



2016年2月3日

证券研究报告

公司研究

纺织服装/服装家纺/女装

凯撒股份 (002425)

——战略转型、打造互联网泛娱乐产业链

主要观点:

◆公司从 2014 年开始向互联网泛娱乐方向转型,以 IP 资源为核心的战略,通过收购深圳市酷牛互动科技发展有限公司、杭州幻文科技有限公司以及四川天上友嘉网络科技有限公司,积极推进泛娱乐产业链布局。

◆公司构建的互联网泛娱乐产业链战略紧抓 IP 和游戏这两个重要端口,然后通过商业化的运作创造收益。在上述战略的指引下,公司先后收购了酷牛互动和天上友嘉拓展游戏端,在 IP 端公司则通过收购幻文科技进行布局。上述三家互联网公司总体经营状况良好,盈利保持快速增长,未来有望成为凯撒股份业绩爆发点。

投资建议:

我们预计公司原有服装业务未来将略有萎缩但总体维持目前盈利水平。从目前来看,IP 运营业务的发展情况是公司未来能否成功转型的关键因素,我们预计公司 2015-2017 年的 EPS 分别为 0.394 元、0.498、0.596 元,对应 P/E 分别为 55.28、43.73、36.54 倍。以目前传媒行业的 P/E 中位数 50.97 倍来看,公司目前的估值仍有一定的上升空间,因此我们给予其“增持”评级,以 2016 年 50 倍 P/E 给予其目标价 24.9 元。

风险提示:

市场竞争风险;并购整合风险;新游戏研发风险;IP 运营风险等。

投资评级	增持
评级变动	首次评级
总股本	4.34 亿股
流通股本	3.79 亿股
ROE	2.14%
每股净资产	4.45 元
当前股价	21.78 元
目标股价	24.9 元

注:上述财务数据为 2015 年 3 季度数据

长城国瑞证券研究所

分析师:

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号:

S0200512010001

研究助理

李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

联系电话: 0592-5813105

地址: 厦门市莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



目 录

1 公司基本情况	3
1.1 公司主营业务结构	3
1.2 公司主要财务数据概览	4
2 我国移动游戏产业快速发展	6
3 新收购三家子公司经营情况分析	9
3.1 酷牛互动经营情况分析	9
3.2 幻文科技经营情况分析	10
3.3 天上友嘉经营情况分析	12
4 盈利预测	14



1 公司基本情况

1.1 公司主营业务结构

凯撒股份此前主要从事服装的设计研发、生产与销售，主要产品为女装、男装、皮类产品及饰品等，但由于近几年来全球经济复苏缓慢，国内经济发展方式发生转变，传统纺织服装行业消费需求持续低迷，加上生产要素成本不断上涨、高库存等诸多不利因素的影响，所处行业竞争和洗牌的力度加大，传统业务模块盈利能力持续下降。

在上述背景下，公司从 2014 年开始向互联网泛娱乐方向转型，以 IP（“Intellectual Property”的缩写，知识产权，是通过智力创造性劳动所获得的成果，并且是由智力劳动者对成果依法享有的专有权利）为核心的战略，通过收购深圳市酷牛互动科技发展有限公司、杭州幻文科技有限公司以及四川天上友嘉网络科技有限公司，积极推进泛娱乐产业链布局。

图 1：凯撒股份互联网泛娱乐业务模块布局



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



图 2：凯撒股份新收购的三大互联网游戏公司



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

公司披露的2015半年报数据显示，传统的服装业务营业外收入虽然占比达86.05%，但营业利润占比却只有63.70%；而文化与娱乐业务由于毛利率高达91.42%，其营业利润占比已经提升到36.30%，转型效果初见成效。

表1：2015年半年报凯撒股份两大业务板块盈利及占比情况

业务所处行业	营业收入(万元)	营业收入占比	毛利率	营业利润(万元)	营业利润占比
服装业	24227.58	86.05%	26.01%	6301.59	63.70%
文化与娱乐业	3927.86	13.95%	91.42%	3590.84	36.30%

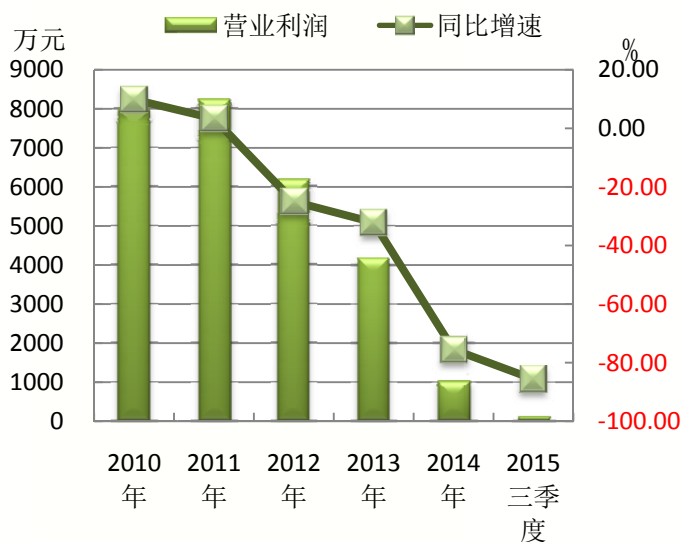
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

1.2 公司主要财务数据概览

截止 2015 年三季度，公司实现营业利润 116.33 万元，同比下降 85.60%，主要原因是在传统服装行业营业成本、财务费用以及应收账款计提减值损失增长幅度远高于营业收入增长幅度，销售毛利率也出现明显下滑。但归属母公司股东净利润却同比大幅上涨 339.47%，主要因为公司通过出售店铺获得的营业外收入增长较快，以及本期新增的酷牛互动和幻文科技两家子公司贡献的利润增加。

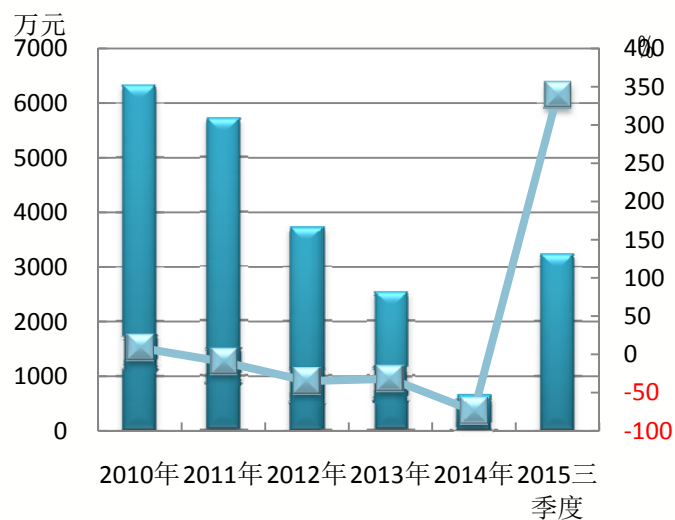


图3：近5年来公司营业利润及同比增速变动



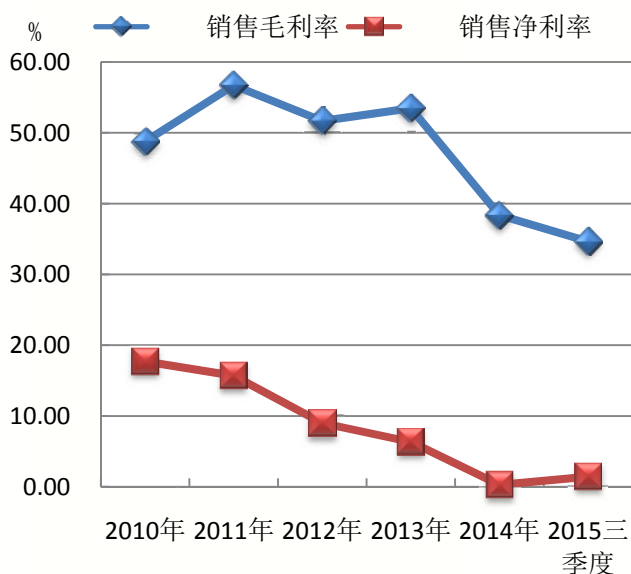
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图4：近5年来归母净利润及同比增速变动



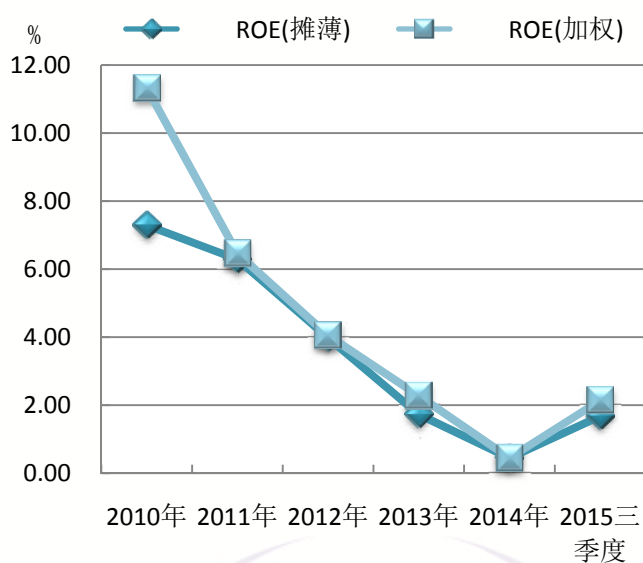
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图5：近5年来公司销售毛利率与净利率变动



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图6：近5年来公司净资产收益率变动



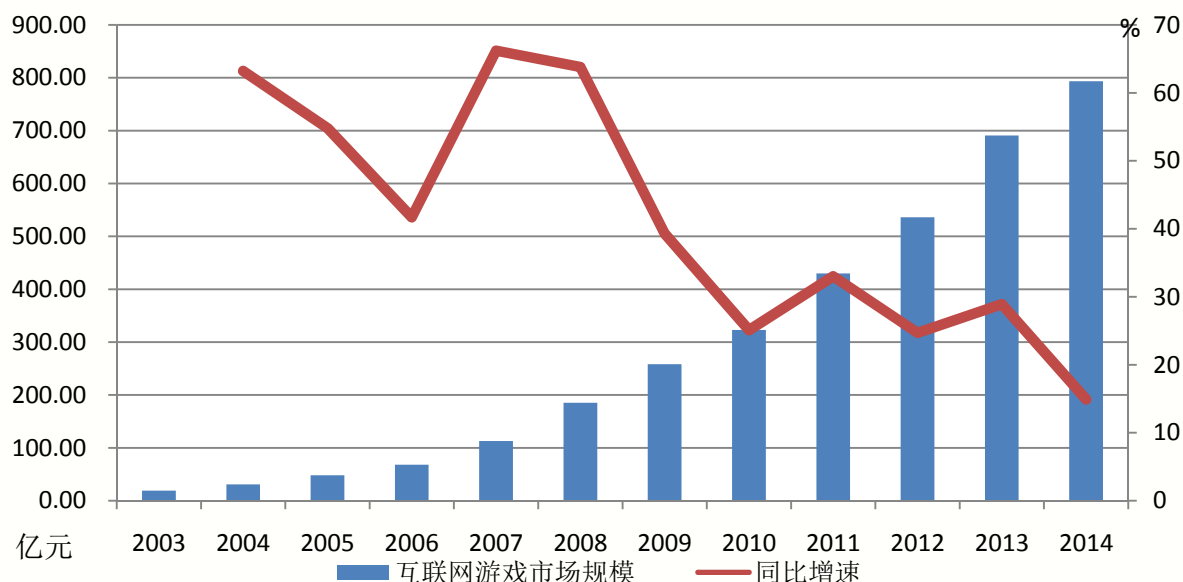
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



2 我国移动游戏产业快速发展

在互联网迅速发展的背景下,我国互联网游戏市场规模也逐年扩大,2014 年达 793.50 亿元,同比增长 14.90%。

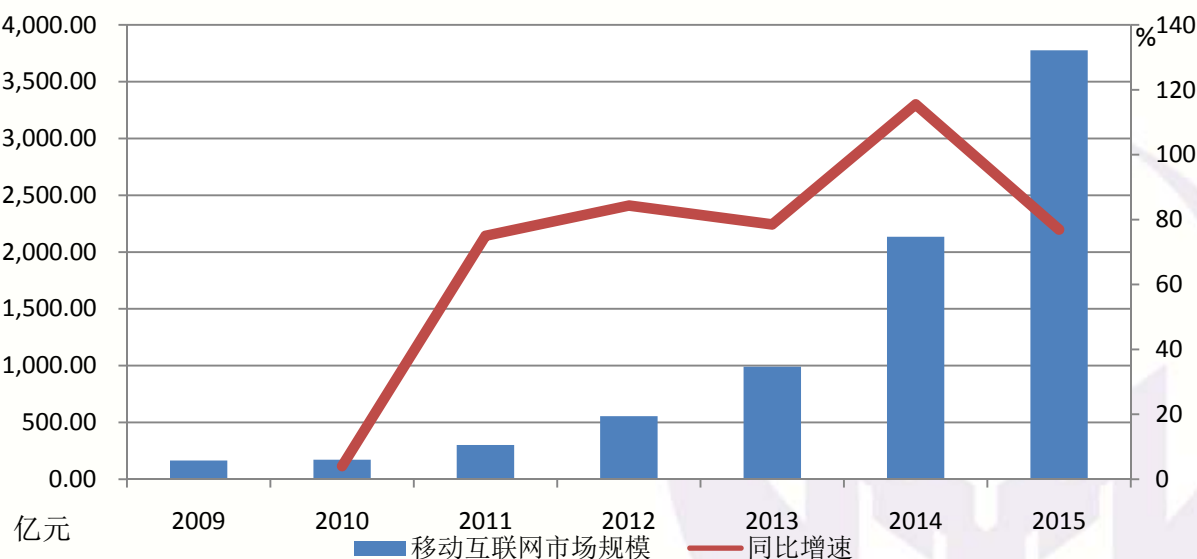
图 7: 2003 年以来我国互联网游戏市场规模及同比增速变动



资料来源: 文化部, 长城国瑞证券研究所

2011 年以来我国的移动互联网的快速普及和扩张使得移动游戏在众多互联网游戏中脱颖而出。从市场规模来看,2015 年规模我国移动游戏市场规模为 407.70 亿元,同比增加 47.72%,成为超越日本和美国的全球第一大移动游戏市场,该市场因此成为众多 IP 资源变现的最有效渠道。

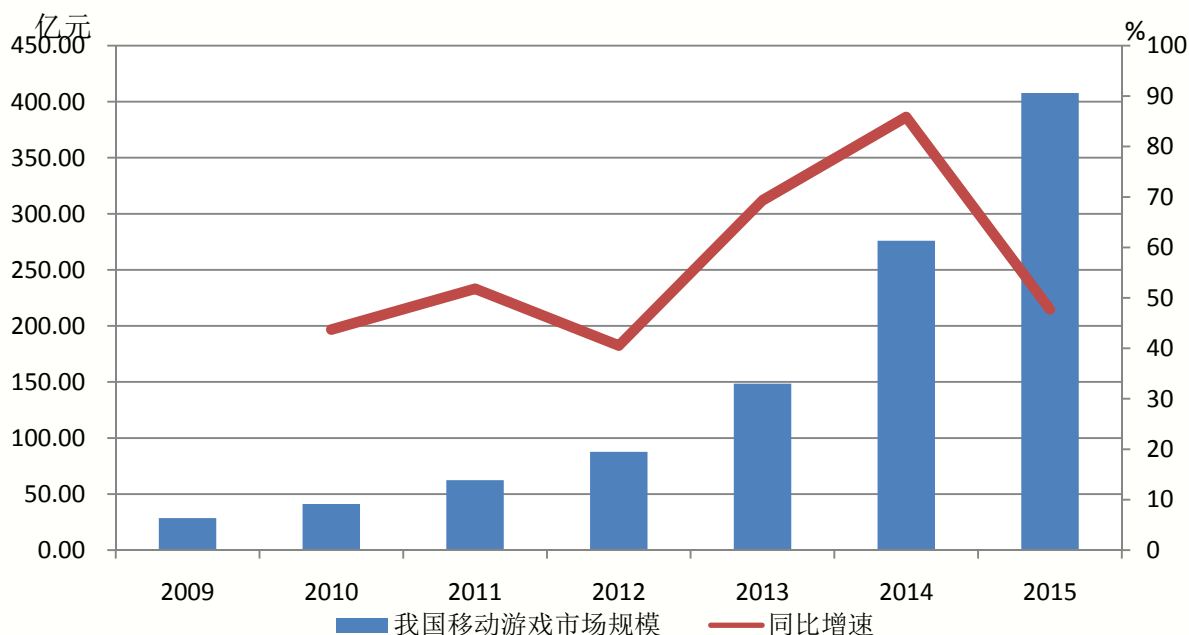
图 8: 2009 年以来我国移动互联网市场规模及同比增速变动



资料来源: WIND, 长城国瑞证券研究所



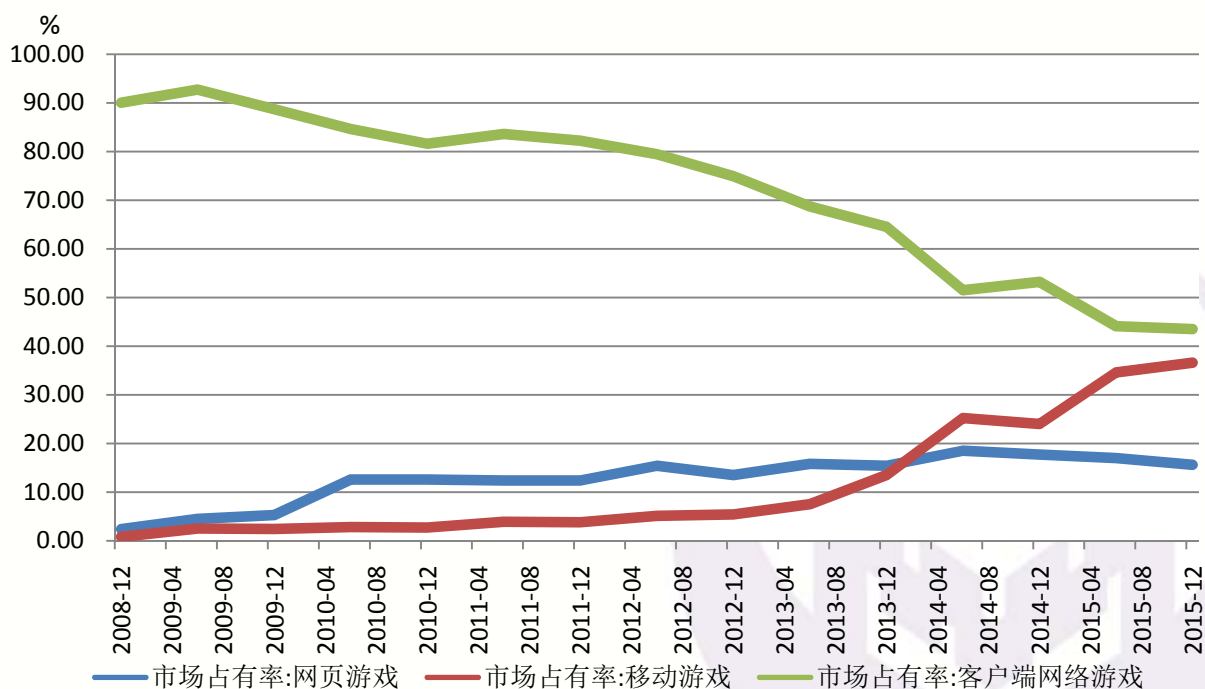
图 9：2009 年以来我国移动游戏市场规模及同比增速变动



资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

从市场占有率情况来看，我国的网络游戏可以划分为客户端游戏、网页游戏和移动游戏。客户端网络游戏一直占据首要地位，但近年来其市场占有率逐渐下降至 43.50%，而网页游戏和移动游戏的市场占有率则稳步上升，尤其是移动游戏自 2014 年开始快速上升至 2015 年的 34.60%，预计 2016 年将超越客户端网络游戏。主要原因是移动游戏开发周期较短、形式更多样化、推广更快且用户接受程度更高。

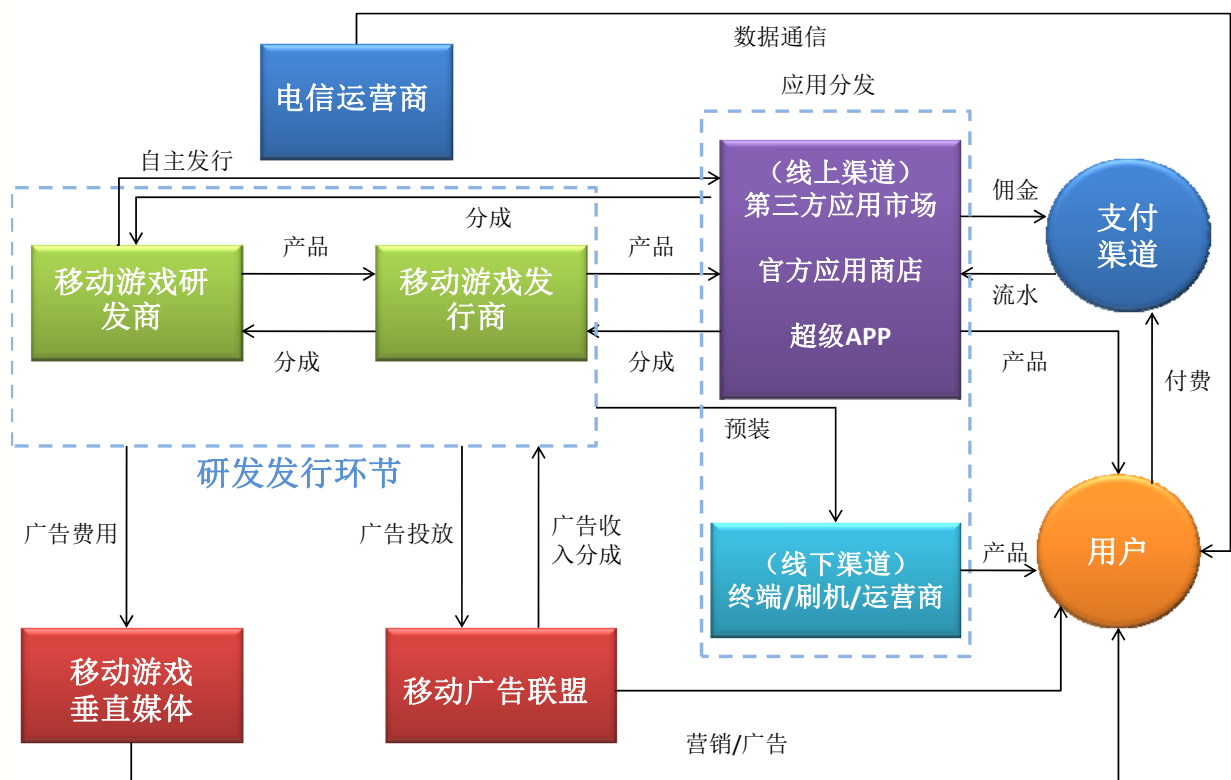
图 10：2008 年以来各类型互联网游戏市场占有率情况



资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

从具体的收费模式来看，中国移动游戏的主要环节包括产品研发、游戏分发/运营、游戏推广、支付与反馈四个环节。游戏开发商将研发好的移动游戏，通过代理/发行商或自行签约的方式交给平台商。平台商利用移动游戏运营平台、移动应用市场、电信运营商等渠道进行分发与运营，推广给游戏玩家。游戏玩家在移动终端设备上体验游戏，并在玩游戏过程中充值付费。经营游戏产品产生的收益，在游戏开发商、代理/发行商、平台商之间分成，形成各家的收入来源。

图 11：我国移动游戏产业链解析



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

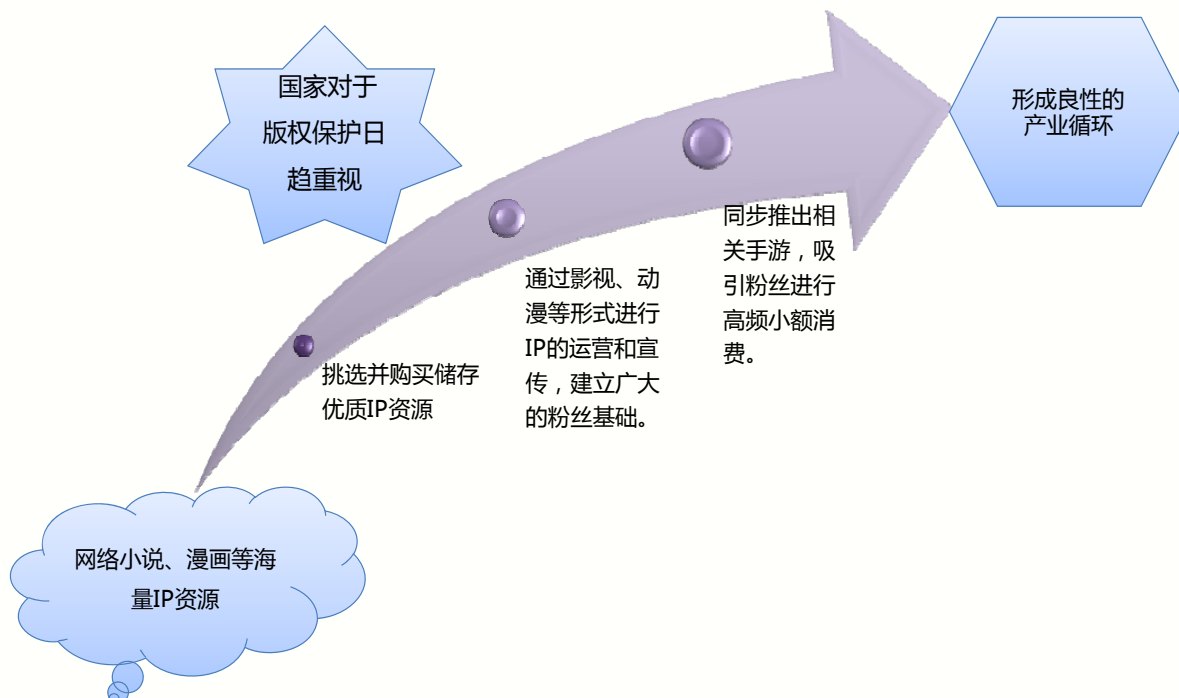
在整个产业链当中，随着国家对于版权保护的日趋重视，优质的 IP 资源对于游戏公司的发展起到至关重要的作用，没有好的 IP 资源就没办法在激烈的行业竞争中通过泛娱乐运作建立起粉丝基础，也就无法将开发出来的游戏变现获得收益。在这样的形势下，IP 授权金越来越高，授权方对 IP 改编的限制也愈加细密与规范，IP 被重复授权或违法授权的情形更是屡有发生。也正因为如此，凯撒股份的互联网泛娱乐业务模块布局中 IP 授权是最核心的部分。

粉丝具有较强的忠诚度和粘性，而基于网络传播所带来的“粉丝经济”成为 IP 最大



的变现价值来源，粉丝效应能够快速、直接、低成本地聚集用户形成购买行为，粉丝所具有的感性裂变效应也能反复挖掘多种消费模式。

图 12：以 IP 资源为核心的互联网泛娱乐产业链发展模式



资料来源：长城国瑞证券研究所

3 新收购三家子公司经营情况分析

公司构建的互联网泛娱乐产业链战略紧抓 IP 和游戏这两个重要端口，然后通过商业化的运作创造收益。在上述战略的指引下，公司先后收购了酷牛互动和天上友嘉拓展游戏端，在 IP 端公司则通过收购幻文科技进行布局。

3.1 酷牛互动经营情况分析

凯撒股份于 2015 年 3 月通过发行股份购买资产及支付现金相结合的方式收购了具有国内领先的 IP 资源商业化能力的酷牛互动 100% 股权。酷牛互动成立于 2011 年，已在客户端、服务器端、管理平台等方面取得了优异成果，通过核心开发技术的成熟运作，已建立起相应的技术优势和规模化开发团队。

酷牛互动已证明在网络文学改编手游的能力，较擅长于开发 2D 和 ARPG 类型的游戏。成功案例有《唐门世界》、《绝世天府》、《太古仙域》等。同时酷牛互动有着丰富优质 IP 储备，正在研发中的手游有《古惑仔》、《神探狄仁杰》、《少年四大名捕》等。我们根据公司披露的酷牛互动主要财务数据可以看出该公司盈利状况较好，仅 2014 年 1 季



度的净利润就比 2013 年整年增长了 61.06%，由此计算出该公司 2013 年和 2014 年 1 季度的 ROE 分别高达 43.06%、44.76%。

表 2：2012 年-2014 年一季度酷牛互动营收情况

项目/报表年度（万元）	2012 年度	2013 年度	2014 年 1-3 月
主营业务收入	287.14	3283.60	2849.32
主营业务成本	113.22	2137.00	1549.39
主营业务税金及附加	12.02	11.49	14.95
销售费用	-	-	-
管理费用	165.82	320.50	104.16
财务费用	0.06	-0.97	-2.67
资产减值损失	1.48	67.19	-14.71
投资收益	-	-	-
营业利润	-5.46	748.39	1198.21
营业外收入	0.00	0.00	0.06
营业外支出	0.00	0.00	0.02
利润总额	-5.46	748.39	1198.25
所得税	0.25	0.23	-6.74
净利润	-5.71	748.16	1205.00

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

表 3：2012 年-2014 年一季度酷牛互动资产负债情况

项目/报表日（万元）	2012 年度	2013 年度	2014 年 1-3 月
总资产	110.33	2083.30	3101.49
负债	111.14	345.95	409.15
净资产	-0.81	1737.35	2692.34

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

酷牛互动 2014 年度、2015 年度和 2016 年度业绩承诺为净利润分别不低于 6000 万元、7500 万元和 9375 万元，我们认为该公司目前处于盈利快速增长的势头，将来有望保持高速增长。

3.2 幻文科技经营情况分析

凯撒股份于 2015 年 4 月以支付现金的方式购买了具有大量优质 IP 资源储备的幻文科技 100% 股权。幻文科技是国内领先的从事 IP 运营的公司，其控股子公司尚文科技主要的业务以原创文学衍生版权签约为主，衍生文学版权签约共 559 部作品，幻文科技旗下签有多名网络知名作家，打造了一大批网络畅销作品。

网络文学具有低门槛、草根性以及其内容创新性的特征，这几个特征与移动互联网的年轻使用者高度匹配，从而使得网上阅读和写作成为潮流。网络文学不仅成就了一批以唐



家三少、天蚕土豆、我吃西红柿等为代表的著名网络作家，也积累了海量的文学消费读者，促使以网络文学为核心源头的多元互联娱乐发展成为庞大的产业。目前网络文学已由“原生时代”进入“资本时代”，走向“全版权营销”，即基于优秀的网络文学作品改编成电影、电视剧、网络游戏、动漫作品等可供开发的相关衍生产品。此外，以网络文学作品改编为游戏也成为重要的变现方式。因此网络文学在众多 IP 资源中占据非常重要的位置，和漫画加起来约占四成的比重。目前国内网络小说 IP 资源主要控制在阅文集团、中文在线和幻文科技三家手中，竞争比较激烈，但阅文集团和幻文科技有合作关系，因此公司处于较为有利的竞争地位。

本次并购完成后，幻文科技将积极向高附加值的 IP 运营服务业务转型，具体的业务构想包括以下几个模块：

图 13：幻文科技未来重点发展四大业务模块



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

根据公司披露的幻文科技主要财务数据可以看出该公司盈利状况良好，仅 2015 年 1 季度的净利润就比 2013 年整年增长了 40.16%，由此计算出该公司 2014 年和 2015 年 1 季度的 ROE 分别为 19.16%、21.09%。



表 4：2012 年-2015 年一季度幻文科技营收情况（合并口径）

项目（万元）	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年 1-3 月
一、营业收入	34.53	346.75	2,032.16	1,297.87
减：营业成本	23.88	109.70	495.57	238.86
营业税金及附加	1.93	1.27	8.73	8.64
销售费用	0.59	0.89	14.00	3.00
管理费用	11.51	319.02	830.18	268.09
财务费用	-	3.17	16.70	26.55
资产减值损失	-	10.30	37.70	0.55
投资收益	-	-6.19	-31.91	0.82
二、营业利润	-3.39	-103.79	597.37	753.00
加：营业外收入	-	79.57	0.05	0.05
减：营业外支出	0.03	0.01	0.01	4.81
三、利润总额	-3.43	-24.23	597.42	748.24
减：所得税费用	-	-1.29	194.46	183.47
四、净利润	-3.43	-22.94	402.95	564.76

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

表 5：2012 年-2015 年一季度幻文科技资产负债情况（合并口径）

项目（万元）	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年 1-3 月
流动资产合计	99.33	337.66	1,082.92	2,128.41
非流动资产合计	-	229.62	1,750.95	2,408.27
资产总计	99.33	567.28	2,833.88	4,536.68
流动负债合计	2.76	374.64	731.29	1,859.33
非流动负债合计	-	-	-	-
负债合计	2.76	374.64	731.29	1,859.33
股东权益合计	96.57	192.63	2,102.59	2,677.35

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

幻文科技的业绩承诺是 2015 年度、2016 年度、2017 年度，应实现的净利润预测数（扣除非经常性损益）分别不低于 4,000 万元、5,000 万元和 6,250 万元。

3.3 天上友嘉经营情况分析

2015 年 9 月凯撒股份公告，拟通过发行股份及支付现金的方式购买天上友嘉 100% 股权。天上友嘉成立于 2008 年，一直专注于移动游戏研发、运营，以及打造 IP 的互联网泛娱乐化，拥有自主知识产权、成熟产品和团队、以及丰富的大型网站和网络游戏设计和管理经验，目前拥有 200 人左右的研发、美术和运营团队。

天上友嘉拥有出色的游戏研发能力，特别擅长于将漫画 IP 资源改编为 3D 和卡牌类型游戏。目前天上友嘉已经与 360、中国手游、黑桃互动签署了长期合作协议，为其提供将知名 IP 资源改编成游戏产品的服务。2014 年推出《星座女神》、《净化》等多款手游大



作，其中《星座女神》联合陌陌首发，单月流水破千万；2015年4月9日推出《新仙剑奇侠传》，获得市场强烈反响，首月流水破亿，并将于今年继续推出多款高水准 IP 手游大作。

图 14：天上友嘉推出的多款知名手游



植物大战僵尸Online2



植物大战僵尸OL和你的好友一起大战僵尸吧！



植物大战僵尸移动版



吕布必须死



星座女神



足球世界杯



天下无双



爱，在攻守之间！



西游记



百将录

资料来源：公司网站，长城国瑞证券研究所

根据公司披露的天上友嘉主要财务数据我们可以看出，天上友嘉 2015 年的净利润取得了飞速的增长，仅 2015 年 1 月至 4 月的净利润金额就比 2014 年整年增长了 10.15 倍。2014 年和 2015 年 1 至 4 月两期的 ROE 分别为 19.39%、68.38%。

表 6：2013 年-2015 年 4 月天上友嘉营收情况（合并口径）

项目（万元）	2013 年度	2014 年 12 月 31 日	2015 年 4 月 30 日
营业收入	1,392.80	1,798.47	3,280.44
利润总额	-147.31	213.70	2,375.73
净利润	-144.54	172.22	1,920.73



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

表 7：2013 年-2015 年 4 月天上友嘉资产负债情况（合并口径）

项目（万元）	2013 年度	2014 年 12 月 31 日	2015 年 4 月 30 日
资产总计	934.31	1,481.76	4,089.17
负债合计	218.26	593.50	1,280.17
所有者权益合计	716.05	888.26	2,809.00

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

天上友嘉的业绩承诺为 2015 年度、2016 年度和 2017 年度实现的净利润分别不低于 8,550 万元、11,460 万元和 14,330 万元。我们认为天上友嘉已经进入盈利的快速增长期，未来与酷牛互动、幻文科技围绕丰富优质 IP 资源形成良好业务协同，成为公司新的稳定利润增长点。

4 盈利预测

表 8：盈利预测

单位：百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	531.65	506.38	541.52	1000.08	1051.37	1139.90
增长率(%)	28.08%	-4.75%	6.94%	84.68%	5.13%	8.42%
归属母公司股东净利润	37.31	25.40	6.56	204.68	257.96	308.95
增长率(%)	-34.85%	-31.92%	-74.16%	3018.1%	26.03%	19.77%
每股收益(EPS)*	0.086	0.058	0.015	0.394	0.498	0.596
销售毛利率	51.70%	53.48%	38.36%	63.00%	68.00%	71.00%
销售净利率	9.01%	6.34%	0.28%	20.47%	24.54%	27.10%
净资产收益率(ROE)	3.98%	1.73%	0.45%	13.66%	16.81%	19.57%
市盈率(P/E)*	217.65	319.69	1237.09	55.28	43.73	36.54
市净率(P/B)	8.66	5.53	5.53	5.42	5.29	5.14

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

*本表中每股收益以及市盈率预测数据基于本次重组后总股本 5.185 亿股进行测算



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。