

恺英网络（002517.SZ）

年报及一季报点评：新品储备丰富，AI 应用值得期待

优于大市

核心观点

业绩稳步增长。1) 公司 24 实现营业收入 51.18 亿元，同比增长 19.16%；实现归母净利润 16.28 亿元，同比增长 11.41%，对应全面摊薄 EPS 0.77 元；实现扣非归母净利润 15.99 亿元，同比增长 18.43%；2) 25 年 Q1 单季度营业收入 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%，对应摊薄 EPS 0.24 元；扣非归母净利润 5.16 亿元，同比增长 21.66%，3) 公司 24 年利润分配预案拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税）。

产品组合良好，出海增速显著。1) 公司产品现主要由复古情怀品类和创新精品构成。复古情怀品类方面，《原始传奇》《天使之战》《梁山传奇》等经典产品持续焕发活力、保持稳定；创新品类方面，《仙剑奇侠传：新的开始》等开启全平台公测，《龙之谷世界》、《诸神劫：影姬》上线表现良好。2) 海外业务方面，《仙剑奇侠传》在港澳台地区上线，《天使之战》成功进入东南亚市场；《诸神劫影姬》和《怪物联萌》也在港澳台市场取得了优异成绩；通过深挖核心用户，精准引流，口碑拓圈等组合推广方式，在亚太地区实现了流水翻倍的突破；同时，积极布局欧美市场；24 年公司海外营业收入 3.75 亿元，同比增长 221.48%；此外《数码宝贝：源码》于 4 月 25 日公测，25 年出海业务营收有望继续保持较好增速。

AI 应用持续落地，产品储备丰富。1) AI 方面，公司自研“形意”大模型，形成了爱动（动画师）、树懒（策划师）、仙术（场景师）、羽扇（架构师）、绘界（设计师）与跃迁（自动化）的恺英 AI-电子智能体系，从而将大模型深度融入游戏研发全流程，“AI 工业化管线”已初见成效；同时一季度完成对 AI 公司自然选择海外控制主体投资，持股比例超 16%。自然选择旗下《EVE》是全球首款 3D AI 智能陪伴应用，为用户提供高度拟真的情感陪伴体验；2) 新品方面，《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记：启程》《热血江湖：归来》《王者传奇 2》《三国：天下归心》等涵盖 MMO、ARPG、卡牌、开放世界冒险 RPG、SLG 等多元赛道，传奇 IP 之外，公司新品周期正在持续展现。

风险提示：新游戏不及预期；政策监管风险等。

投资建议：我们维持 2025/26 年盈利预测为 22.68/24.32 亿元、新增 27 年盈利预测 26.61 亿元，对应摊薄 EPS=1.05/1.13/1.24 元，当前股价对应 PE=15/14/13x。我们持续看好公司游戏新品拓展所带来的第二成长曲线潜力以及 AIGC 前瞻布局潜力，继续维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,295	5,118	5,835	6,535	7,188
(+/-%)	15.3%	19.2%	14.0%	12.0%	10.0%
净利润(百万元)	1462	1628	2268	2432	2661
(+/-%)	42.6%	11.4%	39.3%	7.2%	9.4%
每股收益(元)	0.68	0.76	1.05	1.13	1.24
EBIT Margin	36.7%	31.4%	34.3%	36.5%	36.0%
净资产收益率 (ROE)	27.9%	24.9%	27.8%	24.6%	22.6%
市盈率 (PE)	23.8	21.4	15.4	14.3	13.1
EV/EBITDA	22.7	22.3	18.1	15.3	14.1
市净率 (PB)	6.65	5.32	4.27	3.52	2.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·游戏 II

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenyaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	16.86 元
总市值/流通市值	36020/31879 百万元
52 周最高价/最低价	18.61/8.33 元
近 3 个月日均成交额	747.72 百万元

市场走势



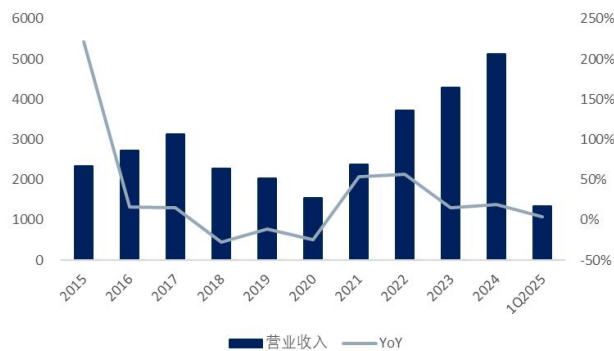
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《恺英网络（002517.SZ）-24 年 3 季报点评：业绩增长稳健，产品储备丰富》——2024-11-04
- 《恺英网络（002517.SZ）-创新品类拓展顺利，新一轮产品周期启航》——2024-10-21
- 《恺英网络（002517.SZ）-24 年中报点评：出海表现良好，产品储备丰富》——2024-08-26
- 《恺英网络（002517.SZ）-23 年及 24 年 Q1 业绩点评：业绩表现亮眼，产品储备丰富》——2024-05-06
- 《恺英网络（002517.SZ）-业绩稳步增长，关注跨品类扩张及新品表现》——2023-10-29

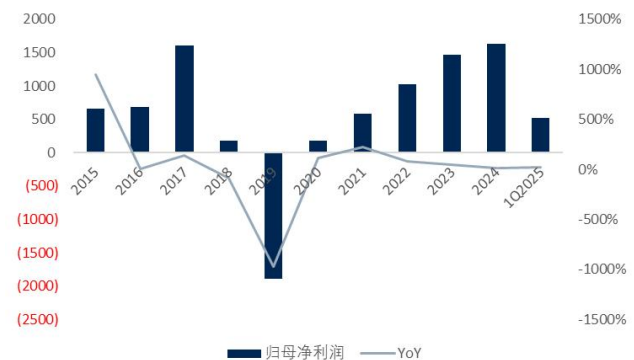
业绩稳步增长。1) 公司 24 实现营业收入 51.18 亿元，同比增长 19.16%；实现归母净利润 16.28 亿元，同比增长 11.41%，对应全面摊薄 EPS 0.77 元；实现扣非归母净利润 15.99 亿元，同比增长 18.43%；2) 25 年 Q1 单季度营业收入 13.53 亿元，同比增长 3.46%；归母净利润 5.18 亿元，同比增长 21.57%，对应摊薄 EPS 0.24 元；扣非归母净利润 5.16 亿元，同比增长 21.66%，3) 公司 24 年利润分配预案拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税）。

图1：恺英网络营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：恺英网络归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：恺英网络单季度营收及增速（单位：百万元、%）



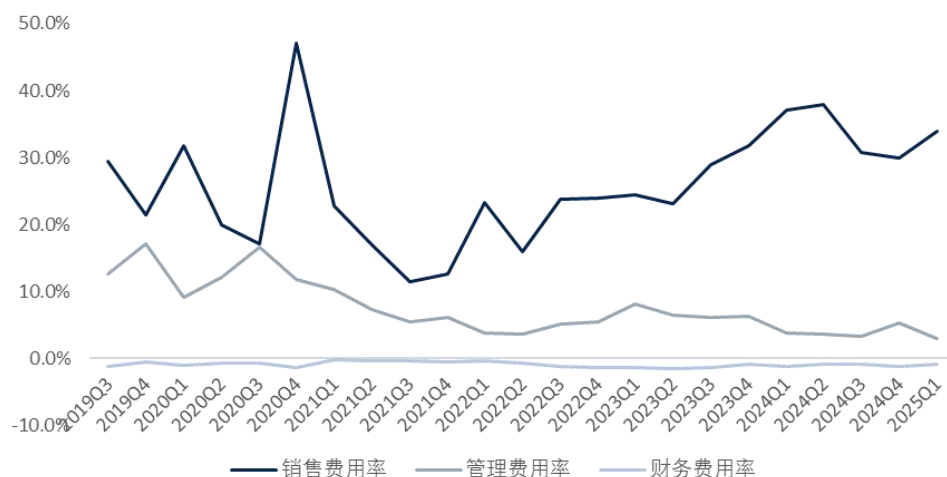
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：恺英网络单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产品组合良好，出海增速显著。1) 公司产品现主要由复古情怀品类和创新精品构成。复古情怀品类方面，《原始传奇》《天使之战》《梁山传奇》等经典产品持续焕发活力、保持稳定；创新品类方面，《仙剑奇侠传：新的开始》等开启全平台公测，《龙之谷世界》、《诸神劫：影姬》上线表现良好。2) 海外业务方面，《仙剑奇侠传》在港澳台地区上线，《天使之战》成功进入东南亚市场；《诸神劫影姬》和《怪物联萌》也在港澳台市场取得了优异成绩；通过深挖核心用户，精准引流，口碑拓圈等组合推广方式，在亚太地区实现了流水翻倍的突破；同时，积极布局欧美市场；24 年公司海外营业收入 3.75 亿元，同比增长 221.48%；此外《数码宝贝：源码》于 4 月 25 日公测，25 年出海业务营收有望继续保持高增长。

AI 方面，公司自研“形意”大模型，形成了爱动（动画师）、树懒（策划师）、仙术（场景师）、羽扇（架构师）、绘界（设计师）与跃迁（自动化）的恺英 AI-电子智能体系，从而将大模型深度融入游戏研发全流程，“AI 工业化管线”已初见成效；同时一季度完成对 AI 公司自然选择海外控制主体投资，持股比例超 16%。自然选择旗下《EVE》是全球首款 3D AI 智能陪伴应用，为用户提供高度拟真的情感陪伴体验；2) 新品方面，《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记：启程》《热血江湖：归来》《王者传奇 2》《三国：天下归心》等涵盖 MMO、ARPG、卡牌、开放世界冒险 RPG、SLG 等多元赛道，传奇 IP 之外，公司新品周期正在持续展现。

图6: eve



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：我们维持 2025/26 年盈利预测为 22.68/24.32 亿元、新增 27 年盈利预测 26.61 亿元，对应摊薄 EPS=1.05/1.13/1.24 元，当前股价对应 PE=15/14/13x。我们持续看好公司游戏新品拓展所带来的第二成长曲线潜力以及 AIGC 前瞻布局潜力，继续维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司	公司	投资	昨收盘	总市值	EPS				PE			
代码	名称	评级	(元)	(亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002605.SZ	姚记科技	优于大市	25.95	108	1.35	1.27	1.67	1.89	19	21	15	14
603444.SH	吉比特	优于大市	233.21	168	15.62	13.12	14.66	16.42	15	18	16	14
002517.SZ	恺英网络	优于大市	16.86	209	0.68	0.76	1.05	1.13	25	22	15	14

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2807	3269	4812	6449	8302	营业收入	4295	5118	5835	6535	7188
应收款项	1121	940	1071	1200	1320	营业成本	710	958	1225	1405	1581
存货净额	20	25	32	36	41	营业税金及附加	19	18	20	22	25
其他流动资产	603	783	892	999	1099	销售费用	1177	1735	1721	1830	2013
流动资产合计	4550	5091	6882	8759	10836	管理费用	286	202	223	242	265
固定资产	17	20	66	113	145	研发费用	527	598	642	653	719
无形资产及其他	31	323	311	299	287	财务费用	(58)	(55)	(100)	(140)	(183)
投资性房地产	1494	2088	2088	2088	2088	投资收益	79	3	41	22	32
长期股权投资	518	506	506	506	506	资产减值及公允价值变动	40	(23)	15	15	0
资产总计	6610	8026	9852	11764	13861	其他收入	(582)	(565)	(642)	(653)	(719)
短期借款及交易性金融负债	12	27	20	20	20	营业利润	1698	1675	2159	2560	2801
应付款项	442	450	577	660	742	营业外净收支	(0)	(2)	228	0	0
其他流动负债	895	904	993	1089	1209	利润总额	1697	1673	2387	2560	2801
流动负债合计	1350	1382	1591	1770	1970	所得税费用	117	46	119	128	140
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	119	(1)	0	0	0
其他长期负债	22	98	98	98	98	归属于母公司净利润	1462	1628	2268	2432	2661
长期负债合计	22	98	98	98	98	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1372	1480	1689	1867	2068	净利润	1462	1628	2268	2432	2661
少数股东权益	(6)	(1)	(1)	(1)	(1)	资产减值准备	55	(56)	24	22	18
股东权益	5244	6548	8164	9897	11794	折旧摊销	21	26	18	21	25
负债和股东权益总计	6610	8026	9852	11764	13861	公允价值变动损失	(40)	23	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	(58)	(55)	(100)	(140)	(183)
每股收益	0.68	0.76	1.05	1.13	1.24	营运资本变动	(256)	(561)	(8)	(39)	(6)
每股红利	0.13	0.20	0.30	0.32	0.36	其它	42	55	(24)	(22)	(18)
每股净资产	2.44	3.04	3.79	4.60	5.48	经营活动现金流	1283	1116	2263	2398	2680
ROIC	34.49%	30.45%	33%	34%	33%	资本开支	0	69	(61)	(63)	(63)
ROE	27.87%	24.87%	28%	25%	23%	其它投资现金流	0	(74)	0	0	0
毛利率	83%	81%	79%	78%	78%	投资活动现金流	(121)	7	(61)	(63)	(63)
EBIT Margin	37%	31%	34%	36%	36%	权益性融资	4	1	0	0	0
EBITDA Margin	37%	32%	35%	37%	36%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	15%	19%	14%	12%	10%	支付股利、利息	(275)	(425)	(652)	(699)	(765)
净利润增长率	43%	11%	39%	7%	9%	其它融资现金流	(360)	188	(7)	0	0
资产负债率	21%	18%	17%	16%	15%	融资活动现金流	(906)	(661)	(659)	(699)	(765)
股息率	0.8%	1.2%	1.9%	2.0%	2.2%	现金净变动	256	462	1543	1637	1853
P/E	23.8	21.4	15.4	14.3	13.1	货币资金的期初余额	2551	2807	3269	4812	6449
P/B	6.6	5.3	4.3	3.5	3.0	货币资金的期末余额	2807	3269	4812	6449	8302
EV/EBITDA	22.7	22.3	18.1	15.3	14.1	企业自由现金流	0	1096	1501	1765	1960
						权益自由现金流	0	1285	1572	1874	2103

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032