

凯撒文化 (002425)

证券研究报告

2020 年 10 月 27 日

期待大厂代理大作上线催化业绩，定增终获批

事件：公司于 2020 年 10 月 25 日下午公布 2020 年第三季度报告，公司 2020Q1-Q3 实现营收 4.44 亿元，同比下降 26.41%；归母净利润 1.50 亿元，同比下降 26.09%，扣非后归母净利润 1.44 亿元，同比下降 28.17%，符合前期预期。

经拆分，20Q3 实现营收 1.39 亿元，同比下降 18.86%，环比增长 8.27%；归母净利润 0.33 亿元，同比增长 43.07%，环比下降 8.89%；扣非后归母净利润 0.32 亿元，同比增长 43.67%，环比下降 1.57%。Q3 单季净利情况同比改善。

公司前三季度毛利率、净利率情况总体稳定。公司 20Q1-Q3 毛利率 72.29%，同比下降 0.03pct，其中 20Q3 毛利率 68.83%，同比下降 0.35pct，环比下降 1.29pct。公司 20Q1-Q3 净利率 33.88%，同比增加 0.19pct，其中 20Q3 净利率 23.74%，同比增加 10.36pct，环比下降 4.44pct。

公司整体费用情况有所下降。公司 20Q1-Q3 四项费用为 1.46 亿元，同比下降 27.14%，整体费用率同比下降 0.33pct 至 32.77%，其中：销售费用减少系薪酬、广告宣传费减少所致，研发费用减少系委托外部开发费用减少所致。经拆分，公司 20Q3 四项费用为 0.49 亿元，同比下降 38.61%，环比下降 3.36%，整体费用率 35.45%，同比下降 11.41pct，环比下降 4.26pct。

现金流情况总体健康，20Q1-Q3 经营性活动现金净额 1.72 亿元，同比增长 27.55%，占营收比重为 38.64%，占归母净利润比重为 114.33%。

公司 9 亿定增终获批文，密切关注落地情况。根据 10 月 26 日最新公告，公司 9 亿定增获证监会审核通过，本次公司拟募集 9 亿资金，发行对象不超过 35 名，锁定期 6 个月，且发行股份数不超过本次定增前总股本的 30%的发行上限。本次发行扣除发行费用后的实募资金低于拟投资项目实际资金需求总量，不足部分由公司自筹解决。本次发行募集资金将用于游戏研发及运营建设项目、代理海外游戏发行项目和补充流动资金，为公司未来三年发展提供资金支持，进一步加强公司在移动端网络游戏的核心竞争力，拓宽公司未来海外市场空间以及收入增长空间。

投资建议：公司上半年受海外疫情影响版权授权收入，《三国志：威力无双》5 月已在港澳台地区上线，年底有望快手独代国内上线（目前定档 12 月 2 日），字节跳动国内代理《火影忍者》等待版号落地上线时间明确，目前官网预约人数已突破 700 万，以及腾讯合作《新三国荣耀》等，公司通过 IP 精品游戏锁定字节跳动、腾讯、快手等大平台合作，大量优质游戏预计于未来 2 年内推出，预计将持续增厚公司业绩。定增已获证监会通过，9 亿定增有助加大游戏研发和运营投入。我们预计公司 20-22 年业绩预期分别为 2.3 亿/6 亿/8.4 亿，对应估值 34x/13x/9x。近期游戏行业受买量成本提升、行业增速下降等市场担忧影响，板块整体大幅调整，我们认为行业长期发展逻辑不变，建议中长线逻辑不变，关注长期投资价值。

风险提示：项目上线延期；流水不达预期；行业竞争加剧及监管趋严等风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	744.66	803.70	625.38	1,110.42	1,424.66
增长率(%)	5.79	7.93	(22.19)	77.56	28.30
EBITDA(百万元)	486.27	619.84	392.06	808.59	1,048.15
净利润(百万元)	278.25	209.69	229.76	604.26	839.76
增长率(%)	9.30	(24.64)	9.57	163.00	38.97
EPS(元/股)	0.34	0.26	0.28	0.74	1.03
市盈率(P/E)	28.08	37.25	34.00	12.93	9.30
市净率(P/B)	1.99	1.91	1.83	1.63	1.43
市销率(P/S)	10.49	9.72	12.49	7.04	5.48
EV/EBITDA	8.50	5.81	16.08	8.24	5.24

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	9.2 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)	812.99
A 股总市值(百万元)	7,811.95
流通 A 股市值(百万元)	7,804.71
每股净资产(元)	5.16
资产负债率(%)	16.56
一年内最高/最低(元)	22.75/4.40

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

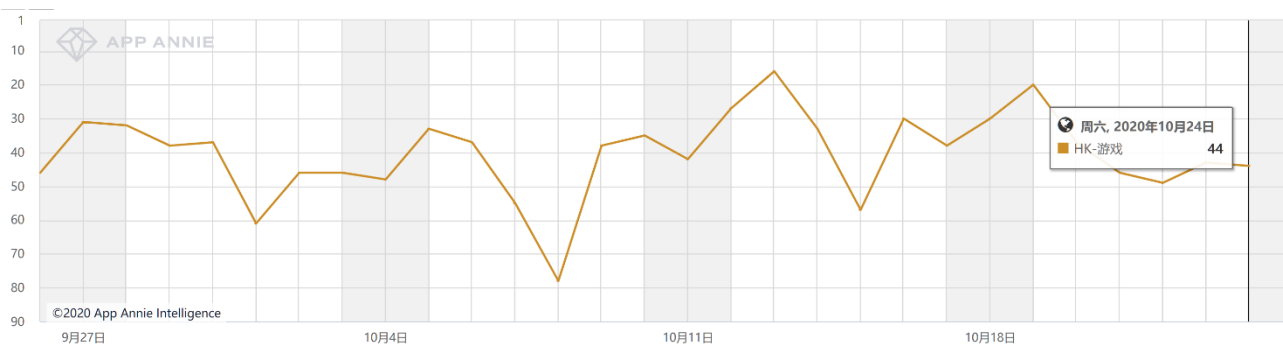


资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《凯撒文化-半年报点评：静待大作上线，合作顶级平台未来可期》 2020-08-27
- 2 《凯撒文化-公司点评：《三国志威力无双》合作快手，三大顶级平台合作助力业绩增长》 2020-08-03
- 3 《凯撒文化-公司点评：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》 2020-06-15

图 1:《三国志威力无双》香港地区 iPhone 畅销榜排名情况



资料来源: App Annie、天风证券研究所

图 2:《三国志威力无双》游戏界面



资料来源: TAP TAP、天风证券研究所

图 3:《三国志:威力无双》游戏界面



资料来源: TAP TAP、天风证券研究所

图 4:《火影忍者: 巅峰对决》游戏界面



资料来源: TAP TAP、天风证券研究所

图 5:《火影忍者: 巅峰对决》游戏界面



资料来源: TAP TAP、天风证券研究所

9 亿定增终获批文，密切关注后续落地情况

根据 20 年 2 月最新修订的定增方案，本次发行预计募集 9.00 亿的资金，发行对象不超过 35 名(含 35 名)，自发行结束之日起 6 个月内不得转让，发行数量按照本次非公开发行募集资金总额除以最终询价确定的发行价格计算得出，且不超过本次非公开发行前公司总股本 81,374.44 万股的 30% 的发行上限，即不超过 24,412.33 万股（含 24,412.33 万股）。若本次发行扣除发行费用后的实际募集资金低于拟投资项目的实际资金需求总量，不足部分由公司自筹解决。

本次发行募集资金将用于三个项目，分别为：1）游戏研发及运营建设项目，2）代理海外游戏发行项目，3）补充流动资金。

本次非公开发行的目的是加强移动端网络游戏的研发及运营，提升公司在游戏领域的核心

竞争力，通过代理游戏进行海外发行，增强公司的盈利能力，拓宽公司未来海外市场空间以及收入增长空间。

表 1：非公开募集计划资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金拟投入额
1	游戏研发及运营建设项目	81,184	59,318
2	代理游戏海外发行项目	7,672	6,697
3	补充流动资金	24,025	24,025
合计		112,881	90,040

资料来源：公司公告、天风证券研究所

投资建议

公司上半年受海外疫情影响版权授权收入,《三国志:威力无双》5 月已在港澳台地区上线,年底有望快手独代国内上线(目前定档 12 月 2 日),字节跳动国内代理《火影忍者》等待版号落地上线时间明确,目前官网预约人数已突破 700 万,以及腾讯合作《新三国荣耀》等,公司通过 IP 精品游戏锁定字节跳动、腾讯、快手等大平台合作,大量优质游戏预计于未来 2 年内推出,预计将持续增厚公司业绩。定增已获证监会通过,9 亿定增有助加大游戏研发和运营投入。由于公司头部游戏《火影忍者》受版号原因上线时间顺延,我们轻微下调公司 20 年盈利预测(原盈利预测为 20-22 年 2.5 亿/6 亿/8.8 亿),我们预计公司 20-22 年业绩预期分别为 2.3 亿/6 亿/8.4 亿,对应估值 34x/13x/9x。近期游戏行业受买量成本提升、行业增速下降等市场担忧影响,板块整体大幅调整,我们认为行业长期发展逻辑不变,建议中长线逻辑不变,关注长期投资价值。

风险提示

项目上线延期;流水不达预期;行业竞争加剧及监管趋严等风险。

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	1,063.87	609.74	1,678.05
应收票据及应收账款	496.66	491.35	190.41	1,052.24	542.08
预付账款	133.34	162.44	66.87	137.59	145.49
存货	75.40	29.11	115.53	31.13	209.18
其他	87.51	86.90	95.36	137.40	111.75
流动资产合计	876.23	957.73	1,532.04	1,968.11	2,686.55
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	5,005.01	5,491.55	6,250.65
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	81.70	150.46	165.98
其他	107.96	337.90	322.29	263.96	351.34
流动负债合计	544.48	848.62	503.99	514.43	617.32
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	727.42	711.89	771.30
少数股东权益	(1.50)	(1.23)	(0.94)	(0.58)	0.30
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	3,464.79	3,966.49	4,665.31
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	4,277.60	4,779.65	5,479.35
负债和股东权益总计	4,787.88	4,978.23	5,005.01	5,491.55	6,250.65

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	278.05	209.96	229.76	604.26	839.76
折旧摊销	135.94	124.65	123.85	126.17	104.17
财务费用	39.05	39.90	26.05	10.62	9.94
投资损失	(129.18)	(1.34)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(181.33)	(718.53)	835.96	(998.92)	321.31
其它	(5.27)	732.66	(19.71)	3.70	5.32
经营活动现金流	137.26	387.29	1,195.91	(254.17)	1,280.50
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)	(28.73)	(10.62)	(9.94)
其他	(606.60)	(685.81)	(668.77)	(500.09)	(538.34)
筹资活动现金流	(36.96)	(96.18)	(299.98)	(113.29)	(153.30)
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	875.93	(454.13)	1,068.31

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	625.38	1,110.42	1,424.66
营业成本	332.78	246.48	168.75	234.11	296.33
营业税金及附加	5.35	5.00	3.13	5.55	7.12
营业费用	46.51	52.86	16.07	15.68	16.15
管理费用	102.95	106.43	83.05	86.93	93.02
研发费用	58.31	85.72	66.17	69.06	72.52
财务费用	36.61	42.76	26.05	10.62	9.94
资产减值损失	49.04	(79.00)	0.00	20.00	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	242.15	671.80	934.03
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	242.15	671.80	934.03
所得税	(0.22)	(23.63)	12.11	67.18	93.40
净利润	278.05	209.96	230.05	604.62	840.63
少数股东损益	(0.20)	0.26	0.29	0.36	0.88
归属于母公司净利润	278.25	209.69	229.76	604.26	839.76
每股收益（元）	0.34	0.26	0.28	0.74	1.03

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	5.79%	7.93%	-22.19%	77.56%	28.30%
营业利润	28.41%	-29.61%	33.39%	177.43%	39.03%
归属于母公司净利润	9.30%	-24.64%	9.57%	163.00%	38.97%
获利能力					
毛利率	55.31%	69.33%	73.02%	78.92%	79.20%
净利率	37.37%	26.09%	36.74%	54.42%	58.94%
ROE	7.10%	5.13%	5.37%	12.64%	15.33%
ROIC	9.77%	7.74%	7.99%	22.15%	23.41%
偿债能力					
资产负债率	18.22%	17.87%	14.53%	12.96%	12.34%
净负债率	13.32%	10.82%	-15.58%	-4.44%	-23.42%
流动比率	1.61	1.13	3.04	3.83	4.35
速动比率	1.47	1.09	2.81	3.77	4.01
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	8.65	15.14	11.86
总资产周转率	0.16	0.16	0.13	0.21	0.24
每股指标（元）					
每股收益	0.34	0.26	0.28	0.74	1.03
每股经营现金流	0.17	0.48	1.47	-0.31	1.57
每股净资产	4.81	5.03	5.26	5.87	6.73
估值比率					
市盈率	28.08	37.25	34.00	12.93	9.30
市净率	1.99	1.91	1.83	1.63	1.43
EV/EBITDA	8.50	5.81	16.08	8.24	5.24
EV/EBIT	11.77	7.25	23.51	9.76	5.82

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