

捷成股份 (300182)

技术与内容双轮驱动，打造数字文化传媒巨头

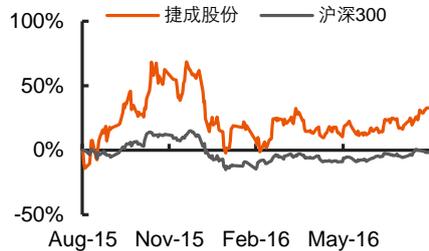
强烈推荐 (首次)

现价: 13.08 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.jetsen.com.cn
大股东/持股	徐子泉/37.14%
实际控制人/持股	徐子泉/37.14%
总股本(百万股)	2,562
流通 A 股(百万股)	987
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	335.15
流通 A 股市值(亿元)	129.13
每股净资产(元)	5.42
资产负债率(%)	18.90

行情走势图



证券分析师

张冰 投资咨询资格编号
S1060515120001
010-56800144
ZHANGBING660@PINGAN.COM.CN

研究助理

闫磊 一般从业资格编号
S1060115070011
010-56800140
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **公司已转型为音视频生态圈全价值链服务企业:** 公司立足于音视频技术，是国内该领域的龙头企业。借助近三年的投资和并购，公司已成功转型为聚焦音视频生态圈的企业集团，形成了“技术+内容”双轮驱动的业务体系，覆盖音视频科技、影视内容制作、影视版权运营三大板块。
- **影视制作与版权运营已成为公司新的增长点:** 自 2013 年底开始，公司先后投资或收购了广西影捷、华视网聚、瑞吉祥、中视精彩、星纪元、百年中视、中喜合力、宏禧聚信，成功将公司业务延伸至内容端。截至 2016 上半年，公司内容板块业务营收已接近六成，成为公司新的增长点。得益于此，公司近三年业绩保持高速增长，盈利能力亦得以加强。
- **公司重视技术创新，将借三网融合之势巩固龙头地位:** 当前，公司正在对媒体云平台、VR/AR 技术和沉浸声技术加强研发和投资，意欲强化音视频领域的前沿技术优势；三网融合使得广电行业变革在即，公司将加大研发力度，以先进的技术满足传统广电企业的转型需求，继续深耕、拓展音视频技术市场。
- **公司秉承“精品、原创、正能量”的理念，坚持制作优质影视内容:** 公司的影视制作业务涵盖电视剧、电影、网络大电影及电视剧、综艺栏目等多种品类，曾投资创作了大量优质作品。公司近期尚有 19 部电视剧、9 部电影、15 部网络大电影及电视剧处于制作或筹备阶段，因此影视制作业务将继续维持快速增长态势。
- **华视网聚以独具匠心的商业模式塑造数字版权产业新生态:** 华视网聚主营影视版权的分销和运营，是集团最为重要的子公司。华视网聚具有强劲的盈利能力，2016 上半年为集团贡献了约四成的净利。凭借着独特的商业模式，华视网聚积累了海量的精品资源，与产业链上下游企业形成了紧密的合作伙伴关系，已成为事实上的行业龙头，且广阔的市场空间决定着企业在未来数年内将保持稳定的增长。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1234	2211	3326	4595	6504
YoY(%)	32.0	79.2	50.4	38.2	41.6
净利润(百万元)	263	533	1037	1510	2184
YoY(%)	30.9	102.8	94.6	45.6	44.6
毛利率(%)	42.2	36.7	41.3	42.3	42.9
净利率(%)	21.3	24.1	31.2	32.9	33.6
ROE(%)	15.3	12.4	10.0	13.2	16.5
EPS(摊薄/元)	0.10	0.21	0.40	0.59	0.85
P/E(倍)	127.5	62.9	32.3	22.2	15.3
P/B(倍)	19.8	7.8	3.2	2.9	2.5

- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2016 年至 2018 年的收入分别达到 33.26 亿、45.95 亿和 65.04 亿元，增速分别为 50.4%、38.2%和 41.6%；未来三年的归母净利润为 10.37 亿、15.1 亿和 21.84 亿，同比增速为 94.6%、45.6%和 44.6%。公司 2016 年至 2018 年 EPS 分别为 0.40、0.59 和 0.85 元，估值水平低于行业平均，且净利润增速都在每年 40%以上。我们认为：公司长期积累的技术优势和客户资源将给予公司强劲的核心竞争力，公司“技术+内容”双轮驱动的商业模式具有显著的协同效应，且竞争者难以轻易复制。我们看好公司的发展前景，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**音视频技术解决方案市场增速放缓，竞争加剧；影视内容版权市场近期过热，短期有所回调；业务整合及并购整合风险。

正文目录

一、公司已转型为音视频生态圈全价值链服务企业	5
1.1 公司已形成“技术+内容”双轮驱动的业务体系	5
1.2 内容业务板块成为公司新的增长点	5
1.3 公司业绩的高速增长主要源于投资和并购	7
二、三大业务协同发展，打造数字文化传媒巨头	9
2.1 公司三大业务相互促进，释放协同效应	9
2.2 借广电行业变革之势，以技术创新巩固龙头地位	10
2.3 夯实内容制作实力，全力打造影视精品	11
2.4 贯穿产业链上中下游，塑造数字版权产业新生态	13
2.4.1 华视网聚已成为国内数字版权分销运营领域的领军者	13
2.4.2 良好的行业前景为华视网聚未来的业务增长提供了广阔空间	15
2.4.3 强劲的盈利能力为华视网聚带来优异的财务表现	17
三、盈利预测与投资建议	18
四、风险提示	18

图表目录

图表 1	近三年公司重新调整了业务分类以适配发展战略	5
图表 2	公司通过旗下四家子公司经营影视制作及版权运营业务	6
图表 3	公司通过投资或设立联营/合营企业就内容板块业务开展合作	6
图表 4	影视制作及版权运营业务收入并入报表	7
图表 5	影视制作业务相关投资收益大幅增加	7
图表 6	公司营业收入及增速（2014 – 2016H1）	8
图表 7	公司归母净利润及增速（2014 – 2016H1）	8
图表 8	公司营业收入结构（2014 – 2016H1）	8
图表 9	公司三类业务毛利率对比（2014 – 2016H1）	8
图表 10	公司毛利率、期间费用率、归母净利率	9
图表 11	公司销售费用率、管理费用率、财务费用率	9
图表 12	音视频科技、影视制作、版权运营业务之间具有强大的协同效应	10
图表 13	公司音视频科技业务可提供全面的技术解决方案	11
图表 14	近五年付费数字电视用户持续增长	12
图表 15	近年来全国城市电影票房收入加速上行	12
图表 16	公司旗下成员投资制作了一系列优质影视作品	12
图表 17	华视网聚的商业模式主要是针对优质内容进行采购和数字化分销	13
图表 18	华视网聚对通过多个维度对版权价值进行全面评估	14
图表 19	华视网聚积累了涵盖电影、电视剧、动漫、综艺等的海量精品内容（2015.06）	14
图表 20	华视网聚版权分销与运营平台聚集了产业链上下游众多优质企业	15
图表 21	华视网聚在与主要对手的竞争中迅速胜出	15
图表 22	新媒体影视版权交易额逐年上升	16
图表 23	网络版权“剧王”价格屡创新高	16
图表 24	2014 年以来部分国内传媒行业上市公司加大对影视内容的采购力度	16
图表 25	优土内容成本及同比增速	17
图表 26	乐视网影视版权购置支出及同比增速	17
图表 27	华视网聚营收及销售净利率双双上升	18
图表 28	华视网聚以高速增长的净利润完成业绩承诺	18

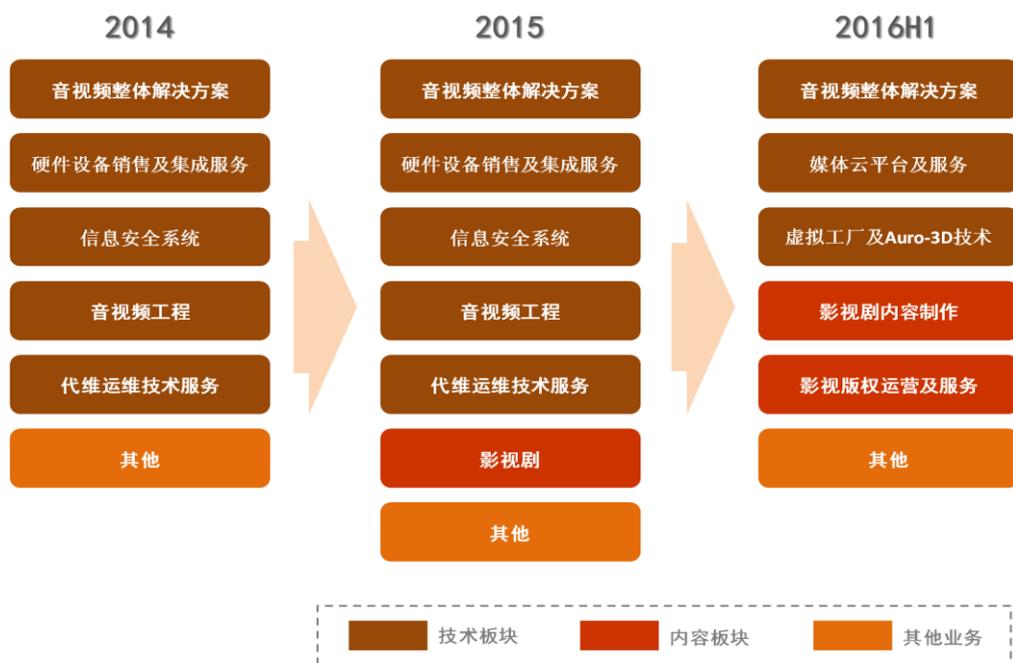
一、公司已转型为音视频生态圈全价值链服务企业

1.1 公司已形成“技术+内容”双轮驱动的业务体系

自 2006 年成立以来，捷成股份致力于音视频生态圈的跨网跨屏信息技术创新和数字内容增值服务，是国内音视频技术解决方案的龙头企业。经过近年来的发展和积累，在立足于音视频技术的同时，公司不断向内容端拓展业务，现今已发展为聚焦视频生态圈的企业集团，业务范围覆盖音视频创新科技、影视内容制作和版权交易三大板块，具备为音视频生态圈提供跨网跨屏的全价值链服务和运营能力。

近年来，公司剥离了部分非核心业务，加大了在云服务、4K 制播、VR/AR 等创新技术领域的投入，并通过对外投资和并购的方式在影视内容制作与版权运营领域进行了一系列战略布局，形成了内容与技术双轮驱动的业务体系。为了理清业务条线，突出业务重点，适配“技术+内容”双轮驱动的发展战略，公司在 2016 年半年报中对业务类别重新进行了划分，将 2015 年的“音视频整体解决方案、硬件设备销售及集成服务、影视剧、信息安全系统、音视频工程、代维运维技术服务、其他”的七项分类重新调整为“音视频整体解决方案、影视剧内容制作、影视版权运营及服务、媒体云平台及服务、虚拟工厂及 Auro-3D 技术、其他”的六大类别。

图表1 近三年公司重新调整了业务分类以适配发展战略



资料来源：公司中报及年报，平安证券研究所

1.2 内容业务板块成为公司新的增长点

自 2013 年底开始，公司通过一系列对外投资和并购逐步在影视内容业务领域进行布局，以外延发展策略促进公司产业链的延伸和业务的扩展。目前，公司的内容板块业务可划分为“影视剧内容制作”和“影视版权运营及服务”两大块，其中版权运营业务由全资子公司华视网聚负责经营，而影视制作业务则由瑞吉祥、中视精彩、星纪元三家子公司实施。

图表2 公司通过旗下四家子公司经营影视制作及版权运营业务

公司名称	业务性质	股权比例	主营业务	并购年份	备注
华视网聚	版权分销	100%	视频版权数字分销及运营	2016	2015年之前持有20%股权，2016年收购另外80%股权实现并表
瑞吉祥	影视传媒	100%	音视频内容制作和发行	2015	
中视精彩	影视传媒	100%	音视频内容制作和发行	2015	
星纪元	影视传媒	55%	影视内容策划、制作和发行	2016	2015年持30%股权，2016年收购另外25%股权实现并表

资料来源：公司中报及年报，平安证券研究所

除了旗下并表子公司外，公司还通过对外投资进行股权合作，以联营或合营的形式扩大公司对影视制作业务领域进行了部署，以实现与合作伙伴之间的协同效应。截至2016年上半年，在内容业务板块，纳入公司长期股权投资的联营/合营企业主要包括广西影捷、华视网聚、百年中视、星纪元、中喜合力、宏禧聚信（华视网聚与星纪元已成为公司子公司，只有并表前的部分收益纳入长期股权投资损益）。

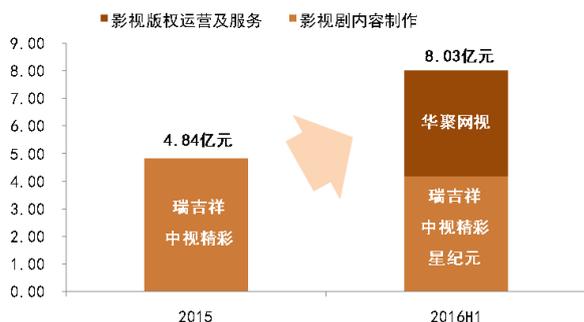
图表3 公司通过投资或设立联营/合营企业就内容板块业务开展合作

公司名称	业务性质	股权比例	主营业务	投资年份	备注
华视网聚	版权分销	20%	视频版权数字分销及运营	2014	2015年之前持有20%股权，2016年未完成全资收购和并表前，仍为公司贡献部分投资损益
广西影捷	影视传媒	49%	策划、代理、制作、发行影视内容	2013	2013年底与广西电视台共同投资设立
百年中视	影视传媒	50%	影视投资、制作和运营	2015	间接持有股权，因收购中视精彩间接实现合营
星纪元	影视传媒	30%	影视内容策划、制作和发行	2015	持有5%股权基础上额外收购25%股权，成为联营企业2016年未完成进一步收购和并表前，仍贡献部分投资损益
中喜合力	文化传媒	30%	电视栏目制作	2016	
宏禧聚信	文化传媒	30%	品牌内容整合营销与媒体投放	2016	

资料来源：公司中报及年报，平安证券研究所

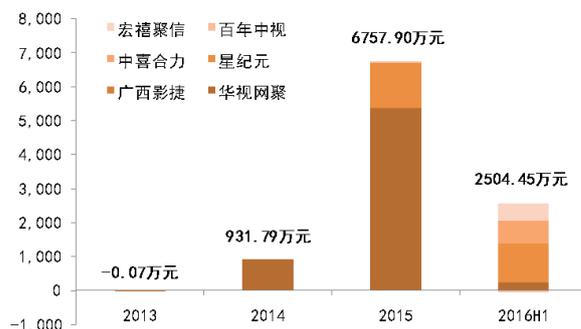
经过 2013 年以来一系列的外延投资和并购,公司影视制作及版权运营业务的相关收入和投资收益均呈现快速增长的态势。2015 年公司全资收购瑞吉祥、中视精彩股权,并入两者营收 4.84 亿元,使公司新增了影视制作业务收入;2016 年,公司收购星纪元 25%股权(增至 55%)和华视网聚 80%股权(增至 100%),从而华聚网视 3.87 亿元营收和星纪元 8525 万元营收亦并入公司利润表,两者分别归于公司版权运营和影视制作业务收入。在内容业务板块的联营/合营企业方面,公司自 2013 年起陆续以合资设立或股权收购的方式投资了广西影捷(2013)、华视网聚(2014)、星纪元(2015)、中喜合力(2016)、宏禧聚信(2016)等公司,2015 年因全资收购中视精彩亦间接将百年中视纳入旗下合营企业,以权益法确认的相应投资损益自 2013 年的-0.07 万元大幅增至 2015 年的 6758 万元,尽管 2016 年上半年华视网聚与星纪元转为上市公司子公司,期间投资损益仍达到 2504 万元。

图表4 影视制作及版权运营业务收入并入报表



资料来源:公司中报及年报,平安证券研究所

图表5 影视制作业务相关投资收益大幅增加



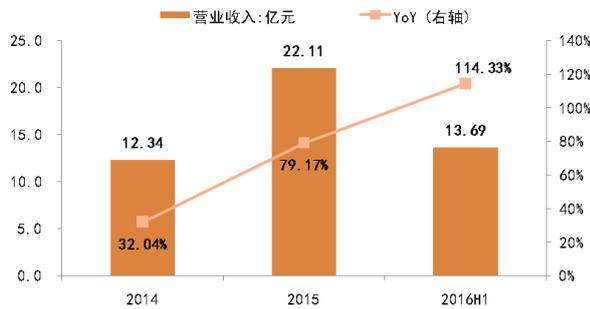
资料来源:公司中报及年报,平安证券研究所

随着影视制作和版权运营业务对营收和利润的贡献持续增大,公司已基本完成了由音视频技术解决方案龙头向音视频生态圈全价值链服务企业的进化,依托音视频技术优势和长年积累的客户资源,公司内容板块业务将继续保持高速增长,构成未来增长的新驱动力。

1.3 公司业绩的高速增长主要源于投资和并购

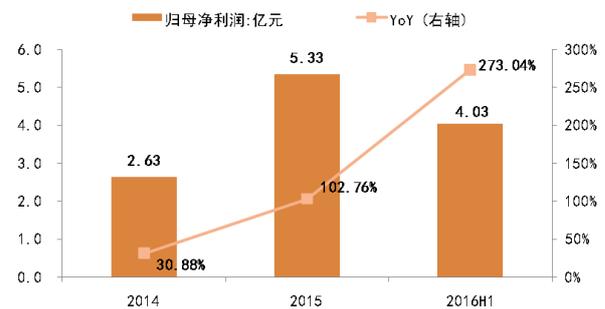
公司营收及归母净利润增长迅猛。在营业收入方面,2014至2016年上半年,公司各报告期实现营收分别为12.34亿元、22.11亿元、13.69亿元,相应同比增速为32.04%、79.17%、114.33%。除2014与2015年公司音视频整体解决方案市场规模扩大外,各报告期中并购所带来的并表收入均是营收同比大增的重要原因。尤其在2015财年和2016上半年,公司所并入的影视业务相关收入分别达到4.84亿元和8.03亿元,对公司营收增速产生巨大的正向影响;如剔除该部分收入,2015及2016上半年公司营收则分别为17.27亿元、5.66亿元,对应同比增速为39.94%和-11.36%,2015年技术板块业务营收增速的同比下降可能反映了公司主动的战略调整、高基数和项目收入确认时点的影响、以广电企业为主要客户的传统音视频技术解决方案市场增速的放缓。同样,受益于投资和并购活动(包括新增联营/合营企业所产生投资收益),公司2014至2016上半年收入归母净利润分别达到2.63亿元、5.33亿元、4.03亿元,对应同比增速为30.88%、102.76%以及273.04%。

图表6 公司营业收入及增速（2014 - 2016H1）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

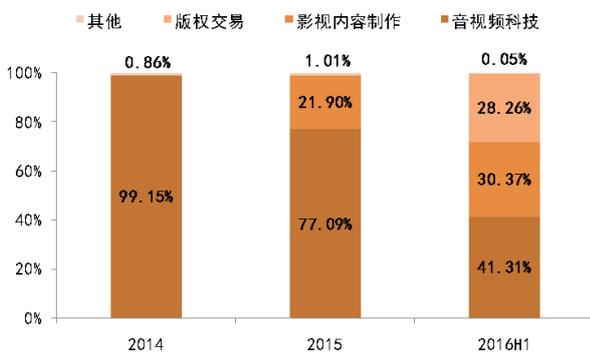
图表7 公司归母净利润及增速（2014 - 2016H1）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

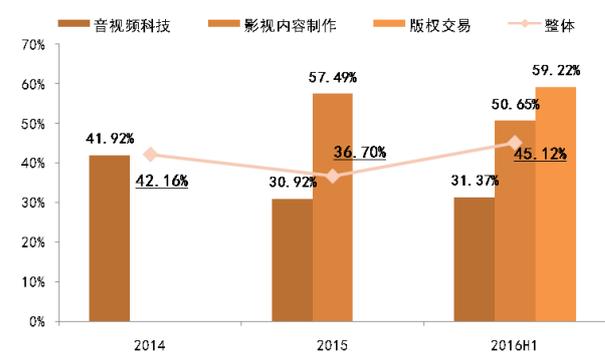
内容板块业务份额已占比过半，高毛利率提升公司盈利能力。以营业收入份额观察，2014 年公司营收基本由音视频科技业务产生，但随着 2015 年公司完成对中视精彩、瑞吉祥的收购，影视制作营收份额迅速上升到当年总营收的 21.90%，在 2016 年上半年公司将华视网聚、星纪元作为子公司纳入旗下后，公司影视制作和版权交易业务营收份额进一步增加到 58.63%，超过音视频科技业务，成为公司收入的主要来源。盈利能力方面，公司音视频科技业务 2015 年毛利率水平大幅下降，由 2014 年的 41.92% 降至 2015 年的 30.92%，2016 年上半年则基本保持在此水平；而公司影视制作和版权交易毛利率水平平均处于 50% 以上，高于公司整体的毛利率，提升了公司的整体盈利水平。

图表8 公司营业收入结构（2014 - 2016H1）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

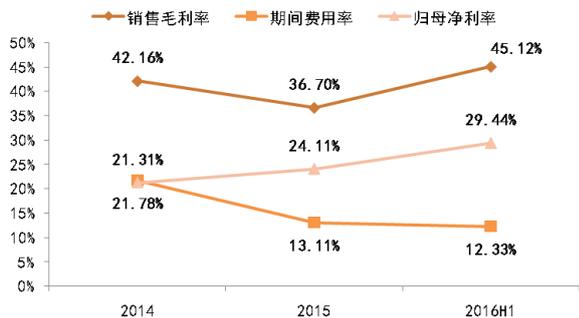
图表9 公司三类业务毛利率对比（2014 - 2016H1）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

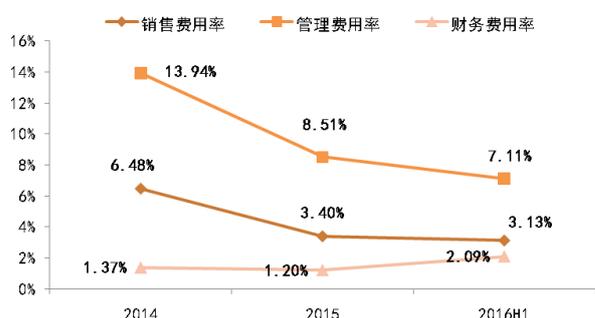
2014 至 2016 上半年，公司销售毛利率先降后升，各报告期分别为 42.16%、36.70%、45.12%，原因主要在于 2015 年音视频科技业务毛利率大幅下降，2016 年高毛利率的内容板块业务营收份额进一步增大至近 6 成，从而将公司整体毛利率水平大幅拉升至 45.12%。与公司内容板块业务份额上升以及公司不断加大在影视制作方面的股权投资力度相对应的是，公司归母净利率水平持续提升，由 2014 年的 21.31% 上升至 2016 上半年的 29.44%，业绩表现优异。期间费用率方面，除了 2016 年因贷款规模大幅增加导致财务费用率有所上升，销售费用率及管理费用率均呈现明显的下行态势，从而使得期间费用率水平持续下降。

图表10 公司毛利率、期间费用率、归母净利率



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表11 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率



资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、三大业务协同发展，打造数字文化传媒巨头

2.1 公司三大业务相互促进，释放协同效应

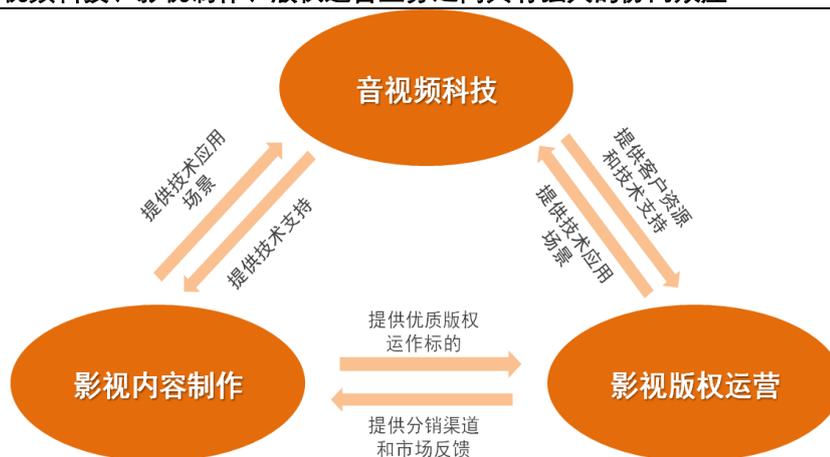
近年来，公司以音视频技术作为发展根基，采用“内生+外延”策略不断拓展业务边界，纵向整合音视频产业链，构筑了“技术+内容”两大业务板块，形成音视频科技、影视内容制作、版权运营三条相辅相成的业务主线，塑造了一个独具特色的商业模型。

首先，音视频技术是公司发展的基石，使得公司拥有了区别于其他内容制作或内容运营公司的差异化优势。公司长期为广电系统提供技术服务所积累的客户资源为影视内容版权分发提供了更多的渠道，有利于版权运营平台的建设和完善；公司音视频技术也为影视内容的制作和版权运营平台的运营提供了强力的技术支持。

其次，影视内容制作业务可以为音视频技术提供更多的应用场景，使得公司在音视频技术领域的优势得以更加充分的发挥；影视内容制作也为版权分发和运营业务提供了运作的标的，并可通过供应优质作品提高版权运营平台的美誉度，提升平台的吸引力。

最后，版权运营业务直接为影视制作业务所产生的内容提供版权分销的渠道，甚至可以结合大数据等技术对内容制作端形成反馈，这在一定程度上可推升影视制作业务的盈利水平，并可根据反馈结果协助改进影视制作的质量；版权运营平台也可为公司所掌握的部分技术提供应用场景。

图表12 音视频科技、影视制作、版权运营业务之间具有强大的协同效应



资料来源：公司网站，平安证券研究所

2.2 借广电行业变革之势，以技术创新巩固龙头地位

囿于广电系统、电信系统与新兴互联网势力之间的利益纠葛，自 2010 年起便开始试点的三网融合的进程仍远低于预期。对此，国务院于 2015 年 9 月发布了《三网融合推广方案》对三网融合进行了新一轮的全面部署。而 2016 年 3 月国务院三网融合工作协调小组办公室以“特急”文件的形式下发了《关于在全国范围全面推进三网融合工作深入开展的通知》(国协办[2016]1 号)，该针对现阶段双向进入业务许可申请和审批工作，广电、工信的行业监督职责划分、具体工作要求以及协调机制做了进一步的明确和重申。

在技术层面，一是通信技术的进步和互联网技术的渗透使得广播电视节目的收视终端不再局限于传统的无线电视、有线电视或卫星电视，转而形成了 IPTV、OTT、网络视频等多种终端共同竞争的局面，迫使传统广电媒体承受了巨大的竞争压力，其商业模式受到了极大的挑战；二是用户对高清化影音体验的需求和三网融合对内容数字化的技术要求使得传统广电企业必须加大该方面的投入，同时数字化也是传统广电企业在数字时代盘活多年积累海量内容资源的重要途径；三是互联网时代观众对影视内容播放自由度的需求以及通过终端对内容进行评价的偏好，对互动性技术的应用提出越来越高的要求。

我们相信，政策层面对三网融合的推动是促使广电行业变革的强劲外力，技术层面产生的新需求和竞争则形成了广电行业变革的内生动力，由此带来的技术、组织架构和商业模式的变革必然使广电系统对音视频技术及解决方案产生强劲的需求，国内音视频技术服务市场依然具有广阔的空间。就公司技术板块业务范畴而言，包括音视频系统、3G 传输、高清非编系统、媒资管理系统、全台网、全台统一监测及监控解决方案等在内的产品和服务，可以为传统广电企业在三网融合时代实现转型提供全方位的音视频技术解决方案服务。

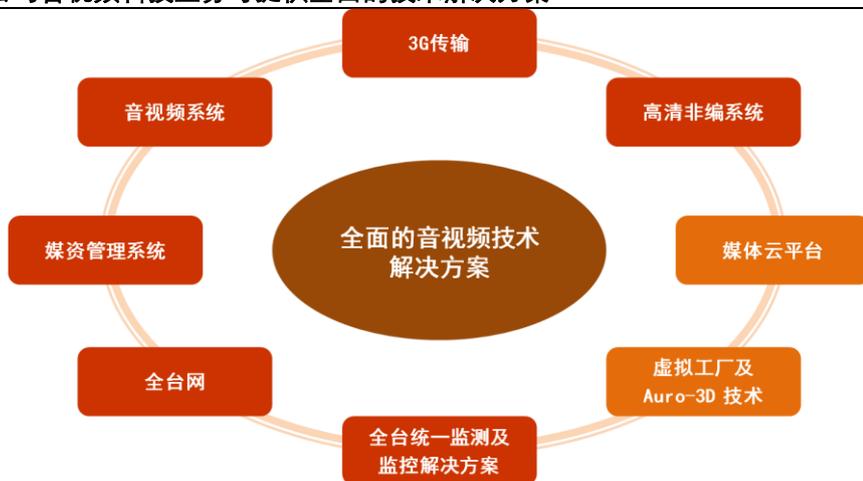
作为国内音视频科技行业的龙头企业，公司始终致力于音视频生态圈的跨网跨屏信息技术创新。回顾公司的发展历程，公司曾创造了众多业界第一：包括国内首个 3D 电视试验频道、国内首个 4K 电视节目制作平台、国内首个面向广播电台的全台媒体资产管理系统、全球首个基于媒体资产管理平台的大型高清制作网络系统等。随着人们对音视频体验提出越来越高的要求，公司近期对媒体云平台、VR/AR 和沉浸声技术加大了投入。

媒体云平台及服务方面，公司已率先实现了可融合媒体行业全产业链、全媒体化、全程云服务的新一代融合媒体平台解决方案，成为当前国内唯一能够同时为广播电台、电视台和有线网络公司、新

闻出版、新媒体等领域提供一站式全媒体云技术解决方案的服务商；公司于今年开发了综合制作公有云平台，可以低成本为中小客户提供影视制作、渲染等技术服务，有效降低中小客户的影视制作成本，由于技术较小预计该业务将具有数倍乃至十余倍的增长空间。外延方面，公司于 2016 年投资了在细分行业技术领先的新奥特云视，收购了其 20%的股权。

VR/AR 和沉浸声技术方面，公司拟将其作为重要的业务发展方向。近期，公司的虚拟工厂（VR/AR 快速制作系统）和沉浸声技术产品相继投放市场，成为业内具有强劲竞争力的产品。外延方面，公司收购了拥有世界领先的动作捕捉和 VR/AR 技术的世优科技的 25%股权，以及全球领先的沉浸声音频技术公司 AURO TECHNOLOGIES NV 的 20%的股权。通过合作，公司已将虚拟工厂产品与世优科技的 VR/AR 技术引擎相整合，成功赢得了 CCTV 欧洲杯转播的虚拟场景服务项目；公司将 AURO TECHNOLOGIES NV 的 Auro-3D 音频系统与世优科技的 VR/AR 产品结合，形成融合三维视频 VR 和三维沉浸音效的整体 AR/VR 解决方案，并实现商用。

图表13 公司音视频科技业务可提供全面的技术解决方案

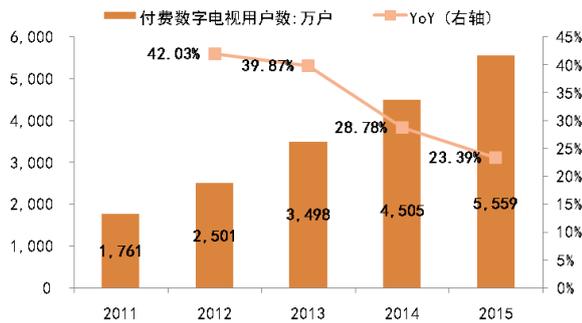


资料来源：公司网站，平安证券研究所

2.3 夯实内容制作实力，全力打造影视精品

按照各国经济体的普遍经验，当人均 GDP 达到 6000-8000 美元的区间时，用于生存资料消费的支出占家庭总支出的比重趋于下降，而用于发展和享受的资料支出的比重开始上升，消费结构出现明显的改善，人们对文化产品的需求开始增加。2015 年，中国人均 GDP 达到 7904 美元，相应的，中国的广播影视产业发生了爆发式的增长。如以付费数字电视用户数量以及电影票房收入作为用户对影视内容需求的代理指标，可以观察到二者在近五年中均呈现出快速增长的态势，很大程度上反映了国内内容市场趋向繁荣的趋势。其中，付费数字电视用户数量由 2011 年的 1761 万增长到 2015 年的 5559 万，CAGR 达到 33.29%；全国城市电影票房收入由 2011 年 131.15 亿元增至 2015 年 440.69 亿元，CAGR 为 35.39%。

图表14 近五年付费数字电视用户持续增长



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表15 近年来全国城市电影票房收入加速上行



资料来源: WIND, 平安证券研究所

在影视内容需求迅速释放的时代背景下,公司于2013年12月与广西电视台的全资子公司广西广电影视传媒合资设立广西影捷,介入影视制作业务;在此后的2015和2016年,公司又先后参股或收购了中视精彩、瑞吉祥、星纪元、百年中视、中喜合力共五家影视内容制作公司,持续凭借外延增长策略推动公司在影视内容制作领域的部署。公司秉承“精品、原创、正能量”的理念,合理控制影视作品的数量和制作成本,创作了大量的优质影视作品。

图表16 公司旗下成员投资制作了一系列优质影视作品

公司名称	代表影视作品	承诺净利润(亿元)
广西影捷	《暗战危城》《芙蓉锦》《鸳鸯佩》	
百年中视	《猎天狼》《第一纵队》	
瑞吉祥	《十月围城》《大汉天子》《转角遇到爱》 《六扇门》	2014年-2017年: 0.90; 1.17; 1.52; 1.98
中视精彩	《天仙配》《孔雀东南飞》《当兵的人》 《愚公移山》	2014年-2017年: 0.66; 0.92; 1.20; 1.60
星纪元	《聊斋》《我是特种兵》《特战先锋》《战 狼》	2016年-2018年: 1.40; 1.82; 2.37
中喜合力	综艺栏目《挑战者联盟》《勇敢的心》《妈 妈听我说》	2016年-2019年: 0.95; 同比增长率不低于25%

资料来源: 公司年报, 各公司官网, 平安证券研究所

公司内容制作业务涵盖电视剧、电影、网络大电影及电视剧、综艺栏目等多种品类，产品覆盖电视台、影院、视频网站等各类渠道。根据 2016 年公司中报，公司近期尚有 19 部电视剧、9 部电影、15 部网络大电影及电视剧处于制作或筹备阶段，因此影视制作业务将继续维持快速增长态势。

2.4 贯穿产业链上中下游，塑造数字版权产业新生态

2.4.1 华视网聚已成为国内数字版权分销运营领域的领军者

华视网聚是公司旗下最为重要的子公司之一。作为公司的版权运营平台，自 2016 年 3 月 2 日并入公司报表，便为公司贡献了 3.87 亿元营收和 1.82 亿元净利润，分别占公司并表营收和净利润的 28.26%、43.53%，成为了公司最为重要的盈利来源。

华视网聚主营影视节目内容的宣发一体化的数字化分销及运营推广，构建了基于“版权资源结构化控制”的上中下游全产业链融合式服务的数字版权产业生态，具体的商业模式为，根据前期市场调研及对影片、视频的价值评估，通过与产业链上游的影视剧制作方和发行方进行合作，对影视剧等版权资源进行采购、分销，与产业链下游数字媒体合作对优质内容资源进行推广。

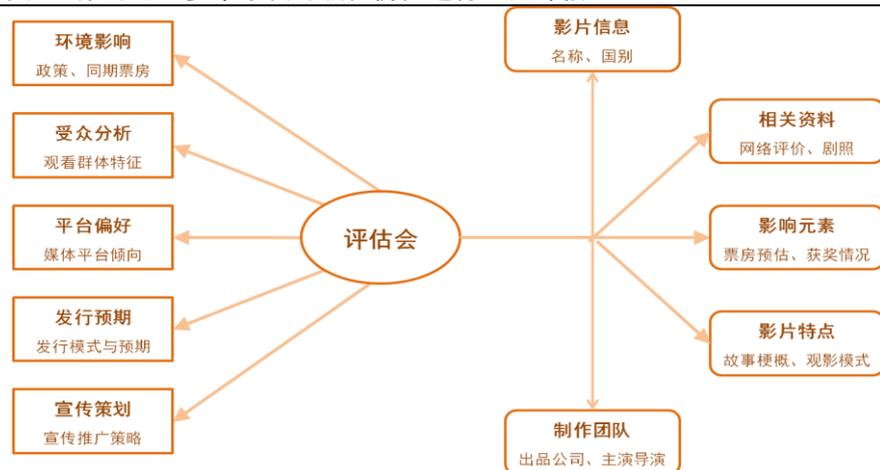
图表17 华视网聚的商业模式主要是针对优质内容进行采购和数字化分销



资料来源：公司收购资产公告，平安证券研究所

为了确保版权的采购成本与潜在分销运营收入相匹配，降低业务亏损的风险，华视网聚业务的一大特色即是根据影视剧的内容质量、投资规模、主创团队阵容、商业价值评定、渠道信息反馈、票房收入预估、电视台排播状况等诸多维度，按照细化的量化评价标准对版权内容进行综合评定，最终通过聘请外部专家评估团队，以评估会的形式决定其购买价值及采购价格区间。

图表18 华视网聚对通过多个维度对版权价值进行全面评估



资料来源：公司收购资产公告，平安证券研究所

经过多年的积累，华视网聚版权库现有 4 万余小时的海量精品内容，形成涵盖电影、电视剧、动漫、综艺、原创等数字内容矩阵。目前，华视网聚的版权内容已覆盖了 50% 的院线电影市场，30% 的卫视黄金档电视剧规模以及 40% 的卫视同步动漫规模。海量的精品版权库资源使得华视网聚具备了广泛的业务覆盖潜能，对下游均形成强大议价能力，下游渠道终端对数字分销平台的依赖又进而增强上游出品/发行方的粘性。

图表19 华视网聚积累了涵盖电影、电视剧、动漫、综艺等的海量精品内容（2015.06）

版权类别	版权数量	代表作品
电影	3092 部	《捉妖记》、《寻龙诀》、《心花路放》、《智取威虎山》、《太平轮》、《天将雄师》、《京城 81 号》、《我的早更女友》、《黄飞鸿之英雄有梦》
电视剧	国内 20256 集，海外 12725 集	《一仆二主》、《大丈夫》、《爷们儿》、《天使的城》、《我的宝贝儿》、《咱们结婚吧》、《真爱遇到他》
动画	25.13 万分钟，含高清 6.88 万分钟	《聪明的一休》、《喜羊羊与灰太狼》、《倒霉熊》、《美猴王》、《大头儿子和小头爸爸》、《贝瓦儿歌》、《火力少年王》

资料来源：公司收购资产公告，平安证券研究所

作为数字化版权分销和运营平台，华视网聚已在影视圈构建了基于“版权资源结构化控制”的上中下游全产业链融合式服务的数字版权产业生态，从而聚集了处于产业链上下游的众多出品、发行和媒体企业，与产业链上下游形成了紧密的合作伙伴关系。

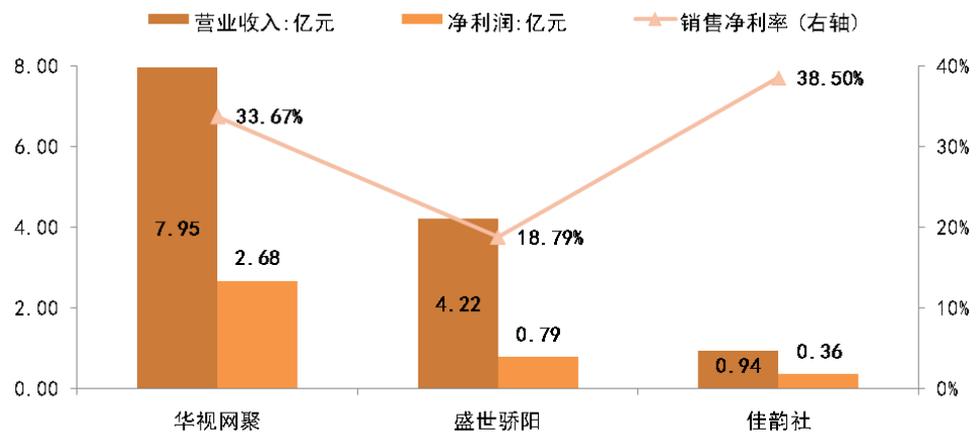
图表20 华视网聚版权分销与运营平台聚集了产业链上下游众多优质企业

上游供应商	中影、万达、华谊、星美、小马奔腾、华录百纳、华策、上影、锦绣时代等		
下游媒体	互联网视频媒体	门户网站	优酷土豆、56、酷6等
		客户端网站	PPTV、迅雷、暴风、风行、PPS等
		垂直视频网站	奇艺、乐视、央视等
	TV端媒体	有线电视	北京歌华、天津市网、广州市网等
		IPTV	爱上电视、华数、优朋普乐、百视通等
		OTT及智能终端	未来电视、百视通、花束、华为终端等
	移动互联网媒体	视频牌照方	央广视讯、国视通讯、人民视讯等
		运营商	中国移动、中国电信、中国联通

资料来源：公司收购资产公告，平安证券研究所

凭借上中下游全产业链融合式服务的商业模式、海量的精品内容资源以及与产业链上下游众多优质企业建立的合作伙伴关系，华视网聚在成立短短两年时间内便在同业竞争中胜出。2015年，华视网聚营业收入及净利润水平分别达到7.95和2.68亿元，远超主要竞争对手。并且，虽然经历了迅猛的扩张，企业的销售净利率却并未下降，反而达到33.67%，展现出卓越的经营能力。

图表21 华视网聚在与主要对手的竞争中迅速胜出



资料来源：皇氏集团、捷成股份2015年报，佳韵社公开转让说明书，平安证券研究所

2.4.2 良好的行业前景为华视网聚未来的业务增长提供了广阔空间

行业层面，2015年起开始实施的“一剧两星”政策规定同一部电视剧每晚黄金时段联播的卫视综合频道不得超过两家，同一部电视剧在卫视综合频道每晚黄金时段播出不得超过两集，由于该政策直接限制了电视台联合竞购剧集版权的能力，短期内使得作为电视剧重要播出平台的在线视频等新媒体的话语权得以加强；同时，近年来国家版权局等相关部门陆续推出了强有力的措施对盗版侵权行为

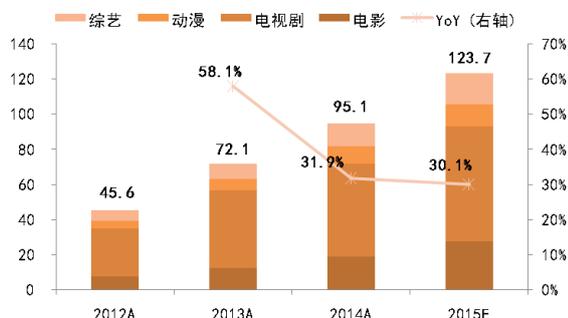
为进行有效的整治，使得影视版权的长期价值得到了显著的提升。二者共同对新媒体版权分销行业提供了有利的政策环境。

以当前数字影视版权市场的格局观察，一方面，位于产业链上游的影视剧出品制作公司普遍规模较小，行业市场份额较为分散，根据艺恩咨询数据，2014年国内前15大电影制片机构合计占有30%市场份额，电视剧市场前10大制作发布机构市场份额更是仅为12.78%；另一方面，尽管位于产业链下游的互联网视频媒体、TV媒体、无线端媒体近年来发生了局部的整合，但总体上市场仍较为分散且竞争激烈，快速扩充优质内容是当前阶段的重要主题。这样，多对多的上下游产业格局使得处于中游的版权分销和运营商处于相对优势地位，加之华视网聚灵活的创新运作模式可以更好的满足下游媒体的巨大需求，以上市场因素均有利于华视网聚业务的继续扩张。

数字版权市场的迅猛扩张在新媒体影视版权的交易额和售卖价格上均有明显的体现。艺恩咨询统计数据显示，近年来包括电影、电视剧、动漫、综艺在内的新媒体版权交易额持续大幅上升，金额自2012年的仅45.6亿元迅速增长至2014年95.1亿元，两年实现翻番。艺恩咨询预计，2015年新媒体版权交易额仍将保持30%的增速，达到123.7亿元。

随着交易额的不断上升，新媒体影视版权的售卖价格也屡创新高。根据腾讯娱乐白皮书，2011年尚无网络版权售卖价超过单集百万的剧集，而2012-2014年电视剧网络版权价格迅速上升，三年单集网络版权售价超过百万的剧集也分别达到3部、5部及12部；尽管2015年“一剧两星”政策致使卫视单集版权价格增速近乎停滞，但大剧网络版权价格却飙升至300-350万/集，超过了卫视版权的售价。院线电影版权方面，根据相关媒体报道，在2008年，冯小刚执导的《非诚勿扰》的新媒体版权价格尚不到100万，但在2014年底，成龙主演的《天将雄师》则飙升至3000余万，而2015年《捉妖记》的新媒体版权价格更是超过5000万。

图表22 新媒体影视版权交易额逐年上升



资料来源：艺恩咨询，平安证券研究所

图表23 网络版权“剧王”价格屡创新高



资料来源：2014腾讯娱乐白皮书，平安证券研究所

对优质影视内容的强烈需求驱动产业链下游媒体持续加大版权购买支出。从融资方面看，2014年以来，国内部分传媒行业上市公司以定向增发的方式募集资金，其中相当大的部分用于版权采购项目。不完全统计，涉及的上市公司至少包括华数传媒、乐视网、东方明珠（原百视通）、歌华有线、华闻传媒五家知名公司，用于采购版权的融资数额超100亿元。

图表24 2014年以来部分国内传媒行业上市公司加大对影视内容的采购力度

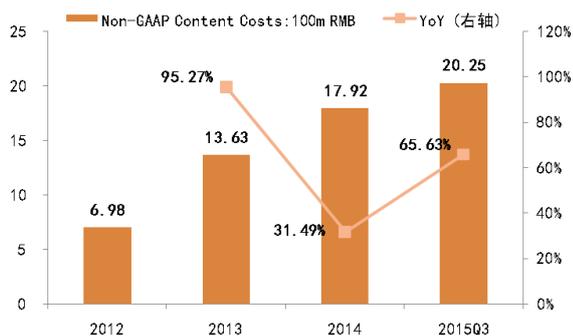
上市公司	首次公告时间	类型	募投项目名称	投入金额
华数传媒	2014.1	非公开发行	媒资内容中心建设项目	14 亿元
乐视网	2014.8	非公开发行	视频内容资源库建设项目	40 亿元

上市公司	首次公告时间	类型	募投项目名称	投入金额
东方明珠	2014.11	配套融资	优质版权内容购买项目	20 亿元
歌华有线	2015.3	非公开发行	优质版权内容平台建设项目	19 亿元
华闻传媒	2015.8	非公开发行	影视剧版权采购与销售项目	9.2 亿元

资料来源：各公司定向增发或配套融资公告，平安证券研究所

受益于网络视频用户和移动端视频用户的迅猛增长，视频网站在版权采购方面的跑马权的“烧钱”速度尤其惊人。行业层面，根据互联网视频正版化联盟调研的不完全统计结果，国内主流视频网站的版权采购成本已高达每年 180 亿元。企业层面，百度 2015 年报显示，旗下网络视频公司爱奇艺的内容成本大幅上涨 136%；搜狐高管也曾于 2015 年 4 月的电话会议中表示旗下搜狐视频内容成本在 2015 年仍将上涨 50%；根据披露的财务报告，优酷土豆及乐视网的版权采购投入在近年均显著上升，当前两者年度版权采购投入均在 20 亿元以上。

图表25 优土内容成本及同比增速



资料来源：Youku Tudou Inc.财务报告，平安证券研究所

图表26 乐视网影视版权购置支出及同比增速



资料来源：乐视网年报及中报，平安证券研究所

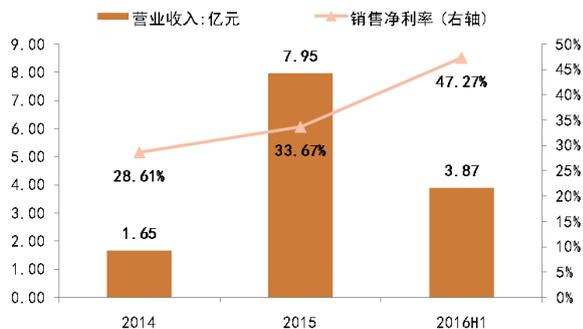
我们认为，尽管当前版权市场过热，存在泡沫，但国人对优质影视内容需求的持续释放、产业链和市场竞争结构、互联网在影视娱乐行业的进一步渗透、媒体终端的移动化和智能化最终决定了版权分销和运营市场能否长期繁荣。我们预计，尽管版权市场热度近期可能将有所回落，但广阔的市场空间（包括传统 TV 系运营商对优质内容需求的逐渐释放）仍可支撑华视网聚的业务规模在未来数年内保持稳定增长。

2.4.3 强劲的盈利能力为华视网聚带来优异的财务表现

受益于影视剧版权交易市场持续活跃以及公司良好的经营状况，2015 及 2016 上半年华视网聚的营业收入和净利润始终呈现上行增长态势。其中，2015 年企业的营收和净利润分别达到 7.95 和 2.68 亿元，相比 2014 年 1.65 和 0.47 亿分别同比大增 380.66%和 465.76%，原因主要在于因华视网聚发展初期收入和盈利的低基数效应，以及网络视频服务商为快速扩充优质内容加大采购力度；2016 上半年，华视网聚营收及净利润分别为 3.87 和 1.83 亿元，同比增速大幅放缓至 8.68%和 21.60%。但由于华视网聚采用单片及片库的形式，多渠道、多频次、多轮数的分销所采购版权，潜在的可实现收益得以最大化，故而始终保持业内领先的盈利水平。2014 至 2016 上半年，华视网聚的销售净利率分别为 28.61%、33.67%、47.27%，在高水平基础上逐年上升。

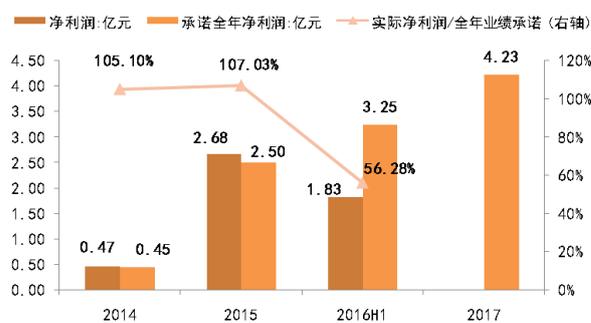
伴随着净利润的持续增长，华视网聚在过去两年均兑现了所作出的业绩承诺；对比 2016 年 3.25 亿的全年承诺净利润，今年上半年华视网聚完成净利润为该数额的 56.2%。以去年实际净利润计算，今年全年净利润增速达到 21.46%可兑现对赌协议的要求，如华视网聚今年下半年仍可保持上半年的净利润增速，则达标无忧。但考虑到本报告期内营收及净利润增速均大幅减缓，2017 年 4.23 亿元的盈利目标（相比 2016 年业绩承诺增加 30%）顺利完成与否则很可能需视明年市场状况而定。

图表27 华视网聚营收及销售净利率双双上升



资料来源：公司中报及年报，平安证券研究所

图表28 华视网聚以高速增长净利润完成业绩承诺



资料来源：公司中报、年报、投资及收购资产公告，平安证券研究所

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2016 年至 2018 年的收入分别达到 33.26 亿、45.95 亿和 65.04 亿元，增速分别为 50.4%、38.2%和 41.6%；未来三年的归母净利润为 10.37 亿、15.1 亿和 21.84 亿，同比增速为 94.6%、45.6%和 44.6%。根据我们上面的预测，公司 2016 年至 2018 年 EPS 分别为 0.40、0.59 和 0.85 元。现在公司股价对应的 PE 倍数分别是 16 年 32 倍、17 年 22 倍和 18 年的 15 倍。公司 16、17 和 18 年的估值都远低于现在计算机应用行业的 16 年和 17 年的行业估值 52.5 和 38.8 倍。

我们认为，凭借先进的技术能力和大量的客户资源，公司在音视频技术领域将持续保持国内龙头地位；伴随着国人对优质影视内容需求的持续增长，互联网技术在影视娱乐行业中的进一步渗透，媒体终端进一步移动化和智能化，公司影视制作和版权运营业务也将在未来数年内维持较高的增速。公司三大板块业务之间的协同作用将促使公司的业务生态圈逐步完善，公司也将极可能通过外延式增长策略沿产业链进一步延伸业务范围，而公司在音视频技术领域积累的技术优势和客户资源使得竞争者难以轻易模仿公司的商业模式。我们看好公司的发展前景，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示

我们认为，公司未来面临的主要风险如下：

- (1) 音视频技术解决方案市场增速放缓，竞争加剧；
- (2) 影视内容版权市场近期过热，短期有所回调；
- (3) 业务整合及并购整合风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	3178	8590	8884	10223
现金	989	5834	4833	4661
应收账款	1180	1744	2296	3423
其他应收款	151	181	277	371
预付账款	331	325	581	702
存货	495	478	843	1007
其他流动资产	33	28	53	59
非流动资产	2843	3814	4759	5720
长期投资	669	1225	1816	2475
固定资产	169	274	417	711
无形资产	62	72	84	91
其他非流动资产	1943	2242	2442	2442
资产总计	6021	12404	13642	15942
流动负债	1568	1601	1835	2360
短期借款	1005	1005	1005	1371
应付账款	90	219	201	387
其他流动负债	473	377	629	602
非流动负债	118	112	105	98
长期借款	38	32	25	18
其他非流动负债	80	80	80	80
负债合计	1687	1713	1940	2458
少数股东权益	36	69	98	132
股本	1417	2562	2562	2562
资本公积	1807	6076	6076	6076
留存收益	1074	1822	2944	4554
归属母公司股东权益	4298	10622	11604	13352
负债和股东权益	6021	12404	13642	15942

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	126	438	328	735
净利润	536	1070	1540	2218
折旧摊销	27	45	76	131
财务费用	27	-9	-66	-34
投资损失	-83	-125	-161	-227
营运资金变动	-420	-543	-1060	-1352
其他经营现金流	39	-0	-0	-0
投资活动现金流	-608	-891	-860	-865
资本支出	73	415	354	302
长期投资	-283	-556	-435	-659
其他投资现金流	-819	-1032	-942	-1222
筹资活动现金流	866	5298	-468	-408
短期借款	664	0	0	0
长期借款	38	-6	-7	-7
普通股增加	946	1145	0	0
资本公积增加	1197	4269	0	0
其他筹资现金流	-1980	-110	-462	-401
现金净增加额	384	4845	-1000	-538

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2211	3326	4595	6504
营业成本	1399	1952	2651	3714
营业税金及附加	16	20	26	37
营业费用	75	113	156	221
管理费用	188	268	368	464
财务费用	27	-9	-66	-34
资产减值损失	38	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	83	125	161	227
营业利润	550	1107	1621	2329
营业外收入	42	49	59	79
营业外支出	2	2	1	1
利润总额	591	1156	1679	2407
所得税	54	86	140	189
净利润	536	1070	1540	2218
少数股东损益	3	33	29	34
归属母公司净利润	533	1037	1510	2184
EBITDA	651	1160	1657	2468
EPS (元)	0.21	0.40	0.59	0.85

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	79.2	50.4	38.2	41.6
营业利润(%)	118.3	101.4	46.4	43.7
归属于母公司净利润(%)	102.8	94.6	45.6	44.6
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	36.7	41.3	42.3	42.9
净利率(%)	24.1	31.2	32.9	33.6
ROE(%)	12.4	10.0	13.2	16.5
ROIC(%)	10.5	8.8	11.4	14.5
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	28.0	13.8	14.2	15.4
净负债比率(%)	1.2	-44.8	-32.4	-24.2
流动比率	2.0	5.4	4.8	4.3
速动比率	1.7	5.1	4.4	3.9
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	12.6	12.6	12.6	12.6
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.40	0.59	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.09	0.17	0.13	0.29
每股净资产(最新摊薄)	1.68	4.15	4.53	5.21
估值比率	-	-	-	-
P/E	62.9	32.3	22.2	15.3
P/B	7.8	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	51.7	24.9	18.0	12.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033