

捷成股份(300182)/传媒互联网
平台型龙头呼之欲出，生态体系不断完善
评级：买入(首次)

市场价格：10.21

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师：熊亚威

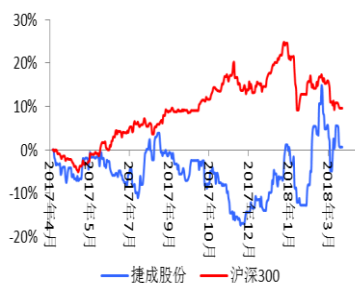
执业证书编号：S0740517090002

电话：

Email: xiongyw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,574.96
流通股本(百万股)	1,390.67
市价(元)	10.21
市值(百万元)	26,290.35
流通市值(百万元)	14,198.75

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,210.61	3,278.16	4,315.07	5,368.88	6,676.07
增长率 yoy%	79.17%	48.29%	31.63%	24.42%	24.35%
净利润	533.01	961.45	1,250.16	1,536.83	1,901.34
增长率 yoy%	102.76%	80.38%	30.03%	22.93%	23.72%
每股收益(元)	0.21	0.37	0.49	0.60	0.74
每股现金流量	0.05	0.24	1.06	0.30	0.90
净资产收益率	12.40%	10.71%	12.56%	13.70%	14.83%
P/E	49.32	27.34	20.93	17.02	13.76
PEG	1.15	1.09	0.30	0.40	0.55
P/B	6.12	2.93	2.63	2.33	2.04
备注:					

投资要点

- **转型升级，“技术+内容”双轮驱动，全媒体融合生态渐完善。**捷成股份在2014年前后开启转型升级，作为领先的音视频技术服务商，积极向版权分销、影视制作等内容端延伸。
 - 从业务上看已形成“内容+技术”双轮驱动格局；从产业链上看，已完成内容产品的“生产——发行——渠道”产业布局。
 - 公司充分发挥业务间的协同性优势，通过优秀的发行及分销能力与丰富的渠道吸引并获取内容，同时用海量的内容及领先的技术绑定渠道，形成正向循环。在此基础上，不断提升制作与投资能力，拓展内容营销等增值服务。生态体系不断完善，盈利能力不断增强。
- **华视网聚：影视版权运营平台型龙头，精耕细作构筑壁垒。**在版权保护力度提升、消费升级的背景下，版权市场进入发展黄金期，量价齐升。
 - **稀缺的平台型商业模式，卡位优势明显。**公司上游分散，长尾版权议价能力强，努力渗透头部内容，并向国际市场布局。2017年上半年，公司引进海外优质影视作品1000余部。公司下游拓宽，新渠道不断拓展，智能手机等硬件厂商及今日头条等新流量入口介入视频领域将不断提升版权内容的需求，同时海外版权输出、点播影院、户外等将成为华视网聚新看点。
 - **市占率提升，龙头地位更加稳固。**公司的存量版权数量已成为市场第一，同时每年投入金额、采购版权内容数量都遥遥领先，市占率将进一步提升。
 - **版权不断增值。**影视内容的首轮版权费不断创新高，带动存量版权的升值。
 - **利润持续释放。**公司每年营收可以覆盖当年版权采购投入，且能保持正的经营现金流，形成良性循环。公司5年以上的版权采用5:2:1:1:1的方式，公司版权多为7-10年，一部版权5年后的收入都将成为经营利润。
- **影视：并购整合+投资合作，打造精品化内容。**
 - 先后投资并购了6家影视相关的公司，且每家公司的侧重点不同，在内容制作、版权分销、广告营销等领域形成了良好的产业协同。
 - 公司以精品为本，价值最大化为导向，出品了《战狼2》、《红海行动》、《春风十里不如你》等多部电影电视剧作品。公司影视内容储备丰富，未来将持续贡献利润。
- **音视频技术：技术保持领先，结构不断优化。**公司技术服务业务整体保持平稳，结构不断优化，云技术平台、虚拟现实、增强现实等新兴领域的业务占比越来越高。
- **数字教育：加速市场开拓，向2C端延展。**公司自2016年12月完成了牡丹江市教育云平台的设计和上线运行后，加速市场开拓，截至2017年上半年注册用户已超50万。公司采用“基础服务免费，增值服务收费”的互联网商业模式。

式，直达 C 端用户，未来有望成为公司新的增长点。

- **股权结构稳定，股权激励绑定管理层利益。**公司实际控制人为徐子泉夫妇，为激发员工活力，公司已实施了四期股票及期权激励，最新的股权激励解禁条件要求 2018-2019 年净利润不低于 15.25 亿元、19 亿元，在一定程度上保障了公司未来的成长。
- **盈利预测及投资建议：**我们预测捷成股份 2017-2019 年实现营收分别为 43.15 亿元、53.69 亿元、66.76 亿元，同比增长 31.63%、24.42%、24.35%；实现归母净利润分别为 12.50 亿元、15.37 亿元、19.01 亿元，同比增长 30.03%、22.93%、23.72%；对应 2017-2019 年 PE 分别为 20.93 倍、17.02 倍、13.76 倍。公司目前估值相对较低，我们看好捷成股份稳定的盈利能力及未来的成长空间，首次覆盖，给予买入评级。
- **风险提示：**下游行业不景气；市场竞争加剧；项目进程不及预期；政策风险；系统性风险。

内容目录

“技术+内容”双轮驱动，全媒体融合生态渐完善	- 6 -
转型升级，“内容+技术”双轮驱动	- 6 -
股权结构稳定，股权激励绑定管理层利益	- 6 -
“生产——发行——渠道”全产业链布局	- 8 -
转型效果初显，营收利润高速增长	- 9 -
营收利润呈高增长态势	- 9 -
结构不断优化，内容业务持续扩张	- 9 -
利润率稳中求升，控费效果良好	- 10 -
现金流状况良好，业务可持续性较强	- 11 -
华视网聚：影视版权分销龙头，精耕细作构筑壁垒	- 12 -
版权保护与消费升级助力版权市场兴起	- 12 -
从采购到销售，精细化运营创造价值	- 15 -
新平台型龙头，护城河渐宽	- 18 -
存量积累+持续投入，增加份额，铸高壁垒	- 24 -
未来看点：市占率提升，版权增值，新渠道不断开拓，利润持续释放	- 26 -
影视：并购整合+投资合作，打造精品化内容	- 26 -
需求旺盛，行业快速发展	- 26 -
并购整合，内容版图不断扩张	- 27 -
储备丰富，持续打造精品内容	- 29 -
音视频技术业务保持领先，数字教育业务起航	- 29 -
技术保持领先，结构不断优化	- 29 -
数字教育起航，向 2C 端延展	- 31 -
盈利预测与估值	- 32 -
盈利假设与盈利预测	- 32 -
估值与投资建议	- 33 -
风险提示	- 33 -

图表目录

图表 1：捷成股份发展历程	- 6 -
图表 2：捷成股份股权结构	- 7 -
图表 3：股权激励分配情况	- 7 -
图表 4：股权激励解禁条件及安排	- 7 -
图表 5：公司的战略布局	- 8 -
图表 6：公司的生态产业链	- 9 -
图表 7：公司营收及增速	- 9 -
图表 8：公司归母净利及增速	- 9 -
图表 9：公司营收结构变化	- 10 -

图表 10: 公司毛利结构变化	- 10 -
图表 11: 公司并购的重要子公司情况	- 10 -
图表 12: 公司毛利率净利率情况	- 11 -
图表 13: 公司三费情况	- 11 -
图表 14: 公司的应收账款情况 (百万元)	- 11 -
图表 15: 公司的现金流状况 (百万元)	- 12 -
图表 16: 中国娱乐产业规模	- 12 -
图表 17: 中国在线视频行业规模	- 12 -
图表 18: 国家版权保护政策及事件汇总 (2011 年-至今)	- 13 -
图表 19: 影视新媒体版权交易情况	- 14 -
图表 20: 爱奇艺外购版权成本情况	- 14 -
图表 21: 2016 年各视频网站采购版权剧数量	- 14 -
图表 22: 2011 年以来头部剧网络版权费变化情况	- 15 -
图表 23: 华视网聚发展大事记	- 15 -
图表 24: 华视网聚上下游关系示意	- 16 -
图表 25: 华视网聚的运营模式	- 16 -
图表 26: 捷成股份的分销模式	- 16 -
图表 27: 华视网聚与暴风影音合作建立的影视专区	- 17 -
图表 28: 华视网聚为上下游提供多元化服务	- 17 -
图表 29: 华视网聚在院线电影、电视剧、动漫领域市占率较高	- 18 -
图表 30: 华视网聚的商业模式	- 19 -
图表 31: 华视网聚与视觉中国商业模式对比	- 19 -
图表 32: 国内电影作品上映统计	- 20 -
图表 33: 国内电视剧生产发行统计	- 20 -
图表 34: 爱奇艺在外购版权的投入仍远高于自制	- 20 -
图表 35: 经典影视作品在爱奇艺上仍能保持较高播放量	- 21 -
图表 36: 华为视频采购版权内容	- 22 -
图表 37: 西瓜视频与华视网聚达成版权合作	- 22 -
图表 38: 华视网聚与飞机等渠道开展合作	- 22 -
图表 39: 华视网聚荣获 YouTube 颁发的银质奖章	- 23 -
图表 40: 点播影院包房	- 23 -
图表 41: 国家出台的点播影院重点相关政策	- 23 -
图表 42: 华视网聚与竞争对手的版权出版情况	- 24 -
图表 43: 华视网聚营收及净利情况 (百万元)	- 24 -
图表 44: 2016 年华视网聚及其竞争对手盈利情况	- 24 -

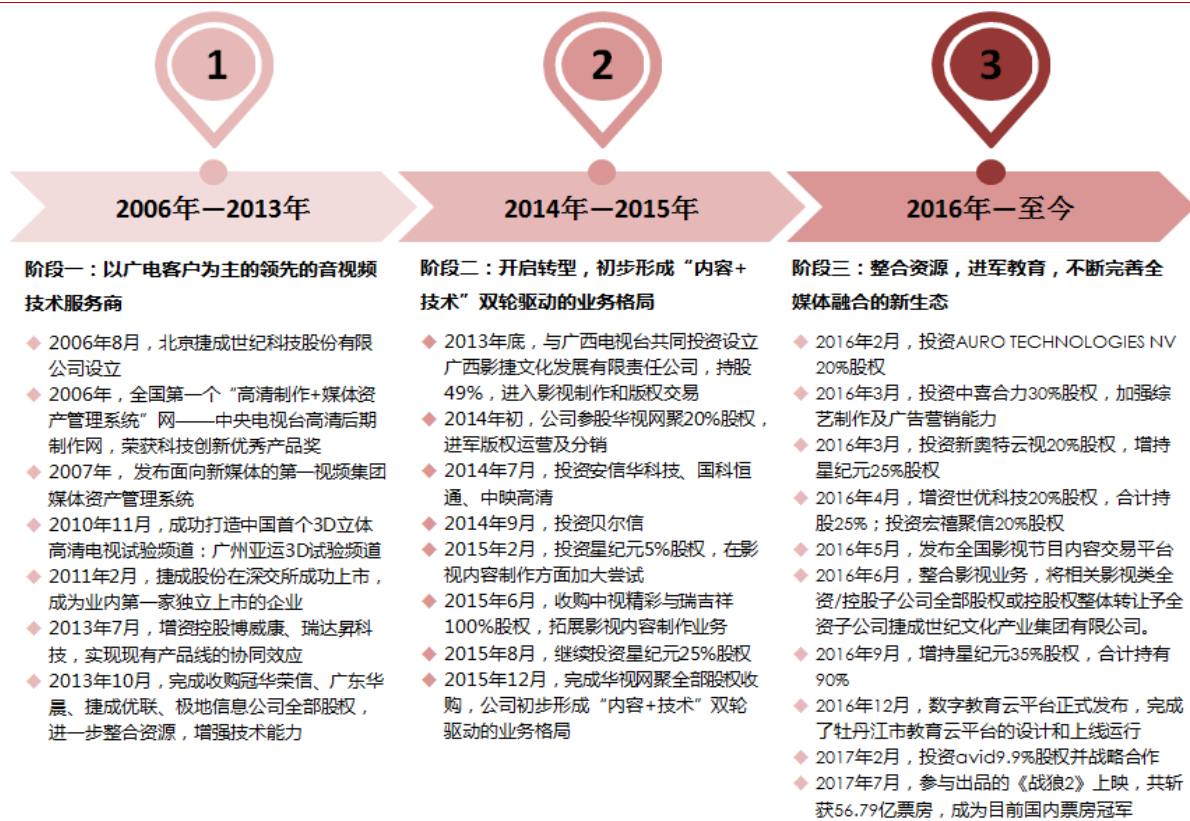
图表 45: 2014-2015 电视剧版权采购数量份额.....	- 25 -
图表 46: 2014-2015 电影版权采购数量份额	- 25 -
图表 47: 华视网聚及竞争对手采购版权投入金额情况.....	- 25 -
图表 48: 华视网聚营收与版权采购金额对比.....	- 25 -
图表 49: 华视网聚在版权摊销方面更加谨慎.....	- 26 -
图表 50: 中国与全球电影市场规模对比.....	- 27 -
图表 51: 中国电影市场观影人次变化.....	- 27 -
图表 52: 影视剧互联网端市场规模估算.....	- 27 -
图表 53: 网络剧播出数量及次数.....	- 27 -
图表 54: 捷成股份在影视行业的布局.....	- 28 -
图表 55: 捷成股份投资的影视公司业绩完成情况 (单位: 百万元)	- 28 -
图表 56: 公司影视制作业务毛利及占比情况 (百万元)	- 28 -
图表 57: 公司影视制作业务毛利率情况.....	- 28 -
图表 58: 捷成股份参与出品的代表作.....	- 29 -
图表 59: 公司数字技术提供典型案例.....	- 30 -
图表 60: 捷成股份在技术服务领域的投资并购.....	- 30 -
图表 61: 媒体云平台及服务业务营收情况.....	- 30 -
图表 62: 捷成世纪智慧教育云平台页面.....	- 31 -
图表 63: 捷成世纪智慧教育云平台可实现多屏互动.....	- 32 -
图表 64: 捷成股份分业务预测 (单位: 百万元)	- 33 -
图表 65: 可比公司估值比较	- 33 -
图表 66: 捷成股份已播出影视作品	- 34 -
图表 67: 捷成股份储备影视作品.....	- 35 -
图表 68: 捷成股份财务报表预测 (单位: 百万元)	- 36 -

“技术+内容”双轮驱动，全媒体融合生态渐完善

转型升级，“内容+技术”双轮驱动

- 北京捷成世纪科技股份有限公司于 2006 年 8 月 23 日设立，2011 年 2 月 22 日成功登陆创业板。公司以提供专业音视频整体解决方案起家，上市后通过投资并购等方式做大做强。一方面夯实主业，成为领先的技术服务商；另一方面转型升级，加速布局版权分销、影视制作、教育等领域。其发展可概况为以下三个阶段：
 - 阶段一（2006 年-2013 年）：以广电客户为主的领先的音视频硬件技术提供商；
 - 阶段二（2014 年-2015 年）：开启转型，积极向版权分销、影视制作等内容端延伸，初步形成“内容+技术”双轮驱动的业务格局；
 - 阶段三（2016 年-至今）：整合资源，进军教育，不断完善全媒体融合的新生态。

图表 1：捷成股份发展历程

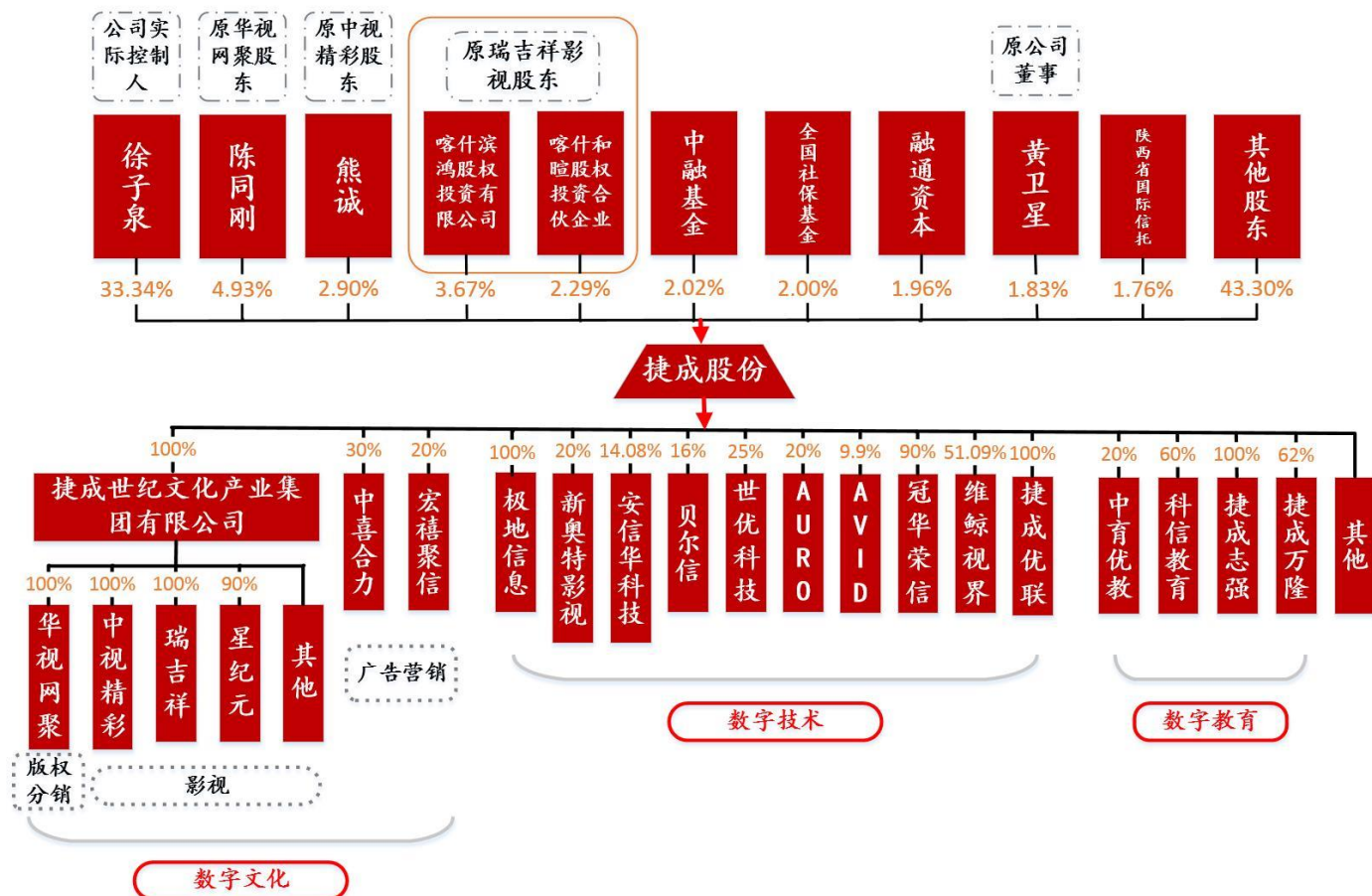


来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

股权结构稳定，股权激励绑定管理层利益

- 公司董事长徐子泉先生持股占比 33.34%，为公司的第一大股东及实际控制人。第二大股东陈同刚为原华视网聚的股东及创始人，第三大股东熊诚为原中视精彩的股东及创始人。

图表 2：捷成股份股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司股权结构相对稳定，管理层与股东利益一致，实施了四期股票及期权激励，极大激发了员工的积极性，在一定程度上保障了公司未来的成长。其中 2017 年底最新实施的股权激励，解禁条件要求 2018-2019 年净利润不低于 15.25 亿元、19 亿元，对应同比增速不低于 22%、24.59%。

图表 3：股权激励分配情况

姓名	职务	获授的股票数量 (万股)	占授予股票总数的 比例	占目前总股本 的比例
薛俊峰	副董事长	80	4.0016%	0.0313%
韩钢	副董事长	80	4.0016%	0.0313%
韩胜利	董事、总经理	80	4.0016%	0.0313%
岳扬	董事	100	5.0020%	0.0391%
游尤	董事、董秘	100	5.0020%	0.0391%
谭伟康	副总经理	80	4.0016%	0.0313%
王晓滨	副总经理	80	4.0016%	0.0313%
沈罡	副总经理	80	4.0016%	0.0313%
张文菊	财务总监	30	1.5006%	0.0117%
中基层管理、核心技术 (业务) 人员 (58人)		1,289.2	64.4858%	0.5046%
合计 (67人)		1,999.2	100%	0.7825%
授予日期	授予价格			
2017年12月22日	本激励计划限制性股票的授予价格为4.76元。授予价格依据本激励计划草案公布前20个交易日的公司股票交易均价9.51元的50%确定。			

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：股权激励解禁条件及安排

解禁安排	解除限售时间	解除限售比例	解除限售条件 (公司)
第一个解除限售期	自授予日起12个月后的首个交易日起至授予日起24个月内的最后一个交易日当日止	30%	以2016年公司实现的归属于上市公司股东的净利润为基数，2017年公司实现净利润增长不低于26.89%即122,000万元。
第二个解除限售期	自授予日起24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%	以2016年公司实现的归属于上市公司股东的净利润为基数，2018年公司实现净利润增长不低于58.61%即152,500万元。
第三个解除限售期	自授予日起36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日当日止	40%	以2016年公司实现的归属于上市公司股东的净利润为基数，2019年公司实现净利润增长不低于97.62%即190,000万元。

来源：公司公告，中泰证券研究所

“生产——发行——渠道”全产业链布局

- 捷成股份致力于成为具有国际创新技术的数字文化传媒集团，从业务上看已形成“内容+技术”双轮驱动格局；从产业链上看，已完成内容产品的“生产——发行——渠道”布局。
 - 渠道：（1）公司作为领先的技术服务商，与广电行业、部队、互联网科技公司、科研院校等渠道建立了深度的合作关系；（2）华视网聚作为数字版权分销领域的龙头，与视频网站、数字电视、IPTV、OTT等渠道建立了深度合作，并具有较强的话语权；（3）发力拓建教育领域2C端的平台渠道。
 - 内容：（1）华视网聚拥有海量内容的版权库，同时每年获取市场上半左右的新增版权内容；（2）旗下拥有优秀的内容制作团队；（3）投资参与优质内容

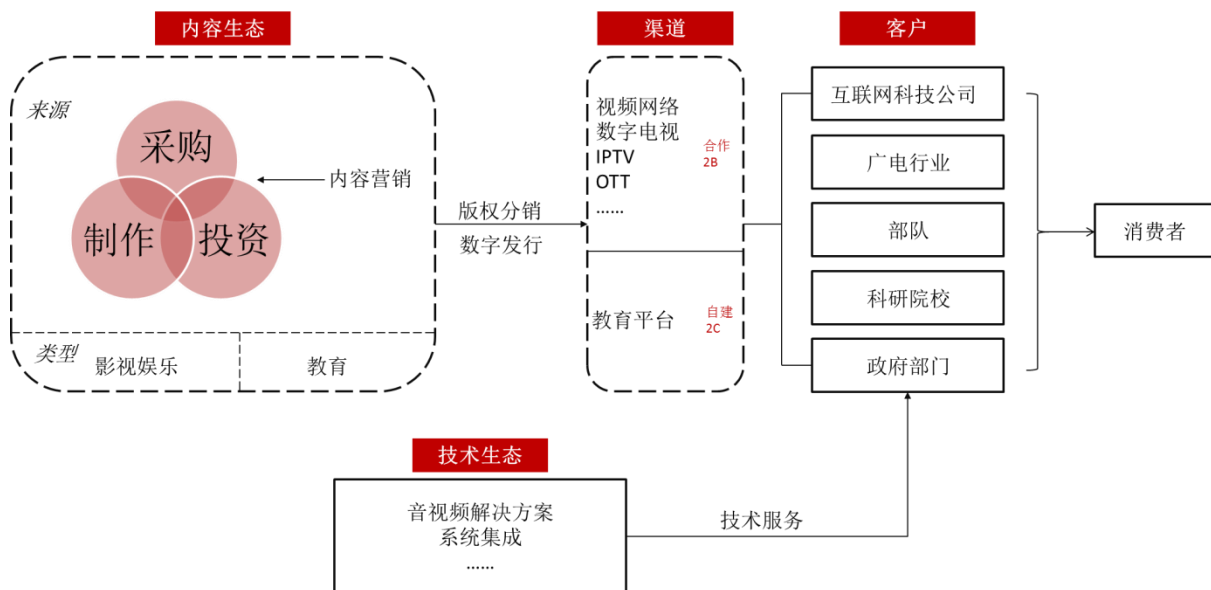
图表 5：公司的战略布局



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司充分发挥业务间的协同性优势，通过优秀的发行及分销能力与丰富的渠道吸引并获取内容，同时用海量的内容及领先的技术绑定渠道，形成正向循环。在此基础上，不断提升制作与投资能力，拓展内容营销等增值服务。生态体系不断完善，盈利能力不断增强。

图表 6: 公司的生态产业链



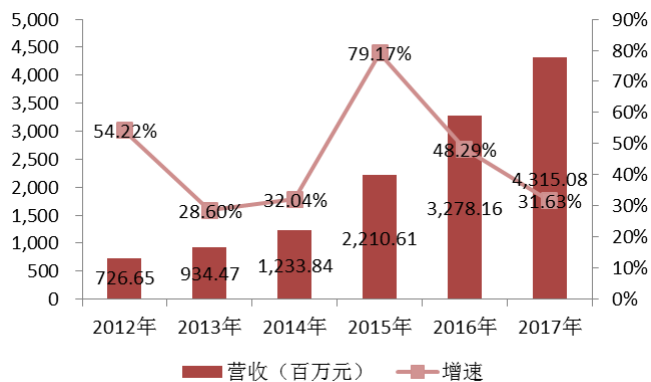
来源：中泰证券研究所

转型效果初显，营收利润高速增长

营收利润呈高增长态势

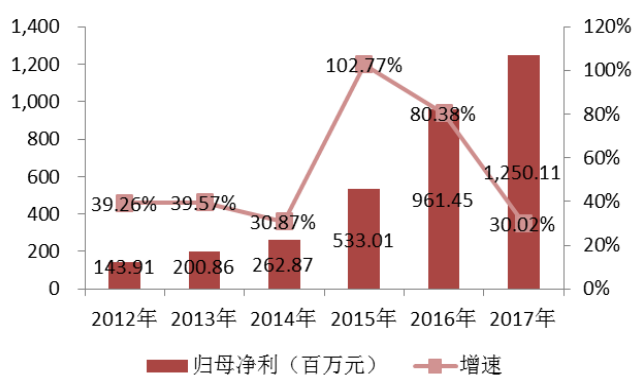
- 捷成股份传统的技术服务业务由于下游主要的广电客户不景气，增长遇到瓶颈，公司从 2014 年加速转型，通过外延与内生的双轮驱动，维持了营收与利润的高速增长。

图表 7: 公司营收及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

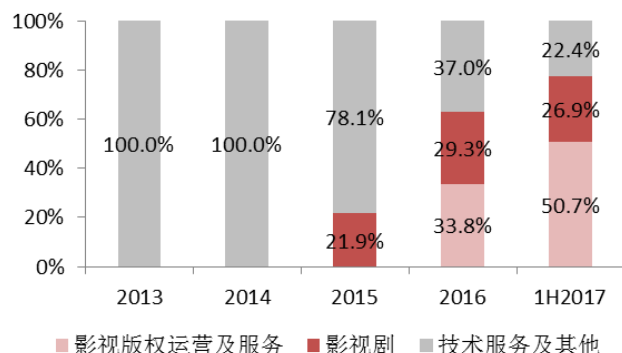
图表 8: 公司归母净利润及增速



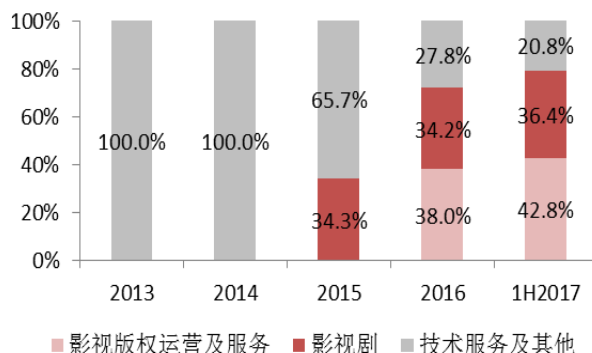
来源：公司公告，中泰证券研究所

结构不断优化，内容业务持续扩张

- 在原技术类服务业务增长遇到瓶颈之际，公司及时调整业务结构，2015 年以来影视、版权等新业务产生贡献，到 2017 年上半年，影视与版权运营业务营收及毛利贡献已接近八成。

图表 9：公司营收结构变化


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10：公司毛利结构变化


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司进行的一系列外延布局效果显现，一方面补强原有的技术服务业务，另一方面使得新业务快速发力。

图表 11：公司并购的重要子公司情况

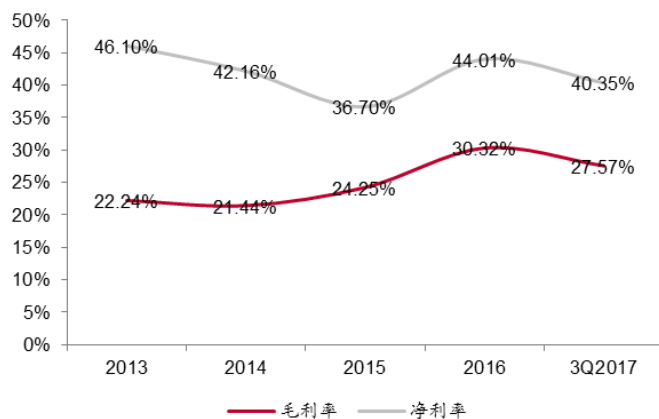
公司名称	最近一次投资/收购时间	持股比例	投资/收购金额	投资标的业务	承诺业绩	实际实现业绩
博威康	2013年7月	51.09%	2550万	新媒体设备及解决方案	2013-2015年的净利润不低于531.84万元，664.81万元，831.01万元	2013-2015年实现562.84万元，415.40万元，838.66万元
极地信息	2013年12月	100%	3341.80万（49%股权）	技术开发及服务	2013-2015年的扣非净利润不低于719万元，905万元，1131万元	2013-2015年实现820.84万元，896.15万元，1163.78万元
华晨影视	2013年12月	100%	5723.20万（49%股权）	舞台设备及技术服务	2013-2015年的扣非净利润不低于1218.58万元，1539.86万元，1901.84万元	2013-2015年实现1313.63万元，1542.01万元，1999.56万元
捷成优联	2013年12月	100%	3634.60万（49%股权）	计算机设备及技术服务	2013-2015年的扣非净利润不低于772.17万元，966.29万元，1208.91万元	2013-2015年实现809.13万元，988.33万元，1215.1万元
冠华荣信	2013年12月	90%	1.10亿（61.04%股权）	音视频整体解决方案	2013-2015年的扣非净利润不低于1999.18万元，2402.67万元，2890.53万元	2013-2015年实现2015.06万元，2427.89万元，2963.51万元
中视精彩	2015年6月	100%	9.11亿	影视	2014-2017年扣非归母净利不低于6600万元，9240万元，12012万元，15615.6万元	2015-2016年实现9506.11万元，12764.02万元
瑞吉祥	2015年6月	100%	11.70亿	影视	2014-2017年扣非归母净利不低于9000万元，11700万元，15210万元，19773万元	2015-2016年实现11814.82万元，16641.37万元
华视网聚	2016年3月	100%	32.7亿（两次合计）	版权分销及运营	2015-2017年归母净利不低于25000万元，32500万元，42250万元	2015-2016年实现25482.94万元，46033.5万元
星纪元	2016年4月	90%	15.85亿（四次合计）	影视	2016-2018年净利润不低于14000万元，18200万元，23660万元	2016年实现14104.11万元

来源：公司公告，中泰证券研究所

利润率稳中求升，控费效果良好

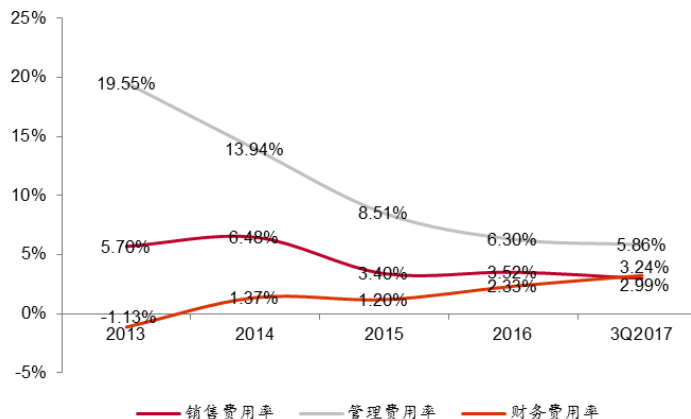
- 捷成股份近几年净利率保持了稳中有升的态势，2015 年是公司毛利率的一个拐点，其对应的是公司转型初见成效的重要节点。费用率整体呈下降趋势，但结构发生变化，销售费用大幅下滑，管理费用平稳下降，财务费用上升，随着影视、版权类业务在公司业务中占比越来越高，对于资金的需求也越来越大，财务费用也呈现上升趋势。

图表 12: 公司毛利率净利率情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 13: 公司三费情况

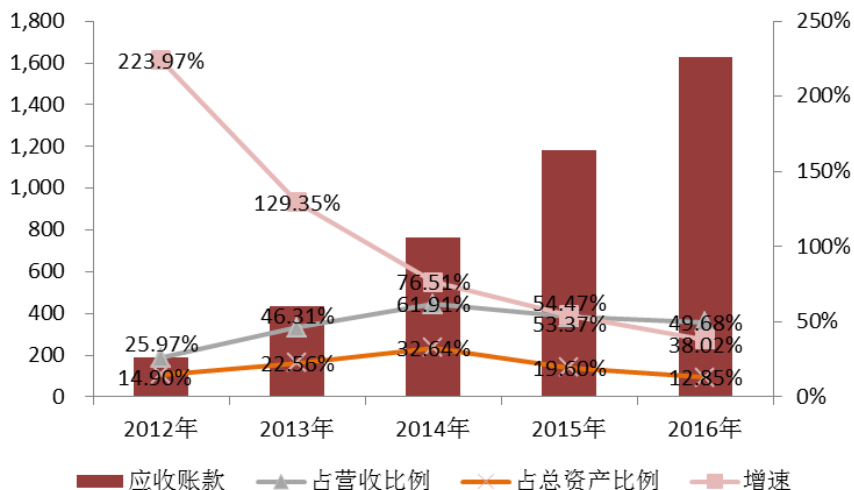


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

现金流状况良好, 业务可持续性增强

- 公司近年来应收账款呈现快速上升态势, 在 2014 年占营收及总资产的比重均达到高点, 其后两年呈现稳定下滑的态势。公司在内容板块的布局使得应收账款绝对数额上有较大提升, 但并没有恶化公司现金状况, 反而在应收账款管理方面提升明显。

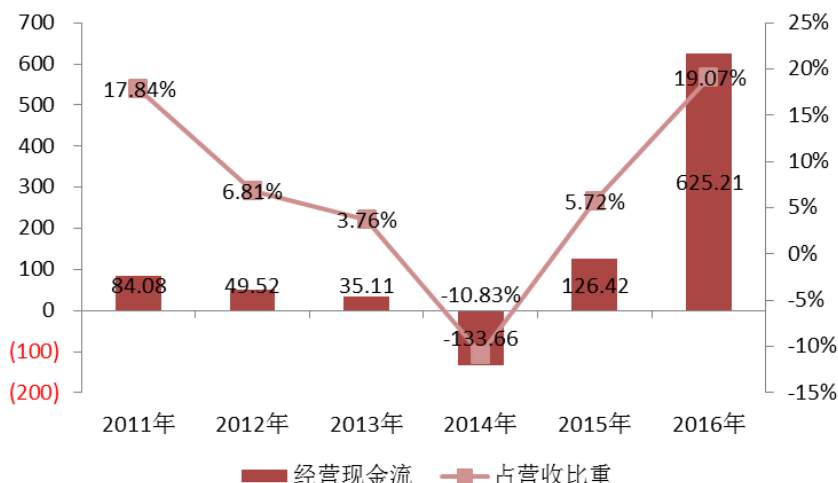
图表 14: 公司的应收账款情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 公司的经营性现金流在经历 2014 年的低谷后开始回暖, 经营性现金流净额占营收比重大幅上升, 呈现出良好的态势, 业务运营健康可持续。

图表 15: 公司的现金流状况 (百万元)



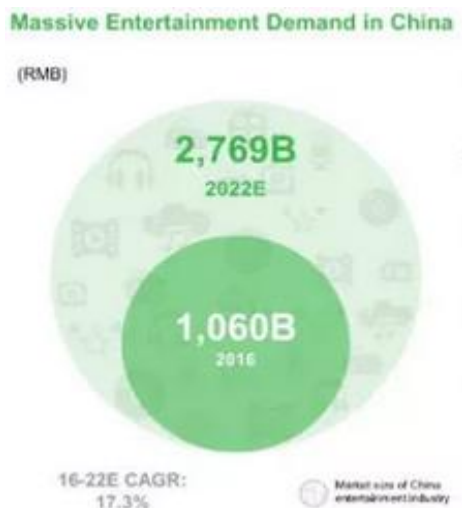
来源: wind, 中泰证券研究所

华视网聚：影视版权分销龙头，精耕细作构筑壁垒

版权保护与消费升级助力版权市场兴起

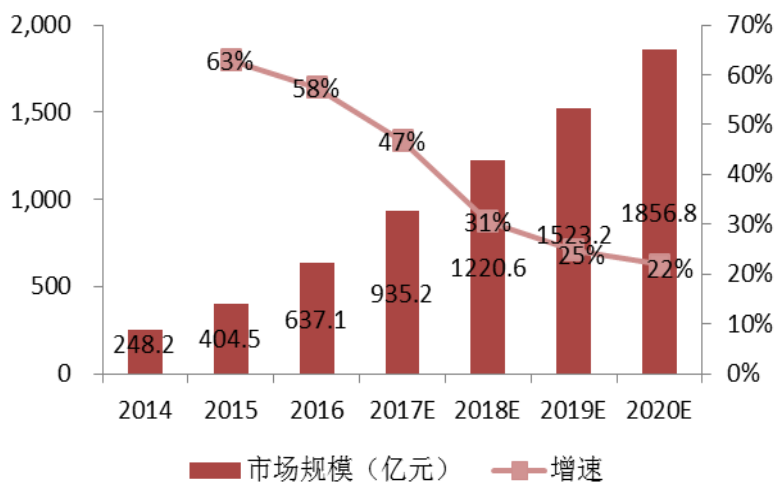
- **消费升级驱动文娱产业高速增长。**随着我国人均收入不断提升，消费者在文娱方面的需求日趋旺盛，近年来在线娱乐产业实现爆发式增长。根据艾瑞咨询的数据，2016 年中国娱乐需求已达到人民币 1.06 万亿元，预计到 2022 年将增至人民币 2.769 万亿元，年复合增长率达到 17.3%。

图表 16: 中国娱乐产业规模



来源: 艾瑞咨询, 爱奇艺路演资料, 中泰证券研究所

图表 17: 中国在线视频行业规模



来源: 中商产业研究院, 中泰证券研究所

- **公众意识提升，保护力度加强，版权市场迅速增长。**消费者对于文化内容的需求一直存在，但因为早些年版权观念及意识较弱，相关法规不完善，导致市场盗版横行，对正版内容受益造成严重侵害。随着公众版权意识提升，法律法规不断完善，版权市场进入发展的黄金期。

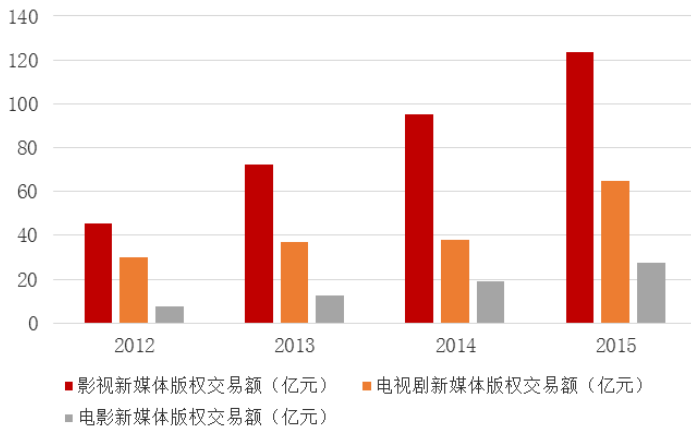
图表 18: 国家版权保护政策及事件汇总 (2011 年-至今)

时间	机构部门	事件
2011	中央各部门、国务院各部委、各直属机构等	开展政府机关软件正版化检查整改工作
	国家版权局	印发《版权工作“十二五”规划》，进一步健全版权法律体系，促进版权产业发展
	国家版权局	公布中国音乐著作权协会上报的《使用音乐作品进行表演的著作权许可使用费标准》
2012	国务院	就《中华人民共和国著作权法》（修改草案）公开征求意见
	各省、自治区、直辖市新闻出版局	推进新闻出版行业企业使用正版软件工作
	国家版权局	奖励2011年度查处侵权盗版案件有功单位及个人
2013	国家版权局	就《使用文字作品支付报酬办法（修订征求意见稿）》公开征求意见
	国家版权局	对深圳市快播科技有限公司著作权行政处罚决定书
2014	各省（自治区、直辖市）版权局、网信办、通信管理局、公安厅等部门	开展打击网络侵权盗版“剑网2014”专项行动
	国家版权局	就《民间文学艺术作品著作权保护条例（征求意见稿）》公开征求意见
2015	国务院	在《著作权行政处罚实施办法（修订征求意见稿）》加大了网络环境下对侵权盗版行为的行政打击力度
	国家版权局	重点整治网络音乐版权秩序，抢夺独家版权、哄抬版权授权费用等不利于音乐产业健康发展的现象
	国务院	在《中华人民共和国刑法修正案（九）》增加了知识产权保护，加大了著作权的刑事保护力度
2016	国家版权局、国家网信办、工信部、公安部	开展打击网络侵权盗版“剑网2016”专项行动，重点整治网络文学版权秩序
	国家版权局	批准腾讯公司设立我国首家“网络版权产业研究基地”，研究总结国内外网络版权产业发展的新趋势、新动态及应对策略，为发展我国网络版权产业提供支持
	国务院	发布《关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》，加大侵犯知识产权行为的惩治力度
	国家版权局	与世界知识产权组织在广州举办中国版权金奖颁发仪式，推动版权强国建设具有显著激励作用
	——	互联网企业主动规范自身行为，积极履行企业主体责任，如百度、奇虎360自动清查盗版侵权内容
2017	国家版权局	主办2017中国网络版权保护大会上，10家中央新闻单位发起成立“中国新闻媒体版权保护联盟”，并发布了《中国新闻媒体版权保护联盟宣言》
	国家版权局	约谈主要网络音乐服务商及境内外的音乐公司，要求对网络音乐作品全面授权、避免独家授权
	国家版权局	发布2016年度全国打击侵权盗版十大案件，深入宣传打击侵权盗版工作成果
	上海市版权局	开展“剑网2017”专项行动，对多家上海重点互联网企业侵权隐患及时进行整改，从源头防范各类侵权盗版行为的发生
2018	国家版权局	通报20起网络侵权盗版典型案例
	国务院	印发《2017年推进使用正版软件工作总结》和《2018年推进使用正版软件工作计划》强调新时代软件正版化
	国家版权局	央视2018春晚相关节目纳入国家版权局重点作品版权保护预警名单，禁止未经授权进行网络传播
	广电总局	下发《关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》特急文件，坚决禁止非法抓取、剪辑改编视听节目的行为

来源：相关部门网站信息等公开资料整理，中泰证券研究所

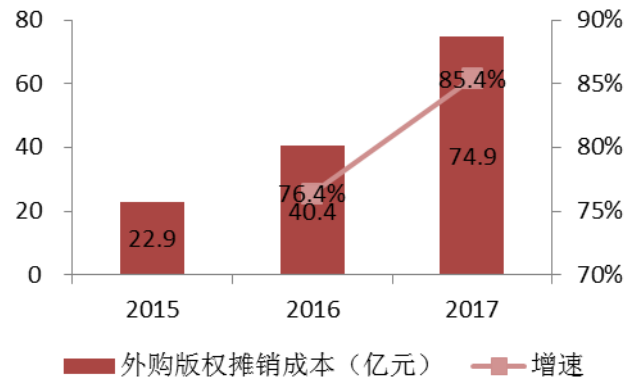
- **新媒体版权市场量价齐升。**版权市场在过去几年经历快速增长，尤其是新媒体端的版权交易实现了爆发式增长。根据艺恩咨询的数据，影视新媒体版权交易额 2012-2015 年的年均复合增速达 39.47%，2016、2017 年三大视频网站均加大了版权内容的采购，因此我们认为市场增速有望维持。版权市场的整体增长主要来源于量和价两个方面。

图表 19: 影视新媒体版权交易情况



来源: 艺恩咨询, 中泰证券研究所

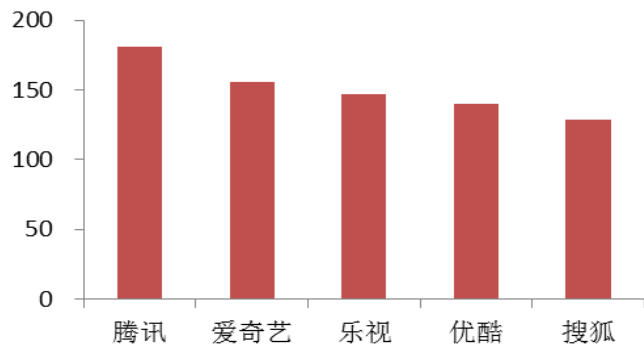
图表 20: 爱奇艺外购版权成本情况



来源: 爱奇艺招股书, 中泰证券研究所

- 量: 过去几年, 版权保护意识不断增强, 为满足更多观众的需求, 新媒体对正版内容的采购数量不断增加。

图表 21: 2016 年各视频网站采购版权剧数量



来源: 剧宝, 中泰证券研究所

- 价: 新媒体版权在过去几年大幅增长, 以头部剧在网络端首轮版权费为例, 2011 年前后在 30 万/集的水平, 而到了 2017 年已达到近 1000 万/每集, 且未来单价仍有上涨空间。华视网聚的版权库也将受益于价格上涨。

图表 22：2011 年以来头部剧网络版权费变化情况

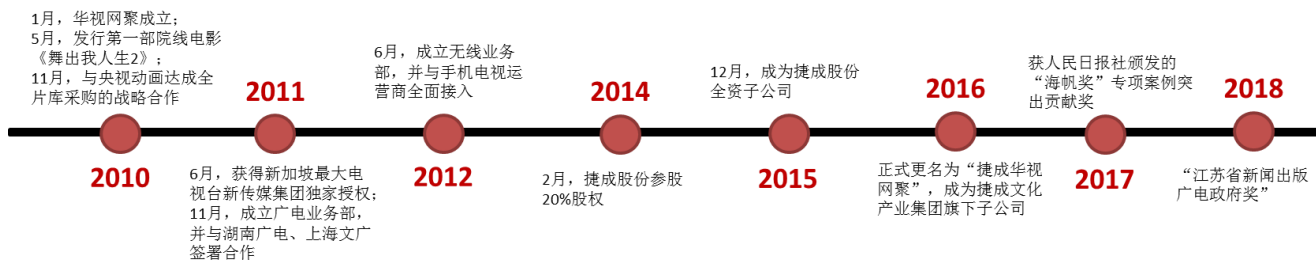
名称	首播时间	集数	网络版权费 (万/集)
宫锁心玉	2011年	35集	35
西游记张纪中版	2011年	60集	30
甄嬛传	2011年	76集	30
宫锁珠帘	2012年	37集	185
新编辑部的故事	2013年	36集	120
武媚娘传奇	2014年	96集	200
芈月传	2015年	81集	300
幻城	2016年	62集	400
孤芳不自赏	2017年	62集	700
楚乔传	2017年	68集	480
琅琊榜2	2017年	50集	800
巴清传	预计2018年	72集	750
如懿传	预计2018年	93集	900
凉生，我们可不可以不忧伤	预计2018年	80集	1000
长安十二时辰	待定	60集	1220

来源：公司公告等公开资料整理，中泰证券研究所

从采购到销售，精细化运营创造价值

- 华视网聚成立于 2010 年 1 月，经过多年的积累已成为影视版权分销领域的龙头，2015 年底，正式成为捷成股份旗下成员，在上市公司的支持下，市占率稳步提升，并与上市公司的影视制作、技术服务等业务形成良好的协同。

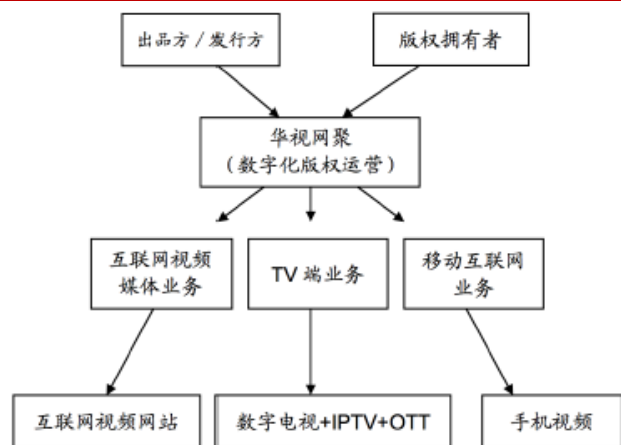
图表 23：华视网聚发展大事记



来源：华视网聚官网，中泰证券研究所

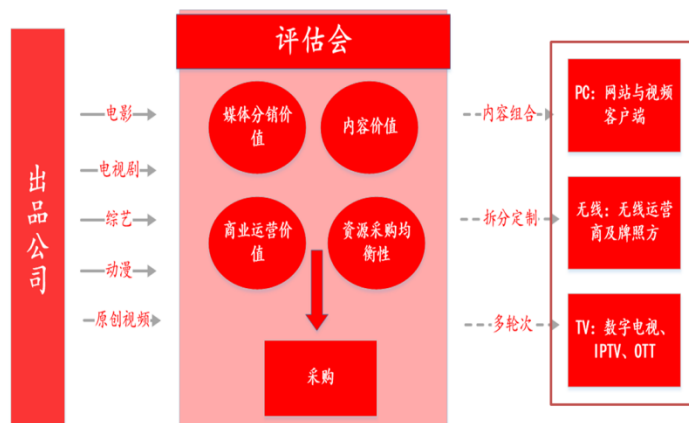
- 华视网聚的主要业务是面向新媒体渠道进行数字化版权运营与分销。公司从版权方处购买新媒体版权，经过整合运营，为下游视频网站等渠道提供内容及服务。

图表 24：华视网聚上下游关系示意



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 25：华视网聚的运营模式



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 区别于普通的版权分销业务，华视网聚不是简单的低买高卖，而是更加注重内容运营所产生的附加值，为供应商及客户提供多样化的服务。
- 华视网聚按照首轮销售金额可覆盖采购成本的策略进行采购，采购的“独家”版权期限为 5 至 10 年，授权给下游新媒体企业一般为 1 至 2 年。华视网聚将采购版权以单片及片库形式进行多渠道、多频次、多轮数的数字化分销，最大化已采购版权的可实现收益。

图表 26：捷成股份的分销模式



来源：公司公告，中泰证券研究所

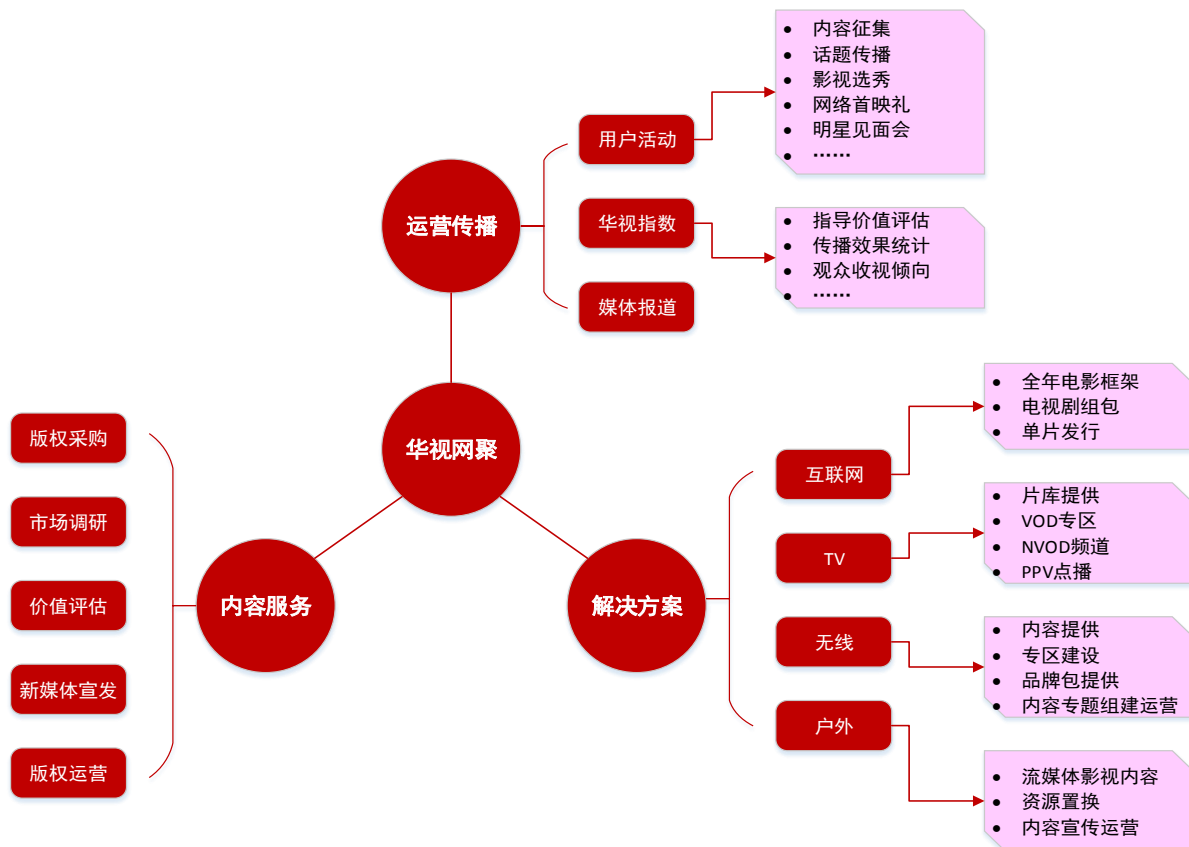
图表 27：华视网聚与暴风影音合作建立的影视专区



来源：暴风影音官网，中泰证券研究所

- 华视网聚为上游的内容供应商及下游的渠道客户提供多元化的服务，建立起长期稳固的合作关系，共同分享收益。

图表 28：华视网聚为上下游提供多元化服务



来源：华视网聚官网，中泰证券研究所

新平台型龙头，护城河渐宽

- **稀缺的平台型商业模式，卡位优势渐显。**华视网聚的商业模式是互联网时代最优质的平台型商业模式，上游是众多的版权内容拥有方，下游是新媒体渠道。目前公司上下游已积累起足够的供应商和客户，公司在院线电影、电视剧、动漫领域市占率较高，尤其是院线电影已达到 50% 左右，平台已形成卡位优势。

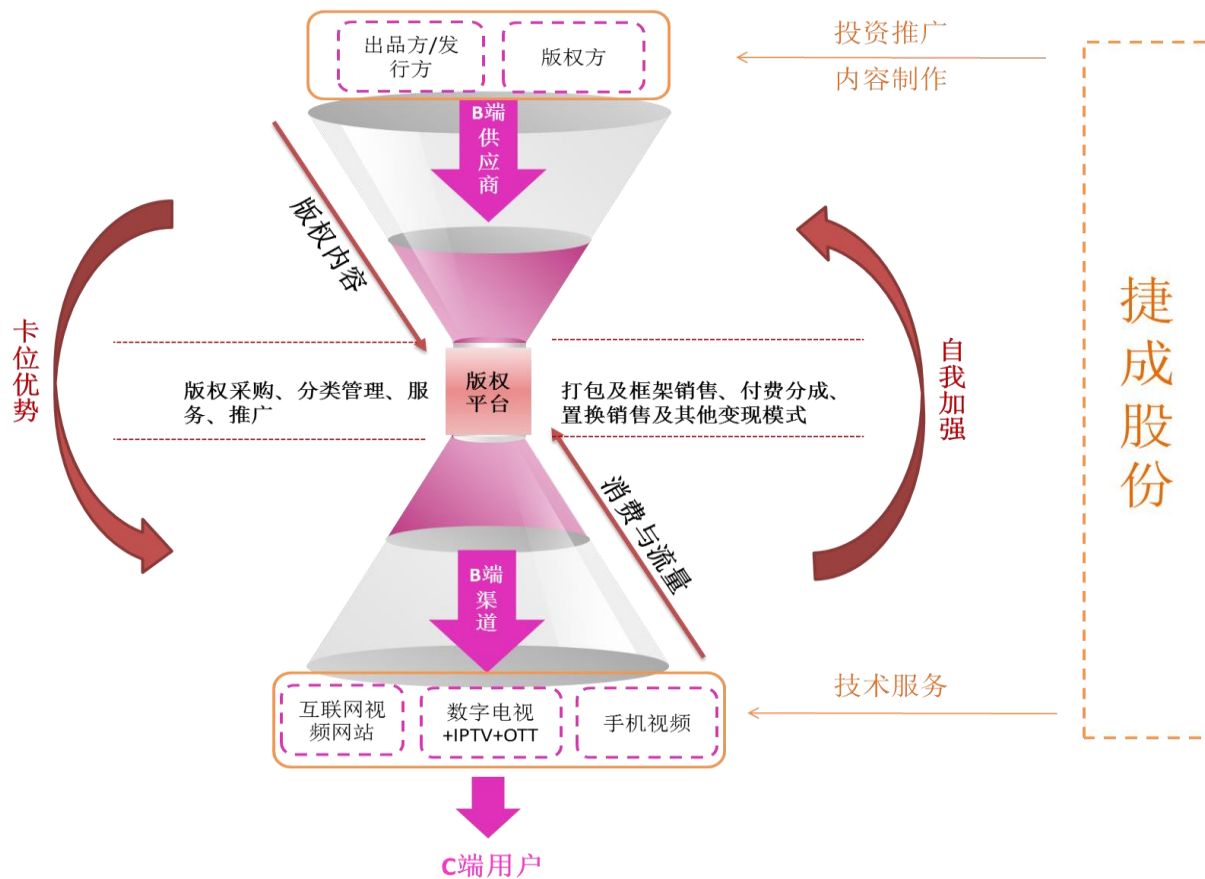
图表 29：华视网聚在院线电影、电视剧、动漫领域市占率较高



来源：华视网聚官网，中泰证券研究所

- 一方面，供应商可以通过平台将内容输送到更多的渠道，增强影响力，而渠道方可以从平台处获得更多的内容资源，实现体系的自我加强；
- 另一方面，捷成股份不断完善整个体系的布局，在上游参与内容的投资、推广与自制，在下游提供技术服务，从而在版权运营业务上相比竞争对手更具优势。

图表 30：华视网聚的商业模式



来源：中泰证券研究所

- 华视网聚的商业模式与视觉中国类似，都是 To B 的平台型模式。其差别在于视觉中国轻资产模式运营，基本不拥有版权，现金流较好；而华视网聚需要用资金采购版权，但可以更多样化的运营。

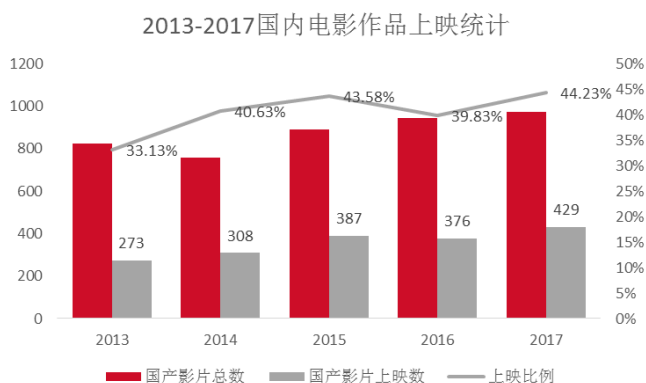
图表 31：华视网聚与视觉中国商业模式对比

公司	不同点	相同点
华视网聚	需要资金采购版权，拥有更多样化的运营方式，获得版权内容分销及运营收益	To B，平台型商业模式
视觉中国	不拥有版权，现金流好，图片售出后获得分成收益	

来源：中泰证券研究所

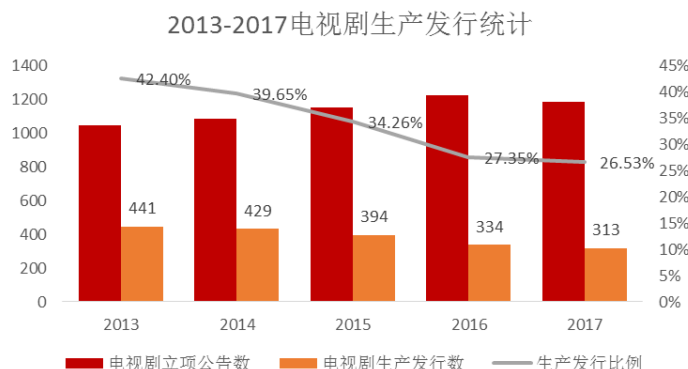
- 上游分散，长尾版权溢价能力强。国内目前有数千家的影视制作公司，每年制作数百部的电影、电视剧，头部的电影、电视剧可直接进入院线、网台等主流渠道播映，但大部分仍需要版权公司帮助分销。华视网聚在长尾版权方面具有较强的议价能力，同时也在努力渗透头部内容，并向国际市场布局。2017 年上半年，公司引进海外优质影视作品 1000 余部。

图表 32: 国内电影作品上映统计



来源:《2017 全球电影产业研究报告》,中泰证券研究所

图表 33: 国内电视剧生产发行统计



来源:《2018 中国电视剧产业发展报告》,中泰证券研究所

■ 下游拓宽,需求旺盛。

➢ 从新媒体渠道端来看,视频网站以形成了以爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆三家为首的第一梯队,虽然对于新的头部内容它们会选择直接采购或自制,但是第一梯队视频网站对于过去的存量版权内容、长尾版权内容以及采购版权内容二轮及以后的分销依然有巨大的需求。

(1) 第一梯队视频网站每年在内容端的投入持续高增,虽然加大了自制剧的开发与头部剧的采购,但比例仍然较小。作为综合型的平台,为满足不同类型用户的需求,仍需大量采购版权内容。

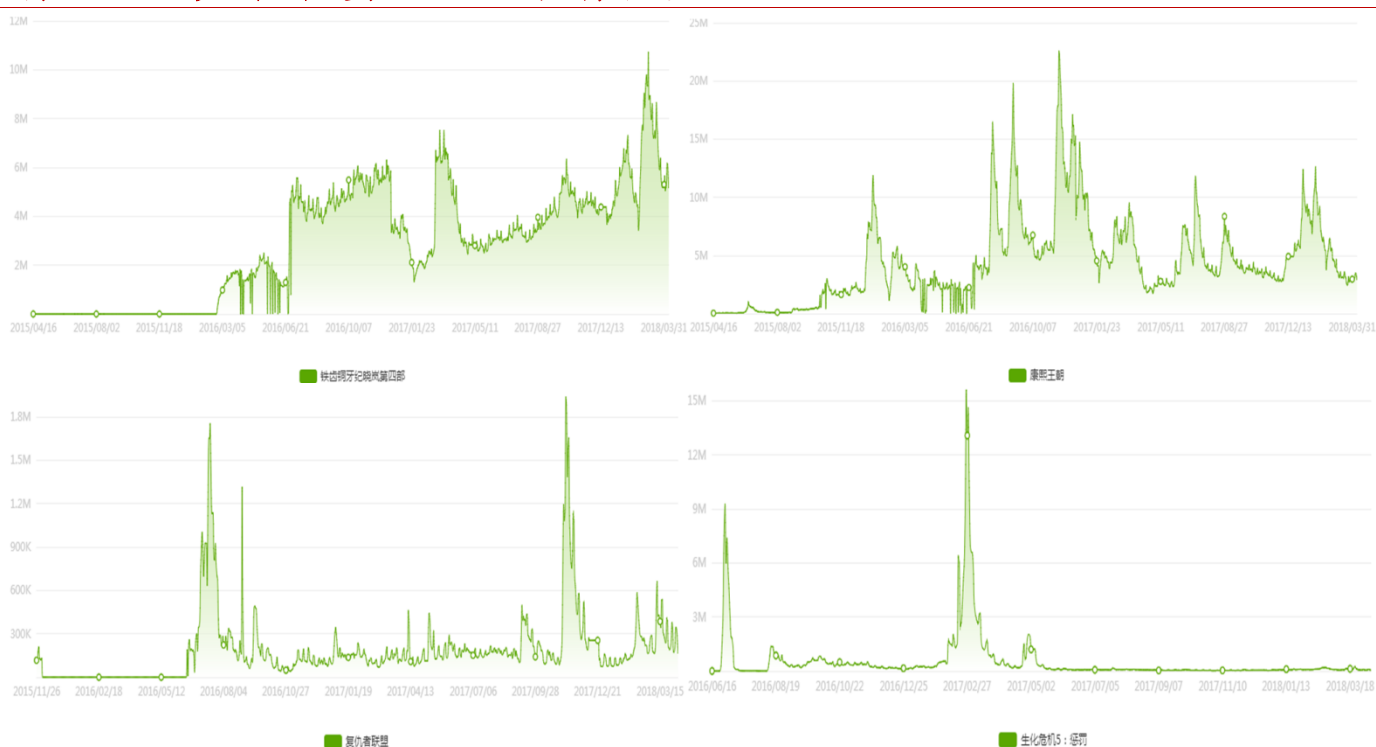
图表 34: 爱奇艺在外购版权的投入仍远高于自制

项目	2015	2016	2017
外购版权摊销成本(亿元)	22.9	40.4	74.9
自制版权摊销成本(亿元)	2.3	5.7	7.7
外购/自制倍数	9.96	7.09	9.73

来源:爱奇艺招股书,中泰证券研究所

(2) 对于第一梯队视频网站来说,头部内容可以吸引流量,但要增加用户黏性及忠诚度,基础的版权库必不可少。许多经典的影视作品依然能够保持较高的播放量,从类型上看,经典电视剧作品播放量相对平稳,经典的电影会受到续集上映等事件性影响,短期出现爆发式增长。(下图以电视剧《铁齿铜牙纪晓岚》、《康熙王朝》及电影《复仇者联盟》、《生化危机》为例)

图表 35：经典影视作品在爱奇艺上仍能保持较高播放量



来源：爱奇艺指数，中泰证券研究所

➤ **视频入口不断拓宽。**

- (1) **智能手机等硬件厂商**在逐步加大版权投入，华为、小米、OV等厂商每年手机出货量有大几千万台，积累起了雄厚的用户基础，采购版权可以为用户提供丰富的内容，并提升在软件端的盈利能力；
- (2) **今日头条等新的流量入口**布局版权内容，希望为观众提供更多更优质的版权内容，西瓜视频已与华视网聚达成版权合作；

图表 36：华为视频采购版权内容



来源：华为视频，中泰证券研究所

图表 37：西瓜视频与华视网聚达成版权合作



来源：西瓜视频，中泰证券研究所

(3) 华视网聚积极推动户外影视传播，与户外楼宇液晶、酒店 VOD、移动电视、高铁/飞机影视等各类公共渠道平台开展合作，提供影视公关传播、广告推广、内容提供、效果监测等多元化服务。

图表 38：华视网聚与飞机等渠道开展合作



来源：华视网聚官网，中泰证券研究所

(4) 华视网聚积极扩展海外分销等新的渠道。2017 年公司海外发行 30 余部国内一线卫视及主流网站的优秀电视剧，十余部院线电影，相继登陆台湾、香港、东盟十国、日韩、凤凰卫视欧美台、HBO 卫星频道、以及非洲，覆盖 200 多个国家和地区。在 YouTube 上已开通 5 个频道，获得超过 20 万用户的订阅，全年获得观看次数 3 亿多次，观看时长 41 亿多分钟。华视网聚的优质内容还进入了包括 Amazon、Viki、Dramafever、Dailymotion、ROKU、SlingTV 等多个平台。

图表 39: 华视网聚荣获 YouTube 颁发的银质奖章



来源: 华视网聚官网, 中泰证券研究所

(5) 未来在点播影院等新渠道的扩张值得期待。点播影院市场需求高增, 但仍处于起步阶段, 存在播放盗版内容等不规范现象。国家越来越重视点播影院市场的发展, 出台多项政策整治与规范市场发展, 捷成股份借助丰富的版权资源及技术优势, 未来在这个领域将大有可为。

图表 40: 点播影院包房



来源: 荆楚网, 中泰证券研究所

图表 41: 国家出台的点播影院重点相关政策

序号	相关政策
1	从事点播影院、点播院线电影放映、发行服务, 应当遵守宪法和有关法律、法规, 弘扬社会主义核心价值观, 传播正能量, 并依法获得电影主管部门核发的许可证
2	申请成立省内点播院线, 所辖点播影院数量应不少于30家; 申请成立跨省点播院线, 所辖点播影院数量应不少于60家
3	点播影院、点播院线放映、发行的影片须依法通过审查, 应获得合法放映授权, 点播院线应当及时将影片著作权授权状况上传至影片著作权授权信息公示查询系统
4	放映设备、放映质量和计费系统符合国务院电影主管部门规定的技术规范, 所设单个影厅的银幕宽度不超过6米, 观众有效
5	点播影院放映的由境内法人、其他组织所摄制的电影时长不得低于年放映电影时长总和的三分之二

来源: 《点播影院、点播院线管理规定》, 中泰证券研究所

存量积累+持续投入，增加份额，铸高壁垒

- **华视网聚的影视版权储备量领跑市场。**目前拥有 5-6 万小时的海量片库，预计内容涵盖近 6000 部的电影、超 35000 集的电视剧、超 30 万分钟的动漫、超 5000 小时的综艺。

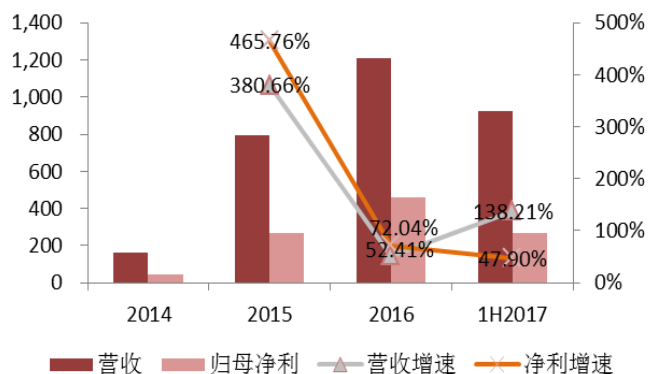
图表 42：华视网聚与竞争对手的版权出版情况

公司	影视版权储备
华视网聚	拥有 5-6 万小时的海量片库，内容涵盖近 6000 部的电影、超 35000 集的电视剧、超 30 万分钟的动漫、超 5000 小时的综艺，还包括丰富的纪录片、网剧网大等内容
盛世骄阳	截至 2015 年底，拥有超 40000 集/部的国内外影视节目，超过十万分钟的儿童动漫和幼教内容资源
佳韵社	拥有电视剧 570 部，15682 集；电影 865 部；动漫 366 部；综艺 59 部；纪录片 41 部；百科频道 31 部
五岸传播	未披露具体数量
乐视	2016 年时任副总裁的张曙光表示拥有超过 15 万集电视剧、8 万集动漫、5000 部电影（包含可分销与不可分销）。但近两年流失严重。

来源：各公司公告，各公司官网，新闻整理，中泰证券研究所

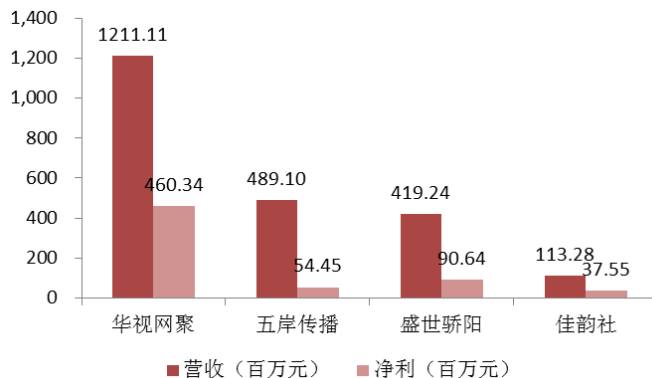
- **华视网聚盈利能力领先同行。**华视网聚的业务在过去几年实现了爆发式增长，2014-2016 年营收与净利年均复合增速分别达 170.66%、211.98%，盈利能力领先同行。公司在运营效率、成本控制等方面精益求精。

图表 43：华视网聚营收及净利情况（百万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 44：2016 年华视网聚及其竞争对手盈利情况

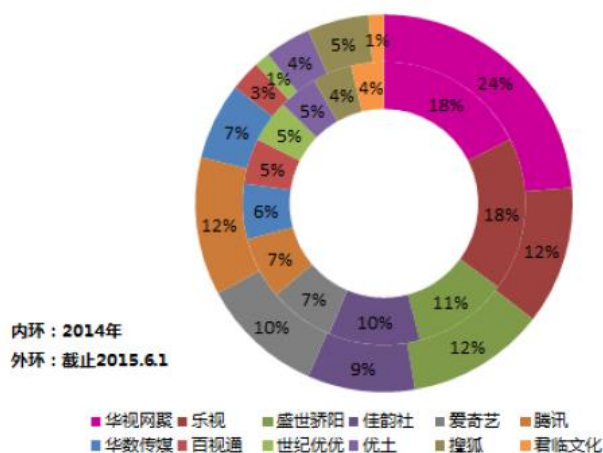


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **持续投入，影视版权龙头地位更加稳固。**华视网聚在版权采购方面不断加大投入，2014 年前后版权内容采购数量份额已成为市场第一，且近年来份额不断增长，2017 年版权内容更新率近 50%，即市场上当年出的版权内容有近半被公司采购，其中电影更新率在 50% 以上，电视剧在 30% 以上。存量与增量版权均领跑市场，公司龙头地位更加稳固。

图表 45: 2014-2015 电视剧版权采购数量份额

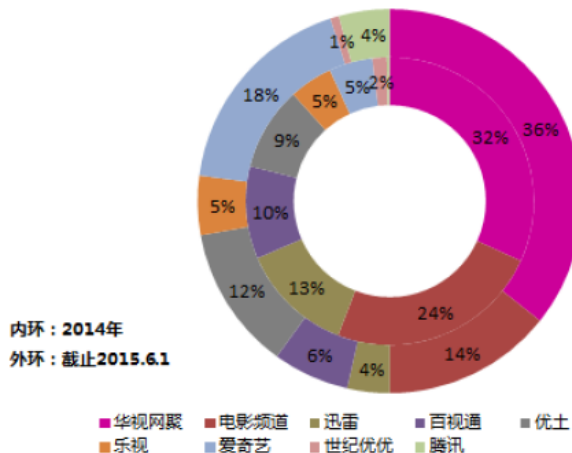
2014-2015年电视剧版权采购数量份额



来源: 艺恩咨询, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 46: 2014-2015 电影版权采购数量份额

2014-2015年电影版权采购数量份额



来源: 艺恩咨询, 公司公告, 中泰证券研究所

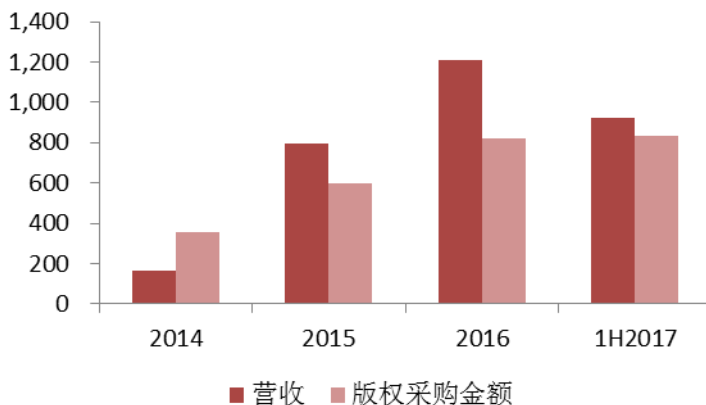
图表 47: 华视网聚及竞争对手采购版权投入金额情况

公司	2014年	2015年	2016年	2017上半年	2017年	2018年
华视网聚	3.58	预计5.5-6.5	8.23	8.32	预计≤20	预计≤30
盛世骄阳	3.46	预计4左右	1.67	0.2985	-	-
佳韵社	0.9	-	-	-	-	-

来源: 公司公告整理, 中泰证券研究所

- **资金实力雄厚, 业务可持续性**。华视网聚的优势一方面来自于强大运营能力, 另一方面来自于雄厚的资金支持。资金层面, 华视网聚背靠捷成股份, 融资渠道畅通 (2018 年拟通过定增募集近 30 亿元资金, 其中 15 亿用于版权运营业务), 同时其业务自身每年带来的收入高于版权采购金额, 可持续性

图表 48: 华视网聚营收与版权采购金额对比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

未来看点：市占率提升，版权增值，新渠道不断开拓，利润持续释放

- 我们将华视网聚未来的看点整理如下：
- **（1）市占率提升。**公司的存量版权数量已成为市场第一，同时每年投入金额、采购版权内容数量都遥遥领先，市占率将进一步提升，龙头地位更加稳固。
- **（2）版权不断增值。**影视内容的首轮版权费不断创新高，带动公司存量版权的升值。
- **（3）新渠道不断拓展。**智能手机等硬件厂商及今日头条等新流量入口介入视频领域将不断提升版权内容的需求，同时海外版权输出、点播影院等将成为华视网聚新看点。
- **（4）利润持续释放。**公司每年营收可以覆盖当年版权采购投入，且能保持正的经营现金流，形成良性循环。摊销方面，5 年以上的版权采用 5:2:1:1:1 的方式，前两年已计提大部分成本。公司采购版权多为 7-10 年，一部版权 5 年后的收入都将成为经营利润。

图表 49：华视网聚在版权摊销方面更加谨慎

公司名称	摊销方法	各年摊销比例				
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
盛世骄阳	双倍余额递减法	40%	24%	14%	11%	余值的 11%
乐视网	直线法	20%	20%	20%	20%	20%
华视网聚	5: 2: 1: 1: 1	50%	20%	10%	10%	10%

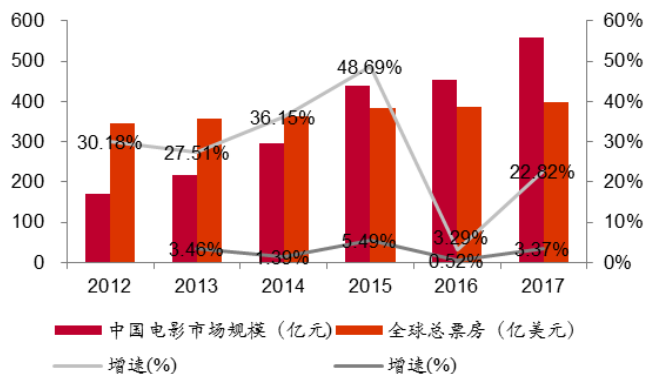
来源：公司公告，中泰证券研究所

影视：并购整合+投资合作，打造精品化内容

需求旺盛，行业快速发展

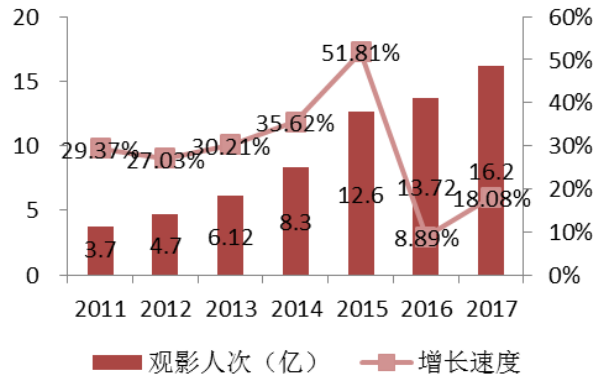
- 随着国民人均收入不断提升，文化内容的需求日趋旺盛，影视行业快速发展。以电影、影视剧两个主要板块为例：
 - 2017 年国内总票房达到 559 亿，增速重回两位数，上升到 22%。《战狼 2》创纪录的拿下 56.79 亿票房。2018 年 2 月，单月票房突破 100 亿元，创全球记录。相较于全球票房市场平缓增长现状，国内电影市场的需求依然具有非常可观的增长潜力。

图表 50: 中国与全球电影市场规模对比



来源: 广电总局, 全球电影市场报告, 中泰证券研究所

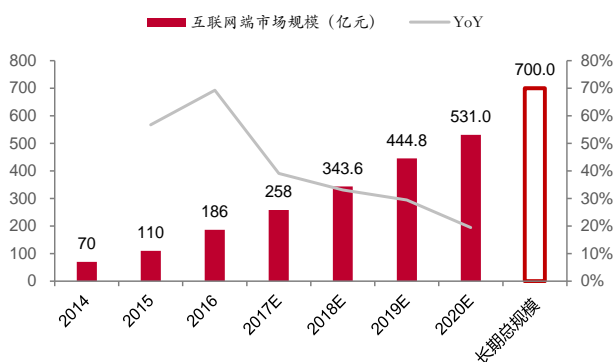
图表 51: 中国电影市场观影人次变化



来源: 广电总局, 中泰证券研究所

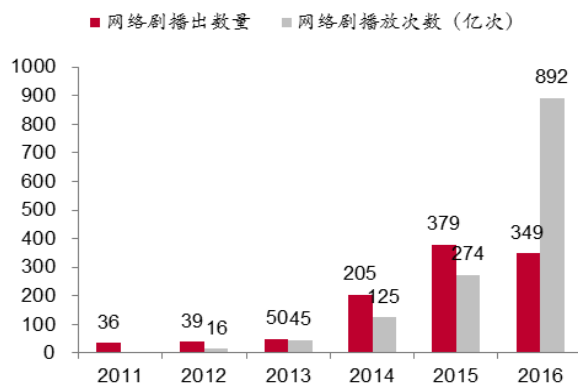
- 影视剧整体需求庞大, 2011 到 2016 年, 新媒体的强势崛起在一定程度上挤占了影视剧在电视端的空间, 网络端随着受众习惯的改变成为新宠, 并且带动整个影视剧产业继续发展。网络剧的供给则快速增长, 播放次数更是以几倍于产量增速的速度上升, 显示了网络剧庞大的市场需求。

图表 52: 影视剧互联网端市场规模估算



来源: 智研咨询, 中泰证券研究所

图表 53: 网络剧播出数量及次数



来源: 中国产业信息网, 中泰证券研究所

并购整合, 内容版图不断扩张

- 捷成股份从 2014 年前后开始布局影视行业, 主要通过并购整合+投资合作的形式。2014-2016 年, 先后投资并购了 6 家影视相关的公司, 且每家公司的侧重点不同, 在内容制作、版权分销、广告营销等领域形成了良好的产业协同, 生态优势逐步显现。

图表 54: 捷成股份在影视行业的布局

时间	事件
2013年底	与广西电视台共同设立了广西影捷文化发展有限责任公司，持股比例49%
2015年6月	以9.1亿收购中视精彩（曾参与出品《天仙配》、《愚公移山》）100%股权，以11.7亿收购瑞吉祥影视（曾参与投资《十月围城》、《六扇门》）100%股权
2014-2015年	分别在2014年初及2015年底以7000万、32亿收购华视网聚20%及80%股权，完成后华视网聚成为公司全资子公司
2015-2016年	分别以1950万、3.25亿、5.25亿、7.35亿的价格收购了星纪元影视5%、25%、25%和35%的股份，合计持有星纪元90%的股权。
2016年3月	3.71亿元收购中喜合力（打造过《挑战者联盟》等节目）的30%股权
2016年4月	2.08亿元收购宏禧聚信20%股权
2016年6月	成立全资子公司捷成世纪文化产业集团，将旗下相关影视类公司转至该平台，持续加大内容板块的投入与业务整合。

来源：公司公告，中泰证券研究所

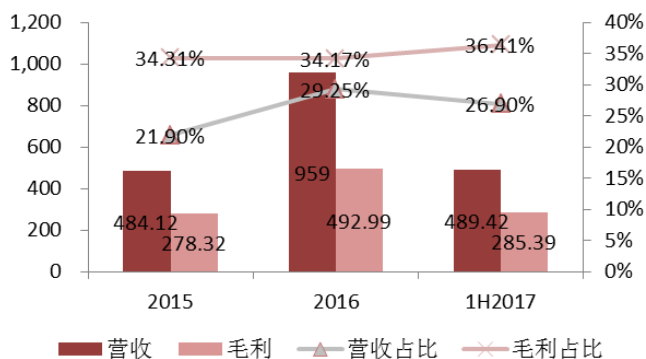
- 业绩持续贡献，成为公司重要增长点。捷成股份投资的标的均做了对应的业绩承诺，目前完成情况良好，成为公司业绩的重要贡献点。

图表 55: 捷成股份投资的影视公司业绩完成情况（单位：百万元）

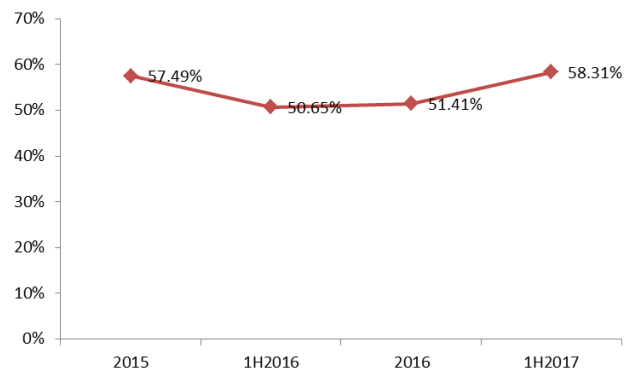
公司	利润实现	2014	2015	2016	2017	2018	2019
华视网聚	承诺利润	45.00	250.00	325.00	422.50		
	实际完成	47.30	267.58	460.34			
瑞吉祥	承诺利润	90.00	117.00	152.10	197.73		
	实际完成		118.15	166.41			
中视精彩	承诺利润	66.00	92.40	120.12	156.16		
	实际完成		95.06	127.64			
星纪元	承诺利润			140.00	182.00	236.60	
	实际完成			141.04			
中喜合力	承诺利润			95	年均增长率不低于25%		
宏禧聚信	承诺利润			80	年均增长率不低于25%		

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 影视业务整体经营稳定，营收占有所有业务的比重近 30%，毛利占比超过 30%，毛利率维持在 50%以上的水平。

图表 56: 公司影视制作业务毛利及占比情况（百万元）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 57: 公司影视制作业务毛利率情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

储备丰富，持续打造精品内容

- **精品为本，价值最大化为导向。**在内容制作领域，捷成股份采用主控与参投两种方式，打造精品内容为本，价值最大化为导向。已推出多部口碑与价值双收的作品。其中电视剧主控、参投两种方式均有，电视剧主要是 To B 的商业模式，风险相对可控，且公司在电视剧领域积累多年，未来将更多采取主控的方式；而电影由于风险较高，主要采取参投的方式。

图表 58：捷成股份参与出品的代表作

电 影			影 视 剧		
名称	红海行动	战狼2	名称	莫斯科行动	春风十里不如你
海报			海报		
票房	36.22亿	56.79亿	平均收视率	1%+	60.01亿(点击率)
历史总票房排名	第2名	第1名	播出平台	浙江卫视黄金档	优酷

来源：中泰证券研究所

- **储备丰富，持续打造精品内容。**捷成股份布局影视制作以来，已在电影、电视剧、综艺等领域推出多部作品，经过不断的尝试与打磨，作品质量与盈利能力呈现上升趋势。公司致力于持续打造精品内容，在影视领域有着丰富的储备，未来将为公司持续贡献利润。（公司已出品及储备影视作品见报告末图表 66 与图表 67）。

音视频技术业务保持领先，数字教育业务起航

技术保持领先，结构不断优化

- 公司音视频技术解决方案围绕高清、4K 的制播技术系统、媒体资产管理系统、信息安全系统、智能监控系统及全媒体中央厨房，在国内广电行业、新闻出版行业、新媒体行业等相关行业得到广泛推广和应用，在经济效益、技术优势、服务能力和全产业链覆盖等方面保持行业领先。

图表 59: 公司数字技术提供典型案例

技术类型	典型案例
音视频技术解决方案	中央电视台音像资料馆30000小时编目项目
	国际广播电视网络台节目服务平台项目
	光线传媒数字化改造项目
全台统一监测与及监控解决方案	北京电视台新大楼播出信号监测系统项目
	广东省广电局监测中心数字有线电视监管平台
	江苏省广播电视监测台三网融合视听内容分析系统项目
高清、4K的制播技术系统	与Quantel合作成功打造中国首个3D立体高清电视试验频道——广州亚运3D试验频道
	“中央电视台新台址4K高端制作岛系统”项目
	广播电影电视总局电影频道节目高清制作系统
媒体资产管理系统	中央人民广播电台媒体资产管理系统
	国家图书馆数字图书馆媒体资产管理系统
	国家数字复合出版系统工程-全媒体资源管理系统
信息安全系统	天津数字大厦全台网信息安全项目
	北京电视台制播网信息安全系统建设项目

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

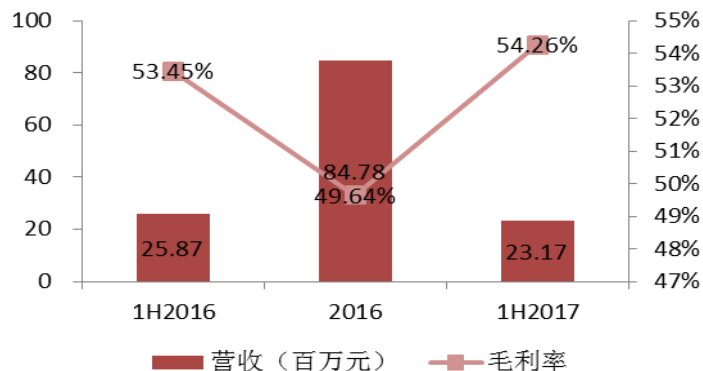
- 公司技术服务业务整体保持平稳, 结构不断优化。通过投资并购等方式, 始终保持领先地位, 近些年不断加大云技术平台、虚拟现实、增强现实等新兴领域的技术研发与市场推广, 未来新兴领域的业务占比将越来越高。
 - 公司的媒体云平台及服务业务虽然目前营收规模不大, 但呈现出较快的增长态势, 并保持了较高的毛利率。
 - 投资的 Auro、Avid 均为全球领先的音视频领域技术服务商, 多项技术填补国内空白。Auro 3D 曾在 CNTV 春晚完成国内首秀, 赢得众多客户认可。捷成股份代表 Auro 参与中国声音标准的制定, 目前已经完成了中国 3D 声音标准的各种测试, 进入专利授权费用报价及协商阶段, 若评选成功, 将为公司带来新的增量。
 - “虚拟工场—AR/VR 快速制作系统”曾荣获2016 年度BIRTV 产品奖, 获得海内外广泛关注。虚拟工场与世优技术公司的 VR/AR 引擎、Auro-3D 音频系统结合, 形成整体 AR/VR 解决方案, 并率先实现商用。

图表 60: 捷成股份在技术服务领域的投资并购

公司名称	投资时间	投资比例
瑞达昇	2013年6月	50.98%
博威康	2013年6月	51.09%
冠华荣信	2013年12月	100%
华晨影视	2013年12月	100%
捷成优联	2013年12月	100%
冠华荣信	2013年12月	100%
安信华科技	2014年7月	20%
国科恒通	2014年7月	20%
中映高清	2014年7月	20%
贝尔信	2014年9月	20%
AURO TECHNOLOGIES NV	2016年2月	20%
Avid Technology, Inc	2017年2月	10%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 61: 媒体云平台及服务业务营收情况

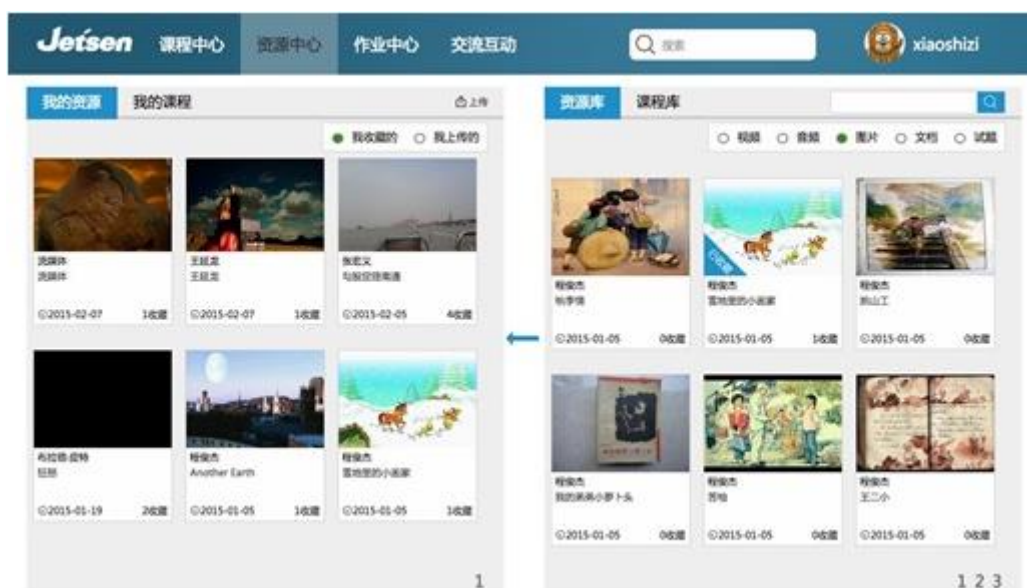


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

数字教育起航，向 2C 端延展

- 捷成股份依托音视频创新科技、内容制作、数字版权运营、跨网跨屏全价值链运营的特有产品布局，将数字云平台服务与运营拓展至教育领域。2016 年 12 月，公司完成了牡丹江市教育云平台的设计和上线运行。平台按照“一二四”模式（一个核心、两个平台、四大服务）构建，即以教育资源智慧库为核心的教育资源公共服务平台和以教学管理数据为主的教学管理公共服务平台，提供涵盖不同教育类别面向教师、学生、教育管理者和社会公众的四大服务。

图表 62：捷成世纪智慧教育云平台页面



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司积极进行市场开拓，加快捷成数字教育云平台的落地工作。目前旗下参控股公司已在无锡市、佳木斯市、白山市、抚远市、宜宾市、鹤岗市等开始试点或试运行，在湖北省、河南省、吉林省、广东省、云南省、广西省、陕西省、贵州省、江西省进行产品推广。截止 2017 年 6 月 30 日，捷成数字教育云平台注册用户已超 50 万。

图表 63: 捷成世纪智慧教育云平台可实现多屏互动



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **创新商业模式，直达 C 端用户，未来盈利可期。**相比于国内众多提供教育信息化技术服务的公司，捷成采用了创新的商业模式，以城市来铺设软件应用层级的平台，在平台下，以 K12 校内内容和交互空间为基础，去服务教育局、学校、老师、学生、家长，在此基础上完成本身的教育职能，然后针对成人用户叠加娱乐功能。通过向 C 端用户提供增值服务收费，而不是向教育局、学校等 B 端收费，即采用“基础服务免费，增值服务收费”的互联网模式。未来有望成为公司新的增长点。

盈利预测与估值

盈利假设与盈利预测

- 我们对公司的预测基于一定假设的基础上，主要有如下几点：
 - 假设一：公司业务不发生重大变化，经营稳定；
 - 假设二：影视等内容行业不发生重大政策变化；
 - 假设三：以广电客户为主的技术服务业务维持稳定
 - 假设四：短期不出现新的技术及商业模式颠覆现有生态。
- 我们预测捷成股份 2017-2019 年实现营收分别为 43.15 亿元、53.69 亿元、66.76 亿元，同比增长 31.63%、24.42%、24.35%；实现归母净利润分别为 12.50 亿元、15.37 亿元、19.01 亿元，同比增长 30.03%、22.93%、23.72%；对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.49 元、0.60 元、0.74 元。

图表 64：捷成股份分业务预测（单位：百万元）

版权运营	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1106.61	2102.56	2796.40	3663.29
毛利率	49.52%	36.00%	35.00%	35.00%
影视	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	959.00	1246.70	1558.38	1947.97
毛利率	51.41%	55.50%	55.00%	55.00%
技术及其他	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1212.57	965.81	1014.10	1064.81
毛利率	33.13%	39.00%	38.00%	38.00%

来源：中泰证券研究所

估值与投资建议

- 根据公司当前股价，对应 2017-2019 年 PE 分别为 20.93 倍、17.02 倍、13.76 倍。相比于可比公司，捷成股份目前估值较低。我们看好捷成股份稳定的盈利能力及未来的成长空间，首次覆盖，给予买入评级。

图表 65：可比公司估值比较

证券简称	总股本 (亿)	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS			PE		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
华策影视	17.70	203.34	11.49	0.36	0.44	0.56	31.90	25.91	20.48
慈文传媒	3.39	122.37	36.07	1.27	1.63	2.03	28.29	22.08	17.74
华谊兄弟	27.75	254.98	9.19	0.33	0.37	0.45	27.86	24.54	20.59
光线传媒	29.34	357.02	12.17	0.29	0.44	0.45	41.92	27.93	27.19
平均PE							32.49	25.11	21.50

来源：wind，中泰证券研究所

风险提示

- **广电行业不景气。**广电客户是公司技术服务业务的重要客户，行业整体可能受到新媒体冲击。
- **市场竞争加剧。**公司在影视制作、数字教育相关业务面临激烈竞争。
- **项目进程不及预期。**公司影视项目推出进度存在不确定性。
- **政策风险。**文化领域的政策变化对于公司的内容业务较大影响。
- **市场风险偏好下行风险。**市场风险偏好有不断下降的可能，会影响公司所在板块的整体估值水平。

图表 66：捷成股份已播出影视作品

类型	剧名	播出平台	播出时间	备注
电视剧	《嫂子嫂子》	天津卫视、黑龙江卫视等	2016年1月	导演：白涛 主演：奚美娟、于震、李晟等
	《陆军一号》	央视一套	2016年1月	导演：郑方南 主演：夏侯镔、魏子、侯梦莎等
	《特种兵之霹雳火》	江苏卫视等	2016年1月	导演：刘猛 主演：任天野、程愫、张进等
	《我的特一营》	山西卫视、湖南卫视等	2016年2月	导演：侯明杰 主演：徐佳、杨舒、吴京安等
	《云水怒》	贵州卫视、云南卫视等	2016年2月	导演：嵇戎 主演：徐洪浩、刘晓洁、齐芳等
	《那年青春我们正好》	东方卫视、浙江卫视等	2016年5月	导演：张思麟 主演：刘诗诗、郑恺、种丹妮等
	《玉海棠》	重庆卫视	2016年5月	导演：黄文利 演员：傅程鹏，杨舒等
	《好想好想爱上你》	央视一套、安徽卫视等	2016年5月	导演：刘心刚 主演：张歆艺、黄觉、孙菲菲等
	《三八线》	北京卫视、辽宁卫视等	2016年5月	导演：梦继 主演：张国强、王挺、曹曦文、汪裴等
	《硬骨头》	重庆卫视、黑龙江卫视等	2016年7月	导演：马跃千 主演：吴其江，王强，李梅可等
	《乡村情感之女怕嫁错郎》	山东卫视、黑龙江卫视等	2016年9月	导演：林和平 主演：闫学晶、赵君、林家川等
	《映山红》	河北卫视等	2016年9月	导演：黄力加 主演：叶璇、莫小棋等
	《九九》	央视八套	2016年11月	导演：张惠中 主演：王茜华等
	《长征大会师》	央视一套	2016年11月	导演：万盛华 主演：佟瑞欣、刘劲、高昊等
	《淘气爷孙》	深圳卫视、天津卫视等	2017年1月	导演：侯明杰 主演：杜源、朱茵、石悦、安鑫等
	《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
	《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
	《卧底归来》	爱奇艺、山东卫视、天津卫视	2017年4月	导演：刘光 主演：张嘉译 林申等
	《擒狼》	央视八套	2017年6月	导演：马骁 主演：蒲巴甲、刘萌萌
	《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
	《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
	《急诊科医生》	北京卫视	2017年10月	导演：郑晓龙 主演：张嘉译、王珞丹等
	《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
	《台湾往事》	浙江卫视、安徽卫视	2018年2月	导演：刘恺 主演：张睿家、简嫔书、左小青等
综艺	《咱们相爱吧》	江苏卫视	2016年6月	导演：池源 主持人：李艾 主要嘉宾：陈柏霖、宋智孝、余文乐、周冬雨、魏大勋、李沁等
	《挑战者联盟》第二季	浙江卫视	2016年6月	嘉宾：范冰冰、李晨、薛之谦、谢依霖、陈学东、吴亦凡等
	《咱们穿越吧》第二季	四川卫视	2016年6月	嘉宾：张卫健、沈腾、宋小宝、杨千嬅、黄小蕾等
	《喜剧总动员》第一季	浙江卫视	2016年9月	嘉宾：吴秀波、郭德纲、刘涛、李晨、蒋欣、陈赫、沈腾、岳云鹏、常远、贾玲等
	《身心美丽说》	吉林卫视	2016年9月	嘉宾：晏紫东、刘亦宸等
	《谁给我答案》	吉林卫视	2016年10月	主持人：张朋
	《全能宅急变》	浙江卫视	2017年5月	嘉宾：林森、翁维、潘阿信、杨钧、吴和建、邢丽娅、沈墨
	《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、潘玮柏、吴昕等
	《挑战者联盟》第三季	浙江卫视	2017年7月	嘉宾：范冰冰、陈学冬、马苏、欧弟、曾舜晞、彭小苒
	《喜剧总动员》第二季	浙江卫视	2017年10月	队长：沈腾、宋小宝、贾玲、吴君如；嘉宾：胡静、郑爽、张若昀、秦海璐、翟天临、谭松韵、黄圣依、魏大勋等
电影	《伦敦陷落》		2016年4月	导演：Babak Najafi 主演：Gerard Butler Aaron Eckhart
	《所以…和黑粉结婚了》		2016年6月	导演：金帝荣 主演：朴灿烈、袁姗姗、徐贤等
	《陆垚知马俐》		2016年7月	导演：文章 主演：包贝尔、宋佳等
	《谎言西西里》		2016年8月	导演：林育贤 主演：周冬雨、阮经天、李准基
	《长江图》		2016年9月	导演：杨超 主演：秦昊、辛芷蕾等
	《我们的十年》		2016年9月	导演：马伟豪、刘海 主演：赵丽颖、乔任梁、范逸臣等
	《欢乐喜剧人》		2017年3月24日	导演：黎强继 主演：岳云鹏、郭德纲、潘斌龙、贾玲、艾伦等
	《冰雪大作战》		2017年4月1日	导演：弗朗科西斯-波利特 主演：Angela Galuppo, Mariloup Wolfe, Lucinda Davis
	《临时演员》		2017年5月27日	导演：钱江汉 主演：郑恺、热依扎、郭晓冬等
	《29+1》		2017年6月2日	导演：彭秀慈 主演：周秀娜、郑欣宜等
	《绝世高手》		2017年7月7日	导演：卢正雨 主演：卢正雨、郭采洁、范伟、陈冲等
	《青禾男高》		2017年7月14日	导演：蒋卓原 主演：景甜、欧豪、黑木明纱等
	《战狼2》		2017年7月28日	导演：吴京 主演：吴京、余男、邹凯等
	《风河谷》		2017年8月4日(美)	导演：泰勒·谢里丹 主演：杰瑞米·雷纳、伊丽莎白·奥尔森
	《美国制造》		2017年9月29日(美)	导演：道格·里曼 主演：汤姆·克鲁斯、多姆纳尔·格里森等
	《常在你左右》		2017年10月27日	导演：邱礼涛 主演：古天乐、张智霖、余诗曼、蔡卓研等
	《空天猎》		2017年9月29日	导演：李晨 主演：李晨、范冰冰等
	《密战》		2017年10月1日	导演：钟少雄 主演：郭富城、任达华、赵丽颖等
	《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
	《南极绝恋》		2018年2月2日	导演：吴有音 主演：赵又廷、杨子珊等
	《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、王丽坤、尹昉、杜江等
网剧	《乌龙三宝》	爱奇艺	2016年1月	
	《了不起的咔嚓》	优酷土豆	2016年3月	
	《探魔导师》	爱奇艺	2016年8月	
	《我的辣妹保镖》	腾讯	2016年9月	
	《小男人周记之五家有喜》	爱奇艺	2017年2月	
	《替身甜妻》	乐视	2017年5月	
	《走火枪》	爱奇艺	2017年6月	
	《红袖添香》	腾讯	2017年6月	
	《西谎记》	爱奇艺	2017年9月	

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 67：捷成股份储备影视作品

类型	剧名	(拟)播出平台	(拟/原计划)播出时间	目前进度	备注
电视剧	《西藏苍穹》	央视一套	2017年第三季度	后期制作	导演：刘德濒 主演：蒲巴甲、杜江等
	《摧毁》	地面已播 卫视待播	2017年三、四季度	发行阶段	导演：金曙 主演：傅程鹏、张澎澎等
	《追踪者》	地面已播 卫视待播	2017年三、四季度	发行阶段	导演：侯明杰 主演：徐洪浩、刘晓洁等
	《铁核桃之无间风云》	地面已播 卫视待播	2017年三、四季度	发行阶段	导演：黄文利 主演：傅程鹏、侯梦莎等
	《上道》	待定	2017年11月	后期制作	导演：林合隆 主演：向佐等
	《义海》	天津卫视、山东卫视等	2017年第四季度	发行阶段	导演：祝东宁 主演：李建 林江国 王珂
	《亲·爱的味道》	爱奇艺	2017年第四季度	后期制作	导演：陈铭章 主演：郭采洁、陆毅等
	《大牧歌》	待定	待定	发行阶段	导演：李舒 主演：林江国、徐百卉等
	《大地惊雷》	地面已播 卫视待播	----	发行阶段	导演：张磊、易军 主演：王翊丹、于震、梁丹妮、刘萌、曹磊、高亮
	《半步之遥》	地面已播 卫视待播	----	发行阶段	导演：陈林海 主演：王新军、温峥嵘、隋俊波等
	《我的压寨男人》	地面已播 卫视待播	----	发行阶段	导演：天毅 主演：杨舒、徐僧
	《铁血淞沪》	地面已播 卫视待播	----	发行阶段	导演：桑华 主演：万茜、朱雨辰等
	《猎天狼》	地面已播 卫视待播	----	发行阶段	导演：陈浩威 主演：何晟铭、袁姗姗等
	《女子特战队》	地面已播 卫视待播	----	发行阶段	导演：李辉 主演：张曦文、任柯诺、关亚军等
	《我的继父是偶像》	地面已播 卫视待播	----	发行阶段	导演：林合隆 主演：林永健、胡杏儿、张铎等
	《功夫战警》	待定	待定	发行阶段	导演：天毅 主演：牟星、徐佳等
	《美人香》	待定	待定	发行阶段	导演：谭友业 主演：侯梦瑶、张天阳等
	《青谷子》	待定	待定	发行阶段	导演：焦彦章 主演：张一山、孙耀琦、刘畅等
	《猎毒人》	待定	待定	后期制作	导演：天毅 主演：于和伟、张丹峰、侯梦莎、傅程鹏、徐洪浩、吴秀波（特别出演）、徐峥（特别出演）、侯勇（特别出演）等
	《上官婉儿》	待定	待定	后期制作	导演：卫翰韬、黄伟明 主演：侯梦瑶、刘越、李东翰等
	《奋不顾身的爱情》	湖南卫视、优酷	待定	后期制作	导演：曹盾 主演：张静初、黄海波等
	《云上绣娘》	央视一套	待定	后期制作	导演：赵立军 李建峰 主演：颜丹晨、王雨、方安娜等
	《猎豺狼》	央视、湖北卫视	待定	后期制作	导演：周俊伦、霍志楷 主演：李宗翰、丁冠中、文江等
	《我的女神我的妈》	待定	待定	后期制作	导演：刘国彤 主演：李多海、金星等
	《外滩的钟声》	待定	待定	后期制作	导演：管虎 主演：俞灏明等
	《战虎行动》	待定	待定	后期制作	导演：孟凡、刘峰 主演：李健、吕佳容、尤勇等
	《莽荒纪》	待定	待定	后期制作	导演：黄祖权 主演：刘恺威、王鸥等
	《新龙凤店传奇》	待定	待定	后期制作	导演：霍志楷 主演：李菲儿、宋铭宇、郑晓东等
	《爱的正确标记法》	待定	待定	后期制作	导演：王雷 主演：袁弘、宋佳
	《霍去病》	待定	待定	开机阶段	导演：张健 主演：张若昀等
	《刘家媳妇》	待定	待定	开机阶段	导演：黄力加 主演：闫学晶、张洪杰等
	《如果爱》	安徽卫视	待定	开机阶段	导演：张哲书； 演员：张柏芝（中国香港）、吴建豪（中国台湾）等
	《逆战》	待定	待定	开机阶段	导演：彭景泉 演员：唐曾、秦瑶、陆鹏、曹力等
	《蓝军出击》	待定	待定	开机阶段	导演：于震 主演：梅婷、侯勇
	《平遥人家》	待定	待定	开机阶段	导演：陈家林、陈珂、文世斌 主演：陈宝国、任重、曹曦文等
	《画江湖之不良人》	待定	待定	开机阶段	导演：伊峥 主演：杨旭文、毛晓彤
	《浪漫星星》	腾讯	待定	筹备阶段	待定
	《王初一与刘十五》	待定	待定	发行阶段	导演：张惠中 主演：李幼斌、李大强、王晴等
	《兰陵缭乱》	待定	待定	筹备阶段	导演：黄伟杰 主演：陈钰琪
电影	《兰陵王入阵曲》		2018年	开机阶段	导演：陈凯
综艺	《谁想曲》		2018年初	开机阶段	导演：黄渤 主演：黄渤、王宝强等
网剧	《神奇的动物在哪里》	待定	待定	待定	
	《导火新闻线》	爱奇艺	2017年	发行阶段	
	《迷途》	优酷	2017年	开机阶段	
	《移魂空间》	待定	2017年第四季度	发行阶段	
	《亿人局》	乐视	2017年第三季度	发行阶段	
	《澳门往事之孤注一掷》	待定	待定	开机阶段	
	《探魔导师》	腾讯	待定	筹备阶段	

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 68: 捷成股份财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,210.6	3,278.2	4,315.1	5,368.9	6,676.1	成长性					
减: 营业成本	1,399.4	1,835.5	2,489.6	3,147.7	3,917.9	营业收入增长率	79.2%	48.3%	31.6%	24.4%	24.3%
营业税费	16.1	19.7	24.6	34.0	40.2	营业利润增长率	118.3%	83.7%	33.7%	23.6%	24.7%
销售费用	75.2	115.3	148.9	177.2	220.3	净利润增长率	102.8%	80.4%	30.0%	22.9%	23.7%
管理费用	188.1	206.6	267.5	322.1	393.9	EBITDA增长率	98.0%	179.9%	99.9%	-30.1%	17.5%
财务费用	26.5	76.2	50.0	50.0	50.0	EBIT增长率	114.5%	88.5%	28.9%	22.7%	23.9%
资产减值损失	38.4	51.3	44.5	44.7	46.8	NOPLAT增长率	106.2%	84.5%	30.6%	22.7%	23.9%
加: 公允价值变动收益	-	-47.7	0.1	-0.0	0.0	投资资本增长率	204.7%	117.3%	-8.6%	15.8%	1.9%
投资和汇兑收益	83.1	84.4	61.0	76.2	73.9	净资产增长率	150.9%	108.6%	11.0%	12.9%	14.5%
营业利润	549.9	1,010.3	1,351.0	1,669.2	2,080.8	利润率					
加: 营业外净收支	40.7	108.2	59.0	69.3	78.8	毛利率	36.7%	44.0%	42.3%	41.4%	41.3%
利润总额	590.6	1,118.5	1,410.0	1,738.5	2,159.6	营业利润率	24.9%	30.8%	31.3%	31.1%	31.2%
减: 所得税	54.4	124.6	141.0	173.9	216.0	净利率	24.1%	29.3%	29.0%	28.6%	28.5%
净利润	533.0	961.5	1,250.2	1,536.8	1,901.3	EBITDA/营业收入	27.2%	51.3%	77.9%	43.8%	41.4%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	26.1%	33.1%	32.5%	32.0%	31.9%
货币资金	988.9	1,437.1	1,610.2	1,612.4	3,152.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	0.1	0.0	0.0	固定资产周转天数	25	19	13	8	5
应收账款	1,330.5	1,837.9	2,525.0	2,766.0	3,828.0	流动营业资本周转天数	205	207	194	216	219
应收票据	28.9	20.5	31.7	45.5	46.9	流动资产周转天数	403	442	410	396	425
预付账款	331.1	1,062.0	48.8	1,542.7	691.5	应收账款周转天数	176	174	182	177	178
存货	494.6	515.1	732.4	893.0	1,154.3	存货周转天数	57	55	52	54	55
其他流动资产	4.0	7.3	7.4	6.2	7.0	总资产周转天数	681	1,026	998	819	764
可供出售金融资产	2.5	83.4	28.6	38.2	50.1	投资资本周转天数	466	750	747	619	539
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	668.9	1,082.2	1,482.2	1,882.2	2,282.2	ROE	12.4%	10.7%	12.6%	13.7%	14.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.9%	7.8%	11.3%	11.9%	12.8%
固定资产	169.2	169.8	137.9	105.9	73.9	ROIC	37.0%	22.4%	13.5%	18.1%	19.4%
在建工程	9.6	12.6	12.6	12.6	12.6	费用率					
无形资产	46.8	730.5	-599.0	-599.0	-599.0	销售费用率	3.4%	3.5%	3.5%	3.3%	3.3%
其他非流动资产	1,946.0	5,713.5	5,246.0	4,861.0	4,472.1	管理费用率	8.5%	6.3%	6.2%	6.0%	5.9%
资产总额	6,021.0	12,671.9	11,263.9	13,166.7	15,172.2	财务费用率	1.2%	2.3%	1.2%	0.9%	0.7%
短期债务	1,005.0	1,247.3	-	-	-	三费/营业收入	13.1%	12.1%	10.8%	10.2%	9.9%
应付账款	165.7	970.9	466.6	862.7	1,057.6	偿债能力					
应付票据	-	-	2.8	1.2	1.3	资产负债率	28.0%	28.7%	10.9%	13.9%	14.5%
其他流动负债	397.8	454.4	417.3	518.0	558.7	负债权益比	38.9%	40.2%	12.2%	16.2%	16.9%
长期借款	38.0	20.0	-	-	-	流动比率	2.03	1.83	5.59	4.97	5.49
其他非流动负债	80.4	938.2	339.5	452.7	576.8	速动比率	1.71	1.63	4.76	4.32	4.78
负债总额	1,686.9	3,630.7	1,226.3	1,834.6	2,194.4	利息保障倍数	21.73	14.25	28.02	34.38	42.62
少数股东权益	36.3	64.1	82.9	110.8	153.1	分红指标					
股本	1,416.9	2,562.5	2,562.5	2,562.5	2,562.5	DPS(元)	0.05	0.04	0.10	0.11	0.12
留存收益	2,880.9	6,457.1	7,392.3	8,658.9	10,262.3	分红比率	23.9%	9.9%	20.8%	18.2%	16.3%
股东权益	4,334.1	9,041.2	10,037.7	11,332.2	12,977.8	股息收益率	0.5%	0.4%	1.0%	1.0%	1.1%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	536.1	993.9	1,250.2	1,536.8	1,901.3	EPS(元)	0.21	0.37	0.49	0.60	0.74
加: 折旧和摊销	27.1	597.5	1,961.5	632.0	632.0	BVPS(元)	1.67	3.49	3.88	4.38	5.00
资产减值准备	38.4	51.3	-	-	-	PE(X)	48.4	26.8	20.5	16.7	13.5
公允价值变动损失	-	47.7	0.1	-0.0	0.0	PB(X)	6.0	2.9	2.6	2.3	2.0
财务费用	30.9	81.0	50.0	50.0	50.0	P/PCF	-15.6	-8.2	84.3	95.4	14.1
投资收益	-83.1	-84.4	-61.0	-76.2	-73.9	P/S	11.7	7.9	6.0	4.8	3.8
少数股东损益	3.1	32.5	18.9	27.9	42.3	EV/EBITDA	24.9	16.3	7.2	10.4	8.3
营运资金的变动	-252.4	-884.4	-485.9	-1,395.9	-233.5	CAGR(%)	42.9%	25.1%	68.7%	42.9%	25.1%
经营活动产生现金流	126.4	625.2	2,733.7	774.6	2,318.3	PEG	1.1	1.1	0.3	0.4	0.5
投资活动产生现金流	-608.4	-3,824.8	-484.3	-533.3	-538.1	ROIC/WACC	3.6	2.2	1.3	1.7	1.9
融资活动产生现金流	865.8	3,564.5	-2,076.3	-239.1	-239.9	REP	1.0	1.4	2.2	1.4	1.2

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。