

凯撒文化 (002425)

证券研究报告

2021年03月30日

一季度业绩超预期，字节腾讯合作游戏年内可期

事件：公司于2021年3月30日披露20年业绩快报及21Q1业绩预告，公司21Q1实现归母净利润1.47亿元~1.71亿元，同比增长80%~110%，主要系前期投入的游戏产品开始上线运营（21Q1新上线《三国志·威力无双》及《荣耀三国》日本版等）以及实现授权收入等。同时，2020年度业绩快报预计公司2020年实现营业收入5.90亿，同比下降26.64%；归母净利润1.24亿元，同比下降40.80%，主要系①公司海外业务受疫情影响，海外版权业务收入大幅下降。②公司游戏新产品上线未能按照预期计划推进，游戏业务收入出现一定幅度的下降。

公司后续大厂合作游戏储备丰富，字节跳动《火影忍者》、腾讯国内发行《荣耀新三国》、《从前有座灵剑山》有望于年内上线。除年初上线快手合作的《三国志·威力无双》外，《荣耀新三国》海外日本版已经上线，腾讯负责发行的国内版本正等版号批复；字节跳动去年签约《火影忍者：巅峰对决》预约人数超800万，等待今年最后上线排期。腾讯合作《从前有座灵剑山》进入到测试尾声，上线时间预计在Q3左右。公司预计《荣耀新三国》首月流水预期可以参考腾讯同类型策略类游戏首月流水，而《火影忍者：巅峰对决》参考预约数及3年运营周期，两款游戏流水分成符合行业平均水平。

公司深耕策略类、卡牌类细分赛道，和多家大厂合作。公司目前研发团队主要以子公司天上友嘉为主，以工作室模式进行，主要聚焦两个大的品类（策略类和卡牌类）。2020年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，合作期限为10年。我们认为公司将逐步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，有望以《火影忍者》为第一款从21年持续合作双赢。此外，公司和腾讯、快手的产品合作也说明公司丰富的IP优势。

投资建议：公司前期定增落地获得资金有利研发投入，21Q1业绩表现亮眼，未来公司将继续通过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，带来业绩弹性。20年由于新游上线推迟、疫情影响海外版权金，我们调整公司20-22年业绩预期分别为1.24亿/5.79亿/7.98亿（前期预测分别为2.3亿/6亿/8.4亿），对应估值64x/14x/10x，字节跳动、腾讯合作游戏有望催化业绩，维持“买入”评级。

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；业绩快报和预告仅为公司初步核算数据，请以年报及季报为准。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	744.66	803.70	589.62	1,035.13	1,348.77
增长率(%)	5.79	7.93	(26.64)	75.56	30.30
EBITDA(百万元)	486.27	619.84	283.76	741.94	946.32
净利润(百万元)	278.25	209.69	124.29	578.98	797.54
增长率(%)	9.30	(24.64)	(40.73)	365.85	37.75
EPS(元/股)	0.29	0.22	0.13	0.61	0.83
市盈率(P/E)	28.74	38.14	64.35	13.81	10.03
市净率(P/B)	2.04	1.96	1.85	1.66	1.46
市销率(P/S)	10.74	9.95	13.56	7.73	5.93
EV/EBITDA	8.50	5.81	22.54	9.12	5.96

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	8.36元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	956.67
流通A股股本(百万股)	813.07
A股总市值(百万元)	7,997.72
流通A股市值(百万元)	6,797.23
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-季报点评:期待大厂代理大作上线催化业绩，定增终获批》 2020-10-27
- 2 《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
- 3 《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

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	1,160.50	692.68	1,719.21
应收票据及应收账款	496.66	491.35	151.42	1,006.97	502.42
预付账款	133.34	162.44	67.24	141.44	152.34
存货	75.40	29.11	116.33	33.35	216.04
其他	87.51	86.90	92.49	133.17	108.95
流动资产合计	876.23	957.73	1,587.99	2,007.61	2,698.94
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	5,060.97	5,531.05	6,263.05
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	82.16	154.80	173.60
其他	107.96	337.90	322.87	265.22	357.38
流动负债合计	544.48	848.62	505.03	520.01	630.98
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	728.45	717.48	784.95
少数股东权益	(1.50)	(1.23)	(1.07)	(0.73)	0.11
股本	813.74	813.74	956.67	956.67	956.67
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	3,376.92	3,857.63	4,521.33
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	4,332.51	4,813.57	5,478.10
负债和股东权益总计	4,787.88	4,978.23	5,060.97	5,531.05	6,263.05

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	278.05	209.96	124.29	578.98	797.54
折旧摊销	135.94	124.65	123.85	126.17	104.17
财务费用	39.05	39.90	25.95	10.42	9.80
投资损失	(129.18)	(1.34)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(181.33)	(718.53)	877.68	(991.60)	314.70
其它	(5.27)	732.66	(19.84)	3.68	5.28
经营活动现金流	137.26	387.29	1,131.92	(272.35)	1,231.50
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)	114.30	(10.42)	(9.80)
其他	(606.60)	(685.81)	(651.17)	(495.80)	(531.26)
筹资活动现金流	(36.96)	(96.18)	(139.36)	(108.80)	(146.08)
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	972.56	(467.82)	1,026.53

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	744.66	803.70	589.62	1,035.13	1,348.77
营业成本	332.78	246.48	169.69	238.94	307.52
营业税金及附加	5.35	5.00	3.66	6.43	8.38
营业费用	46.51	52.86	16.92	18.63	21.18
管理费用	102.95	106.43	83.61	83.95	89.02
研发费用	58.31	85.72	73.82	74.74	84.97
财务费用	36.61	42.76	25.95	10.42	9.80
资产减值损失	49.04	(79.00)	62.00	0.00	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	133.97	605.35	832.34
营业外收入	21.17	5.74	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.24	0.96	5.01	5.01	5.01
利润总额	277.83	186.32	128.96	600.34	827.33
所得税	(0.22)	(23.63)	4.51	21.01	28.96
净利润	278.05	209.96	124.44	579.33	798.38
少数股东损益	(0.20)	0.26	0.16	0.35	0.83
归属于母公司净利润	278.25	209.69	124.29	578.98	797.54
每股收益(元)	0.29	0.22	0.13	0.61	0.83

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	5.79%	7.93%	-26.64%	75.56%	30.30%
营业利润	28.41%	-29.61%	-26.21%	351.87%	37.50%
归属于母公司净利润	9.30%	-24.64%	-40.73%	365.85%	37.75%
获利能力					
毛利率	55.31%	69.33%	71.22%	76.92%	77.20%
净利率	37.37%	26.09%	21.08%	55.93%	59.13%
ROE	7.10%	5.13%	2.87%	12.03%	14.56%
ROIC	9.77%	7.74%	4.84%	21.76%	22.70%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	18.22%	17.87%	14.39%	12.97%	12.53%
净负债率	13.32%	10.82%	-17.61%	-6.13%	-24.17%
流动比率	1.61	1.13	3.14	3.86	4.28
速动比率	1.47	1.09	2.91	3.80	3.94

营运能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
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	8.11	13.83	10.82
总资产周转率	0.16	0.16	0.12	0.20	0.23

每股指标(元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.29	0.22	0.13	0.61	0.83
每股经营现金流	0.14	0.40	1.18	-0.28	1.29
每股净资产	4.09	4.28	4.53	5.03	5.73

估值比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率	28.74	38.14	64.35	13.81	10.03
市净率	2.04	1.96	1.85	1.66	1.46
EV/EBITDA	8.50	5.81	22.54	9.12	5.96
EV/EBIT	11.77	7.25	39.99	10.98	6.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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