

恺英网络 (002517.SZ) Q3 业绩高增，新游及传奇盒子共驱持续成长

2025 年 10 月 30 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

方光照 (分析师)

fangguangzhao@kysec.cn

证书编号: S0790520030004

● O3 业绩亮眼，新游戏上线及传奇盒子共驱成长，维持“买入”评级

公司 2025Q1-3 实现营收 40.75 亿元（同比+3.75%），归母净利润 15.83 亿元（同比+23.70%），扣非归母净利润 15.20 亿元（同比+18.65%）。单 Q3 营收 14.97 亿元（同比+9.1%、环比+22.2%），归母净利润 6.33 亿元（同比+34.51%、环比+46.66%）。2025Q1-3 毛利率为 83.0%（同比+0.8pct），净利率为 38.9%（同比+6.3pct），盈利能力提升主要得益于销售费率同比-3.9pct 以及政府补助增加。我们认为销售费率同比下降或系传奇盒子收入占比提升及推广效率增加。截至 Q3 末，公司合同负债达 3.5 亿元（同比+106%、环比+70%），或反映传奇盒子业务增量未完全兑现，Q4 有望延续高增。我们看好新游戏上线及传奇盒子共驱成长，维持 2025 年并上调 2026-2027 年归母净利润预测至 21.67/27.88/32.82（前值 24.01/26.49）亿元。当前股价对应 PE 为 24.6/19.2/16.3 倍，维持“买入”评级。

● 传奇盒子汇集优质垂类内容，正向飞轮初启，商业化推进或持续贡献增量

截至 2024H1，传奇游戏中国市场累计流水达 3713 亿元，传奇 IP 市场空间广阔。公司旗下传奇盒子获官方独家授权，为玩家提供正版游戏入口及语音、玩家社区等全面配套服务，继 Q3 吸引三九互娱等三家“传奇”大厂入驻后，9 月超 25 款精品游戏陆续入驻，10 月再与顺网科技、顺玩网络达成共建传奇、传世品类 PC 游戏社区合作，后续拟引进超百款传奇类游戏。我们认为优质内容入驻为平台带来新增流量，而平台流量提升亦会吸引更多大厂加入。公司推动平台商业化，开发直播、道具交易台、云游戏等功能，围绕 IP 拓展短剧、小说、数藏等新业态，我们看好流量增长、商业化推进带来的 ARPU 提升共同驱动平台业务高速增长。

● 储备游戏丰富，重磅产品持续测试完善，增长动能强劲

多角色养成手游《仙境传说之约定好的冒险》9月25日起陆续上线微信小游戏及安卓、苹果端，10月入选微信小游戏畅销榜。三国题材 SLG《三国：天下归心》融入交易系统 MMO 元素，有望差异化竞争打开市场，其于10月21日启动付费删档测试，有望于2026年上线。储备游戏丰富，《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记启程》等重磅产品已完成多轮测试，新游陆续上线或驱动持续增长。

● **风险提示：**储备游戏上线时间或流水不及预期，传奇盒子收入不及预期等。

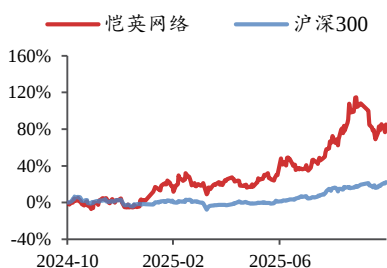
财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,295	5,118	6,342	7,707	8,903
YOY(%)	15.3	19.2	23.9	21.5	15.5
归母净利润(百万元)	1,462	1,628	2,167	2,788	3,282
YOY(%)	42.6	11.4	33.1	28.7	17.7
毛利率(%)	83.5	81.3	81.4	83.2	83.9
净利率(%)	36.8	31.8	34.9	36.9	37.6
ROE(%)	30.2	24.9	25.2	24.6	22.6
EPS(摊薄/元)	0.68	0.76	1.01	1.30	1.54
P/E(倍)	36.5	32.8	24.6	19.2	16.3
P/B(倍)	10.2	8.2	6.1	4.7	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

日期	2025/10/29
当前股价(元)	24.99
一年最高最低(元)	30.50/12.30
总市值(亿元)	533.90
流通市值(亿元)	472.07
总股本(亿股)	21.36
流通股本(亿股)	18.89
近 3 个月换手率(%)	163.22

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2025H1 净利率大增，储备新游及 AI 布局共驱成长—公司信息更新报告》-2025.9.2

《2025Q1 利润延续高增长，关注新游及《EVE》进展—公司信息更新报告》
-2025.4.30

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4550	5091	8324	10930	14811
现金	2807	3269	5570	8370	11395
应收票据及应收账款	1048	915	1776	1443	2253
其他应收款	73	25	97	51	119
预付账款	252	418	412	596	569
存货	20	25	30	30	36
其他流动资产	351	439	439	439	439
非流动资产	2061	2936	2892	2841	2768
长期投资	518	506	484	463	440
固定资产	17	18	19	19	15
无形资产	31	323	329	336	344
其他非流动资产	1494	2090	2059	2024	1968
资产总计	6610	8026	11216	13771	17579
流动负债	1350	1382	1739	1503	2029
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	442	450	601	465	735
其他流动负债	908	931	1138	1038	1293
非流动负债	22	98	98	98	98
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	98	98	98	98
负债合计	1372	1480	1837	1601	2127
少数股东权益	-6	-1	43	100	167
股本	1515	1515	2136	2136	2136
资本公积	509	532	532	532	532
留存收益	3634	4831	6985	9737	12951
归属母公司股东权益	5244	6548	9336	12070	15286
负债和股东权益	6610	8026	11216	13771	17579

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1706	1754	1676	2790	2938
净利润	1581	1628	2211	2845	3349
折旧摊销	95	103	125	147	167
财务费用	-58	-55	-79	-138	-218
投资损失	-79	-3	-44	-28	-39
营运资金变动	29	-27	-566	-55	-332
其他经营现金流	139	109	29	20	10
投资活动现金流	-378	-910	-48	-75	-64
资本支出	191	264	102	118	117
长期投资	-187	-668	22	21	22
其他投资现金流	1	21	33	21	30
筹资活动现金流	-1064	-400	673	85	151
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	621	0	0
资本公积增加	-237	22	0	0	0
其他筹资现金流	-827	-422	52	85	151
现金净增加额	269	447	2301	2800	3025

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4295	5118	6342	7707	8903
营业成本	710	958	1179	1295	1430
营业税金及附加	19	18	28	33	37
营业费用	1177	1735	2152	2659	3116
管理费用	286	202	222	270	312
研发费用	527	598	602	694	801
财务费用	-58	-55	-82	-160	-239
资产减值损失	-30	-3	0	0	0
其他收益	41	47	34	39	40
公允价值变动收益	9	-26	-12	-8	-9
投资净收益	79	3	44	28	39
资产处置收益	1	1	0	0	1
营业利润	1698	1675	2479	2970	3265
营业外收入	3	2	143	170	80
营业外支出	3	4	125	155	72
利润总额	1697	1673	2303	2958	3502
所得税	117	46	92	113	152
净利润	1581	1628	2211	2845	3349
少数股东损益	119	-1	44	57	67
归属母公司净利润	1462	1628	2167	2788	3282
EBITDA	1708	1678	2298	2898	3375
EPS(元)	0.68	0.76	1.01	1.30	1.54

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	15.3	19.2	23.9	21.5	15.5
营业利润(%)	26.6	-1.3	36.5	28.8	18.7
归属于母公司净利润(%)	42.6	11.4	33.1	28.7	17.7
获利能力					
毛利率(%)	83.5	81.3	81.4	83.2	83.9
净利率(%)	36.8	31.8	34.9	36.9	37.6
ROE(%)	30.2	24.9	25.2	24.6	22.6
ROIC(%)	28.6	23.3	23.9	23.1	20.9
偿债能力					
资产负债率(%)	20.8	18.4	16.4	11.6	12.1
净负债比率(%)	-53.4	-49.5	-63.6	-72.5	-76.8
流动比率	3.4	3.7	4.8	7.3	7.3
速动比率	3.1	3.3	4.4	6.8	6.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	4.5	5.2	4.8	4.8	4.9
应付账款周转率	1.9	2.1	2.2	2.4	2.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.76	1.01	1.30	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.82	0.78	1.31	1.38
每股净资产(最新摊薄)	2.45	3.06	4.08	5.36	6.86
估值比率					
P/E	36.5	32.8	24.6	19.2	16.3
P/B	10.2	8.2	6.1	4.7	3.6
EV/EBITDA	29.6	29.9	20.8	15.6	12.5

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn