

分析师：周彪  
执业证书编号：  
S1410523110001

联系人：吴雁宇  
执业证书编号：  
S1410124010015

投资评级： 买入（维持）

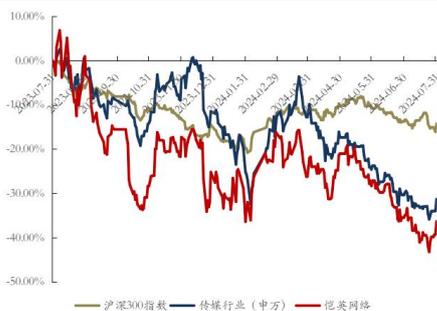
当前价格： 9.42 元  
目标价格： 20.80 元  
目标期限： 12 个月

### 市场数据

总股本(百万股)	2152.52
A 股股本(百万股)	2152.52
B/H 股股本(百万股)	0.00
A 股流通比例(%)	88.62
12 个月最高/最低(元)	12.98/8.33
第一大股东	金锋
第一大股东持股比例(%)	14.38
上证综指/沪深 300	2938.75/3442.08

数据来源：iFinD,截至 2024 年 7 月 31 日

### 近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-0.80	-8.77	-22.09
绝对收益	-1.36	-12.62	-36.35

数据来源：iFinD,截至 2024 年 7 月 31 日

注：相对收益与沪深 300 相比

### 相关研究报告

1. 江海证券-公司深度报告（首次覆盖）- 恺英网络-002517：三大业务齐头并进，业绩稳健低估明显 - 20240717

## 恺英网络

002517

传媒行业

# 形意大模型升级，核心管理层增持

## 事件：

- ◆2024 年 7 月 26 日，恺英网络投资者关系微信官方公众号披露公司在游戏制作中的全新 AI 技术突破。
- ◆2024 年 7 月 25 日，恺英网络投资者关系微信官方公众号披露公司将推出自研金庸正版授权“射雕三部曲”手游；同日，公司公告控股股东、实际控制人及全体高级管理人员 2024 年第一次现金分红增持股份。

## 投资要点：

### ◆恺英网络自研形意大模型升级，大幅降低游戏开发门槛。

恺英网络大模型负责人谭凯在 ChinaJoy 中国游戏开发者大会（CGDC）发表主题演讲，首次公布恺英网络在游戏制作中的全新 AI 技术突破，通过大模型应用实现全自动生成游戏。公司自研形意大模型，专注于游戏垂直领域；本次升级多任务并行、立体化执行功能，让 AI 生成并非局限于文本、音视频内容，而成为一种复合工具，能够满足一个游戏多个维度的开发需求。具体来看，公司形意大模型可以给开发者提供一个问答应用，引导用户采用像与人“聊天”的形式对 AI 提出需求，AI 根据需求会全自动开始画图，写文档、做美术、做音乐、然后自动整合出完整的游戏，这使得做一款游戏的门槛下降几乎为零。

### ◆公司将推出自研金庸正版授权“射雕三部曲”手游，实控人及全体高级管理人员进行 2024 年第一次现金分红增持。

公司将与侠义文化联合推出金庸正版授权“射雕三部曲”手游，再次证明公司优质 IP 获取能力。公司实控人及全体高级管理人员采用 2024 年第一次现金分红进行增持，本次合计增持 1100.95 万元，合计增持 129.41 万股。

### ◆估值和投资建议：预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 55.85、67.28、74.46 亿元，同比增长率分别为 30.02%、20.46%、10.67%；归母净利润分别为 18.72、22.49、24.63 亿元，同比增长率分别为 28.05%、20.15%、9.51%。考虑公司今年储备新产品较多，业绩增速快且确定性较强；给与公司 2025 年目标 PE 20 倍，对应目标价为 20.80 元/股。维持买入评级。

### ◆风险提示：游戏行业监管政策变化风险、市场竞争加剧风险、核心人才流失风险、AI 技术落地不及预期风险。

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
单位：亿元				
营业总收入	42.95	55.85	67.28	74.46
增长率 (%)	15.30%	30.02%	20.46%	10.67%
归母净利润	14.62	18.72	22.49	24.63
增长率 (%)	42.57%	28.05%	20.15%	9.51%
EPS (元/股)	0.68	0.87	1.04	1.14
市盈率 (P/E)	13.87	10.83	9.02	8.23
市净率 (P/B)	3.87	2.88	2.18	1.72

附录:

财务报表及预测指标

利润表 (亿元)					资产负债表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	43	56	67	74	货币资金	28	34	56	76
%增长率	15.3%	30.0%	20.5%	10.7%	交易性金融资产	0	0	0	0
营业成本	7	9	10	11	应收账款	10	15	17	19
%增长率	-23.7%	24.3%	15.7%	6.6%	存货	0	0	0	0
毛利	36	47	57	64	预付账款	3	3	3	4
%营业收入	83.5%	84.2%	84.8%	85.4%	其他流动资产	4	5	6	7
税金及附加	0	0	0	0	流动资产合计	45	58	82	106
%营业收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	长期股权投资	5	7	8	9
销售费用	12	20	25	29	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	27.4%	35.0%	37.0%	39.0%	固定资产	0	0	0	0
管理费用	3	2	2	2	无形资产	0	0	0	1
%营业收入	6.7%	3.6%	3.3%	3.2%	商誉	9	11	12	14
研发费用	5	7	7	7	递延所得税资产	0	0	0	0
%营业收入	12.3%	12.0%	11.0%	10.0%	其他非流动资产	6	6	6	6
财务费用	-1	0	0	0	资产总计	66	84	110	136
%营业收入	-1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	短期贷款	0	0	0	0
加: 资产减值损失	0	0	0	0	应付账款	4	4	5	6
信用减值损失	0	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付职工薪酬	1	1	1	1
投资收益	1	1	1	1	应交税费	1	1	2	2
营业利润	17	20	24	26	其他流动负债	7	7	9	10
%营业收入	39.5%	35.5%	35.3%	35.1%	流动负债合计	13	13	16	18
营业外收支	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
利润总额	17	20	24	26	应付债券	0	0	0	0
%营业收入	39.5%	35.5%	35.3%	35.1%	递延所得税负债	0	0	0	0
所得税费用	1	1	1	1	其他非流动负债	0	0	0	0
净利润	16	19	22	25	负债合计	14	13	17	19
归属于母公司所有者的净利润	15	19	22	25	归母于母公司所有者权益	52	71	93	118
少数股东损益	1	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	52	70	93	118
					负债及股东权益	66	84	110	136
现金流量表 (亿元)					基本指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	17	11	23	22	总资产收益率	22.1%	22.4%	20.5%	18.1%
取得投资收益收回现金	0	1	1	1	净资产收益率	27.9%	26.5%	24.2%	20.9%
长期股权投资	-1	-2	-1	-1	净利率	34.0%	33.5%	33.4%	33.1%
资本性支出	-2	-4	-1	-2	资产负债率	20.8%	15.6%	15.2%	13.6%
其他	-1	0	0	0	总资产周转率	0.69	0.75	0.70	0.61
投资活动现金流净额	-4	-4	-2	-2	每股收益	0.68	0.87	1.04	1.14
债券融资	0	0	0	0	每股经营现金流	0.79	0.53	1.08	1.03
股权融资	0	0	0	0	市盈率	13.87	10.83	9.02	8.23
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	市净率	3.87	2.88	2.18	1.72
筹资成本	-3	0	0	0	市销率	4.72	3.63	3.01	2.72
其他	-8	-1	0	0	EV/EBITDA	10.30	8.34	6.09	4.78
筹资活动现金流净额	-11	-1	0	0					
现金净流量(不含汇率变动影响)	3	6	22	20					

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深300为基准；北交所以北证50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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%到15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%到5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%到10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

## 分析师介绍

姓名：周彪

从业经历：金融硕士研究生、通过法律职业资格考试，多年证券从业经历，2020年加入江海证券。

## 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。