

凯撒文化 (002425)

证券研究报告

2018 年 10 月 31 日

四年磨一剑，上线亮锋芒

14 年起潜心积累优质 IP 储备及打造游戏研发团队。

凯撒文化 94 年以服装业务起家，14 年通过收购手游研发商酷牛互动进军互联网文化领域，并在 15 年先后收购了手游研发商天上友嘉和版权运营公司幻文科技，直至 18H1 游戏业务营收已提升至 74%，而高毛利率的游戏业务同时推进公司整体毛利率由 14 年的 38.36% 提升至 17 年的 66.6%。在业绩对赌到期后持续高增长，18 年全年业绩预告归母净利润为 2.93 亿~3.44 亿元，同比增长 15%~35%，18Q4 起将进入新一批头部游戏上线周期，值得期待。

市场规模虽放缓，优质长效 IP 为超速发展关键。

18H1 中国手游市场实际销售收入达 634.1 亿元，同比增长 12.9% (v.s.17H1 -36.9pcts)，而三季度手游市场受腾讯高流量新游《我叫 MT4》等带动出现一定回暖，头部公司抱团腾讯强流量取暖。网文 IP、动漫 IP 手游化成主要趋势，优质 IP 游戏化价值呈提升趋势。公司多元化 IP 布局，16 年获腾讯动漫旗下 10 个重量级明星 IP《从前有座灵剑山》等授权，同时积极与海外 IP 源头公司合作，获得日本顶级动画 IP《妖精的尾巴》、《幽游白书》的全球研发和大陆发行运营权。

投资要点：围绕 IP 及研发布局，合作腾讯等巨头进入高变现期。

- 1) **头部 IP 上线周期到来：**公司瞄准优质 IP 价值的成倍增长空间，深耕精品 IP，2018 年四季度起，公司多款热门 IP 改编手游《锦绣未央》、《银之守墓人》、《从前有座灵剑山》等陆续推出。
- 2) **协同效应放大：**一是子公司幻文科技的 IP 资源叠加公司总部、子公司天上友嘉等游戏研发实力，形成公司游戏业务的基石，二是专项基金投资布局协同整体泛娱乐业务，投资幻动无极、上海逸趣等外部研发增强公司研发力量。
- 3) **积极拥抱腾讯生态：**16 年公司与腾讯动漫战略合作获得 10 个头部国产动漫 IP，18 年《化龙记》再合作，为后续争取腾讯发行形成基础。
- 4) **管理层能力突出：**公司总经理吴裔敏先生曾就职腾讯、盛大、金山等，在游戏领域有着极其丰富的经验，有助公司打开多元商业空间。

投资建议：考虑公司 IP 储备丰富、产业链布局完善以及 18Q4 起头部游戏上线带来的业绩弹性，我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 3.19/5.79/7.91 亿元，同比增长 25%/81%/37%，对应估值为 12x/7x/5x。当前游戏行业 18-20 年估值中枢分别为 14x/12x/10x，我们给予公司 19 年 12x 估值，12 个月对应目标价 8.52 元，后续催化剂主要来自 S 级作品及版号发放，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：游戏上线进度或表现不达预期、游戏版号等监管趋严风险、公司内部整合协同不及预期、坏账规模增长较快、商誉减值等风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	519.93	703.87	811.05	2,222.95	2,930.33
增长率(%)	(17.80)	35.38	15.23	174.08	31.82
EBITDA(百万元)	206.26	330.19	515.32	814.76	1,019.74
净利润(百万元)	152.06	254.57	319.36	578.63	791.39
增长率(%)	87.92	67.42	25.45	81.18	36.77
EPS(元/股)	0.19	0.31	0.39	0.71	0.97
市盈率(P/E)	25.21	15.06	12.00	6.62	4.84
市净率(P/B)	1.12	1.05	0.99	0.90	0.80
市销率(P/S)	7.37	5.45	4.73	1.72	1.31
EV/EBITDA	52.69	15.84	4.88	3.01	1.48

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	4.73 元
目标价格	8.52 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	813.74
流通 A 股股本(百万股)	804.38
A 股总市值(百万元)	3,849.01
流通 A 股市值(百万元)	3,804.73
每股净资产(元)	4.71
资产负债率(%)	18.45
一年内最高/最低(元)	9.13/4.33

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《凯撒文化-公司点评:10 送 20 显示发展信心，IP 项目积极推进期待硕果》 2017-01-12
- 2 《凯撒文化-季报点评:前三季度净利润 8872 万元超业绩指引，重点 IP 项目积极推进》 2016-11-02
- 3 《凯撒文化-半年报点评:泛娱乐生态持续升级，员工持股计划落地》 2016-08-25



内容目录

1. 公司介绍：“游戏研发+IP 运营”协同驱动营收持续提升，打造领先的泛娱乐生态布局	5
1.1. 公司背景：转型游戏服务商，以 IP 为核心推动泛娱乐业务全面开花	5
1.2. 业务介绍：游戏业务全面发力，泛娱乐产业链进一步延伸	6
1.2.1. IP 业务：以“IP 运营+IP 变现”为商业模式放大业务间协同效应	6
1.2.2. 游戏业务：精细化运营，重 IP 重研发	7
1.2.3. 动漫影视业务：良好补充优质长效 IP 运营战略	7
1.2.4. 投资业务：拓展动漫制作及中轻度游戏研发投入，扣紧泛娱乐生态圈闭环	7
1.2.5. 服装业务：逐步关店退出产能，全力支持泛娱乐业务转型	7
1.3. 财务分析：研发支出迅速增加催化游戏上线，游戏业务占比持续提升	7
2. 游戏行业：进入成熟期，IP 游戏有望带动公司成长	11
2.1. 行业进入成熟期，腾讯优势进一步强化，优质公司纷纷抱团腾讯取暖	11
2.1.1. 游戏市场规模、用户规模、ARPU 值增速均有所放缓，手游占比仍持续提升	11
2.1.2. 腾讯网易存量市场继续领航，市场格局仍是两超多强	13
2.2. IP 游戏：用户红利后周期，IP 可为游戏降低获客成本提供用户基础	15
2.2.1. 网络文学用户覆盖广泛，网文 IP 导流效果最大化	16
2.2.2. 核心二次元用户预计近亿人，高付费能力用户群体促二次元游戏发展	18
3. 投资要点：积极布局 IP 全产业链，19 年即将进入变现周期	19
3.1. 以 IP 为核心的运营模式成果初现，生态图谱逐渐茂盛	19
3.1.1. IP 运营：幻文科技立足文学作品版权开展 IP 运营，进军影视和游戏授权业务	21
3.1.2. IP 变现：天上友嘉与酷牛互动协同发展，加速 IP 资源商业价值实现	22
3.2. 积极拥抱腾讯生态，进入头部游戏上线周期，实现首轮 IP 变现	24
3.3. 以吴裔敏为核心把舵互联网泛娱乐业务，核心团队专业能力突出	26
3.4. 专项基金孵化体外 CP，反哺公司游戏产业链	27
4. 盈利预测：首次覆盖给予“买入”评级，目标价为 8.52 元	28

图表目录

图 1：凯撒文化历史沿革	5
图 2：凯撒文化股权结构	6
图 3：凯撒文化主营业务划分情况	6
图 4：2013-2018 年前三季度营业收入及同比情况	8
图 5：2015-2018 上半年分业务营收结构	8
图 6：2014-2018 上半年公司毛利润及毛利率变化情况	8
图 7：2015-2018 上半年主要业务毛利率	8
图 8：2013-2018 年前三季度归母净利润及同比情况	9
图 9：2013-2018 年前三季度扣非归母净利润及同比情况	9

图 10: 2015-2018H1 公司游戏业务收入及同比增速	9
图 11: 2015-2018H1 公司游戏业务毛利及同比增速	9
图 12: 2014-2017 年公司研发人员数量及占比情况	10
图 13: 2014-2018 上半年公司研发支出及占比情况	10
图 14: 2017Q1-2018Q3 营收及同比、环比变化情况	10
图 15: 2017Q1-2018Q4E 净利润及同比、环比变化情况	10
图 16: 2013-2018 年前三季度三项费用率	11
图 17: 2013-2018H1 中国游戏市场规模及增速	12
图 18: 2013-2018H1 中国移动游戏市场规模及增速	12
图 19: 2013-2018H1 中国游戏市场用户规模及增速	12
图 20: 2013-2018H1 中国移动游戏市场用户规模及增速	12
图 21: 2013-2018H1 中国游戏市场 ARPU 值及增速	12
图 22: 2013-2018H1 中国移动游戏市场 ARPU 值及增速	12
图 23: 16Q1-18Q3 中国移动游戏市场每季度实际销售收入	13
图 24: 2018Q3 新游榜除《神都夜行录》为原创游戏, 其他均为 IP 游戏	13
图 25: 16Q1-18Q2 移动游戏行业腾讯、网易手游市场份额	14
图 26: 2016-2017 年 IP 移动游戏规模 (单位: 亿元)	15
图 27: IP 改编游戏模式	16
图 28: 2013-2017 年中国网民用户规模、网文用户规模 (单位: 亿人)	17
图 29: 《新仙剑奇侠传》海报	18
图 30: 二次元用户年龄分布	19
图 31: 二次元用户规模 (单位: 亿人) 及同比增速	19
图 32: 以 IP 为核心的运营模式图	20
图 33: 2015-2017 年子公司幻文科技业绩承诺及完成情况	21
图 34: 2014-2017 年子公司幻文科技毛利率变化	21
图 35: 2015-2017 年子公司天上友嘉业绩承诺及完成情况	22
图 36: 2014-2017 年子公司天上友嘉毛利率变化	22
图 37: 2017 年天上友嘉头部游戏《三国志 2017》运营数据	23
图 38: 2014-2017 年子公司酷牛互动业绩承诺及完成情况	24
图 39: 2014-2017 年子公司酷牛互动毛利率变化	24
图 40: 凯撒文化储备的腾讯动漫 IP	25
图 41: 《圣斗士星矢: 重生》海报	25
图 42: 《锦绣未央》于 10 月 23 日正式上线, 唐嫣为代言人	26
图 43: 腾讯正版授权酷牛研发万达发行《银之守墓人》有望年内上线	26
图 44: 凯撒文化盈利预测假设	29
图 45: 全球游戏类上市公司估值对比	31
表 1: 2018H1 A 股游戏上市公司游戏业务情况	15
表 2: 2018Q1 头部游戏 IP 梳理	16

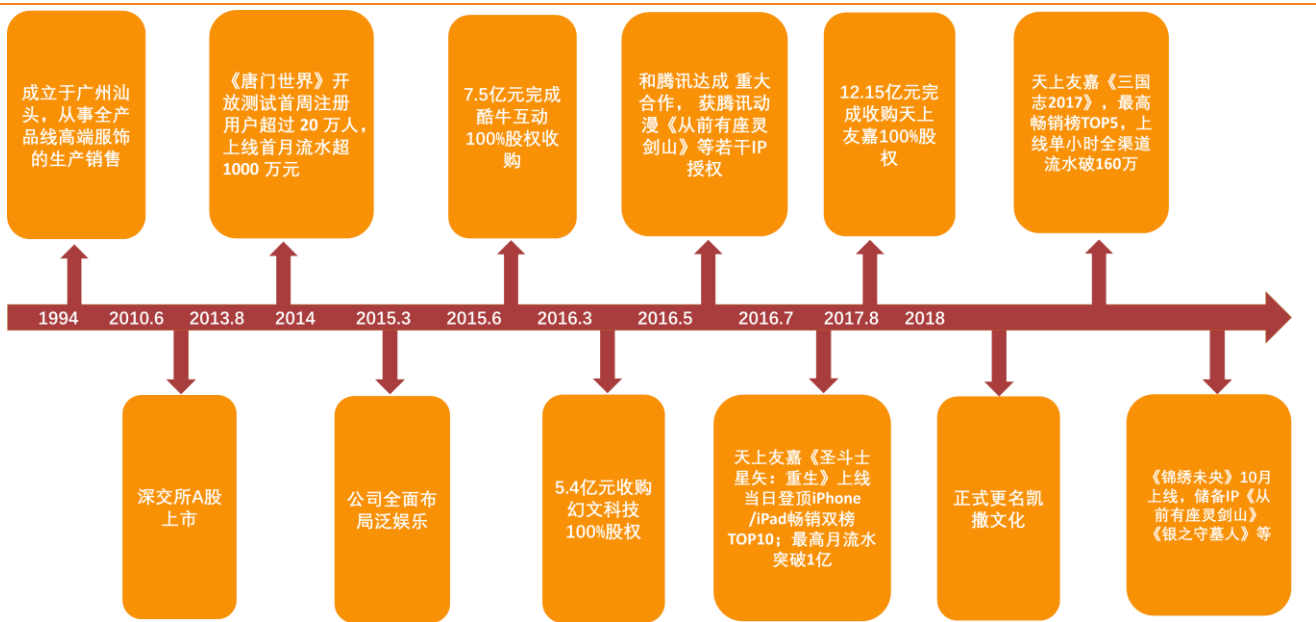
表 3: 2017 十大最受欢迎 IP 游戏排行榜	17
表 4: 头部动漫 IP 改编游戏案例	19
表 5: 母公司优质 IP 储备情况	20
表 6: 幻文科技业务类型	21
表 7: 幻文科技部分 IP 储备情况	22
表 8: 2014-2015 年酷牛互动分业务营收和毛利结构（单位：万元）	23
表 9: 公司正在运营主要游戏情况	24
表 10: 凯撒文化管理层履历	27
表 11: 凯撒文化主要投资项目	28
表 12: 可比公司估值表（单位：亿元）	30

1. 公司介绍：“游戏研发+IP 运营”协同驱动营收持续提升，打造领先的泛娱乐生态布局

1.1. 公司背景：转型游戏服务商，以 IP 为核心推动泛娱乐业务全面开花

凯撒文化（原名凯撒股份，于 2016 年 7 月正式更名）成立于 1994 年 12 月 29 日，最初从事高端男女装及皮类产品的设计、制造和销售，并于 2010 年 6 月公司登陆深交所上市。2014 年起，公司重点发力向互联网文化领域转型。2015 年 3 月、2015 年 9 月以及 2016 年分别收购了专注于移动游戏研发及运营的酷牛互动、拥有大量优质 IP 储备的幻文科技、游戏研发公司天上友嘉 100% 股权。同时，公司分别设立了三期产业基金，专注文化产业投资，为未来发展储备更多标的。经过 4 年来的转型布局，公司基于精品 IP 泛娱乐战略，以 IP 为核心，动漫业务、影视业务与游戏业务形成联动，通过投资运营实现领先的产业链布局。

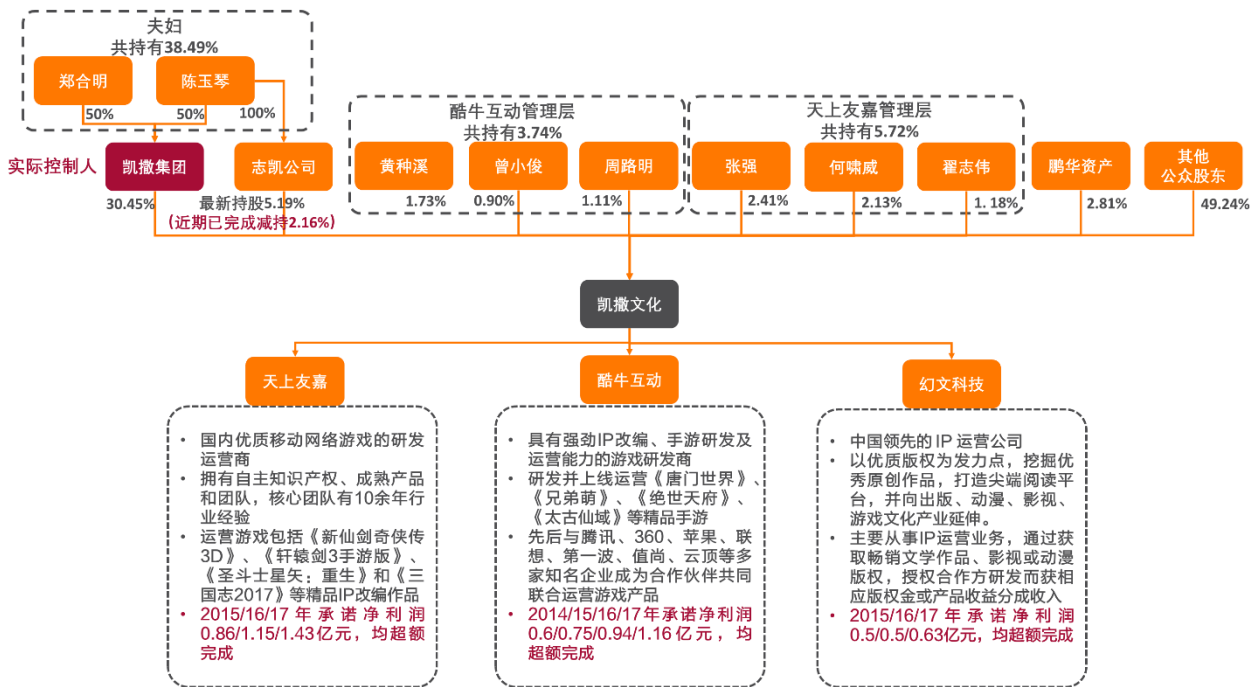
图 1：凯撒文化历史沿革



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司实际控制人郑合明夫妇通过上市公司第一大控股股东凯撒（香港）集团和第二大股东志凯公司合计持有上市公司 35.64% 股权，凯撒（香港）集团为上市公司实际控制人。在上市公司收购了酷牛互动和天上友嘉之后，酷牛互动管理层黄种溪、曾小俊和周路明共计持有 3.74% 股权；天上友嘉管理层张强、何啸威、翟志伟共计持有 5.72% 股权。

图 2：凯撒文化股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：10 月 22 日晚公司公告，股东志凯有限公司通过集中竞价方式减持公司股份 718.5 万股，占公司总股本的 0.88%，集中竞价方式减持计划已实施完毕，同时，志凯有限公司通过大宗交易方式出售 1040 万股，占公司总股份的 1.28%。10 月 23 日晚公司公告，控股股东 2018 年 10 月 22 日、10 月 23 日，凯撒集团通过深圳证券交易所大宗交易系统合计出售公司股份 5,600,000 股，占公司总股份的 0.69%。其他持股情况均为三季报披露。

1.2. 业务介绍：游戏业务全面发力，泛娱乐产业链进一步延伸

2014 年起，公司开始裁撤传统服装门店，服装产能出清，将经营重心逐步转移至以游戏为主的泛娱乐业务，不断壮大延伸以 IP 为核心的文化产业链，积极储备丰富的 IP 资源并加速实现 IP 价值商业化，于 2017 年全面转型至以 IP 运营、游戏业务、动漫及影视业务为主营业务的泛娱乐公司，同时依靠专项产业基金延伸上下游业务，长效催化业务间协同效应。

图 3：凯撒文化主营业务划分情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2.1. IP 业务：以“IP 运营+IP 变现”为商业模式放大业务间协同效应

凯撒文化于 2015 年收购拥有优质 IP 储备的子公司幻文科技，同时与海外 IP 源头公司持续合作，获得日本顶级动画 IP《妖精的尾巴》、《幽游白书》的全球研发和大陆发行运营

权,计划打造二次元 MMORPG 精品手游。公司与腾讯动漫合作动漫 IP 人气快速增长,如《从前有座灵剑山》、《银之守墓人》、《妖精种植手册》等三部作品的人气截至 2017 年 12 月,均已超过 50 亿。

1.2.2. 游戏业务:精细化运营,重 IP 重研发

2017 年 8 月底,子公司天上友嘉上线精品 SLG 手游《三国志 2017》,首月流水超 1 亿。2017 年 4 月,公司推出的轩辕剑首款正版授权手游《轩辕剑 3 手游版》、《圣斗士星矢:重生》、《新仙剑奇侠传 3D》等老产品持续稳定运营,显现出精细化运营策略的长尾效应优势。

1.2.3. 动漫影视业务:良好补充优质长效 IP 运营战略

为了支持精品动漫 IP 的孵化,凯撒文化通过投资和联合出品等形式积极参与优质动漫作品的创作与发行。此外,凯撒文化也成立了动漫事业部,积极布局原创动漫创作。2017 年,公司与优酷土豆、柏言映画联合出品原创 3D 动画《少年锦衣卫》、《锦衣伏魔录》获得市场良好反馈。公司 S 级网文 IP《玄界之门》漫画版于 2017 年 6 月 28 日在腾讯动漫平台独家上线,至 2017 年 12 月底,人气超过 3 亿,收藏人数超过 55 万,人气持续快速增长,奠定公司原创和改编动漫精品 IP 的基础,为规模化孵化 IP 做好准备。

1.2.4. 投资业务:拓展动漫制作及中轻度游戏研发投入,扣紧泛娱乐生态圈闭环

2014 年起,公司产业基金围绕泛娱乐产业展开投资,旨在完整公司泛娱乐产业布局,长期产生协同效应。一期、二期项目主要围绕 IP 运营、中轻度游戏研发、游戏发行为主,投资项目均稳健成长。其中产业基金一期投资的部分项目如成都哆可梦网络科技有限公司已通过股权转让,实现成功退出。产业基金三期进一步拓展动漫制作出品以及主流游戏研发等。

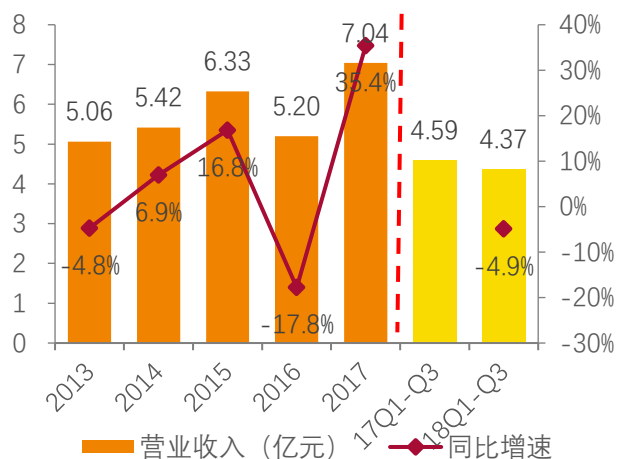
1.2.5. 服装业务:逐步关店退出产能,全力支持泛娱乐业务转型

服装业务为公司自成立以来以来的主要业务,受到服装行业高库存、高成本、消费低迷等诸多不利因素的长期存在之影响,公司决定自 2014 年以来加速缩减服装业务产品线 and 线下门店,持续裁撤服装设计、销售、相关人力成本等,坚定实施业务转型,集中资源向泛娱乐产业发展。2017 年,服装业务营收占比缩减至 11.1% (v.s.2016 年 23.5%),游戏业务取代成为公司的主要利润来源,泛娱乐产业链初步成型。

1.3. 财务分析:研发支出迅速增加催化游戏上线,游戏业务占比持续提升

随着公司由传统服装业务逐步转型,并牢牢扎根以移动游戏为业绩驱动的泛娱乐业务,游戏开发运营迅速增厚公司业绩。2017 年,公司全年实现营业收入 7.04 亿元,同比增长 35.4%,实现归母净利润 2.55 亿元,同比增长 67.2%,主要受益于手游业务增长迅速,对应的游戏分成与技术服务收入之和达到 5.05 亿元 (v.s.2016 年 2.66 亿元),占营业收入比重达到 71.7% (v.s.2016 年 51.3%),至 2018 年上半年该比重进一步提升至 74%。公司由 2014 年及以前的服装行业迈向 2016 年及之后的泛娱乐行业,大幅提升了公司整体毛利率,由 2014 年的 38.36% 提升至 2017 年的 66.6%,主要原因系高毛利率的游戏业务占比不断提升,同时低毛利率的服装业务加速出清,推动公司毛利率阶梯式增长。2018 年前三季度,公司归母净利润为 1.86 亿元,同比增长 22.6%,主要受益于《三国志 2017》的增量贡献以及出售可供出售金融资产的投资收益。

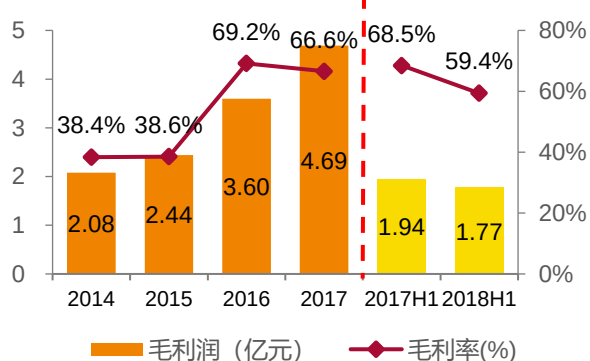
图 4：2013-2018 年前三季度营业收入及同比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：参见右图 18H1 营收比例，我们认为传统业务服装收入及其占比均大幅下降，导致营收增速下滑，而游戏业务营收依然保持稳定增长。

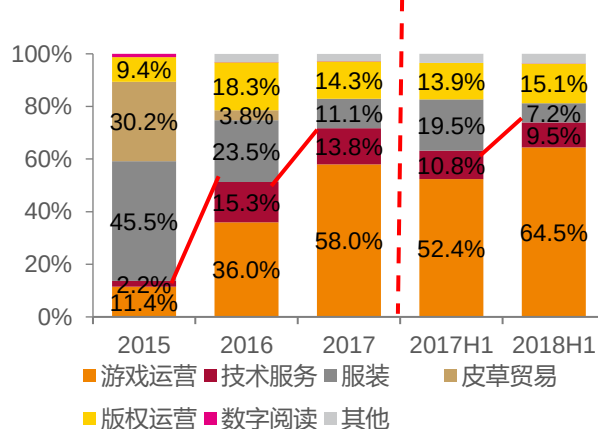
图 6：2014-2018 上半年公司毛利润及毛利率变化情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：公司 18H1 毛利率下行，主要由于营收占比 64.5%的游戏运营业务毛利率下行（详见右图）导致的。

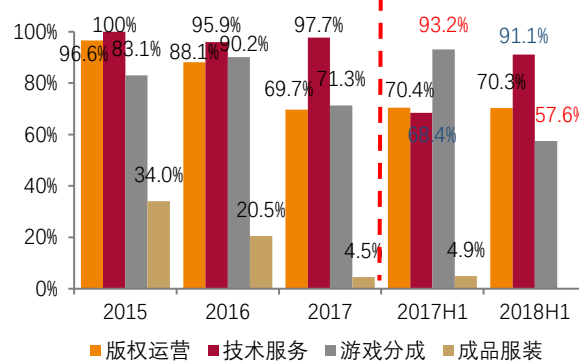
图 5：2015-2018 上半年分业务营收结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：18H1 游戏运营（游戏分发）收入占比为 64.5%，技术服务（游戏研发）收入占比为 9.5%，整体游戏业务营收占比约为 74%。

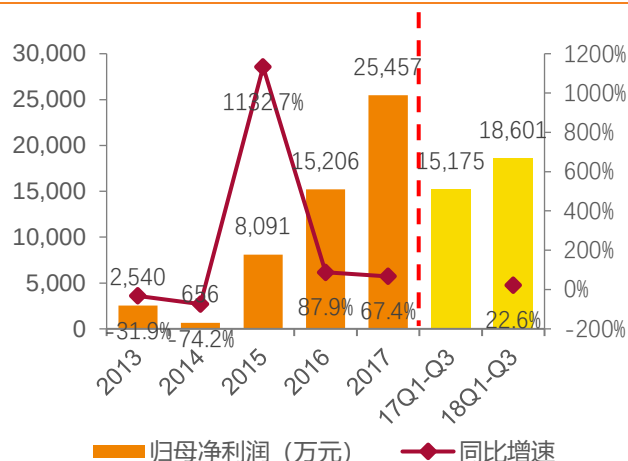
图 7：2015-2018 上半年主要业务毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：根据前面业务介绍，技术服务主要指的是游戏研发收入，游戏运营/游戏分成主要指的是游戏发行收入。18H1 技术服务业务毛利率提升的原因，根据公告我们看到公司对部分游戏制作成本进行了资本化。18H1 游戏分成业务毛利率下降的原因，根据年报问询函回复公告，我们看到 17 年 8 月底上线的头部游戏《三国志 2017》（17 年全年营收占比 64.31%），这款游戏在天上友嘉收到分成款后，需要向 IP 权利人支付相应的分成，因而在收入增加的情况下，毛利率下降。

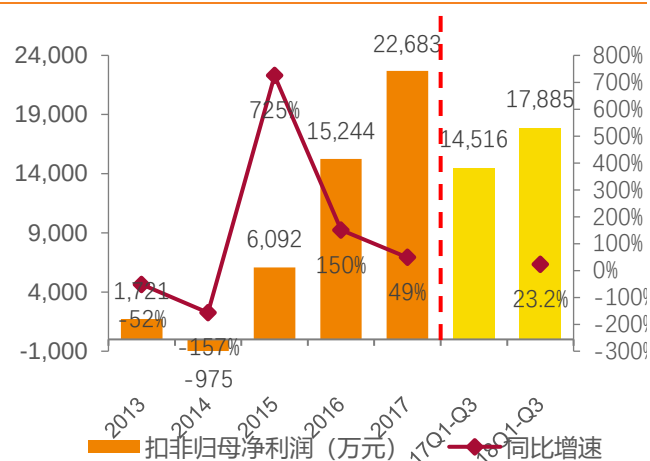
图 8：2013-2018 年前三季度归母净利润及同比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：18 年前三季度有 9184 万投资收益（根据财报，投资收益于三季度进行了调整，不再计入非经常性损益），主要为当期出售可供出售金融资产所得。根据天舟文化公司公告，国金凯撒创投（凯撒文化投资企业）作价 1.5 亿出售四九游 10% 的股权给天舟文化，我们预计凯撒文化部分投资收益来自于投资企业的分成。

图 9：2013-2018 年前三季度扣非归母净利润及同比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：根据财报，投资收益于三季度进行了调整，不再计入非经常性损益。公司 18 年前三季度扣非保持 23.2% 的稳健增长，主要由头部游戏《三国志 2017》以及游戏主业相关的较高的投资收益等带来的。预计随着产品上线周期，公司内生增长将愈趋稳健。

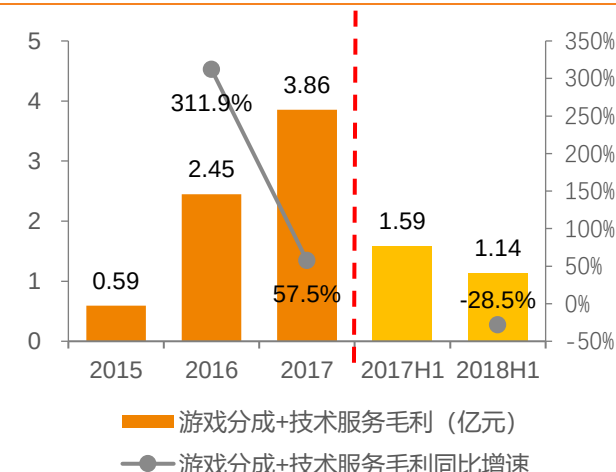
游戏业务迅速扩张，成为业绩核心驱动力。自 2014 年转型起至 2017 年末，公司已成功建立起以“IP 运营+IP 变现”为核心的泛娱乐生态布局，公司的手游研发和产品输出能力不断提升。2015-2017 年，游戏业务营收及其占比迅速提升，由 15 年的 0.85 亿元增长至 17 年的 5.05 亿元，营收占比达 71.8%（18H1 进一步提升至 74%）。18H1 游戏业务毛利率下降的原因，根据年报问询函回复公告，我们看到 17 年 8 月底上线的头部游戏《三国志 2017》（17 年全年营收占比 64.31%），这款游戏在天上友嘉收到分成款后，需要向 IP 权利人支付相应的分成，因而在收入增加的情况下，毛利率下降。

图 10：2015-2018H1 公司游戏业务收入及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

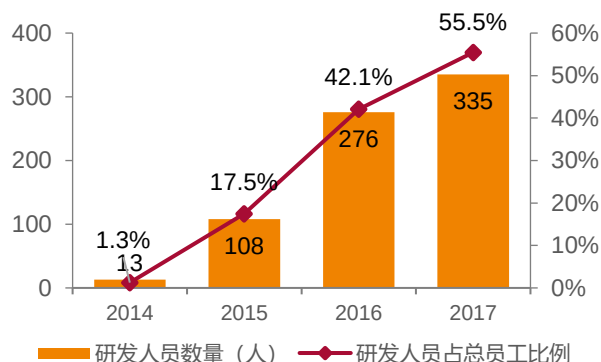
图 11：2015-2018H1 公司游戏业务毛利及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

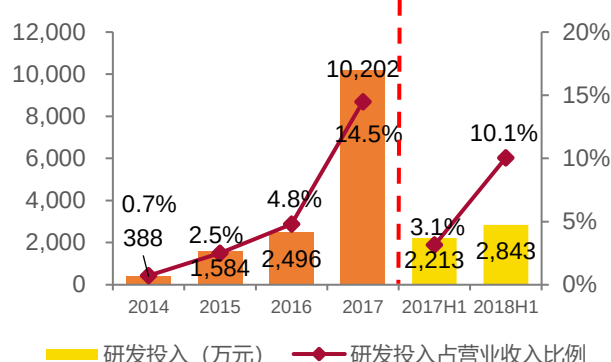
随着研发支出的迅速增长和子公司游戏业务协同效应的出现，公司游戏数量及质量将持续提升。2014-2017 年，公司研发支出占营收比例由 0.72% 迅速增长至 14.49%，研发人员数量占总员工比例由 1.25% 迅速增长至 55.46%，主要原因系公司由传统服装业务转型至游戏业务后，产品线不断丰富，游戏研发需求和投入增加。我们预计 18Q4 起，公司即将迎来新一批游戏产品集中投放周期。一旦新游版号放开，S 级作品推出数量有望加速。

图 12：2014-2017 年公司研发人员数量及占比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

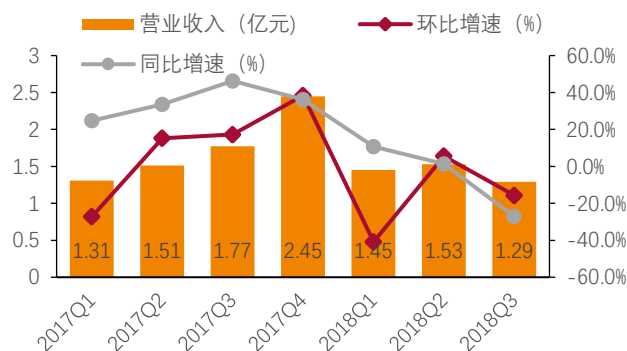
图 13：2014-2018 上半年公司研发支出及占比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

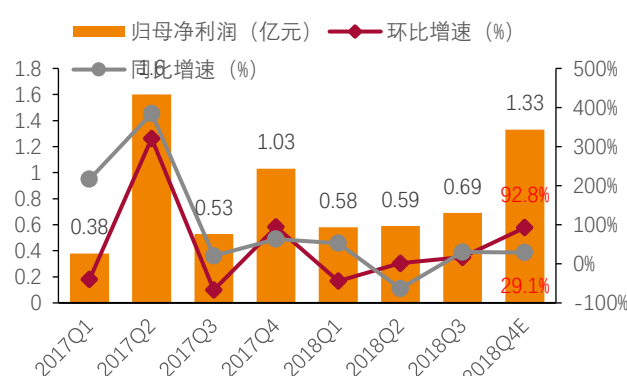
公司公告 2018 年全年业绩预告归母净利润为 2.93 亿~3.44 亿元，同比增长 15%~35%，取中值得 3.182 亿元，同比增长 25%。经拆分，18Q4 单季度归母净利润达 1.33 亿元，同比增长 29%，环比增长 93%。我们认为公司季节性利润波动主要受游戏产品上线周期影响，去年子公司天上友嘉研发的头部游戏《三国志 2017》是 17 年 8 月底上线的，因此 17Q4 净利润相对较高。今年头部游戏影视 IP 改编的《锦绣未央》10 月 23 日已在安卓端上线，首日登 vivo 新品下载榜第三，以及与万达院线合作的《银之守墓人：集结》预计将在 11 月正式上线，《从前有座灵剑山》、《银之守墓人：对决》也有望在 19 年上半年上线，我们认为头部游戏进入上线周期将促进 18Q4 及 19H1 业绩高增长。

图 14：2017Q1-2018Q3 营收及同比、环比变化情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 15：2017Q1-2018Q4E 净利润及同比、环比变化情况

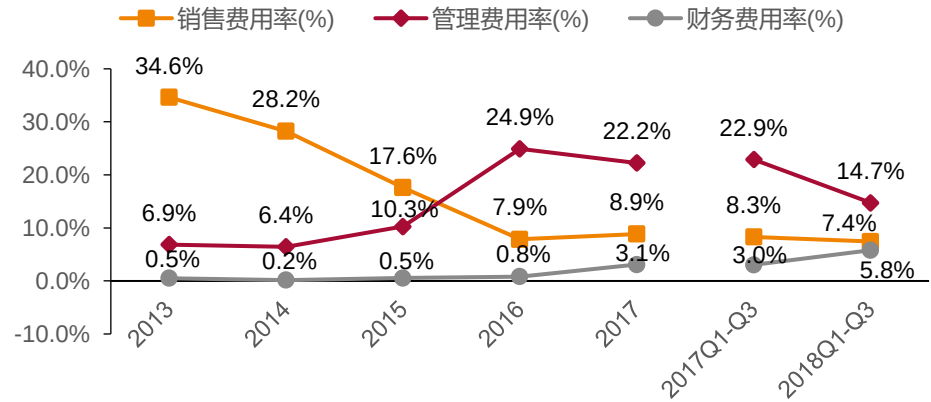


资料来源：公司公告、天风证券研究所

三费及其变化：由于公司业务结构的变化，自 13 年起销售费用率一直下降，从 13 年的 34.6% 下降至 2018 年前三季度的 7.4%，游戏业务营收增速远高于其相应的销售费用增速，而服务业务所需的销售费用也跟随其营收相应下降。由于收购产生的中介费用、搭建游戏研发团队所支出的工资及福利以及研发费用、办公场所租赁费用等的提升，管理费用从 13 年的 6.9% 最高增长至 16 年的 25%，18 年前三季度回落至 14.7%。财务费用近两年由于公司债券¹及银行贷款利息的增加导致费用率提升，18 年前三季度财务费用率达 5.8%。

¹ 2017 年 7 月公司发行 3 亿公司债券，票面利率 6%，每年新增应付利息 1800 万，每季度新增 450 万

图 16：2013-2018 年前三季度三项费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 游戏行业：进入成熟期，IP 游戏有望带动公司成长

2.1. 行业进入成熟期，腾讯优势进一步强化，优质公司纷纷抱团腾讯取暖

2.1.1. 游戏市场规模、用户规模、ARPU 值增速均有所放缓，手游占比仍持续提升

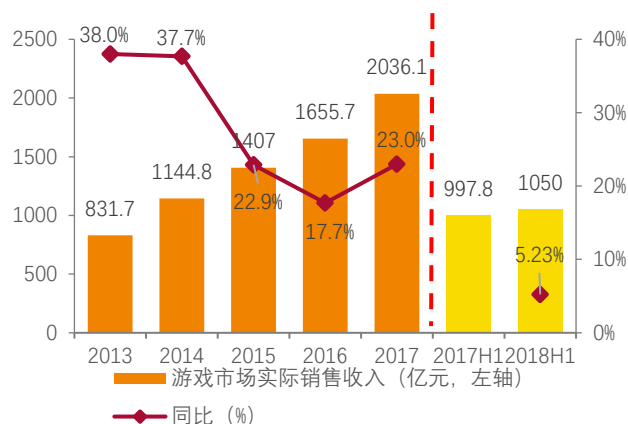
18H1 中国游戏行业规模达到 1050.0 亿元，同比增长 5.2%，较 17H1 26.7%的增速较大幅度下滑，主要系 17H1《王者荣耀》流水处于高位，18H1 无新头部游戏提振市场，部分头部游戏如吃鸡类游戏及《第五人格》等由于版号问题以及低流水玩法设置未能实现商业化，无法有效利用用户热度转化为收益。

其中，移动游戏市场仍为整体游戏市场增长的主要动力，18H1 中国手游市场实际销售收入达 634.1 亿元，同比增长 12.9% (v.s.17H1 -36.9pcts)，市场占比 60.4%(v.s.17H1 +4.1pcts)，继续保持增长趋势。

人口红利逐渐消失，ARPU 值增速亦明显下滑。2018H1 中国游戏用户规模 5.27 亿人，同比增长 4%，近三年来增速呈疲软态势；18H1 中国游戏市场 ARPU 值为 199.1 元，同比增长 1.2%，增速大幅下滑 (v.s.17H1 增速 22.3%)。移动游戏用户存量已趋于稳定，关于存量用户的精细化运营将成为移动游戏行业主流趋势，18H1 无新头部游戏带动亦影响玩家付费表现。

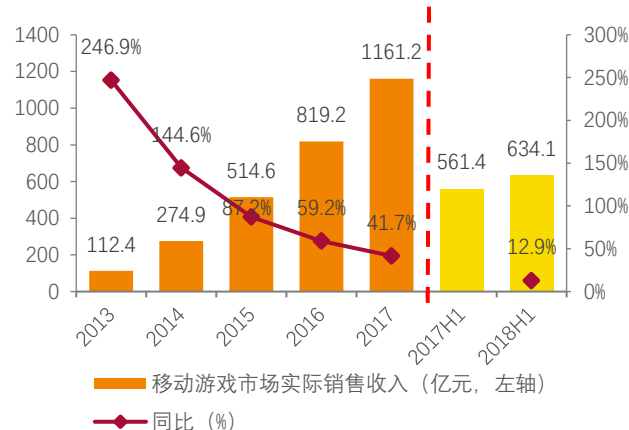
进入 18Q3，移动游戏市场实际销售收入达到 356.1 亿元，同比增长率为 16.6%，环比增长率为 9.7%，两个指标均出现了一定程度的回升，我们认为腾讯等公司暑期发行的新品《我叫 MT4》、《圣斗士星矢》等新游戏表现出色、买量投入回升及暑期档等多重因素，是推动市场回暖的重要原因。据伽马数据测算，《我叫 MT4》游戏 8 月上线后直至 9 月底累计流水已经超过 15 亿元。从新游的 IP 情况来看，IP 改编游戏是游戏企业研发新品的主要方向，《神都夜行录》成为新游榜中唯一的原创游戏。在新游榜中，端游 IP 依旧是热门的改编类型，榜单中有四款游戏是由端游 IP 改编而来，但是动漫、网文、主机等多种类型 IP 在游戏市场表现出色，端游 IP 改编游戏对市场增长的贡献下降。

图 17：2013-2018H1 中国游戏市场规模及增速



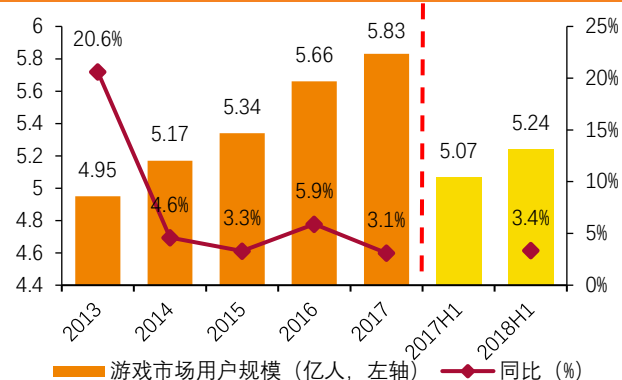
资料来源：伽马数据、天风证券研究所

图 18：2013-2018H1 中国移动游戏市场规模及增速



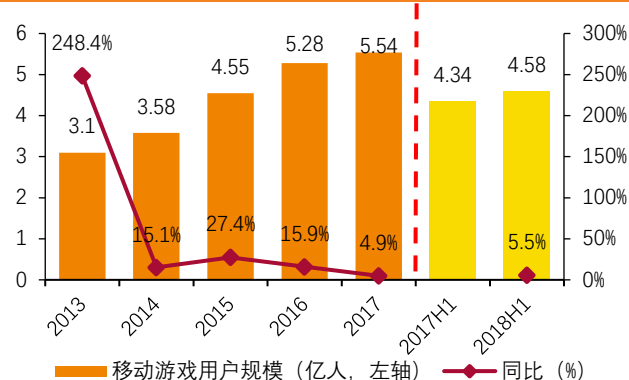
资料来源：伽马数据、天风证券研究所

图 19：2013-2018H1 中国游戏市场用户规模及增速



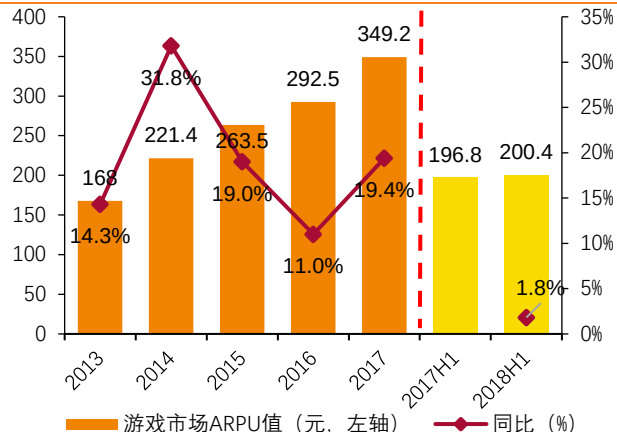
资料来源：伽马数据、天风证券研究所

图 20：2013-2018H1 中国移动游戏市场用户规模及增速



资料来源：伽马数据、天风证券研究所

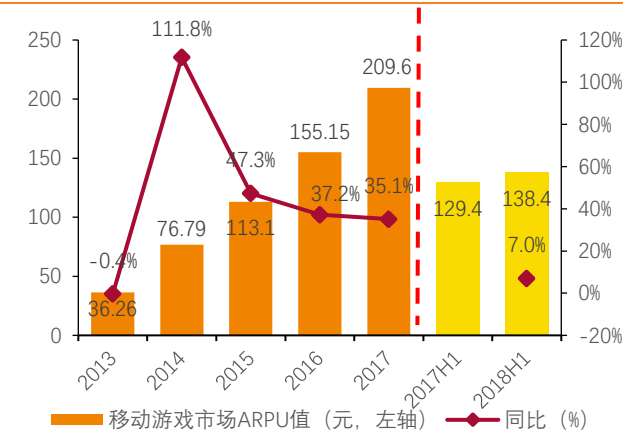
图 21：2013-2018H1 中国游戏市场 ARPU 值及增速



资料来源：伽马数据、天风证券研究所

注：ARPU 值=实际销售收入/用户规模

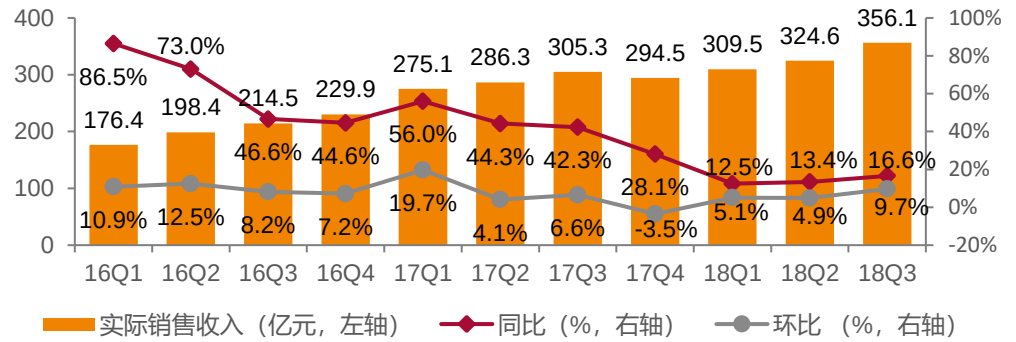
图 22：2013-2018H1 中国移动游戏市场 ARPU 值及增速



资料来源：伽马数据、天风证券研究所

注：ARPU 值=实际销售收入/用户规模

图 23：16Q1-18Q3 中国移动游戏市场每季度实际销售收入



资料来源：伽马数据、天风证券研究所

图 24：2018Q3 新游榜除《神都夜行录》为原创游戏，其他均为 IP 游戏

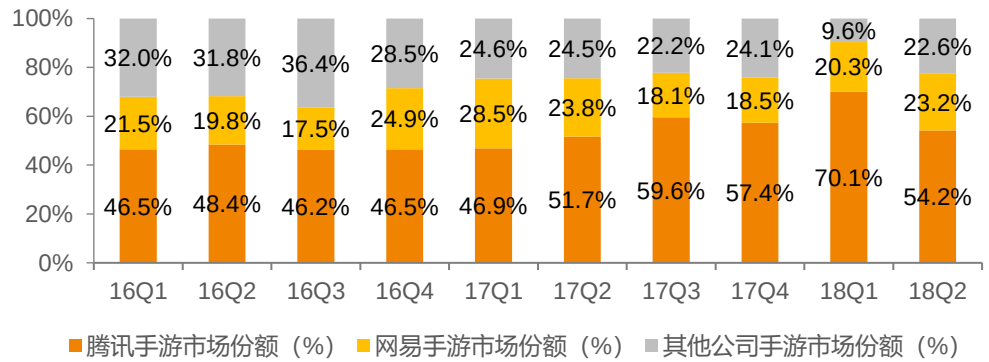
排名	游戏名称	游戏类型	IP类型
1	我叫MT4	MMORPG	动漫
2	圣斗士星矢（腾讯）	卡牌类	动漫
3	自由幻想	MMORPG	端游
4	斗破苍穹：斗帝之路	MMORPG	网文
5	神都夜行录	卡牌类	原创
6	梦幻模拟战	策略角色扮演类	主机
7	风之大陆	MMORPG	端游
8	万王之王3D	MMORPG	端游
9	航海王：燃烧意志	回合制RPG类	动漫
10	剑侠世界2	MMORPG	端游

资料来源：伽马数据、天风证券研究所

2.1.2. 腾讯网易存量市场继续领航，市场格局仍是两超多强

腾讯、网易市场份额稳中有升，头部产品做出主要贡献。2017 年腾讯、网易移动游戏收入总计 884 亿，占国内手游市场份额 76.1%，2018Q1 市场份额合计更是达到了 90.4%，2018Q2 市场份额合计达 77.4%，连续 7 个季度保持在 70%以上。伽马数据显示，2018Q1 手游收入榜 TOP10 中腾讯旗下的有 4 款，季度流水达 60 亿以上；网易占据 4 款，季度流水达 34 亿以上。得益于《QQ 飞车手游》、《QQ 炫舞手游》等“端转手”产品的推出，腾讯研发占比从 36.6%提升至 42.9%，发行占比从 49.6%上升至 55.6%。腾讯表现相对突出，但 18Q2 受游戏周期影响环比亦出现明显下滑，18Q1、18Q2 分别实现游戏收入 287.78 亿元、252.02 亿元，同比增长 26.26%、5.62%，环比增加 18.10%、-12.43%。Q2 环比出现下滑主要是受战术竞技类游戏尚未商业化，以及新游戏发布排期影响。

图 25：16Q1-18Q2 移动游戏行业腾讯、网易手游市场份额



资料来源：公司公告，伽马数据，天风证券研究所；注：市场份额=公司移动游戏业务收入/中国移动游戏市场收入

18H1 A 股游戏公司游戏业务保持增长，其他头部游戏公司并未出现明显差距。与整体游戏市场增速 5.2%相比，腾讯上半年增速依然领先，市占率提升 4.63pcts，网易市占率下降 2.28pcts，其他头部公司除完美世界受游戏上线周期影响外基本上都超越整体增速，而市占率与 17H1 相比基本保持平稳，世纪华通受点点互动(Funplus)并表带动进入头部梯队，预计盛大游戏并表将再提升一个台阶。而中小公司方面受头部游戏产品表现带动，掌趣(《奇迹 MU：觉醒》)、星辉、宝通(《三国志 M》) 18H1 表现出色。

表 1：2018H1 A 股游戏上市公司游戏业务情况

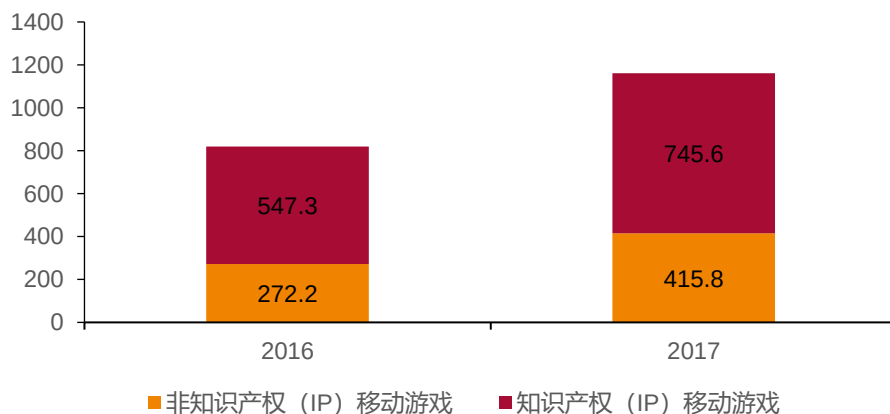
名称	18H1 游戏业务收入 (亿元)	同比	18H1 游戏业务占营收比	占比变化 (pcts)	18H1 市占率	市占率变化 (pcts)
	整体 1050 亿元	5.2%				
腾讯	539.80	15.66%	36.67%	-7.29	51.41%	4.63
网易	201.65	7.14%	66.21%	-3.46	17.92%	-2.28
三七互娱	30.71	10.59%	92.99%	2.81	2.92%	0.14
完美世界	26.63	-12.92%	72.62%	-12.60	2.54%	-0.53
世纪华通	25.03	578.33%	64.26%	41.66	2.38%	2.01
游族网络	17.74	6.50%	99.30%	0.12	1.69%	0.02
巨人网络	13.58	-2.96%	67.90%	-31.82	1.29%	-0.11
掌趣科技	11.44	43.59%	100.00%	3.62	1.09%	0.29
恺英网络	9.96	-17.30%	90.07%	-2.60	0.95%	-0.26
星辉娱乐	8.67	34.90%	52.93%	3.66	0.83%	0.18
吉比特	7.78	8.00%	100.00%	0.04	0.74%	0.02
宝通科技	6.55	36.74%	66.24%	2.03	0.62%	0.14
昆仑万维	6.53	-22.17%	36.92%	-49.24	0.62%	-0.88
天神娱乐	5.96	-49.46%	48.33%	-25.93	0.57%	-0.61
艾格拉斯	3.46	91.32%	99.97%	39.78	0.33%	0.15

资料来源：Wind、天风证券研究所

2.2. IP 游戏：用户红利后周期，IP 可为游戏降低获客成本提供用户基础

我们认为游戏市场用户红利后周期，面临用户成本迅速提升的局面，自带用户流量的 IP 产品能够帮助降低游戏产品获取用户成本。根据伽马数据发布的《2017 年中国游戏产业报告》，IP 移动游戏市场 2017 年的实际销售收入达到 745.6 亿，同比增长 36.2%，占据中国移动游戏市场实际销售收入 64.2% (v.s.2016 年 66.8%)。IP 游戏已经成为移动游戏市场竞争中的主流，2018Q2 移动游戏收入榜 TOP10 中 IP 游戏有 8 款。网络文学 IP、经典文学 IP、动漫 IP 和原生影视 IP 改编是 IP 游戏的主要模式，其中拥有高点击量和庞大粉丝群的经典网文 IP 和二次元动漫 IP 是手游改编的重要源头。

图 26：2016-2017 年 IP 移动游戏规模 (单位：亿元)



资料来源：伽马数据、天风证券研究所

表 2：2018Q1 头部游戏 IP 梳理

排名	游戏名称	上线时间	18Q1 流水测算（亿）	IP 类型
1	王者荣耀	2015 年 11 月	40+	--
2	QQ 飞车	2017 年 12 月	20+	--
3	梦幻西游	2015 年 3 月	14+	经典文学 IP
4	奇迹 MU	2018 年 1 月	10+	--
5	楚留香	2018 年 2 月	8+	经典文学 IP
6	倩女幽魂	2016 年 5 月	7+	经典文学 IP
7	大话西游	2015 年 7 月	5+	原生影视 IP
8	乱世王者	2017 年 11 月	5+	网络文学 IP
9	Fate/Grand Order	2016 年 9 月	5+	动漫 IP
10	穿越火线	2015 年 9 月	5+	网络文学 IP
11	恋与制作人	2017 年 12 月	5+	--
12	阴阳师	2016 年 6 月	5+	--
13	魂斗罗：归来	2017 年 6 月	4+	动漫 IP
14	天龙八部手游	2017 年 7 月	4+	经典文学 IP
15	荒野行动	2017 年 10 月	4+	--
16	开心消消乐	2013 年 8 月	4+	--
17	新剑侠情缘	2016 年 9 月	4+	网络文学 IP
18	欢乐斗地主	2008 年 4 月	3+	--
19	火影忍者	2015 年 4 月	3+	动漫 IP
20	天使纪元	2018 年 1 月	3+	动漫 IP

资料来源：伽马数据、天风证券研究所

图 27：IP 改编游戏模式



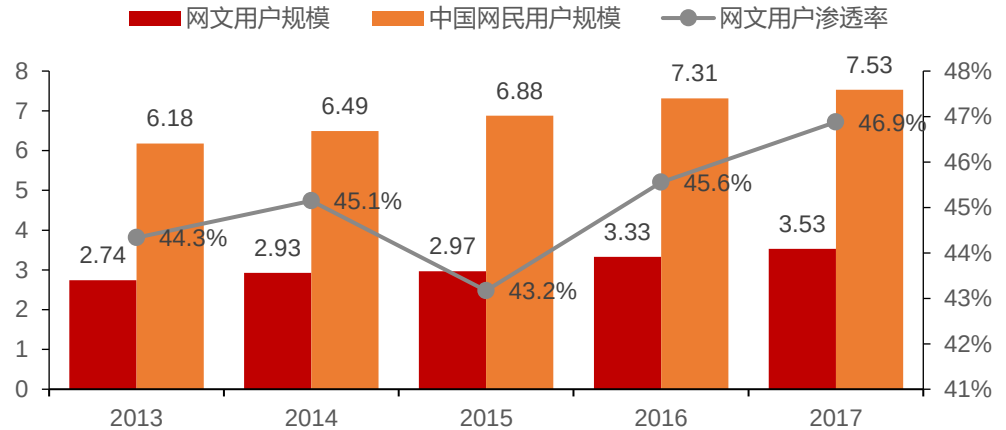
资料来源：伽马数据、天风证券研究所

2.2.1. 网络文学用户覆盖广泛，网文 IP 导流效果最大化

网络文学用户覆盖面广泛，网文 IP 粉丝基础庞大。根据伽马数据报告，2017 年网络文学用户规模达到 3.53 亿，占网民总体的 46.9%。游戏产业年会中公布的“2017 年十大最受欢迎 IP 游戏排行榜”，《青云志》、《盗墓笔记》等网文 IP 改编游戏强势领跑。在网文 IP 模式

下, 网文同时改编为影视与游戏作品, 游戏在影视热映期间同步上映, 最大化 IP“导流效果”。网文代表性 IP《斗破苍穹》小说点击量超 1.5 亿, IP 改编动画播放量 12.6 亿;《盗墓笔记》贴吧关注人数超 375 万, IP 改编网剧播放量超过 43 亿;《择天记》小说上线持续霸榜创世人气和月票榜, IP 改编电视剧上线后点击量近 200 亿。

图 28: 2013-2017 年中国网民用户规模、网文用户规模 (单位: 亿人)



资料来源: CNNIC、天风证券研究所

表 3: 2017 十大最受欢迎 IP 游戏排行榜

游戏	IP 类型	公司
青云志	影视 IP	完美世界
侠客风云传	网文 IP	边锋网络
阴阳师	文学 IP	网易游戏
征途 2	文学 IP	巨人网络
刀剑 2	文学 IP	像素软件
盗墓笔记	网文 IP	游族网络
新天龙八部	文学 IP	畅游时代
魂斗罗: 归来	动漫 IP	腾讯游戏
龙之谷	动漫 IP	盛大游戏
奔跑吧兄弟 5-跑男小镇	综艺 IP	咪咕互娱

资料来源: 2017 游戏产业年会暨中国游戏十强颁奖盛典、天风证券研究所

公司子公司天上友嘉、酷牛互动在游戏研发方面是网文 IP 改编手游的行业先行者。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, 上线当日 48 小时登顶 iPhone/iPad 畅销双榜 TOP10, 首月流水破亿, 最高位列 iOS 畅销总榜 TOP8。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, 这些热门网文 IP 带动了粉丝的指向性消费, 创造出较高经济效益。《唐门世界》2013 年 8 月上线, 开放测试首周注册用户超过 20 万人, 上线首月流水超 1000 万元。

图 29:《新仙剑奇侠传》海报

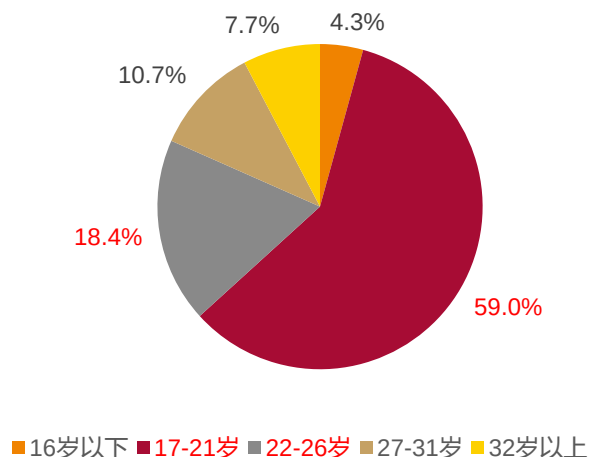


资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.2.2. 核心二次元用户预计近亿人，高付费能力用户群体促二次元游戏发展

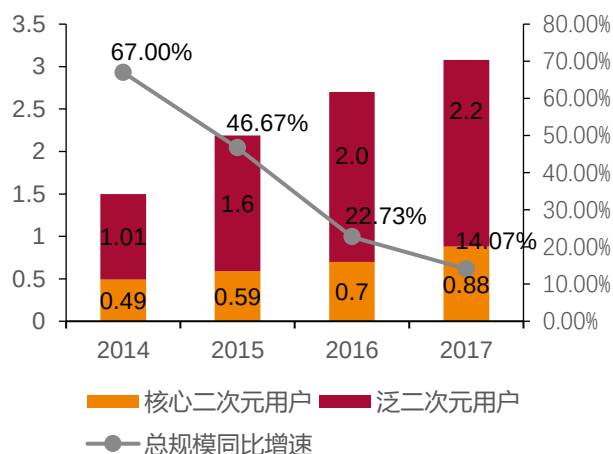
根据艾瑞咨询统计的中国二次元用户规模及增长率数据，2017 年二次元用户总规模达到 3.08 亿，同比增长 14.07% (v.s.16 年+22.73%)，增速逐年降低，但用户规模依旧保持年均 5000 万增长幅度，其中核心二次元用户达到 8800 万，泛二次元用户增长至 2.2 亿，且 17-26 岁构成了二次元的主力人群，具有用户年龄结构年轻化、高付费能力、覆盖面广等特征。随着二次元移动游戏市场不断扩大，动漫 IP 手游化态势发展，根据伽马数据统计，2017 年二次元市场超四成收入来自 IP 改编，二次元移动游戏中 IP 游戏占比 59.2%，在头部二次元移动游戏中该比例超过 80%。

图 30：二次元用户年龄分布



资料来源：36 氪 2017 年中国二次元用户调查、天风证券研究所

图 31：二次元用户规模（单位：亿人）及同比增速



资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

头部经典动漫 IP 改编游戏表现良好，《海贼王》、《龙珠》、《圣斗士星矢》、《火影忍者》等自上线以来持续创造稳定流水。2017 年 11 月动漫 IP 改编《妖精的尾巴-最强工会》上线后迅速进入国内 App Store 畅销榜前五。

表 4：头部动漫 IP 改编游戏案例

IP	出版时间	改编游戏名称	上线时间	游戏表现
龙珠	1984 年	龙珠激斗	2016 年 3 月	上线 18 个月后季度流水仍过亿
圣斗士星矢	1986 年	圣斗士星矢：集结	2016 年 8 月	上线 14 个月稳定于 iOS 畅销榜 20-30 名
海贼王	1997 年	航海王启航	2015 年 1 月	上线超 30 个月仍可进入 iOS 日畅销榜 TOP20
火影忍者	1999 年	火影忍者	2016 年 1 月	上线 20 个月后季度流水仍可超过 3 亿
妖精的尾巴	2006 年	妖精的尾巴-最强工会	2017 年 11 月	上线 10 天后进入 iOS 畅销榜前五

资料来源：伽马数据、天风证券研究所

3. 投资要点：积极布局 IP 全产业链，19 年即将进入变现周期

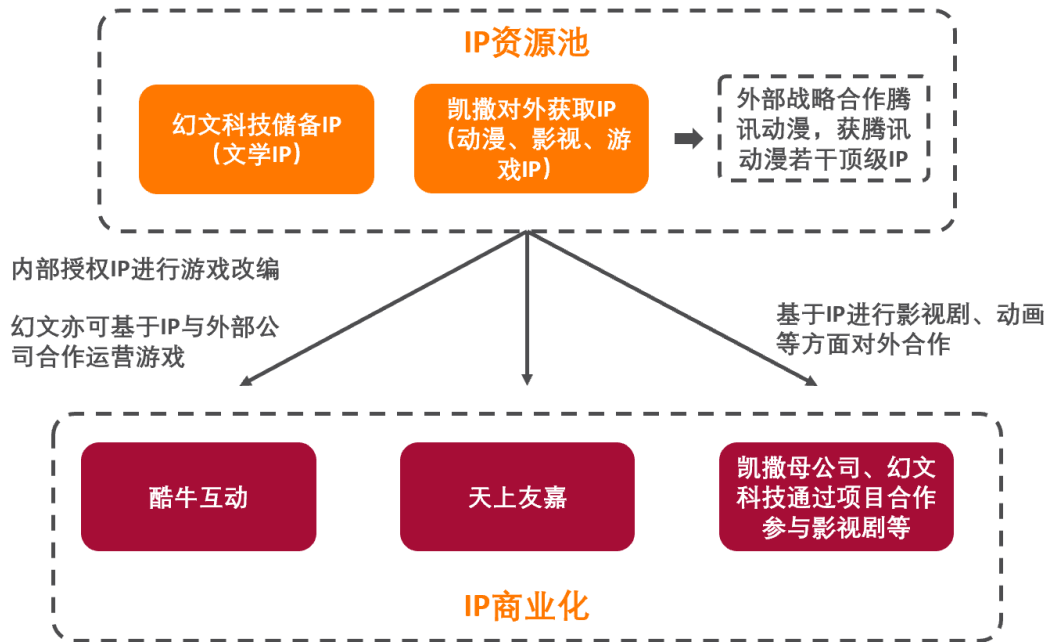
3.1. 以 IP 为核心的运营模式成果初现，生态图谱逐渐茂盛

凯撒文化深谙互联网时代 IP 在泛娱乐领域的巨大价值，从转型起，无论是外延收购还是战略合作均围绕 IP 生态展开且产品线布局逻辑通顺，步步为营。通过三年的积极布局，公司已初步建立起以 IP 为核心的运营生态。在布局互联网文化领域、构建泛娱乐生态的道路上，凯撒首先通过并购，迅速扎根手游研发和 IP 运营行业，发挥其协同效应，推动母公司在游戏领域的业务扩张。2015 年 3 月，公司完成收购专注于移动游戏研发及运营的酷牛互动 100% 股权，迈出进军互联网文化领域的重要一步；2015 年 6 月完成收购拥有大量优质 IP 储备的幻文科技 100% 股权；2016 年 5 月完成收购游戏研发公司天上友嘉 100% 股权。

在 IP 储备方面，子公司幻文科技可以在体系内持续提供 IP 资源，同时凯撒文化母公司通过对外合作购买等形式储备精品 IP，“内生+外购”保障上游储备源源不断。在 IP 变现层面，酷牛互动具有较强游戏研发与运营能力，天上友嘉拥有规模化研发团队、能够同时研发多款精品游戏，并具有丰富游戏发行运营渠道和较强的游戏研发与 IP 资源转化能力。酷牛和天上友嘉能够顺利承接上游 IP 资源，通过移动游戏完成 IP 变现。此外，母公司以及幻文科技还能够以项目合作方式，参与到大电影、电视剧、网络剧中，与优秀业内伙伴

共同放大 IP 效应。

图 32：以 IP 为核心的运营模式图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司的头部 IP 储备丰富，且头部 IP 关注热度高，变现潜力大。截止 2018 年 9 月，根据百度风云搜索指数排名，《妖精的尾巴》在日本动漫排行榜列第 15 位，《从前有座灵剑山》、《玄界之门》在武侠仙侠小说排行榜分别列第 19、33 位，《银之守墓人》、《幻界王》在国产动漫排行榜列第 40、42 位。

表 5：母公司优质 IP 储备情况

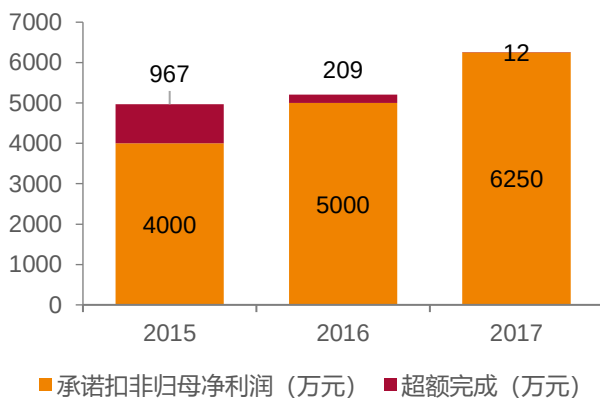
IP 名称	IP 权限	IP 类型
富坚义博《幽游白书》	全球研发和中國大陸发行运营权	日漫改编
真岛浩《妖精的尾巴》	全球研发和中國大陸发行运营权	日漫改编
忘语《玄界之门》	手游、H5、页游、动漫、影视改编权	网文
温瑞安《四大名捕战天王》	手游改编权	网文
温瑞安《说英雄谁是英雄》	手游、H5、单机游戏、页游、动漫、影视改编权	网文
梦入神机《龙符》	手游、页游、动漫、影视改编权	网文
《从前有座灵剑山》	手游、H5、页游改编权	腾讯与日本 DEEN 社合作动漫
《银之守墓人》	手游、H5、页游、影视改编权	腾讯动漫
《超游世界》	手游、H5、页游、影视改编权	腾讯动漫
《降灵记》	手游、H5、页游、影视改编权	腾讯动漫
《东郭小节》	手游、H5、页游、影视改编权	腾讯动漫
《妖精种植手册》	手游、H5、页游、影视改编权	腾讯动漫
《我的天劫女友》	手游、H5、页游、影视改编权	腾讯动漫
《山河社稷图》	手游、H5、页游、影视改编权	腾讯动漫
《幻界王》	手游、H5、页游、影视改编权	腾讯动漫
《我的逆天神器》	手游、H5、页游、影视改编权	腾讯动漫
马荣成《中华英雄》	手游改编权	香港漫画
《锦绣未央》	手游改编权	电视剧

3.1.1. IP 运营：幻文科技立足文学作品版权开展 IP 运营，进军影视和游戏授权业务

幻文科技是中国领先的 IP 运营公司，主要以移动互联网、优质版权为发力点，挖掘优秀原创作品，打造尖端阅读平台，并向出版、动漫、影视、游戏文化产业延伸。幻文科技在 2015 年后版权储备迅速增加，营收规模持续扩大，当年实现营业收入 5836 万元，归母净利润 4197 万元，同比增速分别高达 187%、942%。幻文科技承诺 2015 年-2017 年实现的扣非后净利润分别不低于 4000 万、5000 万和 6250 万元，实际均实现超额完成。

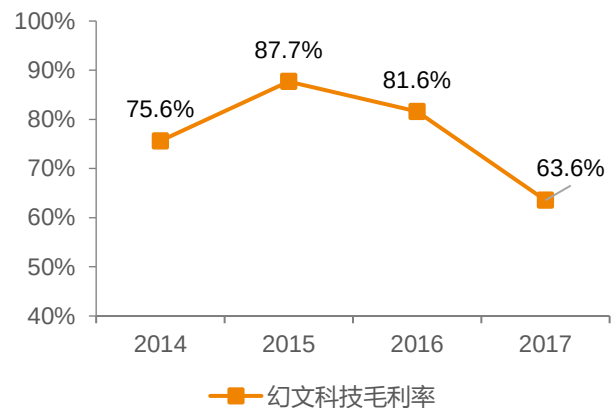
幻文科技的头部版权储备量在国内 IP 市场处于领先地位，且在细分市场的关注度均较高。根据百度风云榜搜索指数排名，截止 2018 年 9 月，幻文科技头部 IP《诛仙》在武侠仙侠小说排行榜位列第 6 位。幻文科技在 2015 年大力拓展游戏和影视版权运营业务，版权运营业务收入出现大幅增长，而相应成本主要为版权方面的支出，成本弹性较小，因此 2015 年版权运营毛利率较 2014 年有一定幅度的提升。2017 年毛利率下降的主要原因是因为幻文科技版权储备和相关摊销成本增加，从而造成毛利率下降。

图 33：2015-2017 年子公司幻文科技业绩承诺及完成情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 34：2014-2017 年子公司幻文科技毛利率变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 6：幻文科技业务类型

业务名称	简介
版权代理业务	主要是基于优质文学作品的版权代理服务，已经进行的有游戏版权代理服务、无线版权代理服务，即将进行影视版权、动漫版权等代理服务。
游戏合作开发运营	1) 幻文科技为原作者和游戏开发商提供授权服务，收取版权金并参与收入分成；2) 幻文科技与原著作者签署协议，由幻文科技作为游戏的开发商和运营商，独立开发并运营。
影视、动漫合作开发运营	为版权所有者和专业影视公司、动漫制作公司提供授权服务，收取版权金并参与收入分成。
合资运营	与版权所有者成立能够控制的合资公司共同对版权所有拥有的 IP 资源进行深入开发，会涉及游戏、影视、动漫等领域的合作开发运营。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 7：幻文科技部分 IP 储备情况

IP 名称	IP 类型
唐家三少《天火大道》	网文
温瑞安《四大名捕大决战》	网文
温瑞安《神州奇侠》	网文
梁羽生《武当一剑》	网文
梁羽生《大唐游侠传》	网文
玄雨《小兵传奇》	网文
萧潜《飘逸之旅》	网文
萧鼎《诛仙》	网文
蔡志忠《三星帝国》	漫画
蔡志忠《天眼传奇》	漫画
女总裁的贴身助手	影视
女生寝室	影视
帝凰之神医弃妃	影视
说英雄谁是英雄	影视

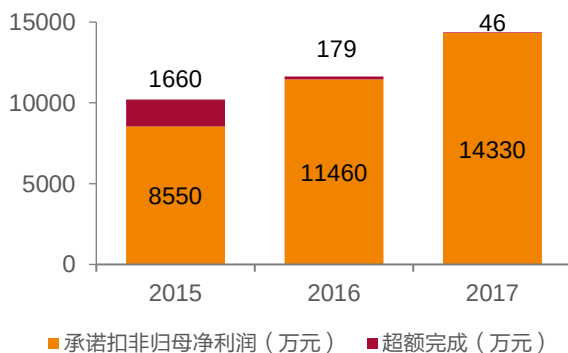
资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.1.2. IP 变现：天上友嘉与酷牛互动协同发展，加速 IP 资源商业价值实现

天上友嘉成立于 2008 年 7 月，主营业务为移动网络游戏的研发和运营，拥有多年的游戏研发经历和大量游戏开发经验。天上友嘉在 IP 游戏研发方面资源突出，目前游戏产品获取方式主要从各大 IP 资源公司获取优秀 IP，并根据 IP 内容研发游戏产品。2015 年至 2018 年 7 月，天上友嘉运营游戏包括 IP 改编作品《新仙剑奇侠传 3D》、《轩辕剑 3 手游版》、《圣斗士星矢：重生》和《三国志 2017》等移动网络游戏，并且在 2018 年下半年及 2019 年还将陆续推出多款精品游戏。天上友嘉已经与 360、中国手游、黑桃互动和若森签订了游戏开发协议框架，360、中国手游、黑桃互动和若森每年分别为天上友嘉提供一至两款知名 IP，由天上友嘉根据 IP 内容进行游戏研发。

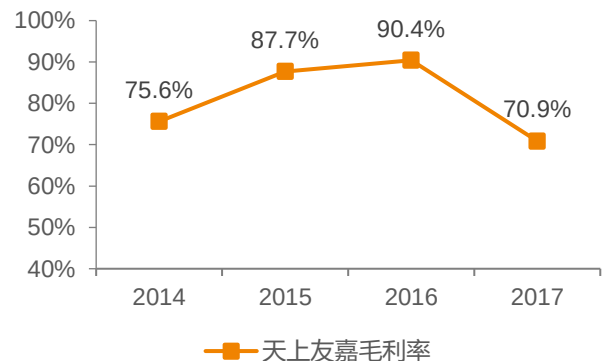
2017 年起，天上友嘉业绩增速继续提升，主要原因为 2017、2018 年天上友嘉在海内外推出的手游《三国志 2017》（海外发行更名为《新三国志》）表现突出，带动游戏收入大幅增长。2017 年天上友嘉的 3 年业绩承诺期结束，三年均超额完成业绩承诺，2017 年扣非归母净利润达到 1.43 亿元。2017 年毛利率下降的原因主要是由于收入占比较高的《三国志 2017》在公司收到分成款后需要向 IP 权利人支付相应的分成，在收入总额增加的同时成本相应增加，导致 2017 年毛利率下降至 70.9%（v.s.2016 年 90.4%）。

图 35：2015-2017 年子公司天上友嘉业绩承诺及完成情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 36：2014-2017 年子公司天上友嘉毛利率变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 37：2017 年天上友嘉头部游戏《三国志 2017》运营数据

游戏名称	季度	用户数量 (个)	月均活跃用 户数 (个)	月均付费用户数 (个)	月均 ARPU 值 (元)	充值流水 (万元)
三国志 2017	第三季度	1,156,211	1,295,479	219,003	63.93	10,484.86
	第四季度	2,249,579	910,453	115,948	83.06	22,310.65

注：※用户数量为按设备数统计

※月均活跃用户数=当月登录过游戏的用户数（去重）

※月均付费用户数=当月在游戏内有过付费的用户数（去重）

※月均 ARPU=当月充值流水/当月活跃用户数

资料来源：公司公告、天风证券研究所

酷牛互动成立于 2011 年，主要从事移动游戏的研发及运营。自成立以来，酷牛互动先后研发并上线运营《唐门世界》、《兄弟萌》、《绝世天府》、《太古仙域》等多款精品手机游戏。其中《唐门世界》、《绝世天府》、《太古仙域》等热门网络小说改编而成的游戏深受用户欢迎，有效提高了酷牛互动用户付费率，使得游戏收入大幅增长。

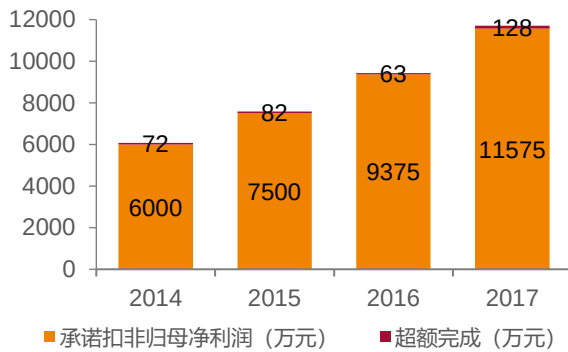
运营方面，酷牛互动已经先后与腾讯、360、苹果、联想、第一波、值尚、云顶等多家知名企业成为合作伙伴共同联合运营游戏产品。截至 2018 年 6 月 30 日，酷牛互动已上线运营 20 多款游戏。酷牛成为凯撒文化子公司后，由于凯撒文化为外资控股，酷牛互动转型至研发方为主的角色，以联合运营发行为主，基本不再负责游戏的发行和推广等工作，主要从发行商获取充值流水一定比例的分成，几乎不再需要对外支付第三方分成成本，2015 年后其毛利率大幅上升，由 2014 年的 56.15%增至 2017 年的 94.7%。

表 8：2014-2015 年酷牛互动分业务营收和毛利结构（单位：万元）

项目		2015 年度			2014 年度			
营业收入	营业收入	营业收入 占比	营业成本	毛利率	营业收入	营业收入 占比	营业成本	毛利率
自主运营	537.6	5.01%	334.4	37.79%	5343.0	42.66%	3274.2	38.72%
联合运营	7414.9	69.07%	1212.6	83.65%	5049.7	40.31%	2188.9	56.65%
版权运营	1415.1	13.18%	-	100.00%	1712.8	13.67%	-	100.00%
技术服务	1367.9	12.74%	-	100.00%	420.1	3.35%	30.0	92.87%
合 计	10,735.5	100.00%	1547.0	85.59%	12,525.6	100.00%	5493.1	56.15%

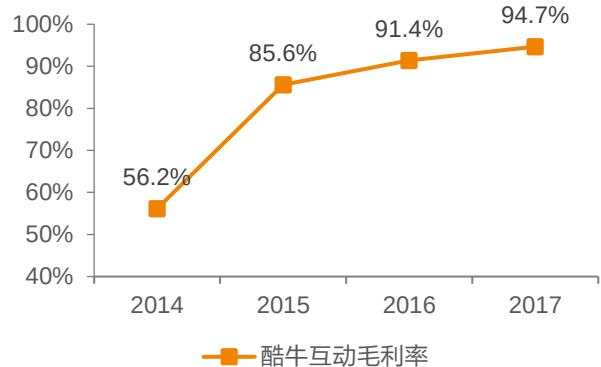
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 38：2014-2017 年子公司酷牛互动业绩承诺及完成情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 39：2014-2017 年子公司酷牛互动毛利率变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 9：公司正在运营主要游戏情况

游戏名称	游戏类型	上线时间	运营模式	预计生命周期
三国志 2017	手游	2017 年 8 月	联合运营	2-3 年
圣斗士星矢：重生	手游	2016 年 5 月	联合运营	2-3 年
热血大唐	手游	2017 年 3 月	联合运营	2-3 年
轩辕剑 3 手游版	手游	2017 年 3 月	联合运营	2-3 年

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2. 积极拥抱腾讯生态，进入头部游戏上线周期，实现首轮 IP 变现

公司与腾讯深度合作，优质 IP 储备丰富。2016 年和腾讯动漫战略合作获得若干顶级动漫 IP，在已有丰富网络文学 IP 资源储备基础上，极大丰富动漫 IP 资源，为公司泛娱乐战略提供强大“网络文学 IP+动漫 IP+传统文学 IP”资源池，深度融入腾讯游戏生态，双方在游戏、影视及 IP 商业化领域正持续展开深入合作，发挥行业头部协同效应。2018 年 1 月，凯撒文化与腾讯动漫签订了《<化龙记>第一季及第二季动画联合投资制作合同》，双方将共同投资制作动画《化龙记》。

2018 年下半年至 2019 年，公司进入头部游戏集中上线周期，有望实现首轮 IP 变现。据公司公告，《妖精的尾巴》《从前有座灵剑山》《银之守墓人》《锦绣未央》《玄界之门》《幽游白书》等热门 IP 改编手游将陆续登陆应用市场，公司历时三年有余的研发期带来的优质改编手游有望引爆市场。

图 40：凯撒文化储备的腾讯动漫 IP



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 41：《圣斗士星矢：重生》海报



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 42:《锦绣未央》于 10 月 23 日正式上线,唐嫣为代言人



资料来源:锦绣未央手游公众号、天风证券研究所

图 43:腾讯正版授权酷牛研发万达发行《银之守墓人》有望年内上线



资料来源:App Store、天风证券研究所

3.3. 以吴裔敏为核心把舵互联网泛娱乐业务,核心团队专业能力突出

公司总经理吴裔敏先生在互联网游戏领域有着极其丰富的行业经验和管理经验。历任腾讯 QQ 堂项目组产品经理、合作产品部总监、腾讯韩国游戏业务主要负责人,上海盛大游戏系统总经理、工作室总经理,北京金山软件集团副总裁兼金山游戏总裁,上海逸趣网络科技有限公司 CEO。

公司的各专业化泛娱乐运作团队已稳定运行,包括 IP 运营、游戏运营、动漫运营、影视运营、市场公关等团队,团队成员大部分来自于知名互联网和文化传媒企业。同时,凯撒各子公司管理层成熟稳定、互联网从业经验丰富,拥有自主知识产权、成熟产品和团队、以及丰富的大型移动网络游戏设计和管理经验,具有对网络 IP 资源的快速转化能力。

表 10：凯撒文化管理层履历

姓名	职务	履历经验
吴裔敏	总经理	拥有十多年游戏从业经历，曾在腾讯、盛大、金山担任重要职务或高管，同时拥有手游创业经历。曾任腾讯合作产品部总监、腾讯韩国游戏业务主要负责人、QQ 堂项目组产品经理，曾任腾讯重点游戏产品 CF（《穿越火线》）负责人（2014 年 CF 全球收入达 9 亿美金，为全球第 2 赚钱游戏），对这款 FPS 网游崛起发挥巨大作用。在出任盛大游戏系统总经理期间，同时兼《英雄连 Online》、《功夫世界》和《吞食天地 2Online》3 款游戏的制作人。
黄种溪	酷牛互动创始人及 CEO	曾任职于腾讯技术开发、产品策划职位；离职后自主创业，主要方向是移动互联网；拥有丰富的互联网产品研发经验；作为酷牛互动核心人员先后参与《唐门世界》、《兄弟萌》、《绝世天府》、《太古仙域》等游戏的研发。
何涛	幻文科技董事长	曾先后在广东移动、中华网、掌上灵通、中文在线等多家行业知名公司任职，曾在掌上灵通和中文在线担任副总裁，在 IP 打造、IP 资源运营服务、手机游戏等领域有丰富的行业经验。
吴漫	幻文科技总经理	曾先后任职于台湾信昌出版社、中国移动手机阅读基地、中文在线、东莞永正，在原创文学行业具有丰富的经验和资源整合能力。
何啸威	天上友嘉创始人及 CEO	天上友嘉创始人、CEO，原逸海情天创始人兼 CEO，中国知名网络虚拟社区逸飞岭的创始人，具有十年以上游戏开发经验。
张强	天上友嘉创始人及副总裁	曾任职于成都逸海情天，拥有丰富的游戏海外推广经验；2008 年参与创办了天上友嘉，具有十年以上的互联网行业从业经验。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.4. 专项基金孵化体外 CP，反哺公司游戏产业链

2014 年 3 月，公司发起设立专项产业基金——深圳国金凯撒创业投资企业（有限合伙），该专项产业基金主要围绕公司向互联网领域转型的战略方向积极进行布局，包括互联网游戏、广告、文学、视频及影视、动漫及其衍生品等细分领域，基金规模 2.6 亿，公司出资额占 61.16%，为第一大股东。2015 年 8 月，公司成立深圳国金凯撒二期创业投资企业（有限合伙），主要从事文化创意、IP 运营、网络媒体渠道、广告传媒、动漫、影视类、CP、发行等业务，基金规模 3 亿，股权占比为 78%。目前产业基金已经投资了多家游戏研发运营商和动漫 IP 运营商，有助于为公司后续布局孵化优质资产。2016 年，公司成立第三期产业专项基金，主要从事动漫制作出品及主流游戏研发等。目前凯撒文化已投资孵化了 23 家企业，其中已全资收购 1 家，股权转让退出 1 家，部分股权转让 1 家。

公司更加注重在投资过程中进行多维度的深度战略合作。据天眼查信息，凯撒文化三期产业基金的被投公司北京天锋网络科技有限公司（下称：天锋网络）拥有《妖精的尾巴》、《龙符》等日漫 IP，作为持有天锋网络 10%股权的第三大股东，成功获得了天锋网络多项 IP 的手游改编版权，巩固了凯撒文化自身的游戏业务发展版图。另外，天锋网络的第二大股东是腾讯产业投资基金，持有其 18%股权，凯撒文化有望与腾讯巩固全方位的深入合作地位。

表 11：凯撒文化主要投资项目

被投公司名称	主要业务
广州四九游网络科技有限公司 ²	页游、手游运营
北京网元圣唐娱乐科技有限公司	端游开发运营
北京中达凯信网络科技有限公司	社区棋牌类游戏运营
常州卡米文化传播有限公司	动漫衍生、运营
成都我趣成科技有限公司	手游辅助类平台运营
上海甲游网络科技有限公司	页游、手游开发运营
上海逸趣网络科技有限公司 ³	手游开发
上海野火网络科技有限公司	手游研发、运营
武汉泛娱信息技术有限公司	互联网文学 IP
上海丽桑卓网络技术公司	手游研发、运营
上海雪彩网络科技有限公司 ⁴	手游研发
广州瑞楷动漫设计有限公司	动漫设计
凯漫（上海）文化传媒有限公司	手游开发
深圳彼岸趋势科技有限公司	手游开发
深圳市幻动无极科技有限公司	手游开发
深圳市谜谭动画有限公司	动漫制作
重庆铅元素文化传播有限公司	动漫制作及 IP 开发
上海乐树网络科技有限公司	手游开发
北京天锋网络科技有限公司	手游开发
广州市指尚信息科技有限公司	手游开发

资料来源：天眼查、公司公告、天风证券研究所

4. 盈利预测：首次覆盖给予“买入”评级，目标价为 8.52 元

结合公司经营情况分析，我们作出如下假设：

- 2016 年起公司将对服装业采取品牌授权方式，服装业务将逐步推出，根据服装业务中报所示，我们对公司服装业务收入及成本采用逐年递减方式处理。
- 子公司幻文科技有自有网文 IP 以及头部 IP《龙符》等版权支撑，在 17 年对赌结束后依然保持稳定增长，19-20 年部分前期 IP 授权游戏也进入上线周期，在影视方面也将以 IP 授权及投资的方式进入影视行业的前期布局，锁定投资优先权，毛利率亦基本保持稳定。
- 游戏业务我们根据公司 IP 储备及产品列表进行拆分，我们预计 18 年底《妖精的尾巴》、《银之守墓人：集结》、19 年《从前有座灵剑山》、《银之守墓人：对决》等头部游戏上线，以及公司《幽游白书》等日本顶级动漫 IP 及腾讯动漫 10 部头部国产动漫 IP 的游戏版权储备等，将带动并夯实公司 19-20 年营收高增长，特别是母公司方面 18-19 年基本上是首个头部游戏上线周期，将实现“从 0 到 1”的过程。而公司整体游戏业务毛利率由于受新上线的头部游戏 IP 分成影响将在 19 年有所下滑，而在 20 年基本

² 根据天舟文化公司公告，国金凯撒创投（凯撒文化投资企业）作价 1.5 亿出售四九游 10% 的股权给天舟文化，我们认为凯撒文化 18 年部分投资收益来自于国金凯撒的分成。

³ 根据公司公告，上海逸趣为公司 17 年第四大供应商，总采购额为 2500 万。我们认为，游戏公司对供应商的采购金额主要用于 IP 购买以及游戏定制等。

⁴ 根据公司公告，上海雪彩为公司 17 年第三大供应商，总采购额为 2500 万。我们认为，游戏公司对供应商的采购金额主要用于 IP 购买以及游戏定制等。

保持稳定。具体假设如下：

图 44：凯撒文化盈利预测假设

天上友嘉	2017	2018E	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY
营收（亿元）	3.167	4.11	29.84%	5.11	24.33%	5.52	8.05%
毛利润（亿元）	2.24	2.51	11.80%	2.73	8.62%	3.02	10.82%
营收占比	67.57%	63.00%		24.50%		19.71%	
毛利率	70.87%	61.03%		53.31%		54.68%	
酷牛互动	2017	2018E	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY
营收（亿元）	1.52	1.70	11.51%	2.15	26.55%	2.57	19.58%
毛利润（亿元）	1.44	1.31	-8.95%	1.63	24.04%	1.91	17.63%
营收占比	32.43%	25.97%		10.28%		9.15%	
毛利率	94.67%	77.30%		75.77%		74.53%	
母公司游戏业务	2017	2018E	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY
营收（亿元）	0.00	0.72	NA	13.61	1790.50%	19.94	46.51%
毛利润（亿元）	0.00	0.32	NA	6.12	1789.57%	8.97	46.56%
营收占比	0.00%	11.03%		65.22%		71.14%	
毛利率	0.00%	45.00%		44.98%		44.99%	
游戏业务合计	2017	2018E	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY
营收（亿元）	4.69	6.53	39.26%	20.87	219.73%	28.03	34.32%
毛利润（亿元）	3.68	4.14	12.49%	10.47	152.75%	13.91	32.77%
毛利率	78.59%	63.48%		50.18%		49.61%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所整理；

考虑公司 IP 储备丰富、产业链布局完善以及 18Q4 起头部游戏上线带来的业绩弹性，我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 3.19/5.79/7.91 亿元，同比增长 25%/81%/37%，对应估值为 12x/7x/5x。当前游戏行业 18-20 年估值中枢分别为 14X/12X/10X，我们给予公司 19 年 12x 估值，12 个月对应目标价 8.52 元，后续催化剂主要来自 S 级作品及版号发放，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值表（单位：亿元）

	当前市值	净利 18E	净利 19E	净利 20E	2018PE	2019PE	2020PE	2018PEG	2019PEG
完美世界	321.07	18.39	22.84	26.47	17.46	14.06	12.13	0.80	0.63
三七互娱	234.37	16.97	20.34	24.04	13.81	11.52	9.75	2.10	0.61
中文传媒	158.33	16.33	18.81	21.40	9.70	8.42	7.40	0.69	0.53
昆仑万维	141.92	13.87	17.33	21.04	10.23	8.19	6.75	0.29	0.37
游族网络	126.16	9.62	12.11	14.55	13.12	10.42	8.67	0.27	0.44
掌趣科技	106.71	7.37	8.97	10.40	14.48	11.90	10.26	0.08	0.55
吉比特	77.44	6.80	7.77	9.09	11.38	9.97	8.52	0.91	0.72
宝通科技	43.41	2.85	3.45	3.95	15.21	12.60	10.98	0.63	0.53
平均值	151.18	11.53	13.95	16.37	13.17	10.88	9.31	0.72	0.55

资料来源：Wind、天风证券研究所；截至 2018 年 10 月 31 日收盘

图 45：全球游戏类上市公司估值对比

COMPANY	FX	Last Close	Market Cap(billion)	PE		Ev/Sales		Price to Sales		PEG		ROE(%)	
				2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
腾讯	HKD	281.4	2,650.86	39.6	29.2	13.6	N/A	9.9	7.3	1.5	N/A	33.2	26.5
金山	HKD	11.9	15.66	N/A	27.0	4.4	N/A	2.7	2.4	N/A	N/A	32.1	4.0
网易	USD	221.0	29.02	18.8	21.6	4.8	N/A	3.7	3.0	1.4	N/A	25.5	16.6
畅游	USD	12.9	0.68	4.0	12.0	1.6	N/A	1.2	1.5	1.2	N/A	9.0	10.1
九城	USD	1.3	0.05	N/A	N/A	1.8	N/A	5.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
网龙	HKD	13.6	7.10	N/A	45.7	2.1	N/A	1.6	1.3	N/A	N/A	-0.5	3.7
IGG	HKD	8.7	11.23	9.8	7.2	2.0	N/A	2.4	1.8	0.3	N/A	73.4	36.0
博雅	HKD	2.1	1.51	6.3	5.4	0.6	N/A	1.8	1.9	0.7	N/A	11.5	10.2
联众	HKD	0.7	0.81	N/A	3.1	2.8	N/A	1.2	0.9	N/A	N/A	-1.8	13.4
蓝港	HKD	0.7	0.26	N/A	2.4	0.5	N/A	0.5	0.3	N/A	N/A	-34.9	6.6
飞鱼	HKD	0.4	0.55	N/A	10.6	8.4	N/A	3.7	1.6	N/A	N/A	-45.3	9.0
游戏				15.7	16.4	3.9	N/A	3.1	2.2	1.0	N/A	10.2	13.6
Zynga	USD	4.2	3.61	99.0	28.3	3.3	N/A	4.2	3.9	57.0	N/A	1.7	7.6
Activision Blizzard	USD	78.3	59.70	54.1	29.8	6.8	N/A	8.5	8.0	86.8	N/A	2.9	7.3
Electronic Arts	USD	108.8	33.16	28.8	18.3	5.0	6.4	6.5	5.6	1.1	1.5	26.2	15.9
Take-Two	USD	132.1	15.03	75.3	27.4	2.8	5.4	7.9	5.6	8.2	4.3	16.1	3.0
Dena	JPY	1935.0	290.76	10.0	25.1	1.7	1.3	2.1	2.1	0.9	1.6	10.3	6.5
Gree	JPY	511.0	124.50	19.7	16.8	2.3	0.7	1.6	1.7	2.1	23.4	3.0	6.7
Gungho online	JPY	218.0	206.61	6.7	11.3	1.8	N/A	2.2	2.6	0.2	N/A	45.1	20.4
Mixi	JPY	2696.0	207.70	3.9	5.6	1.4	0.8	1.0	1.2	0.2	0.4	31.7	18.0
Line	JPY	4100.0	966.97	56.9	227.0	5.9	N/A	5.8	4.5	26.9	N/A	4.7	2.6
Neowiz Games	KRW	13000.0	283.80	142.7	9.7	1.1	N/A	1.6	1.3	N/A	N/A	-0.6	10.4
NHN entertainment	KRW	53500.0	1,036.95	1348.1	9.3	0.8	N/A	1.1	0.8	70.8	N/A	1.1	7.4
NCSOFT	KRW	416000.0	9,137.60	20.9	19.9	3.9	N/A	5.2	5.4	1.7	N/A	19.1	16.2
Gamevil	KRW	45950.0	320.53	24.2	19.4	6.0	N/A	3.0	2.8	22.2	N/A	3.4	6.5
Com2uS	KRW	142500.0	1,866.92	12.6	12.8	2.0	N/A	3.7	3.6	0.7	N/A	20.4	17.6
NetMarble	KRW	112000.0	9,676.58	27.4	36.6	5.2	N/A	4.0	4.6	4.8	N/A	11.2	5.9

资料来源：Bloomberg、天风证券研究所；截至 2018 年 10 月 18 日收盘价

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	219.03	265.54	1,061.46	1,115.58	2,028.70
应收账款	196.52	419.14	257.38	1,596.86	887.03
预付账款	53.91	75.50	110.86	528.25	305.79
存货	240.75	123.69	693.91	2,110.05	1,128.85
其他	213.47	128.26	171.02	171.13	156.76
流动资产合计	923.67	1,012.12	2,294.63	5,521.87	4,507.14
长期股权投资	36.29	65.27	65.27	65.27	65.27
固定资产	16.96	8.14	7.29	6.45	5.60
在建工程	0.00	0.00	8.00	16.00	24.00
无形资产	265.78	333.00	211.53	90.06	0.00
其他	2,966.06	3,123.04	3,091.95	3,089.56	3,096.74
非流动资产合计	3,285.09	3,529.46	3,384.05	3,267.34	3,191.61
资产总计	4,208.75	4,541.58	5,678.68	8,789.21	7,698.74
短期借款	111.61	205.01	302.28	302.28	302.28
应付账款	496.07	312.06	1,140.19	3,840.27	2,245.17
其他	36.48	57.42	64.26	93.29	76.43
流动负债合计	644.16	574.49	1,506.73	4,235.84	2,623.88
长期借款	100.00	15.32	8.60	8.60	8.60
应付债券	0.00	297.85	297.85	297.85	297.85
其他	4.46	3.43	3.95	3.95	3.77
非流动负债合计	104.46	316.60	310.40	310.40	310.23
负债合计	748.62	891.09	1,817.13	4,546.24	2,934.11
少数股东权益	35.52	(1.30)	(8.06)	(20.31)	(37.06)
股本	508.59	813.74	813.74	813.74	813.74
资本公积	2,448.89	2,143.87	2,143.87	2,143.87	2,143.87
留存收益	2,914.46	2,838.58	3,055.86	3,449.53	3,987.96
其他	(2,447.33)	(2,144.40)	(2,143.87)	(2,143.87)	(2,143.87)
股东权益合计	3,460.13	3,650.50	3,861.55	4,242.97	4,764.64
负债和股东权益总	4,208.75	4,541.58	5,678.68	8,789.21	7,698.75

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	136.97	249.18	319.36	578.63	791.39
折旧摊销	95.50	124.22	122.32	122.32	90.91
财务费用	6.54	22.69	40.88	42.47	38.85
投资损失	3.33	(13.02)	(100.00)	0.00	0.00
营运资金变动	(112.23)	(131.34)	379.99	(441.62)	308.55
其它	220.78	(52.35)	(6.76)	(12.25)	(16.75)
经营活动现金流	350.89	199.38	755.80	289.55	1,212.94
资本支出	1,281.41	210.18	7.48	8.00	8.17
长期投资	1.51	28.98	0.00	0.00	0.00
其他	(2,184.68)	(654.28)	84.52	(16.00)	(16.17)
投资活动现金流	(901.76)	(415.11)	92.00	(8.00)	(8.00)
债权融资	211.61	518.18	608.73	608.73	608.73
股权融资	1,313.69	(23.58)	(40.34)	(42.47)	(38.85)
其他	(822.83)	(231.33)	(628.86)	(802.30)	(870.31)
筹资活动现金流	702.47	263.26	(60.47)	(236.03)	(300.42)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	151.59	47.54	787.32	45.52	904.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	519.93	703.87	811.05	2,222.95	2,930.33
营业成本	160.42	235.28	320.00	1,097.42	1,459.17
营业税金及附加	3.68	5.79	6.68	18.30	24.12
营业费用	40.92	62.39	59.21	188.95	263.73
管理费用	129.57	156.59	115.17	177.84	190.47
财务费用	4.33	21.63	40.88	42.47	38.85
资产减值损失	64.90	48.40	17.00	48.00	64.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(3.33)	13.02	100.00	0.00	0.00
其他	6.67	(40.06)	(200.00)	0.00	0.00
营业利润	112.76	200.83	352.12	649.98	889.98
营业外收入	4.07	15.39	15.00	11.19	13.57
营业外支出	1.92	2.21	3.63	2.59	2.81
利润总额	114.91	214.00	363.49	658.59	900.74
所得税	(22.06)	(35.18)	50.89	92.20	126.10
净利润	136.97	249.18	312.60	566.38	774.64
少数股东损益	(15.09)	(5.39)	(6.76)	(12.25)	(16.75)
归属于母公司净利润	152.06	254.57	319.36	578.63	791.39
每股收益（元）	0.19	0.31	0.39	0.71	0.97

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-17.80%	35.38%	15.23%	174.08%	31.82%
营业利润	251.17%	78.10%	75.33%	84.59%	36.92%
归属于母公司净利润	87.92%	67.42%	25.45%	81.18%	36.77%
获利能力					
毛利率	69.15%	66.57%	60.55%	50.63%	50.20%
净利率	29.25%	36.17%	39.38%	26.03%	27.01%
ROE	4.44%	6.97%	8.25%	13.57%	16.48%
ROIC	8.77%	9.52%	11.21%	23.33%	27.72%
偿债能力					
资产负债率	17.79%	19.62%	32.00%	51.73%	38.11%
净负债率	10.69%	8.71%	2.78%	3.46%	59.23%
流动比率	1.43	1.76	1.52	1.30	1.72
速动比率	1.06	1.55	1.06	0.81	1.29
营运能力					
应收账款周转率	2.52	2.29	2.40	2.40	2.36
存货周转率	1.82	3.86	1.98	1.59	1.81
总资产周转率	0.15	0.16	0.16	0.31	0.36
每股指标（元）					
每股收益	0.19	0.31	0.39	0.71	0.97
每股经营现金流	0.43	0.25	0.93	0.36	1.49
每股净资产	4.21	4.49	4.76	5.24	5.90
估值比率					
市盈率	25.21	15.06	12.00	6.62	4.84
市净率	1.12	1.05	0.99	0.90	0.80
EV/EBITDA	52.69	15.84	4.88	3.01	1.48
EV/EBIT	92.81	25.09	6.40	3.54	1.63

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com