

凯撒文化（002425）

18 年业绩快报符合预期，海外版权金落地增加信心

事件：公司 1 月 31 日下午披露 18 年业绩快报：营业收入 6.8 亿元，同比减少 3.32%；营业利润同比增加 48.75%，利润总额同比增加 48.96%，归母净利润 2.96 亿元，同比增加 16.11%，业绩增长的原因主要系产业基金投资项目转让取得收益所导致。

根据我们 18 年 10 月 31 日发布的深度报告，公司 18 年营收同比下降主要是由于传统业务服装收入及其占比均大幅下降所致，而游戏业务营收依然保持稳定增长。18 年前三季度有 9184 万投资收益（投资收益于三季度进行了调整，不再计入非经常性损益），主要系产业基金投资项目转让取得收益。因此，公司业绩快报基本符合我们前期预期，落在前期预告范围 2.93 亿~3.44 亿元靠近下限的原因主要由于版号等原因导致四季度《妖精的尾巴》、《银之守墓人》游戏递延所致，前期市场预期亦基本到位。

公司于节前发布经内部审计部门审计的业绩快报，有利于减轻市场对**公司业绩及商誉的疑虑**。关于公司商誉我们重申，公司 22.4 亿商誉主要来自三家核心子公司天上友嘉（11 亿）、酷牛互动（6.7 亿）、幻文科技（4.7 亿），目前三家子公司在 17 年对赌期结束后依然稳定贡献公司业绩，尤其是天上友嘉 17 年上线的《三国志 2017》表现依然坚挺，18 年 8 月上线日本市场表现亮眼。19 年三家子公司仍有稳健的产品支撑，天上友嘉有 19Q1 即将上线的《龙珠觉醒》以及《守望家园》，酷牛互动的《银之守墓人》，幻文科技目前负责公司的版权运营，游戏等产品上线幻文也能有稳定的业绩贡献，因此 18-19 年公司商誉压力较少。

公司将《火影忍者》、《妖精的尾巴》手游在指定区域内的发行权之销售权独家代理授予苏州游游，由其寻找手机游戏特定区域发行方。苏州游游承诺在指定区域的保底销售业绩为：版权金合计不得低于 1000 万美元，其中归属凯撒香港的部分约占公司 2017 会计年度营业总收入（7.04 亿）的比例为 5.75%，经我们计算约为 4000 万人民币左右的版权金收入。我们认为这次 4000 万版权金收入的落地将进一步确认 19Q1 业绩高增长，且公司 18Q1 5800 万利润中含有 3800 万的投资净收益，仅考虑内生增长公司 19Q1 高增长明显，具体的测算会在后续财务数据披露后进行。

投资观点：目前在公司的新游储备中，由天上友嘉研发、中手游发行的《龙珠觉醒》已于 1 月 25 日开始删档测试，凯撒研发腾讯发行《银之守墓人对决》已经过第一轮测试，酷牛自研自发的《银之守墓人集结》近期开始测试，以及《守望家园》等 19 年上半年上线可期，游戏陆续上线将兑现弹性逻辑。前期我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 3.19/5.79/7.91 亿元，对应估值为 12x/7x/5x，现根据业绩快报小幅下调 18 年的盈利预测，预计 18-20 年净利润为 2.96/5.8/7.9 亿元，对应估值 17x/9x/6x，行业横向比较下增速及估值仍有显著优势，维持“买入”评级。

风险提示：游戏上线时间或表现不达预期，版号发放时间不达预期，税收政策变化等政策性风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	519.93	703.87	680.50	2,118.86	2,790.21
增长率(%)	(17.80)	35.38	(3.32)	211.37	31.69
EBITDA(百万元)	206.26	330.19	461.93	780.09	972.27
净利润(百万元)	152.06	254.57	295.60	578.63	791.39
增长率(%)	87.92	67.42	16.12	95.75	36.77
EPS(元/股)	0.19	0.31	0.36	0.71	0.97
市盈率(P/E)	33.07	19.75	17.01	8.69	6.35
市净率(P/B)	1.47	1.38	1.31	1.18	1.05
市销率(P/S)	9.67	7.14	7.39	2.37	1.80
EV/EBITDA	52.69	15.84	8.00	4.73	2.76

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（维持评级）
当前价格	5.94 元
目标价格	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)	4,833.64
流通 A 股市值(百万元)	4,778.03
每股净资产(元)	4.71
资产负债率(%)	18.45
一年内最高/最低(元)	8.39/4.33

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-首次覆盖报告:四年磨一剑，上线亮锋芒》 2018-10-31
- 2 《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
- 3 《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



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	1,080.14	1,076.87	2,054.63
应收账款	196.52	419.14	148.49	1,618.92	746.20
预付账款	53.91	75.50	81.64	527.54	266.61
存货	240.75	123.69	565.71	2,106.94	977.09
其他	213.47	128.26	170.99	171.14	156.74
流动资产合计	923.67	1,012.12	2,046.96	5,501.42	4,201.28
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	5,431.01	8,768.76	7,392.89
短期借款	111.61	205.01	302.28	302.28	302.28
应付账款	496.07	312.06	912.47	3,834.76	1,959.71
其他	36.48	57.42	59.98	94.02	71.71
流动负债合计	644.16	574.49	1,274.73	4,231.06	2,333.70
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	1,585.13	4,541.46	2,643.92
少数股东权益	35.52	(1.30)	(7.55)	(19.80)	(36.56)
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	3,039.69	3,433.36	3,971.78
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	3,845.88	4,227.30	4,748.97
负债和股东权益总	4,208.75	4,541.58	5,431.01	8,768.76	7,392.89

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	136.97	249.18	295.60	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	40.81	42.54	38.90
投资损失	3.33	(13.02)	(100.00)	0.00	0.00
营运资金变动	(112.23)	(131.34)	414.34	(499.00)	373.19
其它	220.78	(52.35)	(6.26)	(12.25)	(16.75)
经营活动现金流	350.89	199.38	766.81	232.24	1,277.63
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)	(40.27)	(42.54)	(38.90)
其他	(822.83)	(231.33)	(621.27)	(802.30)	(870.30)
筹资活动现金流	702.47	263.26	(52.81)	(236.11)	(300.47)
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	806.00	(11.86)	969.16

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	680.50	2,118.86	2,790.21
营业成本	160.42	235.28	269.82	1,046.03	1,389.40
营业税金及附加	3.68	5.79	5.60	17.44	22.97
营业费用	40.92	62.39	51.84	180.10	251.12
管理费用	129.57	156.59	96.63	169.51	181.36
财务费用	4.33	21.63	40.81	42.54	38.90
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	298.80	615.23	842.46
营业外收入	4.07	15.39	22.93	11.19	13.57
营业外支出	1.92	2.21	2.92	2.35	2.49
利润总额	114.91	214.00	318.81	624.07	853.54
所得税	(22.06)	(35.18)	29.47	57.69	78.90
净利润	136.97	249.18	289.34	566.38	774.64
少数股东损益	(15.09)	(5.39)	(6.26)	(12.25)	(16.75)
归属于母公司净利润	152.06	254.57	295.60	578.63	791.39
每股收益（元）	0.19	0.31	0.36	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%	-3.32%	211.37%	31.69%
营业利润	251.17%	78.10%	48.78%	105.90%	36.93%
归属于母公司净利润	87.92%	67.42%	16.12%	95.75%	36.77%
获利能力					
毛利率	69.15%	66.57%	60.35%	50.63%	50.20%
净利率	29.25%	36.17%	43.44%	27.31%	28.36%
ROE	4.44%	6.97%	7.67%	13.62%	16.54%
ROIC	8.77%	9.52%	10.22%	23.71%	27.54%
偿债能力					
资产负债率	17.79%	19.62%	29.19%	51.79%	35.76%
净负债率	10.69%	8.71%	2.79%	-2.45%	60.14%
流动比率	1.43	1.76	1.61	1.30	1.80
速动比率	1.06	1.55	1.16	0.80	1.38
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	1.97	1.59	1.81
总资产周转率	0.15	0.16	0.14	0.30	0.35
每股指标（元）					
每股收益	0.19	0.31	0.36	0.71	0.97
每股经营现金流	0.43	0.25	0.94	0.29	1.57
每股净资产	4.21	4.49	4.74	5.22	5.88
估值比率					
市盈率	33.07	19.75	17.01	8.69	6.35
市净率	1.47	1.38	1.31	1.18	1.05
EV/EBITDA	52.69	15.84	8.00	4.73	2.76
EV/EBIT	92.81	25.09	10.87	5.60	3.05

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