

# 定增落地夯实研运优势，一季报业绩预告亮眼

## 凯撒文化(002425)

### 事件概述

2021年3月29日晚，公司发布业绩快报及Q1业绩预告。2021Q1预计实现归母净利润1.47-1.71亿元，同比增长80%-110%。2020年度公司预计实现营业收入5.90亿元，同比下降26.64%；预计实现归母净利润为1.24亿元，同比下降40.80%。

### ►游戏研发及运营优势加持，与头部平台深度合作

凯撒文化目前在MMORPG、回合卡牌、SLG等游戏类型和二次元、三国、仙侠的游戏题材上已经具有一定研发及运营优势。此外，凯撒文化长期与头部平台展开深度合作，多款游戏得到腾讯、阿里、字节跳动、快手等头部平台的认可，构建了稳定的合作关系。

公司2021Q1财务业绩表现良好，主要是前期投入的游戏产品包括2021Q1新上线的《三国志·威力无双》《荣耀三国》日本版等产品开始上线运营以及实现授权收入，2021年公司在研多款精品游戏陆续上线，预计将给公司带来持续的收入。同时，基于公司与多个头部平台建立了多层次联合发行网络，我们预计公司未来业绩成长空间较大。

### ►定增募集9亿元，投入游戏研发及运营项目

公司募集资金总额9亿元，发行募集资金将用于游戏研发及运营建设项目、代理游戏海外发行项目及补充流动资金。公司计划通过加大投入，拓展现有优势品类，进一步提升公司在游戏领域的核心竞争力。同时，坚持全球化的发展布局，加速海外市场的开拓，继续扩展代理国内精品游戏在海外的发行业务，提高游戏产品的储备效率，拓宽未来海外市场空间以及收入增长空间，增强自身盈利能力。

### ►投资建议

我们预计公司2020-2022年实现营业收入分别为5.90、9.24、11.95亿元，实现归母净利润分别为1.24、4.24、5.51亿元，EPS分别为0.13、0.44、0.58元，对应当前股价的PE分别为63、18、14倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

### ►风险提示

市场竞争风险；核心人员流失风险；行业政策风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	745	804	590	924	1,195
YoY (%)	5.8%	7.9%	-26.6%	56.8%	29.3%

### 评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	8.11
股票代码:	002425
52周最高价/最低价:	22.75/4.4
总市值(亿)	77.59
自由流通市值(亿)	65.94
自由流通股数(百万)	813.07



分析师: 赵琳  
邮箱: zhaolin@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520040003

联系人: 李钊  
邮箱: lizhao1@hx168.com.cn

### 相关研究

归母净利润(百万元)	278	210	124	424	551
YoY (%)	9.3%	-24.6%	-40.8%	242.1%	29.8%
毛利率 (%)	55.3%	69.3%	68.1%	74.2%	74.5%
每股收益 (元)	0.29	0.22	0.13	0.44	0.58
ROE	7.1%	5.1%	2.9%	9.2%	10.6%
市盈率	27.88	37.00	62.52	18.28	14.09

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 凯撒文化：从服装到泛娱乐，从白手起家到“二次创业”	3
2. 多领域精细布局，泛娱乐先锋之路	3
2.1. 游戏：依托研发实力，多款优质 IP 手游成绩不俗	3
2.2. IP 运营：建立优质 IP 资源库，放大 IP 价值	4
2.3. 动漫：深挖动漫粉丝心理诉求，打造优质国漫产品	6
2.4. 影视：基于泛娱乐战略，制定多方位打造计划	6
3. 定增募集 9 亿元，投入游戏研发及运营项目	7
4. 游戏研发及运营优势加持，与头部平台深度合作	7
5. 2020 年受疫情影响业绩下降，未来仍有成长空间	8
6. 投资建议	9
7. 风险提示	9

## 图表目录

图 1 凯撒文化泛娱乐产业布局	3
图 2 凯撒文化动漫作品	6
图 3 凯撒文化影视作品	7
图 4 凯撒文化与腾讯游戏战略合作仪式	8
图 5 2018-2020 年公司营业收入情况	9
图 6 2018-2020 年公司归母净利润情况	9
表 1 凯撒文化主要游戏及其介绍	4
表 2 凯撒文化精品 IP	5
表 3 凯撒文化募集资金投资项目情况	7
表 4 可比公司估值情况	9

## 1. 凯撒文化：从服装到泛娱乐，从白手起家到“二次创业”

凯撒文化由董事长郑合明白手起家，开创了服装品牌“凯撒”，并将其打造成优秀品牌，最终实现在内地 A 股上市。而后鉴于整个服装产业景气不振，郑合明在经过深思熟虑之后，决定重新创业，将目光瞄向快速发展的游戏产业。2014 年，凯撒文化从传统行业开始往互联网泛娱乐产业转型，并制定全新发展战略：以 IP 为主线，泛娱乐为框架，致力成为国内领先的互联网泛娱乐运营商。2016 年初，公司泛娱乐全产业链布局铺开。

## 2. 多领域精细布局，泛娱乐先锋之路

自 2014 年转型泛娱乐以来，凯撒文化已经建立起完整并丰富的以精品 IP 为核心的泛娱乐一体化生态体系。凯撒文化全面布局以精品 IP、游戏、动漫、影视为主的泛娱乐产业；开展 IP 运营、游戏研发与发行、动漫出品与投资、影视剧出品与投资、互联网文化产业投资等多维度业务。过去几年，凯撒文化以领先的资源整合优势、多元化的 IP 储备实力和专业的 IP 孵化运营能力，在多个领域取得了优秀成果。

图 1 凯撒文化泛娱乐产业布局



资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 2.1. 游戏：依托研发实力，多款优质 IP 手游成绩不俗

公司目前网络游戏业务收入主要来源于子公司酷牛互动和天上友嘉，游戏类型主要为移动端网络游戏。在运营模式方面，公司采取联合运营的模式，与游戏发行商共同联合运营移动端网络游戏，游戏玩家通过联合运营方平台进行游戏产品的下载，并通过联合运营方提供的渠道进行充值并消费。

凯撒文化拥有顶尖的手游研发实力和强大的游戏发行能力。代表手游有：由东映动画、车田正美正版授权并为游戏提名的“圣斗士星矢”30 周年纪念之作《圣斗士

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

星矢：重生》；由日本光荣特库摩正版授权的手游《三国志 2017》等。2018 年推出《从前有座灵剑山》《锦绣未央》《银之守墓人》《妖精的尾巴》等知名 IP 改编的手游。

依托于凯撒自身的 IP 理解和研发实力，多款优质 IP 手游取得不俗成绩，如《圣斗士星矢：重生》《新仙剑奇侠传》《三国志 2017》《唐门世界》等。日本光荣特库摩正版授权的重点产品《三国志 2017》成绩斐然，成为 2017 年度爆款 SLG 手游。2017 年 8 月底在国内上线，首日流水破 500 万，首月流水破亿；2017 年 11 月在中国港澳台上线，谷歌、苹果双榜登顶；2018 年在日本、韩国上线，均获下载畅销双榜 TOP。其他老产品如《圣斗士星矢：重生》等也保持了长期稳定的运营。

游戏联运方面，子公司酷牛互动在游戏联合发行业务上进行尝试，组建了经验丰富的团队，从渠道发行和联运买量两条路线入手，先后上线了若干款手游，涵盖了卡牌、SLG 和 MMORPG 等游戏类型，为公司未来独立运营大规模产品，进行了有益的尝试。

游戏研发方面，公司目前在研多款精品游戏，预计未来几年内陆续上线，将给公司带来持续的收入。游戏联合发行方面，公司建立了稳定的多层次联合发行网络，多款游戏得到腾讯、阿里等头部平台的认可，达成了长期稳定的深度合作。

表 1 凯撒文化主要游戏及其介绍

主要游戏	成绩
三国志 2017	日本光荣特库摩正版授权，三十年经典 IP 手游再塑。《三国志 2017》由《三国志 11》授权改编，2017 年 8 月 30 日全平台上线，24 小时安卓渠道流水破 500 万，10 天内达到 App Store 总畅销榜第五位，上线月流水破亿。
圣斗士星矢：重生	由东映动画、车田正美正版授权并为游戏提名，为“圣斗士星矢”30 周年纪念之作。游戏于 2016 年 5 月在中国发行、2016 年第四季度在日本发行。游戏连续数周位列苹果 App Store 畅销总榜前列，最高获 TOP3；首日流水 300 万，首月近亿。
新仙剑奇侠传	台湾大字官方正版授权，二十年经典单机 IP 手游巨献；上线当日，48 小时登顶 iPhone/iPad 畅销双榜 TOP10，首月流水破亿，最高位列苹果 App Store 畅销总榜 TOP8。
轩辕剑 3 手游版	《轩辕剑》是由台湾大字从 1990 年开始制作发行的系列游戏，至今为止已发行 12 款角色扮演游戏。《轩辕剑 3 手游版》改编自《轩辕剑叁：云和山的彼端》，为 2017 年轩辕剑系列开年大作，于 2017 年 3 月 1 日正式上线，上线三小时全渠道即流水突破百万。
唐门世界	唐家三少亲自担任制作人，首款网络小说 IP 改编成功的手机游戏，开创了 IP 商业化先河。凯撒文化也成为中国最早将网络小说 IP 商业化运作的运营商之一。
龙珠觉醒	由天上友嘉提供技术支持，于 2019 年上半年正式上线，上线首日成功登顶 Apple Store 免费榜，2019 年表现出色，为公司贡献部分收入。
猎人 X 猎人	于 2019 年底在腾讯平台上线，首月总流水破亿元。
报告船长	《报告船长》是一款航海题材的关卡类 RPG 手游，2019 年 11 月入围硬核联盟超明星产品。游戏推出四大特色玩法，从阵营对抗、即时海战、巨兽挑战、开放海域四方面发力，全方位拓展游戏的丰富玩法，打造真正的创新海战手游。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

## 2.2.IP 运营：建立优质 IP 资源库，放大 IP 价值

凯撒文化建立了健全的 IP 接触、筛选、评估、合同签署引入机制，与海内外 IP 资源公司建立了紧密合作关系，持续挖掘甄别并引入优质 IP。国内 IP 储备方面，凯撒文化在 2016 年获得腾讯动漫旗下 10 个重量级明星 IP 授权，包括《从前有座灵剑

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

山》《银之守墓人》《我的天劫女友》等，基本囊括了腾讯动漫最具人气的动漫作品。国际 IP 储备方面，凯撒文化持续引入《妖精的尾巴》《幽游白书》等多个全球顶级 IP 授权。目前，凯撒文化已建立优质 IP 资源库，将继续以精品 IP 为核心，注重传承 IP 原著精神，向用户传达作者理念，用专业放大 IP 价值，回馈粉丝。

公司目前版权运营收入主要来源于母公司、子公司凯撒科技、酷牛互动、幻文科技和凯撒香港等主体。在运营模式方面，公司通过获取畅销文学作品版权、影视版权或动漫版权等 IP 版权，授权合作方研发游戏、动漫、电视剧、影视等产品，或将已经研发的游戏授权合作方运营，并获得相应的版权收益。

表 2 凯撒文化精品 IP

精品 IP	内容
火影忍者：巅峰对决	《火影忍者：巅峰对决》是由日本株式会社集英社正版授权的火影首款 3D 大世界手游。
从前有座灵剑山	《从前有座灵剑山》漫画长期位居腾讯动漫榜第一梯队。凯撒文化拥有其手机网络游戏、H5 游戏、网页游戏改编权，现正式开启各项改编权的对外授权等合作。
玄界之门	凯撒文化出品的同名漫画自 2017 年 6 月在腾讯动漫上线以来，人气热度已近 6 亿。凯撒文化拥有《玄界之门》的手机网络游戏、H5 游戏、网页游戏、动漫、影视作品改编权，现正式开启各项改编权的对外授权等合作。
龙符	截止 2017 年 12 月，该小说在纵横中文网上的总点击量破 2.6 亿。凯撒文化拥有其手机网络游戏、网页游戏、动漫作品、影视作品改编权，现正式开启各项改编权的对外授权等合作。
锦绣未央	电视剧播出期间，收视双台双榜登顶，上线 24 小时破 3.6 亿，70 小时破 10 亿，单日点击量最高破 9 亿。凯撒文化将研发同名手游。凯撒文化拥有其手机游戏改编权。
银之守墓人	2017 年腾讯动漫平台最具人气动漫作品之一。凯撒文化拥有其手机网络游戏、H5 游戏、网页游戏改编权，现正式开启各项改编权的对外授权等合作，影视改编作品正式开启对外招商等合作。
超游世界	截止 2018 年 4 月中旬在腾讯动漫点击量已超 15 亿次。凯撒文化拥有其手机网络游戏、H5 游戏、网页游戏、影视作品改编权，现正式开启各项改编权的对外授权等合作。
降灵记	截止 2018 年 4 月中旬，漫画点击量已破 19.7 亿次，综合评分高达 9.6 分。凯撒文化拥有其手机网络游戏、H5 游戏、网页游戏、影视作品改编权，现正式开启各项改编权的对外授权等合作。
东郭小节	截止 2018 年 4 月中旬，点击量 2.3 亿，综合评分 9.5 分。凯撒文化拥有其手机网络游戏、H5 游戏、网页游戏、影视作品改编权，现正式开启各项改编权的对外授权等合作。
我的天劫女友	腾讯动漫月票第一梯队人气作品，凯撒文化拥有其手机网络游戏、H5 游戏、网页游戏、影视作品改编权，现正式开启各项改编权的对外授权等合作。
妖精种植手册	截止 2018 年 4 月中旬，漫画点击量已破 95 亿，综合评分 9.5 分，凯撒文化拥有其手机网络游戏、H5 游戏、网页游戏、影视作品改编权，现正式开启各项改编权的对外授权等合作。
我的逆天神器	截止 2018 年 4 月中旬，漫画点击量已破 34.5 亿，综合评分 9.0 分，凯撒文化拥有其手机网络游戏、H5 游戏、网页游戏、影视作品改编权，现正式开启各项改编权的对外授权等合作。
山河社稷图	截止 2018 年 4 月中旬，漫画点击量已破 8.2 亿，综合评分 9.8 分，凯撒文化拥有其手机网络游戏、H5 游戏、网页游戏、影视作品改编权，现正式开启各项改编权的对外授权等合作。

幻界王	截止 2018 年 4 月中旬，漫画点击量已破 10 亿，收藏数达 61 万，凯撒文化拥有其手机网络游戏、H5 游戏、网页游戏、影视作品改编权，现正式开启各项改编权的对外授权等合作。
说英雄谁是英雄	凯撒文化拥有其手机网络游戏、H5 游戏、网页游戏改编权，现正式开启各项改编权的对外授权等合作，影视改编作品正式开启对外招商等合作。
四大名捕战天王	凯撒文化拥有其手机网络游戏改编权，现正式开启手机网络游戏改编权的对外授权等合作。
中华英雄	香港漫画四大名著之一，全港销量最高的漫画书，凯撒文化拥有其手机游戏改编权。
天火大道	唐家三少代表作之一，凯撒文化拥有其手机游戏改编权。
镇魂街	拥有超过 33 亿的点击量，是当下国内屈指可数的超人气动漫作品之一，凯撒文化拥有其手机游戏改编权。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 2.3. 动漫：深挖动漫粉丝心理诉求，打造优质国漫产品

凯撒文化拥有众多知名 IP 的动漫改编权，深挖动漫粉丝的心理诉求，引导动漫作品的创作，打造优质国漫产品。目前，凯撒文化已投资并携手上海美术电影制片厂联合出品《新葫芦兄弟》，联合出品投资 3D 武侠动画《少年锦衣卫》，联合出品《玄界之门》等动漫，均获超高人气。

图 2 凯撒文化动漫作品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 2.4. 影视：基于泛娱乐战略，制定多方位打造计划

凯撒文化基于泛娱乐战略，以优质 IP 为纽带，制定了覆盖网络剧、电视剧、电影等多方位的打造计划，同知名导演、团队、演员合作，孵化出热度与品质俱佳的影视作品。《说英雄谁是英雄》《玄界之门》等知名 IP 均在影视化运作中。

图 3 凯撒文化影视作品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 3. 定增募集 9 亿元，投入游戏研发及运营项目

公司于 2021 年 3 月 8 日披露非公开发行股票发行情况报告书及上市公告书，定增发行 1.43 亿股，完成全额发行，募集资金总额 9 亿元。此次发行募集资金将用于游戏研发及运营建设项目、代理游戏海外发行项目及补充流动资金。公司计划通过加大投入，结合公司精品 IP 的发展战略，拓展现有优势品类，丰富游戏内容和游戏玩法，通过 3D 技术和精致的游戏原画在游戏当中的应用，提升玩家游戏体验，满足核心玩家的游戏需求，吸引中重度游戏玩家，进一步提升公司在游戏领域的核心竞争力。通过此次募集资金，公司未来将继续扩展代理国内精品游戏在海外的发行业务，提高游戏产品的储备效率，拓宽未来海外市场空间以及收入增长空间，增强自身盈利能力。同时坚持全球化的发展布局，加速海外市场的开拓，持续巩固凯撒文化的全球化经营优势。

表 3 凯撒文化募集资金投资项目情况

	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
1	游戏研发及运营建设项目	81184	59318
2	代理游戏海外发行项目	7672	6697
3	补充流动资金	24025	24025
	合计	112881	90040

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 4. 游戏研发及运营优势加持，与头部平台深度合作

凯撒文化目前在 MMORPG、回合卡牌、SLG 等游戏类型和二次元、三国、仙侠的游戏题材上已经具有一定研发及运营优势，主要聚焦在策略和卡牌两个大的品类。公司长期与头部平台展开深度合作，多款游戏得到腾讯、阿里、字节跳动、快手等头部平台的认可，构建了稳定的合作关系。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

**与腾讯：**凯撒文化旗下游戏《猎人 X 猎人》中国区域已获得了腾讯独家代理并上线发行，首月流水过亿，曾获中国港澳台地区谷歌下载榜第 1 名及苹果 iOS 等多平台强力推荐；其他精品 IP 游戏如《从前有座灵剑山》《代号：荣耀》《银之守墓人：对决》也获得腾讯平台独家代理。

图 4 凯撒文化与腾讯游戏战略合作仪式



资料来源：公司官网，华西证券研究所

**与字节跳动：**2020 年 6 月 12 日，公司与字节跳动旗下的子公司—北京朝夕光年信息技术有限公司签署了 10 年的战略合作协议，主要是进行游戏方面的全面合作。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。公司自研的日本 IP《火影忍者》手游中国区域已获得字节跳动独家代理，基于字节跳动的优质渠道和平台优势，这将提高公司的游戏发行能力。

**与快手：**2021 年 1 月 14 日，凯撒文化自主研发的精品策略类手游《三国志威力无双》正式在国内上线公测，该游戏在国内的独家代理运营商为北京慕远科技有限公司，慕远科技为快手母公司全资控股，这意味着顶级流量平台之一的快手将助力该游戏扩大影响覆盖面，依托高日活平台，可以预见的是，凯撒文化的经营业绩将得到持续性提升。

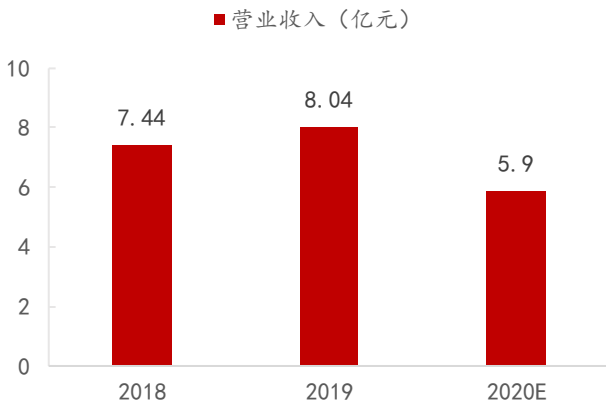
此外，基于全球化精品 IP 战略，凯撒文化与株式会社集英社、株式会社讲谈社、东京电视台、东映动画株式会社、皮乐等日本知名版权方也建立了良好的合作关系，由此获得了多部优质的头部 IP。除此之外，凯撒文化还与国内外多位顶尖作家、漫画家共同合作，孵化优质 IP，并改编成为手游、动漫、影视剧作品。

## 5.2020 年受疫情影响业绩下降，未来仍有成长空间

公司 2018、2019 年营业收入分别为 7.44 亿元和 8.04 亿元，2020 年度业绩快报预计公司实现营业收入 5.90 亿元，同比下降 26.64%；公司 2018、2019 年归母净利润分别为 2.78 亿元和 2.10 亿元，2020 年预计归母净利润为 1.24 亿元，同比下降 40.80%，2020 年业绩下降主要由两大原因造成：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。

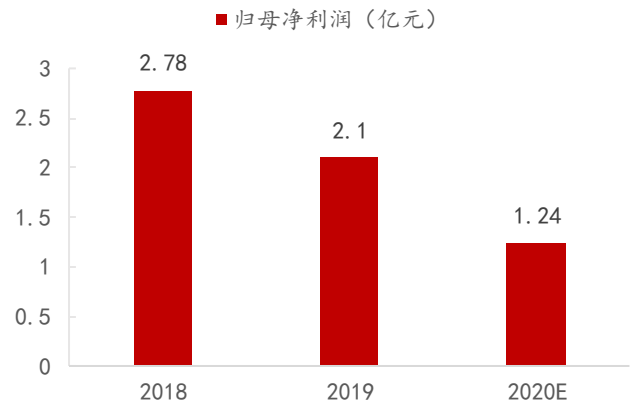


图 5 2018-2020 年公司营业收入情况



资料来源：公司年度报告，华西证券研究所

图 6 2018-2020 年公司归母净利润情况



资料来源：公司年度报告，华西证券研究所

根据公司 2021 年 Q1 业绩预告，公司实现归母净利润 1.47-1.71 亿元，同比增长 80%-110%，主要是前期投入的游戏产品开始上线运营（包括 2021Q1 新上线的《三国志·威力无双》《荣耀三国》日本版等）以及实现授权收入等。

2021 年公司在研多款精品游戏陆续上线，预计将给公司带来持续的收入。同时，基于公司与多个头部平台建立了多层次联合发行网络，我们预计公司未来业绩成长空间较大。

## 6. 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 5.90、9.24、11.95 亿元，实现归母净利润分别为 1.24、4.24、5.51 亿元，EPS 分别为 0.13、0.44、0.58 元，对应当前股价的 PE 分别为 63、18、14 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 4 可比公司估值情况

股票代码	股票名称	归母净利润 (亿元)					P/E				
		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
002555	三七互娱	10.09	21.15	27.76	32.36	38.37	19.89	26.90	23.76	15.15	12.78
002624	完美世界	17.06	15.03	17.80	27.59	32.62	21.46	37.98	21.35	13.78	11.65
603444	吉比特	7.23	8.09	10.46	13.92	16.22	14.72	26.52	29.26	18.17	15.59

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 7. 风险提示

市场竞争风险；核心人员流失风险；行业政策风险

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	804	590	924	1,195	净利润	210	124	425	551
YoY (%)	7.9%	-26.6%	56.8%	29.3%	折旧和摊销	125	58	18	38
营业成本	246	188	239	305	营运资金变动	-38	62	-201	-184
营业税金及附加	5	4	6	8	经营活动现金流	387	324	274	438
销售费用	53	29	46	60	资本开支	-259	-34	-12	-22
管理费用	106	106	111	143	投资	54	0	0	0
财务费用	43	33	32	31	投资活动现金流	-205	-34	-11	-22
资产减值损失	-79	-44	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	1	0	1	0	债务募资	422	0	0	0
营业利润	182	121	393	522	筹资活动现金流	-96	-34	-34	-34
营业外收支	5	-1	0	0	现金净流量	85	256	229	382
利润总额	186	120	393	522	<b>主要财务指标</b>				
所得税	-24	-4	-31	-29	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	
净利润	210	124	425	551	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	210	124	424	551	营业收入增长率	7.9%	-26.6%	56.8%	29.3%
YoY (%)	-24.6%	-40.8%	242.1%	29.8%	净利润增长率	-24.6%	-40.8%	242.1%	29.8%
每股收益	0.22	0.13	0.44	0.58	<b>盈利能力</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	69.3%	68.1%	74.2%	74.5%
货币资金	188	444	673	1,056	净利率率	26.1%	21.1%	46.0%	46.1%
预付款项	162	100	142	172	总资产收益率 ROA	4.2%	2.5%	7.7%	9.0%
存货	29	32	35	48	净资产收益率 ROE	5.1%	2.9%	9.2%	10.6%
其他流动资产	578	468	678	874	<b>偿债能力</b>				
流动资产合计	958	1,044	1,528	2,150	流动比率	<b>1.13</b>	<b>1.33</b>	<b>1.82</b>	<b>2.41</b>
长期股权投资	162	162	162	162	速动比率	0.90	1.16	1.61	2.16
固定资产	10	11	13	15	现金比率	0.22	0.57	0.80	1.18
无形资产	240	225	211	197	资产负债率	17.9%	16.4%	15.9%	15.3%
非流动资产合计	4,020	3,995	3,989	3,974	<b>经营效率</b>				
资产合计	4,978	5,039	5,517	6,123	总资产周转率	0.16	0.12	0.17	0.20
短期借款	340	340	340	340	<b>每股指标 (元)</b>				
应付账款及票据	170	104	148	179	每股收益	0.22	0.13	0.44	0.58
其他流动负债	338	341	350	375	每股净资产	4.28	4.40	4.85	5.42
流动负债合计	849	785	839	894	每股经营现金流	0.40	0.34	0.29	0.46
长期借款	0	0	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	41	41	41	41	<b>估值分析</b>				
非流动负债合计	41	41	41	41	PE	37.00	62.52	18.28	14.09
负债合计	890	826	880	935	PB	1.29	1.81	1.65	1.47
股本	814	814	814	814					
少数股东权益	-1	-1	-1	-1					
股东权益合计	4,089	4,213	4,638	5,189					
负债和股东权益合计	4,978	5,039	5,517	6,123					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

## 分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。