

凯撒股份 (002425) 公司点评

进军动漫，投资影视，泛娱乐布局拓展ing

买入 (维持)

2016年8月24日

首席证券分析师 张良卫

执业资格证书号码: S0860514040001

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 唐思思

执业资格证书号码: S1220116020111

tangss@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	632.53	819.19	1001.30	1320.00
同比(%)	16.81%	29.51%	22.23%	31.83%
净利润(百万元)	80.91	256.41	390.43	529.22
同比(%)	1132.71%	216.89%	52.26%	35.55%
毛利率(%)	38.57%	45.06%	51.53%	53.13%
ROE(%)	4.09%	11.10%	14.45%	16.38%
每股收益(元)	0.19	0.50	0.77	1.04
P/E	140.10	44.21	29.04	21.42
P/B	5.73	4.91	4.20	3.51

投资要点

- **重视公司治理，引入股权激励。**推出员工持股计划，进一步加强公司高管动力与业绩的关联性。第一期规模达到1.75亿元，公司董监高(7人)认购不超过1.2亿元，其他核心员工(不超过93人)认购不超过0.55亿元。将通过华润信托·凯撒增持1期集合资金信托计划(1:1配资, 3.5亿规模)在二级市场(含大宗)，在6个月内实现购买。
- **引入多类型IP，进行多版权运营。**公司获得多个头部IP的多版权甚至全版权运营权，其中《说英雄谁是英雄》是公司首个全版权运营的重点IP项目，目前已在影视、动漫和手游上展开行动。
- **稳步发展手游业务，大举布局其他领域。**游戏领域，公司代理的《枪战之王》手游和研发中的《锦绣未央》手游，预计2016年底上线，多个重点IP也先后立项；影视领域，《锦绣未央》是公司首个电视剧与游戏同步制作并深度关联的影游联动项目；动漫领域，公司联合上海美影厂出品《新葫芦兄弟》，7月起在央视及全国70余家电视台陆续播放，此外与优酷土豆共同投资《少年锦衣卫》，计划2016年年底播出。

业绩预览

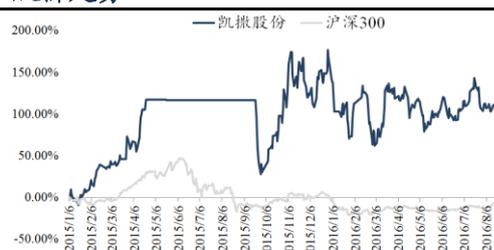
- 公司发布2016年半年报业绩，实现营业收入2.19亿元，同比减少23.14%；营业成本0.88亿元，同比减少52.85%；归属于上市公司股东的净利润0.44亿元，同比增长179.56%。

投资建议

- 我们认为，凯撒治理结构完善，项目储备亮眼，受益于大IP游戏爆款可能性较高，业绩超预期是大概率事件，维持买入评级：预期16/17/18年净利润2.56亿元、3.90亿元、5.29亿元，采取可比公司估值法予以17年45倍PE，对应目标市值175.69亿元，对应目标价34.55元。

风险提示：游戏上线进度不达预期，并购标的业绩不达预期，整合协同不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.01
一年最低价/最高价	13.83/30.65
市净率(倍)	3.50
流通A股市值(亿元)	90.63

基础数据

每股净资产(元)	6.58
资产负债率(%)	15.72
总股本(百万股)	508.59
流通A股(百万股)	393.88

相关研究

1. 凯撒股份深度报告：以IP战略为主线，纵深拓展泛娱乐领域

目录

1. 中报财务解读：泛娱乐业务贡献大.....	4
2. 重视公司治理，引入股权激励.....	4
3. 引入多类型 IP，进行多版权运营.....	5
4. 持续发力手游业务，稳步拓展泛娱乐领域.....	6
4.1. 新游戏表现抢眼，多款产品即将上线.....	6
4.2. 实行影游联动，切入儿童女性市场.....	7

图表目录

图表 1: 主营业务构成情况 (分行业)	4
图表 2: 持股员工拟出资金额和比例	5
图表 3: 《从前有座灵剑山》百度指数	6
图表 4: 《圣斗士星矢: 重生》App Store 游戏排行	6
图表 5: 《新葫芦兄弟》百度指数	7

1. 中报财务解读：泛娱乐业务贡献大

公司发布 2016 年半年报业绩，实现营业收入 2.19 亿元，同比减少 23.14%；营业成本 0.88 亿元，同比减少 52.85%；归属于上市公司股东的净利润 0.44 亿元，同比增长 179.56%。

营业成本减少：一方面是因为收入减少，成本也相应减少，另一方面利润率高的互联网泛娱乐业务收入占比较大，导致成本的减幅高于收入的减幅。

图表 1: 主营业务构成情况（分行业）

	营业收入（亿元）	营收占比	毛利率
服装业	0.96	45.33%	20.49%
文化与娱乐业	1.16	54.67%	95.09%
总计	2.12	100.00%	

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

净利润增长：1) 5 月 20 日天上友嘉并表，增厚半年报业绩；2) 去年同期酷牛 4 月并表，幻文科技 6 月并表基数较低。综合以上两点致使互联网泛娱乐业务收入同比增长 387.7%。

净利润构成：酷牛实现 3716 万（完成对赌 40%），幻文科技实现 2658 万（完成对赌 53%），天上友嘉实现 2172 万净利润（5 月 20 日合并报表），合计实现文化娱乐净利润 8546 万元，对公司利润的贡献显著。而 1) 凯撒母公司纺织服装业务（服装业务萎缩，其归属于上市公司股东的净利润同比减少 212.54%），2) 资产减值损失 2102 万（存货跌价准备）成为较大业绩负贡献来源。

净利润负贡献消除举措：公司报告期已完成对服装业务品牌授权经营。通过对服装业务采取品牌授权经营的方式，一方面通过授权经营，收取品牌费；另一方面通过被授权经营者的资源，消化凯撒股份原来的产品库存；同时可处置部分闲置资产，盘活资金。

下半年业绩构成展望：1) 幻文科技：IP 商业化；2) 酷牛《传奇世界》、《古惑仔》等；3) 天上友嘉《三国志》，《圣斗士星矢：重生》等将成为重要的业绩来源。

2. 重视公司治理，引入股权激励

公司自引入吴裔敏之后，就进行全面的组织架构调整，新增游戏事业部、影视事业部、动漫事业部、IP 运营部，现已完成专业化的泛娱乐运作团队搭建，团队成员大部分来自于知名互联网和文化传媒企业。

第一期员工持股计划

为充分发挥股权激励作用，公司拟滚动设立员工持股计划，已公告第一期员工持股计划草案，第一期的存续期限不超过 24 个月，并根据具

体情况实施新一期员工持股计划。

资金来源：第一期员工持股计划筹集员工资金总额为不超过 1.75 亿元，资金来源为员工的合法薪酬、自筹资金、大股东借款和通过法律、行政法规允许的其他方式取得的自筹资金。

股票来源：本次草案获得股东大会批准后，本员工持股计划委托华润深国投信托有限公司管理，拟设立的华润信托·凯撒增持 1 期集合资金信托计划，委托金额不超过 3.5 亿元，按照 1:1 的比例设立优先级份额和次级份额，集合资金信托计划以二级市场购买（包括大宗交易）等法律法规许可的方式取得并持有本公司股票，股票数量上限约为 1598.17 万股，占公司现有股本总额的 3.14%。

持股对象：包括董事、监事、高管、中层管理人员、核心业务骨干以及有卓越贡献的员工，合计不超过 100 人，其中公司董事、监事、高级管理人员共 7 人，认购份额不超过 1.2 亿元，其他核心员工认购份额不超过 0.55 亿元。

图表 2: 持股员工拟出资金额和比例

持有人	最高认购份额（亿元）	占员工自行筹集资金总额比例
董事、监事、高级管理人员	1.2	68.57%
其他员工	0.55	31.43%
总计	1.75	100.00%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司采用职业经理人模式，现推出一期员工持股计划，且力度大，可进一步完善治理结构，使公司高管动力与业绩关联性进一步加强。

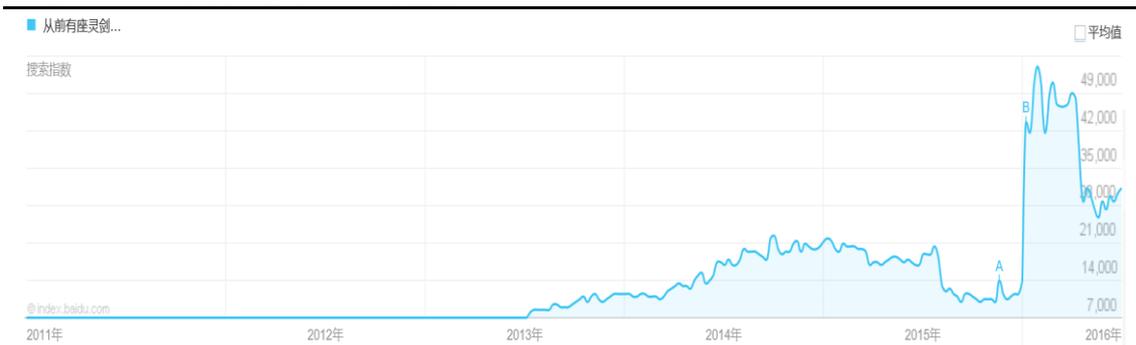
3. 引入多类型 IP，进行多版权运营

获得多个头部 IP：

《锦绣未央》小说自开更以来长据潇湘书院月票榜、钻石榜、订阅榜榜首。《龙符》为知名网络文学作家梦入神机作品，在纵横中文网阅读平台总点击量超过一千三百万，百度搜索指数最高超 17 万。

公司与腾讯动漫合作，在网络文学 IP 储备基础上，丰富动漫 IP 资源。《从前有座灵剑山》长期位居腾讯动漫平台月票榜第一梯队，点击量突破 17 亿 5061 万；《银之守墓人》点击量突破 15 亿 571 万；《我的双修道侣》点击量突破 11 亿 5778 万。

图表 3:《从前有座灵剑山》百度指数



资料来源：百度指数，东吴证券研究所

《说英雄谁是英雄》是温瑞安经典武侠小说系列之一。

进行多版权运营：

公司与腾讯动漫合作，获得《从前有座灵剑山》、《银之守墓人》、《我的双修道侣》的移动游戏、网页游戏、电视剧（含网络剧）改编开发、发行和运营授权。

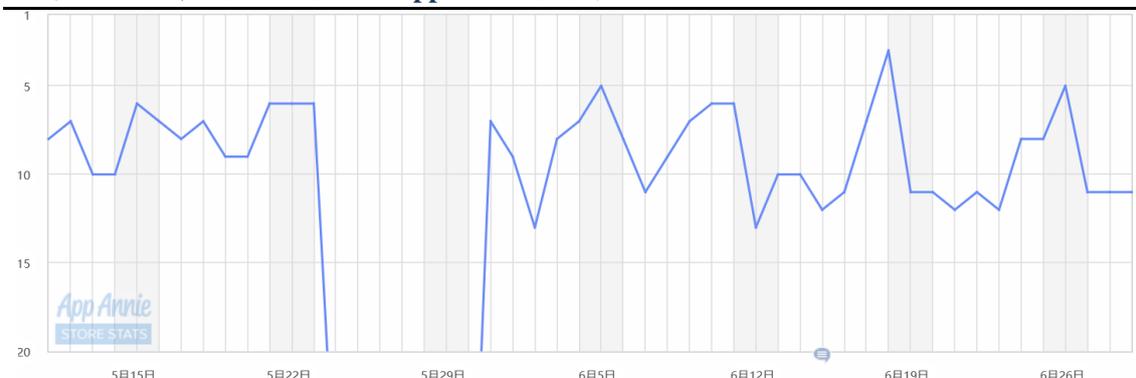
公司 2015 年底签约获得《说英雄谁是英雄》的影视、动漫、手游改编权，是公司首个全版权运营的重点 IP 项目。影视方面，公司于 2016 年 3 月与华策影视签约共同出品影视剧，已完成剧本大纲工作，并积极准备选导演、选演员等筹备工作；动漫方面，公司专业动漫团队，也已同步展开编剧制作工作，漫画作品预计 2016 年第四季度上线；手游方面，游戏研发工作也已同步启动，预计将在电视剧、漫画上线后面世。

4. 持续发力手游业务，稳步拓展泛娱乐领域

4.1. 新游戏表现抢眼，多款产品即将上线

由日本东映动画、车田正美正版授权，天上友嘉研发的《圣斗士星矢：重生》于 2016 年 5 月 11 日上线，连续两周位列苹果 App Store 畅销总榜 TOP10，最高位居第三。

图表 4:《圣斗士星矢：重生》App Store 游戏排行



资料来源：App Annie，东吴证券研究所

公司代理的枪战射击手游《枪战之王》持续打磨优化，预计 2016 年

底上线；《锦绣未央》手游正在紧张开发中，有望 2016 年底上线，与电视剧形成影游联动。《从前有座灵剑山》、《银之守墓人》、《新葫芦兄弟》等游戏也先后立项，将以 IP 为核心，辐射至系列游戏产品。

4.2. 实行影游联动，切入儿童女性市场

影视领域：影游联动，切入女性市场

《锦绣未央》古装电视剧未播先火，首版先导片花，发布 24 小时全网点播总量突破 3000 万，电视剧预计 2016 年底在东方卫视、北京卫视首播，腾讯视频独播。

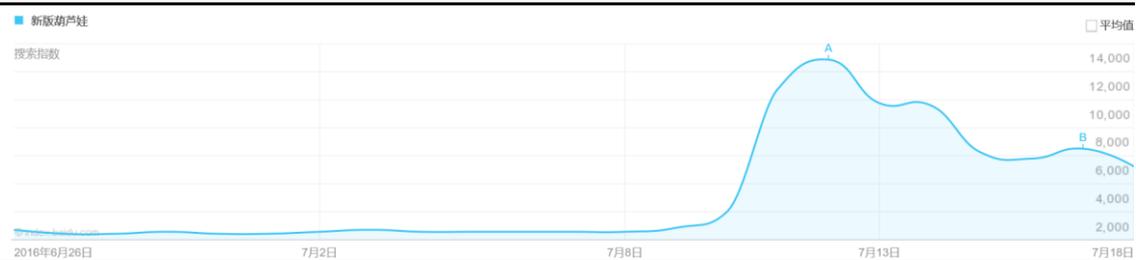
此外，公司启动《锦绣未央》手游研发项目，游戏计划在电视剧开播后上线。此项目将是公司首个电视剧与游戏同步制作并深度关联的影游联动项目，由此公司正式布局女性市场，开辟女性手游蓝海市场。

动漫领域：引入 3D 原创动画，切入儿童市场

公司与优酷土豆共同投资原创 3D 武侠动画《少年锦衣卫》，计划 2016 年年底在优酷土豆首播。通过投资《少年锦衣卫》，公司快速切入 3D 原创动画市场，建立与国内顶级 3D 动画原创团队合作关系，助力公司在原创动漫领域快速推进。

公司联合上海美影厂出品《新葫芦兄弟》，7 月起在央视及全国 70 余家电视台陆续播放，并在爱奇艺平台独家网络播出。葫芦娃是中国原创三十年的经典动画 IP，一直受到广大观众，尤其是少年儿童们的喜爱。随着《新葫芦兄弟》的热播和手游研发项目推进，公司将获得打开儿童市场的良好契机。

图表 5: 《新葫芦兄弟》百度指数



资料来源：百度指数，东吴证券研究所

附：凯撒股份财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	741.14	1248.85	1572.35	2262.53	营业收入	632.53	819.19	1001.30	1320.00
现金	71.01	190.46	306.45	567.02	营业成本	388.56	450.06	485.33	618.68
应收款项	173.50	201.99	274.33	397.81	营业税金及附加	3.44	3.50	3.45	3.45
存货	330.53	493.26	598.37	864.46	营业费用	111.34	81.92	85.11	92.40
其他	166.10	363.14	393.20	433.24	管理费用	64.96	81.92	85.11	91.08
非流动资产	1928.32	1878.12	1849.82	1807.67	财务费用	3.42	-0.59	-1.15	-7.96
长期股权投资	34.78	37.28	37.28	37.28	投资净收益	9.86	11.00	12.00	12.00
固定资产	65.28	27.24	20.32	11.82	其他	-38.56	0.00	0.00	0.00
无形资产	113.25	114.91	95.98	63.98	营业利润	32.11	213.38	355.45	534.35
其他	1715.01	1698.69	1696.24	1694.59	营业外净收支	16.17	9.59	12.88	11.23
资产总计	2669.47	3126.97	3422.16	4070.20	利润总额	48.28	222.97	368.33	545.59
流动负债	527.00	565.41	507.01	625.83	所得税费用	-1.85	11.15	14.73	16.37
短期借款	91.00	93.96	0.00	0.00	少数股东损益	-30.78	-44.59	-36.83	0.00
应付账款	46.31	44.10	47.56	60.62	归属母公司净利润	80.91	256.41	390.43	529.22
其他	389.69	427.35	459.45	565.21	EBIT	64.25	201.79	342.30	514.39
非流动负债	8.56	141.48	141.48	141.48	EBITDA	116.06	255.79	440.72	612.01
长期借款	3.52	0.00	0.00	0.00	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	5.04	141.48	141.48	141.48	每股收益(元)	0.19	0.50	0.77	1.04
负债总计	535.56	706.89	648.49	767.30	每股净资产(元)	4.56	4.54	5.31	6.35
少数股东权益	153.95	109.36	72.52	72.52	发行在外股份(百万股)	434.24	508.59	508.59	508.59
归属母公司股东权益	1979.96	2310.72	2701.15	3230.37	ROIC(%)	4.18%	10.91%	17.28%	22.99%
负债和股东权益总计	2669.47	3126.96	3422.16	4070.19	ROE(%)	4.09%	11.10%	14.45%	16.38%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	38.57%	45.06%	51.53%	53.13%
经营活动现金流	61.85	-94.90	256.11	292.81	EBIT Margin(%)	10.16%	24.63%	34.19%	38.97%
投资活动现金流	-243.03	5.63	-45.24	-32.24	销售净利率(%)	12.79%	31.30%	38.99%	40.09%
筹资活动现金流	-5.45	208.73	-94.88	0.00	资产负债率(%)	20.1%	22.6%	18.9%	18.9%
现金净增加额	-186.12	119.45	115.99	260.57	收入增长率(%)	16.81%	29.51%	22.23%	31.83%
折旧和摊销	51.82	54.00	98.42	97.62	净利润增长率(%)	3185.94%	322.46%	66.93%	49.67%
资本开支	-21.51	-2.87	-57.24	-44.24	P/E	140.10	44.21	29.04	21.42
营运资本变动	-63.70	-352.81	-171.95	-310.79	P/B	5.73	4.91	4.20	3.51
企业自由现金流	378.84	20.49	220.80	263.61	EV/EBITDA	157.88	47.30	25.67	17.77

资料来源：东吴证券研究所

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。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。

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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，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：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

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>

