

恺英网络 (002517.SZ)

境内境外新游获佳绩，AI生态已与 DeepSeek深度对接

业绩概览：公司发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现营业收入 25.78 亿元，同比增长 0.89%；实现归母净利润 9.50 亿元，同比增长 17.41%；实现扣非归母净利润 9.39 亿元，同比增长 17.18%。公司发布股份回购方案，将以集中竞价方式回购公司总股本的 0.16%-0.32% 股份，用于回购的总资金为 1.0 亿元~2.0 亿元；回购价格不超过人民币 29.33 元/股。

《龙之谷世界》等新游获得积极反馈，11 款新游获批版号。2025 年 2 月，公司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》，上线，游戏致力于将《龙之谷》端游的经典元素和独特的战斗打击感完美移植至手机平台，为玩家带来前所未有的 3D 动作手游体验。公测首日，《龙之谷世界》荣登 AppStore 游戏榜 TOP1，总榜 TOP2。2025 年 4 月，由东映动画正版授权，万代南梦宫与公司联合打造的次世代数码宝贝 IP 冒险手游《数码宝贝：源码》正式开启公测，获得了较高的关注度和积极的市场反响。产品储备方面，2025H1，公司旗下 11 款游戏获得版号，其中包括斗罗大陆 IP 改编的 RPG 游戏《斗罗大陆：魂师大作战》、休闲动作冒险游戏《三国特战队》、彩虹岛正版授权冒险手游《彩虹岛：冒险》等，获得版号的游戏题材丰富、玩法多样，为公司后续产品力提供了有效保障。

持续推出更多全球化优质作品，《怪物联萌》等游戏出海获佳绩。公司凭借在游戏研发和运营方面的优势，推出更多面向全球的优质游戏作品，海外市场的布局进一步加强。2025 年 3 月，公司塔防收集卡牌手游《怪物联萌》在韩国 AppStore、Google Play、One Store、SAMSUNG Galaxy Store 四大平台上线，上线首日，游戏便荣登 AppStore 免费榜 Top2。2025 年 5 月，公司发行的《MU Immortal》欧美服正式登陆美国、加拿大、澳大利亚等 100 多个国家的 App Store 和 Google Play 平台。上线当天，游戏登陆加拿大、德国等欧美多国 iOS RPG 免费榜 Top1。2025 年 5 月，公司发行的创新派萌兽进化 PVP 手游《派对不兽控》海外版在中国香港、中国澳门和中国台湾地区的 App Store 及 Google Play 双平台正式上线。凭借“萌宠合成×策略对战”的创新玩法，游戏在上线前就成功吸引了超百万玩家预约。上线当日获得中国香港、中国台湾地区 iOS 下载榜第一，以及中国澳门地区 iOS 下载榜第二的佳绩。公司旗下 SLG 工作室研发的新作《信长之野望 通往天下之道》于 2025 年 6 月在日本应用商店上线。

织梦大模型算法通过审核，AI 应用生态已与 DeepSeek R1 完成深度对接。公司在 AIGC 技术上持续探索，自研的形意大模型应用、织梦大模型、NPC 文本生成算法等先后取得大模型、算法备案。公司自研的 AI 大模型专注于游戏垂类场景应用，将 AI 技术嵌入游戏生产工业管线中，实现游戏制作“自动化”、AI“工业化”。此外，公司投资企业自然选择推出 3D AI 数字伴侣产品——代号“EVE”，填补 3D AI 陪伴产品的市场空白；研发 AI 硬件潮玩，推出一系列情感 IP 周边谷子产品；在 AI 硬件领域，公司投资的乐相科技（大朋 VR），即将推出 AI 眼镜，力争抢占行业蓝海；通过与地方政府文旅合作，实现 AI 场景沉浸式呈现，助力当地文化旅游业发展。同时，公司的 AI 应用生态已与 DeepSeek R1 完成深度对接，接入后的“形意”AI 应用生态各项能力得到显著增强，为未来商业化落地进程按下“加速键”，有望进一步挖掘算力潜能，创造更为可观的商业价值。

盈利预测：公司核心赛道竞争壁垒不断强化，新游上线持续提振业绩，AIGC 赋能研发体系，我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 61.42、69.40、77.04 亿元，对应同比增速为 20%、13%、11%；实现归母净利润 21.05、24.11、27.07 亿元，对应同比增速为 29.3%、14.5%、12.3%，当前市值对应 PE 为 24、21、18 倍。维持“买入”评级。

风险提示：产品表现不及预期；政策监管风险；新技术发展不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,295	5,118	6,142	6,940	7,704
增长率 yoy (%)	15.3	19.2	20.0	13.0	11.0
归母净利润 (百万元)	1,462	1,628	2,105	2,411	2,707
增长率 yoy (%)	42.6	11.4	29.3	14.5	12.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.68	0.76	0.99	1.13	1.27
净资产收益率 (%)	27.9	24.9	26.2	25.1	23.5
P/E (倍)	34.0	30.5	23.6	20.6	18.4
P/B (倍)	9.5	7.6	6.2	5.2	4.3

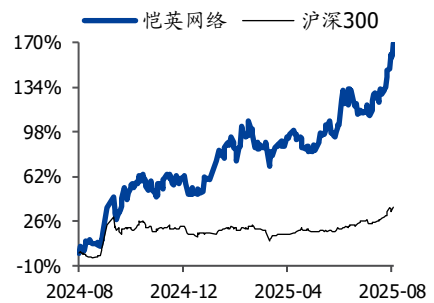
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	游戏 II
前次评级	买入
08 月 29 日收盘价 (元)	23.27
总市值 (百万元)	49,715.03
总股本 (百万股)	2,136.44
其中自由流通股 (%)	88.50
30 日日均成交量 (百万股)	50.37

股价走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 刘书含

执业证书编号：S0680524070007

邮箱：liushuhan@gszq.com

相关研究

- 《恺英网络 (002517.SZ)：一季度业绩同比高增，境外业务高速扩张》 2025-04-25
- 《恺英网络 (002517.SZ)：国内海外上线多款新游，优质 IP 产品储备丰富》 2024-10-29
- 《恺英网络 (002517.SZ)：上半年业绩显著增长，境外新游表现卓越》 2024-08-23

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4550	5091	6117	7197	8601
现金	2807	3269	3996	4792	5921
应收票据及应收账款	1048	915	1083	1224	1358
其他应收款	73	25	30	34	38
预付账款	252	418	484	533	581
存货	20	25	29	31	34
其他流动资产	351	439	495	583	669
非流动资产	2061	2936	3669	4346	5014
长期投资	518	506	493	480	467
固定资产	17	18	13	8	10
无形资产	31	323	557	775	978
其他非流动资产	1494	2090	2607	3083	3558
资产总计	6610	8026	9786	11543	13615
流动负债	1350	1382	1625	1803	1978
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	442	450	522	575	626
其他流动负债	908	931	1102	1228	1351
非流动负债	22	98	129	129	129
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	98	129	129	129
负债合计	1372	1480	1754	1932	2107
少数股东权益	-6	-1	-2	-3	-5
股本	1515	1515	1515	1515	1515
资本公积	509	532	432	332	232
留存收益	3634	4831	6385	8165	10163
归属母公司股东权益	5244	6548	8035	9614	11513
负债和股东权益	6610	8026	9786	11543	13615

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1706	1754	2239	2528	2830
净利润	1581	1628	2104	2410	2706
折旧摊销	116	129	210	237	246
财务费用	1	3	3	3	3
投资损失	-79	-3	-32	-46	-54
营运资金变动	29	-27	-76	-76	-70
其他经营现金流	59	26	31	1	1
投资活动现金流	-378	-910	-897	-899	-891
资本支出	-190	-263	-376	-376	-376
长期投资	-187	-668	-481	-481	-481
其他投资现金流	0	20	-41	-42	-34
筹资活动现金流	-1064	-400	-615	-834	-811
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	0	0	0
资本公积增加	-237	22	-100	-100	-100
其他筹资现金流	-827	-422	-515	-734	-711
现金净增加额	269	447	727	796	1129

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4295	5118	6142	6940	7704
营业成本	710	958	1112	1223	1333
营业税金及附加	19	18	21	24	26
营业费用	1177	1735	2039	2318	2573
管理费用	286	202	227	271	300
研发费用	527	598	712	791	878
财务费用	-58	-55	-30	-37	-45
资产减值损失	-30	-3	0	0	0
其他收益	41	47	55	62	69
公允价值变动收益	9	-26	0	0	0
投资净收益	79	3	32	46	54
资产处置收益	1	1	0	0	0
营业利润	1698	1675	2148	2460	2761
营业外收入	3	2	0	0	0
营业外支出	3	4	1	1	1
利润总额	1697	1673	2147	2459	2761
所得税	117	46	43	49	55
净利润	1581	1628	2104	2410	2706
少数股东损益	119	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	1462	1628	2105	2411	2707
EBITDA	1697	1774	2327	2659	2961
EPS (元/股)	0.68	0.76	0.99	1.13	1.27

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	15.3	19.2	20.0	13.0	11.0
营业利润(%)	26.6	-1.3	28.2	14.5	12.3
归属母公司净利润(%)	42.6	11.4	29.3	14.5	12.3
获利能力					
毛利率(%)	83.5	81.3	81.9	82.4	82.7
净利率(%)	34.0	31.8	34.3	34.7	35.1
ROE(%)	27.9	24.9	26.2	25.1	23.5
ROIC(%)	28.0	24.1	25.5	24.4	22.9
偿债能力					
资产负债率(%)	20.8	18.4	17.9	16.7	15.5
净负债比率(%)	-53.3	-48.4	-48.4	-48.8	-50.5
流动比率	3.4	3.7	3.8	4.0	4.3
速动比率	3.1	3.3	3.4	3.6	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	4.5	5.2	6.2	6.0	6.0
应付账款周转率	1.9	2.1	2.3	2.2	2.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.76	0.99	1.13	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.82	1.05	1.18	1.32
每股净资产(最新摊薄)	2.45	3.06	3.76	4.50	5.39
估值比率					
P/E	34.0	30.5	23.6	20.6	18.4
P/B	9.5	7.6	6.2	5.2	4.3
EV/EBITDA	12.5	14.7	19.7	16.9	14.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月29日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com