

恺英网络（002517.SZ）

26 上半年营收增长 86%，移动游戏+用户平台双轮驱动

优于大市

核心观点

H1 业绩实现高增长，游戏与平台业务共同驱动。 1) 2026H1 公司实现营业收入 47.97 亿元，同比增长 86.06%；经营性现金流净额 14.63 亿元（+98.66%），盈利质量改善。收入高增主要受核心游戏产品表现较好及用户平台规模扩张驱动，移动游戏收入 41.64 亿元（+96.77%），占营收 86.82%，复古情怀类《龙之谷世界》公测首日登顶 AppStore，《天使之战》海外占比持续提升，《热血江湖：归来》韩国/台湾市场表现较好；创新精品类《仙剑奇侠传：新的开始》在港澳台地区表现较好，《怪物联萌》小游戏畅销前 10，品类矩阵持续拓宽。用户平台收入 6.10 亿元（+44.17%），毛利率为 86.65%，游戏盒子深耕传奇垂类赛道，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，已成为公司核心竞争力的重要组成部分和第二增长极。

AI 赋能持续深化。公司全流程开发平台 SOON 落地，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，开发周期明显缩短，有助于降低研发成本。恺顽科技打造治愈系 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。自然选择旗下 EVE 作为 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，基于亿级独家语料训练，持续推进 AI 陪伴赛道布局。

IP 储备持续扩容。公司拥有 20 余项国内外知名 IP 授权，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，涵盖"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""轩辕剑""仙境传说"等知名 IP。自主孵化"岁时令"IP 荣获国家社科基金重大课题支持及多项国家级奖项，"百工灵"非遗手工艺 IP 持续推进。

风险提示：游戏行业政策监管变化风险；新品上线表现不及预期；老产品流水自然下滑；传奇 IP 授权到期风险。

投资建议：我们维持 2026/27/28 年盈利预测，预计归母净利润分别为 27.04/30.96/34.28 亿元，对应摊薄 EPS=1.26/1.44/1.59 元，当前股价对应 PE=14/12/11x。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)	1628	1904	2704	3096	3428
(+/-%)	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)	23.3	19.9	14.0	12.3	11.1
EV/EBITDA	24.2	22.1	17.1	14.0	12.9
市净率(PB)	5.80	3.83	3.09	2.53	2.11

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	17.73 元
总市值/流通市值	37879/33319 百万元
52 周最高价/最低价	30.50/13.95 元
近 3 个月日均成交额	1329.33 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

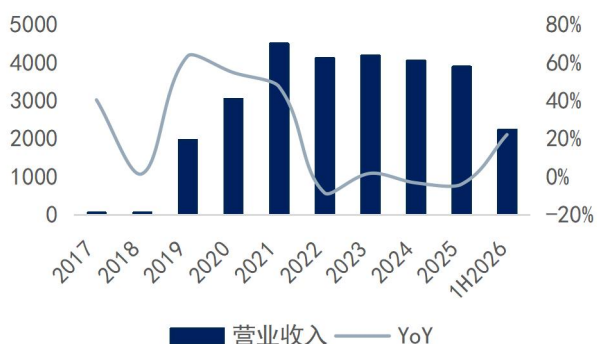
《恺英网络（002517.SZ）-年报及1季报点评：游戏新品、用户平台及AI应用值得期待》——2026-04-29
 《恺英网络（002517.SZ）-中报点评：业绩增长稳健，新品周期及AI应用值得期待》——2025-09-01
 《恺英网络（002517.SZ）-年报及一季报点评：新品储备丰富，AI应用值得期待》——2025-04-29
 《恺英网络（002517.SZ）-24年3季报点评：业绩增长稳健，产品储备丰富》——2024-11-04
 《恺英网络（002517.SZ）-创新品类拓展顺利，新一轮产品周期启航》——2024-10-21

26H1 营收 47.97 亿元（+86%），移动游戏+用户平台双轮驱动，经营现金流接近翻倍。

1) 2026H1 公司实现营业收入 47.97 亿元，同比增长 86.06%。分产品看，移动游戏收入 41.64 亿元（+96.77%），占营收 86.82%，毛利率 75.59%；用户平台收入 6.10 亿元（+44.17%），占营收 12.71%，毛利率为 86.65%；网页游戏收入 0.23 亿元（-41.62%），占比已降至 0.47%。经营性现金流净额 14.63 亿元（+98.66%），主因销售商品、提供劳务收到的现金增加。

2) 费用端，销售费用 18.82 亿元（+117.26%），增长主要来自《龙之谷世界》《热血江湖：归来》等新品的市场推广投入；管理费用 1.09 亿元（+38.65%），因职工薪酬增加。子公司层面，上海恺英网络科技有限公司净利润同比增长 130.57%，主因与株式会社传奇 IP 仲裁案和解确认的相关收益；杭州逍遥玩网络科技有限公司净利润 4.14 亿元（其中归属于上市公司股东的净利润 2.90 亿元），游戏运营业务贡献主要利润。

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

复古情怀类基本盘稳固，创新精品类打开增长空间

1) 复古情怀类：《原始传奇》《天使之战》等旗舰产品长线运营稳中有升；《龙之谷世界》2025年2月公测首日即登顶 AppStore 游戏榜 TOP1，贡献增量流水，验证公司在经典 IP 改编与长线运营方面的核心能力；《天使之战》海外营收占比提升明显，在港澳台、韩国、东南亚均已上线；《热血江湖：归来》韩国/台湾等海外市场表现较好，国内市场精细化运营维持稳定。

2) 创新精品类：《仙剑奇侠传：新的开始》海外版在港澳台地区表现较好，小游戏赛道优先进入策略成效逐步显现；《三国：天下归心》主打 Z 世代新国战 SLG，通过差异化设计参与 SLG 市场竞争；《怪物联萌》登录微信小游戏后进入畅销榜前 10，实现小游戏发行品类突破；《敢达争锋对决》中国港澳台、韩国版本持续运营。

3) 用户平台：游戏盒子深耕传奇垂类赛道，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 全流程平台 SOON 落地，IP 储备持续扩容至 20+项

1) AI 赋能方面，公司旗下杭州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效率提升，开发周期有所缩短，有助于降低研发成本。恺顽科技打造治愈系 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，具备核心互动与记忆功能，形成"硬件+软件"生态闭环。子公司自然选择旗下 EVE 作为 3D AI 智能陪伴应用，依托自研多模态交互系统，融合情感对话大模型 Vibe 和记忆大模型 Echo，基于亿级独家语料进行针对性训练，实现语言、视觉与情感的沉浸式体验，持续推进 AI 陪伴赛道布局。

2) IP 储备方面，公司已拥有"机动战士敢达系列""仙剑奇侠传""传奇""传世""热血江湖""盗墓笔记""斗罗大陆""BLEACH 千年血战篇""奥特曼""拳皇""射雕三部曲""古龙群侠""轩辕剑""仙境传说""黑猫警长""大富翁"等 20 余项国内外知名 IP 授权。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。自主孵化 IP《岁时令》荣获国家社科基金重大课题支持、2024"金狮奖"优秀游戏衍生品奖等多项权威奖项，"百工灵"非遗手工艺 IP 持续推进。

盈利预测与投资建议：我们维持 2026/27/28 年盈利预测，预计归母净利润分别为 27.04/30.96/34.28 亿元，对应摊薄 EPS=1.26/1.44/1.59 元，当前股价对应 PE=14/12/11x。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 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
603444.SH	吉比特	优于大市	405.07	292	13.12	24.90	26.68	27.68	31	16	15	11
002517.SZ	恺英网络	优于大市	17.63	377	0.76	0.89	1.26	1.44	23	20	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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	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
流动资产合计	5091	6241	9572	12579	15969	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
资产总计	8026	13073	16419	19448	22846	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	利润总额	1673	1981	2846	3259	3609
流动负债合计	1382	2501	3477	3792	4185	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	归属于母公司净利润	1628	1904	2704	3096	3428
长期负债合计	98	672	672	672	672	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	1480	3173	4150	4464	4857	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
负债和股东权益总计	8026	13073	16419	19448	22846	公允价值变动损失	23	17	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	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	经营活动现金流	1116	631	3079	3140	3585
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%	投资活动现金流	(61)	(837)	(61)	(63)	(63)
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%	融资活动现金流	(592)	1173	(444)	(382)	(423)
股息率	1.1%	0.6%	0.9%	1.0%	1.1%	现金净变动	462	967	2574	2695	3099
P/E	23.3	19.9	14.0	12.3	11.1	货币资金的期初余额	2807	3269	4236	6810	9505
P/B	5.8	3.8	3.1	2.5	2.1	货币资金的期末余额	3269	4236	6810	9505	12604
EV/EBITDA	24.2	22.1	17.1	14.0	12.9	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 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 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