

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	17.04
总股本/流通股本(亿股)	21.36 / 18.89
总市值/流通市值(亿元)	364 / 322
52周内最高/最低价	29.00 / 15.77
资产负债率(%)	18.4%
市盈率	22.13
第一大股东	金锋

研究所

分析师: 王晓萱
SAC 登记编号: S1340522080005
Email: wangxiaoxuan@cnpsec.com
分析师: 王思
SAC 登记编号: S1340525080002
Email: wangsi1@cnpsec.com

恺英网络(002517)

业绩稳健增长，传奇盒子打造第二增长曲线

● 事件

公司发布 2025 年及 2026Q1 业绩，与传奇 IP《和解协议》推动公司 26Q1 利润大幅增长。2025 年，公司实现营收 53.25 亿元，同比+4.04%；实现归母净利润 19.04 亿元，同比+16.9%；实现扣非归母净利润 18.43 亿元，同比+15.21%。2026Q1，公司实现营收 22.21 亿元，同比+64.19%；实现归母净利润 7.81 亿元，同比+50.65%；实现扣非归母净利润 5.45 亿元，同比+5.75%。26Q1 利润大幅增长，主要系公司与传奇 IP 签订《和解协议》，当期实现投资收益 7046.25 万元，同比增加 6968.69 万元（债务重组收益）；实现营业外收入 1.82 亿元，同比增加 1.82 亿（仲裁赔偿款）。

● 投资要点

“996 传奇盒子”快速崛起，为公司打开了用户平台业务的全新增长极。2025 年公司凭借“996 传奇盒子”业务异军突起，成为本轮业绩增长的核心增量，当年用户平台业务实现营收 12.23 亿元，同比增长 30.04%。据伽马数据测算，2025 年“传奇”IP 市场规模达 355.5 亿元，累计创造超 3700 亿元价值，预计 2026 年将达 400 亿元量级。当前，游戏盒子跳出单一运营模式，向内容社区、直播、数字交易、云服务等领域延伸，提升了用户活跃度与停留时长，增强了广告、增值服务、交易佣金等变现能力，实现商业与用户价值双向提升。我们认为，随着公司与传奇 IP 版权关系逐步理顺，通过三九互娱、贪玩游戏等头部厂商深度合作，可进一步提升其在传奇 IP 生态中的话语权与市场份额。同时，依托平台积累的用户数据与社区氛围，公司有望探索自研内容、IP 衍生开发、跨游戏联运等高附加值路径，持续巩固在传奇品类及轻量化 MMO 赛道的领先地位。

版号充足叠加投流加码，新游流水或爆发。25 年公司新增《梦境守望者》、《冰雪王者》等 18 款版号，版号储备充足。26Q1，公司实现销售费用 9.66 亿元，同比+110.43%，主要系公司加大市场推广，从而推动公司 Q1 营收同比大增 64.19%。26 年 4 月，公司旗下 SLG 策略手游《巨兽战场》首日强势登顶日本、中国香港地区、中国台湾地区的 ios 游戏免费榜，同时韩国及中国澳门地区也同步冲入前三；策略手游《三国：天下归心》开启全民公测，预下载取得免费榜游戏榜 TOP1 和总榜 TOP2 的好成绩。我们看好公司新游成长性，在投流助推下带动公司游戏研发、发行业务线快速增长。

前瞻布局多模态 AI 应用，C/B 端全线发展。公司战略投资自然选择，旗下两款 ToC 产品《EVE》、《Elys》为国内 AI 原生游戏探索先锋。有别于传统游戏，《EVE》的核心特点在于利用 AI 多模态工具满足用户的陪伴需求，4 月 10 日正式上线，并在点点数据免费榜排名第 4；《Elys》定位新一代社交网络 AI 应用，旨在通过 AI 分身技术重构

社交交互逻辑。ToB 方面，公司旗下极逸推出自主研发的 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的效率提升。我们认为，未来 AI 技术将在体验端与研发端深度重塑游戏生产流程，公司通过在 C 端原生 AI 游戏与 B 端开发平台的前瞻布局，已初步构建起“内容+工具”的双轮驱动体系，有望在下一轮 AI 游戏浪潮中占据有利身位。

● 盈利预测与投资建议

我们看好公司传奇盒子快速放量，构筑第二增长曲线，同时以前瞻性 AI 布局卡位游戏行业未来方向。我们预测公司 2026-2028 年实现营收 78.22、85.42、95.88 亿元，同比+46.9%、9.2%、12.24%；实现归母净利润 26.46、30.48、36.28 亿元，同比+39.01%、15.20%、19.02%。维持“买入”评级。

● 风险提示：

行业监管风险、新业务不及预期、新游推广不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5325	7822	8542	9588
增长率(%)	4.04	46.90	9.20	12.24
EBITDA(百万元)	2039.84	2909.71	3342.15	3884.67
归属母公司净利润(百万元)	1903.63	2646.32	3048.48	3628.32
增长率(%)	16.90	39.01	15.20	19.02
EPS(元/股)	0.89	1.24	1.43	1.70
市盈率(P/E)	17.34	12.47	10.83	9.10
市净率(P/B)	3.33	2.77	2.26	1.85
EV/EBITDA	20.92	9.73	7.73	6.03

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	5325	7822	8542	9588	营业收入	4.0%	46.9%	9.2%	12.2%
营业成本	1020	1524	1648	1835	营业利润	18.3%	38.0%	15.6%	18.8%
税金及附加	22	29	33	37	归属于母公司净利润	16.9%	39.0%	15.2%	19.0%
销售费用	1676	2967	3263	3590	获利能力				
管理费用	186	167	150	138	毛利率	80.8%	80.5%	80.7%	80.9%
研发费用	595	583	525	499	净利率	35.7%	33.8%	35.7%	37.8%
财务费用	-40	-37	-43	-68	ROE	19.2%	22.2%	20.8%	20.3%
资产减值损失	-5	0	0	0	ROIC	18.0%	21.6%	20.3%	19.8%
营业利润	1981	2734	3161	3756	偿债能力				
营业外收入	10	6	8	7	资产负债率	24.3%	23.0%	22.2%	19.6%
营业外支出	10	4	7	5	流动比率	2.50	2.63	2.95	3.57
利润总额	1981	2736	3162	3757	营运能力				
所得税	79	92	116	132	应收账款周转率	5.56	6.40	5.64	5.69
净利润	1902	2645	3046	3626	存货周转率	29.11	30.80	27.65	27.30
归母净利润	1904	2646	3048	3628	总资产周转率	0.50	0.55	0.50	0.47
每股收益(元)	0.89	1.24	1.43	1.70	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.89	1.24	1.43	1.70
货币资金	4236	4875	7342	9762	每股净资产	4.63	5.58	6.84	8.35
交易性金融资产	130	150	170	190	估值比率				
应收票据及应收账款	1023	1451	1613	1794	PE	17.34	12.47	10.83	9.10
预付款项	431	654	701	784	PB	3.33	2.77	2.26	1.85
存货	45	54	66	69	现金流量表				
流动资产合计	6241	7745	10470	13264	净利润	1902	2645	3046	3626
固定资产	18	20	20	26	折旧和摊销	149	210	223	195
在建工程	34	29	26	23	营运资本变动	252	-388	374	-170
无形资产	641	680	708	727	其他	-41	-116	-90	-85
非流动资产合计	6833	7731	8325	8937	经营活动现金流净额	2263	2351	3554	3566
资产总计	13073	15476	18795	22201	资本开支	-129	-213	-213	-213
短期借款	109	89	79	69	其他	-1152	-855	-528	-523
应付票据及应付账款	1135	1206	1568	1599	投资活动现金流净额	-1282	-1068	-742	-736
其他流动负债	1257	1647	1897	2050	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	2501	2942	3544	3718	债务融资	109	-6	0	0
其他	672	624	634	644	其他	-418	-630	-345	-410
非流动负债合计	672	624	634	644	筹资活动现金流净额	-308	-636	-345	-410
负债合计	3173	3566	4178	4362	现金及现金等价物净增加额	666	639	2467	2420
股本	1499	1499	1499	1499					
资本公积金	342	342	342	342					
未分配利润	6085	8032	10283	12963					
少数股东权益	-2	-4	-6	-9					
其他	1976	2041	2498	3043					
所有者权益合计	9900	11910	14617	17839					
负债和所有者权益总计	13073	15476	18795	22201					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048