嘉行传媒（830951）

艺人经纪、精品内容互相借力，批量产出热门偶像艺人

基本数据

2018 年 2 月 8 日	
收盘价(元)	250.00
总股本(万股)	2000
流通股本(万股)	2000
总市值(亿元)	50.00
每股净资产(元)	30.35
PB(倍)	8.24

财务指标

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(万元)	2096.70	14180.46	33318.54	46645.96	60639.74
归属于挂牌公司净利润(万元)	256.02	8118.44	12667.82	23085.02	30093.17
毛利率（%）	49.95	63.87	49.61	64.30	64.30
净利率（%）	9.02	56.73	38.02	49.49	49.63
ROE（%）	15.86	82.32	32.54	30.05	27.42
EPS(元)	0.24	6.27	6.81	11.54	15.05

西安嘉行影视传媒股份有限公司目前主要从事艺人经纪、电视剧和电影的投资、制作及发行业务、商务及衍生品开发。**公司坚持“年轻化、精品化、网络化”的定位，专注于开发年轻人群喜爱的影视剧作品，向市场不断输送优质年轻艺人，在业内具有较高的品牌影响力和市场地位。通过艺人经纪和内容制作互相借力的操作模式，打造以艺人经纪为纽带、以影视剧为主体、以 IP 为核心、以商业植入和游戏为主要衍生品的娱乐产品和服务全产业链。**

公司在发展过程中相继与业内顶级企业战略合作，获得强大有力的支持。除了引入战略投资者尚世影业成为第三大股东外，2016 年 10 月，公司与芒果影视签订为期五年战略合作协议，双方将在影视剧制作、IP 开发、发掘和培养新人进行全面合作。2017 年 5 月，嘉行传媒与华特迪士尼中国签订《联合开发电影项目合作协议》。2017 年 3 月，完美世界参与公司定增，成为公司第四大股东，预计公司未来将和完美世界双方将在影视剧联合制作及发行、影游联动、艺人经纪等方面展开深度合作，此番合作公司不仅可以获得了资金和多维度开发艺人的机会，更可以深入游戏领域，推进“游戏+影视”的 IP 生态建设，完善产业链。

盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司 2017、2018 年归属于挂牌公司股东净利润分别 23085.02 万元和 30093.17 万元，每股收益分别为 11.54 元和 15.05 元。

风险提示

应收账款余额较大风险，政策监管风险，影视剧适销风险。

李菲菲

lifeifei@wtneeq.com

010-85715117

目　录

- 风险分析 1
- 公司简介 2
- 公司实际控制人及员工概况 4
- 艺人经纪+精品内容互相借力，批量产出热门偶像艺人 5
- 业绩高速增长，牵手行业巨头，完善产业链 8
- 盈利预测及估值 9

图表目录

图表 1 公司签约的部分艺人 2
图表 2 公司近年来出品的部分知名影视剧 3
图表 3 公司 2016 年按产品分类营收占比 3
图表 4 公司股权结构 4
图表 5 公司员工规模持续增长 4
图表 6 公司员工结构（截至 2016 年末） 5
图表 7 公司员工学历结构 5
图表 8 公司的艺人培养体系 6
图表 9 公司艺人团队实行“多对多”的交叉工作模式 6
图表 10 迪丽热巴百度指数 2015 年开始飙升 7
图表 11 公司 2014 年以来营业收入和扣非净利润 8
图表 12 公司 2014 年以来毛利率、净利率和期间费用率 8
图表 13 公司盈利预测 9

■ 风险分析

公司实际控制人及管理团队方面：

通过公开信息未发现公司实际控制人及管理团队存在明显风险。

财务方面：

1、应收账款余额较大风险

随着公司业务扩张，公司应收账款余额有较大增长，截至 2017 年 6 月 30 日，应收账款账面价值 11871 万，占总资产 13.27%。公司影视作品的发行时间与期末应收账款余额的大小有较强的关系。如果期末影视作品的发行量较大，一般会形成较大金额的应收账款，因此，各会计期末应收账款余额的变化较大，具备较强的波动性，使得公司资金管理的难度加大，也使得公司资金短缺的风险加大。

公司业务及行业方面：

1、政策监管风险

目前，国家对具有意识形态特殊属性的影视行业的监督、管理较为严格，国家对电视剧制作、进口、发行等环节实行许可制度，并禁止出租、出借、出卖、转让或变相转让电视剧各类许可证。对公司而言：如果国家严格的行业准入和监管政策将来进一步放宽，广播电影电视行业的竞争将会更加激烈，外资企业及进口电影、电视剧对国内广播电影电视行业的冲击亦有可能加大。

2、影视剧适销性风险

影视剧作为一种大众文化消费，对作品的好坏判断主要基于消费者的主观体验和独立判断，而且消费者的主观体验和判断标准会随社会文化环境变化而变化，并具备很强的一次性特征。这种变化和特征不仅要求影视产品必须吻合广大消费者的主观喜好，而且在吻合的基础上必须不断创新，以引领文化潮流，吸引广大消费者。影视剧的创作者对消费大众的主观喜好和判断标准的认知也是一种主观判断，只有创作者取得与多数消费者一致的主观判断，影视剧才能获得广大消费者喜爱，才能取得良好的票房或收视率，形成市场需求。

■ 公司简介

西安嘉行影视传媒股份有限公司前身为杨幂工作室。2015 年，嘉行传媒通过一系列资本运作，借壳西安同大登录新三板。

公司目前主要从事艺人经纪、电视剧和电影的投资、制作及发行业务、商务及衍生品开发。公司坚持“年轻化、精品化、网络化”的定位，专注于开发年轻人群喜爱的影视剧作品，向市场不断输送优质年轻艺人，在业内具有较高的品牌影响力和市场地位。通过艺人经纪和内容制作互相借力的操作模式，打造以艺人经纪为纽带、以影视剧为主体、以 IP 为核心、以商业植入和游戏为主要衍生品的娱乐产品和服务全产业链。

公司主要业务包括：

1、艺人经纪业务，是指公司依托自身的影视资源和专业管理经验，为演艺人员提供涵盖职业规划、形象塑造、专业培训、宣传推广、安排演艺工作、争取及洽谈广告代言及商业活动、谈判签约、收益获取、法律事务代理和行政顾问在内的全方位的经纪服务业务。公司根据与艺人签署的经纪服务协议按照其参与影视拍摄、广告等商务活动收入的一定比例取得佣金收入。

公司已经签约了 20 多位艺人，包括杨幂、刘恺威、迪丽热巴等一线艺人以及张彬彬、张云龙、高伟光、刘芮麟、黄梦莹等多位人气艺人。

图表 1 公司签约的部分艺人



资料来源：公开信息

2、影视剧制作发行，是指公司完成影视作品的拍摄并取得发行许可证后，向电视台、视频网站等销售平台提交播出母带，取得销售收入的业务。

图表 2 公司近年来出品的部分知名影视剧



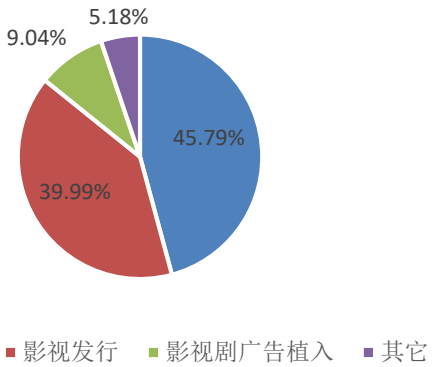





资料来源：公司网站

3、商务及衍生品开发，是指在影视作品中商业品牌及产品的内容营销与广告植入，影视作品中衍生品 的授权如：电视剧改编权授权、元素授权、形象授权、服装道具的授权、音像制品版权的转让等取得相应的版权转让收入等。

图表 3 公司 2016 年按产品分类营收占比



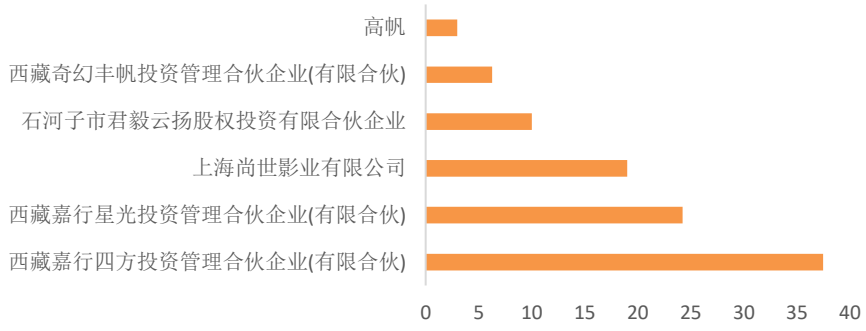
资料来源：公司 2016 年报

■ 公司实际控制人及员工概况

公司实际控制人为曾嘉女士。曾嘉女士为西藏嘉行四方投资管理合伙企业（有限合伙）的普通合伙人，并担任西藏嘉行四方投资管理合伙企业（有限合伙）的执行事务合伙人，其认缴出资额占西藏嘉行出资总额的 56.25%（公司副总赵若尧持有西藏嘉行 25%份额，知名艺人杨幂持有西藏嘉行 18.75%份额），系西藏嘉行的实际控制人，西藏嘉行为公司控股股东。

曾嘉女士，2000 年 5 月至 2008 年 12 月，就职于北京荣信达影视艺术有限公司艺人经纪部；2009 年 1 月至 2010 年 12 月，就职于美亚娱乐资讯集团有限公司任艺人经纪部总监；2011 年 1 月至 2014 年 10 月，就职于欢瑞世纪传媒影视传媒股份有限公司任艺人经纪部总经理；2012 年 10 月至 2013 年 5 月，就职于上海嘉行文化交流中心（普通合伙）任执行事务合伙人；2014 年 11 月至 2015 年 10 月，任海宁嘉行天下影视文化有限公司执行董事兼总经理。2015 年 10 月至今，任公司董事长兼总经理。曾嘉女士是业内知名经纪人，曾担任过周迅、杨幂、归亚蕾等知名艺人经纪人。

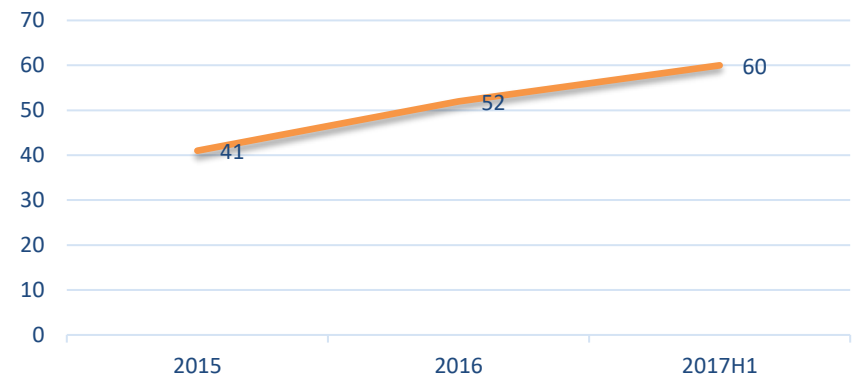
图表 4 公司股权结构



资料来源：公司 2017 年中报

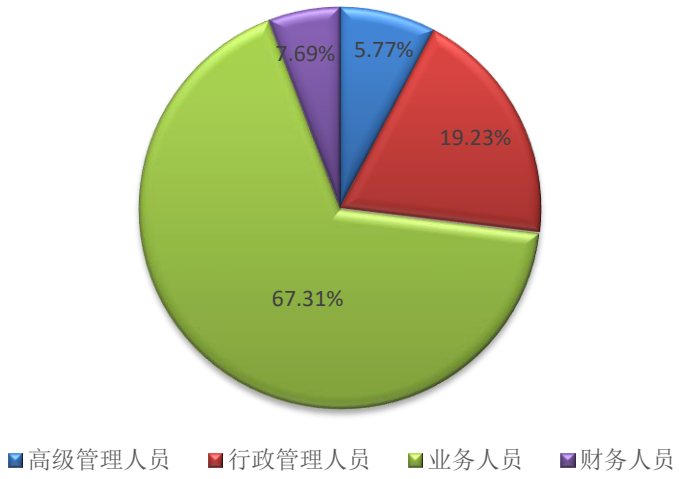
截至 2016 年末共有员工 52 人，2017 年上半年员工数量 60 人，随着公司艺人规模增长，员工规模有所增长。员工结构中，业务人员占比 67.31%。87.50%员工学历为本科以上，员工素质较高。

图表 5 公司员工规模持续增长



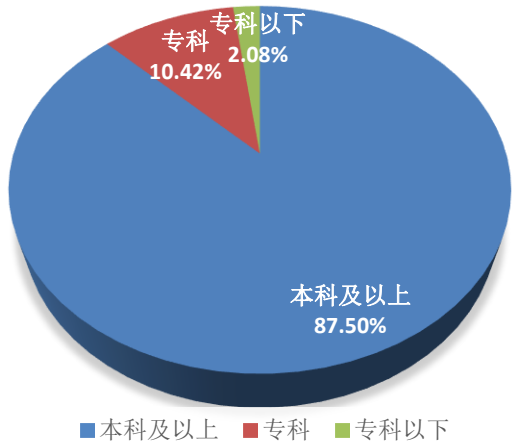
资料来源：2016 年报，2017 中报

图表 6 公司员工结构（截至 2016 年末）



资料来源：2016 年报

图表 7 公司员工学历结构



资料来源：2016 年报

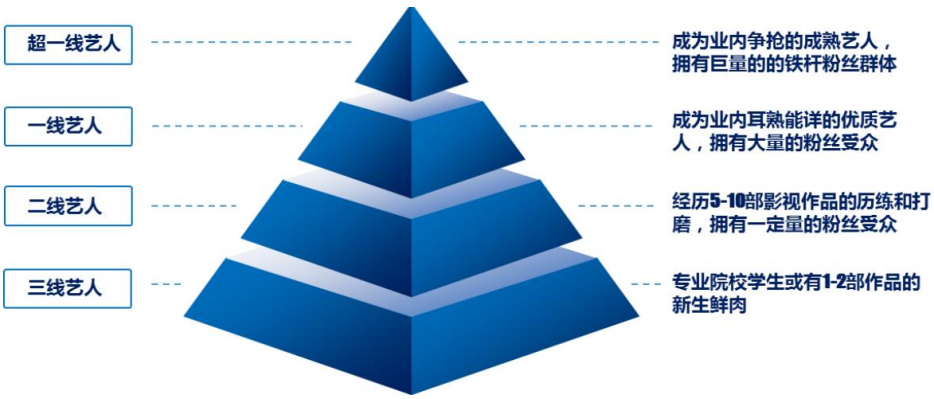
■ 艺人经纪+精品内容互相借力，批量产出热门偶像艺人

● 独有的艺人培养体系

嘉行的核心理念及成熟的艺人培养体系成为不断向市场推出火爆艺人的基础。嘉行独有的梯队式艺人培养方式，配合资深经纪人团队手上不同的剧集、角色资源，再施以精准的营销模式，一系列测评、培训、市场反馈的成长闯关式流程，极具特色。艺人培养是嘉行传媒的核心竞争力。总裁曾嘉与副总裁赵若尧均曾是业内知名经纪人，有多年培养艺人的经验，公司重点将人才聚焦于全国的艺术专业院校，不仅每年都会与北电、中戏、上戏、中传等院校进行合作，而且公司内 30 余人的经纪团队也会到各地院校去亲自挑选苗子。

公司自建了一套选人的测评体系，宣传部门和经纪部门合作，从颜值、语言、表演、台词、形体、智商、情商等各个维度来打分。每年公司最多只签约2-3个新人，全方位对新人进行测评，了解其内在品质，希望他们在人品、三观、心理状态上都没有问题。测评完后会根据每个人的优劣势，来进行艺人的定制培训，专业合格后再推向市场。嘉行对艺人按照发展程度划分四个不同的梯队，配合资深经纪人团队手上不同的剧集、角色资源，再施以不同的营销体系。

图表 8 公司的艺人培养体系

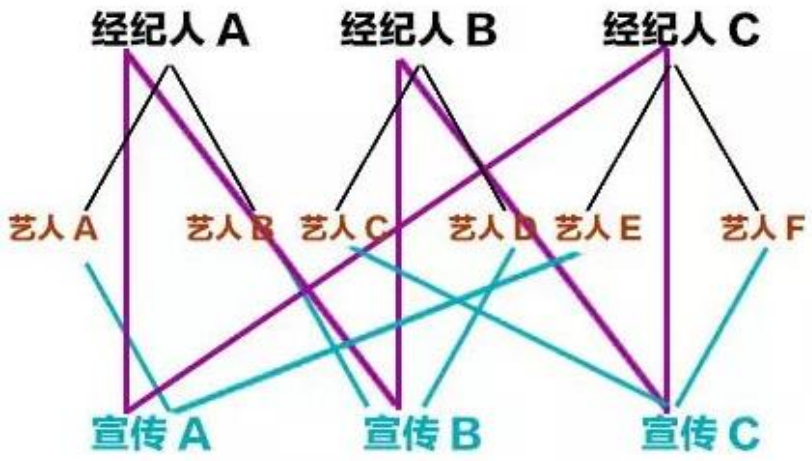


资料来源：公司资料

对于不同梯队的艺人，经纪团队会制定不同的包装方案。比如新人的前期培训通常将花费三个月到半年的时间，主要是帮助他们找到合适自己的定位。并针对每个人的优势及缺失，去相应的安排一些课程。而对于已经推向市场的艺人，团队也会为他们设计合理细致的工作规划。

与传统经纪公司内部分组带艺人的模式不同，嘉行创立了“多对多”组合交叉模式. 每个艺人都会有他的经纪团队，但团队内的这些工作人员却并不是一个固定的组，这种模式既可以资源共享群策群力，又可以有效地避免因利益捆绑而引起的公司内部组和组之间的恶性竞争。

图表 9 公司艺人团队实行“多对多”的交叉工作模式



资料来源：公司资料

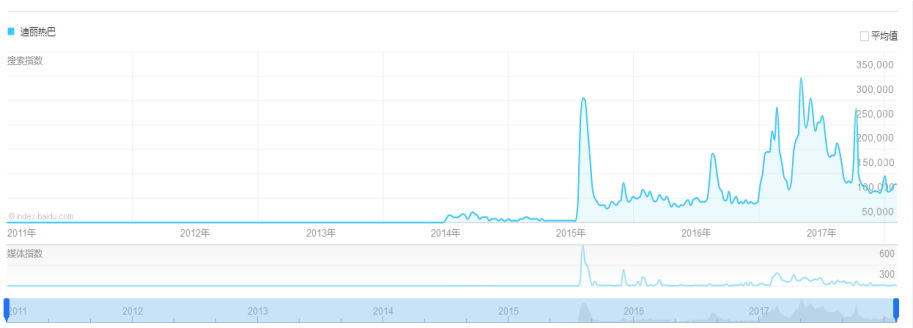
- **顶级艺人撬动精品影视项目**

公司成立之初，就确定了以艺人经纪为核心、以影视制作为载体、以全产业链开发相结合的三大主要业务板块。公司以顶级艺人撬动精品影视项目，艺人经济与精品影视相互借力形成正向循环。

公司 2016 年独家承制并参与投资出品的《三生三世十里桃花》火爆荧屏，网络播放量突破 300 亿，不仅打造了 2017 年开年的一部现象级高品质电视作品，也使参与该剧的杨幂、迪丽热巴、高伟光、张彬彬、王骁、黄梦莹、祝绪丹、赖艺、刘芮麟、代斯等 10 位旗下艺人人气飙升。

同年公司投资拍摄了周播剧《漂亮的李慧珍》2017 年 1 月 2 日开年一经播出，就逆袭成为开年黑马，收视率反超很多黄金档播出的电视剧。由公司承制和出品的电视剧不断取得市场认可，为嘉行赢得了制作能力方面的广泛的口碑。

图表 10 迪丽热巴百度指数 2015 年开始飙升



资料来源：百度指数

公司以工业化的经纪模式培养呈梯队的艺人体系，持续打造热门偶像艺人，并通过顶级艺人与精品影视互相借力，形成良好的资源共享、合作共赢的发展生态。

- **超强的资源整合能力**

公司拥有强大的资源整合能力，拥有优质发行渠道和顶级项目制作合作伙伴，能够抓住行业热点快速执行落地。公司渠道端整合能力突出，出品影视剧均优先登陆湖南、浙江、江苏、东方 4 大卫视，并与爱奇艺、腾讯、乐视、搜狐、芒果 TV 等主要视频平台保持良好业务合作关系。

公司与芒果影视合作成立“芒果嘉行”业务线，基于湖南卫视综艺、周播剧、日播剧等全平台资源，强势曝光，发力粉丝经济深度开发，进一步拓宽艺人经纪变现渠道。

公司每年为湖南卫视“青春进行时剧场”提供 1~2 部电视剧，重点开发可季播、可系列化发展具有“青春”特色的精品周播剧、日播剧，未来 5 年合作开发 4 部日播剧，全面强化 IP 开发、发掘和培养新人。双方将合作开发各自储备的《烈火如歌》、《流水迢迢》等 IP。

双方基于各自优势开展新艺人培养，合作培养的艺人优先芒果影视开展的项目中使用，分享新签艺人的经纪收入。双方将合作设立新的艺人部门，以公

司的艺人管理模式，通过湖南卫视的周播剧、综艺节目等向市场推送新人。

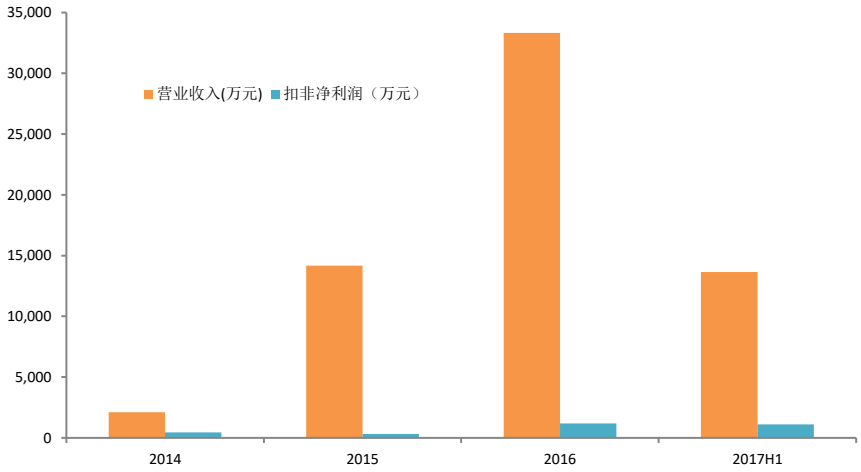
■ 业绩高速增长，牵手行业巨头，完善产业链

● 业绩高速增长

公司 2015 年借壳挂牌新三板以来，业绩大幅增长。2017 年上半年，公司实现销售收入 13652 万元。同比增长 53.25%。归属于挂牌公司股东净利润 8,465 万元，同比增长 53.2%。

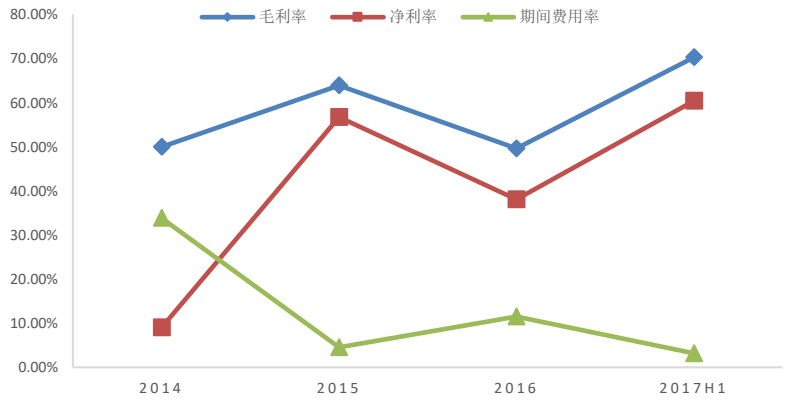
主要因公司所属艺人知名度随上年度影视剧热度提升而提升，致使今年艺人代言、活动及影视经纪签约数量及签约单价均有增加。随着公司艺人身价提升，公司投资精品影视剧热播，公司盈利能力显著提升，毛利率净利率均大幅增长。

图表 11 公司 2014 年以来营业收入和扣非净利润



资料来源：Chocie

图表 12 公司 2014 年以来毛利率、净利率和期间费用率



资料来源：Chocie

公司资源储备丰富，是公司业绩的保障。2017 年下半年以来，大量公司参与投资或制作的影视作品发行。电影方面，包括《逆时营救》、《傲娇与偏见》、《绣春刀之修罗战场》等均取得不熟口碑。电视剧方面，正在或即将播出的《谈判官》、《烈火如歌》等精品剧目热度正在持续上升。

- **牵手行业巨头，完善产业链**

公司在发展过程中相继与业内顶级企业战略合作，获得强大有力的支持。除了引入战略投资者尚世影业成为第三大股东外，2016 年 10 月，公司与芒果影视签订为期五年战略合作协议，双方将在影视剧制作、IP 开发、发掘和培养新人进行全面合作。

2017 年 5 月，嘉行传媒与华特迪士尼中国签订《联合开发电影项目合作协议》。双方希望合作开发适合由嘉行传媒代表的演员出演主角的中文剧本，该等影片主要面向中文观众，并包含真正中国元素。此番合作标志着嘉行传媒已经逐渐寻求开发海外市场，开始走向世界。移动视频端方面，公司还与爱奇艺、腾讯视频、优酷等国内主流视频网站建立长期稳定的合作。

2017 年 3 月，完美世界参与公司定增，5 亿元的入股，成为公司第四大股东，预计公司未来将和完美世界双方将在影视剧联合制作及发行、影游联动、艺人经纪等方面展开深度合作。完美世界计划出品的电视剧《趁我们还年轻》已与公司达成艺人方面的合作计划。此番合作嘉行传媒不仅可以获得了资金和多维度开发艺人的机会，更可以深入游戏领域，推进“游戏+影视”的 IP 生态建设，完善产业链。

公司坚持“年轻化、精品化、网络化”的定位，专注于开发年轻人群喜爱的影视剧作品，向市场不断输送优质年轻艺人，在国内影视剧行业具有较高的品牌影响力和市场地位。通过艺人经纪和内容制作互相借力的操作模式，打造以艺人经纪为纽带、以影视剧为主体、以 IP 为核心、以商业植入和游戏为主要衍生品的娱乐产品和服务全产业链。

■ 盈利预测及估值

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司 2017、2018 年归属于挂牌公司股东净利润分别 23085.02 万元和 30093.17 万元，每股收益分别为 11.54 元和 15.05 元。

图表 13 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(万元)	2096.70	14180.46	33318.54	46645.96	60639.74
归属于挂牌公司净利润(万元)	256.02	8118.44	12667.82	23085.02	30093.17
毛利率（%）	49.95	63.87	49.61	64.30	64.30
净利率（%）	9.02	56.73	38.02	49.49	49.63
ROE（%）	15.86	82.32	32.54	30.05	27.42
EPS(元)	0.24	6.27	6.81	11.54	15.05

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法，并且以独立的方式表述，研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价，亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其它人，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入—未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

流动性评级参考债券评级，暂定为 A(AA、A)、B（BA、B、BC)、C、D 等 4 类 7 级，分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果，提出对某家特定企业的研究需求，也可以完成别人的悬赏任务，或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后，即可成为 D3 研究的用户。

梧桐研究公会
电话：010-85715117
传真：010-85714717
电子邮件：wtlx@wtneeq.com