

强烈推荐-A (首次)

凯撒文化 002425.SZ

目标估值: - 元
当前股价: 9.12 元
2019年03月17日

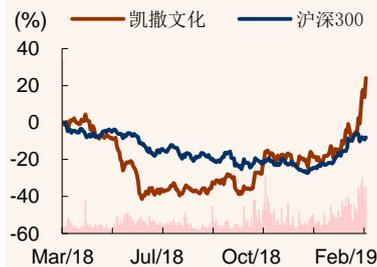
Q1业绩大超预期, 全年产品线丰富

基础数据

上证综指	3022
总股本(万股)	81374
已上市流通股(万股)	80438
总市值(亿元)	74
流通市值(亿元)	73
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	7.5
资产负债率	18.5%
主要股东 凯撒集团(香港)有限	
主要股东持股比例	31.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	45	81	19
相对表现	32	65	28



罗亚琨

luoyakun@cmschina.com.cn
S1090518090004

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

事件:

3月17日下午, 公司发布2019年一季度业绩预告: 2019Q1预计实现归母净利润1.05~1.28亿元, 同比增长80%~120%。

点评:

1、业绩增长超出预期, 主要由老游戏流水+《龙珠》流水+海外版权金贡献。

2019Q1公司净利润增长大超预期, 主营游戏业务内生十分强劲: 1) 公司老游戏《三国志2017》2019年1月、2月流水均达到1亿元以上, 其他老游戏也表现不俗; 2) 天上友嘉推出的新游《龙珠觉醒》表现出色, 首月流水有望破亿; 3) 公司和GAMESAMBA将共同享有的《火影忍者》、《妖精的尾巴》手游在亚洲(除日本和中国大陆)的发行权交与苏州游游, 归属公司版权金占公司2017年会计年度营业总收入的5.75%, 约4000万元。此外, 从利润结构上看较去年同期有显著优化, 今年几乎全部主营贡献而去年大部分是投资收益。2018Q1, 公司实现归母净利润约5829万元, 其中有3761万系产业基金项目退出所取得的投资收益。

2、2019年游戏产品线丰富, 其中很多优质IP, 为业绩提供一定支撑。

2019年公司游戏储备十分丰富, 总部与两家子公司天上友嘉和酷牛互动均有作品上线。1) 公司总部, 今年有望上线的重点游戏有《妖精的尾巴》、《幽游白书》、《火影忍者》、《从前有座灵剑山》, 预计多数将于下半年上线。其中, 《妖精的尾巴》为日本漫画家真岛浩创作的知名少年漫画, 全球销量已突破6000万部; 《幽游白书》是日本漫画家富坚义博的漫画作品, 连载期间与《七龙珠》《灌篮高手》一并同为1990年代日本《周刊少年Jump》三大代表漫画; 《火影忍者》漫画已在全世界累计发行超过2亿部; 《从前有座灵剑山》长期位居腾讯动漫月票榜第一梯队, 漫画版人气高达60亿, 动画作品点击量突破30亿。总部其他储备IP包括《银之守墓人》、《新葫芦兄弟》等。其中, 《银之守墓人》在腾讯动漫平台上的点击量已突破140亿, 用户评分达9.5分, 改编手游已完成一阶段测试。2) 天上友嘉今年3D MMORPG大作《三国志威力无双》(《三国志2018》)已在最新的第九批版号中成功获得版号, 预计将于二季度海外发行, 三季度国内发行。其他储备IP包括《龙珠》、《守望家园》、《九州缥缈录》等, 其中《龙珠》手游已于2月28日全平台上线, 《九州缥缈录》手游预计将于今年二季度上线。3) 酷牛互动2019年预计上线《银之守墓人: 集结》、《皇族霸业》、《傲世唐门》等多款游戏。

3、手机游戏发行国内市场维持优势地位, 买量+产品模式逐步验证, 品类扩张支撑中长期增长

公司将页游时期多年累积下来的运营精细买量+精耕研发打磨产品的能力运用到手游领域且已经在ARPG手游、H5游戏上得到验证。目前公司在手游发行市场维持优势地位, 艾瑞咨询《2018年Q1中国互动娱乐季度数据发布研究报告》显

示,公司在 2018 年 Q1 中国上市游戏企业移动游戏市场排名第三,仅次于腾讯和网易;目前公司发行策略从相对专一的“ARPG + SLG”调整为“多元化发展”。2018 年以来,公司在游戏类型、游戏题材上做了多维度尝试,成功发行了奇迹 H5 游戏《大天使之剑 H5》、回合制手游《仙灵觉醒》、冒险类 MMO 手游《鬼语迷城》、休闲传奇类游戏《屠龙破晓》多款月流水过亿的产品。品类扩张不仅有助于规模做大,也有助于缓解依赖单个项目的风险。

4、高管吴裔敏整合资源能力突出,公司与腾讯合作密切;三家子公司各司其职形成协同。

1) 公司核心亮点之一在于总经理吴裔敏先生在互联网游戏领域有着丰富的行业经验和管理经验,能够为公司带来稀缺优质资源,其历任腾讯 QQ 堂项目组产品经理、合作产品部总监、腾讯韩国游戏业务主要负责人,上海盛大游戏系统总经理、工作室总经理,金山软件副总裁兼金山游戏总裁,逸趣网络 CEO。在吴总的推动下,公司一直与腾讯保持着紧密合作关系。2016 年,凯撒文化获得中国最大的互联网动漫平台腾讯动漫旗下 10 个重量级明星 IP 授权,包括《从前有座灵剑山》、《银之守墓人》,这些 IP 打造的游戏不少也由腾讯负责发行。

2) 全面转型,打造三家子公司+三期产业基金的文娱矩阵,短期商誉风险小。2014 年到 2016 年,公司先后收购酷牛互动、幻文科技、天上友嘉 100% 股权,由传统的服装业务向互联网文化领域转型,目前已形成集团一体化规范管理、总部与子公司高效协作的组织格局。凯撒总部负责游戏的统筹、运营、发行工作;酷牛互动现以联合运营为主;幻文科技专注于版权运营业务,充分利用自身 IP 优势,通过授权或投资影视动漫项目,快速实现 IP 放大与变现。天上友嘉目前拥有公司主要的游戏研发团队,团队人员从 2015 年收购初期发展到现在的 600 余人,已成功研发出《新仙剑奇侠传 3D》、《圣斗士星矢:重生》、《三国志 2017》、《龙珠觉醒》等多款优秀手游作品。考虑到今年是公司产品爆发年,预计至 2019 年底不会发生商誉减值。此外,公司参与三期产业基金,其中第三期投资不少游戏研发商,能够与公司业务形成良性协同。

5、盈利预测与估值:

首次覆盖,给予“强烈推荐-A”评级。我们预计公司 2019-2020 年归母净利润分别为 5.63/7.91 亿元,对应目前估值分别为 13.2 倍/9.4 倍。

风险提示: 版号发放时间滞后于预期;游戏上线时间或流水不达预期;海外市场发行效果不达预期;商誉减值风险;税收政策变化等政策性风险。

图表:凯撒文化 2019 年重点产品

产品归属	游戏名	项目类型
凯撒总部	《银之守墓人:对决》	二次元 3D 卡牌手游
	《妖精的尾巴》	日漫 3DMMORPG 手游

	《幽游白书》	日漫 3D MMO ACT 手游
	《火影忍者》	日漫 3D MMORPG 手游
	《从前有座灵剑山》	国漫 3D MMORPG 手游
	《新葫芦兄弟》	国漫 3D MMORPG 国风手游
天上友嘉	《龙珠》	MMO 卡牌手游, 中手游定制
	《三国志威力无双》	3D MMORPG 手游
	《守望家园》	SLG 手游, 与三七合作的定制产品
	《九州缥缈录》	SLG 手游, 大神圈定制
酷牛互动	《银之守墓人集结》	MMO 卡牌手游
	《皇族霸业》	传奇-微信小游戏
	《傲世唐门》	MMO 卡牌手游

资料来源: 公司投资者交流 PPT, 招商证券

图: 《龙珠觉醒》在 iPhone 设备游戏 APP 畅销榜排名



资料来源: APP Annie, 招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗亚琨，招商证券研发中心传媒行业分析师。香港中文大学商务分析硕士、工商管理综合学士，2015 年入行任职于西南证券，2018 年加入招商证券。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016 年新财富第四名，金牛奖第二名。2017 年新财富第五名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。