

乐华娱乐 (02306.HK)

全生命周期艺人管理行业领先，多元化战略扩展增长空间

中国最大的艺人管理公司及知名娱乐品牌之一，考虑到公司覆盖艺人管理全生命周期的“乐华模式”的稀缺性以及多元化业务发展带来的成长性，我们给予公司一定的估值溢价，给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应目标市值为人民币 52.5 亿元，首次覆盖给予增持评级。

- 公司构建了覆盖艺人管理全生命周期的“乐华模式”，艺人管理业务行业领先。乐华娱乐是中国少数能提供系统化及专业化艺人培训及运营的公司。公司已构建覆盖艺人管理全生命周期的“乐华模式”，包括训练生选拔、艺人培训、艺人运营及宣传。公司利用签约艺人矩阵发展音乐 IP 制作与营运业务，坚持多元化战略寻找增长空间。根据弗若斯特沙利文，按 2021 年营业收入计算，公司于中国所有艺人管理公司中排名第一，市场份额约 1.9%。
- 国内艺人管理市场变现渠道多元化发展，第三方分析机构预计 21-26 年市场规模 CAGR 达 12.8%。随着人均可支配收入的提高，亚洲及中国泛娱乐市场近年来均保持稳定发展。艺人管理市场作为中国泛娱乐市场的一部分，产业链发展呈现艺人供给端不断丰富、下游变现渠道多元化发展特点，因此整体增速高于亚洲泛娱乐市场规模增速。国内艺人管理市场规模由 2017 年约 630 亿元增加至 2018 年约 685 亿元，同比增长 8.7%。受 2018 年底以来的政策监管以及 2020 年爆发的疫情影响，市场规模 2019 和 2020 年有所下滑。根据弗若斯特沙利文，中国艺人管理市场的规模预计将于 2026 年达至约 1,117 亿元，2021-2026 年 CAGR 12.8%，我们认为这主要得益于 1) 供给端维度，艺人来源不断丰富，专业艺人管理系统逐渐发展；2) 需求端维度，艺人变现渠道不断丰富；3) 外部环境维度，监管趋向常态化，宏观不利因素逐渐减弱。
- 公司的基本盘艺人管理业务具备艺人及资源端双边效应行业地位稳固，新业务助力未来增长。艺人端，目前公司有两位签约艺人在微博上有超过 4000 万粉丝，接近 20 位艺人粉丝数量超过 200 万，具备工业化造型能力及向资源端打包售卖长尾艺人的协商能力，而资源端的能力也会反哺公司持续获取优质新艺人的能力。此外，公司还积极把握行业热点探索多元化业务发展，目前虚拟偶像的发展已取得一定的成果，2021 年及 2022 年 1-9 月，虚拟艺人业务收入分别为 13.2/9.7 百万，随着虚拟偶像市场快速发展，虚拟艺人或成为公司第二增长曲线。
- 财务分析：乐华娱乐在 2019-2022 年分别实现收入 6.3/9.2/12.9/9.8 亿元，2019-2022 年 CAGR 为 15.8%，2022 年收入同比下降 24.0%，主要是疫情影响线下活动的开展所致。艺人管理业务为最主要的收入来源，2022 占比 86.9%。2019-2022 年的毛利率分别为 44.3%/53.5%/46.6%/37.0%，艺人分成比例提高导致毛利率下滑，受到毛利率下降的影响，公司经调净利率出现下滑，2019-2022 年公司经调净利分别为 1.2/3.0/3.9/2.7 亿元，经调整净利率 18.9%/32.1%/30.6%/27.2%。我们认为，随着市场需求增加、更多长尾艺人参与商业活动，艺人分成比例有望下降从而毛利率提升。
- 投资建议与盈利预测。公司是中国少数能提供系统化及专业化艺人培训及运营的公司，受行业政策及宏观因素影响预计 2023 年收入利润出现下滑，考

增持 (首次)

TMT 及中小盘/传媒
目标估值: NA
当前股价: 5.75 港元

基础数据

总股本 (百万股)	872
香港股 (百万股)	872
总市值 (十亿港元)	5.0
香港股市值 (十亿港元)	5.0
每股净资产 (港元)	1.5
ROE (TTM)	117.2
资产负债率	29.2%
主要股东	Ding Guohua Limited
主要股东持股比例	43.17%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	38	41
相对表现	8	48	44

资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

顾佳 S1090513030002
gujia@cmschina.com.cn
谢笑妍 S1090519030003
xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
徐帅 S1090523070014
xushuai2@cmschina.com.cn

考虑到公司艺人管理全生命周期模式的稀缺性及管理层在新业务布局和执行上的增长性，我们预计随着市场需求回暖收入净利将恢复增长，预计 2023-2025 年营业总收入为 8.0/10.0/12.7 亿元，经调净利为 1.1/1.7/2.1 亿元，给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应目标市值为人民币 52.5 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示：艺人终止续约风险、娱乐行业政策风险、签约艺人负面新闻或者品牌声誉风险、多元化战略不及预期

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1291	981	797	1001	1267
同比增长	40%	-24%	-19%	26%	27%
营业利润(百万元)	497	207	127	178	225
同比增长	19%	-58%	-38%	40%	26%
归母净利润(百万元)	337	1724	96	125	156
同比增长	16%	412%	-94%	30%	25%
经调整净利润(百万元)	395	267	114	175	206
同比增长	33%	-32%	-57%	53%	18%
每股收益(元)	0.73	3.72	0.11	0.14	0.18
经调整每股收益(元)	0.85	0.58	0.13	0.20	0.24
PE	7.4	1.4	48.8	37.5	30.1
经调整 PE	6.3	9.3	41.1	26.8	22.8
PB	8.0	n.a.	3.7	3.4	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、公司简介：中国最大的艺人管理公司及知名娱乐品牌之一	7
1、发展历程：参照韩国模式建立成熟的艺人培养体系，发展多元化业务	7
2、管理层：深耕行业，工作经验丰富	8
3、股权结构：创始人兼董事长为控股股东，引入具备实力的外部股东	9
二、行业概况：泛娱乐市场规模稳步增长，行业规范政策凸显专业艺人管理重要性	10
1、娱乐市场：中国泛娱乐市场规模快速增长，2017-2022 年 CAGR19.4% ...	10
2、艺人管理：艺人供给端不断丰富，下游变现渠道呈多元化发展特点	11
3、中国音乐市场：版权保护环境完善付费意愿增强，音乐市场稳定向前	16
4、虚拟艺人市场：已基本完成商业化，虚拟偶像相关市场规模有望持续高增	17
三、投资要点：全周期艺人管理业务领先行业，多元化战略探索新的增长曲线	18
1、艺人管理：具备艺人及资源端的双边效应，积极探索艺人资源的新变现渠道	18
(1) 艺人端：全周期管理模式助力优秀训练生出道并发展事业	19
(2) 资源端：广泛、多元的合作伙伴助力签约艺人发展	22
2、音乐 IP 制作及其他业务：积极把握行业热点探索多元化业务发展	25
(1) 虚拟艺人：虚拟艺人业务已实现商业化变现，带来新的增量空间	25
(2) 音乐 IP 制作及运营：利用签约艺人矩阵拓展音乐 IP 制作及运营，未来将持续投入	26
(3) 多元化业务探索：发展线下偶像店、直播电商等业务，持续探索公司增长空间	27
四、财务分析：疫情影响下收入短期出现下降，受毛利率影响经调净利率下降	30
1、收益与成本：艺人管理为主要收入来源，艺人分成提高导致毛利率下滑 ...	30
2、费用端：权益结算的股份支付以及上市费用增加导致公司营业费用率上升	34
3、利润：受毛利率下滑影响，公司经调净利率呈下降趋势	35
五、盈利预测与估值	35
1、盈利预测	35
2、估值分析	36
六、风险提示	37

图表目录

图 1: 乐华主要业务模式	7
图 2: 乐华发展历程	8
图 3: 公司股权结构	10
图 4: 亚洲娱乐市场规模及预测	11
图 5: 中国泛娱乐市场规模	11
图 6: 艺人管理产业链	12
图 7: 艺人管理供给端渠道不断丰富	13
图 8: 中国短视频行业市场规模	13
图 9: 中国流媒体直播行业市场规模	13
图 10: 中国艺人管理市场规模及预测	14
图 11: 中国音乐市场规模及预测	17
图 12: 虚拟偶像洛天依	17
图 13: 虚拟偶像翎代言多个品牌	17
图 14: 虚拟偶像核心市场以及带动市场规模	18
图 15: 公司艺人管理业务商业模式	19
图 16: 公司全周期艺人管理模式	19
图 17: 公司多渠道挖掘优秀训练生	20
图 18: 公司新签约训练生数量	20
图 19: 公司签约艺人运营工作流程	22
图 20: 公司主要艺人及团体	22
图 21: 公司前十艺人收益中训练生贡献比例	22
图 22: 公司产生收入的业务活动数量	23
图 23: 公司主要合作媒体平台	23
图 24: 王一博常驻综艺《这！就是街舞》在优酷播出	24
图 25: 范丞丞综艺《奔跑吧》在浙江卫视播出	24
图 26: 王一博抖音账号	24
图 27: 韩庚在网易云音乐账号	24
图 28: 公司推出虚拟艺人女团 A-SOUL	25
图 29: 公司虚拟艺人男团-量子少年	25
图 30: 虚拟艺人微博粉丝数量比较	26
图 31: 公司虚拟艺人及泛娱乐业务收入情况	26
图 32: 公司艺人王一博专辑《无感》《我的世界守则》	27

图 33: 公司艺人朱正廷专辑《冬日告白》《Chapter Z》	27
图 34: 乐华娱乐线下门店 YH SPACE	27
图 35: YH SPACE 内推出众多专业滑板产品	27
图 36: 公司 CEO 杜华在抖音直播	28
图 37: 乐华韩国艺人李到晧主演《黑暗荣耀》豆瓣评分	29
图 38: Netflix 官网《黑暗荣耀》位列非英语类剧集第一	29
图 39: 主要短视频平台月活用户数 (万人)	30
图 40: 主要短视频平台月均使用时长	30
图 41: 乐华娱乐艺人陈昕葳与苏小妹合作推出短剧《步天歌》	30
图 40: 综艺《人不怕出名猪不怕壮》媒体见面会	30
图 42: 公司营业收入及同比变化情况 (亿元)	31
图 43: 公司主营业务构成情况	31
图 44: 公司艺人管理业务收入及同比变化情况	31
图 45: 公司音乐 IP 制作与运营收入及同比变化	31
图 46: 公司泛娱乐业务收入及同比变化	32
图 47: 公司毛利及毛利率变化情况	32
图 48: 公司分业务毛利率情况	32
图 49: 公司艺人管理业务毛利及毛利率变化情况	33
图 50: 公司音乐 IP 制作及运营及毛利率变化情况	33
图 51: 泛娱乐业务毛利率变化情况	34
图 52: 公司销售费用及销售费用率变化情况	34
图 53: 公司销售及营销开支构成 (百万)	34
图 54: 公司管理费用及管理费用率变化情况	35
图 55: 公司日常及行政开支构成 (百万)	35
图 56: 公司经调整净利率及同比变动情况	35
图 57: 公司经调净利率变动情况	35
表 1: 公司主要管理层介绍	9
表 2: 艺人管理公司分类	12
表 3: 艺人管理行业公司市场份额	14
表 4: 艺人管理行业相关政策梳理	15
表 5: 乐华主要签约艺人关系年期	20

表 6: YH SPACE 收入测算.....	28
表 7: 盈利预测表	36
表 8: 估值对比表	37
附: 财务预测表	39

一、公司简介：中国最大的艺人管理公司及知名娱乐品牌之一

以 2021 年艺人管理收入计算，乐华娱乐是中国最大的艺人管理公司及知名的娱乐品牌之一，先后培养了王一博、黄明昊、朱正廷、吴宣仪等知名艺人。乐华娱乐的优势在于构建了涵盖艺人管理全生命周期的培养体系，具备工业化造星能力，通过多层次宣发渠道提升艺人知名度，增强商业价值，并依靠国际领先的音乐制作水准为艺人量身定制音乐代表作。

图 1：乐华主要业务模式



资料来源：公司公告、招商证券

1、发展历程：参照韩国模式建立成熟的艺人培养体系，发展多元化业务

2009-2012：布局发展练习生培养体系，音乐专辑制作业务为早期业务重点。

自 2009 年成立以来，乐华娱乐集团始终以引领中国流行文化潮流为使命。2010 年公司 CEO 杜华看到了“国内韩流用户”赛道，后来经过海外考察确定了韩国的培养模式，李汶翰、王一博等人陆续成为公司最早一批练习生。2010 年韩庚与韩国 SM 娱乐解约回国，乐华以丰厚的资源条件签下韩庚，韩庚把韩国偶像的培养体系带到了乐华娱乐，为自家练习生训练和出道机制的发展提供了强有力的支撑，随后陆续签下了阿兰、周笔畅、黄征等实力歌手。乐华成立初期已经开始培养练习生，但是仍以韩庚、阿兰、周笔畅等成熟艺人作为业绩支撑，因此音乐专辑制作发行是早期乐华重点业务。

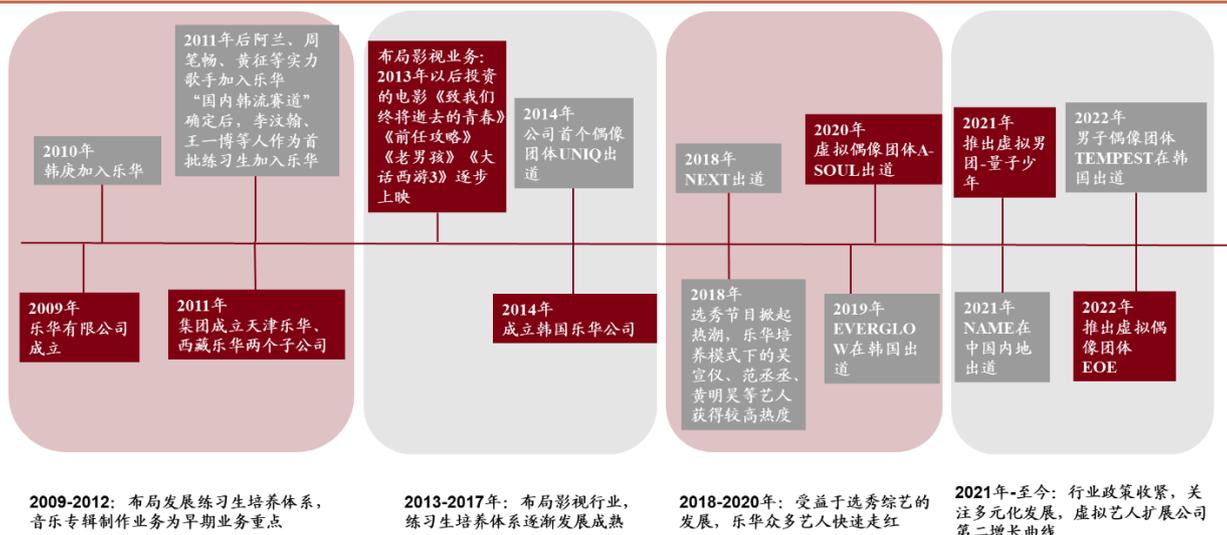
2013-2017 年：布局影视行业，练习生培养体系逐渐发展成熟。乐华逐步开始布局影视业，2013 年，韩庚参演的《致我们终将逝去的青春》创下 7 亿的票房成绩，乐华也跟着韩庚发力影视创作，陆续投资了《前任攻略》《老男孩》《大话西游 3》等电影。同时在该阶段，乐华选择练习生的造星机制取得成果，经过三年多的训练，公司首个偶像团体 UNIQ 于 2014 年出道，并推出单曲「Falling in Love」，该团体中的成员王一博先生现已成为国内知名艺人之一。同时公司在 2014 年成立了韩国乐华公司，练习生中国挖掘、韩国培养的模式逐步发展成熟，乐华练习生选拔培训、企划到出道音乐专辑逐渐形成比较完善和模式化的体系。

2018-2020 年：受益于选秀综艺的发展，乐华众多艺人快速走红。2018 开始，《偶像练习生》《创造 101》等选秀节目在国内掀起了一波选秀的热潮，深耕偶像产业多年的乐华搭上时代顺风车，旗下吴宣仪、范丞丞、黄明昊等艺人通过

选秀节目迅速走红。除参加选秀节目以外，乐华也推出了众多自己的偶像团体，2018年 NEXT 出道并推出其首张专辑「THE FIRST」，该团体包含朱正廷、范丞丞、黄明昊等艺人。2019年 EVERGLOW 在韩国出道，并推出其首张专辑「ARRIVAL OF EVERGLOW」。2020年公司虚拟偶像团体 A-SOUL 出道，并推出其首支单曲「Quiet」。

2021年-至今：行业政策收紧，关注多元化发展，虚拟艺人扩展公司第二增长曲线。2021年国家选秀类节目收紧，禁止选秀类节目的播出，同时艺人失德事件引发监管层面关注。公司在思想教育方面规范艺人的行为，同时也陆续运营推出了新的团体，2021年 NAME 在中国内地出道，并推出其首支单曲「Say My Name」，该团体是继 EVERGLOW 后乐华娱乐打造的第二支女性偶像团体。2022年男子偶像团体 TEMPEST 在韩国出道，并推出其首张专辑「It's ME, It's WE」。在练习生发展方面更加关注新的渠道比如短视频等。同时公司也在积极扩展第二增长曲线，泛娱乐板是公司未来的重要发展方向之一，乐华不断增加对虚拟艺人的投资，继 2020年推出 A-SOUL 后，公司陆续推出了量子少年、EOE 等组合，虚拟艺人负面消息、解约等问题相对较小，同时有助于减少对头部艺人依赖。此外，公司还积极开拓包括 YH Space、短综等新的 IP 变现渠道。

图 2：乐华发展历程



资料来源：公司公告、深网腾讯新闻、新浪新闻、招商证券

2、管理层：深耕行业，工作经验丰富

公司 CEO 杜华凭借丰富的行业经验不断打造乐华品牌。截至 2022 年 9 月，大多数资深管理层平均行业经验约为 11 年，大多数资深管理层在集团工作年限超过 8 年。公司 CEO 杜华自 2004 年 8 月至 2009 年 7 月于互联网服务供应商华友数码传媒科技有限公司及其关联公司任职，担任华友世纪公关总监及华友音乐总经理。通过不断打造乐华品牌，整合多样的行业资源，杜女士致力于打造中国文娱产业优质艺人的摇篮。凭借丰富的艺人管理经验，杜女士应邀担任综艺节目《乘风破浪的姐姐》第一及二季的评委，进一步提升了乐华于国内受众中的品牌知名度。

表 1: 公司主要管理层介绍

名字	职称	职责	经历
杜华	公司创始人、 执行董事、董 事长兼首席执 行官	负责集团的整体战略 规划、业务方向及日 常运营	在 2009 年 7 月创立乐华娱乐前，杜女士自 2004 年 8 月至 2009 年 7 月于互联网服务供应商华友数码传媒科技有限公司及其关联公司任职。杜女士于 2003 年 7 月获得中国华北科技学院的英语专业文凭，并于 2015 年 9 月于中国长江商学院完成高级管理人员工商管理硕士课程。
孙一丁	执行董事兼总 裁	主要负责公司的运营 及管理	于 2015 年 5 月加入公司。孙先生自 2013 年 10 月至 2022 年 1 月及 2013 年 10 月至 2020 年 1 月分别担任股份于纳斯达克全球市场上市的教育服务机构瑞思教育开曼有限公司（股票代码：REDU）的董事兼首席执行官。2011 年 9 月至 2013 年 8 月于金宝贝（中国）商贸有限公司担任总经理。1999 年 4 月至 2011 年 4 月先后担任济南国美总经理、国美电器有限公司总部采购中心副总经理、总部营运中心总经理、华北副总裁及总经理以及国美零售控股有限公司执行董事（前称国美电器控股有限公司，其股份于联交所上市，股份代号：0493）。孙先生于 1990 年 7 月获中国上海华东理工大学（前称华东化工学院）工学学士学位，并于 2013 年 10 月获中国中欧国际工商学院的工商管理硕士学位。
孙乐	执行董事兼副 总裁	主要负责建立及维持 客户关系及市场定位	孙先生于 1998 年 7 月获得中国中央民族大学舞蹈文凭，孙先生于 2017 年 8 月获得中国演出行业协会颁发的演出经纪人资格。孙先生为中国演出行业协会第七届理事会个人会员及中国演出行业协会演员经纪人委员会首届理事会理事。
张文胜	首席财务官	主要负责监督财务运 营、风险管理及投资 者关系	于 2020 年 6 月加入公司。张先生自 2000 年 3 月至 2019 年 4 月于国美电器有限公司及其子公司先后任职。张先生于 1990 年 7 月获得中国天津财经大学（前称天津财经学院）的经济学学士学位。
LEE Sang Kyu	韩国业务总经 理	负责韩国业务的整体 运营及发展	2010 年 9 月作为艺人经纪加入公司，自 2016 年 8 月担任公司韩国业务总经理，Lee 先生于 2011 年 7 月获得中国传媒大学的文学学士学位。

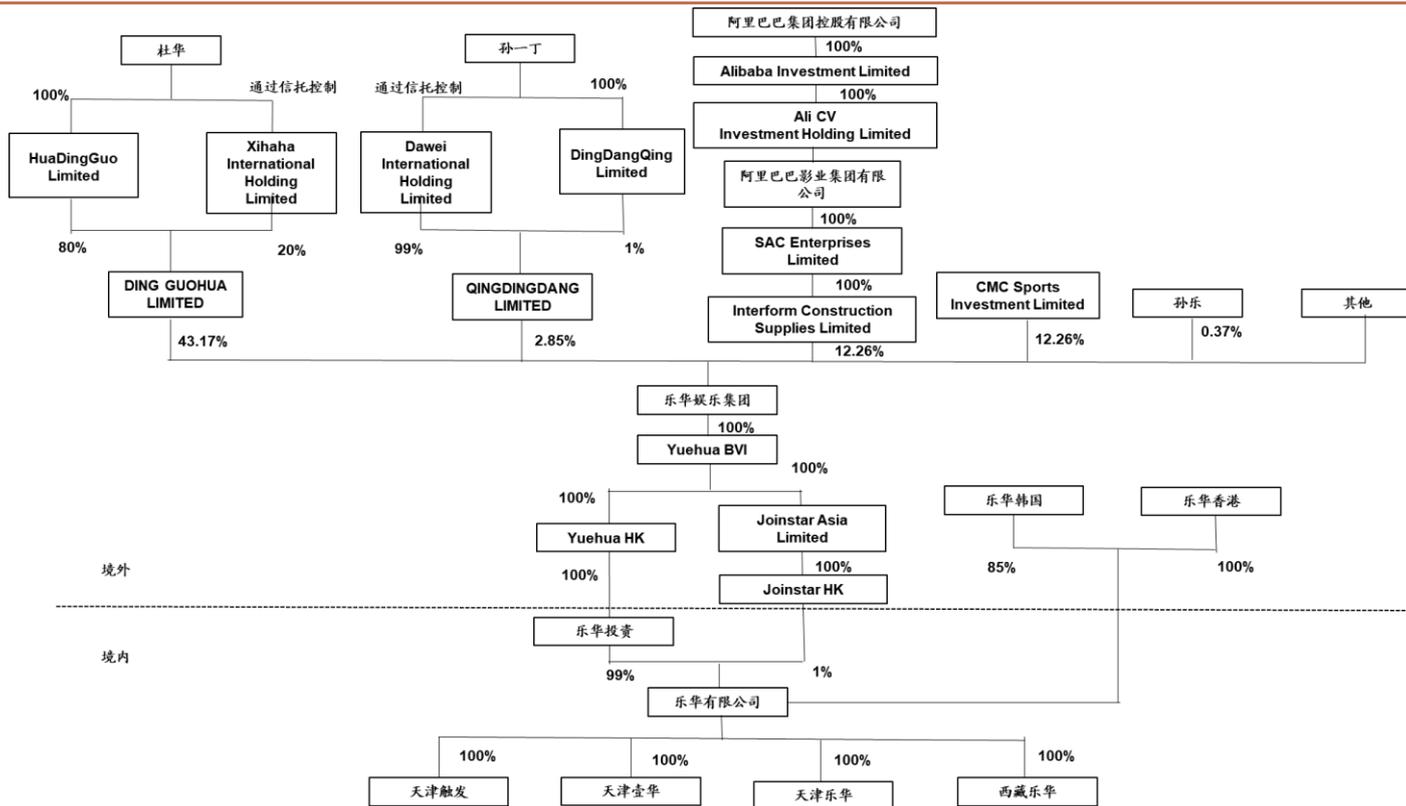
资料来源：公司公告、招商证券

3、股权结构：创始人兼董事长为控股股东，引入具备实力的外部股东

创始人杜华为控股股东，阿里影业、华人文化通过子公司持股成为第二大股东。

公司创始人杜华女士目前持有 43.17% 的股份，为集团控股股东，目前担任公司董事长以及首席执行官。阿里影业通过子公司 Interform Construction Supplies Limited 持有 12.26% 的股份，华人文化通过 CMC Sports Investment Limited 持有 12.26% 的股份。孙一丁先生持有乐华集团 2.85% 的股份，与控股股东杜华为夫妻关系。执行董事兼副总裁孙乐先生通过股权激励计划持有 0.37% 的股份。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

二、行业概况：泛娱乐市场规模稳步增长，行业规范政策凸显专业艺人管理重要性

1、娱乐市场：中国泛娱乐市场规模快速增长，2017-2022 年 CAGR19.4%

亚洲娱乐市场稳步增长，2017-2022 年 CAGR 2.4%，第三方分析机构预期 2021-2022 年 CAGR 4.0%。亚洲娱乐市场主要由四个部分组成，即剧集、综艺节目、数字音乐及电影。得益于数字化趋势及受众对优质娱乐内容日益增长的需求，亚洲娱乐市场稳步增长，市场规模由 2017 年的约 983 亿美元增加至 2019 年的约 1,068 亿美元，2017-2019 年的复合年增长率为 4.2%。2020 年主要因新冠疫情对电影市场的冲击，亚洲娱乐市场的规模轻微下降至 978 亿美元，2021 年市场规模增加至 1,082 亿美元。根据弗若斯特沙利文，预期亚洲娱乐市场的规模将于 2026 年增至约 1,317 亿美元，2021-2026 年的复合年增长率为 4.0%。

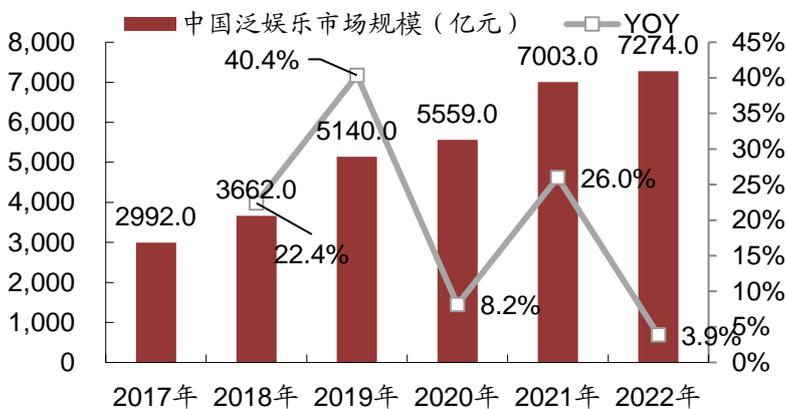
图 4: 亚洲娱乐市场规模及预测



资料来源: 公司公告、弗若斯特沙利文、招商证券

中国泛娱乐市场规模快速增长, 17-22 年 CAGR 达 19.4%。中国泛娱乐市场主要由八个部分组成, 即短视频、流媒体直播、剧集、综艺节目、数字音乐、电影、在线文学及动画。受中国城镇居民文化娱乐内容人均支出增长的推动, 中国的泛娱乐市场于过往数年快速增长。根据观研报告网, 市场规模由 2017 年约人民币 2,992 亿元增加至 2022 年约人民币 7,274 亿元, 2017 年至 2022 年的复合年增长率为 19.4%。根据弗若斯特沙利文 2022 年预测, 2026 年预期总市场规模将达到约人民币 13,456 亿元, 2021 年-2026 年的复合年增长率为 14.0%。

图 5: 中国泛娱乐市场规模



资料来源: 公司公告、弗若斯特沙利文、观研报告网、招商证券

2、艺人管理: 艺人供给端不断丰富, 下游变现渠道呈多元化发展特点

艺人管理: 由经验丰富的艺人管理公司或代理提供专业的优质服务。艺人管理专注于 (1) 发掘及培养具潜力及才华的艺人; (2) 向艺人提供专业培训及管理; 及 (3) 协助艺人提升其知名度。艺人管理公司的典型业务模式主要为与其签约艺人分享商业活动、音乐作品、综艺节目、剧集、电影及其他业务活动产生的收入。艺人管理公司投资其签约艺人的培养及培训, 并聘请该等专业人士进行商业活动及内容制作活动, 以制作优质内容, 包括数字音乐、电影、剧集及综艺节目。优质内容使受众愿意为该等优质娱乐内容付费, 推动中国泛娱乐行业整体增长。根据弗若斯特沙利文, 艺人管理公司可分为四类, 即专业艺人管理公司、平台型艺人管理公司、艺人管理工作室及内容型艺人管理公司。

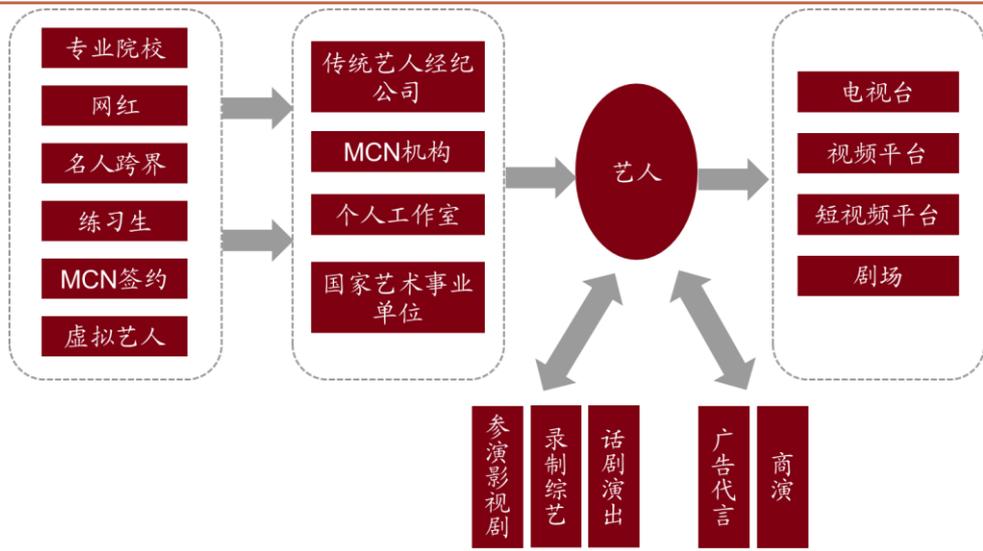
表 2: 艺人管理公司分类

	专业艺人管理公司	平台型艺人管理公司	艺人管理工作室	内容型艺人管理公司
定义	通过系统的培训来发掘及培养有潜质艺人	媒体平台提供艺人管理服务	为特定艺人成立	管理艺人以支持娱乐内容的制作及发行
定位	潜力艺人	有一定知名度的艺人	成名艺人	有一定知名度的艺人
典型公司	乐华娱乐、丝芭传媒、YG 娱乐	芒果传媒	明星工作室	华策影视、华谊兄弟

资料来源: 弗若斯特沙利文、华经产业研究院、招商证券

艺人管理产业链介绍: **1) 上游:** 艺人经纪公司、影视制作公司、唱片公司等企业之间存在着紧密的合作关系。艺人经纪公司和影视制片公司可以共同开发艺人的商业价值, 唱片公司也可以通过和艺人经纪公司的合作来进行音乐作品的制作和发行。随着互联网的发展, 新兴的平台如抖音、快手等也成为了艺人经纪公司的重要合作伙伴。**2) 中游:** 主要包括广告、代言、综艺等多个方面。作为经纪公司的重要收入来源之一的广告、代言近年来发展迅速。**3) 下游:** 主要包括音乐公司、影视公司、广告公司、演出公司等, 主要通过购买艺人经纪公司所管理的艺人资源, 进而实现内容生产、宣传推广、演出等业务。

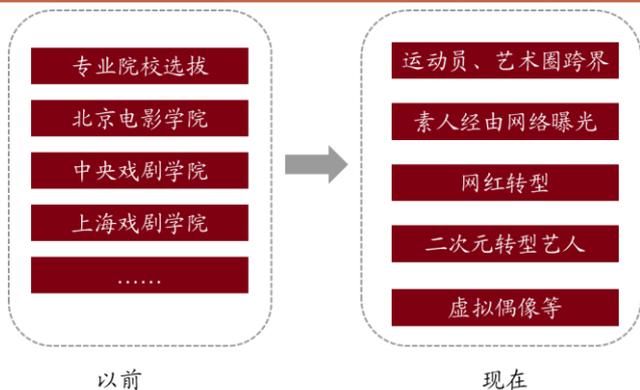
图 6: 艺人管理产业链



资料来源: 艾媒咨询、招商证券

艺人管理产业链上游艺人供给端不断丰富。以往艺人一般从北电、上戏、中戏等专业院校选拔出道, 但现如今移动社交媒体时代, 艺人出道途径日趋多元化, 通过网红、名人跨界、练习生、MCN 签约、虚拟艺人等途径进入传统艺人经纪公司、MCN 机构、个人工作室、国家艺术事业单位等出道。艺人的多元化供给使得艺人市场竞争更为激烈, 也能更好的满足用户多元化需求。

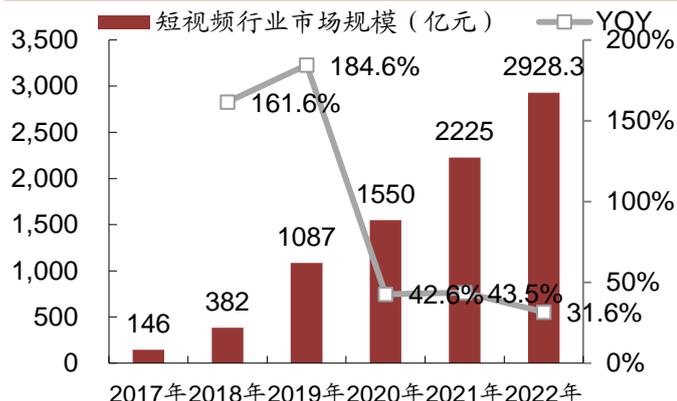
图 7：艺人管理供给端渠道不断丰富



资料来源：艾媒咨询、招商证券

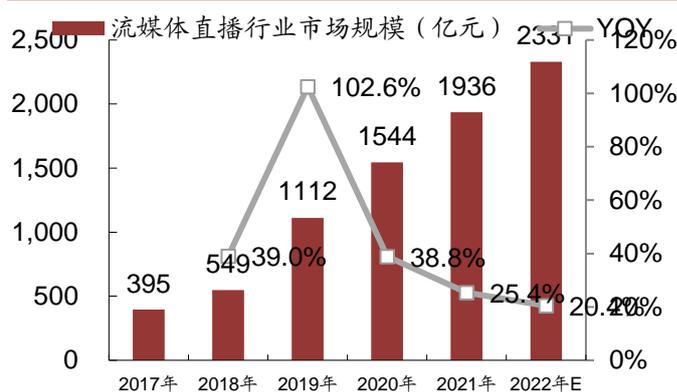
产业链下游变现渠道多元化发展。除传统的电视台、视频平台外，短视频平台也成为重要的变现渠道。近年来我国短视频和直播行业市场规模高速增长，使得下游变现方式更加丰富。2022 年我国短视频行业市场规模 2,928 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 82.2%，2021 年我国流媒体直播行业市场规模 1,936 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 48.8%。

图 8：中国短视频行业市场规模



资料来源：公司公告、弗若斯特沙利文、观研报告网、招商证券

图 9：中国流媒体直播行业市场规模

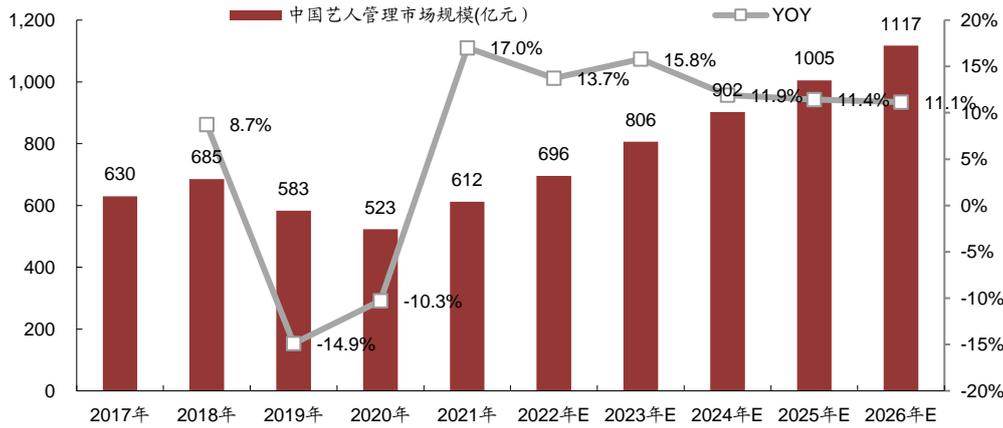


资料来源：公司公告、弗若斯特沙利文、招商证券

倡导娱乐规范化+疫情影响下，17-21 年艺人管理行业规模小幅下降。2021 年我国艺人管理市场规模为 612 亿，2017-2021 年 CAGR 为-0.7%。2019 年市场规模出现下降，主要归因于监管部门在 2018 年年底对艺人薪酬占电影和剧集总投资的比例提出具体要求。监管要求对市场的长期发展有利。2020 年受到疫情的影响艺人管理行业规模进一步降低，2021 年行业规模恢复增长。

受益于娱乐行业的繁荣、对专业艺人管理需求增加以及市场参与者的多元化，未来艺人管理市场有望达千亿规模。根据弗若斯特沙利文，中国艺人管理市场的规模预计将于 2026 年达至约人民币 1,117 亿元，2021 年至 2026 年的复合年增长率为 12.8%。未来中国艺人管理市场主要驱动力在于：1) 中国娱乐行业的繁荣：居民可支配收入的不断提高以及城市化进程推动居民娱乐活动消费；2) 艺人对专业艺人管理公司的需求日益增加：专业培训计划有效提高艺人的专业能力及商业价值，增强自身竞争优势，同时专业管理公司或机构合作人才在竞争娱乐圈有限资源方面更具优势；3) 市场参与者的多元化：娱乐内容制作公司开始从事艺人管理业务，部分成熟的互联网媒体平台已经开始进入艺人管理市场。

图 10: 中国艺人管理市场规模及预测



资料来源: 公司公告、弗若斯特沙利文、招商证券

中国艺人管理市场竞争激烈并且高度分散, 乐华娱乐集团市场份额 1.9% 排名第一。据弗若斯特沙利文, 截至 2021 年 12 月 31 日, 该市场有超过 1,200 家参与者。与中国大量的艺人管理公司比较, 中国成名艺人人数甚少, 而成名艺人的收入占行业收入的大部分。2021 年中国艺人管理市场规模约为人民币 612 亿元。于 2021 年, 五大艺人管理公司产生总收入人民币 34 亿元, 占同年总市场份额约 5.5%。以 2021 年艺人管理业务产生的收入为基准, 公司于中国所有艺人管理公司中排名第一, 市场份额约为 1.9%。

表 3: 艺人管理行业公司市场份额

排名	公司	身份及背景	2021 年艺人管理业务收入 (百万元)	市场份额
1	乐华娱乐集团	文化娱乐平台, 由包括艺人管理、音乐 IP 制作及运营以及泛娱乐业务的三个互补业务组成, 截至 2022 年 6 月 13 日有 66 名签约艺人	1,174.8	1.9%
2	A 公司	一间多元化娱乐公司, 以往在新三板挂牌, 目前为一间 A 股上市公司的关联公司, 专注于影视剧集制作以及艺人管理, 截至 2021 年 12 月 31 日约有 25 名签约艺人, 主要为演员	800.0	1.3%
3	B 公司	集大型演艺、训练生培育、艺人培训、艺人管理以及企业形象及文化策划于一体的专业文化私人公司, 截至 2021 年 12 月 31 日约有 25 至 30 名专注于唱歌及跳舞的签约艺人	550.0	0.9%
4	C 公司	专注于通过互联网及社交媒体培育新艺人文化的私人娱乐公司, 截至 2021 年 12 月 31 日约有 150 至 180 名专注于唱歌及跳舞的签约艺人	450.0	0.7%
5	D 公司	综合泛娱乐私人公司, 涵盖艺人管理、电影及剧集投资及制作、培育训练生、演唱会制作及娱乐营销, 截至 2021 年 12 月 31 日约有 12 至 15 名签约艺人, 主要为演员	400.0	0.7%

资料来源: 弗若斯特沙利文、华经产业研究院、招商证券

艺人政策规范度及版权保护规范强度不断提升, 专业艺人管理重要性凸显。2017 年以来, 有关演出经纪机构、内容审查和限薪令的法律法规出台较多。随

着监管政策的不断完善以及中国艺人管理市场标准化进程的推进，未来中国艺人管理市场行业竞争格局有望持续优化，头部企业市占率有望提升。受疫情影响，部分尾部艺人管理企业或出清。未来中国艺人管理市场的进入壁垒将不断提高，要求艺人管理企业具备丰富的专业知识、充分的行业知识、资源整合能力以及较好的品牌形象。

表 4: 艺人管理行业相关政策梳理

时间	政策名称	主要内容
2017/06/30	中国网络视听节目服务协会:《网络视听节目内容审核通则》	从事互联网视听节目服务相关单位在播出网络视听节目前,对拟播出的视听节目作品和用于宣传、介绍作品等目的而制作的图文及视频内容的审核。具体审核要素包括:1)政治导向、价值导向和审美导向;2)情节、画面、台词、歌曲、音效、人物、字幕等。
2017/9/22	中国广播电影电视社会组织联合会、中国网络视听节目服务协会及中国电视剧制作产业协会:《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	把演员片酬比例限定在合理的制作成本范围内,全部演员的总片酬不超过制作总成本的40%,主要演员不超过总片酬的70%,其他演员不低于总片酬的30%。如果出现全部演员总片酬超过制作总成本40%的情况,制作机构需向相关部门备案并说明情况。
2018/10/2	国家税务总局:《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》	从2018年10月10日起,各地税务机关通知本地区的影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等企业及影视行业高收入从业人员,对2016年以来的申报纳税情况进行自查自纠。
2018/10/31	国家广播电视总局:《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	严格执行已出台的电视剧网络剧(含网络电影)成本配置比例行业自律规定,每部电视剧网络剧(含网络电影)全部演员片酬不超过制作总成本的40%,其中主要演员不超过总片酬的70%。严禁播出机构对制作机构提出收视率承诺要求,严禁签订收视对赌协议。严禁任何机构和个人干扰、造假收视率(点击率)数据。
2020/2/6	国家广播电视总局:《关于进一步加强电视剧网络剧创作生产管理有关工作的通知》	在申报备案公示时,制作机构须向有关广播电视主管部门承诺已基本完成剧本创作;内容涉及政治、军事、外交、国家安全、统战、民族、宗教、司法、公安、反腐等敏感内容的,申报拍摄制作备案公示前须征得有关主管部门或者有关方面的书面同意意见。在电视剧网络剧完成片审查阶段,制作机构须将制作成本决算配置比例情况报告、演员片酬合同复印件,提交至有关广播电视主管部门备案。每部电视剧网络剧全部演员总片酬不得超过制作总成本的40%,其中主要演员片酬不得超过总片酬的70%。
2021/8/25	网信办:《关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知》	主要包括取消明星艺人榜单、优化调整排行规则、严管明星经纪公司、规范粉丝群体账号、严禁呈现互撕信息、清理违规群组版块、不得诱导粉丝消费、强化节目设置管理、严控未成年人参与、规范应援集资行为十方面的内容。
2021/8/30	文化和旅游部:《关于进一步加强文艺工作者教育管理和道德建设的通知》	1)加强学习:要组织学习相关部委关于治理天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题的文件精神,以及《演出行业演艺人员从业自律管理办法(试行)》等行业规范,教育引导广大文艺工作者不碰“红线”,不触“底线”,提升职业操守;2)加强示范引领:创作推广把社会效益放在首位、社会效益和经济效益相统一的优秀文艺作品;3)加强规范管理:要强化约束机制,加强违法违规、失德失范行为的风险监测研判,做到早发现、早报告、早处置,对于可能造成不良影响的人员和问题,要果断采取应急性管控措施;4)加强道德建设。
2021/9/2	国家广播电视总局:《关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知》	包括坚决抵制违法失德人员、坚决反对唯流量论、坚决抵制泛娱乐化、坚决抵制高价片酬、切实加强从业人员管理、开展专业权威文艺评论、充分发挥行业组织作用、切实履行管理职责八方面内容。
2021/9/18	国家税务总局:《关于加强文娱领域从业人员税收管理的通知》	进一步加强文娱领域从业人员日常税收管理,对明星艺人、网络主播成立的个人工作室和企业,要辅导其依法依规建账建制,并采用查账征收方式申报纳税。税务部门将定期对艺人及网络主播进行税务检查。此外,税务部门将着力加强对艺人、网络主播经纪公司、经纪人及相关制作人的税收管理,督促其依法履行个人所得税代扣代缴义务,提供相关信息并配合税务机关依法对明星艺人、网络主播实施税收管理工作。
2021/9/29	文化和旅游部:《关于规范演出经纪行为加强演员管理促进演出市场健康有序发展的通知》	严格演出资质管理;规范演员从业行为;加强演出活动监管;做好粉丝正面引导,演员经纪公司、工作室加强对粉丝应援行为的正面引导,做好演出现场管理;共建良好演出生态。

2021/10/26	网信办:《关于进一步加强娱乐明星网上信息规范相关工作的通知》	1) 严把内容导向, 强化娱乐明星网上信息导向管理, 发布和传播娱乐明星网上信息要遵守法律法规, 遵循公序良俗, 坚持正确舆论导向和价值取向; 2) 演艺作品类信息(明星影视、音乐、综艺作品及相关宣传、片段、演绎、评述等)原则上自然传播, 不得在《网络信息内容生态治理规定》第十一条规定的重点部分扎堆呈现 3) 加强经纪公司的账号认证及审核, 同一公司原则上在同一平台上应仅注册一个账户, 粉丝团账号须经明星经纪公司授权或认证, 由经纪公司负责日常维护、监督及管理, 未经授权的个人或组织不得注册粉丝团账号。
2021/12/13	文化和旅游部:《演出经纪人员管理办法》	规定演出经纪活动包括演出组织、制作、营销、演出居间、经纪、演员签约、推广、代理等。在中国境内从事演出经纪活动的人员, 应当通过演出经纪资格考试, 并取得演出经纪资格证书
2022/2/8	国家广播电视总局:《关于印发〈“十四五”中国电视剧发展规划〉的通知》	规定演员的片酬管理必须加强, 坚决反对“天价片酬”, 严格执行每部电视剧全部演员总片酬不得超过制作总成本 40%, 主要演员片酬不得超过演员总片酬 70% 的制作成本配置比例规定, 加强片酬合同备案与核查。
2022/5/7	中国广播电视社会组织联合会与中国网络视听节目服务协会:《演员聘用合同示范文本(试行)》	(i) 演员片酬等劳务合同须以本人名义采取书面形式签订; (ii) 不得为税后收入合同, 不得使用现金方式支付或其他变相支付报酬形式隐匿收入; (iii) 演员聘用合同书应列明演员经纪公司/演员工作室与演员本人之间的佣金分配以及对合同义务等情况。
2022/5/20	国家广播电视总局:《广播电视和网络视听领域经纪机构管理办法》	(i) 广播电视和网络视听领域经纪机构、经纪人员提供经纪服务, 应当对服务对象身份进行核实; (ii) 广播电视和网络视听领域经纪机构、经纪人员为未成年人提供经纪服务, 应当事先征得其法定监护人同意, 遵守国家法律规定, 保障未成年人的合法权益, 不得组织未成年人从事危害其身心健康的活动; (iii) 广播电视和网络视听领域经纪机构、经纪人员不得为服务对象参与违反法律、危害社会公德、扰乱社会秩序或损害他人合法权益的节目提供经纪服务等

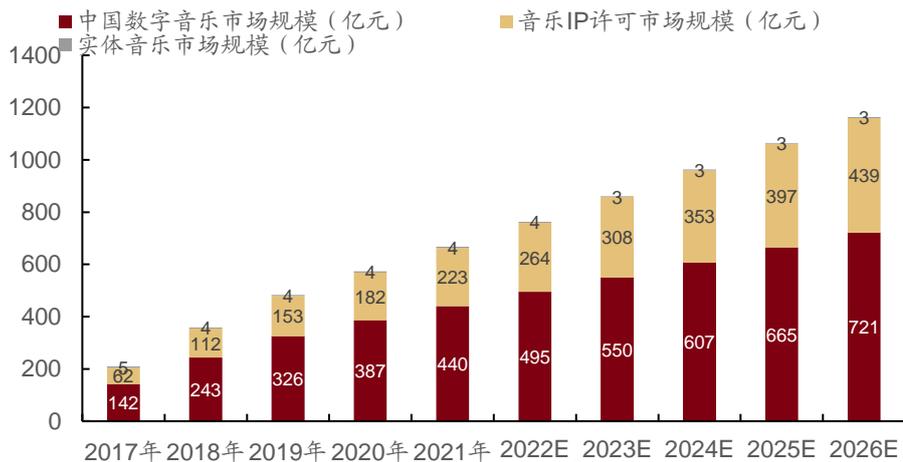
资料来源: 各部门官网、头豹科技创新网、招商证券

3、中国音乐市场: 版权保护环境完善付费意愿增强, 音乐市场稳定向前

中国音乐市场规模保持高速增长, 第三方分析机构预计 21-26 年 CAGR 为 11.8%。中国音乐市场包括音乐版权许可市场、数字音乐市场及实体音乐市场。中国音乐市场的总规模由 2017 年的约人民币 210 亿元增加至 2021 年的约人民币 666 亿元, 2017 年至 2021 年的复合年增长率为 33.5%。大幅增长主要由同期中国数字音乐及音乐 IP 市场的快速扩张所推动。根据弗若斯特沙利文, 至 2026 年, 中国音乐市场的总规模预计将达至约人民币 1,164 亿元, 2021 年至 2026 年的复合年增长率为 11.8%。

用户为优质音乐内容付费的意愿持续增强, 音乐 IP 许可、数字音乐市场快速增长。1) 数字音乐市场: 由于受众越来越愿意购买数字专辑或音乐内容, 数字音乐市场的规模出现惊人的增长, 根据弗若斯特沙利文, 2021 年中国数字音乐市场规模为 440 亿, 2017-2021 年 CAGR 为 32.6%, 预计 2026 年市场规模达 721 亿元, 2021-2026 年 CAGR 为 10.4%。2) 音乐 IP 许可市场: 由于版权保护环境的改善, 中国 IP 许可市场规模高速增长, 同时, 由于中国继续规范音乐内容的许可及转授许可, 用户将进一步为授权音乐内容付费, 从而提高特许权使用费。2021 年音乐 IP 许可市场规模为 223 亿元, 2017-2021 年 CAGR 为 37.5%, 预计 2026 年市场规模 439 亿, 2021-2026 年 CAGR 为 14.5%。3) 实体音乐: 随着互联网及移动技术的快速发展, 于 2017 年至 2021 年期间, 实体音乐市场的规模由约人民币 5 亿元减少至约人民币 4 亿元, 并可能于 2026 年减少至约人民币 3 亿元。

图 11: 中国音乐市场规模及预测



资料来源: 公司招股书、弗若斯特沙利文、招商证券

4、虚拟艺人市场: 已基本完成商业化, 虚拟偶像相关市场规模有望持续高增

虚拟艺人由计算机生成, 已经通过各种商业活动获利。虚拟艺人是计算机生成的动画人物, 并通过增强现实及虚拟现实技术化身为元宇宙人物。开发商一般需要委聘真人演员, 演员的动作、声音及表情会通过使用动作捕捉技术或软件反映于虚拟艺人。虚拟艺人的形象及身份一般与真人演员的形象及身份并无关联。虚拟艺人具有各种各样的身份, 如歌手、乐队、关键意见领袖/网红或主播, 包括有关现有 IP、真人艺人的虚拟版本或消费品牌的化身。近年来, 虚拟艺人日益流行, 虚拟艺人可与真实艺人同台表演, 甚至也能像真实艺人一样参加脱口秀或采访。虚拟艺人亦受邀在直播平台推广产品, 这与现实生活中的艺人和名人类似。虚拟艺人已通过各种商业活动获利, 如品牌代言、直播、现场音乐会和营销活动。

图 12: 虚拟偶像洛天依



资料来源: 央视直播、招商证券

图 13: 虚拟偶像翎代言多个品牌

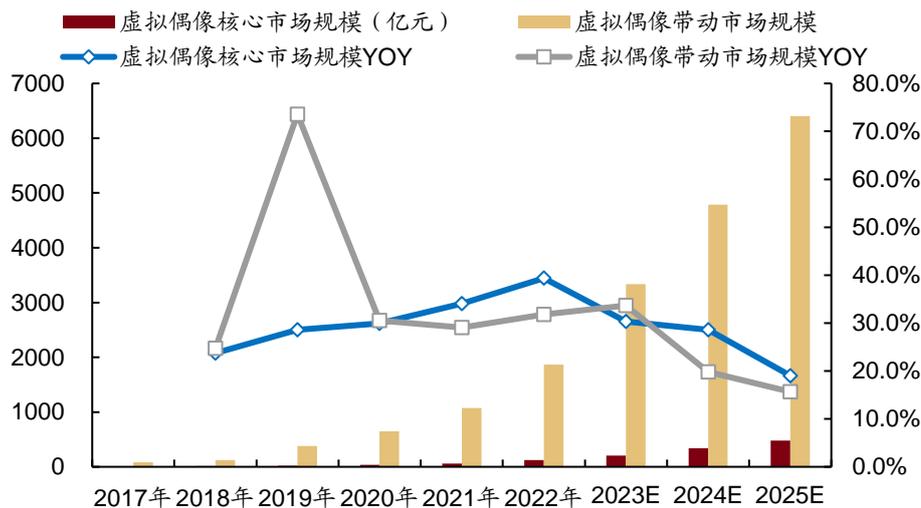


资料来源: 魔法科技、招商证券

相较管理真实艺人, 管理虚拟艺人涉及的挑战较小。1) 虚拟艺人的公众形象可有效管理, 虚拟艺人几乎不会面对负面宣传, 且能够维持其声誉。2) 通过技术方法, 艺人管理公司可及时调整其虚拟艺人的公众形象及专业技能, 以把握公众品味及市场偏好的最新变化, 维持其知名度。虚拟艺人所表演的内容可根据品牌或受众的需求进行量身定制。3) 虚拟艺人更易于触达受众, 并可主动与关注者互动。4) 虚拟艺人可突破时空界限, 全天候出现在多个渠道。因此, 品牌、内容制作商及媒体平台更倾向于与虚拟艺人展开业务合作。

虚拟偶像核心市场、带动周边市场规模高速增长，2017-2022年CAGR分别达71.7%/87.3%。根据艾媒咨询数据，2022年虚拟偶像核心市场规模为120.8亿元，2017-2022年CAGR为71.7%。预计2025年虚拟偶像核心市场规模将达到480.6亿元，2022-2025年CAGR为58.5%。此外，虚拟偶像产业已延伸至手办、唱片、漫展等周边市场，2022年国内虚拟偶像带动周边市场为1866.1亿元，2017-2022年CAGR为87.3%，预计2025年带动市场规模将达到6402.7亿元，2022-2025年CAGR为50.8%。

图 14: 虚拟偶像核心市场以及带动市场规模



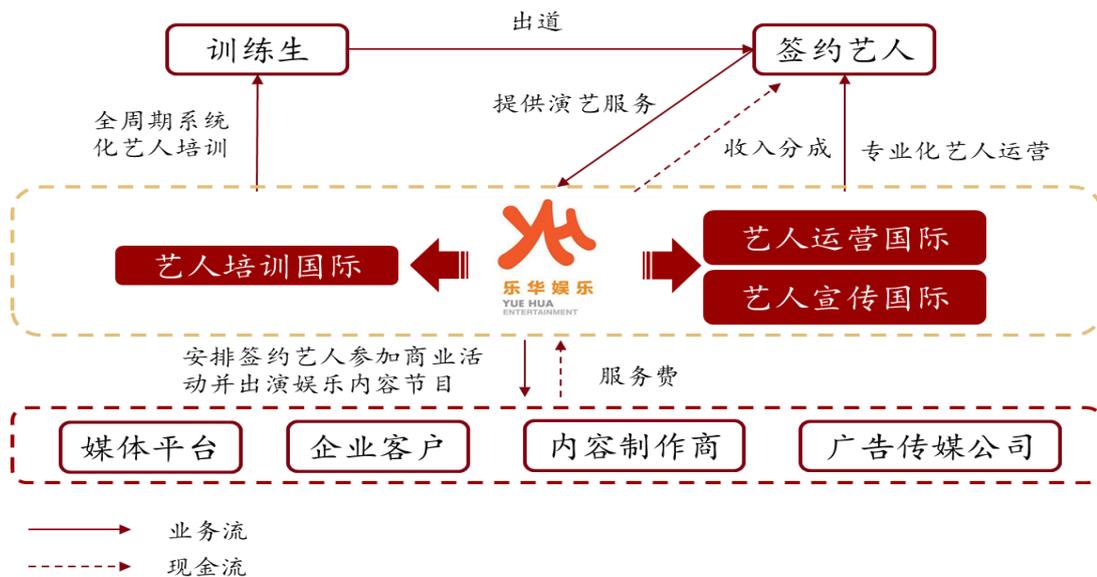
资料来源：艾媒咨询、招商证券

三、投资要点：全周期艺人管理业务领先行业，多元化战略探索新的增长曲线

1、艺人管理：具备艺人及资源端的双边效应，积极探索艺人资源的新变现渠道

目前艺人管理业务贡献公司最主要的收入来源，公司通过签约艺人收入分成以及向客户收取服务费获取收入。公司安排签约艺人为品牌代言及进行推广活动以及出演各种类型的娱乐内容节目，从而为包括企业客户、媒体平台、内容制作商及广告传媒公司在内的客户提供服务。业务主要的收入是签约艺人的收入分成和为客户提供服务而收取的服务费。依赖于系统化的训练生培育及专业化的艺人运营体系、广泛多元的合作伙伴，公司艺人管理业务健康发展，成为艺人管理行业的龙头体系。

图 15: 公司艺人管理业务商业模式



资料来源: 公司招股书、招商证券

(1) 艺人端: 全周期管理模式助力优秀训练生出道并发展事业

乐华娱乐建立了覆盖训练生选拔、艺人培养、运营宣传的全周期艺人管理模式。乐华娱乐是中国少数能提供系统化及专业化艺人培训及运营的公司。公司已构建覆盖艺人管理全生命周期的「乐华模式」, 包括训练生选拔、艺人培训、艺人运营及艺人宣传。公司为训练生提供全方位、高质量的培训课程, 帮助训练生成为具有强大艺术技能和良好品格的优质艺人。在训练生出道成为全面的专业艺人后, 公司通过专业的艺人运营帮助其提升商业价值, 带来积极的社会影响, 进一步提升公司的品牌影响力。

图 16: 公司全周期艺人管理模式



资料来源: 公司招股书、公司年报、招商证券 注 1: 指截至 2022 年 12 月 31 日止年度; 注 2: 截至 2022 年 12 月 31 日

公司多渠道高标准挖掘优秀训练生, 扩大公司人才储备。通过在线和线下多种渠道的触达挖掘有潜力的候选人成为训练生。截至 2022 年 9 月 30 日, 公司与

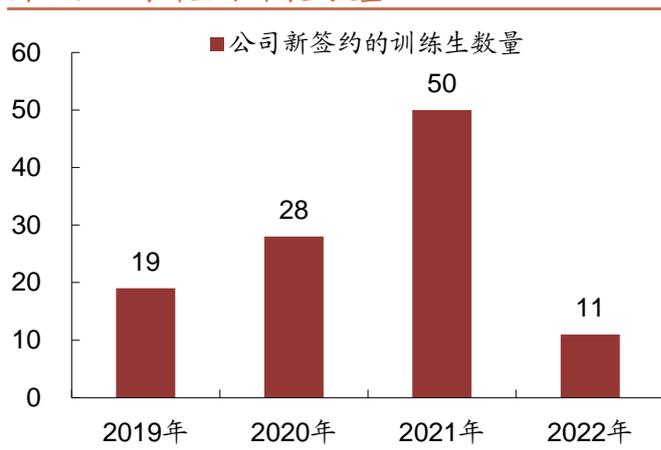
全国超过 30 家艺术学校、机构及院校展开密切的合作，它们向公司推荐优秀的候选人。此外，公司主要通过唱跳比赛、全球选拔网络及社交媒体平台等方式物色训练生人选。截至 2022 年 12 月 31 日止年度，公司的训练生计划在全球范围内接到超过 14000 份申请。由于候选人规模庞大，公司在选拔中保持高标准，以甄选适合演艺事业的候选人。2019-2022 年，公司新签约的训练生数量分别为 19 人、28 人、50 人及 11 人，整体录取率每年低于 0.3%，2022 年录取率低于 0.1%。公司签约的优秀训练生提供了丰富的人才储备库。训练生人数由 2019 年的 48 名增加至 2021 年的 80 名，2019 年-2021 年的复合年增长率为 29.1%，而截至 2022 年底减少至 58 名，主要是由于部分训练生已出道。

图 17: 公司多渠道挖掘优秀训练生



资料来源：公司招股书、招商证券

图 18: 公司新签约训练生数量



资料来源：公司公告、招商证券

专业、完善的培养体系助力练习生出道，签约艺人大部分为公司训练生计划毕业生，并保持长期的合作关系。乐华娱乐是中国最早采用海外艺人培养运营模式的艺人管理公司之一。截至 2022 年底，公司艺人培训团队包括 33 名拥有人才选拔及安排艺人培训方面专业知识的专业人士，其在声乐、舞蹈、表演等领域拥有多年经验。公司的艺人培训团队会为训练生定制系统性的课程，并会根据训练生的特点因材施教。于训练生体系下，训练生在出道成为签约艺人前一般需要经过为期 3 年的声乐、舞蹈、表演、形体及外语等方面的专业培训。公司亦制定训练生及艺人的行为守则，协助彼等发展良好品德。截至 2022 年 12 月 31 日，公司有 58 名参加训练计划的训练生，其中 18 名训练生在 2022 年成功出道。截至 2022 年末，公司有 68 名签约艺人，大部分签约艺人为公司练习生出道，公司前十名的艺人除韩庚以外均为乐华训练毕业生。公司通过签订独家艺人管理合同的方式来保证艺人管理业务的相对稳定，艺人和公司保持着长期合作关系，公司前十名的艺人至少和公司保持了 6 年以上的关系年限，有 6 名艺人与公司关系年限大于 10 年。艺人在乐华体系和模式下培养成长，对公司有较高的忠诚度。

表 5: 乐华主要签约艺人关系年期

艺人	微博粉丝数量	是否为乐华训练生计划毕业	关系年期	艺人管理合同期限
韩庚	约 53,000,000	否	13 年	初始期限：2010 年 5 月至 2013 年 5 月，已续期四次，分别为三年、四年、两年及两年，至 2024 年 6 月止
王一博	约 40,454,000	是	12 年	初始期限：2014 年 10 月至 2022 年 10 月，已续期四年至 2026 年 10 月止

孟美岐	约 27,243,000	是	10 年	2016 年 2 月至 2026 年 2 月, 自动续期一年
范丞丞	约 27,548,000	是	7 年	2018 年 4 月至 2023 年 4 月
黄明昊	约 25,363,000	是	8 年	2018 年 4 月至 2028 年 4 月, 自动续期两年
吴宣仪	约 24,950,000	是	10 年	2016 年 2 月至 2026 年 2 月, 自动续期一年
朱正廷	约 24,003,000	是	8 年	2016 年 10 月至 2028 年 4 月, 自动续期两年
李汶翰	约 14,312,000	是	12 年	2014 年 10 月至 2024 年 10 月, 自动续期一年
程潇	约 12,411,000	是	10 年	2016 年 2 月至 2024 年 2 月, 自动续期一年
毕雯珺	约 11,691,000	是	6 年	2018 年 4 月至 2028 年 4 月, 自动续期两年
黄新淳	约 6,423,000	是	6 年	2018 年 4 月至 2028 年 4 月, 自动续期两年
胡春杨	约 6,380,000	是	5 年	2019 年 4 月至 2029 年 4 月, 自动续期两年
周艺轩	约 4,985,000	是	11 年	2014 年 10 月至 2024 年 10 月, 自动续期一年
王晰	约 5,005,000	否	4 年	2019 年 4 月至 2024 年 4 月
唐九洲	约 3,000,000	否	4 年	2019 年 5 月至 2029 年 5 月, 自动续期两年
许雅婷	约 2,661,000	否	4 年	2019 年 3 月至 2026 年 2 月, 自动续期两年
金子涵	约 2,606,000	是	4 年	2020 年 5 月至 2030 年 5 月, 自动续期两年

资料来源: 公司公告、微博、招商证券

注: (1)与签约艺人的关系年期指于以下较早者开始的年期: (i)倘艺人为乐华训练生计划的毕业生, 则艺人与公司订立训练生合同的日期, 或(ii)倘艺人并不是乐华训练生计划的毕业生, 则艺人首次与公司订立独家艺人管理合同的日期, 及直至最后实际可行日期结束时的年期。(2)就即将到期的艺人管理合同而言, 公司计划按个别情况开启审阅及续签程序。

(3) 本表乐华主要签约艺人粉丝数量截至 2023 年 9 月 27 日

凭借对大众文化娱乐行业的需求和艺人特点及才华的深刻理解, 帮助签约艺人发展事业。公司的艺人运营团队专业地为签约艺人匹配不同的业务项目, 包括参与代言、业务推广活动及其他商业活动, 以及出演音乐作品、综艺节目、剧集及电影以提升其商业价值。截至 2022 年 12 月 31 日, 公司艺人营运团队由 33 名成员组成。艺人宣传团队拥有多年为艺人开展特定宣传活动的经验, 协助提升艺人的人气。为准备其出道, 公司通过各种宣传渠道帮助签约艺人最大限度地提高曝光率。艺人出道后, 公司亦会根据观众反馈及市场需求对艺人的表现进行评估, 并对其职业规划作调整, 通过专业培训, 进一步开拓艺人发展潜能。截至 2022 年 12 月 31 日, 公司艺人宣传团队有 27 名成员。

图 19: 公司签约艺人运营工作流程



资料来源: 公司招股书、招商证券

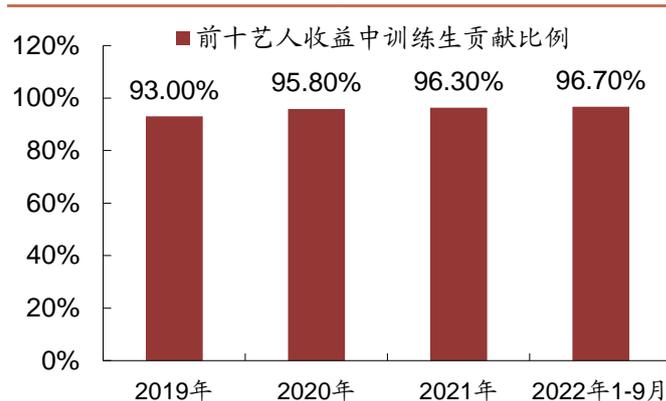
凭借稳定的人才库以及专业化的训练生培养流程, 持续有效地从学员库推广受欢迎的艺人。截至 2023 年 9 月, 公司有两位签约艺人在微博上有超过 4000 万粉丝, 有接近 20 位艺人微博粉丝数量超过 200 万。粉丝排名前十的艺人中除韩庚以外的九名训练生产生的收益占前十名艺人收益逐年提升, 2019-2021 年以及截至 2022 年 9 月, 占比分别为 93.0%/95.8%/96.3%/96.7%。

图 20: 公司主要艺人及团体



资料来源: 公司招股书、招商证券

图 21: 公司前十艺人收益中训练生贡献比例

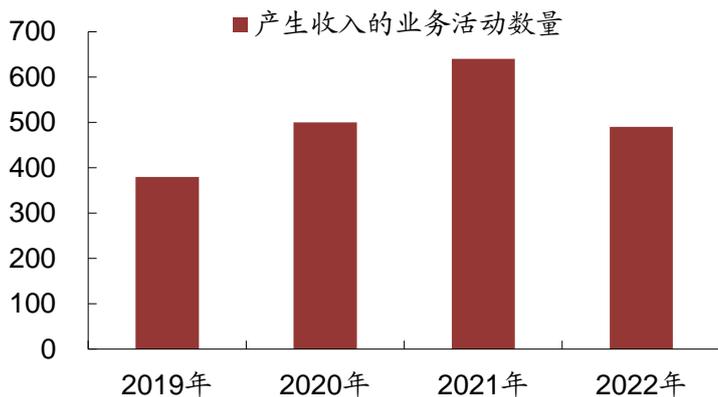


资料来源: 公司公告、招商证券

(2) 资源端: 广泛、多元的合作伙伴助力签约艺人发展

公司行业资源丰富, 与众多国内外大品牌形成合作。2019-2022 年公司产生收入的业务活动数目分别为 380/500/640/490 份, 2022 年 1-9 月产生收入的业务活动数量为 487 份, 22 年 Q4 受疫情影响使得产生收入的业务活动大量减少。公司与众多品牌合作, 能够安排签约艺人参与各种商业活动, 提升其商业价值及公众知名度。2019-2022 年 9 月公司订立 407 份代言, 其中 12 个客户为名列福布斯于 2020 年发布的全球品牌价值 100 强的国际品牌以及八个客户为名列中国品牌价值研究院于 2020 年发布的中国最具价值品牌 100 强的国内品牌。

图 22: 公司产生收入的业务活动数量



资料来源: 公司公告、招商证券

公司与主流媒体平台保持长期业务合作, 多渠道安排签约艺人参演优质娱乐内容。乐华娱乐依托核心艺人管理业务, 不断积累及提升乐华品牌及签约艺人的影响力。通过与各类主流媒体平台(包括领先的媒体平台及音乐服务供货商), 公司已建立多个渠道安排签约艺人参演优质娱乐内容, 有效地将签约艺人推广到更广泛的受众。根据弗若斯特沙利文, 公司与中国年均收视率排名前五的电视台及中国总收入排名前三的互联网视频平台建立平均为七年的业务合作。2019-2022 年 9 月, 公司就签约艺人于综艺节目、电影及剧集演出而订立 506 份娱乐内容服务合同。公司安排签约艺人于热门社交媒体平台参与相关活动, 进一步提升彼等的知名度。

图 23: 公司主要合作媒体平台



资料来源: 公司公告、招商证券 注 1: 2019-2022 年 9 月 30 日间

主要互联网视频平台: 公司安排签约艺人在爱奇艺、优酷、腾讯视频与芒果 TV 等中国领先的互联网视频平台播放的一系列综艺节目中参演。于业务纪录期, 王一博先生参演在优酷播出的两档综艺节目《这! 就是街舞》第三季与第四季; 程潇女士参演在腾讯视频播出的综艺节目《极限青春》; 吴宣仪女士参演在爱奇艺播出的综艺节目《恋恋剧中人》; 黄明昊先生参演在芒果 TV 播出的综艺节目《明星大侦探》。除综艺节目外, 公司签约艺人主演的剧集, 如《风起洛阳》、《良言写意》及《世界微尘里》, 亦于这些平台播放并备受欢迎。根据弗若斯特

沙利文，2019年-2022年9月30日期间，由公司签约艺人参演的多部剧集的总浏览量均超过十亿次。

卫星电视网络：2019年-2022年9月30日期间，由公司签约艺人出演的剧集及综艺节目已于中国多个领先电视台播出，例如**湖南卫视、浙江卫视、东方卫视、江苏卫视及北京卫视**。根据弗若斯特沙利文，公司签约艺人参演的许多剧集及综艺节目均已取得高收视率，于业务纪录期，部分作品获得了破一的收视率。公司与电视台的合作是让签约艺人接触到全国观众的重要渠道。

图 24: 王一博常驻综艺《这！就是街舞》在优酷播出



资料来源：优酷官方微博、招商证券

图 25: 范丞丞综艺《奔跑吧》在浙江卫视播出



资料来源：浙江卫视官方微博、招商证券

短视频及内容社区平台：乐华娱乐还建立了多种渠道来触达目标受众，并依托于**抖音及快手**等新兴的短视频平台发布创作的娱乐内容。公司的签约艺人经常发布短视频及参加这些平台上的直播活动、推广其代言的产品或品牌，或宣传其参演的电影、综艺节目或剧集。通过在这些分享视频的社交媒体平台上提高曝光度，签约艺人的知名度及在社交媒体上的影响力均有效提高。

主要音乐流媒体平台：公司为签约艺人制作的音乐作品于**网易云音乐及腾讯音乐**等中国主要音乐流媒体平台上备受欢迎，并已在各种国际音乐流媒体平台上发行。为发展音乐 IP 制作及运营，乐华娱乐与中国主要的音乐服务供货商建立并保持长期合作关系。公司为签约艺人量身订制音乐作品，以满足市场需求并匹配艺人的市场定位。公司亦向版权持有人获得音乐作品的授权，以扩大及丰富音乐 IP 库。公司将音乐 IP 库中的音乐作品授权给主要音乐服务供货商，以收取许可费和特许权使用费。公司也会与音乐平台在线和线下宣传及推广签约艺人音乐作品方面进行合作，使艺人作品获得更广泛的展示，提升艺人歌曲的传播度。

图 26: 王一博抖音账号



图 27: 韩庚在网易云音乐账号



资料来源：抖音、招商证券

资料来源：网易云音乐、招商证券

2、音乐 IP 制作及其他业务：积极把握行业热点探索多元化业务发展

保持艺人管理核心业务稳定，坚持多元化发展打开新的增长曲线。乐华娱乐创始人兼首席执行官杜女士于 2009 年创立乐华娱乐。13 年间，在其领导下，乐华娱乐已经成长为一家知名的艺人管理公司。杜女士凭借对艺人管理市场的深刻见解以及对训练生制度的深入了解，建立了适合中国娱乐市场的艺人管理体系。根据弗若斯特沙利文，公司是中国开拓系统性专业训练生计划的先驱，且迅速成为市场领导者。同时，通过不断打造乐华品牌，整合多样的行业资源，杜女士致力于打造中国文娱产业优质艺人的摇篮。于 2014 年 10 月，杜女士正式创办乐华韩国，标志着乐华娱乐向海外扩张。在保持艺人管理核心业务稳定发展的同时，公司也关注新的渠道和模式，探索多元化发展，在虚拟偶像、线下偶像店、直播电商等方面积极探索，寻找新的增长空间。

（1）虚拟艺人：虚拟艺人业务已实现商业化变现，带来新的增量空间

公司陆续推出 3 个虚拟艺人团体，是中国最早进入虚拟艺人市场的艺人管理公司之一。公司与一名业务伙伴合作推广包含五名成员的虚拟艺人女团 A-SOUL，该女团于 2020 年出道，并于出道后获得市场的良好反响。为提高运营的效率，自 2022 年起公司不再从事 A-SOUL 的商业开发，而公司业务伙伴及其附属人士自此将拥有经营及进行 A-SOUL 商业开发的独家权利，但乐华娱乐有权按协议比率收取 A-SOUL 产生的部分收益。乐华娱乐参股的公司亦推出了由四名成员组成的虚拟艺人男团量子少年及由五名成员组成的虚拟艺人女团 EOE。通过公司良好的运营和宣传，A-SOUL 出道后快速获得市场关注，目前 A-SOUL 微博粉丝数 248.7 万，在市场上一些重要虚拟艺人微博粉丝数中名列前茅。

图 28：公司推出虚拟艺人女团 A-SOUL



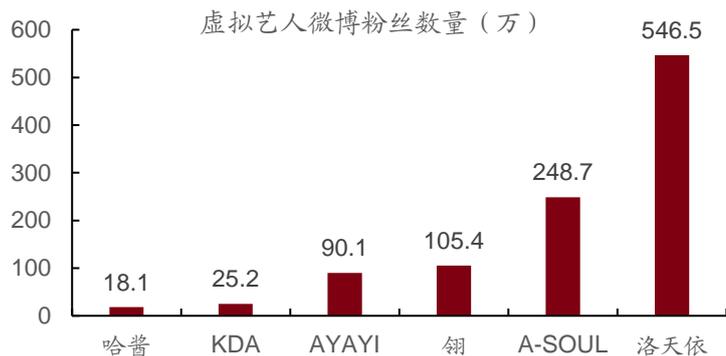
资料来源：公司官网、招商证券

图 29：公司虚拟艺人男团-量子少年



资料来源：公司官网、招商证券

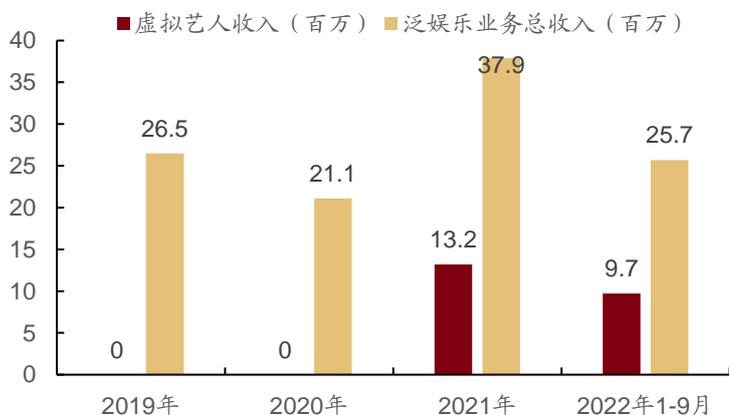
图 30: 虚拟艺人微博粉丝数量比较



资料来源: 微博、招商证券注: 数据截至 2023 年 9 月

持续发展虚拟艺人业务, 或将成为公司第二增长曲线。2022 年第二季度, 公司与在开发赋能虚拟艺人技术方面有经验的业务伙伴联合成立两家公司, 以进一步扩展虚拟艺人业务。公司在该两家公司均担任财务投资者, 目前并无任何计划参与被投资公司的日常营运。2019-2021 年以及 2022 年 1-9 月, 虚拟艺人业务收入分别为 0/0/13.2/9.7 百万, 虚拟艺人的发展为泛娱乐业务的发展创造了新的增量空间, 泛娱乐业务产生的收入由 2020 年 21.1 百万元增加 79.6% 至 2021 年 37.9 百万元, 主要由于虚拟艺人组合 A-SOUL (于 2020 年底推出) 的商业发展产生收益。

图 31: 公司虚拟艺人及泛娱乐业务收入情况



资料来源: 公司公告、招商证券

(2) 音乐 IP 制作及运营: 利用签约艺人矩阵拓展音乐 IP 制作及运营, 未来将持续投入

公司利用广泛的签约艺人矩阵拓展音乐 IP 制作及运营, 扩大自有音乐 IP 库, 未来将持续发展。音乐 IP 制作及运营业务产生的收入主要包括 (i) 将原创音乐 IP 授权予音乐服务提供商; (ii) 将公司的授权音乐 IP 再授权予音乐服务提供商; 及 (iii) 公司音乐 IP 的数字及实体专辑销售收入。由于诸多签约艺人亦接受演唱培训, 自 2009 年开始音乐 IP 制作及运营业务。公司已建立一个庞大的音乐 IP 库。截至 2022 年 12 月 31 日, 音乐 IP 库包括约 1,200 首为签约艺人制作和发行的原创音乐录音录像制品以及超过 56,000 首由公司获得第三方版权持有人授权的音乐作品。公司为签约艺人制作的数字单曲及专辑获得了广泛人气。截至 2022 年 9 月 30 日, 为王一博先生制作的两首数字单曲《无感》和《我的世界守则》销量分别超过 17 百万张及 15 百万张。截至同日, 为朱正廷先生制作

的数字专辑《Chapter Z》销量约二百万张。未来公司将继续发展音乐 IP 制作及运营业务，巩固在娱乐行业的市场领先地位。

图 32: 公司艺人王一博专辑《无感》《我的世界守则》



无感 王一博先生 销量: 约1760万 发布日期: 2019年12月	我的世界守则 王一博先生 销量: 约1540万 发布日期: 2020年12月
---	---

资料来源: 公司招股书、招商证券

注: 数据截止至 2022 年 9 月 30 日

图 33: 公司艺人朱正廷专辑《冬日告白》《Chapter Z》



冬日告白 朱正廷先生 销量: 约310万 发布日期: 2018年12月	Chapter Z 朱正廷先生 销量: 约200万 发布日期: 2019年9月
--	--

资料来源: 公司招股书、招商证券

(3) 多元化业务探索: 发展线下偶像店、直播电商等业务, 持续探索公司增长空间

公司在保持艺人管理业务相对稳定的基础上, 结合市场和用户需求的变化, 不断探索新的业务模式, 拓展新的增长曲线。公司在打造乐华为主体的多功能娱乐中心、直播电商、出海、短剧业务等方面进行诸多探索, 目前已经取得一些阶段性结果, 未来仍将持续探索线下实体门店建设、进一步开拓海外市场等, 不断扩大乐华的影响力。

打造乐华为主体的多功能娱乐中心, 为向受众提供身临其境的娱乐体验。公司计划打造一个以乐华为主题的多功能娱乐中心, 游客可在该娱乐中心参加演艺培训、参与线下娱乐活动, 并通过增强现实技术和虚拟现实技术在元宇宙空间与签约艺人或虚拟艺人互动。此外, 游客可在主题餐厅及咖啡厅用餐及购买艺人相关衍生品, 以享受有趣难忘的休闲体验。乐华娱乐首家集周边、玩乐于一体的线下实体门店已经与 2023 年 9 月 22 日开始试营业。线下实体店加强粉丝和艺人的互动, 良好的体验将有助于增强粉丝粘性。

图 34: 乐华娱乐线下门店 YH SPACE



资料来源: 乐华娱乐公众号、招商证券

图 35: YH SPACE 内推出众多专业滑板产品



资料来源: 乐华娱乐公众号、招商证券

YH SPACE 收入空间测算: 我们根据泡泡玛特线下店铺的坪效和客流量对 YH SPACE 坪效进行估计。2022 年泡泡玛特中国内地零售店销售收益为 1691.11

百万元，截至 2022 年底合计零售店 329 家，平均单店收入为 514 万元。根据经济观察报，泡泡玛特平均店铺面积在 100 平方米左右，计算得出平均坪效为 5 万元/年/平方米。根据北京商报网，北京隆福寺一层开设泡泡玛特快闪店，工作日期间客流量是周边店铺的 4-6 倍。我们假设整体来看 YH SPACE 客流量是泡泡玛特门店 1/5，由客流量估算 YH SPACE 坪效约 1 万元/年/平方米，考虑乐华娱乐 YH SPACE 还处于试运营阶段商业模式尚未完全成熟，同时还包括展示区域，我们预计 YH SPACE 的平均坪效约 0.6-1 万元/年/平方米，面积为 1200-1600 平方米，得出 YH SPACE 带来的收入增量约为 720-1600 万元。若坪效为 0.8 万元/平米/年，面积为 1400 平方米，则预计年收入为 1120 万元。

表 6: YH SPACE 收入测算

坪效 (万元/平米/年)	面积 (平方米)				
	1200	1300	1400	1500	1600
0.6	720	780	840	900	960
0.7	840	910	980	1050	1120
0.8	960	1040	1120	1200	1280
0.9	1080	1170	1260	1350	1440
1	1200	1300	1400	1500	1600

资料来源: 公司公告, 招商证券

直播电商: 近年来直播电商高速发展，公司在直播电商方面进行了探索。2022 年开始，杜华先后走进贾乃亮、戚薇等明星的直播间，同时还与抖音头部达人疯狂小杨哥、淘宝头部主播李佳琦合作。2023 年 3 月 18 日，杜华在抖音开启了直播带货首秀，推出“杜华严选”直播间，所售产品包括自创美妆品牌的产品、SEVENCHIC 香氛笔、艺人的盲盒、乐华家族的演唱会门票等等，首场直播总带货 GMV 达到 688.8 万。近年来乐华开始投资护肤美妆赛道，杜华还自创了美妆护肤品牌 Dr.JE，直播电商可以有效帮助品牌触达消费者。但乐华模式下培养的艺人并不擅长于直播带货，公司想依靠直播电商开启新的增长曲线较为困难，但杜华的直播帮助乐华及旗下艺人带来了更多的流量和曝光。

图 36: 公司 CEO 杜华在抖音直播



资料来源: 抖音、澎湃新闻、招商证券

出海业务: 成立乐华韩国，为签约艺人海外活动、培养韩国当地艺人提供支持，未来将在东南亚、日本等市场寻找新的机遇。根据弗若斯特沙利文，公司是中国首批实施「国际化」战略并将业务扩展至海外的艺人管理公司之一。于 2014

年，公司在韩国成立子公司乐华韩国。公司将持续在韩国打造团队，通过招募更多专业导师，与韩国领先的内容制作商及媒体平台建立业务合作提升乐华韩国的艺人运营能力。乐华韩国可以为公司的签约艺人以后在海外出道及参演优质娱乐内容提供支持。同时，公司也持续在韩国培养当地艺人，扩展签约艺人团队并让签约艺人团队更加国际化。将乐华韩国打造成海外基地，预期可提升签约艺人以及乐华品牌的影响力。公司在韩国的发展取得一定的成果，2020 年乐华韩国与韩国艺人李到晧签约，2023 年其主演的电视剧《黑暗荣耀 2》在全球范围内爆火，豆瓣上获得 9.0 高分，仅上线 3 天登上了全球 Netflix 电视节目的第一名。未来公司将持续开拓海外市场，不断提高乐华的影响力。除韩国外，公司也计划在东南亚、日本及美国等其他全球市场通过与海外媒体渠道及娱乐活动公司合作的方式寻求业务机遇。

图 37: 乐华韩国艺人李到晧主演《黑暗荣耀》豆瓣评分



资料来源：豆瓣、招商证券

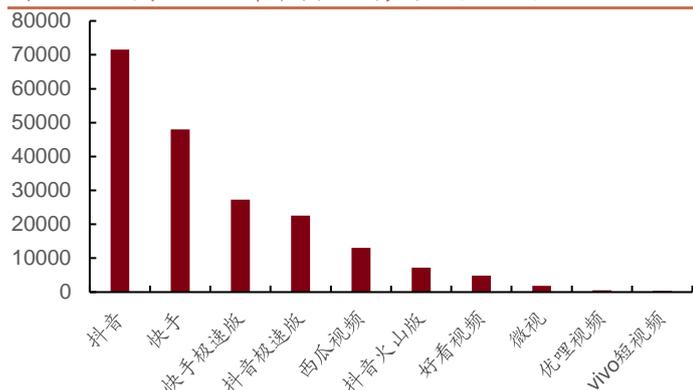
图 38: Netflix 官网《黑暗荣耀》位列非英语类剧集第一



资料来源：36 氪、招商证券

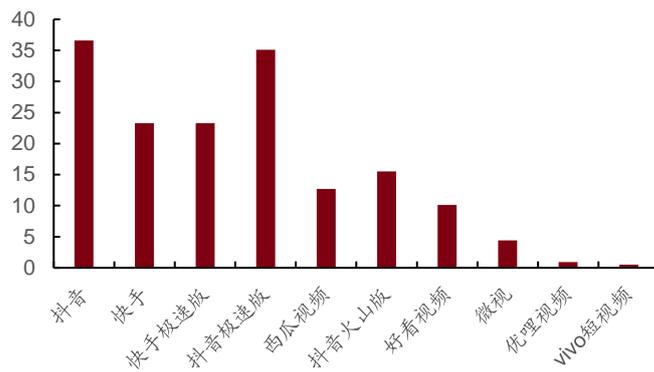
短剧及微短综：短视频平台快速发展，直播、短视频等内容发布为艺人提供更多曝光机会。 短视频平台（如抖音及快手）近年来经历指数级增长，人们于该等平台上花费相当多的时间。根据 QuestMobile，2023 年 5 月，抖音、快手的 MAU 分别为 7.2 亿/4.8 亿，月人均使用时长分别为 36.6/23.3 小时。乐华关注到短视频平台巨大的流量优势和发展空间后，艺人宣传团队与国内领先的短视频平台进行合作，以提升乐华品牌及签约艺人的影响力。签约艺人于短视频平台上发布短视频及参加与其指定项目相关的直播活动，例如推广彼等代言的产品或宣传由艺人主演的电影、综艺节目或剧集，以此来获取更多的流量曝光。例如，2023 年 8 月 17 日，蓝色光标旗下首个创意复现型虚拟人苏小妹再添新作，携手乐华娱乐艺人陈昕葳，首部博物馆题材虚拟短剧《步天歌》在抖音全新上线，短剧首集上线 12 小时内，抖音单平台播放突破 100w，24 小时内，剧集相关内容全平台整体曝光量已突破 3000 万，平台互动量接近四万。2023 年 10 月 18 日，公司于腾讯和优酷上线以 NAME 团体为核心的短综《人不怕出名猪不怕壮》。每集 15 分钟，通过每周一三五更新的方式，展示 NAME 组合 7 位成员经历养猪、干农活等考验，在三个多月的考核之后将淘汰 3 人，其余 4 人继续以 NAME 组合的形式进行后续活动，将有海外做专辑、参加跨年、常驻综艺等奖励。依托抖音快手等短视频平台及长视频平台，艺人获得更多曝光机会。

图 39: 主要短视频平台月活用户数 (万人)



资料来源: QuestMobile、招商证券

图 40: 主要短视频平台月均使用时长



资料来源: QuestMobile、招商证券

图 41: 乐华娱乐艺人陈昕葳与苏小妹合作推出短剧《步天歌》



资料来源: 抖音、招商证券

图 42: 综艺《人不怕出名猪不怕壮》媒体见面会



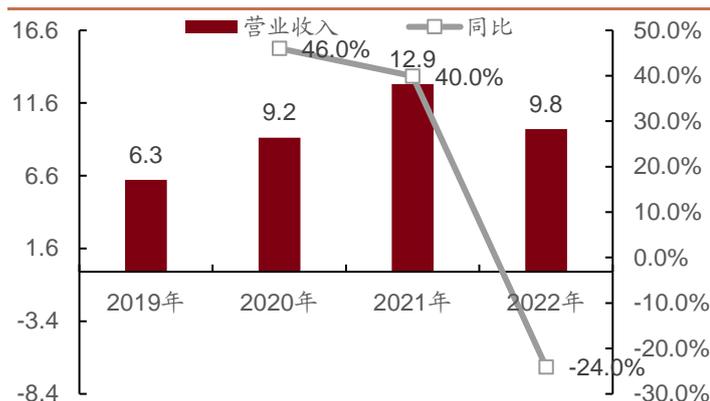
资料来源: 搜狐网、招商证券

四、财务分析: 疫情影响下收入短期出现下降, 受毛利率影响经调净利率下降

1、收益与成本: 艺人管理为主要收入来源, 艺人分成提高导致毛利率下滑

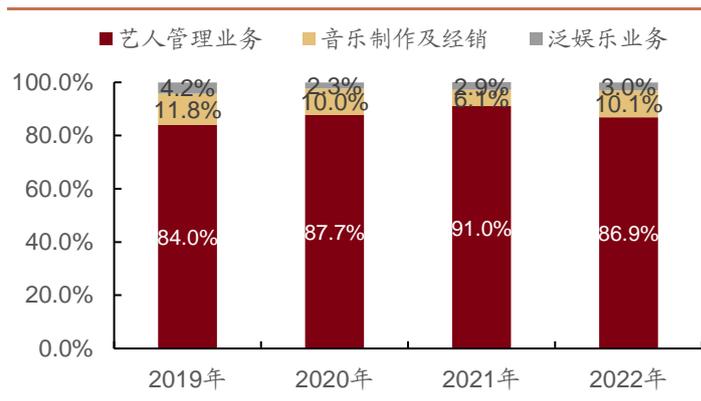
收入端: 艺人管理业务为主要收入来源, 22 年受疫情影响收入下滑。乐华娱乐在 2019/2020/2021/2022 年分别实现 6.3 /9.2/12.9/9.8 亿元人民币的营业收入, 2019-2022 年营业收入复合增长率为 15.8%, 2022 年收入同比下降 24.0%, 主要是疫情影响线下活动的开展所致。乐华娱乐收入由艺人管理业务、音乐 IP 制作与运营、泛娱乐业务构成。艺人管理业务为最主要的收入来源, 2019-2022 年占比分别为 84.0%/87.7%/91.0%/86.9%, 其次是音乐 IP 制作与运营业务, 占比分别为 11.8%/10.0%/6.1%/10.1%, 泛娱乐业务收入贡献较小, 2019-2022 年分别为 4.2%/2.3%/2.9%/3.0%。

图 43: 公司营业收入及同比变化情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

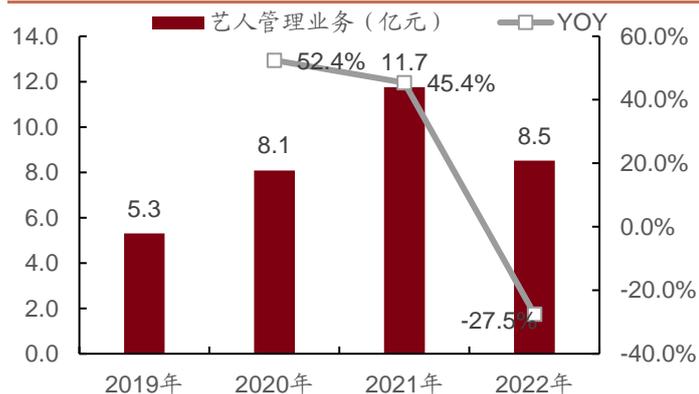
图 44: 公司主营业务构成情况



资料来源: 公司公告、招商证券

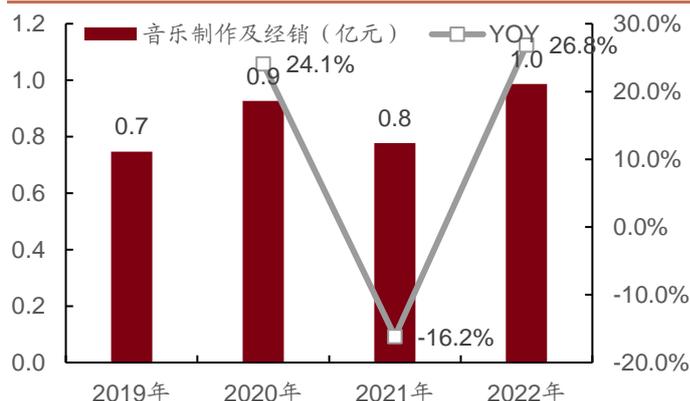
业务构成: 1) **艺人管理业务:** 2019-2022 收入分别为 5.3 /8.1/11.7/8.5 亿元人民币, 2022 年艺人管理业务收入同比下降 27.5%, 主要是因为疫情导致艺人管理业务产生收入的业务活动数目减少。2) **音乐 IP 制作与运营:** 音乐制作与经销业务收入主要来自于将音乐 IP 授权予音乐流媒体平台及其他音乐服务供应商, 以及出售音乐 IP 的数字和实体专辑, 业务保持稳定发展态势, 2019-2022 年分别贡献 0.7/0.9/0.8/1.0 亿元人民币, 2022 年收入同比增长 26.8%, 主要是签约艺人及艺人组合所制作及发行数字单曲及专辑的销量增加。3) **泛娱乐业务:** 泛娱乐业务包括虚拟艺人商业发展、综艺节目形式授权及艺人相关衍生品销售等, 2019-2022 年收入分别为 0.3 /0.2/0.4/0.3 亿元人民币, 2021 年收入同比增加 79.6%, 主要是由于虚拟艺人组合 A-SOUL 商业发展产生的收益。2022 年收入同比减少 20.7%, 主要由于根据于 2022 年颁布的有关中国娱乐市场的法规, 在网络视频平台或电视网络上禁止播放偶像养成类综艺节目, 导致偶像养成类综艺节目的节目形式转授权产生的收入减少。

图 45: 公司艺人管理业务收入及同比变化情况



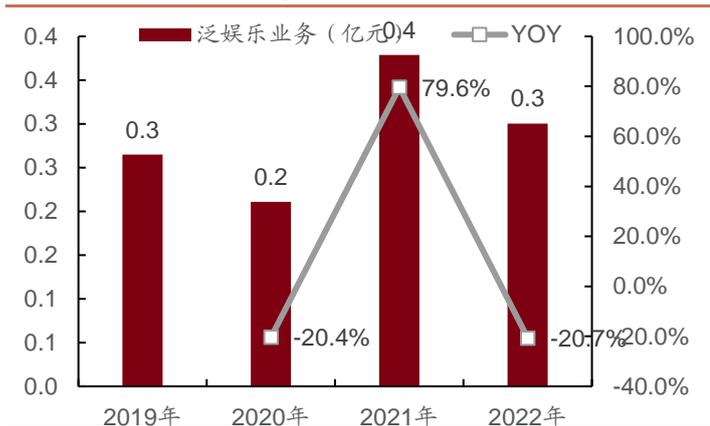
资料来源: 公司公告、招商证券

图 46: 公司音乐 IP 制作与运营收入及同比变化



资料来源: 公司公告、招商证券

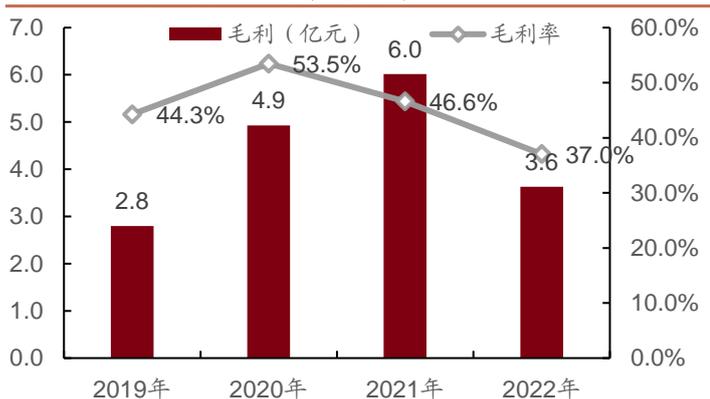
图 47: 公司泛娱乐业务收入及同比变化



资料来源: 公司公告、招商证券

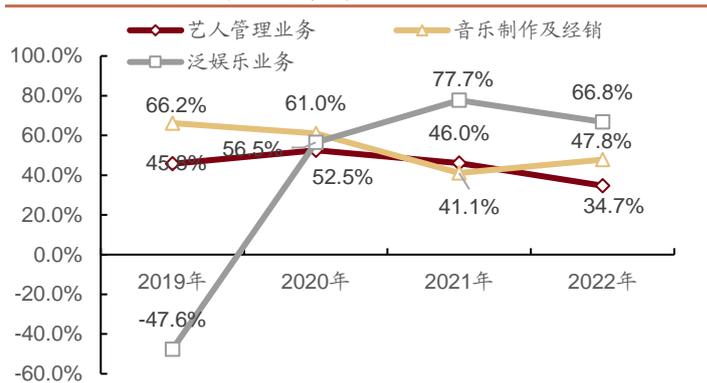
毛利: 艺人分成比例较高导致艺人管理业务毛利率降低, 近两年加速布局的泛娱乐业务毛利率相对较高。乐华娱乐在 2019-2022 年的毛利率分别为 44.3%/53.5%/46.6%/37.0%。艺人管理收入毛利率降低导致公司整体毛利率下降。

图 48: 公司毛利及毛利率变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 49: 公司分业务毛利率情况

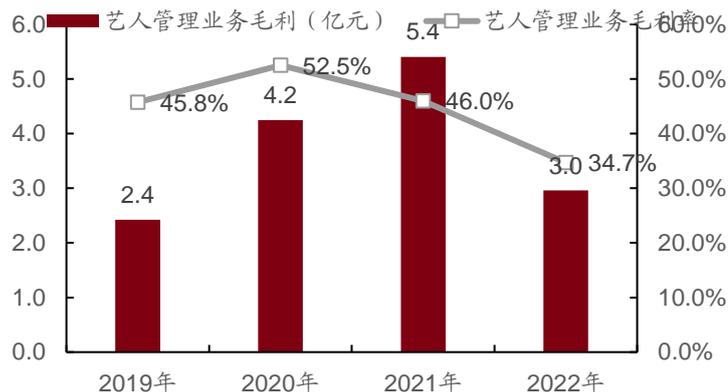


资料来源: 公司公告、招商证券

分业务来看: 1) 艺人管理业务: 2019-2022 年毛利率分别为 45.8%/52.5%/46.0%/34.7%。

2020 年毛利率上升主要由于艺人管理业务收入增长速度超过对应营业成本的增长。2019 年至 2020 年, 艺人管理业务收入录得大幅增长, 此得益于签约艺人的知名度和商业价值的提高。此外, 公司与另外一家媒体平台就其与公司共同管理特定艺人并与公司进行相关收入分成的合作协议于 2019 年第四季度到期。于该合作协议到期后, 公司恢复独家管理这些艺人, 且于 2020 年不再需要就管理这些艺人所得的收益向该平台进行分成。2021 年毛利率下降主要由于若干成名艺人根据其与公司订立的合同于 2021 年享有较高的收入分成比例。2022 年毛利率下降主要是因为产生以权益结算的股份支付以及若干成名艺人与公司签订的现有合同享有较高的收入分成比例。

图 50: 公司艺人管理业务毛利及毛利率变化情况

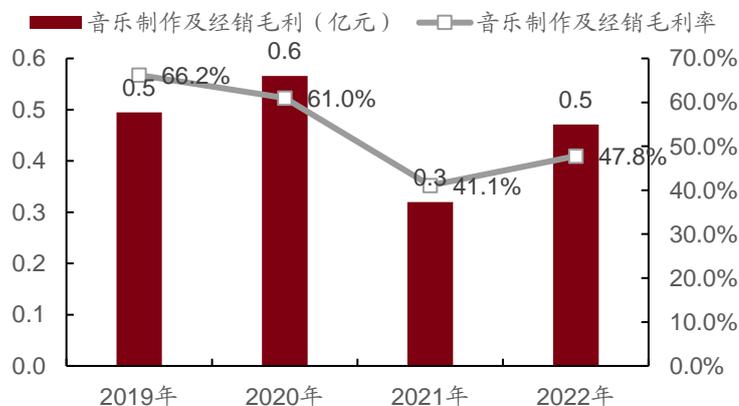


资料来源: 公司公告、招商证券

2) 音乐 IP 制作及运营: 2019-2022 年毛利率分别为 66.2%/61.0%/41.1%/47.8%。

2020 年毛利率下降一来是因为乐华韩国制作的音乐作品产生的收入增加, 而韩国音乐制作成本通常较中国高; 二来源于 2020 年公司制作的数字单曲及专辑数量增加, 因而 2020 年仅产生少量收入。2021 年毛利率下降主要由于音乐 IP 制作及运营产生的收入减少且公司于 2021 年末为新艺人组合制作音乐作品产生成本, 而有关音乐作品于同年暂未产生收入。2022 年音乐 IP 制作及运营毛利率 47.8%, 同比增长 6.7pct。

图 51: 公司音乐 IP 制作及运营及毛利率变化情况

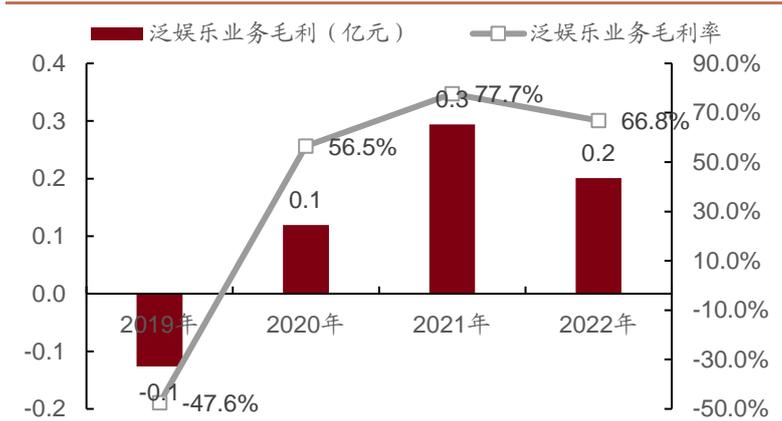


资料来源: 公司公告、招商证券

3) 泛娱乐业务: 2019-2022 年毛利率分别为-47.6%/56.5%/77.7%/66.8%。

2019 年泛娱乐业务亏损总额为人民币 12.6 百万元, 主要由于公司作为主要投资者于 2019 年制作及发行的一部电影, 其收入不足以覆盖成本。2020 年毛利率为 56.5%, 主要因为公司更加专注于艺人管理以及音乐 IP 制作及运营业务, 而不再作为主要投资者参与剧集及电影制作且 2020 年公司通过转授权综艺节目模式产生更多收入。2021 年毛利率上升主要源于 2020 年底推出的虚拟艺人组合 A-SOUL 开始产生收入, 并因相关运营成本较低拥有相对较高毛利率。2022 年业务毛利率降低主要是由于政策原因导致偶像养成类综艺节目的节目形式转授权的收入减少, 而其毛利率相对较高。

图 52: 泛娱乐业务毛利率变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

2、费用端: 权益结算的股份支付以及上市费用增加导致公司营业费用率上升

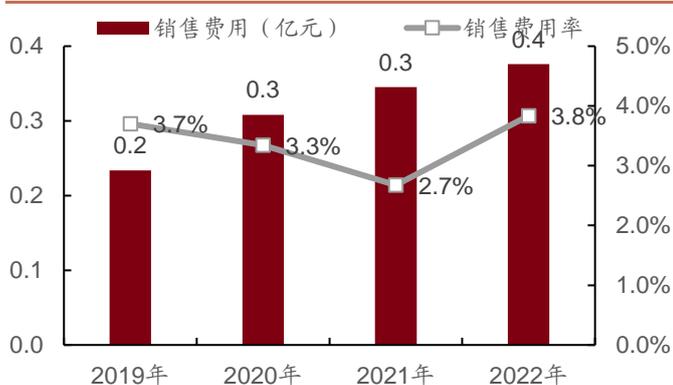
乐华娱乐的主要开支包括销售及营销开支和日常及行政开支。

1) 销售及营销开支: 2019-2021 年销售费用率持续下降, 2022 年上升至 3.8%。

2019-2022 年销售及营销开支分别为 0.2/0.3/0.3/0.4 亿元, 占营业收入的比重分别为 3.7%/3.3%/2.7%/3.8%, 2019-2021 年处于持续下降状态, 2022 年销售及营销开支增加主要是由于宣传推广费以及以权益结算的股份支付大量增加所致。

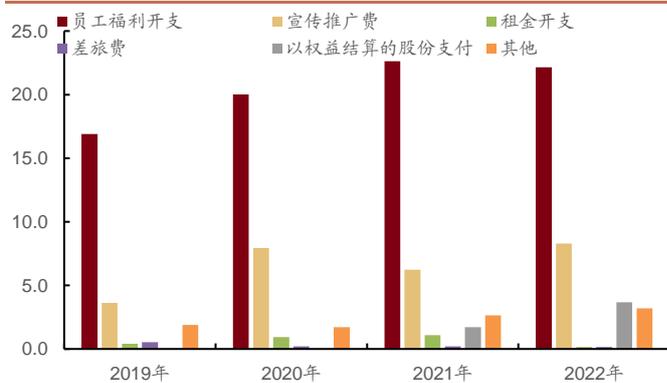
销售及营销开支构成: 宣传推广费以及以权益结算的股份支付增加导致销售费用率提升。销售及营销开支包括员工福利开支、宣传推广费、租金开支、差旅费、以权益结算的股份支付及其他。①宣传推广费用: 由于公司在宣传签约艺人方面加大努力, 2019-2022 年宣传推广费用分别为 3.6/7.9/6.2/8.3 百万, 整体上呈上升趋势; ②员工福利开支: 2019-2022 年员工福利开支为 16.9/20.0/22.6/22.2 百万元, 20 年同比增长 18.4% 主要是因为销售及营销员工数量增加, 21 年同比增长 13.1% 主要是由于雇员薪金及福利增加, 2022 年员工福利开支略有下滑。③以权益结算的股份支付: 2019-2022 年分别为 0/0/1.7/3.7 百万, 主要是由于公司 2021 年 12 月 10 日采纳股份激励计划。于 2021 年 12 月 10 日、2022 年 3 月 4 日及 2022 年 12 月 20 日分别向合格个人授出受限制股份单位。

图 53: 公司销售费用及销售费用率变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 54: 公司销售及营销开支构成 (百万)

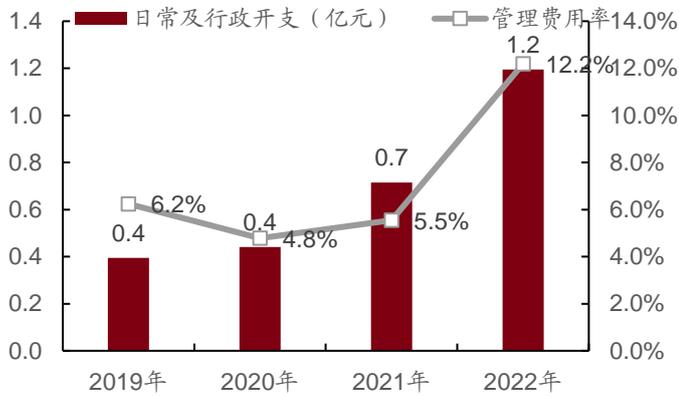


资料来源: 公司公告、招商证券

2) 日常及行政开支: 权益结算的股份支付增加导致日常及行政开支显著提升。

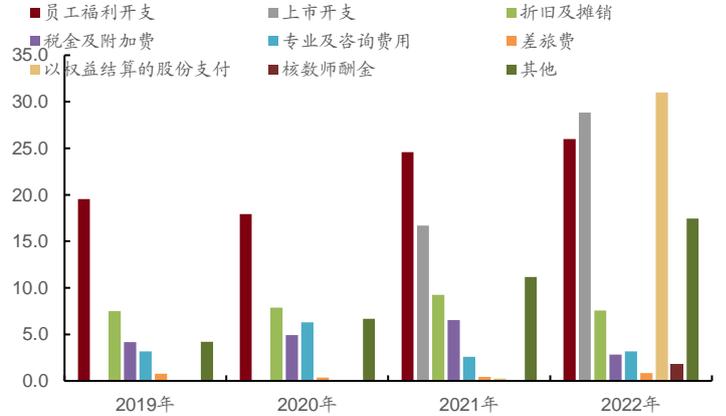
2019-2022 年日常及行政开支主要分别为 0.4/0.4/0.7/1.2 亿元，占营业收入的比重分别为 6.2%/4.8%/5.5%/12.2%。公司日常及行政开支主要由员工福利开支、上市开支、以权益结算的股份支付构成。2022 年日常及行政开支增加主要是由于以权益结算的股份支付由 2021 年的 0.3 百万增加至 2022 年的 31.0 百万。

图 55: 公司管理费用及管理费用率变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 56: 公司日常及行政开支构成 (百万)

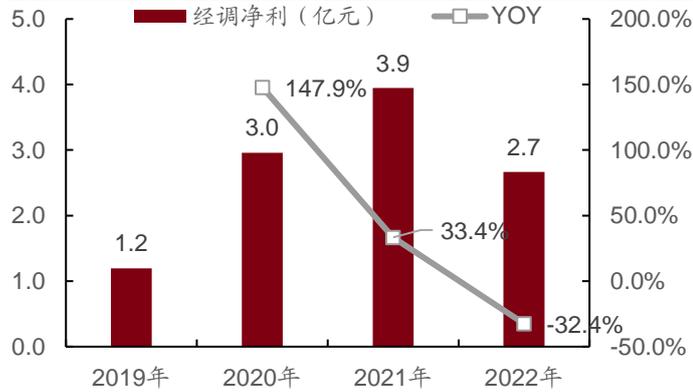


资料来源: 公司公告、招商证券

3、利润: 受毛利率下滑影响, 公司经调净利率呈下降趋势

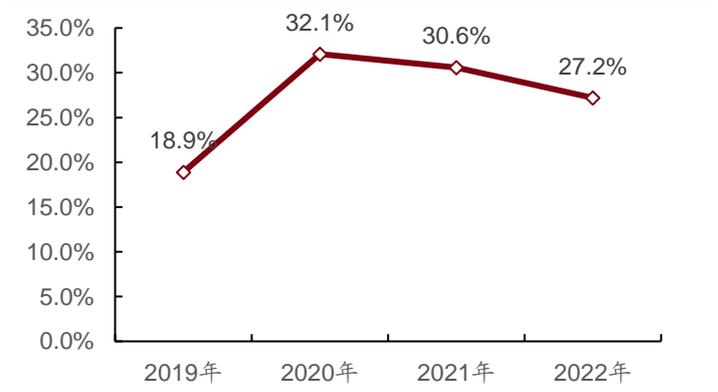
2019-2022 年公司经调净利分别为 1.2/3.0/3.9/2.7 亿元, 经调整净利率分别为 18.9%/32.1%/30.6%/27.2%。2022 年公司经调净利率下降主要是受到毛利率降低的影响。

图 57: 公司经调整净利率及同比变动情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 58: 公司经调整净利率变动情况



资料来源: 公司公告、招商证券

五、盈利预测与估值

1、盈利预测

我们预计 2023-2025 年乐华娱乐集团主营收入为 8.0/9.9/12.6 亿元, 同比增速-18.8%/25.0%/26.7%。

收入假设:

(1) **艺人管理业务:** 公司建立了覆盖选拔、培养、运营宣传的全周期管理模式, 帮助签约艺人出道并发展事业。资源端, 公司行业资源丰富, 与众多国内外大

品牌以及主流媒体平台保持长期业务合作，多渠道安排签约艺人参演优质娱乐内容。乐华模式的全周期艺人培养以及丰富的行业资源推动下，公司艺人管理业务处于行业领先地位。2023 年，受到市场需求下降的影响，预计艺人管理业务的收入出现下降，未来随着艺人管理市场的复苏与增长，公司艺人管理业务有望恢复高速增长。我们预计 2023-2025 年艺人管理业务收入分别为 6.8/8.5/10.8 亿元，同比增速分别为-20.0%/25.0%/27.0%。

(2) 音乐 IP 制作与运营: 公司拥有广泛的原创及经授权的音乐 IP 库，截至 2023 年 6 月 30 日，公司建立的音乐 IP 库中已经有 1200 首为签约艺人制作的音乐作品。2023 年受到数字单曲及专辑销量减少的影响，公司音乐 IP 制作与运营业务收入出现下滑，未来公司将持续为发展音乐事业的签约艺人制作数字单曲和专辑，同时向版权持有人取得优质音乐作品的版权来进一步扩大 IP 库，未来随着数字音乐市场和音乐 IP 许可市场的快速增长，以及受益于公司的培养和运营模式艺人知名度的不断提高，预计音乐 IP 制作与运营业务将恢复增长。我们预计 2023-2025 年收入分别为 0.8/0.9/1.2 亿元，同比增速分别为-20.0%/20.0%/22.0%。

(3) 泛娱乐业务: 公司已经推出了 A-SOUL、量子少年、EOE 三个虚拟艺人团体，是中国最早进入虚拟艺人市场的艺人管理公司之一，随着虚拟偶像核心市场和带动市场规模的快速增长，虚拟艺人有望为业务带来较高的收入增速，我们预计 2023-2025 年泛娱乐业务分别为 0.4/0.5/0.6 亿元，同比增速分别为 20.0%/35.0%/30.0%。

毛利率假设: 2023 年市场状况不佳、需求下降，我们预计公司收入将会出现下滑而制作成本的下降相对刚性，因此 2023 年毛利率下滑。随着我国泛娱乐市场的增长、市场需求回暖，更多长尾艺人参与到各项变现活动中有望降低艺人分成比例从而提升公司毛利率，因此我们预计 2023-2025 年公司毛利率分别为 31.9%/33.3%/33.3%。

表 7: 盈利预测表

收入分布 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
艺人管理	1,175	852	681	852	1082
YOY	45.4%	-27.5%	-20.0%	25.0%	27.0%
音乐 IP 制作与运营	78	99	79	95	115
YOY	-16.2%	26.8%	-20.0%	20.0%	22.0%
泛娱乐业务	38	30	36	49	63
YOY	79.6%	-20.7%	20.0%	35.0%	30.0%
营业收入	1,290	980	796	995	1,260
YOY	40.0%	-24.0%	-18.8%	25.0%	26.7%
毛利率					
艺人管理	46.0%	34.7%	31.0%	32.0%	32.0%
音乐 IP 制作与运营	41.1%	47.8%	30.0%	35.0%	35.0%
泛娱乐业务	77.7%	66.8%	53.0%	53.0%	53.0%
整体毛利率	46.6%	37.0%	31.9%	33.3%	33.3%

资料来源: 公司公告、招商证券

2、估值分析

公司主要业务包括艺人管理和音乐 IP 制作与运营，我们在中国大陆、中国香港、韩国以及美国上市的企业中筛选出 8 家涉及艺人经纪或音乐唱片制作的上市公

司作为乐华娱乐的同业公司，包括：华策影视、光线传媒、东方甄选、华纳音乐、RESERVOIR MEDIA、SME、JYP ENT、BIG HIT。可比公司 2023/2024 年平均 PE 分别为 30.1x/24.0x，受行业政策及宏观因素影响，22-23 年业绩相对 21 年有所下降，表观 PE 较低。我们持续看好覆盖艺人管理全生命周期公司的稀缺性，及管理层在新业务布局和执行上的增长性，给予 24 年 30 倍 PE，对应目标市值为人民币 52.5 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 8: 估值对比表

公司	代码	市值 (亿元)	净利润			PE		
			22A	23E	24E	22A	23E	24E
华策影视	300133.SZ	109.7	4.0	5.1	6.2	27.2	21.6	17.6
光线传媒	300251.SZ	252.3	-7.1	6.8	10.5	-35.4	37.3	24.0
东方甄选	1797.HK	338.3	1.1	12.3	14.6	307.6	27.5	23.1
华纳音乐	WMG.O	1238.4	42.7	33.3	46.2	29.0	37.2	26.8
RESERVOIR MEDIA	RSVR.O	29.5	0.2	1.1	1.3	169.2	27.2	23.1
SME	041510.KS	161.6	4.3	6.5	7.7	37.8	25.0	20.9
JYP ENT	035900.KS	210.4	3.5	7.5	8.7	59.7	28.1	24.2
BIG HIT	352820.KS	513.7	2.7	14.0	16.0	188.2	36.7	32.2
平均			6.4	10.8	13.9	97.9	30.1	24.0

资料来源：公司数据、wind、Bloomberg、招商证券

注：1) 数据截至 2023 年 10 月 9 日；2) A 股上市公司华策影视和光线传媒为归母净利润和对应 PE，其他中国香港、美国、韩国上市公司为经调整净利润和经调整 PE。

六、风险提示

(1) 艺人无法续约及训练生与艺人数量减少或影响公司业绩。 公司的大部分收入来自其艺人管理业务，包括安排签约艺人参与商业活动（如代言、商业推广和商业表演）及提供娱乐内容服务（如出演电影、剧集及综艺节目）。2019-2022 年艺人管理业务产生的收入分别约为 530.2/808.2/1,174.8/851.6 百万元，分别占同期的总收入约 84.0%/87.7%/91.0%/86.9%。公司的艺人管理业务取决于公司与签约艺人的持续关系。公司通常与签约艺人签订长期的独家艺人管理合同，合同期由五年至 15 年不等。尽管公司与签约艺人的关系保持稳定，但无法向保证能够与所有或任何艺人保持此种关系，亦无法保证艺人与公司续签彼等各自的艺人管理合同时，艺人管理合同关键条款及条件保持不变。此外艺人管理业务能够成功的另一重要条件在于通过训练生不断选拔出色艺人，公司无法保证能够于一段合理的时间内扩大签约艺人及训练生的数目，以及即使公司成功吸引更多签约艺人及训练生，但可能产生巨大成本及资源，从而影响公司业绩。

(2) 中国娱乐行业政策法规的不确定性可能对公司业务造成影响。 公司的艺人管理、音乐 IP 制作及运营以及泛娱乐业务在不同程度上直接或间接地受制于该等法规及政策。若签约艺人、签约训练生及艺人追随者未能遵守不时颁布的相关法律、法规、规则及政策，公司或会面临相关当局的处罚，对公司声誉及业务运营产生不利影响。此外，内容制作公司及媒体平台为艺人管理业务的主要客户，直接受限薪令监管，其对出演网络电影、剧集及综艺节目的艺人薪酬金额有若干限制。若签约艺人出演的网络电影、剧集或综艺节目被发现违反限薪令的要求，公司无法保证公司或旗下签约艺人日后将毋须承担任何责任或成为

任何中国监管机构就限薪令进行任何审查、询问或调查的对象。为应对近期监管发展，公司已采取内部控制政策及措施以监控和确保自身遵守新法规。但公司无法预测未来的法律、法规、政策、诠释或应用，亦无法预测其对业务、财务状况及经营业绩的影响。倘公司未能及时调整风险管理及内部控制政策及程序以适应不断变化的监管环境，公司的业务、经营业绩及财务状况可能受到重大不利影响。

(3) 签约艺人负面新闻或品牌声誉风险。公司业务在很大程度上取决于签约艺人的声誉。任何涉及公司签约艺人的诉讼、法律或法规的不合规事宜、个人不当行为、传言或负面宣传，即使不准确或并无依据，亦可能严重损害艺人的声誉，并对公司为该等艺人进行的推广活动产生不利影响。尽管在与艺人签订艺人管理合同之前，公司对其进行背景调查，且对签约艺人及训练生的日常行为进行严格管理。然而，无法保证公司能够及时发现或有效应对未来涉及签约艺人或训练生的不利宣传。这些也将影响公司品牌声誉，从而减少对艺人提供的服务的需求，并对业务、经营业绩及财务状况产生重大不利影响。

(4) 多元化战略不及预期。公司在保持艺人管理业务相对稳定的基础上，不断探索新的业务模式、拓展新的增长曲线。公司在打造乐华为主体的多功能娱乐中心、直播电商、出海、短剧业务等方面进行诸多探索，若未来多元化战略发展不及预期可能会对公司业绩增长产生不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1496	1089	1237	1462	1784
现金及现金等价物	547	529	568	668	802
交易性金融资产	448	290	348	418	502
其他短期投资	17	87	105	126	151
应收账款及票据	107	130	111	149	202
其它应收款	376	28	64	50	63
存货	1	2	1	2	2
其他流动资产	0	24	40	50	63
非流动资产	183	233	724	730	720
长期投资	49	68	75	77	79
固定资产	30	27	503	503	482
无形资产	99	99	106	110	119
其他	5	40	40	40	40
资产总计	1679	1322	1961	2192	2505
流动负债	813	561	385	491	648
应付账款	213	191	163	212	294
应交税金	120	68	60	60	60
短期借款	64	0	0	0	0
其他	415	302	163	219	294
长期负债	546	878	303	303	303
长期借款	0	66	266	266	266
其他	546	811	36	36	36
负债合计	1359	1439	688	794	951
股本	110	0	0	0	0
储备	202	(121)	1269	1394	1549
少数股东权益	7	4	4	4	4
归属于母公司所有者权	313	(121)	1269	1394	1549
负债及权益合计	1679	1322	1961	2192	2505

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	508	(0)	27	236	273
净利润	337	1724	96	125	156
折旧与摊销	14	14	14	30	30
营运资本变动	67	(195)	(80)	72	77
其他非现金调整	91	(1544)	(2)	10	9
投资活动现金流	(259)	48	(578)	(125)	(128)
资本性支出	(12)	(4)	(490)	(30)	(10)
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0	0
投资增减	(251)	45	(90)	(97)	(120)
其它	4	8	2	1	1
筹资活动现金流	(353)	(84)	589	(11)	(11)
债务增减	(4)	(6)	200	0	0
股本增减	0	545	0	0	0
股利支付	0	(215)	0	0	0
其它筹资	(349)	(408)	389	(11)	(11)
其它调整	0	0	0	0	0
现金净增加额	(105)	(18)	39	100	134

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入	1291	981	797	1001	1267
主营收入	1290	980	796	995	1260
营业成本	688	617	542	663	840
毛利	602	363	254	331	420
营业支出	106	157	127	159	202
营业利润	497	207	127	178	225
利息支出	43	6	11	11	11
利息收入	5	7	3	3	4
权益性投资损益	(7)	(3)	(3)	(5)	(5)
其他非经营性损益	23	3	3	3	3
非经常项目损益	(14)	1585	10	0	0
除税前利润	461	1791	129	168	216
所得税	126	66	33	43	60
少数股东损益	(1)	1	0	0	0
归属普通股股东净利润	337	1724	96	125	156
经调整净利润	395	267	114	175	206
EPS (元)	0.73	3.72	0.11	0.14	0.18
经调整 EPS (元)	0.85	0.58	0.13	0.20	0.24

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业收入	40%	-24%	-19%	26%	27%
营业利润	19%	-58%	-38%	40%	26%
归母净利润	16%	412%	-94%	30%	25%
经调整净利润	33%	-32%	-57%	53%	18%
获利能力					
毛利率	46.6%	37.0%	31.9%	33.1%	33.2%
净利率	26.1%	175.8%	12.0%	12.5%	12.3%
经调整净利率	30.6%	27.2%	14.3%	17.5%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	81.0%	108.8%	35.1%	36.2%	38.0%
净负债比率	3.8%	5.0%	13.6%	12.1%	10.6%
流动比率	1.8	1.9	3.2	3.0	2.8
速动比率	1.8	1.9	3.2	3.0	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.4	0.5	0.5
存货周转率	614.7	465.1	379.3	446.3	453.2
应收账款周转率	4.4	3.1	4.8	5.3	5.5
应付账款周转率	3.7	3.1	3.1	3.5	3.3
每股资料(元)					
EPS	0.73	3.72	0.11	0.14	0.18
每股经营净现	1.10	0.00	0.03	0.27	0.31
每股净资产	0.67	n.a.	1.46	1.60	1.78
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	7.4	1.4	48.8	37.5	30.1
经调整 PE	6.3	9.3	41.1	26.8	22.8
PB	8.0	n.a.	3.7	3.4	3.0
EV/EBITDA	1.0	2.4	3.8	2.6	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

敬请阅读末页的重要说明

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。