

凯撒股份 (002425) 年报点评

2014年02月28日

转型之年 拐点将至

推荐 (未来6个月目标价 13.56元)

投资要点

- 2014年2月28日,公司公布年报:凯撒股份全年实现营业收入5.06亿元,比上年减少4.75%;归属于上市公司股东的净利润2,540万元,比上年下降31.92%;实现每股收益0.08元,略低于预期。
 - 公司营业收入同比下降的原因主要来自几个方面:一是服装行业整体低迷,下游需求仍不见太大起色,而新渠道的冲击在持续;二是皮类产品销售下滑较大,同比下降18.06%。
 - 公司利润下滑主要原因:一是销售收入下滑;二是费用上升,新渠道的铺设以及门店扩张导致销售费用同比上升7.91%,13年整体费用同比增长4.65%;三是由于存货增加,计提的资产减值准备同比大幅提升。
 - 13年公司处于转型节点,服装主业根据募投项目规划并结合市场情况在谨慎推进,本年度净增加5家门店。公司一直在尝试多层次、全渠道营销,发展电子商务,逐步形成线上与线下相结合的品牌运营模式,报告期内,公司加大力度发展线上业务,在原有天猫旗舰店及自主平台基础上,拓展唯品会、亚马逊等电子商务平台,实现快速增长。在服装主业上,公司也在谋求产业链上的整合,有意向高端原材料领域延伸,打造全产业链。同时,公司也拟利用现有平台,在高端定制方向有所作为。
 - 公司的多元化发展战略在本年度逐步展开,有序推进。以小贷业务为突破口,向金融投资领域转型。目前已经连续投资了天津滨联和汕头高新区银信通两家小贷公司。之后,公司拟进军融资租赁领域:1)2013年6月,公司使用3,000万元投资天津市滨联小额贷款有限责任公司,占注册资本的10%,该公司已于2014年1月完成了工商变更登记手续;2)2013年12月,公司发起设立汕头高新区银信通小额贷款有限公司,出资3,000万元,占注册资本总额的30%,为第一大股东,目前该公司在设立筹备阶段;3)2014年1月24日,公司与庆汇租赁股东签订了《融资租赁公司收购及合作经营之框架协议》,公司拟收购庆汇租赁46%的股权。公司的在金融投资上的收益将会在14年之后陆续得到体现。
 - 虽然13年的业绩略低于预期,但不改变我们对公司的看好:第一,主业所面临的问题是全行业的共性问题,公司无论在品牌经营还是管理能力方面,都很塌实。另外,作为一个精致型的小公司,在本轮行业调整中受创伤较小,修复能力也会较强;第二,公司在服装主业上是有很多想法的,无论是纵向的产业链延伸、还是横向的高端定制开展以及全渠道的运营尝试,都会为这个小基数的企业带来较大的边际改善和业绩弹性;第三,公司的多元化战略稳步有序在推进,未来将逐步贡献利润。
 - 若14年募投项目按进度推进,销售收入和主业利润将有所提升。投资收益部分:若融资租赁公司收购成功,两家小贷公司贡献利润,14、15年EPS将有所增厚,我们下调先前的EPS预测:14、15年EPS分别为0.28元、0.40元。对应PE分别为38倍、27倍。由于在多元化方面想象空间较大,存在超预期的可能,给予“推荐”评级。
- 风险提示:募投项目进展低于预期、对外收购失败。

证券分析师 李葳

执业资格证书号码: S0600513100002

0512- 62936061

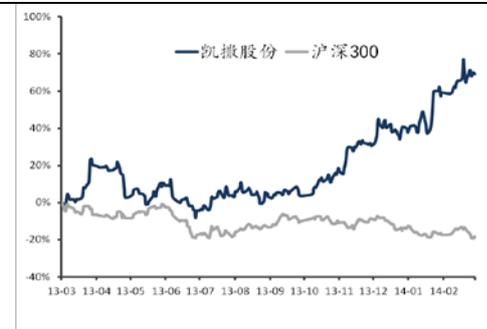
liw@gsjq.com.cn

研究助理 庄沁

0512- 62938663

zhuangq@gsjq.com.cn

股价走势



相关研究

《凯撒股份—金融投资再下一城,多元化战略稳步推进》

2013.1.27

《凯撒股份—确定转型,进军行业三甲》2013.12.27

《凯撒股份—业绩增量、质量均有望提升》2013.12.19

《凯撒股份—多品类均衡发展的高端品牌服装》2013.11.15

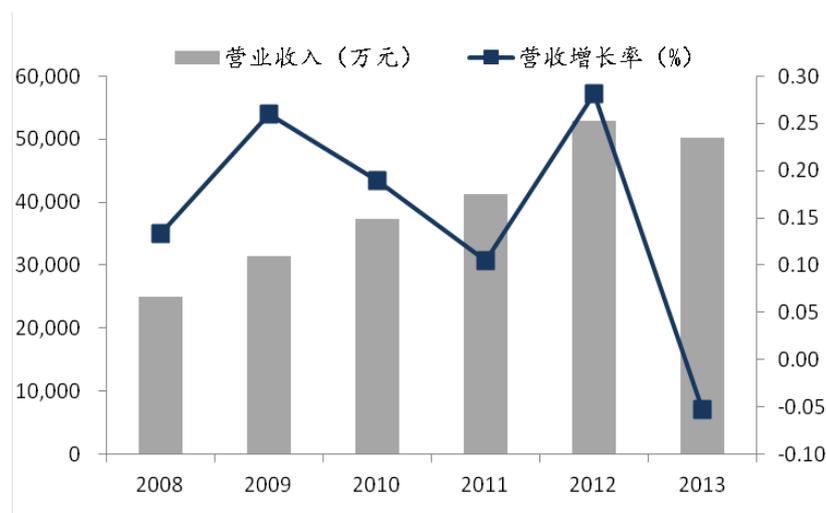
2014 年 2 月 28 日，公司公布年报：凯撒股份全年实现营业收入 5.06 亿元，比上年减少 4.75%；归属于上市公司股东的净利润 2,540 万元，比上年下降 31.92%；实现每股收益 0.08 元，略低于预期。

1. 年报数据分析

1) 受大环境影响，服装销售下降

服装行业整体低迷，下游需求仍不见太大起色，而新渠道的冲击在持续，主业销售出现下滑。

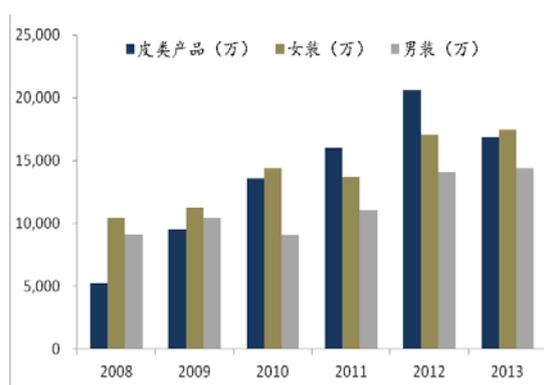
图表 1 凯撒股份营业收入变化



资料来源：wind 资讯 东吴证券研究所

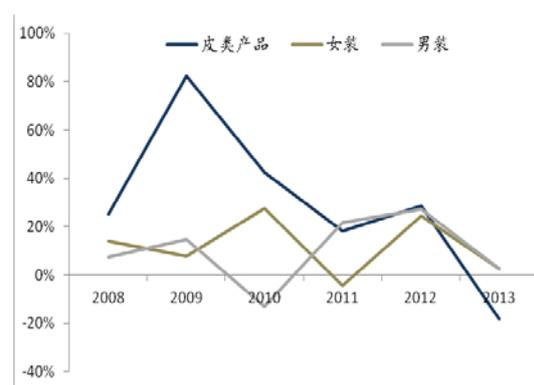
在各个品类中，女装、男装保持小幅增长，皮类产品销售大幅下滑，同比下降 18.06%。但三个品类的增速无一不回落。

图表 2 各品类销售收入



资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 3 各品类销售增长

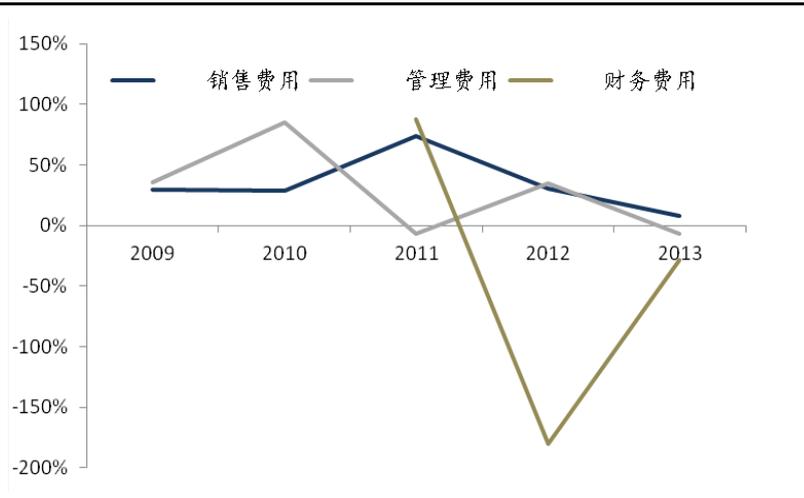


资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

2) 收入下降、费用上升、计提增加导致利润下滑

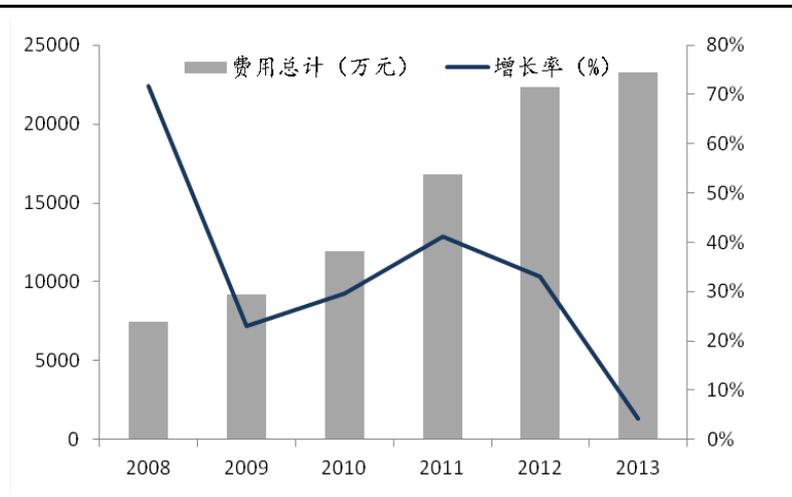
公司利润下滑主要原因：一是销售收入下滑；二是费用上升—新渠道的铺设以及门店扩张导致销售费用同比上升 7.91%，13 年整体费用同比增长 4.65%；三是由于存货增加，计提的资产减值准备同比大幅提升。

图表 4 公司三项费用增长 (剔除财务费用 09、10 两年异常值)



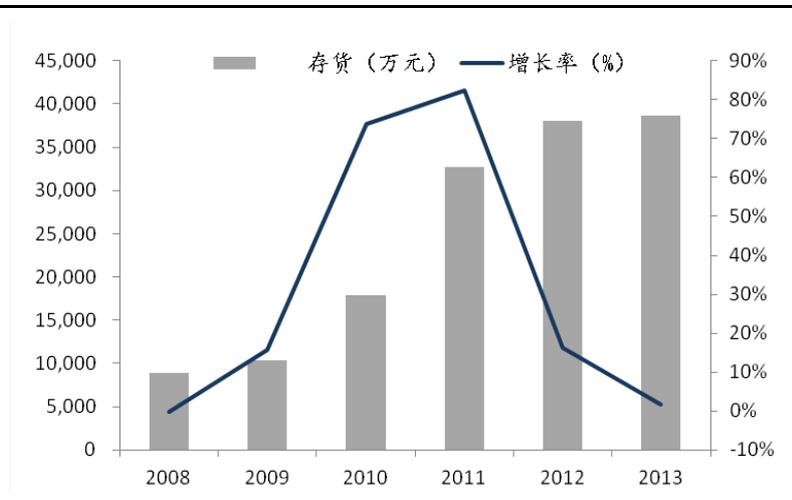
资料来源: wind 资讯 东吴证券研究所

图表 5 公司费用增长情况



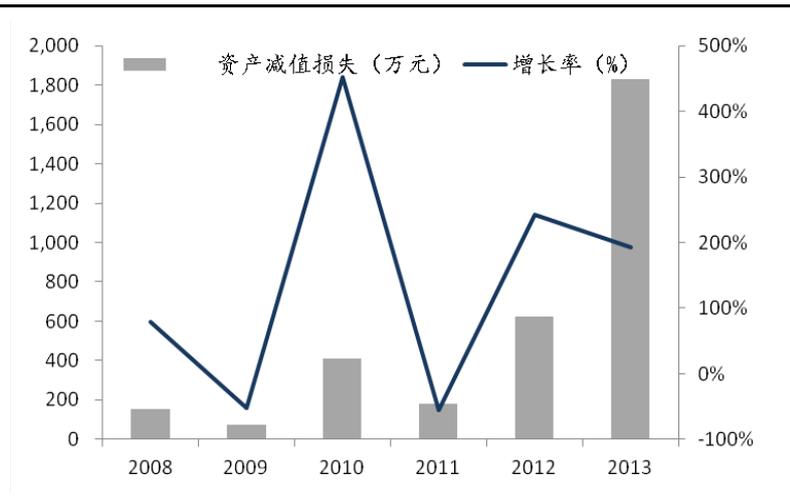
资料来源: wind 资讯 东吴证券研究所

图表 6 存货情况



资料来源: wind 资讯 东吴证券研究所

图表 7 资产减值计提情况

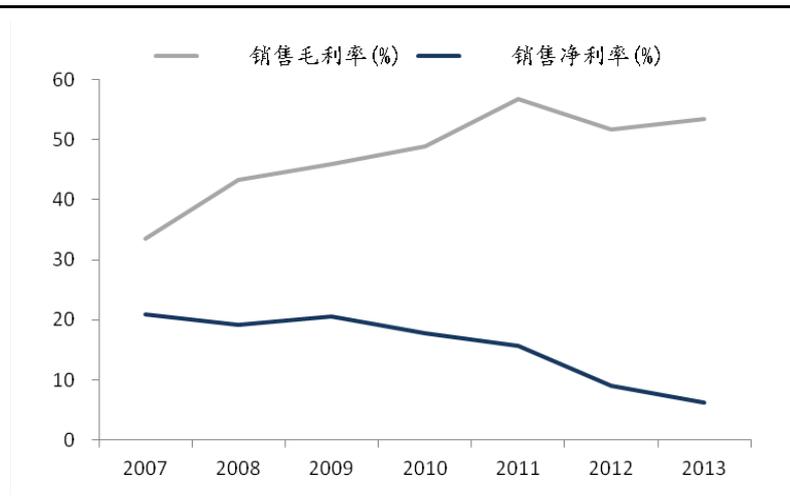


资料来源: wind 资讯 东吴证券研究所

3) 毛利率上升、净利率下降

由于公司产品结构的变化, 毛利率较高的男装、女装占比提升, 皮类产品占比下降, 导致公司整体毛利率有所提升; 由于费用及减值计提的上升, 净利率有所下降。

图表 8 公司利润率情况



资料来源: wind 资讯 东吴证券研究所

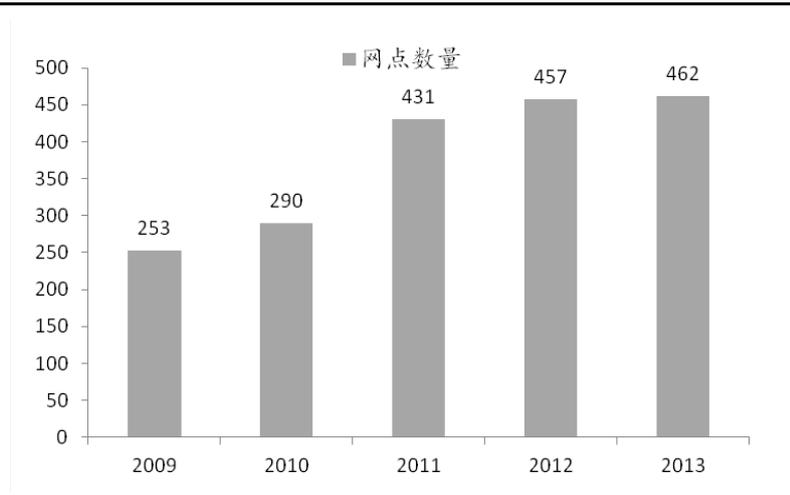
2. 转型之年, 拐点将至

1) 募投项目保守推进, 网点铺设节奏将视市场情况而定

13 年公司处于转型节点, 服装主业根据募投项目规划并结合市场情况在谨慎推进, 本年度净增加 5 家门店, 略低于预期。主要原因在于今年市场较为低迷, 盲目扩张将会拖累业绩, 考虑到市场环境, 公司将调整开店节奏。

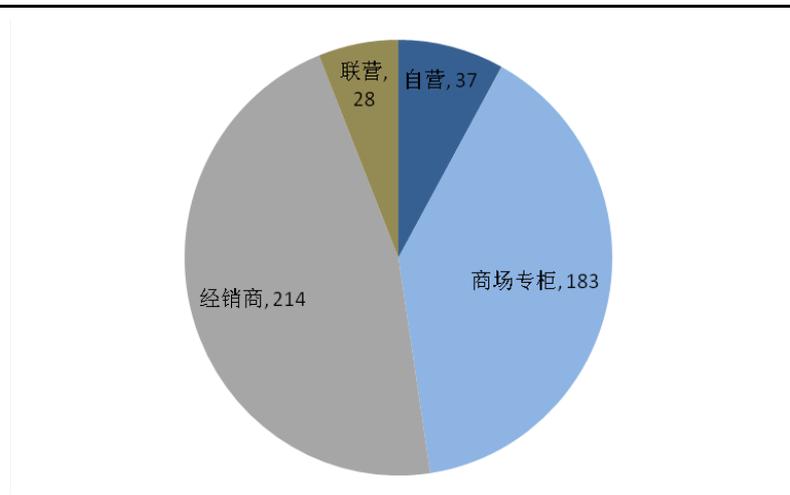
按照原来的定增计划, 公司将利用募集的 5.4 亿元用于渠道建设, 其中自建门店 29 家, 联营 50 家, 这 79 家门店将在 24 个月之内分批建成, 我们预计网点建设进度将根据市场情况而定, 节奏可能会略有放缓。

图表 9 公司网点情况



资料来源：wind 资讯 东吴证券研究所

图表 10 公司网点构成



资料来源：wind 资讯 东吴证券研究所

2) 多渠道打造，线上线下贯通

渠道建设方面，公司尝试多层次、全渠道的营销。国内国外两个市场同时发力，国内渠道进一步下沉，自营、加盟、联营等多种模式各有定位，层次和功能清晰，为后续的货品铺设创造良好的平台。

国内销售这一块，针对一二线城市物流网发达的现状，借鉴互联网的核心思维“减少一切可以减少的中间成本”，以外包或半合作的方式与专业的互联网销售团队合作，推进 O2O 服务模式，而自营店只是作为体验店为高端定制和 O2O 服务；报告期内，公司加大力度发展线上业务，在原有天猫旗舰店及自主平台基础上，拓展唯品会、亚马逊等电子商务平台，实现快速增长。针对三四线城市消费理念升级而物流网络不够发达的现状，公司将采取自营、加盟店和联营店相结合按区域制订针对性的营销策略；

国际销售这一块，将“中华文化输出”为精髓的核心品牌，以外包的方式交给国际专业销售公司去运营。

3) 服装主业在纵向、横向上均有举措

产业链上有纵向整合想法：在上游积极与原材料供应商洽谈，打破原有的订单合作一成不变的买卖双方供求关系，寻求双方更深层次上的合作关系。目前，国内高档服装生产企业在原材料上的瓶颈较严重，优质面料及辅料仍依赖于国外厂商，与全球高档面料、辅料供应商建立长期稳定的合作关系对于高端品牌的企业长远发展至关重要。因此，公司也在谋求产业链上的整合，有意向高端原材料领域延伸，打造全产业链。

横向上拓展高端定制市场：公司自成立以来，坚持清晰的产品定位、一贯的高品质制造、个性化的创意设计，积累了一大批稳定、忠实并且具有相当消费实力的客户。近年来，随着客户消费需求的提升以及理念的改变，logo 狂热在一部分人中已经转变为对低调奢华的追求，尤其是名人的示范效应，掀起了国产品牌定制的风潮。客户对服装个性化、私有化、特殊化的需求促使高端品牌必然走上私家定制的道路。

公司非常重视高端定制这个方向，将会投入较大的精力对这一块进行打造。在理念上结合中国传统文化与习俗，如将易经中五行、风水等元素与服饰中的色彩、设计等相结合，打造适合中国人身材、气质和心理诉求的高级服装，以满足一部分高端商务客户在不同场合和活动中对服装的功能性与和谐性的需求。

高级定制模式在国内尚属于起步阶段，未来空间巨大。对公司来说，将对公司收入及毛利具有双重贡献，是值得期待的一个亮点。

3. 多元化发展渐入深水区，14 年将贡献收益

金融投资稳步推进，公司以小贷业务为突破口，逐步拓展金融领域，14 年将贡献收益。

1) 天津滨联小贷公司：2013 年 6 月，公司使用 3,000 万元投资天津市滨联小额贷款有限责任公司，占注册资本的 10%，该公司已于 2014 年 1 月完成了工商变更登记手续。该公司目前盈利状况较好，14 年基本可以获取投资收益。

2) 汕头高新区银信通小贷公司：2013 年 12 月，公司发起设立汕头高新区银信通小额贷款有限公司，出资 3,000 万元，占注册资本总额的 30%，为第一大股东，目前该公司在设立筹备阶段。

3) 2014 年 1 月 24 日，公司与庆汇租赁股东签订了《融资租赁公司收购及合作经营之框架协议》，公司拟收购庆汇租赁 46% 的股权，标的股权的具体收购价格将以评估值为基础，由转让方和受让方进一步协商确定。若双方达成本次交易，公司的金融投资则再下一城，将为公司增加新的利润增长点。截至 2013 年底庆汇公司资产总计 3.15 亿，净资产 3.11 亿元；实现营业收入 1456 万元、净利润 1100 万元。本次交易附业绩承诺条款：转让方承诺，2014 年度、2015 年度庆汇租赁实现的净利润（扣除非经常性损益）分别不低于人民币 1 亿元、人民币 1.4 亿元，若本次收购成功，14、15 年将为公司带来可观的投资收益，大幅增厚业绩。但是，本次投资只能使用自有资金，因此本次投资必须通过银行融资，也将增

加利息成本。能否收购成功还存在不确定性。

4. 盈利预测及风险提示

虽然 13 年的业绩略低于预期，但不改变我们对公司的看好：第一，主业所面临的问题是全行业的共性问题，公司无论在品牌经营还是管理能力方面，都很塌实。另外，作为一个精致型的小公司，在本轮行业调整中受创伤较小，修复能力也会较强；第二，公司在服装主业上是有很多想法的，无论是纵向的产业链延伸、还是横向的高端定制开展以及全渠道的运营尝试，都会为这个小基数的企业带来较大的边际改善和业绩弹性；第三，公司的多元化战略稳步有序在推进，未来将逐步贡献利润。

若 14 年募投项目按进度推进，销售收入和主业利润将有所提升。投资收益部分：若融资租赁公司收购成功，两家小贷公司贡献利润，14、15 年 EPS 将有所增厚，我们下调先前的 EPS 预测：14、15 年 EPS 分别为 0.28 元、0.40 元。对应 PE 分别为 38 倍、27 倍。由于在多元化方面想象空间较大，存在超预期的可能，给予“推荐”评级。

风险提示：募投项目进展低于预期、对外收购失败。

单位: 百万元

资产负债表					利润表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1218.2	1141.5	1349.5	1562.3	营业收入	506.4	654.5	862.8	1042.3
现金	272.8	220.5	168.0	168.0	营业成本	235.6	300.3	398.6	463.5
应收款项	111.1	144.7	185.6	218.0	营业税金及附加	4.2	5.2	6.9	8.3
存货	386.2	468.6	590.4	686.5	营业费用	175.3	213.3	263.7	360.9
其他	448.0	307.6	405.5	489.9	管理费用	36.2	43.7	57.5	69.4
非流动资产	548.3	594.3	617.5	587.5	财务费用	2.6	-3.0	-0.9	5.9
长期股权投资	30.0	30.0	30.0	30.0	投资净收益	6.4	48.0	70.0	70.0
固定资产	376.2	422.5	446.1	416.5	其他	-16.9	0.4	0.4	0.4
无形资产	11.4	11.0	10.6	10.3	营业利润	41.9	143.2	207.4	204.6
其他	130.8	130.8	130.8	130.8	营业外净收支	4.6	0.7	0.7	0.7
资产总计	1766.5	1735.8	1967.0	2149.8	利润总额	46.5	143.9	208.1	205.3
流动负债	182.9	98.1	251.4	357.2	所得税费用	14.5	36.0	52.0	51.3
短期借款	100.0	0.0	122.2	203.8	少数股东损益	6.7	0.0	0.0	0.0
应付账款	57.9	66.9	88.8	103.3	母公司净利润	25.4	108.0	156.1	154.0
其他	25.0	31.2	40.3	50.1	EBIT	56.5	92.3	136.5	140.5
非流动负债	11.2	11.2	11.2	11.2	EBITDA	83.6	134.4	183.6	191.8
长期借款	7.1	7.1	7.1	7.1					
其他	4.1	4.1	4.1	4.1	财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
负债总计	194.1	109.4	262.6	368.4	每股收益(元)	0.07	0.28	0.40	0.39
少数股东权益	103.2	103.2	103.2	103.2	每股净资产(元)	3.77	3.91	4.11	4.30
母公司股东权益	1469.2	1523.2	1601.3	1678.3	发行在外股份	390.0	390.0	390.0	390.0
负债和股东权益总计	1766.5	1735.8	1967.0	2149.8	ROIC(%)	2.8%	4.2%	6.1%	5.6%
					ROE(%)	1.7%	7.1%	9.7%	9.2%
现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E	毛利率(%)	52.7%	53.3%	53.0%	54.7%
经营活动现金流	97.4	171.4	-26.3	16.7	EBIT Margin(%)	11.2%	14.1%	15.8%	13.5%
投资活动现金流	-471.8	-69.7	-70.4	-21.3	销售净利率(%)	5.0%	16.5%	18.1%	14.8%
筹资活动现金流	476.7	-154.0	44.1	4.6	资产负债率(%)	11.0%	6.3%	13.3%	17.1%
现金净增加额	102.0	-52.3	-52.5	-0.0	收入增长率(%)	-4.8%	29.3%	31.8%	20.8%
					净利润增长率				
折旧和摊销	27.1	42.1	47.1	51.3	(%)	-31.9%	325.0%	44.6%	--
资本开支	-4.1	-69.7	-70.4	-21.3	P/E	162.75	38.29	26.48	26.84
营运资本变动	-381.4	21.3	-229.5	-188.6	P/B	2.81	2.71	2.58	2.46
企业自由现金流	-302.3	62.9	-150.4	-53.2	EV/EBITDA	51.74	31.57	23.94	23.47

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码： 215021

传真： (0512) 62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>