

恺英网络 (002517.SZ)

三季度业绩增长强劲，传奇盒子与 AI 布局成果渐显

公司发布 2025 年三季度报告，2025 年前三季度实现营收 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%；25Q3 实现营收 14.97 亿元，同比+9.08%；归母净利润 6.33 亿元，同比+34.51%；扣非归母净利润 5.82 亿元，同比+21.11%。

- 三季报毛利率增长，销售及管理费用率下降。2025 年三季报显示恺英网络毛利率为 83.04%，环比中报增长 0.66pct，同比 24 年三季报增长 0.83pct。费用方面，销售费用率为 31.28%，环比中报降低 2.33pct，同比 24 年三季报降低 3.85pct；管理费用率为 2.90%，环比中报降低 0.14pct，同比 24 年三季报降低 0.66pct；研发费用率为 10.70%，环比中报增长 1.61pct，同比 24 年三季报增长 0.54pct。
- 在手储备产品丰富，逐步进入产品释放期。继上半年《龙之谷世界》《数码宝贝：源码》等产品后，公司在第三季度继续释放产品潜力。8 月 27 日，《热血江湖：归来》开启全平台公测。9 月 24 日，《仙境传说之约定好的冒险》(RO) 正式公测。公司储备产品：包括《三国：天下归心》(于 10 月 21 日开启逐鹿测试)、《盗墓笔记：启程》、《斗罗大陆：诛邪传说》、《纳萨力克：崛起》、《BLEACH 千年血战篇》和《奥特曼》IP 改编作品等，未来有望持续贡献业绩增量。此外，《黑猫警长：守护》、《传奇世界：归来》和《蓝月英雄》已顺利取得版号。
- 传奇盒子作为公司平台化战略的核心，第三季度聚合效应凸显。传奇类游戏作为国内最具持久影响力的细分赛道，拥有庞大的用户基础与高度成熟的内容体系。根据艾瑞咨询，传奇市场泛用户群体超 1.5 亿，核心玩家粘性极高且付费意愿强烈，拥有约 350-400 亿市场空间。自 2020 年 4 月平台筹备上线以来，该平台已汇聚超千款传奇类游戏，并集成交易、社交、云游戏等一站式服务，日活跃用户 (DAU) 实现快速增长。第三季度，三九互娱、贪玩游戏、掌玩游戏等知名厂商相继入驻品牌专区，不仅为公司带来了稳定的信息服务收入，也进一步巩固了其在传奇品类的生态优势。公司计划将此成功模式复制到更多经典 IP，打造多经典 IP 生态平台，为长期发展打开了新的想象空间。
- AI 应用逐步落地，相关产品矩阵逐步成型。6 月 30 日，公司发布专为游戏行业打造的《SOON》AI 全流程开发平台，该平台凭借对多模态大模型能力的深度整合，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，极大地缩短了传统游戏开发周期。目前已获得比高集团、横店资本等战略投资。针对情感陪伴市场，公司推出了治愈系 AI 潮玩品牌“暖星谷梦游记”，旗下智能玩偶计划于年内上线。同时，公司投资的自然选择公司开发的全球首款 3D EVE AI 智能陪伴应用已进入内测阶段，该应用依托自研多模态大模型，旨在构建深度虚拟情感连接，计划于 2025 年内正式上线。此外，公司还通过投资企业 DPVR 推出了集成了百度智能云千帆大模型的 AI 眼镜产品。
- 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，

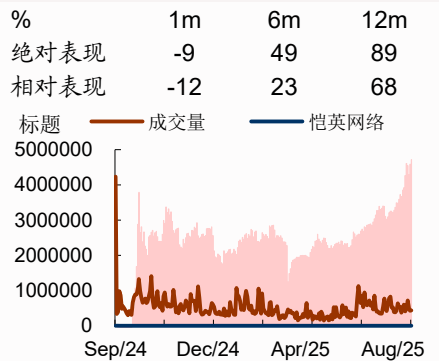
强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/传媒
目标估值：NA
当前股价：23.55 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)	50.3
流通市值 (十亿元)	44.5
每股净资产 (MRQ)	4.8
ROE (TTM)	18.9
资产负债率	22.4%
主要股东	金锋
主要股东持股比例	14.99%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《恺英网络 (002517) — 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》
2025-09-01
- 2、《恺英网络 (002517) — AI 陪伴游戏上线在即，25Q1 增速超预期》
2025-05-01
- 3、《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

顾佳 S1090513030002
gujia@cmschina.com.cn
谢笑妍 S1090519030003
xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

我们预计公司 25-27 年营业收入分别为 61.93/73.08/81.48 亿元，归母净利润 22.32/26.49/29.78 亿元，对应当前股价市盈率分别为 22.5/19.0/16.9 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	6193	7308	8148
同比增长	15%	19%	21%	18%	12%
营业利润(百万元)	1698	1675	2292	2721	3060
同比增长	27%	-1%	37%	19%	12%
归母净利润(百万元)	1462	1628	2232	2649	2978
同比增长	43%	11%	37%	19%	12%
每股收益(元)	0.68	0.76	1.04	1.24	1.39
PE	34.4	30.9	22.5	19.0	16.9
PB	9.6	7.7	5.7	4.8	4.0

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	7810	9750	11849
现金	2807	3269	5493	7016	8903
交易性投资	0	30	30	30	30
应收票据	0	12	15	18	20
应收款项	1048	902	1343	1552	1645
其它应收款	73	25	30	36	40
存货	20	25	25	28	34
其他	603	827	873	1071	1178
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	10134	12031	14092
流动负债	1350	1382	1305	1444	1577
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	442	450	552	593	656
预收账款	172	180	229	272	276
其他	736	751	524	579	645
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	1363	1505	1649
股本	1515	1515	2136	2136	2136
资本公积金	169	267	370	370	370
留存收益	3560	4765	6267	8023	9942
少数股东权益	(6)	(1)	(2)	(4)	(6)
归属于母公司所有者权益	5244	6548	8773	10530	12449
负债及权益合计	6610	8026	10134	12031	14092

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1706	1754	1762	2412	2943
净利润	1581	1628	2230	2648	2977
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	(554)	(283)	(81)
其它	2	(11)	8	3	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)	(834)	(994)
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)	(893)	(1060)
其他	40	124	15	59	66
现金净增加额	264	444	2224	1523	1887

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4295	5118	6193	7308	8148
营业成本	710	958	1146	1293	1385
营业税金及附加	19	18	21	25	28
营业费用	1177	1735	1858	2229	2485
管理费用	286	202	245	289	322
研发费用	527	598	700	826	921
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	2292	2721	3060
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	2292	2721	3060
所得税	117	46	62	73	83
少数股东损益	119	(1)	(1)	(1)	(2)
归属于母公司净利润	1462	1628	2232	2649	2978

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	15%	19%	21%	18%	12%
营业利润	27%	-1%	37%	19%	12%
归母净利润	43%	11%	37%	19%	12%
获利能力					
毛利率	83.5%	81.3%	81.5%	82.3%	83.0%
净利率	34.0%	31.8%	36.0%	36.3%	36.6%
ROE	30.1%	27.6%	29.1%	27.5%	25.9%
ROIC	31.0%	26.6%	28.4%	26.9%	25.5%
偿债能力					
资产负债率	20.8%	18.4%	13.5%	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	6.0	6.8	7.5
速动比率	3.4	3.7	6.0	6.7	7.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
存货周转率	47.2	43.3	46.0	48.7	45.0
应收账款周转率	4.5	5.2	5.4	5.0	5.0
应付账款周转率	1.9	2.1	2.3	2.3	2.2
每股资料(元)					
EPS	0.68	0.76	1.04	1.24	1.39
每股经营净现金	0.80	0.82	0.82	1.13	1.38
每股净资产	2.45	3.06	4.11	4.93	5.83
每股股利	0.14	0.28	0.42	0.50	0.56
估值比率					
PE	34.4	30.9	22.5	19.0	16.9
PB	9.6	7.7	5.7	4.8	4.0
EV/EBITDA	28.0	28.4	19.2	16.4	14.7

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。