

风险充分释放，迎来影视版权业务和超高清视频发展新时代

——捷成股份公司点评

公司点评

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

马笑(联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

● **事件:** 2020年1月21日, 公司发布2019年度预告, 预计全年业绩亏损约23.62-23.67亿元, 预计计提资产减值准备约27.57亿元, 其中计提商誉减值准备约16.56亿元, 计提应收账款坏账准备约4.89亿元, 其他应收款坏账准备约4.78亿元, 存货减值准备约1.35亿元; 股东计划减持不超过总股本6%。

● **点评:**

风险释放基本完毕, 公司重新梳理和优化各业务板块, 调整之后再出发

公司过往一直受到质押、债务、商誉等问题影响, 估值一直处于压制。公司预计计提减值准备, 虽对公司当期业绩造成严重影响, 但有利于公司面对市场变化, 进行主动战略调整并促进资源优化配置, 有利于公司未来长远发展。

看好视频行业长期发展, 公司影视版权运营和音视频业务将是受益一环

我们看好视频内容行业的长期发展, 看好公司持续受益流媒体产业的发展。公司旗下华视网聚是影视版权的运营龙头, 目前是国内最大的影视版权提供商。上游内容上, 公司每年持续投入采购影视版权, 包括院线电影和精品影视剧集、动漫动画等内容, 已经形成了自己的一定壁垒。下游销售渠道上, 主要客户有互联网视频平台、TV端渠道、移动运营商渠道和手机厂商等, 覆盖了最主要的影视内容播放渠道。公司合作有爱奇艺、优酷、腾讯视频、西瓜视频、华为视频和咪咕视频等。公司业务合作模式从片库授权开始逐渐加大联合运营模式的布局, 与华为等达成长期战略合作关系, 为华为引入第三方内容, 共享内容投资回报与商业增值。无论从内容端的储备和下游渠道的开发, 还是从业绩端的规模和增速来看, 华视网聚都处于行业绝对领先的地位。在版权保护力度加强和视频行业购买需求不断提升之下, 以及公司牵头三维声标准技术和超高清视频等机遇之下, 公司发展迎来空间广阔。

● **调整再出发, 看好版权业务和音视频业务发展, 维持“强烈推荐”评级**

我们预计2019年-2021年净利润为-23.62亿元、7.82亿元、10.02亿元, 同比增长-2622.1%、133.1%、28.2%, 对应EPS分别为-0.92/0.3/0.39元, 对应2019-2021年PE分别为-5.8/17.4/13.6倍。考虑风险充分释放, 战略调整基本完成, 或充分受益视频行业大发展, 基于以上, 我们维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示:** 版权竞争加剧, 三维声和超高清落地缓慢, 商誉质押等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,366	5,028	3,965	4,654	5,510
增长率(%)	33.2	15.2	-21.2	17.4	18.4
净利润(百万元)	1,074	94	-2,362	782	1,002
增长率(%)	11.7	-91.3	-2622.1	-133.1	28.2
毛利率(%)	41.8	33.6	33.8	34.1	34.5
净利率(%)	24.6	1.9	-59.6	16.8	18.2
ROE(%)	11.0	0.9	-31.9	9.7	11.1
EPS(摊薄/元)	0.42	0.04	-0.92	0.30	0.39
P/E(倍)	12.7	145.5	-5.8	17.4	13.6
P/B(倍)	1.4	1.4	1.8	1.7	1.5

强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2020.02.02
收盘价(元):	5.74
一年最低/最高(元):	3.08/7.36
总股本(亿股):	25.75
总市值(亿元):	147.8
流通股本(亿股):	17.91
流通市值(亿元):	102.81
近3月换手率:	292.35%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	36.79	18.45	-7.26
绝对	39.21	24.47	21.89

相关报告

《实控人董监高集体增持, 行业双重驱动支撑影视剧版权业务增长》2018-07-10

《影视版权龙头地位稳固, 业绩高增长有望持续》2018-04-26

《版权运营系列报告序章, 2000亿蓝海市场持续高增长, 版权运营行业迈向黄金时代》2018-08-01

《捷成股份半年报点评》2017-07-31

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6746	7965	4568	11150	7411
现金	1123	542	1674	1965	2326
应收票据及应收账款合计	2265	3515	1043	4307	2027
其他应收款	497	1023	176	1231	435
预付账款	2233	2077	1322	2668	2056
存货	563	739	285	910	498
其他流动资产	64	69	69	69	69
非流动资产	8405	8012	8242	8592	8972
长期投资	1016	1084	1209	1332	1455
固定资产	147	69	1	27	50
无形资产	1481	1801	1961	2152	2380
其他非流动资产	5761	5058	5071	5081	5087
资产总计	15151	15977	12810	19742	16383
流动负债	4126	5128	4475	10870	6728
短期借款	1317	1828	3204	8501	4819
应付票据及应付账款合计	966	2131	0	973	457
其他流动负债	1843	1169	1271	1396	1452
非流动负债	1199	1037	889	750	612
长期借款	987	767	620	481	343
其他非流动负债	212	270	270	270	270
负债合计	5325	6165	5365	11620	7340
少数股东权益	8	5	-5	-2	-5
股本	2575	2569	2575	2575	2575
资本公积	4477	4456	4456	4456	4456
留存收益	2861	2847	554	1321	2294
归属母公司股东权益	9818	9806	7451	8123	9047
负债和股东权益	15151	15977	12810	19742	16383

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	491	2023	547	-3904	5241
净利润	1083	91	-2372	785	999
折旧摊销	1953	2362	204	245	296
财务费用	134	197	162	335	380
投资损失	-70	-55	-65	-61	-62
营运资金变动	-2896	-1595	2625	-5196	3635
其他经营现金流	287	1023	-7	-11	-8
投资活动现金流	-1513	-1914	-362	-523	-606
资本支出	1584	1886	105	228	257
长期投资	70	-52	-125	-123	-123
其他投资现金流	140	-80	-382	-419	-472
筹资活动现金流	792	-721	-685	-451	-655
短期借款	70	511	-256	128	-64
长期借款	370	-220	-147	-139	-138
普通股增加	12	-6	6	0	0
资本公积增加	-98	-21	0	0	0
其他筹资现金流	439	-985	-288	-440	-453
现金净增加额	-230	-611	-500	-4878	3980

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4366	5028	3965	4654	5510
营业成本	2539	3338	2626	3066	3611
营业税金及附加	20	20	17	19	23
营业费用	126	143	118	136	161
管理费用	229	123	134	143	175
研发费用	0	86	34	46	59
财务费用	134	197	162	335	380
资产减值损失	356	1059	3410	130	88
公允价值变动收益	48	0	8	12	9
其他收益	37	36	18	23	29
投资净收益	70	55	65	61	62
营业利润	1116	153	-2445	874	1111
营业外收入	4	0	2	1	1
营业外支出	3	2	3	3	3
利润总额	1116	151	-2446	872	1110
所得税	33	60	-73	87	111
净利润	1083	91	-2372	785	999
少数股东损益	8	-3	-10	3	-3
归属母公司净利润	1074	94	-2362	782	1002
EBITDA	3180	2658	-2099	1435	1759
EPS(元)	0.42	0.04	-0.92	0.30	0.39

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	33.2	15.2	-21.2	17.4	18.4
营业利润(%)	10.4	-86.3	-1698.2	135.7	27.2
归属于母公司净利润(%)	11.7	-91.3	-2622.1	-133.1	28.2
获利能力					
毛利率(%)	41.8	33.6	33.8	34.1	34.5
净利率(%)	24.6	1.9	-59.6	16.8	18.2
ROE(%)	11.0	0.9	-31.9	9.7	11.1
ROIC(%)	11.6	1.6	-25.9	7.6	12.3
偿债能力					
资产负债率(%)	35.1	38.6	41.9	58.9	44.8
净负债比率(%)	15.8	26.5	34.6	91.7	36.2
流动比率	1.6	1.6	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.9	1.0	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.2	1.7	1.7	1.7	1.7
应付账款周转率	3.6	2.2	6.0	6.3	5.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.04	-0.92	0.30	0.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.43	0.21	-1.52	2.04
每股净资产(最新摊薄)	3.81	3.81	2.89	3.15	3.51
估值比率					
P/E	12.7	145.5	-5.8	17.4	13.6
P/B	1.4	1.4	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	4.8	6.1	-7.7	14.7	9.6

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。

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同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：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：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>