

2024年12月16日

恺英网络 (002517.SZ)

公司快报

AI 助力游戏全链生产，新游戏相继发布

投资要点

- ◆ **事件：**12月12日，中国游戏产业年会“AI技术赋能游戏美术”分论坛上，恺英网络AI大模型负责人披露公司旗下最新的“形意”大模型应用，已经在动画和场景制作上有较大的突破，提升项目组开发效率。
- ◆ **大模型推动各个环节的自动化与协同化。**覆盖从动画、场景生成、数值设计到编程等多个环节。在“跃迁”工具的支持下，开发者可以直接通过AI工具生成游戏的各个要素，最终自动生成完整的游戏。“形意”大模型应用于今年4月推出，早期作为内部研发的辅助工具，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。“形意”大模型应用显著减少开发过程中重复劳动和沟通成本，确保游戏内容开发过程中质量的稳定性和一致性，释放开发者的创作潜力。
- ◆ **各类游戏顺利发布进入新产品周期。**10月9日，公司发行MMO游戏《诸神劫：影姬》；10月11日，发行小游戏《百工灵》；10月17日，发行《怪物联萌》海外版《怪咖纠察队》；10月20日，LaTale 正版授权手游《彩虹橙》开启公测；10月31日，全新仙侠休闲RPG手游《仙剑奇侠传：新的开始》越南版《又见逍遥》登陆AppStore及Google Play双平台。公司从短期、中期、长期分梯队进行产品储备；短期，根据市场情况进行产品快速迭代；中期，基于IP产品的开发合作；长期，全方位打造自有IP，构建游戏产品矩阵。
- ◆ **投资建议：**公司推出首个AI工业化管线赋能游戏制作各环节，产品平稳发布且储备丰富。我们预测公司2024年至2026年收入分别为53.89亿元、64.99亿元、75.19亿元；归母净利润分别为19.19亿元、24.90亿元、29.36亿元；EPS分别为0.89、1.16和1.36元；对应PE分别为15.9、12.3、10.4；维持“买入”建议。
- ◆ **风险提示：**政策不确定性、游戏产品流水收入不及预期、新技术不确定性等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,726	4,295	5,389	6,499	7,519
YoY(%)	56.8	15.3	25.5	20.6	15.7
归母净利润(百万元)	1,025	1,462	1,919	2,490	2,936
YoY(%)	77.8	42.6	31.3	29.7	17.9
毛利率(%)	75.0	83.5	80.6	80.7	80.7
EPS(摊薄/元)	0.48	0.68	0.89	1.16	1.36
ROE(%)	30.0	30.2	27.5	26.4	23.9
P/E(倍)	29.8	20.9	15.9	12.3	10.4
P/B(倍)	6.8	5.8	4.4	3.2	2.5
净利率(%)	27.5	34.0	35.6	38.3	39.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

传媒 | 游戏III

投资评级

买入(维持)

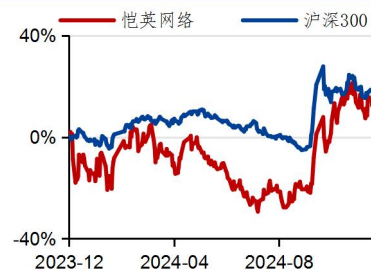
股价(2024-12-13)

14.21元

交易数据

总市值(百万元)	30,587.28
流通市值(百万元)	27,201.60
总股本(百万股)	2,152.52
流通股本(百万股)	1,914.26
12个月价格区间	14.11/8.63

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.1	27.64	0.71
绝对收益	6.2	52.14	18.42

分析师

倪爽

 SAC执业证书编号：S0910523020003
 nishuang@huajinsec.cn

报告联系人

王延森

wangyansen@huajinsec.cn

相关报告

恺英网络：优质产品推动业绩增长，丰富储备持续助力-华金证券-传媒-恺英网络-公司点评 2024.10.30

恺英网络：情怀+创新筑IP护城河，重点游戏赋能稳健增长-华金证券-传媒-恺英网络-公司点评 2024.5.16



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3948	4550	7695	9863	13451	营业收入	3726	4295	5389	6499	7519
现金	2551	2807	5557	7465	10711	营业成本	931	710	1047	1257	1449
应收票据及应收账款	858	1048	1344	1540	1796	营业税金及附加	18	19	24	30	34
预付账款	229	252	352	376	466	营业费用	803	1177	1476	1678	1880
存货	10	20	25	28	33	管理费用	164	286	216	186	205
其他流动资产	299	424	418	453	445	研发费用	511	527	593	702	827
非流动资产	1829	2061	2134	2200	2255	财务费用	-34	-58	-58	-58	-58
长期投资	398	518	629	740	850	资产减值损失	-12	-67	-10	-10	-10
固定资产	21	17	20	20	16	公允价值变动收益	-2	9	0	0	0
无形资产	28	31	24	19	12	投资净收益	-12	79	-10	-10	-10
其他非流动资产	1382	1494	1461	1422	1377	营业利润	1341	1698	2070	2683	3162
资产总计	5776	6610	9830	12063	15706	营业外收入	530	3	0	0	0
流动负债	1201	1350	2155	1944	2709	营业外支出	487	3	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1384	1697	2070	2683	3162
应付票据及应付账款	312	442	671	665	875	所得税	23	117	142	184	217
其他流动负债	889	908	1484	1279	1835	税后利润	1361	1581	1928	2499	2945
非流动负债	33	22	22	22	22	少数股东损益	336	119	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	1025	1462	1919	2490	2936
其他非流动负债	33	22	22	22	22	EBITDA	1364	1708	2025	2581	2997
负债合计	1234	1372	2177	1966	2732	主要财务比率					
少数股东权益	70	-6	3	12	21	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	1515	1515	2153	2153	2153	成长能力					
资本公积	746	509	509	509	509	营业收入(%)	56.8	15.3	25.5	20.6	15.7
留存收益	2386	3634	5512	7930	10755	营业利润(%)	47.9	26.6	22.0	29.6	17.8
归属母公司股东权益	4472	5244	7649	10085	12953	归属于母公司净利润(%)	77.8	42.6	31.3	29.7	17.9
负债和股东权益	5776	6610	9830	12063	15706	获利能力					
						毛利率(%)	75.0	83.5	80.6	80.7	80.7
						净利率(%)	27.5	34.0	35.6	38.3	39.0
						ROE(%)	30.0	30.2	27.5	26.4	23.9
						ROIC(%)	28.5	28.6	25.8	24.5	21.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	21.4	20.8	22.1	16.3	17.4
						流动比率	3.3	3.4	3.6	5.1	5.0
						速动比率	2.9	2.9	3.2	4.7	4.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5
						应收账款周转率	4.6	4.5	4.5	4.5	4.5
						应付账款周转率	3.2	1.9	1.9	1.9	1.9
						估值比率					
						P/E	29.8	20.9	15.9	12.3	10.4
						P/B	6.8	5.8	4.4	3.2	2.5
						EV/EBITDA	20.6	16.3	12.4	9.0	6.6

现金流量表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1483	1706	2382	2073	3428
净利润	1361	1581	1928	2499	2945
折旧摊销	56	95	80	94	108
财务费用	-34	-58	-58	-58	-58
投资损失	12	-79	10	10	10
营运资金变动	32	29	422	-471	423
其他经营现金流	56	139	0	0	0
投资活动现金流	447	-378	-164	-169	-173
筹资活动现金流	-580	-1064	532	4	-9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.68	0.89	1.16	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.79	1.11	0.96	1.59
每股净资产(最新摊薄)	2.08	2.44	3.26	4.39	5.72

资料来源: 聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

倪爽声明，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，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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，无论是否已经明示或暗示，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn