

业绩符合预期，部署“IP 获取+IP 孵化+IP 一体化运营”战略

——凯撒文化 2017 年中报点评

半年报点评

◆2017 年中报业绩情况：

2017 年 H1，公司实现营业收入 2.83 亿元，同比增加 29.14%，归母净利润 0.99 亿元，同比增加 121.42%。其中，文化娱乐营业收入 2.18 亿元，同比增加 88.32%；服装营业收入 0.55 亿元，同比下跌 42.75%。

◆游戏项目：深耕细分市场，精心规划多款重度游戏

1、引入全球顶级 IP：与海外公司合作制作日本顶级 IP《妖精的尾巴》手游作品，并负责中国大陆区域游戏运营工作。

2、精细化运营策略的长尾效应优势显现：2017H1，子公司天上友嘉发布的《三国志 2017》、《轩辕剑 3 手游版》受热捧，老产品《新仙剑奇侠传 3D》《纯三国》《净化》《星座女神》《唐门世界》以及《圣斗士星矢：重生》等运营持续稳定。

3、顶级 IP 游戏化蓄势待发：顶级动漫 IP《从前有座灵剑山》与《银之守墓人》的自研改编手游，预计在 2017-2018 年先后推出。

◆动漫项目：成功推出两部原创动漫精品，加速原创优质 IP 孵化

3D 动画《少年锦衣卫》和网文 IP 漫画《玄界之门》成功上线；多部动漫电影已立项，包括《御甲玄机》预计于 2018-2019 年上线；原创篮球动画大电影《篮下英豪》预计 2018 年完成制作；原创漫画《伏魔都市》《凤归》预计 2017 年 Q4 上线。

◆重点战略部署：影视项目加速推进，服装业务逐步退出

登顶“2016 福布斯中国原创文学风云榜”的热门 IP《玄界之门》，和温瑞安经典作品《说英雄谁是英雄》的影视、动漫、手游一体化运营在如期推进。后者是公司和华策共同出品，预计 2018 年开机；逐步剥离服装板块，资源逐渐向互联网文化领域转移。

◆盈利预测与评级：

预测 2017 年-2019 年公司 EPS 分别为 0.47 元、0.64 元、0.81 元，对应 PE 分别为 19 倍、14 倍、11 倍。考虑到目前公司精品 IP 的储备和游戏、动漫的良好发展，我们看好公司的盈利能力，给于“推荐”评级。

◆风险提示：行业竞争，业绩不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	633	520	754	988	1,251
增长率(%)	16.8	-17.8	45.1	31.0	26.6
净利润(百万元)	80.9	152	385	522	660
增长率(%)	1132.7	87.9	153.3	35.5	26.5
毛利率(%)	38.6	69.1	69.3	74.7	73.6
净利率(%)	12.8	29.2	51.1	52.8	52.8
ROE(%)	2.3	4.0	5.8	8.5	9.7
EPS(摊薄/元)	0.10	0.19	0.47	0.64	0.81
P/E(倍)	91.72	48.8	19.3	14.2	11.2
P/B(倍)	3.75	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源：新时代证券研究所

推荐（首次评级）

分析师

贾明乐 (执业证书编号：S0280517060001)

021-68866291

jiamingle@xsdzq.cn

联系人

马笑

maxiao@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.08.28

收盘价(元)：9.19

总股本(亿股)：8.14

总市值(亿元)：74.78

一年最低/最高(元)：8.01/26.0

近 3 月换手率：54.54%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.87	2.42	-50.96
绝对	5.92	11.32	-36.25

相关研报

公司拥有丰富 IP 资源，泛娱乐一体化运营能力强。在 IP 引入方面，公司建立了健全的 IP 接触、筛选、评估、合同签署引入机制，公司与海内外 IP 资源公司建立了紧密合作关系，持续挖掘甄别并引入优质 IP 成为公司核心竞争力之一。P 运营方面，幻文科技掌握了数量可观、适宜改编游戏、影视剧的精品文学和动漫 IP；游戏研发运营方面，酷牛互动拥有突出 IP 游戏改编能力、天上友嘉能够同时研发多款精品游戏且具有很强的 IP 资源转化能力。

图表1 公司顶级 IP 资源情况

序号	剧名	备注
1	《妖精的尾巴》	全世界的累计发行量已超过 6000 万部，风靡全球
2	《玄界之门》	起点白金作家忘语的最新作品、在“2016 福布斯·中国原创文学风云榜”男生作品榜中登顶
3	《龙符》	目前仅在纵横中文网的点击量已超过 1.5 亿次，总推荐数 1559 万，长期位居月票榜、收藏榜、推荐榜前列。
4	《从前有座灵剑山》	长期位居腾讯动漫平台月票榜第一梯队，漫画版人气高达 46 亿，动画作品由腾讯动漫与日本 DEEN 社联合制作，点击量突破 30 亿，第二季动画作品已于 2017 年 Q1 上线；
5	《银之守墓人》	近期最具人气的动漫作品，点击量已突破 80 亿，2017 年上半年上线同名日本电视动画；
6	《妖精种植手册》	近期最具人气的动漫作品，截至 2017 年 7 月，点击量高达 61 亿 3000 万，目前每日新增超两千万阅读量；
7	《我的天劫女友》	腾讯动漫月票第一梯队人气作品，点击量突破 18 亿，动画作品预计在 2017 年上线；
8	《锦绣未央》	在东方卫视、北京卫视首播收官，收视率破 2；在网播量，仅用一个月时间就突破 200 亿大关，单日就达到 9 亿播放量。
9	《神探狄仁杰》	前三部在央视播出时收视率都进年度前三，其中第二部是年度收视冠军；
10	《天火大道》	作者唐家三少，是 2015 年最高人气星际冒险超能巨作，百度指数最高达 55 万；
11	《少年四大名捕》	作者温瑞安，当代武侠小说名家，下的无情、铁手、追命、冷血四大捕头，已经成为当代武侠小说的经典形象，在华语世界妇孺皆知；
12	《四大名捕战天王》	
13	《说英雄谁是英雄》	

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

除以上超级 IP 外，还有御天神帝（乱世狂刀）、飘渺之旅（萧潜）、大圣传（说梦者）、中华英雄（马荣成）、新葫芦兄弟等系列 IP。

在 IP 改编手游研发方面，全资子公司酷牛互动，参与端游经典 IP《传奇世界》手游研发，知名网络文学作家唐家三少、天蚕土豆、辰东的首个游戏作品（分别为《唐门世界》、《绝世天府》、《太古仙域》）均由酷牛互动研发、并上线运营，最大程度的开发网文作家的粉丝经济效益，深受用户欢迎。

全资子公司天上友嘉，一直专注于游戏的研发，深度了解用户属性与市场需求，善于经典 IP 的游戏化。此前，由天上友嘉研发的经典仙侠 IP 手游作品《新仙剑奇侠传 3D》获得市场强烈反响，最高达到苹果应用商店畅销榜第 8 名，月流水突破 5000 万。研发的《圣斗士星矢：重生》持续数周位列苹果 App Store 排行榜前列，最高达到苹果应用商店畅销榜第 3 名。报告期内，由天上友嘉研发的《三国志 2017》市场表现同样优异，深受广大媒体和精英玩家的好评。子公司天上友嘉拥有该产品原版权方日本光荣特库摩旗下游戏《三国志 11》的全球唯一手游研发权及国内安卓渠道的联合发行权。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	741	924	1776	1641	2637	营业收入	633	520	754	988	1251
现金	71	219	487	638	808	营业成本	389	160	231	251	330
应收账款	173	189	337	351	520	营业税金及附加	3	4	5	7	8
其他应收款	43	8	65	31	91	营业费用	111	41	84	99	130
预付账款	45	54	89	98	139	管理费用	65	130	151	214	264
存货	331	241	583	309	865	财务费用	3	4	30	26	25
其他流动资产	79	213	214	214	214	资产减值损失	39	65	78	109	135
非流动资产	1928	3285	3339	3374	3389	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	35	36	38	39	40	投资净收益	10	-3	5	3	3
固定资产	65	17	23	23	26	营业利润	32	113	180	285	361
无形资产	113	266	328	369	382	营业外收入	23	4	10	10	9
其他非流动资产	1715	2966	2951	2944	2940	营业外支出	7	2	2	3	3
资产总计	2669	4209	5115	5015	6025	利润总额	48	115	187	292	367
流动负债	527	644	1382	986	1618	所得税	-2	-22	-26	-46	-56
短期借款	91	112	1200	215	1322	净利润	50	137	213	338	423
应付账款	46	94	108	110	177	少数股东损益	-31	-15	-172	-184	-237
其他流动负债	390	439	74	661	119	归属母公司净利润	81	152	385	522	660
非流动负债	9	104	86	66	46	EBITDA	104	217	308	433	526
长期借款	4	100	81	62	42	EPS (元)	0.10	0.19	0.47	0.64	0.81
其他非流动负债	5	4	4	4	4						
负债合计	536	749	1467	1052	1664	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	154	36	-137	-321	-558	成长能力					
股本	434	509	814	814	814	营业收入(%)	16.8	-17.8	45.1	31.0	26.6
资本公积	1207	2449	2144	2144	2144	营业利润(%)	212.5	251.2	59.3	58.7	26.7
留存收益	339	466	623	898	1233	归属于母公司净利润(%)	1132.7	87.9	153.3	35.5	26.5
归属母公司股东权益	1980	3425	3784	4284	4919	获利能力					
负债和股东权益	2669	4209	5115	5015	6025	毛利率(%)	38.6	69.1	69.3	74.7	73.6
						净利率(%)	12.8	29.2	51.1	52.8	52.8
						ROE(%)	2.3	4.0	5.8	8.5	9.7
						ROIC(%)	2.6	4.0	4.9	8.1	7.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	20.1	17.8	28.7	21.0	27.6
						净负债比率(%)	1.1	(0.2)	22.3	(8.6)	13.2
						流动比率	1.4	1.4	1.3	1.7	1.6
						速动比率	0.8	1.1	0.9	1.4	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
						应收账款周转率	4.8	2.9	2.9	2.9	2.9
						应付账款周转率	10.2	2.3	2.3	2.3	2.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.10	0.19	0.47	0.64	0.81
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	0.34	-0.77	1.66	-0.89
						每股净资产(最新摊薄)	2.43	4.21	4.65	5.26	6.05
						估值比率					
						P/E	91.72	48.81	19.27	14.22	11.24
						P/B	3.75	2.17	1.96	1.73	1.51
						EV/EBITDA	73.29	34.3	26.3	15.6	14.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

贾明乐，复旦大学金融学硕士、厦门大学软件工程学士，传媒互联网行业四年研究经验。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>