

共达电声 (002655)

强烈推荐

行业：传媒

## 打造明星工厂，进军影音娱乐

共达电声原是电声元件制造商，拟发行股份（发行价 11.43 元/股）及现金支付收购春天融和和乐华文化，交易作价 41 亿，并以 13.02 元/股的价格配套融资不超过 32.73 亿，除支付收购的现金对价外，10 亿元用于支持标的公司拍摄影视作品。交易完成后公司将形成影音娱乐+电声制造双主业格局。

### 投资要点：

- ◇ **引入韩国造星模式，打造粉丝经济。**乐华文化除签约韩庚、周笔畅等成熟艺人外，还与韩国 YG 集团合作打造偶像男团 UNIQ，与 STARSHIP 合作打造偶像女团宇宙少女。我们认为国内庞大的娱乐产业催生了对艺人资源的庞大需求，但国内艺人经纪行业存着工业化程度低的难题，乐华借鉴韩国模式，不仅有助于造星的标准化与规模化，也能通过粉丝经济变现。
- ◇ **音乐储备丰富，将分享版权保护+数字音乐风起之下的行业红利。**2015 年的剑网行动加强音乐版权保护+音乐平台竞争加剧推动音乐版权价格上涨，数字音乐时代，随着用户付费习惯的培养，流媒体与在线演艺风起。而乐华文化音乐总版权数量约 11,253 首，并持续以每月超过 200 首音乐内容发布的速度持续增长，规模与本土主流音乐公司持平，乐华文化还代理了韩国第一娱乐航母 CJ E&M 公司在中国大陆区的音乐版权，此外旗下艺人多为歌手出身，粉丝粘性高。丰富版权储备及艺人 IP 资源将使公司受益于音乐产业重焕生机的红利。
- ◇ **绑定核心演职人员，多部储备影视作品值得关注。**春天融和专注于影视投资制作，题材较为主流，曾有《北平无战事》《老炮儿》等现象级作品，与管浒、黄渤、刘和平等演艺人员建立紧密合作；乐华文化近年来加大影视投入，投拍的《致青春》《前任攻略》等影片票房不俗，已签约《星你》韩国导演张太维。电影《青春合伙人》、《夏有乔木》，电视剧《如懿传》、《老炮儿》、《锦绣未央》等作品值得期待。
- ◇ **艺人经纪与影音业务形成闭环。**影音业务可为乐华旗下艺人提供曝光推广平台，乐华文化培养的艺人可反哺影视、音乐业务，降低影视音乐的人员成本，高粉丝粘性的艺人有助于影视项目推广、提升音乐版权的价值。
- ◇ **给予强烈推荐评级：**预计传统业务 16-18 年净利润维持 1900 万，春天融和与乐华文化 16-18 年合计对赌业绩为 3.1/4.0/5.05 亿，考虑定增后股本 7.77 亿，当前股价对应的 PE 为 42.17/33.11/26.48 倍。传统业务板块给予 16 年 20 倍 PE，传媒板块考虑到公司韩式造型模式独特性与音乐标的的稀缺性，给予 16 年 60 倍 PE，目标价 24.43 元。首次覆盖，强烈推荐。
- ◇ **风险提示：**资产重组进展不顺利风险；业务整合进展不顺利风险。

### 作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：林起贤

S0960115080016

0755-82026823

linqixian@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 24.43

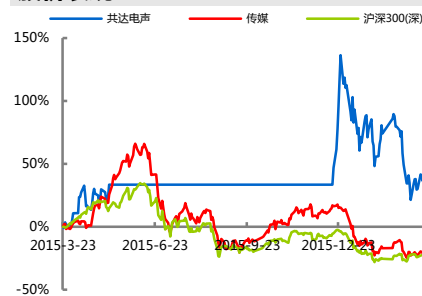
当前股价： 17.86

评级调整： 首次

### 基本资料

总股本(百万股)	360
流通股本(百万股)	360
总市值(亿元)	64
流通市值(亿元)	64
成交量(百万股)	13.62
成交额(百万元)	243.61

### 股价表现



### 相关报告

## 主要财务指标

单位：百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	705	2215	2712	3344
收入同比(%)	8%	214%	22%	23%
归属母公司净利润	19	329	419	524
净利润同比(%)	-20%	1613%	27%	25%
毛利率(%)	27.0%	35.0%	35.6%	36.2%
ROE(%)	3.0%	5.6%	6.7%	7.8%
每股收益(元)	0.02	0.42	0.54	0.67
P/E	722.36	42.17	33.11	26.48
P/B	21.96	2.36	2.22	2.07
EV/EBITDA	89	15	12	10

资料来源：中国中投证券研究总部

## 目录

<b>一、 公司概况：两次并购，实力转型泛娱乐产业</b>	<b>5</b>
1. 电子元件制造商转型泛娱乐产业	5
2. 收购乐华文化及春天融和，布局艺人经纪+影音娱乐	6
3. 实际控制人不变，核心员工及艺人持有股票锁定三年	8
<b>二、 艺人经纪：引入韩国造星模式，打造粉丝经济</b>	<b>10</b>
1. 艺人经纪行业：国内对艺人需求大，但造星工业化程度低	10
2. 韩式造星：实现偶像打造的工业化	11
3. 乐华艺人经纪业务：借鉴韩国经验，建立造星梦工厂	12
<b>三、 音乐：版权储备丰富，将受益于版权保护+数字音乐崛起</b>	<b>15</b>
1. 版权保护+数字音乐风起带来音乐行业发展的新生机	15
2. 乐华文化音乐业务：万首版权储备+艺人资源优势	20
<b>四、 影视：签约知名演职人员，多部影视作品值得期待</b>	<b>21</b>
1. 影视行业仍有较高景气度，小镇青年是增长主力	21
2. 影视业务：绑定核心演职人员，多部储备影片值得关注	22
<b>五、 艺人经纪与影音业务形成内部闭环</b>	<b>27</b>
<b>六、 盈利预测与评级</b>	<b>27</b>
<b>七、 风险提示</b>	<b>27</b>

## 图目录

图 1 共达电声历史沿革	5
图 2 共达电声近五年营收及增长	5
图 3 共达电声近五年净利及增长	5
图 4 共达电声盈利能力	6
图 5 共达电声销售及管理费用率	6
图 6 产业基金的出资金额（百万元）和股权结构	6
图 7 乐华文化近三年营收及净利润	7
图 8 乐华文化业务收入占比（百万）	7
图 9 春天融和近三年营收及净利润	7
图 10 春天融和近三年毛利率	7
图 11 共达电声的股权结构（增发前）	8
图 12 共达电声的股权结构（增发后）	8
图 13 韩式造星工业体系	12
图 14 SM 娱乐公司营业收入	12
图 15 SM 娱乐公司 2014 年营业收入结构	12
图 16 乐华文化推出的偶像男团-UNIQ	14
图 17 乐华文化推出的偶像女团-宇宙少女	14
图 18 乐华文化艺人经纪模式：以 UNIQ 为例	15
图 19 中国音乐市场行业及细分行业规模	16

图 20 我国实体唱片产业产值 .....	16
图 21 各国版权方实体唱片销售分成比例 .....	16
图 22 中国音乐版权保护的相关法律和政策 .....	17
图 23 我国数字音乐市场规模及增长率 .....	18
图 24 我国在线音乐用户数及其渗透率 .....	18
图 25 2011-2015 我国国内票房收入 .....	21
图 26 2011-2015 中国国产片票房占比 .....	21
图 27 三四线城市占半票房，渠道逐年下沉 .....	22
图 28 “小镇青年”是猴年春节档票房主力 .....	22
图 29 春天融和与乐华文化投拍的电影 .....	24
图 30 春天融和与乐华文化投拍的电视剧 .....	24

## 表目录

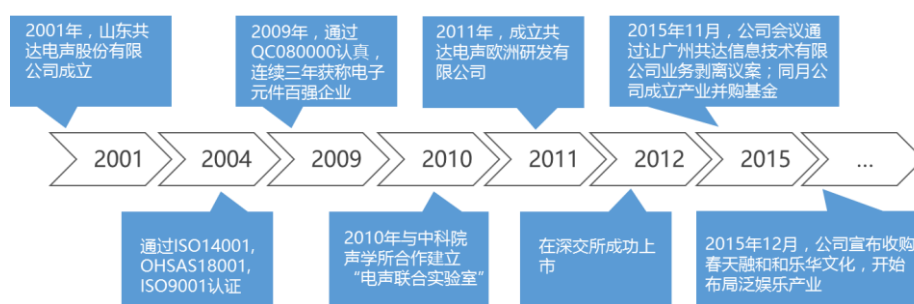
表 1 共达电声收购的两家互联网娱乐标的 .....	7
表 2 春天融和及乐华文化业绩承诺情况 .....	7
表 3 募集配套资金股份认购概况 .....	8
表 4 配套资金用途 .....	8
表 5 交易对方预计获取的现金及股份数量（考虑募集配套资金） .....	9
表 6 春天融和及乐华文化核心员工参与共达电声配套融资情况 .....	9
表 7 国内知名艺人出道方式 .....	11
表 8 国内主要艺人经纪公司签约艺人数量 .....	11
表 9 乐华文化旗下艺人 .....	13
表 10 乐华文化旗下主要艺人人气 .....	13
表 11 版权不明音乐下架情况一览表 .....	17
表 12 三大音乐集团的版权储备 .....	17
表 13 中美流媒体市场收入对比 .....	19
表 14 部分音乐平台 2015 年在线演唱会统计 .....	19
表 15 2014 年规模较大在线直播付费情况一览表 .....	19
表 16 在线演唱会年度收入测算 .....	20
表 17 乐华文化 2016 音乐板块业务收入预计 .....	20
表 18 各唱片公司曲库数量对比 .....	20
表 19 春天融和与乐华文化导演、编剧及演员资源 .....	22
表 20 乐华文化参与投资电影、电视作品 .....	23
表 21 春天融和电视剧代表作收视率 .....	23
表 22 春天融和电影代表作票房收入 .....	23
表 23 乐华文化 2016-2017 电影投资计划 .....	24
表 24 春天融和和乐华文化募集资金 2016-2017 年投资电视剧项目 .....	25
表 25 春天融和和乐华文化募集资金 2016-2017 年投资电影项目 .....	26

## 一、公司概况：两次并购，实力转型泛娱乐产业

### 1. 电子元件制造商转型泛娱乐产业

山东共达电声股份有限公司，成立于 2001 年，主要从事微型电声元器件及电声组件的研发、生产和销售。2004 年通过 ISO14001 等多项认证，2010 年与中科院声学所合作建立“电声联合实验室”，2012 在深圳证券交易所中小板上市。2015 年 12 月收购春天融和和乐华文化，开始转型泛娱乐产业。

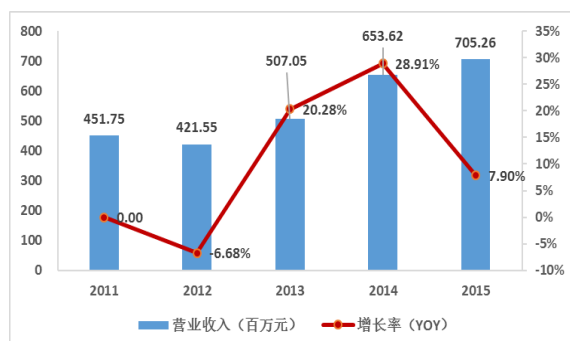
图 1 共达电声历史沿革



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

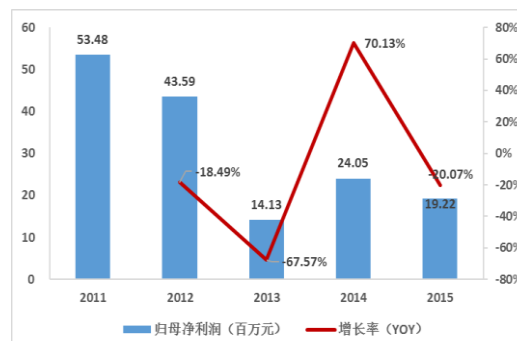
**电子产品市场增长疲软，电子元器件销售遇瓶颈，剥离部分资产提升运营效率。**目前公司微电声元器件产品在全球市场已经具备一定规模，技术创新、产品更新换代稳步进行。近年来电声原件制造行业增速明显下滑、劳动力和原材料成本提高，公司传统主业面临挑战。在公司大客户战略、自动化生产和成本管控下，2014-2015 年度营收和毛利率均有上涨，由于管理费用中技术研发费和职工薪酬增长较快，净利率呈现明显下滑趋势，2015 年度公司实现归母净利润 1922 万元，同比下降 20.07%。目前公司继续推进集中资源开发大客户的市场战略，提升自动化生产水平及成本管控，改善资产结构，剥离子公司广州共达，提升整体资产运营效率，预计未来主业将保持平稳发展。

图 2 共达电声近五年营收及增长



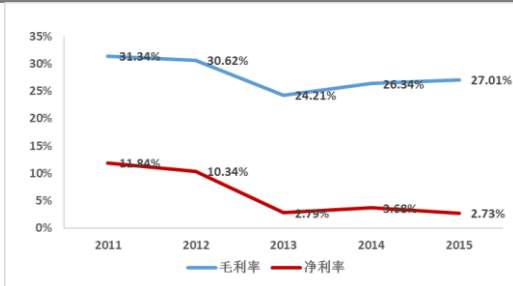
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 3 共达电声近五年净利及增长



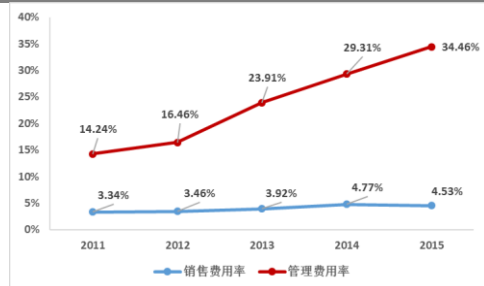
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 共达电声盈利能力



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 5 共达电声销售及管理费用率



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

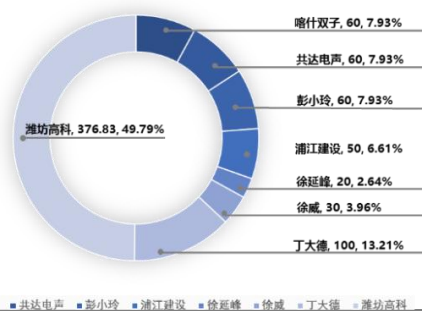
## 2. 收购乐华文化及春天融和，布局艺人经纪+影音娱乐

15 年共达电声开始布局泛娱乐产业，带来增长新动力。

### 成立文化产业基金孵化优质资产

2015 年 11 月，公司作为有限合伙人出资 6000 万元，与喀什双子股权投资有限公司作为普通合伙人和彭小玲作为有限合伙人共同发起设立喀什双子文化投资合伙企业，目标募集规模为 10 亿元，其中首期目标募集规模为 5 亿元。目前，全体合伙人认缴出资的总额为 7.57 亿元，潍坊高科出资 3.77 亿元，股权份额为 49.79%。目前，产业基金引入上海浦江建设发展有限公司、潍坊高科电子有限公司、徐延峰、丁大德、徐威成为文化投资基金新的有限合伙人。成立产业基金的目标在于孵化泛娱乐产业优质资产。

图 6 产业基金的出资金额（百万元）和股权结构



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

### 41 亿收购 2 家影音公司

2015 年 12 月，公司公告拟以发行股份及支付现金相结合的方式购买春天融和（主营影视制作投资）100% 股权、乐华文化（主营艺人经纪、音乐及影视）100% 股权，交易对价共 41.2 亿元。其中 18.97 亿元以 11.43 元/股的价格发行股份支付，22.22 亿元以现金支付，占交易对价的 53.95%。春天融和与乐华文化 16-18 年合计承诺净利润 3.10/4.00/5.05 亿元，复合增速 27.64%。

**表 1 共达电声收购的两家互联网娱乐标的**

标的	交易对价 (亿)	支付方式	发行价 (元/股)	业务简介
春天融和	18.8	发行股份 (35%) 现金支付 (65%)	11.43	影视制作投资
乐华文化	23.2	发行股份 (55%) 现金支付 (45%)	11.43	艺人经纪、音乐及影视
合计	41.2	发行股份 (46%) 现金支付 (54%)	11.43	-

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

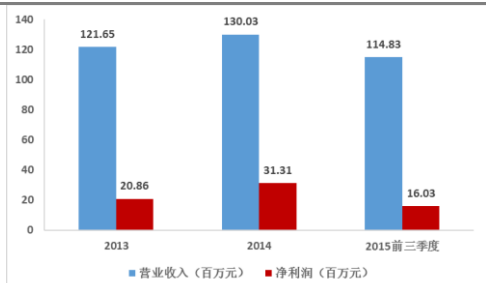
**表 2 春天融和及乐华文化业绩承诺情况**

交易标的	承诺净利润 (单位：百万元)			16-18 年复合增速
	2016E	2017E	2018E	
春天融和	1.40	1.80	2.25	26.77%
乐华文化	1.70	2.20	2.80	28.34%
合计	3.10	4.00	5.05	27.64%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

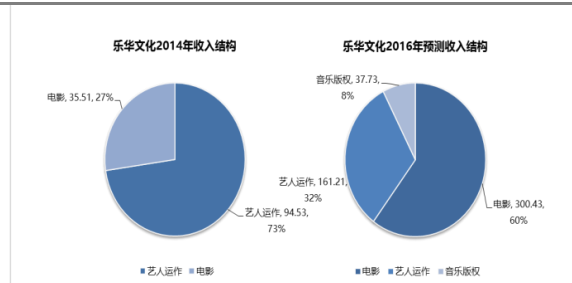
乐华文化成立于 2009 年 7 月，主营艺人运作业务、音乐版权以及影视投资、制作业务。乐华文化 2013 年、2014 年、2015 年前三季分别实现营业收入 1.22 亿、1.3 亿、1.15 亿，归母净利润 2086 万，3131 万，1603 万。2014 年艺人运作业务占比 73%，影视业务占比 27%，其中艺人经纪业务毛利为 42.28%，影视业务毛利为 49.65%。通过募集配套资金投拍影视以及储备音乐版权的变现，预计 2016 年电影占比 60%，艺人运作占比 32%，音乐占比 8%。

**图 7 乐华文化近三年营收及净利润**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

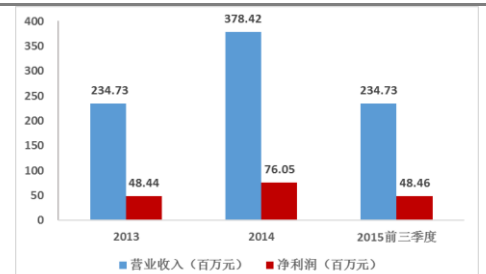
**图 8 乐华文化业务收入占比 (百万)**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

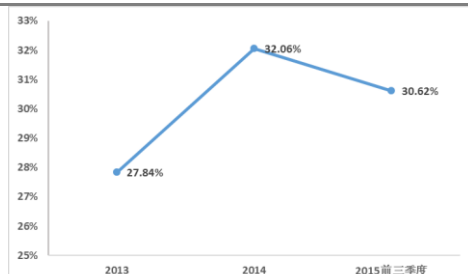
春天融和于 2010 年 9 月成立，专注于精品电视剧的投资、制作及发行和电影的投资制作，目前收入 90% 以上来自电视剧。2013、2014 年分别实现营业收入 2.35 亿、3.78 亿，归属于母公司股东净利润 4844 万、7605 万，14-15 年毛利率 30% 以上。

**图 9 春天融和近三年营收及净利润**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**图 10 春天融和近三年毛利率**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

### 募集配套资金 33 亿支付对价并投拍影视作品

公司拟采用锁价方式按照 13.02 元/股，向 9 名特定对象发行股份募集配套资金不超过 32.73 亿，且不低于本次交易现金支付对价总额。募集到的配套资金除用于支付收购资产的现金对价，10 亿元用于支持春天融和与乐华文化投拍影视作品。本次发行股份及支付现金购买资产与发行股份募集配套资金互为前提条件。

**表 3 募集配套资金股份认购概况**

发行对象	拟认购股数 (百万股)	拟认购金额 (百万元)	发行后占比
共达投资	70	913.34	9.02%
杨伟	15	195.30	1.93%
葫芦影视	38	494.76	4.89%
三生资本	30	389.30	3.85%
红树湾	20	260.40	2.57%
共青城聚泰丰	20	260.40	2.57%
喀什八达	25	325.50	3.22%
霍尔果斯双熙	5	65.10	0.64%
员工持股平台	28	368.47	3.64%
合计	251	3,272.57	32.33%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**表 4 配套资金用途**

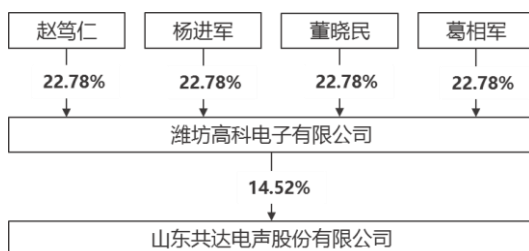
项目名称	投资金额 (亿元)	占比
本次交易的现金对价	22.23	68.97%
春天融和投拍影视作品	5.00	15.52%
乐华文化投拍影视作品	5.00	15.52%
合计	32.23	100.00%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

### 3. 实际控制人不变，核心员工及艺人持有股票锁定三年

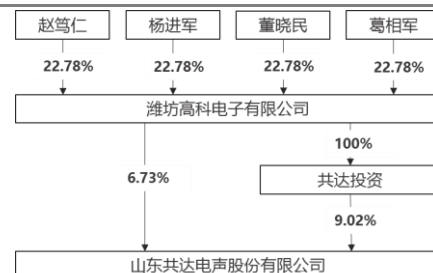
交易完成后，公司总股本增至 7.77 亿，潍坊高科及其全资子公司共达投资持有公司 15.75% 股份，赵笃仁、杨进军、董晓民和葛相军仍为本公司实际控制人。

**图 11 共达电声的股权结构 (增发前)**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**图 12 共达电声的股权结构 (增发后)**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

交易对方共持股 21.36%，其中春天融和业绩承诺人为杨伟、徐铁军夫妇、朱文玖合计持股 4.73%，乐华文化业绩承诺人杜华、西藏华果果（股权结构：杜华：48.41%，韩庚 39.69%，周笔畅 5.95%，黄征 5.95%）合计持股 11.27%。

**表 5 交易对方预计获取的现金及股份数量（考虑募集配套资金）**

交易标的	交易对方	所获现金数量 (百万元)	所获股份数量 (百万股)	占发行后总股本 (比例)
春天融和	喀什星光文化	1177.33	-	-
	杨伟	-	28.35	3.65%
	西安普润	-	12.68	1.63%
	朱文玖	-	7.09	0.91%
	黄渤	-	1.57	0.20%
	徐铁军	-	1.36	0.17%
	刘和平	-	1.26	0.16%
	管浒	-	1.18	0.15%
	徐兵	-	0.98	0.13%
乐华文化	杜华	382.02	77.99	10.03%
	上海文投	522.00	-	-
	王欢	38.78	7.92	1.02%
	西藏华果果	47.12	9.62	1.24%
	新疆融证	27.66	5.65	0.73%
	舟山戴乐斯	27.66	5.65	0.73%
	赵宝民	-	0.78	0.10%
	杨立力	-	0.90	0.12%
	彭春胜	-	0.18	0.02%
	余军辉	-	0.69	0.09%
	王剑	-	0.37	0.05%
	郑焕强	-	0.18	0.02%
	方韶军	-	0.37	0.05%
	朱建军	-	0.30	0.04%
	吴旭东	-	0.22	0.03%
	牛晓芳	-	0.22	0.03%
	刘荣旋	-	0.37	0.05%
	肖飞	-	0.05	0.01%
	上海洪鑫源	-	0.07	0.01%
<b>合计：</b>		<b>2222.57</b>	<b>166.00</b>	<b>21.36%</b>

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

乐华文化核心员工及签约艺人通过员工持股平台参与配套融资，合计认购增发的 1560 万股新股，春天融和核心员工及长期外聘的编剧、制片人、导演、演员拟合计认购增发的 2630 万股新股，配套融资增发的股票需锁定 36 个月。

**表 6 春天融和及乐华文化核心员工参与共达电声配套融资情况**

核心人员	拟认购股数（万股）	拟认购金额（万元）	发行后占比	职务
------	-----------	-----------	-------	----

	黄渤	300	3906	0.39%	演员
	管浒	100	1302	0.13%	导演
	杨树鹏	200	2604	0.26%	导演
	刘和平	100	1302	0.13%	编剧
	朱文玖	100	1302	0.13%	制作总监
春天融和	金扬	50	651	0.06%	制片人
	陈启杰	100	1302	0.13%	签约艺人
	黄静	50	651	0.06%	发行经理
	连凤羽	10	130.2	0.01%	行政经理
	赵启进	100	1302	0.13%	法务总监
	戚兆波	20	260.4	0.03%	法务经理
	<b>合计</b>	<b>1130</b>	<b>14712.6</b>	<b>1.4536%</b>	-
	周景煜	100	1,302	0.13%	新媒体部总监
	孙乐	250	3,255	0.32%	副总经理
	谢欣	50	651	0.06%	艺人经纪总监
	李妍	10	130.2	0.01%	副总经理
	缪威	10	130.2	0.01%	法务总监、董秘
	韩小枫	10	130.2	0.0129%	艺人经纪主管
	张伟	200	2,604	0.26%	资金主管
	韩庚	280	3,645.6	0.36%	签约艺人
乐华文化	周笔畅	100	1,302	0.13%	签约艺人
	黄征	100	1,302	0.13%	签约艺人
	陈港(安又琪)	30	390.6	0.04%	签约艺人
	刘晓慍	30	390.6	0.04%	签约艺人
	张瑶	50	651	0.06%	签约艺人
	龚德军	10	130.2	0.01%	财务总监
	孙一丁	300	3,906	0.39%	董事
	马骏	30	390.6	0.04%	大华骏腾总经理
	<b>合计</b>	<b>1,560</b>	<b>20,311.2</b>	<b>2.00%</b>	

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 二、 艺人经纪：引入韩国造星模式，打造粉丝经济

### 1. 艺人经纪行业：国内对艺人需求大，但造星工业化程度低

**国内娱乐产业对艺人需求较大。**1) 从对艺人需求的规模来看：2014 年，中国国产电影数为 618 部(其中上映 388 部)生产完成并获准发行电视剧 429 部 15938 集，主流网站自制剧 56 部，以一部电影、电视剧核心演职员需要 20 人计，影视行业对核心参演艺人的需求是 22060 人次/年；此外，大型商业演出(2014 年仅演唱会全国举办 1387 场)、音乐内容生产、综艺节目均对艺人有需求。2) 从艺人所具有的 IP 价值来看：艺人资源处于娱乐产业的上游，知名艺人对娱乐产品的潜在受众具有较强的影响力，起到降低营销推广成本+提升核心粉丝付费意愿的双重作用，有助于降低娱乐产品

的风险并提升商业价值。

**中国艺人经纪行业工业化程度低：**我们选取几位知名艺人的出道经历为例，得出艺人培养方面的特征：**1) 大规模选拔艺人模式成熟较晚：**早期艺人多凭借经典作品一举成名，凭经典作品成名的模式弱点在于具有一定的偶然性且造星模式难以复制及规模化。2000 年之后才开始进入选秀时代，经纪公司举办的大规模选秀活动的优点在于选拔范围的扩大，使规模化具备了可能性，不过选秀节目倾向于选出在某一方面已具备突出能力的艺人，而非从头开始培养，艺人通常已经成年。**2) 艺人培训精细化程度较低，**艺人经纪公司的培训通常不超过一年，以形象包装为主。**3) 艺人与经纪公司关系较松散，**经纪公司通常业务是为艺人代理商演、广告代言业务，并收取佣金。通常尚未成名的艺人依赖经纪公司获取演出机会，议价能力较低，但缺乏体系化的培养及曝光机会，新艺人成名后与经纪公司粘性不高；成名艺人多自建工作室，相对于经纪公司的议价能力较高，在收益分成比例上也有较大的话语权。

艺人经纪松散的管理机制使得知名艺人的塑造难以规模化复制，目前艺人经纪公司规模较小，从艺人签约数来看，主流经纪公司签约艺人均不超过 100 人，签约艺人数量最多的浙江星河 2014 年营业收入为 8800 万，净利润 5500 万。

**表 7 国内知名艺人出道方式**

艺人名称	项目名称	出道时间	培训时长	出道年龄	出道经纪公司
刘嘉玲	参演电视剧《鹿鼎记》	1984	半年（无线第 12 期艺员训练班）	19	香港无线电视台
周迅	出演电影《古墓荒斋》	1991	无	18	出道时没有签约经纪公司
张杰	第一届我型我秀电视选秀	2004	1 年	22	SMG 与环球唱片
李宇春	第二届超级女声电视选秀	2005	1 年	21	天娱传媒

资料来源：网络公开资料，中国中投证券研究总部

**表 8 国内主要艺人经纪公司签约艺人数量**

标的	签约艺人数量 (2014)
华谊兄弟时代文化经纪	52
橙天娱乐	10
上海天娱传媒	60
北京海润演艺经纪	23
北京拾捌文化（浙江星河）	87
凤凰经纪	16
北京博纳演艺经纪	16
唐德影视	16

资料来源：各公司公告，网络公开资料，中国中投证券研究总部

## 2. 韩式造星：实现偶像打造的工业化

韩国造星体系较为成熟，工业化程度较高，为我国的艺人培养行业提供借鉴经验。

**韩式造星包括以下流程：**1) 通过高频的大规模的选秀或职业星探选拔未成年新人。2) 以严苛的练习生制度进行培训，时间通常 3-4 年，制定全面的课程并聘请专业表演人才

担任指导教师。3) 在正式出道前就通过与粉丝互动集聚人气。4) 借助音乐打榜、电视真人秀等平台提高艺人曝光率。5) 通过粉丝会员费、演唱会、音乐影视付费等方式变现。

**图 13 韩式造星工业体系**

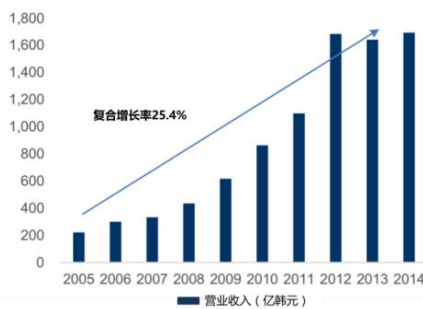
流程	选拔：选秀+星探	培养：练习生制度	推广：粉丝管理	曝光：平台造星	变现：粉丝经济
内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>韩国经纪公司建立成熟的选秀机制，在全球进行高频率的选秀</li> <li>职业星探发掘新人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>经纪公司承担练习生的培训及食宿费用，定期考核决定淘汰/晋级</li> <li>选拔未成年男女组成团体，平均训练3-4年后出道</li> <li>专业团队，安排全方位的课程</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>公开练习生日常，参与偶像养成</li> <li>家族化宣传，为新人造势</li> <li>建立FAN CLUB，粉丝效应扩大宣传</li> <li>应援文化提升人气</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>音乐打榜节目</li> <li>电视真人秀、专属团综</li> <li>大型演出活动</li> <li>影视</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>粉丝会员费</li> <li>唱片</li> <li>演唱会</li> <li>数字音乐</li> <li>影视剧</li> <li>广告代言、周边</li> </ul>
举例	<ul style="list-style-type: none"> <li>SM在韩国每2月举办一次选秀活动，2012年在7个国家，12个城市选拔新人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SM制作团队包括制作人李秀满、专属作词作曲家俞勇镇、Kenzie，编舞老师沈在元、黄尚勋等。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Smcookies平台上会公开练习生的练习过程和日常生活，在正式出道前持续发行音源，参与公演，综艺等活动</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>韩国五大音乐节MBC Music的 Show Champion, Mnet的 M! Countdown, KBS的 Music Bank, MBC的 Music Core和SBS</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>EXO上半年专辑发售2个月后突破百万销量</li> <li>东方神起2013日本巡演共18场，观众人数达到85万人</li> </ul>

资料来源：网络公开资料、中国中投证券研究总部

我们认为韩式造星体系具有以下特征：**1) 形成标准化流程，可实现规模化**：2014年韩国新出道的组合就达到了 86 个。**2) 深度绑定艺人**：艺人通常由经纪公司自主培养因此成名后粘性较高，艺人对经纪公司依赖性较强。**3) 基于粉丝变现**：在艺人出道前就开始培育粉丝并以粉丝的支持度为基础实现新人晋级/淘汰，基于粉丝为艺人生生的产品付费实现变现。

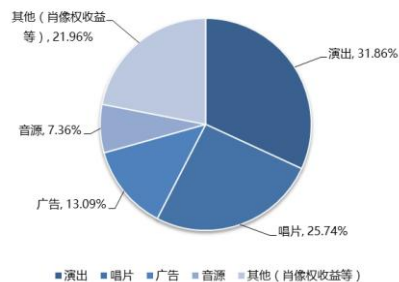
韩国经纪公司具有较强的盈利能力，以韩国最大的经纪公司 SM 娱乐集团为例，十年营业收入复合增速达 25.4%，2014 年收入主要来自于演出（31.86%）和唱片（25.74%），2015 年前三个季度总销售额达历史最高纪录 2360 亿韩元（约 13 亿），累计收益也达到 343 亿韩元（约 1.8 亿）。

**图 14 SM 娱乐公司营业收入**



资料来源：SM 年报、中国中投证券研究总部

**图 15 SM 娱乐公司 2014 年营业收入结构**



资料来源：SM 年报、中国中投证券研究总部

### 3. 乐华艺人经纪业务：借鉴韩国经验，建立造星梦工厂

公司董事长杜华女士拥有 10 余年的娱乐产业从业经验，曾在华友世纪（无线音乐公司）担任市场总监兼华友经纪总经理，在乐华文化成立的第一年，杜华就成功签下了陈好、谢娜、孟庭苇等明星。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 乐华文化已拥有较丰富的艺人储备

公司旗下成熟艺人包括韩庚、周笔畅、阿杜、黄征、安又琪等，新艺人包括 UNIQ、NANA、宇宙少女等。

**表 9 乐华文化旗下艺人**

艺人	合约类型	合约开始日	合约期限
韩庚	经纪全约	2013年6月1日	4年
周笔畅	经纪全约	2012 年10月18日	4年
黄征	经纪全约	2012年2月27日	4年
安又琪	经纪全约	2013年5月8日	4年
UNIQ	经纪全约	2014年10月16日	8年
NANA	中国独家代理约	2013年9月1日	3年
张瑶	经纪全约	2012年11月18日	4年
艾菲	经纪全约	2015年8月31日	4年
丁一字(韩国)	中国独家代理约	2015年4月13日	4年
韩国PLEDIS经纪公司旗下艺人 (孙丹菲, After School, Orange Caramel, Nuest, Seventeen等)	中国独家代理约	2013年9月1日	4年
O2O Goddess女子团体	经纪全约	2015 年 2 月 14 日	5年

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**表 10 乐华文化旗下主要艺人人气**

艺人	微博粉丝数	贴吧关注数	出道时间
韩庚	4752万	857,891	2005以Super Junior成员出道，2009年12月回国
周笔畅	1800万	753,313	2005年获超级女声全国亚军出道
UNIQ(中韩男团)	1,098,947	39,286	2014.10韩国出道
NANA(韩裔)	698,352	231,837	2009年参加模特大赛出道
宇宙少女(中韩女团)	762,950	3,903	2016.02韩国出道

资料来源：网络公开资料、中国中投证券研究总部

## 为成熟艺人拓宽变现能力，实现共赢

对于成熟的艺人，乐华文化主要以利益共享的方式维持合作的稳定性。

**(1) 股权激励：**韩庚、黄征、周笔畅、安又琪、黄征等签约艺人均持有公司股份。

**(2) 成立专门的明星工作室：**为核心艺人成立自己的工作室，包括韩庚成立的庚心工作室，周笔畅 Begins Studio，为艺人提供充分自由决策权和获利空间，实现双赢。

**(3) 拓宽艺人的变现能力。**除商业演出、广告代言外，对于成熟艺人包括韩庚、周笔畅等，乐华文化提供机会为其开拓影视道路：韩庚主演《大武生》、《致我们终将逝去的青春》、《前任攻略》、《万物生长》等多部影片，周笔畅主演青春偶像剧《微时代》获得了过亿的网络点击量，并于2016年参与电影《寒战2》的拍摄。此外，公司还开发了各种明星周边：如粉丝见面会、艺人传记、艺人APP、艺人手机(庚 phone)等。

## 韩式造星，培养 90 后新生代偶像

在新艺人培训方面，乐华形成了成熟的培训体系和方式，构成公司经纪业务的核心壁垒。2014 年底乐华推出中韩偶像男团 UNIQ，2015 年推出基于网易 BoBo 互联网视频演艺直播平台、由在线网友进行互动投票甄选的亲民女子偶像团体 O2O，2016 年初推出 12 人中韩偶像女团宇宙少女。

图 16 乐华文化推出的偶像男团-UNIQ



资料来源：SM 年报、中国中投证券研究总部

图 17 乐华文化推出的偶像女团-宇宙少女



资料来源：SM 年报、中国中投证券研究总部

乐华文化在打造新生代偶像方面，具有以下特征：

**(1) 中韩合作造星：**乐华文化充分吸收韩国造星体系的运营经验，进行新艺人培养。**乐华娱乐是与韩国 STARSHIP、PLEDIS 等海外顶级娱乐公司合作的跨国型娱乐公司，乐华娱乐也是内地首个在海外（韩国）成立分公司的娱乐公司。**乐华文化与韩国娱乐公司 YG Entertainment 合作打造偶像男团 UNIQ，与 STARSHIP Entertainment 合作打造偶像女团宇宙少女。YG Entertainment 公司培养了超高人气亚洲偶像 BIGBANG、2NE1、具惠善、刘仁娜等；StarShip 是从韩国五大娱乐公司之一的 JYP 作曲家方世赫的公司 Big Hit Entertainment 中分离出来的。同时，乐华文化与韩国经纪公司 PLEDIS、STARSHIP 开展战略合作，为 PLEDIS、STARSHIP 旗下艺人如 Afterschool、丁一宇等提供中国地区的全权经纪业务。乐华与 CJ E&M 旗下的亚洲顶级流行音乐学院 M Studio 合作进行公司艺人培养。M Studio 原版引进了韩国的造星系统，培训理念以及教育设施，并聘请了来自韩国、中国以及美国的专业讲师团队，为艺人提供全方位的培养计划。偶像团体采用韩国练习生制度进行培训，从 13、14 岁开始运用四年时间培养后出，也迎合了年轻化的明星趋势和 95 后、00 后粉丝的倾向。

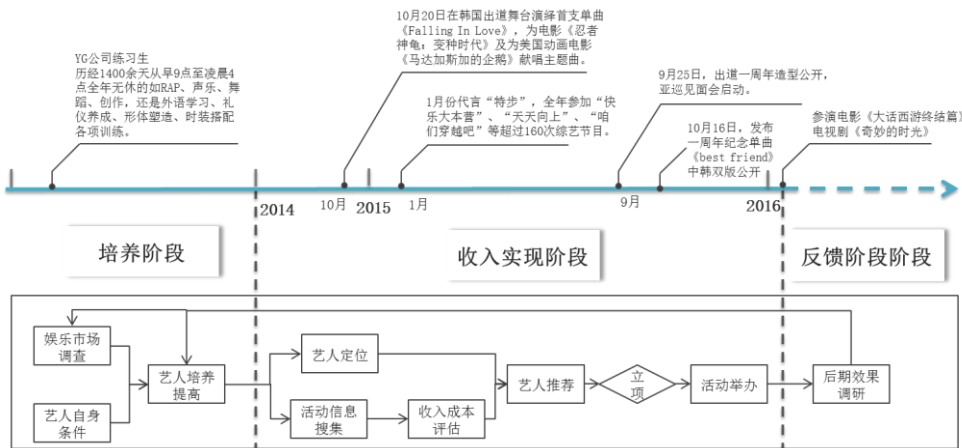
**(2) 组合国际化：**2014 年底推出的 UNIQ 和 2016 年底推出的宇宙少女组合成员都是横跨中韩两国；UNIQ 和宇宙少女皆在韩国出道，又反向输出中国市场，拥有全亚洲的粉丝；UNIQ 专辑同时发行中韩两版。

**(3) 为新兴偶像提供多种演艺机会：**UNIQ 除推出单曲之外，UNIQ 成员王一博出演《梦想合伙人》和《大话西游》，在综艺节目天天向上中以天天团小兄弟成员出现，王一博、金圣柱、曹承衍、周艺轩、李汶翰都曾做代班主持。

具体而言，乐华文化造星包括艺人培养、收入实现和信息反馈三个阶段。第一阶段，与韩日公司合作进行练习生培养，充分利用日韩造星培养体系，为艺人提供涉及歌唱、

舞蹈、表演等全方位培养。第二阶段，艺人通过音乐、影视、综艺、代言等活动打响知名度、提升人气，为公司实现收入。第三阶段，通过 80、90 和 00 后的目标受众对艺人活动的反馈对活动方向和内容进行调整以符合市场需求。乐华文化和 YG 娱乐联合打造的男团 UNIQ，通过第一阶段在 YG 娱乐为期四年的练习生培训，第二阶段通过《Falling in Love》等音乐单曲和专辑出道，《KBS 音乐银行》、《快乐大本营》等综艺，《大话西游终结篇》等电影打响知名度。艺人的下一步培养将根据粉丝的反馈进行调整。

**图 18 乐华文化艺人经纪模式：以 UNIQ 为例**



资料来源：网络公开资料、中国中投证券研究总部

### 三、 音乐：版权储备丰富，将受益于版权保护+数字音乐崛起

#### 1. 版权保护+数字音乐风起带来音乐行业发展的新生机

版权保护不足+实体唱片业颓势，是音乐产业核心层市场空间狭小的主因

中国当前音乐市场中音乐制作、版权和发行规模狭小，主要依赖衍生市场经营。

2014 年中国音乐市场规模总计 2851.5 亿，但是关联层和拓展层分别占比 47.61%，29.57%，核心层的市场规模仅为 650.61 亿元，占比 22.82%，其中数字音乐市场贡献额 491.2 亿元，音乐演出产业 143 亿。

图 19 中国音乐市场行业及细分行业规模

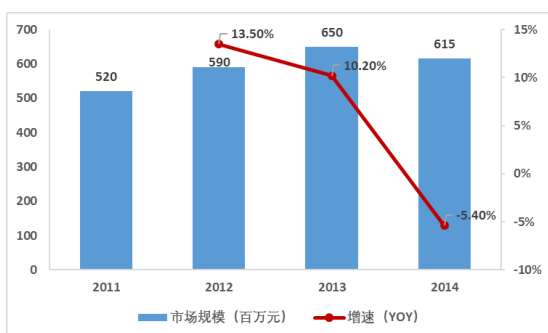
行业类别	市场规模 (亿元)			细分行业	市场规模 (亿元)	
	2013	2014	同比		2013	2014
核心层	596.74	650.61	9.0%	音乐演出产业	140	143
				唱片产业	6.5	6.15
				音乐版权经纪 (管理)	2.54	2.76
				数字音乐产业	440.7	491.2
关联层	1233.82	1357.61	10.0%	乐器产业	280.92	322.81
				音乐教育培训产业	577	643.8
				专业音响产业	375.9	391
拓展层	886	843.28	-4.8%	广播电视音乐市场	34	38.4
				卡拉OK市场	852	800
				影视剧游戏动漫音乐产业	/	4.88
合计	2716.56	2851.5	5.0%			

资料来源：《中国音乐产业报告》、中国中投证券研究总部

**音乐版权保护不足，盗版猖獗，导致音乐产业核心层空间狭小。**20 世纪 90 年代中期，我国盗版音乐 CD 开始横行，以价格优势侵占唱片市场份额，互联网兴起后，数字盗版代替实体盗版 CD 流行开来。由于相关政策法规的缺失，音乐版权在盗版的冲击下难以释放其真正的价值。

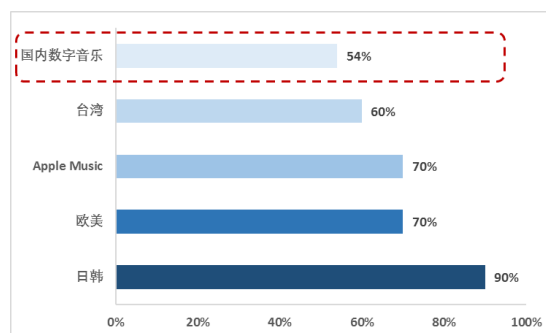
**盗版及数字音乐冲击下，实体唱片业难挽颓势。**在经历了上世纪 90 年代短暂的兴盛之后，我国实体唱片产业由于受到盗版猖獗和后来数字音乐的冲击，销量迅速陨落，当前产业规模仅为 6.15 亿元，较 2014 年下降 5.4%。同时做为版权方的唱片公司在销售分成中仅占 15%，进一步加速了实体唱片业的陨落。

图 20 我国实体唱片产业产值



资料来源：中国音乐产业发展报告、中国中投证券研究总部

图 21 各国版权方实体唱片销售分成比例



资料来源：新音乐产业观察、知乎、中国中投证券研究总部

## B 端：音乐版权保护迎政策东风，音乐平台整合加速促进版权价格上涨

**音乐版权立法不断完善，助推音乐产业核心层发展。**音乐版权立法在我国起步较晚，在 2015 年迎来迅速发展。2015 年 7 月，国家版权局发布《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐的通知》，要求 2015 年 7 月 31 日前，各网络音乐服务商必须将未经授权传播的音乐作品全部下线，开展“剑网”专项行动。截至 7 月底，超过 220 万首未授权音乐下架。2015 年 12 月广电总局发布了《关于大力推进我国音乐产业发

展的若干意见》作为我国音乐产业发展的“十三五”蓝图，加强版权保护和市场监管。  
《意见》还指出，将推动《著作权法》的第三次修订，加强对音乐作品特别是数字音乐作品的版权保护，严厉打击未经许可传播音乐作品的侵权盗版行为。

**图 22 中国音乐版权保护的相关法律和政策**



资料来源：公开资料整理、中国中投证券研究总部

**版权保护政策下三大音乐平台分天下，数字版权价格上涨。**2015年7月国家版权局出台《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品的通知》，截至同年7月31日，各大移动网络音乐平台纷纷下架版权不明的音乐作品超过220万首。

**表 11 版权不明音乐下架情况一览表**

公司	下架音乐数量	公司	下架音乐数量
百度音乐	64.2万	一听音乐	60万+
多米音乐	40万+	唱吧	29.8万
喜马拉雅	2.8万	阿里音乐	2.6万
腾讯	2.37万	考拉FM	1.5万
九酷音乐	14.2万	豆瓣	8563
酷我	6089	酷狗	5088
荔枝FM	1288	网易云音乐	642
音悦台	319	乐视音乐	178

资料来源：网络公开资料、中国中投证券研究总部

随着音乐版权保护的加强，国内音乐巨头开启了音乐版权市场的激烈争夺。目前国内形成了海洋音乐集团、腾讯音乐集团和阿里音乐集团三大版权阵营，未来各集团之间的版权战争将更加激烈。数据显示，在2011年，百度音乐与三大唱片公司(环球音乐、华纳唱片、索尼音乐)签署合作时，总价3千万，但虾米在2015年2月购买台湾唱片公司华研的独家版权时，花费就约为2千万元。华研拥有的音乐版权数量约0.5万首，意味着独家数字版权单曲价格4000元。**以单曲价4000元计，仅因版权不明下架的音乐总值就约88亿元，版权保护对核心层音乐市场提升商业价值作用巨大。**

**表 12 三大音乐集团的版权储备**

阵营	产品	版权	涉及音乐人及版权	版权数量
海洋音乐集团	酷我音乐	EM、海蝶、华纳、索尼、环球、丰华、种子音乐、天浩盛世、太	<b>华语：</b> 王力宏、黎明、陈小春、吴奇隆、小虎队、杨千嬅、陶喆、品冠、柯有伦、林俊杰、后弦、杨宗纬、戴佩妮、黑豹乐队、杨坤、沙宝亮、谭维维、许嵩等	近2000万首
	酷狗音乐	合麦田、通力唱片、福茂唱片、英皇娱乐、韩国YG、BMG等40		

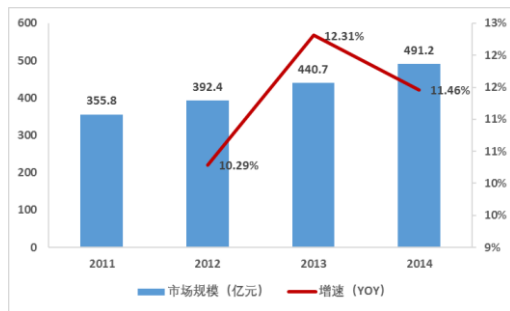
		余家音乐与版权代理公司	<b>欧美韩</b> ：张根硕等 <b>音乐综艺</b> ：《蒙面歌王》等	
腾讯系	QQ音乐	JVR、乐华、英皇娱乐、美妙音乐、华谊、天娱、福茂唱片、乐华娱乐、梦想当然、CUBE、LOEN、韩国YG娱乐等，全面代理华纳音乐在国内互联网音乐版权，是韩国YG娱乐在国内网络音乐独家版权合作的版权分销总代理	<b>华语</b> ：张学友、庾澄庆、周杰伦、蔡依林、谢霆锋、容祖儿、范玮琪、A-lin，张靓颖、周笔畅、萧敬腾、李荣浩、韩庚、鹿晗、黄子韬、张敬轩等 <b>欧美韩</b> ：Jstutin Timeberlake，席琳·迪翁、艾薇儿、林肯公园、Bigbang、鸟叔等 <b>音乐综艺</b> ：《我是歌手》、《中国好歌曲》、《中国好声音4》等	1500万首
阿里系	天天动听 虾米音乐	滚石、相信音乐、华研等知名唱片公司的独家版权，此外还与BMG签署了印业数字版权分发协议	<b>华语</b> ：李宗盛、周华健、张震岳、梁静茹、任贤齐、刘若英、莫文蔚、伍佰、陈升、五月天、SHE、飞轮海、林宥嘉、周惠、动力火车、信等 <b>音乐综艺</b> ：《中国好声音3》等	250-400万首
网易	网易云音乐	部分向QQ音乐购买版权		150万首

资料来源：宏则研究、中国中投证券研究总部

**C 端：数字音乐风起，流媒体与在线演艺崛起**

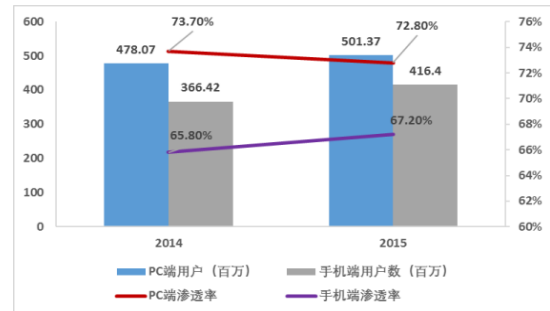
2014 年数字音乐市场规模为 491.2 亿，同比增长 11.46%。2015 年 PC 端在线音乐用户数已经达到 5.01 亿，渗透率为 72.80%，移动端用户数 4.16 亿，渗透率 67.2%。

**图 23 我国数字音乐市场规模及增长率**



资料来源：《中国音乐产业报告》、中投证券研究总部

**图 24 我国在线音乐用户数及其渗透率**



资料来源：《中国音乐产业报告》、中投证券研究总部

**流媒体市场仍有较大增长空间。**中国流媒体市场作为数字音乐的子板块刚刚起步，发展迅速。2010 年市场规模仅为 2.8 亿元，2013 年增至 43.6 亿元，GAGR149.71%，同期无线媒体增长较为平缓，GAGR 6.06%。我国目前流媒体发展方兴未艾，用户流媒体付费习惯尚未养成。以版权保护和用户付费相对成熟的美国流媒体市场为参照，美国流媒体收入人均年贡献 137.46 美元，占人均可支配收入的 0.34%，而中国流媒体市场人均贡献的流媒体收入仅为 1.13 元，占人均可支配收入的 0.004%。在版权保护相关法律法规进一步落实，用户付费习惯逐渐形成的趋势下，如果中国流媒体市场人均收入占个人可支配收入比未来可比肩美国，未来还将形成超过 430 亿元的市场增长空间。

**表 13 中美流媒体市场收入对比**

	美国	中国
人均可支配收入 (2013)	40000美元	26955元 (城市人口)
流媒体音乐用户 (2014H1)	780万	4.53亿
流媒体音乐收入 (2014H1)	5.36亿	5.12亿
-广告支持流媒体	1.65亿美元	-
-订阅流媒体	3.71亿美元	-
流媒体人均收入 (全年)	137.46美元	1.13元
流媒体人均收入占人均可支配收入比例	0.34%	0.004%

资料来源：《2015年音乐产业发展报告》、中国中投证券研究总部

**“互联网+演唱会”成趋势，在线演艺风起。**2014年8月乐视网首次尝试对汪峰演唱会进行在线直播，并对在线观众收30元票价，这一尝试对网站直播演唱会的用户付费形成了直接带动作用。音乐人与视频网站“互联网+演唱会”的O2O模式，使在线演唱会开始迅速发展，并为音乐公司带来“内容红利”。在线演唱会多采取视频网站全网独播方式，在线观众需支付20-30元票价或购买平台会员。2015年乐视举办367场在线演唱会，腾讯与全国100多个Live house达成合作，在线演唱会爆发式增长的趋势下，未来市场发展可期。

**表 14 部分音乐平台 2015 年在线演唱会统计**

公司	互联网音乐平台	在线演唱会内容和数量
乐视	乐视音乐	367场在线演出，覆盖观众2亿人次
合一集团	U-Music	U-Music系列在线演唱会，包括黑豹乐队、金钟国、杨乃文、戴佩妮演唱会等
湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司	芒果TV- Live Show	约100场在线演唱会，包括华晨宇北京火星演唱会、Billboard 颁奖礼等
腾讯	腾讯视频Live Music	43场在线演唱会，包括少女时代、李易峰、林俊杰演唱会等

资料来源：网络公开资料、中国中投证券研究总部

**在线演唱会付费观看成趋势。**目前在线演艺目前的付费有直接支付票价和购买平台会员两种方式，其中直接支付票价在20-30元左右，乐视网、腾讯等平台会员费均价在30元左右。2014年国内大型演唱会共1387场，观众达到627万人次，总票房达到28.54亿元。2014年，我国中等价格演唱会门票价格占我国人均月GDP 17.24%，远高于美国的1.81%，日本的3.11%，韩国4.62%，昂贵的门票价格可能是抑制观演需求的主要原因。相比之下，在线演唱会20-30的票价将潜在的市场需求。我们测算在线演艺的空间在10-116亿之间。

**表 15 2014 年规模较大在线直播付费情况一览表**

时间	演唱会	平台	票价/收入	观看人次
8月2日	汪峰“2014风暴来临”演唱会	乐视	30元/人 收入200万	7.5万
9月6日	华晨宇“火星”演唱会	QQ音乐	预售20元/人 直播30元/人	12万
10月25日	杨坤“今夜20岁”演唱会	乐视	预售20元/人 直播30元/人	14万
12月24日	羽泉“敢爱”2014北京演唱会	乐视	30元/人	同时在线3.5万

资料来源：网络公开资料，中国中投证券研究总部

**表 16 在线演唱会年度收入测算**

	在线演唱会场次	单场在线人次	单场票价(元)	预计收入(百万元)
保守	1387*50%	7万	20	970.90
乐观	1378*2	14万	30	11575.20

资料来源：中国中投证券研究总部

## 2. 乐华文化音乐业务：万首版权储备+艺人资源优势

目前公司已打通自创作、录制、出版、发行、进出口、演唱会举办等纵向产业链，并通过影视、游戏、电商、音乐互动平台等横向泛娱乐产业链，形成横向纵向产业链的相互呼应、各环节要素相互支撑的音乐产业综合体系。

**表 17 乐华文化 2016 音乐板块业务收入预计**

项目	预计实现收入(百万元)	收入实现方式
传统渠道	0.75	传统版权收入包括音乐授权及CD销售
无线渠道	13.20	无线版权收入指的是乐华文化与中国移动、中国电信及中国联通签订的音乐版权及其衍生品的使用和销售收入
新媒体渠道	23.77	新媒体版权收入指的是乐华文化与腾讯、爱奇艺、酷狗等网络音乐平台签订的音乐版权及其衍生品的使用和销售收入
<b>合计</b>	<b>37.73</b>	

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

### 乐华文化拥有较丰富的音乐版权储备

截至 2015 年 11 月，乐华文化音乐总版权数量约 11,253 首，并持续以每月超过 200 首音乐内容发布的速度持续增长。中国音乐市场除了三大唱片巨头的子公司外，本土公司的曲库规模普遍在 1 万上下。乐华娱乐目前自有并代理了数千首国内外歌曲/MV 的版权。在音乐版权上，乐华文化与韩国第一娱乐航母 CJ E&M 公司合作，代理其在中国大陆区的音乐版权。CJ E&M 作为韩国最大的娱乐媒体公司，曾经投资和流通 BigBang、2NE1、朴孝信、Toy、李孝利等歌手专辑。旗下的音乐事业部运营音乐网站 Mnet.com，每年制作并发行 400 多个片头音乐、2000 多首歌曲，每年还会举办 300 多次国内外演唱会、音乐节。依靠自身所拥有的强大的版权资源，乐华娱乐深入与中国移动等电信运营商进行合作。作为中国移动咪咕歌友会的重要参与方，乐华娱乐深度参与中国移动音乐基地的发展，为中国移动提供了优质的服务内容。

在音乐发行与进出口平台上，公司通过互联网、电信运营商、海外音乐发行公司以及 itunes、Youtube、KKbox 等全球知名平台，达到音乐的全球化输出。

**表 18 各唱片公司曲库数量对比**

唱片公司	曲库数量	现有艺人(国内)
环球唱片	320 万	张学友、张惠妹、陈奕迅等
索尼音乐	400 万	萧亚轩、刘亦菲、陈坤、费玉清等

华纳音乐	120 万	林俊杰、蔡依林、吴克群等
滚石音乐	1 万+	周华健、张震岳、郁可唯等
种子音乐	1 万+	陶喆、品冠、黄雅莉、刘思涵等
<b>乐华文化</b>	<b>11253</b>	<b>韩庚、周笔畅等</b>
太合音乐	<1 万	许嵩、By2 等
华研国际	0.5 万+	S.H.E、林宥嘉、飞儿乐团等
相信音乐	<0.5 万	五月天、刘若英、丁当、严爵等

资料来源：弘则研究、公司公告，中国中投证券研究总部

### 粉丝经济：艺人经纪与音乐板块联动,将受益音乐付费风起

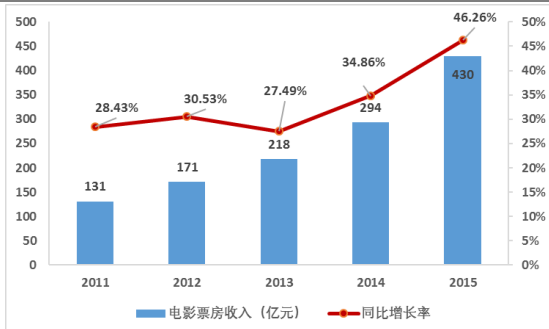
乐华旗下艺人多以歌手身份出道，且具有年轻的、高粘性的粉丝。2015 年公司旗下艺人周笔畅发布《翻白眼》等唱片，其中《翻白眼Ⅲ》在登陆 QQ 音乐、酷我、酷狗、网易四大平台的 40 分钟内预售 14 万，举办五场“周笔畅 BOOM!”个人巡回演唱会”演唱会，香港演唱会在线直播观看人数超过 500 万人。2015 年旗下艺人韩庚发布专辑《三庚》并出演专辑多支 MV，举办十周年演唱会。UNIQ 与宇宙少女已开始推出单曲。凭借艺人的粉丝粘性，若数字音乐 C 端付费风起，具备庞大粉丝群体艺人资源的公司更可能受益。

## 四、 影视：签约知名演职人员，多部影视作品值得期待

### 1. 影视行业仍有较高景气度，小镇青年是增长主力

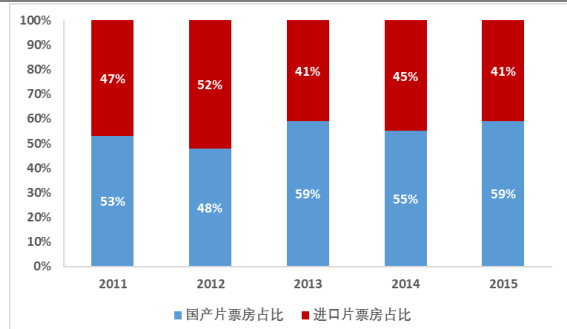
**国内电影票房维持高景气度，国产片票房表现突出。**我国国内票房景气，2015 年度票房收入达 430 亿元，同比增长 46.26%，国产片票房占比 2015 年上升至 59%。

图 25 2011-2015 我国国内票房收入



资料来源：艺恩网、中国中投证券研究总部

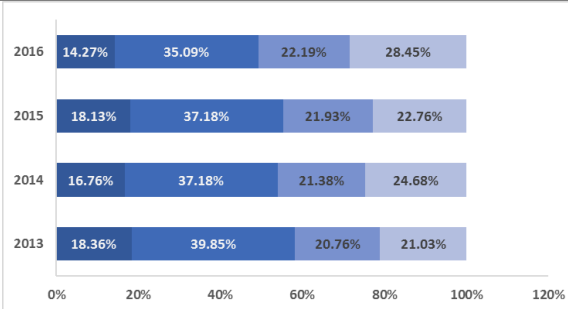
图 26 2011-2015 中国国产片票房占比



资料来源：艺恩网、中国中投证券研究总部

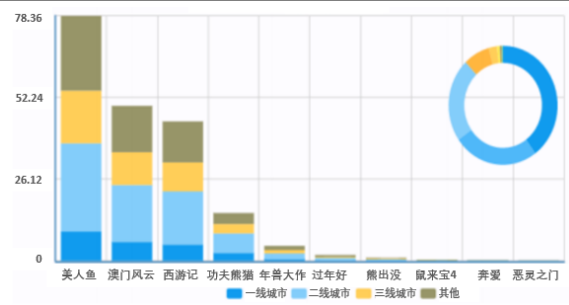
**小镇青年渐成观影主力。**在观影人群地区分布上，一线和二线城市人群比例逐渐降低，三线和四线及以下城市观影人群占比不断提高，从 2013 年度的 41.79% 预计增至 2016 年度的 50.64%，特别是四线及以下城市票房增速最快，目前已成为二线城市之外的最大票房收入地区。从猴年春节档三线以下城市对几部热门影片票房的推动可见一斑。

图 27 三四线城市占半票房，渠道逐年下沉



资料来源：艺恩、中国中投证券研究总部

图 28 “小镇青年”是猴年春节档票房主力



资料来源：艺恩、中国中投证券研究总部

## 2. 影视业务：绑定核心演职人员，多部储备影片值得关注

### 标的公司签约国内外知名导演、演员

**春天融和具有较强的艺人资源。**春天融和一直与国内著名业界人士以工作室或个人形式进行战略合作，艺人资源绑定方式包括：（1）股权激励：黄渤、管浒、杨树鹏、刘和平、朱文玖、金扬、陈启杰在内的编剧、制片人、导演、演员参与配套融资，36个月内不得转让。（2）协议绑定：公司与黄渤、刘和平等重要合作伙伴签订有限条款，包括：在刘和平创作完成的影视剧剧本中，在刘和平享有投资权的情况下，原则上春天融和将享有不低于30%的项目优先选择投资权；原则上管浒应优先接拍春天融和自行投资或联合投资拍摄，其工作室研发孵化并筹备拍摄的影视剧项目中，春天融和拥有优先投资权；黄渤承诺工作室应对于其开发的影视等项目在其具备投资、制作条件时，优先推荐给春天融和选择是否投资，并且在其选择投资时，确保春天融和在该项目中的投资比例不少于20%。

乐华文化除签约演音双栖的艺人韩庚、周笔畅外，也在储备优质导演资源，2014年8月签约韩国偶像剧《来自星星的你》导演张太维（韩国籍），双方将进行长达5年的影视业务合作，执导《青春合伙人》系列电影。

表 19 春天融和与乐华文化导演、编剧及演员资源

姓名	职业	代表作品
刘和平	剧作家、小说作家	《甲申祭》、《雍正王朝》、《大明王朝1566》、《北平无战事》
管浒	导演、编剧	《斗牛》、《厨子戏子痞子》、《老炮儿》
黄渤	演员	《疯狂的石头》、《斗牛》、《人再囧途之泰囧》、《西游降魔》
杨树鹏	导演	《我的唐朝兄弟》、《匹夫》
蔡传道	制片人	《DA师》、《我的兄弟叫顺溜》、《我是特种兵之火凤凰》
张晓光	导演	《一米阳光》、《玉碎》、《最后的棚户人家》
朱文玖	制片人	《斗牛》、《杀生》
张太维（韩国籍）	导演	《钱的战争》、《风之画员》、《树大根深》、《来自星星的你》

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

### 标的公司曾投拍《北平无战事》《老炮儿》《致青春》《前任攻略》等现象级作品

从影视业务来看，自 2013 年以来，乐华文化投资的电影，如《致我们终将逝去的青春》、《前任攻略》、《老男孩之猛龙过江》等，均为上映当时的“现象级”电影，取得良好的收益和口碑。春天融和电影代表作包括《厨子戏子痞子》（春天融和担任执行片方）、《老炮儿》，票房分别收获 2.73 亿元和 9.03 亿元，表现优秀。

电视剧方面，春天融和曾投资《火线三兄弟》、《北平无战事》、《厨子戏子痞子》、《老炮儿》等经典作品。电视剧代表作包括《火线三兄弟》、《北平无战事》，收视率分别为同时段首位和二位，《北平无战事》网络播放量爱奇艺 3.14 亿次、搜狐网 2.7 亿次、乐视网 1.5 亿次。乐华文化投资的《一仆二主》、《虎妈猫爸》收视率均为同时段首位。

**表 20 乐华文化参与投资电影、电视作品**

时间	项目	票房收入（亿元）/收视率	收益方式
2013	致青春	7.19亿	乐华文化投资影片（享有影片4.25%的发行净收益）
2014	前任攻略	1.30亿	乐华文化投资影片（享有影片10%的发行净收益）
2014	变形金刚4	19.78亿	乐华文化协助推广影片
2014	老男孩之猛龙过江	2.09亿	乐华文化投资影片（享有影片1%的发行净收益）
2014	一仆二主	1.45（同时段首位）	乐华文化投资电视剧（按合同约定分享收益）
2015	虎妈猫爸	1.37（同时段首位）	乐华文化投资电视剧（按照合同约定分享收益）

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**表 21 春天融和电视剧代表作收视率**

时间	项目	收视率（%）	播出平台
2011	请你原谅我	6	天津卫视、安徽卫视、山西卫视、河北卫视、爱奇艺
2012	火线三兄弟（独家享有收益权）	6	央视、山东卫视、湖北卫视、天津卫视、黑龙江卫视、上海电视台
2013	零下三十八度	2.5	东方卫视、贵州卫视、黑龙江卫视
2014	清网行动	1.56	央视
2014	北平无战事	1.73	北京卫视、天津卫视和河南卫视、山西卫视、新疆卫视、爱奇艺、搜狐、乐视

资料来源：网络公开资料、公司公告、中国中投证券研究总部

**表 22 春天融和电影代表作票房收入**

首映时间	项目	票房(亿元)	收益方式
2013.3	厨子戏子痞子	2.73	春天融和与第五乐章传媒共同投资，春天融和担任执行片方，享有21.82%收益权
2014.7	老男孩之猛龙过江	2.09	春天融和与儒意欣欣影业共同投资，春天融和享有2%收益权
2015.12	老炮儿	9.03	商业条款及分成比例待后续披露

资料来源：网络公开资料、公司公告、中国中投证券研究总部

图 29 春天融和与乐华文化投拍的电影



资料来源：网络公开资料、中国中投证券研究总部

图 30 春天融和与乐华文化投拍的电视剧



资料来源：网络公开资料、中国中投证券研究总部

**《青春合伙人》《夏有乔木》《如懿传》《老炮儿》《锦绣未央》等新作品值得期待**

目前春天融和与乐华文化已经储备了一定数量的影视项目，此次配套融资募集资金有 10 亿用于支持春天融和投拍 12 部电视剧（586 集）及 11 部电影，支持乐华文化投拍 2 部电视剧（90 集）及 15 部电影。

电影方面，《青春合伙人》（亦名梦想合伙人）、《大话西游终结篇》、《夏有乔木雅望天堂》等高期待的电影即将在 2016 年上映。乐华文化还拟募资投拍 10 部网络大电影。

电视剧方面，《老炮儿》改编自高票房同名电影，《锦绣未央》改编自网络人气小说，均值得期待。此外，乐华文化与新丽电视共同投资制作电视剧《如懿传》，乐华有限投资 2300 万元，新丽电视负责该剧的承制和发行并享有全部著作权，天津乐华作为联合投资方，享有署名权和协议约定的投资收益权，该剧将于 16 年 8 月开机。此外，公司引进韩国综艺版权并与韩国团队一起合作，预计 2016 年第四季度将登陆电视平台。

表 23 乐华文化 2016-2017 电影投资计划

业务类型	电影名称	说明	影片类型	导演及主要演员（暂定）	预计公映时间
投资制片业务	《青春合伙人》	主投主控，已经拍摄完毕	现代、青春、励志	导演：张太维 编剧：闫凤祥/刘英雅/陈舒主演：姚晨/郝蕾/唐嫣/郭富城/李晨/金圣柱/王一博等	2016年
投资制片业务	《大话西游终结篇》	参投，已经拍摄完毕	魔幻、喜剧	导演、编剧：刘镇伟 主演：韩庚/唐嫣/莫文蔚/何炅/钟欣潼/王一博	2016年

投资制片业务	《夏有乔木 雅望天堂》	主投, 已经拍摄完毕	现代, 青春、爱情	导演: 赵镇圭 主演: 韩庚/吴亦凡/卢山/周元	2016年
投资制片业务	《这就是命》	参投, 开机拍摄中	喜剧	导演: 王丹 主演: 王迅/黄渤/金圣柱	2017年
投资制片业务	《二十一》	主投主控, 乐华文化已经开发完成项目, 筹备中, 剧本已经完成	歌舞, 动作	编剧: 闫凤祥	2017年
投资制片业务	《青春合伙人2》	主投主控, 筹备中	现代、青春、励志	导演: 张太维	2017年
投资制片业务	《那些年华》	主投主控, 已经开发完成项目, 筹备中, 剧本已经完成	现代、青春、爱情	导演: 孙佳希	2018年
投资制片业务	《闺蜜2》	主投主控, 已经开发完成项目, 筹备中, 剧本已经完成	现代、青春、爱情	导演: 蔡聪	2018年
投资制片业务	《东北往事之破马张飞》	主投主控, 已经开发完成项目, 筹备中准备拍摄	现代、动作、喜剧	导演: 郭雷	2017年
投资制片业务	《马可波罗》	参与投资	动作、奇幻、爱情	罗伯·科恩(曾执导《速度与激情》、《木乃伊》)	2016年
投资制片业务	《旺夫剩女》	已经立项, 乐华文化承制	现代、都市、喜剧	导演: 赵小溪	2018年
引进版权	《海洋之歌》	奥斯卡提名最佳动画片, 金爵奖最佳动画片, 西藏乐华享有发行权利项下约定的由发行方享有的50%的相关权利	剧情、动画、奇幻	导演: 汤姆·摩尔 编剧: Will Collins 配音: 布莱丹·指里森/菲奥纽拉·弗拉纳根	2016年
引进版权	《谜一样的双眼》	明年奥斯卡获奖热门影片, 西藏乐华享有发行权利项下约定的由发行方享有的50%的相关权利	剧情、犯罪	导演: 比利·雷 主演: 妮可·基德曼/朱莉娅·罗伯茨/迈克尔·凯利/迪恩·诺里斯/切瓦特·埃加福特	2016年
引进版权	《钢铁骑士》	好莱坞动作枪战片, 西藏乐华享有发行权利项下约定的由发行方享有的50%的相关权利	动作、惊悚	导演: 斯科特·曼 主演: 罗伯特·德尼罗/杰弗里·迪恩·摩根/戴夫·巴蒂斯塔/凯特·波茨沃斯	2016年

资料来源: 公司公告、中国中投证券研究总部

**表 24 春天融和和乐华文化募集资金 2016-2017 年投资电视剧项目**

	电视剧项目	投资成本 (百万)	投资收入 (百万)	预计开机时间	目前进度
春天融和	醒醒吧! 小子	40	66.04	2016年3月	全套剧本已经完成, 主创演员洽谈中
	双雄	48	84.91	2016年4月	已交付故事梗概、人物小传和前三集剧本初稿

	丝路	72	140.94	2016年7月	剧本大纲已完成，已签订导演
	国土	72	141.51	2016年8月	2015年剧本完成，导演已确定
	完美的离婚	24	60.38	2017年3月	项目已立项，剧本创作中
	缉枪	48	84.91	2017年4月	全套剧本已经完成，备案公示中，主创演员洽谈中
	老炮儿	72	101.89	2017年5月	剧本由电影《老炮儿》改编中
	苍茫大地	48	80.38	2017年5月	剧本已完成，主创签约中
	协议爱情	48	79.25	2017年6月	前三集剧本已完成
	红妆惊梦	48	79.25	2017年6月	故事大纲，策划已完成，剧本改变中
	虎刺行动	60	124.53	2017年8月	剧本创作中
乐华文化	锦绣未央	24	38.25	2015年11月	合同已经基本签订，正在筹备开机
	姐姐饭	80	100	2015年9月	剧本初稿基本完成，开始第一轮修改

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**表 25 春天融和和乐华文化募集资金 2016-2017 年投资电影项目**

	电影项目	投资成本 (百万元)	投资收入 (百万元)	预计开机时间	目前进度
	记忆战	3	6.6	2016年2月	项目已立项，演员已签订
	爱上女神	21	34.67	2016年3月	剧本已创作完成
	七年	15	41.27	2016年5月	全套剧本已经完成，演员签订中
	刺国	25	49.53	2016年6月	电视剧《国土》的电影版，剧本同期创作中
春天融和	白麻雀	4	8.25	2016年8月	剧本已完成
	封神重力	40	49.53	2016年12月	剧本已完成特效模拟创作中
	使徒行者	8.9	13.21	2017年3月	剧本已完成
	十三太保	15	24.76	2017年3月	全套剧本已完成，导演已签约
	少年	20	24.76	2017年4月	剧本已完成，主创签约中
	请你原谅我	20	33.02	2017年5月	由电视剧剧本改编完成
	过河入林	17.5	24.76	2017年5月	剧本已完成，主创签约中
	刺青	15	66.2	2016年4月	剧本改编中，已经处于第二稿状态中
	年少无知	20	30.8	2016年6月	剧本策划中
	西游封神	20	31.9	2016年3月	项目策划中
	邻家女孩	48	89	2016年7月	剧本策划初步完成，近期进入初稿审验期间
乐华文化	网络大电影系列 (10部)	100	140	2016年6月	项目策划中
	死神来了	20	29.8	2016年7月	剧本初稿已完成
	我是天使	64	100.7	2016年8月	剧本初稿基本完成，开始第一轮初稿的修改
	求婚大作战	80	122.5	2016年10月	IP已购买
	罗伯特烦恼	60	94.5	2016年11月	剧本处于编写中，已经开始导演及演员的签订

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 五、 艺人经纪与影音业务形成内部闭环

公司娱乐板块已经形成了“艺人+音乐+影视”的产业布局，艺人经纪业务与影音业务深度融合，形成内部闭环。春天融和与乐华文化的影视、音乐业务可为乐华旗下艺人提供曝光推广平台，乐华文化培养的艺人可反哺影视、音乐业务，降低影视音乐业务的人员成本，高粉丝粘性的艺人有助于影视项目的推广、提升音乐版权的价值。

## 六、 盈利预测与评级

**盈利预测：**我们预计公司电子元器件业务维持稳定，16-18 年净利润维持在 1900 万的水平，春天融和与乐华文化 16-18 年合计备考利润为 3.1/4.0/5.05 亿，预计 16-18 年公司备考净利润为 3.29/4.19/5.24 亿。考虑定增后公司总股本增厚至 7.77 亿，当前股价对应的 PE 为 42.17/33.11/26.48 倍。

**估值：**传统业务板块给予 16 年 20 倍 PE，传媒板块考虑到公司韩式造型模式的独特性与音乐标的的稀缺性，给予 16 年 60 倍 PE，目标价为 24.43 元。首次覆盖，强烈推荐。

## 七、 风险提示

**发行股份购买资产暨募集及配套资金进展不顺利风险：**公司正在推进本次重组相关工作，但尚需履行包括但不限于以下审批程序：公司股东大会审议通过本次交易具体方案，中国证监会核准本次交易，乐华文化终止挂牌事项取得股转系统的批复或同意函等，是否能顺利通过审批仍具有不确定性。

**业务整合进展不顺利风险：**本次交易完成后，春天融和、乐华文化将成为共达电声的全资子公司，公司与春天融和、乐华文化将需在企业文化、经营管理、业务规划等方面进行融合，公司和春天融和、乐华文化之间能否顺利实现整合具有不确定性，整合过程中如未能及时制定与之相适应的企业文化、组织模式、财务管理与内控、人力资源管理、技术研发管理、业务合作，可能会对交易后双方的经营产生不利影响。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	551	2418	2886	3500
现金	160	434	198	200
应收账款	189	732	894	1101
其它应收款	9	62	127	188
预付账款	13	576	786	960
存货	152	402	569	694
其他	26	213	312	356
<b>非流动资产</b>	604	4094	4085	4082
长期投资	0	0	0	0
固定资产	349	331	301	264
无形资产	138	136	134	133
其他	116	3626	3651	3685
<b>资产总计</b>	1155	6511	6971	7583
<b>流动负债</b>	517	628	715	856
短期借款	271	200	200	251
应付账款	182	360	437	512
其他	65	68	78	93
<b>非流动负债</b>	6	11	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他	6	11	9	9
<b>负债合计</b>	523	639	724	865
少数股东权益	0	0	0	0
股本	360	777	777	777
资本公积	64	4558	4558	4558
留存收益	209	537	912	1382
归属母公司股东权益	632	5873	6248	6718
<b>负债和股东权益</b>	1155	6511	6971	7583

**现金流量表**

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	71	-1058	-176	27
净利润	19	329	419	524
折旧摊销	52	51	53	55
财务费用	9	7	4	10
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	-10	-1493	-674	-580
其它	2	48	21	18
<b>投资活动现金流</b>	-124	-3502	-11	-13
资本支出	71	5	5	5
长期投资	-60	0	0	0
其他	-113	-3497	-6	-8
<b>筹资活动现金流</b>	33	4833	-48	-13
短期借款	85	-71	0	51
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	417	0	0
资本公积增加	0	4494	0	0
其他	-52	-8	-48	-64
<b>现金净增加额</b>	-17	273	-235	2

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	705	2215	2712	3344
营业成本	515	1440	1746	2134
营业税金及附加	3	11	14	17
营业费用	18	55	68	84
管理费用	137	321	393	485
财务费用	9	7	4	10
资产减值损失	14	5	6	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
<b>营业利润</b>	11	375	481	606
营业外收入	12	13	13	13
营业外支出	0	1	1	2
<b>利润总额</b>	22	387	493	617
所得税	3	58	74	93
<b>净利润</b>	19	329	419	524
少数股东损益	-0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	19	329	419	524
EBITDA	73	433	539	671
EPS (元)	0.05	0.42	0.54	0.67

**主要财务比率**

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.9%	214.1%	22.4%	23.3%
营业利润	-37.2%	3244.8	28.2%	25.9%
归属于母公司净利润	-20.1%	1612.9	27.4%	25.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.0%	35.0%	35.6%	36.2%
净利率	2.7%	14.9%	15.5%	15.7%
ROE	3.0%	5.6%	6.7%	7.8%
ROIC	2.5%	5.8%	6.6%	7.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45.3%	9.8%	10.4%	11.4%
净负债比率	51.82%	31.32%	27.63%	28.97%
流动比率	1.07	3.85	4.04	4.09
速动比率	0.75	3.16	3.18	3.22
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.65	0.58	0.40	0.46
应收账款周转率	4	5	3	3
应付账款周转率	3.05	5.32	4.38	4.50
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.42	0.54	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	-1.36	-0.23	0.04
每股净资产(最新摊薄)	0.81	7.55	8.04	8.64
<b>估值比率</b>				
P/E	722.36	42.17	33.11	26.48
P/B	21.96	2.36	2.22	2.07
EV/EBITDA	89	15	12	10

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镞,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

林起贤,中国中投证券研究总部传媒互联网行业研究员,北京大学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：( 0755 ) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：( 010 ) 63222939

### 上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：( 021 ) 62171434