

# 2025 年&1Q26 财报点评：“传奇+X” 打开空间，用户平台健康增长

## 核心观点

1、一季度收入同环比大幅增长，《烈焰觉醒》等“传奇+X”创新游戏贡献显著核心增量，公司验证传奇 IP 的多品类延伸能力。除此之外，《三国：天下归心》4月16日上线，500万预约，iOS 畅销达成 Top33；《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记：启程》均已获版号，下半年有望相继上线贡献增量。

2、传奇盒子贡献稳定增长，2025 年收入同比增长 30%，高毛利属性（毛利率 88.9%）。展望 2026 年，DAU 与广告单价有望继续驱动增长，平台将逐步从快速扩张期进入更注重用户体验与内容质量的发展阶段，长期价值持续积累。

3、前期 IP 纠纷和解落地，公司及管理层不断回购及增持，2 月公司完成约 1.5 亿元股份回购，3 月董事长金锋个人完成约 1.6 亿元增持，全体高管同步增持，彰显长期价值信心。

## 事件

公司发布 2025 年年度报告及 2026 年一季度报告。2025 年全年实现营业收入 53.25 亿元，同比增长 4.0%；实现归母净利润 19.04 亿元，同比增长 16.9%；扣非归母净利润 18.43 亿元，同比增长 15.2%。单看四季度，实现收入 12.50 亿元，同比增长 5%，环比下降 16.5%；归母净利润 3.20 亿元，同比下降 8%，环比下降 49.5%；扣非归母净利润 3.22 亿元，同比增长 14%，环比下降 44.6%。

2026 年一季度实现营业收入 22.21 亿元，同比增长 64.2%；归母净利润 7.81 亿元，同比增长 50.6%；扣非归母净利润 5.45 亿元，同比增长 5.75%。一季度扣非增速远低于净利润增速，主要系本季度确认了与传奇 IP 诉讼和解相关的非经常性收益约 2.35 亿元。

## 恺英网络 (002517.SZ)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

010-56135147

SAC 编号:S1440523110001

发布日期：2026 年 04 月 30 日

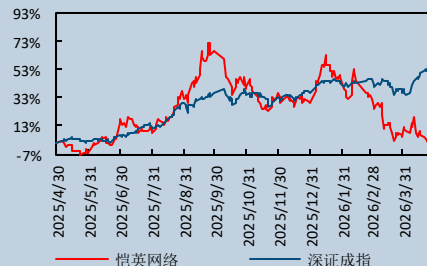
当前股价：18.20 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.44/-5.39	-26.55/-25.50	7.95/-16.96
12 月最高/最低价 (元)		29.00/15.77
总股本 (万股)		213,644.32
流通 A 股 (万股)		188,908.67
总市值 (亿元)		388.83
流通市值 (亿元)		343.81
近 3 月日均成交量 (万)		6181.09
主要股东		
金锋		15.40%

## 股价表现



## 相关研究报告

- 25.10.31 【中信建投游戏 II】恺英网络(002517):3Q25 点评：传奇盒子增量显著，关注明年重点新品上线
- 25.04.30 【中信建投游戏 II】恺英网络(002517):2024 年与 1Q25 财报点评：新游带动增长，看好 AI 陪伴产品布局

**重要财务指标**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,118.19	5,324.98	8,439.50	9,483.50	10,420.75
YoY (%)	19.16	4.04	58.49	12.37	9.88
净利润(百万元)	1,628.47	1,903.63	2,730.66	3,074.19	3,367.26
YoY (%)	11.41	16.90	43.45	12.58	9.53
毛利率 (%)	81.28	80.84	83.08	83.66	83.76
销售净利率 (%)	31.82	35.75	32.36	32.42	32.31
ROE (%)	24.87	19.22	22.06	20.26	18.47
EPS (摊薄/元)	0.76	0.89	1.28	1.44	1.58
P/E (倍)	23.88	20.43	14.24	12.65	11.55
P/B (倍)	5.94	3.93	3.14	2.56	2.13

资料来源: ifind, 中信建投

## 简评

### 1、游戏产品：2025 年平稳经营，Q1 “传奇+X” 贡献显著增量

2025 年全年移动游戏收入 40.43 亿元，同比小幅下降 0.3%，基本维持稳健；网页游戏收入 0.59 亿元，同比下降 51.9%。出海保持良好势头，境外收入 4.42 亿元，同比增长 17.8%，《怪物联萌》《天使之战》《热血江湖：归来》等产品在港澳台及东南亚市场表现亮眼，全球化战略稳步落地。

一季度收入同比大幅增长 64.2%，我们预估以《烈焰觉醒》为代表的“传奇+X”创新品类游戏亮眼表现是核心驱动力之一。《烈焰觉醒》于 2025 年 9 月公测上线，主打“手游+微信小游戏+PC 端”三端互通，以“AI 超清传奇”为核心卖点，上线后迅速进入微信小游戏畅销榜前列，是传奇赛道近年来少见的跨平台高增长新品。随着产品进入稳定运营期，其流水贡献在 2026 年一季度仍具有较高持续性，并验证了公司“传奇 IP+新形态”产品矩阵策略的可复制性。

其他游戏产品储备丰富，有望在年内逐步释放。公司自研 SLG《三国：天下归心》于 4 月 16 日正式上线，上线前预约量超过 500 万，iOS 畅销榜排名进入 Top33，主打不种田不内卷、多剧本随心换的轻量化 SLG 玩法，面向 Z 世代玩家，初步验证了公司拓展 SLG 赛道的破圈能力，后续长线运营情况值得持续关注。全年产品储备丰富，《斗罗大陆：诛邪传说》与《盗墓笔记：启程》均已获版号并完成多轮测试，两款产品均为顶级 IP 改编、画质精良，有望成为重要流水增量。

### 2、用户平台（传奇盒子）：稳健增长，一季度广告收入预估回暖

2025 年全年，用户平台（传奇盒子）实现收入 12.23 亿元，同比增长 30.0%，毛利率 88.9%，远高于移动游戏业务（78.6%）约 10pct，盒子收入占比从 2024 年的 18.4%提升至 22.97%，持续成为拉动公司整体毛利率与净利润增长的核心。

预估 Q1 盒子收入环比有明显回暖。随着品牌专区合作游戏陆续上线，平台传奇生态流量持续扩大，DAU 增长推动广告库存扩容；与此同时，广告主 ROI 改善推动单价上行，盒子广告收入呈现较强的成长性。展望 2026 年，我们判断传奇盒子增长确定性强。随着热血江湖、红月等新情怀类 IP 拓展进入品牌专区，并进一步强化传奇 PC 游戏生态（顺网科技合作），我们预计 2026 年盒子 DAU 仍将保持增长；叠加广告单价仍处于提升通道，未来三年盒子广告收入有望延续健康的态势。

四季度收入环比下降，我们认为主要原因有两点：一是品牌专区合作费用确认节奏问题，三季度品牌专区集中确认了较多授权收益，四季度环比自然回落；二是老游戏流水自然下滑拖累移动游戏收入。

### 3、非经常性项目：传奇 IP 诉讼和解，消除核心法务风险

一季度非经常性损益约 2.35 亿元，主要包括：子公司上海恺英与传奇 IP 于 2026 年 2 月签署《和解协议》，相关仲裁胜诉赔偿收益约 1.82 亿元（营业外收入）及债务重组收益约 5303 万元（投资收益），合计约 2.37 亿

元。我们认为此次诉讼和解落地是公司长期发展的重要正面事件。第一，传奇 IP 核心法务风险基本消除，公司法务资源得以聚焦主业拓展，降低未来不确定性；第二，传奇 IP 合规化运营环境改善，有助于盒子品牌专区进一步吸引优质合作伙伴，强化平台护城河；第三，未来净利润受此类非经常性扰动减少，利润质量将持续改善。

#### 4、盈利能力：全年费用管控显著，一季度买量阶段性扩张

2025 年全年，公司销售费用 16.76 亿元，同比下降 3.4%；管理费用 1.86 亿元，同比下降 8.3%；研发费用 5.95 亿元，同比基本持平（占收入 11.2%）。期间费用率整体呈下行趋势。2025 年利润弹性远超营收弹性，验证盒子高毛利业务占比提升对整体盈利能力的持续改善。经营活动产生的现金流量净额 22.63 亿元，同比增长 29%。

2026 年一季度销售费用 9.66 亿元，同比增长 110.4%，销售费用率约 43.5%（上年同期约 33.9%），阶段性扩张较为明显，主要源于《三国：天下归心》等新品上线前后的集中买量投放。毛利率方面，营业成本同比增长 92.4%，主要系对外游戏分成费增加，与收入结构基本匹配，整体毛利率水平仍维持在 80% 以上。我们判断随着新品买量投放回归常态，二季度起利润率有望逐步回升。

**投资建议：**游戏进入产品周期，“传奇+X”策略驱动流水提升，《三国：天下归心》验证 SLG 新品获量能力，《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记：启程》等多款重磅产品待上线。传奇盒子仍在成长期，平台 DAU 与广告单价持续双升，高毛利属性。此外传奇 IP 和解落地，核心法务风险消除，叠加公司回购&管理层持续增持，中长期价值信心强，持续重点推荐。

我们预计 2026~2028 年公司实现营业收入 84.4 亿、94.8 亿、104.2 亿，同比增长 58.5%、12.4%、9.9%，实现归母净利润 27.3 亿、30.7 亿、33.7 亿，同比增长 43.5%、12.6%、9.5%，最新市值对应的 PE 分别为 14.2 倍、12.7 倍和 11.6 倍，给予推荐。

**风险提示：**行业景气度下滑风险；存量游戏流水下滑风险；游戏用户总量减少风险；重点项目运营失误风险；新游戏上线延期风险；新游戏上线后表现不及预期风险；推广营销 ROI 降低风险；营销买量成本上升风险；未获版号游戏版号获取情况不及预期风险；游戏行业内容监管风险；行业竞争激烈；人力成本上升风险；核心人才流失风险；汇率波动影响净利润的风险；投资收益波动影响净利润的风险；玩家偏好转移的风险；宏观经济持续承压的风险；海外游戏发行风险；AI 应用不及预期风险；小程序游戏发展不及预期；海外游戏发行风险。

## 分析师介绍

### 杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

### 杨晓玮

中信建投证券传媒互联网行业研究员，上海交通大学金融硕士，主要研究游戏、XR、AI应用、潮流玩具等

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。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。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：(8610) 56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk