

## 公司研究 | 点评报告 | 恺英网络 (002517.SZ)

# 新游带动增量，平台业务保持较快增长

### 报告要点

公司 2025 年实现营收 53.2 亿元 (同比+4.0%)，归母净利润 19.0 亿元 (同比+16.9%)，扣非净利润 18.4 亿元 (同比+15.2%)；公司 26Q1 实现营收 22.2 亿元 (同比+64.2%)，归母净利润 7.8 亿元 (同比+50.6%)，扣非净利润 5.5 亿元 (同比+5.8%)。公司旗下《烈焰觉醒》2026Q1 贡献收入约 10 亿元，初步验证了“传奇+X”模式的可行性；盒子业务保持较好趋势，Q1 盒子所在的用户平台业务实现营收约 3 亿元。公司 AI 布局积极，储备产品丰富。

### 分析师及联系人



高超

SAC: S0490516080001

SFC: BUX177



杨云祺

SAC: S0490524090002

## 新游带动增量，平台业务保持较快增长

### 事件描述

公司 2025 年实现营收 53.2 亿元 (同比+4.0%)，归母净利润 19.0 亿元 (同比+16.9%)，扣非净利润 18.4 亿元 (同比+15.2%)；其中 25Q4 实现营收 12.5 亿元 (同比+5.0%)，归母净利润 3.2 亿元 (同比-8.1%)，扣非净利润 3.2 亿元 (同比+1.3%)。

公司 26Q1 实现营收 22.2 亿元 (同比+64.2%)，归母净利润 7.8 亿元 (同比+50.6%)，扣非净利润 5.5 亿元 (同比+5.8%)。

### 事件评论

- **游戏业务保持稳健，平台业务延续高增**
- 1) 公司整体游戏基本盘表现稳健，2025 年上新产品较少，2025 年实现移动游戏收入 40.4 亿 (同比-0.3%)；2) 公司持续完善传奇盒子的平台功能与用户体验，用户数和商业化能力进一步提升，带动 2025 年用户平台收入增至 12.2 亿 (同比+30.0%)；3) 公司出海能力进一步提升，优化《天使之战》《热血江湖：归来》等产品本地化运营，带动 2025 年海外收入同比+17.8%至 4.4 亿。
- **收购资产为 26Q1 带来一定增量，非经部分影响 Q1 业绩**
- 1) 公司 12 月完成对杭州悦玩互娱 70% 股权的收购，旗下悦妙网络运营有《烈焰觉醒》等游戏，该游戏作为传奇 IP 融合成熟玩法的破圈尝试产品，精准捕捉传奇泛用户，曾进入微信小游戏畅销榜 Top6，为头部传奇类产品之一，2026Q1 该产品贡献收入约 10 亿元，初步验证了“传奇+X”模式的可行性，并表后预计持续释放收入和业绩增量；2) 2 月公司与传奇 IP 签订《和解协议》，为公司 Q1 带来约 2 亿的非经收益；3) Q1 盒子业务保持较好趋势，Q1 盒子所在的用户平台业务实现营收约 3 亿元。
- **游戏投放带动销售费用增加，高毛利业务占比提升**
- 1) 由于《烈焰觉醒》等产品投放，带动 Q1 销售费用翻倍增至 9.7 亿，销售费用率提升至 43.5%；2) 平台业务 2025 年收入占比增至 23%，毛利率约 89%。
- **AI 布局积极，储备产品丰富**
- 1) 公司旗下 AI 全流程开发平台《SOON》有望重塑游戏生产方式；借助参投公司自然选择和 DPVR，公司在 AI 情感陪伴 (《EVE》《Elys》) 与 AI 硬件 (AI 眼镜) 亦有布局；2) 26 年公司新游储备丰富，SLG《三国：天下归心》已于 4 月上线，有望取得长线表现；此外《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记：启程》等新游陆续上线有望带动游戏业务增长。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2026/2027 年公司归母净利润分别为 26.2 亿/30.2 亿，对应 PE 14.7/12.7 倍，维持买入评级。

### 风险提示

- 1、产品版号审批、上线进度及流水表现不及预期风险；
- 2、行业监管风险；
- 3、游戏行业竞争加剧风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	17.98
总股本(万股)	213,644
流通A股/B股(万股)	188,909/0
每股净资产(元)	4.85
近12月最高/最低价(元)	30.50/15.43

注：股价为 2026 年 4 月 30 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《传奇盒子商业化驱动增长，盈利能力持续提升》  
2025-11-03
- 《传奇盒子及出海保持高速增长，AI 布局持续推进，新游储备丰富》  
2025-09-02
- 《业绩增长稳健，AI 进展积极，新游储备丰富》  
2025-04-30



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、产品版号审批、上线进度及流水表现不及预期风险：游戏版号审核若收紧，则会导致新游戏上线时间不确定性提升，对游戏业务增长带来负面影响。且游戏内容具备上线后流水表现难以预测的特征，对公司业绩影响亦具备不确定性。
- 2、行业监管风险：游戏行业监管政策较为严格，政策监管趋紧可能影响公司经营。
- 3、游戏行业竞争加剧风险：公司布局的 MMO 游戏、SLG 游戏及小游戏赛道等均有较多游戏厂商积极布局，若竞争加剧，可能通过影响公司产品流水、提升销售费用等影响公司业绩。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>5325</b>	<b>7752</b>	<b>8776</b>	<b>9654</b>	货币资金	4236	5019	7486	10321
营业成本	1020	1316	1436	1580	交易性金融资产	130	130	130	130
<b>毛利</b>	<b>4305</b>	<b>6437</b>	<b>7340</b>	<b>8074</b>	应收账款	1013	1249	1341	1341
%营业收入	81%	83%	84%	84%	存货	45	29	32	35
营业税金及附加	22	31	35	39	预付账款	431	461	503	553
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	386	676	721	780
销售费用	1676	3256	3510	3668	<b>流动资产合计</b>	<b>6241</b>	<b>7564</b>	<b>10212</b>	<b>13161</b>
%营业收入	31%	42%	40%	38%	长期股权投资	1234	1294	1324	1344
管理费用	186	194	219	241	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	18	22	26	30
研发费用	595	620	702	772	无形资产	641	644	647	650
%营业收入	11%	8%	8%	8%	商誉	852	852	852	852
财务费用	-40	-50	-45	0	递延所得税资产	22	21	21	21
%营业收入	-1%	-1%	-1%	0%	其他非流动资产	4066	4061	4061	4061
加：资产减值损失	-5	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>13073</b>	<b>14458</b>	<b>17143</b>	<b>20118</b>
信用减值损失	-4	0	0	0	短期贷款	109	109	109	109
公允价值变动收益	-22	0	0	0	应付款项	928	548	598	658
投资收益	75	78	88	97	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1981</b>	<b>2541</b>	<b>3093</b>	<b>3546</b>	应付职工薪酬	116	116	122	126
%营业收入	37%	33%	35%	37%	应交税费	63	155	176	193
营业外收支	0	200	100	30	其他流动负债	1284	991	1061	1132
<b>利润总额</b>	<b>1981</b>	<b>2741</b>	<b>3193</b>	<b>3576</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>2501</b>	<b>1919</b>	<b>2066</b>	<b>2219</b>
%营业收入	37%	35%	36%	37%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	79	110	160	179	应付债券	0	0	0	0
净利润	1902	2631	3034	3397	递延所得税负债	621	560	560	560
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>1904</b>	<b>2618</b>	<b>3018</b>	<b>3397</b>	其他非流动负债	51	54	54	54
少数股东损益	-1	13	15	0	<b>负债合计</b>	<b>3173</b>	<b>2533</b>	<b>2680</b>	<b>2832</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.89</b>	<b>1.23</b>	<b>1.41</b>	<b>1.59</b>	归属于母公司所有者权益	9902	11914	14437	17260
					少数股东权益	-2	11	26	26
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>9900</b>	<b>11925</b>	<b>14463</b>	<b>17286</b>
	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>负债及股东权益</b>	<b>13073</b>	<b>14458</b>	<b>17143</b>	<b>20118</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2263</b>	<b>1172</b>	<b>2815</b>	<b>3315</b>					
取得投资收益收回现金	8	78	88	97	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	-728	-60	-30	-20		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-129	194	94	24	每股收益	0.89	1.23	1.41	1.59
其他	-433	5	0	0	每股经营现金流	1.06	0.55	1.32	1.55
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1282</b>	<b>217</b>	<b>152</b>	<b>101</b>	市盈率	24.57	14.67	12.73	11.31
债券融资	0	0	0	0	市净率	4.72	3.22	2.66	2.23
股权融资	0	6	0	0	EV/EBITDA	20.92	12.46	9.87	7.90
银行贷款增加(减少)	109	0	0	0	总资产收益率	14.6%	18.1%	17.6%	16.9%
筹资成本	-214	-425	-500	-580	净资产收益率	19.2%	22.0%	20.9%	19.7%
其他	-204	-179	0	0	净利率	35.7%	33.8%	34.4%	35.2%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-308</b>	<b>-598</b>	<b>-500</b>	<b>-580</b>	资产负债率	24.3%	17.5%	15.6%	14.1%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>673</b>	<b>791</b>	<b>2467</b>	<b>2836</b>	总资产周转率	0.50	0.56	0.56	0.52

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。