

凯撒文化 (002425)

证券研究报告

2019年05月19日

19Q2 预告业绩持续高增，静待头部游戏版号及上线

公司 18 年营业收入为 7.45 亿元，同比增速为 5.8%，归母净利润 2.78 亿元，同比上升 9.3%，扣非归母净利润 1.29 亿，下降 43.0%，主要受服装业务拖累增速放缓，以及游戏版号问题影响头部游戏上线，且为 19 年准备研发费用、IP 版权金等相应支出提升，同时也导致经营性现金流同比下降 31%，18 年毛利率下降 11.3pcts，但整体费用控制下总费用率略降 1.3pcts。

19Q1 业绩亮眼增长创新高，19Q2 预告持续高增长。公司 19Q1 实现营收 2.60 亿，同比上升 78.5%，归母净利润 1.17 亿，同比增速 100.6%，扣非归母净利润 1.15 亿，增长约 296.7%。主要是由于国内外游戏业务的增长：1)《妖精的尾巴》《火影忍者》海外发行版权金收入，预计约为 4000 万人民币左右；2)《龙珠觉醒》2 月 28 日上线后 3 月业绩贡献，首月流水 1 亿元左右；3)《三国志 2017》在日本（18 年 8 月上线）、韩国（18 年 5 月上线）等地表现突出。公司发布 2019 年上半年业绩预告，净利润约 2.0 亿元~2.58 亿元，增长 70.00%~120.00%，二季度维持高增长的主要原因是游戏业务收入增加，天上友嘉《三国志 2017》、《龙珠觉醒》的持续贡献，预计还有《三国志 2019（暂名）》版权金增量收入，酷牛代理小游戏上线的增量贡献。

海外发行收入持续提升，19 年起头部游戏全球化发行后公司海外收入增长可期。18 年海外业务为 0.65 亿元，同比增速 242.1%，营收占比 8.7%，同比上升 6pcts。报告期内，SLG 游戏《三国志 2017》陆续在日本、韩国等海外市场上线，2018 年 5 月登陆韩国，最好成绩为 Apple store 下载榜第 7 位、畅销榜第 9 位，Google Play 下载榜第 7 位、畅销榜第 12 位；2018 年 8 月登陆日本，最好成绩为 Apple store 下载榜第 5 位、畅销榜第 21 位，Google Play 下载榜第 5 位、畅销榜第 20 位。后续可期待的全球化产品包括《妖精的尾巴》、《三国志 2019（暂名）》、《火影忍者》、《航海王》等。

5 月 15 日最新公告 1.63 亿股/9.06 亿元的定增方案，待递交股东大会审议。结合去年定增方案到期，我们认为方案是方案的重新提交，其中募资用于游戏主营的投入，包括①游戏研发及运营项目为投资总额为 8.12 亿元，募集资金拟投入额为 5.98 亿元；②代理游戏海外发行项目为 7672 万元，募集资金拟投入额为 6697 万元；③补充流动资金 2.4 亿元。

投资观点：我们认为公司 18 年年报及 19Q1 业绩符合预期，而 19Q2 预告内生业绩持续高增长也符合我们前期判断。盈利预测方面，我们预计公司 19-21 年净利分别为 5.79/7.91/9.41 亿元，对应估值为 9x/6x/5x，考虑版号受到监管影响，19-20 年的版号申请及上线周期需要持续跟踪，也影响流水和盈利的分布，不排除后续迭代调整。如果按 5 亿估计 19 年全年业绩，对应估值不到 11x，后续可静待头部游戏《妖精的尾巴》、《火影》及《三国志 2019（暂名）》等游戏和 BAT 级别发行方确定合作及版号。

风险提示：游戏产品上线及市场表现不及预期，游戏内容监管风险，游戏版号审批进度风险等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	703.87	744.66	1,573.95	2,072.66	2,489.68
增长率(%)	35.38	5.79	111.37	31.69	20.12
EBITDA(百万元)	369.65	486.27	756.47	943.24	993.89
净利润(百万元)	254.57	278.25	578.57	790.59	940.55
增长率(%)	67.42	9.30	107.93	36.65	18.97
EPS(元/股)	0.31	0.34	0.71	0.97	1.16
市盈率(P/E)	19.47	17.81	8.57	6.27	5.27
市净率(P/B)	1.36	1.27	1.10	0.94	0.80
市销率(P/S)	7.04	6.66	3.15	2.39	1.99
EV/EBITDA	14.15	8.50	5.87	3.64	3.22

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	6.09 元
目标价格	14.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	813.74
流通 A 股股本(百万股)	813.59
A 股总市值(百万元)	4,955.70
流通 A 股市值(百万元)	4,954.79
每股净资产(元)	4.96
资产负债率(%)	18.62
一年内最高/最低(元)	9.82/4.33

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

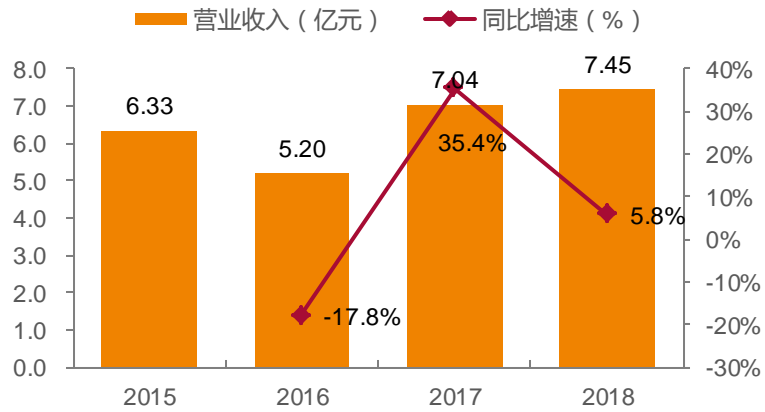
- 1 《凯撒文化-公司点评:一季度预告 80~120%高增长超预期，逻辑逐步兑现》 2019-03-18
- 2 《凯撒文化-公司点评:18 年业绩快报符合预期，海外版权金落地增加信心》 2019-02-01
- 3 《凯撒文化-首次覆盖报告:四年磨一剑，上线亮锋芒》 2018-10-31

1. 财报解读

1.1. 18A 受服装拖累营收增速平缓，受版号影响扣非净利润同比下降

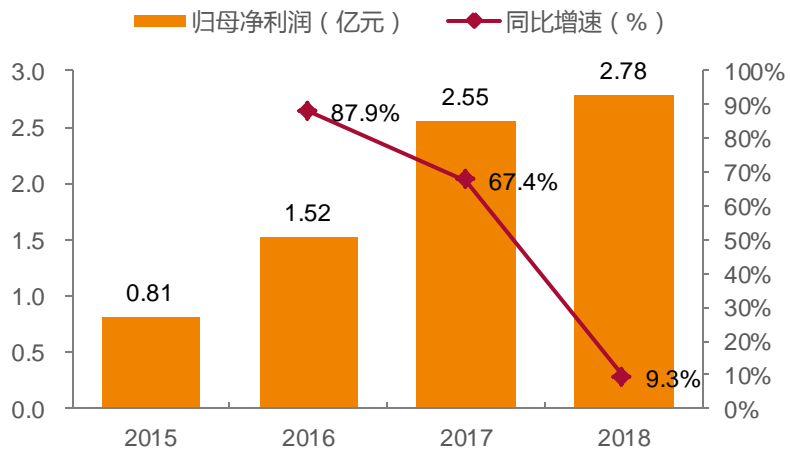
2018 年受游戏版号影响游戏市场增速降低，公司营收小幅增长。18 年营业收入为 7.45 亿元，同比增速为 5.8%，主要原因是：1) 传统业务服装收入及其占比均大幅下降；2) 游戏业务营收受版号影响，导致 Q4《妖精的尾巴》、《银之守墓人》游戏递延，游戏业务收入与往年持平；3) 版权运营收入翻倍。18 年实现归母净利润 2.78 亿元，同比上升 9.3%，扣非归母净利润 1.29 亿，下降 43.0%，主要原因是：1) 营收增长带动业绩提高；2) 出售可供出售金融资产获得 1.29 亿元投资收益。

图 1：2015-2018 公司营收及同比增速



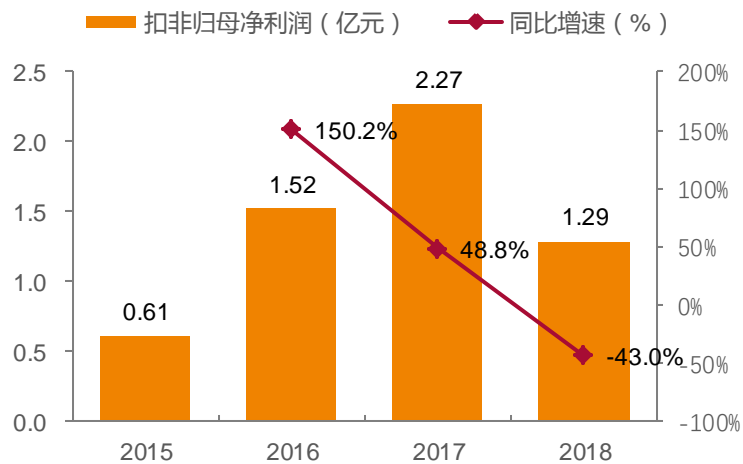
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：2015-2018 公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：2015-2018 公司扣非归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 1：非经常性损益项目

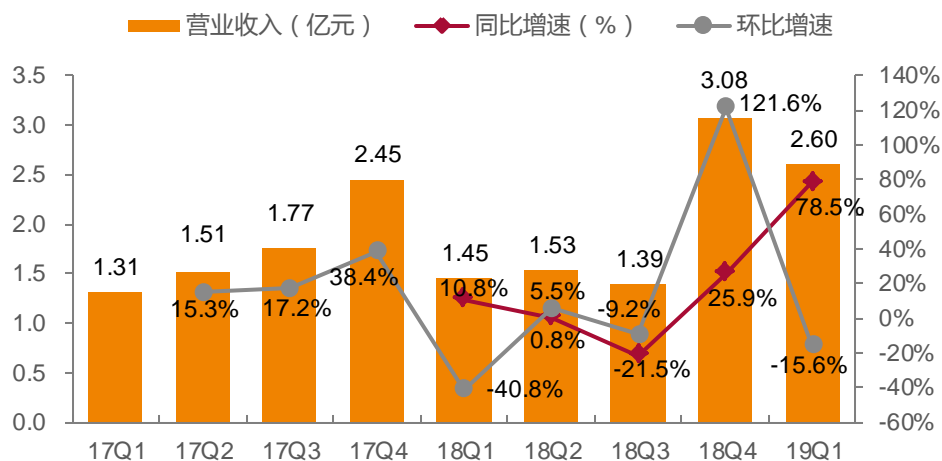
项目	2018 (万元)	2017 (万元)	说明
非流动资产处置损益 (包括已计提资产减值准备的冲销部分)	1,515.04	710.99	
计入当期损益的政府补助 (与企业业务密切相关, 按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外)	460.99	2,312.48	
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费	0	0	
企业取得子公司、联营企业及合营企业的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益	5,684.00	0	
委托他人投资或管理资产的损益	521.87	630.59	
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外, 持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益, 以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	6,632.93	0	
采用公允价值模式进行后续计量的投资性房地产公允价值变动产生的损益	1,378.25	0	
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	1,713.73	-197.56	
减: 所得税影响额	3,006.51	679.18	
少数股东权益影响额 (税后)	0.89	3.14	
合计	14,899.41	2,774.18	--

资料来源：公司公告、天风证券研究所，

注：18Q4 公司投资收益已调整至非经常性损益，此前部分与游戏相关的处置收益放在经常性损益中。

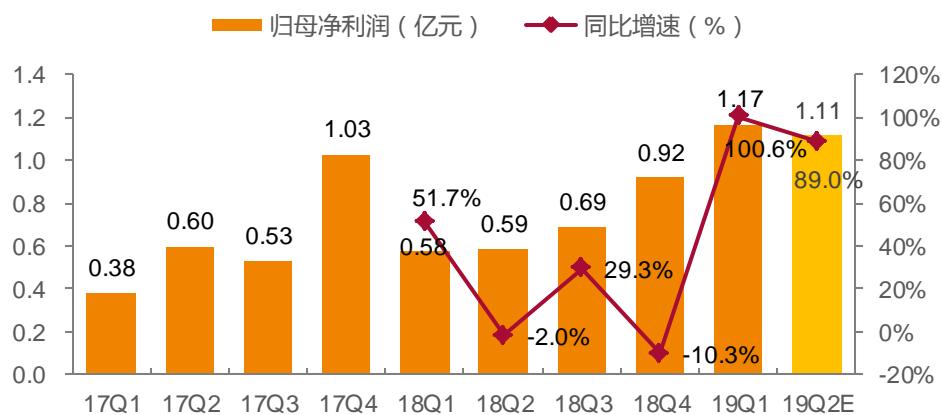
分季度看，18 年营收高峰出现在 Q4，主要与游戏上线安排有关。2018 年各季度分别实现营收 1.45 亿元、1.53 亿元、1.39 亿元和 3.08 亿元，其中第四季度环比和同比增长亮眼，同比增长 25.9%，环比增长 121.6%，主要公司于 2017 年 8 月底国内上线的精品 SLG 手游《三国志 2017》，2018 年 5 月登陆韩国市场，2018 年 8 月登陆日本市场，成为公司全年游戏业务增长的主要来源，Q4 海外收入以及《锦绣未央》游戏上线贡献增量。各季度分别实现净利润 0.58 亿元、0.59 亿元、0.69 亿元和 0.92 亿元，呈现稳步上升的趋势。Q4 扣非归母净利 0.02 亿元，主要因为 Q4 营业成本受游戏分成（《锦绣未央》等游戏的小 CP 分成，以及《海贼王》等进口版权金支出）影响大幅上升，并且研发费用和利息费用均同比上升。

图 4：2017Q1-2019Q1 公司营收及同比增速和环比增速



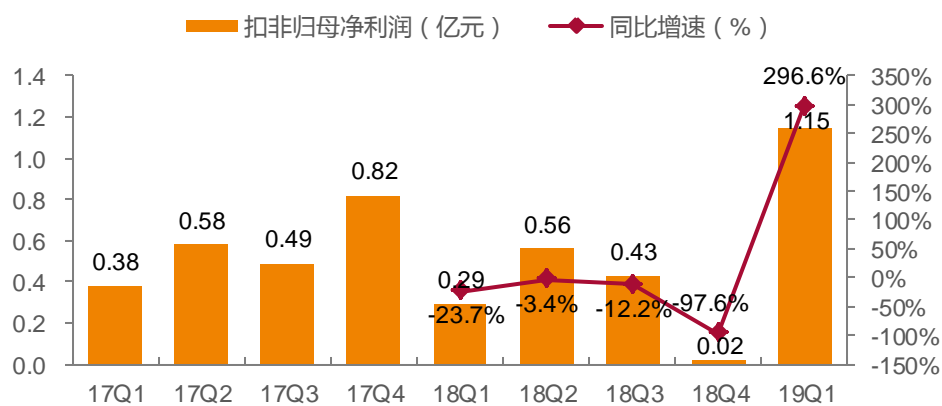
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：2017Q1-2019Q2E 归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

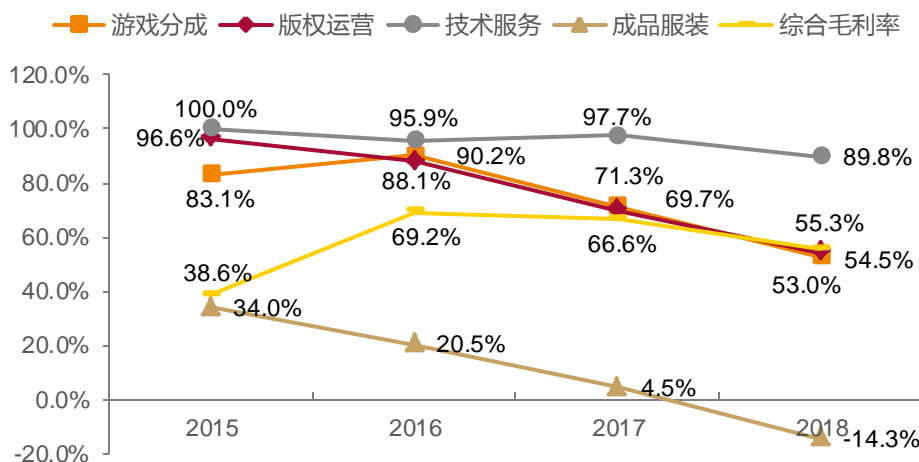
图 6：2017Q1-2019Q1 扣非归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

毛利率下降：18 年公司综合毛利率 55.3%，同比下降 11.3pcts，各主要业务的毛利水平均有不同程度的降低，主要系：1) 服装业务的下滑与行业景气度情况相关；2) 版权运营业务（主要为幻文）在影视方面有一定的投资支出影响毛利率（18H2 版权业务收入提升及毛利率下降可知）；3) 游戏《三国志 2017》、《锦绣未央》需要向 IP 方以及联合研发方支付相应的分成，因而在收入增加的情况下，毛利率下降。

图 7：2015-2018 年毛利率变化情况

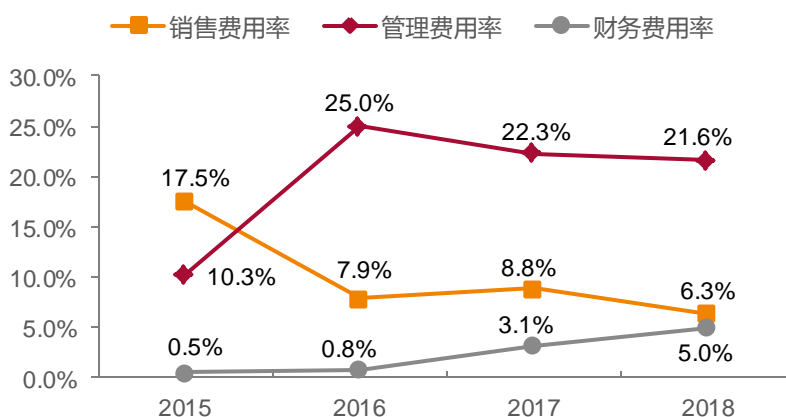


资料来源：公司公告、天风证券研究所

三项费用率：2018 年公司三项费用率为 32.9%，同比下降 1.3pcts，主要系：

- 1) 销售费用率：**18 年公司销售费用 0.47 亿元，同比下降 24.2%，销售费用率 6.3%，同比下滑 2.5pcts，主要是销售业务费得到有效严格控制；
- 2) 管理费用率：**18 年公司管理费用 1.61 亿元，同比增长 2.5%，管理费用率 21.6%，同比上升 1.8pcts，主要是 2018 年职工薪酬及福利大幅下降，但研发费用上涨幅度较大，造成总管理费用小幅上升；
- 3) 财务费用率：**18 年公司财务费用 0.37 亿元 (v.s. 17 年同期 0.22 亿元)，同比上升 68.2%，财务费用率 5.0%，同比上升 1.8pcts，主要是主要系公司债券及银行借款利息增加。

图 8：2015-2018 年三大费用率变化情况

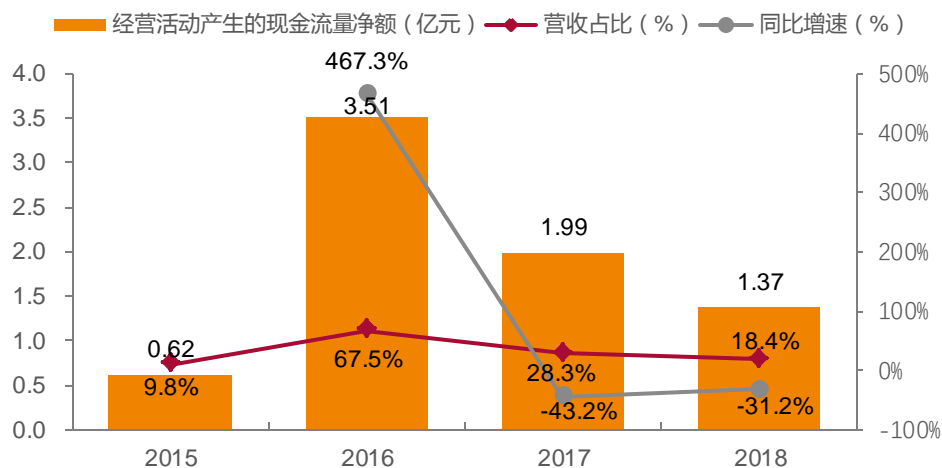


资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：18 年将研发费用从管理费用中拆分出来单独列示，为保持口径一致，18 年的管理费用数据包含研发费用在内

现金流情况：2018 年经营活动产生的现金流量净额为 1.37 亿元，同比增速为 -31.2%，我们认为主要系：1) 游戏业务支付游戏分成（IP 版权分成、小 CP 分成）等增加（与 18A 尤其是 18Q4 游戏毛利率下降相对应）；2) 版权运营业务影视方面投资支出增加（与 18H2 版权业务营收增长及毛利率下降相对应）。

图 9：2015-2018 经营活动产生的现金流量净额、同比增速及营收占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

利润分配情况：公司董事会拟定以公司 2018 年 12 月 31 日总股本 8.14 亿股为基数，向全体股东按每 10 股派发现金股利 0.60 元（含税），预计共计派发股利 4882.47 万元，股利支付率 17.56%，股息率 1.02%。

表 2：2016-2018 公司利润分配情况

年	归母净利润 (亿元)	现金分红 (亿元)	股利支付率	每股股利 (元)	报告期末收盘价 (元)	股息率
2018	2.78	0.4882	17.56%	0.06	5.88	1.02%
2017	2.55	0.8137	31.91%	0.1	7.06	1.42%
2016	1.52	0.2543	16.73%	0.05	13.87	0.36%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

对赌期结束后，18 年子公司无商誉减值，天上友嘉业绩贡献占大头保持稳定增长，酷牛及幻文 18 年受游戏上线及影视投资影响略有下降，但 19 年酷牛代理小游戏将产生收益增量及幻文影视投资也会陆续变现，未确认商誉。

表 3：子公司 2018 年业绩及商誉情况梳理

公司名称	营业收入 (亿元)	yoy	营业利润 (亿元)	yoy	净利润 (亿元)	yoy	商誉 (亿元)
酷牛互动	1.58	3.9%	0.91	-23.5%	0.89	-25.8%	6.65
幻文科技	1.98	63.6%	0.47	-25.4%	0.42	-43.2%	4.67
天上友嘉	4.26	34.4%	1.75	18.2%	1.64	13.1%	11.03

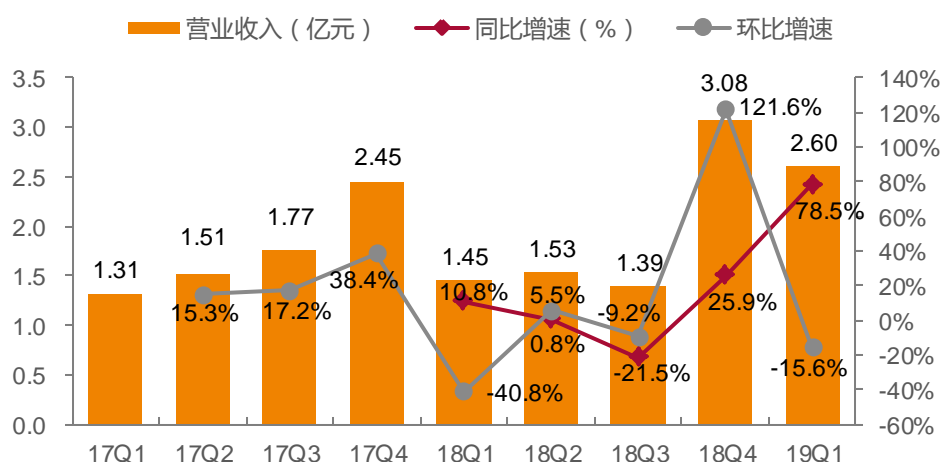
资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2. 19Q1 营收增速高达 78.5%，中期预告验证业绩将持续高增长

19Q1 业绩亮眼增长创新高：公司 19Q1 实现营收 2.60 亿，同比上升 78.5%，归母净利润 1.17 亿，同比增速 100.6%，扣非归母净利润 1.15 亿，增长约 296.6%。主要是由于国内外游戏业务的增长：1)《妖精的尾巴》、《火影忍者》海外发行版权金收入，预计约为 4000 万人民币左右；2)《龙珠觉醒》2 月 28 日上线后 3 月业绩贡献，首月流水破亿，目前《龙珠觉醒》仍处于爬坡期，有望实现 1.5 亿的月流水；3)《三国志 2017》在日本（18 年 8 月上线）、韩国（18 年 5 月上线）等地表现突出。

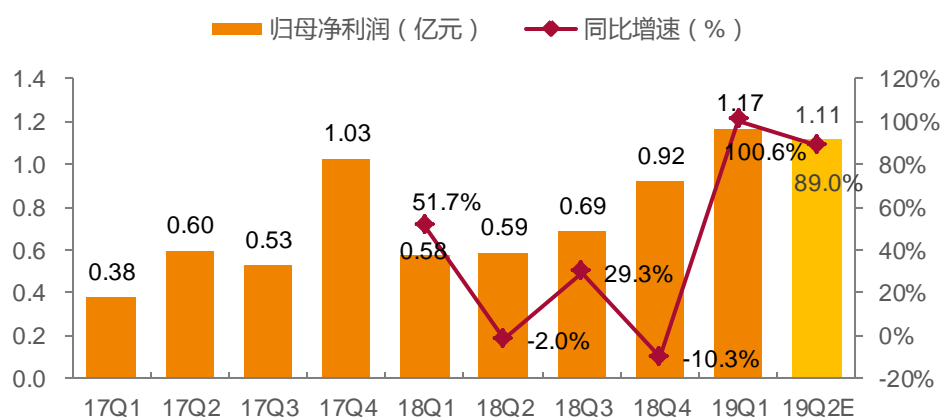
公司发布 2019 年 H1 业绩预告，上半年净利润约 2.0 亿元~2.58 亿元，增长 70.00%~120.00%，二季度持续增长原因主要是天上友嘉《三国志 2017》、《龙珠觉醒》的持续贡献，预计还有《三国志 2019（暂名）》版权金增量收入，以及酷牛代理小游戏上线的收入增量贡献。

图 10：2017Q1-2019Q1 公司营收及同比增速和环比增速



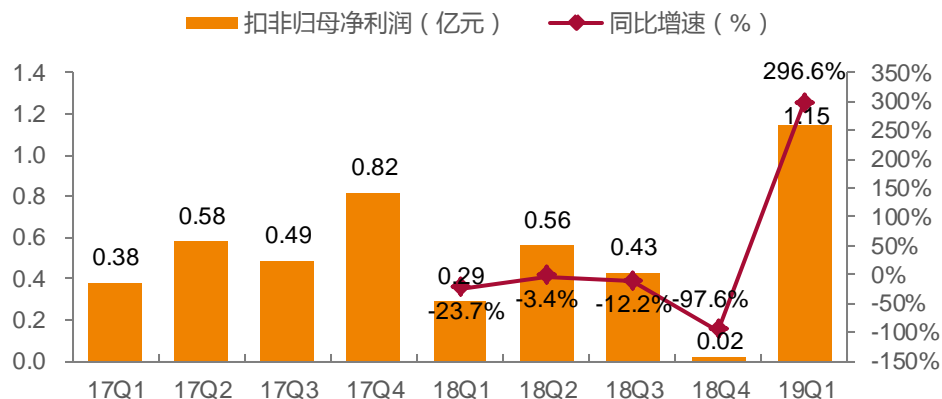
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 11：2017Q1-2019Q2E 归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 12：2017Q1-2019Q1 扣非归母净利润及同比增速

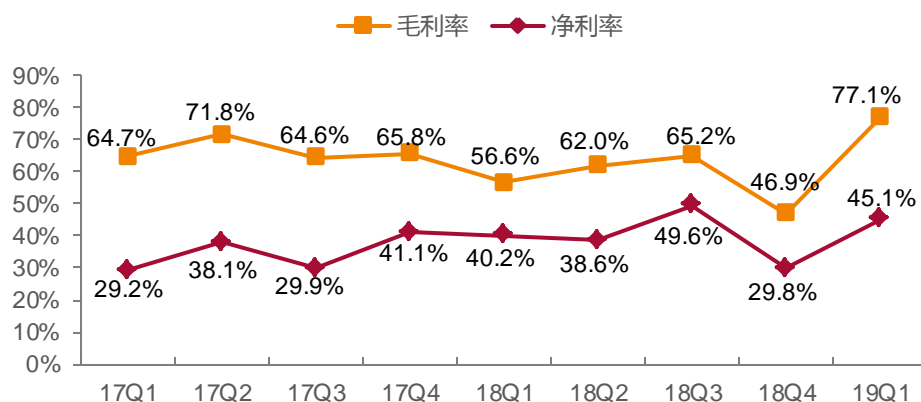


资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：18Q4 投资收益已重新调整回到非经常性损益中。

毛利率情况：公司 19Q1 毛利率为 77.1%，同比上升 20.5pcts (v.s. 2018Q1 56.6%)，净利率为 45.1%，同比上升 4.9pcts，主要系 2 月底《龙珠觉醒》上线（作为研发方不承担推广成本，毛利率高）及前期《三国志 2017》等游戏表现强劲，以及《火影忍者》、《妖精的尾巴》海外发行版权金收入确认所致。

图 13：2017Q1-2019Q1 毛利率变化情况

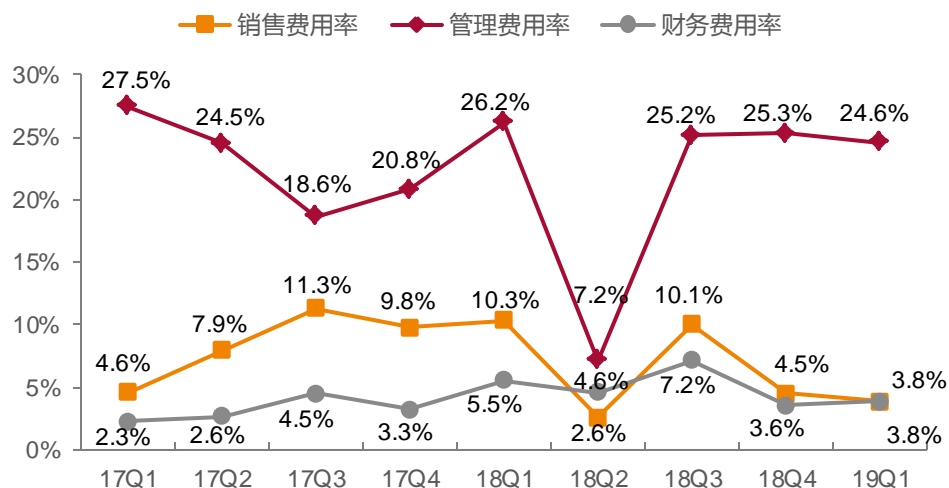


资料来源：公司公告、天风证券研究所

三项费用率：2019Q1 公司三项费用率为 32.2%，同比下降 9.8pcts，主要系：

- 1) 销售费用率：**19Q1 公司销售费用 0.1 亿元，同比下降 33.3%，销售费用率 3.8%，同比下降 6.5pcts，销售费用持续走低，提高盈利水平；
- 2) 管理费用率：**19Q1 公司管理费用 0.64 亿元，同比上升 68.4%，管理费用率 24.6%，同比下降 1.6pcts，公司管理费用开支得到有效管理；
- 3) 财务费用率：**19Q1 年公司财务费用 0.1 亿元 (v.s. 18 年同期 0.08 亿元)，同比增加 25.0%，财务费用率约为 3.8%，同比下降 1.7pcts，虽然由于公司债券及银行借款利息增加，但营收增速较高导致费用率降低。

图 14：2017Q1-2019Q1 三大费用率变化情况

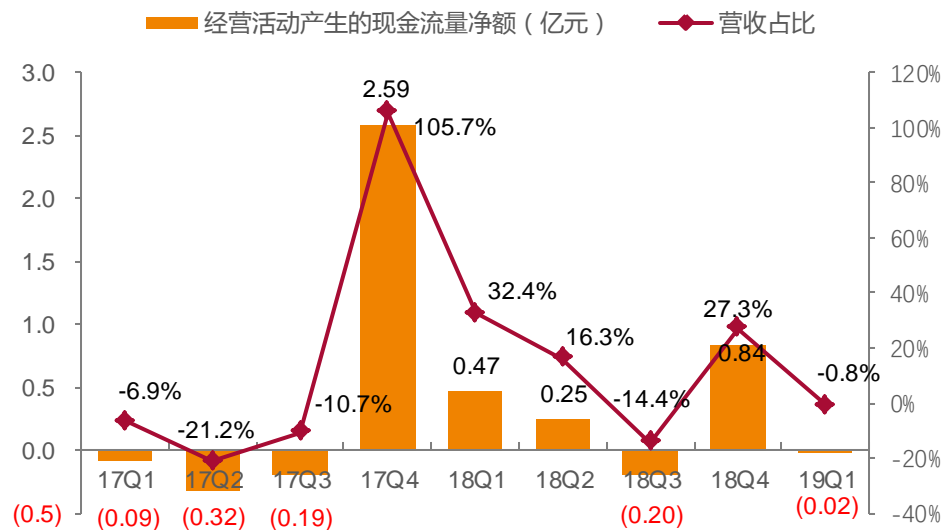


资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：18 年将研发费用从管理费用中拆分出来单独列示，为保持口径一致，18 年的管理费用数据包含研发费用在内

经营现金流：19Q1 经营活动产生的现金流量净额为-0.02 亿元，主要由于《龙珠觉醒》等未收到发行方分成，以及海外版权金未到账，以及 IP 版权金支出导致。

图 15：2017Q1-2019Q1 经营活动产生的现金流量净额及营收占比



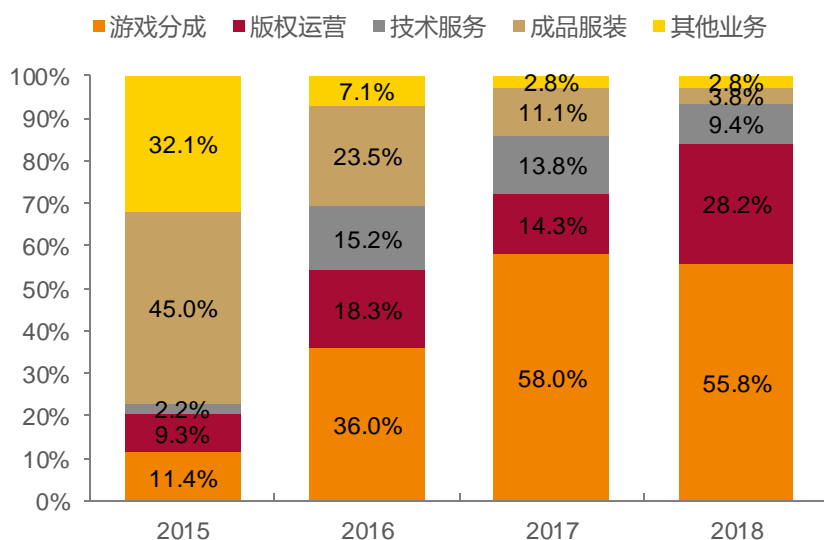
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 业务分析

2.1. 游戏及版权业务、海外收入贡献提升，预计 19 年随头部游戏上线游戏业务占比提升

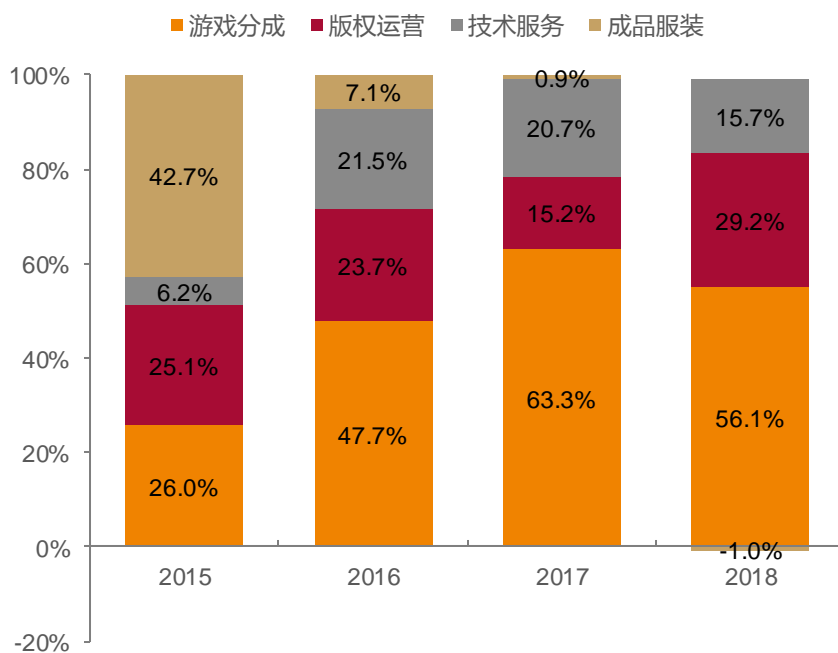
游戏分成+技术服务(游戏研发)占比保持稳定，受影视业务带动版权运营业务占比提升，传统服装业务持续下降。预计游戏业务 19 年随头部游戏上线占比将提升。

图 16：2015-2018 公司分产品营收占比（单位：%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 17：2015-2018 公司分产品毛利占比（单位：%）



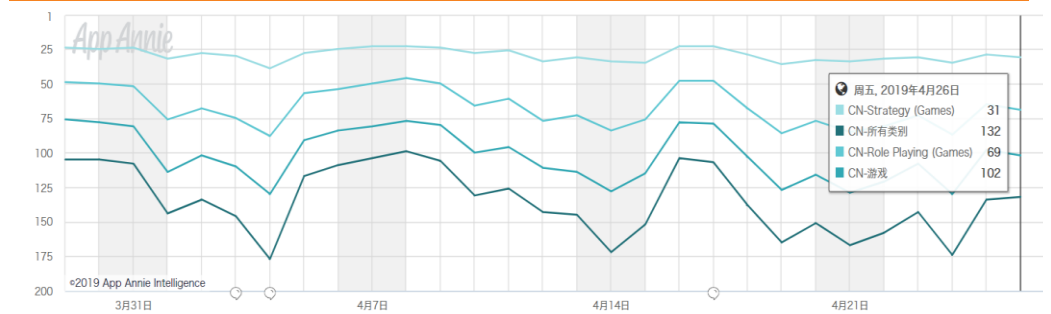
资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 4：2015-2018 公司游戏分成业务拆分

游戏分成	2015	2016	2017	2018
收入 (亿元)	0.72	1.87	4.08	4.16
同比		159.70%	118.20%	2.00%
成本 (亿元)	0.12	0.18	1.17	1.96
同比		50.00%	550.00%	67.50%
毛利 (亿元)	0.59	1.69	2.91	2.21
毛利率(%)	83.08%	90.15%	71.27%	53.01%

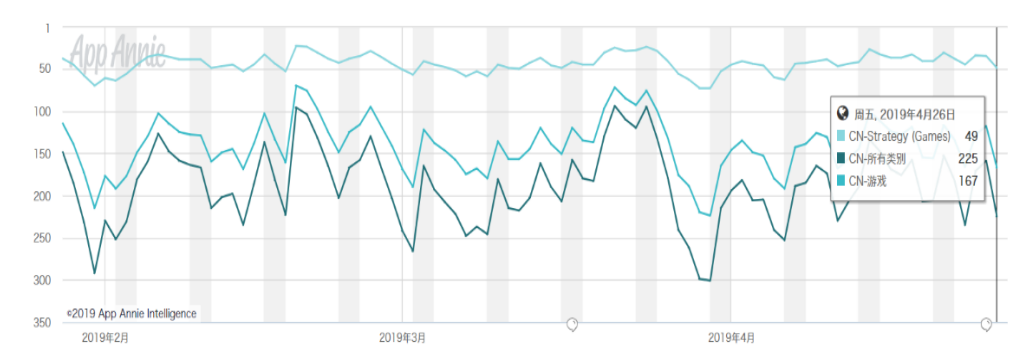
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 18：《龙珠觉醒》iOS 中国区畅销榜排名



资料来源：App Annie、天风证券研究所；时间截至 2019.04.27

图 19：《三国志 2017》iOS 中国区畅销榜排名



资料来源：App Annie、天风证券研究所；时间截至 2019.04.27

表 5：凯撒文化 IP 资源储备

IP 名称	IP 说明
《火影忍者》	日本漫画家岸本齐史的代表作，作品于 1999 年开始在《周刊少年 JUMP》上连载。
《航海王》	日本漫画家尾田荣一郎作画的少年漫画作品，在《周刊少年 Jump》1997 年开始连载。截至 2015 年 6 月 15 日，《航海王》以日本本土累计发行了 3 亿 2086 万 6000 本，被吉尼斯界纪录官方认证为“世界上发行量最高的单一作者创作的系列漫画”。
《幽游白书》	日本漫画家富坚义博于 1990~1994 年连载于《周刊少年 Jump》的漫画作品，《幽游白书》曾获得日本第 39 回的小学馆漫画赏少年向部门奖，在连载期间与《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。
《妖精的尾巴》	日本漫画家真岛浩创作的长篇魔法题材少年漫画，目前《妖精的尾巴》在全世界的累计发行量已超过 6000 万部，风靡全球，在国内亦拥有强大的粉丝基础。
《玄界之门》	起点白金作家忘语的最新作品，自 2015 年 12 月连载开始，就受到了读者热烈追捧，仅三个月便登顶起点月票榜榜首，在 2016 年期间持续霸榜，并于 2017 年 1 月在“2016 福布斯·中国原创文学风云榜”男生作品榜中登顶。
《龙符》	知名网络文学作家、“洪荒流”网络文学流派开创者梦入神机最新力作，长期位居月票榜、收藏榜、推荐榜前列。
《从前有座灵剑山》	该 IP 动漫作品长期位居腾讯动漫平台月票榜第一梯队，漫画版人气高达 60 亿，动画作品由腾讯动漫与日本 DEEN 社联合制作，点击量突破 30 亿，第二季动画作品已于 2017 年 Q1 上线。
《妖精种植手册》	近期最具人气的动漫作品之一，点击量突破 28 亿 7000 万，目前每日新增超两千万阅读量；
《锦绣未央》	电视作品 2016 年 12 月 9 日在东方卫视、北京卫视首播收官，收视率双双破 2；在网播量方面，剧集仅用一个月时间就突破 200 亿大关，单日就达到 9 亿播放量。同时，《锦绣未央》的百度指数最高超过了 195 万，微博指数最高近 21 万。
《神探狄仁杰》	第一部单集最高收视率为 3.05%，第二部单集最高收视率 5.69%。第三部前 27 集在 40 个城市的收视率平均 2.34%，最高达到 3.28%。神探狄仁杰前三部在央视播出时收视率都进年度前三，其中第二部是年度收视冠军；
《御甲玄机》	国内顶级机甲漫画。
《凤归》	女性向玄幻爱情漫画。
《银之守墓人》	腾讯动漫人气作品，点击量已突破 140 亿，2017 年上半年上线由绘梦社（日本）制作的同名日本电视动画；
《我的天劫女友》	腾讯动漫月票第一梯队人气作品，点击量突破 45 亿，动画作品 2017 年已上线；
《伏魔都市》	都市超级英雄系的神话故事。
《天火大道》	作者唐家三少，福布斯中国名人榜上榜作家、热血玄幻小说畅销之王，《天火大道》是 2015 年最高人气星际冒险超能巨作，百度指数最高达 55 万；
《少年四大名捕》	作者温瑞安，当代武侠小说名家，也是新武侠四大宗师（金、古、梁、温）之一，笔下的无情、铁手、追命、冷血四大捕头，已经成为当代武侠小说的经典形象。
《四大名捕战天王》	
《说英雄谁是英雄》	
《大圣传》（说梦者）	
《飘渺之旅》（萧潜）	系列 IP
《中华英雄》（马荣成）	
《新葫芦兄弟》	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 6：2015-2018 公司版权运营业务拆分

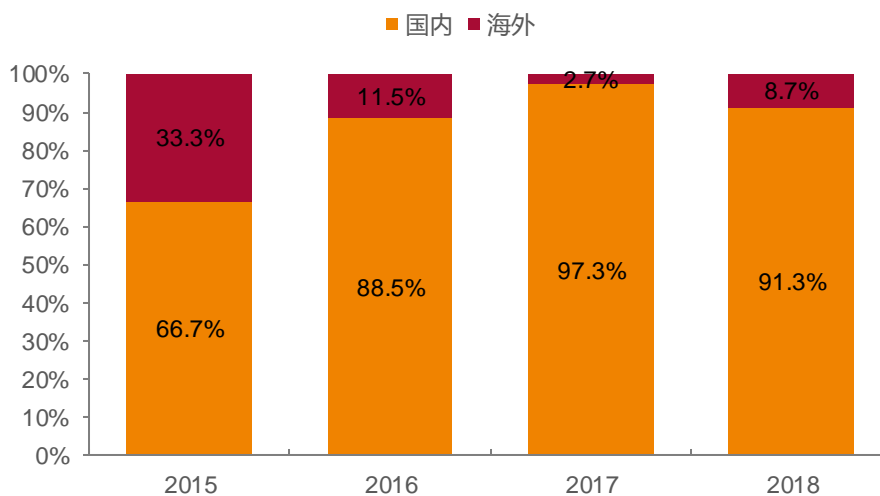
版权运营	2015	2016	2017	2018
收入 (亿元)	0.59	0.95	1.01	2.10
同比		61.02%	6.32%	107.92%
成本 (亿元)	0.02	0.11	0.31	0.96
同比		450.00%	181.82%	209.68%
毛利 (亿元)	0.57	0.84	0.7	1.15
毛利率(%)	96.56%	88.13%	69.73%	54.46%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

海外业务收入贡献持续提升。2018 年海外业务为 0.65 亿元，同比增速 242.1%，营收占比 8.7%，同比上升 6pcts。报告期内，SLG 游戏《三国志 2017》陆续在日本、韩国等海外市场上线，2018 年 5 月登陆韩国市场，最好成绩为 Apple store 下载榜第 7 位、畅销榜第 9 位，Google Play 下载榜第 7 位、畅销榜第 12 位；2018 年 8 月登陆日本市场，最好成绩为 Apple store 下载榜第 5 位、畅销榜第 21 位，Google Play 下载榜第 5 位、畅销榜第 20 位。

为了缓解版号申请等行业政策变动因素的影响，公司在依托强大的游戏研发优势的基础上，正在积极布局海外游戏的研发和运营。《三国志 2017》的海外发行取得良好成绩，为下一步公司海外运营创造了有利条件，培养了优秀的海外游戏运营团队，目前公司正在积极筹备精品游戏的研发，预计未来将大幅增加在海外游戏研发和运营方面的投入。

图 20：2015-2018 公司分地区营收占比 (单位：%)



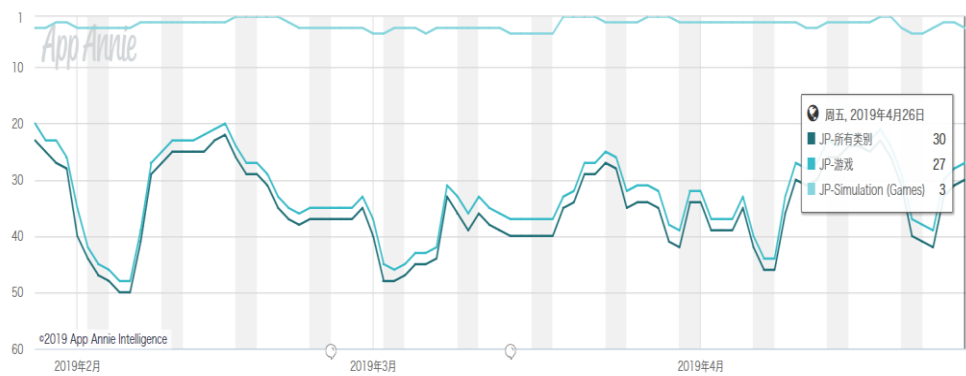
资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 7：2015-2018 公司海外游戏业务拆分

海外游戏业务	2015	2016	2017	2018
收入 (亿元)	2.11	0.6	0.19	0.65
同比		-71.56%	-68.33%	242.11%
成本 (亿元)	1.89	0.34	0.06	0.28
同比		-82.01%	-82.35%	366.67%
毛利 (亿元)	0.21	0.26	0.13	0.37
毛利率(%)	10.12%	43.14%	69.92%	56.87%

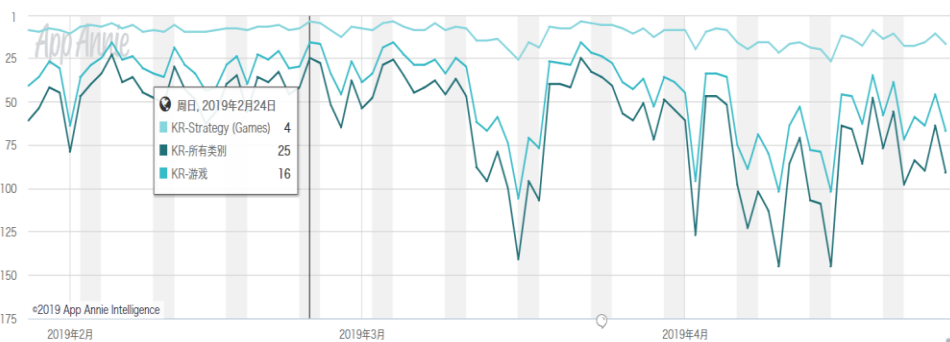
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 21: 《三国志 2017》iOS 日本区畅销榜排名



资料来源: App Annie、天风证券研究所; 时间截至 2019.04.27

图 22: 《三国志 2017》iOS 韩国区畅销榜排名



资料来源: App Annie、天风证券研究所; 时间截至 2019.04.27

表 8: 2018 年研发情况

	2018	2017	变动比例
研发人员数量 (人)	511	335	52.54%
研发人员数量占比	72.48%	55.46%	17.02%
研发投入金额 (亿元)	1	1.02	-1.97%
研发投入占营业收入比例	13.43%	14.49%	-1.06%
研发投入资本化的金额 (亿元)	0.46	0.63	-25.90%
资本化研发投入占研发投入的比例	46.35%	61.33%	-14.98%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

表 9：2018 年游戏产品研发矩阵

项目名称	相关项目的基本情况	实施进度
产品一	卡牌游戏	开发阶段
产品二	SLG 手游	开发阶段
产品三	3D 回合制卡牌游戏	开发完成
产品四	4D 回合制卡牌游戏	开发阶段
产品五	SLG 手游	开发阶段
产品六	卡牌回合制游戏	开发阶段
产品七	魔幻 SLG 战争策略卡牌类养成游戏	开发阶段
产品八	卡牌 RPG	开发阶段
产品九	MMO 游戏	开发阶段
产品十	2D 卡牌游戏	开发完成
产品十一	MMO 游戏	开发阶段
产品十二	卡牌游戏	开发阶段
产品十三	卡牌游戏	开发阶段
产品十四	卡牌游戏	开发阶段
产品十五	MMO 游戏	开发阶段

资料来源：公司公告、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	265.54	83.32	125.92	888.88	1,064.56	营业收入	703.87	744.66	1,573.95	2,072.66	2,489.68
应收票据及应收账款	400.26	496.66	1,399.13	1,097.33	1,901.42	营业成本	235.28	332.78	555.61	699.52	878.86
预付账款	75.50	133.34	215.33	223.66	327.88	营业税金及附加	5.79	5.35	11.31	14.89	17.88
存货	123.69	75.40	257.00	161.51	364.30	营业费用	62.39	46.51	58.24	82.91	99.59
其他	147.13	87.51	181.59	161.01	211.04	管理费用	117.13	102.95	108.45	142.81	171.55
流动资产合计	1,012.12	876.23	2,178.98	2,532.39	3,869.19	研发费用	39.46	58.31	169.92	277.65	352.68
长期股权投资	65.27	165.09	165.09	165.09	165.09	财务费用	21.63	36.61	54.14	29.29	(6.65)
固定资产	8.14	7.38	29.78	72.25	113.77	资产减值损失	48.40	49.04	48.00	48.00	48.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	13.78	0.00	0.00	0.00
无形资产	333.00	331.32	198.89	66.45	100.20	投资净收益	13.02	129.18	0.00	0.00	0.00
其他	3,123.04	3,407.85	3,355.71	3,381.47	3,368.28	其他	(40.06)	(287.75)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	3,529.46	3,911.65	3,785.47	3,754.87	3,819.10	营业利润	200.83	257.89	568.30	777.59	927.77
资产总计	4,541.58	4,787.88	5,964.44	6,287.26	7,688.30	营业外收入	15.39	21.17	11.19	13.57	12.96
短期借款	205.01	300.28	417.56	200.00	128.00	营业外支出	2.21	1.24	1.79	1.75	1.59
应付票据及应付账款	117.73	136.23	287.78	246.07	424.64	利润总额	214.00	277.83	577.70	789.41	939.14
其他	251.75	107.96	436.85	223.80	580.42	所得税	(35.18)	(0.22)	(0.45)	(0.62)	(0.74)
流动负债合计	574.49	544.48	1,142.19	669.87	1,133.06	净利润	249.18	278.05	578.15	790.03	939.88
长期借款	15.32	0.00	14.75	13.20	14.50	少数股东损益	(5.39)	(0.20)	(0.41)	(0.57)	(0.67)
应付债券	297.85	298.67	298.26	298.47	298.37	归属于母公司净利润	254.57	278.25	578.57	790.59	940.55
其他	3.43	29.27	16.35	22.81	19.58	每股收益(元)	0.31	0.34	0.71	0.97	1.16
非流动负债合计	316.60	327.95	329.36	334.48	332.45						
负债合计	891.09	872.42	1,471.56	1,004.35	1,465.51	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	(1.30)	(1.50)	(1.91)	(2.48)	(3.15)	成长能力					
股本	813.74	813.74	813.74	813.74	813.74	营业收入	35.38%	5.79%	111.37%	31.69%	20.12%
资本公积	2,143.87	2,143.87	2,143.87	2,143.87	2,143.87	营业利润	78.10%	28.41%	120.36%	36.83%	19.31%
留存收益	2,838.58	3,102.48	3,681.05	4,471.64	5,412.19	归属于母公司净利润	67.42%	9.30%	107.93%	36.65%	18.97%
其他	(2,144.40)	(2,143.14)	(2,143.87)	(2,143.87)	(2,143.87)	获利能力					
股东权益合计	3,650.50	3,915.46	4,492.88	5,282.91	6,222.79	毛利率	66.57%	55.31%	64.70%	66.25%	64.70%
负债和股东权益总	4,541.58	4,787.88	5,964.44	6,287.26	7,688.30	净利率	36.17%	37.37%	36.76%	38.14%	37.78%
						ROE	6.97%	7.10%	12.87%	14.96%	15.11%
						ROIC	9.52%	9.77%	19.08%	20.29%	24.49%
						偿债能力					
						资产负债率	19.62%	18.22%	24.67%	15.97%	19.06%
						净负债率	6.92%	13.32%	13.53%	-7.05%	-9.96%
						流动比率	1.76	1.61	1.91	3.78	3.41
						速动比率	1.55	1.47	1.68	3.54	3.09
						营运能力					
						应收账款周转率	2.39	1.66	1.66	1.66	1.66
						存货周转率	3.86	7.48	9.47	9.90	9.47
						总资产周转率	0.16	0.16	0.29	0.34	0.36
						每股指标(元)					
						每股收益	0.31	0.34	0.71	0.97	1.16
						每股经营现金流	0.25	0.17	0.04	1.34	0.48
						每股净资产	4.49	4.81	5.52	6.50	7.65
						估值比率					
						市盈率	19.47	17.81	8.57	6.27	5.27
						市净率	1.36	1.27	1.10	0.94	0.80
						EV/EBITDA	14.15	8.50	5.87	3.64	3.22
						EV/EBIT	21.10	11.77	7.13	4.26	3.47

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