

凯撒文化（002425）

与字节跳动子公司达成十年全面战略合作，业绩潜力值得期待

事件：6月12日，凯撒文化宣布与北京朝夕光年信息技术有限公司签署《战略合作协议》，双方将发挥各自优势，整合资源，在游戏发行、渠道、运营、IP、衍生品、市场、广告、资本等方面实施全面战略合作；同时，公司公告控股股东凯撒集团（持有公司股份 2.29 亿股，占总股本 28.20%）由于自身经营需要，计划在公告披露日起十五个交易日后的 6 个月内，通过集中竞价方式减持公司股份不超过 16,274,888 股，即减持股份不超过公司总股本的 2%，预计按减持新规减持开始后每 90 日只能减持不超过 1%。

凯撒文化和朝夕光年将在手游研发、运营方面及游戏发行等方面建立全方位战略合作关系，合作期限为 10 年。具体内容包括：

- 1) 利用字节跳动平台面向全球市场发行推广凯撒文化优质精品游戏；
- 2) 朝夕光年为凯撒文化游戏研发提供研发方向上的建议；
- 3) 凯撒文化定期向朝夕光年提供其研发、定制或代理的手机游戏，同时就全球市场独家代理事项与凯撒文化进行协商或签约；
- 4) 朝夕光年或其关联方有权委托凯撒文化开发指定内容和标准的移动端、独立 APP 网络游戏；
- 5) 双方共同探索在游戏新型业态、新技术研发方面的合作，包括但不限于共同投资优秀的开发团队，以及合作开展游戏引擎、云游戏、人工智能平台等创新项目。

朝夕光年为字节跳动旗下子公司。在该协议签订前，朝夕光年已获得凯撒文化研发的《火影忍者：巅峰对决》国内代理权，我们认为该协议的签订，意味着凯撒文化将成为字节跳动重要的游戏产品定制研发商、以及长期产品供应方，凯撒文化能够利用字节跳动的渠道和平台优势提高游戏发行能力，同时双方均在游戏研发上有较强实力，有望推出优质产品。

凯撒文化此前已与头部平台开展深度合作，本次与字节跳动加强绑定备受关注。除《火影忍者》获字节跳动独家代理外，《银之守墓人：对决》、《新三国荣耀》、《猎人 X 猎人（公司作为研发技术支持方，已于 19 年 11 月上线）》已获腾讯独家代理。此外，旗下重大 IP《航海王》、《从前有座灵剑山》等也正与大型平台进行独家代理的商业洽谈，上述产品将在 2020-2021 年陆续上线。我们判断字节和凯撒重大合作基础正是上述顶级 IP。而本次战略合作公告，从时间上（十年）以及区域上（全球），都可以看出字节跳动和凯撒的合作诚意和力度。

投资建议：公司大量优质游戏预计于未来 2-3 年内推出，有望通过和字节跳动、腾讯等大厂合作带来持续增长动力。我们根据对产品上线的初步预判，预计公司 20-22 年净利润分别为 2.54 亿/6.04 亿/8.83 亿，暂不考虑定增稀释，对应当前估值分别为 33x/14x/9x。考虑公司结盟头条、腾讯顶级平台商后游戏作品具备的潜力，我们给予 21 年 25x 目标估值，对应目标市值 150 亿，目标价为 18.5 元，继续给予“买入”评级。

风险提示：头条合作不及预期；股东减持；宏观经济影响；协议内容无法完全履行；新游表现不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	744.66	803.70	841.88	1,659.65	2,210.65
增长率(%)	5.79	7.93	4.75	97.14	33.20
EBITDA(百万元)	486.27	619.84	435.89	817.64	1,108.84
净利润(百万元)	278.25	209.69	253.77	604.46	882.92
增长率(%)	9.30	(24.64)	21.02	138.19	46.07
EPS(元/股)	0.34	0.26	0.31	0.74	1.09
市盈率(P/E)	29.98	39.78	32.87	13.80	9.45
市净率(P/B)	2.13	2.04	1.92	1.70	1.44
市销率(P/S)	11.20	10.38	9.91	5.03	3.77
EV/EBITDA	8.50	5.81	16.03	9.17	5.58

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	10.25 元
目标价格	18.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	813.74
流通 A 股股本(百万股)	812.97
A 股总市值(百万元)	8,340.88
流通 A 股市值(百万元)	8,332.89
每股净资产(元)	5.13
资产负债率(%)	17.54
一年内最高/最低(元)	10.25/4.40

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

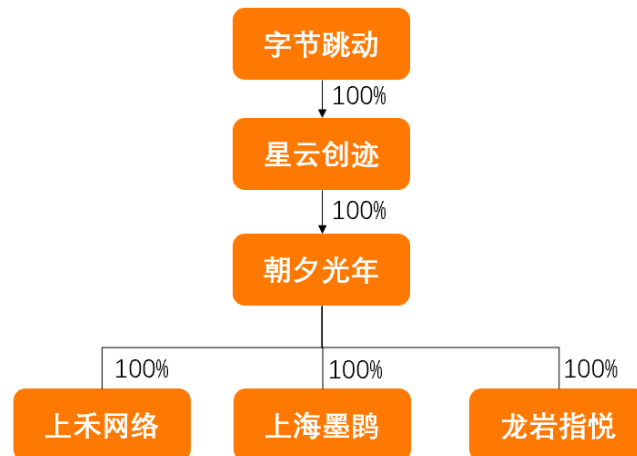
相关报告

- 1 《凯撒文化-年报点评报告:19Q2 预告业绩持续高增，静待头部游戏版号及上线》 2019-05-18
- 2 《凯撒文化-公司点评:一季度预告 80~120%高增长超预期，逻辑逐步兑现》 2019-03-18
- 3 《凯撒文化-公司点评:18 年业绩快报符合预期，海外版权金落地增加信心》 2019-02-01

1. 朝夕光年简介

朝夕光年为字节跳动子公司星云创迹的子公司。朝夕光年成立于 2013 年，创始人为程昊，主要产品为《朝夕日历》——一款时间管理应用。2017 年 9 月，朝夕光年的法人、高管及投资方先后更换，初创团队悉数退出，字节跳动完成收购，公司法人兼 CEO 由头条副总裁谢欣担任。2018 年 10 月，朝夕光年从谢欣手上转交至头条高级副总裁张利东，正式进军游戏领域。

图 1：朝夕光年股权穿透图

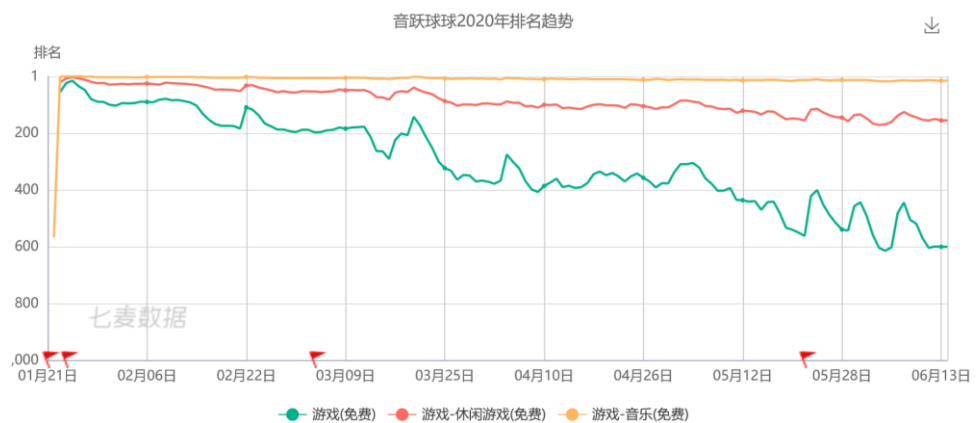


资料来源：天眼查、天风证券研究所

通过收购迅速补全自研能力，尝试做中重度游戏产品。2019 年 3 月份，字节跳动以 1.1 亿的出价，对原三七互娱子公司上海墨鹍进行收购，并纳入朝夕光年旗下。上海墨鹍是手游研发商，擅长 MMO 品类的研发，曾推出过 IP 手游《择天记》等高流水产品。几乎同一时段，字节跳动又用“朝夕光年”购入了上禾网络 45.19% 股份。上禾同是手游研发商，已开发《极限对决》《如懿传》两款手游。

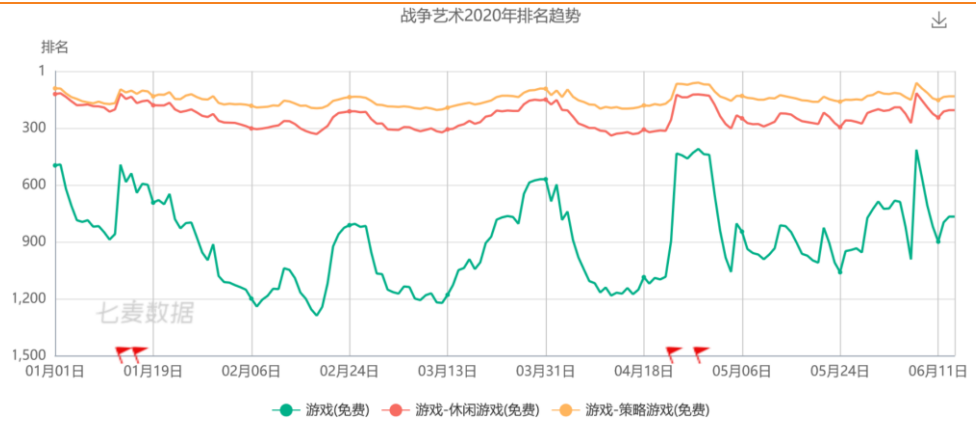
目前朝夕光年主要运营的产品有《音跃球球》、《战争艺术》及《热血街篮》等。《音跃球球》19 年 6 月份手游版本正式上架，到 8 月份在一系列的广告投放和字节跳动的力推下，曾连续两个月位居免费榜 TOP10 左右。《战争艺术》，自 19 年 8 月 23 日起研运方变为朝夕光年，一个月后游戏挤进免费榜 Top10，《热血街篮》上线即空降免费榜 Top10，反映朝夕光年在各类产品推广上的明显优势。

图 2：《音跃球球》2020 年免费榜排名



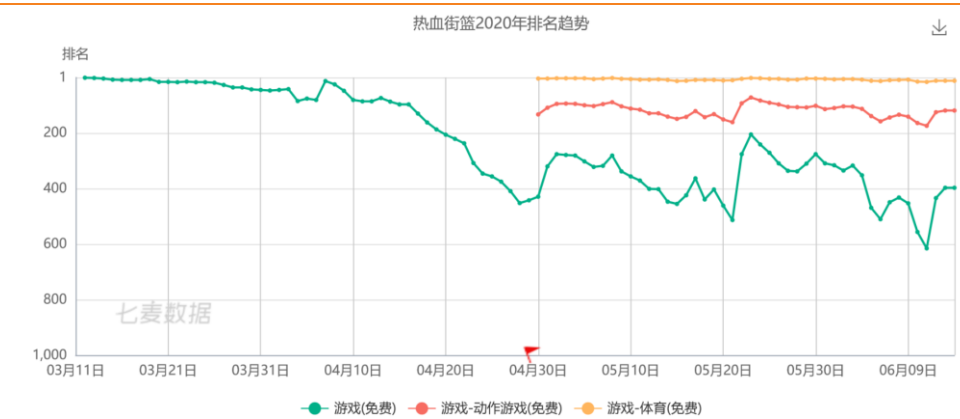
资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 3:《战争艺术》2020 年免费榜排名



资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 4:《热血街篮》2020 年免费榜排名



资料来源：七麦数据、天风证券研究所

2. 凯撒文化游戏 pipeline

2019 年开始凯撒文化与头部平台开展深度合作。《银之守墓人：对决》、《新三国荣耀》、《猎人 X 猎人》已获得了腾讯独家代理，《火影忍者》已获得字节跳动独家代理，《航海王》、《从前有座灵剑山》等也正与大型平台进行独家代理的商业洽谈，上述产品将在 2020-2021 年陆续上线。更早之前，2017 年凯撒文化曾与 360 深度合作《三国志 2017》这款 SLG 游戏并取得了不俗的成绩。

凯撒文化手里的 IP 可以大致分为国内顶尖 IP《银之守墓人：对决》、《从前有座灵剑山》等，这类 IP 源头如果来自腾讯，我们认为基本上由腾讯代理。但海外 S 级别 IP 以及中国自有 IP《火影忍者》、《航海王》、《幽游白书》、《三国系列》主导权就在公司手中，这部分 IP 大概率是头条合作的基础。

表 1: 凯撒文化游戏 pipeline

游戏名称	上线时间（预计）	游戏类型	代理合作
猎人 X 猎人（作为研发技术支持方）	2019 年 11 月上线	动作	腾讯独家代理
报告船长	2020H2	RPG	凯撒文化代理
火影忍者	2020Q4	RPG	字节跳动独家代理
银之守墓人：对决	2021	卡牌 RPG	腾讯独家代理
新三国荣耀	2021	三国	腾讯独家代理
航海王	待定	RPG	大厂代理
从前有座灵剑山	待定	RPG	大厂代理
妖精的尾巴	待定	RPG	未定
遮天修仙录（暂定名）	待定	RPG	凯撒文化代理
魔法学徒的一天	待定	3D 放置类	未定
幽游白书	待定	RPG	未定

资料来源：公司公告、天风证券研究所整理

3. 投资观点

公司大量优质游戏预计于未来 2-3 年内推出，有望通过和字节跳动、腾讯等大厂合作带来持续增长动力。我们根据对产品上线的初步预判，预计公司 20-22 年净利润分别为 2.54 亿/6.04 亿/8.83 亿（前值 19-21 年净利预期分别为 5.79 亿/7.91 亿/9.41 亿，盈利预测调整原因主要系公司管理班子的调整以及游戏与大厂合作的磨合，公司重要产品周期的利润落地相应有所延后），暂不考虑定增稀释，对应当前估值分别为 33x/14x/9x。考虑公司结盟头条、腾讯顶级平台商后游戏作品具备的潜力，我们给予 21 年 25x 目标估值，对应目标市值 150 亿，目标价为 18.5 元，继续给予“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	83.32	187.94	910.40	298.06	1,507.03
应收票据及应收账款	496.66	491.35	426.42	1,430.86	1,043.04
预付账款	133.34	162.44	11.85	516.48	275.88
存货	75.40	29.11	159.38	219.60	453.05
其他	87.51	86.90	112.74	171.84	150.15
流动资产合计	876.23	957.73	1,620.79	2,636.84	3,429.15
长期股权投资	165.09	161.78	161.78	161.78	161.78
固定资产	7.38	10.21	32.64	75.15	116.71
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	331.32	342.45	220.17	97.89	0.00
其他	3,407.85	3,506.05	3,022.38	3,119.01	3,213.85
非流动资产合计	3,911.65	4,020.50	3,472.98	3,523.44	3,564.10
资产总计	4,787.88	4,978.23	5,093.77	6,160.28	6,993.25
短期借款	300.28	340.42	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	136.23	170.30	42.65	557.27	328.47
其他	107.96	337.90	387.71	396.09	634.73
流动负债合计	544.48	848.62	530.36	1,053.36	1,063.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	298.67	0.00	198.84	165.84	121.56
其他	29.27	41.03	24.58	31.63	32.41
非流动负债合计	327.95	41.03	223.42	197.47	153.97
负债合计	872.42	889.66	753.78	1,250.82	1,217.17
少数股东权益	(1.50)	(1.23)	(0.91)	(0.55)	0.37
股本	813.74	813.74	813.74	813.74	813.74
资本公积	2,143.87	2,143.87	2,143.87	2,143.87	2,143.87
留存收益	3,102.48	3,273.38	3,527.15	4,096.26	4,961.96
其他	(2,143.14)	(2,141.19)	(2,143.87)	(2,143.87)	(2,143.87)
股东权益合计	3,915.46	4,088.57	4,339.98	4,909.45	5,776.08
负债和股东权益总	4,787.88	4,978.23	5,093.77	6,160.28	6,993.25

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	278.05	209.96	253.77	604.46	882.92
折旧摊销	135.94	124.65	123.85	126.17	104.17
财务费用	39.05	39.90	26.22	11.13	10.47
投资损失	(129.18)	(1.34)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(181.33)	(718.53)	620.11	(1,224.54)	295.05
其它	(5.27)	732.66	(19.68)	3.70	5.36
经营活动现金流	137.26	387.29	1,004.28	(479.09)	1,297.98
资本支出	206.82	80.98	76.46	72.95	49.21
长期投资	99.82	(3.31)	0.00	0.00	0.00
其他	(590.06)	(282.98)	(96.46)	(159.62)	(108.10)
投资活动现金流	(283.42)	(205.31)	(20.00)	(86.67)	(58.89)
债权融资	604.98	630.43	397.52	397.41	394.98
股权融资	(35.34)	(40.81)	(28.90)	(11.13)	(10.47)
其他	(606.60)	(685.81)	(630.43)	(432.88)	(414.62)
筹资活动现金流	(36.96)	(96.18)	(261.81)	(46.59)	(30.12)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(183.12)	85.80	722.47	(612.35)	1,208.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	744.66	803.70	841.88	1,659.65	2,210.65
营业成本	332.78	246.48	219.91	604.94	829.44
营业税金及附加	5.35	5.00	4.21	8.30	11.05
营业费用	46.51	52.86	61.78	67.51	74.26
管理费用	102.95	106.43	123.47	132.61	141.89
研发费用	58.31	85.72	100.46	128.15	153.78
财务费用	36.61	42.76	26.22	11.13	10.47
资产减值损失	49.04	(79.00)	0.00	30.00	0.00
公允价值变动收益	13.78	22.95	(20.00)	3.33	4.44
投资净收益	129.18	1.34	0.00	0.00	0.00
其他	(287.75)	137.62	40.00	(6.67)	(8.89)
营业利润	257.89	181.54	285.82	680.35	994.20
营业外收入	21.17	5.74	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.24	0.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	277.83	186.32	285.82	680.35	994.20
所得税	(0.22)	(23.63)	31.73	75.52	110.36
净利润	278.05	209.96	254.09	604.83	883.84
少数股东损益	(0.20)	0.26	0.32	0.36	0.92
归属于母公司净利润	278.25	209.69	253.77	604.46	882.92
每股收益（元）	0.34	0.26	0.31	0.74	1.09

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	5.79%	7.93%	4.75%	97.14%	33.20%
营业利润	28.41%	-29.61%	57.44%	138.03%	46.13%
归属于母公司净利润	9.30%	-24.64%	21.02%	138.19%	46.07%
获利能力					
毛利率	55.31%	69.33%	73.88%	63.55%	62.48%
净利率	37.37%	26.09%	30.14%	36.42%	39.94%
ROE	7.10%	5.13%	5.85%	12.31%	15.29%
ROIC	9.77%	7.74%	8.70%	20.57%	21.94%
偿债能力					
资产负债率	18.22%	17.87%	14.80%	20.30%	17.40%
净负债率	13.32%	10.82%	-11.82%	2.02%	-19.25%
流动比率	1.61	1.13	3.06	2.50	3.23
速动比率	1.47	1.09	2.76	2.29	2.80
营运能力					
应收账款周转率	1.66	1.63	1.83	1.79	1.79
存货周转率	7.48	15.38	8.93	8.76	6.57
总资产周转率	0.16	0.16	0.17	0.29	0.34
每股指标（元）					
每股收益	0.34	0.26	0.31	0.74	1.09
每股经营现金流	0.17	0.48	1.23	-0.59	1.60
每股净资产	4.81	5.03	5.33	6.03	7.10
估值比率					
市盈率	29.98	39.78	32.87	13.80	9.45
市净率	2.13	2.04	1.92	1.70	1.44
EV/EBITDA	8.50	5.81	16.03	9.17	5.58
EV/EBIT	11.77	7.25	22.40	10.85	6.16

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