119	-1	2	2	3
非现金支出	88	182	139	65	70	77
非经营收益	2	-85	14	-40	-15	-16
营运资金变动	32	29	-27	-324	-51	-76
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,483</b>	<b>1,706</b>	<b>1,754</b>	<b>1,882</b>	<b>2,363</b>	<b>2,613</b>
资本开支	-131	-190	-263	-31	-81	-88
投资	-56	-187	-668	-465	-15	-15
其他	635	0	20	10	10	10
<b>投资活动现金净流</b>	<b>447</b>	<b>-378</b>	<b>-910</b>	<b>-486</b>	<b>-86</b>	<b>-93</b>
股权募资	0	1	1	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-580	-1,065	-401	-876	-946	-1,053
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-580</b>	<b>-1,064</b>	<b>-400</b>	<b>-876</b>	<b>-946</b>	<b>-1,053</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,370</b>	<b>269</b>	<b>447</b>	<b>520</b>	<b>1,331</b>	<b>1,468</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,551	2,807	3,269	3,769	5,084	6,540
应收款项	1,088	1,387	1,204	1,713	1,888	2,051
存货	10	20	25	21	23	25
其他流动资产	298	336	593	532	500	539
<b>流动资产</b>	<b>3,948</b>	<b>4,550</b>	<b>5,091</b>	<b>6,036</b>	<b>7,495</b>	<b>9,155</b>
%总资产	68.3%	68.8%	63.4%	63.8%	68.5%	72.4%
长期投资	593	750	1,200	1,675	1,700	1,725
固定资产	21	17	20	22	24	28
%总资产	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
无形资产	1,121	1,083	1,387	1,394	1,401	1,407
非流动资产	1,829	2,061	2,936	3,418	3,451	3,483
%总资产	31.7%	31.2%	36.6%	36.2%	31.5%	27.6%
<b>资产总计</b>	<b>5,776</b>	<b>6,610</b>	<b>8,026</b>	<b>9,454</b>	<b>10,945</b>	<b>12,638</b>
短期借款	22	12	27	27	27	27
应付款项	840	984	1,012	1,138	1,196	1,284
其他流动负债	340	354	342	371	401	435
流动负债	1,201	1,350	1,382	1,536	1,624	1,747
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	33	22	98	61	49	41
负债	1,234	1,372	1,480	1,597	1,673	1,787
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,472</b>	<b>5,244</b>	<b>6,548</b>	<b>7,855</b>	<b>9,269</b>	<b>10,845</b>
其中：股本	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515
未分配利润	2,070	3,317	4,505	5,812	7,226	8,802
少数股东权益	70	-6	-1	1	3	6
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,776</b>	<b>6,610</b>	<b>8,026</b>	<b>9,454</b>	<b>10,945</b>	<b>12,638</b>

**比率分析**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.476	0.679	0.757	1.020	1.103	1.229
每股净资产	2.078	2.436	3.042	3.677	4.339	5.076
每股经营现金净流	0.689	0.793	0.815	1.242	1.559	1.725
每股股利	0.000	0.200	0.200	0.575	0.622	0.693
<b>回报率</b>						
净资产收益率	22.92%	27.87%	24.87%	27.74%	25.42%	24.21%
总资产收益率	17.75%	22.11%	20.29%	23.05%	21.53%	20.78%
投入资本收益率	27.91%	27.86%	23.67%	23.78%	24.33%	23.11%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	56.84%	15.30%	19.16%	14.32%	12.35%	8.44%
EBIT增长率	61.54%	21.40%	1.86%	23.64%	20.38%	11.19%
净利润增长率	77.76%	42.58%	11.41%	33.81%	8.14%	11.43%
总资产增长率	31.29%	14.44%	21.42%	17.78%	15.78%	15.46%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	79.3	81.0	69.5	81.0	81.0	81.0
存货周转天数	5.2	7.7	8.4	7.5	7.5	7.5
应付账款周转天数	113.5	193.9	169.9	170.0	170.0	170.0
固定资产周转天数	2.1	1.5	1.3	1.2	1.2	1.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-55.69%	-53.35%	-49.98%	-48.01%	-54.87%	-60.30%
EBIT利息保障倍数	-38.0	-27.1	-29.3	-29.9	-35.0	-30.3
资产负债率	21.37%	20.75%	18.43%	16.90%	15.28%	14.14%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	10	22	34	44	131
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.02	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-17	买入	14.70	22.10~22.10
2	2023-08-29	买入	14.23	N/A
3	2023-10-29	买入	10.32	N/A
4	2023-11-25	买入	12.15	N/A
5	2024-01-17	买入	10.29	N/A
6	2024-05-01	买入	11.79	N/A
7	2024-08-23	买入	8.74	N/A
8	2024-10-29	买入	13.29	N/A

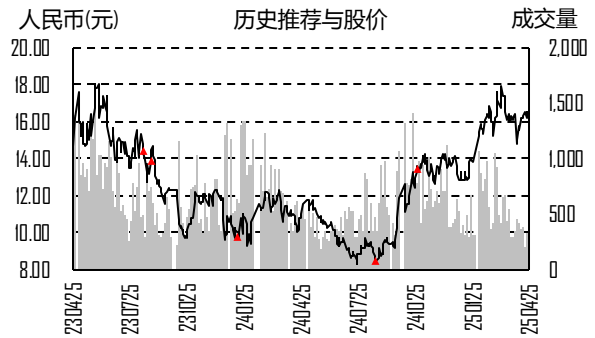
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806