

凯撒文化 (002425)

证券研究报告

2020年08月03日

《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

事件：2020年7月31日晚，公司公告显示公司下属子公司天上友嘉为了增强其下属全资子公司天游网络对外业务合作的信用，天游网络将一款自主研发的游戏《三国志威力无双》(暂定名，已获版号)的独家代理运营权授予北京慕远科技有限公司(以下简称“慕远科技”)，天上友嘉为天游网络与慕远科技签署的该网络游戏独家代理运营协议项下的履约义务及违约责任提供担保。担保额度：约2000万元人民币，本次担保额度是根据天游网络与慕远科技签订的业务合同约定的游戏授权金和预付分成款拟定的金额。

合作对象慕远科技为快手母公司全资控股，确定快手新合作。北京慕远科技有限公司成立于2017年6月19日，注册资本500万元；2018年12月，变更法定代表人为贾弘毅(贾弘毅同时为AcFun法定代表人，AcFun受快手全资控股)；2019年4月，快手母公司北京华艺汇龙网络科技有限公司全资收购慕远科技，慕远科技实控人及最终受益人变更为杨远熙(持股比例90%)。

凯撒文化早前确定与字节跳动及腾讯的相关合作，本次快手合作再次验证公司实力。2020年6月12日，凯撒文化宣布与字节跳动旗下子公司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。我们认为该协议的签订，意味着凯撒文化有望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，同时双方均在游戏研发上有较强实力，有望推出优秀游戏产品。

2019年开始凯撒文化与头部平台开展深度合作：《从前有座灵剑山》(627腾讯游戏大会重点介绍)、《银之守墓人：对决》、《新三国荣耀》、《猎人X猎人》已获得了腾讯独家代理，《火影忍者》已获得字节跳动独家代理，《航海王》也正与大型平台进行独家代理的商业洽谈，上述产品有望在2020-2021年陆续上线。更早之前，2017年凯撒文化曾与360深度合作《三国志2017》这款SLG游戏并取得了不俗的成绩。

投资建议：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2-3年内推出，预计将持续增厚公司业绩，我们预计《三国志威力无双》(有版号)上线时间有望为20-21年带来新的业绩增量。我们暂维持盈利预测，公司20-22年净利润分别为2.54亿、6.04亿、8.83亿，对应当前估值分别为49x/20x/14x，不排除后续上调可能。考虑公司结盟头条、腾讯、快手顶级平台商后游戏作品具备较大的潜力，我们给予21年25x目标估值，对应目标市值150亿，目标价为18.5元，继续维持“买入”评级。

风险提示：平台合作不及预期；股东减持；宏观经济对行业影响

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	744.66	803.70	841.88	1,659.65	2,210.65
增长率(%)	5.79	7.93	4.75	97.14	33.20
EBITDA(百万元)	486.27	619.84	435.89	817.64	1,108.84
净利润(百万元)	278.25	209.69	253.73	604.31	882.58
增长率(%)	9.30	(24.64)	21.00	138.17	46.05
EPS(元/股)	0.34	0.26	0.31	0.74	1.08
市盈率(P/E)	44.51	59.06	48.81	20.49	14.03
市净率(P/B)	3.16	3.03	2.88	2.58	2.24
市销率(P/S)	16.63	15.41	14.71	7.46	5.60
EV/EBITDA	8.50	5.81	25.41	14.25	9.45

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	15.22元
目标价格	18.5元

基本数据

A股总股本(百万股)	813.74
流通A股股本(百万股)	812.97
A股总市值(百万元)	12,385.19
流通A股市值(百万元)	12,373.33
每股净资产(元)	5.13
资产负债率(%)	17.54
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

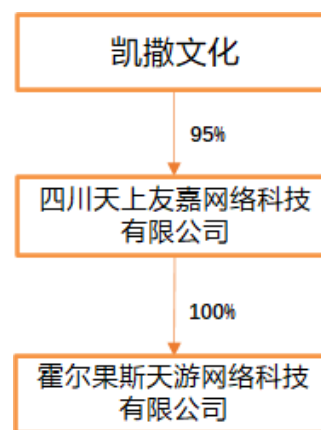
1. 业务合同履约担保

公司下属子公司天上友嘉为了增强其下属全资子公司天游网络对外业务合作的信用，拟为天游网络与北京慕远科技有限公司（以下简称“慕远科技”）签署的游戏代理业务合同提供履约担保。具体情况如下：

- **担保方式：**天游网络将一款自主研发的游戏《三国志威力无双》（暂定名）的独家代理运营权授予北京慕远科技有限公司（以下简称“慕远科技”），天上友嘉为天游网络与慕远科技签署的该网络游戏独家代理运营协议项下的履约义务及违约责任提供担保。
- **担保额度：**约 2000 万元人民币，本次担保额度是根据天游网络与慕远科技签订的业务合同约定的游戏授权金和预付分成款拟定的金额。

截至目前，公司及子公司对外担保的总额为 1.1 亿元（含对子公司的担保，包含本次担保事项，不含已履行完担保义务的事项），占上市公司 2019 年经审计净资产的比例为 2.77%。公司无逾期担保，无涉及诉讼的担保，未因担保被判决败诉而承担损失。

图 1：凯撒文化、天上友嘉、天游网络股权关系



资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：天游网络最近一年又一期的主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 12 月 31 日（经审计）	2020 年 03 月 31 日（未经审计）
资产总额	16,183.60	18,367.02
负债总额	2,846.95	2,709.60
净资产	13,336.65	15,657.42
资产负债率	17.59%	14.75%
营业收入	12,025.04	2,748.05
利润总额	7,438.53	2,320.77
净利润	7,438.53	2,320.77

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 合作对象慕远科技为快手母公司全资控股，确定快手新合作

2.1. 慕远科技为快手母公司全资控股

北京慕远科技有限公司成立于 2017 年 6 月 19 日，注册资本 500 万元；2018 年 12 月，变更法定代表人为贾弘毅（贾弘毅同时为 AcFun 法定代表人，AcFun 受快手全资控股）；2019 年 4 月，快手母公司北京华艺汇龙网络科技有限公司全资收购慕远科技，慕远科技实控人及最终受益人变更为杨远熙，持股比例达 90%。

慕远科技旗下拥有一款图片投票社交 APP——虾头 APP，以图片投票作为切入点，用户需根据图片进行投票。APP 内每天精选 12 个问题进行二选一投票，用户也可以自己发布投票内容，系统会根据投票结果来计算匹配度并向用户推送匹配度高的用户。

图 2：慕远科技与快手股权结构关系



资料来源：天眼查，天风证券研究所

2.2. 快手加码游戏内容布局，以优质流量反哺内容生态

20 年 7 月 22 日快手大数据研究院发布《致披荆斩棘的你——2020 快手内容生态半年报》，报告显示，自 2019 年 7 月至 2020 年 6 月，3 亿用户在快手发布作品，30 岁以下用户占比超 70%，快手游戏短视频日活已经超过 9000 万(相较 19 年 9 月披露的 5600 万+大幅增长)，并且 10 万粉丝数以上的游戏作者达 13.5 万人，快手二次元日活已突破 5000 万(超 19 年 9 月披露的 4000 万)。

7 月 23 日，在“KWAI 游引力”2020 快手磁力引擎游戏营销峰会上，快手商业营销运营中心负责人高亚梅分享《三国志幻想大陆》、《新神魔大陆》、《少年三国志 2》、《贪玩蓝月》、《爱上消消消》五款游戏短视频内容营销成功经验，根据官方现场分享的数据，过去三个月内，快手游戏用户有高达 77.8% 都有过付费行为。缩短到每个月，这一比例也有 48.7%。此外，快手游戏玩家日常花销的 12.2% 都集中在游戏身上，目标用户游戏付费能力强。

8 月 1 日，快手游戏负责人表示，未来将拿出 50 亿资金及千亿流量扶持游戏内容创作。

快手流量反哺，发力游戏

- 在快手，游戏用户和短视频/直播用户有着较高的重合度。有 84.1% 的玩家喜欢看短视频，同时有 64.6% 的玩家喜欢看直播。Q1 期间，快手游戏用户涨幅达 23%，此外有 73% 的玩家每天都玩游戏，90% 近一年有付费行为，78% 玩游戏在 5 年以上，可见重度玩家的比例也高于整体。

图 3：快手游戏用户画像



资料来源：游戏葡萄，天风证券研究所

- 平台上游戏用户也具备不错的粘性，比如 93.8% 浏览过游戏类内容，77.3% 会主动搜索

游戏类内容，76.6%会主动搜索游戏 KOL。看过游戏内容后，有超过三分之一(35.4%)的人会转化下载。

图 4：快手游戏用户画像



- 创作者层面，目前 500 万以上粉丝的头部游戏创作者超过 70 个，《王者荣耀》AG 超玩会梦泪超过了 2000 万，《和平精英》牧童粉丝数甚至超过了 3500 万，这些都是常见的玩家聚集地。

图 5：快手游戏用户画像



- 付费方面，过去三个月快手付费游戏用户占比为 77.8%，每月为游戏付费的比例高于平均值 14.6%，玩家日常花销的 12.2%都会花在游戏上。

图 6：快手游戏用户画像



- 男性玩家是快手的主力，占比 73%;年轻化特点也比较明显，低于 30 岁的玩家占比多达 82%。至于主播，男女比例和年龄分布相差还会更大。

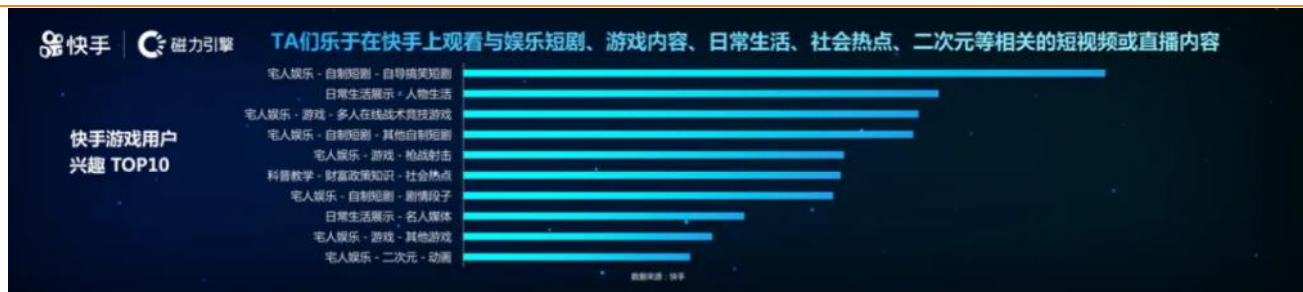
图 7：快手游戏用户画像



资料来源：游戏葡萄，天风证券研究所

- 除了玩游戏，快手上的游戏用户也有更加生活化的一面。比如他们会对搞笑短剧更感兴趣，其次是人物生活类内容，多人在线战术竞技游戏和枪战射击游戏则分别排在第三和第五。

图 8：快手游戏用户画像



资料来源：游戏葡萄，天风证券研究所

- 用户对于广告接受度也在提升。目前，69%的用户愿意通过点击广告链接了解详情或下载游戏，56.6%点击过广告或下载，78.9%会受喜欢的主播推荐影响。

图 9：快手游戏用户画像



资料来源：游戏葡萄，天风证券研究所

3. 公司与字节跳动及腾讯的相关合作

凯撒文化早前确定与字节跳动及腾讯的相关合作，本次快手合作再次验证公司实力。

- 2020 年 6 月 12 日，凯撒文化宣布与字节跳动旗下子公司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。我们认为该协议的签订，意味着凯撒文化将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，同时双方均在游戏研发上有较强实力，有望推出优秀游戏产品。
- 2019 年开始凯撒文化与头部平台开展深度合作：《从前有座灵剑山》(627 腾讯游戏大会重点介绍)、《银之守墓人：对决》、《新三国荣耀》、《猎人 x 猎人》已获得了腾讯独家代理，《火影忍者》已获得字节跳动独家代理，《航海王》等也正与大型平台进行独家代理的商业洽谈，上述产品有望在 2020-2021 年陆续上线。更早之前，2017 年凯撒文化曾与 360 深度合作《三国志 2017》这款 SLG 游戏并取得了不俗的成绩。

4. 投资建议

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 2-3 年内推出，预计将持续增厚公司业绩，我们预计《三国志威力无双》(有版号)上线时间有望为 20-21 年带来新的业绩增量。我们暂维持盈利预测，公司 20-22 年净利润分别为 2.54 亿、6.04 亿、8.83 亿，对应当前估值分别为 49x/20x/14x，不排除后续上调

可能。考虑公司结盟头条、腾讯、快手顶级平台商后游戏作品具备较大的潜力，我们给予21年25x目标估值，对应目标市值150亿，目标价为18.5元，继续维持“买入”评级。

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	868.02	188.31	1,266.04
应收票据及应收账款	496.66	491.35	426.42	1,430.86	1,043.04
预付账款	133.34	162.44	11.85	516.48	275.88
存货	75.40	29.11	159.38	219.60	453.05
其他	87.51	86.90	112.74	171.84	150.15
流动资产合计	876.23	957.73	1,578.41	2,527.09	3,188.15
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	5,051.39	6,050.53	6,752.26
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	42.65	557.27	328.47
其他	107.96	337.90	387.71	396.09	634.73
流动负债合计	544.48	848.62	530.36	1,053.36	1,063.20
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	753.78	1,250.82	1,217.17
少数股东权益	(1.50)	(1.23)	(0.91)	(0.55)	0.37
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	3,484.77	3,986.51	4,720.97
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	4,297.60	4,799.71	5,535.09
负债和股东权益总计	4,787.88	4,978.23	5,051.39	6,050.53	6,752.26

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	278.05	209.96	253.73	604.31	882.58
折旧摊销	135.94	124.65	123.85	126.17	104.17
财务费用	39.05	39.90	26.27	11.29	10.86
投资损失	(129.18)	(1.34)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(181.33)	(718.53)	620.11	(1,224.54)	295.05
其它	(5.27)	732.66	(19.68)	3.70	5.36
经营活动现金流	137.26	387.29	1,004.28	(479.07)	1,298.02
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)	(28.95)	(11.29)	(10.86)
其他	(606.60)	(685.81)	(672.77)	(500.09)	(545.53)
筹资活动现金流	(36.96)	(96.18)	(304.20)	(113.98)	(161.41)
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	680.08	(679.71)	1,077.73

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	841.88	1,659.65	2,210.65
营业成本	332.78	246.48	219.91	604.94	829.44
营业税金及附加	5.35	5.00	4.21	8.30	11.05
营业费用	46.51	52.86	61.78	67.51	74.26
管理费用	102.95	106.43	123.47	132.61	141.89
研发费用	58.31	85.72	100.46	128.15	153.78
财务费用	36.61	42.76	26.27	11.29	10.86
资产减值损失	49.04	(79.00)	0.00	30.00	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	285.77	680.18	993.81
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	285.77	680.18	993.81
所得税	(0.22)	(23.63)	31.72	75.50	110.31
净利润	278.05	209.96	254.05	604.68	883.50
少数股东损益	(0.20)	0.26	0.32	0.36	0.92
归属于母公司净利润	278.25	209.69	253.73	604.31	882.58
每股收益(元)	0.34	0.26	0.31	0.74	1.08

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	5.79%	7.93%	4.75%	97.14%	33.20%
营业利润	28.41%	-29.61%	57.41%	138.01%	46.11%
归属于母公司净利润	9.30%	-24.64%	21.00%	138.17%	46.05%
获利能力					
毛利率	55.31%	69.33%	73.88%	63.55%	62.48%
净利率	37.37%	26.09%	30.14%	36.41%	39.92%
ROE	7.10%	5.13%	5.90%	12.59%	15.95%
ROIC	9.77%	7.74%	8.70%	20.57%	21.94%
偿债能力					
资产负债率	18.22%	17.87%	14.92%	20.67%	18.03%
净负债率	13.32%	10.82%	-10.95%	4.36%	-15.74%
流动比率	1.61	1.13	2.98	2.40	3.00
速动比率	1.47	1.09	2.68	2.19	2.57
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	8.93	8.76	6.57
总资产周转率	0.16	0.16	0.17	0.30	0.35
每股指标(元)					
每股收益	0.34	0.26	0.31	0.74	1.08
每股经营现金流	0.17	0.48	1.23	-0.59	1.60
每股净资产	4.81	5.03	5.28	5.90	6.80
估值比率					
市盈率	44.51	59.06	48.81	20.49	14.03
市净率	3.16	3.03	2.88	2.58	2.24
EV/EBITDA	8.50	5.81	25.41	14.25	9.45
EV/EBIT	11.77	7.25	35.49	16.86	10.43

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