

捷成股份 (300182)

内容板块带动公司快速增长，长效激励机制显著强化

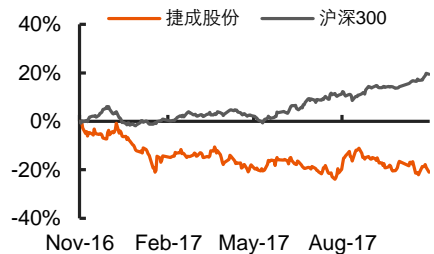
强烈推荐 (维持)

现价: 9.23 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/33.34%
实际控制人	徐子泉
总股本(百万股)	2,555
流通 A 股(百万股)	1,379
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	235.82
流通 A 股市值(亿元)	127.25
每股净资产(元)	3.71
资产负债率(%)	32.50

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

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
010-56800140
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

研究助理

陈苏 一般从业资格编号
S1060117080005
010-56800139
CHENSU109@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

事项:

公司公布2017年三季报。年初至报告期末，公司累计实现营业收入28.42亿元，同比增长33.11%，实现归母净利润7.71亿元，同比增长25.69%，实现扣非归母净利润7.49亿元，同比增长31.32%，基本EPS为0.30元。

平安观点:

- **内容板块助公司延续快速增长:**年初至报告期末，公司累计实现营业收入 28.42 亿元，相比去年同期增长 33.11%，实现归母净利润 7.71 亿元，同比增速为 25.69%。总体来看，在内容板块持续扩张的带动下，公司延续了快速增长的态势。但在技术板块方面，受广电行业景气度持续下降影响，公司在音视频技术领域主动进行了战略收缩。此外，公司扣非归母净利润增长 31.32%，高于归母净利润增速 5.63 个百分点，其中的差异主要由计入非经常损益的政府补助相比去年同期大幅下降近 1300 万元所致，或与技术板块规模收缩、软件业增值税即征即退等税收优惠降低有关。
- **版权采购力度加大致毛利率下滑:**报告期内，公司旗下华视网聚继续加大影视剧新媒体版权采购力度，反映到公司资产负债表上，三季度无形资产达到 11.24 亿元，较期初增加 53.84%。按照公司会计政策，采购版权当月便计提五成以上摊销，故而版权采购力度加大将在短期内直接导致华视网聚销售成本率上升；公司在三季度加强了对《羞羞的铁拳》、《缝纫机乐队》等头部影视作品的采购力度，由于头部作品基本仅可实现盈亏平衡，因此综合毛利率将进一步承压。主要受此影响，公司三季度毛利率继续下滑至 40.35%，低于二季度 2.74 个百分点，这也是公司营收增速与归母净利润增速之间缺口的最主要成因。对此我们认为，尽管公司毛利率因此有所下降，但有助于强化版权运营业务的核心竞争力。
- **新一期股权激励计划强化长效激励:**10月21日，公司发布了新一期限制性股票激励计划草案。根据股权激励计划，拟向包括董事、高级管理人员、中基层管理人员、核心技术(业务)人员等在内的 85 人授予 2035 万股限

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2211	3278	4043	5143	6266
YoY(%)	79.2	48.3	23.3	27.2	21.8
净利润(百万元)	533	961	1242	1565	1903
YoY(%)	102.8	80.4	29.2	26.0	21.6
毛利率(%)	36.7	44.0	42.9	44.2	43.4
净利率(%)	24.1	29.3	30.7	30.4	30.4
ROE(%)	12.4	11.0	12.4	13.6	14.3
EPS(摊薄/元)	0.21	0.38	0.49	0.61	0.74
P/E(倍)	44.2	24.5	19.0	15.1	12.4
P/B(倍)	5.5	2.6	2.3	2.0	1.8

制性股票，解锁条件为 2017-2019 年公司归母净利润达到 12.2、15.25、19 亿元，2017-2020 年由产生的费用摊销为 588、2245、1964、1551 万元。同时，华视网聚、瑞吉祥放弃 2014-2017 年度的超额业绩奖励，相应管理团队纳入上市公司长效激励体系，2017 年将由此产生 4774 万元非经常收益，可增厚今年业绩。更为长远的看，考虑到公司旗下华视网聚、瑞吉祥、中视精彩等子公司的对赌期将于今年结束，我们认为本次综合方案的重要意义在于为公司长远发展奠定了长效激励的基石，避免高度依赖于人与创意的影视行业子公司出现“人去楼空”的问题，同时也降低了近年来集中并购所形成的 55.54 亿元商誉的减值风险。

- **内容板块将成为未来数年的增长引擎：**由于新媒体对传统广电行业形成的竞争压力短期难以缓解，尚难预见音视频技术业务会出现显著反弹，预计内容板块将成为未来 2-3 年公司成长的主要引擎。从内容板块自身来看，公司不仅在版权运营业务中加强了头部内容的采购力度，而且也参投了《战狼 2》、《羞羞的铁拳》的爆款作品，或表明公司内容板块的经营思路正在向头部内容升级。此外，公司当前已参与《风河谷》、《American Made》的引进和销售，海外内容的引进和发行或将成为公司新的发力点。我们看好公司内容板块的成长前景，此外也认为公司与 Avid 的合作以及数字教育云平台业务可能在 2018 年取得突破性进展。
- **盈利预测与投资建议：**鉴于公司战略性收缩音视频技术业务规模，版权采购力度加大对毛利率形成压制，我们下调公司 2017-2019 年的盈利预测，EPS 分别调整为 0.49 元（下调 6%）、0.61 元（下调 17%）、0.74 元（下调 30%），对应 10 月 30 日收盘价的 P/E 分别为 19.0、15.1、12.4 倍。我们继续看好公司的独特业务生态、内容板块的成长性以及良好的长效激励机制，并认为公司具有一定的估值优势，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**广电系统三网融合进度不达预期；影视内容相关监管政策超出预期；版权运营市场竞争加剧；新媒体强势致公司议价能力减弱；商誉减值风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4880	5648	7994	8767
现金	1437	2119	2696	3285
应收账款	1628	1835	2571	2797
其他应收款	209	235	330	358
预付账款	1062	656	1529	1133
存货	515	756	823	1129
其他流动资产	28	48	44	65
非流动资产	7792	8498	8878	9376
长期投资	1082	1560	2044	2532
固定资产	170	238	370	527
无形资产	755	903	661	511
其他非流动资产	5785	5796	5803	5806
资产总计	12672	14146	16872	18143
流动负债	2673	3094	4535	4143
短期借款	1247	2032	2680	2556
应付账款	425	224	583	414
其他流动负债	1000	838	1272	1173
非流动负债	958	852	714	587
长期借款	617	511	373	246
其他非流动负债	341	341	341	341
负债合计	3631	3946	5249	4731
少数股东权益	64	84	103	119
股本	2562	2555	2555	2555
资本公积	4575	4575	4575	4575
留存收益	1882	2931	4303	5930
归属母公司股东权益	8977	10116	11519	13294
负债和股东权益	12672	14146	16872	18143

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	625	1445	1519	2356
净利润	994	1262	1584	1918
折旧摊销	597	640	905	898
财务费用	76	60	85	75
投资损失	-84	-72	-78	-84
营运资金变动	-1060	-445	-976	-451
其他经营现金流	102	0	0	0
投资活动现金流	-3825	-1274	-1206	-1313
资本支出	739	228	-104	10
长期投资	-1585	-478	-413	-488
其他投资现金流	-4671	-1524	-1723	-1791
筹资活动现金流	3565	-273	-384	-330
短期借款	242	0	0	0
长期借款	579	-106	-138	-127
普通股增加	1146	-7	0	0
资本公积增加	2768	0	0	0
其他筹资现金流	-1171	-160	-247	-203
现金净增加额	365	-103	-71	713

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3278	4043	5143	6266
营业成本	1835	2310	2870	3548
营业税金及附加	20	23	29	39
营业费用	115	129	159	188
管理费用	207	222	283	326
财务费用	76	60	85	75
资产减值损失	51	49	62	75
公允价值变动收益	-48	0	0	0
投资净收益	84	72	78	84
营业利润	1010	1321	1733	2099
营业外收入	112	85	42	44
营业外支出	4	4	2	2
利润总额	1119	1405	1773	2141
所得税	125	143	189	223
净利润	994	1262	1584	1918
少数股东损益	32	20	19	15
归属母公司净利润	961	1242	1565	1903
EBITDA	1789	2110	2763	3119
EPS (元)	0.38	0.49	0.61	0.74

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	48.3	23.3	27.2	21.8
营业利润(%)	83.7	30.8	31.1	21.2
归属于母公司净利润(%)	80.4	29.2	26.0	21.6
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	44.0	42.9	44.2	43.4
净利率(%)	29.3	30.7	30.4	30.4
ROE(%)	11.0	12.4	13.6	14.3
ROIC(%)	9.4	10.1	11.0	12.0
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	28.7	27.9	31.1	26.1
净负债比率(%)	6.2	5.4	4.2	-2.6
流动比率	1.8	1.8	1.8	2.1
速动比率	1.6	1.6	1.6	1.8
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	7.1	7.1	7.1	7.1
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.49	0.61	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.57	0.59	0.92
每股净资产(最新摊薄)	3.51	3.96	4.51	5.20
估值比率	-	-	-	-
P/E	24.53	18.99	15.07	12.39
P/B	2.63	2.33	2.05	1.77
EV/EBITDA	13.7	11.6	8.9	7.6

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股份有限公司（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他人。

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。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

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