



买入(维持)

行业： 传媒
日期： 2025年04月30日
分析师： 应豪
E-mail: yinghao@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760524050002

基本数据

04月25日收盘价(元)	16.19
12mthA 股价格区间(元)	8.33-18.61
总股本(百万股)	2,136.44
无限售 A 股/总股本	88.50%
流通市值(亿元)	306.13

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《游戏行业领先企业，精品化策略推动稳健增长》

——2025 年 02 月 20 日

聚焦游戏主业，三大业务板块并进

——恺英网络（002517）2024 年及 2025 年第一季度业绩点评

■ 事件描述

根据每经网，4 月 25 日晚，公司披露 2024 年年报及 2025 年一季报。

■ 核心观点

坚持“研发、发行、投资+IP”三大板块驱动，推动业绩稳健增长。2024 年，公司实现营业收入 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%。2025 年一季度，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%。

海外市场持续发展，多款游戏位榜单前列。2024 年，公司海外营收 3.75 亿元，同比增长 221.48%。根据公司公众号，《OVERLORD》上线首日跻身韩国 Google Play 游戏免费榜前三，游戏畅销榜第 32 位。《天使之战》在新加坡 Google Play 游戏畅销总榜第 10 名，iOS 游戏畅销总榜第 9 名。

AI 搜索实现创新发展。公司自研深耕 AI 大模型，开发国内首个 AI 工业化管线模型应用“形意”。携手比高集团设立“极逸公司”，分拆“形意”大模型及 AI 游戏引擎独立运营，落地杭州算力小镇六大体系并进，全方位协同游戏开发。公司重视 AI 智能陪伴孵化，领投自然选择，孵化全球首款 3DAI 智能陪伴应用“EVE”。

研发投入有效转化，产品矩阵不断丰富。公司建立了系统的研发体系并进行了深厚的技术储备，通过预测市场变化趋势，深度发掘玩家需求，不断升级游戏产品品质，推出受到玩家喜爱的精品化游戏。

发行贯彻 IP 产品战略，借助新媒体传播优势。国内平台买量业务流水稳步增长，积极推进发展闭环营销链路，以效果推广为主导，衍生直播和短视频孵化业务，强化内容分发能力，线上线下双管齐下；公司积极布局全球化发行，与众多海外渠道建立了深入合作关系。

投资协同效应显著，IP 授权与孵化并进。投资方面，聚焦早期投资，以战略投资为核心，差异化布局，投后赋能提升价值。IP 方面，通过 IP 引入借力、IP 投资发力、IP 孵化蓄力，推进 IP 战略。

■ 投资建议

我们预计公司 2025-27 年归母净利润分别为 21.56、25.37、30.33 亿元，同比增速分别为 32.4%、17.7%和 19.5%。我们看好公司业绩稳健增长趋势以及 AI 端的发展潜力，维持公司“买入”评级。

■ 风险提示

版号获批不及预期；市场竞争加剧；海外市场发展不及预期。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,118	6,127	7,187	8,257
年增长率 (%)	19.2%	19.7%	17.3%	14.9%
归属于母公司的净利润	1,628	2,156	2,537	3,033
年增长率 (%)	11.4%	32.4%	17.7%	19.5%
每股收益 (元)	0.77	1.01	1.19	1.42
市盈率 (X)	17.68	16.05	13.63	11.41
净资产收益率 (%)	24.9%	26.0%	24.9%	24.4%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025 年 04 月 25 日收盘价）

资产负债表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,550	5,091	7,098	9,201	11,630
货币资金	2,807	3,269	4,937	6,640	8,659
应收及预付	1,300	1,332	1,538	1,803	2,063
存货	20	25	20	16	20
其他流动资产	424	464	603	742	887
非流动资产	2,061	2,936	3,129	3,280	3,420
长期股权投资	518	506	516	526	536
固定资产	17	18	15	12	12
在建工程	0	2	4	6	8
无形资产	31	323	357	387	411
其他长期资产	1,494	2,088	2,237	2,349	2,453
资产总计	6,610	8,026	10,227	12,481	15,050
流动负债	1,350	1,382	1,763	2,078	2,358
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	442	450	606	715	809
其他流动负债	908	931	1,156	1,362	1,549
非流动负债	22	98	179	229	279
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	98	179	229	279
负债合计	1,372	1,480	1,942	2,307	2,637
股本	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515
资本公积	509	532	532	532	532
留存收益	3,634	4,831	6,437	8,325	10,564
归属母公司股东权益	5,244	6,548	8,287	10,175	12,414
少数股东权益	-6	-1	-1	-1	0
负债和股东权益	6,610	8,026	10,227	12,481	15,050

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,295	5,118	6,127	7,187	8,257
营业成本	710	958	1,091	1,287	1,456
营业税金及附加	19	18	21	25	28
销售费用	1,177	1,735	1,899	2,228	2,560
管理费用	286	202	245	287	330
研发费用	527	598	705	827	950
财务费用	-58	-55	-49	-74	-100
资产减值损失	-30	-3	-20	-20	0
公允价值变动收益	9	-26	0	0	0
投资净收益	79	3	62	71	0
营业利润	1,698	1,675	2,306	2,714	3,033
营业外收支	0	-2	0	0	0
利润总额	1,697	1,673	2,306	2,714	3,033
所得税	117	46	150	176	0
净利润	1,581	1,628	2,156	2,537	3,033
少数股东损益	119	-1	0	0	0
归属母公司净利润	1,462	1,628	2,156	2,537	3,033
EBITDA	1,697	1,774	2,420	2,816	3,120
EPS (元)	0.70	0.77	1.01	1.19	1.42

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,706	1,754	2,353	2,633	3,150
净利润	1,581	1,628	2,156	2,537	3,033
折旧摊销	116	129	163	177	187
营运资金变动	29	-27	32	-45	-70
其它	-19	25	2	-36	0
投资活动现金流	-378	-910	-309	-316	-387
资本支出	-190	-263	-146	-146	-147
投资变动	-187	-668	-180	-180	-180
其他	0	20	18	11	-60
筹资活动现金流	-1,064	-400	-376	-614	-744
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	1	1	0	0	0
其他	-1,065	-401	-376	-614	-744
现金净增加额	269	447	1,668	1,703	2,019
期初现金余额	2,533	2,801	3,248	4,916	6,619
期末现金余额	2,801	3,248	4,916	6,619	8,638

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	15.3%	19.2%	19.7%	17.3%	14.9%
营业利润增长	26.6%	-1.3%	37.7%	17.7%	11.8%
归母净利润增长	42.6%	11.4%	32.4%	17.7%	19.5%
获利能力					
毛利率	83.5%	81.3%	82.2%	82.1%	82.4%
净利率	36.8%	31.8%	35.2%	35.3%	36.7%
ROE	27.9%	24.9%	26.0%	24.9%	24.4%
ROIC	28.0%	24.1%	25.0%	23.8%	23.2%
偿债能力					
资产负债率	20.8%	18.4%	19.0%	18.5%	17.5%
净负债比率	-53.3%	-48.4%	-57.7%	-63.3%	-67.7%
流动比率	3.37	3.68	4.03	4.43	4.93
速动比率	3.11	3.26	3.70	4.11	4.62
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.70	0.67	0.63	0.60
应收账款周转率	4.51	5.25	6.12	6.02	5.96
存货周转率	47.24	43.31	48.52	71.39	80.43
每股指标 (元)					
每股收益	0.70	0.77	1.01	1.19	1.42
每股经营现金流	0.79	0.81	1.10	1.23	1.47
每股净资产	2.44	3.04	3.88	4.76	5.81
估值比率					
P/E	15.96	17.68	16.05	13.63	11.41
P/B	4.58	4.47	4.17	3.40	2.79
EV/EBITDA	12.52	14.73	12.32	10.00	8.39

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。