

恺英网络 (002517.SZ)

AI 陪伴游戏上线在即, 25Q1 增速超预期

事件:

公司发布 24 年年报及 25Q1 季报, 24 年实现营业收入 51.18 亿元, 同比增长 19.16%; 归母净利润 16.28 亿元, 同比增长 11.41%; 扣非归母净利润 15.99 亿元, 同比增长 18.43%; 经营性活动现金流 17.54 亿元, 同比增长 2.78%。

25Q1 实现营业收入 13.53 亿元, 同比增长 3.46%; 归母净利润 5.18 亿元, 同比增长 21.57%; 扣非归母净利润 5.16 亿元, 同比增长 21.66%; 经营性活动现金流 3.91 亿元, 同比增长 17.04%。

公司 2024 年度累计现金分红和股份回购总额为 4.26 亿元, 占 2024 年度归属于上市公司股东的净利润的比例为 26.18%。

点评:

- 24 年营收利润稳步增长, 25Q1 增速超预期。财务数据具体看, 近年来公司归母净利润率逐年提升, 21-24 年分别为 24.28%、27.52%、34.03%、31.82%, 25Q1 为 38.30%, 净利润率的上升主要原因是管理费及研发费率下降, 我们认为这是公司管理能力提高及 AI 赋能所带来人员效率提升的体现。营收结构上看, 24 年出海成果显著, 海外市场收入同比增长 221.48%。
- 在手储备产品丰富, 逐步进入产品释放期。4 月 25 日, 公司投资的 AI 智能伴侣公司“自然选择”发布《EVE》第一支 AI 陪伴女性向游戏 PV, 预计国内上线时间临近。25 年 1 月 15 日《斗罗大陆: 诛邪传说》开始测试, 《龙之谷世界》于 2 月 20 日正式上线, 《数码宝贝: 源码》已于 4 月 25 日公测。储备中的自研产品包括但不限于: 《王者传奇 2》《盗墓笔记: 启程》(已于 24 年 8 月初开始预约)《纳萨力克: 崛起》《三国: 天下归心》《代号: 信长》《代号: DR》《BLEACH 千年血战篇》和《奥特曼》; 此外还有《龙腾传奇》《梁山传奇》《一念永恒: 少年追梦》《归隐山居图》《山海浮梦录》等众多游戏产品储备。代理产品方面, 公司预计未来会发行《太上补天卷》《古怪的小鸡》《群英觉醒》《代号: MYX》。
- 自研“形意”AI 大模型赋能游戏开发自动化, “开箱即用”助力提升创作效率。2024 年 4 月, 公司自研 AI 大模型“形意”亮相, 目前工具链核心组件已覆盖动画、数值、地图、代码、界面五大内容生成功能, 此外还有“跃迁”作为集大成者, 实现了从策划、美术到技术的全流程自动化。“形意”的应用使动画形象的生成从数周缩短至几十秒, 游戏地图的制作从以周为单位降低到平均 3 分钟一张, 减少了开发过程中的重复劳动和沟通成本, 确保了内容质量的稳定性和一致性, 极大提升了开发效率。
- 维持“强烈推荐”投资评级。考虑到公司后续储备产品逐步上线进入释放期, 我们预计公司 25-27 年营业收入分别为 60.39/69.45/77.79 亿元, 同比增速 18%/15%/12%; 归母净利润分别为 21.03/23.98/26.29 亿元, 同比增长 29%/14%/10%, 对应当前股价市盈率分别为 17.0/14.9/13.6 倍, 维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示: 新游上线不及预期、买量成本上升、研发进度不及预期风险等。

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/传媒

目标估值: NA

当前股价: 16.77 元

基础数据

总股本 (百万股)	2136
已上市流通股 (百万股)	1891
总市值 (十亿元)	35.8
流通市值 (十亿元)	31.7
每股净资产 (MRQ)	3.4
ROE (TTM)	23.8
资产负债率	18.9%
主要股东	金锋
主要股东持股比例	14.89%

股价表现



相关报告

- 1、《恺英网络 (002517) — 新品斗罗即将测试, 变更回购用途并注销》2025-01-12
- 2、《恺英网络 (002517) — 收入利润加速增长, 后续新品储备丰富》2024-10-30
- 3、《恺英网络 (002517) — 经营性活动现金流大幅增长, 后续新品储备丰富》2024-08-23

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4295	5118	6039	6945	7779
同比增长	15%	19%	18%	15%	12%
营业利润(百万元)	1698	1675	2160	2463	2701
同比增长	27%	-1%	29%	14%	10%
归母净利润(百万元)	1462	1628	2103	2398	2629
同比增长	43%	11%	29%	14%	10%
每股收益(元)	0.68	0.76	0.98	1.12	1.23
PE	24.5	22.0	17.0	14.9	13.6
PB	6.8	5.5	4.4	3.7	3.2

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4550	5091	7173	8928	10821
现金	2807	3269	4902	6292	7943
交易性投资	0	30	30	30	30
应收票据	0	12	15	17	19
应收款项	1048	902	1310	1475	1570
其它应收款	73	25	29	34	38
存货	20	25	25	29	36
其他	603	827	862	1053	1185
非流动资产	2061	2936	2324	2281	2244
长期股权投资	518	506	427	440	458
固定资产	17	18	16	16	15
无形资产商誉	883	1175	1058	952	857
其他	642	1238	822	873	914
资产总计	6610	8026	9497	11209	13064
流动负债	1350	1382	1306	1460	1636
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	442	450	552	605	700
预收账款	172	180	230	277	295
其他	736	751	524	578	641
长期负债	22	98	58	62	72
长期借款	0	0	0	0	0
其他	22	98	58	62	72
负债合计	1372	1480	1364	1522	1708
股本	1515	1515	1499	1499	1499
资本公积金	169	267	370	370	370
留存收益	3560	4765	6266	7822	9492
少数股东权益	(6)	(1)	(2)	(4)	(5)
归属于母公司所有者权益	5244	6548	8135	9691	11361
负债及权益合计	6610	8026	9497	11209	13064

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1706	1754	1703	2238	2604
净利润	1581	1628	2102	2396	2628
折旧摊销	95	103	168	147	130
财务费用	1	3	(32)	(45)	(57)
投资收益	(79)	(3)	(36)	(48)	(30)
营运资金变动	106	35	(506)	(214)	(69)
其它	2	(11)	7	2	2
投资活动现金流	(378)	(910)	481	(55)	(62)
资本支出	(191)	(264)	(6)	(6)	(6)
其他投资	(187)	(647)	487	(49)	(56)
筹资活动现金流	(1064)	(400)	(551)	(793)	(891)
借款变动	(516)	(17)	(27)	0	0
普通股增加	0	0	(16)	0	0
资本公积增加	(437)	99	103	0	0
股利分配	(152)	(606)	(603)	(841)	(959)
其他	40	124	(8)	48	68
现金净增加额	264	444	1632	1390	1651

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4295	5118	6039	6945	7779
营业成本	710	958	1147	1320	1478
营业税金及附加	19	18	21	24	27
营业费用	1177	1735	1812	2118	2411
管理费用	286	202	239	275	308
研发费用	527	598	706	812	909
财务费用	(58)	(55)	(32)	(45)	(57)
资产减值损失	(66)	(10)	(22)	(27)	(31)
公允价值变动收益	9	(26)	(12)	(8)	(9)
其他收益	41	47	24	21	18
投资收益	79	3	23	35	21
营业利润	1698	1675	2160	2463	2701
营业外收入	3	2	0	0	0
营业外支出	3	4	0	0	0
利润总额	1697	1673	2160	2463	2701
所得税	117	46	58	66	73
少数股东损益	119	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	1462	1628	2103	2398	2629

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	15%	19%	18%	15%	12%
营业利润	27%	-1%	29%	14%	10%
归母净利润	43%	11%	29%	14%	10%
获利能力					
毛利率	83.5%	81.3%	81.0%	81.0%	81.0%
净利率	34.0%	31.8%	34.8%	34.5%	33.8%
ROE	30.1%	27.6%	28.6%	26.9%	25.0%
ROIC	31.0%	26.6%	28.2%	26.4%	24.4%
偿债能力					
资产负债率	20.8%	18.4%	14.4%	13.6%	13.1%
净负债比率	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.4	3.7	5.5	6.1	6.6
速动比率	3.4	3.7	5.5	6.1	6.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
存货周转率	47.2	43.3	46.0	49.1	45.9
应收账款周转率	4.5	5.2	5.4	4.9	5.1
应付账款周转率	1.9	2.1	2.3	2.3	2.3
每股资料(元)					
EPS	0.68	0.76	0.98	1.12	1.23
每股经营净现金	0.80	0.82	0.80	1.05	1.22
每股净资产	2.45	3.06	3.81	4.54	5.32
每股股利	0.14	0.28	0.39	0.45	0.49
估值比率					
PE	24.5	22.0	17.0	14.9	13.6
PB	6.8	5.5	4.4	3.7	3.2
EV/EBITDA	13.1	13.3	9.4	8.4	7.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。