

公司研究 | 点评报告 | 恺英网络 (002517.SZ)

传奇盒子商业化驱动增长，盈利能力持续提升

报告要点

公司披露 25Q3 业绩，公司 25Q3 实现营收 14.97 亿（同比+9.08%），归母净利润 6.33 亿（同比+34.51%），扣非净利润 5.82 亿（同比+21.11%）。Q3 公司《热血江湖：归来》等新游上线贡献部分增量，传奇盒子营收贡献约 5.7 亿元，费用整体稳健、业务结构优化等带动盈利能力提升。我们看好传奇平台及储备新游将陆续释放业绩增量，AI 深度布局带来估值弹性。

分析师及联系人



高超

SAC: S0490516080001

SFC: BUX177



杨云祺

SAC: S0490524090002

恺英网络 (002517.SZ)

2025-11-03

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

传奇盒子商业化驱动增长，盈利能力持续提升

事件描述

公司披露 25Q3 业绩，公司 25Q3 实现营收 14.97 亿（同比+9.08%），归母净利润 6.33 亿（同比+34.51%），扣非净利润 5.82 亿（同比+21.11%）。

事件评论

- **传奇盒子及新游贡献营收增量，基本盘稳健**
- 1) Q3 公司《热血江湖：归来》及《仙境传说之约定好的冒险》微信小游戏与官网安卓版等新游上线贡献部分增量。
- 2) 传奇盒子延续高速增长，7 月以来三九互娱、贪玩游戏、掌玩游戏分别向恺英旗下浙江闲趣支付 1 亿/2 亿/1.5 亿元在传奇盒子内开设品牌专区，部分在 Q3 确认。25Q3 传奇盒子营收贡献约 5.7 亿元，其中品牌专区入驻服务确认收入约 2.45 亿元。
- 3) Q3 公司上线 MMORPG 手游《SEVEN: GLORY ROAD》、《热血江湖：归来（韩服）》等海外游戏，带动公司 Q3 实现境外收入 1.26 亿，占营收比重提升至 8.4%。
- 4) 受益于新游上线及传奇盒子平台收入等继续较快增长，25Q3 公司营收环比增长超 2.7 亿/+22.2%。
- **费用整体稳健，业务结构优化等带动盈利能力提升。** Q3 销售费用整体变化不大，销售费用率降至 27.3%。政府补助等贡献约 0.5 亿非经收益。或因传奇盒子等增量较显著带动高利润率信息服务收入占比提升，公司 Q3 毛利率/归母/扣非净利率分别为 84.2%/42.3%/38.9%，同环比均显著提升。
- **传奇平台及储备新游将陆续释放业绩增量，AI 深度布局带来估值弹性**
- 1) 传奇盒子的广告商业模式持续升级，同时积极开拓虚拟道具交易、云手机、直播等变现渠道并拓展传奇 IP 的衍生业务，预计将逐步增厚公司业绩。我们看好传奇盒子作为用户平台社区未来商业价值的持续释放。
- 2) 新一轮产品周期逐步开启，在已获批版号的重点产品中，《三国：天下归心》《盗墓笔记：启程》《斗罗大陆：诛邪传说》等有望陆续上线并驱动业绩增长。
- 3) 公司 AI 布局积极，旗下 AI 游戏开发平台《SOON》已进入项目应用阶段，预计 2026 年正式商业化落地。公司投资的 AI 情感交互产品《EVE》以及 AI 潮玩品牌《暖星谷梦游记》已进入预上线阶段，预计 2025 年内上线。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2025/2026 年公司归母净利润分别为 21.7 亿/27.9 亿，对应 PE 23.4/18.2 倍，维持买入评级。

风险提示

- 1、产品版号审批、上线进度及流水表现不及预期风险；
- 2、行业监管风险；
- 3、游戏行业竞争加剧风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	23.82
总股本(万股)	213,644
流通A股/B股(万股)	188,905/0
每股净资产(元)	4.78
近12月最高/最低价(元)	30.50/12.30

注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《传奇盒子及出海保持高速增长，AI 布局持续推进，新游储备丰富》2025-09-02
- 《业绩增长稳健，AI 进展积极，新游储备丰富》2025-04-30
- 《营收及业绩增长强劲，后续重点新游有望持续注入增长动能》2024-10-30


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、产品版号审批、上线进度及流水表现不及预期风险：游戏版号审核若收紧，则会导致新游戏上线时间不确定性提升，对游戏业务增长带来负面影响。且游戏内容具备上线后流水表现难以预测的特征，对公司业绩影响亦具备不确定性。
- 2、行业监管风险：游戏行业监管政策较为严格，政策监管趋紧可能影响公司经营。
- 3、游戏行业竞争加剧风险：公司布局的 MMO 游戏、SLG 游戏及小游戏赛道等均有较多游戏厂商积极布局，若竞争加剧，可能通过影响公司产品流水、提升销售费用等影响公司业绩。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5118	5928	7634	8398	货币资金	3269	7871	9984	12565
营业成本	958	946	1175	1293	交易性金融资产	30	30	30	30
毛利	4160	4982	6459	7105	应收账款	902	988	1230	1283
%营业收入	81%	84%	85%	85%	存货	25	21	26	29
营业税金及附加	18	24	31	34	预付账款	418	331	411	453
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	447	501	605	634
销售费用	1735	2005	2558	2729	流动资产合计	5091	9742	12286	14993
%营业收入	34%	34%	34%	33%	长期股权投资	506	606	666	666
管理费用	202	197	252	269	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	3%	3%	3%	固定资产合计	18	19	21	22
研发费用	598	638	802	857	无形资产	323	327	330	333
%营业收入	12%	11%	11%	10%	商誉	852	852	852	852
财务费用	-55	-55	-50	-45	递延所得税资产	26	30	30	30
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	1211	1224	1224	1224
加: 资产减值损失	-3	0	0	0	资产总计	8026	12800	15409	18121
信用减值损失	-8	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	-26	0	0	0	应付款项	450	394	490	539
投资收益	3	31	32	36	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1675	2239	2911	3310	应付职工薪酬	91	85	103	110
%营业收入	33%	38%	38%	39%	应交税费	58	119	153	168
营业外收支	-2	10	10	10	其他流动负债	782	772	923	985
利润总额	1673	2249	2921	3320	流动负债合计	1382	1369	1668	1801
%营业收入	33%	38%	38%	40%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	46	67	117	166	应付债券	0	0	0	0
净利润	1628	2182	2805	3154	递延所得税负债	26	820	820	820
归属于母公司所有者的净利润	1628	2171	2791	3138	其他非流动负债	72	73	73	73
少数股东损益	-1	11	14	16	负债合计	1480	2262	2561	2693
EPS (元)	0.77	1.02	1.31	1.47	归属于母公司所有者权益	6548	10529	12825	15388
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	-1	10	24	40
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	6547	10539	12848	15428
经营活动现金流净额	1754	2823	2634	3119	负债及股东权益	8026	12800	15409	18121
取得投资收益收回现金	20	31	32	36	基本指标				
长期股权投资	13	-100	-60	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-263	6	7	7	每股收益	0.77	1.02	1.31	1.47
其他	-681	31	0	0	每股经营现金流	0.81	1.32	1.23	1.46
投资活动现金流净额	-910	-31	-21	43	市盈率	17.68	23.44	18.24	16.22
债券融资	0	0	0	0	市净率	4.47	4.83	3.97	3.31
股权融资	1	-219	0	0	EV/EBITDA	14.73	19.62	14.26	11.72
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	20.3%	17.0%	18.1%	17.3%
筹资成本	-425	-425	-500	-580	净资产收益率	24.9%	20.6%	21.8%	20.4%
其他	24	2457	0	0	净利率	31.8%	36.6%	36.6%	37.4%
筹资活动现金流净额	-400	1813	-500	-580	资产负债率	18.4%	17.7%	16.6%	14.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	444	4604	2113	2581	总资产周转率	0.70	0.57	0.54	0.50

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add/虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C/ (200080)

武汉

Add/武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C/ (430023)

北京

Add/朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C/ (100020)

深圳

Add/深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C/ (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。