

# 恺英网络 (002517.SZ)：自研《形意》大模型已应用于研发，分红及回购彰显信心

2024年04月02日

**事件：**该公司 712AI 创作小组研发的《形意》大模型应用已经取得了较大的进展，并顺利进入实际研发场景。

## 点评：

**《形意》：恺英游戏的 AI 创作与策划加速器。**《形意》具备图像生成 ("形") 和文本理解 ("意") 功能，在其辅助下，公司不仅能够利用 AI 技术处理旗下产品 UI 框架、技能和物品图标等各类视觉美术元素的创作过程，还通过大模型实现了对文学剧本的自动化解析，大幅缩短了前期策划的时间，为文学 IP 的游戏化改编提供了高效助力。《形意》以其独特的定位和高实用价值，在恺英的研发生态中占据重要地位，为恺英研发生态提供了多样的风格和定制的输出模式，同时它融合了 AI 智能交互和语音识别技术，以较低的学习成本有效提升了内容创作的效率和质量。

**存量游戏基本盘稳固，新品蓄势待发，积极布局 AIGC。**公司基本盘稳固，《原始传奇》《天使之战》《蓝月传奇》《敢达争锋对决》《刀剑神域黑衣剑士：王牌》等多款存量游戏表现稳定；小程序游戏不断蓄力，《怪物联萌》和《仙剑奇侠传之新的开始》目前位列小游戏畅销榜前 15 名。此外，公司后续产品线明晰，超 20 款新游待上线。其中，自研产品《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》《斗罗大陆：诛邪传说》《代号：信长》《代号:DR》以及代理产品《太上补天卷》《群英觉醒》《古怪的小鸡》已确定于今年上线。在不断深入探索游戏业务的同时，公司积极跟随元宇宙时代和 AIGC 领域的发展潮流，进行战略前瞻性部署，期望通过这样的布局，促进公司内部资源的互补与协同，进而为主力业务游戏产业注入新的活力和增长动力。

**公司发布分红方案与增持进展，强化市场信心。**2024 年 3 月 28 日，公司实控人金锋提出 2023 年度现金分红方案，建议每 10 股派发现金红利不低于 1 元（含税），并提议在满足公司实际资金需求的情况下开展 2024 年内分红，现金分红总额不高于 2.2 亿元。此外，公司高层和管理层陆续完成股份增持，金锋累计增持公司股份约 970 万股，增持金额共计约 1.1 亿元，全体高级管理人员增持总金额不低于 800 万元。我们认为管理层的增持和回购行为，以及持续优化的公司治理结构，都是公司未来发展前景稳步前进、增强市场竞争力的关键因素。

**盈利预测与投资评级：**公司实控人及高管团队多次增持，提振信心。公司多款经典和创新游戏表现良好，2024 年充足新品储备有望支撑后续业绩增长。我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 42.58/52.50/63.31 亿元，同比增长 14.30%/23.30%/20.59%；归母净利润分别为 14.92/18.81/22.63 亿元，同比增长 45.51%/26.07%/20.34%，对应 4 月 1 日估值 15x/12x/10x，维持“买入”评级。

风险因素：新品上线的不确定性；游戏版号发放的不确定性；公司经营不确定性；宏观经济波动风险等。

表 1 重要财务指标

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,375	3,726	4,258	5,250	6,331
同比(%)	53.9%	56.8%	14.3%	23.3%	20.6%
归属母公司净利润	577	1,025	1,492	1,881	2,263
同比(%)	224.1%	77.8%	45.5%	26.1%	20.3%
毛利率(%)	70.8%	75.0%	82.8%	82.9%	82.5%
ROE(%)	16.9%	22.9%	27.5%	25.7%	23.6%
EPS (摊薄) (元)	0.27	0.48	0.69	0.87	1.05
P/E	38.41	21.61	14.85	11.78	9.79
P/B	6.50	4.95	4.08	3.03	2.31

资料来源：同花顺，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 04 月 01 日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>2,737</b>	<b>3,948</b>	<b>4,417</b>	<b>6,787</b>	<b>9,227</b>	
货币资金	1,178	2,551	2,579	4,820	6,604	
<b>应收票据</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>应收账款</b>	<b>761</b>	<b>858</b>	<b>1,069</b>	<b>1,276</b>	<b>1,564</b>	
预付账款	322	229	234	265	335	
存货	16	10	11	15	17	
其他	460	299	525	412	708	
<b>非流动资产</b>	<b>1,662</b>	<b>1,829</b>	<b>2,078</b>	<b>2,225</b>	<b>2,380</b>	
长期股权投资	352	398	441	472	507	
固定资产(合计)	16	21	22	23	24	
无形资产	16	28	35	44	53	
其他	1,278	1,382	1,579	1,686	1,796	
<b>资产总计</b>	<b>4,400</b>	<b>5,776</b>	<b>6,495</b>	<b>9,012</b>	<b>11,607</b>	
<b>流动负债</b>	<b>583</b>	<b>1,201</b>	<b>787</b>	<b>1,204</b>	<b>1,270</b>	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	267	312	176	409	317	
其他	317	889	611	795	953	
<b>非流动负债</b>	<b>67</b>	<b>33</b>	<b>39</b>	<b>44</b>	<b>49</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	67	33	39	44	49	
<b>负债合计</b>	<b>651</b>	<b>1,234</b>	<b>826</b>	<b>1,248</b>	<b>1,320</b>	
少数股东权益	343	70	236	445	697	
归属母公司股东权益	3,406	4,472	5,433	7,319	9,591	
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,400</b>	<b>5,776</b>	<b>6,495</b>	<b>9,012</b>	<b>11,607</b>	
<b>重要财务指标</b>		单位: 百万元				
<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	
营业总收入	2,375	3,726	4,258	5,250	6,331	
同比(%)	53.9%	56.8%	14.3%	23.3%	20.6%	
归属母公司净利润	577	1,025	1,492	1,881	2,263	
同比(%)	224.1%	77.8%	45.5%	26.1%	20.3%	
毛利率(%)	70.8%	75.0%	82.8%	82.9%	82.5%	
ROE(%)	16.9%	22.9%	27.5%	25.7%	23.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.48	0.69	0.87	1.05	
P/E	38.41	21.61	14.85	11.78	9.79	
P/B	6.50	4.95	4.08	3.03	2.31	
EV/EBITDA	12.94	8.10	12.62	9.23	7.03	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	<b>2,375</b>	<b>3,726</b>	<b>4,258</b>	<b>5,250</b>	<b>6,331</b>	
营业成本	694	931	734	898	1,107	
营业税金及附加	12	18	20	25	30	
<b>销售费用</b>	<b>361</b>	<b>803</b>	<b>1,016</b>	<b>1,254</b>	<b>1,515</b>	
管理费用	165	164	296	372	449	
研发费用	339	511	459	565	669	
财务费用	-10	-34	-13	-13	-24	
减值损失合计	-20	-36	-10	-10	-10	
投资净收益	105	-12	-26	5	13	
其他	7	56	32	41	50	
<b>营业利润</b>	<b>906</b>	<b>1,341</b>	<b>1,744</b>	<b>2,184</b>	<b>2,639</b>	
营业外收支	30	44	1	15	8	
<b>利润总额</b>	<b>936</b>	<b>1,384</b>	<b>1,745</b>	<b>2,200</b>	<b>2,647</b>	
所得税	92	23	87	110	132	
<b>净利润</b>	<b>844</b>	<b>1,361</b>	<b>1,658</b>	<b>2,090</b>	<b>2,515</b>	
少数股东损益	268	336	166	209	251	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>577</b>	<b>1,025</b>	<b>1,492</b>	<b>1,881</b>	<b>2,263</b>	
EBITDA	879	1,433	1,784	2,196	2,633	
EPS(当年)(元)	0.27	0.49	0.69	0.87	1.05	
<b>现金流量表</b>		单位: 百万元				
<b>会计年度</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	
<b>经营活动现金流</b>	<b>501</b>	<b>1,483</b>	<b>859</b>	<b>2,387</b>	<b>1,934</b>	
净利润	844	1,361	1,658	2,090	2,515	
折旧摊销	42	76	18	21	22	
财务费用	1	2	0	0	0	
投资损失	-105	12	26	-5	-13	
营运资金变动	-334	32	-849	288	-590	
其它	53	0	7	-6	1	
<b>投资活动现金流</b>	<b>182</b>	<b>447</b>	<b>-296</b>	<b>-156</b>	<b>-165</b>	
资本支出	-153	-131	-41	-32	-39	
长期投资	288	-56	-62	-51	-55	
其他	47	635	-193	-73	-71	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-180</b>	<b>-580</b>	<b>-537</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	
吸收投资	0	0	-273	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-70	-559	-213	0	0	
<b>现金净增加额</b>	<b>498</b>	<b>1,370</b>	<b>28</b>	<b>2,241</b>	<b>1,784</b>	

## 研究团队简介

**冯翠婷**，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice金牌分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

**凤超**，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有5年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

**刘旺**，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

**李依韩**，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

**白云汉**，信达证券传媒互联网及海外团队成员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业2年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业3年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等美股研究以及结合海外映射对A股港股的覆盖。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准 15%以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准 5%~15%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5%之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 股价相对弱于基准 5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。