

凯撒股份 (002425)

强烈推荐

行业：传媒

布局 IP 运营+IP 商业化，互联网泛娱乐轮廓渐明

凯撒股份原是服装制造销售商，14 年 6 月开始向互联网泛娱乐转型，现拥有优质文学 IP 及通过游戏放大 IP 价值的能力，互联网泛娱乐轮廓渐明。

投资要点：

- ✧ **以 IP 为核心的泛娱乐产业规模为 2670 亿，并开始迎来价值释放期，优质 IP 储备与影视游戏制作能力是竞争要素。**上游文学 IP 资源向头部集中，符合高人气名家精品+适宜影游改编的 IP 具有稀缺性，掌握精品 IP 向下游延伸具有议价能力，也能强化长期变现能力；IP 中下游影视、游戏改编制作能力直接影响 IP 商业价值放大的结果。
- ✧ **收购幻文科技+携手作家、阅文成立合资公司，确立上游 IP 获取环节的优势地位。**幻文掌握《天火大道》、《神州奇侠》、《少年四大名捕》等精品文学 IP，且题材多为玄幻修真武侠类，适宜改编影游，进行全版权运营可行性较高，与阅文旗下的创世中文网建立战略合作可优先获取 IP 资源。凯撒国金与网文巨头阅文、业内顶级网文作家(方想、萧潜、萧鼎、柳下挥、烟雨江南)成立合资公司，通过股权绑定保证持续获取头部 IP 的能力。
- ✧ **收购游戏研发商酷牛互动与天上友嘉，拓宽 IP 商业化能力。**两家公司精于 IP 游戏改编，酷牛互动擅长卡牌和 MMORPG 手游改编，曾推出《唐门世界》、《绝世天府》、《太古仙域》等产品，2015 年下半年推出影视、小说 IP 手游《古惑仔》、《神探狄仁杰》、《少年四大名捕》。天上友嘉擅长 3D 卡牌 RPG 游戏改编《新仙剑奇侠传 3D》上线 5 月累计注册用户超过 966 万人，充值流水超过 2 亿；《吞食天下》(三国题材)、《蜀山传》(武侠题材)等三部作品正排期上线，另有一款日本知名动漫游戏待监修后即可上线，知名网文 IP《儒道至圣》将采用影视和游戏同步上线的方式。
- ✧ **从 IP 获取到 IP 商业化运营的闭环初步形成，外延扩张完善泛娱乐布局可期。**公司组建专业团队，聘任吴裔敏先生为公司总经理，加速业务整合与子公司协同。预计公司扩张方向为丰富 IP 种类(如动漫)、完善游戏产业链(如发行)、拓宽 IP 变现方式(如影视)。
- ✧ **给予强烈推荐评级：**预计通过盘活资产，16/17 年传统业务实现盈亏平衡，互联网板块三家子公司 16/17 年备考利润 2.61/3.32 亿，按增发后 5.16 亿股本计算，EPS 为 0.51/0.64 元，对应当前股价 PE 为 47/37 倍。当前市值 124 亿，我们认为，凯撒股份当前已经具有了优质 IP 储备，以及良好的商业化运营能力，在此基础上通过外延布局以进一步拓宽变现能力，给予中期目标市值 200 亿，首次覆盖，强烈推荐。
- ✧ **风险提示：**各子公司收购后业务整合不达预期风险。游戏子公司表现低于预期风险。

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：林起贤

S0960115080016

0755-82026823

linqixian@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价：38.76

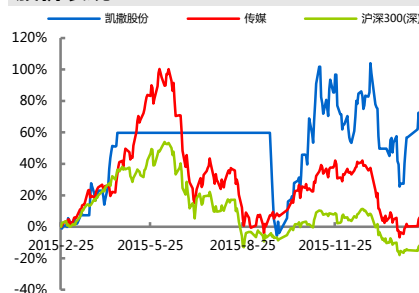
当前股价：24.00

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	434
流通股本(百万股)	379
总市值(亿元)	104
流通市值(亿元)	91
成交量(百万股)	7.76
成交额(百万元)	187.74

股价表现



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	542	601	705	840
收入同比(%)	7%	11%	17%	19%
归属母公司净利润	7	81	261	332
净利润同比(%)	-74%	1139%	221%	27%
毛利率(%)	38.4%	35.3%	55.9%	57.7%
ROE(%)	0.4%	4.1%	7.4%	8.7%
每股收益(元)	0.02	0.19	0.51	0.64
P/E	1425.93	128.15	47.44	37.32
P/B	6.37	5.26	3.53	3.24
EV/EBITDA	186	106	30	24

资料来源：中国中投证券研究总部

目录

一、 公司概况：三次并购，转型落子有力	5
1. 历史沿革：服装制造商转型互联网娱乐	5
2. 财务数据：互联网板块带来业绩拐点	6
3. 股权结构：定增完成后实际控制人不变	7
二、 行业分析：IP 娱乐产业规模 2670 亿，精品 IP 资源+中下游商业化能力是核心竞争要素	8
1. 2015 年 IP 为核心的泛娱乐产业规模 2670 亿	8
2. 产业链上游：IP 向头部集中，掌握稀缺精品 IP 资源是议价能力与长期变现能力的保证	9
3. 产业链中下游：IP 开发运营能力直接决定商业变现	11
三、 业务分析：储备精品 IP 资源，IP 游戏改编能力卓越	11
1. 收购幻文科技+携手作家、阅文成立合资公司，确立上游 IP 获取环节的优势地位	11
2. 收购酷牛互动与天上友嘉，拓宽 IP 商业化能力	15
四、 以精品 IP 为核心的互联网娱乐生态已具雏形，持续外延布局可期	20
五、 盈利预测与估值	20
六、 风险提示	21

图目录

图 1 凯撒股份历史沿革	5
图 2 凯撒股份近五年营收及增长	7
图 3 凯撒股份近五年净利及增长	7
图 4 凯撒股份盈利能力	7
图 5 凯撒股份各业务毛利率	7
图 6 凯撒股份营业收入构成	7
图 7 凯撒股份 2015 上半年度毛利构成	7
图 8 凯撒股份股权结构（考虑定增募集配套资金）	8
图 9 网络文学 IP 商业化历程	8
图 10 IP 产业规模测算	8
图 11 网络文学产能最大	9
图 12 网文 IP 具有营销价值及付费价值	9
图 13 移动游戏 IP 使用	9
图 14 影视作品 IP 使用	9
图 15 阅文集团处于网文行业绝对的垄断地位	10
图 16 网文 IP 价值评估指标	10
图 17 2015Q3 文学网站用户覆盖率	13
图 18 2015Q3 网络人气小说 TOP50 覆盖率	13

图 19 幻文科技控股子公司	13
图 20 幻文科技 IP 商业化业务	13
图 21 酷牛互动近两年营收情况	15
图 22 酷牛互动业务布局	15
图 23 《唐门世界》	16
图 24 《唐门世界》IOS 排名	16
图 25 酷牛互动自主运营模式	17
图 26 酷牛互动联合运营模式	17
图 27 天上友嘉近年业绩	18
图 28 天上友嘉主要游戏产品	18
图 29 《星座女神》	19
图 30 《新仙剑奇侠传 3D》	19

表目录

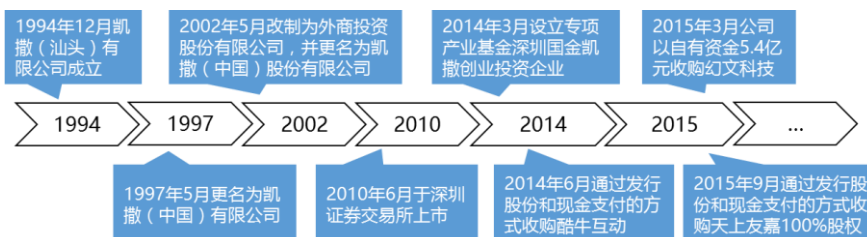
表 1 2015 上半年凯撒股份对外投资情况	5
表 2 凯撒股份收购的三家互联网娱乐标的	6
表 3 互联网板块子公司业绩承诺情况	6
表 4 2014 年中国网络作家富豪排行榜	10
表 5 幻文科技财务数据	11
表 6 幻文科技部分 IP 资源	12
表 7 幻文科技部分 IP 资源介绍	12
表 8 幻文科技的 IP 改编游戏产品（部分）	14
表 9 武汉泛娱股东	14
表 10 武汉泛娱作家股东介绍	15
表 11 酷牛互动主要游戏产品运营数据（截至 2014 年 12 月 31 日）	16
表 12 酷牛互动 2015 年新上线的游戏	16
表 13 酷牛互动游戏运营及推广模式	17
表 14 2013-2014 年酷牛互动的营收构成	17
表 15 天上友嘉主要游戏研发和推广情况	18
表 16 天上友嘉主要游戏运营情况（截止至 2015 年 9 月）	18
表 17 天上友嘉游戏产品 IP 获取方式	19
表 18 天上友嘉游戏产品储备	19
表 19 盈利预测关键假设	21

一、公司概况：三次并购，转型落子有力

1. 历史沿革：服装制造商转型互联网娱乐

凯撒股份前身为凯撒（汕头）有限公司，成立于 1994 年 12 月，主要从事服装、服饰的设计、制造及销售。2002 年经授权整体改制为外商投资股份有限公司，并随之更名为凯撒（中国），2010 年 6 月在深圳证券交易所中小板上市。2014 年开始转型。

图 1 凯撒股份历史沿革



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

传统服装制造业经营形势严峻，盘活资产加速中。公司的主要产品为高档女装、男装及皮类产品，形成了以凯撒品牌为主、多品牌运营的品牌格局及以经销商、商场和自营店有机结合的销售网络。近年来纺织服装行业增速明显下滑、劳动力和原材料成本提高、受行业竞争日趋激烈及电子商务的冲击等多重因素影响下，服装行业下行，公司传统主业也面临严峻挑战。虽然 2014 年度、2015 年上半年服装业务营收同比上涨 6.9%、9.5%，但毛利率呈明显下滑趋势，2014 年度归母净利润为 656 万元，同比下降 156.7%。公司已经开始加大力度优化资源配置，盘活资产，关闭经营效益差的网点，处置空置店铺、办公场地，盘活资产取得资金用于优质项目的投资，提高了资金使用效益。

14 年开始布局互联网泛娱乐，带来增长新动力。

（1）成立专项产业基金孵化优质资产：2014 年 3 月，公司设立产业基金深圳国金凯撒创投，开始谋求向互联网娱乐行业转型。公司成立了深圳国金凯撒创投企业（一期），基金规模 2.6 亿，凯撒股份出资额占 61.16%，为第一大股东。在总结产业基金一期运作经验的基础上，公司与深圳前海中宝盛基金、天津智本投资共同投资设立深圳国金凯撒二期创业投资企业，规模 3 亿，其中凯撒股份出资 2.34 亿，占比 78%。目前凯撒股份已经投资了多家游戏研发运营商以及动漫 IP 运营商。

表 1 2015 上半年凯撒股份对外投资情况

公司名称	股权比例	主要业务
广州四九游	9.17%	页游、手游运营
北京网元圣唐	7.65%	端游开发运营
北京中达凯信	11.09%	社区棋牌类游戏运营
成都哆可梦	6.12%	手游开发运营
常州卡米文化	6.15%	动漫衍生、运营
成都我趣成	9.17%	手游辅助类平台运营

请务必阅读正文之后的免责条款部分

上海甲游	3.82%	页游、手游开发运营
上海逸趣	9.17%	手游开发
上海野火	6.12%	手游研发、运营

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

(2) 收购 IP 运营商与 2 家游戏公司：2014 年以来公司终止服装销售网络建设项目，变更募投资金用途为投资互联网项目，其中 1.95 亿元用于收购酷牛互动股权部分现金对价；剩下 3.14 亿元全部用于收购幻文科技股权（IP 运营）部分现金对价，近期收购天上友嘉的方案获得证监会批复。

表 2 凯撒股份收购的三家互联网娱乐标的

时间	标的	投资金额	支付方式	发行价/增发价	持股比例	业务简介
2014.3	酷牛互动	7.5 亿	发行股份（60%） 现金支付（40%）	发行价 10.17 元/股	100%	手游研发及运营
2015.3	幻文科技	5.4 亿	现金支付（100%）	N/A	100%	IP 运营服务
2015.9	天上友嘉	12.15 亿	发行股份（70%） 现金支付（30%）	增发购买资产发行价 16.00 元/股 增发募集配套资金 底价 17.11 元/股	100%	手游、页游研发

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 财务数据：互联网板块带来业绩拐点

受益于网络游戏和 IP 运营的高景气度，凯撒股份互联网板块三家子公司做出了较高的利润承诺，**三家子公司 2015-2017 合计承诺利润达到 2 亿、2.58 亿、3.2 亿，复合增速 26.64%。**

表 3 互联网板块子公司业绩承诺情况

子公司	承诺净利润（单位：万元）				15-17 年复合增速	交易进度
	2014A	2015E	2016E	2017E		
酷牛互动	6000	7500	9375	11575	24.23%	完成（2015/03）
幻文科技		4000	5000	6250	25.00%	完成（2015/06）
天上友嘉		8550	11460	14330	29.46%	证监会批复（2016/02）
合计	6000	20050	25835	32155	26.64%	-

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

从过往财务数据来看，转型互联网娱乐带来强劲增长。酷牛互动 2015 年 3 月并表，幻文科技 2015 年 6 月并表。根据 2015 半年报数据，酷牛互动 2015 上半年实现营收 3262.8 万，贡献净利润 2022.2 万；幻文科技实现营收 675 万，贡献利润 356.4 万，占公司总净利润的 149.5%。互联网板块虽然营收占比较低，但是盈利能力强（毛利率超过 90%），毛利占比 34.48%，带动公司 2015 年前三季净利率提升至 6.94%；前三季度营收较上年同期增长 31.65%，净利润同比增长 339.47%。**三季报预计公司 2015 年度净利润将在 8000 万-8328 万之间，同比增长幅度超过 1120%。**

图 2 凯撒股份近五年营收及增长

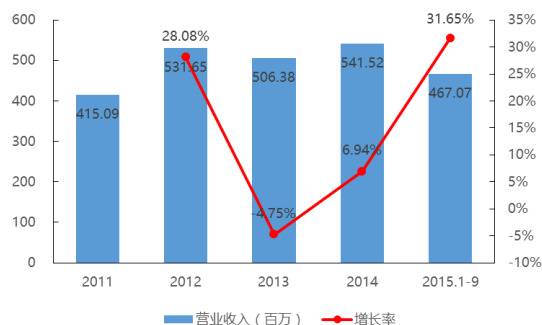
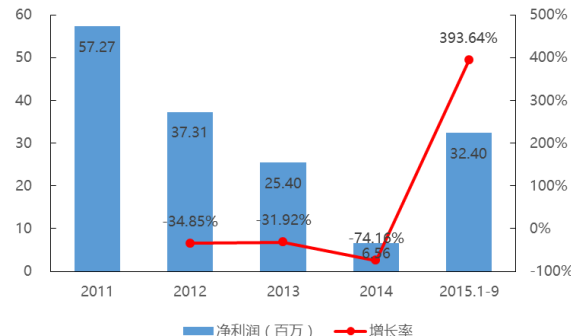


图 3 凯撒股份近五年净利及增长



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 凯撒股份盈利能力

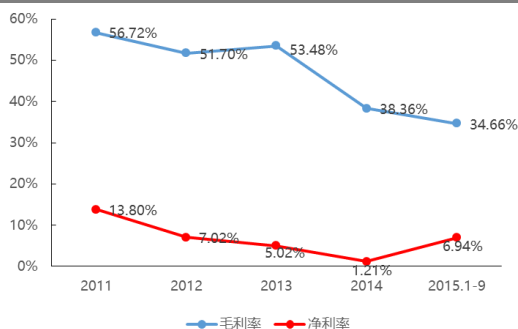
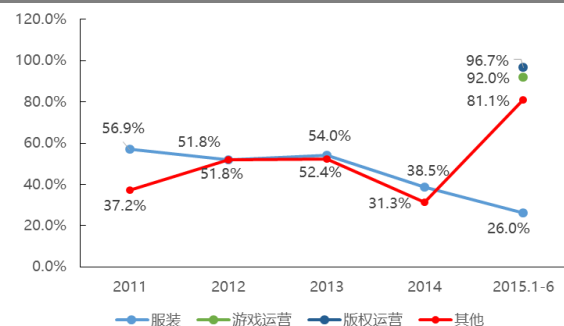


图 5 凯撒股份各业务毛利率



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 凯撒股份营业收入构成

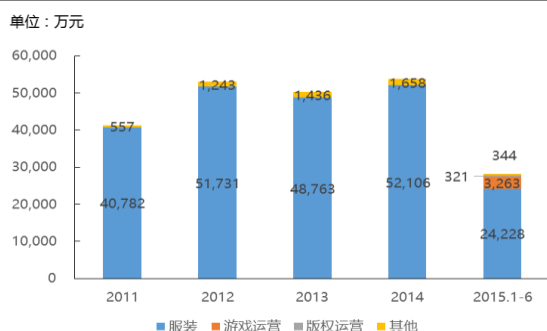
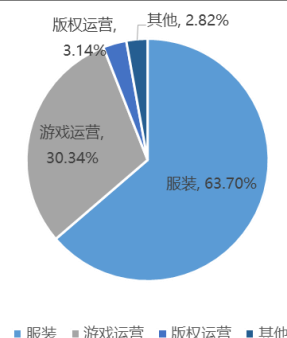


图 7 凯撒股份 2015 上半年度毛利构成



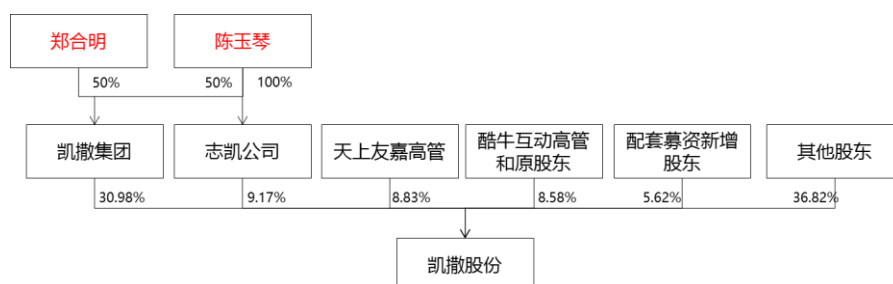
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3. 股权结构：定增完成后实际控制人不变

按照收购天上友嘉的收购方案，凯撒股份拟向何啸威、刘自明、翟志伟、张强发行股票约 4556 万股外，拟向包括凯撒集团的不超过 10 名投资者发行不超过 36,294,564 股募集配套资金 6.21 亿，凯撒集团承诺以现金方式认购本次募集配套资金总额不少于 20%（即 7,258,912 股）。交易完成后郑明和和陈玉琴夫妇将通过凯撒集团与志凯公司合计持有公司不少于 40.15% 股份，公司的控股股东和实际控制人不会发生改变。此外，通过换股收购，公司引入酷牛互动（共持股 8.58%）与天上友嘉（共持股 8.83%）高管作为股东，有利于保持高层核心利益一致，维持原有业务团队的稳定，降低并购整合带来的不确定性因素。

图 8 凯撒股份股权结构（考虑定增募集配套资金）



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二、 行业分析：IP 娱乐产业规模 2670 亿，精品 IP 资源+中下游商业化能力是核心竞争要素

1. 2015 年 IP 为核心的泛娱乐产业规模 2670 亿

IP 为核心的泛娱乐产业规模已达 2670 亿。IP (Intellectual Property) 即知识产权，泛指网络小说、游戏、漫画等原创文化作品。事实上，网络文学、影视综艺、游戏、动漫等多种泛娱乐形式可互为 IP 实现多层共振。不过目前在原创 IP 中，网络文学是最常见的 IP。网络文学从 90 年代开始进行内容积累，2011 年之后开始掀起网络小说影视剧改编热，14 年起游戏厂商争夺网文 IP，开始出现 15 年 IP 全版权运营的成功案例，基于网络文学作品进行出版，以及游戏、影视剧、动漫改编，并进一步通过授权销售周边产品甚至主题公园商业模式开始迎来价值释放期。

仅以网络文学、电视剧、网络剧、电影、游戏、动漫衍生品、主题公园几个细分领域进行测算，可得到 2015 年中国 IP 产业规模已达 2670 亿。

图 9 网络文学 IP 商业化历程



资料来源：艾瑞、中国中投证券研究总部

图 10 IP 产业规模测算



资料来源：中国中投证券研究总部

2. 产业链上游：IP 向头部集中，掌握稀缺精品 IP 资源是议价能力与长

期变现能力的保证

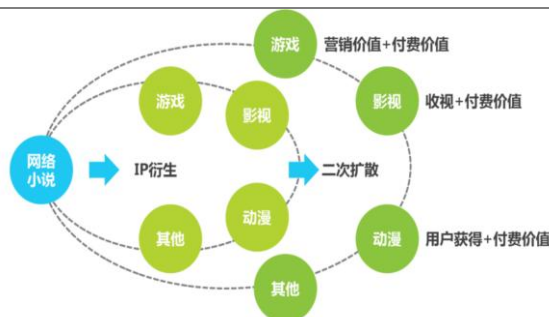
从产业链各环节的价值来看，网络文学虽然规模尚不足 100 亿，市场规模较小。但是网络文学作为 IP 源头具有如下特点：

- **网络文学产能丰富**，原创文学网站起点中文网作品数量超过 143 万，远高于传统出版物、游戏以及影视作品的产量。
- **小市场撬动大市场，性价比高**。网络文学市场单位文字收费较低，试错成本相对较低。而能够获得丰厚版权收入的作品往往经受了多轮市场化的成功验证，能够为改编的游戏、影视作品带来**营销价值+付费价值**，具体而言，通过培养 IP 的粉丝，可以降低改编作品的推广成本，同时核心粉丝往往具有付费意愿强的特点，可提升中下游的商业价值。
- 网文 IP 改编游戏及影视作品模式已经初步成熟，但还有较大成长空间。2015 年上半年 TOP100 的移动游戏中有 35.23% 使用了 IP，4.01% 的 IP 来自网络小说。2015 年收视前 10 的电视剧中 4 部来自网络小说，《致青春》《九层妖塔》《匆匆那年》等网文改编电影票房均超过 5 亿；但对同一个 IP 进行系统性的全版权运营的成功案例仍然较少，因而顶级文学 IP 价值仍有挖掘空间。

图 11 网络文学产能最大



图 12 网文 IP 具有营销价值及付费价值



资料来源：艾瑞、中国中投证券研究总部

资料来源：艾瑞、中国中投证券研究总部

图 13 移动游戏 IP 使用

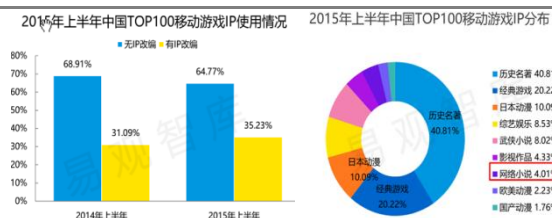


图 14 影视作品 IP 使用

2015 年 8 月 Top10 电视剧中 4 部改编自网络小说

排名	电视剧	播放人数(万人)	原著
1	花千骨	15993	fresh 果果《花千骨》
2	旋风少女	3943	明晓溪《旋风少女》
3	盗墓笔记	3440	南派三叔《盗墓笔记》
4	纳尼亚	2716	沐秋《纳尼亚》

改编自网络小说的电影票房领先

排名	电影	票房(亿)	原著
1	致青春	7.19	辛夷坞《致我们终将逝去的青春》
2	九层妖塔	6.78	天下霸唱《鬼吹灯》
3	匆匆那年	5.89	九夜茴《匆匆那年》

资料来源：易观、中国中投证券研究总部

资料来源：艾瑞、中国中投证券研究总部

上游文学 IP 资源呈现向头部集中的特点。从网络文学平台来看，阅文集团具有全网 80%~90% 的热门小说，一家独大。仅起点中文网就积累了 143.58 万的内容。从作

家来看，中国网络作家富豪榜中上榜的前 20 名作家版税均在 600 万以上，然而阅文集团平台上的创作者就超过 400 万，白金级作家超过 500 人，即只有掌握了顶尖的作家及受市场认可的精品资源才能实现 IP 的商业价值。从网文作品来看，网文 IP 的价值不仅体现为内容本身的价值（传阅度、作品热度、作品表现力、生命力指数），作为 IP 源头改编潜力（大众关联度、题材匹配度、用户匹配度、可行性）也是 IP 价值的重要衡量标准。具有超人气，同时在题材上又适宜改编（IP 游戏多为玄幻修真武侠、如 IP 影视剧多为言情武侠题材），与用户相匹配的作品具有较强的稀缺性。

在优质 IP 内容仍是稀缺资源的背景下，处于产业链上游的企业，具备对稀缺 IP 资源较强的控制力，向下游产业链延伸较有优势，我们认为精品 IP 资源是公司较强议价能力和长期变现能力的核心要素。

图 15 阅文集团处于网文行业绝对的垄断地位



图 16 网文 IP 价值评估指标



资料来源：艾瑞、中国中投证券研究总部

资料来源：易观智库、中国中投证券研究总部

表 4 2014 年中国网络作家富豪排行榜

排名	作家	版税（万元）	经典代表作
1	唐家三少	5000	《斗罗大陆》
2	辰东	2800	《遮天》
3	天蚕土豆	2550	《大主宰》
4	耳根	2500	《我欲封天》
5	梦入神机	2150	《星河大帝》
6	猫腻	1700	《择天记》
7	骷髅精灵	1350	《星战风暴》
8	乱	1300	《谁与争锋》
9	高楼大厦	1200	《寂灭天骄》
10	血红	1100	《三界血歌》
11	方想	930	《不败战神》
12	烽火戏诸侯	925	《雪中悍刀行》
13	无罪	920	《剑王朝》
14	跳舞	900	《天骄无双》
15	流浪的蛤蟆	850	《龙神诀》
16	鱼人二代	820	《校花的贴身高手》
17	蝴蝶蓝	800	《全职高手》
18	忘语	700	《魔天记》
19	柳下挥	670	《终极教师》

资料来源：华西都市报、中国中投证券研究总部

3. 产业链中下游：IP 开发运营能力直接决定商业变现

IP 产业链中下游的影视、游戏是使上游的文学 IP 实现商业价值放大的重要环节。2015 年电影票房 450 亿，电视剧+网络剧近 200 亿，游戏超过 1300 亿，均远超过网络文学市场规模。

中下游公司的竞争力体现在 IP 的开发运营能力上。对于中游的影视、游戏公司，适宜改编的 IP 资源可通过导入流量降低失败风险，但创造出现象级游戏、影视作品还受到多重因素的影响：（1）优秀的产品研发制作能力：影视剧制作涉及剧本改编、拍摄、特效等环节，游戏研发设计策划、美术等环节，（2）发行推广也会影响作品的变现。此外，IP 价值的放大不仅仅局限于一次性的改编，全版权的运营才能实现 IP 价值的最大化，因此跨界运营能力、泛娱乐产业资源也是影响 IP 变现的重要因素。

由于 IP 商业化具有不确定性，IP 开发资源与经验反过来也是版权拥有方选择合作伙伴时的主要考虑因素，因此具备丰富的 IP 开发资源和经验的团队也是 IP 产业链上的稀缺资源。

因此，我们认为，具备精品 IP 资源，同时具备中下游商业化能力，打通产业链的公司更可能受益于 IP 产业成长的红利。

三、 业务分析：储备精品 IP 资源，IP 游戏改编能力卓越

1. 收购幻文科技+携手作家、阅文成立合资公司，确立上游 IP 获取环节的优势地位

1.1 收购幻文科技：掌握获取优质 IP 资源的渠道

杭州幻文成立于 2011 年，2014 年之前以文学阅读平台运营为主，但考虑到上游文学行业投入回报期较长，加大对上游文学内容生产方面的投入并不具备必要性，同时也会削弱幻文管理层的专注度，遂逐渐聚焦于 IP 运营业务。子公司尚文科技主责文学版权签约，悦之翼文化主责动漫数字版权运营。2015 年第一季度公司完成营业收入 1298 万，毛利率高达 81.60%，净利润 565 万。

表 5 幻文科技财务数据

项目	2015 年 1-3 月	2014 年度	2013 年度
营业收入	12.98	20.32	3.47
毛利率	81.60%	75.61%	68.36%
净利润	5.65	4.03	-0.23

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

幻文目前已经签约了众多畅销文学作品、动漫作品的衍生版权，包括温瑞安、梁武生的武侠名作，也有时下火热的网文，且题材多为玄幻修真武侠类，改编影视、游戏可行性较高。

表 6 幻文科技部分 IP 资源

类别	IP 资源
武侠名家	温瑞安：《四大名捕大对决》、《少年四大名捕》、《神州奇侠》
	梁羽生：《大唐游侠传》、《武当一剑》
影视作品	《神探狄仁杰》、《悟空》、《愤怒的唐僧》、《白领侠》
网络文学	《天火大道》(唐家三少)、《求魔》(耳根)、《大圣传》(说梦者)、《万古至尊》(太一生水)、《飘逸之旅》(萧潜)、《小兵传奇》(玄雨)、《绝世战祖》(陨落星辰)、《无上神王》(草根)、《异人傲世录》(明寐)、《女总裁的贴身高手》(笑笑星儿)、《帝凰之神医弃妃》(阿彩)、《近身兵王》(月下吟)、《葬魂笔记》(让你变幽默)、《七叶重华》(古风卷)、《深海里的星星》(独木舟)、《星星上的花》(独木舟)
	漫画 《中华英雄》(马荣成)、《三星王国》(蔡志忠)、古惑仔。

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 7 幻文科技部分 IP 资源介绍

版权名称	作者	作品题材	平台点击量(万)	百度搜索指数	作者说明
《天火大道》	唐家三少	异术超能	起点 266.3	630610	蝉联 2012-2014 中国网络作家富豪榜第一、2015 网文之王评选“网文之王” 2015 网文之王“网络文学大神”
《大圣传》	说梦者	古典仙侠	起点 769	194293	
《万古至尊》	太一生水	东方玄幻	起点 35.1	188119	起点中文网“大神名家”
《三星王国》	蔡志忠	动画	出版物	未收录	1999《时报》白金作家奖、2011 年金漫奖终身成就奖，代表作《庄子说》、《大醉侠》、《老夫子》、《乌龙院》
《小兵传奇》	玄雨	科幻	起点 2551.7	3970	擅长科幻题材
《飘逸之旅》	萧潜	玄幻修真	创世中文网 982	2631	2015 网文之王“网络文学大神”
《绝世战祖》	陨落星辰	东方玄幻	创世中文网 13341	27402	美国上市公司旗下久邦数码人气作家
《异人傲世录》	明寐	西方奇幻	未收录	2388	2015 网文之王“网络文学大神”、小说已出版
《四大名捕之大对决》	温瑞安	武侠	出版物	280012	与金庸、梁羽生、古龙并称“武侠小说四大家”
《神州奇侠》	温瑞安	武侠	出版物	643	
《太古仙域》(由《长生界》改编)	辰东	玄幻奇幻	起点 3040.1	15200	起点中文网“白金作家”、中国网络作家富豪榜 2012-2014 分别排名第 7、第 6、第 2、2015 网文之王“十二主神”
《宿命》(由《求魔》改编)	耳根	奇幻修真	起点 1960.6	494115	起点中文网“白金作家”、中国网络作家富豪榜 2012-2014 分别排名第 8、第 12、

资料来源：公司公告、网络公开资料、中国中投证券研究总部

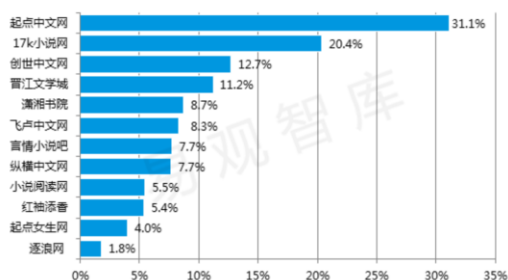
注：《四大名捕大对决》未收录至百度指数，用《四大名捕》代替。《太古仙域》和《宿命》分别由《长生界》和《求魔》改编，所取百度热搜指数为《长生界》与《求魔》

在持续获取 IP 资源方面，幻文科技具有如下优势：

（1）管理团队具备丰富的 IP 运营经验与资源整合能力：杭州幻文董事长何涛曾先后在广东移动、中华网、掌上灵通、中文在线等多家网文运营商任职，曾任掌上灵通和中文在线副总裁，具备 IP 打造、IP 资源运营服务、手机游戏等领域的丰富经验；总经理吴漫曾任职于台湾信昌出版社、中国移动手机阅读基地、中文在线、东莞永正。

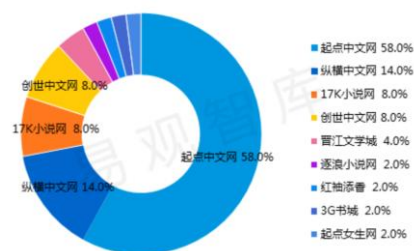
（2）与创世中文网建立战略合作：创世中文网是阅文集团旗下的原创文学网站之一，在用户覆盖率、网络人气小说 TOP50 覆盖率等指标上处于行业第三的位置。杭州幻文能从创世中文网优先获取 IP 资源，进一步确保了未来杭州幻文获取 IP 资源的可持续性和稳定性。

图 17 2015Q3 文学网站用户覆盖率



资料来源：易观智库、中国中投证券研究总部

图 18 2015Q3 网络人气小说 TOP50 覆盖率



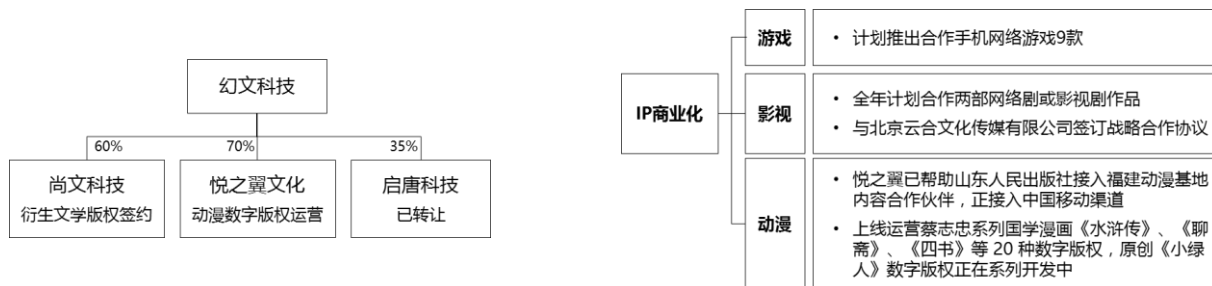
资料来源：易观智库、中国中投证券研究总部

（3）在上游版权的获取基础上，杭州幻文还与众多游戏、影视公司，帮助 IP 资源实现版权商业化，被凯撒股份收购之后，通过与盟员游戏公司的协同可以拓宽商业化能力。而版权商业化运营能力已日益成为版权拥有方如作家选择版权代理商与商业运营合作方的主要考量因素之一。具体而言，幻文的版权运营业务包括：

- **游戏：**计划联合开发或授权开发的方式推出手机网络游戏 9 款。目前已推出或拟推出的游戏包括：辰东的《太古仙域》，萧潜的《飘逸之旅》，玄雨的《小兵传奇》，温瑞安《四大名捕大对决》和《神州奇侠》，陨落星辰的《绝世战祖》，草根的《无上神王》、明寐的《异人傲世录》。
- **影视剧：**已与北京云合文化传媒有限公司签订战略合作协议，北京云合文化传媒有限公司是网络剧名作《超级教师》和《我的美女老师》的制作方。
- **动漫：**主要依托济南悦之翼进行，目前已与山东出版社签订代理运营协议，14 年接入福建动漫基地内容合作伙伴，15 年在中国移动动漫基地。主要运作包括蔡志忠授权漫画在内的多部漫画作品。国学漫画《水浒传》、《聊斋》、《四书》等 20 种数字版权，原创《小绿人》数字版权正在系列开发中。

图 19 幻文科技控股子公司

图 20 幻文科技 IP 商业化业务



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 8 幻文科技的 IP 改编游戏产品（部分）

改编游戏	进度	游戏类型	说明
太古仙域	2014 年 3 月上线	卡牌类	截至 2014 年 12 月底，上线之后累计充值金额超过 3,200 万元
飘逸之旅	2015 年 6 月上线	MMORPG/3D	萧潜全程监制/《飘逸之旅》曾于今年 4 月开启封测，次日留存超过 36%、三日留存超 22.3%、综合付费率 2.36%、ARPPU 值达 138.99 元，
小兵传奇	2015 年 9 月上线	RPG	玄雨授权并亲自监制、被评为 2015 年最受期待的同名科幻手游
少年四大名捕	2015 年 12 月不删档测试	MMORPG	独创“三侠一体”战斗模式，武侠手游里程碑；联合运营商椰子游戏股东贾乃亮、李小璐、李晟代言
天火大道	2016 年 1 月开启预约	卡牌类	唐家三少正版授权并担任监制
神州奇侠	未上线	-	幻文科技将联合优质影视公司，在未来两年内陆续推出《神州奇侠》网络剧、电视剧及电影等一系列影视作品，与即将推出的《神州奇侠》手游、页游系列作品相互呼应

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

1.2 牵手阅文和知名作家成立合资公司，保证精品 IP 持续供应

国金凯撒二期与阅文集团旗下的天津玄霆信息科技有限公司以及网络作家方想、柳下挥、萧潜、烟雨江南、萧鼎以及看书网内容部总监戴宗禹成立了合资公司武汉泛娱。这些网络作家的特点是**拥有经典作品、业内排行靠前、拥有超高人气、题材以时下较适宜影视游戏改编的玄幻修真类为主**（只有柳下挥作品主要是都市类）。其中方想尚未完成的最新作品《五行天》影视和网页游戏的 IP 版权以 800 万的价格卖出。作为网络文学 IP 经纪公司，主要的业务模式是通过签约知名作家的新书版权，通过合作授权等模式开展业务。

表 9 武汉泛娱股东

企业法人	自然人
深圳国金凯撒二期创业投资企业(有限合伙) 天津玄霆信息科技有限公司	陈艾阳、戴宗禹、黄卫、刘晓强、邱晓华、文海鹰、肖海丹、张骅

资料来源：湖北工商行政管理局，中国中投证券研究总部

表 10 武汉泛娱作家股东介绍

作者	代表作	荣誉	已出版作品
陈艾阳 (方想)	《星风》、《卡徒》、《师士传说》、《修真世界》、《不败战神》	中国网络作家富豪榜 2012-2014 分别排名第 17、第 11、/2015 “网文之王” 十二主神	《卡徒》1-5 季、《师士传说 1》、《师士传说 2》
黄卫 (柳下挥)	《火爆天王》、《天才医生》、《近身保镖》、《终极教师》	2015 “网文之王” 十二主神，/中国网络作家富豪榜 2012-2014 分别排在第 9、第 9、第 19	-
刘晓强 (萧潜)	《飘逸之旅》、《超级进化》、《歧天路》、《秒杀》、《霸天雷神》	2015 “网文之王” 网络文学大神	-
邱晓华 (烟雨江南)	《亵渎》、《尘缘》、《狩魔手记》、《罪恶之城》、《永夜君王》	中国作家协会会员，/2015 “网文之王” 网络文学大神	-
张戢 (萧鼎)	《诛仙》、《诛仙前传》、《轮回》、《诛仙二》、《戮仙》	2015 “网文之王” 网络文学大神	《诛仙》

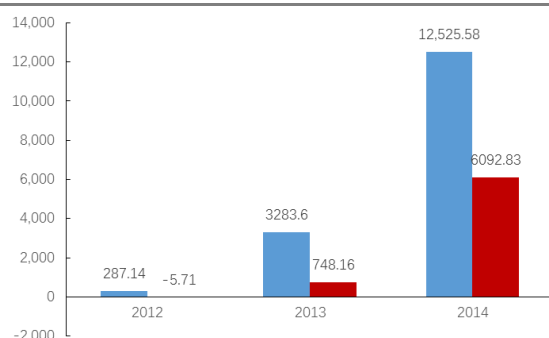
资料来源：网络公开资料，中国中投证券研究总部

IP 资源对于文化资源的互通性和产品价值链的延伸作用越来越重要，在优质 IP 资源争夺激烈、优质 IP 资源成本不断提升的情况下，公司的优质 IP 资源储备及顶级作家资源使公司保持竞争力。

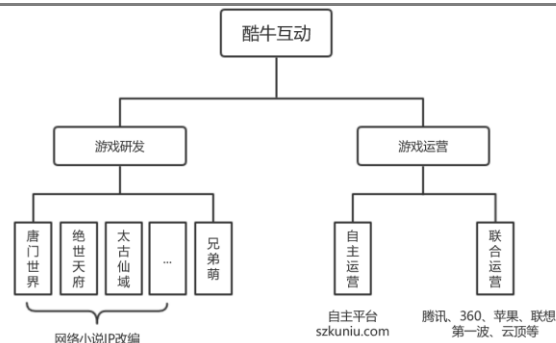
2. 收购酷牛互动与天上友嘉，拓宽 IP 商业化能力

2.1 酷牛互动：擅长卡牌和 MMORPG 手游改编

酷牛互动成立于 2011 年，主营移动游戏的研发和运营。

图 21 酷牛互动近两年营收情况


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 22 酷牛互动业务布局


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

酷牛互动 IP 游戏改编能力较强，擅长卡牌和 MMORPG 手游改编。

(1) 经营上主要采取 IP 资源合作模式，即将知名网络作家 IP 资源改编为移动游戏，并依靠网络作家影响力加大对游戏的推广，从而实现网络知名作家 IP 资源的商业化，IP 资源拥有者基于 IP 资源所有权及协助游戏推广义务获得游戏产品的分成收益。

(2) 精品 IP 游戏表现靓丽：《唐门世界》、《绝世天府》、《太古仙域》均由热门网

络小说改编而成，并由网络知名作家推广和联合运营方推广。截至 2014 年 12 月 31 日，《唐门世界》上线之后累计充值金额超过 9,800 万元，《绝世天府》上线之后累计充值金额超过 5,300 万元，《太古仙域》上线之后累计充值金额超过 3,200 万元。其中《唐门世界》是根据“唐家三少”小说作品改编而成的手机卡牌游戏，由唐家三少亲自担任制作人，《唐门世界》开放测试首周，注册用户超过 20 万人。根据 AppleAnnie 数据，从 2013 年 9 月游戏上线 iOS 到 2015 年 5 月，《唐门世界》一直稳定在 iOS 卡牌类畅销榜 Top50。

表 11 酷牛互动主要游戏产品运营数据（截至 2014 年 12 月 31 日）

上线时间	游戏名称	累积玩家 (万人)	月活用户 (万人)	月均付费用户 (万人)	月均活跃用户 付费率	付费用户 月均 ARPU	营收 (万元)	营收 占比
2013.08	唐门世界	279.78	24.13	1.57	6.66%	376 元	5178.18	41.34%
2013.09	兄弟萌	101.61	7.49	0.26	4.19%	375 元	431.27	3.44%
2013.12	绝世天府	88.66	11.25	0.95	8.40%	428 元	2132.84	17.03%
2014.03	太古仙域	86.85	11.97	0.88	7.49%	346 元	2493.37	19.91%
合计：							10235.66	81.72%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 23 《唐门世界》



图 24 《唐门世界》iOS 排名



资料来源：网络公开资料、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

（3）IP 游戏产品储备丰富。凭借丰富优质的 IP 储备，酷牛互动于 2015 年下半年陆续推出影视、小说 IP 改编的手游《古惑仔》、《神探狄仁杰》、《少年四大名捕》等。

表 12 酷牛互动 2015 年新上线的游戏

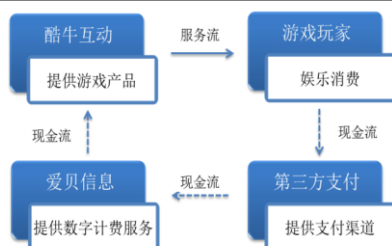
上线时间	游戏名称	游戏类型	所属 IP	备注
2015.08	《古惑仔 online》	横版格斗	电影《古惑仔》系列	内测火爆，次留 71.6%
2015.09	《神探狄仁杰》	即时战斗	影视剧《神探狄仁杰》	剧情人物高度还原、原汁原味
2015.12	《少年四大名捕》	MMORPG	温瑞安《四大名捕会京师》系列	独创“三侠一体”战斗模式，武侠手游里程碑；联合运营商椰子游戏股东贾乃亮、李小璐、李晟代言

资料来源：公司网站、中国中投证券研究总部

游戏运营及推广 运营方面 酷牛互动拥有网站平台 szkuniu.com，同时也与腾讯、360、苹果、联想、第一波、值尚、云顶等多家知名企业联合运营游戏产品。牛互动自主运营模式下毛利率水平低于联合运营模式，主要原因在于网络知名作家 IP 资源改编的移动游戏需要承担较高的第三方分成成本，而该类游戏报告期内主要采用自主运营模

式运营所致。

图 25 酷牛互动自主运营模式



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 26 酷牛互动联合运营模式



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 13 酷牛互动游戏运营及推广模式

游戏名称	游戏来源	运营方式	推广情况
唐门世界	合作研发	联合运营	网络作家推广、苹果平台推广、其他联运方推广
兄弟萌	自主研发	自主运营	酷牛互动网站推广
		联合运营	联运方推广
绝世天府	合作研发	联合运营	网络作家推广、苹果及其他联运方推广
太古仙域	自主研发	自主运营	网络作家推广
		联合运营	苹果及其他联运方推广

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 14 2013-2014 年酷牛互动的营收构成

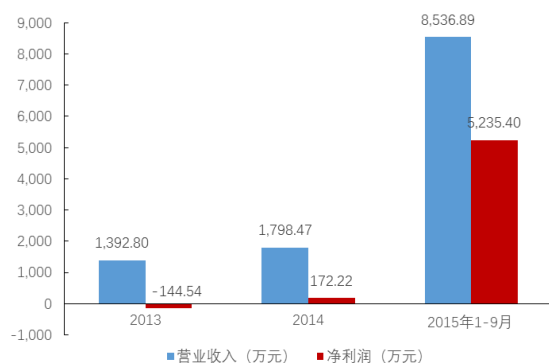
运营模式	2013			2014		
	营收(万元)	营收占比	毛利率	营收(万元)	营收占比	毛利率
自主运营	2530.52	77.07%	25.29%	5342.95	42.66%	38.72%
联合运营	748.23	22.79%	67.05%	5049.67	40.31%	56.65%
游戏软件销售	-	-	-	1712.82	13.67%	100%
技术服务	4.85	0.15	-	420.13	3.35%	92.87%
合计	3283.6	100%	-	12525.58	100%	-

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2.2 天上友嘉：擅长 3D 卡牌 RPG 游戏改编

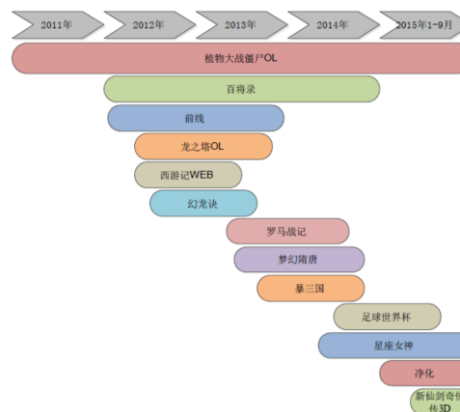
天上友嘉成立于 2008 年 7 月，设立之初主要从事网页游戏的研发和运营。2014 年，由于网页游戏竞争日益激烈，在移动网络游戏行业快速发展的背景下，天上友嘉调整公司发展策略，决定结合其网页游戏研发经验专注于移动网络游戏的研发。天上友嘉营收正处于高速增长期，2013 年、2014 年及 2015 年前三季度营业收入为 1393 万、1799 万、8537 万，净利润分别为-145 万、172 万、5,235 万。

图 27 天上友嘉近年业绩



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 28 天上友嘉主要游戏产品



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

天上友嘉先后推出《植物大战僵尸 OL》、《星座女神》、《净化》、《新仙剑奇侠传 3D》等多款手游，2015 年前三季主营业务收入主要来自《新仙剑奇侠传 3D》和《净化》，共占当期收入 69.4%，充值流水分别达到了 2.1 亿元和 1.1 亿元。

表 15 天上友嘉主要游戏研发和推广情况

游戏名称	游戏平台	研发情况	推广情况
植物大战僵尸 OL	网页游戏	自主研发	与天津随悦签订了合作协议，由天津随悦负责推广发行
星座女神	安卓&IOS	自主研发	陌陌、itools、酷派、口袋巴士、应用汇、安卓商店、爱奇艺、柠檬助手、酷动时代、金立、腾凤易百、掌阅、苏宁、联想、同步推等
净化	安卓	自主研发	与天津随悦签订了合作协议，由天津随悦负责推广发行
新仙剑奇侠传 3D	安卓&IOS	自主研发	91、百度、安卓商店、机锋、有米、口袋巴士、pps、91SDK、腾讯、360、飞流游戏、开心网、应用汇、聚乐、优亿市场、手游天下等

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 16 天上友嘉主要游戏运营情况（截止至 2015 年 9 月）

游戏名称	上线时间	游戏总玩家数 (人)	月均活跃人次	月均付费玩家人次	付费玩家月均 ARPU 值
新仙剑奇侠传 3D	2015 年 4 月	9,660,295	1,613,638	129,647	269.48
净化	2015 年 1 月	4,524,549	2,530,655	74,115	159.5
星座女神	2014 年 4 月	2,852,269	819,785	16,755	156.20

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

天上友嘉具备优秀的 IP 游戏改编能力，尤其擅长 3D 卡牌 RPG 游戏改编。

(1) IP 游戏《星座女神》、《新仙剑奇侠传 3D》表现不俗：《新仙剑奇侠传 3D》于 2015 年 4 月 16 日正式对外收费运营，是一款基于《仙剑奇侠传》改编的 3D 卡牌 RPG 游戏，游戏剧情 100%还原，上百经典人物悉数回归，让玩家重谱仙剑情缘，体验御剑飞仙；现处于游戏生命周期的平稳期，该游戏于 2015 年 4 月正式上线，截至 2015 年 9 月底累计注册用户超过 966 万人，游戏充值流水 2.1 亿元。《星座女神》是自创 IP 的卡牌类 RPG 游戏，于 2014 年 4 月上线，现处于游戏生命周期的衰退期，2015 年全年预测收入 349.47 万元，2015 年 1-9 月产生收入 380.15 万元。

图 29 《星座女神》



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 30 《新仙剑奇侠传 3D》



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

(2) 获取 IP 的方式包括通过为大型游戏研发商知名 IP 开发游戏、从 IP 方获取版权。

表 17 天上友嘉游戏产品 IP 获取方式

来源	简要说明
游戏大厂	与 360、中国手游、黑桃互动签订游戏开发协议框架，其每年提供一两款知名 IP，由天上友嘉研发游戏
IP 方	直接与 IP 方签署授权使用权利或直接购买 IP 版权，并根据 IP 内容研发游戏产品

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

新游戏产品储备丰富，支撑业绩增长。随着研发能力的增强，团队已能够满足每年 5-6 款新游戏的持续开发。目前天上友嘉现有 7 款游戏正处于开发中，其中三款游戏即将排期上线，另有一款日本知名动漫游戏已基本完成研发工作，待版权方监修后即可排期上线。此外，天上友嘉购买了在网络文学阅读排行榜居前的知名东方玄幻小说 IP 《**儒道至圣**》(起点中文网点击量 4,386,998)，拟采用影视和游戏同步上线的方式推出。

表 18 天上友嘉游戏产品储备

项目	游戏类型	研发阶段	完成进度	当前研发成果	预计上线时间
吞食天下	三国题材卡牌类 RPG	市场排期上线	100%	已在 360 完成删档测试	2016 年 3 月
蜀山传	著名武侠题材卡牌类 RPG	市场排期上线	100%	已在 360 完成删档测试	2016 年 3 月
SD	知名动漫题材卡牌类 RPG	市场排期上线	100%	已完成开发	2016 年 3 月
FY	知名动漫题材 RPG	已完成开发，日 本版权方监修	90%	已完成第二阶段开发	2016 年 4 月
AC	知名游戏 IP RPG 产品	完成游戏 DEMO	30%	第一阶段开发	2016 年 5 月
WX	知名武侠题材	市场调研阶段	10%	确定新游戏产品的设计方 向和游戏定位	2016 年 7 月
《儒道至圣》	知名网络文学题材 RPG 产品	准备阶段	5%	已获得产品 IP，拟影视和游 戏产品同步上线	2016 年第四季度

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

四、以精品 IP 为核心的互联网娱乐生态已具雏形，持续外延布局可期

“IP 运营+IP 商业化”布局基本完成，协同效应开始显现。通过收购幻文科技、携手阅文、知名作家成立合资公司，幻文掌握了数量可观、适宜改编游戏、影视剧的精品文学和动漫 IP；收购 IP 游戏改编能力突出酷牛互动、天上友嘉，投资游戏研发商，凯撒股份已经形成了从 IP 获取到 IP 商业化运营的闭环，尤其在游戏变现方面做了较快的布局。各子公司之间存在较强的协同效应，酷牛互动、天上友嘉可放大幻文 IP 资源的价值，而幻文可为酷牛互动、天上友嘉提供 IP 资源降低开发及推广成本。2015 年上半年幻文科技协助酷牛互动获得湖南卫视热播电视剧《少年四大名捕》的手游改编权，幻文科技与酷牛互动的协同效应显现。

组建专业团队，加速业务整合。公司聘任吴裔敏先生为公司总经理，其在互联网游戏领域有丰富的行业资源和管理经验，历任腾讯 QQ 堂项目组产品经理、合作产品部总监、腾讯韩国游戏业务负责人，盛大游戏系统总经理、工作室总经理，北京金山软件集团副总裁兼金山游戏总裁，逸趣网络 CEO。吴裔敏主责公司互联网人才团队组建、产业投资并购、投后产业链协同，有助于互联网板块加速整合。

持续外延扩张拓展 IP 产业链可期。一方面，公司的目标是打造以 IP 为核心的互联网泛娱乐公司，产业链上下游的势力需进一步巩固，游戏以外的版权商业化领域仍需进一步开拓。另一方面，借助国金凯撒产业投资基金、互联网高管团队的支持，可接触到广泛的产业资源，并把控并购方向，降低失败风险。我们预计公司外延布局方向为：

（1）通过投资或收购夯实 IP 储备，丰富 IP 种类。公司当前文学 IP 丰富，动漫 IP 储备仍在初步阶段，动画 IP 很可能成为另一个重点储备的资源。

（2）通过投资或收购拓宽 IP 变现方式。公司当前 IP 变现的布局主要集中在游戏研发上，预计往两个方面拓展：A. 垂直领域的纵深发展，加强游戏产业链布局，如游戏的海内外发行。B. 多元变现方式的拓展，例如影视。

五、盈利预测与估值

三季报预计公司 2015 年度净利润将在 8000 万-8328 万之间，结合酷牛互动、幻文科技承诺利润及并表时间，预计 15 年服装业务亏损约 600 万，随着公司盘活资产、关停门店、清理库存，预计 16、17 年传统业务实现盈亏平衡。

互联网板块三家子公司 16、17 全年实现备考利润 2.61 亿、3.32 亿（关键假设见下表），按增发后 5.16 亿股本计算，EPS 为 0.51 元，0.64 元，对应当前股价 PE 为 47 倍，37 倍。按 5.16 亿股本计算凯撒股份当前市值 124 亿，相比于其他互联网泛娱乐公司市值仍较小。我们认为，凯撒股份当前已经具有了优质 IP 储备，以及良好的商业化运营能力，在此基础上通过外延布局以进一步拓宽变现能力，将获益于泛娱乐产业成长的红利。给予公司中期目标市值 200 亿。首次覆盖，给予强烈推荐评级。

表 19 盈利预测关键假设

子公司	项目	2014A	2015E	2016E	2017E
酷牛互动	收入(百万)	125.26	222.85	278.67	337.40
	yoy		78%	25%	21%
	毛利率	56%	42%	42%	43%
幻文科技	收入(百万)	20.32	111.77	145.30	188.89
	yoy		4.5	30%	30%
	毛利率	76%	82%	82%	82%
天上友嘉	收入(百万)	17.98	116.14	141.03	174.14
	yoy		5.46	33%	23%
	毛利率	12%	86%	87%	87%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

六、 风险提示

各子公司收购后业务整合不达预期风险。

游戏子公司表现低于预期风险。

附：财务预测表
资产负债表 (百万)

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	1102	741	840	1078
现金	257	75	274	561
应收账款	89	194	195	233
其它应收款	13	22	26	31
预付账款	32	38	30	34
存货	380	337	241	144
其他	330	75	75	75
非流动资产	680	1916	3104	3079
长期投资	30	32	35	40
固定资产	352	331	310	289
无形资产	10	22	29	26
其他	288	1531	2731	2725
资产总计	1782	2657	3945	4158
流动负债	152	542	298	195
短期借款	75	109	16	16
应付账款	30	31	28	32
其他	47	402	254	147
非流动负债	8	8	8	8
长期借款	5	5	5	5
其他	3	2	3	3
负债合计	161	550	307	203
少数股东权益	152	127	127	127
股本	390	434	516	516
资本公积	816	1208	2409	2409
留存收益	266	338	586	902
归属母公司股东权益	1469	1980	3511	3827
负债和股东权益	1782	2657	3945	4158

现金流量表 (百万)

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	81	630	234	293
净利润	2	56	261	332
折旧摊销	43	31	29	28
财务费用	1	2	0	-7
投资损失	-19	-12	-12	-12
营运资金变动	25	548	-41	-47
其它	29	5	-4	-1
投资活动现金流	-128	-1273	-1211	3
资本支出	26	-0	-0	0
长期投资	-123	131	3	5
其他	-225	-1142	-1208	8
筹资活动现金流	31	462	1176	-8
短期借款	-25	34	-93	0
长期借款	-2	0	0	0
普通股增加	0	44	82	0
资本公积增加	5	392	1201	0
其他	52	-9	-13	-8
现金净增加额	-16	-182	199	288

利润表 (百万)

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	542	601	705	840
营业成本	334	389	311	355
营业税金及附加	3	5	6	6
营业费用	153	88	20	21
管理费用	35	37	50	61
财务费用	1	2	0	-7
资产减值损失	25	30	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	19	12	12	12
营业利润	10	63	314	401
营业外收入	3	17	4	4
营业外支出	0	5	0	0
利润总额	13	74	318	405
所得税	12	18	57	73
净利润	2	56	261	332
少数股东损益	-5	-25	0	0
归属母公司净利润	7	81	261	332
EBITDA	54	95	344	422
EPS (元)	0.02	0.19	0.51	0.64

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	6.9%	11.0%	17.3%	19.2%
营业利润	-75.5%	509.3%	402.2%	27.4%
归属于母公司净利润	-74.2%	1138.9	221.1%	27.1%
获利能力				
毛利率	38.4%	35.3%	55.9%	57.7%
净利率	1.2%	13.5%	37.0%	39.5%
ROE	0.4%	4.1%	7.4%	8.7%
ROIC	0.1%	2.8%	8.6%	10.7%
偿债能力				
资产负债率	9.0%	20.7%	7.8%	4.9%
净负债比率	50.24%	20.81%	6.91%	10.43%
流动比率	7.23	1.37	2.82	5.52
速动比率	4.64	0.72	1.98	4.75
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.27	0.21	0.21
应收账款周转率	5	4	3	4
应付账款周转率	9.60	12.76	10.52	11.85
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.19	0.60	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	1.45	0.54	0.67
每股净资产(最新摊薄)	3.38	4.56	8.08	8.81
估值比率				
P/E	1425.9	128.15	47.44	37.32
P/B	6.37	5.26	3.53	3.24
EV/EBITDA	186	106	30	24

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

林起贤,中国中投证券研究总部传媒互联网行业研究员,北京大学硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434