

## 3Q25 点评：传奇盒子增量显著， 关注明年重点新品上线

### 核心观点

三季度公司实现归母净利润 6.3 亿元，同比增长 34.5%，一方面是高毛利的传奇盒子收入占比增加，驱动毛利率增长；另一方面是控费良好，销售费用率下降。

**1、预估本季度盒子确收有加速，利润率提升。**7月以来三九互娱、贪玩、掌玩分别与传奇盒子签署 1 亿、2 亿、1.5 亿授权费用，我们预估本季度上述授权费用有部分得到确认。且传奇盒子毛利率高于游戏业务（1H 信息服务毛利率 91%，高于手游的 80%），传奇盒子收入占比增加，驱动整体毛利率增加。三季度毛利率为 84.2%，同比、环比提升 1.6pct、3.1pct。

**传奇盒子收入增长空间大。**传奇盒子目前日活 40-45 万，正在构建传奇 PC 游戏专区，提高传奇盒子自身在传奇游戏市场的渗透率和用户心智。我们预计中长期传奇盒子日活近 100 万（在传奇游戏渗透率从 10% 提升至 30%），ARPPU 近 10 元/人/日，对应年收入空间约 30 亿元。

**2、在手版号丰富，明年有望开启大产品周期。**目前公司在手版号超 15 款。其中公司自研自发的《盗墓笔记：启程》已经经历多轮测试，公司研发、贪玩发行的《斗罗大陆：诛邪传说》有望明年春节上线。此外公司重点三国 SLG 游戏《三国：天下归心》近期开启付费删档测试，期待正式上线。

**3、AI 布局积极，期待 AI 原生游戏《EVE》上线。**AI 游戏创作平台 Soon 面向小游戏开发场景，三人团队创作小游戏周期平均 1~2 月，成本约 10 万，使用 AI 工具仅 5000~8000 元（按 token 收费），降本超 90%。AI 陪伴《EVE》创新通过点奶茶等新玩法实现跨次元互动，也有望成为高 ARPPU 的 AI 应用。

我们预计 2025~2027 年公司实现归母净利润 21.6 亿元、26.9 亿元、30.2 亿元，同比增长 32%、25%、12%，10 月 29 日对应的 PE 分别为 24.8x、19.8x、17.7x，当前给予“买入”评级。

## 恺英网络 (002517.SZ)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

010-56135147

SAC 编号:S1440523110001

发布日期：2025 年 10 月 31 日

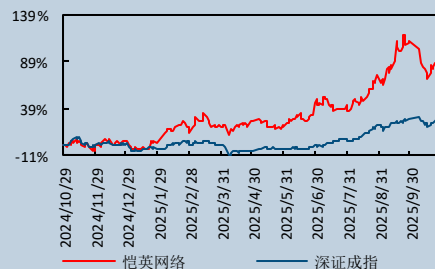
当前股价：24.99 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月           | 3 个月        | 12 个月       |
|----------------|-------------|-------------|
| -9.42/-14.34   | 35.23/23.60 | 88.04/67.14 |
| 12 月最高/最低价 (元) |             | 29.00/12.63 |
| 总股本 (万股)       |             | 213,644.32  |
| 流通 A 股 (万股)    |             | 188,904.56  |
| 总市值 (亿元)       |             | 533.90      |
| 流通市值 (亿元)      |             | 472.07      |
| 近 3 月日均成交量 (万) |             | 5142.79     |
| 主要股东           |             |             |
| 金锋             |             | 14.99%      |

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投游戏 II】恺英网络  
25.04.30 (002517):2024 年与 1Q25 财报点评：新  
游带动增长，看好 AI 陪伴产品布局

## 事件

公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度公司实现收入 40.8 亿元，同比增长 3.8%；实现归母净利润 15.8 亿元，同比增长 23.7%；扣非口径为 15.2 亿元，同比增长 18.6%。单看 2025 年第三季度，公司实现收入 15.0 亿元，同比增长 9.1%，实现归母净利润 6.3 亿元，同比增长 34.5%；扣非口径为 5.8 亿元，同比增长 21.1%。

### 重要财务指标

|           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,295 | 5,118 | 5,535 | 7,292 | 8,150 |
| YOY(%)    | 15%   | 19%   | 8%    | 32%   | 12%   |
| 净利润(百万元)  | 1462  | 1628  | 2,157 | 2,695 | 3,024 |
| YOY(%)    | 43%   | 11%   | 32%   | 25%   | 12%   |
| 毛利率(%)    | 83%   | 81%   | 84%   | 85%   | 85%   |
| 净利率(%)    | 34%   | 32%   | 39%   | 37%   | 37%   |
| EPS(摊薄/元) | 0.68  | 0.76  | 1.01  | 1.26  | 1.42  |
| P/E(倍)    | 36.5  | 32.8  | 24.8  | 19.8  | 17.7  |

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 简评

### 1、传奇盒子同时拉动收入与毛利率增长

上半年传奇盒子收入就已经提速增长，我们预计三季度增势延续。上半年信息服务收入 6.6 亿元，同比增长 65.3%，占收入比例 25.5%，同比增加 9.9pct。22-24 年信息服务收入增速 CAGR 已达 27%，今年上半年在高基数下继续大幅增长 65.3%。该部分收入主要来自传奇盒子，少部分来自精品发行平台 XY.COM。传奇盒子是稀缺的传奇游戏用户活跃社区。平台围绕传奇游戏，提供游戏体验、社区、直播、交易等多个板块，既是传奇游戏用户社区，也是大量中长尾传奇游戏的分发渠道。目前平台日活 40-45 万，在国内传奇手游中的日活渗透率约 10%。

7 月以来传奇盒子达成一系列新合作，我们预估三季度相关授权费用有部分得到确认。7 月底与三九互娱和天穹互动达成合作，合作方每年支付 1 亿元，用于其在传奇盒子“39 互娱”品牌专区的展示、推广其运营的游戏及游戏直播、游戏代言宣传等服务。8 月分别与贪玩和掌玩科技达成合作，合作方将分别支付 2 亿元和 1.5 亿元，同样在传奇盒子内开设“掌玩游戏”品牌专区，用于其展示、推广运营的游戏及游戏直播、游戏代言宣传等。

传奇盒子高毛利属性，推动公司整体毛利率持续增长。信息服务收入的毛利率通常高于游戏业务，以上半年为例，信息服务毛利率达 90.7%，高基数下仍同比增加 1.8pct，显著高于游戏业务 70%-80% 的毛利率。信息服务收入占比增加，拉动整体毛利率提升。上半年毛利率 82.4%，同比增加 0.4pct；三季度毛利率为 84.2%，同比和环比分别提升 1.6pct 和 3.1pct。

下半年拓展传奇 PC 游戏专区，提高传奇盒子自身在传奇游戏市场的渗透率和用户心智。10 月 20 日公司官宣与顺网科技、顺玩网络达成合作，三方拟通过资源整合与协同，在 996 盒子内构建专注于传奇、传世品类的 PC 游戏生态社区。此次合作意味着传奇盒子从移动端传奇游戏向 PC 端拓展。传奇盒子将在 PC 版本中开发、拓展纯 PC 游戏专区，作为合作生态的核心承载平台；顺玩网络组织整合优质传奇、传世 PC 游戏版本，入驻合作专区，并为合作专区持续提供传奇、传世游戏版本更新与内容迭代；顺网科技则利用其丰富的互联网上网服务行业场所流量资源。

### 2、年底到明年迎大产品周期

产品储备丰富，多款重点产品预计年底到明年上线。目前公司旗下《盗墓笔记：启程》《热血江湖：归来》《三国：天下归心》《三国特攻队》等超 15 款游戏已获得版号，其中公司自研自发的《盗墓笔记：启程》已经经历多轮测试；公司研发、贪玩发行的《斗罗大陆：诛邪传说》也有望明年上线；公司重点三国 SLG 游戏《三国：天下归心》近期开启新一轮限量付费删档测试，期待正式上线。此外还有《代号：奥特曼》《代号：拳皇》《代号：黑猫警长》等重点产品在研。

### 3、AI 布局领域广、产品多

6 月底公司举办 AI 和 IP 发布会，官宣四大 AI 布局：

1) AI 游戏生成平台，我们认为存在预期差。Soon 面向小游戏开发场景，实现了从美术资产生成到代码部署全流程的自动化操作，无论是角色、场景、动画的制作，还是数值参数及代码系统的搭建，都能通过 AI 实现

全自动生成。正常三人团队创作小游戏周期 1~2 月，成本约 10 万，而使用 AI 工具进行研发仅 5000~8000 元（按 token 收费），降本超 90%。Soon 已于 7 月底内测，如商业化落地则有望单独给估值（类似可灵逻辑）。

**2) EVE: 2025 年内上线首款 3D AI 智能陪伴应用。**《EVE》着力于构建一种长期且深度的情感连接虚拟关系，用户固定与一位 AI 男友或一位 AI 闺蜜互动。AI 虚拟人物会依据用户所处的时间、地点、环境、日程与事件背景，实现与用户生活同步的陪伴行为，包括主动开启话题、提供关心。还会在用户表示心情不好时，主动点奶茶、送礼物，与现实世界交互。预计未来该产品也有望成为高 ARPPU 的 AI 应用。

**3) AI 玩偶晚安羊、不忧鸟和 AI 眼镜均预计下半年发售。**其中两款 AI 玩偶主要面向年轻人，弱化语言交互，强化触感反馈和记忆能力；AI 眼镜大朋 VR AI Glasses，通过百度智能云千帆大模型平台调用 DeepSeek 模型，为用户带来语音识图、内容问答、场景识别等智能交互功能。

#### 4、费用控制较好，净利润维持增长

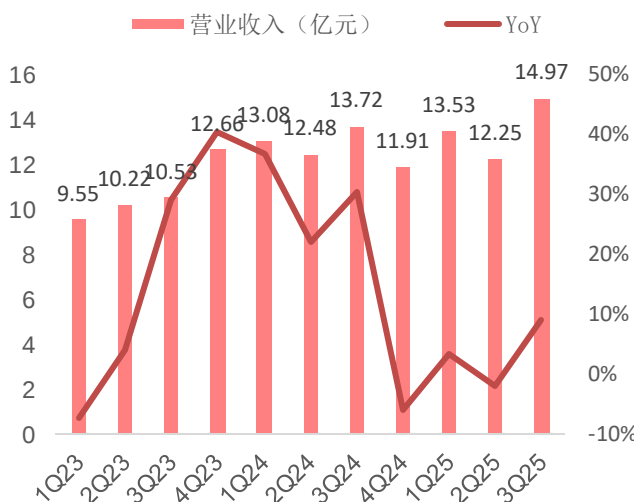
前三季度和单三季度净利润均维持 20% 以上的同比增速，主要是销售费用率下降。具体来看：

1) 毛利率：前三季度毛利率 83.0%，同比增加 0.8pct；三季度毛利率 84.2%，同比增加 1.6pct。高毛利的信息服务收入占比增加，拉动整体毛利率提升。

2) 期间费用率：三季度销售费用率 27.3%，同比下降 3.5pct，游戏投放控制较好。其余费用率波动较小，其中管理费用率 2.7%，同比下降 0.7pct；研发费用率 13.5%，同比增加 1.1pct。

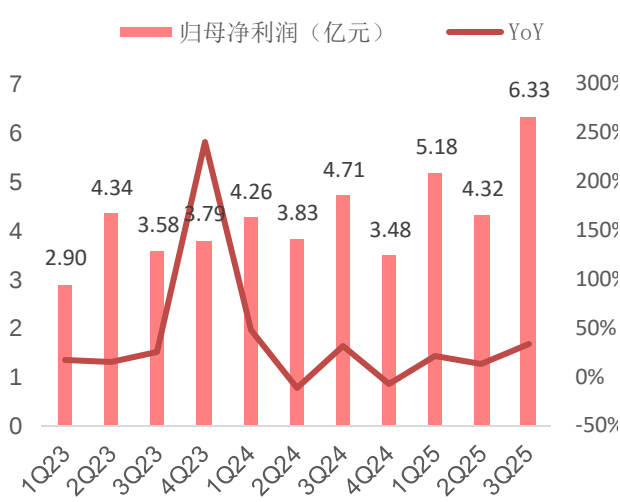
**投资建议：**后续公司看点较多 1) 传奇盒子增量明显，近期与三九互娱、天穹互动、贪玩和掌玩达成的授权费合作，有望陆续确认收入。2) 关注恺英《EVE》和 AI 游戏创作平台 Soon 的上线进展。3) 年底至明年大产品可期，包括《盗墓笔记：启程》《斗罗大陆：诛邪传说》等。我们预计 2025~2027 年公司实现归母净利润 21.6 亿元、26.9 亿元、30.2 亿元，同比增长 32%、25%、12%，10 月 29 日对应的 PE 分别为 24.8x、19.8x、17.7x，当前给予“买入”评级。

图表1： 三季度公司收入稳健



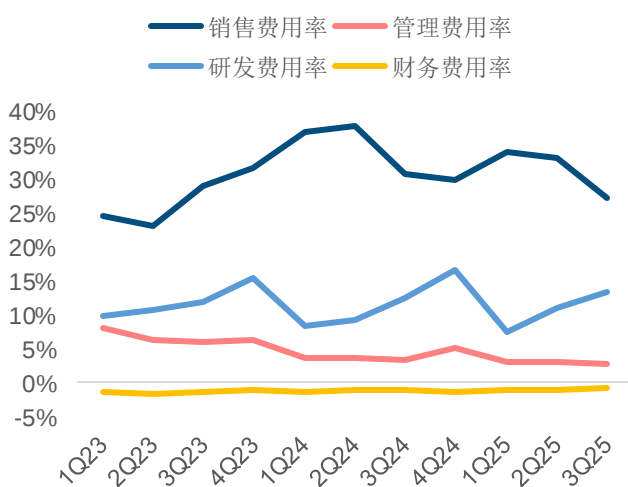
资料来源：公司公告，中信建投

图表2： 三季度归母净利润同增 35%



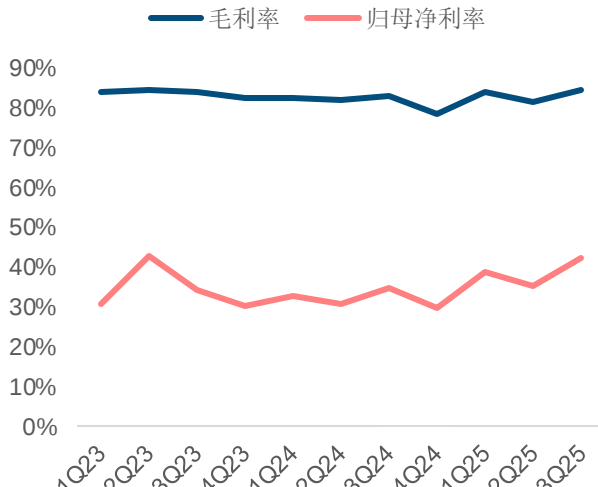
资料来源：公司公告，中信建投

图表3： 三季度销售费用率同比下降较多



资料来源：公司公告，中信建投

图表4： 三季度毛利率同比增加 1.6pct



资料来源：公司公告，中信建投

图表5： 恺英网络储备产品情况

| 产品名称    | 题材                | 玩法         | CP/发行方        | 版号情况 | 进展   |
|---------|-------------------|------------|---------------|------|------|
| 王者传奇 2  | 「传奇」类             | MMORPG     |               | √    |      |
| 代号：X    | 大型魔幻 MMO 手游       | MMORPG     |               |      |      |
| 代号：新热江  | 热血江湖动漫正版 IP 手游    | MMORPG     | 北京逗娱、恺英网络联合开发 |      |      |
| 代号：KOF  | 拳皇正版 IP 手游        | 横板卡牌格斗     | SNK 正版授权      |      |      |
| 纳萨力克：崛起 | Overlord 正版 IP 手游 | 开放世界动作冒险游戏 | 日本株式会社角川正版授权  | √    | 开启预约 |

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

|            |                         |                |                     |          |
|------------|-------------------------|----------------|---------------------|----------|
| 蒸汽堡垒       | 末日生存                    | 模拟经营+策略对战      | √                   | 开启预约     |
| 钢铁苍穹       | 未来科幻                    | 策略对战           |                     |          |
| 生存大作战      | 末日生存                    | 放置冒险类 RPG      |                     |          |
| 黑猫警长：守护    | 黑猫警长正版 IP 手游            | 放置塔防+背包 like   | 上影元正版授权             | √        |
| 代号：BLEACH  | 《BLEACH 千年血战篇》 正版 IP 手游 | 策略搭配+卡牌收集      | 《BLEACH 千年血战篇》 正版授权 |          |
| 盗墓笔记：启程    | 《盗墓笔记》IP 手游             | 探索解谜+即时战略+ARPG | 南派三叔正版授权            | √ 开启预约   |
| 三国特攻队      | 三国题材                    | 冒险 RPG         | √                   |          |
| 三国：天下归心    | 三国题材                    | 三国争霸策略手游       | √                   | 付费删档测试   |
| 古龙群侠传      | 古龙小说正版 IP 手游            | 武侠 RPG         | 古龙官方正版授权            | √        |
| 代号：射雕      | 金庸小说正版 IP 手游            | 武侠手游           | 金庸著作《射雕》系列 正版授权     |          |
| 斗罗大陆：魂师大作战 | 斗罗大陆正版 IP 手游            | 冒险 RPG         | 《斗罗大陆》 正版授权         | √ 预计明年上线 |
| 小兵打天下      | 休闲类                     | 模拟经营+冒险 RPG    | √                   |          |
| 开心小矿工      | 休闲类                     | 休闲挖矿           | √                   |          |
| 代号：大富翁     | 大富翁正版 IP 手游             | 模拟经营+策略卡牌      | 《大富翁》 正版授权          | √        |

资料来源：公司公告，公司官网，中信建投证券

**风险提示：**行业景气度下滑风险；存量游戏流水下滑风险；游戏用户总量减少风险；重点项目运营失误风险；新游戏上线延期风险；新游戏上线后表现不及预期风险；推广营销 ROI 降低风险；营销买量成本上升风险；未获版号游戏版号获取情况不及预期风险；游戏行业内容监管风险；行业竞争激烈；人力成本上升风险；核心人才流失风险；汇率波动影响净利润的风险；投资收益波动影响净利润的风险；玩家偏好转移的风险；宏观经济持续承压的风险；海外游戏发行风险；AI 应用不及预期风险；小程序游戏发展不及预期。

## 分析师介绍

### 杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015 年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019 年 4 月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获 2024 年新浪财经金麒麟评选传媒行业菁英分析师第一名；2024 年 21 世纪金牌分析师评选传媒互联网行业第三名；2024 年 Wind 金牌分析师评选传媒行业第四名；2024 年证券时报·新财富杂志最佳分析师评选入围。

### 杨晓玮

中信建投证券传媒互联网行业研究员，上海交通大学金融硕士，主要研究游戏、XR、AI 应用、潮流玩具等

## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                  |      | 评级   | 说明            |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15% 以上   |
|                                                                                                                                                         |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                         |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                         |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                         |      | 卖出   | 相对跌幅 15% 以上   |
|                                                                                                                                                         | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|                                                                                                                                                         |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                         |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk