

恺英网络（002517）

拟间接参股 Wemade，深化“传奇”IP 绑定并拓展全球化协同

买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	5,118	5,325	8,453	9,480	10,594
同比（%）	19.16	4.04	58.75	12.14	11.75
归母净利润（百万元）	1,628	1,904	2,704	3,199	3,582
同比（%）	11.41	16.90	42.03	18.30	11.99
EPS-最新摊薄（元/股）	0.76	0.89	1.27	1.50	1.68
P/E（现价&最新摊薄）	23.23	19.88	13.99	11.83	10.56

投资要点

- **事件：**9月12日，恺英网络公告拟通过全资香港子公司受让 Neosphere 49%股权并对其增资，本次交易整体预计出资 2.98 亿美元（约 20.3 亿元人民币）；Neosphere 通过全资子公司香港盛松间接持有 NeoPulse 100%股权，而 NeoPulse 拟合计取得 Wemade 40.25%股权并成为第一大股东。交易完成后，恺英网络将间接持有 NeoPulse 49%权益，穿透后对应 Wemade 约 19.7%的权益。本次交易不涉及合并报表范围变更，后续仍需完成相关审批、备案及交割程序。
- **Wemade 为韩国老牌游戏厂商，核心资产具备稀缺性：**Wemade 成立于 2000 年，是韩国第一代网络游戏研发企业之一，业务覆盖游戏自主研发、全球发行及“传奇”IP 商业化授权，主要产品包括“传奇”系列、《夜鸦》及《伊米尔传奇》等。财务方面，2025 年 Wemade 实现营业收入 30.97 亿元，归母净亏损 0.94 亿元，亏损主要受到游戏资产减值、诉讼负债计提及税务调整等影响；2026H1 Wemade 实现营业收入 12.1 亿元，归母净利润 1.49 亿元，对应归母净利率约 12.3%，实现扭亏，利润改善部分来自组织调整降费及长账龄应收账款收回后的坏账冲减。
- **本次参股不仅有助于巩固“传奇”IP 基本盘，也有望借助 Wemade 海外研发及发行资源加快出海布局：**Wemade 是“传奇”系列 IP 原始权利方，根据伽马数据，2025 年“传奇”IP 市场规模达 355.5 亿元，恺英网络长期参与该 IP 在国内的商业化，本次股权绑定有望进一步提升双方合作的稳定性；同时，交易对手承诺尽力促成 Wemade 与 Neosphere 签署“传奇”IP 独家授权协议，若后续落地，有望进一步增强公司核心 IP 资源获取能力及合作稳定性。更重要的是，Wemade 具备韩国本土研发、海外发行及全球化产品运营经验，旗下拥有多款产品，双方后续可在联合研发、产品引进、海外联运等方面展开合作，有望帮助恺英网络补强海外产品与发行能力，推动海外收入占比提升。
- **盈利预测与投资评级：**本次参股 Wemade 有望进一步强化公司与“传奇”IP 原始权利方的长期绑定，巩固传奇品类基本盘，并为后续 IP 授权、联合研发及全球化发行打开协同空间。考虑公司新品储备丰富、AI 布局持续推进，本次参股进一步强化核心 IP 资源及全球化布局，我们将 2026-2028 年归母净利润预测由 26.6/30.5/34.5 亿元上调为 27.0/32.0/35.8 亿元，对应 2026 年 9 月 11 日收盘价 PE 为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**交易审批及交割不及预期，IP 授权及业务协同不及预期，新游流水不及预期。

2026 年 09 月 14 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

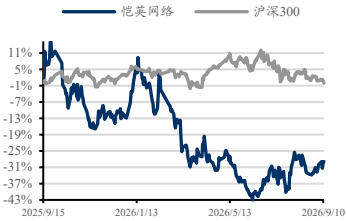
证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.71
一年最低/最高价	13.95/30.50
市净率(倍)	3.61
流通 A 股市值(百万元)	33,281.37
总市值(百万元)	37,836.41

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.91
资产负债率(%，LF)	25.77
总股本(百万股)	2,136.44
流通 A 股(百万股)	1,879.24

相关研究

《恺英网络(002517)：26H1 点评：业绩超预期，盒子表现亮眼》

2026-08-31

《恺英网络(002517)：2025 年报及 26Q1 季报点评：业绩超预期，盒子稳健增长》

2026-05-05

恺英网络三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6,241	7,368	7,567	7,847	营业总收入	5,325	8,453	9,480	10,594
货币资金及交易性金融资产	4,366	4,722	4,674	4,641	营业成本(含金融类)	1,020	1,944	1,991	2,193
经营性应收款项	1,645	2,402	2,624	2,919	税金及附加	22	35	39	43
存货	45	54	55	61	销售费用	1,676	2,654	2,977	3,326
合同资产	0	0	0	0	管理费用	186	296	332	371
其他流动资产	185	190	213	227	研发费用	595	938	1,052	1,176
非流动资产	6,833	9,493	12,687	16,427	财务费用	(40)	(89)	(85)	(72)
长期股权投资	1,234	1,234	1,234	1,234	加:其他收益	69	85	95	106
固定资产及使用权资产	96	92	88	89	投资净收益	75	85	95	106
在建工程	34	64	89	109	公允价值变动	(22)	0	0	0
无形资产	641	778	952	1,162	减值损失	(9)	0	0	0
商誉	852	852	852	852	资产处置收益	2	1	1	1
长期待摊费用	243	264	292	332	营业利润	1,981	2,845	3,365	3,769
其他非流动资产	3,732	6,210	9,180	12,650	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	13,073	16,861	20,254	24,274	利润总额	1,981	2,845	3,365	3,769
流动负债	2,501	4,864	5,445	6,307	减:所得税	79	142	168	188
短期借款及一年内到期的非流动负债	130	439	739	1,039	净利润	1,902	2,702	3,197	3,580
经营性应付款项	1,135	2,198	2,278	2,540	减:少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(2)
合同负债	374	609	683	763	归属母公司净利润	1,904	2,704	3,199	3,582
其他流动负债	862	1,618	1,745	1,965	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.89	1.27	1.50	1.68
非流动负债	672	457	442	432	EBIT	1,891	2,756	3,280	3,697
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,040	2,910	3,475	3,952
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	80.84	77.00	79.00	79.30
租赁负债	48	28	13	3	归母净利率(%)	35.75	31.99	33.74	33.82
其他非流动负债	624	429	429	429	收入增长率(%)	4.04	58.75	12.14	11.75
负债合计	3,173	5,321	5,886	6,739	归母净利润增长率(%)	16.90	42.03	18.30	11.99
归属母公司股东权益	9,902	11,544	14,373	17,542					
少数股东权益	(2)	(4)	(5)	(7)					
所有者权益合计	9,900	11,540	14,367	17,535					
负债和股东权益	13,073	16,861	20,254	24,274					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,263	3,839	3,353	4,012	每股净资产(元)	4.63	5.40	6.73	8.21
投资活动现金流	(1,282)	(2,750)	(3,333)	(3,918)	最新发行在外股份(百万股)	2,136	2,136	2,136	2,136
筹资活动现金流	(308)	(769)	(95)	(144)	ROIC(%)	21.72	23.71	22.97	20.85
现金净增加额	666	306	(88)	(63)	ROE-摊薄(%)	19.22	23.42	22.26	20.42
折旧和摊销	149	154	195	255	资产负债率(%)	24.27	31.56	29.06	27.76
资本开支	(129)	(232)	(278)	(324)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.88	13.99	11.83	10.56
营运资本变动	252	1,253	34	249	P/B (现价)	3.82	3.28	2.63	2.16

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>