

分析师: 乔琪
登记编码: S0730520090001
qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

传奇盒子高速增长, AI 产业多元布局

——恺英网络(002517)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

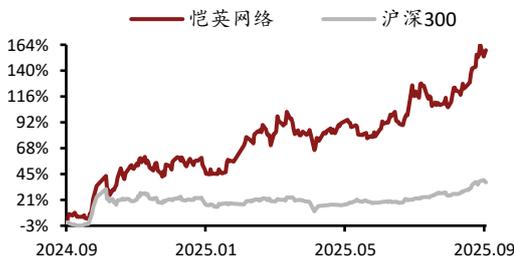
市场数据(2025-09-03)

| | |
|-------------|------------|
| 收盘价(元) | 22.84 |
| 一年内最高/最低(元) | 23.27/9.18 |
| 沪深 300 指数 | 4,459.83 |
| 市净率(倍) | 5.95 |
| 流通市值(亿元) | 431.46 |

基础数据(2025-06-30)

| | |
|--------------|-----------------------|
| 每股净资产(元) | 3.84 |
| 每股经营现金流(元) | 0.34 |
| 毛利率(%) | 82.38 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 11.58 |
| 资产负债率(%) | 18.28 |
| 总股本/流通股(万股) | 213,644.32/188,904.56 |
| B 股/H 股(万股) | 0.00/0.00 |

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《恺英网络(002517)年报点评: 2025Q1 业绩高增, AI》 2025-04-29

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 09 月 04 日

2025H1 公司营业收入 25.78 亿元, 同比增加 0.89%; 归母净利润 9.50 亿元, 同比增加 17.41%; 扣非后归母净利润 9.39 亿元, 同比增加 17.18%。2025Q2 营业收入 12.25 亿元, 同比减少 1.80%, 环比减少 9.43%; 归母净利润 4.32 亿元, 同比增加 12.79%, 环比减少 16.64%; 扣非后归母净利润 4.23 亿元, 同比增加 12.14%, 环比减少 18.04%。

投资要点:

- **费用管控能力提升增厚利润。**2025H1 公司毛利率 82.38%, 同比提升 0.37pct, 净利率 36.83%, 同比提升 5.17pct。受益于对各项费用管控能力的提升, 公司净利率提升幅度显著优于毛利率提升幅度。2025H1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 33.61%/3.04%/9.09%, 同比分别变动-3.80pct/-0.64pct/+0.15pct。

业务分拆角度, 2025H1 公司移动游戏营业收入 18.83 亿元, 同比减少 10.14%, 毛利率 79.67%, 同比下滑 1.06pct; 信息服务营业收入 6.57 亿元, 同比增加 65.33%, 毛利率 90.74%, 同比提升 1.84pct; 网页游戏营业收入 3878.93 万元, 同比减少 38.41%, 毛利率 72.28%, 同比下滑 9.12pct。境内营业收入 23.76 亿元, 同比减少 2.16%, 毛利率 83.91%, 同比提升 0.30pct; 境外营业收入 2.02 亿元, 同比增加 59.57%, 毛利率 64.31%, 同比提升 13.00pct。

- **游戏盒子产品提供增量。**2025H1 公司信息服务业务的收入大幅提升主要是来自于全资子公司闲趣互娱研发运营的游戏服务平台——996 传奇盒子, 集游戏、直播、电竞、小说、短剧、资讯、语聊为一体的社区平台。7 月与 8 月, 闲趣互娱先后与三九互娱(每年 1 亿元)、中旭未来(2 亿元)、掌玩游戏(1.5 亿元)达成合作, 用于进行品牌专区的开设、游戏的展示推广运营、游戏代言宣传等, 预计将为公司带来增量。

- **储备多个产品已获版号。**游戏业务方面, 《原始传奇》《天使之战》等经典产品表现优异; 新品《龙之谷世界》公测首日在 AppStore 游戏榜排名第一, 《数码宝贝: 源码》进入 App Store 免费榜第二; 《热血江湖: 归来》于 8 月 27 日上线。公司旗下《盗墓笔记: 启程》《古龙群侠传》《笑傲江湖: 群侠传》《三国: 天下归心》《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: 诛邪传说》《斗罗大陆: 魂师大作战》《大富翁: 头号赢家》《烟雨龙城》《荒野守则》《三国特攻队》等游戏已经获得版号; 《代号: 奥特曼》《代号: 拳皇》《代号: 黑猫警长》《代号: 轩辕剑》等重点产品蓄势待发。

- **AI 矩阵多元布局。**投资企业自然选择旗下的全球首款 3D AI 智能陪伴应用《EVE》7 月完成首轮测试。投资企业乐相科技（大朋 VR）8 月 28 日发布首款 AI 眼镜产品 DPVR AI Glasses，深度集成百度智能云千帆大模型平台，搭载 DeepSeek-R1/V3 系列模型，为用户提供语音识图、内容问答、场景识别等智能交互功能。公司 AI 潮玩品牌《暖星谷梦游记》主打 12-35 岁人群的情感陪伴需求，旗下晚安羊和不忧鸟两款智能玩偶内置 AI 芯片，具备情绪识别、体感互动、智能交流等基本功能。专为游戏行业打造的 AI 全流程开发平台《SOON》7 月首次亮相，实现了从美术资产到代码部署全流程的自动化操作，极大缩短了传统游戏开发周期。
- **回购计划迅速完成，股权激励、员工持股调动核心人员积极性。**公司拟通过集中竞价交易方式回购公司股份，回购资金总额 1 亿元-2 亿元，回购股份价格不超过 29.33 元/股，回购的股份将用于后续的员工持股计划、股权激励计划。截至 9 月 3 日公司已完成此次回购，成交总额金额 2 亿元，累计回购 895.28 万股。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2025-2027 年公司归母净利润为 20.38 亿元、23.41 亿元、25.38 亿元，按照 9 月 3 日收盘价，对应 PE 为 23.94 倍、20.85 倍、19.22 倍。维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；游戏产品表现不及预期；行业政策变化；经济影响文化消费需求

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 4,295 | 5,118 | 5,634 | 6,325 | 6,851 |
| 增长比率（%） | 15.30 | 19.16 | 10.07 | 12.28 | 8.31 |
| 净利润（百万元） | 1,462 | 1,628 | 2,038 | 2,341 | 2,538 |
| 增长比率（%） | 42.57 | 11.41 | 25.14 | 14.85 | 8.44 |
| 每股收益(元) | 0.68 | 0.76 | 0.95 | 1.10 | 1.19 |
| 市盈率(倍) | 33.38 | 29.96 | 23.94 | 20.85 | 19.22 |

资料来源：中原证券研究所，聚源

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 4,550 | 5,091 | 5,952 | 7,562 | 9,325 |
| 现金 | 2,807 | 3,269 | 3,709 | 5,086 | 6,658 |
| 应收票据及应收账款 | 1,048 | 915 | 1,336 | 1,491 | 1,607 |
| 其他应收款 | 73 | 25 | 27 | 30 | 32 |
| 预付账款 | 252 | 418 | 433 | 461 | 498 |
| 存货 | 20 | 25 | 25 | 27 | 29 |
| 其他流动资产 | 351 | 439 | 423 | 466 | 501 |
| 非流动资产 | 2,061 | 2,936 | 4,723 | 4,994 | 5,302 |
| 长期投资 | 518 | 506 | 659 | 812 | 966 |
| 固定资产 | 17 | 18 | 20 | 22 | 29 |
| 无形资产 | 31 | 323 | 345 | 356 | 355 |
| 其他非流动资产 | 1,494 | 2,090 | 3,699 | 3,804 | 3,952 |
| 资产总计 | 6,610 | 8,026 | 10,675 | 12,556 | 14,627 |
| 流动负债 | 1,350 | 1,382 | 1,552 | 1,648 | 1,783 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 22 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 442 | 450 | 546 | 583 | 629 |
| 其他流动负债 | 908 | 931 | 983 | 1,066 | 1,154 |
| 非流动负债 | 22 | 98 | 349 | 329 | 309 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 22 | 98 | 349 | 329 | 309 |
| 负债合计 | 1,372 | 1,480 | 1,901 | 1,977 | 2,092 |
| 少数股东权益 | -6 | -1 | 62 | 134 | 213 |
| 股本 | 1,515 | 1,515 | 1,499 | 1,499 | 1,499 |
| 资本公积 | 509 | 532 | 532 | 532 | 532 |
| 留存收益 | 3,634 | 4,831 | 6,338 | 8,069 | 9,947 |
| 归属母公司股东权益 | 5,244 | 6,548 | 8,712 | 10,444 | 12,322 |
| 负债和股东权益 | 6,610 | 8,026 | 10,675 | 12,556 | 14,627 |

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 | 2,236 | 2,501 | 2,720 |
| 净利润 | 1,581 | 1,628 | 2,101 | 2,413 | 2,617 |
| 折旧摊销 | 116 | 129 | 221 | 240 | 203 |
| 财务费用 | 1 | 3 | 4 | 3 | 1 |
| 投资损失 | -79 | -3 | -34 | -38 | -41 |
| 营运资金变动 | 29 | -27 | -340 | -133 | -77 |
| 其他经营现金流 | 59 | 26 | 284 | 16 | 17 |
| 投资活动现金流 | -378 | -910 | -1,924 | -466 | -463 |
| 资本支出 | -190 | -263 | -150 | -149 | -148 |
| 长期投资 | -187 | -668 | -1,745 | -277 | -277 |
| 其他投资现金流 | 0 | 20 | -30 | -41 | -38 |
| 筹资活动现金流 | -1,064 | -400 | 129 | -657 | -685 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 22 | -22 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | -16 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -237 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -827 | -422 | 123 | -635 | -685 |
| 现金净增加额 | 269 | 447 | 440 | 1,377 | 1,572 |

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 4,295 | 5,118 | 5,634 | 6,325 | 6,851 |
| 营业成本 | 710 | 958 | 984 | 1,049 | 1,133 |
| 营业税金及附加 | 19 | 18 | 23 | 25 | 27 |
| 营业费用 | 1,177 | 1,735 | 1,887 | 2,119 | 2,295 |
| 管理费用 | 286 | 202 | 169 | 190 | 206 |
| 研发费用 | 527 | 598 | 507 | 569 | 617 |
| 财务费用 | -58 | -55 | -54 | -61 | -66 |
| 资产减值损失 | -30 | -3 | -3 | -4 | -4 |
| 其他收益 | 41 | 47 | 39 | 44 | 48 |
| 公允价值变动收益 | 9 | -26 | -8 | -9 | -10 |
| 投资净收益 | 79 | 3 | 34 | 38 | 41 |
| 资产处置收益 | 1 | 1 | 3 | 4 | 4 |
| 营业利润 | 1,698 | 1,675 | 2,174 | 2,497 | 2,708 |
| 营业外收入 | 3 | 2 | 8 | 9 | 10 |
| 营业外支出 | 3 | 4 | 6 | 6 | 7 |
| 利润总额 | 1,697 | 1,673 | 2,177 | 2,501 | 2,712 |
| 所得税 | 117 | 46 | 76 | 88 | 95 |
| 净利润 | 1,581 | 1,628 | 2,101 | 2,413 | 2,617 |
| 少数股东损益 | 119 | -1 | 63 | 72 | 79 |
| 归属母公司净利润 | 1,462 | 1,628 | 2,038 | 2,341 | 2,538 |
| EBITDA | 1,697 | 1,774 | 2,345 | 2,680 | 2,849 |
| EPS (元) | 0.68 | 0.76 | 0.95 | 1.10 | 1.19 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 15.30 | 19.16 | 10.07 | 12.28 | 8.31 |
| 营业利润 (%) | 26.63 | -1.35 | 29.83 | 14.86 | 8.44 |
| 归属母公司净利润 (%) | 42.57 | 11.41 | 25.14 | 14.85 | 8.44 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 83.47 | 81.28 | 82.54 | 83.42 | 83.47 |
| 净利率 (%) | 34.03 | 31.82 | 36.17 | 37.00 | 37.05 |
| ROE (%) | 27.87 | 24.87 | 23.39 | 22.41 | 20.60 |
| ROIC (%) | 28.03 | 24.08 | 23.07 | 22.12 | 20.29 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 20.75 | 18.43 | 17.80 | 15.75 | 14.31 |
| 净负债比率 (%) | 26.19 | 22.60 | 21.66 | 18.69 | 16.69 |
| 流动比率 | 3.37 | 3.68 | 3.84 | 4.59 | 5.23 |
| 速动比率 | 3.11 | 3.26 | 3.46 | 4.21 | 4.85 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.69 | 0.70 | 0.60 | 0.54 | 0.50 |
| 应收账款周转率 | 4.51 | 5.25 | 5.07 | 4.52 | 4.47 |
| 应付账款周转率 | 1.88 | 2.15 | 1.97 | 1.86 | 1.87 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.68 | 0.76 | 0.95 | 1.10 | 1.19 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.80 | 0.82 | 1.05 | 1.17 | 1.27 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 2.45 | 3.06 | 4.08 | 4.89 | 5.77 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 33.38 | 29.96 | 23.94 | 20.85 | 19.22 |
| P/B | 9.31 | 7.45 | 5.60 | 4.67 | 3.96 |
| EV/EBITDA | 12.52 | 14.73 | 19.27 | 16.34 | 14.81 |

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。