

2020年06月11日

捷成股份 (300182.SZ)

亦庄国投以 4 亿增资华视网聚，加快公司版权业务发展

事件：

公司公告，屹唐同舟通过增加华视网聚注册资本的方式向华视网聚投资 4 亿元，投资完成后，屹唐同舟持有华视网聚摊薄后股权的 7.6924%，公司持股比例由 100%降为 92.3076%。

点评：

■子公司华视网聚引入国资背景股东，重要细节如下：1) 华视网聚本次增资投前估值为 48 亿，亦庄国投旗下股权投资基金屹唐同舟向华视网聚增资 4 亿，取得其股权 7.69%，上市公司持股比例降至 92.31%；2) 2020-2022 年华视网聚的净利润考核指标分别为不低于 4.06 亿、5.02 亿、6.10 亿；2) 根据协议，上市公司第一大股东徐子泉承诺在 2020 年 9 月 30 日前将其持有上市公司股份的质押率降至 50% 以下。我们认为此次公司子公司引入国有资本背景股东，具有重要意义，华视网聚过去两年业绩较为一般，主要源于影视行业的变化使得银行对影视类公司的信贷收紧，公司现金流紧张，众多版权项目无法按计划投入，此次增资项目，一方面增资额 4 亿拟用于采购影视版权，加快版权业务的发展、加固内容护城河；另一方面带来增信的效果，有利于上市公司融资通道的打开。

■版权分发业务将持续受益于下游需求方增加，且量价齐升。自 2019 年下半年以来，长视频行业出现了以下显著变化：1) 下游需求方增加：目前以华为为代表的技术厂商、三大运营商、短视频/直播平台等入局长视频领域；2) 版权采购量增加：传统大客户（优爱腾）对版权的需求量趋于稳定，但新入局方对内容的需求量持续增长，2020 年华视网聚与移动咪咕、华为视频、头条系等客户的合作体量均在增长，尤其是与移动的合作将进一步加深，此前公司与咪咕视频的合作主要是基于小屏端的版权联合运营，未来将拓展至大屏端、4K 内容等领域；3) 片库价格上涨：2020 年上半年疫情影响了新影片的分发进度，视频平台对片库内容的需求增加，进而抬高了片库的价格。综合来看，预计未来两年是公司业绩快速释放期，取决于三个变量：1) 下游重要客户增加，且需求量增加；2) 版权价格上涨；3) 新片采购保持稳定。

■投资建议：公司持续收缩影视内容制作业务，目前形成了以资源型版权业务为主体、以具有传统市场优势的音视频技术业务为依托的业务布局。公司在技术端受益于超高清视频产业规划，我们判断现在正处于 4G 向 5G 的过渡期，平台入局方增加将有效拉动对长视频版权

公司快报

证券研究报告

行业应用软件

投资评级 买入-A

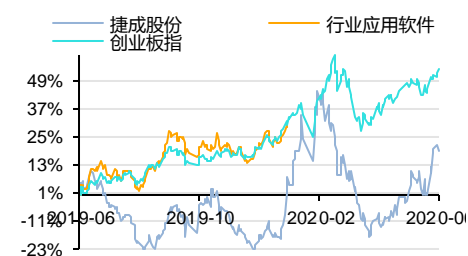
维持评级

股价 (2020-06-10) 5.10 元

交易数据

总市值 (百万元)	13,132.30
流通市值 (百万元)	9,291.74
总股本 (百万股)	2,574.96
流通股本 (百万股)	1,821.91
12 个月价格区间	3.28/6.20 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.09	2.62	-34.36
绝对收益	16.7	7.82	21.14

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

陈旻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100002
chenmin1@essence.com.cn

李雪雯

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519090005
lixw3@essence.com.cn

相关报告

捷成股份：捷成股份：减值风险已释放，版权及音视频业务将充分受益于 5G 发展趋势/焦娟	2020-04-28
捷成股份：轻装上阵，预计将受益于 5G 商用落地/焦娟	2020-02-14

的需求，公司作为龙头版权运营商将充分受益，具备较高的业绩弹性，我们预计公司 2020-2022 年净利润为 6.4 亿、7.9 亿、10.0 亿，对应 EPS 为 0.25 元、0.31 元、0.39 元。考虑到公司技术、长视频版权均持续受益于 5G 商用落地的产业化过程，维持“买入-A”评级。

■风险提示：5G 推进节奏低于预期、超高清产业规划的落地进度低于预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	5,028.2	3,605.1	4,287.3	5,124.8	6,156.6
净利润	93.6	-2,380.3	639.8	790.7	997.8
每股收益(元)	0.04	-0.92	0.25	0.31	0.39
每股净资产(元)	3.81	2.88	3.04	3.20	3.39
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	140.2	-5.5	20.5	16.6	13.2
市净率(倍)	1.3	1.8	1.7	1.6	1.5
净利润率	1.9%	-66.0%	14.9%	15.4%	16.2%
净资产收益率	1.0%	-32.0%	8.2%	9.6%	11.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	2.4%	3.0%	3.8%
ROIC	1.9%	-19.3%	9.4%	11.7%	14.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,028.2	3,605.1	4,287.3	5,124.8	6,156.6	成长性					
减:营业成本	3,338.0	2,722.3	3,142.7	3,578.7	4,168.0	营业收入增长率	15.2%	-28.3%	18.9%	19.5%	20.1%
营业税费	20.0	22.6	21.3	26.0	33.5	营业利润增长率	-86.3%	-1687.5	-121.0%	67.6%	30.3%
销售费用	143.1	134.7	169.5	195.4	236.1	净利润增长率	-91.3%	-2641.9	-126.9%	23.6%	26.2%
管理费用	122.8	162.0	204.2	215.2	276.1	EBITDA 增长率	-12.8%	66.0%	-32.3%	-63.3%	27.0%
财务费用	196.6	196.7	233.3	252.9	324.9	EBIT 增长率	-67.0%	509.2%	-69.6%	49.0%	29.9%
资产减值损失	1,059.1	-1,844.6	50.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	-82.6%	-1179.0	-137.6%	10.1%	29.9%
加:公允价值变动收益	-	1.3	-8.7	1.4	1.9	投资资本增长率	7.7%	-22.4%	-11.6%	4.3%	23.4%
投资和汇兑收益	55.3	30.1	51.7	45.7	42.5	净资产增长率	-0.1%	-24.2%	5.5%	4.8%	5.9%
营业利润	153.0	-2,428.5	509.3	853.7	1,112.4	利润率					
加:营业外净收支	-1.8	88.6	43.4	66.0	54.7	毛利率	33.6%	24.5%	26.7%	30.2%	32.3%
利润总额	151.1	-2,340.0	552.7	919.6	1,167.0	营业利润率	3.0%	-67.4%	11.9%	16.7%	18.1%
减:所得税	60.1	42.0	-82.9	137.9	175.1	净利润率	1.9%	-66.0%	14.9%	15.4%	16.2%
净利润	93.6	-2,380.3	639.8	790.7	997.8	EBITDA/营业收入	54.9%	127.2%	72.4%	22.2%	23.5%
						EBIT/营业收入	8.0%	67.7%	17.3%	21.6%	23.3%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	8	6	3	0	-1
货币资金	542.3	172.8	343.0	410.0	492.5	流动营业资本周转天数	262	361	297	310	326
交易性金融资产	-	13.0	4.3	5.8	7.7	流动资产周转天数	527	699	546	570	584
应收账款	4,526.6	3,505.9	3,210.4	5,722.9	5,641.8	应收帐款周转天数	258	401	282	314	332
应收票据	10.6	27.2	33.2	32.2	44.4	存货周转天数	47	83	63	62	64
预付帐款	2,077.0	1,308.6	2,706.2	1,841.6	3,426.7	总资产周转天数	1,114	1,433	1,009	875	837
存货	738.8	920.0	571.4	1,186.7	1,001.7	投资资本周转天数	813	1,044	722	579	550
其他流动资产	69.5	97.0	82.3	82.9	87.4	投资回报率					
可供出售金融资产	66.2	-	44.2	36.8	27.0	ROE	1.0%	-32.0%	8.2%	9.6%	11.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.6%	-18.7%	5.6%	5.7%	6.6%
长期股权投资	1,084.5	1,114.9	1,114.9	1,114.9	1,114.9	ROIC	1.9%	-19.3%	9.4%	11.7%	14.5%
投资性房地产	77.5	75.1	75.1	75.1	75.1	费用率					
固定资产	68.6	48.6	17.9	-12.9	-20.0	销售费用率	2.8%	3.7%	4.0%	3.8%	3.8%
在建工程	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	管理费用率	2.4%	4.5%	4.8%	4.2%	4.5%
无形资产	1,800.5	2,198.1	-130.7	-130.7	-130.7	财务费用率	3.9%	5.5%	5.4%	4.9%	5.3%
其他非流动资产	4,909.0	3,246.6	3,230.9	3,245.2	3,240.3	三费/营业收入	9.2%	13.7%	14.2%	12.9%	13.6%
资产总额	15,976.6	12,733.3	11,308.7	13,616.0	15,014.5	偿债能力					
短期债务	1,828.2	1,396.0	220.6	284.6	1,099.8	资产负债率	38.6%	41.6%	30.7%	39.6%	42.0%
应付帐款	2,075.4	2,322.4	1,537.7	3,145.3	2,623.7	负债权益比	62.8%	71.3%	44.2%	65.7%	72.5%
应付票据	317.2	-	221.6	114.9	275.6	流动比率	1.55	1.24	2.41	1.90	2.10
其他流动负债	907.6	1,138.7	904.4	1,343.3	1,106.5	速动比率	1.41	1.06	2.21	1.66	1.90
长期借款	451.0	86.0	-	-	723.2	利息保障倍数	2.04	12.40	3.18	4.37	4.42
其他非流动负债	585.7	357.5	584.5	509.2	483.7	分红指标					
负债总额	6,165.1	5,300.6	3,468.8	5,397.3	6,312.4	DPS(元)	-	-	0.12	0.15	0.19
少数股东权益	5.3	4.6	0.3	-8.7	-14.5	分红比率	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	2,575.0	2,575.0	2,575.0	2,575.0	2,575.0	股息收益率	0.0%	0.0%	2.4%	3.0%	3.8%
留存收益	7,302.9	4,900.5	5,264.6	5,652.5	6,141.7						
股东权益	9,811.6	7,432.7	7,839.9	8,218.8	8,702.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	0.04	-0.92	0.25	0.31	0.39
净利润	91.0	-2,382.0	639.8	790.7	997.8	BVPS(元)	3.81	2.88	3.04	3.20	3.39
加:折旧和摊销	2,362.1	2,144.7	2,359.6	30.7	7.1	PE(X)	140.2	-5.5	20.5	16.6	13.2
资产减值准备	1,059.1	2,804.7	-	-	-	PB(X)	1.3	1.8	1.7	1.6	1.5
公允价值变动损失	-	-1.3	-8.7	1.4	1.9	P/FCF	-39.7	-29.6	30.7	27.1	22.5
财务费用	209.6	195.2	233.3	252.9	324.9	P/S	2.6	3.6	3.1	2.6	2.1
投资损失	-55.3	-30.1	-51.7	-45.7	-42.5	EV/EBITDA	4.7	2.3	4.3	11.7	10.2
少数股东损益	-2.6	-1.6	-4.3	-9.0	-5.8	CAGR(%)	104.8%	-174.7%	-16.3%	104.8%	-174.7%
营运资金的变动	-2,172.7	-1,035.6	-1,279.8	-394.2	-1,972.9	PEG	1.3	0.0	-1.3	0.2	-0.1
经营活动产生现金流量	2,022.6	1,903.8	1,888.3	626.9	-689.5	ROIC/WACC	0.2	-1.8	0.9	1.1	1.4
投资活动产生现金流量	-1,914.4	-1,379.5	19.9	52.1	48.8	REP	6.1	-0.6	1.9	1.4	1.0
融资活动产生现金流量	-720.6	-865.4	-1,738.0	-612.0	723.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、陈旻、李雪雯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034