

证券研究报告—海外公司深度报告

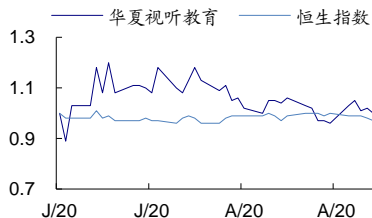
海外

教育

华夏视听教育(01981)
买入

合理估值: 6.72 港元 昨收盘: 4.91 港元 (首次评级)

2020年09月06日

一年该股与恒生指数走势比较

股票数据

| | |
|---------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股) | 1,660/1,660 |
| 总市值/流通(百万元) | 7,346/7,346 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,405/13,887 |
| 12个月最高/最低(港元) | 6.25/4.15 |

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307

E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519060003

联系人: 蔡志明

E-MAIL: caizhiming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

海外公司深度报告

更上层楼的综合传媒教育集团

● 国内领先的传媒高教和影视制作集团

公司主营艺术传媒教育和影视制作业务。旗下南京传媒学院位于民办艺术传媒高教第一梯队, 曾获“全国十大品牌独立学院”榜首、江苏独立学院综合实力排名首位、全国艺术类独立学院综合排名首位等诸多社会荣誉。影视制作业务亦处于国内领先地位, 曾出品《神雕侠侣》、《京华烟云》、《天龙八部》等口碑、收视俱佳的作品。近三年全市场出品的 38 部畅销剧中, 公司占 3 部。

● 传媒行业变革催生相应人才需求

网络基础设施建设完善、智能终端普及引发了媒体去中心化趋势和传媒内容视频化趋势, 构造出一个去中心、强互动、高垂直、泛视频化的传媒环境。在这一传媒背景下, 相应人才需求的数量和种类都将进一步提升, 从而为传媒教育行业提供巨大的行业机遇。

● 高品质办学铸造品牌优势, 未来量价提升空间充足

南京传媒学院专业设置紧随市场需求、教师团队经验丰富。多年一贯的高品质办学和培养质量铸造了公司的品牌优势, 使其在既往招生和学生就业端均表现优异, 并有望在未来持续吸引更多学生入读。当前校园宿舍接近满员, 公司计划于 2021 年建成容量 4000 的宿舍以接纳更多学生。另一方面, 公司历史生均学费受江苏省教育厅管制而远低于同类高校, 在学校转设成功并取得自主定价权后具备充分提价空间。

● 估值及投资建议

考虑到公司高教业务未来充分的量价提升空间和业务扩张、发展过程中有望不断提高并逐步稳定的回报创造能力, 我们首次覆盖并给予“买入”评级。预测 2020-2021 年收入 7.66/10.86 亿元, 同比增速 2.5%/41.7%; 净利润 2.39/3.60 亿元, 同比增速 34.7%/50.8%。结合绝对估值与相对估值, 公司合理估值区间为 6.72~7.90 港元/股, 相对于 9 月 3 日收盘价 5.02 港元的涨幅空间为 33.9%-57.4%。

● 风险提示

公司旗下学校运营出现负面事件; 招生和学费提价不及预期; 影视业务业绩出现巨大波动。

盈利预测和财务指标

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 747 | 766 | 1,086 | 1,339 |
| (+/-%) | 102.9% | 2.5% | 41.7% | 23.4% |
| 归母净利润(百万元) | 177 | 239 | 360 | 472 |
| (+/-%) | 30.4% | 34.7% | 50.8% | 31.0% |
| 每股收益(元) | 0.11 | 0.14 | 0.22 | 0.28 |
| EBIT Margin | 39.8% | 39.0% | 41.4% | 44.3% |
| 净资产收益率(ROE) | 14.2% | 9.6% | 13.0% | 15.0% |
| 市盈率(PE) | 41.42 | 30.74 | 20.39 | 15.56 |
| EV/EBITDA | 30.21 | 24.09 | 16.72 | 12.98 |
| 市净率(PB) | 5.86 | 2.96 | 2.65 | 2.33 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

投资摘要

估值与投资建议

艺术传媒高等教育是定位高端的稀缺高教资源。相较于普通专业的民办高教而言，艺术传媒高教更重实践，对学生专业水准、生师比、教师素质均有着更高的要求。我国当前艺术传媒高教整体录取率仅 60~70%，远低于高教整体录取率。在传媒行业持续发展的背景下，对相应人才和教育服务的需求仍将保持旺盛。公司旗下南京传媒学院在师资力量、办学质量等方面均位于江苏省乃至全国前列。我们认为，公司在未来有望发挥上述优势，持续向社会输出适应市场需求的艺术传媒类人才，并充分享受学生规模和生均学费增长的红利；同时有望凭借自身资金、教学资源优势，将业务辐射至艺术培训等领域，发掘新的增长点。在高教和其他各项业务向好发展的过程中，公司的财务和投资回报指标也有望更上台阶，为股东创造“更高更稳”的长期回报。

预计公司 2020-2022FY 营业收入分别为 7.66、10.86、13.39 亿元，同比增速分别为 2.5%、41.7%、23.4%；归母净利润分别为 2.39、3.60、4.72 亿元，同比增速 34.7%、50.8%、31.0%；EPS 分别为 0.14、0.22、0.28 元/股，2020 年 9 月 3 日收盘价 5.02 港元对应的预测 PE 分别为 30.7、20.4、15.6 倍。结合绝对估值与相对估值，公司股价合理区间为 6.72-7.90 港币/股，相对于 2020 年 9 月 3 日收盘价 5.02 港元涨幅空间为 33.9%-57.4%，首次覆盖给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

行业层面，社会对艺术传媒类人才在未来较长时间内保持旺盛需求。

公司层面，南京传媒学院能够不断扩大学生规模并提升生均学费。

与市场的差异之处

市场上关于公司的讨论多停留于公司未来中短期学生规模增长和生均学费提升带来的业绩增量，对学生规模和学费能否长期保持增长趋势的决定因素——艺术传媒行业人才的需求和供给发展趋势研究不足。本报告从传媒行业当前正在发生的变革出发，对传媒类人才未来需求可能的变动趋势做了一定的探讨。并且尝试根据公司现有业务和未来发展规划，初步描绘公司未来的成长路径、中长期形态。希望能够帮助投资者解答投资华夏视听教育，长期来看是在投资什么、怎样理解投资的风险收益预期等问题。

股价变化的催化因素

公司学生规模和生均学费增长超预期；

公司并购等业务拓展超出预期。

政策出台利好超出预期

核心假设或逻辑的主要风险

社会对艺术传媒人才的需求下降，导致公司学生规模和生均学费难以提升，或其增长不具备持续性。

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 估值与投资建议..... | 6 |
| 绝对估值: 7.07~7.90 港币 | 6 |
| 分部估值: 6.72~7.60 港元 | 7 |
| 投资建议..... | 9 |
| 公司介绍: 国内领先的民办传媒教育集团..... | 10 |
| 传媒高教和影视制作的先行者 | 10 |
| 股权结构集中, 大股东行业积淀深厚 | 12 |
| 行业分析: 媒介变换推动传媒人才需求增长..... | 14 |
| 传媒行业: 整体增长与结构变化并行 | 15 |
| 传媒艺术教育: 高品质高教资源稀缺, 艺术培训格局分散..... | 18 |
| 影视制作: 价格提升推动市场增长, 新媒体渠道发行量持续提升 | 21 |
| 优势: 商业模式可延展, 办学优质成果佳..... | 24 |
| “可拓展+一体化+高协同”的商业模式 | 24 |
| 高质量教学成果丰硕, 扩容提价内生动力十足..... | 25 |
| 合作头部渠道, 输出优质影视作品 | 28 |
| 财务分析: 股东回报稳中有进 | 30 |
| 教育增长有望稳中提速, 影视业务波动较大..... | 30 |
| 长期收入结构和利润率有望优化 | 30 |
| 资产负债率极低, 未来扩张空间充足 | 32 |
| 投资回报: 绝对值和稳定性趋升 | 32 |
| 盈利预测 | 34 |
| 收入和盈利预测假设 | 34 |
| 盈利预测的情景分析 | 34 |
| 盈利预测结论 | 35 |
| 风险提示 | 36 |
| 附表: 财务预测与估值..... | 37 |
| 国信证券投资评级 | 38 |
| 分析师承诺 | 38 |
| 风险提示 | 38 |
| 证券投资咨询业务的说明 | 39 |

图表目录

| | |
|---|-----------|
| 图 1: 公司发展历史简述..... | 10 |
| 图 2: 高教板业务收入和同比增速 (百万元) | 11 |
| 图 3: 本科课程在校生数和同比增速..... | 11 |
| 图 4: 公司股权结构..... | 13 |
| 图 5: 传媒行业发展决定相关教育产业量价空间..... | 错误!未定义书签。 |
| 图 6: 传媒行业划分..... | 15 |
| 图 7: 传媒行业总收入和同比增速 (亿元) | 15 |
| 图 8: 2018 年中国传媒核心产业的细分领域排名 (亿元) | 16 |
| 图 9: 新媒体环境与传统媒体环境差异对比..... | 16 |
| 图 10: 四种不同内容形态的差异..... | 17 |
| 图 11: 视频每日阅读量优于图文..... | 17 |
| 图 12: 2014-2018 年中国电视剧市场规模增长的量价拆分 | 21 |
| 图 13: 近年来中国电视剧发行数量 (部) | 21 |
| 图 14: 内容付费占视频市场收入比例大幅增长 | 22 |
| 图 15: 今年部分热播精品网剧 | 22 |
| 图 16: 中国电影市场规模增速的量价拆分..... | 23 |
| 图 17: 电影票房收入和同比增速 (亿元) | 23 |
| 图 18: 不同渠道方式发行的电视剧收入占比..... | 23 |
| 图 19: 传媒艺术教育市场结构 | 18 |
| 图 20: 民办、公办艺术传媒高教收入和同比增速 (亿元) | 19 |
| 图 21: 民办艺术传媒教育在校生数和同比增速 | 19 |
| 图 22: 民办艺术传媒市场规模增长的量价拆分 | 19 |
| 图 23: 艺术生艺考和高考流程 | 20 |
| 图 24: 中国艺考培训机构数量 | 21 |
| 图 25: 不同收入规模艺考培训机构占比 | 21 |
| 图 26: 教育业务收入和同比增速 (百万元) | 30 |
| 图 27: 影视业务收入和占总收入比 (百万元) | 30 |
| 图 28: 公司成本结构 (百万元) | 31 |
| 图 29: 高教和影视制作业务毛利率 | 31 |
| 图 30: 高教和影视制作业务销售费用率 | 31 |
| 图 31: 高教和影视制作业务管理费用率 | 32 |
| 图 32: 高教和影视制作业务净利率 (扣非、不含财务费用) | 32 |
| 图 33: 公司资产负债率 | 32 |
| 图 34: 公司负债结构 (百万元) | 32 |
| 图 35: 公司净利率 | 33 |
| 图 36: 总资产周转率和权益乘数..... | 33 |
| 图 37: 公司 ROE..... | 33 |
| 图 38: 公司经营性净现金流和净利润 (百万元) | 33 |

| | |
|--|----|
| 表 1: 公司盈利预测假设条件 (%) | 6 |
| 表 2: 资本成本假设 | 6 |
| 表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) | 7 |
| 表 4: 可比公司财务数据比较 | 8 |
| 表 5: 高教可比公司估值表 (截至 2020.8.4) | 8 |
| 表 6: 艺术培训可比公司财务比较 | 9 |
| 表 7: 艺术培训可比公司估值 | 9 |
| 表 8: 公司不同课程在校生人数 | 11 |
| 表 9: 公司影视作品获奖情况 | 12 |
| 表 10: 畅销电视剧市场五大制作公司畅销剧数量 (2018-2019H1) | 22 |
| 表 11: 中国民办艺术传媒类高教规模前五学校人数和市占率 | 20 |
| 表 12: 南京传媒学院院系和专业设置 | 26 |
| 表 13: 公司部分海外合作院校和合作专业 | 27 |
| 表 14: 一线制片人为公司制作的部分影视剧 | 29 |
| 表 15: 可比学校学费情况 | 28 |
| 表 16: 英皇南广演艺学院课程情况 | 25 |
| 表 17: 公司在制电影、电视剧 | 29 |
| 表 18: 各项业务假设 | 34 |
| 表 19: 情景分析 (乐观、中性、悲观) | 35 |
| 表 20: 各项业务收入和息税前利润预测 | 35 |

估值与投资建议

我们采用绝对估值和分部估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：7.07~7.90 港币

公司教育业务经营稳定，影视制作业务亦有良好的销售回款渠道。整体现金流情况稳定，可以建立 FCFF 对公司进行估值。基于对公司未来业务发展的较保守预期，我们对各项指标假设如下：

- 1) 公司旗下南京传媒学院现已转设完成，对标同类学校未来有充分提价空间，公司上市融资后亦计划扩建校舍增加学生容量。基于对南京传媒学院未来学生规模和学费增长的较保守预期，和影视业务维持稳定的前提，我们预测 2020-2025 收入增速分别为 2.52%、41.72%、23.36%、20.84%、14.71%、8.00%。
- 2) 假定影视制作业务毛利率保持稳定，则公司整体毛利率将随着高教板块学费提升而持续爬坡。
- 3) 公司高教管理费用率有望随学生规模增长、规模效应显现逐步走低。但由于高教和培训的管理费用率高于影视业务，这两项业务收入占比提升对整体管理费用率的拉动冲掉高教规模效应对管理费用率的优化，整体管理费用率稳中小幅上升。
- 4) 艺术培训类业务销售费用率较高，在影视销售费用率维持稳定的前提下，艺术培训收入占比的增长将带动整体销售费用率上行。
- 5) 未来营利性民办高教可享受所得税优惠，税率为 15%。
- 6) 公司未来 3-5 年扩建校舍、拓展艺考培训、儿童艺术教育需大量资金投入，因此假设 2020-2025 年股利分配比率为 20%。

表 1：公司盈利预测假设条件 (%)

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率 | -33.86% | 102.86% | 2.52% | 41.72% | 23.36% | 20.84% | 14.71% | 8.00% |
| 营业成本/营业收入 | 44.36% | 50.10% | 48.40% | 44.33% | 41.07% | 38.43% | 37.07% | 37.07% |
| 管理费用/营业收入 | 17.43% | 9.93% | 8.68% | 9.19% | 9.53% | 9.79% | 9.94% | 9.94% |
| 销售费用/销售收入 | 2.20% | 1.20% | 3.29% | 4.60% | 4.72% | 4.81% | 5.12% | 6.50% |
| 所得税税率 | 2.87% | 19.06% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 股利分配比率 | 0.00% | 0.00% | 20.00% | 20.00% | 20.00% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

| | | | |
|--------------|-------|---------------|--------|
| 无杠杆 Beta | 1.00 | T | 15.00% |
| 无风险利率 | 2.75% | Ka | 10.75% |
| 股票风险溢价 | 8.00% | 有杠杆 Beta | 1.00 |
| 公司股价 (港币) | 5.02 | Ke | 10.77% |
| 发行在外股数 (百万) | 1,660 | E/(D+E) | 75.00% |
| 股票市值(E, 百万元) | 7,954 | D/(D+E) | 25.00% |
| 债务总额(D, 百万元) | 32 | WACC | 9.02% |
| Kd | 5.00% | 永续增长率 (10 年后) | 2.00% |

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析。该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

| | | WACC 变化 | | | | |
|---------------------------------|-------------|---------|------|------|------|------|
| | | 8.7% | 8.9% | 9.1% | 9.3% | 9.5% |
| 永 续 增 长 率 变 化 | 2.6% | 7.90 | 7.65 | 7.42 | 7.21 | 7.00 |
| | 2.4% | 7.75 | 7.52 | 7.30 | 7.09 | 6.89 |
| | 2.2% | 7.61 | 7.39 | 7.18 | 6.98 | 6.79 |
| | 2.0% | 7.48 | 7.27 | 7.07 | 6.88 | 6.70 |
| | 1.8% | 7.36 | 7.15 | 6.96 | 6.78 | 6.60 |
| | 1.6% | 7.24 | 7.05 | 6.86 | 6.68 | 6.52 |
| | 1.4% | 7.13 | 6.94 | 6.76 | 6.59 | 6.43 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理估值区间为 7.07~7.90 港币/股。

分部估值：6.72~7.60 港元

由于高教、艺术培训、影视业务在业务模式、成长性、盈利能力等维度差别迥异，我们采取分部估值法对其进行相对估值。

高等教育。公司艺术传媒高教业务办学质量高，且具备一定的稀缺性，我们从如下维度将其与现有高教龙头宇华教育、希望教育、中教控股进行对比，以确定其高教业务的估值范围。

- **盈利能力。**公司近几年 ROE 略低于宇华教育，高于中教控股和希望教育。从 ROE 的结构来看：其净利润率略低于宇华教育和中教控股，大于希望教育；权益乘数低于三家可比公司；总资产周转率高于三家可比公司。考虑到影视制作业务资产较轻对公司整体周转率的提升，高教部分资产实际周转率或较为接近。**展望未来：**公司充足的提价空间有望大幅推高净利率和周转率；学生规模增长带来的规模效应亦可提升资产周转效率；新建校舍、潜在并购也可一定程度上提升权益乘数。综合来看，公司未来为股东创造回报的能力有望逐年提升。
- **成长性。**公司高教当前生均学费约 16000，同类学校生均学费在 3-5 万元。在南京市放开民办学校自主定价权后，学费提升将带动公司收入、利润的快速增长。据我们测算，公司高教业务 2021-2022 年收入增速分别为 41.7%、23.4%，息税前净利润增速分别为 54.4%、42.1%，高于三家可比公司。
- **稀缺性。**南京传媒学院在民办艺术类高教中名列前茅，曾获评全国艺术类独立学院综合评价第一名。考虑到公司一贯的高办学质量和艺术传媒类考生 60%-70% 的远低于普通高考的录取率，南京传媒学院专业层面的稀缺性或在三家可比公司之上。

综上，华夏视听历史盈利能力在可比公司中处于前列，其增长潜力受到学费限价影响尚未得到充分释放，仍有大幅上行可能。因此我们认为，其估值有望取得行业内较高水平。公司从 2021 年 9 月开始提价，学费上涨和学生人数增加无法很好地体现到 2021 年全年业绩中，因此我们基于 2022 年预测业绩进行相对估值。给予高教业务 2022 年 23~25 倍 PE，按 2.96 亿归母净利润计算，对应市值为 68.1~74.0 亿元。

表 4: 可比公司财务数据比较

| 指标 | 证券代码 | 证券简称 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------|---------|--------|-------|-------|-------|
| ROE | 1981.HK | 华夏视听教育 | - | 11.6% | 14.2% |
| | 6169.HK | 宇华教育 | 18.5% | 17.8% | 13.6% |
| | 1765.HK | 希望教育 | 38.1% | 7.0% | 11.2% |
| | 0839.HK | 中教控股 | 10.5% | - | 9.3% |
| 净利率 | 1981.HK | 华夏视听教育 | 32.3% | 40.1% | 26.0% |
| | 6169.HK | 宇华教育 | 37.0% | 49.1% | 32.3% |
| | 1765.HK | 希望教育 | 26.1% | 15.2% | 35.2% |
| | 0839.HK | 中教控股 | 43.3% | - | 34.0% |
| 权益乘数 | 1981.HK | 华夏视听教育 | 1.40 | 1.39 | 1.28 |
| | 6169.HK | 宇华教育 | 1.36 | 1.63 | 2.36 |
| | 1765.HK | 希望教育 | 8.24 | 1.99 | 2.38 |
| | 0839.HK | 中教控股 | 1.18 | - | 2.19 |
| 总资产周转率 | 1981.HK | 华夏视听教育 | - | 0.21 | 0.41 |
| | 6169.HK | 宇华教育 | 0.31 | 0.25 | 0.22 |
| | 1765.HK | 希望教育 | 0.16 | 0.16 | 0.15 |
| | 0839.HK | 中教控股 | 0.19 | - | 0.17 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 5: 高教可比公司估值表 (截至 2020.9.3)

| 证券代码 | 证券简称 | 股价 (港元) | 市值 (亿元) | EPS | | | PE | | |
|---------|--------|------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |
| 1981.HK | 华夏视听教育 | 5.02 | 73.46 | 0.11 | 0.21 | 0.27 | 40.23 | 21.07 | 16.39 |
| 6169.HK | 宇华教育 | 7.16 | 210.79 | 0.29 | 0.29 | 0.32 | 21.76 | 21.76 | 19.72 |
| 1765.HK | 希望教育 | 2.41 | 153.58 | 0.09 | 0.12 | 0.13 | 23.60 | 17.70 | 16.34 |
| 0839.HK | 中教控股 | 14.50 | 274.84 | 0.45 | 0.54 | 0.61 | 28.40 | 23.67 | 20.95 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 本表预测 EPS 和 PE 均为国信证券经济研究所预测值

培训板块。培训类业务在招生、培养模式上与职业教育更为接近, 因此我们选取中国东方教育、中公教育和老鹰股份作为可比公司。公司培训业务兼有艺考培训、少儿艺术教育和演艺培训三条细分产品线, 这三项业务在需求刚性、赛道成长性方面有所差异, 下面我们将分别讨论。

- 从产品需求看。艺考培训需求刚性与公考培训接近, 略高于厨师、汽修等职业培训。少儿艺术教育这类素质教育服务需求刚性稍弱。
- 从赛道成长性看。艺考培训当前格局分散, 在美术这类相对容易标准化的细分赛道拥有广阔的整合空间。少儿艺术教育市场规模很大, 但由于门类众多, 产品非标化程度较高, 赛道中易产生特色化的“小而美”机构, 整合难度相对较大。演艺培训受众基数小, 行业空间有限, 适宜精品化而非规模化发展。

考虑到艺考培训、少儿艺术和演艺培训的产品和赛道特征, 我们认为公司的估值水平应该与中国东方教育接近, 同时小于中公教育; 另一方面, 由于业务刚刚起步, 未来发展具有较强的不确定性, 其估值或有一定折价。培训业务开展早期盈利水平和规模不能较好地反映其为股东创造回报的能力, 故我们基于 2023 年的业绩预测对培训板块进行相对估值, 给予其 2023 年 20-22 倍 PE。按照我们预测的 2023 年培训业务 1.05 归母净利润, 对应估值为 21.0~23.1 亿元。

表 6: 艺术培训可比公司财务比较

| | 证券代码 | 证券简称 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------|-----------|--------|-------|-------|-------|
| ROE | A20322.SZ | 老鹰股份 | 42.3% | 42.3% | 37.2% |
| | 0667.HK | 中国东方教育 | 48.0% | 41.1% | 24.2% |
| | 002607.SZ | 中公教育 | - | 47.4% | 56.5% |
| 净利润率 | A20322.SZ | 老鹰股份 | 21.9% | 25.8% | 27.9% |
| | 0667.HK | 中国东方教育 | 22.5% | 15.6% | 21.7% |
| | 002607.SZ | 中公教育 | - | 18.5% | 19.7% |
| 权益乘数 | A20322.SZ | 老鹰股份 | 1.78 | 1.76 | 1.83 |
| | 0667.HK | 中国东方教育 | 2.19 | 3.23 | 1.58 |
| | 002607.SZ | 中公教育 | - | 2.44 | 2.90 |
| 总资产周转率 | A20322.SZ | 老鹰股份 | 1.10 | 0.87 | 0.66 |
| | 0667.HK | 中国东方教育 | 0.92 | 1.03 | 0.63 |
| | 002607.SZ | 中公教育 | - | 1.05 | 1.06 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 7: 艺术培训可比公司估值 (截至 2020.9.3)

| 证券代码 | 证券简称 | 股价(元) | 市值(亿元) | EPS | | | PE | | |
|-----------|--------|-------|----------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| | | | | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |
| 0667.HK | 中国东方教育 | 17.48 | 337.98 | *0.49 | *0.58 | *0.67 | *31.45 | *26.57 | *23.00 |
| 002607.SZ | 中公教育 | 37.46 | 2,310.31 | 0.40 | 0.50 | 0.72 | 93.65 | 74.92 | 52.03 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

注: 带*数值为国信证券经济研究所预测, 其余 EPS 和 PE 为 Wind 一致预期值

影视制作。公司影视制作业务以拍摄电视剧为主。由于公司渠道资源丰富, 在作品开拍前会先找到潜在买家, 近年来影视制作业务收入相对稳定。2018 年收入大幅减少是因为在该年卖出的《倚天屠龙记》收入在 2019 年确认所致。我们假设未来影视制作业务收入保持稳定为每年 3.5 亿元, 归母净利润约 0.92 亿元。给予影视制作业务 10 倍 PE, 对应估值为 9.2 亿元。

高教、艺术培训和影视制作三部分估值合计约 111.5~120.6 亿元, 对应合理估值区间为 6.72~7.62 港元/股。

投资建议

结合绝对估值与分部估值得出公司合理估值区间为 6.72~7.90 港元/股, 相对于 2020 年 9 月 3 日收盘价 5.02 港元的空间为 33.9%-58.4%, 首次覆盖给予“买入”评级。

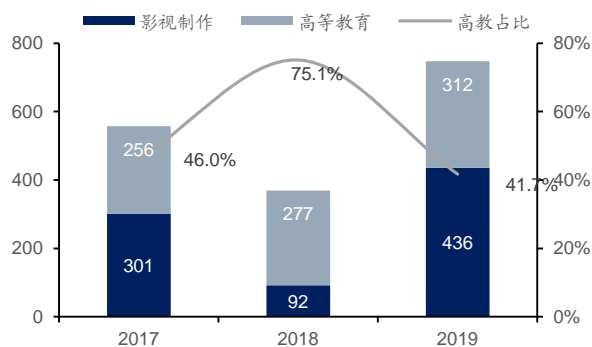
公司介绍：国内领先的民办传媒教育集团

传媒高教和影视制作的先行者

华夏视听教育（1981.HK）主营艺术传媒类专业的高等教育和影视制作。公司的电视剧制作业务始于 2001 年蒲树林先生创立华夏在线。高等教育业务始于 2004 年蒲先生创立中国传媒大学南广学院（前独立学院，现已完成转设）。影视与艺术传媒高教两项业务至今均有十余年历史，分别居于各自领域的领先地位。

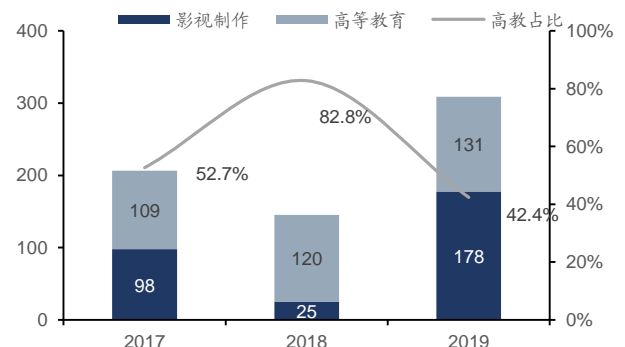
公司高教业务 2017-2019 年收入占比分别为 46.0%、75.1%和 41.7%；息税前利润占比分别为 52.7%、82.8%和 42.4%。

图 1：公司 2017-2019 年各业务收入（百万元）



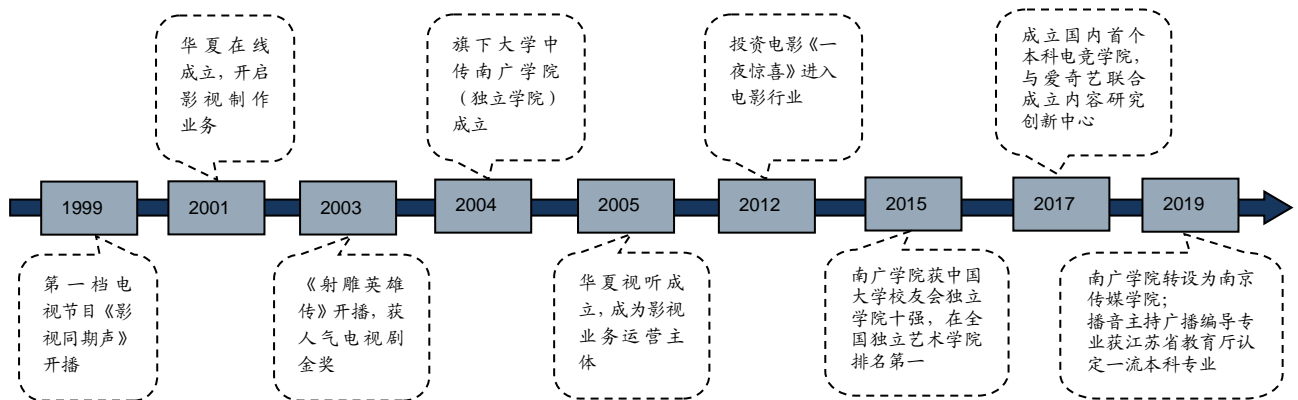
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 2017-2019 年各业务息税前利润



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 3：公司发展历程简述



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

优质且稀缺的高教资源。公司旗下南京传媒学院是江苏省唯一一所传媒类应用型本科高校。该校前身为中国传媒大学独立学院，已于2020年4月转设成为南京传媒学院。学校办学多年，为社会输送了数万从业人才；其中不乏倪妮、白客等文艺新星。

学校在招生、办学、就业端均有优异表现。每年招生成绩均位于全国艺术类院校前茅，就业竞争力连续6年位居江苏同类院校首位。办学13年，学校办学质量越发受到社会认可，先后获评“全国本科生综合满意度50强高校”、“全国校园环境满意度50强高校”、“全国十大品牌独立学院”榜首、江苏独立学院综合实力排名首位、全国艺术类独立学院综合排名首位等诸多荣誉。

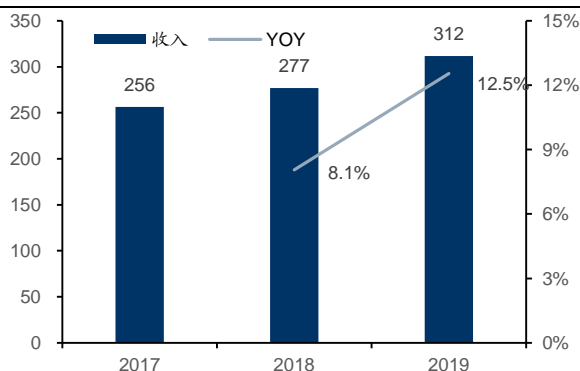
- **高教学生数和收入稳健增长。**2016/17到2019/20学年公司本科在读学生总数分别为12468、13008、13515、14256人，2017/18到2019/20同比增速为4.3%、3.9%、5.5%。2017-2019年高等教育收入分别为256、277、312百万元，2018-2019年同比增速8.1%、12.5%。
- **国际预科和继续教育快速爬坡。**国际预科和继续教育课程学生数由2016/17学年的41、72人增长至2019/20学年的410、301人，年复合增速分别为113.7%、61.1%。公司计划未来三年将国际预科课程规模扩充至1200人。
- **已完成转设成为民办本科大学。**2019年南广学院正式转设为南京传媒学院，为此向中国传媒大学支付了9500万元合作终止费用。学校经过较长时间的出色运营，已经积累了丰富的办学管理经验和良好口碑，因此我们预计转设不会对学校发展产生重大负面影响。南广学院转设后升格为民办本科院校，有望在招生计划方面得到更多支持，并节约授权费、服务费等费用约2000万元/年。

表 8: 公司不同课程在校生人数

| | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 本科课程 | | | | |
| 四年制本科在读 | 11548 | 11872 | 12346 | 12930 |
| 两年制专升本在读 | 920 | 1136 | 1169 | 1326 |
| 在读学生总数 | 12468 | 13008 | 13515 | 14256 |
| 学校容量 | 12800 | 13216 | 14204 | 14804 |
| 学校使用率 | 97.4% | 98.4% | 95.1% | 96.3% |
| 国际预科课程 | 42 | 41 | 166 | 410 |
| 继续教育课程 | 72 | 58 | 36 | 301 |

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 4: 高教业务收入和同比增速 (百万元)



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 5: 本科课程在校生数和同比增速



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

影视制作：积淀深厚，行稳致远。公司影视制作业务最早可追溯至 1998 年。由创始人蒲树林先生制作的《影视同期声》在中央电视台热播多年。2001 年影视制作公司华夏在线正式成立，为中国首批私人电视节目制作公司之一。经过二十多年的发展，公司已经成为业内领先的电视节目制作方。公司在电视剧业务上风格较为稳健，平均每年发行 1-2 部电视剧，下游买家主要是各大电视台和视频网站，故其作品均有较为稳定的销路。此外，公司在每部作品开机前均会先联系好有意向的买家才正式开始。这一稳健的风格使得近年来公司影视制作业务毛利率较为稳定，2017-2019 年分别为 47.1%、50.4%和 46.7%。

截至 2019 年末，公司共制作了 33 部题材不同的电视剧共 1279 集。其中不乏《天龙八部》、《京华烟云》、《神雕侠侣》等广为人知的佳作。2017-2019FY 公司影视制作业务收入分别为 301、92、436 百万元，占总收入比 54.0%、24.9%、58.3%。

表 9：公司影视作品获奖情况

| 奖项/证书 | 颁奖方 | 年份 |
|-----------------------|------------------------|--------------------|
| 星光奖 | 国家广播电视电影总局 | 2000、2002 及 2003 年 |
| 中国电视金鹰奖-十佳长篇 电视剧优秀作品奖 | 中国电视艺术家协会 | 2004 年 |
| 十佳优秀电视剧 | 中国广播电视协会 | 2014 年 |
| 最具魅力电视剧 | 南方盛典 | 2004 年 |
| 最佳古装电视剧 | 电视剧风云榜 | 2005 年 |
| 飞天奖（提名） | 广电总局 | 2006 年 |
| 最佳收视奖 | 中京剧中国造晚会 | 2006 年 |
| 最具影响力电视/网络奖 | 中国广播电视协会、中国传媒大学及中央民族大学 | 2008 年 |
| 年度最佳电视剧奖 | 新浪 BQ 红人榜 | 2008 年 |
| 最受欢迎电视剧 | 湖南电视台 | 2013 年 |
| 最具投资价值文化创意企业 30 强 | 中国文化金融创新峰会 | 2014 年 |
| 行业传奇奖 | 爱奇艺及 PPS | 2017 年 |
| 优秀自制项目奖 | 腾讯视频 | 2019 年 |
| 最受欢迎电视剧 | 广西电视台 | 2019 年 |

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

股权结构集中，大股东行业积淀深厚

公司采用 VIE 架构，股权结构集中，蒲树林先生为实际控制人；其透过 Cathy Media Holding Inc 持有公司 72.19% 的股份。公司上市实体通过境内外商独资制作企业和外商独资教育企业分别协议控制影视制作业务和高等教育业务相关实体。公司基石投资者包括李基培旗下 Highland Pines Limited、雪湖资本、东方资产管理和李泽楷全资拥有的 Oceanic 等机构。

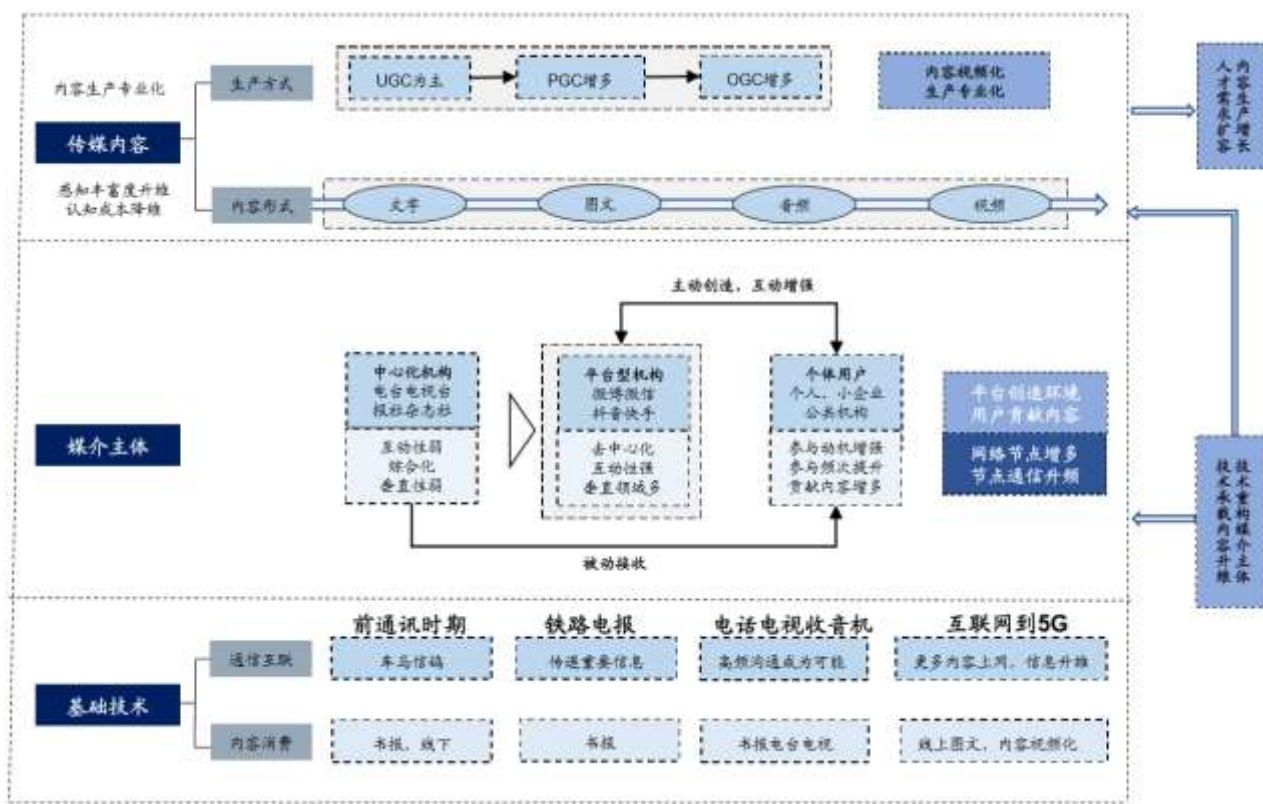
公司实际控制人蒲树林先生是公司创办人、执行董事、董事长兼首席执行官，也是董事会提名委员会主席和薪酬委员会成员。蒲先生于 1983 年毕业于沈阳音乐学院，1989 年至 1993 年及 1993 年至 1996 年底分别担任黑龙江电影电视剧制作中心电影电视剧制作中心主任及黑龙江省对外文化交流协会副主任。蒲先生本人科班出身，终其一生都在从事艺术传媒领域相关事业。多年的监管和业界经历使其积累了丰富行业经验和人脉资源，对公司战略决策与业务发展均有着长远的积极意义。

行业分析：媒介变换推动传媒人才需求增长

艺术传媒教育和影视制作的发展，与传媒行业整体发展变化密切相关。因此，理清传媒行业未来可能的发展趋势，对我们判断公司主营业务长期的量价空间发展至关重要。

本部分从传媒行业整体演化路径、发展方向和组成结构变化等方面的分析入手，尝试研判未来较长时期内行业可能的发展趋势和对相关人才的需求变化。我们认为，在 1) 人民精神文化需求日益增长、2) 媒体去中心化增加传媒主体数量并改变行业传统运营模式、3) 内容视频化的新传播环境等因素的共同作用下，传媒行业对优质内容和相关产业链高素质人才的需求有望长期保持旺盛。

图 7：一图看懂传媒行业发展变化

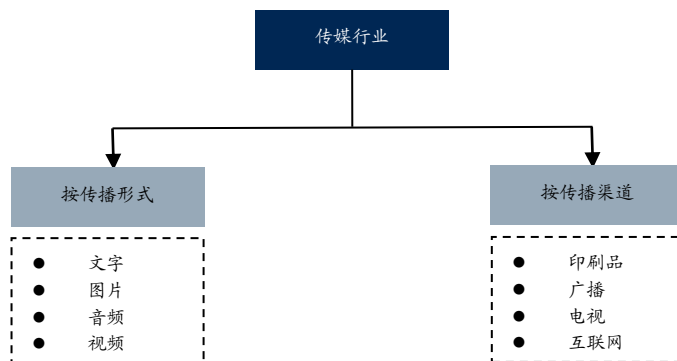


资料来源：国信证券经济研究所分析和整理

传媒行业：整体增长与结构变化并行

广义的传媒行业指通过电视、广播、印刷品和互联网等渠道向观众提供各种各样的内容。按照传播形式可划分为文字、听觉、视觉传媒，按照传播渠道可划分为印刷、广播、电视、互联网传媒。

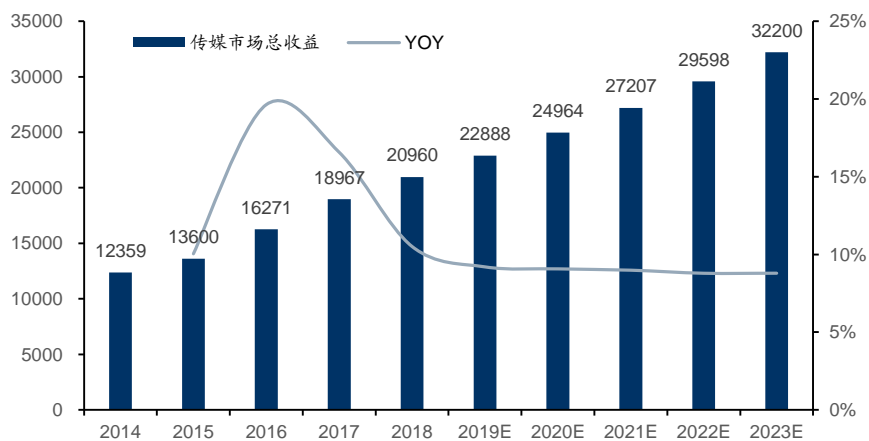
图 8：传媒行业划分



资料来源：国信证券经济研究所分析和整理

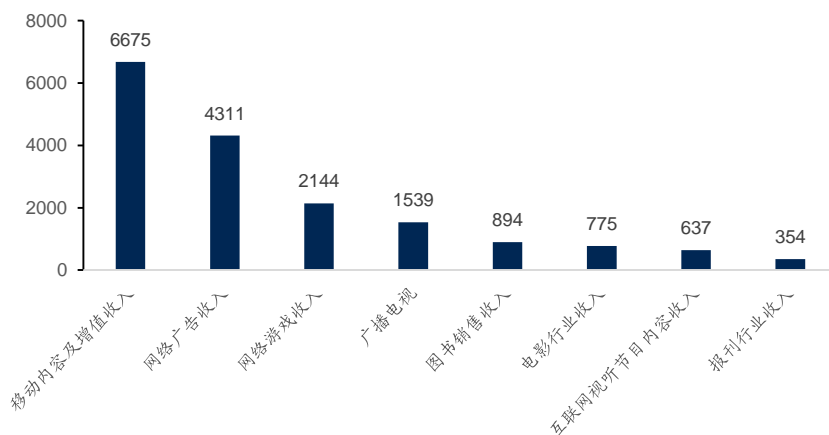
传媒行业整体保持增长。近年来我国传媒行业快速发展，行业总收益从 2014 年的 12359 亿元增长到 2018 年的 20960 亿元，年复合增长率 14.1%。据弗若斯特沙利文估计，传媒行业未来将继续增长，2023 年行业收入将有望达到 32200 亿元，自 2018 年起复合增长率 9%。

图 9：传媒行业总收入和同比增速和预测（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图 10: 2018 年中国传媒核心产业的细分领域排名 (亿元)

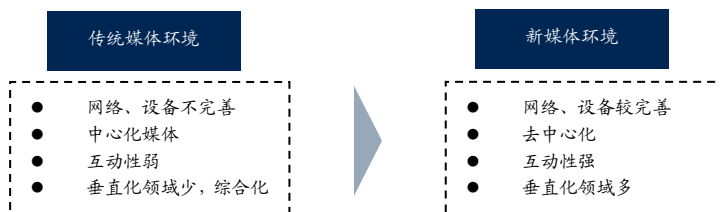


资料来源:《中国传媒产业发展报告(2019)》,国信证券经济研究所整理

增长: 媒体去中心化增加传媒从业人才需求。在我国信息基础设施尚不发达的阶段,民众接触媒体内容的渠道局限于报刊杂志、广播、电视等中心化程度较高的传媒主体。随着互联网和智能设备的普及,在基础设施不断升级和完善覆盖的背景下,新媒体、自媒体等形式更为自由、分布更为零散的媒体形式出现井喷式发展。中心化传统媒体和去中心化自媒体并存的传播环境逐渐形成,重塑了用户通过媒介获取信息和内容的方式。

- 企业、政府、非政府组织机构传播需求的新呈现。新媒体环境下,企业、政府等机构开始逐步建立自己的新媒体传播渠道以满足自身对外传播、沟通需求。
- 新媒体时代由于基础设施较为完备,制作、发表内容的门槛大大降低,更多主体能够参与到内容的设计挖掘、生产制作、传播推广过程中。
- 和传统媒体相比,新媒体的垂直性、与受众间互动性更强。需要投入更多人力到用户沟通、数据分析等环节当中,也增加了对对应人才的需求。

图 11: 新媒体环境与传统媒体环境差异对比



资料来源:国信证券经济研究所分析和整理

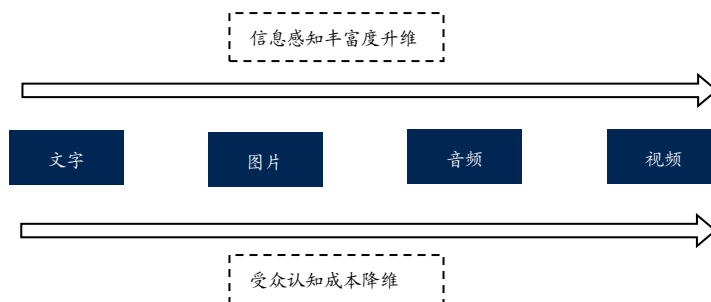
变化：内容视频化催生相关人才需求。媒体内容可采取文字、图片、音频、视频四种形态。在信息技术基础设施尚不发达的时代，传媒内容以图文为主，伴有少量音、视频。随着通信网络的发展和智能终端的普及，音频、视频开始在内容传播中扮演越来越重要的角色。其原因在于：

- 从文字到音频、视频，信息丰富度是在升维的，更高的信息丰富度能够带来更为立体的视听体验，用户更容易收拢注意力进入“沉浸”状态，提高体验度。
- 从文字、图片到音频、视频，受众自身需要的对内容再加工和理解吸收难度的工作量是在降维的，其接收门槛亦逐步降低。观看音频、视频相较阅读文字更为简单直接，受众所需认知成本更低。与此对应的受众覆盖度提高。

综上，音频、视频是一种更为综合也更能迎合受众认知规律的内容形式。我们认为，未来更多内容的呈现方式都将音频、视频化。近年来抖音、快手、B站等视频平台的飞速发展均佐证了这一判断。

受众覆盖面增大叠加内容形式的转换，极大增加了对视频内容和相关策划、拍摄、剪辑人才的需求。据全媒派统计，媒介内容形式词频统计中，视频的词频远高于文字、图片和其他类型。在视频成为主要媒介形式的背景下，相应的各类媒体对于视频内容设计、拍摄、剪辑和包装制作人才的需求也水涨船高。

图 12：四种不同内容形态的差异



资料来源：国信证券经济研究所分析和整理

图 13：视频每日阅读量优于图文

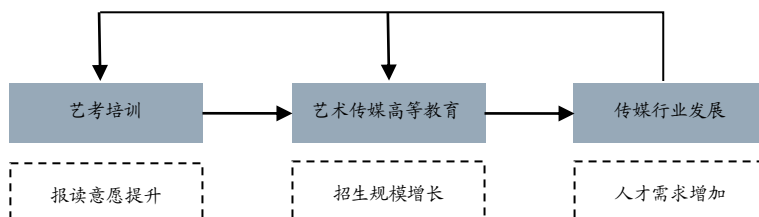


资料来源：西瓜视频，国信证券经济研究所整理

传媒艺术教育：高品质高教资源稀缺，艺术培训格局分散

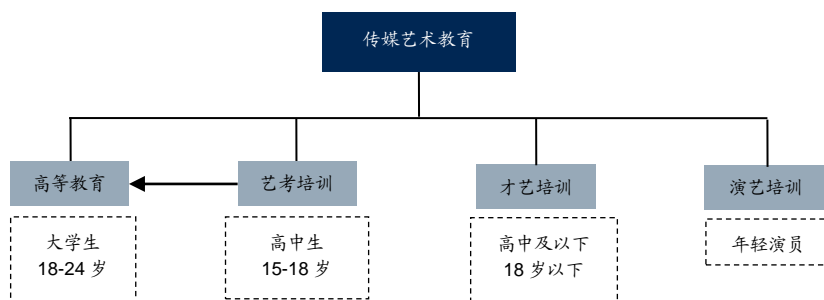
公司涉及的传媒艺术教育赛道主要包括高等教育、艺考培训和才艺培养。我们基于前文对未来传媒行业整体趋势的分析，认为未来传媒行业对视听内容产业链相关人才仍将保持旺盛需求，进而使得考生对相关专业的报考意愿。公司高教和艺术培训等业务在这一背景下更显珍贵，未来均有望享受这一趋势带来的量价红利。

图 14：传媒行业发展决定传媒教育量价空间



资料来源：国信证券经济研究所分析和整理

图 15：传媒艺术教育市场结构



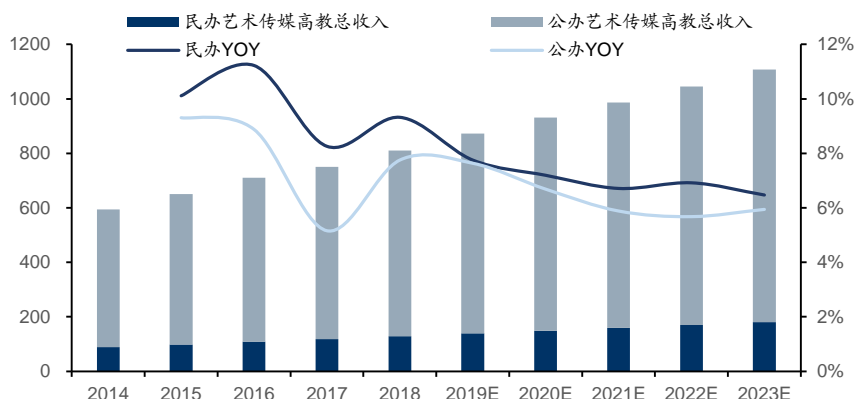
资料来源：国信证券经济研究所分析和整理

高教：整体增速稳健，民办传媒类发展态势良好。从行业规模来看，2018 年我国民办传媒艺术高教收入规模约 811 亿元，其中民办 129 亿元，公办 682 亿元。从规模增速来看，2014-2018 年行业整体收入复合增速为 8.1%，民办 9.8%；预计 2019-2023 年整体复合增速 6.4%，民办 6.9%。民办艺术传媒高教增长速度略大于公办高校。中央及地方财政补贴资金的相对不足限制了公办学校的规模扩张，民办学校则通过引入社会资本用于弥补办学资金的不足，并且能够以更市场化的方式调整专业设置，扩大办学规模。

供需增长不匹配，生均学费维持高增长。近年来民办艺术传媒高教市场规模主要由生均学费增长驱动，学生人数增速则趋缓。主要在于相应教育资源供给侧的扩张跟不上考生需求的增长。近年来艺术传媒类考生高考录取率仅 60% 左右，远低于高考整体 80% 以上的录取率。

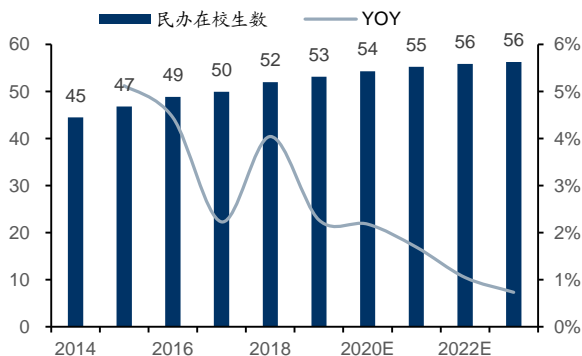
我们认为，随着前文所述传媒行业变革的发生，未来传媒人才需求的总量和种类仍将保持增长。办学层次高、质量好、能够及时调整课程、专业设置的高校有望受到更多考生的追逐，保持充足的生源数量和议价权。

图 16: 民办、公办艺术传媒高教收入和同比增速 (亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

图 17: 民办艺术传媒教育在校生数和同比增速



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

图 18: 民办艺术传媒市场规模增长的量价拆分



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

- **艺术传媒高教定位高端。**艺术传媒类专业由于实践性较强，师生互动更为频繁，对教师密度需求更高，因而其成本和学费均高于普通专业。这一情况在民办和公办高校中均普遍存在。公办高校由于能够获得更多财政补贴，其同类型专业学费要低于民办高校。民办学校之间的学费差异则根据办学层次、办学质量差异由市场决定。从学费定价来看，艺术传媒高教学费在各学科类别中位于前列，2018/19 学年民办艺术传媒类高校在校生平均学费为 1.9 万元/学年，高于公办艺术类的 0.97 万元和普通民办高校的 1.35 万元。

随着民办高校定价逐步放开，未来办学质量高、学生就业佳的民办高校学费仍有充分提升空间。公司旗下南京传媒学院报录比极低，其生源竞争者多为公办艺术传媒类大学，体现出其对艺术传媒类学生的极强吸引力。

- **竞争格局分散。**从行业格局来看，民办艺术传媒市场较为分散。当前行业集中度受制于单校规模以及学校、专业分布广泛的原因，处于较低水准，按在校生人数计算的 CR5=13.9%。公司旗下南京传媒学院排名第二，市占率 2.4%。未来行业集中度的提升可能会由或由资金充裕、品牌知名的头部公司通过并购实现。

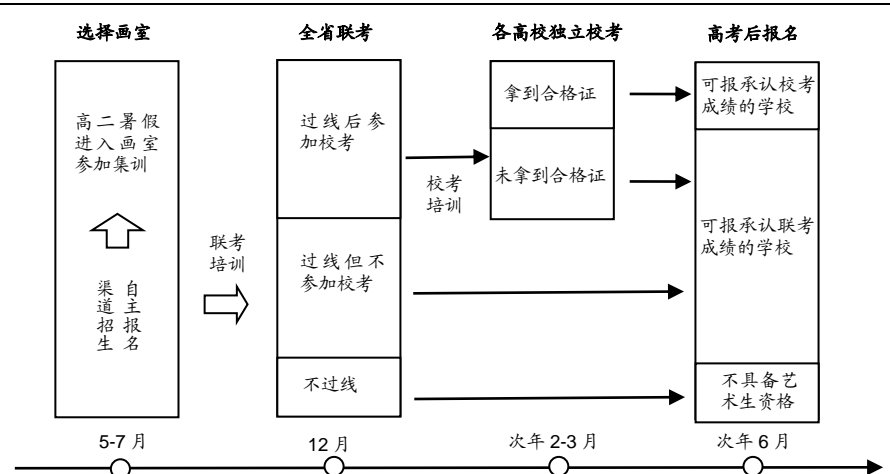
表 10: 中国民办艺术传媒类高教规模前五学校人数和市占率

| 学校名称 | 成立时间 | 2018/19 学年在校生人数 (万人) | 市占率 |
|----------|------|----------------------|------|
| 四川传媒学院 | 1997 | 2.42 | 4.7% |
| 南京传媒学院 | 2004 | 1.27 | 2.4% |
| 河北传媒学院 | 2000 | 1.19 | 2.3% |
| 吉林动画学院 | 2000 | 1.18 | 2.3% |
| 四川文化艺术学院 | 2001 | 1.14 | 2.2% |

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

艺考培训: 刚性需求的分散市场, 整合存在一定难度。艺考是艺术特长生报考大学的关键环节, 根据专业不同可分为美术、音乐、舞蹈表演、播音、编导等。艺考生在普通高考之外, 还必须参加各省组织的艺术联考和有选择性地参加各校自主举办的校考。艺考合格者可凭借专业分数+文化分数由普通高校或艺术类高校择优录取。

图 19: 艺术生艺考和高考流程

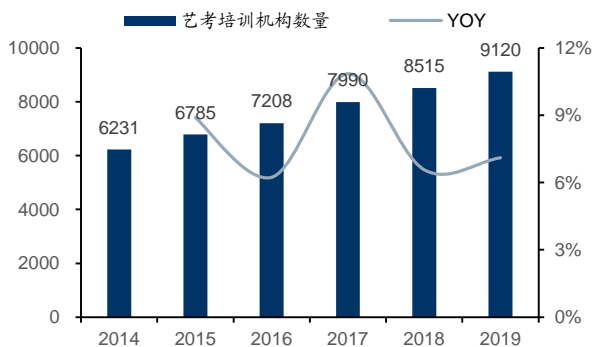


资料来源: 亿欧网, 国信证券经济研究所整理

- **需求刚性, 规模可观。**艺术考试专业性强, 极难通过自学达到合格标准。艺考整体录取率 60%, 远低于高考 80% 以上的整体录取率”。在“专业水准要求高+录取率低”的条件下, 艺考培训几乎是一项刚性需求。艺考生报名人数由 2016 年的 100 万增长到 2020 年 117 万人, 复合增速 4.0%。若按照 90% 参培率, 客单价 3-5 万元计算, 2020 年艺考培训市场规模约 300-500 亿元。
- **格局分散, 内容非标。**艺考培训行业较为分散, 培训机构小而多。大多数机构的培训规模只维持在百人以内, 头部机构的市占率也较难做到较高水平。艺考赛道呈现出这一特征的原因在于:
 - 1) 教学内容较难标准化。艺术教学内容与方法缺乏标准化设置, 受教师个人主观因素影响较大, 缺乏通用的教学体系, 教学质量难以量化。
 - 2) 区域化特征显著。艺术院校在校学生和教师是培训机构教师的主要来源, 因此培训机构在艺术院校周边过度集中, 较难在全国范围内扩张设点。
 - 3) 高水平教师流动性大, 影响机构长期发展稳定性。水平高且授课能力强的教师是艺考机构最核心的竞争力。机构依赖“名师”, 对其议价权弱。培养新教师的时间和资金成本又十分高昂。

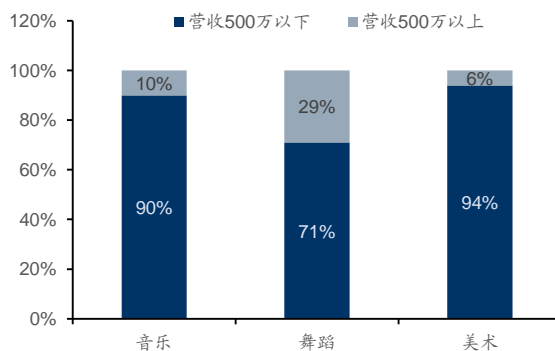
和当前市场上的中小型机构相比，公司的优势在于集团资金充足、专业和管理运营能力出众，能够集中资源在更短时间内实现教学内容、课程设置的标准化和动态调整。当前各艺术培训细分赛道中，美术考生规模最大（每年超 50 万），美术教学内容相对更易标准化。故我们认为美术可能是艺考培训各细分赛道中最先开始进入集中化、标准化的类别。

图 20：中国艺考培训机构数量



资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

图 21：不同收入规模艺考培训机构占比

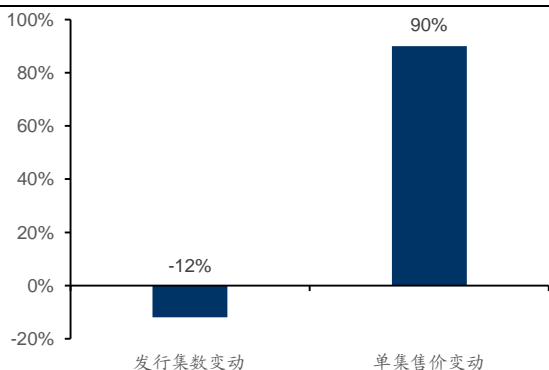


资料来源：人人都是产品经理，国信证券经济研究所整理

影视制作：价格提升推动市场增长，新媒体渠道发行量持续提升

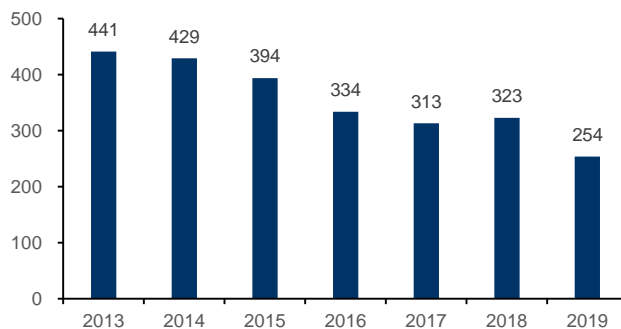
电视剧市场：量缓质增是当前发展主旋律。据弗若斯特沙利文统计，我国电视剧行业规模从 2014 年的 156 亿元增长至 2018 年的 261 亿元，年复合增速 13.8%。电视剧市场总收益增长主要源自价格增长。单集售价由 2014 年的 100 万元增长至 2018 年的 190 万元，年复合增速 18.2%。发行量方面，由于我国影视行业监管趋严和标准提升，近年来电视剧发行量逐年下滑，由 2012 年的 506 部下降至 2019 年的 254 部。电视剧行业发展路线转向以提升质量为主。

图 22：2014-2018 年中国电视剧市场规模增长的量价拆分



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图 23：近年来中国电视剧发行数量（部）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- **头部玩家能力突出。**据广电总局统计，截至 2018 年底中国有 18728 家电视剧制作公司。在 2018-2019 上半年发行的 38 部畅销剧中，前五大制作公司共出品 16 部，占 42.0%。我们认为，头部玩家在未来能够凭借自身在资金、IP 发掘、发行渠道等维度的综合优势，持续产出畅销的电视剧集。

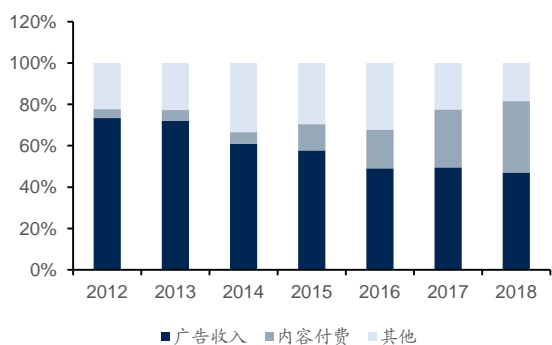
表 11: 畅销电视剧市场五大制作公司畅销剧数量 (2018-2019H1)

| 排名 | 电视剧制作集团 | 身份及背景 | 畅销剧部数 | 畅销剧集数 |
|----|---------|----------------------------------|-------|-------|
| 1 | 集团 A | 主营电视剧、网络剧、电视节目、电影、网络游戏和演员经纪的上市公司 | 4 | 241 |
| 2 | 集团 B | 主营电视剧、网络剧、电视节目、电影、网络游戏和图书销售的上市公司 | 4 | 222 |
| 3 | 集团 C | 主营一家以电视剧、网络剧和电影的非上市公司 | 3 | 171 |
| 4 | 华夏视听 | 核心业务为影视制作、传媒艺术高等教育的综合传媒集团 | 3 | 169 |
| 5 | 集团 D | 主营电视剧、网络剧和电影的上市公司 | 2 | 113 |

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

- **网剧精品化趋势明显。**随着视频平台成为影视剧发行的重要渠道之一, 近年来影视剧网剧化、精品化的趋势愈发明显。爱奇艺、腾讯视频、优酷等头部视频平台自制、外购作品显著增加, 其盈利模式也由传统的广告向“广告+内容付费”转变。内容付费的比重增加, 使得客户和平台对于质量的要求大幅提高。在这一模式转换过程中, 网剧也逐步向精品化路线靠拢。今年播出的《我是余欢水》、《龙岭迷窟》、《隐秘的角落》等剧均取得了极高的关注度与播放量。我们认为, 在新的制作与发行生态下, 网剧精品化的趋势将进一步延续。

图 24: 内容付费占视频市场收入比例大幅增长



资料来源: 《中国网络视听发展研究报告》, 国信证券经济研究所整理

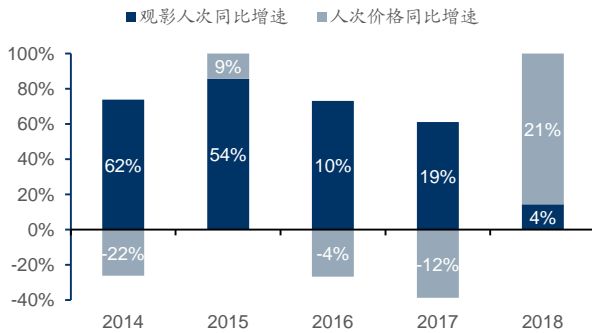
图 25: 今年部分热播精品网剧



资料来源: 百度, 国信证券经济研究所整理

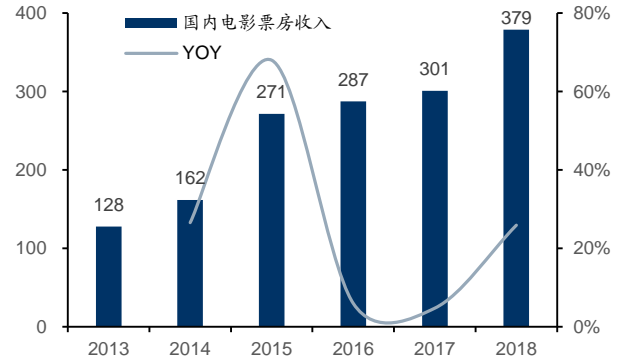
电影：观影人次进入平台期，行业收入保持增长。中国电影市场收入近年来保持较快增长，行业收入由 2013 年的 174 亿元增长至 2019 年的 636 亿元，年复合增速 24.1%。观影总人次由 2013 年的 5 亿上升至 2019 年的 17 亿，年复合增速 22.9%。自 2015 年起观影人次增速放缓，逐步进入平台期。未来电影票房规模增速或随观影人次增速下降持续放缓。

图 26：中国电影市场规模增速的量化拆分



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图 27：电影票房收入和同比增速（亿元）

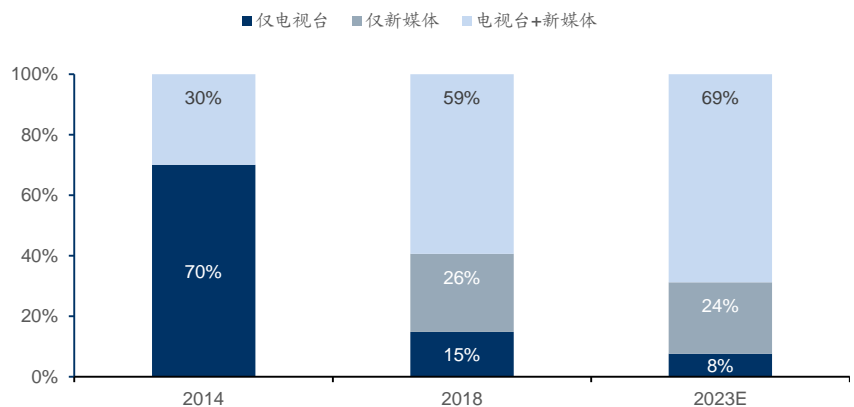


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

发行渠道：新媒体渠道占比激增。随着各类视频平台的兴起，影视剧的发行渠道由“以电视台为主导”发展至“新媒体+电视台并行”。各类新媒体渠道在作品发行中的地位愈发上升。据弗若斯特沙利文统计，2014 年仅采用新媒体和“新媒体+电视台”方式发行的电视剧收入占比仅为 30%，2019 年则达到了 85.2%。预计 2023 年这一占比将达到 92.4%。

新媒体渠道发行的兴起使得影视制作上也模式由 to B 向 to C 转换，对电视剧的采购、制作模式均产生了较大影响。举例而言，电视台通常都是一次性完成版权购买，而近年来网剧则兴起了根据用户付费和播放量分账的收益模式。另一方面，to B 向 to C 的转变也开始倒逼制作方提升影片质量，增加对特定观众定位、喜好的研究；进而增加对相关岗位人才的需求。

图 28：不同渠道方式发行的电视剧收入占比

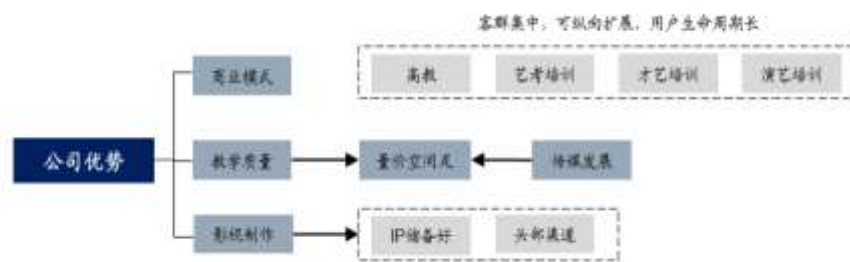


资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

优势：商业模式可延展，办学优质成果佳

本节在分析公司商业模式特征和办学模式的基础上，尝试描绘公司未来发展的路径和最终形态，并在此基础上对投资公司未来的收益和风险做出评估。我们认为，艺术传媒类高教与普通高教不同，其具有良好的向下和向上的拓展空间。向上可进行演艺培训，向下可开展艺考培训、才艺培养等业务。由于公司高教业务与上述业务相关性较强，因此能产生良好的协同效应。如行业资源提供，教学管理经验输出等。通过向两端延伸业务，公司有望提升用户生命周期，同时开辟更为多元化的成长路径。这是华夏视听教育和其余高等院校商业模式最大的差异所在，也是其稀缺性的重要构成。

图 29：一图看懂公司优势



资料来源：国信证券经济研究所分析和整理

“可拓展+一体化+高协同”的商业模式

用户集中，全生命周期价值高。报读艺术传媒类高教的学生大多从小就接受艺术教育，在相应的氛围中长大。还有小部分是因高中阶段文化课成绩稍差，想通过艺考降分进入高层次院校的考生。为了增加艺考通过的概率，这两类学生大概率会选择才加艺考相关培训提升自身专业水平。这两类考生（尤其是前者）的全用户生命周期价值远高于普通高校学生，具有良好的业务拓展价值。公司深厚的行业资源与教管经验积累能够充分与核心用户群的“大学前”教育产生协同，如教学内容质量，课程设置的科学合理性，以及集团层面的品牌背书。

高成长空间，多元化成长路径。青少年艺术教育和艺考培训市场空间广阔，据中研网估计，2020年儿童艺术教育市场规模有望达到1300亿元。艺考培训类市场规模按100万人，80%参培率，3-5万客单保守计算，市场规模在240-400亿左右。这两个市场的潜在空间均大于民办艺术传媒高教市场规模，具有充足的成长潜力。通过向下打通艺术教育和艺考培训两个环节，将业务拓展到更大的用户范围，公司有望搭建起一个金字塔型的用户服务结构，实现对核心客群更长生命周期的覆盖。同时打开教育业务的增长空间，实现更为多元化的成长。

纵向布局已在路上，相对优势显著。公司现已开始艺考培训、儿童艺术教育、演艺培训领域的业务拓展。

- **艺考培训。**作为进入艺术类院校的重要环节，其培训需求刚性较强，客单价在5-10万之间。艺考培训的发展模式有自建培训学校和开办培训课程两类。公司可凭借自身在影视制作和教育领域的丰富经验、资源储备和品牌声誉迅速打开艺考培训市场，形成新的业绩增长点。
- **少儿艺术教育：**主要面向C端用户。在当前较为零散的市场格局下，公司在资金、资源等维度领先中小机构，有望在市场竞争中取得优势地位。从公司生源来看，报考南京传媒学院的考生大多从小开始培养相关才艺，极

少部分学生是中途选择艺术传媒专业。这意味着参与公司艺术教育的孩子有不小的概率是未来艺考培训的潜在用户，若其未来考虑报读艺术类院校，在艺术教育中建立的对公司品牌的信任使其更有可能参与到公司举办的艺考培训中心。这将极大降低艺考培训的招生成本。

- **演艺培训：**2019年8月与英皇集团推出南广演艺培训班，为有天赋的星梦演员量身打造培训课程。该为期16天的课程培训费高达20800元，但在一个月内收到了610名年轻演员申请，最终仅录取30人。同年12月“英皇南广演艺学院”正式开办，学费在4.5-9.8万之间。

表 12：英皇南广演艺学院课程情况

| 班型 | 课程周期和课时 | 招生人数 | 学费 | 学员福利 |
|-----|-----------------------|-------|------------|-------------------------------------|
| 初级班 | 四周（习六休一）、144课时（每日6小时） | 25人/班 | 45000（包住宿） | 优先报名参加其他演出活动，积分考核前20名有报读进阶班资格 |
| 进阶班 | 四周（习六休一）、144课时（每日6小时） | 20人/班 | 60000（包住宿） | 优先报名参加其他演出活动，积分考核前15名有报读大师班资格 |
| 大师班 | 四周（习六休一）、144课时（每日7小时） | 15人/班 | 98000（包住宿） | 优先报名参加其他演出活动，计划结束后接受艺人经纪部面试，有机会直接签约 |

资料来源：英皇南广演艺学院微信公众号，国信证券经济研究所整理

高质量教学成果丰硕，扩容提价内生动力十足

专业灵活调整紧随市场需求。学校构建了在长三角地区同领域院校中类别最齐全的学科专业群，围绕“文、艺、工、管、经”相关学科，开设了与文化传媒紧密对接的49个应用型本科专业，在补充健全区域内相关学科建设上发挥了重要作用。现设有播音主持艺术学院、广播电视学院、新闻传播学院、传媒技术学院、电竞学院等11个二级学院及思政与基础教学部、国际教育学院、培训中心及中国传媒大学远程与继续教育学院南广分院等机构。其中，播音与主持艺术专业为国内同类高校六星级专业和江苏省该领域唯一一个省级重点建设专业。2017年，南京传媒学院在国内高校率先开设艺术与科技专业，并下设电子竞技分析、用户体验分析、交互设计与分析等新兴方向；同年创办国内本科院校第一所电竞学院。公司专业设置均紧跟社会传媒、文化行业的人才需求，同时能够以其雄厚的师资力量保证教学培养效果，进而提升学生在就业市场的竞争力。与此同时，公司一贯的优质输出也保障了充足的优质生源和学费端的潜在提价能力。

表 13: 南京传媒学院院系和专业设置

| 学院 | 专业 |
|-----------|--|
| 播音主持艺术学院 | 播音与主持艺术 |
| 广播电视学院 | 广播电视编导 |
| 新闻传播学院 | 新闻学、广播电视学、传播学、广告学、网络与媒体 |
| 国际传播学院 | 英语、法语、西班牙语、日语、朝鲜语、汉语国际教育、葡萄牙语、俄语、意大利语 |
| 摄影学院 | 摄影、影视摄影与制作 |
| 戏剧影视学院 | 音乐学、戏剧影视导演、表演、录音艺术、戏剧影视文学、音乐表演、戏剧影视美术设计 |
| 美术与设计学院 | 视觉传达设计、环境设计、产品设计、服装与服饰设计、美术学、绘画 |
| 动画与数字艺术学院 | 数字媒体艺术、动画、漫画、新媒体艺术 |
| 文化管理学院 | 电影学、贸易经济、公共事业管理、文化产业管理、经济学、汉语言文学 |
| 传媒技术学院 | 广播电视工程、电子信息工程、数字媒体技术、智能科学与技术、计算机科学与技术、通信工程、物联网工程 |
| 电竞学院 | 艺术与科技 |
| 国际学院 | |
| 思政与基础教学部 | |
| 继续教育学院 | |

资料来源：南京传媒学院官网，国信证券经济研究所整理

注：加粗专业为艺术类专业，其余为普通专业

教职工经验丰富，学生实践机会充裕。艺术传媒作为一门偏重应用的学科，其学生培养较为注重：1) 通过实践强化对学生业务认知和熟练度的培养 2) 对业界最新技术、潮流的把握。我们认为，公司丰富的教职工储备和资源关系能够满足相关人才培养需求。

- **教师从业经验丰富。**截至 2019 年末，公司旗下南京传媒学院拥有 706 名全职教职工，此外，还有 524 名平均从业年限超 10 年的客座教师，师生比约 11.6，能够保证学生得到充分的教师指导
- **专业实践机会充裕。**公司可利用自身在影视制作方面的丰富资源，以校企合作的方式培养影视产业链相关的应用型人才。例如：公司调动资源和业务合作伙伴（如英皇娱乐集团）的资源，向导演、编剧和表演艺术专业的学生提供接触业内精英（作为导师）和企业实习的机会。此外，公司的摄影系已经通过校企合作在江苏省建立起专业航空摄影培养基地。

师生屡获奖项，招生就业两旺。学校科学合理且紧随市场需求的专业、课程设置与雄厚的师资力量使得近年来南京传媒学院在招生、学生素质、学生就业方面均表现优异。

- **师生屡获奖项彰显培养成果。**学校师生在国内外各类专业赛事、交流活动中屡创佳绩，摘获省级以上奖项 1000 余项。包括 Telly 国际广告节、戛纳国际电影节短片角、法国飞帕电视节、“五个一”工程奖、中国话剧金狮奖、香港国际电影节、中国纪录片国际选片会、世界小姐大赛等具有行业影响力的专业赛事。
- **报考人数逐年走高。**学校招生成绩常年位居全国艺术类院校前茅，2017 年学校艺术类专业校考报名人数达 5.8 万人、艺术类专业录取率达 4%，2015/16 到 2018/19 学年，分别有 36589、36689、52863、58092 名学生参加艺术入学考试，报录比分别为 6.3%、4.8%、4.1%、4.3%。入学竞争激烈程度呈上升趋势。
- **学生就业竞争力强。**学校毕业生就业去向遍布国内外主流媒体、新兴媒体及文化艺术机构，毕业生受到用人单位广泛好评。据麦可思公司进行的高校毕业生就业情况跟踪调查显示，南京传媒学院毕业生就业竞争力等多项指标连续 6 年位居江苏同类院校首位。

海外交流密切打开国际视野。学校积极拓展国际交流与合作。截至 2019 年 6 月 30 日,已经与美国、加拿大、英国、新西兰、法国、西班牙、意大利、韩国、日本、芬兰、捷克等国家 50 多所大学开办交换生或联合学位项目,开展 2+2/3+1 本科双学位、本升硕、短期交换生、本科及硕士预科等多类型项目合作,为师生搭建留学深造、学术交流、专业实践等平台。

表 14: 公司部分海外合作院校和合作专业

| 学校 | 学校地位 | 合作专业 |
|--------------|---|------------------------------|
| 美国旧金山艺术大学 | 美国规模最大的私立艺术高校、平面设计学院全美 Top20、时装设计全美 Top10 | 动画、平面设计、影视特效 |
| 迈阿密大学 | 全美排名第 79 位、全美最佳本科教育排名第 2 位 | 商业学、传播学、艺术管理等 |
| 纽约电影学院 | 全球最大的独立电影学院 | 电影制作、表演、3D 动画 |
| 英国伦敦大学金史密斯学院 | 传播与媒体研究全球第 7, 全英第 2、艺术设计全球第 11, 全英第 4 | 媒体与传播、设计 |
| 英国考文垂大学 | 全英排名第 12、工业设计欧洲第 1, 全球第 3、媒体制作与摄影专业全英第 1 | 媒体制作、媒体与传播、摄影、平面设计 |
| 英国提赛德大学 | 动画与游戏设计全英第 1、音乐全英前 5、设计全英第 10、媒体全英第 8 | 电影电视制作、广播媒体制作、计算机动漫、计算机游戏艺术等 |
| 威斯敏斯特大学 | 传媒专业全英第 1, 全球第 19 | 数字媒体传播、电视制作 |
| 香港浸会大学 | | 媒体及社会传播、综合传播管理学、新媒体及创意写作 |

资料来源:公司官网,国信证券经济研究所整理

高办学质量保障招生增长与提价空间。公司重实践、高质量的培养为其赢得了广泛的社会赞誉。随着传媒行业人才需求端的不断增长,公司旗下高校未来有望受到更多考生的追逐,学生规模、生均学费有望实现中长期的稳健增长。结合南京传媒学院当前土地储备、学费定价来看,公司 3-5 年内可通过校舍扩建,学费提升实现业绩快速增长。

- **量增: 设施扩容+学额增长+发展预科和继续教育。**1) 南京传媒学院占地面积 70.5 万平方方面,总建筑面积 28.3 万平方米,可用于扩建的土地面积充足。公司预计在已有土地上新建宿舍、教学楼和其他设施用于满足日益增长的教学、住宿等需求。二期计划已于 2019 年 1 月启动,预计到 2021 年总投资 4 亿元建成 4000 人容量的宿舍、一个体育馆、一栋国际预科课程教学楼。
- 2) 伴随着基础设施扩建的是学额增长,受益于高教扩招,公司近年来学额呈稳健增长趋势,考虑到南京传媒学院较高的办学质量,我们认为其学额未来仍有一定增长空间。
- 3) 增加国际预科和继续教育课程规模,国际预科未来三年将规模从 2019/20 学年的 410 人提升至 1200 名学生。国际预科 2019/20 学年学费在 58000 元到 78000 元,远高于公司本科课程学费,且招生数量不受学额限制。此外,公司还计划扩大继续教育学生规模,在未来四年内由 2019/20 学年的 301 人提升至 6000-8000 人左右,按照同类学校继续教育学院 5000 元左右的生均学费,预计该业务成熟后每年贡献 3000-4000 万元收入。
- **价升: 政策放开自主定价,学费增长空间充足。**截至 2019 年末,南京传媒学院生均学费为 15853 元,低于全国同类院校均值 19029 元。公司过去几年间学费未涨价,原因在于南京市未放开民办高教自主定价权,但这一限制在 2018 年开始逐步解除。对标同类学校,南京传媒学院未来提价空间充足,或在一倍以上。公司现已转设成功,未来有望凭借自身高办学品质逐步提升学费,从而带动收入增长。

表 15：可比学校学费情况

| 学校与专业 | 学费 |
|-----------------------|-------|
| 上海视觉艺术学院 | |
| 艺术类（含美术类） | 50000 |
| 文化产业管理专业 | 30000 |
| 北京电影学院现代创意媒体学院 | |
| 戏剧影视文学 | 48000 |
| 广播电视编导 | 58000 |
| 播音与主持艺术 | 58000 |
| 戏剧影视导演 | 58000 |
| 表演 | 58000 |
| 影视摄影与制作 | 62000 |
| 摄影 | 62000 |
| 录音艺术 | 58000 |
| 戏剧影视美术设计 | 58000 |
| 数字媒体艺术 | 58000 |
| 文物保护与修复 | 58000 |
| 动画 | 58000 |
| 漫画 | 58000 |

资料来源：各学校官网，国信证券经济研究所整理

合作头部渠道，输出优质影视作品

影视作品作为一种文化消费品，其核心竞争力源自优质内容+有效渠道。回顾公司既往的影视制作及发行经验，我们认为其能够通过影响力强大的渠道持续向市场输出优质内容。

“IP 发掘+一线制作”持续输出优质内容。在影视作品制作中，改编热门小说和戏剧是一种行之有效的商业模式。公司既往作品中，2003 年的《天龙八部》、2017 年的《凤囚凰》和 2019 年的《倚天屠龙记》均改编自当红小说，全部取得了良好的收视率和投资回报。

- **团队发掘能力强，IP 储备丰富。**公司内容创作团队具备较强的 IP 发掘能力，能够提前发掘出一些具备流行潜力的小说，从而大幅降低公司改编权的采购成本。例如，公司在 2005 年向金庸取得了《倚天屠龙记》和《射雕英雄传》的改编权。

公司当前拥有诸多知名 IP 改编权，如二月河的《帝王三部曲》（《康熙大帝》、《雍正大帝》、《乾隆大帝》），和金庸的多部热门小说以及梁晓声所有作品的影视改编权。

2020 年公司完成和已完成的作品包括电视剧《朝歌》、《嗨，什刹海》、《安静》，和电影《我不是酒神》，另有多部作品处于制作中。截至 2019 年末，除 1 部制作中和两部已完成作品外，公司共有 16 部作品改编权及剧本。随着这些作品逐步拍摄制作完成，影视板块有望持续释放业绩。

表 16: 公司在制电影、电视剧

| 剧名 | 类型 | 投资百分比 | 当前状态 | 预计完成期 |
|-----------|------|-------|----------------|--------|
| 清夫人 | 电视 | 100% | 前期制作 (剧本创作) | 2021 年 |
| 东西西毒 | 电视 | 100% | 前期制作 (剧本创作) | 2021 年 |
| 铜婚 | 电视 | 100% | 前期制作 (剧本创作) | 2021 年 |
| 康熙大帝 | 电视 | 100% | 前期制作 (剧本创作) | 2021 年 |
| 嗨, 什刹海 | 电视 | 35% | 后期制作 (编辑) | 2020 年 |
| 安静 | 电视 | 尚未落实 | 主要拍摄 | 2020 年 |
| 南太行血池村第一部 | 网络电影 | 100% | 前期制作 (向广电总局备案) | 2020 年 |
| 南太行血池村第二部 | 网络电影 | 100% | 前期制作 (向广电总局备案) | 2021 年 |

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

- **与顶尖一线从业人员合作密切。**公司与业内顶级编剧、制片人、导演、和演员, 包括张纪中、于正等, 均有着较为密切的合作。

表 17: 一线制片人为公司制作的部分影视剧

| 姓名 | 制片人代表作 | 为公司制作的代表作 | 为公司制作的集数 |
|-----|------------------|--|----------|
| 张纪中 | 三国演义、西游记、激情燃烧的岁月 | 射雕英雄传、天龙八部、永乐英雄儿女、神雕侠侣、碧血剑、鹿鼎记、大堂游侠传、倚天屠龙记 | 316 |
| 于正 | 美人心计、神雕侠侣、笑傲江湖 | 美人无泪山河恋、笑傲江湖、像火花像蝴蝶、神雕侠侣、朝歌、凤囚凰 | 267 |
| 范与超 | 金茂祥、美丽新天地 | 金茂祥、悲伤时唱首歌、因为有你 | 96 |
| 李程 | 花千骨、麻辣变形计 | 霍元甲 | 40 |
| 林强 | 红拂女、屋顶上的绿宝石 | 红拂女、屋顶上的绿宝石 | 60 |
| 刘仪伟 | 铁齿铜牙纪晓岚、红楼梦 2010 | 准妈妈四重奏 | 32 |
| 王鹏举 | 射雕英雄传、天龙八部 | 京华烟云 | 44 |

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

传统和新渠道资源覆盖保证作品宣发触达。凭借二十多年不断输出优质内容沉淀的口碑和渠道资源, 公司与国内主要电视台和在线播放渠道建立了深度互信合作关系。公司从电视剧创意萌发开始即会与潜在客户密切合作, 并且随时与其沟通制作进度, 积极回应客户对故事情节和主演的反馈意见。这种良好的合作关系使得公司作品销售顺利, 其最近制作的十部电视剧首播权均在制作完成前售出。

此外, 客户还会参与公司作品的共同投资, 如芒果电视台在《封神》中投资 41%, 腾讯在《别叫我酒神》中投资 50%。这一合作模式既彰显了公司与渠道间的信任关系, 亦可降低公司在单个作品中的投资风险。

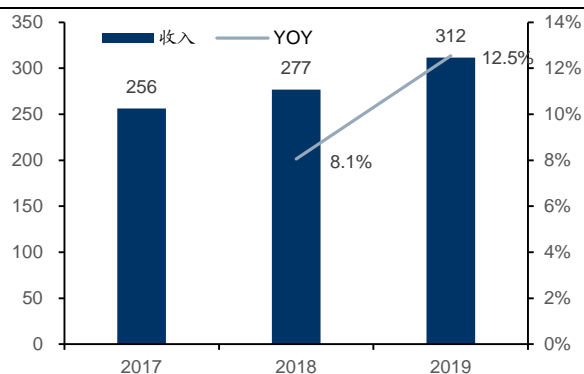
财务分析：股东回报稳中有进

教育增长有望稳中提速，影视业务波动较大

公司教育板块近年来收入呈现出稳健增长趋势，2017-2019 年收入分别为 2.56、2.77、3.12 亿元，2018-2019 年同比增速分别为 8.1%、12.5%。随着公司未来扩建宿舍、扩大国际预科规模以及开展各项培训业务带动招生数增长，叠加南京地区民办高教学费管制放开，公司教育板块收入增长有望提速。

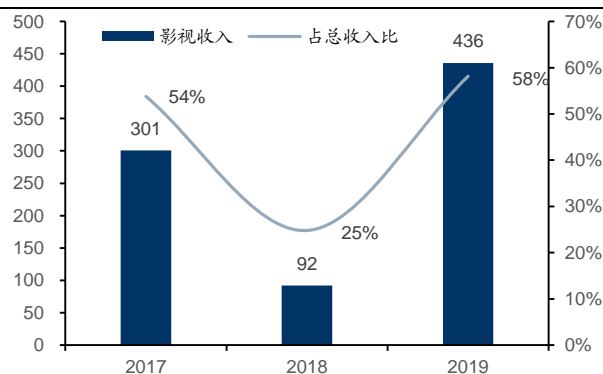
影视业务收入受作品制作周期和市场表现不确定性的影响呈现出波动性较强的特征。公司 2017-2019 年影视业务收入分别为 3.01、0.92、4.36 亿元，占总收入比例分别为 54%、25%、58%。由于未来公司作品受市场喜爱程度难以确定，我们认为影视业务收入和占比存在大幅波动的可能。

图 30：教育业务收入和同比增速（百万元）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 31：影视业务收入和占总收入比（百万元）

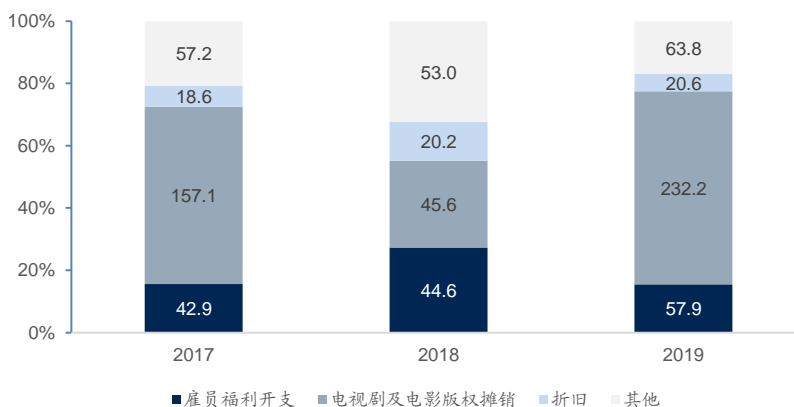


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

长期收入结构和利润率有望优化

员工成本和影视摊销为主要成本。公司成本结构中员工成本和影视摊销占绝大部分，2017-2019FY 员工成本分别为 42.9、44.6、57.9 百万元，占比 15.6%、27.3%、15.5%；影视摊销分别为 157.1、45.6、232.2 百万元，占比 57.0%、27.9%、62.0%。展望未来，高教部分当前生师比较低，因此未来招生后无需大量招聘老师，未来员工成本提升幅度有望小于高教收入增速；影视剧版权摊销方面，公司近年来影视业务毛利率较为稳定，因此我们认为未来影视剧版权摊销规模取决于每年收入确认的规模。

图 32: 公司成本结构 (百万元)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

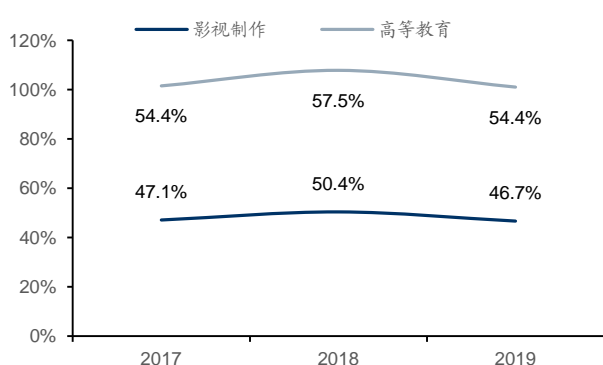
高教利润、费用率稳定。两项业务毛利率均较为稳定。销售费用率方面, 高教招生火爆, 几乎无销售费用率; 影视业务销售费用波动较大。影视业务销售费用率 2018 年下降是由于销售费用中的分销开支大幅降低, 由 2017 的 28.7 百万元降至 2018 的 5.5 百万元; 2019 年下降主要是由于《倚天屠龙记》线上播出取得收益较多摊薄了销售费用率。

管理费用率方面。高教管理费用率较为稳定。影视制作管理费用数额较为稳定, 管理费用率的波动主要由收入端波动造成。

净利率方面。在不考虑财务费用的情况下 (难以确定高教和影视业务分摊的财务费用数额, 但财务费用数额较小, 10 故实际影响不大), 高教表现平稳, 影视制作则受费用率影响波动较大。

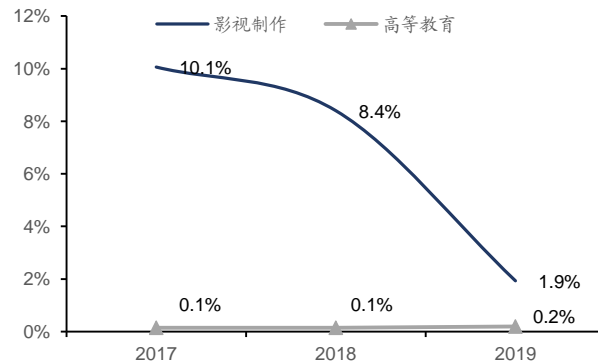
影视波动对公司整体影响趋减。展望未来, 南广学院转设成功后, 生均学费提升和支付的服务费减少有望带动高教业务利润率逐年上升。从整体而言, 在公司维持当前影视作品制作规模的情况下, 伴随着高教业务规模的增长, 影视业务收入和利润率波动对公司整体财务表现的冲击有望逐步降低。

图 33: 高教和影视制作业务毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 34: 高教和影视制作业务销售费用率



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 35: 高教和影视制作业务管理费用率



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 36: 高教和影视制作业务净利率(扣非、不含财务费用)

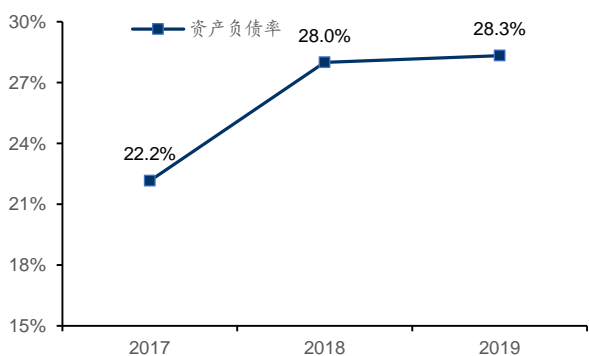


资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

资产负债率极低, 未来扩张空间充足

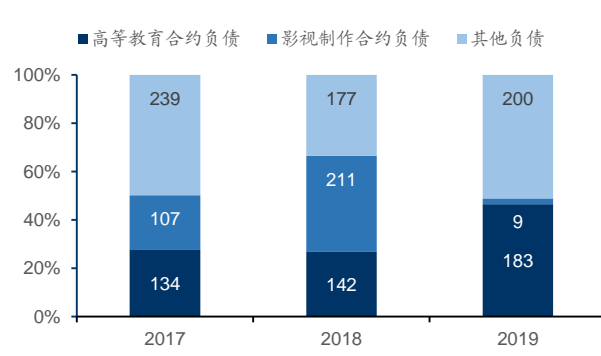
公司资产负债率极低, 除 2019 年有 3200 万元长期借款外几乎无有息负债。负债当中大部分为预收学费和影视作品购买款项形成的合约负债。公司当前极低的负债率所带来的充足融资空间, 叠加上市募得的 10.35 亿元, 使其具备充足的资金用于扩建校舍、开办艺术培训类业务等。

图 37: 公司资产负债率



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 38: 公司负债结构(百万元)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

投资回报: 绝对值和稳定性趋升

我们从如下角度研判公司未来回报创造能力:

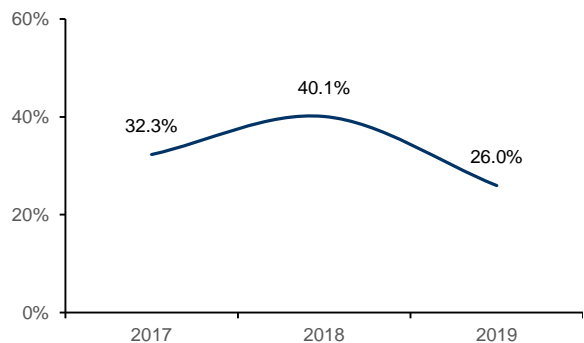
净利率。绝对值方面: 公司旗下大学未来学费提升、服务费减少、高毛利预科课程规模扩大, 叠加学生规模增大带来的管理上的规模效益, 有望持续提升高教业务净利率。稳定性方面, 若公司影视制作保持当前节奏, 随着高教业务收入规模的增长, 影视制作财务表现的波动对公司整体利润率的影响有望逐步减弱。

权益乘数和总资产周转率。公司既往权益乘数保持稳定较低水平, 若未来举债融资用于业务扩张, 则权益乘数会有所增长。总资产周转率方面, 随着高教学生规模扩大, 管理规模效益将在一定程度上提升总资产周转率。

ROE。从上述杜邦分析可得出, 公司未来 ROE 有望在绝对值提升的同时, 降低影视业务不确定性所带来的波动。

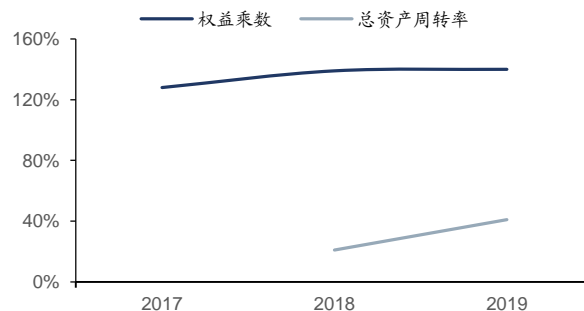
净利润质量。经营性现金流均大于净利润, 盈利质量较高。

图 39: 公司净利率



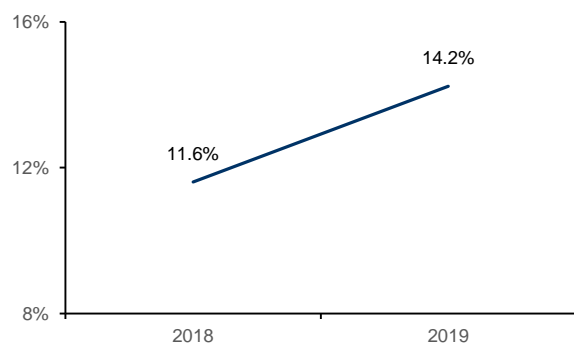
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 40: 总资产周转率和权益乘数



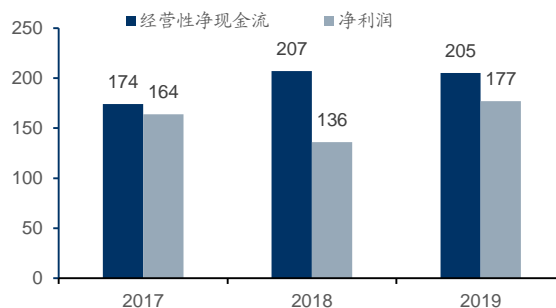
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 41: 公司 ROE



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 42: 公司经营性净现金流和净利润 (百万元)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

综上, 我们认为随着公司未来业务的扩张与发展, ROE、净利润率等财务指标将随业务结构的改变而优化, 其为股东创造回报的能力、稳定性亦有望逐年走高。

盈利预测

收入和盈利预测假设

我们基于对公司未来招生规模和学费的假设，对其 2020-2022 财年的业绩进行预测，各项假设如下：

表 18: 各项业务假设

| | | 单位 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | |
|-------|-------|-----------|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 高教业务 | 在读人数 | 本科课程 | 人 | 12930 | 14720 | 16810 | 18900 |
| | | 专升本 | 人 | 1326 | 1600 | 2000 | 2000 |
| | | 国际教育 | 人 | 410 | 760 | 1110 | 1460 |
| | | 继续教育 | 人 | 301 | 1501 | 2701 | 3901 |
| | | 合计 | 人 | 14967 | 18581 | 22621 | 26261 |
| | 生均学费 | 本科课程 | 元 | - | 18500 | 21028 | 24188 |
| | | 专升本 | 元 | - | 18500 | 22750 | 29250 |
| | | 国际教育 | 元 | - | 95000 | 96900 | 98838 |
| | | 继续教育 | 元 | - | 5000 | 5100 | 5202 |
| | | 合计 | 元 | - | 20538 | 23002 | 25903 |
| 财务比率 | 毛利率 | % | 54.4% | 57.4% | 62.9% | 67.4% | |
| | 销售费用率 | % | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | |
| | 管理费用率 | % | 12.2% | 11.5% | 11% | 11% | |
| 培训业务 | 人数 | 艺考培训 | 人 | - | 200 | 2000 | 2800 |
| | | 艺术教育 | 人 | - | 200 | 2000 | 2800 |
| | | 演艺培训 | 人 | - | 200 | 300 | 400 |
| | | 合计 | 人 | - | 600 | 4300 | 6000 |
| | 生均学费 | 艺考培训 | 元 | - | 50000 | 51500 | 53045 |
| | | 艺术教育 | 元 | - | 50000 | 45000 | 46350 |
| | | 演艺培训 | 元 | - | 60000 | 63000 | 66150 |
| | | 合计 | 元 | - | 53333 | 49385 | 50794 |
| | 财务比率 | 毛利率 | % | - | 55.0% | 55.5% | 56.0% |
| | | 销售费用率 | % | - | 20.0% | 19.5% | 19.0% |
| 管理费用率 | | % | - | 11.0% | 11% | 11% | |
| 影视制作 | 财务比率 | 毛利率 | % | 46.4% | 45.0% | 45.0% | 45.0% |
| | | 销售费用率 | % | 1.9% | 5.6% | 5.6% | 5.6% |
| | | 管理费用率 | % | 3.9% | 5.4% | 5.4% | 5.4% |

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理和预测

部分假设说明：

- 1) 公司影视作品销售渠道广泛，通常在开机拍摄前已找好买家。过去三年影视作品毛利率保持稳定，因此假设未来毛利率稳定在 45% 的水平。
- 2) 公司高教管理费用率有望随学生规模增长、规模效应显现逐步走低。高教业务毛利率未来有望随学费提升而逐步增长。
- 3) 我们假设随着艺术培训业务逐步开展成熟，高质量教学形成的口碑积淀逐步节约销售费用。

盈利预测的情景分析

我们对公司的未来业绩做乐观、中性和悲观三种情景分析，得到的结果如下：

1. **乐观假设：**公司未来 3 年收入增速分别为 2.6%、42.6% 和 23.8%；净利润增速分别为 39.4%、51.2% 和 31.2%；EPS 分别为 0.15、0.23 和 0.30 元/股。
2. **中性假设：**公司未来 3 年收入增速分别为 2.5%、41.7% 和 23.4%；净利润增速分别为 34.7%、50.8% 和 31.0%，EPS 分别为 0.14、0.22 和 0.28 元/股。

股。

3. **悲观假设：**公司未来3年收入增速分别为2.5%、40.9%和22.9%、净利润增速分别为13.8%、50.2%和30.8%，EPS分别为0.12、0.18和0.24元/股。

表 19：情景分析（乐观、中性、悲观）

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 乐观预测 | | | | |
| 营业收入(百万元) | 747 | 766 | 1,093 | 1,353 |
| (+/-%) | 102.9% | 2.6% | 42.6% | 23.8% |
| 净利润(百万元) | 177 | 247 | 374 | 490 |
| (+/-%) | 30.4% | 39.4% | 51.2% | 31.2% |
| 每股收益(元) | 0.11 | 0.15 | 0.23 | 0.30 |
| 中性预测 | | | | |
| 营业收入(百万元) | 747 | 766 | 1,086 | 1,339 |
| (+/-%) | 102.9% | 2.5% | 41.7% | 23.4% |
| 净利润(百万元) | 177 | 239 | 360 | 472 |
| (+/-%) | 30.4% | 34.7% | 50.8% | 31.0% |
| 每股收益(元) | 0.11 | 0.14 | 0.22 | 0.28 |
| 悲观预测 | | | | |
| 营业收入(百万元) | 747 | 766 | 1,079 | 1,326 |
| (+/-%) | 102.9% | 2.5% | 40.9% | 22.9% |
| 净利润(百万元) | 177 | 202 | 303 | 397 |
| (+/-%) | 30.4% | 13.8% | 50.2% | 30.8% |
| 每股收益(元) | 0.11 | 0.12 | 0.18 | 0.24 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测结论

基于以上分析和中性假设，我们预测公司 2020-2022 财年的营业收入分别为 7.66、10.86、13.39 亿元，同比增速分别为 2.5%、41.7%和 23.4%；净利润分别为 2.39、3.60、4.72 亿元，同比增速分别为 34.7%、50.8%和 31.0%。

表 20：各项业务收入和息税前利润预测

| | 单位 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | |
|----|----------|------|--------|--------|--------|-------|
| 高教 | 本科课程收入 | 百万元 | - | 272 | 353 | 457 |
| | 专升本收入 | 百万元 | - | 30 | 46 | 59 |
| | 国际教育收入 | 百万元 | - | 72 | 108 | 144 |
| | 继续教育收入 | 百万元 | - | 8 | 14 | 20 |
| | 合计收入 | 百万元 | 312 | 382 | 520 | 680 |
| | 合计收入 YOY | % | 12.5% | 22.5% | 36.3% | 30.7% |
| 培训 | 高教息税前利润 | 百万元 | 131 | 175 | 270 | 383 |
| | 艺考培训收入 | 百万元 | - | 10 | 103 | 149 |
| | 艺术教育收入 | 百万元 | - | 10 | 90 | 130 |
| | 演艺培训收入 | 百万元 | - | 12 | 19 | 26 |
| | 合计收入 | 百万元 | - | 32 | 212 | 305 |
| | 合计收入 YOY | % | - | - | 562.2% | 43.8% |
| 影视 | 培训息税前利润 | 百万元 | - | 9 | 65 | 94 |
| | 影视收入 | 百万元 | 433 | 350 | 350 | 350 |
| | 合计收入 YOY | % | - | -19.2% | 0.0% | 0.0% |
| | 影视息税前利润 | 百万元 | 176 | 119 | 119 | 119 |
| 合计 | 总收入 | 百万元 | 745 | 764 | 1082 | 1335 |
| | 总收入 YOY | % | 107.6% | 2.5% | 41.7% | 23.4% |
| | 总息税前利润 | 百万元 | 306 | 303 | 453 | 597 |

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理和预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值区间为 6.72~7.90 港元。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出，假设具有一定主观性，从而影响估值的准确性。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于公司招生和学费假设。若公司招生规模扩张速度和学费提升幅度未达预期，会对盈利预测的准确性产生较大影响。

政策风险

1. 公司教育业务开展可能要面对《民促法》实施条例尚未落地所带来的不确定性风险。
2. 影视行业在中国受到多方监管，公司作品可能面临无法过审的风险。

经营风险

1. 公司制作的影视作品可能无法获得观众喜爱，存在收入利润不确定性较大的风险。
2. 南京传媒学院与中国传媒大学终止协议后，可能面临招生和学生就业方面压力增大的风险。
3. 南京传媒学院提升学费可能会导致其对考生吸引力下降。
4. 艺术培训业务可能面临招生宣传成本过高等规模不经济的风险。

财务风险

1. 公司可能失去政府补助、利息收入等非经常性收入，对盈利产生负面影响。
2. 公司交易性金融资产公允价值降低对公司盈利产生负面影响。

行业风险

1. 传媒行业的人才需求减少，导致愿意报读艺术传媒高等教育的学生数下降。
2. 影视制作行业公司众多，竞争激烈。公司作品存在竞争力不足的风险。

市场风险

若大盘因系统性风险导致下跌或投资者情绪、交易策略等发生变化，近期上涨较多的公司股价可能会随之调整。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 现金及现金等价物 | 120 | 1022 | 901 | 968 | 营业收入 | 747 | 766 | 1086 | 1339 |
| 应收款项 | 93 | 189 | 238 | 257 | 营业成本 | 374 | 371 | 481 | 550 |
| 存货净额 | 4 | 1 | 2 | 3 | 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 72 | 283 | 304 | 308 | 销售费用 | 9 | 25 | 50 | 63 |
| 流动资产合计 | 1088 | 2295 | 2607 | 2969 | 管理费用 | 67 | 72 | 105 | 133 |
| 固定资产 | 540 | 617 | 692 | 764 | 财务费用 | (6) | (8) | (13) | (13) |
| 无形资产及其他 | 128 | 223 | 318 | 413 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 12 | 12 | 12 | 12 | 资产减值及公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 1769 | 3147 | 3629 | 4158 | 营业利润 | 313 | 307 | 463 | 606 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外净收支 | (73) | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 42 | 89 | 100 | 112 | 利润总额 | 240 | 307 | 463 | 606 |
| 其他流动负债 | 317 | 396 | 545 | 642 | 所得税费用 | 46 | 46 | 69 | 91 |
| 流动负债合计 | 358 | 485 | 645 | 753 | 少数股东损益 | 17 | 22 | 33 | 43 |
| 长期借款及应付债券 | 32 | 32 | 32 | 32 | 归属于母公司净利润 (GAAP) | 177 | 239 | 360 | 472 |
| 其他长期负债 | 2 | 2 | 2 | 2 | | | | | |
| 长期负债合计 | 34 | 34 | 34 | 34 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 392 | 518 | 679 | 787 | 净利润 | 177 | 184 | 341 | 449 |
| 少数股东权益 | 124 | 146 | 179 | 222 | 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 1253 | 2483 | 2771 | 3148 | 折旧摊销 | (41) | 28 | 30 | 33 |
| 负债和股东权益总计 | 1769 | 3147 | 3629 | 4158 | 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 财务费用 | 6 | 8 | 12 | 11 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 206 | (165) | 32 | 77 |
| 每股收益 | 0.11 | 0.14 | 0.22 | 0.28 | 其它 | 17 | 19 | 36 | 47 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.03 | 0.04 | 0.06 | 经营活动现金流 | 360 | 66 | 439 | 606 |
| 每股净资产 | 0.75 | 1.50 | 1.67 | 1.90 | 资本开支 | (26) | (200) | (200) | (200) |
| ROIC | 36% | 31% | 34% | 40% | 其它投资现金流 | (121) | 0 | (366) | (290) |
| ROE | 14% | 10% | 13% | 15% | 投资活动现金流 | (147) | (200) | (566) | (490) |
| 毛利率 | 50% | 52% | 56% | 59% | 权益性融资 | 0 | 1039 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 40% | 39% | 41% | 44% | 负债净变化 | 32 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 34% | 43% | 44% | 47% | 支付股利、利息 | 0 | (37) | (68) | (90) |
| 收入增长 | 103% | 3% | 42% | 23% | 其它融资现金流 | (214) | 0 | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 30% | 35% | 51% | 31% | 融资活动现金流 | (150) | 1002 | (68) | (90) |
| 资产负债率 | 29% | 21% | 24% | 24% | 现金净变动 | 62 | 868 | (195) | 26 |
| 息率 | 0.0% | 0.6% | 0.9% | 1.1% | 货币资金的期初余额 | 58 | 120 | 989 | 793 |
| P/E | 46.8 | 34.7 | 23.0 | 17.6 | 货币资金的期末余额 | 120 | 989 | 793 | 820 |
| P/B | 6.6 | 3.3 | 3.0 | 2.6 | 企业自由现金流 | 380 | (140) | 230 | 397 |
| EV/EBITDA | 33.9 | 27.0 | 18.7 | 14.5 | 权益自由现金流 | 204 | (136) | 236 | 403 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本

报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032