

恺英网络 (002517)

证券研究报告
2025年01月12日

回购股份拟注销增强股东回报，产品储备释放值得期待

公司拟变更回购股份用途并注销，进一步增强投资者回报

公司公告，拟变更2023年8月30日公司董事会审议通过的《关于回购公司股份方案的议案》的回购股份用途，由原方案“用于后续员工持股计划、股权激励计划”变更为“用于注销并减少公司注册资本”，即对公司回购专用证券账户中的1607.44万股股份进行注销并相应减少公司注册资本。注销完成后，公司总股本将由21.53亿股减少为21.36亿股。测算回购股份注销后将增厚每股EPS约0.75%。

2023年公司管理层换届后，重视投资者回报，通过现金分红、回购、控股股东及管理层增持等方式持续增强市场信心。1) 2023年上半年、2023年下半年、2024年上半年均派发2.1亿元的半年度股息(每股0.1元)。2) 2023年下半年，公司以自有资金约2亿元回购1607.44万股。3) 2023年11月，公司董事长金锋通过股份转让方式增持公司股份约1.5亿元；2023年12月，董事长金锋通过集中竞价方式增持公司股份约2000万元；2024年3月，董事长金锋通过集中竞价方式增持公司股份1.1亿元。4) 2024年7月公司发布公告，控股股东、实际控制人、董事长金锋以及全体高级管理人员承诺未来5年不减持公司股份，并将于2024年1月1日-2028年12月31日期间收到的公司税后分红所得用于持续每年增持公司股份。我们认为，本次回购股份用途变更为用于注销进一步反映了公司注重投资者回报的经营理念，推动投资价值提升。

公司经营业绩稳健增长，2025年产品储备丰富，AI应用值得期待

公司2024年前三季度营业收入同比增长30%，归母净利润同比增长18%，扣非归母净利润同比增长23%。《王者传奇2》《龙之谷世界》《代号：热血江湖》《代号：仙境传说RO》《代号：红月》《代号：千年》《开心小矿工》《生存大作战》《太上补天卷》《代号：黑猫警长》《代号：古龙》《代号：射雕英雄传》《代号：斗罗》《代号：背包》《代号：小兵》《代号：三国》《数码宝贝：源码》《盗墓笔记：启程》《古怪的小鸡》《代号：奥特曼》《代号：大富翁》《代号：拳皇》《代号：死神》《三国：天下归心》《蒸汽堡垒》《代号：霸王大陆》等一批游戏将在2025年陆续上线。关注1月13日公司的2025年度产品发布会。

2024年11月，公司研发的恺英智能NPC文本生成算法通过审核，获批备案编号。2023年，公司自研的“形意”大模型已应用于实际研发场景中。目前已经在动画和场景制作上有了较大的突破，大幅提升了项目组的开发效率，发展成涵盖界面生成、地图生成、动画生成、代码生成和数值生成的完整工具链。此外，公司投资的终极幻境公发布了3D AI伴侣产品“EVE”的预告视频。

投资建议：公司业绩保持较高增长，丰富的产品管线正逐步释放。根据公司产品储备释放节奏，我们调整公司2024-2026年预测归母净利润为17.3/20.5/23.9亿元(原2024/2025年预测为19.5/23.2亿元)，对应同比增速分别为19%/18%/16%。截止2025/1/11，公司股价对应2024-2026年预测PE分别为16/14/12倍，维持“买入”评级。

风险提示：新产品上线存在不确定性；游戏AI应用推进存在不确定性。

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 3,725.53 | 4,295.39 | 5,439.15 | 6,357.61 | 7,287.27 |
| 增长率(%) | 56.84 | 15.30 | 26.63 | 16.89 | 14.62 |
| EBITDA(百万元) | 1,842.57 | 2,242.35 | 1,869.20 | 2,203.62 | 2,540.39 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,025.17 | 1,461.71 | 1,733.85 | 2,052.10 | 2,389.65 |
| 增长率(%) | 77.76 | 42.58 | 18.62 | 18.36 | 16.45 |
| EPS(元/股) | 0.48 | 0.68 | 0.81 | 0.95 | 1.11 |
| 市盈率(P/E) | 27.04 | 18.97 | 15.99 | 13.51 | 11.60 |
| 市净率(P/B) | 6.20 | 5.29 | 2.74 | 2.13 | 1.70 |
| 市销率(P/S) | 7.44 | 6.45 | 3.59 | 3.07 | 2.68 |
| EV/EBITDA | 3.77 | 6.01 | 8.20 | 5.51 | 4.46 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 传媒/游戏 II |
| 6个月评级 | 买入(维持评级) |
| 当前价格 | 12.88元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股) | 2,152.52 |
| 流通A股股本(百万股) | 1,906.91 |
| A股总市值(百万元) | 27,724.43 |
| 流通A股市值(百万元) | 24,560.98 |
| 每股净资产(元) | 2.81 |
| 资产负债率(%) | 19.41 |
| 一年内最高/最低(元) | 14.75/8.33 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 孔蓉 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110521020002 | |
| kongrong@tfzq.com | |
| 王梦恺 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110521030002 | |
| wangmengkai@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《恺英网络-公司点评:董事长拟增持、公司回购彰显长期发展信心，新游表现优异》2023-11-24
- 《恺英网络-季报点评:业绩同比高增，新赛道布局逐步得到验证》2023-10-31
- 《恺英网络-半年报点评:2Q利润端增长亮眼，下半年游戏储备与潜在业绩弹性可观》2023-08-30

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 2,550.97 | 2,806.87 | 3,770.41 | 6,994.14 | 7,868.71 |
| 应收票据及应收账款 | 858.41 | 1,047.52 | 1,430.46 | 1,396.59 | 1,868.03 |
| 预付账款 | 229.09 | 252.04 | 438.62 | 293.36 | 535.67 |
| 存货 | 10.46 | 19.60 | 12.16 | 26.11 | 18.18 |
| 其他 | 298.67 | 423.81 | 507.85 | 307.52 | 588.72 |
| 流动资产合计 | 3,947.61 | 4,549.83 | 6,159.50 | 9,017.73 | 10,879.31 |
| 长期股权投资 | 397.76 | 518.41 | 639.07 | 759.72 | 880.38 |
| 固定资产 | 21.11 | 17.46 | 19.98 | 22.00 | 27.00 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 27.68 | 30.58 | 26.63 | 22.18 | 27.00 |
| 其他 | 1,228.86 | 1,342.83 | 1,141.48 | 1,111.67 | 1,065.72 |
| 非流动资产合计 | 1,675.41 | 1,909.29 | 1,827.16 | 1,915.57 | 2,000.10 |
| 资产总计 | 5,776.45 | 6,610.37 | 8,122.90 | 11,059.55 | 12,995.66 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 312.15 | 442.10 | 334.01 | 583.07 | 503.78 |
| 其他 | 729.80 | 735.75 | 633.95 | 1,293.06 | 956.52 |
| 流动负债合计 | 1,041.95 | 1,177.84 | 967.96 | 1,876.13 | 1,460.31 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 32.99 | 22.25 | 40.78 | 32.01 | 31.68 |
| 非流动负债合计 | 32.99 | 22.25 | 40.78 | 32.01 | 31.68 |
| 负债合计 | 1,234.15 | 1,371.91 | 1,008.74 | 1,908.14 | 1,491.99 |
| 少数股东权益 | 70.39 | (5.58) | (5.58) | (5.58) | (5.58) |
| 股本 | 1,515.20 | 1,515.20 | 1,515.20 | 1,515.20 | 1,515.20 |
| 资本公积 | 746.15 | 509.18 | 509.18 | 509.18 | 509.18 |
| 留存收益 | 2,385.71 | 3,633.99 | 5,367.84 | 7,419.93 | 9,809.58 |
| 其他 | (175.16) | (414.33) | (272.47) | (287.32) | (324.71) |
| 股东权益合计 | 4,542.30 | 5,238.46 | 7,114.16 | 9,151.41 | 11,503.68 |
| 负债和股东权益总计 | 5,776.45 | 6,610.37 | 8,122.90 | 11,059.55 | 12,995.66 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-----------------|-------------------|----------------|-----------------|----------------|
| 净利润 | 1,361.26 | 1,580.61 | 1,733.85 | 2,052.10 | 2,389.65 |
| 折旧摊销 | 56.22 | 94.87 | 21.43 | 22.43 | 10.18 |
| 财务费用 | 2.00 | 1.36 | (81.59) | (95.36) | (109.31) |
| 投资损失 | 12.37 | (78.87) | (60.00) | (75.00) | (75.00) |
| 营运资金变动 | (72.76) | (226.67) | (810.71) | 1,293.41 | (1,355.43) |
| 其它 | 123.93 | 335.14 | 15.00 | 10.00 | 10.00 |
| 经营活动现金流 | 1,483.02 | 1,706.44 | 817.98 | 3,207.58 | 870.09 |
| 资本支出 | 108.31 | 151.17 | 122.12 | 149.43 | 140.98 |
| 长期投资 | 45.60 | 120.65 | 120.65 | 120.65 | 120.65 |
| 其他 | 293.37 | (649.65) | (323.43) | (335.74) | (327.29) |
| 投资活动现金流 | 447.28 | (377.83) | (80.65) | (65.65) | (65.65) |
| 债权融资 | 44.77 | 48.65 | 84.36 | 96.67 | 107.52 |
| 股权融资 | 40.82 | (901.85) | 141.86 | (14.85) | (37.39) |
| 其他 | (665.67) | (210.97) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (580.08) | (1,064.17) | 226.21 | 81.82 | 70.13 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 1,350.22 | 264.45 | 963.54 | 3,223.74 | 874.57 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 3,725.53 | 4,295.39 | 5,439.15 | 6,357.61 | 7,287.27 |
| 营业成本 | 930.76 | 710.01 | 955.85 | 1,102.15 | 1,204.78 |
| 营业税金及附加 | 17.55 | 19.00 | 19.04 | 22.25 | 25.51 |
| 销售费用 | 803.35 | 1,176.61 | 1,876.51 | 2,206.09 | 2,543.26 |
| 管理费用 | 163.87 | 286.45 | 206.69 | 241.59 | 276.92 |
| 研发费用 | 511.27 | 526.68 | 598.31 | 699.34 | 801.60 |
| 财务费用 | (34.18) | (58.10) | (81.59) | (95.36) | (109.31) |
| 资产/信用减值损失 | (11.96) | (66.56) | (45.00) | (40.00) | (40.00) |
| 公允价值变动收益 | (2.35) | 9.28 | (15.00) | (10.00) | (10.00) |
| 投资净收益 | (12.37) | 78.87 | 60.00 | 75.00 | 75.00 |
| 其他 | 18.99 | (84.52) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 1,340.62 | 1,697.67 | 1,864.35 | 2,206.56 | 2,569.52 |
| 营业外收入 | 530.35 | 2.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 486.69 | 3.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 1,384.27 | 1,697.24 | 1,864.35 | 2,206.56 | 2,569.52 |
| 所得税 | 23.01 | 116.63 | 130.50 | 154.46 | 179.87 |
| 净利润 | 1,361.26 | 1,580.61 | 1,733.85 | 2,052.10 | 2,389.65 |
| 少数股东损益 | 336.09 | 118.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 1,025.17 | 1,461.71 | 1,733.85 | 2,052.10 | 2,389.65 |
| 每股收益(元) | 0.48 | 0.68 | 0.81 | 0.95 | 1.11 |

| 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 56.84% | 15.30% | 26.63% | 16.89% | 14.62% |
| 营业利润 | 47.93% | 26.63% | 9.82% | 18.36% | 16.45% |
| 归属于母公司净利润 | 77.76% | 42.58% | 18.62% | 18.36% | 16.45% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 75.02% | 83.47% | 82.43% | 82.66% | 83.47% |
| 净利率 | 27.52% | 34.03% | 31.88% | 32.28% | 32.79% |
| ROE | 22.92% | 27.87% | 24.35% | 22.41% | 20.76% |
| ROIC | 64.47% | 102.97% | 92.01% | 66.94% | 127.98% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 21.37% | 20.75% | 12.42% | 17.25% | 11.48% |
| 净负债率 | -55.69% | -53.35% | -52.79% | -76.25% | -68.28% |
| 流动比率 | 3.29 | 3.37 | 6.36 | 4.81 | 7.45 |
| 速动比率 | 3.28 | 3.36 | 6.35 | 4.79 | 7.44 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 4.60 | 4.51 | 4.39 | 4.50 | 4.46 |
| 存货周转率 | 279.93 | 285.78 | 342.55 | 332.28 | 329.08 |
| 总资产周转率 | 0.73 | 0.69 | 0.74 | 0.66 | 0.61 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.48 | 0.68 | 0.81 | 0.95 | 1.11 |
| 每股经营现金流 | 0.69 | 0.79 | 0.38 | 1.49 | 0.40 |
| 每股净资产 | 2.08 | 2.44 | 4.70 | 6.04 | 7.60 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 27.04 | 18.97 | 15.99 | 13.51 | 11.60 |
| 市净率 | 6.20 | 5.29 | 2.74 | 2.13 | 1.70 |
| EV/EBITDA | 3.77 | 6.01 | 8.20 | 5.51 | 4.46 |
| EV/EBIT | 3.80 | 6.07 | 8.30 | 5.57 | 4.48 |

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |