

2017年05月03日

证券研究报告·动态跟踪报告

凯撒文化(002425) 纺织服装

买入(维持)

当前价: 15.98元

目标价: 22.00元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

转型改善业绩，游戏成为主角

投资要点

- **事件：**公司近期发布 2016 年年报与 2017 年一季报：1) 2016 年公司实现营收 5.2 亿元，同比减少 17.8%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 87.9%；实现归母扣非净利润 1.5 亿元，同比增长 150.2%。2) 利润分配预案：以公司总股本 508,590,270 股为基数，向全体股东每 10 股派送现金股利 0.5 元（含税），同时以资本公积向全体股东每 10 股转增 6 股。3) 2017 年 Q1 公司实现营收 1.3 亿元，同比增长 24.4%；实现归母净利润 3843.2 万元，同比增长 224.9%；实现归母扣非净利润 3825.2 万元，同比增长 235%。4) 预计 2017 年 1-6 月归母净利润变化区间 8898 万元-11122.4 万元，同比增长 100%-150%，上年同期 4449 万元。
- **点评：**年报业绩基本符合预期，服装逐渐剥离、网络游戏贡献主力。1) 营收的减少主要是传统服装业务采取品牌授权经营模式后收入大幅下降，但收入结构在进一步优化。2016 年服装业务实现营收 1.4 亿元、同比减少 70.1%，占公司整体营收比例由 74.9%迅速下降至 27.3%；与此同时，传媒业务实现营收 3.6 亿元、同比增长 138.1%，营收占比由 24.0%上升至 69.6%，成为公司第一主业。而由于服装业务毛利率仅有 20.5%、传媒业务毛利率均在 90%左右，公司向文化传媒领域的转型大幅提升了毛利率水平。2) 归母净利润的增长主要是较上年新增酷牛互动（2015.4 并表）、幻文科技（2015.6 并表）、天上友嘉（2016.5 并表）部分业绩，三家泛娱乐标的 2016 年实现净利润合计 2.6 亿元，大幅增厚公司业绩。3) 三费合计 1.7 亿元，较上年同期下降 2.7%：其中销售费用由于服装业务萎缩下降 63.2%（至 4092 万元）、但管理费用由于合并范围新增天上友嘉及新增业务的无形资产摊销、工资福利等费用增加而增长 99.5%（至 1.3 亿元）。
- **IP 储备丰富，游戏、动漫、影视全产业链运营有序开展。**1) IP：继续丰富储备，加速推动《龙符》、《说英雄谁是英雄》、《玄界之门》等多个 IP 泛娱乐一体化运营项目。2) 游戏：目前酷牛互动研发的大 IP《传奇世界手游》已经于 3 月 17 日公测，月流水估计超过 1 亿；由日本光荣特库摩的经典端游 IP 改编的手游《三国志 2017》预计在 2017 年下半年上线，《轩辕剑 3 手游版》、《锦绣未央》、《龙符》、《银之守墓人》等 IP 改编手游也将 2017 年内陆续上线。同时公司将与优秀海外发行商合作拓展海外业务。3) 动漫：计划 2017 推出 3 部以上原创漫画作品并与腾讯动漫展开合作。公司联合出品的 3D 原创动画《少年锦衣卫》上线

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	519.93	756.85	921.68	1113.98
增长率	-17.80%	45.57%	21.78%	20.86%
归属母公司净利润(百万元)	152.06	370.37	513.62	637.32
增长率	87.92%	143.58%	38.68%	24.08%
每股收益 EPS(元)	0.30	0.73	1.01	1.25
净资产收益率 ROE	3.96%	8.92%	11.36%	12.85%
PE	54	22	16	13
PB	2.36	2.19	2.01	1.83

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

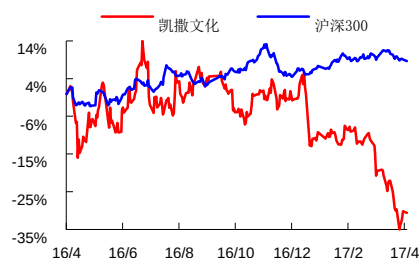
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 罗亚琨

电话: 0755-88604093

邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.09
流通 A 股(亿股)	2.05
52 周内股价区间(元)	14.99-26.3
总市值(亿元)	81.27
总资产(亿元)	42.35
每股净资产(元)	6.81

相关研究

1. 凯撒文化(002425): 转型带来业绩高速增长 (2016-10-27)
2. 凯撒股份(002425): 收入结构优化、泛娱乐业务亮眼 (2016-08-25)
3. 凯撒股份(002425): 潜心笃志, 专注构建 IP 产业链闭环 (2016-08-04)

3 天全网播放量破亿，有望成为年度国漫领航之作。4) 影视：温瑞安同名小说改编的影视剧《说英雄谁是英雄》预计在 2017 年开机；《龙符》、《超游世界》预计将完成选导演、选演员等筹拍工作；《玄界之门》、《银之守墓人》、《我的天劫女友》影视改编工作也已启动。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

- **其他看点：股价倒挂明显，外延或可期待。**1) 目前公司股价倒挂第一期员工持股价（23.05 元/股）与募集配套资金价格（21.57 元/股）、靠近收购天上友嘉对应的发行股份收购资产价格（16 元/股），具备一定安全垫。2) 公司专项产业基金一期、二期参股投资泛娱乐公司 10 家（目前两期均退出投决会），2016 年又设立并增资专项产业基金（规模 3 亿），主要投资互联网相关标的，我们不排除后续有收购海内外优质传媒资产的可能性。
- **盈利预测与投资建议。**我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.73 元、1.01 元、1.25 元（较早前上调，主要根据年报调高传媒营收增速与利润率），公司 IP 运营能力强劲、业绩在潜在爆款的推动下有较大弹性、后续外延预期强烈，维持“买入”评级。
- **风险提示：**游戏行业政策或收紧、并购企业业绩或不达承诺、各板块协同或不及预期、产业基金收益或不及预期、股市系统性风险。

关键假设：

假设 1：手游行业未来三年复合增长率在 30%以上，游戏监管政策不会骤然收紧；

假设 2：公司游戏能够依照计划获得版号按时上线；

假设 3：公司三费率无明显变化。

分业务盈利预测：

基于以上假设，我们对公司 2017-2019 年营收和毛利率做出预测。公司收购各标的均完成业绩承诺甚至略微超出承诺。按照业务划分情况如下：

- 1) 传统服装业务将逐渐淡化，未来将主要采取品牌授权方式经营，我们预计 2017-2019 年营收增速-10%、-10%、-10%，毛利率维持在 20%；
- 2) 游戏业务，考虑到天上友嘉是 2016 年 5 月份过户，所以 2017 年全年相比 2016 年并表范围大幅增加，我们预计 2017-2019 年营收增速 100%、30%、25%，毛利率保持在 90%左右；
- 3) IP 版权相关业务，该块业务目前主要是幻文科技的相关业务，标的于 2015 年 6 月并表，我们预计 2017-2019 年营收增速为 27%、25%、25%，毛利率平均为 97%左右。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：万元		2016A	2017E	2018E	2019E
服装	收入	14191.7	12772.6	11495.3	10345.8
	增速	-70.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	18.7%	20.0%	20.0%	20.0%
游戏	收入	18708.9	37417.7	48643.0	60803.8
	增速	161.5%	100.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	90.1%	90.0%	90.0%	90.0%
IP 版权相关	收入	17445.8	22201.2	27748.4	34682.5
	增速		27.3%	25.0%	25.0%
	毛利率	91.7%	97.3%	97.3%	97.3%
其他	收入	1646.7	3293.4	4281.4	5565.9
	增速	140.6%	100.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	26.4%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	营业收入	51993.1	75684.9	92168.2	111397.9
	增速	-17.8%	45.6%	21.8%	20.9%
	毛利率	69.1%	77.7%	83.9%	86.3%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	519.93	756.85	921.68	1113.98	净利润	136.97	333.63	462.66	574.09
营业成本	160.42	168.58	148.02	152.84	折旧与摊销	95.50	29.67	29.67	29.67
营业税金及附加	3.68	4.94	6.19	7.41	财务费用	4.33	-0.37	-0.46	-0.55
销售费用	40.92	59.57	72.54	87.68	资产减值损失	64.90	30.00	30.00	30.00
管理费用	129.57	113.70	149.16	189.28	经营营运资本变动	100.68	-211.01	-132.99	-107.38
财务费用	4.33	-0.37	-0.46	-0.55	其他	-51.49	-29.35	-40.00	-41.77
资产减值损失	64.90	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	350.89	152.57	348.89	484.06
投资收益	-3.33	10.00	10.00	10.00	资本支出	-1156.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	254.34	257.38	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-901.76	257.38	10.00	10.00
营业利润	112.76	390.43	526.23	657.32	短期借款	20.60	-111.61	0.00	0.00
其他非经营损益	2.15	2.08	18.08	18.08	长期借款	96.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	114.91	392.50	544.31	675.40	股权融资	1315.80	0.00	0.00	0.00
所得税	-22.06	58.88	81.65	101.31	支付股利	0.00	-53.22	-129.63	-179.77
净利润	136.97	333.63	462.66	574.09	其他	-730.42	-1.18	0.46	0.55
少数股东损益	-15.09	-36.75	-50.96	-63.23	筹资活动现金流净额	702.47	-166.00	-129.17	-179.22
归属母公司股东净利润	152.06	370.37	513.62	637.32	现金流量净额	152.54	243.94	229.71	314.84
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	219.03	462.97	692.68	1007.52	成长能力				
应收和预付款项	250.42	323.66	384.36	459.58	销售收入增长率	-17.80%	45.57%	21.78%	20.86%
存货	240.75	210.44	192.81	197.99	营业利润增长率	251.17%	246.24%	34.78%	24.91%
其他流动资产	213.47	238.39	319.68	374.54	净利润增长率	173.18%	143.58%	38.68%	24.08%
长期股权投资	36.29	36.29	36.29	36.29	EBITDA 增长率	143.40%	97.43%	32.34%	23.58%
投资性房地产	297.38	50.00	50.00	50.00	获利能力				
固定资产和在建工程	16.96	15.35	13.74	12.13	毛利率	69.15%	77.73%	83.94%	86.28%
无形资产和开发支出	2500.94	2474.36	2447.79	2421.21	三费率	33.63%	22.84%	24.00%	24.81%
其他非流动资产	433.51	432.03	430.55	429.06	净利率	26.34%	44.08%	50.20%	51.54%
资产总计	4208.75	4243.50	4567.88	4988.32	ROE	3.96%	8.92%	11.36%	12.85%
短期借款	111.61	0.00	0.00	0.00	ROA	3.25%	7.86%	10.13%	11.51%
应付和预收款项	129.57	134.86	128.00	137.40	ROIC	6.35%	11.63%	14.85%	17.89%
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00	EBITDA/销售收入	40.89%	55.46%	60.26%	61.62%
其他负债	407.44	269.66	267.87	284.58	营运能力				
负债合计	748.62	504.51	495.87	521.98	总资产周转率	0.15	0.18	0.21	0.23
股本	508.59	508.59	508.59	508.59	固定资产周转率	12.64	46.85	63.37	86.14
资本公积	2448.89	2448.89	2448.89	2448.89	应收账款周转率	2.87	3.27	3.03	3.02
留存收益	465.58	782.73	1166.72	1624.27	存货周转率	0.53	0.73	0.70	0.74
归属母公司股东权益	3424.61	3740.21	4124.20	4581.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.97%	—	—	—
少数股东权益	35.52	-1.22	-52.18	-115.41	资本结构				
股东权益合计	3460.13	3738.99	4072.02	4466.34	资产负债率	17.79%	11.89%	10.86%	10.46%
负债和股东权益合计	4208.75	4243.50	4567.88	4988.32	带息债务/总负债	28.27%	19.82%	20.17%	19.16%
					流动比率	1.43	3.09	4.06	4.89
					速动比率	1.06	2.56	3.57	4.41
					股利支付率	0.00%	14.37%	25.24%	28.21%
					每股指标				
					每股收益	0.30	0.73	1.01	1.25
					每股净资产	6.80	7.35	8.01	8.78
					每股经营现金	0.69	0.30	0.69	0.95
					每股股利	0.00	0.10	0.25	0.35
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	212.60	419.72	555.45	686.44					
PE	53.78	22.08	15.92	12.83					
PB	2.36	2.19	2.01	1.83					
PS	15.73	10.81	8.87	7.34					
EV/EBITDA	32.27	17.26	12.63	9.76					
股息率	0.00%	0.65%	1.59%	2.20%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn