CMS 招商证券

**强烈推荐-A（维持）**

目标估值： 11.73-12.67 元
当前股价：10.02 元
2017 年 08 月 06 日

# 捷成股份 300182.SZ

## 《战狼2》票房持续超预期贡献业绩弹性，验证公司影视投资制作实力

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 上证综指 | 3262 |
| 总股本（万股） | 255497 |
| 已上市流通股（万股） | 137865 |
| 总市值（亿元） | 256 |
| 流通市值（亿元） | 138 |
| 每股净资产（MRQ） | 3.7 |
| ROE（TTM） | 11.4 |
| 资产负债率 | 30.1% |
| 主要股东 | 徐子泉 |
| 主要股东持股比例 | 33.34% |

**股价表现**

| % | 1m | 6m | 12m |
|---|---|---|---|
| 绝对表现 | 6 | -0 | -15 |
| 相对表现 | 4 | -10 | -30 |

资料来源：贝格数据、招商证券

**相关报告**

1、《捷成股份（300182）—上半年归母净利增 29%，“技术+内容”双轮驱动业绩加速释放》2017-08-01

2、《捷成股份（300182）—业务结构进一步优化，“技术+内容”双轮驱动增长》2017-03-27

3、《捷成股份（300182）—牵手 Avid 迈国际化重要一步，持续打造数字文化传媒巨头》2017-02-06

**方光照**
fangguangzhao@cmschina.com.cn
S1090515090002

**顾佳**
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

**刘泽晶**
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

**事件：**公司作为第三出品方参投的电影《战狼 2》截至 8 月 6 日下午 4 点，票房突破 30 亿，成为国内有史以来票房最快达到 30 亿的电影。

**点评及核心推荐逻辑：**

**1.《战狼 2》持续超预期，贡献业绩弹性，且验证公司电影投资实力，后续影视内容大可期待。**

《战狼 2》上映 11 天，票房突破 30 亿，成为国内票房最快突破 30 亿大关的电影，我们预计很有可能超过《美人鱼》，成为国内有史以来票房最高的电影。捷成股份位列北京登峰国际和春秋时代之后，是《战狼 2》的第三出品方，控股 90%的星纪元是《战狼 2》联合出品方，因此公司将作为制片方，按其投资比例参与票房分成，取得收益。随着《战狼 2》票房不断超预期，且继续增长，有望对公司 2017 年业绩贡献较大弹性。另外，《战狼 2》的成功也凸显公司电影投资制作能力。公司控股的星纪元影视出品过《与狼共舞》《我是特种兵之火凤凰》《红箭》《黎明前的抉择》等广受热捧的军旅题材电视剧，在军旅题材领域具备独特优势，后续公司参投的海军题材电影《红海行动》及空军题材电影《空天猎》有望在今年国庆档上映，我们判断在今年军旅题材大热的背景下，继《战狼 2》之后这两部电影也有望取得不俗票房表现，值得期待。

**2、业绩加速释放，“技术+内容”双轮驱动持续高增长。**

公司 2017Q2 净利润同比增长 37.24%，较 Q1 的同比增幅 8.67%有较大幅度提升，Q2 相比 Q1 净利润环比增速高达 239%，显示业绩加速释放。从过去几年收购的子公司业绩承诺完成情况看，上半年华视网聚实现净利润 2.71 亿元，完成全年业绩承诺的 64%，我们预计全年实际业绩有望大幅超出业绩承诺。另外，上半年瑞吉祥、中视精彩分别完成业绩承诺的 27%和 38%，考虑到影视公司下半年才是收入确认高峰这一行业特性，我们判断两家公司全年也将超额完成业绩承诺。公司深入推进“成为具有国际创新技术的数字文化传媒巨头”战略，各业务板块协同效应开始显现，推动业绩增长的确定性不断加强。音视频技术领域，保持行业技术领先和市场领先的地位，并与国际知名企业 Avid 达成全面战略合作，给公司在广电新闻、音频系统、图文在线包装方案、云技术等方面带来重要互补。影视内容领域，内容制作方面，上半年多部作品在中央电视台或省级卫视频道、各大院线实现播出并收获良好的收视率；数字版权运营方面，子公司华视网聚巩固了国内新媒体版权运营龙头的地位，以影视内容版权为核心，加大内容集成力度，确保国产影视内容市占率的基础上提高内容质量，拓展全球化发行业务，大大打开业务发展空间。华视网聚上半年采购数字电影版权 2000 余部，电视剧版权 100 余部，动漫近百部，还与中国移动咪咕视讯达成战略合作关系。

**3、数字教育业务打造特定场景下 2C 端的增值变现，长期空间大。**

公司从 2016 年 12 月开始在黑龙江、四川等多个地级市落地教育云平台。2017 年上半年，公司积极进行市场开拓，加快教育云平台的落地，目前旗下参控股公司已在无锡市、佳木斯市、白山市、抚远市、宜宾市、鹤岗市等开始试点或试运行，在湖北省、河南省、吉林省、广东省、云南省、广西省、陕西省、贵州省、江西省进行产品推广。截至 6 月 30 日，捷成数字教育云平台注册用户已超 50 万。2017 年下半年公司将积极推进捷成数字教育云平台 2.0 版本升级工作，升级后的教育云平台存储的教育资源将覆盖 K12 全学段及全学科，在国内同行业处于领先地位。依托公司技术、内容优势，我们看好其教育云平台加速抢占市场，未来依托云平台实现数字文化内容分发及增值服务，从 B 端打通到 C 端，大大打开变现空间。

**4、盈利预测及投资建议：**基于《战狼 2》票房超预期给公司带来的业绩弹性，我们上调对公司 2017/18/19 年归属于母公司股东的净利润的预测分别至 13.50/16.76/20.85 亿元，对应当前股本的 EPS 分别为 0.53/0.65/0.81 元，当前股价 10.02 元，对应 2017/18/19 年 PE 分别仅为 19/15/12 倍，且仍低于股权激励行权价，我们看好公司“成为具有国际创新技术的数字文化传媒巨头”战略布局，维持强烈推荐！

**风险提示：**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** | 952 | 4880 | 5057 | 6570 | 8484 |
| 现金 | 745 | 1437 | 307 | 541 | 1013 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 0 | 21 | 29 | 36 | 45 |
| 应收款项 | 152 | 1628 | 2225 | 2826 | 3504 |
| 其它应收款 | 38 | 209 | 293 | 372 | 462 |
| 存货 | 7 | 515 | 716 | 908 | 1125 |
| 其他 | 10 | 1069 | 1486 | 1886 | 2335 |
| **非流动资产** | 957 | 7792 | 7816 | 7819 | 7809 |
| 长期股权投资 | 229 | 1082 | 1082 | 1082 | 1082 |
| 固定资产 | 40 | 170 | 267 | 337 | 386 |
| 无形资产 | 27 | 730 | 657 | 592 | 533 |
| 其他 | 661 | 5810 | 5809 | 5809 | 5808 |
| **资产总计** | **1909** | **12672** | **12872** | **14389** | **16294** |
| **流动负债** | 390 | 2673 | 1554 | 1737 | 1982 |
| 短期借款 | 0 | 1247 | 34 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 63 | 425 | 591 | 750 | 929 |
| 预收账款 | 93 | 105 | 146 | 185 | 229 |
| 其他 | 234 | 895 | 783 | 803 | 825 |
| **长期负债** | 28 | 958 | 958 | 958 | 958 |
| 长期借款 | 0 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 其他 | 28 | 938 | 938 | 938 | 938 |
| **负债合计** | **418** | **3631** | **2512** | **2695** | **2940** |
| 股本 | 292 | 2562 | 2562 | 2562 | 2562 |
| 资本公积金 | 546 | 4533 | 4533 | 4533 | 4533 |
| 留存收益 | 617 | 1882 | 3155 | 4426 | 6008 |
| 少数股东权益 | 35 | 64 | 110 | 172 | 250 |
| 归属于母公司所有者权益 | 1456 | 8977 | 10250 | 11521 | 13103 |
| **负债及权益合计** | **1909** | **12672** | **12872** | **14389** | **16294** |

### 现金流量表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 126 | 625 | 420 | 831 | 1132 |
| 净利润 | 533 | 961 | 1350 | 1676 | 2085 |
| 折旧摊销 | 27 | 597 | 122 | 142 | 155 |
| 财务费用 | 31 | 81 | 43 | 43 | 43 |
| 投资收益 | (83) | (84) | (60) | (30) | (30) |
| 营运资金变动 | (378) | (954) | (1094) | (1077) | (1214) |
| 其它 | (4) | 24 | 60 | 77 | 95 |
| **投资活动现金流** | (608) | (3825) | (145) | (145) | (145) |
| 资本支出 | (73) | (739) | (145) | (145) | (145) |
| 其他投资 | (536) | (3086) | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | 866 | 3565 | (1405) | (452) | (516) |
| 借款变动 | 781 | (3437) | (1345) | (34) | 0 |
| 普通股增加 | 2 | 2270 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 168 | 3987 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (145) | (146) | (77) | (405) | (503) |
| 其他 | 60 | 891 | 17 | (13) | (13) |
| **现金净增加额** | 384 | 365 | (1130) | 234 | 472 |

### 利润表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 2211 | 3278 | 4589 | 5829 | 7227 |
| 营业成本 | 1399 | 1835 | 2551 | 3237 | 4008 |
| 营业税金及附加 | 16 | 20 | 28 | 35 | 43 |
| 营业费用 | 75 | 115 | 161 | 204 | 253 |
| 管理费用 | 188 | 207 | 289 | 367 | 455 |
| 财务费用 | 27 | 76 | 43 | 43 | 43 |
| 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 | 60 | 30 | 30 |
| **营业利润** | 550 | 1010 | 1578 | 1973 | 2455 |
| 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 | 1578 | 1973 | 2455 |
| 所得税 | 54 | 125 | 183 | 234 | 292 |
| 净利润 | 536 | 994 | 1395 | 1739 | 2163 |
| 少数股东损益 | 3 | 32 | 46 | 63 | 78 |
| **归属于母公司净利润** | 533 | 961 | 1350 | 1676 | 2085 |
| **EPS（元）** | 0.21 | 0.38 | 0.53 | 0.65 | 0.81 |

### 主要财务比率

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **年成长率** | | | | | |
| 营业收入 | 79% | 48% | 40% | 27% | 24% |
| 营业利润 | 118% | 84% | 56% | 25% | 24% |
| 净利润 | 103% | 80% | 40% | 24% | 24% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 36.7% | 44.0% | 44.4% | 44.5% | 44.5% |
| 净利率 | 24.1% | 29.3% | 29.4% | 28.8% | 28.8% |
| ROE | 4.2% | 10.7% | 13.2% | 14.6% | 15.9% |
| ROIC | 34.5% | 9.2% | 13.7% | 15.1% | 16.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 21.9% | 28.7% | 19.5% | 18.7% | 18.0% |
| 净负债比率 | 0.0% | 11.0% | 0.4% | 0.1% | 0.1% |
| 流动比率 | 2.4 | 1.8 | 3.3 | 3.8 | 4.3 |
| 速动比率 | 2.4 | 1.6 | 2.8 | 3.3 | 3.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 1.2 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 存货周转率 | 195.5 | 7.0 | 4.1 | 4.0 | 3.9 |
| 应收帐款周转率 | 15.5 | 3.7 | 2.4 | 2.3 | 2.3 |
| 应付帐款周转率 | 28.0 | 7.5 | 5.0 | 4.8 | 4.8 |
| 每股资料（元） | | | | | |
| 每股收益 | 0.21 | 0.38 | 0.53 | 0.65 | 0.81 |
| 每股经营现金 | 0.43 | 0.24 | 0.16 | 0.32 | 0.44 |
| 每股净资产 | 4.98 | 3.50 | 4.00 | 4.50 | 5.11 |
| 每股股利 | 0.50 | 0.03 | 0.16 | 0.20 | 0.24 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 48.2 | 26.7 | 19.0 | 15.3 | 12.3 |
| PB | 2.0 | 2.9 | 2.5 | 2.2 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 49.2 | 26.3 | 16.9 | 13.6 | 11.1 |

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。

**方光照：**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。

**顾佳：**招商证券研发中心传媒行业高级分析师。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。