

分析师: 乔琪  
登记编码: S0730520090001  
qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

## 2025Q1 业绩高增, AI 应用卓有成效

——恺英网络(002517)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

买入(维持)

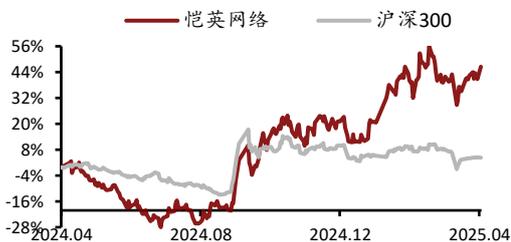
#### 市场数据(2025-04-28)

收盘价(元)	16.86
一年内最高/最低(元)	17.94/8.40
沪深 300 指数	3,781.62
市净率(倍)	4.97
流通市值(亿元)	318.79

#### 基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	3.39
每股经营现金流(元)	0.18
毛利率(%)	83.57
净资产收益率_摊薄(%)	7.15
资产负债率(%)	18.91
总股本/流通股(万股)	213,644.32/189,083.37
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

#### 相关报告

《恺英网络(002517)中报点评: 半年度业绩规模创新高, 关注新产品进展》 2024-08-23

《恺英网络(002517)年报点评: 业绩快速增长, 产品及 IP 储备丰富》 2024-05-07

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 04 月 29 日

公司 2024 年营业收入 51.18 亿元, 同比增加 19.16%, 归母净利润 16.28 亿元, 同比增加 11.41%, 扣非后归母净利润 15.99 亿元, 同比增加 18.43%。2025Q1 营业收入 13.53 亿元, 同比增加 3.46%, 归母净利润 5.18 亿元, 同比增加 21.57%, 扣非后归母净利润 5.16 亿元, 同比增加 21.66%。公司拟进行 2024 年度分红, 向全体股东每 10 股派发现金股利 1 元, 合计派发现金股利 2.14 亿元, 加上 2024 年中期分红 2.13 亿元, 全年累计现金分红 4.26 亿元。

#### 投资要点:

- **核心业务增长稳健。**2024 年公司移动游戏营业收入 40.55 亿元, 同比增加 13.39%, 毛利率 79.45%, 同比下滑 2.75pct, 网页游戏营业收入 1.22 亿元, 同比增加 123.87%, 毛利率 78.98%, 同比提升 25.19pct。一方面《原始传奇》《天使之战》等经典产品持续贡献流水, 另一方面《仙剑奇侠传: 新的开始》《龙之谷世界》《怪物联萌》等新锐产品处于活跃阶段。公司海外业务收入与毛利提升显著, 《仙剑奇侠传: 新的开始》《天使之战》《OVERLORD》等产品进入港澳台及东南亚市场, 带动公司 2024 年公司境外营业收入同比增加 221.48% 至 3.75 亿元, 毛利率 61.67%, 同比提升 8.53pct。
- **积极深耕 AI, 战投企业 AI 陪伴产品即将内测。**公司持续优化自研“形意”大模型, 将大模型深度融入游戏研发全流程, 覆盖了从游戏动画、地图设计到技术开发多个环节, 大幅提升游戏开发效率, “AI 工业化管线”初见成效。公司开发的织梦大模型采用 Transformer 架构, 知识容量与任务处理能力强, 能处理复杂文本, 生成故事脚本, 应用于多场景并完成备案。此外, 公司战略投资企业自然选择(深圳)智能有限公司旗下主打 3D AI 伴侣的应用《EVE》即将开启内测, 为用户提供如真人般的情感陪伴。
- **新品储备丰富, IP 战略赋能新作研发。**新游《龙之谷世界》已经于 2025 年 2 月上线, 为 2025Q1 业绩增长提供重要贡献;《数码宝贝: 源码》于 4 月 25 日上线, 《盗墓笔记: 启程》于 4 月 10 日开启不计费删档测试, 此外《王者传奇 2》《斗罗大陆: 诛邪传说》《大富翁: 头号赢家》《纳萨力克: 崛起》《代号: 红月》《代号: 龙族》等十余个产品正处于开发的不同阶段, 其中不乏多个国内外具有超高知名度的 IP。未来新品上线后有望为公司提供增量业绩。
- **投资建议:**公司复古情怀类游戏建立独有竞争壁垒, 创新品类同样表现优异, 两类产品交织打造公司多元化游戏产品矩阵, 筑牢公司基本盘。暂不考虑公司与株式会社传奇 IP 诉讼涉及的赔偿金对公司利润表层面的影响, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 20.10 亿元、23.16 亿元、25.80 亿元, 按照 4 月 28 日收盘价, 对

应 PE 为 17.92 倍、15.56 倍、13.96 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧；核心人才流失；产品上线进度及市场表现不及预期；买量成本提升；宏观经济波动影响文娱消费

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,295	5,118	5,843	6,491	6,977
增长比率（%）	15.30	19.16	14.16	11.09	7.48
净利润（百万元）	1,462	1,628	2,010	2,316	2,580
增长比率（%）	42.57	11.41	23.44	15.20	11.41
每股收益(元)	0.68	0.76	0.94	1.08	1.21
市盈率(倍)	24.64	22.12	17.92	15.56	13.96

资料来源：中原证券研究所，聚源

## 财务报表预测和估值数据汇总

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>4,550</b>	<b>5,091</b>	<b>6,852</b>	<b>8,631</b>	<b>10,519</b>
现金	2,807	3,269	4,886	6,460	8,198
应收票据及应收账款	1,048	915	1,020	1,118	1,185
其他应收款	73	25	28	31	33
预付账款	252	418	471	513	539
存货	20	25	27	29	31
其他流动资产	351	439	420	481	534
<b>非流动资产</b>	<b>2,061</b>	<b>2,936</b>	<b>3,198</b>	<b>3,372</b>	<b>3,589</b>
长期投资	518	506	557	608	659
固定资产	17	18	13	8	10
无形资产	31	323	351	373	389
其他非流动资产	1,494	2,090	2,278	2,383	2,531
<b>资产总计</b>	<b>6,610</b>	<b>8,026</b>	<b>10,050</b>	<b>12,003</b>	<b>14,109</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,350</b>	<b>1,382</b>	<b>1,699</b>	<b>1,855</b>	<b>1,958</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	442	450	654	712	748
其他流动负债	908	931	1,045	1,143	1,210
<b>非流动负债</b>	<b>22</b>	<b>98</b>	<b>109</b>	<b>90</b>	<b>70</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	98	109	90	70
<b>负债合计</b>	<b>1,372</b>	<b>1,480</b>	<b>1,809</b>	<b>1,945</b>	<b>2,028</b>
少数股东权益	-6	-1	61	133	212
股本	1,515	1,515	1,499	1,499	1,499
资本公积	509	532	532	532	532
留存收益	3,634	4,831	6,347	8,092	10,035
归属母公司股东权益	5,244	6,548	8,181	9,926	11,868
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,610</b>	<b>8,026</b>	<b>10,050</b>	<b>12,003</b>	<b>14,109</b>

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,706</b>	<b>1,754</b>	<b>2,425</b>	<b>2,580</b>	<b>2,810</b>
净利润	1,581	1,628	2,072	2,387	2,660
折旧摊销	116	129	215	227	184
财务费用	1	3	3	2	1
投资损失	-79	-3	-18	-19	-21
营运资金变动	29	-27	87	-56	-55
其他经营现金流	59	26	65	38	41
<b>投资活动现金流</b>	<b>-378</b>	<b>-910</b>	<b>-381</b>	<b>-378</b>	<b>-376</b>
资本支出	-190	-263	-144	-144	-144
长期投资	-187	-668	-191	-175	-175
其他投资现金流	0	20	-46	-59	-58
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,064</b>	<b>-400</b>	<b>-426</b>	<b>-628</b>	<b>-696</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	-16	0	0
资本公积增加	-237	22	0	0	0
其他筹资现金流	-827	-422	-410	-628	-696
<b>现金净增加额</b>	<b>269</b>	<b>447</b>	<b>1,617</b>	<b>1,574</b>	<b>1,738</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>4,295</b>	<b>5,118</b>	<b>5,843</b>	<b>6,491</b>	<b>6,977</b>
营业成本	710	958	1,070	1,165	1,224
营业税金及附加	19	18	23	26	28
营业费用	1,177	1,735	1,987	2,142	2,233
管理费用	286	202	187	208	223
研发费用	527	598	467	519	558
财务费用	-58	-55	-53	-58	-62
资产减值损失	-30	-3	-32	-36	-38
其他收益	41	47	15	16	17
公允价值变动收益	9	-26	9	10	10
投资净收益	79	3	18	19	21
资产处置收益	1	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>1,698</b>	<b>1,675</b>	<b>2,156</b>	<b>2,483</b>	<b>2,767</b>
营业外收入	3	2	9	10	10
营业外支出	3	4	6	6	7
<b>利润总额</b>	<b>1,697</b>	<b>1,673</b>	<b>2,159</b>	<b>2,487</b>	<b>2,770</b>
所得税	117	46	86	99	111
<b>净利润</b>	<b>1,581</b>	<b>1,628</b>	<b>2,072</b>	<b>2,387</b>	<b>2,660</b>
少数股东损益	119	-1	62	72	80
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,462</b>	<b>1,628</b>	<b>2,010</b>	<b>2,316</b>	<b>2,580</b>
EBITDA	1,697	1,774	2,321	2,656	2,892
EPS (元)	0.68	0.76	0.94	1.08	1.21

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	15.30	19.16	14.16	11.09	7.48
营业利润 (%)	26.63	-1.35	28.72	15.20	11.41
归属母公司净利润 (%)	42.57	11.41	23.44	15.20	11.41
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	83.47	81.28	81.68	82.05	82.45
净利率 (%)	34.03	31.82	34.40	35.67	36.98
ROE (%)	27.87	24.87	24.57	23.33	21.74
ROIC (%)	28.03	24.08	24.28	23.03	21.44
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	20.75	18.43	18.00	16.20	14.37
净负债比率 (%)	26.19	22.60	21.95	19.34	16.78
流动比率	3.37	3.68	4.03	4.65	5.37
速动比率	3.11	3.26	3.67	4.29	5.00
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.69	0.70	0.65	0.59	0.53
应收账款周转率	4.51	5.25	6.12	6.14	6.13
应付账款周转率	1.88	2.15	1.94	1.71	1.68
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.68	0.76	0.94	1.08	1.21
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.80	0.82	1.14	1.21	1.32
每股净资产 (最新摊薄)	2.45	3.06	3.83	4.65	5.56
<b>估值比率</b>					
P/E	24.64	22.12	17.92	15.56	13.96
P/B	6.87	5.50	4.40	3.63	3.03
EV/EBITDA	12.52	14.73	13.45	11.16	9.64

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。