

证券研究报告

公司研究

公司点评

恺英网络 (002517.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘旺 传媒互联网及海外首席分析师

执业编号: S1500524120005

邮箱: liuwang@cindasc.com

李依韩 传媒互联网及海外分析师

执业编号: S1500524100005

邮箱: liyihan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金

隅大厦B座

邮编: 100031

恺英网络 (002517.SZ): 传奇盒子增速亮眼, 持续深入 AI 布局

2025 年 11 月 4 日

事件: 公司公告 2025 年三季度财报, 2025 年前三季度公司实现营业收入 40.75 亿元, 同比增长 3.75%, 归母净利润 15.83 亿元, 同比增长 23.70%, 归母净利率 38.86%, 扣非归母净利润 15.20 亿元, 同比增长 18.65%, 扣非归母净利率 37.31%。

点评:

单拆三季度, 公司实现营收 14.97 亿元, 同比增长 9.08%, 环比增长 22.19%, 归母净利润 6.33 亿元, 同比增长 34.51%, 环比增长 46.66%, 归母净利率 42.31%, 同比增加 8.00pct, 环比增加 7.06pct; 扣非归母净利润 5.82 亿元, 同比增长 21.11%, 环比增长 37.63%, 扣非归母净利率 38.87%, 同比增加 3.87pct, 环比增加 4.36pct。

费用方面: 25Q3 销售费用为 4.08 亿, 同比下降 3.37%, 环比增长 0.21%, 销售费率 27.28%, 同比减少 3.51pct, 环比减少 5.98pct; 管理费用为 0.40 亿元, 同比下降 13.20%, 环比增长 4.24%, 管理费率 2.66%, 同比减少 0.68pct, 环比减少 0.46pct; 研发费用为 2.02 亿元, 同比增长 18.42%, 环比增长 51.22%, 研发费率 13.49%, 同比增加 1.06pct, 环比增加 2.59pct。

传奇盒子增速亮眼, 价值凸显。 25Q3 传奇盒子实现营业收入约 5.7 亿元, 其中品牌专区入驻服务确认收入约 2.45 亿元。传奇盒子是集游戏、直播、电竞、小说、短剧、资讯、语聊为一体的游戏社区平台, 2025 年 7 月以来, 三九互娱、贪玩游戏、掌玩科技分别向闲趣互娱 (恺英网络子公司) 支付 1 亿元、2 亿元、1.5 亿元, 达成品牌专区入驻协议, 用于展示、推广运营的游戏及游戏直播、游戏代言宣传等, 该部分收入于 Q3 季度开始确认, 驱动本季度公司营收和净利润显著增长。我们持续看好公司对传奇生态的运营, 通过流量共享、内容共创、生态共建等形式进一步挖掘传奇 IP 的价值潜力。

新品储备丰富, AI 多元布局。 公司 Q3 上线包括《热血江湖: 归来》(8.27 公测)《仙境传说之约定好的冒险》(9.25 公测), 后续有储备产品包括《三国: 天下归心》《盗墓笔记: 启程》《斗罗大陆: 诛邪传说》等, 随着新游陆续上线, 有望驱动业绩增长。此外, 在 AI 方面, 公司投资企业自然选择旗下的《EVE》是全球首款 3D AI 智能陪伴应用, 已开始内测; 公司于 7 月推出了一款专为游戏行业打造的 AI 全流程开发平台《SOON》; 公司推出以“智能玩偶+虚拟游戏”为模式的治愈系 AI 潮玩品牌《暖星谷梦游记》首款产品计划于“双十一”发售。

盈利预测与投资评级: 公司储备产品有望支撑后续业绩增长, 传奇盒子进一步挖掘传奇 IP 价值, 持续布局 AI。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 22.07/26.18/29.63 亿元, 同比增长 35.5%/18.6%/13.2%, 对应估

值 23x/20x/17x，维持“买入”评级。

风险因素：行业政策风险，核心游戏表现不及预期，海外市场游戏不达预期，游戏上线周期存在递延风险。

表 1 重要财务指标

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,295	5,118	6,106	6,897	7,566
增长率 YoY%	15.3%	19.2%	19.3%	12.9%	9.7%
归母净利(百万元)	1,462	1,628	2,207	2,618	2,963
增长率 YoY%	42.6%	11.4%	35.5%	18.6%	13.2%
毛利率%	83.5%	81.3%	82.0%	82.3%	82.5%
净资产收益率 ROE%	27.9%	24.9%	20.3%	20.4%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	0.68	0.76	1.03	1.23	1.39
市盈率 P/E(倍)	34.93	31.36	23.14	19.50	17.23
市净率 P/B(倍)	9.74	7.80	4.69	3.98	3.40

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 11 月 4 日收盘价

资产负债表				单位:	百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,550	5,091	6,317	6,931	7,526
货币资金	2,807	3,269	3,825	4,201	4,556
应收票据	0	12	17	19	21
应收账款	1,048	902	1,349	1,522	1,670
预付账款	252	418	504	509	550
存货	20	25	29	33	36
其他	424	464	593	648	693
非流动资产	2,061	2,936	7,401	8,984	10,759
长期股权投资	518	506	1,106	1,183	1,267
固定资产（合计）	17	18	17	15	13
无形资产	31	323	623	668	709
其他	1,494	2,090	5,655	7,118	8,770
资产总计	6,610	8,026	13,718	15,916	18,284
流动负债	1,350	1,382	1,944	2,210	2,384
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	442	450	749	889	946
其他	908	931	1,195	1,322	1,439
非流动负债	22	98	893	894	894
长期借款	0	0	0	0	0
其他	22	98	893	894	894
负债合计	1,372	1,480	2,837	3,104	3,279
少数股东权益	-6	-1	-3	-6	-9
归属母公司股东权益	5,244	6,548	10,884	12,817	15,015
负债和股东权益	6,610	8,026	13,718	15,916	18,284

重要财务指标				单位:	百万元
主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,295	5,118	6,106	6,897	7,566
同比(%)	15.3%	19.2%	19.3%	12.9%	9.7%
归属母公司净利润	1,462	1,628	2,207	2,618	2,963
同比(%)	42.6%	11.4%	35.5%	18.6%	13.2%
毛利率(%)	83.5%	81.3%	82.0%	82.3%	82.5%
ROE(%)	27.9%	24.9%	20.3%	20.4%	19.7%
EPS（摊薄）（元）	0.68	0.76	1.03	1.23	1.39
P/E	34.93	31.36	23.14	19.50	17.23
P/B	9.74	7.80	4.69	3.98	3.40
EV/EBITDA	12.52	14.73	19.44	16.36	14.38

利润表	单位：百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,295	5,118	6,106	6,897	7,566
营业成本	710	958	1,099	1,218	1,325
营业税金及附加	19	18	26	29	32
销售费用	1,177	1,735	2,005	2,166	2,277
管理费用	286	202	184	210	247
研发费用	527	598	635	710	772
财务费用	-58	-55	-20	-23	-25
减值损失合计	-30	-3	-10	-10	-10
投资净收益	79	3	43	48	53
其他	14	14	57	64	63
营业利润	1,698	1,675	2,267	2,689	3,043
营业外收支	0	-2	-1	-1	-1
利润总额	1,697	1,673	2,266	2,688	3,042
所得税	117	46	61	73	82
净利润	1,581	1,628	2,205	2,615	2,960
少数股东损益	119	-1	-2	-3	-3
归属母公司净利润	1,462	1,628	2,207	2,618	2,963
EBITDA	1,697	1,774	2,435	2,871	3,241
EPS（当年）（元）	0.70	0.77	1.03	1.23	1.39

现金流量表				单位：百万元	
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,706	1,754	3,028	2,810	3,075
净利润	1,581	1,628	2,205	2,615	2,960
折旧摊销	116	129	189	206	224
财务费用	1	3	0	0	0
投资损失	-79	-3	-43	-48	-53
营运资金变动	29	-27	-122	28	-65
其它	59	26	799	9	9
投资活动现金流	-378	-910	-4,397	-1,750	-1,944
资本支出	-190	-263	-378	-112	-113
长期投资	-187	-668	-3,775	-1,387	-1,584
其他	0	20	-244	-252	-247
筹资活动现金流	-1,064	-400	1,928	-684	-776
吸收投资	1	1	-16	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-275	-425	-578	-685	-776
现金净增加额	269	447	556	375	355

研究团队简介

刘旺，信达证券传媒互联网及海外首席分析师。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队分析师。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业2年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业3年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等美股研究以及结合海外映射对A股港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。