

日期: 2019年05月10日

行业: 传媒



分析师: 胡纯青  
Tel: 021-53686150  
E-mail: huchunqing@shzq.com  
SAC 证书编号: S0870518110001

基本数据 (截止 2019 年 5 月 9 日)

报告日股价 (元)	6.57
12mth A 股价格区间 (元)	4.33/9.82
总股本 (百万股)	813.72
无限售 A 股/总股本	98.85%
流通市值 (亿元)	52.85
每股净资产 (元)	4.81

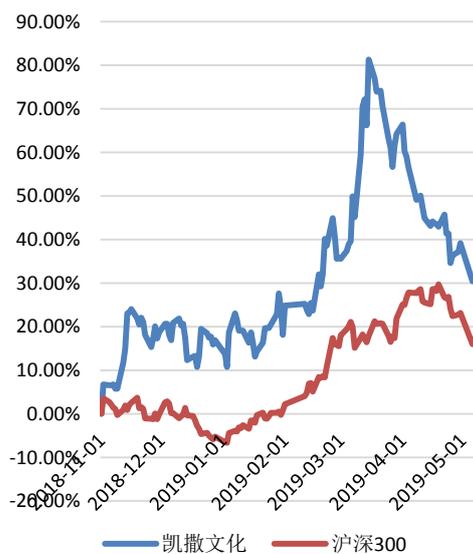
主要股东 (2019Q1)

凯撒集团 (香港) 有限公司	30.45%
志凯有限公司	5.19%

收入结构 (2018Y)

游戏分成	55.88%
版权运营	28.25%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



# 一季报高增长, 看好游戏业务业绩弹性

## ■ 公司动态事项

- 1、凯撒文化公布了2018年年报, 公司实现营收 7.45 亿元, 同比增长 5.79%, 实现归母净利润 2.78亿元, 同比增长 9.3%。
- 2、公司公布2019年一季报, 实现营收2.60亿元, 同比增长78.54%, 实现归母净利润1.17亿元, 同比增长100.63%。

## ■ 事项点评

### 2019Q1 业绩大幅增长, 手游海外业务贡献大

公司2019Q1收入大幅增长78.54%, 主要是因为手游海外业务表现出色: 1、公司拳头游戏《三国志2017》的海外版本在2018年陆续上线, 尤其是2018年8月由英雄互娱代理运营的日本地区版本上线后流水表现出色, 连续数月稳居日本iOS畅销榜Top20+, 带动公司游戏分成收入持续增长; 2、公司签订了手游《火影忍者》、《妖精的尾巴》亚洲地区 (不包含大陆) 的代理协议, 取得代理版金约4000万元。公司通过逐步退出传统的服装行业聚焦较高毛利率的游戏、版权运营业务, 使得公司的整体利润率也有所提升。

### 2018 年主营业务相对平淡, 投资收益较高

2018 年, 受制于版号政策, 公司部分新游戏未能及时上线, 造成全年游戏业务整体表现平淡, 但下半年来自海外地区的流水分成有所增加。公司 IP 业务拥有大量网文、国漫 IP 的游戏、影视化改编权, 2018 年公司 IP 授权业务收入实现翻番, 但毛利率下滑, 主要是公司出售了几十个 IP 的网剧改编权, 在将 IP 进行初步变现的同时通过影视化进一步培养了公司所持有 IP 的影响力, 进而在未来出售 IP 其他改编权时获取更高的收益。2018 年公司确认了约 1.3 亿元的投资收益, 主要系转让哆可梦股权以及对幻动无极追加投资转换为权益法核算所形成。

### 游戏产品储备丰富, 19 年有望进入集中收获期

公司计划在 2019 年推出的游戏数量十分丰富。一季度已经上线了由子公司天上友嘉提供技术支持, 由中手游定制的《龙珠觉醒》, 上线后连续一周保持 iOS 下载榜第一, 首月流水表现不俗。二季度公司计划重点推行《火影忍者》、《妖精的尾巴》的海外发行。国内市场方面, 《银之守墓人》、《三国志 2018》已取得版号, 其余多款游戏也已开始进行版号申办并做好上线准备。预计在下半年, 随着众多新游戏的陆续上线, 公司业绩有望出现明显提升。

### ■ 盈利预测与估值

公司游戏产业链布局较为完善，覆盖 IP 运营、游戏研发、发行的多个环节。2019 年多款游戏产品有望集中上线，公司即将进入阶段性收获期。预计公司 2019-2021 年归母净利润为 4.64 亿元、5.97 亿元和 7.09 亿元，对应每股 EPS 分别为 0.57 元、0.73 元和 0.87 元，PE 为 11.52、8.96、7.54 倍。考虑到新游戏表现不确定性仍然较高，给予“谨慎增持”评级。

### ■ 风险提示

游戏上线时间延后；游戏流水不及预期；政策风险；行业竞争进一步加剧；存货减值风险；商誉减值风险

### ■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日(¥, 百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	744.66	1264.40	1572.85	1837.47
年增长率	5.79%	69.80%	24.39%	16.82%
归母净利润	278.25	464.22	596.73	709.45
年增长率	9.30%	66.84%	28.54%	18.89%
每股收益(元)	0.34	0.57	0.73	0.87
PE	28.87	11.52	8.96	7.54

资料来源：Wind 上海证券研究所

## 附表：

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	106.81	252.88	427.13	1,024.33
应收和预付款项	685.09	803.45	1,046.41	1,102.94
存货	75.40	60.32	48.26	38.61
其他流动资产	32.42	32.42	32.42	32.42
流动资产合计	899.72	1,149.07	1,554.21	2,198.29
长期股权投资	165.09	265.09	365.09	465.09
投资性房地产	394.56	394.56	394.56	394.56
固定资产和在建工程	7.38	6.98	5.18	4.78
无形资产和开发支出	2,566.48	2,562.49	2,558.49	2,554.50
其他非流动资产	671.61	670.28	668.94	668.94
非流动资产合计	3,805.13	3,899.40	3,992.27	4,087.87
<b>资产总计</b>	<b>4,704.85</b>	<b>5,048.47</b>	<b>5,546.48</b>	<b>6,286.17</b>
短期借款	300.28	124.92	0.00	0.00
应付和预收款项	184.41	239.51	266.15	296.89
长期借款	298.67	298.67	298.67	298.67
其他负债	6.03	6.03	6.03	6.03
<b>负债合计</b>	<b>789.39</b>	<b>669.13</b>	<b>570.85</b>	<b>601.59</b>
股本	813.74	813.74	813.74	813.74
资本公积	2,143.87	2,143.87	2,143.87	2,143.87
留存收益	959.34	1,423.56	2,020.29	2,729.74
少数股东权益	(1.50)	(1.83)	(2.26)	(2.77)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,915.46</b>	<b>4,379.34</b>	<b>4,975.64</b>	<b>5,684.58</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,704.85</b>	<b>5,048.48</b>	<b>5,546.47</b>	<b>6,286.18</b>
<b>现金流量表（单位：百万元）</b>				
指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	136.18	455.45	424.65	735.86
投资活动现金流	(283.42)	(106.15)	(106.15)	(124.00)
融资活动现金流	(36.96)	(203.23)	(144.25)	(14.66)
<b>净现金流</b>	<b>(183.30)</b>	<b>146.08</b>	<b>174.25</b>	<b>597.20</b>

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>744.66</b>	<b>1,264.40</b>	<b>1,572.85</b>	<b>1,837.47</b>
营业成本	332.78	425.14	525.96	595.76
营业税金及附加	5.35	9.08	11.30	13.20
营业费用	46.51	63.22	78.64	91.87
管理费用	102.95	265.52	330.30	385.87
财务费用	36.61	27.86	19.33	14.66
资产减值损失	49.04	20.00	20.00	20.00
投资收益	129.18	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	13.78	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>257.89</b>	<b>453.57</b>	<b>587.32</b>	<b>716.10</b>
营业外收支净额	19.94	15.00	15.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>277.83</b>	<b>468.57</b>	<b>602.32</b>	<b>716.10</b>
所得税	(0.22)	4.69	6.02	7.16
净利润	278.05	463.89	596.30	708.94
少数股东损益	(0.20)	(0.33)	(0.43)	(0.51)
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>278.25</b>	<b>464.22</b>	<b>596.73</b>	<b>709.45</b>
<b>财务比率分析</b>				
指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	5.79%	69.80%	24.39%	16.82%
EBIT 增长率	42.05%	58.26%	25.22%	17.55%
净利润增长率	11.59%	55.30%	28.54%	18.89%
毛利率	55.31%	66.38%	66.56%	67.58%
EBIT/总收入	42.05%	58.26%	25.22%	17.55%
净利润率	37.37%	36.71%	28.54%	18.89%
资产负债率	16.78%	13.25%	10.29%	9.57%
流动比率	1.83	3.10	5.71	7.26
净资产收益率 (ROE)	7.06%	10.60%	11.99%	12.47%
总资产周转率	0.16	0.25	0.28	0.29
应收账款周转率	1.50	2.11	2.06	2.22

数据来源：WIND 上海证券研究所

## 分析师承诺

胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。