

# 恺英网络 (002517.SZ)

优于大市

## 年报及1季报点评：游戏新品、用户平台及AI应用值得期待

### 核心观点

**Q1业绩高增长。**1) 公司25年实现营业收入53.25亿元，归母净利润19.04亿元，同比分别增长+4.04%、+16.90%，对应全面摊薄EPS 0.89元（2024年为0.77元）。营收增长主要受用户平台业务拉动（收入12.23亿元，同比+30.04%）。扣非净利润18.43亿元（+15.21%），扣非净利率达34.61%。经营现金流净额22.62亿元（+49.93%），表现良好；2) 26年Q1公司实现营业收入22.21亿元，归母净利润7.81亿元，同比分别增长+64.19%、+50.65%，对应全面摊薄EPS 0.37元；营收利润均创单季历史新高，主要得益于游戏及用户平台业务运营良好，带动营收增长；3) 25年度公司计划每10股派发现金红利1元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。

**移动游戏基本盘稳固，用户平台成第二增长极。**1) 2025年移动游戏收入40.43亿元（同比-0.31%），占营收75.93%，毛利率78.58%（同比-0.87pct），基本盘保持稳定。复古情怀类旗舰产品《原始传奇》《天使之战》等长线运营稳中有升；《龙之谷世界》公测首日登顶AppStore，贡献显著增量；《热血江湖：归来》2025年8月公测，海外市场表现亮眼。创新精品类中，《仙剑奇侠传：新的开始》海外版在港澳台地区表现优异；《怪物联萌》在港澳台市场首日登顶免费榜。2) 用户平台业务收入12.23亿元（同比+30.04%），毛利率高达88.94%。游戏盒子深耕传奇奇品类赛道，PC/Android/iOS三端互通，延伸至内容社区、游戏直播、数字交易、云服务等多元生态。平台业务规模快速扩张，已成为公司核心竞争力的重要组成部分和第二增长极。

**AI+IP双轮驱动，全球化布局加速。**1) 全流程开发平台SOON实现游戏动画渲染、场景建模、剧情脚本生成等环节效率提升，开发周期显著缩短。自然选择旗下EVE作为全球首款3D AI智能陪伴应用，依托多模态交互系统和情感对话大模型Vibe，在AI陪伴赛道占据先发优势；2) IP储备持续扩容。续约“仙剑奇侠传”IP，新增“热血传奇”“传奇世界”独家授权用于游戏盒子。拥有“盗墓笔记”“斗罗大陆”“奥特曼”“拳皇”“射雕三部曲”“古龙群侠”等20余项国内外知名IP授权。自主孵化“岁时令”IP荣获多项国家级奖项。

**风险提示：**新游戏不及预期；政策监管风险等。

**投资建议：**考虑26年新品大年，我们上调2026/27年盈利预测为27.04/30.96亿元（前值为24.32/26.61亿元），新增28年盈利预测34.28亿元，对应摊薄EPS=1.26/1.44/1.59元，当前股价对应PE=15/13/11x。我们持续看好公司游戏新品拓展、用户平台所带来的第二成长曲线潜力以及AI前瞻布局潜力，继续维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

|             | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 5,118 | 5,325 | 7,508 | 8,409 | 9,250 |
| (+/-%)      | 19.2% | 4.0%  | 41.0% | 12.0% | 10.0% |
| 净利润(百万元)    | 1,628 | 1,904 | 2,704 | 3,096 | 3,428 |
| (+/-%)      | 11.4% | 16.9% | 42.0% | 14.5% | 10.7% |
| 每股收益(元)     | 0.76  | 0.88  | 1.26  | 1.44  | 1.59  |
| EBIT Margin | 31.4% | 34.3% | 32.4% | 35.5% | 35.5% |
| 净资产收益率(ROE) | 24.9% | 19.2% | 22.0% | 20.7% | 19.1% |
| 市盈率(PE)     | 24.1  | 20.6  | 14.5  | 12.7  | 11.4  |
| EV/EBITDA   | 24.9  | 22.7  | 17.6  | 14.5  | 13.2  |
| 市净率(PB)     | 5.98  | 3.96  | 3.19  | 2.61  | 2.18  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

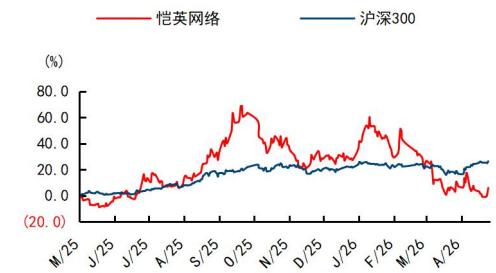
#### 传媒·游戏 II

证券分析师：张衡 021-60875160  
zhangheng2@guosen.com.cn S0980517060002  
证券分析师：陈瑶蓉 021-61761058  
chenyaorong@guosen.com.cn S0980523100001

#### 基础数据

|            |                |
|------------|----------------|
| 投资评级       | 优于大市(维持)       |
| 合理估值       |                |
| 收盘价        | 18.20元         |
| 总市值/流通市值   | 38883/34381百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 30.50/15.43元   |
| 近3个月日均成交额  | 1258.16百万元     |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

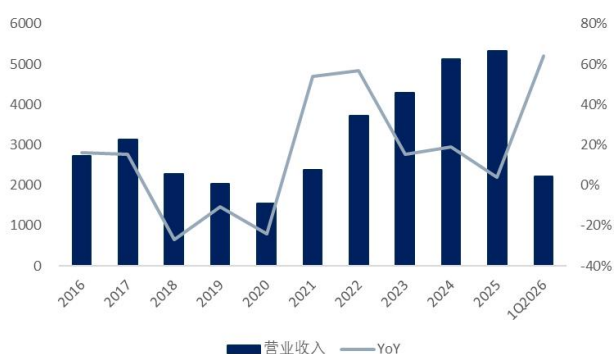
《恺英网络(002517.SZ)-中报点评：业绩增长稳健，新品周期及AI应用值得期待》——2025-09-01  
《恺英网络(002517.SZ)-年报及一季报点评：新品储备丰富，AI应用值得期待》——2025-04-29  
《恺英网络(002517.SZ)-24年3季报点评：业绩增长稳健，产品储备丰富》——2024-11-04  
《恺英网络(002517.SZ)-创新品类拓展顺利，新一轮产品周期启航》——2024-10-21  
《恺英网络(002517.SZ)-24年中报点评：出海表现良好，产品储备丰富》——2024-08-26

### 25 年营收利润双增，26Q1 业绩同比高增长

1) 2025 年公司实现营业收入 53.25 亿元，归母净利润 19.04 亿元，同比分别增长+4.04%、+16.90%，对应全面摊薄 EPS 0.89 元（2024 年为 0.77 元）。营收增长主要受用户平台业务拉动（收入 12.23 亿元，同比+30.04%），利润增速显著高于营收增速。扣非净利润 18.43 亿元（+15.21%），扣非净利率达 34.61%。经营现金流净额 22.62 亿元（+49.93%），表现良好。

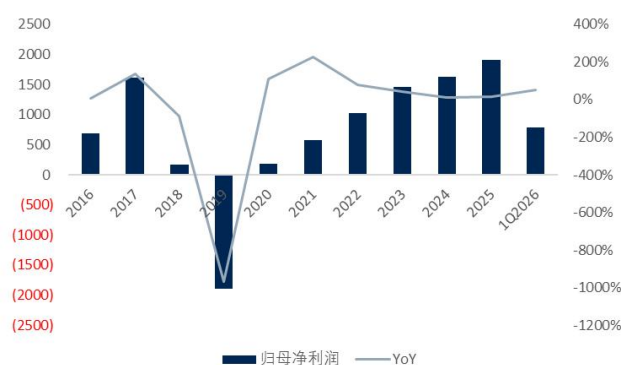
2) 2026 年 Q1 公司实现营业收入 22.21 亿元，归母净利润 7.81 亿元，同比分别增长+64.19%、+50.65%，对应全面摊薄 EPS 0.37 元。营收利润均创单季历史新高，高速增长主要受《龙之谷世界》《热血江湖：归来》等新品持续贡献增量流水，叠加用户平台业务延续高增长态势。毛利率 80.75%，净利率 37.04%，盈利能力持续优异。

图1：恺英网络营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：恺英网络归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：恺英网络单季度营收及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：恺英网络单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 移动游戏基本盘稳固，用户平台成第二增长极

1) 2025 年移动游戏收入 40.43 亿元（同比-0.31%），占营收 75.93%，毛利率 78.58%（同比-0.87pct），基本盘保持稳定。复古情怀类旗舰产品《原始传奇》《天使

之战》等长线运营稳中有升；《龙之谷世界》2025年2月公测首日登顶 AppStore 游戏榜 TOP1，贡献显著增量流水；《热血江湖：归来》2025年8月公测，海外市场表现亮眼。创新精品类中，《仙剑奇侠传：新的开始》海外版在港澳台地区表现优异；《怪物联萌》在港澳台市场首日登顶免费榜。

2) 用户平台业务收入 12.23 亿元（同比+30.04%），毛利率高达 88.94%，是公司综合毛利率维持 80% 以上的重要支撑。游戏盒子深耕传奇品类赛道，PC/Android/iOS 三端互通，延伸至内容社区、游戏直播、数字交易、云服务等多元生态。平台业务规模快速扩张，已成为公司核心竞争力的重要组成部分和第二增长极。

### AI+IP 双轮驱动，全球化布局加速

1) AI 全流程开发平台 SOON 实现游戏动画渲染、场景建模、剧情脚本生成等环节效率提升，开发周期显著缩短。恺顽科技打造 AI 潮玩品牌《暖星谷梦游记》，"晚安羊""不忧鸟"智能玩偶内置 AI 芯片，形成"硬件+软件"生态闭环。子公司自然选择旗下 EVE 作为全球首款 3D AI 智能陪伴应用，依托多模态交互系统和情感对话大模型 Vibe，在 AI 陪伴赛道占据先发优势。

2) IP 储备持续扩容。续约"仙剑奇侠传"IP，新增"热血传奇""传奇世界"独家授权用于游戏盒子。截至报告期末拥有"机动战士敢达系列""盗墓笔记""斗罗大陆""奥特曼""拳皇""射雕三部曲""古龙群侠"等 20 余项国内外知名 IP 授权。自主孵化"岁时令"IP 荣获多项国家级奖项。

3) 境外业务收入 4.42 亿元（同比+17.78%），毛利率 63.19% (+1.52pct)。《天使之战》进入东南亚市场，《诸神劫影姬》《怪物联萌》在港澳台表现优异。公司稳步加大欧美市场布局，全球化发行体系持续完善。

图5: SooN



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**盈利预测与投资建议：**考虑 26 年新品大年，我们上调 2026/27 年盈利预测为 27.04/30.96 亿元（前值为 24.32/26.61 亿元），新增 28 年盈利预测 34.28 亿元，对应摊薄 EPS=1.26/1.44/1.59 元，当前股价对应 PE=15/13/11x。我们持续看好公司游

戏新品拓展、用户平台所带来的第二成长曲线潜力以及 AI 前瞻布局潜力,继续维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

| 公司<br>代码  | 公司<br>名称 | 投资<br>评级 | 昨收盘<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | EPS   |       |       |       | PE   |      |       |       |
|-----------|----------|----------|------------|-------------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|
|           |          |          |            |             | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
| 603444.SH | 吉比特      | 优于大市     | 416.99     | 299         | 13.12 | 24.90 | 26.55 | 29.24 | 32   | 17   | 16    | 14    |
| 002517.SZ | 恺英网络     | 优于大市     | 17.30      | 209         | 0.77  | 0.89  | 1.26  | 1.44  | 22   | 19   | 14    | 12    |

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |             |              |              |              |              | 利润表 (百万元)          |              |              |              |              |              |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2024        | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |                    | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
| 现金及现金等价物         | 3269        | 4236         | 6810         | 9505         | 12604        | 营业收入               | 5118         | 5325         | 7508         | 8409         | 9250         |
| 应收款项             | 940         | 1038         | 1464         | 1640         | 1804         | 营业成本               | 958          | 1020         | 1464         | 1623         | 1804         |
| 存货净额             | 25          | 45           | 66           | 72           | 80           | 营业税金及附加            | 18           | 22           | 31           | 34           | 38           |
| 其他流动资产           | 783         | 761          | 1072         | 1201         | 1321         | 销售费用               | 1735         | 1676         | 2463         | 2607         | 2849         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>5091</b> | <b>6241</b>  | <b>9572</b>  | <b>12579</b> | <b>15969</b> | 管理费用               | 202          | 186          | 296          | 320          | 349          |
| 固定资产             | 20          | 52           | 91           | 138          | 170          | 研发费用               | 598          | 595          | 826          | 841          | 925          |
| 无形资产及其他          | 323         | 641          | 616          | 591          | 567          | 财务费用               | (55)         | (40)         | (135)        | (203)        | (275)        |
| 投资性房地产           | 2088        | 4906         | 4906         | 4906         | 4906         | 投资收益               | 3            | 75           | 39           | 57           | 48           |
| 长期股权投资           | 506         | 1234         | 1234         | 1234         | 1234         | 资产减值及公允价值变动        | (23)         | (17)         | 15           | 15           | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>8026</b> | <b>13073</b> | <b>16419</b> | <b>19448</b> | <b>22846</b> | 其他收入               | (565)        | (539)        | (826)        | (841)        | (925)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 27          | 130          | 20           | 20           | 20           | 营业利润               | 1675         | 1981         | 2618         | 3259         | 3609         |
| 应付款项             | 450         | 1135         | 1636         | 1809         | 2007         | 营业外净收支             | (2)          | (0)          | 228          | 0            | 0            |
| 其他流动负债           | 904         | 1236         | 1822         | 1962         | 2158         | <b>利润总额</b>        | <b>1673</b>  | <b>1981</b>  | <b>2846</b>  | <b>3259</b>  | <b>3609</b>  |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1382</b> | <b>2501</b>  | <b>3477</b>  | <b>3792</b>  | <b>4185</b>  | 所得税费用              | 46           | 79           | 142          | 163          | 180          |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 少数股东损益             | (1)          | (1)          | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债           | 98          | 672          | 672          | 672          | 672          | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>1628</b>  | <b>1904</b>  | <b>2704</b>  | <b>3096</b>  | <b>3428</b>  |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>98</b>   | <b>672</b>   | <b>672</b>   | <b>672</b>   | <b>672</b>   | <b>现金流量表 (百万元)</b> |              |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>1480</b> | <b>3173</b>  | <b>4150</b>  | <b>4464</b>  | <b>4857</b>  | 净利润                | 1628         | 1904         | 2704         | 3096         | 3428         |
| 少数股东权益           | (1)         | (2)          | (2)          | (2)          | (2)          | 资产减值准备             | (56)         | (2)          | 30           | 20           | 16           |
| 股东权益             | 6548        | 9902         | 12272        | 14986        | 17991        | 折旧摊销               | 26           | 39           | 31           | 36           | 39           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>8026</b> | <b>13073</b> | <b>16419</b> | <b>19448</b> | <b>22846</b> | 公允价值变动损失           | 23           | 17           | (15)         | (15)         | 0            |
| <b>关键财务与估值指标</b> |             |              |              |              |              | 财务费用               | (55)         | (40)         | (135)        | (203)        | (275)        |
| 每股收益             | 0.76        | 0.88         | 1.26         | 1.44         | 1.59         | 营运资本变动             | (561)        | (1327)       | 360          | 23           | 117          |
| 每股红利             | 0.20        | 0.10         | 0.16         | 0.18         | 0.20         | 其它                 | 55           | 0            | (30)         | (20)         | (16)         |
| 每股净资产            | 3.04        | 4.60         | 5.70         | 6.96         | 8.36         | <b>经营活动现金流</b>     | <b>1116</b>  | <b>631</b>   | <b>3079</b>  | <b>3140</b>  | <b>3585</b>  |
| ROIC             | 30.45%      | 24.89%       | 30%          | 37%          | 38%          | 资本开支               | 0            | (23)         | (61)         | (63)         | (63)         |
| ROE              | 24.87%      | 19.22%       | 22%          | 21%          | 19%          | 其它投资现金流            | (74)         | (86)         | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 81%         | 81%          | 80%          | 81%          | 80%          | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(61)</b>  | <b>(837)</b> | <b>(61)</b>  | <b>(63)</b>  | <b>(63)</b>  |
| EBIT Margin      | 31%         | 34%          | 32%          | 35%          | 36%          | 权益性融资              | 3            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 32%         | 35%          | 33%          | 36%          | 36%          | 负债净变化              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 19%         | 4%           | 41%          | 12%          | 10%          | 支付股利、利息            | (425)        | (214)        | (334)        | (382)        | (423)        |
| 净利润增长率           | 11%         | 17%          | 42%          | 15%          | 11%          | 其它融资现金流            | 255          | 1600         | (110)        | 0            | 0            |
| 资产负债率            | 18%         | 24%          | 25%          | 23%          | 21%          | <b>融资活动现金流</b>     | <b>(592)</b> | <b>1173</b>  | <b>(444)</b> | <b>(382)</b> | <b>(423)</b> |
| 股息率              | 1.1%        | 0.5%         | 0.9%         | 1.0%         | 1.1%         | <b>现金净变动</b>       | <b>462</b>   | <b>967</b>   | <b>2574</b>  | <b>2695</b>  | <b>3099</b>  |
| P/E              | 24.1        | 20.6         | 14.5         | 12.7         | 11.4         | 货币资金的期初余额          | 2807         | 3269         | 4236         | 6810         | 9505         |
| P/B              | 6.0         | 4.0          | 3.2          | 2.6          | 2.2          | 货币资金的期末余额          | 3269         | 4236         | 6810         | 9505         | 12604        |
| EV/EBITDA        | 24.9        | 22.7         | 17.6         | 14.5         | 13.2         | 企业自由现金流            | 0            | 443          | 2212         | 2309         | 2639         |
|                  |             |              |              |              |              | 权益自由现金流            | 0            | 2043         | 2206         | 2466         | 2853         |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

| 投资评级标准   | 类别         | 级别   | 说明                            |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|  |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|  | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|  |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|  |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032