

恺英网络 (002517.SZ)

传奇生态巩固+多 IP 新品密集上线, 新一轮回购开启彰显公司长期信心

公司发布 25H1 报告, 实现营业收入 25.78 亿, 同比增长 0.89%; 实现归母净利润 9.50 亿元, 同比增长 17.41%; 实现归母扣非净利润 9.39 亿元, 同比增长 17.18%; 单季度看, 25Q2 实现营业收入 12.25 亿元, 同比下降 1.8%; 实现归母净利润 4.32 亿元, 同比增长 12.8%; 实现归母扣非净利润 4.23 亿元, 同比增长 12.2%。同时, 公司将使用自有资金回购公司股份, 资金总额不超过 2 亿元不低于 1 亿元, 回购股份价格不超过 29.33 元/股。

□ 巩固经典传奇品类与传奇盒子一站式生态, 推动非传奇赛道与创新业务协同, 带动整体增长。国内方面, 上半年依托自研与代理 IP 推出《龙之谷世界》《数码宝贝: 源码》《热血江湖: 归来》等并取得亮眼表现, 且《斗罗大陆: 诛邪传说》《三国: 天下归心》《盗墓笔记: 启程》《古龙群侠传》《笑傲江湖: 群侠传》《彩虹岛: 冒险》《仙境传说之约定好的冒险》《境界: 魂之激斗》《神奇冒险团》《斗罗大陆: 魂师大作战》《大富翁: 头号赢家》等多款获版号新品将于今年下半年至明年初集中上线; 海外方面, RPG 新品《MU Immortal》登顶欧美多国 iOS RPG 免费榜, 首款 SLG《信长之野望: 通往天下之道》在日本上线首日表现亮眼, “全民江湖” (韩国版) 与《派对不兽控》在韩国及港澳台市场实现突破, 公司推进一款 SLG 新品研发测试、加大《怪物联萌》《天使之战》全球推广, 带动 2025 年上半年海外营收达 2.02 亿元, 同比增 59.57%; 在 IP 层面, 公司一方面继续深耕《传奇》《传世》, 另一方面孵化“暖星谷梦游记”等原创 IP 并引入拳皇、射雕三部曲、黑猫警长、奥特曼等, 结合手游/小程序/短视频多渠道分发以覆盖更广人群, 契合行业数据显示游戏对 IP 变现贡献占比超 73% 的趋势。

□ 在手储备产品丰富, 逐步进入产品释放期。AI 游戏方向, 公司投资的 EVE 近日发布第一支 AI 陪伴女性向游戏 PV, 预计上线时间已临近。25 年 1 月 15 日《斗罗大陆: 诛邪传说》开始测试, 《龙之谷世界》于 2 月 20 日正式上线, 《数码宝贝: 源码》4 月 25 日公测, 《Seven Glory Road》7 月 25 日韩国全平台公测, 8 月 27 日《热血江湖: 归来》全平台公测。储备中的自研产品包括但不限于: 《斗罗大陆: 诛邪传说》《王者传奇 2》《盗墓笔记: 启程》(已于 24 年 8 月初开始预约)《纳萨力克: 崛起》《三国: 天下归心》《代号: DR》《BLEACH 千年血战篇》和《奥特曼》; 此外还有《龙腾传奇》等众多游戏产品储备。代理产品方面, 公司预计未来会发行《古龙群侠传》《开心小矿工》《三国: 天下归心》。

□ 7 月 8 日, 公司全资子公司闲趣互娱与天穹互动签署《热血传奇》及《传奇世界》授权许可协议, 许可协议约定天穹互动授权闲趣互娱基于传奇、传世游戏及游戏要素独家开发、运营、推广专注于传奇、传世游戏社区的盒子产品。7 月 23 日, 双方进一步深化合作, 闲趣互娱运营的传奇盒子将为传奇 IP 被授权方开设游戏品牌专区, 用于展示、推广其所运营的《热血传奇》《传奇世界》衍生游戏, 同时, 传奇盒子通过游戏直播等服务为衍生游戏打造传奇、传世用户平台社区生态。7 月 23 日, 公司与天穹互娱签署合作, 作为品牌专区入驻厂商, 三九互娱携手天穹互娱每年支付 1 亿元用于其在传奇盒子品牌

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/传媒
目标估值: NA
当前股价: 23.27 元

基础数据

总股本 (百万股)	2136
已上市流通股 (百万股)	1889
总市值 (十亿元)	49.7
流通市值 (十亿元)	44.0
每股净资产 (MRQ)	3.8
ROE (TTM)	21.6
资产负债率	18.3%
主要股东	金锋
主要股东持股比例	14.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	46	172
相对表现	18	30	135

标题 成交量 恺英网络

Sep/24 Dec/24 Apr/25 Aug/25

资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《恺英网络 (002517) —AI 陪伴游戏上线在即, 25Q1 增速超预期》2025-05-01
- 2、《恺英网络 (002517) —新品斗罗即将测试, 变更回购用途并注销》2025-01-12
- 3、《恺英网络 (002517) —收入利润加速增长, 后续新品储备丰富》2024-10-30

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

专区的展示；8月1日与贪玩达成合作，体量为2亿元；8月6日与掌玩科技达成合作，合作体量为1.5亿元。

- **维持“强烈推荐”投资评级。**考虑到公司后续储备产品逐步上线进入释放期，我们预计公司25-27年营业收入分别为61.67/70.00/78.05亿元，归母净利润21.93/25.21/28.55亿元，对应当前股价市盈率分别为22.7/19.7/17.4倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：新游上线不及预期风险、买量成本上升、研发进度不及预期风险等。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4295	5118	6167	7000	7805
同比增长	15%	19%	21%	14%	12%
营业利润(百万元)	1698	1675	2252	2589	2933
同比增长	27%	-1%	34%	15%	13%
归母净利润(百万元)	1462	1628	2193	2521	2855
同比增长	43%	11%	35%	15%	13%
每股收益(元)	0.68	0.76	1.03	1.18	1.34
PE	34.0	30.5	22.7	19.7	17.4
PB	9.5	7.6	5.7	4.8	4.1

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4550	5091	7788	9577	11588
现金	2807	3269	5469	6948	8765
交易性投资	0	30	30	30	30
应收票据	0	12	15	17	19
应收款项	1048	902	1337	1486	1575
其它应收款	73	25	30	34	38
存货	20	25	26	27	32
其他	603	827	881	1034	1129
非流动资产	2061	2936	2324	2281	2244
长期股权投资	518	506	427	440	458
固定资产	17	18	16	16	15
无形资产商誉	883	1175	1058	952	857
其他	642	1238	822	873	914
资产总计	6610	8026	10112	11858	13832
流动负债	1350	1382	1322	1423	1540
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	442	450	564	578	628
预收账款	172	180	235	265	265
其他	736	751	523	580	647
长期负债	22	98	58	62	72
长期借款	0	0	0	0	0
其他	22	98	58	62	72
负债合计	1372	1480	1380	1484	1613
股本	1515	1515	2136	2136	2136
资本公积金	169	267	370	370	370
留存收益	3560	4765	6228	7871	9718
少数股东权益	(6)	(1)	(2)	(4)	(5)
归属于母公司所有者权益	5244	6548	8734	10378	12225
负债及权益合计	6610	8026	10112	11858	13832

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1706	1754	1738	2353	2821
净利润	1581	1628	2191	2519	2854
折旧摊销	95	103	168	147	130
财务费用	1	3	(55)	(55)	(55)
投资收益	(79)	(3)	(36)	(48)	(30)
营运资金变动	106	35	(539)	(212)	(80)
其它	2	(11)	8	2	2
投资活动现金流	(378)	(910)	481	(55)	(62)
资本支出	(191)	(264)	(6)	(6)	(6)
其他投资	(187)	(647)	487	(49)	(56)
筹资活动现金流	(1064)	(400)	(19)	(819)	(942)
借款变动	(516)	(17)	(27)	0	0
普通股增加	0	0	621	0	0
资本公积增加	(437)	99	103	0	0
股利分配	(152)	(606)	(730)	(877)	(1008)
其他	40	124	15	59	66
现金净增加额	264	444	2200	1479	1817

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4295	5118	6167	7000	7805
营业成本	710	958	1172	1260	1327
营业税金及附加	19	18	21	24	27
营业费用	1177	1735	1850	2135	2381
管理费用	286	202	244	277	309
研发费用	527	598	697	791	882
财务费用	(58)	(55)	(55)	(55)	(55)
资产减值损失	(66)	(10)	(22)	(27)	(31)
公允价值变动收益	9	(26)	(12)	(8)	(9)
其他收益	41	47	24	21	18
投资收益	79	3	23	35	21
营业利润	1698	1675	2252	2589	2933
营业外收入	3	2	0	0	0
营业外支出	3	4	0	0	0
利润总额	1697	1673	2252	2589	2933
所得税	117	46	61	70	80
少数股东损益	119	(1)	(1)	(1)	(2)
归属于母公司净利润	1462	1628	2193	2521	2855

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	15%	19%	21%	14%	12%
营业利润	27%	-1%	34%	15%	13%
归母净利润	43%	11%	35%	15%	13%
获利能力					
毛利率	83.5%	81.3%	81.0%	82.0%	83.0%
净利率	34.0%	31.8%	35.6%	36.0%	36.6%
ROE	30.1%	27.6%	28.7%	26.4%	25.3%
ROIC	31.0%	26.6%	27.9%	25.8%	24.8%
偿债能力					
资产负债率	20.8%	18.4%	13.6%	12.5%	11.7%
净负债比率	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.4	3.7	5.9	6.7	7.5
速动比率	3.4	3.7	5.9	6.7	7.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
存货周转率	47.2	43.3	46.5	47.6	44.7
应收账款周转率	4.5	5.2	5.4	4.9	5.0
应付账款周转率	1.9	2.1	2.3	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	0.68	0.76	1.03	1.18	1.34
每股经营净现金	0.80	0.82	0.81	1.10	1.32
每股净资产	2.45	3.06	4.09	4.86	5.72
每股股利	0.14	0.28	0.41	0.47	0.53
估值比率					
PE	34.0	30.5	22.7	19.7	17.4
PB	9.5	7.6	5.7	4.8	4.1
EV/EBITDA	27.7	28.0	19.3	17.0	15.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。