

传媒

报告日期：2025年09月01日

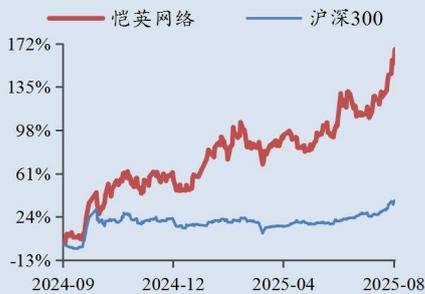
新游全球发行提振业绩，AI 前沿布局深化生态

——恺英网络（002517.SZ）2025年半年报业绩点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

最近一年走势



市场数据

2025年08月29日

当前价格（元）	23.27
52周价格区间（元）	8.55-23.36
总市值（百万元）	49,715.03
流通市值（百万元）	43,999.70
总股本（万股）	213,644.32
流通股（万股）	189,083.37
近一月换手（%）	67.55

分析师：孙伯文

执业证书编号：S0230523080004

邮箱：sunbw@hlzq.com

分析师：王佳琪

执业证书编号：S0230525040001

邮箱：wangjq@hlzq.com

相关阅读

《精品游戏矩阵驱动业绩增长，关注 AI 应用布局——恺英网络（002517.SZ）2024 年报及 2025 一季报点评》2025.04.30

《深耕游戏细分领域，构建海外发行网络——恺英网络（002517.SZ）公司深度研究》2025.02.05

《深耕游戏细分领域，构建海外发行网络——恺英网络（002517.SZ）深度研究报告》2024.09.27

事件：

2025年8月30日，公司发布2025年半年报。报告期内，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%。其中信息服务业务实现营业收入6.57亿元，同比增长65.33%，毛利率同比增加1.84%，达到90.74%。

观点：

➤ **在研游戏储备丰富，海外发行成果显著。**公司坚持聚焦游戏主业、推进“IP 品类+创新品类”战略，目前产品主要分为复古情怀类游戏与创新精品类游戏。旗下冒险手游《龙之谷世界》公测首日荣登 AppStore 游戏榜 TOP1，总榜 TOP2；《天使之战》在港澳台、韩国、东南亚上线后，海外营收占比提升明显；《敢达争锋对决》港台版本上线后迅速取得 iOS 免费榜第一；《仙剑奇侠传：新的开始》海外版上线后成功登上澳门 iOS 免费榜第一、台湾 Google Play 免费榜第一及香港双榜前列，并荣获“2024 十佳海外表现游戏”奖项。成熟的长周期运营能力和精准的产品引入机制，为公司海外市场拓展提供了保障。

➤ **AI+IP 深度融合，构建沉浸式互动新生态。**公司通过战略投资、反哺主页，积极布局 AI 前沿应用。公司投资自然选择旗下全球首款 3DAI 陪伴应用 EVE，集成多模态与情感大模型，实现沉浸式人机交互；并布局大朋 VRAI 眼镜，接入百度千帆与 DeepSeek-R1/V3 系列模型，提供语音、场景识别等智能功能。此外，公司自研的“形意大模型”与“织梦”大模型，有效提升开发效率并推动游戏研发自动化与协同化。在 IP 领域，公司积累“奥特曼”等知名 IP，并重点孵化中华优秀传统文化原创 IP《岁时令》，荣获国家社科基金支持，通过 AI 衍生、VR 虚拟人 AI 短剧等形式强化 IP 内容全球化传播。

➤ **盈利预测及投资评级：**考虑到公司持续探索 AI 技术应用，建立高效的产品引入机制，并坚持精细化运营长周期精品。我们预测公司 2025-2027 年收入为 61.32 亿元/72.23 亿元/78.66 亿元。归母净利润为 22.25 亿元/26.05 亿元/27.91 亿元。对应公司 2025 年 8 月 29 日股价 2025-2027 年 PE 分别为 22.3/19.1/17.8 倍。参考可比公司三七互娱、巨人网络、神州泰岳，我们看好公司主业的稳健增长和积极布局境外市场带来的增量机会，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**1) 游戏行业政策变动风险。2) AI 技术潜在风险。3)

竞争加剧导致盈利空间受限风险。4) 核心人才流失风险。5) 外部环境风险。

➤ 盈利预测简表

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,295	5,118	6,132	7,223	7,866
增长率（%）	15.30	19.16	19.80	17.80	8.90
归母净利润（百万元）	1,462	1,628	2,225	2,605	2,791
增长率（%）	42.57	11.41	36.63	17.10	7.11
ROE（%）	30.17	24.86	25.80	23.36	20.15
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.68	0.76	1.04	1.22	1.31
市盈率（P/E）	16.4	18.0	22.3	19.1	17.8
市净率（P/B）	4.8	4.8	5.8	4.5	3.6

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 1：可比公司估值

重点公司	股票	2025/08/29	2025/08/29	EPS（元）					PE				
				代码	名称	股价（元）	市值（亿元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A
002555.SZ	三七互娱	19.69	435.59	1.20	1.21	1.30	1.41	1.52	15.7	13.0	15.2	13.9	12.9
002558.SZ	巨人网络	31.60	611.38	0.59	0.78	1.06	1.41	1.58	20.2	17.2	30.0	22.3	19.9
300002.SZ	神州泰岳	13.80	271.47	0.46	0.73	0.62	0.77	0.86	19.6	15.9	22.3	18.1	16.0
/	可比公司 均值	/	/	0.75	0.91	0.99	1.20	1.32	18.5	15.4	22.5	18.1	16.3
002517.SZ	恺英网络	23.27	497.15	0.68	0.76	1.04	1.22	1.31	16.4	18.0	22.3	19.1	17.8

数据来源：iFinD，华龙证券研究所；注：恺英网络盈利预测来自华龙证券研究所，其余标的盈利预测均来自同花顺一致预期。

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,550	5,091	7,831	10,025	13,232	营业收入	4,295	5,118	6,132	7,223	7,866
现金	2,807	3,269	5,444	7,615	10,500	营业成本	710	958	1,289	1,430	1,471
应收票据及应收账款	1,048	915	1,436	1,333	1,683	税金及附加	19	18	27	31	32
其他应收款	73	25	93	46	105	销售费用	1,177	1,735	1,503	1,939	2,215
预付账款	252	418	385	560	469	管理费用	286	202	337	371	418
存货	20	25	35	31	37	研发费用	527	598	797	915	976
其他流动资产	351	439	439	439	439	财务费用	-58	-55	-68	-89	-94
非流动资产	2,061	2,936	2,902	2,866	2,805	资产和信用减值损失	-67	-11	17	12	1
长期股权投资	518	506	495	489	481	其他收益	41	47	34	39	40
固定资产	17	18	18	17	11	公允价值变动收益	9	-26	-12	-8	-9
无形资产	31	323	329	336	344	投资净收益	79	3	42	31	40
其他非流动资产	1,494	2,090	2,059	2,024	1,968	资产处置收益	1	1	0	0	1
资产总计	6,610	8,026	10,733	12,891	16,037	营业利润	1,698	1,675	2,329	2,701	2,920
流动负债	1,350	1,382	2,014	1,649	2,099	营业收入	3	2	143	170	80
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	3	4	125	155	72
应付票据及应付账款	442	450	750	582	788	利润总额	1,697	1,673	2,347	2,716	2,928
其他流动负债	908	931	1,265	1,067	1,312	所得税	117	46	124	112	139
非流动负债	22	98	100	95	96	净利润	1,581	1,628	2,224	2,604	2,789
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	119	-1	-1	-1	-2
其他非流动负债	22	98	100	95	96	归属母公司净利润	1,462	1,628	2,225	2,605	2,791
负债合计	1,372	1,480	2,114	1,743	2,195	EBITDA	1,853	1,837	2,525	2,917	3,150
少数股东权益	-6	-1	-2	-4	-5	EPS (元)	0.68	0.76	1.04	1.22	1.31
股本	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515						
资本公积	509	532	532	532	532						
留存收益	3,634	4,831	6,900	9,277	11,763						
归属母公司股东权益	5,244	6,548	8,621	11,151	13,847						
负债和股东权益	6,610	8,026	10,733	12,891	16,037						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,706	1,754	2,345	2,244	2,960
净利润	1,581	1,628	2,224	2,604	2,789
折旧摊销	95	103	125	146	166
财务费用	-58	-55	-68	-89	-94
投资损失	-79	-3	-42	-31	-40
营运资金变动	29	-27	111	-376	130
其他经营现金流	139	109	-4	-10	8
投资活动现金流	-378	-910	-60	-86	-74
资本支出	191	264	99	122	112
长期投资	-187	-668	10	6	8
其他投资现金流	1	21	29	29	30
筹资活动现金流	-1,064	-400	-110	13	-1
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	0	0	0
其他筹资现金流	-827	-422	-110	13	-1
现金净增加额	269	447	2,175	2,171	2,885

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	15.30	19.16	19.80	17.80	8.90
营业利润同比增速(%)	26.63	-1.35	39.09	15.96	8.11
归属于母公司净利润同比增速(%)	42.57	11.41	36.63	17.10	7.11
获利能力					
毛利率(%)	83.47	81.28	78.98	80.20	81.30
净利率(%)	36.80	31.80	36.27	36.05	35.46
ROE(%)	30.17	24.86	25.80	23.36	20.15
ROIC(%)	31.15	25.65	26.38	23.82	20.52
偿债能力					
资产负债率(%)	20.75	18.43	19.70	13.52	13.69
净负债比率(%)	-53.35	-49.52	-63.16	-68.31	-75.86
流动比率	3.37	3.68	3.89	6.08	6.30
速动比率	3.11	3.26	3.61	5.63	5.99
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.70	0.65	0.61	0.54
应收账款周转率	4.51	5.25	5.10	5.20	5.30
应付账款周转率	1.88	2.15	2.10	2.08	2.12
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.76	1.04	1.22	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	1.16	1.10	1.05	1.39
每股净资产(最新摊薄)	3.46	4.32	4.04	5.22	6.48
估值比率					
P/E	16.4	18.0	22.3	19.1	17.8
P/B	4.8	4.8	5.8	4.5	3.6
EV/EBITDA	17.52	17.42	11.79	9.47	7.85

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046