



业绩持续增长，游戏盒子值得期待

——恺英网络（002517）2025 三季度报点评

买入(维持)

行业： 传媒
日期： 2025年11月03日

分析师： 应豪
E-mail: yinghao@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760524050002
分析师： 黄伯乐
E-mail: huangbole@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760520110001

基本数据

10 月 30 日收盘价(元) 23.55
12mthA 股价格区间(元) 12.30-30.50
总股本(百万股) 2,136.44
无限售 A 股/总股本 88.42%
流通市值(亿元) 444.87

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《信息服务业务快速增长，出海成果显著》

——2025 年 09 月 08 日

《持续加码“AI+IP”，AI 游戏开发平台发布》

——2025 年 07 月 03 日

《游戏行业领先企业，精品化策略推动稳健增长》

——2025 年 02 月 20 日

■ 事件描述

根据公司公告，公司发布三季度报，前三季度营业收入 40.75 亿元，同比增长 3.75%；归属于母公司所有者的净利润 15.83 亿元，同比增长 23.7%；基本每股收益 0.74 元，同比增长 23.33%。第三季度营业收入 14.97 亿元，同比增长 9.08%；归属于母公司所有者的净利润 6.33 亿元，同比增长 34.51%。

■ 核心观点

合同负债增长明显，未来增长有保障。根据公司 2025 年三季度报，前三季度，公司合同负债金额约为 3.51 亿元，同比增长 94.78%。主要是报告期递延收入增加所致。递延收入预计将陆续转为公司实际收入，前三季度合同负债大幅增长，为后续增长打下基础。

三款游戏获得版号，多款游戏成功发行：根据公司官网报道，三季度公司陆续获得《荒野守则》、《熊猫大作战》、《黑猫警长：守护》三款游戏的版号。7 月 25 日，《SEVEN: GLORY ROAD》正式在韩国开启公测。《超虾大作战》海外双平台上线就登顶港台下载榜。

《열혈강호:귀환》于韩上线首日问鼎 App Store 免费榜。《热血江湖：归来》全平台公测，《仙境传说之约定好的冒险》也开启公测。

公司游戏盒子进展顺利：根据公司新闻报道，7 月 8 日，恺英网络子公司闲趣互娱与天穹互动签署《热血传奇》及《传奇世界》授权许可协议。恺英网络与掌玩科技达成合作。掌玩游戏入驻传奇盒子，向闲趣互娱支付 1.5 亿元在传奇盒子内开设“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。超 25 款传奇类精品游戏正式入驻恺英网络旗下传奇盒子，其中包括《龙迹之城》《烈焰觉醒》《霸业苍穹》《战将称霸》《幻世天神殿》等；后续平台将计划引入超百款传奇类游戏，进一步夯实内容生态基础。

■ 投资建议

维持公司“买入”评级。我们看好公司移动游戏保持稳健，信息服务有望保持高增。微调公司盈利预测。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润约为 19.67 亿元/23.62 亿元/27.25 亿元。对应 10 月 30 日收盘价 23.55 元/股，PE 分别为 25.58 倍/21.30 倍/18.46 倍，维持公司“买入”评级。

■ 风险提示

版号获批不及预期；市场竞争加剧；海外市场发展不及预期。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,118	6,110	7,147	8,131
年增长率 (%)	19.2%	19.4%	17.0%	13.8%
归属于母公司的净利润	1,628	1,967	2,362	2,725
年增长率 (%)	11.4%	20.8%	20.1%	15.3%
每股收益 (元)	0.77	0.92	1.11	1.28
市盈率 (X)	17.68	25.58	21.30	18.46
净资产收益率 (%)	24.9%	19.2%	19.6%	19.4%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025 年 10 月 30 日收盘价）

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,550	5,091	9,771	11,709	13,853
货币资金	2,807	3,269	7,710	9,342	11,207
应收及预付	1,300	1,332	1,557	1,800	2,019
存货	20	25	18	12	6
其他流动资产	424	464	486	555	620
非流动资产	2,061	2,936	3,003	3,039	3,107
长期股权投资	518	506	536	576	626
固定资产	17	18	20	21	24
在建工程	0	2	2	2	2
无形资产	31	323	281	239	195
其他长期资产	1,494	2,088	2,164	2,202	2,260
资产总计	6,610	8,026	12,774	14,748	16,960
流动负债	1,350	1,382	1,620	1,837	2,023
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	442	450	529	596	647
其他流动负债	908	931	1,091	1,241	1,377
非流动负债	22	98	892	892	892
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	98	892	892	892
负债合计	1,372	1,480	2,513	2,729	2,916
股本	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515
资本公积	509	532	532	532	532
留存收益	3,634	4,831	6,295	8,054	10,081
归属母公司股东权益	5,244	6,548	10,264	12,023	14,050
少数股东权益	-6	-1	-2	-4	-5
负债和股东权益	6,610	8,026	12,774	14,748	16,960

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,295	5,118	6,110	7,147	8,131
营业成本	710	958	1,120	1,300	1,455
营业税金及附加	19	18	21	24	28
销售费用	1,177	1,735	2,138	2,502	2,846
管理费用	286	202	244	286	325
研发费用	527	598	703	822	935
财务费用	-58	-55	-49	-104	-128
资产减值损失	-30	-3	-20	-20	-20
公允价值变动收益	9	-26	0	0	0
投资净收益	79	3	61	71	81
营业利润	1,698	1,675	2,020	2,426	2,799
营业外收支	0	-2	0	0	0
利润总额	1,697	1,673	2,020	2,426	2,799
所得税	117	46	55	66	76
净利润	1,581	1,628	1,966	2,361	2,723
少数股东损益	119	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	1,462	1,628	1,967	2,362	2,725
EBITDA	1,697	1,774	2,109	2,467	2,793
EPS (元)	0.70	0.77	0.92	1.11	1.28

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,706	1,754	2,797	2,358	2,686
净利润	1,581	1,628	1,966	2,361	2,723
折旧摊销	116	129	138	144	122
营运资金变动	29	-27	-69	-109	-112
其它	-19	25	763	-37	-47
投资活动现金流	-378	-910	-95	-108	-108
资本支出	-190	-263	-49	-49	-49
投资变动	-187	-668	-70	-80	-90
其他	0	20	24	21	31
筹资活动现金流	-1,064	-400	1,742	-618	-713
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	1	1	0	0	0
其他	-1,065	-401	1,742	-618	-713
现金净增加额	269	447	4,441	1,632	1,865
期初现金余额	2,533	2,801	3,248	7,689	9,321
期末现金余额	2,801	3,248	7,689	9,321	11,186

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	15.3%	19.2%	19.4%	17.0%	13.8%
营业利润增长	26.6%	-1.3%	20.6%	20.1%	15.3%
归母净利润增长	42.6%	11.4%	20.8%	20.1%	15.3%
获利能力					
毛利率	83.5%	81.3%	81.7%	81.8%	82.1%
净利率	36.8%	31.8%	32.2%	33.0%	33.5%
ROE	27.9%	24.9%	19.2%	19.6%	19.4%
ROIC	28.0%	24.1%	18.5%	18.6%	18.4%
偿债能力					
资产负债率	20.8%	18.4%	19.7%	18.5%	17.2%
净负债比率	-53.3%	-48.4%	-74.1%	-76.9%	-79.1%
流动比率	3.37	3.68	6.03	6.37	6.85
速动比率	3.11	3.26	5.64	5.99	6.47
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.70	0.59	0.52	0.51
应收账款周转率	4.51	5.25	6.21	6.20	6.14
存货周转率	47.24	43.31	52.51	85.24	154.26
每股指标 (元)					
每股收益	0.70	0.77	0.92	1.11	1.28
每股经营现金流	0.79	0.81	1.31	1.10	1.26
每股净资产	2.44	3.04	4.80	5.63	6.58
估值比率					
P/E	15.96	17.68	25.58	21.30	18.46
P/B	4.58	4.47	4.90	4.18	3.58
EV/EBITDA	12.52	14.73	20.25	16.65	14.04

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。