

恺英网络(002517)

报告日期: 2025年08月31日

海外营收高增, 持续深入布局 AI

——恺英网络点评报告

投资要点

- 事件: 公司 8 月 29 日披露 2025 年中报**
 1H25, 公司实现营收 25.78 亿元, 同比+0.89%; 实现归母净利润 9.50 亿元, 同比+17.41%; 扣非净利润 9.39 亿元, 同比+17.18%。其中, 25Q2, 公司营收 12.25 亿元 (YoY-1.80%, QoQ-9.43%); 归母净利润 4.32 亿元 (YoY+12.79%, QoQ-16.64%)。
- 收入端: 海外营收高增**
 1H25, 公司实现营收 25.78 亿元, 同比+0.89%。主因经典 IP 的长线运营以及新游的成功出海。具体来说, 存量游戏方面, 主要由《原始传奇》《热血合击》《天使之战》《永恒联盟》《敢达争锋对决》《仙剑奇侠传: 新的开始》等构成基本盘。同时, 《仙剑奇侠传: 新的开始》海外版上线后, 中国澳门 iOS 免费榜第一、中国台湾 Google Play 免费榜第一、中国香港两大平台前十; 《龙之谷世界》于 2025 年 2 月上线, 复刻经典端游 IP, 首月流水破亿, 贡献营收和利润增量。公司境外 (中国港澳台地区与海外) 业务 1H25 营收高增, 营收 2.02 亿元, 同比+59.6%。
- 成本端: 销售费用优化明显, 研发费用保持高位**
 营业成本来看, 25Q2 毛利率 81.07% (YoY-0.91pct, QoQ-2.5pct), 总体保持稳定; 费用端来看, 25Q2 销售费用 4.07 亿元 (YoY-13.69%, QoQ-11.20%), 费用率 33.26% (YoY-4.58pct, QoQ-0.66pct)。我们认为投放效率提升推动营销费用下降。
 25Q2 研发费用 1.34 亿元 (YoY+13.59%, QoQ+32.59%), 费用率 10.90% (YoY+1.48pct, QoQ+3.45pct)。公司长期重视研发, 特别是近期 AI 项目增多, 研发费用和费率上升。
 25Q2 管理费用 0.38 亿元 (YoY-13.87%, QoQ-5.05%), 费用率 3.12% (YoY-0.44pct, QoQ+0.15pct)。
- 传奇盒子新增量, 游戏储备丰富**
 传奇盒子由公司旗下浙江闲趣互娱网络科技有限公司负责运营, 定位于传奇类游戏玩家的垂直生态社区, 涵盖游戏下载、直播互动、交易服务、语音社交等多种功能, 其不仅是下载入口, 更有每日更新的玩法推荐和多维度的社群机制, 直播等功能, 同时还上线云手机功能。传奇盒子提升了用户体验, 也为厂商在投放效率、用户留存和生命周期管理上带来了显著价值。
- 展望未来, 公司储备多维 IP**
 公司凭借多维 IP 储备与 AI 技术深度赋能, 有望持续优化产品矩阵。IP 储备方面, 已获得《斗罗大陆》《盗墓笔记》《信长之野望》等顶级 IP 授权。《盗墓笔记: 启程》《三国: 天下归心》等新游有望年内上线; AI 游戏方面, 投资 AI 陪伴应用《EVE》, 探索“游戏+社交”的全新形态, 同样年内有望上线。
- 投资建议**
 我们看好公司年内充实的产品线以及各 AI 项目给公司带来的重要投资收益及技术储备, 预计公司 2025-2027 年营收分别为 61/71/78 亿元, 归母净利润分别为 21/25/28 亿元, 当前股价对应 P/E 分别为 24/20/18 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示**
 新游上线进度或质量不及预期, 宏观经济增速放缓导致可选消费受损等。

投资评级: 买入(维持)

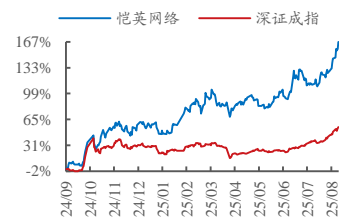
分析师: 冯翠婷
 执业证书号: S1230525010001
 fengcuiting@stocke.com.cn

分析师: 陈磊
 执业证书号: S1230521090002
 chenlei01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 23.27
总市值(百万元)	49,715.03
总股本(百万股)	2,136.44

股票走势图



相关报告

- 1 《25Q1 利润高增且后续产品线丰富, 《EVE》开放内测预约》 2025.04.26
- 2 《在研产品线品类丰富, 回购注销提振信心》 2025.01.13

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,118	6,125	7,053	7,802
(+/-) (%)	19.16%	19.67%	15.15%	10.61%
归母净利润	1,628	2,074	2,503	2,804
(+/-) (%)	11.41%	27.36%	20.67%	12.06%
每股收益(元)	0.76	0.97	1.17	1.31
P/E	30.53	23.97	19.87	17.73

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,091	7,563	9,285	10,822
现金	3,269	5,063	6,359	7,616
交易性金融资产	30	30	30	30
应收账款	915	1,891	2,195	2,418
其它应收款	25	102	118	130
预付账款	418	342	423	445
存货	25	16	20	21
其他	409	119	140	162
非流动资产	2,936	3,188	3,422	3,650
金融资产类	695	735	776	816
长期投资	506	656	826	986
固定资产	18	37	48	60
无形资产	323	295	259	224
在建工程	2	2	2	2
其他	1,393	1,463	1,511	1,562
资产总计	8,026	10,751	12,707	14,472
流动负债	1,382	1,645	2,008	2,132
短期借款	0	0	0	0
应付款项	450	411	509	535
预收账款	0	0	0	0
其他	931	1,233	1,499	1,597
非流动负债	98	378	391	403
长期借款	0	0	0	0
其他	98	378	391	403
负债合计	1,480	2,023	2,400	2,535
少数股东权益	(1)	63	140	227
归属母公司股东权	6,548	8,665	10,167	11,709
负债和股东权益	8,026	10,751	12,707	14,472

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,754	2,003	2,576	2,798
净利润	1,628	2,138	2,580	2,891
折旧摊销	129	68	66	70
财务费用	3	3	4	5
投资损失	(3)	(10)	(11)	(7)
营运资金变动	(27)	(465)	(62)	(156)
其它	26	268	(1)	(4)
投资活动现金流	(910)	(265)	(288)	(287)
资本支出	(263)	(35)	(21)	(25)
长期投资	(668)	(190)	(211)	(200)
其他	20	(40)	(56)	(62)
筹资活动现金流	(400)	57	(992)	(1,255)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(400)	57	(992)	(1,255)
现金净增加额	447	1,794	1,296	1,257

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,118	6,125	7,053	7,802
营业成本	958	1,139	1,411	1,482
营业税金及附加	18	21	25	27
营业费用	1,735	2,021	2,187	2,418
管理费用	202	215	247	289
研发费用	598	570	621	694
财务费用	(55)	(29)	(47)	(59)
资产减值损失	(3)	0	0	0
公允价值变动损益	(26)	0	0	0
投资净收益	3	10	11	7
其他经营收益	47	17	51	36
营业利润	1,675	2,216	2,675	2,995
营业外收支	(2)	(1)	(1)	1
利润总额	1,673	2,216	2,674	2,996
所得税	46	78	94	105
净利润	1,628	2,138	2,580	2,891
少数股东损益	(1)	64	77	87
归属母公司净利润	1,628	2,074	2,503	2,804
EBITDA	1,774	2,255	2,693	3,007
EPS (最新摊薄)	0.76	0.97	1.17	1.31

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	19.16%	19.67%	15.15%	10.61%
营业利润	-1.35%	32.34%	20.67%	12.00%
归属母公司净利润	11.41%	27.36%	20.67%	12.06%
获利能力				
毛利率	81.28%	81.40%	80.00%	81.00%
净利率	31.82%	33.86%	35.48%	35.95%
ROE	24.87%	23.94%	24.62%	23.95%
ROIC	24.08%	23.86%	24.30%	23.47%
偿债能力				
资产负债率	18.43%	18.82%	18.89%	17.52%
净负债比率	-48.42%	-56.70%	-60.46%	-62.64%
流动比率	3.68	4.60	4.62	5.08
速动比率	3.26	4.31	4.33	4.78
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.65	0.60	0.57
应收账款周转率	5.25	5.05	4.28	4.19
应付账款周转率	2.15	2.64	3.06	2.84
每股指标(元)				
每股收益	0.76	0.97	1.17	1.31
每股经营现金	0.82	0.94	1.21	1.31
每股净资产	3.06	4.06	4.76	5.48
估值比率				
P/E	30.53	23.97	19.87	17.73
P/B	7.59	5.74	4.89	4.25
EV/EBITDA	14.73	19.85	16.14	14.05

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>