

2016 年 09 月 14 日

证券研究报告

中报点评

女装/服装家纺/纺织服装

投资评级	增持
评级变动	维持评级
总股本	5.09 亿股
流通股本	2.05 亿股
ROE（加权）	1.32%
每股净资产	6.58 元
当前股价	23.81 元

注：上述财务数据截止 2016 年中报

相关报告：

凯撒股份（002425）：战略转型、打造互联网泛娱乐产业链
_2016.2.4

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：0592-2079825

地址：厦门市思明区深田路
46 号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司

凯撒文化（002425）中报点评

——泛娱乐业务持续发力，多款重磅 IP 产品陆续推出

相关公告：

◆8 月 24 日晚间，凯撒文化发布 2016 年半年报称，公司上半年实现营业收入 218.89 百万元，比上年同期下降 23.14%；实现归属于上市公司股东净利润为 44.49 百万元，比上年同期上升 179.56%。业绩略低于我们的预期。

公告点评：

◆公司已完成对服装业务品牌授权经营，战略重心全面转向互联网泛娱乐业务。通过对传统服装业务采取品牌授权经营的方式，公司不仅可以收取品牌费还能消化原有库存、处置部分闲置资产达到盘活资金的目的。公司的战略中心目前已经全面转移到互联网泛娱乐业务上，2016 年上半年泛娱乐业务实现营业收入 115.85 百万元，同比增长 194.94%，占总营收比重已上升至 52.93%，其中，游戏运营和版权运营毛利率分别高达 95.81%和 94.81%。

◆原创动漫 IP 储备优势不断增强，为公司未来新产品的拓展奠定良好基础。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 的移动游戏、网页游戏、电视剧改编开发、发行和运营授权。我们认为与腾讯动漫的此次合作将使公司在原有丰富网络文学 IP 资源储备的基础上，增强原创动漫 IP 资源优势。

此外，公司近期还作为联合出品方与上海美术电影制片厂共同发布了《新葫芦兄弟》动漫作品，首季已于 7 月 11 日在全国 70 余家电视台和爱奇艺网络陆续上线。《新葫芦兄弟》截止至 7 月

21 日爱奇艺上线的 26 集点击量已达 2.88 亿（平均每集的点击量约 1000 万）。公司同时也获得了《新葫芦兄弟》的手游改编权，后续运作以及为公司创收情况值得期待。

◆IP 改编手游研运能力突出，陆续推出多款重磅新产品。公司新产品《圣斗士星矢：重生》于 2016 年 5 月中上线，该产品由日本东映动画、车田正美正版授权并提名“圣斗士星矢”30 周年纪念之作，上线不久就快速攀升至苹果 AppStore 畅销总榜第 3 名，并连续数周位列 Top10。

此外，9 月 1 日公司宣布其旗下全资子公司天上友嘉将研发并联合发行日本光荣特库摩的《三国志 11》手游，这将是继《圣斗士星矢：重生》后，公司旗下第二款具有全球影响力的日本 IP 种重磅手游产品。我们认为，与著名游戏软件公司的合作充分体现出凯撒文化自身研运能力的突出，公司打造互联网泛娱乐产业链具备充足的内生动力。

◆公司专项产业基金运作良好，为实现 IP 快速商业化提供金融支持。公司一期、二期参股投资泛娱乐公司 10 家，产业基金孵化的优质项目已全资收购子公司 1 家。公司通过专项产业基金持续投资优秀游戏研发团队，自研团队、投资研发团队，形成了持续投资孵化并购项目、由母公司与并购子公司协同研发、运营的产业链布局，有利于实现 IP 资源的快速商业化。

投资建议：

在公司现有服装业务保持平稳过渡以及泛娱乐业务继续高速增长的前提假设下，不考虑公司未来新产品发行等因素，我们预计公司 2016-2017 年的 EPS 分别为 0.415、0.611 元，对应 P/E 分别为 55.84、37.95 倍。以目前传媒行业的 P/E 中位数 62.95 倍来看，公司目前的估值仍有一定的上升空间，因此我们维持其“增持”评级。

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。



主要财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入（百万元）	506.38	541.52	632.53	636.89	814.02
增长率(%)	-4.75%	6.94%	16.81%	0.69%	27.81%
归母净利润(百万元)	25.40	6.56	80.91	211.13	310.67
增长率(%)	-31.92%	-74.16%	1132.71%	160.92%	47.15%
EPS（元）	0.050	0.013	0.159	0.415	0.611
毛利率	53.48%	38.36%	38.57%	61.19%	66.15%
净资产收益率	1.73%	0.45%	4.09%	10.43%	14.89%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

盈利预测（单位：百万元）

利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	506.38	541.52	632.53	636.89	814.02
减：营业成本	235.57	333.80	388.56	247.21	275.55
营业税金及附加	4.19	3.07	3.44	3.46	4.42
营业费用	175.34	152.93	111.34	89.16	113.96
管理费用	34.76	34.85	64.96	140.12	179.08
财务费用	2.61	0.83	3.42	-0.59	1.23
资产减值损失	18.32	24.76	38.58	0.00	0.00
加：投资收益	6.35	18.99	9.86	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	41.93	10.28	32.11	157.53	239.77
加：其他非经营损益	4.60	3.00	16.17	16.91	16.91
利润总额	46.53	13.28	48.28	174.43	256.67
减：所得税	14.45	11.75	-1.85	43.61	64.17
净利润	32.08	1.53	50.14	130.83	192.51
减：少数股东损益	6.68	-5.04	-30.78	-80.30	-118.16
归母净利润	25.40	6.56	80.91	211.13	310.67

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



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。