

恺英网络 (002517.SZ)

Q1 业绩稳健增长，关注《烈焰觉醒》与盒子增量

发布 2025 年度报告与 26Q1 业绩报告。2025 年，公司实现收入 53.2 亿元，YOY+4%；归母净利润 19 亿元，YOY+17%；扣非归母净利润 18.4 亿元，YOY+15%。26Q1，实现收入 22.2 亿元，YOY+64%，QOQ+78%；归母净利润 7.8 亿元，YOY+51%，QOQ+144%；扣非归母净利润 5.5 亿元，YOY+5.8%，QOQ+69%。

点评：

游戏盒子平台化升级，成为新增长引擎。游戏盒子深耕传奇游戏垂类赛道，聚合了全品类传奇经典玩法，并围绕传奇 IP 构建起“社区互动+衍生服务+数字资产交易”的用户生态，形成多元商业模式，推动业务由单一产品向平台化盈利转型。2025 年，公司用户平台业务实现收入 12.2 亿元，YOY+30%，占营收比重达到 23%，为营收增长的主要驱动力。

存量游戏基本盘稳健。2025 年，公司移动游戏业务实现收入 40.4 亿元，YOY 同比基本持平。公司通过玩法创新与海外布局，持续推进存量游戏长线稳定发展。以《永恒联盟》为例，公司持续优化游戏 PVE 副本、PVP 竞技及战盟社交体系，使其成为公司移动游戏业务中稳定贡献收入与用户的重要产品。同时公司加大《热血江湖：归来》等游戏的全球发行力度，形成可观收入补充，夯实业务基本盘。

新游储备丰富，品类多元有望接力放量。公司于 26 年 4 月发行的 SLG 产品《三国：天下归心》上线首日即登顶 IOS 免费榜，伴随运营深入有望持续放量。此外，公司还拥有《斗罗大陆：诛邪传说》、《盗墓笔记：启程》、《梦境守望者》、《新射雕之华山论剑》、《代号：希望》等多款产品储备，涵盖休闲、武侠、MMO 等多个赛道。新游陆续上线有望完善公司产品矩阵，强化竞争力，助力公司多极增长。

盈利预测与投资建议：基于公司业务进展与储备增量信息，我们预计公司 26-28 年实现收入 81/88/94 亿元，YOY+52%/9%/7%；实现归母净利润 27/30/33 亿元，YOY+41%/13%/10%，对应当前市值 PE 14/13/12x。我们看好公司新游陆续上线驱动基本面改善，维持对于公司的“买入”评级。

风险提示：产品流水表现不及预期，行业竞争加剧，宏观经济波动。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	5,118	5,325	8,072	8,803	9,424
增长率 yoy (%)	19.2	4.0	51.6	9.1	7.1
归母净利润 (百万元)	1,628	1,904	2,678	3,030	3,334
增长率 yoy (%)	11.4	16.9	40.7	13.1	10.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.76	0.89	1.25	1.42	1.56
净资产收益率 (%)	24.9	19.2	22.4	20.7	18.9
P/E (倍)	23.6	20.2	14.3	12.7	11.5
P/B (倍)	5.9	3.9	3.2	2.6	2.2

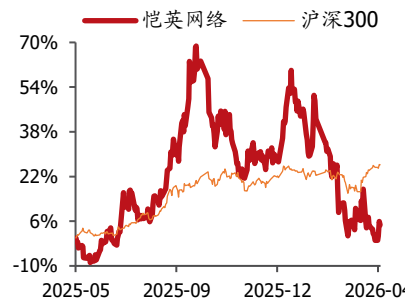
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 30 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	游戏 II
前次评级	买入
04 月 30 日收盘价 (元)	17.98
总市值 (百万元)	38,413.25
总股本 (百万股)	2,136.44
其中自由流通股 (%)	88.42
30 日日均成交量 (百万股)	59.11

股价走势



作者

分析师 刘文轩

执业证书编号：S0680526020003

邮箱：liuwenxuan@gszq.com

分析师 赵海楠

执业证书编号：S0680526020002

邮箱：zhaohainan@gszq.com

相关研究

- 《恺英网络 (002517.SZ)：增持彰显信心，看好平台化增长驱动力和 AI 布局潜力》 2026-03-17
- 《恺英网络 (002517.SZ)：Q3 上线 4 款新游，游戏盒子获传奇、传世 IP 独家授权》 2025-10-29
- 《恺英网络 (002517.SZ)：境内境外新游获佳绩，AI 生态已与 DeepSeek R1 深度对接》 2025-08-30

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5091	6241	8313	11397	14644
现金	3269	4236	5412	8265	11317
应收票据及应收账款	915	1023	1443	1573	1684
其他应收款	25	15	39	43	46
预付账款	418	431	663	718	765
存货	25	45	39	42	45
其他流动资产	439	490	717	754	786
非流动资产	2936	6833	6716	6599	6500
长期投资	506	1234	1219	1205	1191
固定资产	18	18	11	3	0
无形资产	323	641	588	535	482
其他非流动资产	2090	4940	4898	4855	4826
资产总计	8026	13073	15029	17995	21143
流动负债	1382	2501	2273	2452	2604
短期借款	0	109	109	109	109
应付票据及应付账款	450	1135	715	774	825
其他流动负债	931	1257	1449	1569	1671
非流动负债	98	672	613	613	613
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	98	672	613	613	613
负债合计	1480	3173	2886	3066	3218
少数股东权益	-1	-2	203	297	330
股本	1515	1499	1499	1499	1499
资本公积	532	342	342	342	342
留存收益	4831	6521	8893	11586	14548
归属母公司股东权益	6548	9902	11940	14633	17595
负债和股东权益	8026	13073	15029	17995	21143

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1754	2263	1523	3126	3357
净利润	1628	1902	2883	3124	3368
折旧摊销	129	149	91	91	73
财务费用	3	4	0	0	0
投资损失	-3	-75	-115	-60	-61
营运资金变动	-27	252	-1127	-51	-43
其他经营现金流	26	31	-209	21	21
投资活动现金流	-910	-1282	288	65	66
资本支出	-263	-129	174	5	5
长期投资	-668	-1161	0	0	0
其他投资现金流	20	8	114	60	61
筹资活动现金流	-400	-308	-627	-338	-371
短期借款	0	109	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-16	0	0	0
资本公积增加	22	-189	0	0	0
其他筹资现金流	-422	-212	-627	-338	-371
现金净增加额	447	666	1176	2853	3052

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5118	5325	8072	8803	9424
营业成本	958	1020	1522	1648	1755
营业税金及附加	18	22	17	18	20
营业费用	1735	1676	2996	3081	3299
管理费用	202				226
研发费用	598				631
财务费用	-55	-40	-23	-44	-47
资产减值损失	-3	-5	-14	-14	-14
其他收益	47	69	21	21	21
公允价值变动收益	-26	-22	-12	-12	-12
投资净收益	3	75	115	60	61
资产处置收益	1	2	5	5	5
营业利润	1675	1981	2914	3341	3601
营业外收入	2	10	182	1	1
营业外支出	4	10	13	1	1
利润总额	1673	1981	3084	3341	3601
所得税	46	79	200	217	234
净利润	1628	1902	2883	3124	3368
少数股东损益	-1	-1	205	94	34
归属母公司净利润	1628	1904	2678	3030	3334
EBITDA	1774	2040	3152	3388	3627
EPS (元/股)	0.76	0.89	1.25	1.42	1.56

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	19.2	4.0	51.6	9.1	7.1
营业利润(%)	-1.3	18.3	47.1	14.6	7.8
归属母公司净利润(%)	11.4	16.9	40.7	13.1	10.0
获利能力					
毛利率(%)	81.3	80.8	81.1	81.3	81.4
净利率(%)	31.8	35.7	33.2	34.4	35.4
ROE(%)	24.9	19.2	22.4	20.7	18.9
ROIC(%)	24.1	18.0	23.2	20.4	18.4
偿债能力					
资产负债率(%)	18.4	24.3	19.2	17.0	15.2
净负债比率(%)	-48.4	-41.0	-43.1	-54.1	-62.1
流动比率	3.7	2.5	3.7	4.6	5.6
速动比率	3.3	2.2	3.3	4.3	5.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	5.2	5.6	6.6	5.9	5.9
应付账款周转率	2.1	1.5	1.9	2.2	2.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.89	1.25	1.42	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.06	0.71	1.46	1.57
每股净资产(最新摊薄)	3.06	4.63	5.59	6.85	8.24
估值比率					
P/E	23.6	20.2	14.3	12.7	11.5
P/B	5.9	3.9	3.2	2.6	2.2
EV/EBITDA	14.7	20.9	10.5	9.0	7.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com