

2018年01月18日

捷成股份 (300182.SZ)

## 重点关注2018年在影视内容及数字版权业务上的持续发力

■数字技术领域,公司是国内最具实力的专业音视频整体解决方案产品提供商之一。公司上市之后,不断加强技术投入与渠道建设,公司音视频业务快速增长,市场占有率不断提升,跃居行业龙头。公司战略收缩传统主业,并加大在云技术平台、虚拟现实、增强现实的技术研发与市场推广,积极布局新技术领域。

■捷成文化品牌落地,整合资源完善影视产业链。公司于2013年起通过投资或并购的方式切入影视内容制作领域,2016年成立捷成世纪文化产业集团,将旗下相关影视类公司转至该平台,持续加大内容板块的投入与业务整合,充分利用平台优势、业界资源优势,做强影视内容板块。

■数字版权生态建设日趋完善,版权业务贡献新的业绩增长点。公司收购华视网聚后,发展至今,影视版权分发与运营已成为公司核心业务。在版权分发体系中,产业链上游为影视内容的出品方、发行方以及版权所有者,下游为各平台/端口,华视网聚连接产业链上游的版权供给与下游的数字内容需求方,以内容为本,为整条产业链提供价值增值服务。

■依托“技术+内容”优势,数字教育云平台落地。公司依托自身音视频创新科技、内容制作、数字版权运营、跨网跨屏全价值链运营的特有产品布局,经过多年研发,将数字云平台服务与运营拓展至教育领域,实现特定场景下2C端的数字文化及增值内容服务目标。

■投资建议:预计公司2017-2019年净利润分别为12.99亿元、17.60亿元、21.55亿元,EPS 0.50元、0.68元、0.84元,对应当前股价PE为19、14、11倍。公司各项业务稳健发展,2018年重点关注其在影视内容、版权分发业务上的持续推进,公司作为内容输送方,在版权分发环节已建立起一定的先发优势与规模优势,考虑公司过去3年的高复合增长性以及未来版权分发市场的广阔空间,我们给予公司2018年25倍目标PE,对应目标价17.00元。首次覆盖,给予“买入-A”评级。

■风险提示:版权市场竞争加剧、影视内容监管政策超预期、参投电影票房表现不及预期等风险。

## 公司分析

证券研究报告

行业应用软件

投资评级 买入-A

首次评级

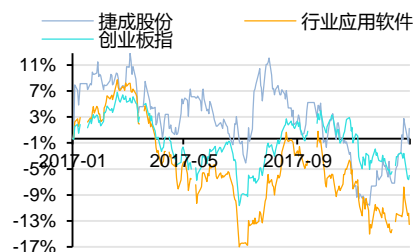
6个月目标价: 17.00元

股价(2018-01-17) 9.39元

### 交易数据

总市值(百万元)	24,178.88
流通市值(百万元)	13,058.40
总股本(百万股)	2,574.96
流通股本(百万股)	1,390.67
12个月价格区间	8.27/10.50元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.03	9.14	6.29
绝对收益	7.68	1.95	-0.45

焦娟

分析师

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

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517020002  
wangzx2@essence.com.cn

### 相关报告

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,210.6	3,278.2	4,683.2	6,268.4	7,808.6
净利润	533.0	961.5	1,298.6	1,759.9	2,154.8
每股收益(元)	0.21	0.37	0.50	0.68	0.84
每股净资产(元)	1.67	3.49	3.91	4.50	5.22

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	45.4	25.1	18.6	13.7	11.2
市净率(倍)	5.6	2.7	2.4	2.1	1.8
净利润率	24.1%	29.3%	27.7%	28.1%	27.6%
净资产收益率	12.4%	10.7%	12.9%	15.2%	16.0%
股息收益率	0.6%	0.4%	0.9%	1.0%	1.3%
ROIC	37.0%	22.3%	13.5%	17.8%	20.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 捷成股份：业绩维持高增长，版权业务持续推进</b>	<b>5</b>
1.1. 历史沿革：技术板块发展稳健，外延拓展内容制作与版权业务	5
1.2. 股权结构：实控人持股比例较高，股权结构稳定	5
1.3. 财务概况：利润率保持较高水平，持续盈利能力强	6
<b>2. 行业分析：版权生态日益完善，数字版权风口渐起</b>	<b>7</b>
2.1. 互联网演进改变版权管理生态，线上版权产业转型升级	7
2.2. 内容消费升级促进数字版权市场快速增长	7
2.3. 内容输送作为版权分发的环节之一，有望充分受益	9
<b>3. 重点关注 2018 年在影视内容及数字版权业务上的持续发力</b>	<b>9</b>
3.1. 数字技术：音视频技术行业领先，持续扩大核心竞争优势	9
3.1.1. 市场占有率不断攀升，跃居行业龙头	9
3.1.2. 战略收缩传统主业，布局新技术领域	10
3.2. 影视内容：捷成文化品牌落地，全力整合内容板块	11
3.2.1. 切入影视内容制作领域，整合资源完善影视产业链	11
3.2.2. 持续加码精品内容制作	12
3.3. 数字版权：版权采购力度加强，推动版权内容库建设	12
3.3.1. 收购华视网聚，占据版权及运营优势	12
3.3.2. 紧抓上游版权资源，聚合优质版权内容	12
3.3.3. 下游分发渠道广阔，实现多维度业务变现	13
3.4. 数字教育：依托“技术+内容”优势，打造教育云平台	13
<b>4. 投资建议</b>	<b>14</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>14</b>

## 图表目录

图 1：公司历史沿革	5
图 2：公司股权结构及主要参控股公司	6
图 3：2013-2017 前三季度公司营业收入及增速	6
图 4：2013-2017 前三季度公司归母净利润及增速	6
图 5：2013-2017 前三季度公司毛利率及净利率	7
图 6：2016 年公司主营业务营收结构	7
图 7：2006-2016 年中国网络核心版权产业规模	8
图 8：2006-2016 年中国网络视频行业规模	8
图 9：音视频整体解决方案	9
图 10：2009 年国内音视频行业市场份额情况	10
图 11：2014 年音视频行业主要企业收入及净利润情况	10
图 12：2009-2016 年公司音视频业务营业收入	10
图 13：《春风十里不如你》剧照	12
图 14：《战狼 2》剧照	12
图 15：公司版权业务上下游产业链	13
图 16：教育云平台	14

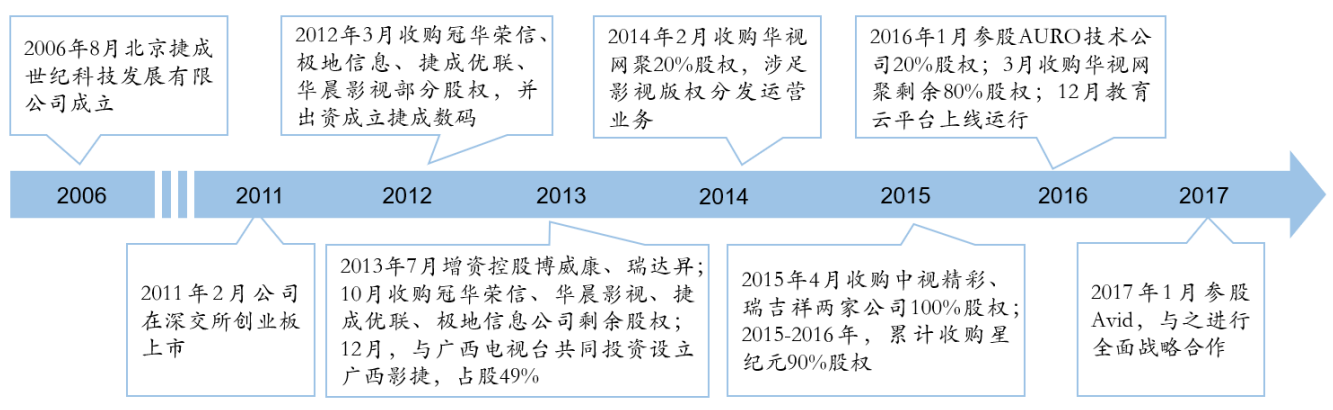
表 1: 公司控股或参股的影视内容制作公司 .....	11
表 2: 公司储备的影视版权资源 .....	13

## 1. 捷成股份：业绩维持高增长，版权业务持续推进

### 1.1. 历史沿革：技术板块发展稳健，外延拓展内容制作与版权业务

公司前身为北京捷成世纪科技发展有限公司，成立于2006年8月。2009年，公司变更设立股份有限公司，并于2011年2月在深交所创业板上市。公司围绕“技术”和“内容”两类核心产品，依赖高粘度客户群，基于音视频创新科技与海量新媒体影视内容库，积极向版权分发领域拓展，迅速推进延展全生态链布局，业务涵盖音视频技术、影视内容、新媒体版权分发、数字教育等领域。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

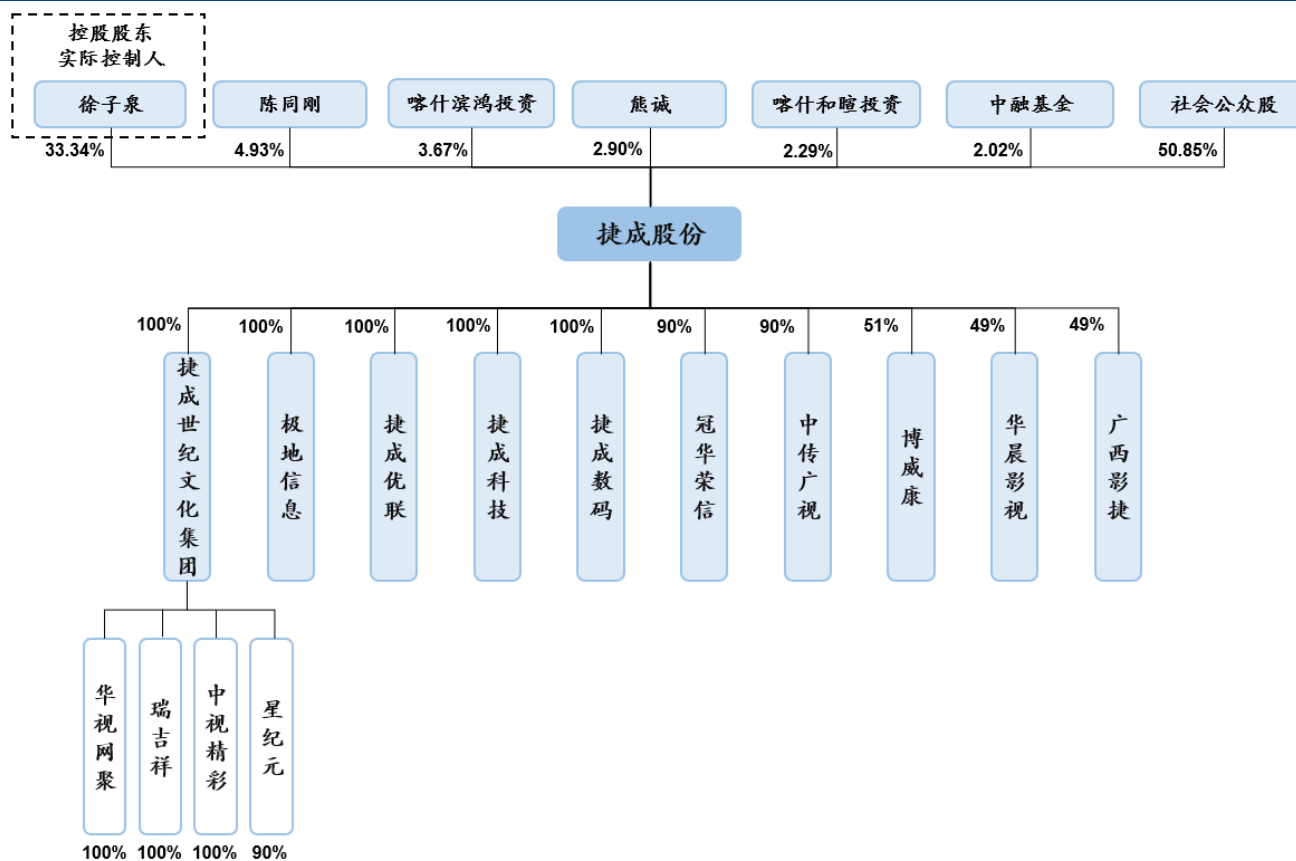
在专业技术板块，公司是国内最主要的专业音视频整体解决方案产品提供商之一。根据公司公告，捷成自2006年成立以来，技术板块发展稳健，2012-2013年，公司投资或并购冠华荣信、极地信息、捷成优联、捷成数码、博威康、瑞达昇等公司，围绕音视频技术构筑核心技术壁垒，继续保持行业内龙头领先的地位；2016年1月，收购AURO TECHNOLOGIES NV公司20%股权，引进Auto-3D音频播放技术，2017年1月，公司参股Avid，与之进行全面战略合作，持续提升公司在中国音视频技术服务与内容运营上的核心竞争力。经过多年积累，目前公司的音视频技术解决方案在国内广电行业、新闻出版行业、新媒体行业等相关行业得到广泛推广与应用。

在文化内容板块，影视内容制作与版权运营业务成为新的业绩增长点。自2013年起，公司通过对广西影捷、中视精彩、瑞吉祥、星纪元、中喜合力、宏禧聚信等公司参股或并购的投资方式，切入影视内容领域；2014-2016年，累计收购华视网聚100%股权，华视网聚拥有大量的影视内容版权，依托影视资源开展数字版权分发业务；2016年12月，牡丹江市教育云平台上线运行，公司拓展进入教育领域，实现特定场景下2C端的数字文化及增值内容服务目标。

### 1.2. 股权结构：实控人持股比例较高，股权结构稳定

截至2017年三季度，董事长徐子泉持有公司33.34%股权，为公司控股股东及实际控制人，第二大股东陈同刚持股4.93%，为华视网聚董事长，股权结构较为稳定。公司旗下设有众多子公司，围绕三大主业进行架构搭建。

图 2：公司股权结构及主要参控股公司

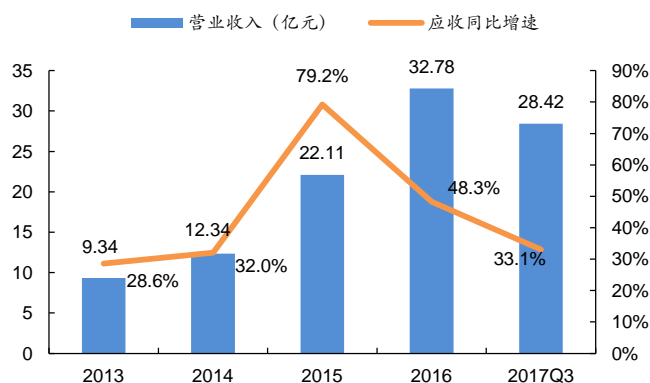


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.3. 财务概况：利润率保持较高水平，持续盈利能力强

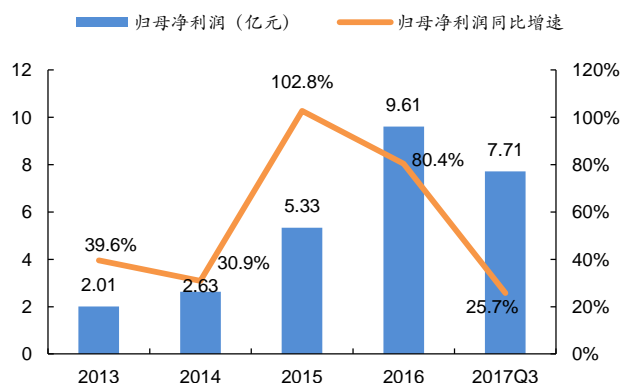
营收及利润方面，公司 2014-2016 年分别实现营业收入 12.34 亿元、22.11 亿元、32.78 亿元，同比增长 32.0%、79.2%、48.3%；实现归母净利润 2.63 亿元、5.33 亿元、9.61 亿元，同比增长 30.9%、102.8%、80.4%；2017 年前三季度，公司分别实现营业收入及归母净利润 28.42 亿元、7.71 亿元，同比增长 33.1%、25.7%。近五年，公司营业收入与净利润均保持高速增长，2015 年，公司新增影视内容板块，2016 年，公司一方面持续加码影视内容制作业务，另一方面补充影视版权运营业务，净利润在去年高增长的情况下仍然达到了 80.4% 的增速，公司业绩表现十分稳健。

图 3：2013-2017 前三季度公司营业收入及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2013-2017 前三季度公司归母净利润及增速



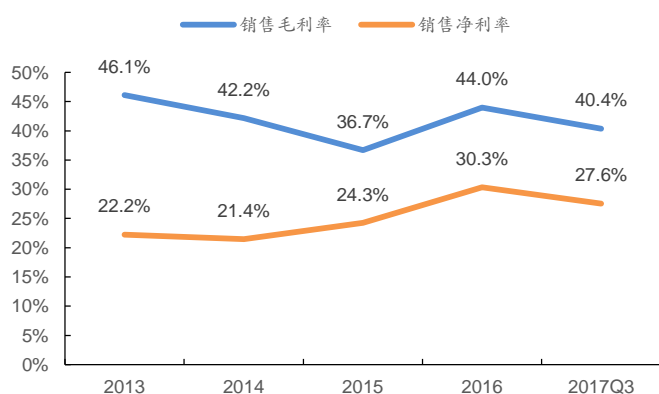
资料来源：Wind，安信证券研究中心



利润率方面,2014-2016 年公司毛利率分别为 42.2%、36.7%、44.0%,净利率分别为 21.4%、24.3%、30.3%,毛利率基本保持稳定,净利率逐步提升。2017 年前三季度毛利率及净利率分别为 40.4%、27.6%,毛利率与净利率稍有下滑,系公司一方面加大版权采购力度,另一方面对版权库内容进行了升级,采购了相对精品剧与大投入的剧集,版权采购成本上升。

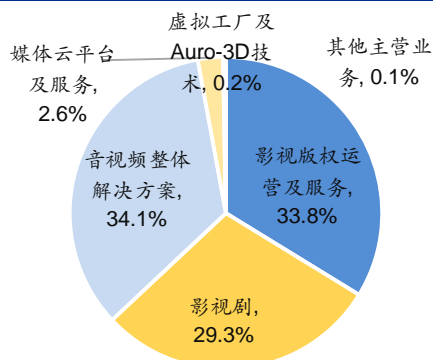
目前,公司形成了以影视版权运营服务、影视剧制作、音视频整体解决方案三大业务为主的业务格局。2016 年,公司影视版权运营业务营收占比 33.8%,影视剧业务营收占比 29.3%,音视频整体解决方案营收占比 34.1%,另外媒体云平台服务、虚拟工厂及 Auro-3D 技术是公司 2016 新增业务,目前各大业务板块按照既定目标稳步推进。

图 5: 2013-2017 前三季度公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 6: 2016 年公司主营业务营收结构



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 2. 行业分析: 版权生态日益完善, 数字版权风口渐起

### 2.1. 互联网演进改变版权管理生态, 线上版权产业转型升级

技术发展是把双刃剑: **1) 互联网发展初期, 线下行业盗版颠覆版权生态。**互联网曾一度冲击线下版权市场,网速及带宽不够,内容消费主要通过线下方式(如 DVD),版权管理困难,盗版的猖獗摧毁了版权产业;**2) 互联网兴起后又摧毁线下盗版。**互联网的发展连接了线下与线上市场,推动版权侵权监测与查处更加透明有力,使得线上版权管理成为可能,版权侵害经济损失等问题都可以在线上得到控制,为网络版权产业发展奠定了良好的政策与社会环境。

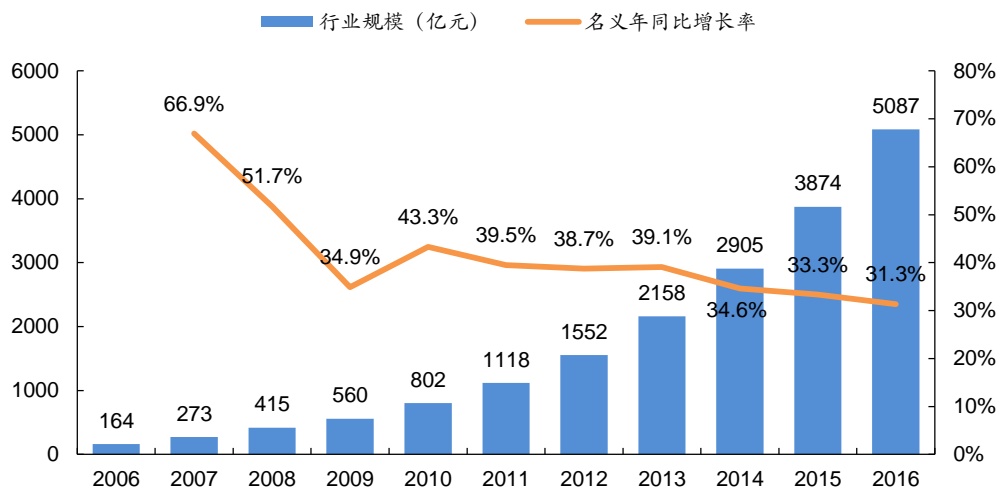
**顺应互联网时代要求, 版权产业整体向网络化以及信息化转型升级。**以产业发展的视角来看,相比线下传统载体,数字网络与大数据、人工智能等新科技的发展深刻影响了版权产业的面貌,网络核心版权产业成为产业变迁过程中具有发展潜力与重要性的新兴产业。网络核心版权产业,其定义为通过网络技术于应用,完全地从事创造、生产与制造、表演、传播与展出、发行与销售依赖网络和版权保护的内容作品的产业,包括网络游戏、网络文学、网络广告、网络视频以及网络音乐等。

### 2.2. 内容消费升级促进数字版权市场快速增长

随着国民经济的迅速发展,我国居民的消费指数也在逐年递增,消费需求与消费观念正在向以旅游、购物、娱乐为主的方向与享受型消费阶段过渡,音乐、动漫、游戏等版权产业快速崛起。产业消费升级推动内容质量升级,网络版权产业在消费升级驱动下,市场以及用户对版权内容的质量要求不断提高,对优质版权作品的需求不断提升。同样,更多优质版权内容将有助于用户付费市场的发展。根据腾讯研究院测算,2016 年中国网络核心版权产业的行

业规模为 5087 亿元人民币，同比增长 31.3%。

图 7：2006-2016 年中国网络核心版权产业规模

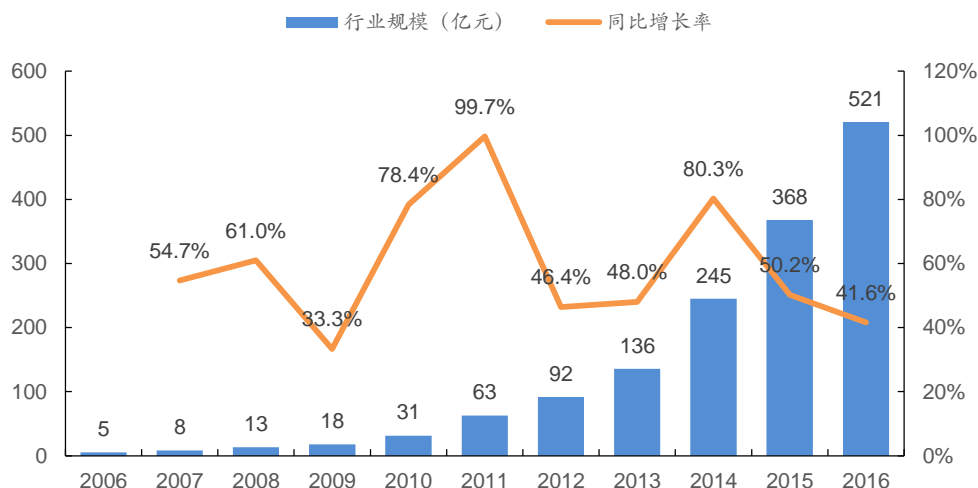


资料来源：腾讯研究院，安信证券研究中心

伴随版权保护力度增强，以文学、音乐、视频为内容的用户付费模式迎来转机。互联网产业发展早期，内容付费探索的时机并不成熟，中国网络版权产业经历了全球独特的免费时代，从内容免费、软件免费到硬件“免费”，以流量经济支撑产业发展。但随着版权保护力度的增强，移动硬件设置的提升，融资环境的改善，以及 IP 改编开发模式的成功，网络文学、音乐、视频等用户付费内容细分产业将呈现加速增长。

中国网络视频行业抓住版权保护与移动视频的发展机遇，成长最为迅速。根据腾讯研究院，2016 年中国网络视频行业规模达到 521 亿元，近十年一直保持高速增长。各大视频网站联合推动行业正版化，以及国家版权局与各级法院不断加强对网络视频侵权的打击处罚力度，有力的推动了我国网络视频行业的正版化进程。中国网络视频行业是我国网络版权产业经弱变强，由乱而治的典型。近些年，网络视频行业的发展经历了从恶性竞争到良性发展的历程，目前已经形成较为完善的网络视频版权生态，行业逐渐开始从广告营收向会员付费的模式转型，《琅琊榜》、《鬼吹灯》等优质视频节目不断涌现。

图 8：2006-2016 年中国网络视频行业规模



资料来源：腾讯研究院，安信证券研究中心



### 2.3. 内容输送作为版权分发的环节之一，有望充分受益

内容分发的本质是服务升级，但分发平台尚未进入精耕细作阶段。从用户需求角度，对内容的需求是高质、精准、专业等，在硬件/需求创新已经达到瓶颈时，随之而来的只能是服务的升级及微创新。在内容领域，经过了早期的搬运工时代，内容创作时代，随之而来的是细分领域的创作。内容产业价值链包括内容需求、内容生产（CP）、内容分发（SP）、内容消费环节，分发环节又分为平台、平台补充、内容输送三部分，内容输送作为版权分发的环节之一，未来有望充分受益。

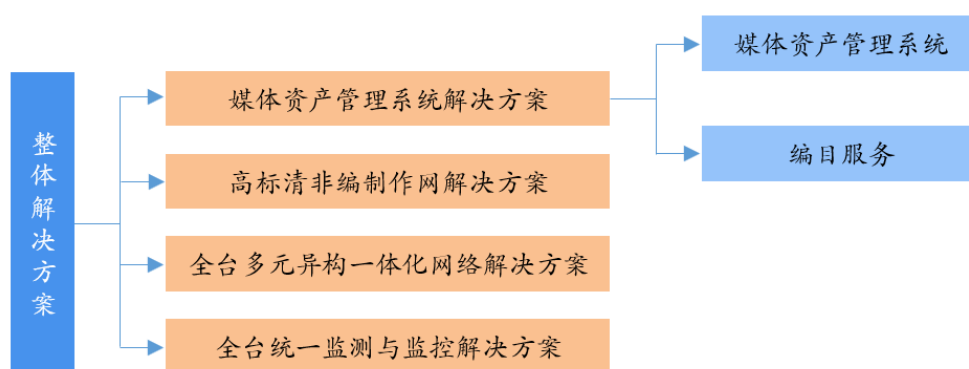
## 3. 重点关注 2018 年在影视内容及数字版权业务上的持续发力

### 3.1. 数字技术：音视频技术行业领先，持续扩大核心竞争优势

#### 3.1.1. 市场占有率不断攀升，跃居行业龙头

公司是国内最具实力的专业音视频整体解决方案产品提供商之一。公司原主业属于音视频制作、控制和管理系统行业，从事音视频整体解决方案的设计、开发与实施，目前具体业务包括音视频整体解决方案、媒体云平台及服务、虚拟工场及 Auro-3D 技术。

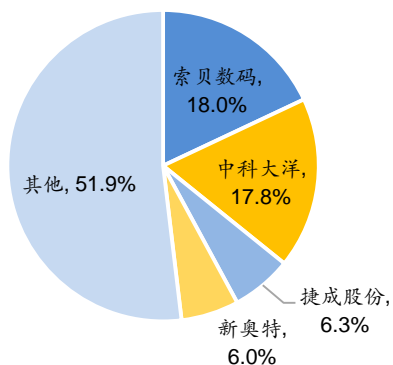
图 9：音视频整体解决方案



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

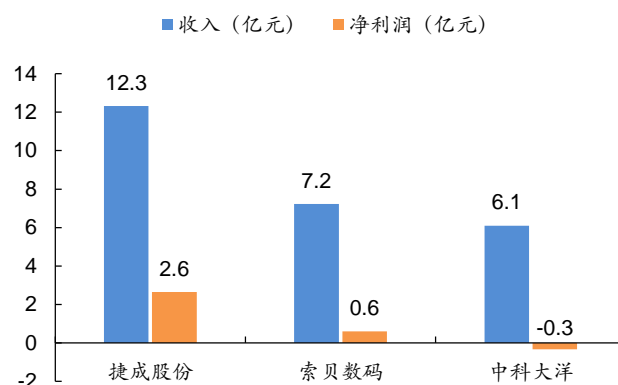
**上市后市占率不断提升。**根据汉鼎咨询，2009 年，行业内排名前四的为索贝数码、中科大洋、捷成股份、新奥特，市场占有率分别为 18.0%、17.8%、6.3%、6.0%，公司排名第三。2014 年，公司实现音视频业务收入、净利润分别为 12.33 亿元、2.64 亿元，位居行业第一。公司上市之后，不断加强技术投入与渠道建设，公司音视频业务快速增长，市场占有率不断提升，领先索贝数码与中科大洋，行业龙头地位稳固。

图 10：2009 年国内音视频行业市场份额情况



资料来源：汉鼎咨询，安信证券研究中心

图 11：2014 年音视频行业主要企业收入及净利润情况



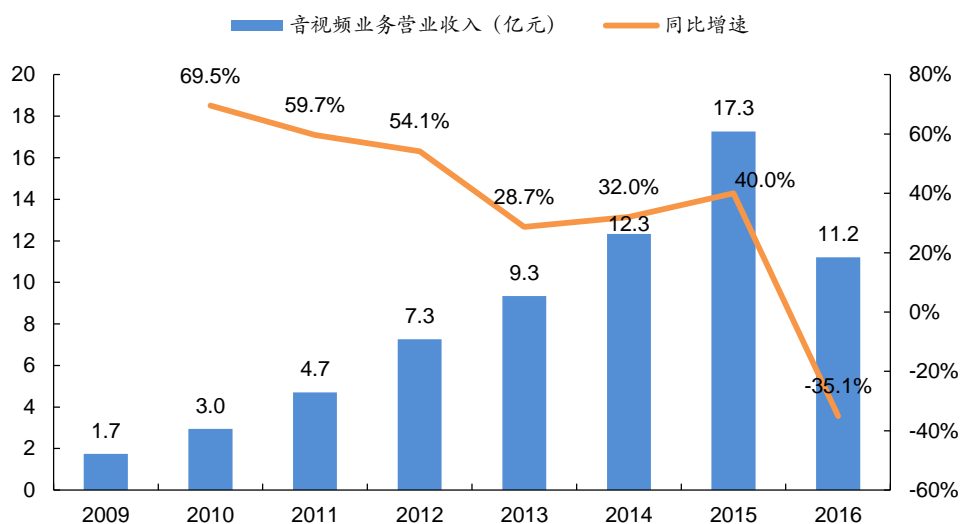
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.1.2. 战略收缩传统主业，布局新技术领域

公司业内产品线覆盖的音视频技术解决方案在国内广电行业、新闻出版行业、新媒体行业等相关行业得到广泛推广与应用，围绕高清、4K 的制播技术系统、媒体资产管理系统、信息安全系统、智能监控系统及全媒体中央厨房在业内处于领先技术水平，在收入规模、经济效益、技术优势、服务能力和全产业链覆盖能力方面具有核心优势。

**战略收缩传统业务。**在音视频技术领域，为应对相对恶化的市场与客户环境，公司进行了主动的战略收缩，从技术、人员、市场、渠道多层次重构，根据市场当期需求配比资源投入，在确保高质量客户高粘性的前提下提高盈利能力。同时，公司加大在云技术平台、虚拟现实、增强现实的技术研发与市场推广，在国家媒体融合战略推动下，公司的全媒体融合云服务平台正在为媒体新一轮技术改造提供强劲动力与支撑。

图 12：2009-2016 年公司音视频业务营业收入



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**融合媒体及“云”端的落地为公司技术板块未来持续增长提供动力与支撑。**2017 年，公司加大在云技术平台的研发投入和产业投资，增强了公司在云计算和大数据领域的核心竞争力，强化了公司为影视行业音视频生产与应用部门提供全流程的一体化云服务能力。公司基于融合媒体全产业链、全媒体化、全程云服务的新一代融合媒体平台解决方案，公司推出了国内领先的云制作平台、云新闻指挥平台、云节目交易平台等，2017 年先后中标了中央电视台

的首个云制作平台项目、中央电视台现址数据中心私有云项目、湖北长江云等多个省级云平台项目。

**积极进行国际市场开拓。**公司在战略上进一步深化在音视频技术领域的一体化服务优势，此外通过投资并购等方式与国内外著名的音视频公司合作，完善音视频制作业务，实现全产业链布局及技术升级，提高国际竞争力。

**与 AVID 进行全面战略合作，提升公司在音视频技术服务上的核心竞争力。**根据公司公告，公司于 2017 年 1 月 26 日与 Avid 签订《股份购买协议》，公司拟使用自有资金 1816 万美元购买 Avid 新发行的 5.0%-9.9% 的普通股。公司通过在人员转移、研发分享、市场开拓、渠道优化等方面与 Avid 进行合作，构建大中华区（包括大陆、台湾、香港、澳门）实施平台，驱动高端音视频技术业务增长。

**与世优技术、AUTO 技术合作，整体 AR/VR 解决方案开始实现商用。**根据公司公告，通过投资世优(北京)技术公司以及 AURO TECHNOLOGIES NV，公司的虚拟工场产品与世优(北京)技术公司在 VR/AR 领域独创的领先技术引擎、Auro-3D 音频系统相结合，形成三维视频 VR 配三维沉浸音效的整体 AR/VR 解决方案，并率先实现商用，2016 年成功中标中央电视台欧洲杯转播中的虚拟场景服务、央视网虚拟短视频《大路说长征》等项目。

### 3.2. 影视内容：捷成文化品牌落地，全力整合内容板块

#### 3.2.1. 切入影视内容制作领域，整合资源完善影视产业链

公司于 2013 年起通过投资或并购的方式切入影视内容制作领域。公司先后通过投资或收购广西影捷、中视精彩、瑞吉祥、星纪元、中喜合力、宏禧聚信等影视公司，持续布局内容制作业务。旗下各影视公司具有丰富的业内资源及影视剧制作发行能力，内容制作涵盖电视剧、电影、网剧、综艺节目等，其中以电视剧制作为主，电影方面主要以参投为主。

**夯实公司战略落地，打造优质捷成文化品牌。**根据公司公告，2016 年 6 月，公司设立捷成世纪文化产业集团有限公司，并将旗下相关影视类全资/控股子公司全部股权或控股权整体转至该平台。公司通过加大对旗下重组公司的业务整合，一方面能够更好的实现在影视内容制作与版权运营领域的客户资源、财务及人员的整合，另一方面文化集团能充分利用上市公司的资金优势、平台优势、业界资源优势，打造优质的捷成文化品牌。

表 1：公司控股或参股的影视内容制作公司

公司	关联性质	持股比例	投资金额	主营业务
瑞吉祥	全资子公司	100%	11.7 亿元	音视频制作、发行
中视精彩	全资子公司	100%	9.1 亿元	影视剧策划、制作、发行
星纪元	联营企业	90%	15.9 亿元	影视策划、制作、发行
百年中视	合营企业	50%	N/A	影视投资、制作、发行
广西影捷	联营企业	49%	N/A	影视内容代理、制作、发行
宏禧聚信	联营企业	31%	2.1 亿元	广告创意策划、电视节目制作与发行、品牌营销
中喜合力	联营企业	21%	3.7 亿元	电视节目制作、广告业务

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**影视制作实力较强，精品剧作层出不穷。**2016 年，公司制作投资 40 余部影视剧，在全国各大电视台及地面平台播出，其中 14 部电视剧在中央电视台、省级一线卫视频道黄金档或网络独播播出，出品上线电影 6 部，大型综艺节目 4 档。代表作有《漂洋过海来看你》、《春风十里不如你》、《特种兵之霹雳火》、《三八线》、《六扇门》等电视剧，《战狼 2》、《机器之血》、《伦敦陷落》、《陆垚知马俐》等电影，均取得了不俗的收视或票房成绩。

### 3.2.2. 持续加码精品内容制作

公司持续加大内容板块的投入与业务整合，充分利用平台优势、业界资源优势，做强影视内容板块。公司在电视剧上的参投比例较高，其中不乏主投主控的剧作，而在电影方面，公司则以参与与发行为主。根据公司公告，2017 年公司参与投资或制作的《春风十里不如你》、《热血军旗》、《林海雪原》等电视剧作品在央视一套、安徽卫视、山东卫视、优酷平台等热播，电影《战狼 2》、《空天猎》等在各大院线上线。其中由周冬雨、张一山主演的电视剧《春风十里不如你》优酷网络播放量已突破 59 亿（截至 2018 年 1 月 16 日）；根据艺恩数据，电影《战狼 2》票房突破 56 亿元，已超越《美人鱼》刷新华语电影史票房纪录。

图 13:《春风十里不如你》剧照



资料来源：豆瓣，安信证券研究中心

图 14:《战狼 2》剧照



资料来源：豆瓣，安信证券研究中心

### 3.3. 数字版权：版权采购力度加强，推动版权内容库建设

#### 3.3.1. 收购华视网聚，占据版权及运营优势

根据公司公告，2014 年公司以自有资金 7000 万元收购华视网聚 20% 股权，2016 年以发行股份及支付现金方式收购剩余 80% 股权，交易对价 32 亿元，并非公开发行股份募集配套资金 26 亿元，除用于支付交易对价、补充公司流动资金外，主要用于支付华视网聚版权采购费用。同时，华视网聚相关股东承诺 2015-2017 年扣非后归母净利润分别不低于 2.5 亿元、3.25 亿元、4.23 亿元。2016 年华视网聚实现营业收入及归母净利润分别为 12.11 亿元、4.20 亿元，完成业绩承诺；2017 年前三季度，华视网聚净利润已超 4 亿元，全年有望完成业绩承诺。

**影视版权分发与运营已成为核心业务。**华视网聚凭借海量的影视新媒体海量内容积累及广泛的媒体渠道关系，构建了中国新媒体内容发行的典范，已成为国内最大的影视新媒体内容服务集成商，一个由“海量数字内容矩阵”+“全产业媒体发行集群”+“全媒体终端交互式覆盖”形成的“云”、“端”、“场”一体化的运营模式，带来了上中下游全产业链融合式服务的文化传播生态。

#### 3.3.2. 紧抓上游版权资源，聚合优质版权内容

**构建海量数字内容矩阵。**华视网聚建立了完善的市场信息调研、影片价值评估、视频版权采购、数据分析、版权分销、版权运营以及影视产品新媒体宣发等流水化运营体系，与中影、万达、华谊、星美、小马奔腾、华录百纳、华策等出品公司合作，积累了海量精品内容，形成涵盖电影、电视剧、动漫、综艺、原创等数字内容矩阵。

**加大版权采购力度，积极储备与孵化精品内容，为后续持续盈利打下基础。**公司以影视内容版权为核心，加大内容集成力度，2017 年三季度公司采购了包括《羞羞的铁拳》、《缝纫机



乐队》等多部电影、电视剧的新媒体版权，以确保国产影视版权内容市场占有规模。截至 2017 年 8 月，华视网聚储备了众多的影视版权内容，电影 5000 多部、电视剧 30000 多集、动画 30 万分钟、综艺 5000 多小时。其中，包括香港电影 1500 部，约占据香港市场份额的 60%-80%，海外电影已经有 600 多部。

**表 2：公司储备的影视版权资源**

版权类别	版权数量	代表作品
电影	5000 多部	《羞羞的铁拳》、《缝纫机乐队》、《西游伏妖篇》、《美人鱼》、《荒野猎人》、《捉妖记》、《寻龙诀》、《心花怒放》、《智取威虎山》、《太平轮》
电视剧	30000 多集	《一仆二主》、《大丈夫》、《咱们结婚吧》、《真爱遇到她》、《最好的安排》、《飞虎队》
动画	30 万分钟	《聪明的一休》、《喜羊羊与灰太狼》、《倒霉熊》、《美猴王》、《大头儿子小头爸爸》、《火力少年王》

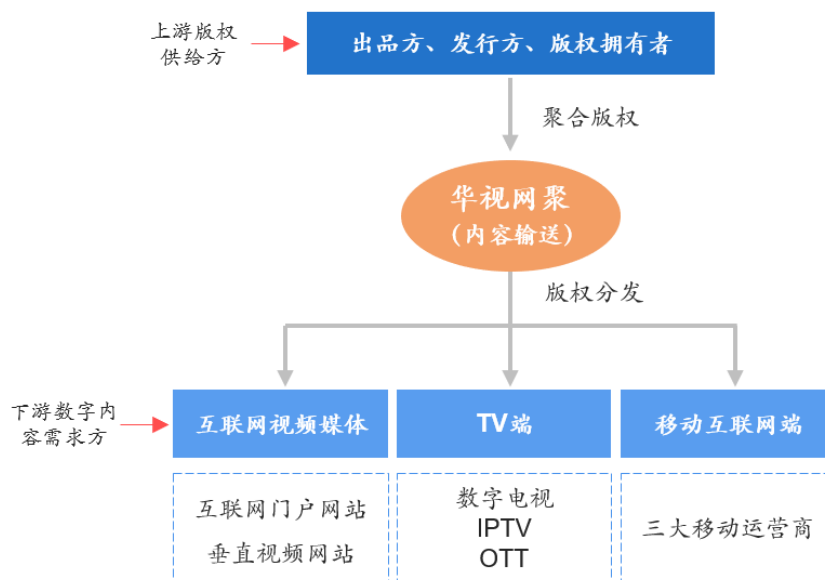
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.3.3. 下游分发渠道广阔，实现多维度业务变现

利用已有优势推进版权全产业链生态布局，实现多渠道、多平台、多轮次的业务变现。以内容整合服务，以渠道聚合传播，以终端覆盖用户，形成内容发行、媒体落地、终端交互、用户运营为一体的综合娱乐文化运营服务体。打通产业链上下游的沟通协作，让内容生产商、媒体运营商与终端用户建立起双向互动的产业闭环生态。

华视网聚作为内容输送平台，聚合版权集中分发给 B 端客户。在版权分发体系中，产业链上游为影视内容的出品方、发行方以及版权所有者，下游为各平台/端口，华视网聚连接产业链上游的版权供给与下游的数字内容需求方，以内容为本，为整条产业链提供价值增值服务。

**图 15：公司版权业务上下游产业链**



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.4. 数字教育：依托“技术+内容”优势，打造教育云平台

2016 年 12 月，公司完成了牡丹江市教育云平台的设计与上线运行。公司依托自身音视频创新科技、内容制作、数字版权运营、跨网跨屏全价值链运营的特有产品布局，经过多年研发，正式将数字云平台服务与运营拓展至教育领域。平台按照“一二四”模式（一个核心、两个平台、四大服务）构建，即以教育资源智慧库为核心的教育资源公共服务平台与以教学管理

数据为主的教学管理公共服务平台，提供涵盖不同教育类别面向教师、学生、教育管理者与社会公众的四大服务。

**积极进行市场开拓，加快数字教育云平台的落地与推广工作。**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、景德镇市等进行了战略合作，在重庆市、陕西省西安市、湖北省随州市、河北省遵化市、新疆省图木舒克市、甘肃省天水市、广东省惠州市及深圳市罗湖区、广西省桂林市等开始试点或试运行。

**实现特定场景下 2C 端的数字文化及增值内容服务目标。**“成为具有国际创新技术的数字文化传媒巨头”是公司一直的既定战略，公司依靠“技术加内容的双轮驱动”优势持续深化，拓展进入教育领域，既是公司战略的实践，也是公司长达三年的不断研发投入所得，将继续加大研发投入，最终实现公司特定场景下 2C 端的数字文化及增值内容服务目标。

图 16：教育云平台



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

## 4. 投资建议

预计公司 2017-2019 年净利润分别为 12.99 亿元、17.60 亿元、21.55 亿元，EPS 0.50 元、0.68 元、0.84 元，对应当前股价 PE 为 19、14、11 倍。公司各项业务稳健发展，2018 年重点关注其在影视内容、版权分发业务上的持续推进，公司作为内容输送方，在版权分发环节已建立起一定的先发优势与规模优势，考虑公司过去 3 年的高复合增长性以及未来版权分发市场的广阔空间，我们给予公司 2018 年 25 倍目标 PE，对应目标价 17.00 元。首次覆盖，给予“买入-A”评级。

## 5. 风险提示

版权市场竞争加剧、影视内容监管政策超预期、参投电影票房表现不及预期等风险。



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2,210.6	3,278.2	4,683.2	6,268.4	7,808.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,399.4	1,835.5	2,751.6	3,679.0	4,577.8	营业收入增长率	79.2%	48.3%	42.9%	33.8%	24.6%
营业税费	16.1	19.7	30.2	39.5	49.5	营业利润增长率	118.3%	83.7%	42.2%	36.2%	23.9%
销售费用	75.2	115.3	162.0	218.6	271.2	净利润增长率	102.8%	80.4%	35.1%	35.5%	22.4%
管理费用	188.1	206.6	346.8	429.6	556.7	EBITDA 增长率	98.0%	179.9%	48.7%	-21.2%	23.0%
财务费用	26.5	76.2	-8.2	-16.2	-29.8	EBIT 增长率	114.5%	88.5%	31.5%	35.8%	23.4%
资产减值损失	38.4	51.3	51.3	51.3	51.3	NOPLAT 增长率	106.2%	84.5%	31.5%	35.8%	23.4%
加:公允价值变动收益	-	-47.7	0.1	-0.0	0.0	投资资本增长率	205.3%	117.1%	3.2%	7.8%	10.3%
投资和汇兑收益	83.1	84.4	87.0	89.6	92.2	净资产增长率	150.9%	108.6%	12.5%	15.5%	16.3%
<b>营业利润</b>	549.9	1,010.3	1,436.7	1,956.2	2,424.1	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	40.7	108.2	74.1	91.3	82.7	毛利率	36.7%	44.0%	41.2%	41.3%	41.4%
<b>利润总额</b>	590.6	1,118.5	1,510.8	2,047.4	2,506.8	营业利润率	24.9%	30.8%	30.7%	31.2%	31.0%
减:所得税	54.4	124.6	168.3	228.1	279.2	净利润率	24.1%	29.3%	27.7%	28.1%	27.6%
<b>净利润</b>	533.0	961.5	1,298.6	1,759.9	2,154.8	EBITDA/营业收入	27.2%	51.3%	53.4%	31.5%	31.1%
						EBIT/营业收入	26.1%	33.1%	30.5%	30.9%	30.7%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	25	19	12	7	4
货币资金	988.9	1,437.1	630.8	1,529.2	2,445.6	流动营业资本周转天数	205	207	213	219	220
交易性金融资产	-	-	0.1	0.0	0.0	流动资产周转天数	403	442	370	365	388
应收账款	1,330.5	1,837.9	2,717.4	3,360.4	4,222.9	应收帐款周转天数	176	174	175	175	175
应收票据	28.9	20.5	52.2	43.7	76.6	存货周转天数	57	55	55	57	56
预付帐款	331.1	1,062.0	411.0	1,969.8	736.8	总资产周转天数	681	1,026	924	745	692
存货	494.6	515.1	926.8	1,049.1	1,379.7	投资资本周转天数	467	753	733	578	506
其他流动资产	4.0	7.3	7.4	6.2	7.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	2.5	83.4	28.6	38.2	50.1	ROE	12.4%	10.7%	12.9%	15.2%	16.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.9%	7.8%	11.8%	12.5%	14.4%
长期股权投资	668.9	1,082.2	1,082.2	1,082.2	1,082.2	ROIC	37.0%	22.3%	13.5%	17.8%	20.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	169.2	169.8	137.9	105.9	73.9	销售费用率	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
在建工程	9.6	12.6	12.6	12.6	12.6	管理费用率	8.5%	6.3%	7.4%	6.9%	7.1%
无形资产	62.3	755.3	-286.0	-286.0	-286.0	财务费用率	1.2%	2.3%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
其他非流动资产	1,930.4	5,688.7	5,650.3	5,667.5	5,658.2	三费/营业收入	13.1%	12.1%	10.7%	10.1%	10.2%
<b>资产总额</b>	6,021.0	12,671.9	11,371.4	14,578.9	15,459.7	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1,005.0	1,247.3	-	-	-	资产负债率	28.0%	28.7%	10.5%	19.4%	11.5%
应付帐款	165.7	970.9	182.2	1,727.8	419.7	负债权益比	38.9%	40.2%	11.8%	24.0%	13.0%
应付票据	-	-	1.6	0.5	1.4	流动比率	2.03	1.83	6.02	3.49	7.47
其他流动负债	397.8	454.4	604.2	554.3	765.4	速动比率	1.71	1.63	4.85	3.03	6.31
长期借款	38.0	20.0	-	-	-	利息保障倍数	21.73	14.25	-173.32	-119.75	-80.32
其他非流动负债	80.4	938.2	409.8	541.3	597.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,686.9	3,630.7	1,197.7	2,823.9	1,783.6	DPS(元)	0.06	0.04	0.08	0.10	0.12
少数股东权益	36.3	64.1	107.9	167.4	240.2	分红比率	28.8%	9.9%	16.2%	14.1%	14.8%
股本	1,416.9	2,562.5	2,575.0	2,575.0	2,575.0	股息收益率	0.6%	0.4%	0.9%	1.0%	1.3%
留存收益	2,880.9	6,457.1	7,490.8	9,012.6	10,860.9						
<b>股东权益</b>	4,334.1	9,041.2	10,173.7	11,754.9	13,676.0						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	536.1	993.9	1,298.6	1,759.9	2,154.8	EPS(元)	0.21	0.37	0.50	0.68	0.84
加:折旧和摊销	27.1	597.5	1,073.3	32.0	32.0	BVPS(元)	1.67	3.49	3.91	4.50	5.22
资产减值准备	38.4	51.3	-	-	-	PE(X)	45.4	25.1	18.6	13.7	11.2
公允价值变动损失	-	47.7	0.1	-0.0	0.0	PB(X)	5.6	2.7	2.4	2.1	1.8
财务费用	30.9	81.0	-8.2	-16.2	-29.8	P/FCF	-14.5	-7.7	-33.0	21.9	21.0
投资损失	-83.1	-84.4	-87.0	-89.6	-92.2	P/S	10.9	7.4	5.2	3.9	3.1
少数股东损益	3.1	32.5	43.9	59.5	72.8	EV/EBITDA	56.6	15.9	9.5	11.7	9.2
营运资金的变动	-239.1	-875.1	-1,335.2	-804.8	-1,096.6	CAGR(%)	50.3%	30.9%	71.9%	50.3%	30.9%
<b>经营活动产生现金流量</b>	126.4	625.2	985.5	940.7	1,040.9	PEG	0.9	0.8	0.3	0.3	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-608.4	-3,824.8	141.6	80.1	80.3	ROIC/WACC	3.5	2.1	1.3	1.7	2.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	865.8	3,564.5	-1,933.4	-122.4	-204.8	REP	2.2	1.3	1.9	1.3	1.0

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、王中骁声明，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。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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