

教育行业 2017 年日常报告

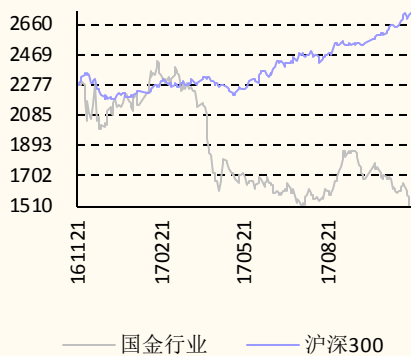
评级：买入 维持评级

行业深度研究

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	17.80
国金教育指数	1509.97
沪深 300 指数	4143.83
上证指数	3392.40
深证成指	11437.55
中小板综指	11765.00



相关报告

- 《教育行业周报 38 期：论教育企业为什么要上市？》，2017.11.13
- 《博实乐 FY17Q4 业绩分析：经营财务数据向好，盈利能力拐点式...》，2017.11.10
- 《教育行业周报第 37 期：安徽省出台《实施意见》，民办教育促进事...》，2017.11.6
- 《安徽省出台《实施意见》，鼓励民办教育政策进一步推进，价量双自...》，2017.11.1
- 《教育行业周报第 36 期：新东方&好未来仍在高速发展，离“行业瓶...》，2017.10.30

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

逐梦演艺圈！日韩模式深挖，中国市场崛起，偶像造星行业深度研究

市场概述：量价双保障中国偶像市场巨大，整体处于市场初期

- “量”“价”双保障的中国偶像市场空间巨大。①“量”：中国市场的潜在受众群体更为庞大。偶像文化的主要受众为青少年群体，而中国这一年龄段的人群 4.5 亿，至少是日本的 10 倍，韩国的 30 倍②“价”：中国粉丝的消费倾向更为强烈，偶像产品提供同类服务收取的单价更高。
- 总体而言，国内偶像市场仍处于发展阶段，培训、营销等环节的专业水平仍层次不齐。可以学习、借鉴日韩的成熟的“造星”产业链。在这个过程中有望通过发展成熟的偶像培训体系，诞生从事偶像培训和艺人经纪龙头公司。

海外成功案例：韩国 SM 娱乐公司培训+经纪+输出成就可复制的造星模式，海外市场爆发 2008-2012 股价暴涨 60 倍

- 艺人培训标准化，使 SM 家族的偶像裂变式培育成为可能。SM 公司的培训作为最重要的环节已形成了标准化的严格模式。SM 公司的股价在 2008-2012 增长近 60 倍，与其代际艺人模式转换有关。第一代（2000-2006），偶像经营初具雏形但未成体系；第二代（2006-2012），组合阵容扩大，培训体系化，进军海外市场；第三代：开始分出小团体，以区域为中心活动。
- 财务数据分析：2007-2012，公司营收由 2007 年的 313 亿韩元增长到 2012 年 2413 亿韩元，CAGR 50.45%。收入的增长主要由海外收入驱动，海外收入占比由 2007 年 18.21% 到 2011 年占 56.71%。公司于 2008 年开始成功转型（第二代艺人模式），净利润扭亏为盈，毛利率由 2007 年 12.5% 上升至 2012 年的 45.6%，净利率由负值增加至 16.5%。
- 海外市场扩张分析：艺人培养模式成型向海外输出，日本市场爆发中国市场潜力巨大。2008-2012 年，SM 公司半数以上收入来自海外业务，其中又大部分来自日本。SM 公司 2011 年在日本通过 CD 及演唱会形式取得的收入达 1.63 亿人民币，占海外收入比重一度达 60% 以上。韩国偶像在中国同样火爆，2008-2013 年 SM 公司艺人在中国举办演唱会吸引观众约 43 万人。

商业模式：体系化培训成熟经营模式，粉丝经济实现业务收入多元化

- 经营模式：体系化培训+精良制作实力，成就可复制的优质偶像产品。日本的 AKB48、杰尼斯事务所，以及韩国 SM 娱乐公司是偶像培训成功商业模式的典范。培训与竞争是偶像培养中最核心的环节。AKB 与杰尼斯的培训模式关键在于“养成”，以 SM 公司为代表的韩国偶像则用“标准化”的可复制培训。两种模式中，偶像从接受培训到出道都需要 2-3 年的过渡期，作为练习生资源品质的保障。制作上的实力和大量对接资源也是必要条件。
- 业务收入模式：以粉丝经济为核心，实现营销项目多元化。经营偶像团体的公司其营收项目种类繁多，包括：①实体唱片；②数字音乐；③演唱会；④互联网演艺；⑤周边衍生品；⑥艺人经纪收入；⑦会费收入。
- “模仿+本土化”SNH48&TFBOYS 的成功使得偶像培训模式得到验证。在学习日韩模式并发展的过程中，有望通过发展成熟的偶像培训体系，诞生从事偶像培训和艺人经纪龙头公司。

投资建议

- 推荐关注：快乐购，宋城演艺，苏宁环球，欢聚时代，富春股份
- 风险提示：国内偶像培训行业仍未成熟，未来能否成功扩张存在较大不确定性

内容目录

1.偶像文化概述：日本诞生的精神性消费品风靡东亚圈，依赖粉丝经济中国潜在消费群体达 4.5 亿人远超日韩.....	6
1.1 偶像文化发展历程——诞生于日本，得益文化相似性迅速风靡东亚圈....	6
1.2 现代偶像收入来源：粉丝经济为核心营收项目范围不断扩大，互联网时代创造传播基础.....	7
1.3 受众群体分布广泛多为青少年，中国市场庞大潜在用户人数达 4.5 亿远超日韩.....	7
2.日本偶像“养成”模式：AKB&杰尼斯独特运营培训模式，缔造市场男女偶像团体垄断地位.....	8
2.1 以竞争为核心的“养成系”偶像女团 AKB48，总选举机制推动单曲百万销量.....	8
2.1.1 AKB48：“养成系”偶像蓝本，日本市场偶像女团霸主地位难以撼动...8	
2.1.2 以 AKB48 为代表的日本少女偶像培训模式：竞争为核心的养成游戏.....9	
2.1.3 业务收入分析：总选举投票机制推动单曲销量增长 2017 总选举收入 1.31 亿人民币，成立至今单曲专辑总收入或超过 40 亿人民币.....10	
2.1.4 日本统治级影响力的同时积极扩张，海外市场火爆粉丝热情不减.....14	
2.2 杰尼斯事务所：严格管理经营成就 40 年经久不衰的家族式企业，收费会员制年会费 13 亿人民币附加衍生产品增厚收入.....15	
2.2.1 经营模式分析：前后辈带教培训模式积聚人气，独特粉丝收费会员制营造认同感.....18	
2.2.2 业务收入构成：控制肖像权相关商品带来巨额收入，年会费收入约 13 亿人民币，CD 销售量位居前列.....19	
3. 韩国 SM 娱乐公司深度分析：培训+经纪+异地输出造就偶像明星博物馆，海外市场爆发 2008-2012 股价暴涨 60 倍.....21	
3.1 经营模式简介：成熟偶像培训体系称霸市场，标准化艺人培训模式更新代际可持续.....21	
3.2 SM 公司财务数据分析：营收增长 CAGR 达 50.45%.....26	
3.2.1 2007-2012 年营收 CAGR 达 50.45%，公司转型海外收入为主要驱动.....26	
3.2.2 公司成功转型拓展海外市场，毛利率与净利率增长迅速扭亏为盈.....27	
3.3 海外市场扩张分析：艺人培养模式成型向海外输出，日本市场爆发中国市场潜力巨大.....29	
3.4 SM 公司总结：“培训+经纪+异地输出”代际模式更替造就可复制造星模式，海外市场爆发驱动 2008-2012 收入增长，股价暴涨 60 倍.....33	
4.本土偶像市场：“模仿+本土化”SNH48&TFboys 成功个案验证偶像发展模式，总体市场急需成熟培训及运营体系.....33	
4.1 国内市场竞争格局：培训、营销等环节层次不齐，市场急需成熟培训体	

系.....	33
4.2 从效仿到本土化路线的成功：SNH48 经营模式&收入构成&影响力解析.....	35
4.2.1 SNH48: 本土化偶像女团的崛起，靠拢主流艺人拓宽自身发展道路....	35
4.2.2 经营模式分析：粉丝经济为核心线上圈粉线下固粉，模式可复制缔造巨大市场影响力.....	36
4.2.3 收入构成分析：偶像产业特有的营收项目，线上聚集热点线下变现..	39
4.3 TFBOYS：中国化的杰尼斯养成模式，现象级男子组合缔造千万级别粉丝体量.....	43
5.总结：国内偶像培训产业仍处于发展期，借鉴培训&经营体系+中国巨大市场空间未来可期.....	45
5.1 经营模式总结：培训与竞争体系培养差异化优质偶像产品.....	45
5.2 业务收入模式总结：粉丝经济为核心营销项目多元化.....	45
5.3 本土偶像培训产业展望：借鉴已有成熟模式+本土化，量价双保障市场空间巨大.....	45
6. 推荐关注：快乐购，宋城演艺，苏宁环球，欢聚时代，富春通信.....	46

图表目录

图表 1：以山口百惠为代表的花之三人组可被认为日系偶像的起源.....	6
图表 2：中国偶像市场潜在目标群体人数至少是日本的 10 倍，韩国的 30 倍（单位：亿人）.....	8
图表 3：AKB48 成员.....	9
图表 4：AKB48 式偶像的培训方式：以竞争为核心的养成游戏.....	10
图表 5：AKB48 位于秋叶原的剧场有 225 个座位.....	11
图表 6：HKT48 位于福冈的剧场能容纳 300 位观众.....	11
图表 7：AKB48 部分周边产品价格.....	11
图表 8：AKB48 占据 Oricon2016 年度单曲销量榜前三.....	12
图表 9：AKB 总选举前三名票数.....	13
图表 10：AKB 总选举总票数，2017 年选票收入约 1.31 亿人民币.....	13
图表 11：被粉丝誉为“神 7”的 AKB48 的七位成员相继毕业离团.....	14
图表 12：中国粉丝为渡边麻友集资应援投票.....	14
图表 13：得知 AKB48 要来演出的消息，兴奋的台湾粉丝.....	15
图表 14：杰尼斯事务所旗下部分艺人及组合一览.....	15
图表 15：杰尼斯的成功源自于在选拔训练、形象管理、定位差异化、综合能力、带教捆绑及宣传资源上的经营模式.....	19
图表 16：以截至 2017 年 5 月中旬部分艺人会员人数计算，杰尼斯年会费收入达 13 亿人民币.....	20
图表 17：杰尼斯“岚”组合 CD/DVD 收入合计.....	20

图表 18: SM 独特的经营模式可分为甄选培训、制作、艺人经纪三个流程	21
图表 19: 韩国偶像 (或团体) 系统化的严格培训方式	22
图表 20: SM 公司旗下主要艺人 (组合) 情况一览	22
图表 21: SM 公司造星模式可分为三个阶段, 目前处于第三阶段	25
图表 22: SM 股价持续上升与其推出的每一代艺人模式上的转换密不可分	26
图表 23: SM 公司营业收入不断增长, 2007-2012 年 CAGR 达 50.45%	26
图表 24: SM 公司收入构成中海外收入占比不断提高, 2011 年达 56.71%	27
图表 25: SM 公司 ROE 显著提高且保持在较高水平	27
图表 26: SM 公司 2007-2012 年间海外收入相比本土收入增长更迅速	28
图表 27: 2007-2012 期间成功转型, SM 公司毛利率、净利率都呈上升趋势	28
图表 28: SM 公司期间费用率 (SG&A)	29
图表 29: SM 公司旗下艺人在日本从事广告拍摄、演唱会、番組等多种形式的活动	30
图表 30: SM 公司海外收入占比在 2007-2012 年间不断提高	31
图表 31: SM 公司旗下艺人在日本 CD 销量逐年加速上升, 2011 年达 292 万张	31
图表 32: SM 公司在日本地区举办演唱会参与的观众数量于 2012 年达到 90.3 万	32
图表 33: SM 公司在日本取得的 CD 销售及演唱会占海外收入比重 60% 以上	32
图表 34: SM 公司艺人在中国举办演唱会情况	32
图表 35: 龙头女团的市场资本势力	34
图表 36: 国内近几年兴起的男子偶像团体	34
图表 37: SNH48 部分成员	35
图表 38: 上海丝芭文化传媒有限公司股东构成	36
图表 39: 上海丝芭文化传媒有限公司已完成 3 轮融资	36
图表 40: SNH48 线上运营模式	37
图表 41: SNH48 线下运营模式	38
图表 42: SNH48 火爆的公演现场和“打 call”粉丝	38
图表 43: SNH48 握手会排队盛况	38
图表 44: 近年来 SNH48 的百度指数呈爆发性增长	39
图表 45: SNH48 主要收入来自于总选举、公演、周边与唱片销售	40
图表 46: SNH48 收入组成预测	40
图表 47: SNH48 总选总选前三位票数增长迅速 (单位: 万票)	41
图表 48: 第四届 SNH48 总选举“御三家”	41
图表 49: SNH48 历届前 8 位得票总数	42
图表 50: SNH48 历届前 16 位得票总数	42
图表 51: 上海星梦剧场座位图	42
图表 52: TFBOYS 由王俊凯、王源和易烊千玺三名成员组成	43
图表 53: TFBOYS 入选福布斯艺人排行榜	44

图表 54: TFBOYS 三位成员新浪微博粉丝数都超过 3 千万人.....	44
图表 55: 天娱传媒群星.....	47
图表 56: 天娱传媒旗下部分偶像组合.....	47
图表 57: 宋城演艺旗下女子组合“树屋女孩”.....	49
图表 58: FNC 娱乐公司旗下拥有 FTISLAND、CNBLUE 等艺人组合.....	50
图表 59: 欢聚时代旗下女子组合 1931.....	50
图表 60: 欢聚时代旗下女子组合 IdolSchool.....	50
图表 61: 富春股份旗下骏梦游戏以 SNH48 为原型开发的手游《星梦学院》.....	51

1.偶像文化概述：日本诞生的精神性消费品风靡东亚圈，依赖粉丝经济中国潜在消费群体达 4.5 亿人远超日韩

1.1 偶像文化发展历程——诞生于日本，得益文化相似性迅速风靡东亚圈

- 现代意义的“偶像”概念最早从日本兴起。随着日本经济的高速发展和有线电视的普及，以大众传媒为媒介进行活动的艺人大量诞生。1971 年日本电视历史上第一个成熟的选秀节目《Star 诞生》中诞生的花之三人组(山口百惠、森昌子、樱田淳子)可以大致被认定为日系偶像的起源。此后小猫俱乐部、早安少女团，AKB48 等偶像组合在不同阶段影响着日本的偶像行业。偶像是应时而生的精神性消费品，他们往往被塑造成各方面都接近完美的形象。并且，大部分都以偶像组合的形式出现，以满足不同人群的偏好。

图表 1：以山口百惠为代表的花之三人组可被认为日系偶像的起源



来源：网络公开资料，国金证券研究所

- “偶像”这一概念在日本诞生后影响力巨大，迅速传播到文化接近的地区。20 世纪末的亚洲金融危机，使韩国在本国资源并不丰富的情况下，将目光转向了文化产业，提出了“文化立国”的战略并先后制定了一系列专项领域法规，健全韩国文化产业体系。得益于韩国整体重视文化产业的大环境，韩国的偶像产业迅速崛起。自 1996 年开始，经营偶像的 SM 公司培养出了诸如 H.O.T、S.E.S 等组合，可以称为韩国偶像团体的鼻祖。
- 同处于东亚文化圈的中国，迅速引入并接受了日韩的“偶像”概念。随着中国受众消费水平的不断提高，开始追求精神性消费，“偶像”逐渐渗透本土市场，并且引起巨大反响。在这个过程中，本土也诞生过“小虎队”、Twins 等组合，可以看作本土偶像的雏形。

- 总的来说，偶像文化由日本诞生，是经济与媒体迅速发展所产生的一种精神性消费品。并且，由于东亚圈文化的相似性，“偶像”概念迅速传播，形成了东亚特有的一种文化现象。

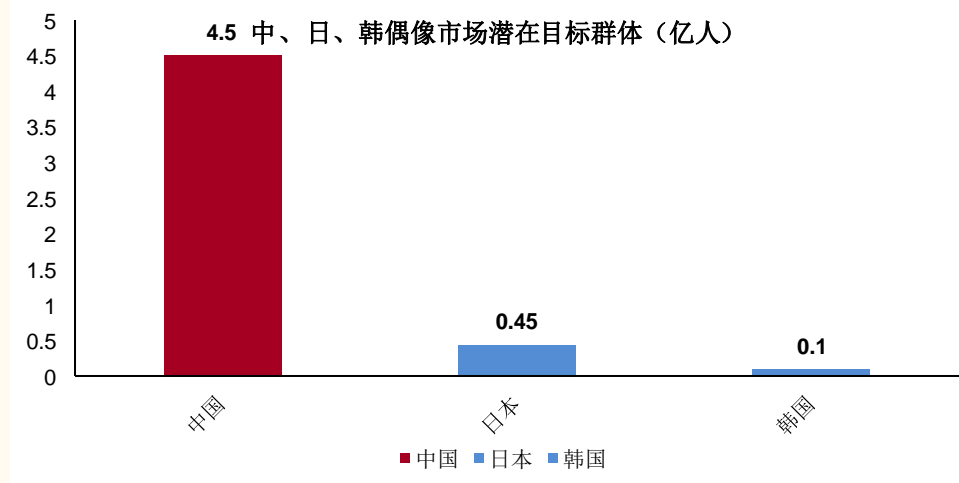
1.2 现代偶像收入来源：粉丝经济为核心营收项目范围不断扩大，互联网时代创造传播基础

- 偶像的收入来源总体上依赖于粉丝经济，可以被视作粉丝移情作用下的一个产品组合。偶像的起点是共情，通过共情进而对偶像产生移情。共情的前史是个人经历，后续是通过共情所产生的纯粹动机来确认自我价值。现代的偶像崇拜带有一定的“偶像即我”的心理投射，在偶像的成功中粉丝能感受到“参与感”与“认同感”。因此偶像或偶像组合也可以被认为是由粉丝参与，并在培养过程中植入自己情感价值的一个产品组合。
- 通过将经营性创收行为架构在粉丝和被关注者关系之上，偶像产品实现了移情作用的变现，进而形成了粉丝经济。粉丝经济的本质其实是 C2B 经济，通过观察并汇总市场上的用户直接的需求，进而研发并培养偶像产品。它是一种通过提升用户黏性，并以口碑营销形式获取经济利益与社会效益的商业运作模式。一般而言，偶像的工作涉及演唱、出演电视剧、担任杂志模特等。相比歌手、演员、职业模特，大众对偶像的专业技能要求较低，使得产量化培训偶像成为可能。
- 互联网时代的来临伴随着直播的普及化和打赏支付的快捷化，无疑为推广偶像文化创造了传播环境和基础。互联网突破了时间、空间上的束缚，粉丝经济被广泛地应用于文化娱乐、销售商品、提供服务等多领域。通过给粉丝用户提供多样化、个性化的商品和服务，商家将粉丝的兴趣爱好最终转化成消费实现盈利。
- 中国作为时下粉丝经济最为盛行的市场，其对于偶像的高消费倾向吸引了大量日韩偶像进入中国市场发展。据韩国媒体报道，韩国明星收入在中国是韩国三倍。偶像女团 T-ara 是第一个和中国经纪公司签下合同的韩国偶像女团，2014 年签约时龙楨文化就提出了高达 3 千万人民币的签约条件。根据日本媒体公布的数据，2016 年 48 系女团中收入最高的是 HKT48 的指原莉乃，年收入也仅 4500 万日元（270 万人民币）。以目前情况来看，中国市场上偶像提供同类服务产品单价更高。

1.3 受众群体分布广泛多为青少年，中国市场庞大潜在用户人数达 4.5 亿远超日韩

- 偶像市场的受众大多为青少年。而中国的潜在用户群体远超日韩。中国拥有庞大的青少年群体。根据 2013 年全国抽样人口调查数据估算，我国 14~35 岁青年人口约 4.5 亿，日本 14-44 岁年龄段人口约 0.45 亿人，2012 年韩国的青少年(9-24 岁)人口为 0.1 亿人。大致计算可得，中国青少年构成的潜在偶像市场目标群体人数，至少是日本的 10 倍，韩国的 30 倍。

图表 2：中国偶像市场潜在目标群体人数至少是日本的 10 倍，韩国的 30 倍（单位：亿人）



来源：各国统计数据，国金证券研究所

- 实际上，偶像市场的受众远不止青少年群体。其群体年龄分布广泛，向下可延伸至小学生群体，向上可延伸至中年群体，这一部分受众的收入基础及财富拥有更为强大，有望成为偶像市场收入的重要组成部分。

2.日本偶像“养成”模式：AKB&杰尼斯独特运营培训模式，缔造市场男女偶像团体垄断地位

- 偶像团体养成在日本已经有 30 余年的历史，而近十年，日本的偶像团体养成行业，更是高速发展，诞生了 Arashi(岚)，KAT-TUN，AKB48 等数量众多的偶像团体。体系化的培训，标准化的营销，在日本市场，取得了巨大的成功，其商业模式和发展经验具有很强的可借鉴性。

2.1 以竞争为核心的“养成系”偶像女团 AKB48，总选举机制推动单曲百万销量

2.1.1 AKB48：“养成系”偶像蓝本，日本市场偶像女团霸主地位难以撼动

- AKB48，日本大型女子偶像组合，成立于 2005 年 12 月 8 日。其命名源于活动地是以东京秋叶原（Akihabara）为中心。AKB48 是 48 系列组合的开端，也是 2008 年以来日本偶像市场中唯一的霸主。2012 年至 2014 年，连续 3 年获得第 26 届日本金唱片大奖日本音乐年度最佳艺人奖。2012 年度亚洲最受欢迎组合奖；11、12 年单曲唱片销量世界第一；全球年度单曲最多发布保持者；日本史上单曲销量最高的女歌手。

图表 3: AKB48 成员



来源：网络公开资料，国金证券研究所

- AKB48 成立初期并不以专业的歌舞表演为卖点，相对日本其他偶像团体（比如早安少女团）培训流程在时间上短得多，意为观众打造独特的“养成感”。目前国内以 AKB48 为蓝本的“养成系”偶像是主流，因此分析 AKB48 的偶像培训模式对国内团体借鉴有着重要的意义。

2.1.2 以 AKB48 为代表的日本少女偶像培训模式:竞争为核心的养成游戏

- AKB48 的培训方式围绕“竞争”展开。无论是总选举（以个人站位和资源为目的展开的竞争），还是队伍间竞争、研究生为了进入选拔队伍而展开的竞争等都能让成员在短时间内迅速成长，同时让粉丝见证成员的成长。此外，竞争体系让粉丝更容易产生共情，从而“移情”于成员，让粉丝在“养成”的同时加入自生情感，增强粉丝的粘性。

图表 4: AKB48 式偶像的培训方式: 以竞争为核心的养成游戏



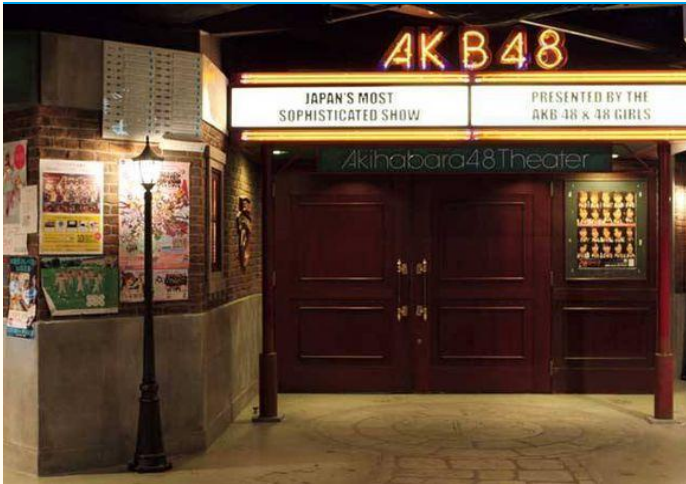
来源: AKB 纪录片、杂志、博客信息汇总, 国金证券研究所

- 在 AKB 发展迅速的基础上, 其姐妹团也相继推出。例如剧场在名古屋的 SKE48, 剧场在难波的 NMB48, 福冈博多的 HKT48, 新泻的 NGT48 等。在管理模式上, 各分团采取各自管理的形式, 各团之间也存在竞争关系。良性的竞争体系为 AKB 的团体裂变, 注入了更多的活力, 同时也带来了更丰富的产品线。

2.1.3 业务收入分析: 总选举投票机制推动单曲销量增长 2017 总选举收入 1.31 亿人民币, 成立至今单曲专辑总收入或超过 40 亿人民币

- 48 系团体常规的演艺活动是剧场公演。以 AKB48 位于秋叶原的剧场为例, 座位一共 225 个, 因为经常供不应求, 演出门票的购买资格是通过在会员内部进行抽选。门票的价格设置依据公演内容和场次不同而略有差异, 一般来说女性和学生(小学-高中)票价为 120 人民币, 男性票价总价约为 180 人民币。以均价 150 人民币计算, 一场公演收入约为 3.38 万元。2016 年, AKB48 共公演 328 场, 合计门票收入 0.11 亿元。公演, 不仅仅是一种收入来源, 更多的在于通过线上线下联动+抽签选票的形式, 实现病毒性传播口碑营销。

图表 5: AKB48 位于秋叶原的剧场有 225 个座位



来源：网络公开资料，国金证券研究所

图表 6: HKT48 位于福冈的剧场能容纳 300 位观众



来源：网络公开资料，国金证券研究所

- 周边衍生品也是团体的收入来源之一，不仅剧场设有名为“48's cafe”的咖啡店，官方网站也会同步线下出售应援物等周边商品。

图表 7: AKB48 部分周边产品价格

	单价 (日元)	人民币单价 (元)
纪念T恤	3100-3600	186-216
应援扇	850-1050	51-63
应援毛巾	2000	120
迷你毛巾	550	33
文件夹	550	33
钥匙圈	1250	75
挂件	650-1050	39-63
腕带	850-1050	51-63
相册	1250-1800	75-108
应援手灯	1150-4800	69-288

来源：AKB48 官网，国金证券研究所

注：人民币单价按照 1 日元=0.06 人民币换算

- 单曲及专辑销售是 AKB 团体收入构成中最重要的一部分，而每年一次的总选举都会促成一次 AKB48 单曲的百万销量。截至 2017 年 3 月，AKB48 的累计单曲及专辑销量已达到 4799 万，以 1500 日元（约 90 人民币）的单价计算，销售收入达到约 43.19 亿元人民币，成军至今年均 CD 销售收入达 4 亿人民币。
- 单单按照剧场公演门票收入和 CD 年均销售收入计算，AKB48 于 2016 年收入约 4.11 亿人民币。

图表 8: AKB48 占据 Oricon2016 年度单曲销量榜前三

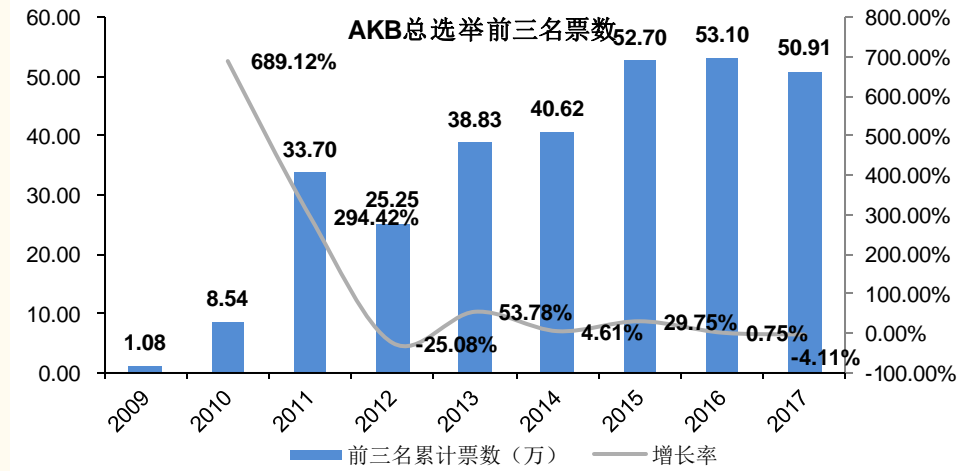


来源：Oricon 官网，国金证券研究所

- 从 2009 年第一届开办以来，截止至 2017 年 6 月已经开办了九届，一般在每年的 5 月底到六月初举行。总选举把 48 系的成员们都纳入选举范畴，是对她们人气的一次大检视。就结果来说，总选举决定的只是下一张单曲的录制阵容，但其造成的影响却是成员接下来一年甚至更长远发展前景。所以总选举对成员来说有着重大的意义，也造成了巨大的压力。
- 这些人气排位可以直接决定下一年内成员们的工作安排。17 位到 32 位的成员可以参与单曲 CD 里非主打歌（C/W 曲）的演唱，第 17 名会是这支曲子的 Center 位，得到最多的镜头和唱句。1 到 16 位则可以拿下主打单曲的演唱，每个人的站位、唱句和镜头也都是按照排名来的，此外，前几名的成员还有可能会获得更多工作机会。对于粉丝来说，这种投票可以直接决定偶像们的出镜率，这种决定偶像未来工作的参与感会让他们付出的倾向更大。
- 从票数情况可以看到，AKB48 系的粉丝逐年增长。投票需要用到专门的选票，这些选票往往随着单曲 CD 和其它服务附送（比如握手会），为了给自己喜欢的成员投票，帮助她们攀上人气的顶峰，粉丝们在总选举时往往会重复购买 CD 来获得选票。以价格最低的通常盘计算，每张选票约 50 人

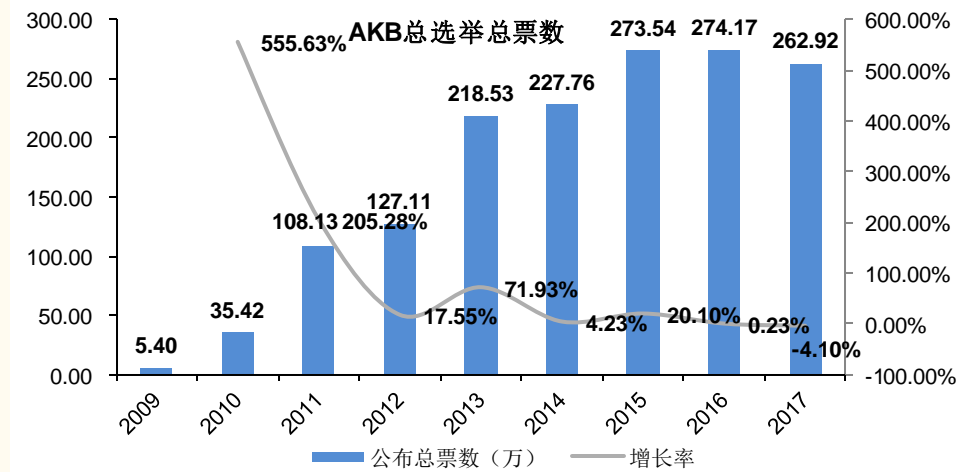
民币；以 2017 年第九届总决选公布的总票数 262.924 万计算，2017 年通过总选举投票至少收入 1.31 亿人民币。

图表 9：AKB 总选举前三名票数



来源：AKB 总选举数据，国金证券研究所

图表 10：AKB 总选举总票数，2017 年选票收入约 1.31 亿人民币



来源：AKB 总选举数据，国金证券研究所

- 但自 2013 年毕业季以来，大量 TOP 成员的毕业，大量新人面孔涌进总选举，使得 akb48 进入了全面的次时代，同时 akb48 也面临着主力成员毕业导致票源可能大量流失的考验。尤其是其中被称为“神七”的人气最高的七位成员（小嶋阳菜、高桥南、筱田麻里子、大岛优子、前田敦子、板野友美、渡边麻友）的相继离开。

图表 11: 被粉丝誉为“神7”的AKB48的七位成员相继毕业离团



来源: 新闻资料, 国金证券研究所

2.1.4 日本统治级影响力的同时积极扩张, 海外市场火爆粉丝热情不减

- AKB48 及其姐妹团体在日本的统治级的影响力已经毋庸置疑, 而其在海外, 尤其是中国, 拓展相当成功, 海外市场火爆。总选举中, 并不只有日本粉丝在为偶像投票, 中国粉丝也贡献了强大的力量。中国的粉丝可以通过代购买到单曲 CD, 用券投票, 或者直接登官方网站去投票。并且, 中国粉丝的消费意愿尤其强大, 表现在募集资金的金额上。

图表 12: 中国粉丝为渡边麻友集资应援投票



来源: 网络公开资料, 国金证券研究所

图表 13: 得知 AKB48 要来演出的消息, 兴奋的台湾粉丝




来源: 网络公开资料, 国金证券研究所

2.2 杰尼斯事务所: 严格管理经营成就 40 年经久不衰的家族式企业, 收费会员制年会费 13 亿人民币附加衍生产品增厚收入



- 杰尼斯事务所 (Johnnys 事务所) 于 1975 年成立, 是日本一所著名艺人经纪公司事务所, 以推广男艺人及男性偶像团体为主要业务。因事务所高层管理人员多为喜多川家族成员, 可视作类似家族式企业形式。社长与创办人是 Johnny 喜多川, 公司副主席兼杰尼斯娱乐主席为 Mary 喜多川 (Johnny 喜多川姊), 公司副主席兼 J Storm 主席为藤岛 Julie 景子 (Mary 喜多川长女)。
- 事务所推出的男艺人及男性偶像团体在市场上的影响力巨大, 且在时代变化中经久不衰, 使其近乎垄断性的地位持续了几十年, “杰尼斯”也成为了男性偶像的标签。1981 年出道的三人组合少年队, 就是曾在中国风靡一时的小虎队的原型; 国民偶像团体 SMAP 也隶属于杰尼斯事务所, 组合中成员之一就是红遍亚洲乃至国际的“天王”木村拓哉; 著名的岚、KAT-TUN 等组合也出自杰尼斯事务所, 其中因电视剧等作品为人熟知的艺人有山下智久、龟梨和也、赤西仁、泷泽秀明、锦户亮等。

图表 14: 杰尼斯事务所旗下部分艺人及组合一览

艺人 (组合)	出道时间	成员组成	艺人图片
少年队	1981 年	东山纪之、植草克秀、锦织一清 (3 人)	

艺人(组合)	出道时间	成员组成	艺人图片
光 GENJI	1987 年	内海光司、大沢树生、诸星和己、佐藤寛之、山本淳一、赤坂晃、佐藤敦启 (7 人)	
SMAP	1991 年	森且行、中居正广、木村拓哉、香取慎吾、稻垣吾郎、草剪刚 (6 人)	
TOKIO	1994 年	城岛茂、国分太一、山口达也、松冈昌宏、长瀬智也 (5 人)	
V6	1995 年	坂本昌行、长野博、井之原快彦、森田刚、三宅健、冈田准一 (6 人)	
Kinki Kids	1997 年	堂本光一、堂本刚 (2 人)	
岚 (Arashi)	1999 年	大野智、樱井翔、相叶雅纪、二宫和也、松本润 (5 人)	
泷与翼	2002 年	泷泽秀明、今井翼 (2 人)	

艺人(组合)	出道时间	成员组成	艺人图片
NEWS	2004 年	小山庆一郎、加藤成亮、增田贵久、手越祐也、山下智久、锦户亮、内博贵、草野博纪 (8 人)	
関ジャニ∞ (关八)	2004 年	横山裕、涉谷昴、村上信五、丸山隆平、安田章大、锦户亮、大仓忠义、内博贵 (8 人)	
KAT-TUN	2006 年	赤西仁、龟梨和也、中丸雄一、田口淳之介、上田龙也、田中圣 (6 人)	
Hey!Say!JUMP	2007 年	山田凉介、知念侑李、中岛裕翔、冈本圭人、有冈大贵、高木雄也、伊野尾慧、八乙女光、藪宏太 (9 人)	
Kis-My-Ft2	2011 年	北山宏光、千贺健永、宫田俊哉、横尾涉、藤谷太辅、玉森裕太、二阶堂高嗣 (7 人)	
Sexy Zone	2011 年	佐藤胜利、中岛健人、菊池风磨、松岛聪、MARIUSU 叶 (5 人)	

艺人（组合）	出道时间	成员组成	艺人图片
A.B.C-Z	2012 年	五关晃一、河合郁人、桥本良亮、冢田僚一、户冢祥太（5 人）	
ジャニーズ WEST （关西杰尼斯）	2014 年	中间淳太，桐山照史，滨田崇裕，重冈大毅，神山智洋，藤井流星、小泷望（7 人）	

来源：杰尼斯事务所资料，国金证券研究所

注：部分艺人（组合）已解散或离开

2.2.1 经营模式分析：前后辈带教培训模式积聚人气，独特粉丝收费会员制营造认同感

- 杰尼斯事务所经久不衰的成功不仅在于其资源的强大，还在于其独有的经营模式。从选拔训练到形象经纪，其每一步都遵从严格的管理和铁腕手段。
- 选拔训练是杰尼斯事务所为人熟知的重要标签之一，其练习生被称为 **Johnnys' Junior**（简称 **Jr.**）。事务所每年都会通过接收简历投递、举办甄选会等方式，选拔十几岁的男孩，并对其进行培训。培训内容涵盖唱歌、跳舞、主持等各方面，其中一项著名的训练是几乎每个 **Jr.** 都会空翻等特技。培训时间大约为 2-3 年，大量的练习生储备避免了因市场变化产生断档或空白期，同时也加剧了练习生之间的竞争，使得淘汰率较高。
- 事务所的培训模式中，独特的一项就是带教模式，后辈通过参与前辈的节目，在表演中伴舞，共同参演剧集等方式，不仅积累了舞台经验，更提高知名度，为将来的正式出道累积人气。例如，国民偶像组合 **SMAP** 出道前就是前辈光 **GENJI** 的伴舞，**TOKIO** 替师兄少年队、**SMAP** 担任伴舞、伴奏；泷泽秀明在 **Jr.** 时期就出演了《魔女的条件》，未出道就人气火爆。这种前后辈带教模式，一方面充分利用已有资源互相促进人气，另一方面也起到提前试水市场的选拔作用，使资源分配效用最大化。
- 出道后的杰尼斯艺人同样需要打造优质形象，并不断完善自身的能力。在形象管理上，事务所采取铁腕政策，禁止旗下艺人开设私人社交网络账号并对新闻能做出及时反应以保持正面形象。艺人们也被要求培养各方面的能力，从台前的拍戏、唱歌、主持到幕后的写歌编曲、演唱会策划等。
- 在旗下偶像艺人组合众多的情况下，事务所差异化定位的能力，使得组合之间减少竞争，并大大拓展了受众群体的年龄段分布。同一组合内部的个人之间，也会采取区分不同成员的代表颜色及“人物设定”差异定位。以时下人气火爆，会员数超过 200 万的“岚”组合为例：队长大野智擅长唱歌、作画，拥有艺术家气质；樱井翔是庆应大学经济学系毕业的高材生，同时在日本电视台担任新闻主播；相叶雅纪主攻综艺路线；二宫和也爱好电子游戏，打造“宅男人设”，同时拥有演技天赋曾获日本“影帝”；松本润曾出演日版《花样男子》（台湾版为《流星花园》）中道明寺一角，主要侧重电视剧及王子路线。

图表 15: 杰尼斯的成功源自于在选拔训练、形象管理、定位差异化、综合能力、带教捆绑及宣传资源上的经营模式



来源：《从“杰尼斯”模式看日本娱乐运营体制》，国金证券研究所

- 作为同样是以粉丝经济为主体的偶像产业，杰尼斯采用了收费会员制的模式。每个组合或艺人都有其单独的 Fanclub 粉丝俱乐部（简称 FC），互相独立。每位成为会员的粉丝，都将收到一张印有自己会员编号的会员卡。参与演唱会、见面会、节目录制协助等活动，都采取会员内部抽选的方式，非会员没有机会加入。
- 在收费会员制模式下，粉丝群体的认同感大大加强。并且，成为会员的粉丝享受的服务不仅限于活动的参与权，事务所定期会给会员邮寄会刊，详细介绍近期组合的活动安排。在会员生日当天，事务所会发送由相应偶像组合成员亲自录制的视频，为粉丝送上生日祝福。
- 管理模式上，杰尼斯事务所采用严格的收入统筹分配模式。杰尼斯对旗下艺人的管理严格，采用每月固定工资制，其他收入所得经公司收取后，再按一定比例平均分给组合成员。为避免人员流失导致的培养成本浪费，事务所在艺人出道前就与其签订长时间的工作合同。同时，艺人的年终分红被转换为相应数量的公司股份，部分艺人在未来可能选择成为公司高层（例如少年队的东山纪之，现为事务所董事）。

2.2.2 业务收入构成：控制肖像权相关商品带来巨额收入，年会费收入约 13 亿人民币，CD 销售量位居前列

- 杰尼斯独特的收费制度制度不仅有助提高粉丝群体认知，也是收入重要来源之一。会员费价格设置上，年费为 4000 日元/年，第一年另有入会费 1000 日元；数量上，我们根据社交网络上粉丝提供的会员卡编号图片，推算会员人数，合计会员人数 542.6 万人，其中会员人数最多的“岚”组合 2017 年 8 月会员人数已达 210 万人。结合以上数据进行预测，杰尼斯事务所一年的会费收入至少达 13 亿人民币。值得注意的是，会员人数的不断扩大与其海外粉丝数量的增长息息相关，尽管会员入会需要日本居住

地地址，海外粉丝为了能参与活动也设法入会。“量”的增长保证了这部分收入将持续增长。

图表 16: 以截至 2017 年 5 月中旬部分艺人会员人数计算, 杰尼斯年会费收入达 13 亿人民币

组合	FC 会员数 (万人)	年会费 (日 元)	年会费收入 (亿日元)	折合人民币 * (亿元)
岚 (17 年 8 月数据)	210		84	5.04
关八	54		21.6	1.30
Kinki Kids	53		21.2	1.27
Hey! Say! JUMP	41.8		16.72	1.00
Kis-My-Ft2	41		16.4	0.98
V6	30		12	0.72
News	23		9.2	0.55
KAT-TUN	18.7	4000	7.48	0.45
Sexy Zone	18.6		7.44	0.45
泷与翼	14		5.6	0.34
关西杰尼斯	13		5.2	0.31
TOKIO	11.5		4.6	0.28
山下智久	9		3.6	0.22
A.B.C-Z	5		2	0.12
合计	542.6		217.04	13.02

来源: 网络公开资料, 国金证券研究所

*注: 折合人民币的会费收入计算方式为日元收入*0.06

- **唱片部分也是重要的收入来源之一, 杰尼斯通过采取多版本唱片销售模式也推动了此业务收入的增加。**通常发售一张单曲或专辑时, 公司会设置初回限定版 (有时有初回 A 和初回 B 之分)、普通版供粉丝选择, 实际其差别只在于封面或其中 1-2 首歌的不同。但为了收集或为偶像贡献销量, 粉丝常常会买齐所有版本, 进一步刺激了收入的增加。
- **从 Oricon 销量榜也可以看出, 杰尼斯旗下的艺人具有强劲的市场号召力。**日本 CD 销量的一个重要的统计数是首周销量, 只要有杰尼斯艺人发布单曲, 基本都能占据该周第一的位置, 多张单曲累计销量破百万。根据日本 Oricon 公信榜数据, 截止 10 月, 1999 年出道的“岚”累计单曲及专辑销量已达到 3343 万张。以均价 1800 日元计算 (单曲 1300 日元, 专辑 3100 日元, 单曲占比较多), 总收入 36.1 亿元, 年均收入约 2 亿元。
- **同时, 演唱会现场禁止摄影, 由公司官方录制的演唱会 DVD 会在一段时间后进行二次销售, 采取的销售手段和唱片类似。**类似的, 参演的电视剧及电影也会在放送完后, 用同样的方法销售。截止 6 月, “岚”组合 2008 年至今发行的演唱会蓝光版/DVD 销量合计 1060.34 万张, 以均价 5500 日元计算, 合计收入折合人民币 34.99 亿元, 年均收入 3.89 亿人民币。

图表 17: 杰尼斯“岚”组合 CD/DVD 收入合计

	销量 (万)	平均单价 (日元)	总收入 (亿日元)	折合人民币 (亿元)
单曲/专辑	3343	1800	601.74	36.1
演唱会 DVD	1060.34	5500	583.19	34.99
合计	4403.34	/	1251.79	71.09

来源: Oricon 公信榜数据, 杰尼斯事务所官网, 国金证券研究所

*注: 折合人民币的会费收入计算方式为日元收入*0.06

- **演唱会及舞台剧。**演唱会采用在会员中抽选, 抽中的粉丝才有购票资格的方式, 座位也是随机的, 统一定价在 8000 日元左右。票价定价并不高,

主要目的在于回馈粉丝。以一场平均 50000 人计算，每次演唱会基本以巡演形式进行 10 场左右，则票价收入约 2.4 亿人民币。

- **周边商品及照片。**周边商品往往是跟随演唱会或单曲、专辑一起发售的物品，可以带来附加的收入。周边商品往往销售火爆，造成断货的现象。此外，因事务所严格控制肖像权，照片也成为粉丝购买的商品之一。杰尼斯事务所设置了专门售卖官方拍摄照片的店铺，叫做 Johnnys' Shop，各组合往往在发行单曲、专辑或特别活动时拍摄一组 shop 照供粉丝购买。一张 shop 照定价为 150 日元，排队购买的粉丝数量很多，有时甚至要发放预约券（用于指定时段进入店铺）限流。周边商品也成为了偶像团体人气的重要变现渠道。

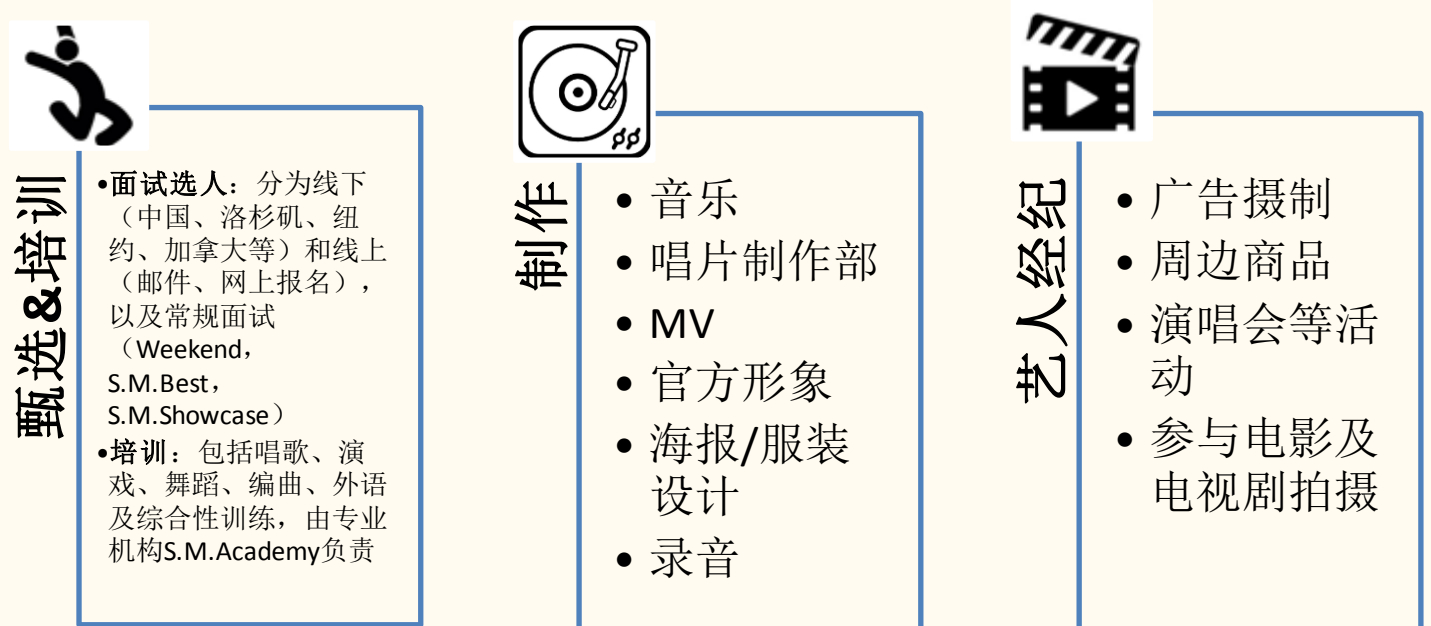
3. 韩国 SM 娱乐公司深度分析：培训+经纪+异地输出造就偶像明星博物馆，海外市场爆发 2008-2012 股价暴涨 60 倍

- 韩国在整个东亚偶像文化的输出上，具有举足轻重的地位，标准化的培训选拔体系，完善的“培训+经纪+异地输出”体系，近 20 年来，为东亚输出了强劲“韩流”文化。下文我们以韩国文化娱乐上市公司 SM 公司为案例，对其发展历程&经营&财务等多个角度进行全面的分析。

3.1 经营模式简介：成熟偶像培训体系称霸市场，标准化艺人培训模式更新代际可持续

- 韩国 SM 娱乐有限公司（S.M.Entertainment）是韩国一间大型艺人企划和经纪公司，也是韩国规模及实力、知名度和影响力最大的娱乐公司。由歌手出身的李秀满于 1989 年创办，其名称“SM”为英文“Star Museum”的缩写，意为“明星博物馆、名人殿堂”。2000 年 4 月，S.M.公司于韩国高斯达克市场上市，成为韩国第一个文化娱乐上市公司。
- SM 公司经营的成功很大程度上归功于其完善成熟的偶像培训体系。其经营模式可分为甄选培训、制作、艺人经纪三个流程。每个流程都有相应的专业团队负责，使得呈现在受众群体面前的是一个培训优良的偶像产品，因此往往能一经推出就迅速走红。加之公司丰富的资源与精良的制作能力，旗下推出的艺人受市场欢迎的成功率极高。

图表 18：SM 独特的经营模式可分为甄选培训、制作、艺人经纪三个流程



来源：公司及公开资料整理，国金证券研究所

- 甄选培训是模式中最重要的一环之一，韩国偶像培训模式具有体系化、专业化、全面化、制度严格的特点。课程涉及歌舞、表演、社交、公关等等，以周、月、半年为周期经行考核，成绩垫底或连续不佳的练习生会被辞退，仅有表现最突出者有机会出道。练习生往往需要 2-3 年的刻苦培训才能出道。有机会出道的团体各方面的专业素养精良，公司也会用大量的资源来宣传推广团体。同时，培训出的偶像团体能够长期保持人气，也是以公司高品质的练习生质量和高压高淘汰率的练习生制度做支撑。


图表 19：韩国偶像（或团体）系统化的严格培训方式



来源：公司相关资料，国金证券研究所

- 由于培训模式的系统化和庞大的练习生储备，SM 公司能迅速的推出偶像组合，迎合市场的变化把握时机。其最早于 1996 年推出 H.O.T 组合，后陆续有著名的东方神起、Super Junior、少女时代、EXO 等组合推出，常年占据市场最受欢迎的偶像组合地位。

图表 20：SM 公司旗下主要艺人（组合）情况一览

艺人（组合）	出道时间	成员组成	艺人图片
H.O. T	1996 年	文熙俊、张佑赫、安胜浩、安七炫、李在元（5 人）	

艺人 (组合)	出道时间	成员组成	艺人图片
SES	1997 年	崔盛希、柳真、刘秀英 (3 人)	
神话	1998 年	Eric、李玟雨、金炯完、申彗星、Junjin、Andy (6 人)	
Fly to the sky	1999 年	Brian、Fany (2 人)	
宝儿 (BoA)	2000 年	/	
东方神起	2004 年	郑允浩、沈昌珉、朴有天、金在中、金俊秀 (5 人)	

艺人(组合)	出道时间	成员组成	艺人图片
Super Junior	2005 年	朴正洙(利特)、金希澈、韩庚、金钟云(艺声)、金英云(强仁)、申东熙(神童)、李晟敏、李赫宰(银赫)、崔始源、李东海、金厉旭、金起范、曹圭贤(13人)	
少女时代	2007 年	金泰妍、郑秀妍、李顺圭、黄美英、金孝渊、权俞利、崔秀英、林允儿、徐珠贤(9人)	
SHINee	2008 年	李珍基、金钟铉、金基范、崔珉豪、李泰民(5人)	
f(x)	2009 年	宋茜(Victoria)、刘逸云(Amber)、朴善怜(Luna)、郑秀晶(Krystal)、崔雪莉(Sulli)(5人)	
EXO	2012 年	金珉锡、金俊勉、张艺兴、边伯贤、金钟大、朴灿烈、都暻秀、金钟仁、吴世勋、吴亦凡、鹿晗、黄子韬(12人)	
Red Velvet	2014 年	裴珠泫、姜涩琪、孙承焕、朴秀荣、金艺琳(5人)	

艺人 (组合)	出道时间	成员组成	艺人图片
NCT •	2016 年	文泰一、李泰勇、金道英、Ten、郑在玹、李马克、中本悠太、董思成、李东赫等 (15 人)	

来源：SM 公司资料，国金证券研究所

注：部分艺人 (组合) 已解散或离开

- SM 公司股价的持续上升，与其推出的每一代艺人在模式上的转换密不可分。将 SM 公司推出的艺人进行划分，大致可分为三代：第一代 (2000-2006)，以 H.O.T、神话、宝儿等为代表，偶像经营初具雏形，也具有一定的影响力，但仍未成体系；第二代 (2006-2012)，以东方神起、Super Junior、少女时代等为代表，特点是组合阵容开始扩大，且培训更加成熟化体系化，并同时进军海外市场，其中日本市场的成功拓展是其股价爆发的重要原因，2008-2012 的 4 年间股价暴涨近 60 倍；第三代 (2012-) 艺人以 EXO、NCT 为代表，特点是开始分出小团体，集中地以区域为中心活动。

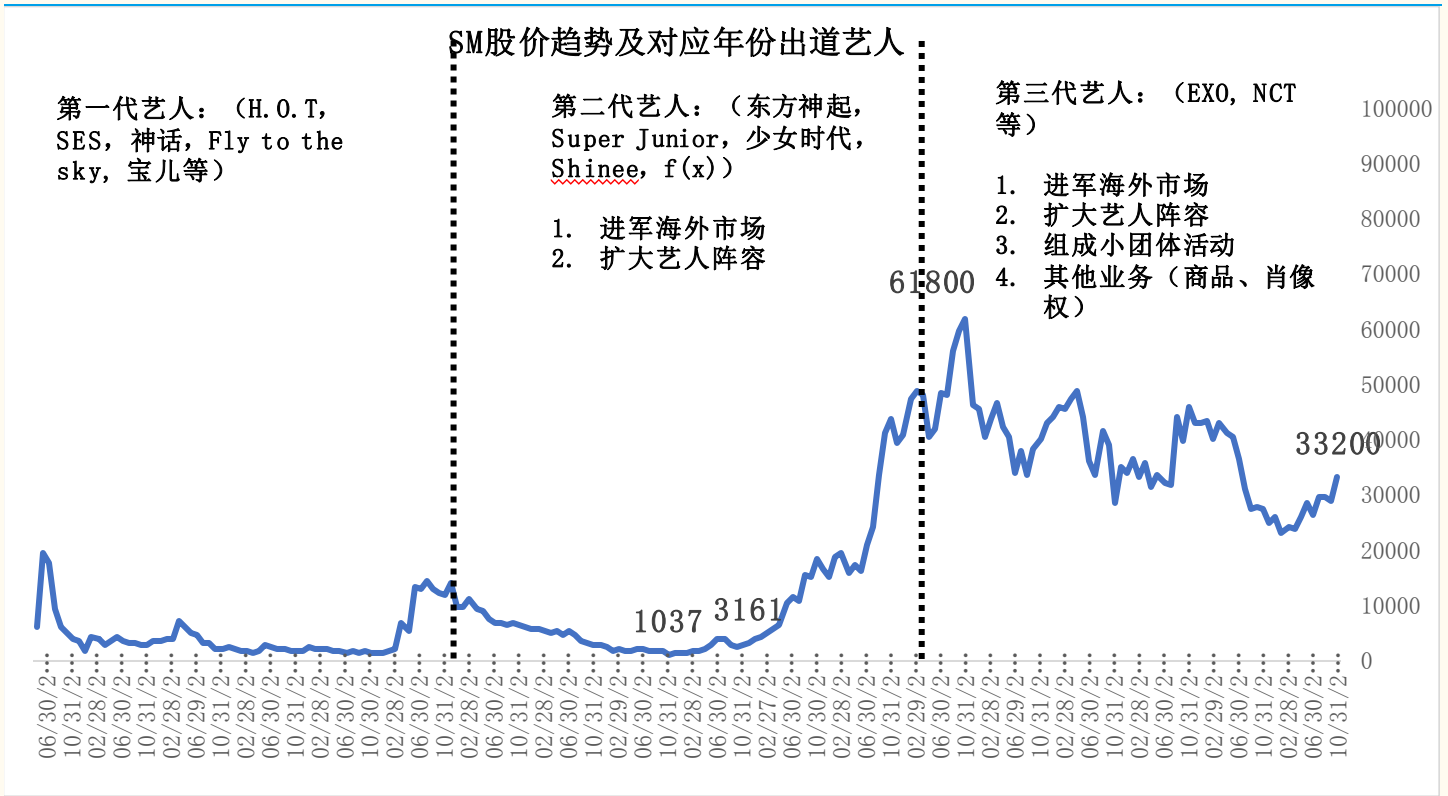
图表 21：SM 公司造星模式可分为三个阶段，目前处于第三阶段

时间	代表团体 (艺人)	特点
第一代	2000-2006 H.O.T、神话、宝儿	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 偶像经营初具雏形 ▶ 造星模式未成体系
第二代	2006-2012 东方神起、Super Junior、少女时代	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 组合阵容开始扩大 ▶ 培训造星模式体系化 ▶ 进军海外市场
第三代	2012-至今 EXO 系列、NCT	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 分出小团体以区域为中心活动

来源：SM 公司资料，国金证券研究所

- 现在 SM 公司的造星模式处于第三阶段，以 EXO 等组合为代表，倾向在偶像团体中加入非韩国成员 (例如前 EXO 成员鹿晗、吴亦凡等)。该造星模式的重点在于分出多个小分队，例如 EXO 有 EXO-K 和 EXO-M，分别以韩国和中国为中心进行演艺活动。与前几代的模式不同，以地区为中心分队活动表明了偶像团体的多团体裂变能力，使单个团体覆盖的市场得到了进一步的扩张。这与日本 48 系团体的姐妹团模式不谋而合，AKB48 (东京秋叶原)、SKE48 (名古屋)、NMB48 (难波)、HKT48 (福冈博多)、NGT48 (新泻) 都在不同城市有自己的剧场，整体活动范围几乎覆盖日本全国。

图表 22: SM 股价持续上升与其推出的每一代艺人模式上的转换密不可分



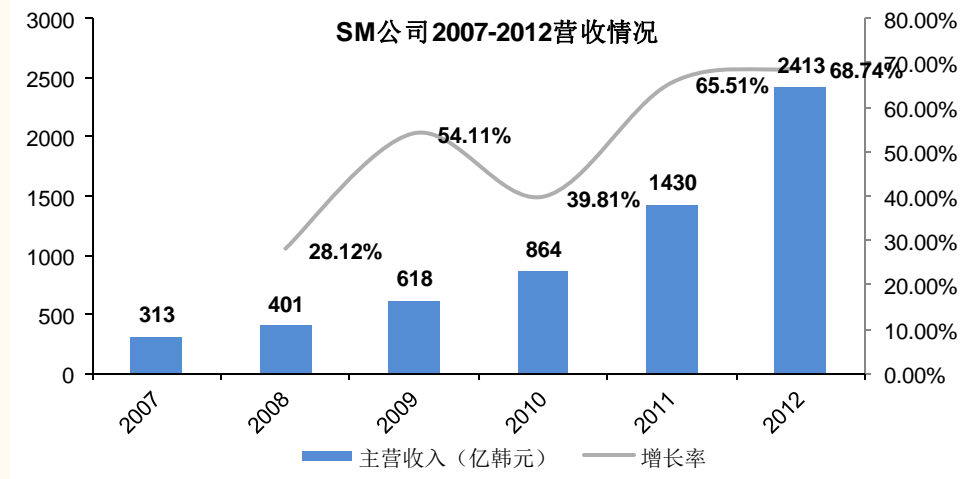
来源: SM 公司资料, 国金证券研究所

3.2 SM 公司财务数据分析: 营收增长 CAGR 达 50.45%

3.2.1 2007-2012 年营收 CAGR 达 50.45%, 公司转型海外收入为主要驱动

- SM 公司的股价从 08 年 10 月的 1037 涨到 12 年 10 月份的 61800, 股价涨幅近 60 倍, 随着公司的业务爆发, 为投资者带来了丰厚的收益
- 2007-2012 是 SM 股价爆发的时期, 也是其开始转型的阶段, 因此我们着重分析此阶段的发展。2007-2012 年间, 公司营收增速不断提升, 由 2007 年的 313 亿韩元增长到 2012 年 2413 亿韩元, 是 2007 年的接近 8 倍, 5 年间 CAGR 达 50.45%。(因为公司期间发生部分小额并购情况, 部分追溯数据带来各平台营收口径可能略有差异)。

图表 23: SM 公司营业收入不断增长, 2007-2012 年 CAGR 达 50.45%

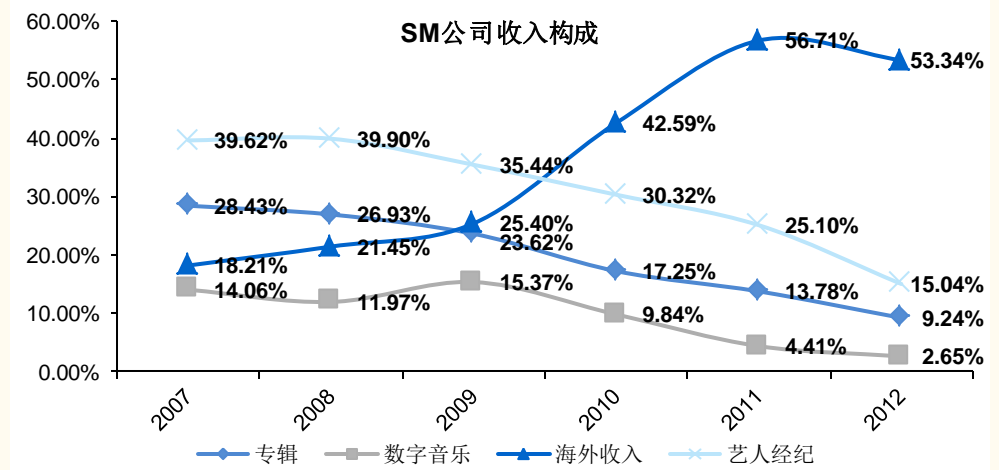


来源：SM 公司数据，国金证券研究所

注：本数据为合并口径数据，因往年有收购情况，合并追溯数据可能存在一些差异

- 从分块业务收入情况来看，SM 公司主要的收入来源于专辑、数字音乐、海外收入和艺人经纪。可以看到，2007-2012 年间，SM 公司收入构成中巨大的变化是，海外收入占比的巨幅提高，从 2007 年只占 18.21%，到 2011 年最高占比达到 56.71%。在此期间，日本地区是主要收入来源，在后文将进行详述。

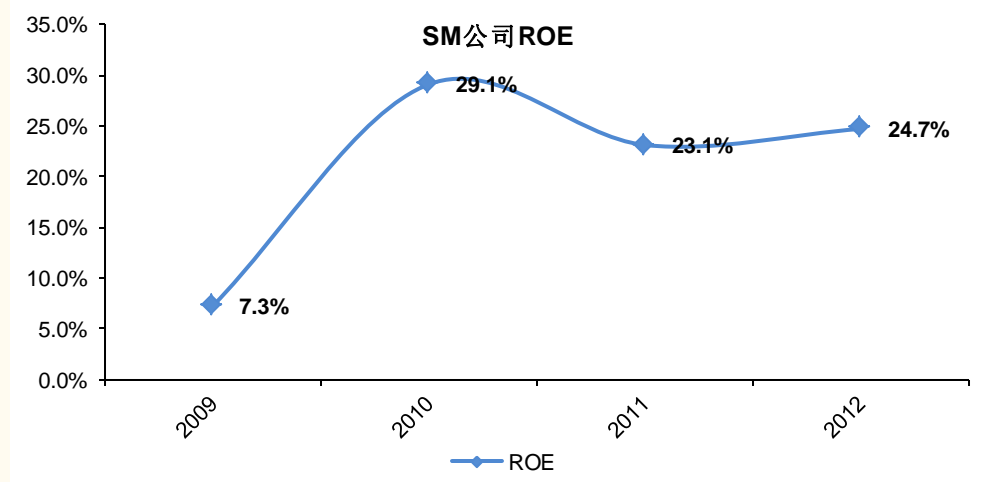
图表 24：SM 公司收入构成中海外收入占比不断提高，2011 年达 56.71%



来源：SM 公司资料，国金证券研究所

- 从 ROE 水平来看，SM 公司 2009 年 ROE 仅 7.3%，2010 年便提升到 29.1%，并在随后几年内都保持在 20% 以上的较高水平。

图表 25：SM 公司 ROE 显著提高且保持在较高水平



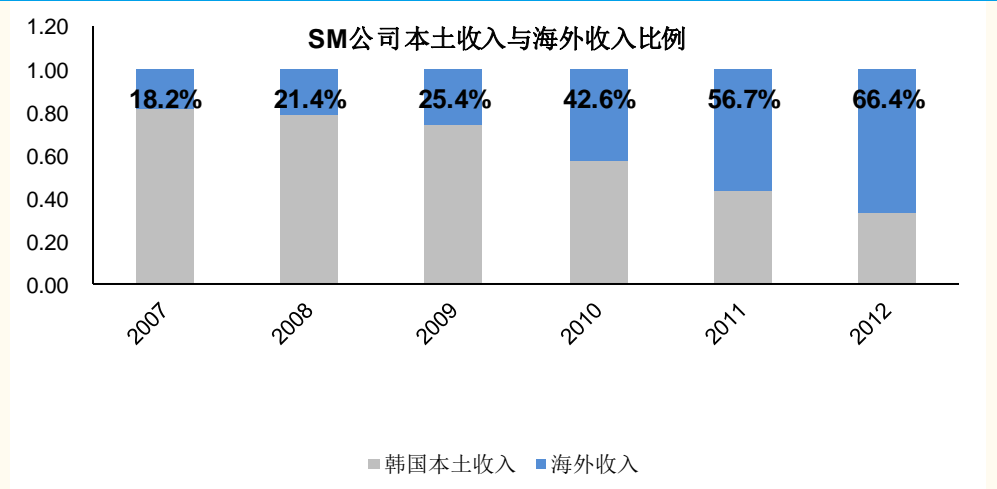
来源：SM 公司资料，国金证券研究所

3.2.2 公司成功转型拓展海外市场，毛利率与净利率增长迅速扭亏为盈

- 从毛利率、净利率情况来看，SM 公司营收增长的同时，制作上的成本也在提高，导致 2006、2007 年 SM 公司不仅毛利率处于较低水平，净利润也是负值。
- 但从转换到第二代艺人（以东方神起为代表）的模式以来，公司成功转型，2008 年开始净利润扭亏为盈。转型成熟后，公司开始向海外输出自己的偶

像产品，尤其是日本市场的爆发。其海外收入同样项目多元，包括单曲专辑销售收入、授权费、艺人经纪费用、演唱会、出场费等等。

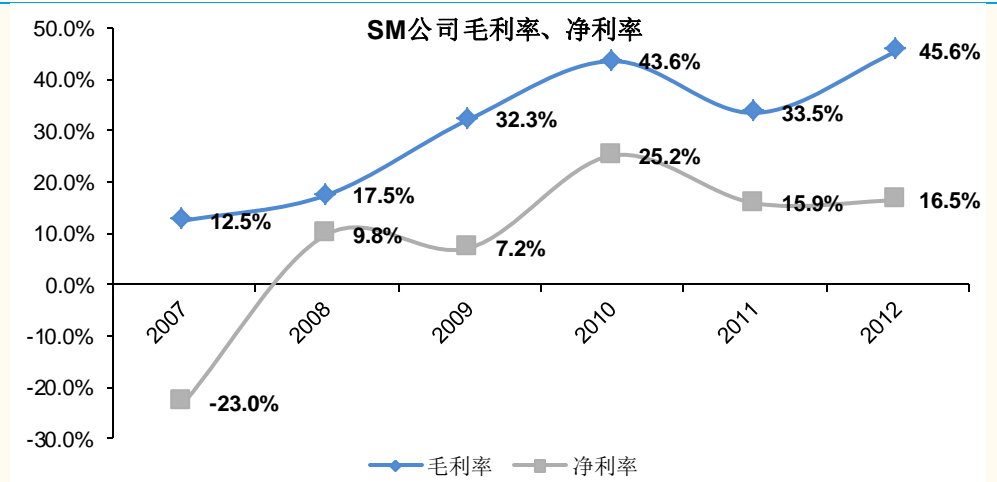
图表 26: SM 公司 2007-2012 年间海外收入相比本土收入增长更迅速



来源: SM 公司资料, 国金证券研究所

- 可以看到，毛利率、净利率水平都在不断提高。毛利率由 2007 年 12.5% 上升至 2012 年的 45.6%，净利率由负值增加至 16.5%。这两个指标的改善标志着公司成功转型开拓市场后，盈利能力的大幅提升。

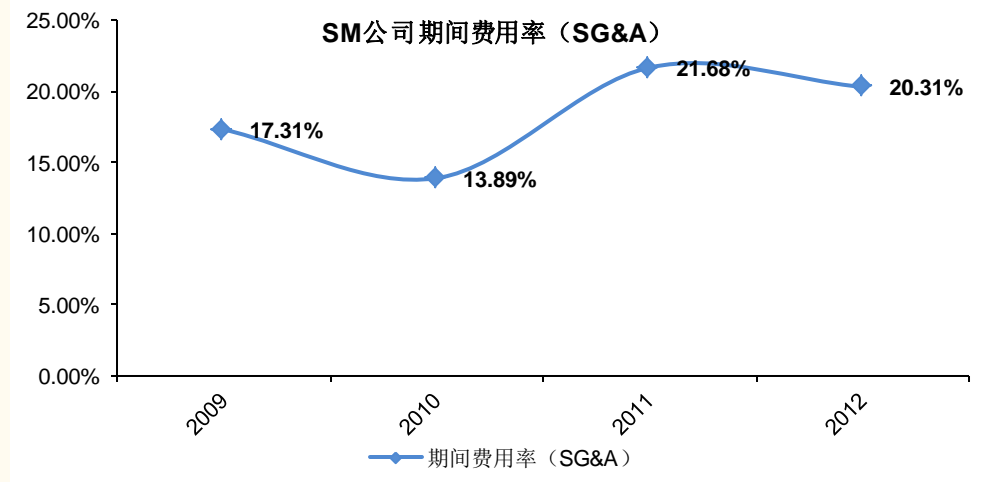
图表 27: 2007-2012 期间成功转型, SM 公司毛利率、净利率都呈上升趋势



来源: SM 公司资料, 国金证券研究所

- SM 公司的期间费用率 (SG&A, 包括管理费用和销售费用) 约为 15%-20%，这个 SG&A 比率并不高，我们认为，这体现公司是产品和管理导向的，并非依赖外部营销的策略，而是依靠内部产品力实现传播和积累口碑。

图表 28: SM 公司期间费用率 (SG&A)

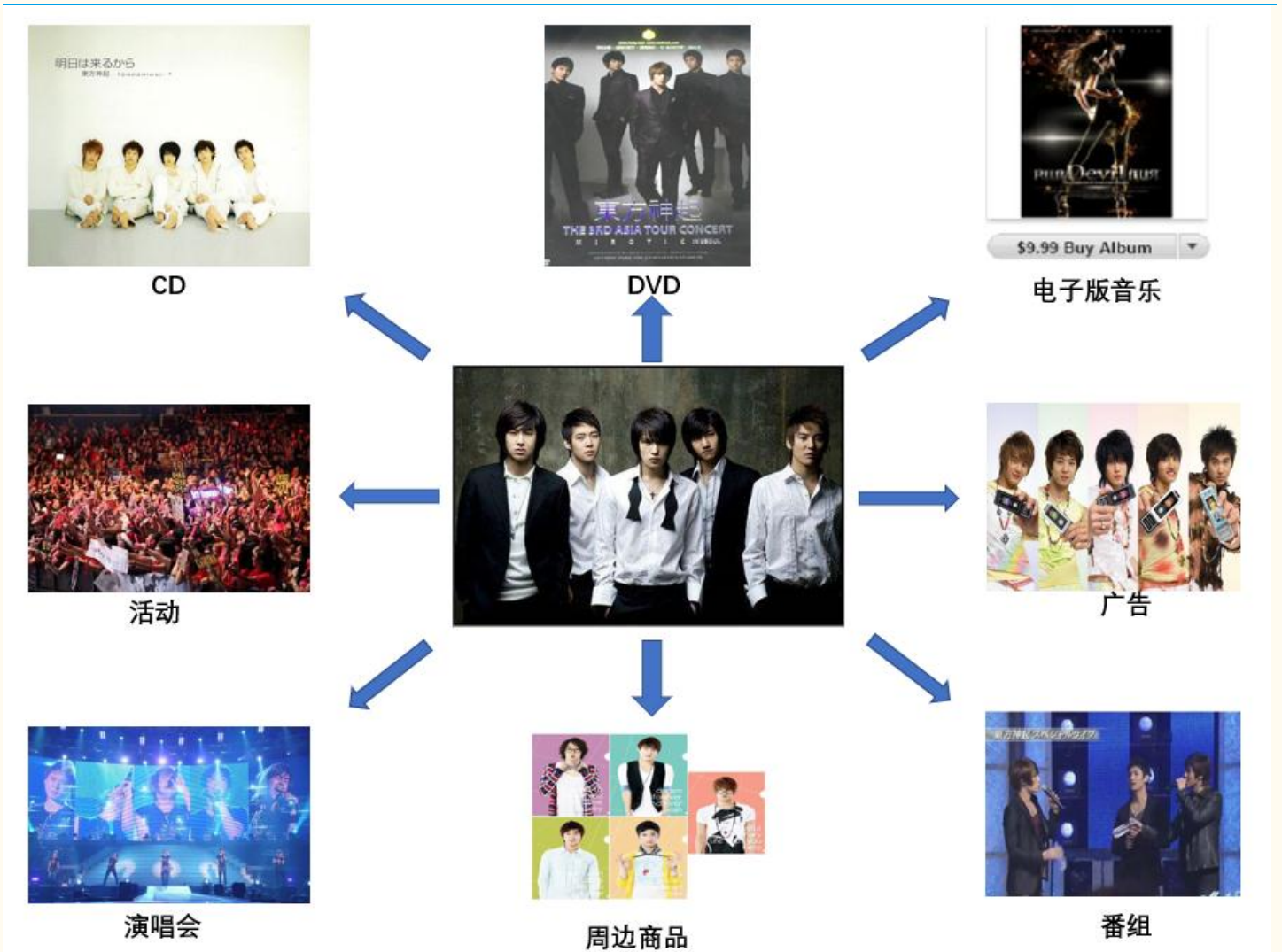


来源: SM 公司资料, 国金证券研究所

3.3 海外市场扩张分析: 艺人培养模式成型向海外输出, 日本市场爆发中国市场潜力巨大

- 迅速占据韩国国内市场后, SM 成型的偶像产品开始向海外输出, 地理位置及语言都与其相近的日本成为公司海外扩张的首选。在日本地区进行了各种各样的演艺活动, 如 CD/DVD 发行、广告摄制、演唱会、番組、周边商品贩卖等。这一系列营收项目为他们创造了大量的收入。
- 为迎合日本市场, 其演艺活动进行了一些本土化的改造。例如, 在发行的 CD/DVD 中部分采用日语演唱, 参与日本电视台的综艺节目, 举行握手会等。SM 公司旗下组合还数次登上“日本春晚”之称的 NHK 红白歌会的舞台。在“第 62 届 NHK 红白歌会”出场歌手人气投票中, 东方神起创造了支持率 49.7%, 将近半数的纪录获得了第一名。

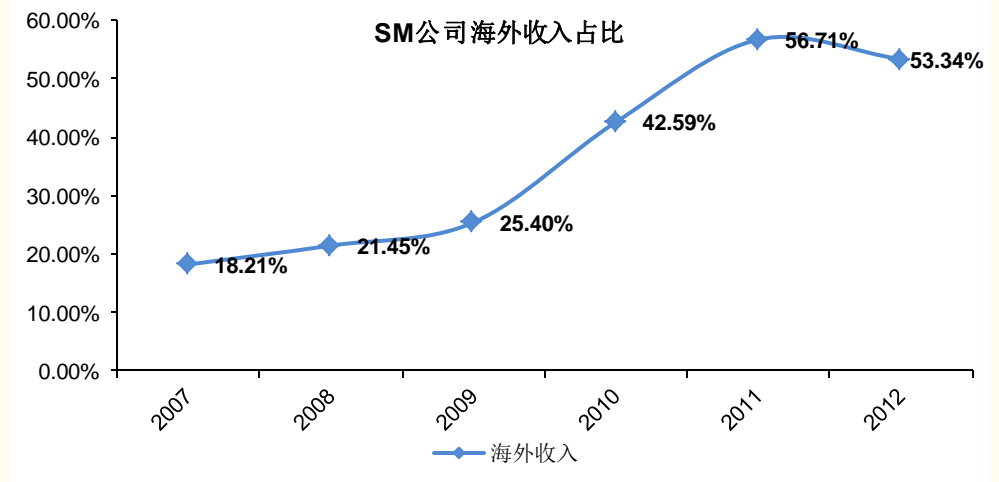
图表 29: SM 公司旗下艺人在日本从事广告拍摄、演唱会、番組等多种形式的活动



来源: 网络公开资料, 国金证券研究所整理绘制

- 来自海外市场的收入是 SM 公司 2008-2012 年成功经营, 股价飙升的重要原因。可以看到, 海外收入的占比在逐年提高。其中, 日本地区是海外收入贡献的主要部分。

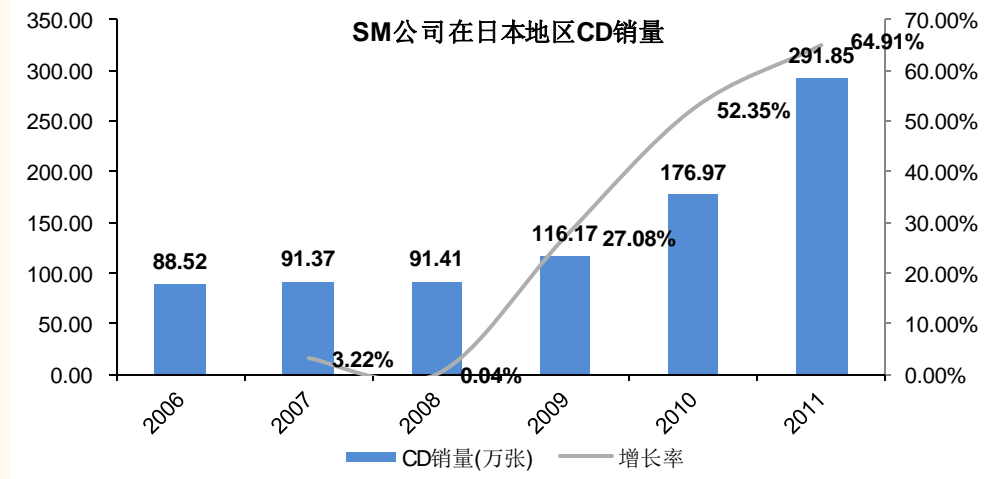
图表 30: SM 公司海外收入占比在 2007-2012 年间不断提高



来源: SM 公司资料, 国金证券研究所

- 公司在日本地区的收入中, CD/DVD 发行及演唱会收入是重要的组成部分。SM 旗下的艺人组合单曲非常畅销, 常常在发行首周取得销量第一的宝座。根据公司资料显示, SM 公司旗下艺人在日本 CD 销量逐年加速上升, 2011 年达 292 万张, 增速达到 64.91%。

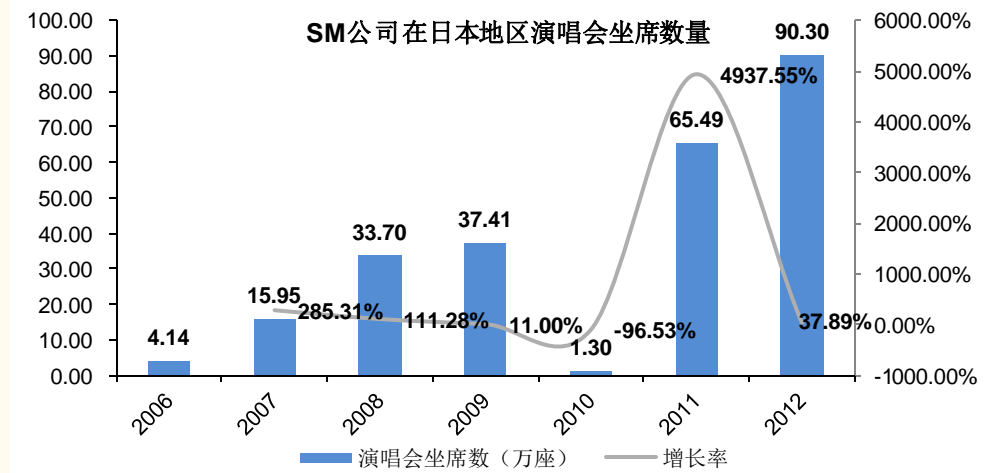
图表 31: SM 公司旗下艺人在日本 CD 销量逐年加速上升, 2011 年达 292 万张



来源: 网络公开数据整理, 国金证券研究所

- CD 畅销的同时, SM 公司举办的演唱会的参与人数也在逐年增加, 带来额外的门票收益。演唱会参与人数从 2006 年仅 4.14 万人, 到 2012 年 90.3 万人, 也从侧面反映了韩国偶像艺人在日本的火爆程度 (2010 年部分数据缺失, 导致演唱会参与人数数据较低)。

图表 32: SM 公司在日本地区举办演唱会参与的观众数量于 2012 年达到 90.3 万



来源: 公开资料整理, 国金证券研究所

- 日本地区 CD 一般以单曲形式推出, 定价在 1200 日元 (约 72 元人民币) 左右; 鉴于历史数据显示的演唱会火爆程度, 可将上座率拟合为 100%, 并认为票价均价为 300 人民币 (实际价格可能更高)。SM 公司收取 CD 及门票收入的一定比例作为艺人经纪费用及版权费。SM 的内容制作能力和偶像造星实力在日本市场得到验证, 海外议价能力显著提升, 这一分成比例逐年提升。以此计算, SM 公司在日本通过 CD 及演唱会形式取得的收入, 就占海外收入的大部分。尤其是转型成功开始输出的前几年 (2007-2009), 占海外收入比重达 60% 以上, 足以证明日本市场收入是 SM 公司此阶段收入增长的爆发点。

图表 33: SM 公司在日本取得的 CD 销售及演唱会占海外收入比重 60% 以上

	2007	2008	2009	2010	2011
CD (亿人民币)	0.66	0.66	0.84	1.27	2.10
演唱会 (亿人民币)	0.48	1.01	1.12	0.04	1.96
合计	1.14	1.67	1.96	1.31	4.07
分成占比	20%	25%	30%	35%	40%
SM 公司收入	0.23	0.42	0.59	0.46	1.63
占海外收入比重	66.46%	80.87%	62.38%	20.82%	33.42%

来源: 日本唱片销量、演唱会数据, 公司公告, 国金证券研究所

注: 汇率转换时采用 1 日元=0.06 人民币, 1 韩元=0.006 人民币

- 韩国偶像明星在日本的火爆, 引起了日本当地市场的注意, 日本开始抵制韩流, 支持本土偶像发展的道路。所以, 潜在消费群体庞大, 并且消费能力日益增长的中国市场成为了 SM 公司海外扩张的下一个重点目标, 从 EXO 等新偶像团体的成军, 可以看出, SM 公司在中国海外扩张上下足了功夫。
- 韩国偶像艺人在中国的火爆程度丝毫不逊色于日本市场, 从演唱会一票难求的状况即可看出。2008-2013 年, SM 公司旗下艺人在中国举办演唱会吸引的观众人数约 43 万人。

图表 34: SM 公司艺人在中国举办演唱会情况

艺人或组合	年份	演唱会名称	城市	观众人数 (万人)
Super Junior	2008-2009	Super Show 1	上海、南京、成都	6
	2009-2010	Super Show 2	上海、南京、北京	5
	2010-2011	Super Show 3	青岛、北京、南京、广州、上海	8
	2012	Super Show 4	上海	2

SM 家族	2013	Super Show 5	上海、广州	4
	2008	SM Town Live '08	上海	4
	2010	SM Town Live '10	上海	3
	2013	SM Town Live '13	北京	7
Infinite、Miss A、Exo-M、f(x) (部分组合不属于 SM 公司)	2012	K-Pop Music Concert	上海	1
东方神起	2013	Catch Me World Tour	北京、上海	3
合计				43

来源：各演唱会公开资料，国金证券研究所

3.4 SM 公司总结：“培训+经纪+异地输出”代际模式更替造就可复制造星模式，海外市场爆发驱动 2008-2012 收入增长，股价暴涨 60 倍

- 从推出第一代艺人开始，SM 公司一步步成为偶像明星殿堂，其“培训+经纪+异地输出”模式成为了偶像培训产业教科书式的典范，关键在于：
 - ① 艺人培训的标准化，使得 SM 家族的偶像裂变式培育成为可能。专业、全面、严酷的偶像培训模式非常，和以周、月、半年为周期进行考核，使得培训体系标准化，是公司能持续提供高品质的练习生，SM 家族的偶像裂变式培育以迎合市场的支撑。以东方神起为代表的公司第二代艺人的出道，标志着其培训体系的成熟，也奠定了其海外市场扩张的基础。
 - ② 偶像艺人出道后的经营方面，公司不断扩张经营设计团队，全方位为旗下偶像团体打造其定位，人设等，是保证其长期发展的基石。
 - ③ 异地输出，海外市场的扩张，尤其是日本市场的爆发，是其收入增长股价爆发的主要驱动力。从公司的相关财务数据可以看到，收入增长与股价爆发集中在 2008-2012 年这一段时期，其半数以上收入来自海外业务，其中又有 60% 以上来自日本。输出式的开拓海外市场，加上成熟标准化的培训体系与精良的经营制作，成就了其迅速发展。
- SM 公司经过多年的探索和努力，形成了强大的偶像培训体系。其艺人从选拔到出道，经过的包括培训、推广、经纪在内的多个环节，都采取可复制的标准化运作模式。在这个体系下，公司本身的溢价能力明显强于偶像演员本身，具有“演艺人才培训工厂”的特质，也奠定了其强大的复制扩张能力和经营议价能力。

4. 本土偶像市场：“模仿+本土化”SNH48&TFboys 成功个案验证偶像发展模式，总体市场急需成熟培训及运营体系

4.1 国内市场竞争格局：培训、营销等环节层次不齐，市场急需成熟培训体系

- 随着偶像文化由日韩引入，近年来，国内偶像团体大量崛起，政策对本土艺人支持和偶像文化在国内的传播，让大量投资人发现了这个市场的无限潜力。近几年偶像公司融资、上市规模比以往更甚，除演艺公司之外，大量电视台也参与女团“养成真人秀”的制作。浙江卫视《蜜蜂少女队》、东方卫视《加油美少女》、湖南卫视《夏日甜心》接连登陆电视平台，女团养成类节目成为了国内综艺节目的热门类型，有多年经验的选秀节目《超级女声》也推出了“超级女团”的概念。

图表 35: 龙头女团的市场资本势力

女团	成立时间	所属公司	公司融资阶段	投资方
SNH48	2012.10	丝芭传媒	C 轮	招商国际, 华人文化产业基金, 君联资本
1931	2014.11	Yy 娱乐	已上市	/
SING	2015.8	酷狗音乐	被腾讯并购	/
IdolSchool	2015.7	上海绒翼文化发展有限公司	天使轮	YY 娱乐 (欢聚时代)
ATF	2016.3	心动娱乐	新三板挂牌	/

来源: 网络公开资料整理, 国金证券研究所

- 以 SNH48 和 TFBOYS 为代表的偶像团体培养模式得到验证, 市场反响强烈, 吸引了大量偶像团体涌入市场。以男团为例, 目前已有 10 多个偶像男团组合在今年出道, 年底国内偶像男团数量将突破 20 个, 在 3 年后将迎来国内偶像男团的“百团大战”。而女团的数量更甚, 2016 年全年国内出道的女团数量有 300 个, 已经超过了之前出道的所有女团总和。
- 大量偶像团体涌入市场, 但培训、营销等环节的专业水平仍层次不齐。相比日韩“流水线”似的造星工厂, 国内无论是老牌经纪公司还是市场新秀都难以再次推出爆红偶像团体, 其原因在于各个经营模式中的环节 (如培训、制作、营销等) 水平层次不齐, 培训模式的单薄、落后使得大量公司的偶像培训不成熟。无论是日本还是韩国, 新人偶像出道前都需要经历严苛又专业的训练, 日本的杰尼斯事务所每年从数以万计的练习生中选出 200 名“小杰尼斯”, 经过严苛且体系化的培训, 最终能够出道的屈指可数; 韩国的娱乐公司以练习生淘汰比例高闻名, 淘汰率高达 500:1, 通过选拔培训最终出道的偶像团体专业素养极高, 确保了团体后续的发展。为了打造更为独特的团体, 一些公司已经开始重视偶像的培训。偶像培训目前仍处于市场初期状态, 市场空间巨大, 但培训机制和市场机制亟待完善。
- 总体而言, 国内偶像市场仍处于发展阶段, 偶像培训刚刚开始起步, 可以学习、借鉴日韩的成熟的“造星”产业链。但中国市场在“量” (潜在消费群体人口数) 和“价” (消费单价) 双方面的优势, 注定了其市场庞大的市场总值。我们认为, 在这个过程中有望通过发展成熟的偶像培训体系, 诞生从事偶像培训和艺人经纪龙头公司。

图表 36: 国内近几年兴起的男子偶像团体

男团	成立时间	所属公司	团体简介
TF BOYS	2013.8	北京时代峰峻文化艺术发展有限公司	由王俊凯、王源和易烊千玺 3 名成员组成 从 14 年开始获得大量奖项 国内知名度最高的男子偶像团体
M.I.C	2010.10	太合麦田	中国内地唱跳组合, 音乐主打 Hip Hop 风格, 偏美式流行路线 2013 年获得 TVB8 金曲奖最佳组合金奖 2011 年获得中歌榜“最受欢迎组合”
X 玖少年团	2016.9	天娱传媒有限公司	由浙江卫视才艺养成励志节目《燃烧吧少年》比赛选拔出 9 名成员组成团体出道 2016 年获得“腾讯视频星光大赏”年度青春大势男团奖
ZERO-G	2016.1	白色系文化传媒 (上海) 有限公司	ZERO-G 的一期成员一共 24 人, 分为四组子团队, 分别为 Z

男团	成立时间	所属公司	团体简介
“十二星宿”男团	2017.3	天浩盛世娱乐旗下卡司星球	班, E 班, R 班, O 班 2017 年获得“粉丝网年度盛典”最具粉丝号召力男团奖 在公布真人形象之前, 十二星宿风之少年一直以漫画形象出现。 其连载作品《通往舞台的日记》, 用条漫来记录三位成员“乐”“鉴”“森”的日常 由 80 后著名音乐唱作人、TFBOYS 金牌制作人刘佳创立的卡司星球推出

来源: 网络公开资料整理, 国金证券研究所

4.2 从效仿到本土化路线的成功: SNH48 经营模式&收入构成&影响力解析

4.2.1 SNH48: 本土化偶像女团的崛起, 靠拢主流艺人拓宽自身发展道路

- SNH48 是由上海丝芭文化传媒有限公司打造的中国本土化大型女子偶像团体, 取“上海”的“ShangHai”的拼音缩写从而组成“SNH48”。团体于 2012 年 10 月 14 日正式成立, 有 103 名正式成员, 分为 SNH48 Team SII、SNH48 Team NII、SNH48 Team HII、SNH48 Team X、SNH48 Team XII 五个队伍。

图表 37: SNH48 部分成员



来源: 网络公开资料, 国金证券研究所

- **脱离 AKB, 开始本土化进程。**2016 年 6 月, SNH48 与 AKB48 脱离关系, 开始在“本土化”的道路上高歌猛进。一方面是为了分流竞争对手, 另一方面, 狭义的“偶像市场”是一个小众群体, SNH48 不得不面临小众圈层饱和的难题, 因此它需要到大众娱乐圈寻找资源。
- **在 TOP 成员的发展上, SNH48 也更迫切地将她们往主流艺人方向靠拢,**在帮她们获得更多演艺、时尚资源的基础上, 拓宽自身的变现路径。作为团内影视剧资源较好的鞠婧祎, 已先后参演电视剧《九州天空城》、《轩辕剑之汉之云》; 并在《热血长安》和《芸汐传》中担纲主演。除此之外, 黄

婷婷、李艺彤参演了电视剧《逆袭之星途璀璨》等作品。比起一味模仿日本模式，迎合主流艺人路线能为成员更快打响知名度，拓宽粉丝受众。

图表 38：上海丝芭文化传媒有限公司股东构成

股东	出资比例	认缴出资（万元）	时间
王靖	62.51%	847.75	2015-08-30
北京创新方舟科技有限公司	12.57%	170.52	2015-08-30
上海丝尚资产管理合伙企业（有限合伙）	8.74%	118.55	2016-08-30
其实	2.69%	36.54	2015-08-30
上海星澈创业投资合伙企业（有限合伙）	未公开		
华人文化二期（上海）股权投资中心（有限合伙）	未公开		
北京创新工场创业投资中心（有限合伙）	未公开		
华人文化有限责任公司	未公开		

**前 4 大股东累计拥有公司 86.51% 的股份

来源：天眼查，国金证券研究所

图表 39：上海丝芭文化传媒有限公司已完成 3 轮融资

时间	轮次	金额
2017-05-09	C 轮	数亿人民币
2015-08-31	B 轮	亿元及以上人民币
2014-11-26	A 轮	数千万人民币

来源：网络公开信息整理，国金证券研究所

4.2.2 经营模式分析：粉丝经济为核心线上圈粉线下固粉，模式可复制缔造巨大市场影响力

- 在管理和运营模式上，丝芭传媒与日本 AKB48 分道扬镳之后，保留着 SNH48、北京，广州以及沈阳各个分团的全部管理权。日本各个地方分团则是交给不同的经纪公司。通过这种模式，丝芭总部可以把握住各个分团的发展以及风格，但是弊端在于在团队规模迅速成长的同时，管理团队无法及时同步扩大规模，导致管理较难、个别成员与管理之间的纠纷问题。
- SNH48 以 AKB48 为蓝本建立了一系列以粉丝经济为核心的运营模式，通过线上和线下结合的方式做到“线上圈粉，线下固粉，核心粉丝线上再宣传-扩大团队影响”的良性循环。
- SNH48 的线上运营依靠在线直播和线上社区进行团队推广以及粉丝自发推广，以“口袋 48”（团队 APP）为辅助分享团队动态，最大程度利用互联网经济把团队和粉丝联系在一起。

图表 40: SNH48 线上运营模式



来源：信息采集自 SNH48 VIP 会员，国金证券研究所

- 线下运营的核心在于“公演”和“握手会”，这两项活动的独特氛围给粉丝以极大的“沉浸式”体验，加深成员和粉丝之间的感情。其“公演”活动并非采用传统售票，而是线上会员申请制，在演出前提前进行购票资格抽选，被抽中的用户才有资格购票。这一设置极大地提高了粉丝的群体认知，常出现现场火爆一票难求的状况。
- 此外，现场有独特的应援方式，被粉丝称为“打 call”。其形式为台下粉丝统一喊出口号或配以整齐的动作，目的在于活跃现场气氛并向自己的偶像表达支持。

图表 41: SNH48 线下运营模式



来源：信息采集自 SNH48 VIP 会员，国金证券研究所

图表 42: SNH48 火爆的公演现场和“打 call”粉丝



来源：网络公开资料，国金证券研究所

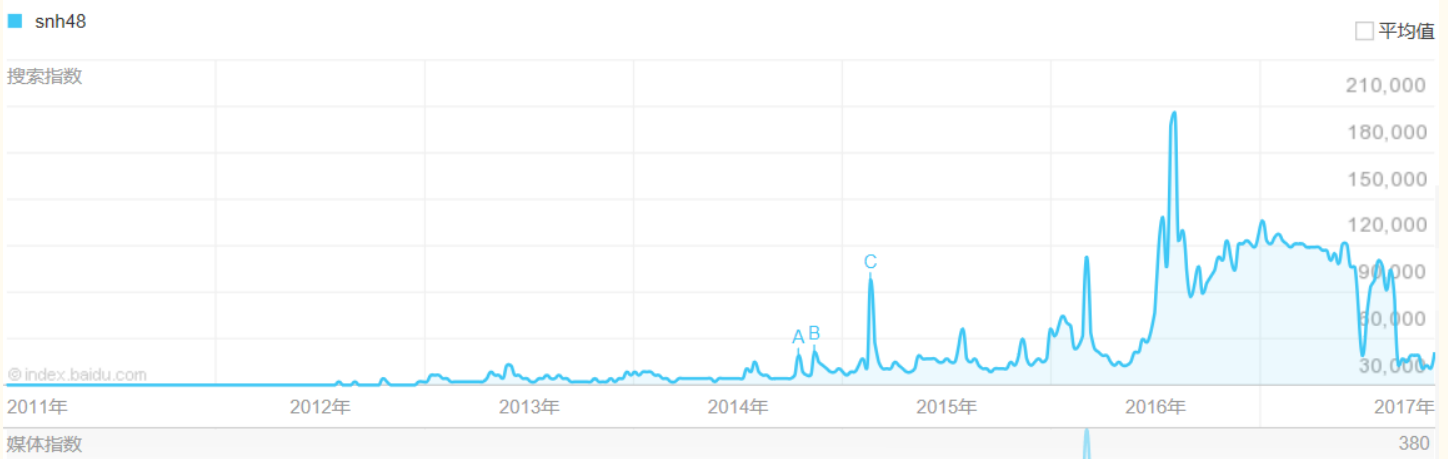
图表 43: SNH48 握手会排队盛况



来源：网络公开资料，国金证券研究所

- 以粉丝为核心的运营模式，使组合的影响力迅速攀升。从百度指数的数据可以看出，近年来 SNH48 的指数呈爆发性增长。2016 年前，其百度指数最高峰值为 83,850；2016 年后，最高峰值一度达到 177,755，平均值也超过 90,000。

图表 44：近年来 SNH48 的百度指数呈爆发性增长



来源：百度指数，国金证券研究所

- 伴随 SNH48 的成功及影响力的扩大，活动范围不再仅限于上海及周边，其模式正在复制扩张，衍生出了许多以除上海外的城市为活动中心的姐妹团。以偶像团体养成为核心的上海丝芭文化，在运营 SNH48 的基础上，相继推出了 BEJ48、GNZ48 以及 SHY48 姐妹团，目前，上海丝芭文化旗下的偶像团成员已超过 300 人。而完成 C 轮融资后，上海丝芭文化还将在演艺经纪、影视剧和电影制作、综艺节目制作、动漫游戏开发等泛娱乐内容产业拓展业务。同时在北京、上海、广州各设剧场，一方面分散人员压力，一方面打破粉丝的地域限制。类比韩国 SM 公司的海外输出，中国偶像团体，更需要注重的是跨省的输出，通过线上线下互相，形成一定程度上的总量文化输出和区域化文化集结。

4.2.3 收入构成分析：偶像产业特有的营收项目，线上聚集热点线下变现

- 与其他本土偶像团体不同，SNH48 有一系列独特的营收项目，比如总选举和公演。总选举是 48 系偶像团体一年一度的盛事，它可以让团体在短时间内收获大量关注度、话题度并且立刻变现。成员们在一次次剧场演出，一次次握手会，一张张专辑中，实现粉丝积累；而粉丝通过投票、购买 EP 获得与偶像近距离接触的机会。根据“养成规则”，这些粉丝投入的钱会用于为偶像赢得优质资源，也就是实现偶像的梦想。

图表 45: SNH48 主要收入来自于总选举、公演、周边与唱片销售

总选举	公演	周边	唱片
<ul style="list-style-type: none"> 沿袭akb48的传统, snh48也进行一年一度的总选举。 购买总选举专辑即可获得投票权。 “普通版”含1票(售价78元), “精装版”含3票(售价278元), “普通应援版”含8票(售价588元), “全员应援版”含有48票(售价1680元)。 成员的外务机会基本由总选举的名次决定。总选举排名越高的成员, 出唱片, 拍电视剧, 上综艺, 出周边产品的机会就越多 为了让自己应援的成员能有好名次, 粉丝们会大量购买专辑投票 	<ul style="list-style-type: none"> 剧场公演是snh48的核心命脉, 是成员们积累人气, 培养和粉丝之间默契的最佳场所, 但并非snh48的主要利润来源。 超级VIP座票价168元, 普通坐席80元, 站席80元。超级VIP座仅有三个, 其他均为普通座席和站席。据运营公开承认, 每一场演出的票房收入仅几万元。 公演的意义更多在于长期的驻场演出可以让个人技能、团队间的默契得到从量变到质变的提升, 同时直观向粉丝展现自己的魅力和进步。 	<ul style="list-style-type: none"> snh48有官方的线上商城用来贩卖各种团体的周边 生写照片——每套5张, 随机抽取成员的照片, 售价60元) 饰品——有成员头像的钥匙圈(售价48元), 有成员头像的徽章(售价48元)等等 日常用品——抱枕(售价100元), 纪念T恤(售价150元)等等 应援物品——应援毛巾(售价80元), 官方荧光棒(售价248元)等等 自创品牌服饰——价格从199元到1049元不等 	<ul style="list-style-type: none"> snh48现已发行19张专辑 2017年总选专辑销量一小时突破10万张 尽管官方并未公开具体销量, 但是2017年总选举现场宣布top48成员共获得近176万张选票的数据可以大致预测, 单是这张专辑的收入至少可达0.63亿元。

来源: 国金证券研究所

图表 46: SNH48 收入组成预测

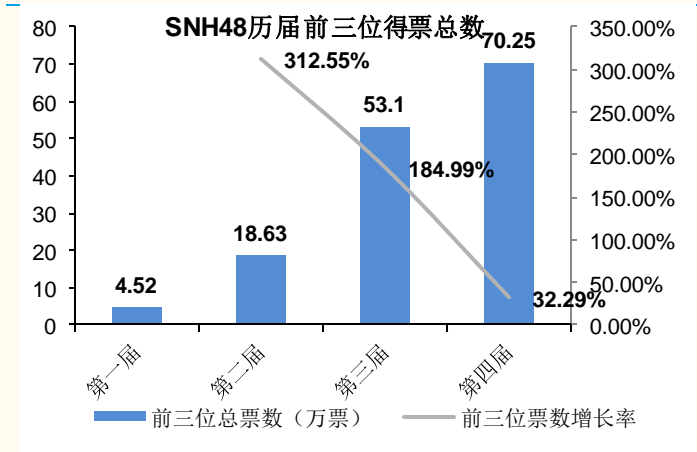
收入构成	收入来源(商品)	单价	销量	预测收入
总选举	投票权(通过购买专辑附赠)	<ul style="list-style-type: none"> “普通版”78元/票 “精装版”专辑278元/3票 “普通应援版”专辑588元/16票 “全员应援版”专辑1680元/48票 电子版5元/0.1票 	176万(2016年第三届总决选数据)	0.62亿元~1.37亿元(另有总选举门票收入、赞助商冠名费等)
公演	门票	<ul style="list-style-type: none"> 168元(VIP) 80元(普通) 一场公演的收入约为28704(按100%上座率计算)	2015年全年演出364场, 每场演出240个座位	约1045万元

收入构成	收入来源（商品）	单价	销量	预测收入
唱片	专辑及单曲	见总选举单价	目前已发行 19 张专辑 成员个人发行单曲	无具体数字，2016 年总选举单张专辑收入至少为 0.63 亿元
周边	周边商品	生写照片：60 元/5 张 徽章及钥匙圈：48 元/个 抱枕：100 元 纪念 T 恤：150 元 应援毛巾：80 元 官方荧光棒：248 元 自创品牌服饰：199~1049 元	/	按每场公演每个粉丝持有 1 套周边（每种商品各一件）计算，约为 1.12 亿元
直播及商业代言等	版权及代言费	/	/	/

来源：SNH48 官方网站，网络公开数据，国金证券研究所

- 粉丝群体的扩大在总选举得票数上有明显的体现，也对应着收入的极速提升，测算得到 2016 单届总选举收入或过亿。总选举是 48 系偶像团体的年度盛典，粉丝会为自己支持的成员进行投票，得票数高不仅意味着更高的人气，也意味着未来一年该成员会得到更多的资源和演出机会。因总选举得票前三位的成员，在票数上与排名较后的成员差距较大，通常被粉丝称为“御三家”，即最具人气的三位成员。从历届票数增长情况来看，第二届“御三家”得票总数是第一届的四倍，第三届增长率也达到 184.99%。排名前 8 位及 16 位立即票数同样呈快速增长的趋势。票数的增长同样意味着总选举收入增速的提升，加之单张投票权价格略有上升，总选举收入可观，2016 年单届总选举收入过亿。

图表 47：SNH48 总选总选前三位票数增长迅速（单位：万票）



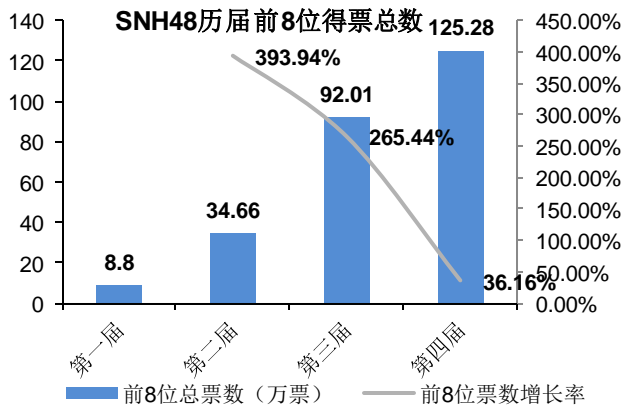
来源：SNH48 官方公布结果，国金证券研究所

图表 48：第四届 SNH48 总选举“御三家”

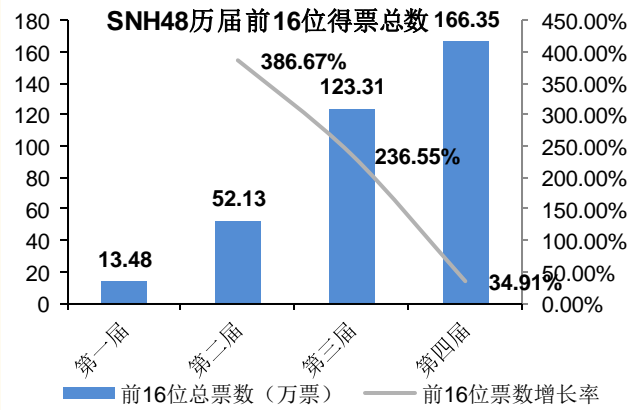


来源：网络公开资料，国金证券研究所

图表 49: SNH48 历届前 8 位得票总数



图表 50: SNH48 历届前 16 位得票总数



来源: SNH48 官方公布结果, 国金证券研究所

来源: SNH48 官方公布结果, 国金证券研究所

- 因总选举的投票权有一部分需要通过购买唱片获得, 同时带动了唱片销量的上升。例如, 普通版专辑附赠 1 张握手券目前 SNH48 已发行专辑 19 张, 成员另有个人单曲。就《梦想岛》一张专辑, 发布一小时专辑销量就超过 10 万张, 预计单张专辑收入在 0.63 亿元左右。
- 公演实际上不是 SNH48 收入的主要来源, 其意义更多的是锻炼成员的表演能力, 并与粉丝建立沟通桥梁。从价格上来说, 公演票价相对一般演唱会低, 通常分为 168 (VIP) 和 80 元。从数量上来说, 以上海星梦剧场为例, VIP 座 108 个, 普通座 132 个, 若按 100% 上座率计算, 一场公演的收入约为 28704 元。一般一周公演场次为 7 场, 2015 年全年演出 364 场, 计算得公演总收入约为 1045 万元。

图表 51: 上海星梦剧场座位图



来源: SNH48 官网, 国金证券研究所

- 除此之外, 直播、商业代言和周边也是重要的收入来源。SNH48 的商业演出直播权卖给了众多视频平台, 同时 SNH48 也做代言, 周边产品的开发,

包括道具、写真、纪念 T 恤衫、饰品等的销售成为公司收入的重要组成部分。参照日韩模式，未来有望持续拓展偶像团体经纪业务。

4.3 TFBOYS：中国化的杰尼斯养成模式，现象级男子组合缔造千万级别粉丝体量

- TFBOYS，别名 The Fighting Boys，是北京时代峰峻文化艺术发展有限公司推出的少年偶像组合，由王俊凯、王源和易烱千玺 3 名成员组成，2013 年 8 月 6 日正式出道，代表作品有《青春修炼手册》、《宠爱》等。

图表 52：TFBOYS 由王俊凯、王源和易烱千玺三名成员组成



来源：TFBOYS 官方微博，国金证券研究所

- 出道以来，TFBOYS 包揽了颁奖典礼上的各种奖项。他们曾获得 QQ 音乐年度盛典“华语最受欢迎组合”、“新势力组合”，东方风云榜音乐盛典“最佳组合”、“年度风云组合”等。2016 年 2 月 7 日，组合登上中央电视台春节联欢晚会。
- 其收入及商业价值也位列国内前列，入选福布斯名人榜。组合出道仅两年就入选福布斯名人榜，2017 年更是入选福布斯 30 岁以下精英榜单，成为年纪最小的青年才俊。据《中国企业家杂志》称，TF BOYS 发行的占据各大音乐排行榜多日的专辑销量、数字版权费以及其他音乐收益吸金超过千万，商业代言收入更是达到近 0.2 亿元，同时加上商业演出及各类热门真人秀节目。

图表 53: TFBOYS 入选福布斯艺人排行榜



来源: 福布斯艺人排行榜, 国金证券研究所

- TFBOYS 的粉丝人数庞大, 同时消费力也十分强大, 为未来发展及收入来源提供了可靠的保障。根据新浪微博粉丝数显示, TFBOYS 的三位成员粉丝数均超过了 3000 万人。

图表 54: TFBOYS 三位成员新浪微博粉丝数都超过 3 千万人



来源: 新浪微博, 国金证券研究所

5.总结：国内偶像培训产业仍处于发展期，借鉴培训&经营体系+中国巨大市场空间未来可期

5.1 经营模式总结：培训与竞争体系培养差异化优质偶像产品

- 培训与竞争是偶像培养中最核心的环节。国内现有培训体系往往存在培训不严格规范和培训周期过短两大问题。在培训与竞争的前提下，AKB 与杰尼斯的培训模式关键在于“养成”，即让粉丝有与艺人一同成长的参与感；以 SM 公司为代表的韩国偶像则用“标准化”培训，使得呈现在粉丝面前的每一个艺人（组合）都是优良的精品。无论是日本偶像的“养成式”的模式，还是韩国偶像的“标准化”的流程，偶像从接受培训到出道都需要 2-3 年的过渡期，作为练习生资源品质的保障。在培训中，他们也注重打造差异化偶像产品，避免同质竞争。
- 经营制作上的硬实力是在培训基础上，偶像艺人能长久发展的保证。纵观 SM、AKB、杰尼斯等成功的偶像培养案例，公司在艺人出道后往往都能为其对接大量资源，并且制作水平有一定的水准。虽然偶像市场依靠粉丝经济支撑，在竞争愈发激烈的情况下曝光度和口碑成为两大重要的评判标准。

5.2 业务收入模式总结：粉丝经济为核心营销项目多元化

- ①实体唱片。不同偶像艺人粉丝之间的攀比竞争心理是推动唱片销量走高的关键，例如 48 系团体的总选举以及日韩各销量榜单与颁奖典礼。偶像艺人的选举机制+握手会机制，带来更好的实体唱片销量。
- ②数字音乐。可视作实体唱片市场的一种补充，其便捷性将使其更具优势。
- ③演唱会及相关活动。演唱会等活动是粉丝与偶像互动的最重要平台，因此价格弹性也相对较小。该项业务与唱片构成了偶像艺人的主要收入来源。
- ④互联网演艺。直播及线上平台的日益火爆，互联网演艺（包括演唱会等活动的转播、直接的线上演出）也成为收入的一部分。
- ⑤周边衍生品。周边商品是对唱片、演唱会、影视剧等艺人作品的进行二次利用销售的产品，通常包括艺人的照片、海报，以及一些生活化的物件（如 T 恤、毛巾、扇子等）。周边衍生品，也是偶像经济的重要组成部分。
- ⑥艺人经纪收入（广告、影视剧、代言等）。偶像艺人基本都采取多元发展模式，广告，影视剧，代言等均为其经纪收入来源，中国市场这部分收入占比或将更高。
- ⑦会员制下的会费收入。会费制是日系偶像独有的收入项目之一，主要能更好地增加粉丝的群体认同感。随着模式的探索推进及知识产权意识的逐渐普及，或可适用于中国市场。

5.3 本土偶像培训产业展望：借鉴已有成熟模式+本土化，量价双保障市场空间巨大

- 借鉴海外，尤其是日韩偶像的专业“造星”模式的同时，摸索适合中国文化、得到大众认可的培训模式是偶像培训产业的必经之路。在国内偶像文化盛行、资本市场关注的当下正是偶像培训产业急速发展之时，而有“量”“价”双保障的中国偶像市场空间巨大：
- ①从“量”上来说：受益于人口基数，中国市场的潜在受众群体更为庞大。从已有量来看，目前日韩偶像艺人的粉丝群体中有大量是中国粉丝，日韩偶像百度贴吧粉丝人数合计有数千万，这些以接受偶像文化的人群可以成为未来本土偶像的争取目标。从潜在量来看，偶像文化的主要受众为青少年群体，而中国这一年龄阶段的人群至少是日本的 10 倍，韩国的 30 倍，

更何况受众群体实际不仅止于此。可以参照 SM 公司转型成熟后海外扩张的模式，但因中国市场巨大，只需一步步占领全国市场即可。

- ②从“价”上来说：中国粉丝的消费倾向更为强烈，偶像产品提供同类服务收取的价格也更高。根据韩国统计的广告商报价，在中国出演广告所得收入比韩国高出 40%左右。偶像明星参与中国的影视剧演出，报价也往往比在国内出演同类剧集高。中国市场的高“价”吸引了大量日韩偶像进入中国市场发展。日韩明星在中国的收入水平，或比在本土更高，如偶像女团 T-ara 是第一个和中国经纪公司签下合同的韩国偶像女团，2014 年签约时龙楨文化就提出了高达 3000 万人民币的签约条件。根据日本媒体公布的数据，2016 年 48 系女团中收入最高的是 HKT48 的指原莉乃，年收入也仅 4500 万日元（270 万人民币）。中国市场上偶像提供同类服务产品单价有望更高。

6. 推荐关注：快乐购，宋城演艺，苏宁环球，欢聚时代，富春通信

- ①快乐购：多年累积泛娱乐产业资源雄厚，选秀式造星成绩斐然
- 快乐购(300413)由芒果传媒与湖南卫视联合注资成立，主打电视购物。其控股股东为芒果传媒，实际控制人仍为湖南电视台。2017 年 9 月 28 日快乐购发布公告，通过发行股份的方式，分别以 95.3、5.08、5.03、5.4 和 4.68 亿元（交易总额约为 115.5 亿元）收购快乐阳光、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视和芒果娱乐 100%股权。
- 深化影视产业的布局，强化泛娱乐产业资源和实力。本次收购的影视公司均在综艺、手游、电视剧等领域多有建树，比如天娱传媒运营了《超级女声》、《快乐男声》等品牌活动，并负责相关艺人的经济事务；芒果互娱曾制作了《爸爸去哪儿》、《幻城》等官方手游；芒果娱乐承制了多款湖南卫视的综艺节目，并有《唐人街探案》等影视作品；芒果影视则投资出品了《宫》、《美人制造》、《大丫鬟》等大热作品。收购了湖南卫视大量影视资源的快乐购将深化其在影视产业的布局，强化其在泛娱乐产业的资源和实力。
- 偶像培训业务主要集中在子公司天娱传媒。天娱传媒成立于 2004 年，依托湖南广播影视集团优势资源，公司业务主要为中国 12-35 岁的年轻消费群体提供偶像艺人、唱片及演唱会、电影、电视剧、综艺节目、图书等优质娱乐内容及衍生产品。
- 作为华语地区规模最大的青年偶像经纪公司，并且是中国唱片出品和音乐版权拥有量最多的公司。在偶像艺人的培训输出方面，天娱传媒旗下推出过近百名优质偶像，拥有稳定的新生人才输送渠道，整合了中、美、日、韩优势资源的艺人培训团队，在音乐、影视、时尚等多个领域享有较高的知名度，主要在 95 后、00 后人群以及二次元领域发展粉丝经济，其明星影响力、粉丝覆盖量、商业价值在中国年轻消费市场处于第一阵营。


图表 55：天娱传媒群星



来源：天娱传媒资料，国金证券研究所

- **选秀式的造星是其标志之一。**天娱传媒的偶像选拔的一大标志，是通过选秀节目选拔，使得粉丝能参与其中，同时最大程度迎合市场需求。由天娱打造的华语地区最具品牌知名度和影响力的音乐选秀节目——《超级女声》、《快乐男声》和《快乐女声》，十四年间报名参赛人数超过 400 万人/次，电视观众人数累计超过 45 亿人/次，多次创造中国电视收视率及热门话题讨论纪录。从相关选秀节目脱颖而出的偶像艺人，也因选秀节目的火爆增加人气，李宇春、张杰等艺人，以及至上励合、X 玖少年团等组合，都是此模式下选拔出的偶像。

图表 56：天娱传媒旗下部分偶像组合

相关选秀节目	出道时间	成员组合	艺人图像
快乐男声	2008 年	张远、马雪阳、李茂、刘洲成、金恩圣 (5 人)	

	相关选秀节目	出道时间	成员组合	艺人图像
IME	快乐女神	2010 年	李媛希、易易紫、刘美含、沈泫京、那琳 (5 人)	
DL	快乐女声	2011 年	刘丹丹、王姿霖 (2 人)	
H2K	中国新声代	2014 年	封迪、张汉盛、罗维、黄星翥、蔡知雨 (5 人)	
X玖少年团	燃烧吧！少年	2016 年	赵磊、陈泽希、夏之光、彭楚粤、伍嘉成、谷嘉诚、郭子凡、肖战、焉栩嘉 (9 人)	

来源：公开资料整理，国金证券研究所

注：部分组合已有成员离开或解散

- **②宋城演艺：中国演艺第一股 O2O 造星，搭建全球演艺女团产业链**
- 宋城集团是中国大型文化集团，旗下的宋城演艺是中国演艺第一股，产业链覆盖旅游休闲、现场娱乐、互联网娱乐。
- **收购六间房，构建以演艺为核心的 O2O 互动娱乐生态圈。**2015 年宋城演艺收购六间房，O2O“造星计划”开启“现场娱乐+互联网娱乐”业务带来线上线下协同优势，顺势发展艺人经纪。宋城演艺在现场娱乐业务上深耕多年，宋城景区人流量排在大陆第一位、亚太第八位，在进一步巩固旅游演艺市场的基础上，公司不断进军城市演艺市场。公司于 2015 年 3 月份收购中国最大的在线演艺平台之一六间房 100% 股权。通过在艺人甄选培训方面，宋城具备专业的演艺培训经验和线下多年累积的平台资源，而六间房在互联网传播和线上演艺上具备用户基础，双方的结合将发挥高度协同作用。
- **以《S518 少女啊》为切口，宋城演艺搭建全球演艺女团产业链。**宋城演艺与卫风传媒达成战略合作，通过 24 小时不间断拍摄形式，无缝记录选手的训练及比赛内容，用视频网站和卫视双平台联动播出的全新模式，由粉丝直接选拔优质少女偶像，组成兼具实力和市场的演艺女子团体。宋城演艺将致力于打造现场娱乐+互联网娱乐+旅游休闲+IP 四位一体，线上线下双轮驱动、相互联动的综合性娱乐生态圈。宋城演艺以《S518 少女啊》为切口，进军偶像女团市场，构建完整的演艺女团经济产业链。

- “树屋女孩”是基于“网红宋城”和“IP 宋城”战略推出的偶像团体，于 2016 年 5 月出道。该团体以“演艺”为主要特色，成员具备扎实的声乐、舞蹈、表演及语言能力，目前已推出多首单曲。

图表 57：宋城演艺旗下女子组合“树屋女孩”



来源：网络公开资料，国金证券研究所

- **③ 苏宁环球：强大集团资本为后盾，收购韩国 FNC 布局偶像产业**
- 苏宁环球集团于 1987 年创立，集团积极开拓多元化发展道路，旗下有文体、健康、金融、旅游、农业、投资六大产业，总资产近千亿元，品牌价值超千亿元的综合大型民营产业集团。
- **收购韩国 FNC 娱乐，开发中国偶像艺人市场。**苏宁环球传媒是苏宁环球集团控股的苏宁环球股份有限公司旗下苏宁文化产业有限公司的全资子公司。2015 年 11 月，苏宁环球传媒收购韩国三大娱乐公司之一的 FNC Entertainment 股份，成为其第二大股东。双方拟出资在中国设立由苏宁环球传媒控股的合资公司，引进 FNC Entertainment 在艺人培养、艺人经纪、娱乐产业经营的丰富经验和优质资源，共同开发中国市场。
- FNC 娱乐公司是韩国综合娱乐公司，2014 年在韩国高斯达克市场成功上市。公司旗下艺人有韩国国民主持人刘在石，著名组合 FTISLAND、CNBLUE、N.Flying 等。同时，FNC 娱乐还创立了自己的音乐培训系统，用最专业的老师教导学生，也训练艺人、挖掘新人。随着近几年的发展，FNC 旗下签约艺人已囊括了演艺行业的各个领域，公司规模不断扩大。

图表 58: FNC 娱乐公司旗下拥有 FTISLAND、CNBLUE 等艺人组合



来源: 网络公开资料, 国金证券研究所

- 强大集团资本为后盾，引进优质资源布局偶像产业。苏宁环球传媒以强大的集团资本为后盾，通过一系列优质资源的引进，以 IP 创集、内容生产以及渠道建设为核心，在影视、动漫、游戏等产业进行布局，以全新的市场理念和品牌理念，制作优质的电影、电视剧项目。并且，公司将积极开展艺人经纪、巡回演出，成立演艺学院，建立明星培养体制。
- ④欢聚时代：旗下平台渠道优势，培养优质本土偶像团体
- 欢聚时代(NASDAQ:YY)于 2012 年 11 月在纳斯达克上市，是全球首个富集通讯业务运营商，旗下 YY 娱乐重金打造女子偶像组合 1931 和 IdolSchool，致力于结合“互联网平台与思维+专业造星知识与团队+粉丝陪伴成长的互动机制”等元素培养优质本土偶像团体。

图表 59: 欢聚时代旗下女子组合 1931



来源: 网络公开资料, 国金证券研究所

图表 60: 欢聚时代旗下女子组合 IdolSchool



来源: 网络公开资料, 国金证券研究所

- 旗下丰富的平台体系，渠道优势助力偶像产品线上+线下发展。欢聚时代旗下拥有 YY 语音、多玩游戏网、YYLIVE、欢聚游戏、YY 教育、虎牙直播等多个平台，运用文本、语音、视频等综合手段进行沟通，引领富集通讯的前行发展。目前注册用户达到 13 亿人，月活跃用户达到 1.4 亿。其培养的偶像团体可以借助互联网演艺平台，得到更多的曝光率和演出机会，实现线上线下融合式发展。

- ⑤富春股份：开发 SNH48 同人手游《星梦学院》，有望实现“粉丝变现”
- 富春股份旗下全资子公司骏梦游戏以 SNH48 为原型，与丝芭传媒战略合作开发的手机游戏《星梦学院》。《星梦学院》以卡通人物的形象现实偶像，而且与现实 SNH48 活动形成层层互动。
- 数据显示，开放首测预约仅 10 日人数即突破 8 万人，官方不得不将原定 2000 个测试资格增至 5000 个。游戏首测当日激活率高达 98%。依靠基数庞大且粘度、活跃度极高的 SNH48 用户，《星梦学院》有望实现“粉丝变现”，富春股份有望实现 IP 共建共赢的新模式。

图表 61：富春股份旗下骏梦游戏以 SNH48 为原型开发的手游《星梦学院》



来源：国金证券研究所

风险提示：目前国内偶像培训行业仍未成熟，投资标的未来扩张存在较大不确定性，是否能实现异地化输出，仍需验证

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15% 以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH