

2025年08月30日

困境反转，未来高教业务有望量价齐增

华夏控股(1981.HK)

投资建议

我们分析：（1）南京传媒学院在 25/26 学年已经进行提价，但是学费相较其他民办传媒学院仍有较大提升空间，我们判断公司长期学费空间在左右；（2）奥林匹克学院有望在法律程序结束后进行并表，学校远期学生人数有望达到五万人，看好高教版块量价齐升；（3）娱乐及直播电商业务绑定戚薇、刘维两大主播，并在逐步尝试挖掘新主播，直播业务与高教业务具有一定协同效应，可促进学校产教融合。（4）公司无有息负债，现金流充裕，24 年底在手现金 9.2 亿元，股息率 4.9%。我们预计 2025/26/27 公司收入分别为 8.73/9.95/11.52 亿元，同比增长 11.6%/14.0%/15.7%，经调整归母净利润分别为 2.66/3.58/4.43 亿元，同比增长 21.9%/34.6%/23.8%，对应 2025-2027 年 EPS 为 0.16/0.22/0.27 元，25 年 8 月 29 日公司收盘价 1.82 元对应 PE 为 10.1/7.6/6.2X。维持“买入”评级。

公司概况：高等教育及直播电商业务共同发展

公司目前公司教育及直播电商两块业务共同发展，2024 年公司营收 7.82 亿元、同比+3%，17-24CAGR 为 5.0%，经调整净利 2.18 亿元，同比+21700%，17-24 年 CAGR 为 2.6%。1) 分业务来看，2024 年公司教育/娱乐及直播电商业务收入分别为 6.71/1.11 亿元，同比增长 13.2%/-33%，娱乐及直播电商业务下滑主要由于 23 年电视剧《女士的品格》获得收益，但 24 年未有任何影视投资收益。2) 拆分教育业务学费及学生人数来看，24 年在校生人数/平均学宿费分别为 2.97/2.26 万元，同比增长 6%/7%。

2025H1，公司实现营业收入/归母净利/扣非净利分别为 3.8/1.25/1.4 亿元，同比增长-1.9%/160.1%/29.7%；净利润增速显著高于收入增速，主要由于毛利率提升、信贷减值拨回（25H/24H 分别为拨回 526 万元/减值 7962 万元）。

25H1 教育主业稳健增长，娱乐电商业务有所下降。拆分业务来看，（1）教育业务收入/经营利润/OPM 分别为 3.52/1.8 亿元/51%，同比增长 10%/78%/20PCT，经营利润率大幅提升主要由于当期没有过渡性贷款减值。娱乐及直播电商收入为 0.27 亿元，同比下降 59.2%。（2）全日制本科生 25,157 人，职业教育及国际预科学生 4,585 人，总学生数达 29,742 人，同比增长 4.1%，学费为 1.18/半年，同比提升 5.7%。

教育业务：南京传媒展望长期 25 亿收入，奥林匹克有望并表

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	1.82
股票代码：	1981
52 周最高价/最低价：	1.99/0.57
总市值(亿)	30.12
自由流通市值(亿)	30.12
自由流通股数(百万)	1,654.94



分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：

分析师：李佳妮
邮箱：lijn@hx168.com.cn
SAC NO: S1120524120003
联系电话：

相关研究

- 【华西教育】华夏视听 2021 半年报点评：高教稳健增长，影视收入确认显著减少
2021.09.02
- 【华西教育】华夏视听教育：依托影视传媒基础，完善高教及培训布局
2021.07.21

南京传媒学院：) 2024 年生均学费 22561 元+/9.2%，2017-2024CAGR 为 2%，学费持续提高有望进一步提高公司的盈利能力；学校扩建南京传媒学院主校区及滨江校区分别至约 33,000 及 10,000 人的容量，在需要时可额外租赁一个容纳 10,000 人的校区用于职业教育业务发展，我们预计公司长期在校生空间还有较大空间。公司教育业务 OPM 未来有望维持在 50%左右。

娱乐及直播电商：明星达人矩阵，开展直播业务产教融合

公司 2023 年 5 月与戚薇及其团队就直播电商业务订立独家合作协议，成立华夏优品（70%控股），以 4380 万元合作费代价与戚薇女士及两名经纪人签署了戚薇女士及其配偶艺人经纪和电商直播经纪的独家合作协议。2024 年公司直播电商推广收入/艺人经纪服务收入/直播电商佣金收入分别为 0.15/0.74/0.22 亿元，同比增长 15%/82%/-3%（2023 年为 6 月开始）。公司将持续推进直播电商业务的自营产品战略，致力于提升自有品牌的产品品质与服务水平，并用自身在教育板块拥有超三万名传媒及艺术师生的优秀资源，通过产教融合形式来培养和挖掘主播，实现产教良性互动、校企优势互补。

风险提示：旗下学校学费提价进展不及预期的风险、直播业务表现不及预期风险、奥林匹克学院借款回收不及预期风险、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	759.04	782.36	872.56	995.14	1151.87
YoY (%)	15.56%	3.07%	11.53%	14.05%	15.75%
经调整归母净利润 (百万元)	-1	218	265.65	357.54	442.70
YoY (%)	-303.45%	-21900%	21.86%	34.59%	23.82%
毛利率 (%)	36.60%	48.72%	49.22%	50.22%	51.22%
每股收益 (元)	-0.12	0.06	0.16	0.22	0.27
ROE	-8.9%	4.1%	10.7%	12.6%	13.5%
市盈率	-5.88	19.76	10.33	7.68	6.20

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 公司概况：无有息负债，高教及直播电商双轮驱动.....	4
1.1. 历史回顾：24 年迎来学费提价拐点，利润主要受减值影响.....	4
1.2. 股权结构：公司股权高度集中，管理层行业经验丰富.....	8
1.3 资本市场表现：高分红，底部 PE10X.....	9
2. 教育业务：南京传媒展望长期 25 亿元收入，奥林匹克有望并表.....	11
2.1. 南京传媒学院：长期人数空间在 5 万人、学费在 5 万元左右.....	11
2.2. 奥林匹克学院：法律程序结束后有望实现并表.....	13
3. 娱乐及直播电商：明星达人矩阵，开展直播业务产教融合.....	14
4. 盈利预测和投资建议.....	15
4.1. 盈利预测.....	15
4.2. 投资建议.....	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

图 1 公司营业收入及同比增速.....	6
图 2 公司经调整净利润及同比增速.....	6
图 3 教育及培训营收及 yoy (亿元).....	7
图 4 影视制作/娱乐及直播电商营收及 (亿元) yoy.....	7
图 5 毛利率与经调整净利率.....	7
图 6 销售及管理费用率.....	7
图 7 公司分业务毛利率.....	7
图 8 公司分业务经营利润率.....	7
图 9 公司现金及现金等价物 (亿元).....	8
图 10 公司资产负债率 (%).....	8
图 11 上市至今股价走势 (前复权) 单位：元/股.....	10
图 12 PE BANDS 走势图 (单位：元/股).....	10
图 13 公司分红率及股息率.....	11
图 14 南京传媒学院高等教育业务营收 (亿元).....	12
图 15 南京传媒学院在校生人数 (人).....	12
图 16 公司高等及职业教育收入占比 (2024).....	12
图 17 公司高等教育业务 OPM 及增速.....	12
图 18 南京传媒学院学校容量及使用率.....	13
图 19 南京传媒学院新招生计划.....	13
图 20 2025 年一流艺术类民办高校学费对比 (元).....	13
图 21 奥林匹克学院学校容量 (人) 及使用率.....	14
图 22 2025 年南京体育学院 2025 年均价 (万元).....	14
图 23 公司直播及电商业务收入 (千元).....	15
图 24 薇娅抖音直播数据 (万元).....	15
表 1 公司发展历史.....	4
表 2 公司大股东.....	8
表 3 公司管理层介绍.....	8
表 4 公司分业务营收预测.....	15
表 5 可比公司估值.....	16

1. 公司概况：无有息负债，高教及直播电商双轮驱动

1.1. 历史回顾：24 年迎来学费提价拐点，利润主要受减值影响

公司于 1998 年由蒲树林先生创立，1999 年以电视节目《影视同期声》开播为标志开始经营影视制作业务，2004 年以中国传媒大学南广学院开始招生为标志进入传媒高教市场，南京传媒学院在中国传媒艺术民办大学中排名第一；2020 年公司登陆港交所、董事长蒲先生控股约 70%，2021 年公司签订南京体育学院奥林匹克学校并购协议（但尚未并表）、推进高教业务扩张，公司 2023 年公司与威薇及其团队就直播电商业务订立独家合作协议，目前公司教育及直播电商两块业务共同发展。

2024 年公司营收 7.82 亿元、同比+3%，17-24CAGR 为 5%，经调整净利 2.18 亿元、扭亏，17-24 年 CAGR 为 2.6%。1) 分业务来看，2024 年公司教育/娱乐及直播电商业务收入分别为 6.71/1.11 亿元，同比增长 13.2%/-33%，娱乐及直播电商业务下滑主要由于 23 年电视剧《女士的品格》获得收益，但 24 年未有任何影视投资收益，未来公司也将不再从事影视业务。2) 拆分教育业务学费及学生人数来看，24 年在校生人数/平均学宿费分别为 2.97/2.26 万元，同比增长 6%/7%。

2025H1，公司实现营业收入/归母净利/扣非净利分别为 3.8/1.25/1.4 亿元，同比增长-1.9%/160.1%/29.7%；净利润增速显著高于收入增速，主要由于毛利率提升、信贷减值拨回（25H/24H 分别为拨回 526 万元/减值 7962 万元）。

25H1 教育主业稳健增长，娱乐电商业务有所下降。拆分业务来看，（1）教育业务收入/经营利润/OPM 分别为 3.52/1.8 亿元/51%，同比提升增长 10%/78%/20PCT，经营利润率大幅提升主要由于当期没有过渡性贷款减值。娱乐及直播电商收入为 0.27 亿元，同比下降 59.2%。（2）全日制本科生 25,157 人，职业教育及国际预科学生 4,585 人，总学生数达 29,742 人，同比增长 4.1%，学费为 1.18/半年，同比提升 5.7%。

表 1 公司发展历史

年份	影视制作业务	高教业务	电商业务
1999	第一档电视节目《影视同期声》开播		
2001	华夏在线成立，正式开启集团的电视节目制作业务		
2003	首部电视剧《射雕英雄传》开播，获得新浪 2003 年年度人气电视剧金奖		
2004	《天龙八部》开播并获得第 22 届中国电视金鹰奖长篇连续剧(优秀奖)	与中国传媒大学联合举办的传媒大学南广学院（独立学院）成立	
2005	华夏视听在中国成立		
2007	《京华烟云》入围第 26 届中国电视剧飞天奖优秀长篇电视剧提名		
2012	投资电影《一夜惊喜》进入电影制作行业		
2015	旗下大量影视作品获奖，收视率第一	南广学院获中国大校友会评为全国独立学院十强，并在全国独立艺术学院中排名第一	
2017	与爱奇艺联合成立内容研究及创新中心 南京美亚的股权架构重组	南广学院内成立电竞学院，提供首批电竞相关学位	
2018	华夏视听的股权架构重组		

2019		与英皇娱乐合作成立英皇南广演艺学院
2020	2020/7《什刹海》首播收视率优于其他央视播出的同类电视剧且全国收视率排名第一 收购小沙翁股权 2020/7 华夏视听教育在香港联交所主板上市，净募资 11.5 亿港元，30%用于投资优质内容，30%用于完善及扩大旗下大学，30%用于并购，10%用于一般营运	传媒大学南广学院正式更名为南京传媒学院，并取得民办学校办学许可证
2021	完成收购水木源画室，同年出售水木源全部股份。 2021/7/19-2021/9/13 蒲树林先生（董事长、执行董事）共增持公司股份 649.3 万股，占公司总股本的 0.34%，增持价格为 3.06-4.89 港元	2021/6 收购奥林匹克学院并计划与南京传媒学院合并
2022	2022/9/27-2022/11/28 蒲树林先生（董事长、执行董事）共增持公司股份 1423.2 万股，占公司总股本的 0.87%，增持价格为 1.01-1.12 港元	
2023		正式进入直播电商领域并与行业头部明星主播戚薇女士及其配偶李承铉先生签订长期独家全面合作协议
2024		与知名互联网及科技公司签订合作协议，双方同意就一款热门网络游戏的电竞赛事及相关活动进行直播电商合作
		南京传媒学院在中国传媒艺术民办大学中排名第一

资料来源：公司公告、公司官网，华西证券研究所

回顾公司收入历史，上市以来学费增速不高，24 年迎来拐点

从收入增速波动来看，18 年增速-33.9%主要受影视制作收入延期确认影响、20-21 年增速放缓也与影视制作新剧售价低有关，22 年开始收入增速转正，2024 年收入增速由双位数增长放缓至 3%，主要由于 24 年未有任何影视投资收入影响。

分业务看，1) 2017-2024 年教育收入 CAGR 为 14.7%（在校生人数/平均住宿费收入 CAGR 分别为 12.0%/2.4%），占比由 46%提升至 88%。2021 年教育收入增长 30%，主要由于当年公司旗下二期宿舍楼投入使用，可额外容纳学生 4400 名，当年南京传媒学院在校生人数提升 40%。2023 年教育业务收入仅增长 5.5%主要由于当年平均学费仅增长 2%，2024 年教育业务增速回到双位数（13.2%）得益于 24 年平均学费增长 9%。

1) 影视及直播电商业务 2017-2024 年收入 CAGR 为-13.3%，该业务收入波动较大，主要由于影视制作周期较长，收入波动与公司投资影视作品上映时间相关，2018 年影视收入下滑很多主要由于 2017 年、2019 年分别有公司投资的《凤求凰》、《倚天屠龙记》产生 2.97/4.05 亿收入，2018 年影视收入相对较少；2020 年公司投资的《什刹海》、《别叫我酒神》上映，影视收入达 4.3 亿。2023 年 5 月，公司与戚薇及其团队就直播电商业务订立独家合作协议，成立华夏优品（70%控股），以 4380 万元合作费代价与戚薇女士及经纪人签署戚薇女士及其配偶艺人经纪和电商直播经纪的独家合作协议，正式将业务扩展至直播电商，2023/2024 年直播电商业务收入分别为 0.81/1.11 亿元。

回顾公司利润率，正常经调净利率在 30-40%。（1）公司毛利率 44-56%区间波动，23 年毛利率为 36.6%主要由于影视业务应收款项减值（2.4 亿元）导致影视毛利率为-36.4%。分业务来看，教育业务毛利率稳定在 54%-61%区间，影视及直播业务毛利率受到部分投资影视剧未播出及计提应收账款减值影响 2021-2024 年毛利率均为亏损，24 年因影视计提减少（0.78 亿元）及开展直播业务影响，毛利率由 23 年的-36%

提升至-3%，但依然受到减值影响。(2) 公司 OPM 主要在 15%-47% 区间波动，23 年 OPM 为-24% 主要由于影视业务减值影响，教育业务 OPM 稳定，基本维持在 46%-50% 区间，2019 年 OPM 仅有 21.5% 主要由于像中国传媒大学支付终止费 0.95 亿元影响，剔除后 OPM 为 51.9%，2020 年 OPM 为 68% 主要由于公司扩建后招生人数提升带来的毛利率提升。影视业务 OPM 17-21 年在 25-74% 区间波动，主要跟投资影视剧的播放进度相关，2022 年开始 OPM 为负，主要受到影视减值计提的影响；(3) 经调整净利率还受到销售费用率、行政费用率、奥林匹克学院计提减值影响。销售费用率有所下降，近年来稳定在 3% 左右；管理费用率 2019 年由 16.8% 下降至 9.9%，2021 年提升至 15.8% 后稳定在 15% 左右——21 年公司收购水木源，同年售出水木源股权，产生 0.74 亿元终止业务亏损；21 年公司为收购奥林匹克学院向出售方提供过渡性贷款而产生减值，2021-2024 年减值分别为 0.61/0.05/0.95/0.79 亿元，对公司利润率产生较大影响，剔除减值影响，经调整归母净利率在 30-40% 区间，2023 年经调整归母净利率仅 20.5%，我们分析主要由于影视业务亏损及直播业务起步期投入较多导致。

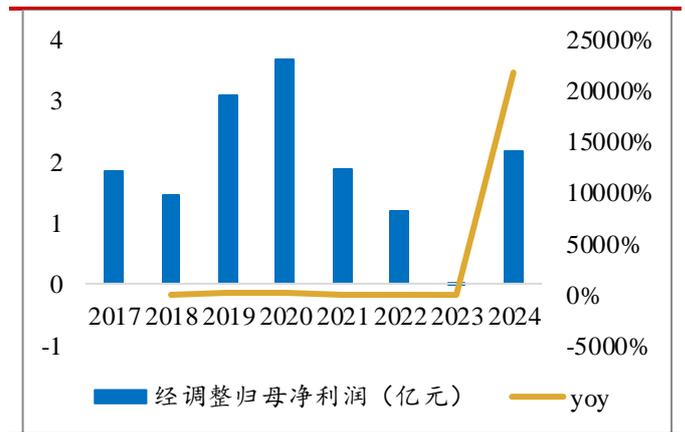
公司在手现金充裕，无有息负债。截至 2024 年底，公司在手现金及现金等价物 9.21 亿元，且没有短期及长期借款，为净现金状态，资产负债率仅 20%，明显低于同业其他高教公司。

图 1 公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 公司经调整净利润及同比增速



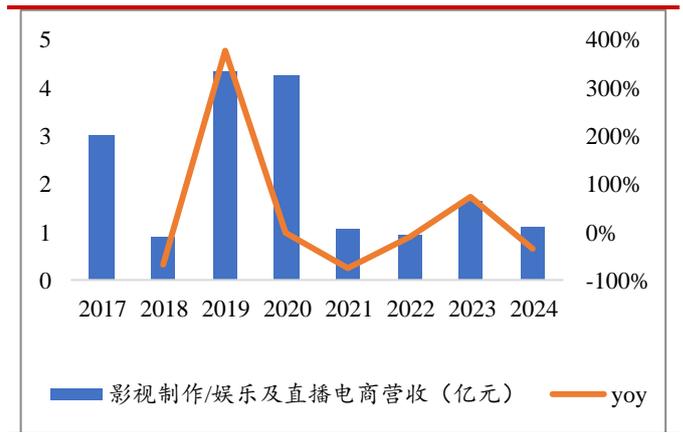
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图3 教育及培训营收及 yoy (亿元)



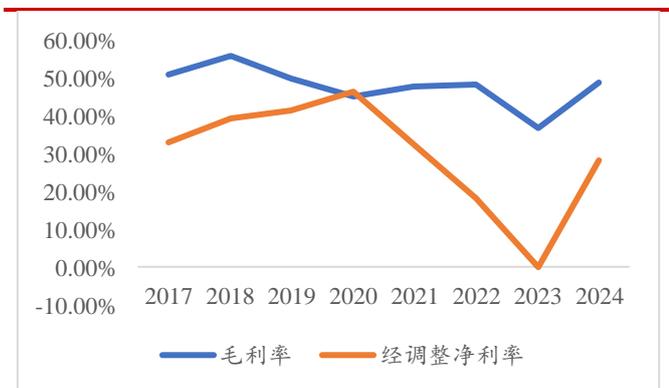
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 影视制作/娱乐及直播电商营收及 (亿元) yoy



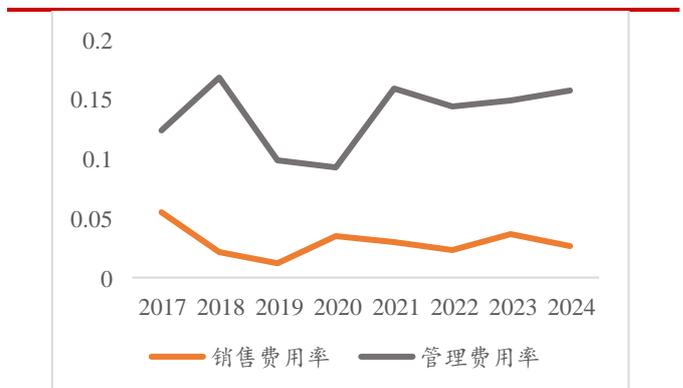
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图5 毛利率与经调整净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图6 销售及管理费用率



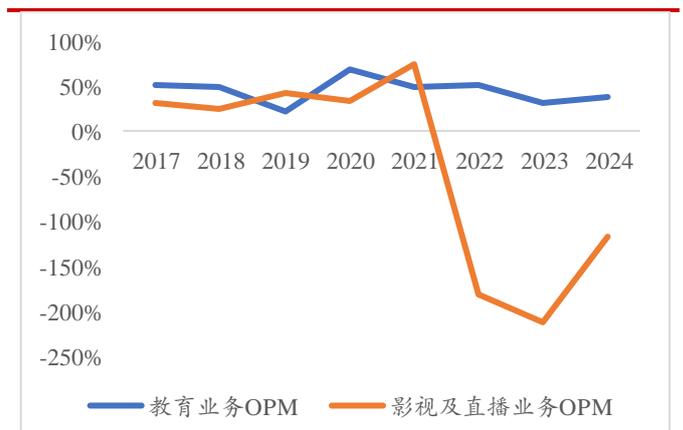
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图7 公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图8 公司分业务经营利润率



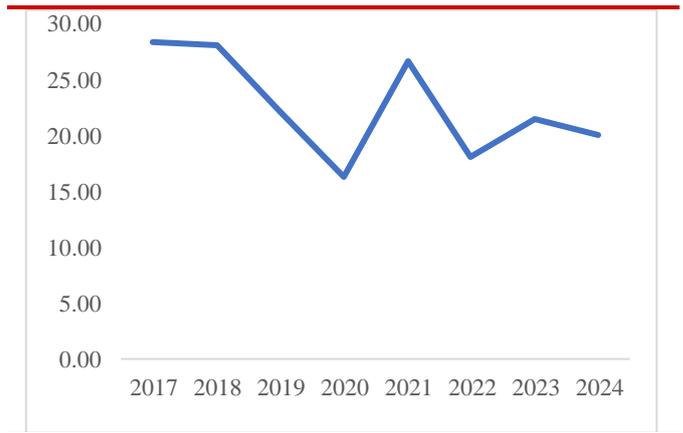
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 公司现金及现金等价物 (亿元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10 公司资产负债率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 股权结构：公司股权高度集中，管理层行业经验丰富

公司股权结构集中。2021 年，创始人蒲树林先生持续增持公司股票，股份数由 11.55 亿股增持至 11.61 亿股，增持价格在 3.06-4.89 港元/每股区间，2022 年蒲树林先生增持至 11.75 亿股，增持价格在 1.01-1.12 港元/每股，截至 2024 年合计持股比例达 72.99%，首席财务官、公司秘书刘志雄先生持股 0.01%。

公司管理层经验丰富，专业化团队驱动战略落地。公司创始人蒲树林先生是中国电视行业的先驱，深耕影视制作行业 30 余年，并曾与业内一线编剧、制片人、导演及演员合作，包括张纪中、赵宝刚、胡军及陈乔恩等。主要董事及高管具有丰富行业经验，对影视 IP 选择、剧本、制作等方面见解独到，高度适配影视教育复合类业务。

表 2 公司大股东

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例
Cathay Media Holding Inc.	120800	72.99%
刘志雄	10	0.01%
合计	120810	73.00%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 3 公司管理层介绍

姓名	职位	简介

蒲树林	执行董事，董事长，首席执行官	蒲先生创立集团，并担任东阳华夏、华夏视听、华夏珍选、华夏互娱、南京蓝筹、南京美亚及南京传媒学院的董事长兼董事。蒲先生 1983 年毕业于中国辽宁省沈阳市的沈阳音乐学院。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。1998 年 12 月及 2001 年 12 月分别创立北京普圣达广告有限公司及华夏互娱以投资电视剧制作，并于 2003 年 1 月成立南京美亚以投资民办高等教育服务。
罗佳	执行董事	罗佳女士，主要负责集团业务计划的战略制定及实施，以及对集团直播电商业务发展的全面监督。罗女士毕业于加州州立大学富勒顿分校，取得国际工商管理学士学位。罗女士为蒲先生的配偶，拥有传媒、娱乐、影视制作及教育业务逾 15 年管理经验。自 2015 年加入集团起，一直担任华夏视听的副总裁，自 2017 年 1 月起担任公司副总裁。在加入集团前，罗女士于一家私人娱乐公司担任管理层职务，负责业务策略、销售及营销。
吴晔	执行董事，制作总监	吴晔先生，于 2003 年 12 月加入本集团，担任华夏视听的技术主任(2003 年至 2007 年)、技术总监(2007 年至 2012 年)及制作总监(2013 年至今)。吴先生于 2000 年 7 月自中国江苏省南京市的南京大学获得经济管理大专文凭。1998 年至 2001 年，吴先生于中视传媒股份有限公司制作及技术部工作。2001 年至 2003 年，吴先生担任中视北方影视制作有限公司的技术主任。
刘志雄	执行董事，首席财务官，公司秘书	刘志雄先生，于 2021 年 6 月加入集团。刘先生持有香港理工大学授予的工商管理硕士学位及会计学学士学位。刘先生在企业融资、会计、审计、公司秘书事宜及投资者关系管理方面拥有逾 30 年经验。加入集团前，刘先生在多家股份于联交所上市的公司担任高级管理层职位，并于一家国际会计事务所任职。刘先生为香港会计师公会之执业会员、英格兰及威尔士特许会计师公会之资深会员、香港税务学会注册税务师及会员。刘先生亦为香港公司治理公会(前称香港特许秘书公会)及英国特许公司治理公会(前称英国特许秘书及行政人员公会)之会员。
郭堃	首席财务官，财务总监	郭堃先生，于 2020 年 9 月加入集团担任财务总监，并一直监督集团的日常财务和会计职能。郭先生持有哈尔滨工业大学电气工程硕士学位及电气工程及其自动化学士学位。郭先生目前主要负责集团财务及会计前线运作以及投资者关系的日常管理。郭先生拥有约 14 年财务及审计经验。在加入集团前，郭先生曾于中国内地两家国际会计师事务所任职近 10 年。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3 资本市场表现：高分红，底部 PE10X

2025 年 8 月 14 日公司市值港元。公司上市以来累计现金分红金额为 5.94 亿元，累计融资金额亿元。

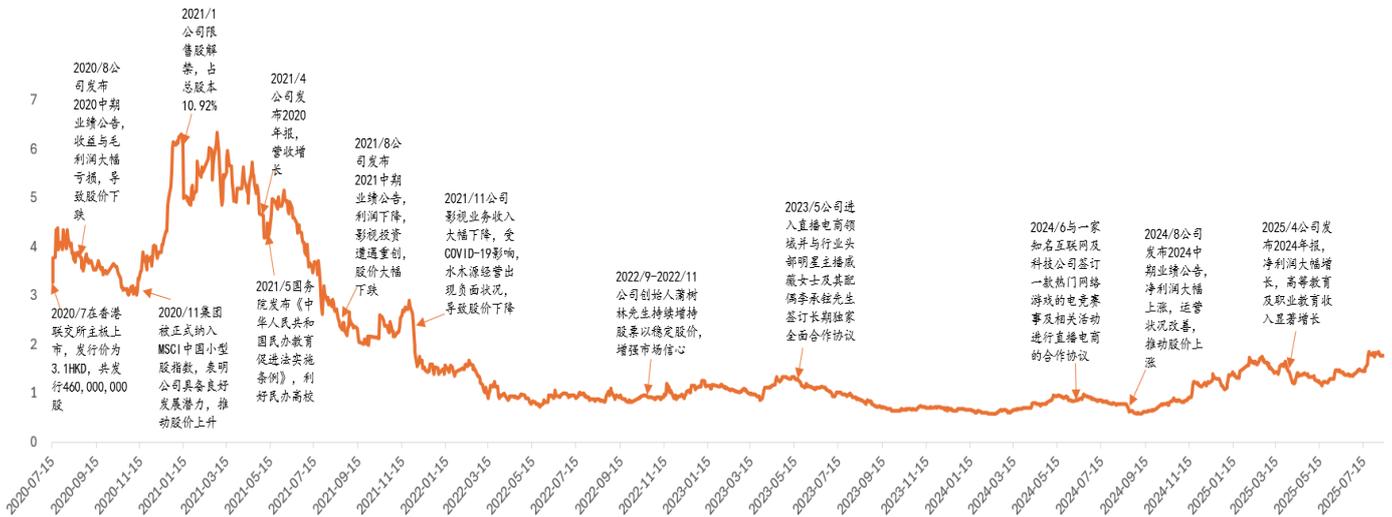
公司自 2020 年一直坚持高分红率，分红率在 35%-282%，2024 年公司分红率达 98.77%，全年派发股息 0.06 港元/股，股息率为 4.88%。

回顾公司历史股价表现：

2020 年 8 月公司发布 2020 年中期业绩公告，收入及利润均大幅下降，股价开始下跌，最低跌至 3.03 港元 (2020/10/30)，对应市值 50.2 亿港元，对应 PE12.49X；2020 年 11 月公司被正式纳入 MSCI 中国小型股指数，市场关注度提高，推动股价大幅上涨，公司股价最高涨至 6.32 港元 (2021/1/11)，对应市值 104.5 亿港元，对应 PE51X；2021 年 8 月公司发布 2021 年中期业绩公告，影视投资业务收入大幅下降导致公司利润下降，股价开始下跌，跌加“双减”政策对整

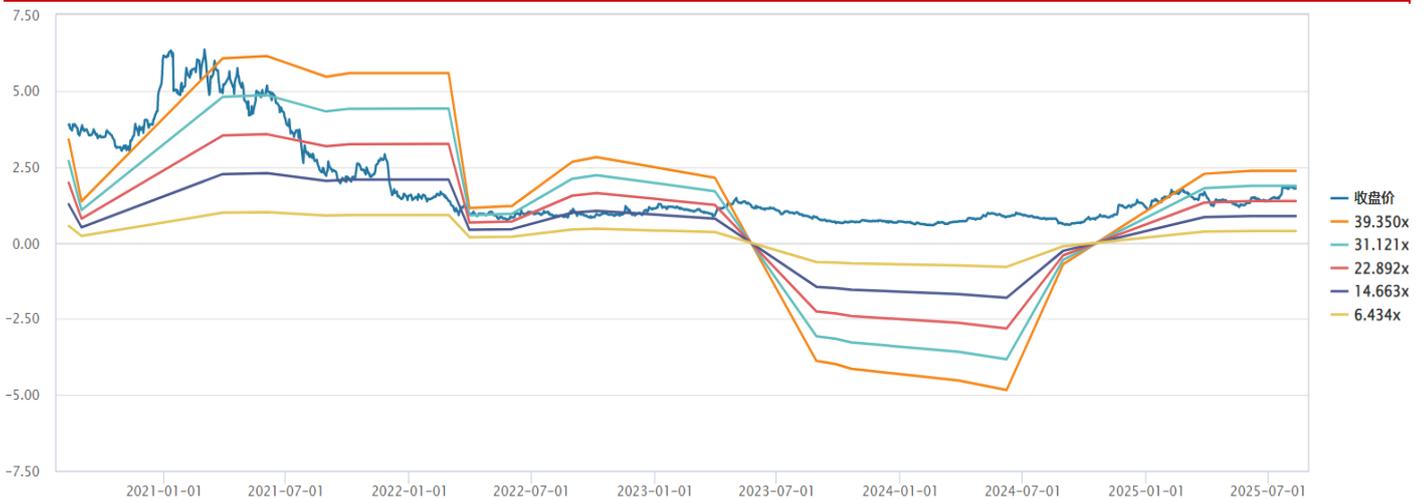
体教育板块的负面影响，最低跌至 0.774 港元（2022/5/27），对应市值 12.8 亿港元，对应 PE9.8X；2023 年公司拓展直播电商业务、2024 年公司影视传媒业务计提减少，且高教业务迎来学费提价拐点，24 年经调整净利润大幅提升，公司股价大幅反弹，最高涨至 1.87 港元（2025/7/23），对应市值 30.9 亿港元。

图 11 上市至今股价走势（前复权）单位：元/股



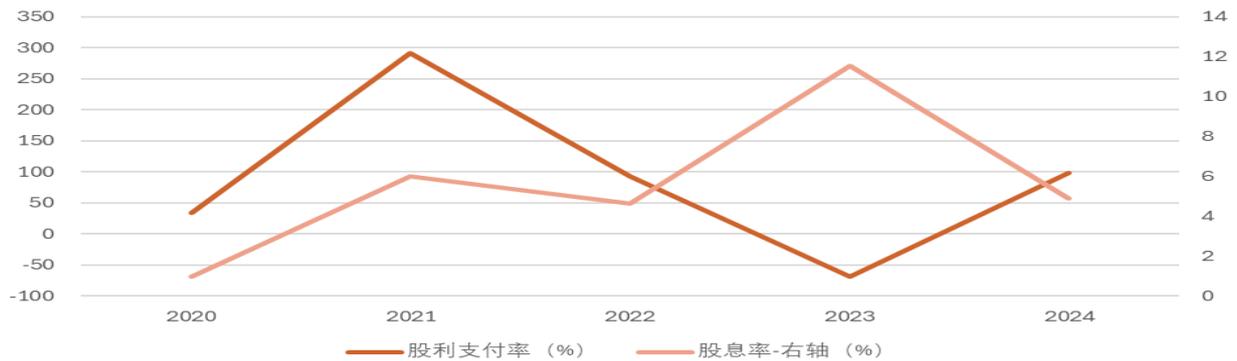
资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

图 12 PE BANDS 走势图（单位：元/股）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 13 公司分红率及股息率



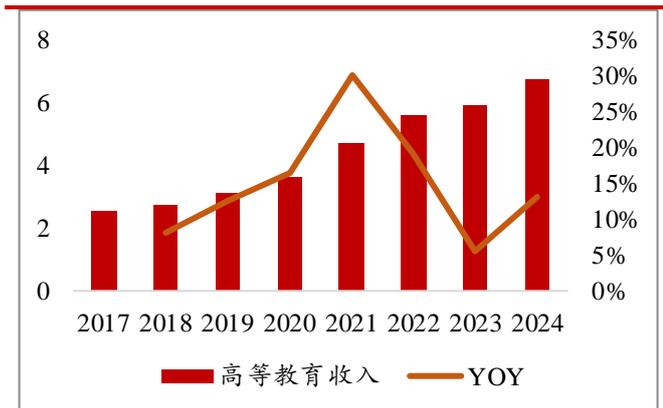
资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.教育业务：南京传媒展望长期 25 亿元收入，奥林匹克有望并表

2.1.南京传媒学院：长期人数空间在 5 万人、学费在 5 万元左右

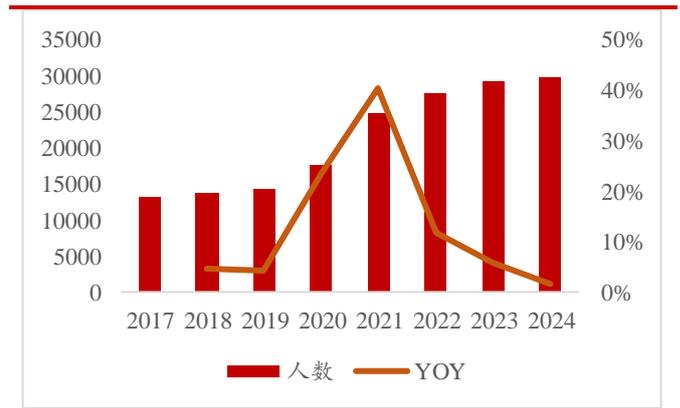
学费仍有提升空间。2024 年公司教育业务营收 6.71 亿元/+13.2%，2017-2024 CAGR 为 15%；2024 年南京传媒学院在校生人数为 29742 人，同比增长 3.6%，2017-2024CAGR 为 12%，其中全日制本科/国际预科/继续教育/入学考试费/其他营收 4.95/0.54/ 1.06/ 0.08/ 0.09 亿元，占比分别为 73%/8%/16%/1.2%/1.3%，营收同比增长 24%/1%/17%/-77%/50%，全日制本科/国际预科/继续教育 2017-2024CAGR 分别为 12%/76%/42%。（2）招生及在校生：2024 年新招生人数 1046 人（同比-55.5%），其中本全日制本科新招生约 1499 人、国际预科/职业教育新招生约 48/-501 人；2024 年总在校生人数 29742 人/+3.6%，其中本科和专升本在校生+6.3%至 25157 人、国际预科/职业教育在校生+10.0%/-11.0%至 528/4057 人；（3）生均学费：2024 年生均学费 22561 元/+9.2%，2017-2024CAGR 为 2%，学费持续提高有望进一步提高公司的盈利能力。（4）OPM：FY2024 公司高等教育及职业教育业务 OPM 基本维持在 46%-50%区间，2019 年 OPM 仅有 21.5%主要由于像中国传媒大学支付终止费 0.95 亿元影响，剔除后 OPM 为 51.9%，2020 年 OPM 为 68.5%主要由于公司扩建后招生人数提升带来的毛利率提升。

图 14 南京传媒学院高等教育业务营收（亿元）



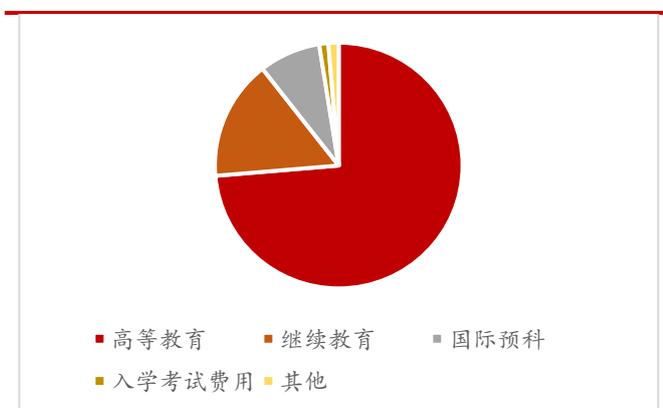
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 15 南京传媒学院在校生人数（人）



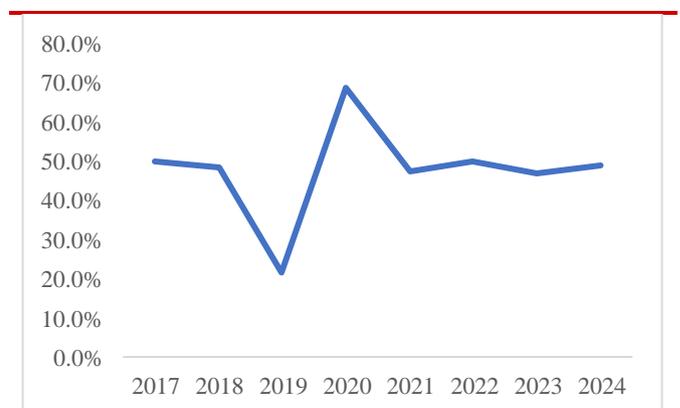
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 16 公司高等及职业教育收入占比（2024）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 公司高等教育业务 OPM 及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

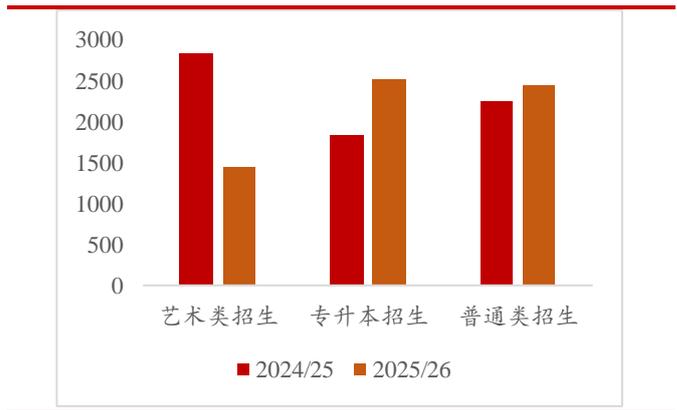
量：根据南京传媒学院官网招生数据，2025/26 学年普通类本科/专升本/艺术类新招生 2430/2520/1444 人，同比增长 7.8%/37.7%/-48.8%，我们预计新学年后在校生人数将超过 3 万人。往未来看，1) 学校扩建南京传媒学院主校区及滨江校区分别至约 33,000 及 10,000 人的容量，在需要时可额外租赁一个容纳 10,000 人的校区用于职业教育业务发展，我们预计公司长期在校生空间还有较大空间。

图 18 南京传媒学院学校容量及使用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

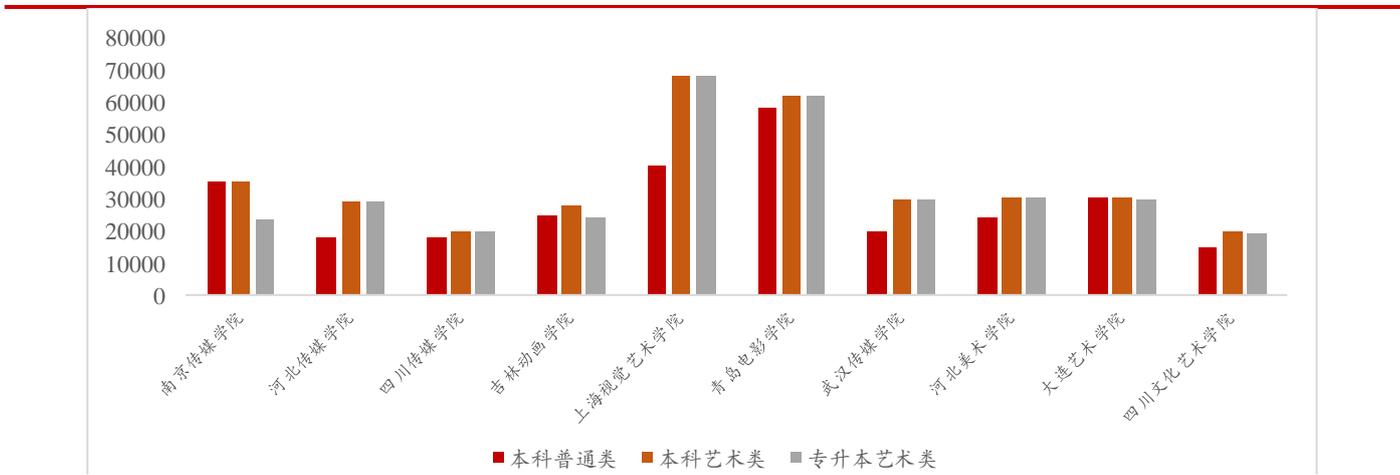
图 19 南京传媒学院新招生计划



资料来源：公司公告，华西证券研究所

价：2025 学年南京传媒学院新生本科学费提升至 1.4-3.5 万元，同比增长 9.2%，公司学费水平在行业中位于中游水平。1) 2018 年江苏省逐步放开民办高校自主定价权，目前公司普通类 / 专升本 / 艺术类专业学费为 2.5-3.1 / 1.4-2.5 / 3.2-3.5 万元，公司 2025 年艺术类民办大学首位、中国民办大学排名第 7 位，应拥有艺术类专业学费溢价，对比上海、青岛等地同类校 5.8-6.8 万元，公司 24 年平均学费为 2.26 万元，公司学费预计还有 50%-100%左右的提价空间，我们预计公司教育业务 OPM 未来有望维持在 50%左右。

图 20 2025 年一流艺术类民办高校学费对比（元）



资料来源：学校官网，华西证券研究所

2.2.奥林匹克学院：法律程序结束后有望实现并表

奥林匹克学院是经国际奥委会同意、由中国奥委会授权，我国目前唯一以“奥林匹克”冠名的高教载体，经过 10 年的办学与积累为体育行业发展培养了 50000 多名

应用型本科人才，2020 年收入 4709.7 万元/+2.4%，实现净利润 373.9 万元/扭亏为盈。

21 年 6 月，公司宣布交易对价 4.5 亿元收购奥林匹克学院，公司将分 2 期支付 4.5 亿元交易对价，其中 2.5 亿元用于标的偿付贷款，2 亿元为权益收购对价。我们分析，公司收购奥林匹克学院的本质是获得学额和校区资源，奥林匹克学院将纳入南京传媒学院招生，且奥林匹克与南京传媒学院专业契合度高且区域上能实现管理协同。

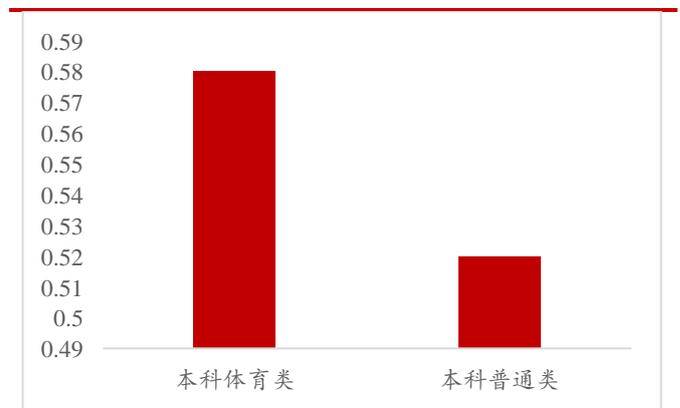
公司收购时条款明确规定，出售方须在 36 个月内完成所有收购前置的条件，否则公司可以豁免支付第二笔款项（1.7 亿元）。目前时间已超过三年，根据收购协议，收购对价在 24 年 6 月已经从 4.5 亿元下调至 2.51 亿元，公司目前已启动法律程序以收回过渡性贷款 1.7 亿元，并从相关中国仲裁委员会获得利于公司的判决，奥林匹克学院未来有望在法律手续结束后实现并表。

图 21 奥林匹克学院学校容量（人）及使用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 22 2025 年南京体育学院 2025 年均价（万元）



资料来源：南京体育学院官网，华西证券研究所

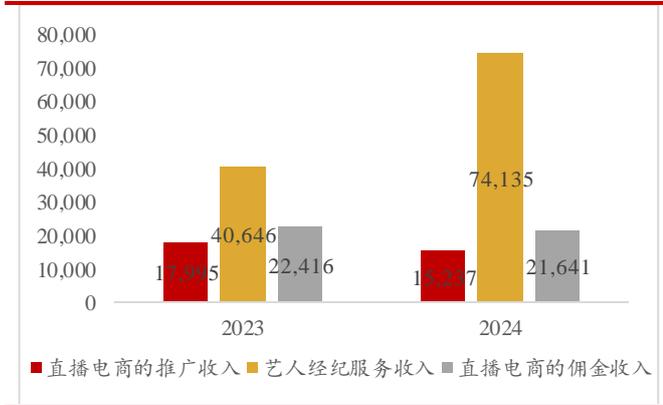
3. 娱乐及直播电商：明星达人矩阵，开展直播业务产教融合

公司 2023 年 5 月 31 日公司发布公告，公司与戚薇及其团队就直播电商业务订立独家合作协议，成立华夏优品（70%控股），以 4380 万元合作费代价与戚薇女士及两名经纪人签署了戚薇女士及其配偶艺人经纪和电商直播经纪的独家合作协议。戚薇女士是中国的知名演员及歌手，在抖音平台拥有 2200 万粉丝，成功将公司业务扩展至直播电商，公司的娱乐及直播电商业务目前包括直播电商、艺人经纪业务、影视制作及投资业务，除直播带货外，公司亦与广告及媒体公司合作，安排戚薇代言及推广多个知名品牌产品，公司亦签与知名艺人及主持人刘维先生就直播电商业务建立合作关系。2024 年 6 月，公司与知名互联网及科技公司签订合作协议，就一款热门网络游戏的电竞赛事及相关活动进行电商直播合作。

2024 年公司直播电商推广收入/艺人经纪服务收入/直播电商佣金收入分别为 0.15/0.74/0.22 亿元，同比增长 15%/82%/-3%（2023 年为 6 月开始）。公司将持续推进直播电商业务的自营产品战略，致力于提升自有品牌的产品品质与服务水平，并

用自身在教育板块拥有超三万名传媒及艺术师生的优秀资源，通过产教融合形式来培养和挖掘主播，实现产教良性互动、校企优势互补。

图 23 公司直播及电商业务收入（千元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 24 薇娅抖音直播数据（万元）



资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

4. 盈利预测和投资建议

4.1. 盈利预测

我们预计 2025/26/27 公司收入分别为 8.73/9.95/11.52 亿元，同比增长 11.6%/14.0%/15.7%，经调整归母净利润分别为 2.66/3.58/4.43 亿元，同比增长 21.9%/34.6%/23.8%，我们分业务进行盈利预测：

1) 公司高等教育分为全日制本科、国际预科和继续教育服务三个板块，我们预计随着国内需求回暖及教育政策的宽松，2025/26/27 年高等教育收入预计为 7.53/8.66/10.12 亿元，增速为 12%/15%/17%，其中在校生人数为 31172/32689/34276 人，每年增速 5%；人均学宿费为 24146/26482/29526 元，增速为 7%/10%/11%；2) 预计 2025-2027 娱乐及直播电商收入分别为 1.20/1.29/1.40 亿元，每年增速为 8%。

表 4 公司分业务营收预测

年份	24A	25E	26E	27E
营收 (亿元)	7.82	8.73	9.95	11.52
yoy	3.0%	11.6%	14.0%	15.7%
经调整归母净利润 (亿元)	2.18	2.66	3.58	4.43
yoy	-21900.0%	21.86%	34.59%	23.82%
经调整归母净利润率	27.9%	30.4%	35.9%	38.4%

按业务拆分				
一、教育及培训营收 (亿元)	6.71	7.53	8.66	10.12
yoy	13.2%	12.2%	15.0%	16.9%
在校生人数	29742	31172	32689	34276
yoy	4%	5%	5%	5%
人均学宿费 (元)	22,561	24,146	26,482	29,526
yoy	9%	7%	10%	11%
净利润 (亿元)	2.94	3.31	3.90	4.66
净利率	43.8%	44.0%	45.0%	46.0%
二、影视制作/娱乐及直播电商	1.11	1.20	1.29	1.40
yoy	-33.1%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润 (亿元)	0.06	0.12	0.13	0.14
净利率	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告 公司官网 华西证券研究所

4.2.投资建议

我们分析：（1）南京传媒学院在 25/26 学年已经进行提价，但是学费相较其他民办传媒学院仍有较大提升空间，我们判断公司长期学费空间在 5 万元左右；（2）奥林匹克学院有望在法律程序结束后进行并表，学校远期学生人数有望达到五万人，看好高教板块量价齐升；（3）娱乐及直播电商业务绑定戚薇、刘维两大主播，并在逐步尝试挖掘新主播，直播业务与高教业务具有一定协同效应，可促进学校产教融合。（4）公司无有息负债，现金流充裕，24 年底在手现金 9.2 亿元，股息率 4.9%。我们预计 2025/26/27 公司收入分别为 8.73/9.95/11.52 亿元，同比增长 11.6%/14.0%/15.7%，经调整归母净利润分别为 2.66/3.58/4.43 亿元，同比增长 21.9%/34.6%/23.8%，对应 2025-2027 年 EPS 为 0.16/0.22/0.27 元，25 年 8 月 29 日公司收盘价 1.82 元对应 PE 为 10.1/7.6/6.2X。维持“买入”评级。

表 5 可比公司估值

公司名称	市值	2025E EPS	2026E EPS	2027E EPS	2025E PE	2026E PE	2027E PE	2025E 净利增速	2025E PEG
华夏控股	30.12	0.16	0.22	0.27	10.33	7.68	6.20	37	0.25
中教控股	79.81	0.69	0.73	0.81	3.75	3.54	3.19	363.64	0.01
宇华教育	21.76								

希望教育	17.82								
中国科培	31.42	0.42	0.45	0.48	3.38	3.17	2.98	2.48	1.36
新高教	21.49								
中汇集团	18.92	0.34		0.38	4.25				-43.23
平均值					3.69	3.21	2.95		

资料来源：wind，华西证券研究所，注：市值和 PE 数据截至 2025 年 8 月 29 日

5. 风险提示

旗下学校学费提价进展不及预期的风险、直播业务表现不及预期风险、奥林匹克学院借款回收不及预期风险、系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	782.36	872.56	995.14	1151.87	净利润	92.06	265.65	357.54	442.70
YoY (%)	2.05%	11.53%	14.05%	15.75%	折旧和摊销	88.71	100.49	98.05	95.01
营业成本	401.21	443.07	495.37	561.87	营运资金变动	-2.71	-123.71	55.04	56.44
营业税金及附加					经营活动现金流	367.43	255.30	531.26	621.09
销售费用	21.31	17.45	9.95	11.52	资本开支	-107.60	-70.00	-60.00	-60.00
管理费用	122.30	106.45	82.60	77.41	投资	150.74	-6.14	-7.90	-8.93
财务费用	0.97	0.80	0.80	0.80	投资活动现金流	76.79	-58.68	-47.99	-45.89
研发费用					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	-5.16	334.15	301.48	320.36
投资收益	77.98	279.40	379.36	471.13	筹资活动现金流	-95.50	333.35	300.68	319.56
营业利润					现金净流量	348.73	529.97	783.95	894.76
营业外收支									
利润总额	117.28	296.06	398.46	493.37	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	0.36	0.89	1.20	1.48	成长能力				
净利润	116.91	295.17	397.27	491.89	营业收入增长率	3.07%	11.53%	14.05%	15.75%
归属于母公司净利润	92.06	265.65	357.54	442.70	净利润增长率	146.91%	188.55%	34.59%	23.82%
YoY (%)	146.91%	188.55%	34.59%	23.82%	盈利能力				
每股收益	0.06	0.16	0.22	0.27	毛利率	48.72%	49.22%	50.22%	51.22%
					净利率	11.77%	30.44%	35.93%	38.43%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	3.01%	7.35%	8.09%	8.32%
货币资金	690.77	1220.74	2004.69	2899.44	净资产收益率 ROE	4.15%	10.69%	12.57%	13.47%
预付款项					偿债能力				
存货	14.29	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.41	2.37	2.27	2.27
其他流动资产	0.00	157.06	199.03	222.69	速动比率	2.39	2.18	2.11	2.14
流动资产合计	1455.34	2041.06	2884.12	3822.04	现金比率	1.15	1.41	1.58	1.72
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	20.02%	24.14%	28.97%	31.78%
固定资产	1216.17	1195.68	1157.63	1122.62	经营效率				
无形资产	41.71	31.71	31.71	31.71	总资产周转率	0.26	0.26	0.25	0.24
非流动资产合计	1602.27	1571.78	1533.72	1498.71	每股指标 (元)				
资产合计	3057.61	3612.83	4417.84	5320.75	每股收益	0.06	0.16	0.22	0.27
短期借款	0.00	334.15	635.64	956.00	每股净资产	1.34	1.50	1.72	1.99
应付账款及票据	67.09	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.22	0.15	0.32	0.38
其他流动负债	530.37	506.08	608.67	695.59	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	602.80	862.86	1270.59	1681.62	估值分析				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	19.76	10.33	7.68	6.20
其他长期负债	9.20	9.20	9.20	9.20	PB	0.84	1.10	0.97	0.84
非流动负债合计	9.20	9.20	9.20	9.20					
负债合计	612.01	872.06	1279.80	1690.82					
股本	0.12	0.12	0.12	0.12					
少数股东权益	225.07	254.59	294.31	343.50					
股东权益合计	2445.61	2740.78	3138.04	3629.93					
负债和股东权益合计	3057.61	3612.83	4417.84	5320.75					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。