

凯撒股份 (002425)

泛娱乐生态持续升级，员工持股计划落地

投资要点：

➢ 互联网泛娱乐业务收入占比已达52.93%，净利润贡献显著

凯撒股份 2016H1 实现营收 2.19 亿元，同比减少 23.14%，净利润 4449 万元，同比增长 179.56%。公司泛娱乐业务收入占比已达 52.93%，带动整体毛利率提升至 60%。传统服装业务萎缩，互联网泛娱乐业务归属于上市公司股东的净利润共增加 6170.04 万元，同比增长 387.70%。2016 年 1-9 月公司预计实现净利润 6966 万元-8587 万元，同比增长 115%-165%。

➢ 泛娱乐生态全面升级，游戏、IP、动漫影视领域作品蓄势待发

公司已成功构建泛娱乐产业链中“IP运营(幻文科技)+IP商业化(酷牛互动、天上友嘉)”的布局，同时持续深化泛娱乐生态体系建设。手游方面，新产品《圣斗士星矢：重生》2016年5月中上线，IOS畅销榜最高位居第三，影游联动作品《锦绣未央》有望年底上线；牵手腾讯动漫获取的顶级IP版权陆续进行开发，《从前有座灵剑山》《银之守墓人》等游戏先后立项；动画领域合作优酷土豆，投资的《少年锦衣卫》计划2016年年底首播，联合出品的30年经典IP《葫芦兄弟》动画7月起播出，手游研发正在推进。经典武侠IP《说英雄谁是英雄》则将推动影视、动漫、手游全版权运营。

➢ 员工持股计划落地，充分彰显发展诚意

公司披露员工持股计划草案，计划筹集员工资金不超过1.75亿，集合资金信托计划总额不超过3.5亿元。本次员工持股计划参与员工合计不超过100人，其中公司董监高共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5500万元。员工持股计划的推出将有效绑定核心人才，充分激发员工动力，为公司后续发展奠定坚实基础。

➢ 投资建议

我们认为公司拥有领先的IP产业链布局以及超强的IP运营能力，公司已进行全面的组织架构调整，新增游戏、影视、动漫等事业部、IP运营部等，持续增强泛娱乐运作能力。我们预计公司16-18年备考净利润（全年并表口径）分别为2.76亿/4亿/5.2亿，考虑天上友嘉2016年5月完成过户，预计公司2016年财务报表净利润为2.25亿元。12个月目标市值200亿，目标价39.3元。

➢ 风险提示

整合效果不达预期，游戏上线进度不达预期

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	541.52	632.53	669.15	929.57	1,169.72
增长率（%）	6.94%	16.81%	5.79%	38.92%	25.83%
EBITDA（百万元）	41.08	69.34	204.66	422.53	566.11
净利润（百万元）	6.56	80.91	225.08	400.54	521.43
增长率（%）	-74.16%	1,132.71%	178.17%	77.96%	30.18%
EPS（元/股）	0.01	0.16	0.44	0.77	1.00
市盈率（P/E）	1,924.66	156.13	56.13	32.45	24.93
市净率（P/B）	8.60	6.38	3.55	3.27	2.89
EV/EBITDA	95.41	175.94	60.05	28.68	20.68

数据来源：公司公告，天风证券研究所

行业名称	传媒
投资建议	买入
当前价格：	23.01 元
目标价格：	39.3 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	509/394
流通 A 股市值（百万元）	9,063
每股净资产（元）	6.58
资产负债率（%）	15.72
一年内最高/最低（元）	30.65/13.83

一年内股价相对走势



文浩 分析师
执业证书编号：S1110516050002
电话：
邮箱：wenhao@sh.tfzq.com

焦娟 分析师
执业证书编号：S1110516020001
电话：
邮箱：jiaojuan@sh.tfzq.com

相关报告

1、《凯撒股份（002425）\纺织服装行业》
2016.07.19



报告信息

中报财务情况：互联网泛娱乐业务为重心，净利润贡献显著

半年度财务数据

2016H1，公司实现营收 2.2 亿元，同比减少 23.14%，净利润 4449 万元，同比增长 179.56%。公司泛娱乐业务收入占比已经达到 52.93%，带动整体毛利率提升至 60%，比上年同期提高 25.21 个百分点

公司传统服装业务萎缩，净利润与上年同比减少 3382.48 万元。互联网泛娱乐业务归属于上市公司股东的净利润共增加 6170.04 万元，同比增长 387.70%，对公司利润的贡献显著。酷牛互动 2016H1 实现净利润 3716 万元（承诺 9375 万元），幻文科技净利润 2658 万元（承诺 5000 万元），天上友嘉 5 月 20 日新增并表，并表净利润 2222 万元（承诺 1.15 亿）。

公司销售费用 2817.42 万元，同比减少 56.69%，主要原因为缩减服装业务导致销售费用减少；管理费用 4571.17 万元，同比增长 47.63%，主要原因为合并天上友嘉新增 302.25 万元；财务费用 25.45 万元，同比减少 81.81%，主要原因为报告期内借款减少导致利息支出减少。

2016 年 1-9 月公司预计实现净利润 6966 万元-8587 万元，同比增长 115%-165%。

2016 年半年度，公司以 5.09 亿股为基数，向全体股东每 10 股派现金 0.5 元（含税），不送红股，不以公积金转增股本。

主营业务构成

服装业务：公司 2016 年上半年服装业务实现收入 9606 万元，同比减少 60.35%，毛利率为 20.49%，较上年同期减少 5.52 个百分点。

文化与娱乐业务：公司 2016 年上半年文化与娱乐业务实现收入 1.16 亿元，同比增长 194.94%，毛利率为 95.09%，较上年同期增长 3.67 个百分点。

图表 1：凯撒股份 2016H1 主营业务收入构成（单位：万元）

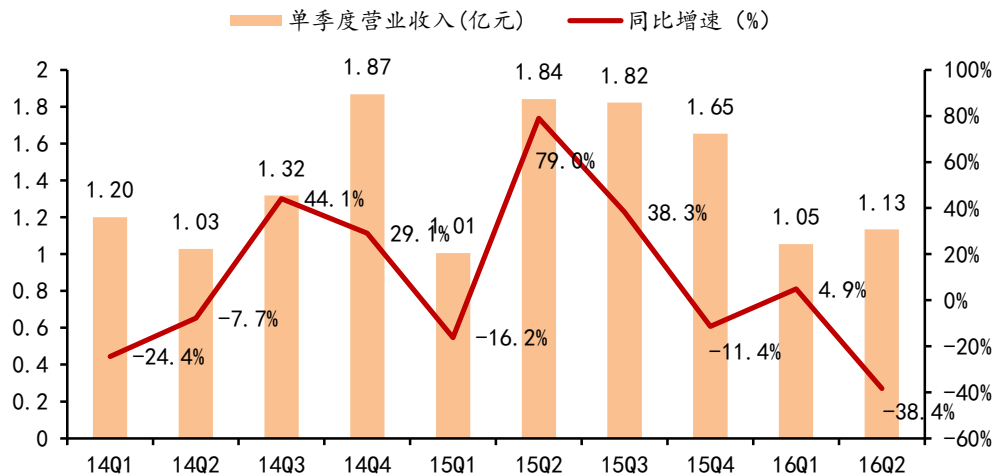
分产品	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
服装	9,606	7,637	20.49%	-60.35%	-57.39%	减少 5.52 个百分点
游戏运营	7,522	315	95.81%	130.54%	20.52%	增长 3.82 个百分点
版权运营	4,057	211	94.81%	1164.71%	1894.53%	减少 1.90 个百分点
其他	6	43	-596.30%	-98.20%	-33.78%	减少 677.37 个百分点

来源：公司公告，天风证券研究所

季度财务指标变化

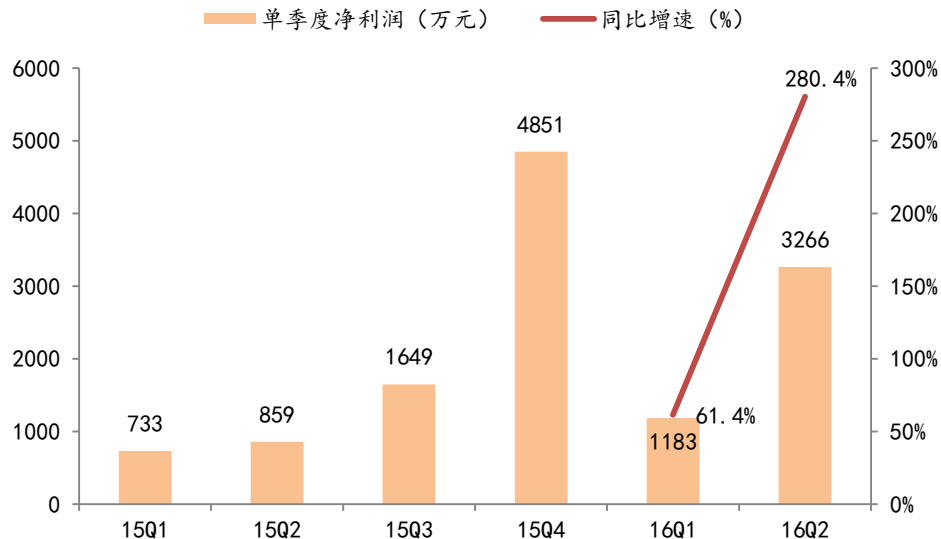
2016Q2，公司实现营业收入 1.13 亿元，同比减少 38.4%，实现净利润 3266 万元，同比增长 280.4%。

图表 2：凯撒股份单季度营业收入变化情况



来源：wind,天风证券研究所

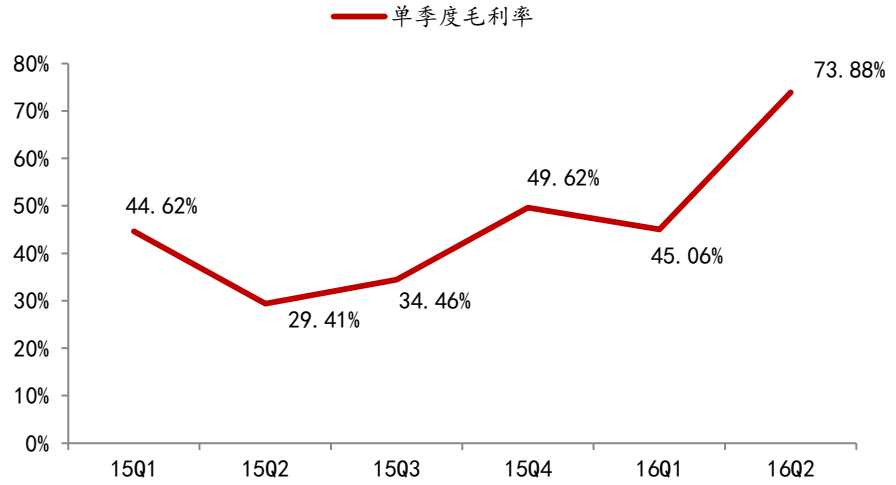
图表 3：凯撒股份单季度净利润变化情况



来源：wind,天风证券研究所

随着互联网泛娱乐板块营收占比增长。凯撒单季度毛利率整体呈现上升趋势。2016Q2 天上友嘉并表后，单季度毛利率达到 73.88%。

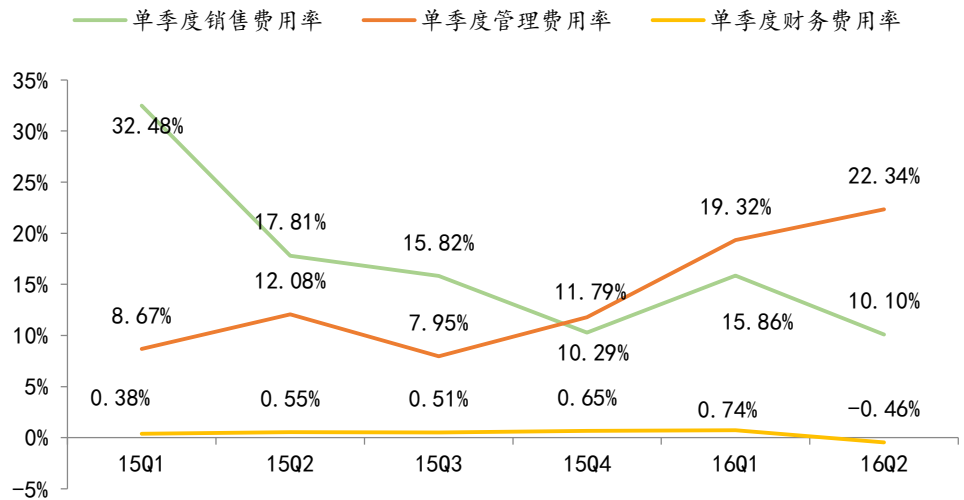
图表 4: 凯撒股份单季度毛利率变化情况



来源: wind, 天风证券研究所

2016Q2, 公司销售费用率为 10.10%, 管理费用率为 22.34%, 财务费用率为 -0.46%。

图表 5: 凯撒股份单季度三项费用率变化情况



来源: wind, 天风证券研究所

2016H1 主营业务: 泛娱乐生态打造持续升级

公司互联网泛娱乐战略快速推进, 上半年完成对服装业务品牌的授权经营, 5 月 20 日完成收购天上友嘉, 形成了“IP 运营(幻文科技)+IP 商业化(酷牛互动、天上友嘉)”的泛娱乐布局。2016 年上半年, 公司启动与国内最大动漫平台—腾讯动漫的签约合作, 投资布局 3D 原创动画和民族经典动画重制, 推进经典武侠 IP 全版权运营立体开发和布局女性市场, 研发运营手游市场表现良好。

游戏：原有手游产品运营稳定，新产品抢眼，总体进展顺利

公司研发的老产品《新仙剑奇侠传》、《纯三国》、《山海经》、《净化》、《星座女神》稳定运营。2016 年 5 月中上线的《圣斗士星矢：重生》在苹果 App Store 畅销榜上最高位居第三。

公司代理产品枪战射击手游《枪战之王》持续打磨优化，预计 2016 年底上线；《锦绣未央》手游正在开发中，有望 2016 年底上线。《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，为公司深耕泛娱乐市场做足准备。

图表 6：凯撒股份部分正在研发、储备产品名单

游戏名称	预计上线时间	项目进度
《枪战之王》	2016 年底	研发中
《锦绣未央》	2016 年底	研发中
《从前有座灵剑山》		立项
《银之守墓人》		立项
《新葫芦兄弟》		立项

来源：公司公告，天风证券研究所

IP 储备：与腾讯动漫签订授权合同，增强原创动漫 IP 储备优势

2016 年 3 月 22 日公司与腾讯动漫签订《IP 授权合作框架协议》，以人民币 1 亿元获得《从前有座灵剑山》、《银之守墓人》、《我的双修道侣》等若干个明星 IP，用于游戏、电视剧（网剧）的改编开发、发行和运营。公司通过与腾讯动漫的深度合作，强势捆绑顶级动漫 IP，在已有丰富网络文学 IP 资源储备基础上，丰富动漫 IP 资源，增强原创动漫 IP 储备优势，为公司未来拓展二次元 IP 泛娱乐市场打下坚实基础。

图表 7：凯撒股份与腾讯动漫合作动漫 IP 运行情况

漫画名称	IP 热度
从前有座灵剑山	收藏数 1266743
	9.6
	月票排名（2016 年 7 月）第八
银之守墓人	收藏数 856318
	9.6
	月票排名（2016 年 7 月）第九
我的双修道侣	收藏数 1000720
	9.2
	月票排名（2016 年 7 月）第十四

来源：公司公告，天风证券研究所

IP 商业化改编：充分利用 IP 储备及改编能力，多点开花，切入细分领域市场

在动画市场方面，公司与国内领先视频平台优酷土豆共同投资高品质原创 3D 武侠动画《少年锦衣卫》，计划 2016 年底在优酷土豆首播，快速切入 3D 原创动画市场。

公司与上海美术电影制片厂联合出品《新葫芦兄弟》，并获手游改编授权，7 月起动画片计划在央视及全国 70 余家电视台陆续播放，并在爱奇艺平台独家网络播出。《新葫芦兄弟》是中国原创三十年经典动画 IP，深受广大观众尤其是少年儿童喜爱，随着《新葫芦兄弟》的热播和手游研发项目推进，公司将为后续在儿童市场的布局赢得优势。

2015 年签约获得的《说英雄谁是英雄》IP 将成为公司打造的首个全版权运营项目。在影视方面，公司于 2016 年 3 月与华策影视签约共同出品影视剧，目前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。

2016 年 2 月公司与华策影视签约获得《锦绣未央》小说及改编电视剧的游戏改编权。公司在上半年已经启动《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。

图表 8：凯撒股份 IP 商业化改编项目情况

IP 名称	合作方	产品类型	产品进度	推出平台	涉及领域
《少年锦衣卫》	优酷土豆	3D 武侠动画片	计划 2016 年底播出	优酷土豆首播	3D 原创动画
《新葫芦兄弟》	上海美术电影制片厂	动画片	2016 年 7 月起播出	央视及全国 10 余家电视台、爱奇艺独播	儿童
《说英雄谁是英雄》	华策影视	手游	研发中		武侠
		电视剧	剧本完成，演职人员选拔中		
		动漫	预计 2016 年第四季度上线		
		手游	预计在电视剧、漫画上线后面世		
《锦绣未央》	华策影视	手游	预计在电视剧上线后面世		女性

来源：公司公告，天风证券研究所

资本运作积极开展，孵化优质资产

在产业基金方面，公司在 2015 年设立深圳国金凯撒二期创业投资企业（有限合伙）追加投资 2520 万元；同时出资 9900 万元与前海利昌融共同发起设立 1 亿元规模的文化产业基金，专注从事文化创意、IP 运营、网络媒体渠道、广告传媒、动漫、

影视类、CP、发行、VR/AR 等产业股权或债权投资以及经产业基金投资决策委员会同意的相同普通合伙人的有限合伙基金和相关顾问业务。

图表 9: 凯撒股份 2016H1 资本运作情况

领域	投资对象	投资占比	投资对象情况
产业基金	出资 9900 万元与前海利昌融共同发起设立深圳凯撒文化创业投资企业（有限合伙）	99%	基金规模 1 亿元，合伙期限 7 年，前 3 年为投资期，后 4 年为退出期。专注从事文化创意、IP 运营、网络媒体渠道、广告传媒、动漫、影视类、CP、发行、VR/AR 等产业股权或债权投资以及经产业基金投资决策委员会同意的相同普通合伙人的有限合伙基金和相关顾问业务。
	深圳国金凯撒二期创业投资企业（有限合伙）	78%	对 2015 年 8 月设立的基金追加投资 2520 万元
游戏运营	上海酷啦	20%	致力于手游端游开发和运营的新生公司，已自研 5 款手游，已签约海外 8 个国家多个发行商共同运营，本期追加投资 250 万元

来源：公司公告，天风证券研究所

推出员工持股计划，充分激励核心人才

为有效调动员工的积极性和创造性，提高员工的凝聚力和公司竞争力，公司推出第一期员工持股计划。公司将面向董事（不含独立董事）、监事、高中层管理人员、核心业务骨干及其他有卓越贡献的员工，计划筹集员工资金总额不超过 1.75 亿元，集合资金信托计划总额不超过 3.5 亿元。本次员工持股计划参与员工合计不超过 100 人，其中公司董监高共 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 5500 万元。

投资建议

我们认为公司拥有领先的 IP 产业链布局以及超强的 IP 运营能力，公司已进行全面的组织架构调整，新增游戏、影视、动漫等事业部、IP 运营部等，持续增强泛娱乐运作能力。我们预计公司 16-18 年备考净利润（全年并表口径）分别为 2.76 亿/4 亿/5.2 亿，考虑天上友嘉 2016 年 5 月完成过户，预计公司 2016 年财务报表净利润为 2.25 亿元。12 个月目标市值 200 亿，目标价 39.3 元。

风险提示：整合效果不达预期，游戏上线进度不达预期

图表 7: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	256.97	71.01	164.87	385.30	796.37	营业收入	541.52	632.53	669.15	929.57	1,169.72
应收账款	102.24	216.09	85.07	279.32	179.21	营业成本	333.80	388.56	299.96	275.08	298.47
预付账款	32.38	44.71	40.76	25.65	46.45	营业税金及附加	3.07	3.44	3.35	4.65	5.85
存货	380.34	330.53	407.37	196.52	521.92	营业费用	152.93	111.34	115.76	158.03	198.85
其他	330.00	78.80	273.01	227.66	193.40	管理费用	34.85	64.96	70.26	92.96	120.48
流动资产合计	1,101.94	741.14	971.07	1,114.44	1,737.34	财务费用	0.83	3.42	12.63	3.87	-17.90
长期股权投资	30.01	34.78	44.11	44.11	44.11	资产减值损失	24.76	38.58	27.22	30.18	31.99
固定资产	351.89	65.28	47.69	30.09	12.50	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	18.99	9.86	11.73	13.53	11.71
无形资产	10.09	113.25	90.51	67.77	45.04	其他	-37.98	-19.72	-23.47	-27.06	-23.41
其他	288.05	1,715.01	2,903.97	2,896.08	2,896.95	营业利润	10.28	32.11	151.70	378.33	543.67
非流动资产合计	680.04	1,928.32	3,086.28	3,038.06	2,998.59	营业外收入	3.34	22.93	10.44	12.23	15.20
资产总计	1,781.98	2,669.47	4,057.35	4,152.50	4,735.94	营业外支出	0.34	6.75	2.51	3.20	4.16
短期借款	75.47	91.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	13.28	48.28	159.63	387.37	554.72
应付账款	41.44	409.00	88.02	102.28	145.29	所得税	11.75	-1.85	9.58	23.24	33.28
其他	35.43	27.00	38.51	28.45	47.09	净利润	1.53	50.14	150.05	364.12	521.43
流动负债合计	152.34	527.00	126.53	130.72	192.39	少数股东损益	-5.04	-30.78	-75.03	-36.41	0.00
长期借款	5.21	3.52	288.38	0.00	0.00	归属于母公司净利润	6.56	80.91	225.08	400.54	521.43
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.01	0.16	0.44	0.77	1.00
其他	3.02	5.04	4.06	4.04	4.38						
非流动负债合计	8.23	8.56	292.44	4.04	4.38						
负债合计	160.57	535.56	418.97	134.76	196.77						
少数股东权益	152.28	153.95	82.68	46.87	46.87						
股本	389.99	434.24	508.59	523.22	523.22						
资本公积	815.65	1,207.44	2,483.09	2,483.09	2,483.09						
留存收益	1,081.49	1,546.39	3,047.11	3,447.65	3,969.08						
其他	-818.00	-1,208.11	-2,483.09	-2,483.09	-2,483.09						
股东权益合计	1,621.41	2,133.91	3,638.38	4,017.74	4,539.17						
负债和股东权益总计	1,781.98	2,669.47	4,057.35	4,152.50	4,735.94						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1.53	50.14	225.08	400.54	521.43	成长能力					
折旧摊销	43.35	51.82	40.33	40.33	40.33	营业收入	6.94%	16.81%	5.79%	38.92%	25.83%
财务费用	4.84	7.13	12.63	3.87	-17.90	营业利润	-75.50%	212.50%	372.44%	149.39%	43.70%
投资损失	-18.99	-9.86	-11.73	-13.53	-11.71	归属于母公司净利润	-74.16%	1,132.71%	178.17%	77.96%	30.18%
营运资金变动	101.81	185.63	-429.67	89.14	-150.65	盈利能力					
其它	-51.44	-223.01	-75.03	-36.41	0.00	毛利率	38.36%	38.57%	55.17%	70.41%	74.48%
经营活动现金流	81.10	61.85	-238.39	483.94	381.51	净利率	1.21%	12.79%	33.64%	43.09%	44.58%
资本支出	-10.70	983.06	1,216.30	0.02	-0.34	ROE	0.45%	4.09%	6.33%	10.09%	11.61%
长期投资	0.01	4.77	9.33	0.00	0.00	ROIC	0.10%	3.14%	9.71%	11.18%	15.99%
其他	-116.85	-1,230.86	-2,429.02	13.47	12.00	偿债能力					
投资活动现金流	-127.54	-243.03	-1,203.40	13.50	11.66	资产负债率	9.01%	20.06%	10.33%	3.25%	4.15%
债权融资	80.67	94.52	288.38	0.00	0.00	净负债率	-11.46%	-8.30%	10.17%	-0.85%	-5.52%
股权融资	4.21	434.29	1,338.04	10.76	17.90	流动比率	7.23	1.41	7.67	8.53	9.03
其他	-54.01	-534.27	-90.77	-287.77	0.00	速动比率	4.74	0.78	4.46	7.02	6.32
筹资活动现金流	30.88	-5.45	1,535.65	-277.01	17.90	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	5.14	3.97	4.44	5.10	5.10
现金净增加额	-15.56	-186.63	93.86	220.42	411.07	存货周转率	1.41	1.78	1.81	3.08	3.26
						总资产周转率	0.31	0.28	0.20	0.23	0.26
						每股指标(元)					
						每股收益	0.01	0.16	0.44	0.77	1.00
						每股经营现金流	0.16	0.12	-0.47	0.95	0.75
						每股净资产	2.89	3.89	6.99	7.59	8.59
						估值比率					
						市盈率	1,924.66	156.13	56.13	32.45	24.93
						市净率	8.60	6.38	3.55	3.27	2.89
						EV/EBITDA	95.41	175.94	60.05	28.68	20.68
						EV/EBIT	352.99	343.39	74.79	31.70	22.26

数据来源: 公司报告、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。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

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。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼（430071）
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F（201204）