

公司研究 | 点评报告 | 恺英网络（002517.SZ）

业绩增长稳健，AI 进展积极，新游储备丰富

报告要点

恺英网络 2024 年实现营收 51.18 亿（同比+19.16%），归母净利润 16.28 亿（同比+11.41%），扣非净利润 15.99 亿（同比+18.43%）。其中 24Q4 实现营收 11.91 亿（同比-5.95%），归母净利润 3.48 亿（同比-8.17%），扣非净利润 3.18 亿（同比+1.82%）。25Q1 实现营收 13.53 亿（同比+3.46%），归母净利润 5.18 亿（同比+21.57%），扣非净利润 5.16 亿（同比+21.66%）。公司 2024 年出海表现亮眼，25Q1《龙之谷世界》等新游驱动公司增长。公司 AI 布局积极，新游储备丰富，2025 年多款新游上线或持续带动业绩向上弹性。

分析师及联系人



高超

SAC: S0490516080001

SFC: BUX177



杨云祺

SAC: S0490524090002

恺英网络 (002517.SZ)

2025-04-30

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

业绩增长稳健，AI 进展积极，新游储备丰富

事件描述

恺英网络 2024 年实现营收 51.18 亿 (同比+19.16%)，归母净利润 16.28 亿 (同比+11.41%)，扣非净利润 15.99 亿 (同比+18.43%)。其中 24Q4 实现营收 11.91 亿 (同比-5.95%)，归母净利润 3.48 亿 (同比-8.17%)，扣非净利润 3.18 亿 (同比+1.82%)。25Q1 实现营收 13.53 亿 (同比+3.46%)，归母净利润 5.18 亿 (同比+21.57%)，扣非净利润 5.16 亿 (同比+21.66%)。

事件评论

- **2024 年出海表现亮眼，25Q1《龙之谷世界》等新游驱动公司增长：**1) 游戏出海逐渐成为公司新增长曲线。公司在继续深耕港澳台、韩国、东南亚市场的前提下，发力突破日本和欧洲地区，《仙剑奇侠传》港澳台地区上线后取得亮眼市场反响；《天使之战》成功进入东南亚市场；《诸神劫影姬》和《怪物联萌》等在港澳台市场取得了优异成绩。2024 年公司实现海外营收 3.75 亿元，同比+221.48%；其中 24H2 实现海外营收 2.49 亿元 (同比+184%)，收入占比达 9.7%；2) 受益于 996 游戏盒子等业务，信息服务收入仍处于中高速增长区间。分业务来看，2024 年公司实现信息服务收入 9.4 亿元 (同比+42%，占比 18.4%)，其中 24H2 为 5.43 亿元 (同比+24%，占比 21.2%)。由于长线传奇游戏稳定运营及创新新游/海外游戏部分贡献增量，2024 年公司手游收入同比+13.4%至 40.6 亿元，页游收入同比+123.9%至 1.2 亿元；3) 2025 年 2 月上线的《龙之谷世界》表现亮眼，成为 2025 年首款上线当日便闯入 iOS 畅销榜 Top10 的新品，并登顶伽马数据 2 月新游首月流水测算榜。在《龙之谷世界》等新游驱动下公司 25Q1 实现营收及业绩稳健增长。
- **新游上线带动投放环比提升，费用优化带动公司利润率提升：**1) 由于新游《龙之谷世界》的发行，公司 25Q1 销售费用环比增加 29%至 4.59 亿元，销售费用率环比提升至 33.9%。但因 24Q1 同期《仙剑奇侠传：新的开始》《怪物联萌》等新游致投放基数较高以及公司较好的费用管控，25Q1 销售费用及销售费用率均实现同比下降。此外 25Q1 管理费用及研发费用亦实现同环比的优化；2) 或由于游戏研发、信息服务等高毛利业务的增长，25Q1 毛利率同环比提升至 83.6%，叠加费用优化下公司归母净利润率亦同环比提升至 38.3%。
- **AI 布局积极，新游储备丰富，2025 年多款新游上线或持续带动业绩向上弹性：**1) 公司通过内部研发和外部投资积极布局 AI 赛道：公司开发的“形意”大模型为国内首个 AI 工业化管线模型应用，并携手比高集团设立“极逸公司”，分拆“形意”大模型及 AI 游戏引擎独立运营。公司领投的自然选择正孵化全球首款 3D AI 智能陪伴应用“EVE”，该应用于 4 月 25 日发布更新视频并即将开启内测；投资企业终极幻境近期推出基于男性向游戏《奇点时代》IP 衍生的 AI 情感陪伴互动软件《奇点 Chat》；2) 新游方面，《数码宝贝：源码》4 月 25 日上线。公司在手储备产品丰富，在已获批版号的重点 IP 产品中，《盗墓笔记：启程》《斗罗大陆：诛邪传说》《纳萨力克：崛起》等有望陆续上线并驱动业绩增长。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2025/2026 年公司归母净利润分别为 21.5 亿/23.7 亿，对应 PE 16.8/15.2 倍，维持买入评级。

风险提示

1、产品版号审批、上线进度及流水表现不及预期风险；2、行业监管风险；3、游戏行业竞争加剧风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	16.86
总股本(万股)	213,644
流通A股/B股(万股)	189,083/0
每股净资产(元)	3.39
近12月最高/最低价(元)	18.61/8.33

注：股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《营收及业绩增长强劲，后续重点新游有望持续注入增长动能》2024-10-30
- 《上半年业绩稳健增长，新游周期将至或推动延续增势》2024-08-26
- 《恺英网络：拓土开疆，再写传奇》2024-06-27



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、产品版号审批、上线进度及流水表现不及预期风险：游戏版号审核若收紧，则会导致新游戏上线时间不确定性提升，对游戏业务增长带来负面影响。且游戏内容具备上线后流水表现难以预测的特征，对公司业绩影响亦具备不确定性。
- 2、行业监管风险：游戏行业监管政策较为严格，政策监管趋紧可能影响公司经营。
- 3、游戏行业竞争加剧风险：公司布局的 MMO 游戏及小游戏赛道等均有较多游戏厂商积极布局，若竞争加剧，可能通过影响公司产品流水、提升销售费用等影响公司业绩。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于游戏行业稳健成长、公司游戏储备如期上线、整体市场竞争格局相对稳定对公司未来营收业绩进行预测。若以上假设不成立或不及预期我们盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期，估值结果偏高等，极端悲观假设下，若游戏行业景气度不及预期、公司储备游戏部分不能如期上线、公司所处赛道竞争加剧等，则公司未来收入/业绩增速或受影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5118	6051	6741	7415	货币资金	3269	4894	6662	8780
营业成本	958	1113	1196	1315	交易性金融资产	30	30	30	30
毛利	4160	4938	5545	6100	应收账款	902	1008	1086	1133
%营业收入	81%	82%	82%	82%	存货	25	25	27	29
营业税金及附加	18	24	0	0	预付账款	418	389	418	460
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	447	509	547	573
销售费用	1735	2072	2157	2336	流动资产合计	5091	6856	8770	11005
%营业收入	34%	34%	32%	32%	长期股权投资	506	606	666	666
管理费用	202	232	236	237	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	4%	4%	3%	固定资产合计	18	19	21	22
研发费用	598	640	708	756	无形资产	323	327	330	333
%营业收入	12%	11%	11%	10%	商誉	852	852	852	852
财务费用	-55	-55	-50	-45	递延所得税资产	26	27	27	27
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	1211	1240	1240	1240
加: 资产减值损失	-3	0	0	0	资产总计	8026	9927	11905	14145
信用减值损失	-8	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	-26	0	0	0	应付款项	450	464	498	548
投资收益	3	24	28	30	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1675	2075	2534	2859	应付职工薪酬	91	100	105	112
%营业收入	33%	34%	38%	39%	应交税费	58	121	135	148
营业外收支	-2	225	10	10	其他流动负债	782	870	903	963
利润总额	1673	2300	2544	2869	流动负债合计	1382	1554	1642	1771
%营业收入	33%	38%	38%	39%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	46	138	158	184	应付债券	0	0	0	0
净利润	1628	2162	2386	2685	递延所得税负债	26	57	57	57
归属于母公司所有者的净利润	1628	2151	2374	2672	其他非流动负债	72	72	72	72
少数股东损益	-1	11	12	13	负债合计	1480	1683	1771	1900
EPS (元)	0.77	1.01	1.11	1.25	归属于母公司所有者权益	6548	8234	10113	12210
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	-1	10	22	35
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	6547	8243	10135	12245
经营活动现金流净额	1754	1928	2293	2660	负债及股东权益	8026	9927	11905	14145
取得投资收益收回现金	20	24	28	30	基本指标				
长期股权投资	13	-100	-60	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-263	221	7	7	每股收益	0.77	1.01	1.11	1.25
其他	-681	16	0	0	每股经营现金流	0.81	0.90	1.07	1.25
投资活动现金流净额	-910	161	-25	37	市盈率	17.68	16.75	15.17	13.48
债券融资	0	0	0	0	市净率	4.47	4.37	3.56	2.95
股权融资	1	-178	0	0	EV/EBITDA	14.73	13.89	11.80	9.67
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	20.3%	21.7%	19.9%	18.9%
筹资成本	-425	-425	-500	-580	净资产收益率	24.9%	26.1%	23.5%	21.9%
其他	24	139	0	0	净利率	31.8%	35.5%	35.2%	36.0%
筹资活动现金流净额	-400	-464	-500	-580	资产负债率	18.4%	17.0%	14.9%	13.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	444	1625	1768	2118	总资产周转率	0.70	0.67	0.62	0.57

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。