

2019年08月29日

凯撒文化 (002425.SZ)

游戏出海成效出显, 重点关注重磅产品 《火影》、《妖尾》等后续排期

事件:

公司公告 19 年半年报, 报告期内, 公司实现收入、归母净利润、经营性现金流净额分别为 4.32 亿、1.80 亿、1.32 亿, 分别同比增长 45.07%、53.87%、82.35%。

点评:

■19 年上半年公司收入结构略有变化, 游戏分成和版权运营收入分别为 2.70 亿元、1.49 亿元, 占比为 62.37%、34.56%, 其中版权运营收入同比增长 231.09%, 主要系《火影忍者》、《妖精的尾巴》等产品总计约 4000 万元的海外版权金落定。游戏分成收同比增长 40.4%, 主要系公司头部产品《三国志 2017》表现突出, 在日本和韩国地区 App store 下载榜最高排名分别为第 7 位和第 5 位, 目前《三国志 2017》海外流水已全面超越国内市场; 同时公司上半年新产品《龙珠觉醒》首发月表现超预期, 最高至 App store 畅销榜第 17 位。

利润率方面, 19 年上半年毛利率为 73.61%, 较 2018 年年末显著提升 18.04pct, 我们认为主要原因有: 1) 游戏业务收入中海外收入占比增加, 由于海外业务按净额法确认收入, 带动游戏业务毛利率上升; 2) 此前处于亏损状态的传统服装业务进一步剥离, 游戏业务比重上升至 96.97%, 致使公司整体毛利率上升。

费用率方面, 报告期内销售费用为 1312 万元, 同减 29.93%, 主要系受版号政策影响, 上半年上线新游较少, 推广费用相应减少; 管理费用为 4029 万元, 与去年同期基本持平; 财务费用为 2038 万元, 同增 37.28%, 主要系利息支出的增加。此外, 报告期内公司研发投入为 5290 万元, 同比增长 86.09%, 主要系扩充公司自研队伍扩充至 600 人, 着力研发后续多款重磅产品。

■半年报强化了我们对公司认知与判断: 1) 报告期内境外收入 2.05 亿元, 同增 254.30%, 境外收入占比由 19.43% 增至 47.45%, 一方面验证了公司产品在海外地区受到认可, 另一方面优化了公司收入的区域分布, 总体来看, 公司抗风险能力提升; 2) 公司优质 IP 游戏产品储备充足, 根据半年度报告, 除今年已上线的《龙珠觉醒》、《九州缥缈录》等产品外, 《妖精的尾巴: 勇气之旅》已获得进口版号, 其他通过合作方共同取得版号的游戏包括《银之守墓人》(已签约腾讯极光)、《领主之怒》、《三国志之威力无双》、《皇族霸业》、《龙符》等, 此外

公司快报

证券研究报告

高端及奢侈品

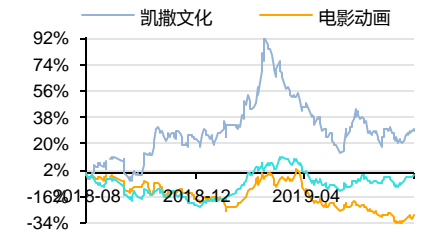
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价: **8.85 元**
股价 (2019-08-28) **6.04 元**

交易数据

总市值 (百万元)	4,915.02
流通市值 (百万元)	4,914.11
总股本 (百万股)	813.74
流通股本 (百万股)	813.59
12 个月价格区间	4.50/9.12 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.91	-6.15	31.22
绝对收益	-0.82	0.83	31.76

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

相关报告

- 凯撒文化: 19H1 预告净利润同增 70-120%, 迈入高速增长通道/焦娟 2019-04-27
- 凯撒文化: 19 年为阶段性收获期, 看好公司业绩弹性/焦娟 2019-03-11

《火影忍者》、《从前有座灵剑山》及《幽游白书》等产品版号在审。目前公司处在研发及测试中的游戏共计 15 款。

■ **携手华为发力云游戏产业。**19 年 6 月，公司与白鹭科技、国金投资共同宣布将成立合资公司入局云游戏，同时成立云游戏战略合作联盟，并与华为深度合作联手发力云游戏产业。公司全资子公司天上友嘉可为云游戏项目带来优质游戏内容，并能将自身用户无缝导入，为项目的初期运营提供支持。

■ **投资建议：**公司转型扎实、战略清晰，未来两年产品储备丰富，为公司产品规模提升奠定基础，具备较强的业绩弹性。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 3.79 亿元、4.78 亿元、5.69 亿元，对应 EPS 0.47 元、0.59 元、0.70 元。我们给予 2020 年 15 倍目标 PE，对应目标价 8.85 元，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**游戏行业监管规范化进程不及预期、新游上线节奏低于预期、海外地区业务拓展回报不达预期、税收政策变化。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	703.9	744.7	1,044.3	1,365.3	1,665.7
净利润	254.6	278.2	379.0	477.8	569.1
每股收益(元)	0.31	0.34	0.47	0.59	0.70
每股净资产(元)	4.49	4.81	5.07	5.59	6.15
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	19.3	17.7	13.0	10.3	8.6
市净率(倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
净利润率	36.2%	37.4%	36.3%	35.0%	34.2%
净资产收益率	7.0%	7.1%	9.2%	10.5%	11.4%
股息收益率	1.7%	1.0%	1.6%	2.0%	2.4%
ROIC	9.5%	9.8%	12.3%	19.2%	18.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	703.9	744.7	1,044.3	1,365.3	1,665.7	成长性					
减:营业成本	235.3	332.8	389.8	517.2	634.0	营业收入增长率	35.4%	5.8%	40.2%	30.7%	22.0%
营业税费	5.8	5.3	8.4	10.8	13.1	营业利润增长率	78.1%	28.4%	48.6%	30.3%	19.8%
销售费用	62.4	46.5	84.2	119.1	144.5	净利润增长率	67.4%	9.3%	36.2%	26.1%	19.1%
管理费用	156.6	103.0	128.8	165.7	212.6	EBITDA 增长率	60.1%	47.3%	19.4%	22.6%	6.7%
财务费用	21.6	36.6	62.0	77.0	91.6	EBIT 增长率	78.0%	68.4%	26.9%	29.4%	19.7%
资产减值损失	48.4	49.0	54.1	50.5	51.2	NOPLAT 增长率	85.6%	13.8%	36.0%	29.4%	19.7%
加:公允价值变动收益	-	13.8	-	-	-	投资资本增长率	10.8%	8.3%	-17.1%	26.7%	-16.5%
投资和汇兑收益	13.0	129.2	66.3	74.5	80.0	净资产增长率	5.5%	7.3%	5.0%	9.9%	9.8%
营业利润	200.8	257.9	383.3	499.5	598.6	利润率					
加:营业外净收支	13.2	19.9	19.9	19.9	19.9	毛利率	66.6%	55.3%	62.7%	62.1%	61.9%
利润总额	214.0	277.8	403.3	519.4	618.6	营业利润率	28.5%	34.6%	36.7%	36.6%	35.9%
减:所得税	-35.2	-0.2	40.3	51.9	61.9	净利润率	36.2%	37.4%	36.3%	35.0%	34.2%
净利润	254.6	278.2	379.0	477.8	569.1	EBITDA/营业收入	46.9%	65.3%	55.6%	52.1%	45.6%
						EBIT/营业收入	29.6%	47.1%	42.6%	42.2%	41.4%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	6	4	2	1	0
货币资金	265.5	83.3	610.0	300.2	1,283.9	流动营业资本周转天数	140	225	115	144	157
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	495	456	493	472	521
应收账款	419.1	551.7	482.8	959.5	901.0	应收帐款周转天数	157	235	178	190	201
应收票据	-	-	0.1	0.0	0.1	存货周转天数	93	48	128	92	88
预付帐款	75.5	133.3	99.5	206.5	177.5	总资产周转天数	2,238	2,255	1,788	1,411	1,278
存货	123.7	75.4	666.2	32.0	782.0	投资资本周转天数	1,467	1,518	1,029	809	680
其他流动资产	128.3	32.4	124.7	95.1	84.1	投资回报率					
可供出售金融资产	475.3	541.4	454.2	490.3	495.3	ROE	7.0%	7.1%	9.2%	10.5%	11.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	5.8%	6.5%	9.1%	8.3%
长期股权投资	65.3	165.1	165.1	165.1	165.1	ROIC	9.5%	9.8%	12.3%	19.2%	18.1%
投资性房地产	268.4	394.6	394.6	394.6	394.6	费用率					
固定资产	8.1	7.4	4.7	2.1	-0.6	销售费用率	8.9%	6.2%	8.1%	8.7%	8.7%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	22.2%	13.8%	12.3%	12.1%	12.8%
无形资产	333.0	331.3	198.9	66.5	-	财务费用率	3.1%	4.9%	5.9%	5.6%	5.5%
其他非流动资产	2,379.3	2,471.9	2,383.3	2,407.4	2,420.5	三费/营业收入	34.2%	25.0%	26.3%	26.5%	26.9%
资产总额	4,541.6	4,787.9	5,584.2	5,119.2	6,703.4	偿债能力					
短期债务	205.0	300.3	-	-	-	资产负债率	19.6%	18.2%	26.4%	11.7%	26.0%
应付帐款	312.1	176.2	1,193.7	257.2	1,388.5	负债权益比	24.4%	22.3%	35.8%	13.3%	35.1%
应付票据	-	-	3.1	0.7	1.6	流动比率	1.76	1.61	1.57	4.97	2.20
其他流动负债	57.4	68.0	63.9	62.8	76.9	速动比率	1.55	1.47	1.04	4.87	1.67
长期借款	15.3	-	-	-	-	利息保障倍数	9.64	9.59	7.18	7.48	7.53
其他非流动负债	301.3	327.9	211.2	280.2	273.1	分红指标					
负债总额	891.1	872.4	1,472.0	600.8	1,740.1	DPS(元)	0.10	0.06	0.10	0.12	0.14
少数股东权益	-1.3	-1.5	-17.5	-27.9	-40.3	分红比率	32.0%	17.5%	20.7%	20.4%	20.5%
股本	813.7	813.7	813.7	813.7	813.7	股息收益率	1.7%	1.0%	1.6%	2.0%	2.4%
留存收益	2,838.6	3,102.5	3,316.0	3,732.5	4,189.8						
股东权益	3,650.5	3,915.5	4,112.2	4,518.4	4,963.2						
						现金流量表					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	249.2	278.0	379.0	477.8	569.1	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	124.2	135.9	135.1	135.1	69.1	EPS(元)	0.31	0.34	0.47	0.59	0.70
资产减值准备	48.4	49.0	-	-	-	BVPS(元)	4.49	4.81	5.07	5.59	6.15
公允价值变动损失	-	-13.8	-	-	-	PE(X)	19.3	17.7	13.0	10.3	8.6
财务费用	22.7	39.1	62.0	77.0	91.6	PB(X)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
投资损失	-13.0	-129.2	-66.3	-74.5	-80.0	P/FCF	18.4	42.4	9.2	-27.6	4.4
少数股东损益	-5.4	-0.2	-16.0	-10.4	-12.4	P/S	7.0	6.6	4.7	3.6	3.0
营运资金的变动	-131.3	-181.1	511.8	-881.9	484.7	EV/EBITDA	15.8	8.5	6.0	5.3	3.7
经营活动产生现金流量	199.4	137.3	1,005.5	-276.7	1,122.2	CAGR(%)	23.3%	26.0%	38.4%	23.3%	26.0%
投资活动产生现金流量	-415.1	-283.4	153.5	38.4	75.0	PEG	0.8	0.7	0.3	0.4	0.3
融资活动产生现金流量	263.3	-37.0	-632.4	-71.4	-213.5	ROIC/WACC	0.9	0.9	1.2	1.8	1.7
						REP	1.9	1.4	1.1	0.6	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034