

证券研究报告—动态报告/公司快评

传媒

影视娱乐

捷成股份 (300182)
买入

重大事件快评

(维持评级)

2020 年 09 月 08 日

华视网聚引入战投小米集团，产业链价值凸显

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002

证券分析师：夏妍

021-60933162

xiayan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030003

证券分析师：高博文

gaobowen@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030004

事项：

公司之全资子公司华视网聚拟引入战略投资者进行增资扩股，由天津金米对华视网聚进行增资。天津金米隶属于小米集团。本次增资扩股完成后，华视网聚仍为公司的控股子公司，不影响公司的合并报表范围。天津金米通过增加华视网聚注册资本的方式向华视网聚投资共人民币 2 亿元，该等投资完成后，华视网聚注册资本将由 1250 万元增加至 1302.08 万元，天津金米持有华视网聚 4% 股权（对应注册资本人民币 52.08 万元）。捷成文化集团拟放弃本次增资的优先认购权。本次增资完成后，公司持股比例由 100% 降为 96%，华视网聚仍为公司之控股子公司。

国信传媒观点：本次交易有利于巩固公司与媒体终端和渠道的战略融合，形成与投资人及其关联方小米集团的资本纽带关系，双方将发挥各自优势、深度合作、共谋发展。投资建议：公司版权业务受院线电影上映影响，音视频技术相关订单有所延期，与小米深度绑定从资金扶持和业务合作角度都对公司有显著的提升效应，我们预计公司 20-22 年归母净利润为 4.42/6.91/8.43 亿，公司 20-22 年 EPS 为 0.17/0.27/0.33 元，对应 PE 为 36/23/19x。综合考虑当前公司仍处于相对底部位置，质押率降低，定增有望落地，各项基本面信号向好，维持买入评级。

评论：

■ 公司受让 4% 股权，引入战略投资者小米集团

公司之全资子公司华视网聚拟引入战略投资者进行增资扩股，由天津金米对华视网聚进行增资。天津金米隶属于小米集团。本次增资扩股完成后，华视网聚仍为公司的控股子公司，不影响公司的合并报表范围。

天津金米通过增加华视网聚注册资本的方式向华视网聚投资共人民币 2 亿元，该等投资完成后，华视网聚注册资本将由 1250 万元增加至 1302.08 万元，天津金米持有华视网聚 4% 股权（对应注册资本人民币 52.08 万元）。捷成文化集团拟放弃本次增资的优先认购权。本次增资完成后，公司持股比例由 100% 降为 96%，华视网聚仍为公司之控股子公司。本次增资完成前，目标公司的投前估值为人民币 448 亿；本次增资完成后，目标公司的投后估值为人民币 50 亿元。

表 1：公司增资扩股具体情况

No.	股东姓名/名称	认缴注册资本 (人民币/元)	持股比例
1	捷成世纪文化产业集团有限公司	12,500,000	96.00%
2	天津金米投资合伙企业 (有限合伙)	520,833	4.00%
总计		13,020,833	100.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 咪咕、华为之后，再攻下一城，华视网聚产业链价值凸显

2018 年、2019 年新媒体版权发行和运营业务占合并报表营业收入的比例为 61%、82%。新媒体渠道得益于传播速度快、信息散发覆盖面广、交互性强等特点，在疫情的催化下影响力日趋加大。公司新媒体版权业务自疫情影响以来正常经营与增长，并与移动咪咕签署了深度合作协议，随着中国移动在内容运营业务方面的不断深入，公司的盈利能力得到进一步增强。

2020H1 华视网聚实现营收 10.23 亿，同减 23.38%，实现净利润 2.69 亿，同增 10.81%，华视网聚在行业下行期间，Q2 业绩表现相对超预期。上半年全国院线停摆，导致公司院线影片发行业务受阻，为应对疫情带来的影响，公司及时调整了新媒体版权发行策略，一方面继续深挖现有客户需求与合作，加大片库的运营力度；另一方面与合作伙伴深入进行运营合作，提升收入规模。

图 1：华视网聚营收情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：华视网聚利润情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我们认为，小米集团一方面从资金角度给予补充，同时业务合作方面，有望成 2020 年华视网聚重要新增渠道方，继上半年与咪咕深度合作后，公司业务量将继续显著提升，公司与小米合作的战略意义：

1、与小米集团的合作，加深了上市公司在渠道方深耕的能力，增强了新媒体版权发行和运营的业务能力，上市公司战略布局更为明确，未来发展可期。

在未来业务的发展中，上市公司将以新媒体版权发行和运营为核心，秉承“多轮次-多渠道-多场景-多模式-多年限”的业务变现核心理念，集全司资源构建以“版权”为核心的产业链。成为中国乃至全球领先的影视内容新媒体集成供应链平台。

2、本次交易的履行将有利于推动华视网聚继续取得优质发展，提高其运营能力，增强公司在影视版权运营、媒体文化传播方面的综合实力，进一步提升公司的资本实力、抗风险能力和持续融资能力。

基于双方的优势资源互补与产业协同，小米与华视网聚已进行了多年的业务合作，在本次战略投资的推动下，双方将深入合作，共同推动全球化多屏影音场景化娱乐生态，并为全球用户带来内容娱乐方式的升级与创新。

■ 商誉风险基本消除，公司加强催收，应收减值有望企稳

公司自 15-16 年转型传媒行业以来，除了传统音视频技术主业的小规模并购，捷成股份通过收购华视网聚布局版权业务，通过收购星纪元、瑞吉祥和中视精彩布局影视内容制作业务，截至 17 年底公司商誉合计 55.47 亿，其中华视网聚版权业务占比 53%，影视内容制作占比 46%，传统音视频技术占比 1%。

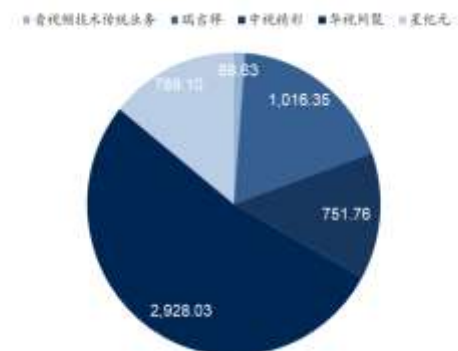
18-19 年因影视行业寒冬及行业政策趋严，公司不断战略调整收缩影视内容板块，18 年计提商誉 8.46 亿，截至 2020 年年中，公司账上剩余 30.52 亿商誉，核心仅剩华视网聚，商誉减值风险基本消除。

图 3：2012-2019 年捷成股份商誉变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：2017 年底捷成股份商誉构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

19 年资产减值=坏账准备 9.61 亿+存货跌价准备 1.35 亿+商誉减值损失 16.56 亿=27.51 亿，除了商誉，其中 19 年公司坏账准备金额较大，占 19 年资产减值准备的 35%，少部分为传统音视频客户，大头为影视内容制作板块的客户，20 年底多项影视作品上线，其中重要项目《霍去病》也将提上日程，预计公司坏账准备可能部分追回。20H1 公司剩余应收账款约 22 亿，公司后续将加强款项催收。

表 2：2018-2019 年捷成股份资产减值准备计提情况拆分

2018 年公司计提减值准备		2019 年公司预计计提减值准备	
项目	金额	项目	金额
坏账损失	190.96	坏账准备	961.11
存货跌价损失	13.72	—应收账款坏账准备	488.60
可供出售金额资产减值损失	7.70	—其他应收款坏账准备	472.51
无形资产减值损失	1.19	存货跌价准备	134.75
商誉减值损失	845.51	—音视频技术相关产品	30.00
—中视精彩	751.76	—影视剧	104.74
—瑞吉祥	76.01	商誉减值损失	1655.52
—北京极地信息	9.38	—瑞吉祥	940.33
—成都捷成优联	8.36	—星纪元	670.74
合计资产减值准备	1059.08	—冠华	44.45
年底剩余商誉	4701.91	合计资产减值准备	2751.38
		预计年底剩余商誉	3046.39

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 投资建议：绑定小米，华视网聚产业链价值凸显，维持买入评级。

公司版权业务受院线电影上映影响，音视频技术相关订单有所延期，与小米深度绑定从资金扶持和业务合作角度都对公司有显著的提升效应，我们预计公司 20-22 年归母净利润为 4.42/6.91/8.43 亿，公司 20-22 年 EPS 为 0.17/0.27/0.33 元，对应 PE 为 36/23/19x。综合考虑当前公司仍处于相对底部位置，质押率降低，定增有望落地，各项基本面信号向好，维持买入评级。

■ 风险提示

定增预案尚未获证监会审核通过；疫情影响持续拖累公司全年业绩；应收账款回收风险；知识产权保护风险。

表 3: 可比公司估值

证券代码	证券简称	收 盘 价 (元)	总市值 (亿)	2019A EPS (元)	2020E	2021E	2022E	2019A PE (倍)	2020E	2021E	2122E	投资评级
版权业务可比公司估值												
300413.SZ	芒果超媒	72.91	1300.03	0.66	0.89	1.09	1.31	110.47	81.82	66.91	55.57	买入
300251.SZ	光线传媒	17.08	514.85	0.32	0.18	0.38	0.46	53.38	93.59	45.32	37.29	买入
300133.SZ	华策影视	8.90	159.24	-0.83	0.29	0.37	0.44	-10.72	30.69	24.33	20.34	买入
000802.SZ	北京文化	9.37	68.44	-3.22	0.44	0.57	-	-2.91	21.53	16.37	-	增持
002343.SZ	慈文传媒	9.32	43.55	0.35	0.36	0.51	0.52	26.63	25.98	18.24	17.96	增持
超高清业务可比公司估值												
688039.SH	当虹科技	82.88	65.12	1.37	1.63	2.38	3.25	60.50	50.90	34.86	25.48	暂无评级
300079.SZ	数码科技	5.74	83.45	0.05	0.05	0.16	0.19	114.80	107.89	36.94	30.27	暂无评级

资料来源:wind 一致预测, 国信证券经济研究所整理

表 4: 捷成股份盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5028.23	3605.09	3520.60	4277.11	5238.51
(+/-%)	15.17%	-28.30%	-2.34%	21.49%	22.48%
净利润(百万元)	93.64	-2380.33	441.64	691.00	842.84
(+/-%)	-91.28%	-2641.87%	-118.55%	56.46%	21.97%
每股收益 (元)	0.04	-0.92	0.17	0.27	0.33
EBIT Margin	27.93%	15.63%	19.86%	19.00%	18.32%
净资产收益率 (ROE)	0.95%	-32.04%	5.68%	8.30%	9.38%
市盈率 (PE)	169.26	-6.67	35.97	22.99	18.85
EV/EBITDA	5.85	7.82	28.29	24.81	22.71
市净率 (PB)	1.62	2.14	2.04	1.91	1.77

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	173	613	443	409	营业收入	3605	3521	4277	5239
应收款项	3533	2411	2812	3301	营业成本	2722	2503	3092	3836
存货净额	920	551	681	845	营业税金及附加	23	21	26	31
其他流动资产	1386	2640	1283	1048	销售费用	135	106	128	157
流动资产合计	6044	6238	5241	5625	管理费用	162	192	219	254
固定资产	54	92	102	111	财务费用	197	90	111	112
无形资产及其他	2159	3653	5266	6980	投资收益	30	(18)	30	30
投资性房地产	3361	3361	3361	3361	资产减值及公允价值变动	1846	(120)	0	0
长期股权投资	1115	1135	1145	1155	其他收入	(4671)	0	0	0
资产总计	12733	14478	15115	17232	营业利润	(2429)	471	732	877
短期借款及交易性金融负债	1877	2811	2182	2755	营业外净收支	89	20	20	20
应付款项	1912	1378	1788	2325	利润总额	(2340)	491	752	897
其他流动负债	1067	1909	2189	2509	所得税费用	42	49	60	54
流动负债合计	4857	6098	6159	7588	少数股东损益	(2)	0	1	1
长期借款及应付债券	294	294	294	294	归属于母公司净利润	(2380)	442	691	843
其他长期负债	149	179	209	239					
长期负债合计	443	473	503	533	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	5301	6572	6663	8122	净利润	(2380)	442	691	843
少数股东权益	5	5	5	6	资产减值准备	2	(26)	0	0
股东权益	7428	7781	8327	8985	折旧摊销	2144	95	96	98
负债和股东权益总计	12733	14358	14995	17112	公允价值变动损失	(1846)	120	0	0
					财务费用	197	90	111	112
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	营运资本变动	3125	547	1547	469
每股收益	-0.92	0.17	0.27	0.33	其它	(3)	27	0	0
每股红利	0.07	0.03	0.06	0.07	经营活动现金流	1042	1203	2334	1410
每股净资产	2.88	3.02	3.23	3.49	资本开支	(1854)	(1600)	(1720)	(1820)
ROIC	27%	8%	8%	9%	其它投资现金流	(9)	11	0	0
ROE	-32%	6%	8%	9%	投资活动现金流	(1893)	(1609)	(1730)	(1830)
毛利率	24%	29%	28%	27%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	20%	19%	18%	负债净变化	(365)	0	0	0
EBITDA Margin	75%	23%	21%	20%	支付股利、利息	(189)	(88)	(145)	(185)
收入增长	-28%	-2%	21%	22%	其它融资现金流	1590	934	(629)	573
净利润增长率	-2642%	-119%	56%	22%	融资活动现金流	482	846	(774)	387
资产负债率	42%	46%	44%	47%	现金净变动	(370)	440	(170)	(33)
息率	1.2%	0.6%	0.9%	1.2%	货币资金的期初余额	542	173	613	443
P/E	-6.7	36.0	23.0	18.9	货币资金的期末余额	173	613	443	409
P/B	2.1	2.0	1.9	1.8	企业自由现金流	3989	(329)	671	(352)
EV/EBITDA	7.8	28.3	24.8	22.7	权益自由现金流	5214	524	(61)	115

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《捷成股份-300182-2020 年中报点评：加强片库运营，与咪咕深度合作，华视网聚焕发新活力》——2020-09-07
 《捷成股份-300182-业绩预告及定增预案点评：底部向上，初现曙光》——2020-04-24

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032