

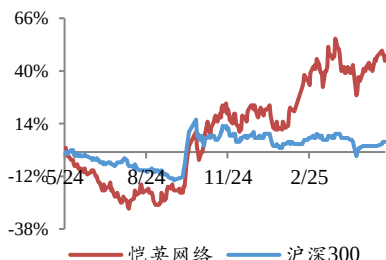
25Q1 业绩增长强劲，关注 AI 应用进展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-12

收盘价（元）	16.67
近 12 个月最高/最低（元）	18.61/8.33
总股本（百万股）	2,136
流通股本（百万股）	1,891
流通股比例（%）	88.50
总市值（亿元）	356
流通市值（亿元）	315

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 恺英网络 24Q3 点评：Q3 业绩增长强劲，储备新游陆续上线 2024-10-30
2. 游戏业务稳健增长，销售费用持续优化 2024-08-30

主要观点：

● 业绩表现：

2024 年，公司营收 51.18 亿元，yoy+19.16%；归母净利润为 16.28 亿元，yoy+11.41%；扣非后净利润为 15.99 亿元，yoy+18.43%。25Q1，公司营收 13.53 亿元，yoy+3.46%；归母净利润 5.18 亿元，yoy+21.57%；扣非后净利润为 5.16 亿元，yoy+21.66%。

2024 年公司拟向全体股东每 10 股派息 1 元（含税），合计拟派发现金红利约 2.14 亿元。2024 年公司现金分红合计 4.26 亿元。

● 存量游戏稳健，新类游戏贡献增量

公司存量游戏稳健运营，MMORPG《原始传奇》持续贡献流水，海外方面《OVERLORD》、东南亚上线的《天使之战》和港澳台地区上线的《新倚天屠龙记》持续为公司贡献收入。

新游方面，2 月 20 日重点产品 3D 动作 MMORPG 游戏《龙之谷世界》上线；4 月 25 日《数码宝贝：源码》上线，新游上线节奏稳定。

● AI 陪伴应用《EVE》发布 PV，关注后续进展

公司投资聚焦于游戏行业上下游产业链，通过投资研发工作室为游戏的研发和发行提供支撑，其中包括自然选择。4 月 25 日，自然选择开发的 3D AI 陪伴应用《EVE》发布 3D AI 男友 PV，并宣布将开启内测。《EVE》通过自研的一套基于十余个专业 Agent 模型的系统架构，达到多模态协同运作，实现对话技术和记忆系统的快速响应，使得《EVE》精准捕捉用户需求。

● 游戏储备丰富，IP 储备支撑内容厚度

公司新游上线节奏稳定，《斗罗大陆：诛仙传说》已完成扬帆测试，《盗墓笔记：启程》于 4 月 10 日开启测试；《纳萨力克：崛起》《王者传奇 2》也处于开发后期，《古龙群侠传》、《三国特攻队》等游戏陆续取得版号。

公司积累大量 IP 授权，包括“机动战士敢达系列”“OVERLORD”“关于我转生变成史莱姆这档事”“信长之野望：天道”“热血江湖”“倚天屠龙记”“仙剑奇侠传”“盗墓笔记”“斗罗大陆”“黑猫警长”“大富翁”等知名 IP，支撑公司产品内容厚度。

● 投资建议

我们预计公司 25/26/27 年归母净利润 21.52/24.10/26.64 亿元，yoy 32.2%/12.0%/10.5%，25/26 年前值为 22.71/25.07 亿元，对应 PE 为 16.6/14.9/13.4。公司产品储备丰富，后续新游及 AI 陪伴应用上线有望为公司提供业绩增量，维持“买入”评级。

● 风险提示

游戏市场竞争加剧；游戏版号发放不及预期；游戏上线时间不确定性；游戏上线流水不及预期；游戏政策不确定性等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,118	5,985	6,619	7,113
收入同比（%）	19.2%	16.9%	10.6%	7.5%
归属母公司净利润	1,628	2,152	2,410	2,664
净利润同比（%）	11.4%	32.2%	12.0%	10.5%
毛利率（%）	81.28%	82.34%	82.80%	82.44%
ROE（%）	24.9%	29.0%	26.7%	24.4%
每股收益（元）	0.76	1.01	1.13	1.25
P/E	22.00	16.64	14.86	13.44
P/B	5.47	4.82	3.96	3.29
EV/EBITDA	18.68	14.43	12.21	10.36

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5091	6647	8359	9739
现金	3269	4976	6651	8004
应收账款	915	818	808	797
其他应收款	25	63	69	74
预付账款	418	368	407	437
存货	25	25	25	25
其他流动资产	439	397	399	401
非流动资产	2936	2633	2682	3283
长期投资	506	497	547	1149
固定资产	18	20	20	19
无形资产	323	26	26	25
其他非流动资产	2090	2090	2090	2090
资产总计	8026	9280	11041	13023
流动负债	1382	1760	1913	2032
短期借款	0	0	0	0
应付账款	450	501	555	596
其他流动负债	931	1258	1358	1436
非流动负债	98	98	98	98
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	98	98	98	98
负债合计	1480	1857	2011	2130
少数股东权益	-1	-3	-5	-7
股本	1515	1515	1515	1515
资本公积	532	532	532	532
留存收益	4505	6512	8123	9987
归属母公司股东权益	6548	7425	9035	10900
负债和股东权益	8026	9280	11041	13023

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,754	2,562	2,534	2,808
净利润	1,628	2,151	2,408	2,662
折旧摊销	129	5	5	50
财务费用	3	-	-	-
投资损失	-3	-	-	-
营运资金变动	-27	387	103	77
其他经营现金流	26	19	17	18
投资活动现金流	-910	-50	-54	-651
资本支出	264	50	54	651
其他投资现金流	-1,174	-99	-108	-1,303
筹资活动现金流	-400	-805	-804	-803
短期借款	-	-	-	-
债券融资	-	-	1	2
股权融资	1	-	-	-
其他筹资现金流	-401	-805	-805	-805
汇率变动影响	3	-	-	-
现金净增加额	447	1,707	1,675	1,353

利润表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5118	5985	6619	7113
营业成本	958	1057	1138	1249
营业税金及附加	18	21	22	23
销售费用	1,735	1,925	2,135	2,206
管理费用	202	221	252	263
财务费用	-55	-61	-68	-73
资产减值损失	-	-	-	-
公允价值变动收益	-26	-0	-	-
投资净收益	3	2	2	2
营业利润	1,675	2,201	2,460	2,717
营业外收入	2.3	0.3	0.4	0.4
营业外支出	3.8	4.0	4.7	5.0
利润总额	1,673	2,197	2,456	2,713
所得税	46	46	48	51
净利润	1,628	2,151	2,408	2,662
少数股东损益	-1	-2	-2	-2
归属母公司净利润	1,628	2,152	2,410	2,664
EBITDA	1,749	2,145	2,398	2,695
EPS (元)	0.76	1.01	1.13	1.25

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (yoy,%)				
营业收入	19.2%	16.9%	10.6%	7.5%
营业利润	-1.3%	31.4%	11.8%	10.5%
归母净利润	11.4%	32.2%	12.0%	10.5%
获利能力				
毛利率 (%)	81.3%	82.3%	82.8%	82.4%
净利率 (%)	31.8%	35.9%	36.4%	37.4%
ROE (%)	24.9%	29.0%	26.7%	24.4%
ROIC (%)	26.0%	28.3%	26.0%	24.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	18%	20%	18%	16%
净负债比率 (%)	23%	25%	22%	20%
流动比率	3.68	3.78	4.37	4.79
速动比率	3.29	3.50	4.09	4.51
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.64	0.60	0.55
应收账款周转率	5.6	7.3	8.2	8.9
应付账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	1.01	1.13	1.25
每股经营现金流	0.82	1.20	1.19	1.31
每股净资产	3.07	3.48	4.23	5.10
估值比率				
P/E	22.00	16.64	14.86	13.44
P/B	5.47	4.82	3.96	3.29
EV/EBITDA	18.68	14.43	12.21	10.36

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。