

## 快速拓展营销渠道，收入与费用齐增 ——公告点评

**事件：**公司发布公告，使用超募资金不超过 247万元在茂名市租赁形象店，使用 3461万元在广州市购买办公场地。

### 点评：

**使用超募资金租赁店铺表现了公司未来发展重点在扩展营销网络，店面获取方式以租赁为主。**上市至今，公司已经购买店铺 8家，花费 1.85亿元；租赁一家，5年租金加预计装修费不超过 247万元，总体开支略超预算。其中大部分门店皆在 2010年购买，因此 2010年费用率较高，净利润增速只有 8.63%，远低于收入增速 18.68%。11年将继续保持较快的开店速度，造成短期费用及盈利压力较大。预计 2011年门店拓展上将以租赁为主，全年净利润增速刚好达到股权激励要求，即以 2010年为基期，2011年净利润增长 22%左右。2012年由于新开门店逐渐贡献利润则开始释放业绩。

我们认为公司在渠道拓展速度上可以更为审慎，以保证租金占销售收入的比重尽量在 25%的合理比例以下，使新开门店能尽快盈利，整个费用运转走上良性循环。

**购买办公楼有利于公司吸引优秀人才和品牌推广，利好长期，但是造成短期费用压力较大。**同时近期国家出台多项针对房地产调控的政策，房产存在跌价风险。

**盈利预测：**预计 2011/2012 EPS分别为 0.83/1.08元，目前市场价格为 42.89元，对应 PE分别为 52/40倍。因公司实施股权激励和十送十的高送转所致，目前估值较高，给予“中性”投资评级。

盈利预测	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	37556.33	47320.97	61517.26	78742.10
增长率	18.7%	26.0%	30.0%	28.0%
营业利润 (万元)	7982.68	10446.15	14266.18	18454.39
增长率	9.8%	30.9%	36.6%	29.4%
净利润 (万元)	6341.74	7760.32	10312.85	13155.91
增长率	8.6%	22.4%	32.9%	27.6%
每股净资产 (元)	8.13	8.85	9.82	11.05
每股收益 (元)	0.59	0.73	0.96	1.23

资料来源：东海证券研究所

凯撒股份  
002425

维持 中性

分析师：张先萍

投资咨询执业证书编号：  
s34020041917193

联系信息：  
021-50586660-8633  
[zxp@longone.com.cn](mailto:zxp@longone.com.cn)

联系人：丰婧  
联系信息：  
021-50586660-8672  
[fengjing@longone.com.cn](mailto:fengjing@longone.com.cn)  
[enjoyinggiving@hotmail.com](mailto:enjoyinggiving@hotmail.com)

### 日期

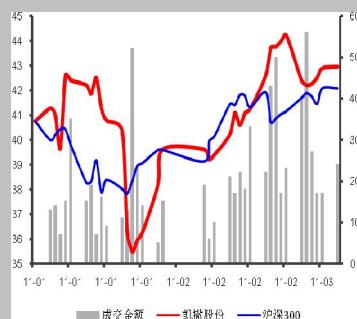
分析：2011年 3月 7日

调研：有

### 价格

当前市价：42.89元

### 股价表现



资产负债表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	4030	4030	4030	4226	营业收入	3755	4732	6151	78742
应收款项	882	1076	1365	1704	增长率	18.7%	26.0%	30.0%	28.0%
存货净额	1792	1898	2261	2714	营业成本	1922	2332	29221	36536
其他流动资产	784	236	307	393	营业成本/营业收入	51.2%	49.3%	47.5%	46.4%
<b>流动资产合计</b>	<b>7490</b>	<b>7242</b>	<b>7964</b>	<b>9038</b>	营业税金及附加	5	0	0	0
固定资产	1370	2815	3143	3134	销售费用	716	960	1291	17323
无形资产及其他	138	128	119	110	销售费用/营业收入	19.1%	20.3%	21.0%	22.0%
投资性房地产	413	413	413	413	管理费用	296	392	498	6457
长期股权投资	(	(	(	(	管理费用/营业收入	7.9%	8.3%	8.1%	8.2%
<b>资产总计</b>	<b>9413</b>	<b>10599</b>	<b>11641</b>	<b>12697</b>	财务费用	(241)	12	128	(29)
短期借款及交易性金融负债	10	560	436	0	投资收益	(	(	(	0
					资产减值及公允价值变动				
应付款项	322	326	408	515	变动	(409)	(	(	0
其他流动负债	182	(	(	(	其他收入	(	(	(	0
<b>流动负债合计</b>	<b>514</b>	<b>886</b>	<b>844</b>	<b>515</b>	营业利润	798	1044	1426	18454
长期借款及应付债券	(	(	(	(	营业外净收支	9.8%	30.9%	36.6%	29.4%
其他长期负债	17	17	17	17	<b>利润总额</b>	294	(	(	0
<b>长期负债合计</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	增长率	<b>827%</b>	<b>1044%</b>	<b>1426%</b>	<b>18454</b>
<b>负债合计</b>	<b>516</b>	<b>888</b>	<b>846</b>	<b>517</b>	所得税费用	6.3%	26.2%	36.6%	29.4%
少数股东权益	198	237	290	358	少数股东损益	162	229	342	4614
股东权益	8697	9473	10505	11820	<b>归属于母公司净利润</b>	307	388	528	685
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9413</b>	<b>10599</b>	<b>11641</b>	<b>12697</b>	增长率	<b>634%</b>	<b>776%</b>	<b>1031%</b>	<b>13156</b>

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	现金流量表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.58	0.78	0.96	1.22	经营活动现金流	(12637)	1020	712	9730
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(9120)	(15706)	(5882)	(3417)
每股净资产	8.11	8.88	9.82	11.05	投资活动现金流	(9120)	(15706)	(5882)	(3417)
ROE	17%	16%	17%	17%	权益性融资	(	(	(	0
毛利率	7%	8%	10%	11%	负债净变化	(	(	(	0
EBIT Margin	49%	51%	53%	54%	支付股利、利息	(	(	(	0
EBITDA Margin	21%	22%	23%	23%	其它融资现金流	5202	5501	(1243)	(4360)
收入增长	23%	26%	28%	28%	融资活动现金流	5202	5501	(1243)	(4360)
净利润增长	19%	26%	30%	28%	<b>现金净变动</b>	3026	(	(0)	1954
资产负债率	9%	22%	33%	28%	货币资金的期初余额	1004	4030	4030	40308
P/E	8	11	10	7	货币资金的期末余额	4030	4030	4030	42262
P/B	0.08	0.08	0.08	0.08	企业自由现金流	(21074)	(5492)	1341	6292
EV/EBITDA	68.4	59.1	44.5	34.9	权益自由现金流	3095	(	(	1954

## 作者简介

张先萍：消费品行业研究员，3年工作经验。

## 评级定义

<b>市场指数评级</b>	看多——未来 6个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6个月内上证综指波动幅度在 -20%—20%之间 看空——未来 6个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
<b>行业指数评级</b>	超配——未来 6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6个月内行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间 低配——未来 6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
<b>公司股票评级</b>	买入——未来 6个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6个月内股价相对上证指数在 -5%—5%之间 减持——未来 6个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

## 免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

## 联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87号国际财经中心 D座 15F	世纪大道 1589号长泰国际金融大厦 11F
电话：( 8610) 66216231	电话：( 8621) 50586660