

半年报超预期高增长，影视版权龙头涅槃

捷成股份(300182)

评级:	买入	股票代码:	300182
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	6.88/2.7
目标价格:		总市值(亿)	121.28
最新收盘价:	4.71	自由流通市值(亿)	92.61
		自由流通股数(百万)	1,966.14

►事件概述

2021年8月29日晚间，捷成股份发布半年度报告，公司上半年实现营收18.58亿元，同比增长40.41%，实现归母净利润3.03亿元，同比增长137.14%。

►全面聚焦新媒体版权业务，深入开展战略级合作

公司已全面聚焦以捷成华视网聚为主开展的新媒体版权业务，营收占比由2020年年报75.50%提升至2021年上半年89.79%。上半年公司新媒体版权运营及发行业务实现营收16.68亿元，同比增长63.00%，实现净利润3.14亿元，同比增长16.65%，主要是院线电影发行业务较去年同期大幅提升；同时，受到知识产权保护政策加强的影响，公司版权运营业务经营环境变好。公司拥有腾讯、优酷、爱奇艺、芒果等视频端、中国移动、中国电信、中国联通等运营商以及华为、小米等硬件提供商等优质客户，并与其保持了良好的长期战略合作；2020年5月，与移动咪咕签署了为期三年的合作协议，深入To C联合运营模式合作。2020年9月，公司引入小米旗下天津金米作为华视网聚的战略股东，并与小米开展深度业务合作。

►财报质量持续改善，新增版权采购规模创新高

公司财报质量改善明显，2021年中公司应收账款为10.32亿元，相比2020年底16.05亿元，上半年回款情况较好；2019、2020和2021H1公司费用率显著下降，销售费用率分别为3.74%、4.03%和2.74%，管理费用率分别为4.49%、6.66%和4.77%，财务费用率分别为5.46%、5.15%和3.17%。2021H1，公司影视剧版权无形资产新增金额13.17亿元，2018H1、2019H1、2020H1新增金额分别为11.48、12.43、4.68亿元，近年来由于行业整顿，影视版权价格整体较为稳定，上半年新增版权采购金额创新高说明公司进一步聚焦版权业务，版权库规模持续扩大。

►短视频加速影视版权保护发展，版权资产稀缺性显现

随着国家对于知识产权保护力度的持续提升，优质版权资产的稀缺性将进一步显现。影视剧版权是各大视频平台抢占用户时长的核心，特别是在短视频平台快速崛起和5G时代智能终端（VR/AR、汽车智能娱乐座舱等）视听设备数量的进一步增长，公司的存量优质影视片库的价值将显著提升，同时未来变现空间巨大。今年以来，我们认为以下重要事件加快了影视剧版权保护力度和价值提升进程。（1）2021年4月，53家影视公司、5家视频平台及15家影视行业协会联合声明抵制短视频侵权，中宣部版权管理局第一时间作出回应。（2）2021年6月1日，新修订的《著作权法》开始施行。（3）2021年8月，腾讯状告抖音侵权《扫黑风暴》并索赔1亿元。

►投资建议：基本面困境反转驱动“戴维斯双击”，维持并强调“买入”评级

结合中报，我们调整了公司的盈利预测，预计2021-2023年分别实现营业收入36.20（-15.93）、43.60（-23.87）、51.72亿元，实现归母净利润分别为6.21（-1.78）、7.94（-3.19）、9.64亿元，EPS分别为0.24（-0.05）、0.31（-0.12）、0.37元，对应当前股价PE分别为20、15、13倍。相比上次评级，我们对公司基本面判断出现以下变化：（1）公司主营进一步聚焦影视版权业务，版权收入占比达90%；（2）根据公司2021年8月26日公告，控股股东签署《表决权委托意向协议》，控股权将转让给具有海南省工业厅、国投集团、信达集团等国资背景的府相数科；（3）5G商业化推进力度、知识产权保护力度持续加大。我们预计2021年公司基本面将出现较大的困境反转，股价有望出现“戴维斯双击”，维持并强调“买入”评级。

风险提示

战略投资股东引进不及预期；影视版权业务有可能受到监管；中国三维声标准发布时间尚不确定。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,605	3,184	3,620	4,360	5,172
YoY (%)	-28.3%	-11.7%	13.7%	20.4%	18.6%
归母净利润(百万元)	-2,380	-1,231	621	794	964
YoY (%)	-2641.9%	48.3%	150.5%	27.9%	21.4%
毛利率 (%)	24.5%	23.1%	26.8%	27.2%	27.6%
每股收益 (元)	-0.92	-0.48	0.24	0.31	0.37
ROE	-32.0%	-19.6%	9.0%	10.3%	11.1%
市盈率	-5.10	-9.85	19.53	15.27	12.58

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 赵琳

研究助理: 李钊

邮箱: zhaolin@hx168.com.cn

邮箱: lizhao1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

联系电话: 021-50380388

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,184	3,620	4,360	5,172	净利润	-1,230	640	819	994
YoY (%)	-11.7%	13.7%	20.4%	18.6%	折旧和摊销	1,472	2,020	2,020	2,020
营业成本	2,449	2,650	3,175	3,747	营运资金变动	5	-260	-187	-424
营业税金及附加	9	9	12	13	经营活动现金流	1,828	2,380	2,604	2,526
销售费用	128	145	153	181	资本开支	-1,168	-2,424	-2,520	-2,521
管理费用	212	181	218	259	投资	3	-80	-40	-40
财务费用	164	-4	-4	-6	投资活动现金流	-1,032	-2,396	-2,495	-2,484
资产减值损失	-562	-90	-20	-16	股权募资	200	0	0	0
投资收益	9	109	65	78	债务募资	2,244	0	0	0
营业利润	-1,236	681	871	1,057	筹资活动现金流	-726	0	0	0
营业外收支	-42	0	0	0	现金净流量	69	-15	109	43
利润总额	-1,278	681	871	1,057					
所得税	-47	41	52	63	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	-1,230	640	819	994	成长能力				
归属于母公司净利润	-1,231	621	794	964	营业收入增长率	-11.7%	13.7%	20.4%	18.6%
YoY (%)	48.3%	150.5%	27.9%	21.4%	净利润增长率	48.3%	150.5%	27.9%	21.4%
每股收益	-0.48	0.24	0.31	0.37	盈利能力				
					毛利率	23.1%	26.8%	27.2%	27.6%
					净利率	-38.6%	17.7%	18.8%	19.2%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	-11.5%	5.3%	6.1%	6.5%
货币资金	257	242	351	394	净资产收益率 ROE	-19.6%	9.0%	10.3%	11.1%
预付款项	1,177	1,274	1,526	1,801	偿债能力				
存货	592	768	844	1,041	流动比率	1.04	1.08	1.13	1.20
其他流动资产	2,239	2,562	2,902	3,525	速动比率	0.57	0.61	0.63	0.67
流动资产合计	4,266	4,845	5,623	6,761	现金比率	0.06	0.05	0.07	0.07
长期股权投资	1,104	1,134	1,164	1,194	资产负债率	40.3%	40.0%	39.8%	39.9%
固定资产	33	33	33	33	经营效率				
无形资产	2,001	2,401	2,901	3,401	总资产周转率	0.30	0.31	0.33	0.35
非流动资产合计	6,462	6,897	7,429	7,962	每股指标 (元)				
资产合计	10,728	11,742	13,052	14,723	每股收益	-0.48	0.24	0.31	0.37
短期借款	1,265	1,265	1,265	1,265	每股净资产	2.44	2.68	2.98	3.36
应付账款及票据	1,157	1,556	1,683	2,093	每股经营现金流	0.71	0.92	1.01	0.98
其他流动负债	1,690	1,665	2,030	2,296	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,111	4,486	4,977	5,654	估值分析				
长期借款	210	210	210	210	PE	-9.85	19.53	15.27	12.58
其他长期负债	5	5	5	5	PB	1.33	1.76	1.58	1.40
非流动负债合计	215	215	215	215					
负债合计	4,326	4,701	5,192	5,869					
股本	2,562	2,562	2,562	2,562					
少数股东权益	131	150	175	204					
股东权益合计	6,401	7,042	7,860	8,854					
负债和股东权益合计	10,728	11,742	13,052	14,723					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。