

影视版权龙头地位稳固，业绩高增长有望持续

——捷成股份 年报点评报告

年报点评报告

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

姚轩杰(分析师)

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010001

马笑(联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

● 2017年营收超过43亿，2018年一季度利润增速接近70%:

公司2017年实现营业收入43.66亿元，同比增长33.18%，实现归母净利润10.74亿元，同比增长11.75%，公司拟向全体股东每10股派发现金红利0.42元(含税)。公司2018年一季度实现营业收入9.39亿元，同比增长85.45%，实现归母净利润2.02亿元，同比增长69.85%。

● 影视剧版权业务收入占比提升，费用率同比下降:

公司的音视频技术服务、影视剧版权运营及服务、影视剧内容制作三项业务收入占比分别从去年同期的34.10%下降至21.75%、33.76%增长至45.04%，29.25%增长至30.86%；销售费用率相比去年同期下降0.64个百分点至2.88%，管理费用率相比去年同期下降1.05个百分点至5.25%。

● 版权运营业务内容量与市占率双提升，剥离不良资产稳定未来业绩增长:

2017年公司集成采购的电影占据国产院线电影60%的市场规模；采购并引进优质海外电影850部；卫视黄金档同步剧采购占市场40%的市场规模；采购动画片10万分钟。目前国内主要的视频网站平台、各地数字电视、IPTV、OTT等合作伙伴非独家内容累计约60%的份额由华视网聚提供。

由于公司年报计提了3.56亿元的资产减值损失，导致2017年净利润低于市场预期，然而我们认为公司通过计提贝尔信、陕西广电等不良资产，确保未来经营业绩不受冲击，实际上对于当前公司当前各主营良好的经营状况及发展前景影响不大，因此我们依然看好公司未来业绩的持续高速增长。

● 投资建议:

我们预计公司2018-2020年净利润分别为16.60、21.88、29.07亿元，对应EPS分别为0.64、0.85和1.13元。当前股价对应2018-2020年PE分别为14、11和8倍。公司持续践行“技术+内容”的战略定位，以长远发展的眼光，积极开拓影视剧制作、影视剧版权运营服务及教育云平台等业务，我们持续看好公司未来长期的内生增长空间，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示: 版权采购成本持续上升风险，教育云项目变现不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3278	4,366	5,930	7,712	10,202
增长率(%)	48.3	33.2	35.8	30.0	32.3
净利润(百万元)	961.5	1,074	1,660	2,188	2,907
增长率(%)	80.4	11.7	54.5	31.8	32.9
毛利率(%)	44.0	41.8	40.5	39.6	39.6
净利率(%)	29.3	24.6	28.0	28.4	28.5
ROE(%)	11.0	11.0	14.8	16.5	18.1
EPS(摊薄/元)	0.37	0.42	0.64	0.85	1.13
P/E(倍)	24.93	22.3	14.4	11.0	8.2
P/B(倍)	2.67	2.4	2.1	1.8	1.5

强烈推荐(维持评级)

市场数据

时间 2018.04.26

收盘价(元):	9.31
一年最低/最高(元):	8.12/11.72
总股本(亿股):	25.75
总市值(亿元):	239.73
流通股本(亿股):	13.91
流通市值(亿元):	129.47
近3月换手率:	153.86%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.15	11.06	-8.06
绝对	-5.1	-1.22	3.2

相关报告

《捷成股份半年报点评》2017-07-31

目 录

1、 17 年营收超过 43 亿，18 年一季度净利润增速接近 70%.....	3
2、 音视频业务主动收缩，费用率下降研发投入提升.....	3
3、 子公司均完成业绩承诺，华视网聚超额完成率超过 40%.....	4
4、 经营策略调整致毛利率下降，计提减值损失稳定未来业绩.....	4
5、 加大力度采购优质版权，内容制作业务硕果累累.....	5
5.1、 内容量与市占率双提升，夯实影视剧版权运营龙头优势.....	5
5.2、 影视综艺多点开花，内容制作质量优良.....	5
5.3、 聚焦音视频核心技术，优质资源渠道赋能内容端业务.....	8
6、 智慧教育云平台空间广阔，打造文化教育传播生态.....	9
7、 投资建议.....	11
8、 风险提示.....	11
附：财务预测摘要.....	12

图表目录

图 1： 2017 年捷成股份主营业务占比情况.....	3
图 2： 版权运营业务内容储备及合作伙伴关系.....	5
图 3： 捷成股份技术产品获年度 BIRTV 产品大奖.....	9
图 4： 国务院副总理莅临捷成世纪电视节展台.....	9
图 5： 捷成文化教育传播生态示意图.....	10
表 1： 2017 年捷成股份费用支出情况.....	3
表 2： 重要子公司 2017 年业绩承诺完成情况.....	4
表 3： 2017&2018Q1 登陆卫视或视频平台播出电视剧情况.....	6
表 4： 2017&2018Q1 电影上映及票房情况.....	7
表 5： 2017 年网剧播出情况.....	8
表 6： 2017 年综艺栏目播出情况.....	8

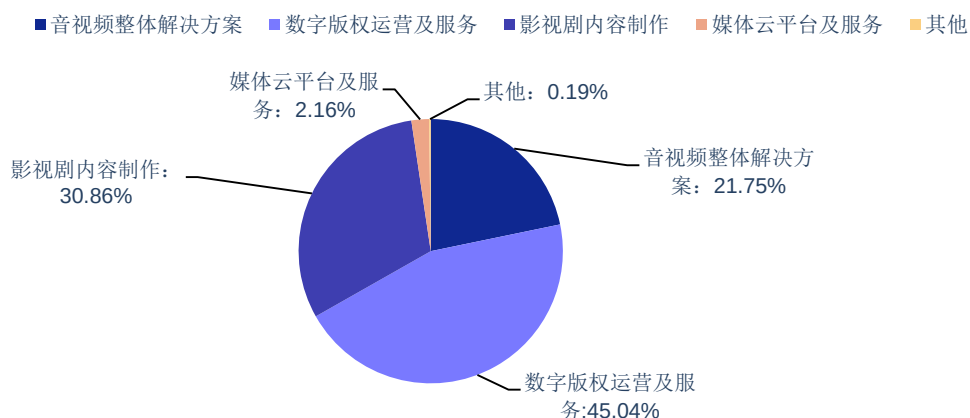
1、2017 年营收超过 43 亿，2018 年一季度利润增速接近 70%

根据公司 4 月 23 日晚间发布的年度报告，公司 2017 年实现营业收入 43.66 亿元，同比增长 33.18%，实现归母净利润 10.74 亿元，同比增长 11.75%，扣非净利润 9.98 亿元，同比增长 5.06%，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.42 元（含税）。根据公司 4 月 25 日晚间发布的一季度业绩报告，公司 2018 年一季度实现营业收入 9.39 亿元，同比增长 85.45%，实现归母净利润 2.02 亿元，同比增长 69.85%。

2、音视频业务主动收缩，费用率下降研发投入提升

分业务看，音视频整体解决方案业务实现收入 9.49 亿元，同比下降 15.05%，收入占比相比去年同期的 34.10% 下降至 21.75%，毛利率相比去年同期减少 5.34 个百分点至 30.16%；影视剧版权运营及服务业务实现收入 19.66 亿元，同比大幅增长 77.68%，收入占比相比去年同期的 33.76% 增长至 45.04%，毛利率相比去年同期减少 24.88 个百分点至 37.20%；影视剧内容制作业务实现收入 13.47 亿元，同比增长 40.48%，收入占比相比去年同期提升 1.61 个百分点至 30.86%，毛利率相比去年同期提升 12.87 个百分点至 58.02%；媒体云平台及服务业务实现收入 0.94 亿元，同比增长 11.22%，收入占比相比去年同期下降 0.43 个百分点至 2.16%，毛利率相比去年同期下降 45.89 个百分点至 28.86%。

图1：2017 年捷成股份主营业务占比情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

费用端来看，公司 2017 年期间费用同比增长 22.74%，期间费用率相比去年同期下降 0.97 个百分点至 11.19%。其中，销售费用同比增长 9.06%，销售费用率相比去年同期下降 0.64 个百分点至 2.88%；管理费用同比增长 11.00%，管理费用率相比去年同期下降 1.05 个百分点至 5.25%；财务费用同比增长 75.22%，财务费用率相比去年同期增长 0.73 个百分点至 3.06%，主要由利息支出、利息收入及手续费增加综合导致。

表1：2017 年捷成股份费用支出情况

项目	金额（百万元）	同比增长	占营收比（费用率）
销售费用	125.72	9.06%	2.88%
管理费用	229.34	11.00%	5.25%
财务费用	133.56	75.22%	3.06%
研发支出	153.08	20.73%	3.51%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

研发投入端，公司 2017 年研发人员数量占比上升 6.50 个百分点至 78.69%，该比例连续三年上升；研发投入金额同比增长 20.73%，研发费用占营业收入比例相比去年同期下降 0.36%。资本化研发支出相比去年同期上升 5.97 个百分点至 23.55%。

3、子公司均完成业绩承诺，华视网聚超额完成率超过 40%

2017 年，公司在影视剧版权运营及服务及影视内容制作领域的四家重要子公司业绩表现出色，均超额完成业绩承诺。其中版权运营领域的子公司华视网聚承诺归母净利润 42,250 万元，实际实现 60,535 万元，完成比例达 143.28%，充分增厚了母公司业绩。星纪元、中视精彩、瑞吉祥三家影视内容制作子公司分别实现归母净利润 18,374 万元、15,807 万元、20,100 万元，完成比例分别达到 100.96%、101.22%、101.66%，证明了公司在内容制作领域拓展布局的成功与稳健的发展态势。

表2：重要子公司 2017 年业绩承诺完成情况

承诺子公司	2017 年承诺金额 (万元)	2017 年实际完成金额 (万元)	完成比例
华视网聚	42,250	60,535	143.28%
星纪元	18,200	18,374	100.96%
中视精彩	15,616	15,807	101.22%
瑞吉祥	19,773	20,100	101.66%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

4、经营策略调整致毛利率下降，计提减值损失稳定未来业绩

2017 年公司综合毛利率相比去年同期下降 2.18 个百分点至 41.83%，主要是由于影视版权运营及服务业务毛利率相比去年同期大幅下降拉低了公司的综合毛利率。公司影视剧版权运营及服务业务原先经营策略较为保守，即不购买“不赚钱”的头部剧版权，然而公司 2017 年公司调整了经营策略，由原来的不购买头部剧版权、只做中长尾端影视剧版权内容运营平台的经营策略转而开始储备头部剧版权。

2017 年公司实现净利润 10.74 亿元，低于业绩快报披露的 12.50 亿元，主要是由于利润表中资产减值损失科目大幅提升，根据公司公告，2017 年公司利润表资产减值损失科目大幅提升主要是计提了贝尔信 1.38 亿元的长期股权投资减值损失和陕西省广 5506.05 万元的可供出售金融资产减值损失。

我们认为购买头部剧版权会因为推高公司的营业成本而降低毛利率水平，但是公司通过购买头部剧版权持续丰富版权储备，将进一步夯实、扩大在影视剧版权领域的龙头地位，对于长远发展是有利的。通过计提贝尔信、陕西广电等不良资产，确保未来经营业绩不受冲击，实际上对于当前公司当前各主营良好的经营状况及发展前景影响不大，因此我们依然看好公司未来业绩的持续高速增长。

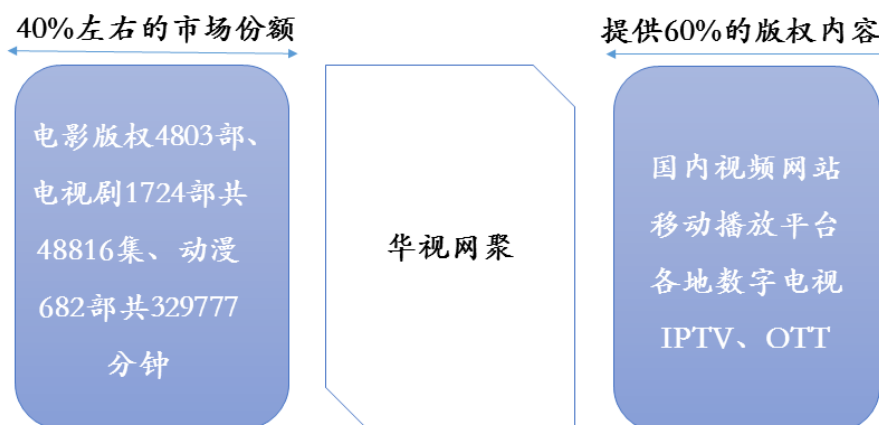
5、加大力度采购优质版权，内容制作业务硕果累累

5.1、内容量与市占率双提升，夯实影视剧版权运营龙头优势

影视剧版权运营及服务是公司目前大力扩张的核心业务，2017 年收入同比增长 77.68%，占比总营收接近 50%，预计未来占比还将进一步提升。

2017 年，公司国内影视剧版权运营龙头优势地位进一步加强，**公司集成采购了近 200 部优秀院线电影，占据国产院线电影 60% 的市场规模**；在各类国际影节影展采购并引进优质海外电影 850 部，补充国内新媒体观众对影视内容的多元化观看需求；**卫视黄金档同步剧采购占市场 40% 的市场规模**；采购动画片 10 万分钟。截至 2018 年 3 月 31 日，**公司拥有新媒体电影版权 4803 部；电视剧 1724 部，48816 集；动漫 682 部，329777 分钟**。子公司华视网聚与国内视频网站、移动互联网视频播放平台、各地数字电视、IPTV、OTT 合作伙伴建立了长期稳定的合作关系，**各平台非独家内容累计约 60% 的份额由华视网聚提供**。此外，华视网聚还与中国移动咪咕视讯达成战略合作关系，双方的合作将为影视剧版权运营及服务业务进一步拓展增长空间。

图2： 版权运营业务内容储备及合作伙伴关系



资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

华视网聚近年来不断加大影视剧版权的采购数量，龙头地位稳固。根据艺恩咨询数据，2014 年华视网聚电视剧版权采购数量市场份额为 18%。截至 2015 年 6 月 1 日，华视网聚电视剧版权采购数量市场份额上升至 24%，居于市场领先地位。在电影版权方面，2014 年华视网聚电影版权采购数量市场份额为 32%，截至 2015 年 6 月 1 日，该市场份额上升至 36%。而 2016 年、2017 年华视网聚进一步加大对电影版权和卫视黄金档新剧的采购数量，**根据公司 2018 年 3 月份披露的定增预案，拟募集的 30 亿元资金计划 15 亿元用于版权运营及媒体经营业务，2018 年公司预计投入 31 亿元用于采购数字版权，进一步提升市场份额及竞争优势。**

5.2、影视综艺多点开花，内容制作质量优良

影视内容制作业务是公司的重点扩张业务之一，2017 年收入同比增长 40.48%，占比总营收超过 30%。

公司旗下的影视剧子公司均深耕行业多年，各具优势。其中中视精彩制作经验丰富，剧本创作能力较强，在古装题材领域有良好的市场口碑；星纪元专注于军旅

题材，自成立以来已拍摄多部优良军旅作品，取得了良好的收视率；瑞吉祥在专业制作方面有很强的市场竞争力，多部电视剧都在省级卫视频道黄金时段实现了播出，创造了较高的收视率。

近年来，随着捷成股份对影视剧行业经营的逐渐深入和经验的积累，以及技术和内容的协同，公司已投资拍摄多部有市场影响力的作品，近三年投资制作发行的电视剧有《三八线》、《陆军一号》、《热血军旗》、《火线出击》、《春风十里不如你》等；电影有《战狼2》、《红海行动》、《空天猎》等。

在电视剧方面，2017年公司登陆卫视或视频平台播出的电视剧共10部，多数在央视或省级卫视频道播出，其中《热血军旗》、《春风十里不如你》、《卧底归来》、《漂洋过海来看你》具有较高的影响力。2018年一季度公司共有4部电视剧在央视或省级卫视频道播出，包括《莫斯科行动》、《越活越来劲》、《台湾往事》、《王初一与刘十五》。

2018年拟播的电视剧包括《伪装者2-深海》、《霍去病》、《陆战之王》、《迟到的那些年》、《浪漫星星》、《大浦东》等，可以看到公司目前已储备大量优秀影视剧项目，预计在制作播出后能充分增厚公司业绩。

表3： 2017&2018Q1 登陆卫视或视频平台播出电视剧情况

序号	剧名	播出平台	首播时间	备注
1	《淘气爷孙》	深圳卫视	2017年1月	导演：侯明杰 主演：杜源、朱茵、石悦、安鑫等
2	《火线出击》	腾讯视频	2017年2月	导演：黄文利 主演：徐洪浩、张慧、杨舒赵荀等
3	《卧底归来》	山东卫视/爱奇艺	2017年4月	导演：刘光 主演：张嘉译 林申等
		天津卫视	2017年5月	
4	《漂洋过海来看你》	浙江卫视	2017年4月	导演：陈铭章 主演：朱亚文、王丽坤等
		爱奇艺	2017年4月	
		山东卫视	2017年8月	
		湖北/广东卫视	2017年10月	
		河南卫视	2017年11月	
5	《乡村情感之女怕嫁错郎》	央视八套	2017年4月	导演：林和平 演员：闫学晶、赵君、林家川等
		四川卫视	2017年9月	
6	《擒狼》	央视八套	2017年6月	导演：马骁 主演：蒲巴甲、刘萌萌等
		四川卫视	2017年9月	
7	《林海雪原》	安徽卫视	2017年7月	导演：金姝慧 主演：李光洁、张睿、倪大红、金星、刘靖、黄觉、孙大川等
		山东卫视		
8	《春风十里不如你》	优酷	2017年7月	导演：马进 主演：张一山、周冬雨等
		山东卫视	2017年8月	
9	《热血军旗》	央视一套	2017年8月	导演：张多福 主演：黄海冰、郭广平、曹磊等
		湖北/广东卫视	2017年10月	
		河南卫视	2017年11月	
10	《我的继父是偶像》	央视八套	2017年12月	导演：林合隆 主演：林永健、胡杏儿、张铨等
		腾讯视频	2017年10月	
11	《莫斯科行动》	浙江卫视	2018年1月	导演：张睿 主演：夏雨、于笑、葛铮等
		爱奇艺		

序号	剧名	播出平台	首播时间	备注
12	《越活越来劲》	山东卫视	2018 年 2 月	导演：刘流 主演：刘流、闫学晶、乔杉、张艺馨等
		天津卫视		
		爱奇艺		
13	《台湾往事》	浙江卫视	2018 年 2 月	导演：刘恺 主演：张睿家、简嫚书、左小青等
14	《王初一与刘十五》	中央电视台	2018 年 3 月	导演：张惠中 主演：李幼斌、李大强、王晴等
15	《猎豺狼》	央视八套	2018 年 4 月	导演：柳国庆； 主演：李宗翰、丁冠中、文江等

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

电影方面，2017 年公司旗下文化集团参与投资、制作的电影共 6 部，其中《战狼 2》斩获 56.82 亿元票房，创下了历史票房新高度和良好的口碑，《羞羞的铁拳》同样获得 22.13 亿元票房的不俗表现，为捷成文化品牌美誉度的提升起到了巨大推动作用。2018 年春节档公司参投的《红海行动》，上映之后依靠口碑一直逆袭最终斩获春节档票房冠军，累计票房超过 36 亿元。

公司目前在电影方面主要以参投的方式为主，未来有望涉足电影制作。我们认为凭借公司在广电行业和其他媒体领域多年的深耕以及管理层对整个影视剧行业的深入理解和风险把握，未来公司的电影制作与投资业务前景可期。

表4： 2017&2018Q1 电影上映及票房情况

序号	名称	上映时间	主创人员	票房 (亿元)	豆瓣评分
1	《欢乐喜剧人》	2017 年 3 月 24 日	导演：黎继强 主演：岳云鹏、郭德纲、潘斌龙、贾玲、艾伦等	0.67	2.6
2	《战狼 2》	2017 年 7 月 28 日	导演：吴京 主演：吴京、余男、邹凯等	56.83	7.2
3	《空天猎》	2017 年 9 月 29 日	导演：李晨 主演：李晨、范冰冰、李佳航	3.19	5.1
4	《羞羞的铁拳》	2017 年 9 月 30 日	导演：宋阳 主演：沈腾、马丽、艾伦、田雨等	22.13	7.0
5	《密战》	2017 年 11 月 3 日	导演：钟少雄 主演：郭富城、赵丽颖、张翰、张蓝心等	0.80	4.4
6	《机器之血》	2017 年 12 月 22 日	导演：成龙 主演：成龙、罗志祥、欧阳娜娜等	3.05	5.0
7	《南极绝恋》	2018 年 2 月 2 日	导演：吴有音 主演：赵又廷、杨子珊等	2.34	6.8
8	《红海行动》	2018 年 2 月 16 日	导演：林超贤 主演：张译、黄景瑜、吴亦凡、张涵予、海清、王雨甜、尹昉、杜江等	36.45	8.5

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

网剧与综艺栏目方面公司亦有参与，2017 年公司制作播出的网剧共 6 部、综艺 3 台，其中包括大型综艺节目《喜剧总动员》《我们相爱吧》《青春旅社》等，延续了先前《喜剧总动员》第一季等作品的良好势头，同时也推动了公司的影视内容与版权运营业务板块的全面快速发展。

表5： 2017 年网剧播出情况

序号	剧名	首播时间	互联网播出平台
1	《小男人周记之五家有喜》一期	2017 年 2 月	爱奇艺
2	《红墙绿瓦》	2017 年 3 月	腾讯
3	《总裁误宠替身甜妻》	2017 年 5 月	乐视网
4	《走火枪》	2017 年 6 月	爱奇艺
5	《红袖添香》	2017 年 6 月	腾讯
6	《龙凤店传奇》	2017 年 10 月	爱奇艺

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表6： 2017 年综艺栏目播出情况

序号	名称	播出平台	首播时间	备注
1	《我们相爱吧》第三季	江苏卫视	2017 年 6 月	嘉宾：郑恺、程晓玥、明道、王鸥、吴昕、潘玮柏
2	《青春旅社》	东方卫视	2017 年 10 月	固定嘉宾：王源、景甜、李小璐、何穗、李静、戴军、赵英俊、程晓玥、郭劲岐、狄倩伊、王自如等 固定嘉宾：宋小宝、贾玲、沈腾、吴君如
3	《喜剧总动员》第二季	浙江卫视	2017 年 10 月	嘉宾：王琳、江一燕、郭涛、郑爽、柳岩、熊乃瑾、魏大勋、侯勇、胡静、秦海璐、张若昀等

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

在海外发行方面，公司也加快了布局的节奏，全年发行 30 余部国内一线卫视及主流网站的优秀电视剧，10 余部院线电影，全年总计获得观看次数 3 亿多次，观看时长 41 亿多分钟，并且与 viki、Dramafever 等欧美视频网站达成量约，形成长期合作关系。

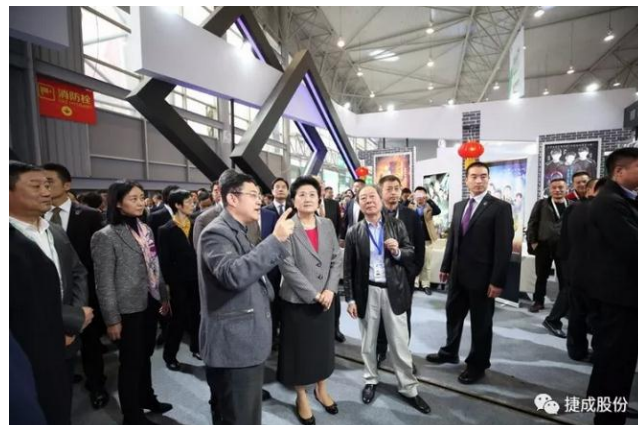
5.3、聚焦音视频核心技术，优质资源渠道赋能内容端业务

音视频技术服务业务作为公司的“老本行”，凭借领先的技术和团队优势，公司在 2011 年上市后迅速扩张，向广电、非广电行业的媒体客户提供的音视频技术服务一度占据了 60% 以上的市场份额，同时公司长期服务于军方的媒体建设。

针对市场环境的变化和客户经营情况，公司近年来在音视频技术领域内主动进行了战略收缩。2017 年公司音视频整体解决方案业务收入同比下降 15.05%，收入占比相比去年同期的 34.10% 下降至 21.75%。2017 年，公司的音视频技术业务在战略收缩的背景下并未停下开发、服务优质客户以及创新技术研发的步伐。一方面，公司聚焦于核心优质客户，成功中标中央电视台、北京电视台、上海文化广播影视集团、湖南广播电视台、中国人民解放军电视宣传中心、北京人民广播电台等客户的多个项目；另一方面，公司聚焦于核心技术产品，自主研发的“全媒体融合云平台”、“e 捷一媒体立方”、“专业音频 IT 化解决方案”“捷成影视剧译制制作系统”等重点技术产品得到应用，“捷成世纪音视频译配制作管理平台”获得年度 BIRTV 产品大奖。

图3：捷成股份技术产品获年度 BIRTV 产品大奖

资料来源：捷成股份微信公众号，新时代证券研究所

图4：国务院副总理莅临捷成世纪电视节展台

资料来源：捷成股份微信公众号，新时代证券研究所

“做技术出身”的履历为公司传媒行业各个领域积累了大量的资源，这为公司近几年进军内容领域，为影视剧制作、发行等业务的快速增长打下了坚实的根基，而与军队的长期合作构成了公司在军旅题材片制作方面的优势。

多年来与广电客户和非广电客户积累了良好的合作关系，再加上版权业务独具的分销渠道，为公司的影视剧的发行提供了较大的便利条件。通过切入影视制作领域、广电网络及电视台增值服务运营，捷成股份完成了面向广播电视台和广电网络客户，从提供音视频解决方案“一站式”技术服务的厂商向“技术+影视内容制作及整合”双轮驱动的全方位服务商转变。可以说，基于“技术+内容”的战略定位，公司未来有望扩大自身的平台效应，进一步在影视剧版权运营及服务、影视剧制作等领域持续提高自身影响力。

6、智慧教育云平台空间广阔，打造文化教育培训生态

公司的云技术领域同样有布局，主要打造了面向教育场景的智慧教育云平台，即以自主研发的智慧教育云平台为核心，利用自身的技术和内容优势，为教师、学生、教育管理者和社会公众提供更全面便捷的教育服务。

智慧教育云平台由公司自主开发，是一个基于云计算架构、涵盖大数据、算法模型、智能分析等技术，覆盖在校学生完整学业学习轨迹及身心发展变化的全景式全媒体智慧教育平台。捷成数字教育云平台通过文字、图片、音频、视频的专业处理和综合高效管理能力，在本地教育信息化的基础上，以具体教育教学问题为起点，提供源自场景的信息化应用，针对备课、课堂、作业、练习、考试、活动等过程性数据及结果展开反思与探究。通过每一位教师不断反思自己的日常教学行为，使教学更具有针对性，改善更具方向性，实现教学流程全覆盖、教育资源全共享、教学情况全掌控、“三位一体”全督导。

图5：捷成文化传播生态示意图



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

目前教育信息化市场正处于快速推进阶段，市场正处于开拓阶段，行业参与者较多，实力差别较大，竞争格局较为分散，尚未形成具有明显优势的领先企业。而教育云服务有望成为未来教育行业的基础设施，服务周期长。其中，前期的硬件建设周期较短，后期提供各类服务、教辅资源的周期较长。近两年来，公司持续加大各地教育云平台项目的投资力度，不断通过与地方教育局合作推动教育信息化，参与前期的基础硬件建设，以实现公司与C端客户之间的深度绑定，为后续的盈利提供了坚实的基础。根据公司2018年3月份披露的定增预案，拟募集的30亿元资金有接近7.5亿元计划用于教育云平台相关项目的投资建设。

截至2018年一季度，公司教育云平台已在牡丹江、无锡、宜宾、景德镇全面推广，在西安、徐州、天水、桂林、柳州、石家庄等城市深度试点，在衡水、保定、南宁等十余个城市初步试点。捷成数字教育云平台注册学生用户已超150万。

公司未来有望基于数字教育云平台构建国内独一无二的教育院线，依托海量影视内容，在数字教育云平台中针对不同的用户群构建多层次的内容库，根据注册用户不同的权限实现精准内容播映，寓教于乐，最终实现特定场景下C端对数字文化及增值内容的付费。

7、投资建议

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 16.60、21.88、29.07 亿元，对应 EPS 分别为 0.64、0.85 和 1.13 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 14、11 和 8 倍。公司持续践行“技术+内容”的战略定位，以长远发展的眼光，积极开拓影视剧制作、影视剧版权运营服务及教育云平台等业务，我们持续看好公司未来长期的内生增长空间，维持“强烈推荐”评级。

8、风险提示

版权采购成本持续上升风险，教育云项目变现不及预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4880	6746	9215	12511	16127
现金	1437	1123	2449	3185	4214
应收账款	1628	2207	3002	3772	5190
其他应收款	209	481	457	763	851
预付账款	1062	2233	2242	3578	4122
存货	515	563	935	1041	1576
其他流动资产	28	139	129	171	174
非流动资产	7792	8405	8390	8384	8382
长期投资	1082	1016	965	936	902
固定资产	170	147	188	226	278
无形资产	755	1481	1453	1424	1395
其他非流动资产	5785	5761	5784	5798	5807
资产总计	12672	15151	17605	20895	24509
流动负债	2673	4126	5196	6583	7557
短期借款	1247	1317	1960	2445	2599
应付账款	425	966	968	1584	1795
其他流动负债	1000	1843	2267	2554	3163
非流动负债	958	1199	1005	809	614
长期借款	617	987	793	597	401
其他非流动负债	341	212	212	212	212
负债合计	3631	5325	6201	7392	8171
少数股东权益	64	8	35	70	112
股本	2562	2575	2575	2575	2575
资本公积	4575	4477	4477	4477	4477
留存收益	1882	2861	4340	6315	8930
归属母公司股东权益	8977	9818	11370	13433	16226
负债和股东权益	12672	15151	17605	20895	24509

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	625	491	1779	1396	2014
净利润	994	1083	1686	2223	2950
折旧摊销	597	1953	775	791	805
财务费用	76	134	104	99	86
投资损失	-84	-70	-31	-53	-48
营运资金变动	-1060	-2896	-759	-1658	-1768
其他经营现金流	102	287	3	-6	-10
投资活动现金流	-3825	-1513	-732	-726	-744
资本支出	739	1584	36	22	32
长期投资	-1585	70	51	35	34
其他投资现金流	-4671	140	-645	-669	-679
筹资活动现金流	3565	792	-363	-419	-395
短期借款	242	70	0	0	0
长期借款	579	370	-194	-196	(196)
普通股增加	1146	12	0	0	0
资本公积增加	2768	-98	0	0	0
其他筹资现金流	-1171	439	-170	-223	-199
现金净增加额	365	-230	683	251	875

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3278	4366	5930	7712	10202
营业成本	1835	2539	3529	4657	6166
营业税金及附加	20	20	31	38	52
营业费用	115	126	166	218	287
管理费用	207	229	308	402	532
财务费用	76	134	104	99	86
资产减值损失	51	356	50	50	50
公允价值变动收益	-48	48	-3	6	10
投资净收益	84	70	31	53	48
营业利润	1010	1116	1769	2307	3087
营业外收入	112	4	30	35	28
营业外支出	4	3	3	7	8
利润总额	1119	1116	1788	2335	3108
所得税	125	33	102	112	158
净利润	994	1083	1686	2223	2950
少数股东损益	32	8	26	35	43
归属母公司净利润	961	1074	1660	2188	2907
EBITDA	1789	3180	2638	3198	3971
EPS(元)	0.37	0.42	0.64	0.85	1.13

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	48.3	33.2	35.8	30.0	32.3
营业利润(%)	83.7	10.4	58.6	30.4	33.8
归属于母公司净利润(%)	80.4	11.7	54.5	31.8	32.9
获利能力					
毛利率(%)	44.0	41.8	40.5	39.6	39.6
净利率(%)	29.3	24.6	28.0	28.4	28.5
ROE(%)	11.0	11.0	14.8	16.5	18.1
ROIC(%)	9.4	9.5	12.1	13.6	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	28.7	35.1	35.2	35.4	33.3
净负债比率(%)	6.2	13.6	4.4	0.4	-6.2
流动比率	1.8	1.6	1.8	1.9	2.1
速动比率	1.6	1.5	1.6	1.7	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	7.1	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.42	0.64	0.85	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.85	0.69	0.54	0.78
每股净资产(最新摊薄)	3.49	3.81	4.42	5.22	6.30
估值比率					
P/E	24.93	22.31	14.44	10.96	8.25
P/B	2.67	2.44	2.11	1.78	1.48
EV/EBITDA	13.94	8.0	9.4	7.6	5.9

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业联席首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

姚轩杰，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，曾有阳光私募机构和传媒上市公司的工作经历。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>