

传媒

报告日期：2025 年 04 月 29 日

精品游戏矩阵驱动业绩增长，关注 AI 应用布局

——恺英网络（002517.SZ）2024 年报及 2025 一季报点评

华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

最近一年走势



市场数据

2025 年 04 月 28 日

当前价格（元）	16.86
52 周价格区间（元）	8.33-18.61
总市值（百万元）	36,020.43
流通市值（百万元）	31,879.46
总股本（万股）	213,644.32
流通股（万股）	189,083.37
近一月换手（%）	35.63

分析师：王佳琪

执业证书编号：S0230525040001

邮箱：wangjq@hlzq.com

相关阅读

《深耕游戏细分领域，构建海外发行网络——恺英网络（002517.SZ）公司深度研究》2025.02.05

《深耕游戏细分领域，构建海外发行网络——恺英网络（002517.SZ）深度研究报告》2024.09.27

《IP 与 AI 共同赋能公司发展，海外部署初见成效——恺英网络（002517.SZ）2024 年半年报点评报告》2024.08.28

事件：

2025 年 4 月 25 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。报告显示，公司 2024 年营业收入 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%；实现扣非归母净利润 15.99 亿元，同比增长 18.43%。2025Q1，公司实现营业收入 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%；扣非归母净利润 5.16 亿元，同比增长 21.66%。

观点：

- **产品矩阵丰富，打造众多精品爆款游戏。**公司经过多年发展，积累了丰富的游戏研发发行经验，持续推进“IP 品类+创新品类”战略，目前主要产品主要分为复古情怀类游戏与创新精品类游戏。复古情怀类游戏包括《原始传奇》《天使之战》《龙之谷世界》等知名游戏。其中由恺英网络与盛趣游戏联合发行的经典复刻动作冒险手游《龙之谷世界》，于今年 2 月正式上线。公测首日荣登 AppStore 游戏榜 TOP1，总榜 TOP2。创新精品类游戏包括实时对战游戏《敢达争锋对决》、3D 动作对战游戏《代号：奥特曼》、寻宝探险游戏《盗墓笔记：启程》等十余款产品。复古情怀与创新玩法交织，筑牢公司基本盘。
- **研发创新持续深化，投资布局稳步推进。**2024 年公司研发投入 5.98 亿元，同比增长 13.61%。在夯实游戏研发与发行体系的同时，深度探索 AI 技术应用。公司开发的“形意”大模型应用作为国内首个 AI 工业化管线模型应用，涵盖了从游戏动画、地图设计到技术开发等多个环节，大幅提升游戏开发效率，推动游戏研发自动化与协同化，重塑游戏制作思维和流程。此外，公司开发的织梦大模型采用 Transformer 架构，知识容量和任务处理能力强，能处理复杂文本、生成故事脚本，应用于多场景并完成备案。公司在今年 3 月投资并参与“自然选择”的国内经营及其 AI 产品在国内地区的部分运营工作。自然选择旗下的产品 EVE 是全球首款 3D AI 智能陪伴应用，双方的合作将实现优势互补，进一步拓宽公司在 AI 领域的布局。
- **盈利预测及投资评级：**公司一季度盈利能力显著提升，产品矩阵丰富，在游戏开发和 AI 应用领域均有创新突破。我们调整公司 2025-2027 年收入为 61.32 亿元/72.23 亿元/78.66 亿元（原 2025 年/2026 年为 59.13 亿元/68.80 亿元）。归母净利润为 22.25 亿元

请认真阅读文后免责条款

/26.05 亿元/27.91 亿元。（原 2025 年/2026 年为 24.26 亿元/26.43 亿元）。对应公司 2025 年 4 月 28 日股价 2025-2027 年 PE 分别为 16.2/13.8/12.9 倍。参考可比公司三七互娱、巨人网络、神州泰岳，我们看好公司主业的稳健增长和积极布局境外市场带来的增量机会，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**1) 新游推出及上线不及预期 2) AI 技术潜在风险 3) 竞争加剧导致盈利空间受限风险 4) 外部环境风险 5) 行业政策潜在风险。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,295	5,118	6,132	7,223	7,866
增长率（%）	15.30	19.16	19.80	17.80	8.90
归母净利润（百万元）	1,462	1,628	2,225	2,605	2,791
增长率（%）	42.57	11.41	36.63	17.10	7.11
ROE（%）	30.17	24.86	25.80	23.36	20.15
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.68	0.76	1.04	1.22	1.31
市盈率（P/E）	16.4	18.0	16.2	13.8	12.9
市净率（P/B）	4.8	4.8	4.2	3.2	2.6

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 1：可比公司估值

重点公司	股票	2025/04/28	2025/04/28	EPS（元）					PE				
代码	名称	股价（元）	市值（亿元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
002555.SZ	三七互娱	15.88	351.30	1.20	1.21	1.30	1.43	1.53	15.7	13.0	12.4	11.3	10.5
002558.SZ	巨人网络	14.29	276.48	0.59	0.78	0.85	0.96	1.06	20.2	17.2	17.0	15.1	13.6
300002.SZ	神州泰岳	10.95	214.90	0.46	0.73	0.70	0.80	0.81	19.6	15.9	15.5	13.6	13.5
/	可比公司均值	/	/	0.75	0.91	0.95	1.06	1.13	18.5	15.4	15.0	13.3	12.5
002517.SZ	恺英网络	16.86	360.20	0.68	0.76	1.04	1.22	1.31	16.4	18.0	16.2	13.8	12.9

数据来源：iFinD，华龙证券研究所；其中，恺英网络盈利预测来自华龙证券研究所，其他公司盈利预测来自同花顺一致预期。

表：公司财务预测表

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,550	5,091	7,831	10,025	13,232	营业收入	4,295	5,118	6,132	7,223	7,866
现金	2,807	3,269	5,444	7,615	10,500	营业成本	710	958	1,289	1,430	1,471
应收票据及应收账款	1,048	915	1,436	1,333	1,683	税金及附加	19	18	27	31	32
其他应收款	73	25	93	46	105	销售费用	1,177	1,735	1,503	1,939	2,215
预付账款	252	418	385	560	469	管理费用	286	202	337	371	418
存货	20	25	35	31	37	研发费用	527	598	797	915	976
其他流动资产	351	439	439	439	439	财务费用	-58	-55	-68	-89	-94
非流动资产	2,061	2,936	2,902	2,866	2,805	资产和信用减值损失	-67	-11	17	12	1
长期股权投资	518	506	495	489	481	其他收益	41	47	34	39	40
固定资产	17	18	18	17	11	公允价值变动收益	9	-26	-12	-8	-9
无形资产	31	323	329	336	344	投资净收益	79	3	42	31	40
其他非流动资产	1,494	2,090	2,059	2,024	1,968	资产处置收益	1	1	0	0	1
资产总计	6,610	8,026	10,733	12,891	16,037	营业利润	1,698	1,675	2,329	2,701	2,920
流动负债	1,350	1,382	2,014	1,649	2,099	营业外收入	3	2	143	170	80
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	3	4	125	155	72
应付票据及应付账款	442	450	750	582	788	利润总额	1,697	1,673	2,347	2,716	2,928
其他流动负债	908	931	1,265	1,067	1,312	所得税	117	46	124	112	139
非流动负债	22	98	100	95	96	净利润	1,581	1,628	2,224	2,604	2,789
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	119	-1	-1	-1	-2
其他非流动负债	22	98	100	95	96	归属母公司净利润	1,462	1,628	2,225	2,605	2,791
负债合计	1,372	1,480	2,114	1,743	2,195	EBITDA	1,853	1,837	2,525	2,917	3,150
少数股东权益	-6	-1	-2	-4	-5	EPS（元）	0.68	0.76	1.04	1.22	1.31
股本	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515	主要财务比率					
资本公积	509	532	532	532	532	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	3,634	4,831	6,900	9,277	11,763	成长能力					
归属母公司股东权益	5,244	6,548	8,621	11,151	13,847	营业收入同比增速(%)	15.30	19.16	19.80	17.80	8.90
负债和股东权益	6,610	8,026	10,733	12,891	16,037	营业利润同比增速(%)	26.63	-1.35	39.09	15.96	8.11
						归属于母公司净利润同比增速(%)	42.57	11.41	36.63	17.10	7.11
						获利能力					
						毛利率(%)	83.47	81.28	78.98	80.20	81.30
						净利率(%)	36.80	31.80	36.27	36.05	35.46
						ROE(%)	30.17	24.86	25.80	23.36	20.15
						ROIC(%)	31.15	25.65	26.38	23.82	20.52
						偿债能力					
						资产负债率(%)	20.75	18.43	19.70	13.52	13.69
						净负债比率(%)	-53.35	-49.52	-63.16	-68.31	-75.86
						流动比率	3.37	3.68	3.89	6.08	6.30
						速动比率	3.11	3.26	3.61	5.63	5.99
						营运能力					
						总资产周转率	0.69	0.70	0.65	0.61	0.54
						应收账款周转率	4.51	5.25	5.10	5.20	5.30
						应付账款周转率	1.88	2.15	2.10	2.08	2.12
						每股指标（元）					
						每股收益(最新摊薄)	0.68	0.76	1.04	1.22	1.31
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	1.16	1.10	1.05	1.39
						每股净资产(最新摊薄)	3.46	4.32	4.04	5.22	6.48
						估值比率					
						P/E	16.4	18.0	16.2	13.8	12.9
						P/B	4.8	4.8	4.2	3.2	2.6
						EV/EBITDA	12.28	12.13	7.95	6.14	4.77

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（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报告而视其为当然客户。

本报告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。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

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及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、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的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046