

恺英网络(002517)

报告日期: 2026年04月29日

# 游戏平台业务快速发展, 26Q1 营收利润均高增

## ——恺英网络点评报告

### 投资要点

- 事件: 4月28日, 公司发布2025年年报和26Q1季报**  
 公司2025年实现营收53.3亿元, 同比增长4.04%; 实现归母净利润为19.0亿元, 同比增长16.9%; 实现扣非归母净利润为18.4亿元, 同比增长15.2%; 公司26Q1实现营收22.2亿元, 同比增长64.2%; 实现归母净利润为7.81亿元, 同比增长50.7%; 实现扣非归母净利润为5.45亿元, 同比增长5.75%。公司2025年全年和26Q1营收和利润高增的主要原因是新游上线带来的流水增量以及游戏盒子的高速发展。2025年, 公司旗下游戏盒子持续深耕传奇游戏垂类赛道, 依托独家传奇系列IP的授权优势, 进一步巩固了在国内传奇游戏领域的头部平台地位。平台覆盖PC、Android、iOS三端且互通, 成为传奇游戏正版化发展进程中的重要载体。公司游戏盒子业务主要在财报中用户平台下体现, 2025年公司游戏平台业务营收12.2亿元, 同比增长30.0%。
- 成本端总体稳定, 销售费用26Q1因新游上线上涨**  
 2025年, 公司毛利率为80.84%, 同比下降0.44个百分点。单季度来看, 25Q4公司毛利率为73.65%, 同比下降4.53个百分点; 公司销售费用同比减少3.42%, 管理费用同比减少8.30%, 研发费用同比减少0.55%。26Q1, 公司毛利率为80.75%, 同比下降2.82个百分点, 环比上升7.10个百分点; 公司销售费用同比增长110.43%, 管理费用同比增长24.15%, 研发费用同比增长5.87%。  
 成本端来看, 公司总体保持稳健, 但销售费用26Q1增长较快, 或因公司重点SLG新游26Q1处《三国: 天下归心》处上线前期所致, 我们认为后期销售费用将回归前期平均水平。
- 持续布局AI技术, AI陪伴、AI游戏工具持续迭代**  
 公司投资的自然选择旗下的AI陪伴应用《EVE》已于近期上线。同时, 在AI工具领域, 公司旗下极逸公司推出了自主研发的独立交付型游戏生成工具《SOON》, 推动AI工具场景化落地。《SOON》可通过一句话需求生成完整可玩的游戏, 将传统数月的游戏研发周期压缩至小时级。产品目前已收获比高集团、横店资本等战略投资, 并于近期正式启动二测。
- 投资建议**  
 我们看好公司年内充实的产品线以及各AI项目给公司带来的重要投资收益及技术储备, 预计公司2026-2028年营收分别为78/84/92亿元, 归母净利润分别为28/31/33亿元, 当前股价对应P/E分别为13/12/11倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示**  
 新游上线进度或质量不及预期, 宏观经济增速放缓导致可选消费受损。国际贸易政策变化导致游戏出海受损等。

### 投资评级: 买入(维持)

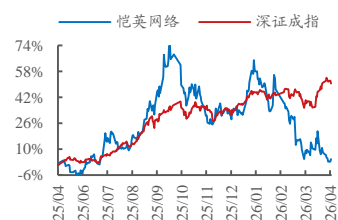
**分析师: 冯翠婷**  
 执业证书号: S1230525010001  
 fengcuiting@stocke.com.cn

**分析师: 陈磊**  
 执业证书号: S1230521090002  
 chenlei01@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥17.30
总市值(百万元)	36,960.47
总股本(百万股)	2,136.44

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《营收利润高增接近新高, 996传奇盒子逐步起量》  
2025.11.06
- 2 《海外营收高增, 持续深入布局AI》  
2025.08.31
- 3 《25Q1利润高增且后续产品线丰富, 《EVE》开放内测预约》  
2025.04.26

### 财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,325	7,837	8,377	9,155
(+/-) (%)	4.04%	47.18%	6.89%	9.29%
归母净利润	1,904	2,782	3,065	3,329
(+/-) (%)	16.90%	46.15%	10.16%	8.62%
每股收益(元)	0.89	1.30	1.43	1.56
P/E	19.42	13.28	12.06	11.10

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	6,241	7,912	10,589	13,479
现金	4,236	4,550	6,998	9,606
交易性金融资产	130	140	147	156
应收账款	1,023	1,969	2,094	2,289
其它应收款	15	131	140	153
预付账款	431	441	473	473
存货	45	20	22	22
其他	360	661	715	781
<b>非流动资产</b>	6,833	7,026	7,210	7,378
金融资产类	3,274	3,315	3,355	3,393
长期投资	1,234	1,404	1,564	1,714
固定资产	18	23	30	36
无形资产	641	560	480	402
在建工程	34	34	34	34
其他	1,632	1,690	1,748	1,798
<b>资产总计</b>	13,073	14,938	17,799	20,856
<b>流动负债</b>	2,501	2,219	2,368	2,415
短期借款	109	109	109	109
应付款项	1,135	531	569	569
预收账款	0	0	0	0
其他	1,257	1,579	1,690	1,737
<b>非流动负债</b>	672	626	638	649
长期借款	0	0	0	0
其他	672	626	638	649
<b>负债合计</b>	3,173	2,845	3,006	3,065
少数股东权益	(2)	84	179	282
归属母公司股东权	9,902	12,009	14,614	17,510
<b>负债和股东权益</b>	13,073	14,938	17,799	20,856

### 利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	5,325	7,837	8,377	9,155
营业成本	1,020	1,469	1,576	1,576
营业税金及附加	22	27	29	32
营业费用	1,676	2,508	2,597	2,930
管理费用	186	235	268	275
研发费用	595	705	754	916
财务费用	(40)	(37)	(40)	(64)
资产减值损失	(5)	0	0	0
公允价值变动损益	(22)	0	0	0
投资净收益	75	10	11	7
其他经营收益	69	17	51	36
<b>营业利润</b>	1,981	2,958	3,257	3,537
营业外收支	(0)	(1)	1	1
<b>利润总额</b>	1,981	2,957	3,257	3,538
所得税	79	89	98	106
<b>净利润</b>	1,902	2,868	3,160	3,432
少数股东损益	(1)	86	95	103
<b>归属母公司净利润</b>	1,904	2,782	3,065	3,329
EBITDA	2,040	3,042	3,345	3,591
EPS (最新摊薄)	0.89	1.30	1.43	1.56

### 主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4.04%	47.18%	6.89%	9.29%
营业利润	18.28%	49.33%	10.11%	8.61%
归属母公司净利润	16.90%	46.15%	10.16%	8.62%
<b>获利能力</b>				
毛利率	80.84%	81.25%	81.19%	82.79%
净利率	35.75%	35.50%	36.59%	36.36%
ROE	19.22%	23.17%	20.97%	19.01%
ROIC	18.02%	23.05%	20.81%	18.71%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.27%	19.05%	16.89%	14.69%
净负债比率	-40.98%	-36.02%	-45.91%	-52.77%
流动比率	2.50	3.57	4.47	5.58
速动比率	2.24	3.27	4.17	5.28
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.50	0.56	0.51	0.47
应收账款周转率	5.56	5.26	4.12	4.18
应付账款周转率	1.48	2.01	2.87	2.77
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.89	1.30	1.43	1.56
每股经营现金	1.06	0.60	1.50	1.55
每股净资产	4.63	5.62	6.84	8.20
<b>估值比率</b>				
P/E	19.42	13.28	12.06	11.10
P/B	3.73	3.08	2.53	2.11
EV/EBITDA	20.92	10.72	9.02	7.68

### 现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	2,263	1,292	3,205	3,317
净利润	1,902	2,868	3,160	3,432
折旧摊销	149	122	127	116
财务费用	4	5	6	6
投资损失	(75)	(10)	(11)	(7)
营运资金变动	252	(1,632)	(73)	(226)
其它	31	(62)	(3)	(4)
<b>投资活动现金流</b>	(1,282)	(316)	(304)	(282)
资本支出	(129)	(36)	(39)	(32)
长期投资	(1,161)	(221)	(207)	(197)
其他	8	(59)	(58)	(53)
<b>筹资活动现金流</b>	(308)	(654)	(453)	(428)
短期借款	109	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(418)	(654)	(453)	(428)
<b>现金净增加额</b>	666	314	2,448	2,608

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“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，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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和/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。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>