

## 捷成股份 (300182)

# 拟非公开发行加码影视教育业务，战略扩张意图明显

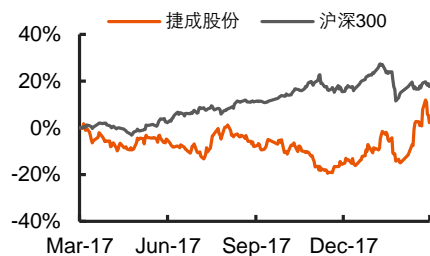
### 强烈推荐 (维持)

现价: 10.49 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)	2,575
流通 A 股(百万股)	1,391
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	270.11
流通 A 股市值(亿元)	145.88
每股净资产(元)	3.68
资产负债率(%)	32.50

#### 行情走势图



#### 证券分析师

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

- **拟非公开发行股票扩张影视教育业务：**3月14日，公司发布《2018年非公开发行A股股票预案》。根据预案，公司拟向不超过5名特定对象非公开发行股票，募集资金总额不超过29.95亿元；以此金额计算，本次非公开发行募集资金略超公司市值的10%。无论从绝对金额上还是相对数量来看，本次非公开发行均具有相当规模，公司实现战略扩张的意图明显。资金投向方面，公司募集全部资金将用于发展影视及教育业务。
- **公司已与建投华文签订认购协议：**3月13日，公司与建投华文签订股份认购协议，约定建投华文以现金认购公司不低于1.99亿元总额股票，锁定期为三十六个月，且其将不参与发行定价的市场询价过程，接受市场询价结果。建投华文是中国建投旗下文化传媒、消费品及服务、医疗健康领域的专业投资和运营平台，且中国建投由中央汇金全资设立。建投华文的参与，可提高融资确定性，在一定程度上增强市场信心，同时也存在未来与公司进一步扩大合作、支持公司发展的可能性。
- **智慧教育有望成为新的战略增长点：**首先，非公开发行有利于公司改善财务结构，降低财务成本；其次，募集资金投资影视制作与版权运营业务有助于强化公司内容板块竞争力；最后，募集资金中近7.5亿元投向面向K12阶段师生的智慧教育业务尤其值得关注，如发展顺利，有望在3-5年的时间内成为公司蓝图中的新增长极，我们认为盈利模式的可行性和公司的执行力是能否获得成功的关键。
- **盈利预测与投资建议：**非公开发行仍需股东大会审议和证监会核准，具有不确定性，故而暂不考虑其影响，维持此前的盈利预测：2017-2019年，公司归母净利润分别为12.50、15.98、19.93亿元，EPS分别为0.49、0.62、0.77元，对应3月16日收盘价的P/E分别为21.6、16.9、13.6倍。给定公司“技术+内容”双轮驱动转型顺利，文化教育传播生态基本成型，内容板块业务增长前景保持良好，智慧教育也有望在未来3-5年中成为新的增长极，继续维持“强烈推荐”评级。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2211	3278	4315	5546	6791
YoY(%)	79.2	48.3	31.6	28.5	22.5
净利润(百万元)	533	961	1250	1598	1993
YoY(%)	102.8	80.4	30.0	27.8	24.7
毛利率(%)	36.7	44.0	40.8	40.8	40.9
净利率(%)	24.1	29.3	29.0	28.8	29.3
ROE(%)	12.4	11.0	12.4	13.9	14.9
EPS(摊薄/元)	0.21	0.37	0.49	0.62	0.77
P/E(倍)	50.7	28.1	21.6	16.9	13.6
P/B(倍)	6.3	3.0	2.7	2.3	2.0

■ 风险提示：

与本次非公开发行的主要相关风险如下：

- 1) 审批风险：非公开发行能否通过公司股东大会批准和证监会核准存在一定的不确定性，如未能通过审批或核准发行规模缩减，可能影响公司执行经营计划，不能达到预期的经济收益。
- 2) 发行风险：非公开发行存在不能足额募集所需资金甚至发行失败的风险，如未能足额募集资金或发行失败，亦可能对公司经营计划造成负面影响，不能达到预期的经济收益。
- 3) 募投项目风险：实际经营中，募投项目实际收益可能低于预期，尤其是公司智慧教育业务的盈利模式尚未经市场验证，如投入未能如期转化成收益，可能为投资者带来损失。
- 4) 收益摊薄风险：非公开发行将导致公司股本及净资产有所增加，如净利润增长未能达到相应规模，则即期回报将被摊薄，公司股价可能受到影响。

## 一、 拟非公开发行股票扩张影视及教育业务

3月14日，公司发布《2018年非公开发行A股股票预案》。根据预案，公司拟向不超过5名特定对象非公开发行股票，募集资金总额不超过29.95亿元；以此金额计算，本次非公开发行募集资金略超公司市值（3月16日，公司股票收盘价格10.49元，股份总数25.75亿股，总市值约270亿元）的10%，对应股票数量约为2.86亿股。无论从绝对金额上还是相对数量来看，本次非公开发行均具有相当的规模，公司实现战略扩张的意图明显。资金投向方面，公司募集全部资金将用于发展影视及教育业务。

图表1 非公开发行募投项目概况及公司内部测算结果

募投项目	影视剧制作	版权运营与媒体经营	智慧教育及在线教学云平台	智慧教育数据中心
预计总投资	10.72亿元	31.28亿元	5.99亿元	1.76亿元
募投资金拟投资额	7.5亿元	15亿元	5.99亿元	1.46亿元
主要内容	电视剧的策划、制作和发行	采购影视版权，面向新媒体进行数字化分发和内容运营	在20多个城市搭建智慧教育平台，同时为约半数学校配备智慧教育课堂设备	建筑装修，设备购置、安装，软件购置、研发，网络租赁、搭建，以及数据中心运维等
建设期	2年	2年	2年	积累捷成智慧教育体系的用户行为数据，通过数据分析反哺各地智慧教育平台，提高用户体验，不直接产生效益，未单独测算
投资回收期	2.66年	2.96年	4.81年	
财务IRR（税前）	35.38%	23.13%	25.31%	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

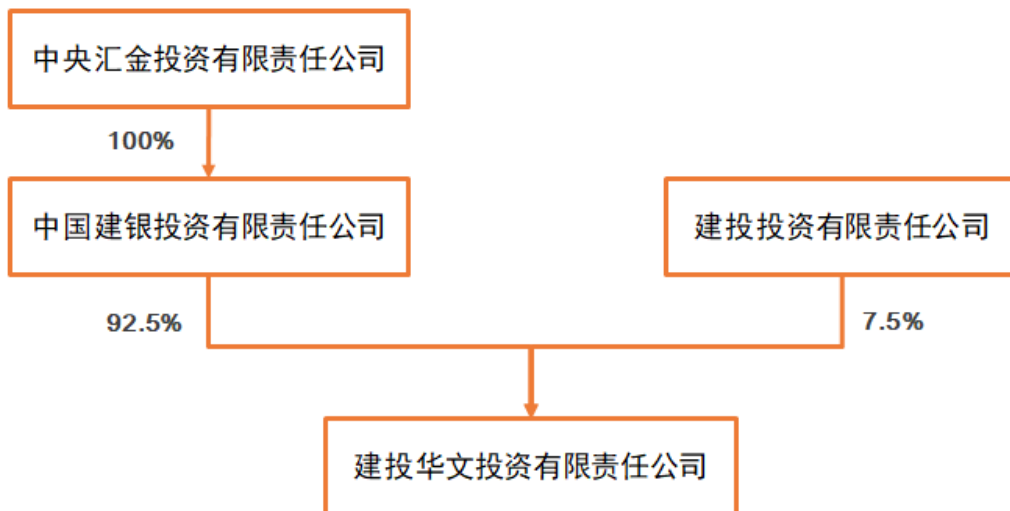
## 二、 公司已与汇金实控的建投华文签订认购协议

根据发行预案，公司拟向不超过5名特定对象非公开发行股票。3月13日，公司已与建投华文签订了《附条件生效的股份认购协议》。认购协议约定，建投华文将以现金认购公司不低于1.99亿元总额股票，锁定期限为三十六个月，且建投华文将不参与发行定价的市场询价过程，接受市场询价结果，与其他投资者以相同价格认购公司股票。

根据建投华文官网介绍，建投华文成立于2013年10月，是中国建投在文化传媒、消费品及服务、医疗健康领域进行战略布局的专业投资和运营平台，具有丰富的文化传媒投资经验，如芒果TV、华策影视等均是其典型投资案例。建投华文控股股东为中国建投，中国建投是以股权投资为主业的综合性投资集团，由中央汇金全资设立，致力于推动技术进步、促进产业升级、建设文化强国、服务消费升级、助力民生改善，履行国有企业的社会责任。

建投华文参与公司本次非公开发行，一方面可提高融资的确定性，其国资背景极有可能将在一定程度上增强市场信心；另一方面，建投华文是中国建投在文化消费等领域进行战略布局的专业投资平台，存在未来与公司进一步扩大股权、业务等方面合作的可能性，可为公司发展提供支持。

图表2 建投华文的股权结构及实际控制人关系



资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 三、智慧教育值得关注，有望成为新的战略增长点

首先，如本次发行成功，公司总资产、净资产规模将有所增加，资产负债率相应下降，财务结构更加稳健，债务成本将显著减轻。根据 2017Q3 财报数据，公司短期借款、长期借款、应付债券累计为 18.67 亿元，假设本次发行募集资金可替代半数债务，以 1 年期贷款基准利率 4.35% 估算，则公司也将节约 4000 万元左右的财务费用。

其次，按募投计划，定增募集资金中 22.5 亿元将投向影视内容板块（影视制作、版权运营），预计公司将借此进一步巩固版权运营业务的领先优势，同时为落实精品剧、大剧战略提供资金保障，加强公司影视作品的竞争力。2015 年起，公司通过收购、整合相关影视业务公司，已成功实现了“技术+内容”双轮驱动的转型，2016-2017 年，内容板块已成为公司增长的根本驱动力，我们认为公司的执行力值得继续看好。其次，消费者对优质影视作品的需求仍在平稳释放，新媒体用户数量、付费意愿持续上升，如咪咕（中移动）、华为、小米、头条等正在加大内容业务投入，公司下游新媒体竞争格局仍存变数，以上均是公司影视业务的利好因素。

最后，募集资金中，近 7.5 亿元将投向智慧教育业务（智慧教育及在线教学云平台、智慧教育数据中心项目），以此金额来看，智慧教育将在公司未来业务版图中占据重要地位。如发展顺利，智慧教育将成为捷成新的战略增长点，有望在 3-5 年的时间内成为公司蓝图中的重要增长极。就智慧教育业务至今的发展历程来看，经过数年的潜心研发，公司于 2016 年底推出了数字教育云平台产品，并在 2017 年加大了市场推广力度，旗下参控股公司已在无锡、佳木斯、白山、抚远、宜宾、鹤岗、景德镇等地进行了战略合作，在重庆、西安、随州、遵化、图木舒克、天水、桂林、惠州、深圳罗湖区等地开始试点或试运行。2018 年起，公司将继续加大投入，同时在试点基础上寻求变现，重点在于探索可行的盈利模式，为公司智慧教育平台的后续推广和复制奠定基础。

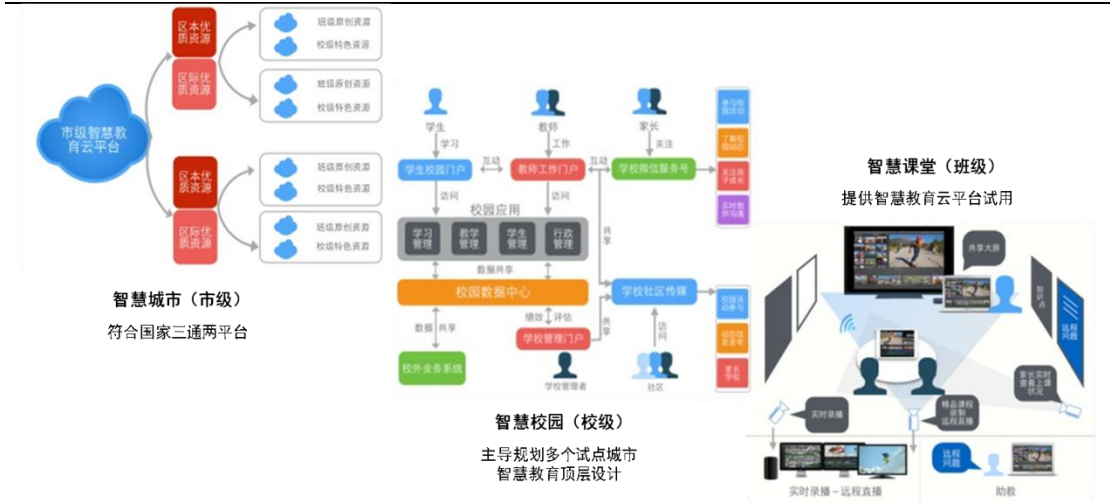
捷成智慧教育业务主要面向城市推广签约，服务对象为 K12 阶段的学校和师生，基本服务模式为深挖校内教师资源的价值，将教师讲课的音视频等进行编辑，供家长和学生根据需要回放，从而在一

一定程度上促进教育公平化，解决优质教育资源稀缺的痛点。与其他教育信息化产品不同的是，捷成智慧教育业务更多是平台和渠道的理念，以城市为单位来铺设软件应用平台，基于平台为教育局、学校、教师、学生和家長提供服务，同时针对成人用户叠加娱乐功能，其核心仍是高质量的内容。盈利模式方面，公司拟探索、建立基于 C 端用户增值服务的商业模式。

由于优质教育资源稀缺，且中国家長在教育方面的投入意愿尤其强烈，教育信息化市场仍具有巨大潜力，发展前景光明。在政策层面，教育信息化也得到了政府的大力支持，国家及相关部委已出台了多项相关政策，财政在教育信息化领域的投入也在逐步增加。从公司自身禀赋来看，捷成既有的音视频技术、版权资源、内容制作能力、市场渠道资源等方面，均可对智慧教育业务的开展提供有力的支持，可以认为，智慧教育是公司基于自身资源禀赋的一项自然拓展。

从市场层面考量，中国教育信息化市场正处于快速扩展阶段，行业参与者众多，竞争格局分散，尚未形成具有明显统治力的企业。尽管竞争激烈，存在风险，但如能抢占先机，形成卡位优势，教育信息化业务所具有的高粘性、长服务周期、可推广和复制性，将为领先企业带来持续的竞争优势和可观的潜在回报。因此，我们认为公司在智慧教育领域的战略布局和投入值得期待，并认为盈利模式的可行性和执行力是能否获得成功的关键。

图表3 捷成智慧教育解决方案层级架构



资料来源：公司官网、平安证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

鉴于本次非公开发行仍需股东大会通过以及证监会核准，具有一定的不确定性，因此我们暂不考虑本次定增影响，维持此前的盈利预测：2017-2019 年，公司归母净利润分别为 12.50、15.98、19.93 亿元，相应 EPS 分别为 0.49、0.62、0.77 元，对应 3 月 16 日收盘价的 P/E 分别为 21.6、16.9、13.6 倍。给定公司“技术+内容”双轮驱动转型顺利，文化教育传播生态基本成型，2018 年内容板块业务增长前景依然良好，智慧教育也有望在未来 3-5 年中成为新的增长极，故而继续维持“强烈推荐”评级。

图表4 捷成文化教育传播生态已基本成型



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 五、风险提示

本次非公开发行规模相对较大，定增核准情况及募投项目前景均具有一定的不确定性，与此相关的主要风险如下：

### （1）审批风险

本次非公开发行已经公司董事会审议通过，但仍需经股东大会审议批准和中国证监会的核准，能否通过上述的审批以及最终的核准发行规模存在一定的不确定性。如非公开发行未能通过审批或核准的发行规模缩减，可能影响公司执行经营计划，不能达到预期的经济收益。

### （2）发行风险

非公开发行的实际募资金额将受到市场环境、公司股价、投资者认可度等多种因素影响，存在不能足额募集所需资金甚至发行失败的风险。如未能足额募集资金或发行失败，亦可能对公司经营计划造成负面影响，不能达到预期的经济收益。

### （3）募投项目风险

公司对募投项目的效益测算是基于一系列假设做出的，实际经营中，现实条件可能与项目测算中的假设存在重大差异，从而导致募投项目实际收益低于预期。尤其对于公司智慧教育业务，其盈利模式尚未经市场验证，如投入未能如期转化成收益，可能为投资者带来损失。

### （4）收益摊薄风险

非公开发行将导致公司股本及净资产有所增加，由于募投项目投入需要一定时间方能产生效益，如公司净利润增长未能达到相应规模，则EPS、ROE等财务指标将有所下降，即期回报将被摊薄，公司股价也可能受到影响，从而为投资者带来损失。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4880	6309	8482	9759
现金	1437	2262	2907	3560
应收账款	1628	2068	2683	3135
其他应收款	209	265	345	401
预付账款	1062	772	1585	1301
存货	515	891	917	1291
其他流动资产	28	52	46	71
<b>非流动资产</b>	7792	8514	8888	9381
长期投资	1082	1542	2006	2473
固定资产	170	271	417	589
无形资产	755	903	661	511
其他非流动资产	5785	5797	5804	5808
<b>资产总计</b>	12672	14823	17370	19139
<b>流动负债</b>	2673	3742	4970	4979
短期借款	1247	2490	2982	3162
应付账款	425	292	631	497
其他流动负债	1000	960	1357	1320
<b>非流动负债</b>	958	855	718	591
长期借款	617	513	377	250
其他非流动负债	341	341	341	341
<b>负债合计</b>	3631	4596	5688	5570
少数股东权益	64	82	103	127
股本	2562	2575	2575	2575
资本公积	4575	4575	4575	4575
留存收益	1882	2935	4338	6049
<b>归属母公司股东权益</b>	8977	10145	11579	13442
<b>负债和股东权益</b>	12672	14823	17370	19139

现金流量表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	625	1161	1785	2169
净利润	994	1268	1619	2017
折旧摊销	597	643	912	910
财务费用	76	80	108	106
投资损失	-84	-57	-62	-68
营运资金变动	-1060	-773	-792	-795
其他经营现金流	102	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-3825	-1307	-1224	-1335
资本支出	739	261	-89	25
长期投资	-1585	-460	-413	-467
其他投资现金流	-4671	-1506	-1727	-1777
<b>筹资活动现金流</b>	3565	-271	-408	-361
短期借款	242	0	0	0
长期借款	579	-104	-137	-126
普通股增加	1146	12	0	0
资本公积增加	2768	0	0	0
其他筹资现金流	-1171	-180	-272	-235
<b>现金净增加额</b>	365	-417	152	473

利润表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3278	4315	5546	6791
营业成本	1835	2555	3286	4013
营业税金及附加	20	25	32	42
营业费用	115	129	166	204
管理费用	207	237	305	374
财务费用	76	80	108	106
资产减值损失	51	73	83	88
公允价值变动收益	-48	0	0	0
投资净收益	84	57	62	68
<b>营业利润</b>	1010	1272	1628	2033
营业外收入	112	12	13	13
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	1119	1281	1637	2042
所得税	125	13	18	26
<b>净利润</b>	994	1268	1619	2017
少数股东损益	32	18	21	24
<b>归属母公司净利润</b>	961	1250	1598	1993
EBITDA	1789	2000	2652	3052
EPS (元)	0.37	0.49	0.62	0.77

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	48.3	31.6	28.5	22.5
营业利润(%)	83.7	25.9	28.0	24.9
归属于母公司净利润(%)	80.4	30.0	27.8	24.7
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	44.0	40.8	40.8	40.9
净利率(%)	29.3	29.0	28.8	29.3
ROE(%)	11.0	12.4	13.9	14.9
ROIC(%)	9.4	9.9	11.2	12.2
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	28.7	31.0	32.7	29.1
净负债比率(%)	6.2	8.5	5.0	-0.1
流动比率	1.8	1.7	1.7	2.0
速动比率	1.6	1.4	1.5	1.7
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
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
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.49	0.62	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.45	0.69	0.84
每股净资产(最新摊薄)	3.49	3.94	4.50	5.22
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	28.09	21.61	16.90	13.56
P/B	3.01	2.66	2.33	2.01
EV/EBITDA	15.6	14.2	10.6	9.0

## 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 2018 版权所有。保留一切权利。



## 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