

2022年08月28日

版权业务盈利能力提升，片库资产稀缺性显著

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:	8.72/3.94
目标价格:		总市值(亿)	147.03
最新收盘价:	5.71	自由流通市值(亿)	118.39
		自由流通股数(百万)	2,073.40

►事件概述

2022年8月28日下午，捷成股份发布半年度报告，公司2022年上半年实现营业收入17.19亿元，较上年同期下降7.45%；实现归属于上市公司股东的净利润4.04亿元，较上年同期增长32.14%；实现扣非净利润3.77亿元，较上年同期增长54.85%。

►营收结构进一步聚焦版权，激励摊销费用抬高管理费用率

分业务来看，2022年上半年公司新媒体版权运营及发行业务、影视剧内容制作业务、音视频技术业务分别实现营业收入16.97、0.15、0.07亿元，营收增速分别为1.73%、-81.43%、-93.13%，毛利率水平分别为39.77%、20.84%、65.43%，变化幅度分别为12.74pct、1.61pct、20.25pct。费用率方面，销售费用率为2.71%，同比去年同期降低0.03pct，管理费用率为9.48%，同比去年同期提升4.71pct，主要是股权激励摊销费用导致提升幅度较大，财务费率2.54%，同比去年同期降低0.58pct。

►版权业务盈利能力提升，腾讯订单验证片库发行价值

2022年上半年，公司的核心业务新媒体版权运营及发行业务保持良好势头，实现营收16.97亿元，同比增长1.73%，实现净利润4.86亿元，同比增长55.05%；版权业务毛利率大幅提升，由去年同期的27.03%提升了12.74pct至39.77%，主要是受益于腾讯订单的签订，公司高毛利率的片库业务收入确认体量较大。自2020年新冠疫情爆发以来，公司加大片库发行力度，进一步提升片库的变现能力，与腾讯签订18亿元片库授权订单，进一步验证公司版权库的价值和商业模式的竞争力。

►超前布局元宇宙业态，短视频二创提升优质版权价值

展望公司的未来，在元宇宙方面，公司早有布局——于2016年投资世优科技，超前布局虚拟人虚拟技术。2022年为元宇宙元年，多地推出元宇宙产业政策，世优科技元宇宙底层技术不断突破，持续探索虚拟版权运营、虚拟偶像等元宇宙业态。根据公司公告，世优科技2021年实现营收3437.99万元，实现净利润804.35万元，其中前三季度实现营收1167.35万元，实现净利润333.90万元，算得Q4单季度业绩出现翻倍式增长态势。目前数字虚拟人的应用场景及行业持续拓宽，预计2022年世优科技业绩将持续实现高增长。在影视版权业务方面，随着多个长短视频平台牵手开展短视频二创合作，优质影视版权的稀缺性使得公司显著受益，我们认为公司的版权资产有望获得重估，版权资产变现空间有望进一步提升。

►投资建议：维持“买入”评级

我们维持原来的盈利预测：2022-2024年营业收入分别为48.83/59.15/68.87亿元，归母净利润分别为8.06/9.79/11.84亿元，对应EPS分别为0.31/0.38/0.46元，对应2022年8月26日5.71元/股收盘价，PE分别为18、15、12倍。公司当前影视版权业务壁垒高筑，行业景气度高，同时持续探索元宇宙相关新业态，我们认为其整体估值水平较低，维持“买入”评级。

►风险提示

新冠疫情给影视行业新片发行增加不确定性；影视版权合同履行进度不及预期；世优科技体量较小，目前对公司收入及利润不会产生重大影响，对公司后续年度的业绩和经营成果的影响尚存在不确定性。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
------	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入(百万元)	3,184	3,727	4,883	5,915	6,887
YoY (%)	-11.7%	17.1%	31.0%	21.1%	16.4%
归母净利润(百万元)	-1,239	431	806	979	1,184
YoY (%)	46.7%	134.8%	86.8%	21.5%	20.9%
毛利率 (%)	22.7%	23.0%	26.8%	27.0%	27.1%
每股收益 (元)	-0.48	0.17	0.31	0.38	0.46
ROE	-20.0%	6.5%	10.8%	11.6%	12.3%
市盈率	-11.81	33.91	18.24	15.01	12.42

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 赵琳

分析师: 李钊

邮箱: zhaolin@hx168.com.cn

邮箱: lizhao1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

SAC NO: S1120522010001

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,727	4,883	5,915	6,887	净利润	453	806	979	1,184
YoY (%)	17.1%	31.0%	21.1%	16.4%	折旧和摊销	2,210	1,996	2,096	2,296
营业成本	2,871	3,575	4,319	5,022	营运资金变动	-893	-26	-154	-114
营业税金及附加	9	12	18	21	经营活动现金流	1,799	2,847	2,956	3,354
销售费用	111	146	189	220	资本开支	-1,303	-2,200	-2,300	-2,500
管理费用	220	244	343	399	投资	-78	0	0	0
财务费用	136	116	91	33	投资活动现金流	-1,472	-2,151	-2,229	-2,431
研发费用	24	59	77	96	股权募资	51	0	0	0
资产减值损失	-33	0	0	0	债务募资	-369	-50	-150	-500
投资收益	154	49	71	69	筹资活动现金流	-415	-170	-255	-556
营业利润	425	857	1,044	1,268	现金净流量	-88	526	472	366
营业外收支	-3	0	0	0					
利润总额	422	857	1,044	1,268	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	-31	51	65	84	成长能力				
净利润	453	806	979	1,184	营业收入增长率	17.1%	31.0%	21.1%	16.4%
归属于母公司净利润	431	806	979	1,184	净利润增长率	134.8%	86.8%	21.5%	20.9%
YoY (%)	134.8%	86.8%	21.5%	20.9%	盈利能力				
每股收益	0.17	0.31	0.38	0.46	毛利率	23.0%	26.8%	27.0%	27.1%
					净利率	12.2%	16.5%	16.6%	17.2%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	4.2%	7.1%	7.8%	8.6%
货币资金	195	721	1,193	1,559	净资产收益率 ROE	6.5%	10.8%	11.6%	12.3%
预付款项	265	322	389	452	偿债能力				
存货	339	294	414	495	流动比率	0.75	0.94	1.14	1.39
其他流动资产	1,687	2,100	2,527	2,929	速动比率	0.57	0.77	0.93	1.15
流动资产合计	2,486	3,437	4,522	5,435	现金比率	0.06	0.20	0.30	0.40
长期股权投资	1,272	1,272	1,272	1,272	资产负债率	32.9%	32.6%	31.7%	28.7%
固定资产	14	17	21	25	经营效率				
无形资产	2,012	2,212	2,412	2,612	总资产周转率	0.37	0.43	0.47	0.50
非流动资产合计	7,679	7,883	8,087	8,291	每股指标 (元)				
资产合计	10,165	11,320	12,609	13,725	每股收益	0.17	0.31	0.38	0.46
短期借款	826	776	626	126	每股净资产	2.59	2.90	3.28	3.74
应付账款及票据	815	979	1,183	1,376	每股经营现金流	0.70	1.11	1.15	1.30
其他流动负债	1,668	1,903	2,159	2,399	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,309	3,658	3,968	3,900	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	33.91	18.24	15.01	12.42
其他长期负债	34	34	34	34	PB	2.44	1.97	1.74	1.52
非流动负债合计	34	34	34	34					
负债合计	3,343	3,693	4,002	3,934					
股本	2,582	2,582	2,582	2,582					
少数股东权益	149	149	149	149					
股东权益合计	6,822	7,628	8,607	9,791					
负债和股东权益合计	10,165	11,320	12,609	13,725					

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。

李钊：毕业于上海财经大学，曾任职于阳光私募研究部，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。