CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

捷成股份 300182.SZ

目标估值： 13.77-15.30 元
当前股价：10.31 元
2017 年 03 月 27 日

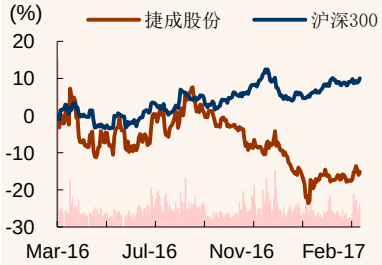
业务结构进一步优化，“技术+内容”双轮驱动增长

基础数据

上证综指	3269
总股本（万股）	256104
已上市流通股（万股）	106273
总市值（亿元）	264
流通市值（亿元）	110
每股净资产（MRQ）	3.5
ROE（TTM）	10.7
资产负债率	28.7%
主要股东	徐子泉
主要股东持股比例	36.36%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	-16	-16
相对表现	2	-22	-26



资料来源：贝格数据、招商证券

方光照
fangguangzhao@cmschina.com.cn
S1090515090002
周楷宁
zhoukaining@cmschina.com.cn
S1090516060001
顾佳
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002
刘泽晶
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

事件：公司发布 2016 年年度报告，报告期内实现营业收入 32.78 亿元，同比增长 48.29%；实现归属于上市公司股东的净利润 9.61 亿元，同比增长 80.38%；实现基本每股收益 0.39 元。公司同时发布 2017 年一季度业绩预告，预计一季度归属于上市公司股东的净利润为 11486.10-12580.01 万元，同比增长区间为 5%-15%。

评论：

1、不断加码内容，实现“技术+内容”双轮驱动，业务结构进一步优化。

公司 2016 年来自广电行业之外客户的收入占比首次超过广电行业客户，说明公司业务已经迈出广电行业。通过收购并表华视网聚，以及收购或投资一系列的影视剧制作公司，公司现在已经形成音视频整体解决方案、影视剧内容制作、数字版权运营及服务为核心的几大业务架构。具体来看，2016 年音视频整体解决方案收入下降 34.41%，但毛利率提升 3.04 个百分点至 31.86%；依托内生及外延，影视剧内容制作业务收入同比大增 98.09%，毛利率同比下降 10.58 个百分点，但仍高达 51.41%；由于并表华视网聚，数字版权运营及服务业务从无到有，实现收入 11.07 亿元，毛利率 49.52%。2017 年，携手 Avid 之后，云平台业务有望成为重要增长点。而从公司影视剧推出计划及进度看，影视剧内容制作业务也有望实现更快增长。此外，公司 2016 年开始大力布局的数字教育业务，也有望成为未来几年公司业绩增长的重要驱动力。

2、牵手全球顶尖音视频技术公司 Avid，实现技术优势互补，市场渠道协同。

公司 2017 年 2 月与 Avid 签署全面战略合作协议。Avid 作为国际著名品牌，技术地位领先，产品线丰富，如 Media Composer 产品线用于电视节目、广告与电影等后期制作领域；News Cutter 与 iNEWS 系统应用于新闻制作等。此次达成合作协议后，在产品上将给公司带来重要的互补，尤其是在广电新闻，音频系统和图文在线包装方案等。另外 Avid 的最新领先国际的云端应用产品已在全球战略部署拓展，这跟公司的未来云技术发展方向实现互补。市场方面，Avid 在世界范围内的重点大企业客户超过 2100 个，几乎所有重要的电视和视频机构均为其客户，其中包括中央电视台等数百家中国客户，以及 NBC，CNN，ABC，Walt Disney，Dreamworks，Fox ，Warner Brothers 等著名国际传媒巨头。此次合作后，公司的虚拟工厂和音频 AOIP 产品包括新媒体的版权内容也有机会通过 Avid 的现有合作渠道，推到国际市场。另外，通过 Avid 的客户和合作企业，公司有望引进更多的影视新媒体内容合作伙伴，并有机会参与国际投资及内容合作。公司与国际名企 Avid 全面战略合作，使得公司直接联手国际音视频领先技术巨头，在音视频创新科技项下全线丰富产品，拓展全球渠道，有利于公司迅速推进延展全生态链布局，实施构建覆盖音视频创新科技、内容制作、版权运营及服务、跨网跨屏全价值链服务和云运营与服务的企业集团。

3、技术为纲，高研发投入及拳头技术奠定基础。

公司上市后依托资金、技术、管理的提升，在音视频技术行业的市占率由第三逐步上升到第一，当前龙头地位稳固，并受益广电三网融合的推进。公司近年来不断加大对云平台技术、虚拟现实/增强现实等新技术的研发投入，将云平台技术应用于教育等新领域，并适应广电与 VR 结合的新趋势，迎来新的蓝海。

4、内容为本，依托影视产业链打造大文化集团。

影视行业近 10 年的高速发展为公司布局影视内容提供历史契机。通过收购华视网聚，打造国内最大的影视内容版权库，占据重要渠道开展版权运营。近年来公司还收购了一系列影视内容制作公司，在上游内容源头端获得重要卡位。依托影视产业链，公司已形成文化集团布局，结合技术优势和在广电渠道的多年积累，通过下游的广播电视、互联网新媒体，大大打开内容变现空间。

5、进军教育，瞄准 B 到 C 端的变现飞跃。

公司从黑龙江起步，通过牡丹江教育云平台搭建，2017 年有望快速复制到全国数十个城市，并依托捷成自身内容优势，通过增值服务最终实现从学校的 2B 端到家长、学生的 2C 端变现。教育布局进一步丰富了公司的变现模式，突破 2B 端业务的天花板。

6、盈利预测及投资评级:

我们预测公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.51/0.63/0.79 元。当前股价 10.31 元，较员工持股购买价格及股权激励行权价格有较高安全边际，且对应 2017/18/19 年 PE 分别仅为 20/16/13 倍，维持“强烈推荐-A”的投资评级，给予 2017 年 27-30 倍 PE，对应目标价区间为 13.77-15.30 元。

风险因素：1、经济下行带来的广电行业投入下降；2、版权市场竞争加剧，影响公司版权业务的毛利率和市场份额。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3178	4880	4304	5802	7727
现金	989	1437	298	654	1292
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	29	21	28	35	44
应收款项	1180	1628	1555	1990	2488
其它应收款	151	209	283	362	452
存货	495	515	696	898	1122
其他	335	1069	1444	1863	2329
非流动资产	2843	7792	7704	7626	7557
长期股权投资	669	1082	1082	1082	1082
固定资产	169	170	155	143	134
无形资产	47	730	657	592	533
其他	1958	5810	5809	5809	5808
资产总计	**6021**	**12672**	**12008**	**13428**	**15284**
流动负债	1568	2673	1591	1725	1979
短期借款	1005	1247	94	0	0
应付账款	90	425	575	741	926
预收账款	183	105	141	182	228
其他	291	895	781	802	824
长期负债	118	958	958	958	958
长期借款	38	20	20	20	20
其他	80	938	938	938	938
负债合计	**1687**	**3631**	**2549**	**2683**	**2937**
股本	1417	2562	2562	2562	2562
资本公积金	1807	4533	3680	3680	3680
留存收益	1074	1882	3108	4334	5861
少数股东权益	36	64	108	168	244
归属于母公司所有者权益	4298	8977	9350	10576	12103
负债及权益合计	**6021**	**12672**	**12008**	**13428**	**15284**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(134)	625	1057	821	1103
净利润	533	961	1303	1617	2012
折旧摊销	37	597	104	94	85
财务费用	22	81	44	44	44
投资收益	(19)	(84)	(80)	(80)	(81)
营运资金变动	(708)	(954)	(357)	(925)	(1046)
其它	1	24	42	71	87
投资活动现金流	(229)	(3825)	(16)	(16)	(16)
资本支出	(15)	(739)	(16)	(16)	(16)
其他投资	(213)	(3086)	0	0	0
筹资活动现金流	119	3565	(2180)	(450)	(448)
借款变动	771	(417)	(1286)	(94)	0
普通股增加	0	1146	0	0	0
资本公积增加	0	2726	(853)	0	0
股利分配	(708)	(708)	(77)	(391)	(485)
其他	57	818	36	36	37
现金净增加额	(243)	365	(1139)	355	638

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2211	3278	4426	5665	7081
营业成本	1399	1835	2479	3198	3998
营业税金及附加	16	20	27	34	43
营业费用	75	115	156	204	255
管理费用	188	207	279	368	460
财务费用	27	76	44	44	44
资产减值损失	38	51	0	0	0
公允价值变动收益	0	(48)	0	0	0
投资收益	83	84	80	80	81
营业利润	550	1010	1521	1896	2362
营业外收入	42	112	0	0	0
营业外支出	2	4	0	0	0
利润总额	591	1119	1521	1896	2362
所得税	54	125	174	219	275
净利润	536	994	1347	1677	2087
少数股东损益	3	32	44	60	75
归属于母公司净利润	533	961	1303	1617	2012
EPS（元）	0.21	0.38	0.51	0.63	0.79

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	79%	48%	35%	28%	25%
营业利润	118%	84%	51%	25%	25%
净利润	103%	80%	36%	24%	24%
获利能力					
毛利率	36.7%	44.0%	44.0%	43.5%	43.5%
净利率	24.1%	29.3%	29.4%	28.5%	28.4%
ROE	6.9%	10.7%	13.9%	15.3%	16.6%
ROIC	9.6%	9.2%	14.4%	15.9%	17.1%
偿债能力					
资产负债率	28.0%	28.7%	21.2%	20.0%	19.2%
净负债比率	17.3%	11.0%	1.0%	0.1%	0.1%
流动比率	2.0	1.8	2.7	3.4	3.9
速动比率	1.7	1.6	2.3	2.8	3.3
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	2.8	3.6	4.1	4.0	4.0
应收帐款周转率	1.9	2.3	2.8	3.2	3.2
应付帐款周转率	15.5	7.1	5.0	4.9	4.8
每股资料（元）					
每股收益	0.21	0.38	0.51	0.63	0.79
每股经营现金	-0.09	0.24	0.41	0.32	0.43
每股净资产	3.03	3.50	3.65	4.13	4.72
每股股利	0.50	0.03	0.15	0.19	0.24
估值比率					
PE	49.6	27.5	20.3	16.3	13.1
PB	3.4	2.9	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	47.7	26.0	17.4	14.3	11.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商证券研发中心传媒&计算机行业研究团队:

方光照: 传招商证券研发中心传媒行业分析师。上海财经大学金融学硕士，2015 年加入招商证券，2016 年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名成员，2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名成员。

周楷宁: 招商证券计算机行业高级分析师，2012、2013 年新财富第一团队成员，北京大学硕士，武汉大学学士，4 年证券从业经验。

顾佳: 招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。分获 2016 年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名，2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名，2014 年新财富第五名、水晶球第四名、金牛奖第二名。

刘泽晶: 招商证券研发中心计算机行业首席分析师。2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性: 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避: 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。