

凯撒文化 (002425)

证券研究报告

2021年08月04日

21H1 业绩超预告上限，积极配合行业监管

事件：凯撒文化 2021 年上半年实现营收 4.70 亿元，同比增长 53.94%，归母净利润 2.12 亿元，同比增长 80.60%，扣非后归母净利润 2.10 亿元，同比增长 88.37%，超业绩预告上限（预告 1.76~2.11 亿元，同增 50%-80%）。公司 21H1 毛利率 69.13%，yoy-4.73pct，净利率 45.26%，yoy+6.77pct。经我们拆分，Q2 实现营收 1.83 亿元，同比增长 42.42%，归母净利润 6225.83 万元，同比增长 73.64%，扣非后归母净利润 6175.82 万元，同比增长 87.64%。21Q2 毛利率 63.07%，yoy-7.05pct，净利率 34.57%，yoy+6.39pct。

IP 业务：以“IP 运营+IP 变现”为商业模式放大业务间协同效应。在 IP 改编手游研发方面，多个日本头部 IP 改编的手游签约字节跳动和腾讯等大发行平台，已上线的精品 IP 手游都取得了首月流水过亿的成绩，IP 的变现能力得以显现。自知名 IP 改编的游戏《火影忍者：巅峰对决》由字节独代，预约量近 900 万，预计 21Q3 上线；《航海王》由字节朝夕光年代理，预计 2022 上线；《盾之勇者成名录》研发监修进展顺利；《SNK 全明星（暂定名）》（21H1 取得 IP 改编权）研发进展顺利。**多元化 IP 矩阵布局，丰富的优质 IP 储备。**IP 储备资源包括：《火影忍者》、《航海王》、《幽游白书》、《盾之勇者成名录》、《玄界之门》、《从前有座灵剑山》、《银之守墓人》、《镇魂街》、《遮天》。**原创 IP 孵化能力在得到验证，**公司投资的二次元游戏研发商上海隆匠网络科技有限公司同时获腾讯、网易投资，《玛娜西斯的回响》已获得版号，国内版将在 22H1 上线，海外日本版预计在 21Q4 上线。

游戏业务：精细化运营，重 IP 重研发。“游戏研发+IP 运营”协同驱动营收持续提升。公司的游戏布局涉及多个品类，游戏储备丰富。国内由腾讯独代的《荣耀新三国》、由字节跳动独代的《火影忍者：巅峰对决》均预计在 Q3 上线；《航海王》目前监修进展顺利，由朝夕光年代理发行；二次元游戏《SNK 全明星（暂定名）》demo 即将完成；《幽游白书》、《从前有座灵剑山》、《镇魂街·破晓》、《遮天修仙录（暂定名）》、《航海王》、《盾之勇者成名录》均在研发进程中。

公司实施回购，彰显长期发展信心。公司拟使用自有资金以集中竞价交易的方式回购股份，价格不超过人民币 13.34 元/股，金额为 5000 万-1 亿元。若按回购资金总额范围测算，预计可回购股份约占公司当前总股本的 0.39%~0.78%，回购股份用于股权激励或员工持股计划。

投资建议：21H1 业绩表现亮眼，字节跳动合作《火影忍者》大作有望 Q3 落地，未来公司将继续通过 IP 精品游戏锁定大厂合作，后续游戏储备丰富。我们维持此前盈利预测，预计 21-23 年公司净利分别为 5.81 亿/8.01 亿/10.06 亿，对应估值为 12x/9x/7x，我们认为 7 月 29 日中宣部出版局杨副局长在 CJ 致辞基本维持 18 年以来监管基调，无需过度担忧，公司公告指出将积极配合行业监管，长期游戏行业价值会回归，维持“买入”评级。

风险提示：项目上线延期，游戏版号及流水不达预期，行业监管趋严

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	803.70	589.81	1,104.34	1,435.09	1,788.82
增长率(%)	7.93	(26.61)	87.24	29.95	24.65
EBITDA(百万元)	619.84	463.91	718.53	915.75	1,119.46
净利润(百万元)	209.69	123.33	580.72	801.24	1,005.83
增长率(%)	(24.64)	(41.19)	370.86	37.98	25.53
EPS(元/股)	0.22	0.13	0.61	0.84	1.05
市盈率(P/E)	34.17	58.10	12.34	8.94	7.12
市净率(P/B)	1.75	1.72	1.29	1.15	1.01
市销率(P/S)	8.92	12.15	6.49	4.99	4.01
EV/EBITDA	5.81	11.70	7.47	4.83	3.76

资料来源：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	7.49 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)	7,165.42
流通 A 股市值(百万元)	6,089.86
每股净资产(元)	5.47
资产负债率(%)	9.83
一年内最高/最低(元)	18.39/7.21

作者

冯翠婷	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001	fengcuiting@tfzq.com
文浩	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002	wenhao@tfzq.com

股价走势



资料来源：

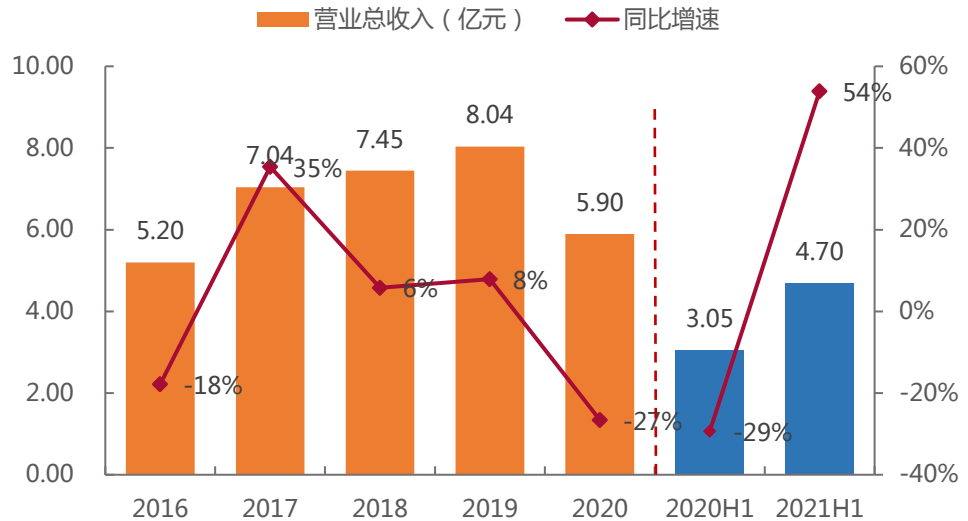
相关报告

- 1 《凯撒文化-公司深度研究:携手众巨头,自研始亮剑》 2021-04-30
- 2 《凯撒文化-公司点评:一季度业绩超预期,字节腾讯合作游戏年内可期》 2021-03-30
- 3 《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

1. 财报解读

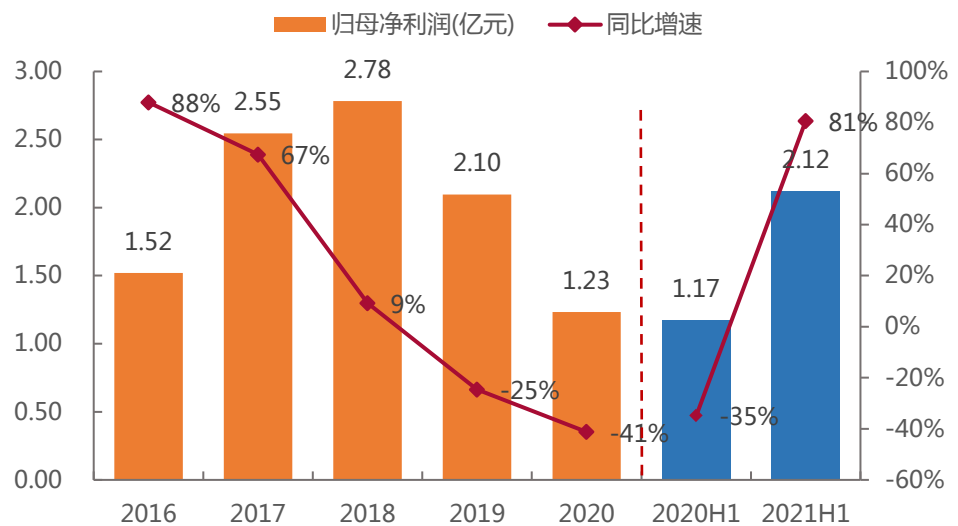
凯撒文化 2021 年上半年实现营收 4.70 亿元，同比增长 53.94%；归母净利润 2.12 亿元，同比增长 80.60%，扣非后归母净利润 2.10 亿元，同比增长 88.37%，主要系前期投入的游戏产品开始上线运营以及实现授权收入。

图 1：凯撒文化 2016-2020 年、2020H1 和 2021H1 营业总收入及增速 1



资料来源：公司公告，天风证券研究所

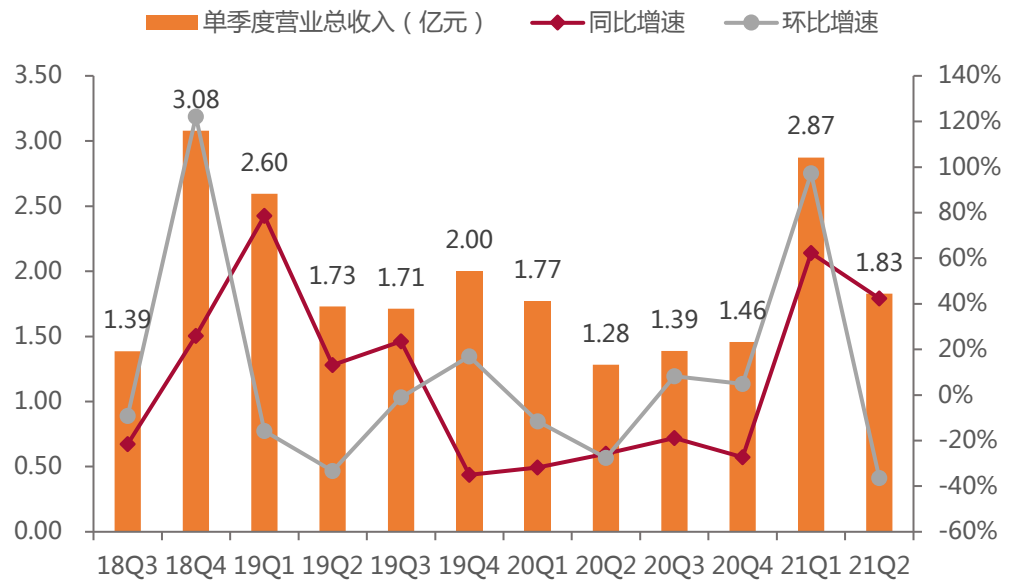
图 2：凯撒文化 2016-2020 年、2020H1 和 2021H1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

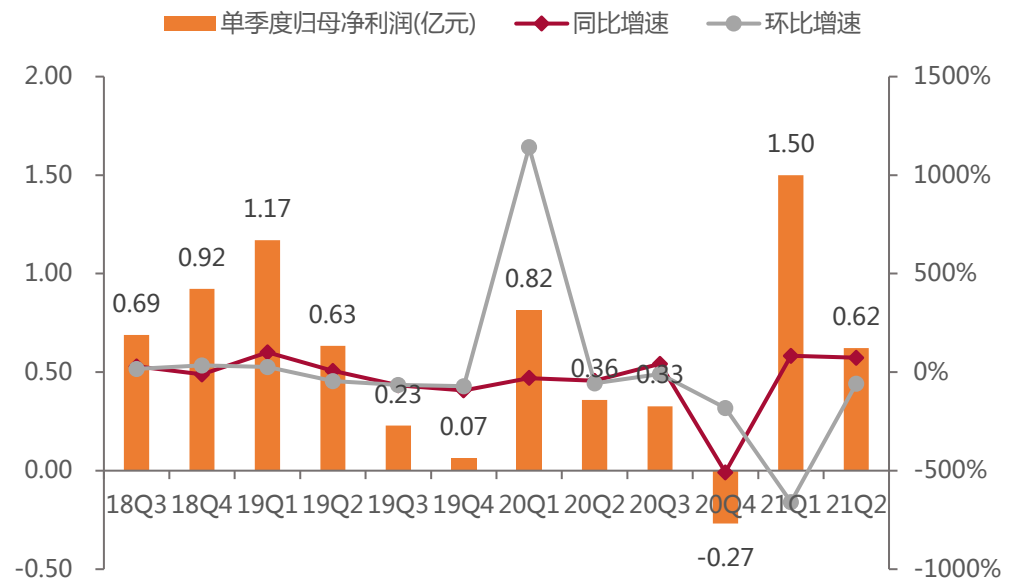
分季度来看，Q2 实现营收 1.83 亿元，同比增长 42.42%，归母净利润 6225.83 万元，同比增长 73.64%，扣非后归母净利润 6175.82 万元，同比增长 87.64%。

图 3：凯撒文化 18Q3-21Q2 营业总收入及增速 2



资料来源：公司公告，天风证券研究所

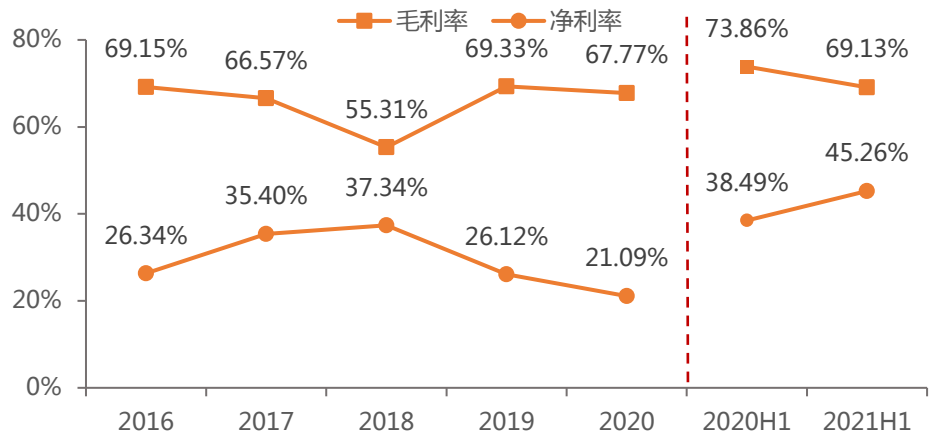
图 4：凯撒文化 18Q3-21Q2 归母净利润及增速 3



资料来源：公司公告，天风证券研究所

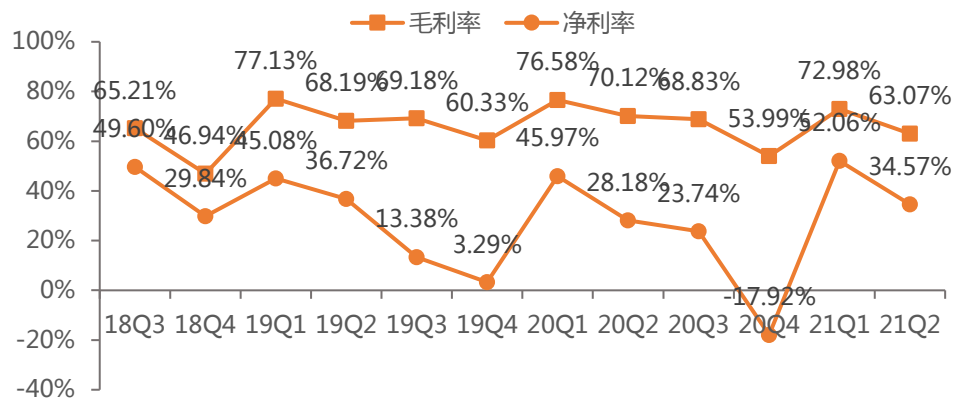
毛利率方面，公司 21H1 毛利率 69.13%，同比下降 4.73pct，净利率 45.26%，同比增加 6.77pct，其中 21Q2 毛利率 63.07%，同比下降 7.05pct，净利率 34.57%，同比增加 6.39pct。

图 5: 凯撒文化 2016-2020 年、2020H1 和 2021H1 毛利率与净利率 4



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

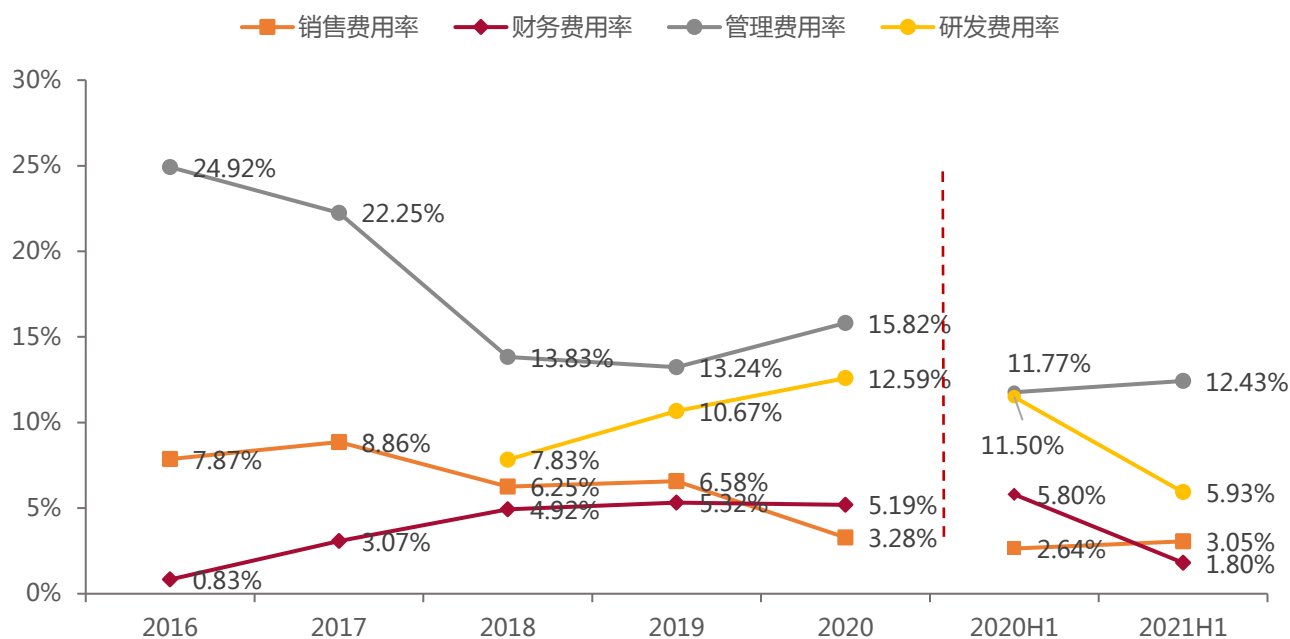
图 6: 凯撒文化 18Q3-21Q2 毛利率与净利率 5



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

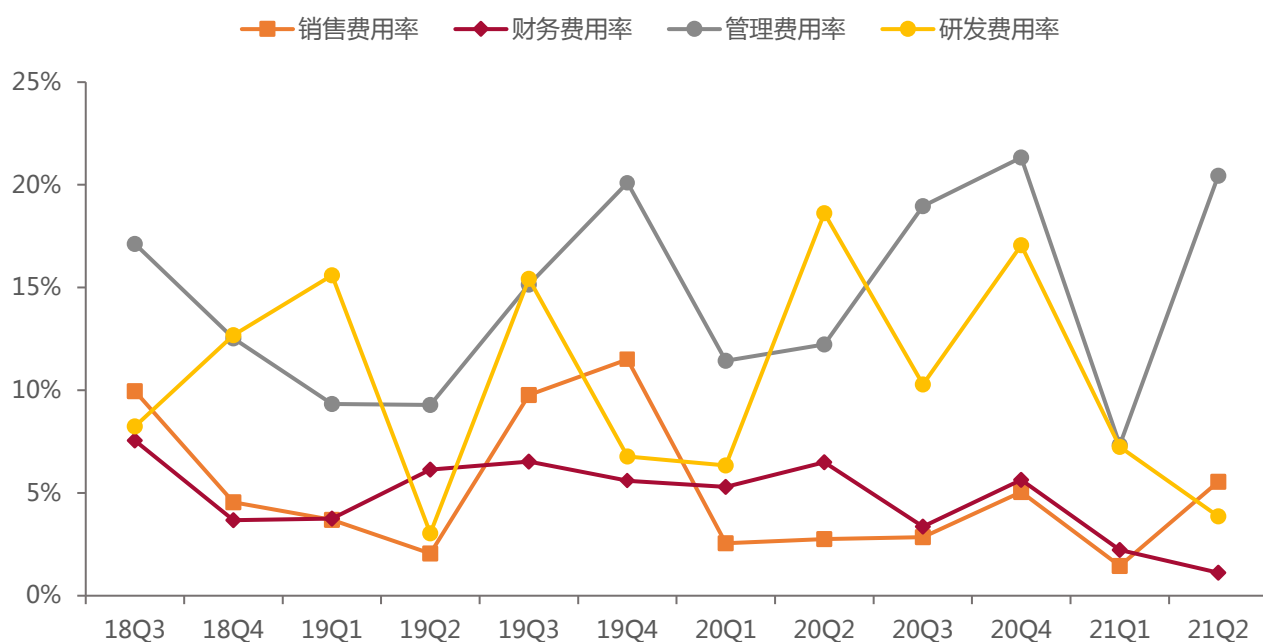
四项费用方面, 21H1 公司销售费用 1431.75 万元, 同比增长 77.95%, 销售费用率 3.05%, 同比增加 0.41pct, 主要系广告及制作费用增加 (广告及制作费 yoy+627%), 我们认为, 广告及制作费用增加主要是子公司酷牛互动在 2021 年引入多款联运游戏, 其中重点游戏《七雄纷争》增加广告费用; 管理费用 5843.27 万元, 同比增长 62.62%, 管理费用率 12.43%, 同比增加 0.66pct, 主要系无形资产摊销 (yoy+140%)、薪酬支出等增加所致; 财务费用 845.12 万元, 同比下降 52.29%, 财务费用率 1.80%, 同比下降 4.00pct, 主要系公司债券已于上年 7 月偿还及银行借款减少, 本期利息支出减少所致; 研发费用 2788.09 万元, 同比下降 20.60%, 研发费用率 5.93%, 同比下降 5.57pct。

图 7：凯撒文化 2016-2020 年、2020H1 和 2021H1 费用率 6



资料来源：公司公告，天风证券研究所

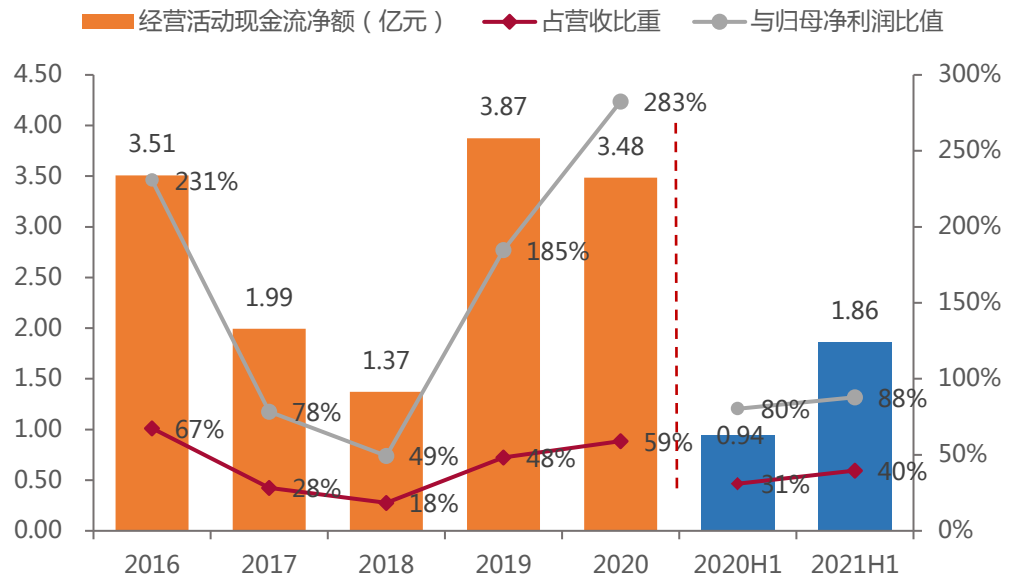
图 8：凯撒文化 18Q3-21Q2 费用率 7



资料来源：公司公告，天风证券研究所

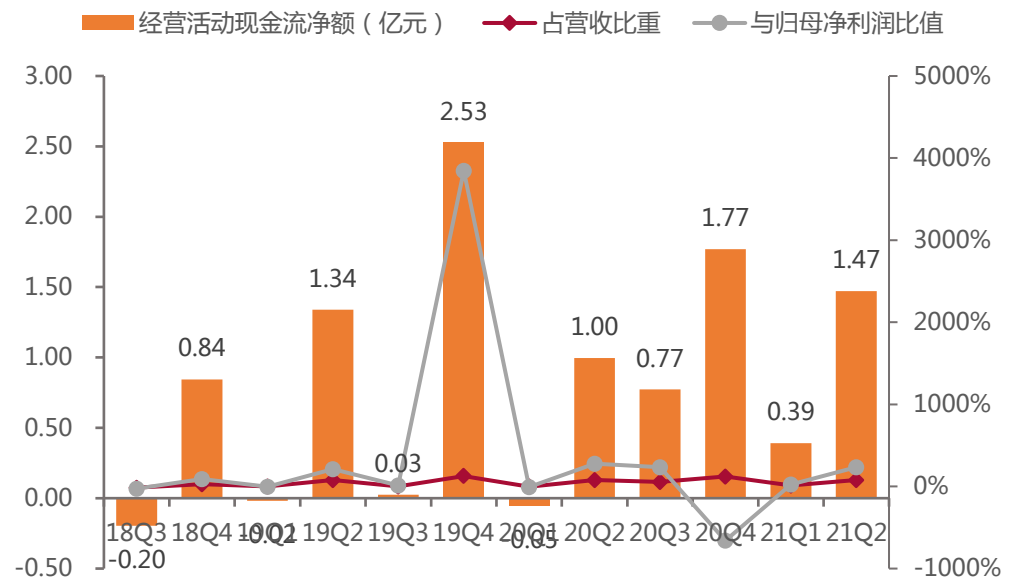
现金流方面，21H1 公司经营性现金流净额为 1.86 亿元，去年同期为 9443.66 万元，增长主要系本期业务收款增加所致。截止 2021H1 末，应收账款为 4.45 亿，同比减少 22.30%，预收款项为 223.78 万元。

图 9：凯撒文化 2016-2020 年、2020H1 和 2021H1 经营性现金流情况 8



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：凯撒文化 18Q3-21Q2 经营性现金流情况 9



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 主要业务分析

2.1. IP 业务：以“IP 运营+IP 变现”为商业模式放大业务间协同效应

在 IP 改编手游研发方面，多个日本头部 IP 改编的手游签约字节跳动和腾讯等大发行平台，已上线的精品 IP 手游都取得了首月流水过亿的成绩，IP 的变现能力得以显现。自知名 IP 改编的游戏《火影忍者：巅峰对决》由字节独代，预约量近 900 万，预计 20Q3 上线；《航海王》由字节朝夕光年代理，预计 2022 上线；《盾之勇者成名录》研发监修进展顺利；《SNK 全明星（暂定名）》（21H1 取得 IP 改编权）研发进展顺利。

多元化 IP 矩阵布局，丰富的优质 IP 储备。目前 IP 储备资源包括：《火影忍者》（日本顶级动漫 IP）、《航海王》（日本顶级动漫 IP）、《幽游白书》（与《七龙珠》《灌篮高手》一同并列为 1990 年代中《周刊少年 Jump》的三大代表漫画）、《盾之勇者成名录》（IP 改编动画在 AT-X 公开 2019 年动画排行榜排名第二）、《玄界之门》（起点中文网知名男生作品）、《从前有座灵剑山》（IP 动漫作品长期位居腾讯动漫平台月票榜第一梯队）、《银之守墓人》（腾讯动漫人气作品，点击量已突破 140 亿）、《镇魂街》（作品连载至今总点击量已达 41 亿之多，总热度位于有妖气全站第一名，国内屈指可数的超人气漫画作品之一）、《遮天》（古典仙侠类型名作）。

原创 IP 孵化能力在得到验证。由公司投资的上海隆匠网络科技有限公司于 21 年获腾讯游戏投资（20 年底已获网易投资），是少有的同时获得网易与腾讯投资的二次元游戏开发商。《玛娜西斯的回响》于 21 年上半年顺利取得版号，国内版将在 22H1 上线，海外日本版预计在 21Q4 上线。

2.2. 游戏业务：精细化运营，重 IP 重研发

“游戏研发+IP 运营”协同驱动营收持续提升。基于精品 IP 泛娱乐战略，公司实现了从游戏研发到游戏运营的较完整产业链布局。老游戏方面，《三国志 2017》、《圣斗士星矢：重生》和《龙珠觉醒》等均保持着不错的盈利能力。新游方面，由快手游戏中心于 21 年独代的《三国志威力无双》上线，最高值 App Store 游戏免费榜 TOP2；21 年 3 月春秋战国题材 SLG 手游《七雄纷争》在港澳台上线，获得谷歌和苹果双平台推荐位，广受好评，同时国服测试版本在 TAPTAP 上一直维系高评分；6 月由酷牛互动联合运营，林峯代言的《七雄纷争》在国内上线，上线后成绩表现良好，亦获 iOS 免费榜 TOP2。作为 SLG 领域的“老兵”，在海外方面与星辉游戏合作的 SLG 手游《霸王の业》（《荣耀新三国》海外版本）于已经提前在今年 3 月登陆日本市场，上线即取得 iOS 免费榜第四、策略榜 TOP1。

代理联合运营游戏方面，子公司酷牛互动在 2021 年引入多款联运游戏。目前酷牛联运的有 12 款游戏，上半年联运收入相较于 2020 年上半年同比增长超过 30%，并且公司已布局好下半年的多款联运游戏。

公司的游戏布局涉及多个品类，游戏储备丰富，包括商业化模式成熟的经典类型游戏、二次元类创新品类、头部 IP 和自研的游戏。国内由腾讯独代的《荣耀新三国》、由字节跳动独代的《火影忍者：巅峰对决》均预计在 Q3 上线；《航海王》目前监修进展顺利，由朝夕光年代理发行；二次元游戏《SNK 全明星（暂定名）》demo 也即将完成，即将开始框架搭建和美术量产；《幽游白书》、《从前有座灵剑山》、《镇魂街·破晓》、《遮天修仙录（暂定名）》、《航海王》、《盾之勇者成名录》均在研发进程中。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	187.94	125.46	958.04	1,708.31	1,906.22	营业收入	803.70	589.81	1,104.34	1,435.09	1,788.82
应收票据及应收账款	491.35	372.90	1,062.41	768.58	1,513.72	营业成本	246.48	190.08	271.23	338.97	414.47
预付账款	162.44	227.67	123.11	390.49	281.05	营业税金及附加	5.00	4.50	8.43	10.95	13.65
存货	29.11	0.00	106.27	3.21	153.48	营业费用	52.86	19.36	25.17	31.67	38.56
其他	86.90	75.41	126.36	113.72	161.82	管理费用	106.43	93.32	118.30	147.51	180.17
流动资产合计	957.73	801.43	2,376.19	2,984.32	4,016.30	研发费用	85.72	74.24	93.99	117.19	142.97
长期股权投资	161.78	162.35	162.35	162.35	162.35	财务费用	42.76	30.60	19.25	1.28	(0.89)
固定资产	10.21	9.58	31.87	74.24	115.66	资产减值损失	(79.00)	(48.93)	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	22.95	37.27	10.00	3.33	(5.56)
无形资产	342.45	450.81	331.22	211.63	92.04	投资净收益	1.34	(13.75)	0.00	0.00	0.00
其他	3,506.05	3,585.07	3,281.07	3,442.11	3,433.32	其他	137.62	80.82	(20.00)	(6.67)	11.11
非流动资产合计	4,020.50	4,207.80	3,842.50	3,959.93	3,875.13	营业利润	181.54	122.31	577.98	790.85	994.34
资产总计	4,978.23	5,009.23	6,218.69	6,944.24	7,891.43	营业外收入	5.74	0.38	3.60	9.00	11.00
短期借款	340.42	487.80	100.00	100.00	100.00	营业外支出	0.96	1.58	1.58	1.58	1.58
应付票据及应付账款	170.30	158.89	179.11	297.89	307.96	利润总额	186.32	121.12	580.01	798.27	1,003.76
其他	337.90	135.37	247.77	229.73	283.93	所得税	(23.63)	(3.29)	(5.80)	(7.98)	(10.04)
流动负债合计	848.62	782.07	526.89	627.62	691.89	净利润	209.96	124.41	585.81	806.25	1,013.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.26	1.08	5.09	5.01	7.97
应付债券	0.00	0.00	99.56	33.19	44.25	归属于母公司净利润	209.69	123.33	580.72	801.24	1,005.83
其他	41.03	54.31	41.54	45.63	47.16	每股收益(元)	0.22	0.13	0.61	0.84	1.05
非流动负债合计	41.03	54.31	141.10	78.81	91.41	主要财务比率					
负债合计	889.66	836.38	667.98	706.43	783.30	成长能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	(1.23)	(0.15)	4.94	9.95	17.92	营业收入	7.93%	-26.61%	87.24%	29.95%	24.65%
股本	813.74	813.74	956.67	956.67	956.67	营业利润	-29.61%	-32.62%	372.54%	36.83%	25.73%
资本公积	2,143.87	2,143.87	2,871.62	2,871.62	2,871.62	归属于母公司净利润	-24.64%	-41.19%	370.86%	37.98%	25.53%
留存收益	3,273.38	3,361.72	4,589.10	5,271.19	6,133.54	获利能力					
其他	(2,141.19)	(2,146.32)	(2,871.62)	(2,871.62)	(2,871.62)	毛利率	69.33%	67.77%	75.44%	76.38%	76.83%
股东权益合计	4,088.57	4,172.86	5,550.70	6,237.81	7,108.13	净利率	26.09%	20.91%	52.58%	55.83%	56.23%
负债和股东权益总	4,978.23	5,009.23	6,218.69	6,944.24	7,891.43	ROE	5.13%	2.96%	10.47%	12.87%	14.19%
现金流量表(百万元)						ROIC	7.74%	4.93%	19.46%	21.34%	28.78%
净利润	209.96	124.41	580.72	801.24	1,005.83	偿债能力					
折旧摊销	124.65	110.01	121.30	123.62	126.01	资产负债率	17.87%	16.70%	10.74%	10.17%	9.93%
财务费用	39.90	30.62	19.25	1.28	(0.89)	净负债率	10.82%	8.68%	-11.89%	-23.17%	-23.72%
投资损失	(1.34)	13.75	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.13	1.02	4.51	4.75	5.80
营运资金变动	(718.53)	(19.41)	(407.00)	58.37	(711.55)	速动比率	1.09	1.02	4.31	4.75	5.58
其它	732.66	89.08	15.09	8.34	2.42	营运能力					
经营活动现金流	387.29	348.47	329.36	992.86	421.81	应收账款周转率	1.63	1.36	1.54	1.57	1.57
资本支出	80.98	159.66	72.77	75.91	48.47	存货周转率	15.38	40.52	20.78	26.22	22.83
长期投资	(3.31)	0.56	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.16	0.12	0.20	0.22	0.24
其他	(282.98)	(388.89)	(152.77)	(162.58)	(87.36)	每股指标(元)					
投资活动现金流	(205.31)	(228.67)	(80.00)	(86.67)	(38.89)	每股收益	0.22	0.13	0.61	0.84	1.05
债权融资	630.43	487.80	298.24	262.75	220.33	每股经营现金流	0.40	0.36	0.34	1.04	0.44
股权融资	(40.81)	(35.73)	853.87	(1.28)	0.89	每股净资产	4.28	4.36	5.80	6.51	7.41
其他	(685.81)	(633.13)	(568.89)	(417.39)	(406.23)	估值比率					
筹资活动现金流	(96.18)	(181.05)	583.22	(155.92)	(185.01)	市盈率	34.17	58.10	12.34	8.94	7.12
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	1.75	1.72	1.29	1.15	1.01
现金净增加额	85.80	(61.24)	832.58	750.27	197.91	EV/EBITDA	5.81	11.70	7.47	4.83	3.76
						EV/EBIT	7.25	15.29	8.99	5.58	4.23

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com