

2025 年 04 月 28 日

恺英网络（002517.SZ）

公司快报

传媒 | 游戏III

买入(维持)

投资评级

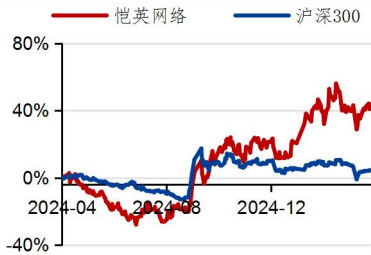
股价(2025-04-25)

16.19 元

交易数据

总市值（百万元）	34,589.02
流通市值（百万元）	30,612.60
总股本（百万股）	2,136.44
流通股本（百万股）	1,890.83
12 个月价格区间	17.34/8.63

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.13	17.51	41.52
绝对收益	0.43	16.73	47.17

分析师

倪爽

SAC 执业证书编号：S0910523020003
nishuang@huajinsc.cn

报告联系人

闫誉怀

yanyuhuai@huajinsc.cn

相关报告

恺英网络：AI 助力游戏全链生产，新游戏相继发布 - 华金证券 - 传媒 - 公司点评 2024.12.16

恺英网络：优质产品推动业绩增长，丰富储备持续助力 - 华金证券 - 传媒 - 恺英网络 - 公司点评 2024.10.30

恺英网络：情怀+创新筑 IP 护城河，重点游戏赋能稳健增长 - 华金证券 - 传媒 - 恺英网络 - 公司点评 2024.5.16

精品游戏储备丰富，AI+IP 矩阵助力业绩高增

投资要点

- ◆ **事件：**2024 年，公司实现营收 51.18 亿元（同比+19.16%）；实现归母净利润 16.28 亿元（同比+11.41%）。2025Q1，公司实现营收 13.53 亿元（同比+3.46%）；归母净利润 5.18 亿元（同比+21.57%）。拟每 10 股派现 1.00 元（含税），不转增。
- ◆ **24 年业绩亮眼，海外业务显著增长。**2024 年，公司以研发、发行、投资+IP 三大核心业务为支撑，致力精品游戏研发，业绩显著增长；海外业务营收 3.75 亿元（同比+221.48%），毛利率提升至 61.67%（同比+8.53 pct）。
- ◆ **产品兑现+费用优化，25Q1 业绩高增。**2025Q1，《原始传奇》《天使之战》《龙之谷世界》等 IP 矩阵持续发力。**费用优化：**销售/管理/财务/研发四项费用率总体下降（同比-3.09/-0.84/+0.29/-1.03 pct），毛利率提升至 83.57%（同比+1.52 pct）。
- ◆ **产品储备丰富，AI+IP 探索价值提升。新游：**《数码宝贝：源码》已于 4 月 25 日正式公测，《大富翁：头号赢家》《烟雨龙城》等已获版号。**IP 合作：**深化与世纪华通的合作；与上海电影合作探索 IP+游戏。**AI 赋能：**开发国内首个 AI 工业化管线模型“形意”；六大体系协同游戏开发；孵化全球首款 3D AI 智能陪伴应用“EVE”。
- ◆ **IP 仲裁胜诉或带来增量利润。**据 4 月 8 日公司公告，控股子公司上海恺英在与株式会社传奇 IP 的仲裁案中全面胜诉，获赔 2.25 亿元及超 200 万美元额外费用。若顺利执行，或将增厚公司业绩，有效改善现金流。
- ◆ **投资建议：精品游戏储备丰富，IP 矩阵+AI 助力业绩高增，仲裁胜诉带来增量预期。**我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 61.64/71.82/83.50 亿元；归母净利润分别为 21.59/25.71/31.09 亿元；对应 PE 为 16.0/13.5/11.1 倍；维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**宏观环境波动风险、新游流水不及预期、AI 落地不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,295	5,118	6,164	7,182	8,350
YoY(%)	15.3	19.2	20.4	16.5	16.3
归母净利润(百万元)	1,462	1,628	2,159	2,571	3,109
YoY(%)	42.6	11.4	32.6	19.1	21.0
毛利率(%)	83.5	81.3	81.6	81.6	81.7
EPS(摊薄/元)	0.68	0.76	1.01	1.20	1.46
ROE(%)	30.2	24.9	24.8	22.9	21.8
P/E(倍)	23.7	21.2	16.0	13.5	11.1
P/B(倍)	6.6	5.3	4.0	3.1	2.4
净利率(%)	34.0	31.8	35.0	35.8	37.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4550	5091	8156	10682	14124
现金	2807	3269	5759	8310	11094
应收票据及应收账款	1048	915	1448	1305	1896
预付账款	252	418	389	551	542
存货	20	25	28	33	37
其他流动资产	424	464	532	484	555
非流动资产	2061	2936	3001	3041	3079
长期投资	518	506	575	618	671
固定资产	17	18	13	9	4
无形资产	31	323	353	391	435
其他非流动资产	1494	2090	2060	2024	1969
资产总计	6610	8026	11158	13723	17203
流动负债	1350	1382	1734	1783	2222
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	442	450	607	621	802
其他流动负债	908	931	1126	1163	1420
非流动负债	22	98	98	98	98
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	98	98	98	98
负债合计	1372	1480	1832	1881	2320
少数股东权益	-6	-1	-2	-4	-6
股本	1515	1515	2136	2136	2136
资本公积	509	532	532	532	532
留存收益	3634	4831	6933	9419	12401
归属母公司股东权益	5244	6548	9328	11846	14888
负债和股东权益	6610	8026	11158	13723	17203

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1706	1754	2020	2728	2993
净利润	1581	1628	2158	2569	3108
折旧摊销	95	103	115	135	155
财务费用	-58	-55	-55	-51	-51
投资损失	-79	-3	0	0	0
营运资金变动	29	-27	-197	74	-219
其他经营现金流	139	109	0	0	0
投资活动现金流	-378	-910	-180	-175	-193
筹资活动现金流	-1064	-400	650	-2	-16
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.76	1.01	1.20	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.82	0.95	1.28	1.40
每股净资产(最新摊薄)	2.45	3.06	4.08	5.25	6.68

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4295	5118	6164	7182	8350
营业成本	710	958	1136	1319	1528
营业税金及附加	19	18	21	25	29
营业费用	1177	1735	1911	2155	2421
管理费用	286	202	228	244	259
研发费用	527	598	721	840	976
财务费用	-58	-55	-55	-51	-51
资产减值损失	-67	-11	-6	-7	-8
公允价值变动收益	9	-26	0	0	0
投资净收益	79	3	0	0	0
营业利润	1698	1675	2243	2690	3226
营业外收入	3	2	3	2	3
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	1697	1673	2242	2689	3225
所得税	117	46	84	120	118
税后利润	1581	1628	2158	2569	3108
少数股东损益	119	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	1462	1628	2159	2571	3109
EBITDA	1708	1678	2221	2613	3089

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	15.3	19.2	20.4	16.5	16.3
营业利润(%)	26.6	-1.3	33.9	19.9	19.9
归属于母公司净利润(%)	42.6	11.4	32.6	19.1	21.0
获利能力					
毛利率(%)	83.5	81.3	81.6	81.6	81.7
净利率(%)	34.0	31.8	35.0	35.8	37.2
ROE(%)	30.2	24.9	24.8	22.9	21.8
ROIC(%)	28.6	23.0	23.1	21.0	19.7
偿债能力					
资产负债率(%)	20.8	18.4	16.4	13.7	13.5
流动比率	3.4	3.7	4.7	6.0	6.4
速动比率	2.9	3.1	4.2	5.4	5.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	4.5	5.2	5.2	5.2	5.2
应付账款周转率	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1
估值比率					
P/E	23.7	21.2	16.0	13.5	11.1
P/B	6.6	5.3	4.0	3.1	2.4
EV/EBITDA	18.6	18.7	13.0	10.1	7.6

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；
- 增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；
- 中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；
- 减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；
- 卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

- 领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；
- 同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；
- 落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

倪爽声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn