

华夏视听教育 (01981.HK)

兼具高成长性与强竞争力, 多维增量有望释放

核心观点:

- **教学水平全国领先, 保持高就业率。** 南京传媒学院连续 5 年位列中国艺术类独立学院排名之首, 考生报名踊跃; 专业兼具竞争力和市场需求, 播音与主持艺术、广播电视编导专业入选江苏高校一流本科专业, 2017-2019 年毕业生的初次就业率均在 85% 以上。
- **艺术教育业务有望释放多维增量空间。** (1) 本科教育收入量价齐升: 2016-2020 年学校使用率均在 96% 以上, 2019 年启动二期工程新建可容纳 4000 名学生的宿舍; 2020 年本科收费标准为 1.4-1.8 万元/学年, 低于其他民办高校。(2) 2018 年学校与留学服务中心达成战略合作, 目前已经与许多传媒艺术领域的国际一流大学签约。(3) 2019 年学校获得全日制自考助学办学资质, 凭借南广教育资源的稀缺性, 继续教育在读学生从 2018/2019 学年的 36 人扩张至 2019/2020 学年的 301 人。(4) 依托华夏视听的产业资源以及南京传媒学院的教学能力, 拓展艺人培训、艺考培训、少儿艺术培训等艺术培训业务。
- **精品剧产出能力, 业务相对保持稳定。** 2000-2019 年公司制作/联合制作 33 部电视剧, 其中畅销电视剧数量位居市场前列。公司深度绑定张纪中等资深制片人, 储备有《帝王三部曲》、金庸作品等头部 IP 的影视改编权, 通过与播放平台深度合作确保影视项目的投资回报率。
- **投资建议:** 预计 2020-2022 年归母净利润为 2.94/4.18/5.01 亿元, 对应的 EPS 为 0.18/0.25/0.30 元, 以 2020 年 8 月 10 日的收盘价, 对应的 PE 为 27.10 X、19.06 X、15.90 X。采用相对估值法, 综合考虑公司的教育业务和影视制作业务, 给予公司 2021 年 25 倍的 PE 估值, 对应的每股合理价值为 7.03 港元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。** 独立学院转设; 民办高校分类登记; 招生人数不及预期; 影视项目的制作进度不及预期; 影视行业政策监管风险。(本报告除非特别说明, 货币单位均为人民币, 港币兑人民币的汇率为 0.8956)

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	371.31	749.39	784.19	970.73	1,116.93
增长率(%)	-	101.8%	4.6%	23.8%	15.1%
EBITDA(百万元)	170.35	333.06	374.44	496.13	580.40
归母净利润(百万元)	136.02	177.36	294.07	418.04	501.07
增长率(%)	-	30.4%	65.8%	42.2%	19.9%
EPS(元/股)	-	0.15	0.18	0.25	0.30
市盈率(P/E)	-	-	27.10	19.06	15.90
ROE(%)	10.97	14.16	10.08	12.53	13.06
EV/EBITDA	-	-	23.76	17.93	15.33

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心; 货币单位为人民币

识别风险, 发现价值

公司评级

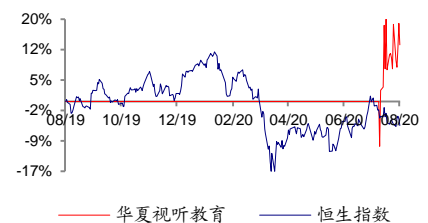
买入

当前价格	5.36 港元
合理价值	7.03 港元
报告日期	2020-08-10

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1660.0/1660.0
总市值/流通市值(百万港元)	8897.6/8897.6
一年内最高/最低(港元)	5.88/4.40
30 日日均成交量/成交额(百万)	24.5/120
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	13.41/13.41

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

徐呈隽



SAC 执证号: S0260519110002



010-59136612



xuchengjun@gf.com.cn

请注意, 徐呈隽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、华夏视听教育：艺术高校+影视制作双核驱动的稀缺标的	5
二、艺术教育业务：教学质量铸就稀缺性，厚积薄发迎来多维增量空间	8
（一）南京传媒学院的核心竞争力：艺术类教学水平领先	8
（二）本科教育收入：二期工程打开招生天花板，存在较大提价空间	10
（三）国际预科收入：与一流艺术大学达成合作，招生迅速增长	14
（四）继续教育收入：开展自考培训，今年业绩增量有望超 3600 万	16
（五）依托教学经验和产业资源，拓展艺术培训业务	19
三、影视制作业务：打造精品化战略	22
（一）营收拆分：头部畅销电视剧制作方	22
（二）把握核心竞争力，持续产出精品	23
四、盈利预测与投资建议	25
（一）教育板块的收入和成本预测	25
（二）影视制作板块的收入和成本预测	26
（三）公司的盈利预测摘要	26
（四）投资建议	27
五、风险提示	28

图表索引

图 1: 华夏视听教育的发展历程.....	5
图 2: 华夏视听教育的企业架构.....	6
图 3: 华夏视听教育的业务版图及其协同效应.....	7
图 4: 2016-2021 年传媒大学南广学院/南京传媒学院的艺考报录情况 (人)	9
图 5: 2017-2019 年高等教育业务的营收 (亿元)	11
图 6: 2017-2019 年公司的本科教育收入及其增速	11
图 7: 2016-2019 年南京传媒学院的在校学生及容量 (人)	12
图 8: 南京传媒学院的二期工程.....	12
图 9: 2015-2021 年中国传媒行业的总收益	12
图 10: 2016-2019 年艺术类专业的招生人数 (万人)	12
图 11: 我国头部艺术类高校的招生人数和对应的报录比	13
图 12: 我国头部艺术类民办大学和独立学院的学费标准	13
图 13: 2017-2019 年公司的国际预科收入及其增速	14
图 14: 2016-2019 年公司的国际预科学生及其增速	14
图 15: 2009-2018 年我国出国留学人数及其增速	15
图 16: 留学人群实际就读的专业类型 (2019 年)	15
图 17: 中国留学服务中心的出国留学培训基地.....	16
图 18: 2017-2019 年公司的继续教育收入及其增速	17
图 19: 2016-2019 年公司的继续教育学生及其增速	17
图 20: 2019 年我国艺考生和艺术类专业招生 (万人)	18
图 21: 南广全日制自考助学本科的收费 (万元/年)	18
图 22: 2017-2019 年公司的其他收入及其增速.....	19
图 23: 英皇南广演艺学院.....	19
图 24: 2015-2020 年我国高考和艺考人数.....	20
图 25: 艺考培训机构的最新收费标准	20
图 26: 2019 年 6 省艺考的专业报考比例.....	21
图 27: 2020 年全国美术高考培训画室地区图谱.....	21
图 28: 我国少儿艺术教育市场规模 (亿元)	21
图 29: 6-12 岁家长选择培训班情况 (2018 年)	21
图 30: 2017-2019 年影视制作业务的营收及增速	22
图 31: 2017-2019 年分客户的影视制作收入 (万元)	22

表 1: 中国大学校友会 2020 年艺术类大学的排名情况	8
表 2: 南京传媒学院的专业一览.....	10
表 3: 南京传媒学院本科教育收入的增长驱动因素	11
表 4: 南京传媒学院“2+2”国际预科项目的合作院校.....	15
表 5: 三类继续教育的入学门槛、学费、学历证书对比	17
表 6: 自考培训行业的主要参与者	19
表 7: 英皇南广演艺学院金牌艺人招生计划	20
表 8: 2017-2019 华夏视听主要影视项目的收益情况 (单位: 百万元)	22
表 9: 华夏视听旗下影视剧的制作进度.....	23
表 10: 2018-2019 年 H1 全国畅销电视剧的五大制作公司	23
表 11: 华夏视听教育出品的电视剧情况.....	24
表 12: 2018-2022 年公司教育业务的收入和成本预测.....	25
表 13: 2018-2022 年公司影视制作业务的收入和成本预测	26
表 14: 2020-2022 年公司的盈利预测 (2020 年 8 月 10 日收盘价)	26
表 15: 公司 2021 年业绩敏感性测算表.....	27
表 16: 同类上市公司的估值水平对比 (2020 年 8 月 10 日收盘价)	27

一、华夏视听教育：艺术高校+影视制作双核驱动的稀缺标的

华夏视听教育是艺术高校和影视制作双核驱动的稀缺标的。1998年，公司创始人蒲树林参与制作《影视同期声》；2001年，蒲树林出资成立我国首批私人电视节目制作公司——华夏在线（上市公司的综合联属实体）；2003年，公司的第一部电视剧《射雕英雄传》开播；2003年1月，蒲树林注册成立南京美亚（上市公司的综合联属实体），并于2004年3月通过南京美亚出资与中国传媒大学合作创办传媒大学南广学院，将公司的主营业务从影视制作板块扩张至艺术高等教育板块；2012年，公司通过投资《一夜惊喜》进入电影制作行业；2020年3月，传媒大学南广学院由独立学院正式转设为民办高等教育机构“南京传媒学院”；2020年7月，华夏视听教育（01981.HK）成功在香港交易所上市。

图1：华夏视听教育的发展历程

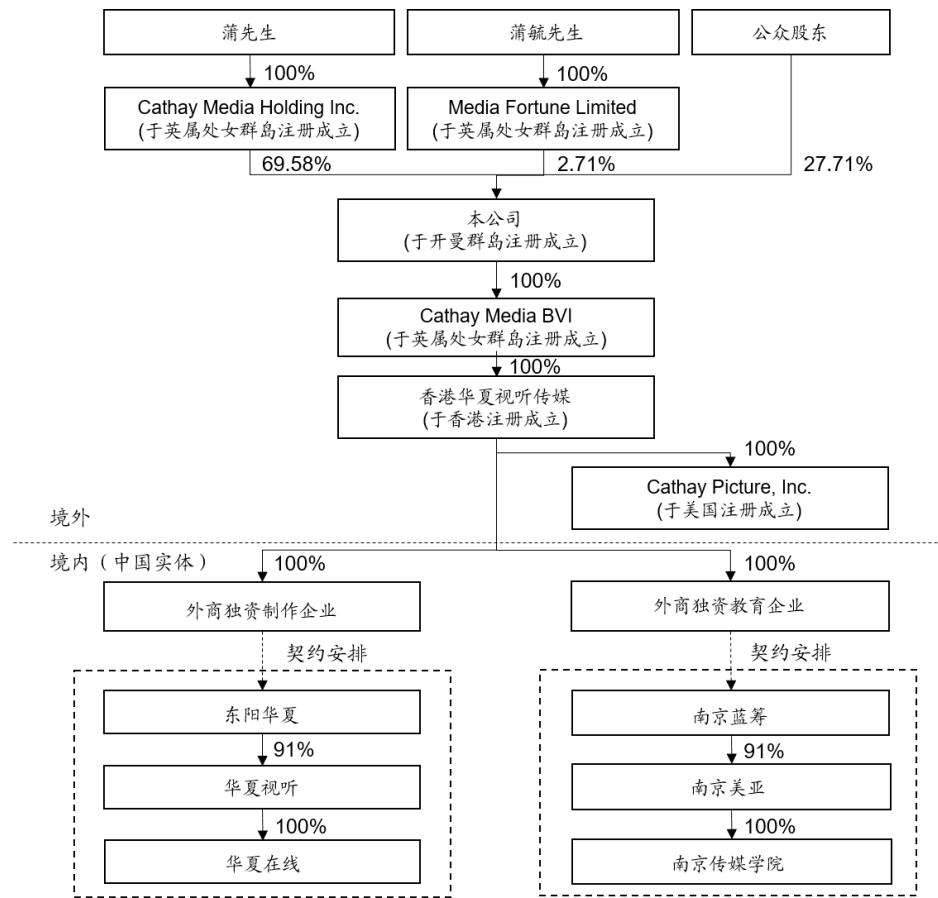


数据来源：华夏视听教育全球发售公告，广发证券发展研究中心

华夏视听教育的实际控制人是公司创始人、董事长兼CEO蒲树林先生。根据公司公告，2020年7月31日IPO超额配股权悉数行使后，蒲树林通过Cathay Media Holding Inc.持有公司69.58%的股权，蒲毓（蒲树林的侄子）通过Media Fortune Limited持有公司2.71%的股份，公司的控制权集中。

上市公司在大陆境内的运营实体包括主营影视制作业务的华夏视听和主营艺术高等教育业务的南京传媒学院。（1）上市公司100%控股的外商独资企业通过协议控制东阳华夏，东阳华夏和独立第三方李惠素女士分别持有华夏视听91%、9%的股权，而华夏视听持有华夏在线100%的股权。（2）上市公司100%控股的外商独资企业通过协议控制南京蓝筹，南京蓝筹和独立第三方李伟先生分别持有南京美亚91%、9%的股权，而南京美亚全资控股南京传媒学院。

图2：华夏视听教育的企业架构



数据来源：华夏视听教育全球发售公告&悉数行使超额配股权公告，广发证券发展研究中心

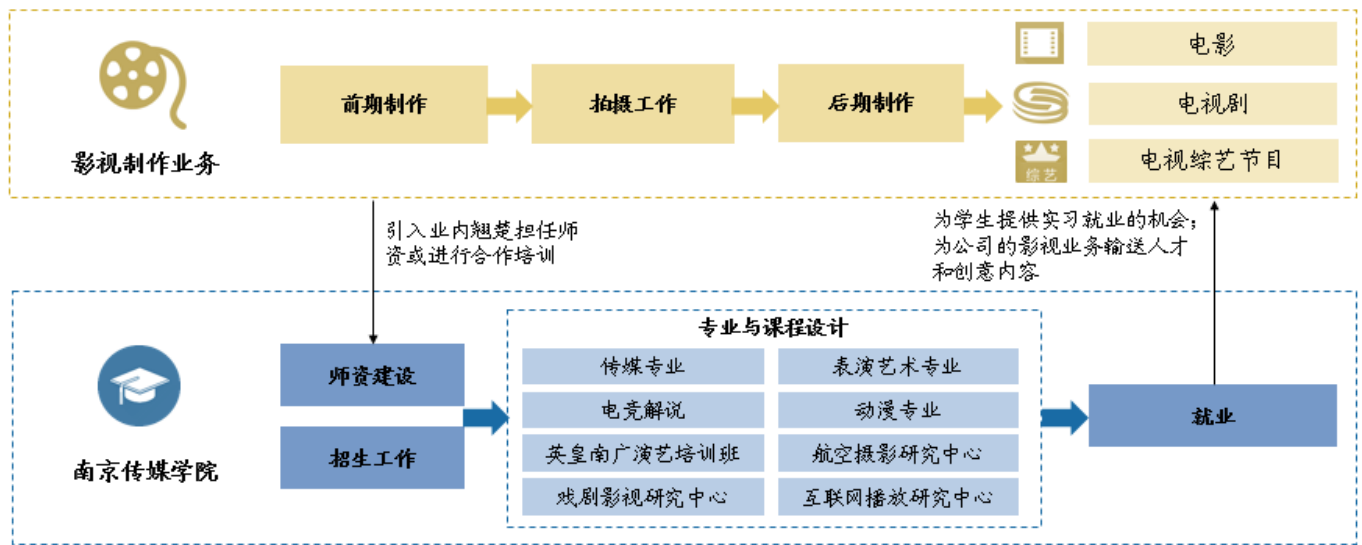
华夏视听教育旗下拥有国内一流的影视制作公司以及国内顶尖的艺术类民办高校，公司协同发展艺术高等教育和影视制作两大支柱业务。

(1) 艺术高等教育业务：根据公司全球发售公告中引用的Frost&Sullivan资料，公司旗下的南京传媒学院是我国第二大民办传媒及艺术高等教育提供商，提供本科课程、国际预科课程、继续教育课程以及其他培训课程；根据中国大学校友会，中国传媒大学南广学院（即转设前的南京传媒学院）位列2020年中国艺术类独立学院的第一名。

(2) 影视制作业务：公司通过运营实体华夏视听和华夏在线提供电视剧制作、电视综艺节目制作和电影制作业务，是我国民办电视节目制作行业的先驱者之一。截至2019年12月31日，公司共计制作及联合制作《天龙八部》、《倚天屠龙记》等33部电视剧；根据公司全球发售公告中引用的Frost&Sullivan资料，2018-2019年H1中国市场累计发行38部畅销电视剧（收视率≥1或在线播放量≥50亿），其中由公司出品了3部，市占率排名行业第4位。

公司的两项核心主业形成良好的协同效应。一方面，凭借华夏视听在影视制作行业多年积累的人脉资源，南京传媒学院得以引入业内翘楚担任师资或进行合作培训、同时为学生创造大量实习和就业的机会。另一方面，南京传媒学院给予其学生影视产业链相关的专业培训，为公司的影视业务输送人才和创意内容。

图3: 华夏视听教育的业务版图及其协同效应

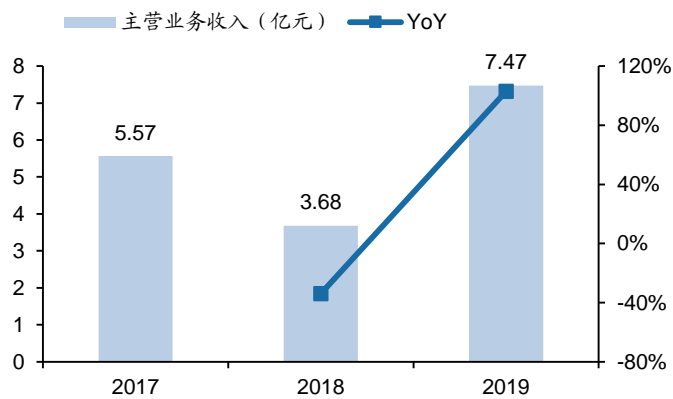


数据来源: 华夏视听教育全球发售公告, 广发证券发展研究中心

2019年, 公司实现主营业务收入7.47亿元, 同比增长102.86%。(1) 高等教育业务实现营收3.12亿元, 同比增长12.54%, 业绩稳步增长。(2) 2017-2019年影视制作业务分别实现营收3.01/0.91/4.36亿元, 业绩波动较大是因为公司的影视项目较少, 因此单个影视项目的制作进度和结算时点对营收的影响较大, 2019年《倚天屠龙记》(陈钰琪主演) 完成首轮播放和海外发行, 《封神》在芒果TV上线, 导致报告期内确认的影视制作业务收入同比较高。

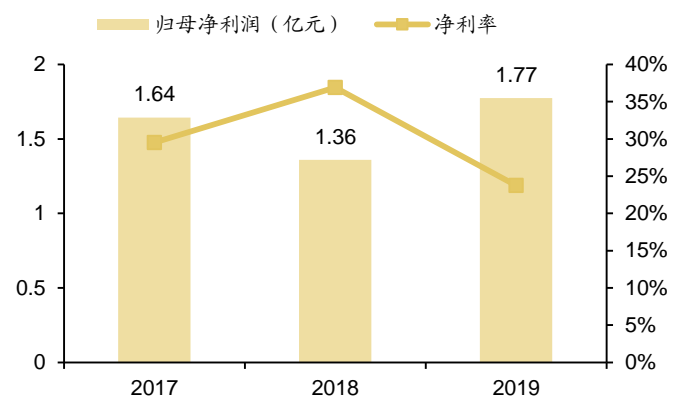
2019年, 公司实现归母净利润1.77亿元, 对应的利润率为23.74%。

图4: 2017-2019年公司的主营收入及其同比增速



数据来源: 华夏视听教育全球发售公告, 广发证券发展研究中心

图5: 2017-2019年公司的归母净利润和净利率



数据来源: 华夏视听教育全球发售公告, 广发证券发展研究中心

二、艺术教育业务：教学质量铸就稀缺性，厚积薄发迎来多维增量空间

（一）南京传媒学院的核心竞争力：艺术类教学水平领先

南京传媒学院的艺术类教学水平在全国范围内领先，核心竞争力其一是稀缺性，南广学院连续5年位列中国艺术类独立学院排名之首，2017-2019年南广艺考的报录比不足5%；其二是就业好，南京传媒学院顺应市场需求设置专业，依托集团资源与国际顶尖师资合作，2017-2019年毕业生的初次就业率均在85%以上。

1. 艺术类教学水平在全国范围内领先

中国传媒大学南广学院是由中国传媒大学和南京美亚于2004年合作创办的独立学院。中国传媒大学提供了多种运营支持及服务，例如由中国传媒大学的教师担任南广学院的客座教授、“中国传媒大学”品牌使用权、提供师生交流机会、图书馆和电子资料库的远程访问许可等。中国传媒大学作为国家“世界一流学科建设高校”和国家“211工程”重点建设高校，在南广学院成立初期赋予其优质的教学资源 and 招生口碑。根据2019年12月27日，中国大学校友会公布的《2020中国大学评价研究报告》，南广学院连续5年位列中国艺术类独立学院排名之首；根据星级排名（综合考虑人才培养质量、学术研究水平、师资水平、社会影响力和国际影响力等高峰指标），中国传媒大学南广学院为五星级（世界知名&中国一流水平）。

表1：中国大学校友会2020年艺术类大学的排名情况

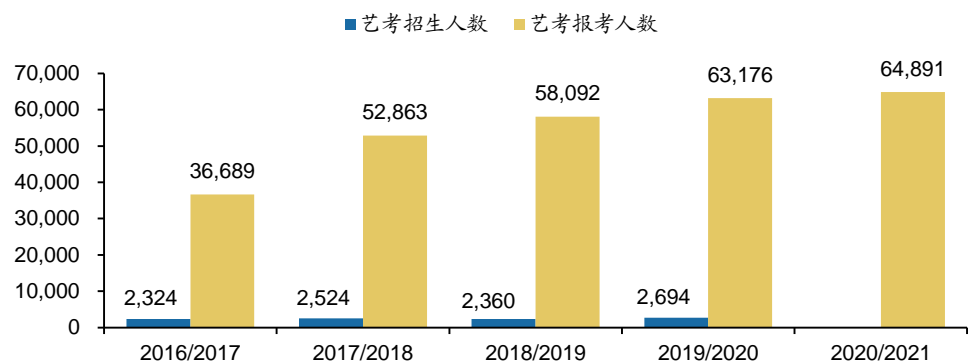
学校类型	学校排名	学校名称	星级排名
艺术类公办大学	1	中央美术学院	6★
	2	中央音乐学院	6★
	3	中国音乐学院	6★
	4	上海音乐学院	5★
	5	中国美术学院	5★
	6	南京艺术学院	4★
	7	中央戏剧学院	6★
	8	北京电影学院	6★
	9	上海戏剧学院	5★
艺术类民办大学	9	广州美术学院	4★
	1	河北传媒学院	6★
	2	武汉传媒学院	5★
艺术类独立学院	3	上海视觉艺术学院	6★
	1	中国传媒大学南广学院（转设为南京传媒学院）	5★
	2	北京电影学院现代创意媒体学院	5★

数据来源：中国大学校友会，广发证券发展研究中心

随着南广学院自身口碑和教学资源的不断积累，近年来中国传媒大学对南广学院运营的参与度逐渐减少。考虑到独立学院进一步发展的局限性，以及国家教育部推进独立学院尽早转设，2019年7月南广学院与中国传媒大学订立终止协议，2020年3月南广学院由独立学院正式转设为新校名为南京传媒学院的民办高等教育机构，2020年5月南京传媒学院取得民办学校办学许可证。

南京传媒学院与中国传媒大学终止合作，并由独立学院转设为民办高校，从过程来看不会对南京传媒学院的教学质量和运营状态造成太大影响，从结果来看也并未削弱南京传媒学院的报考热度。根据华夏视听教育全球发售公告，南京传媒学院的艺考报考人数从2019/2020学年的6.32万人增长至2020/2021学年的6.49万人。

图4：2016-2021年传媒大学南广学院/南京传媒学院的艺考报录情况（人）



数据来源：华夏视听教育全球发售公告，广发证券发展研究中心

2. 兼具竞争力和市场需求的教学成果

南京传媒学院目前共设置50个专业，其中播音与主持艺术、广播电视编导2门专业入选2019年江苏高校一流本科专业名单。根据中国大学校友会公布的2019年中国艺术类大学本科专业排行榜，南京传媒学院共有播音与主持艺术、新闻学2门专业以六星级荣列“中国顶尖独立学院专业”，共有广播电视学、戏剧影视文学、视觉传达设计、广播电视工程、数字媒体技术5门专业以五星级荣列“中国一流独立学院专业”。

南京传媒学院顺应传媒行业的变迁不断优化课程设置，以满足就业市场需求。2004年南广学院新设立动漫专业，2016年新设立电竞解说专业，目前正尝试将动漫创作的相关课程与日语专业课程整合。2016/2017-2018/2019学年，南广毕业生的初次就业率分别为92.7%、93.0%、86.2%，远超我国高校的平均水平。

南京传媒学院依托华夏视听及其高管团队的人脉资源，与国际顶尖师资达成合作。2019年8月，南京传媒学院与英皇娱乐集团合作推出英皇南广演艺培训班，针对艺人志愿者进行深度培训；2019年10月，日本当代漫画界泰斗千叶彻弥与南京传媒学院共同成立“千叶彻弥漫画创新研究中心”，南广后续将引进日本大师及其团队、开展名家导师制教学创作坊、学术交流及项目合作等，搭建日本漫画创意创作产学研一体化平台。

表2: 南京传媒学院的专业一览

学院	专业	备注	学院	专业	备注
播音主持艺术学院	播音主持与艺术	江苏省一流专业、江苏省“十二五”重点建设专业	广播电视学院	广播电视编导	江苏省一流专业
国际传播学院	英语		新闻传播学院	新闻学	校友会 6 星级
	法语			广播电视学	校友会 5 星级
	西班牙语			网络与新媒体	
	日语			广告学	
	朝鲜语			传播学	
	汉语国际教育		摄影学院	摄影	
	葡萄牙语			影视摄影与制作	
	俄语		戏剧影视学院	戏剧影视导演	
	意大利语			戏剧影视文学	校友会 5 星级
	设计学类 (视觉传达设计)	校友会 5 星级		录音艺术	
设计学类 (环境设计)		音乐表演			
设计学类 (产品设计)		音乐学			
美术与设计学院	设计学类 (服装与服饰设计)			表演	
	美术学			戏剧影视美术设计	
	绘画		传媒技术学院	电子信息工程	
动画与数字艺术学院	绘画	广播电视工程		校友会 5 星级	
数字媒体艺术		智能科学与技术			
动画		计算机科学与技术			
新媒体艺术		数字媒体技术			
	电影学	通信工程			
	贸易经济	物联网工程			
文化管理学院	公共事业管理		电竞学院	艺术与科技 (电竞游戏策划与设计)	
	文化产业管理			播音与主持艺术 (电子竞技解说与主播)	
	经济学				
	汉语言文学				

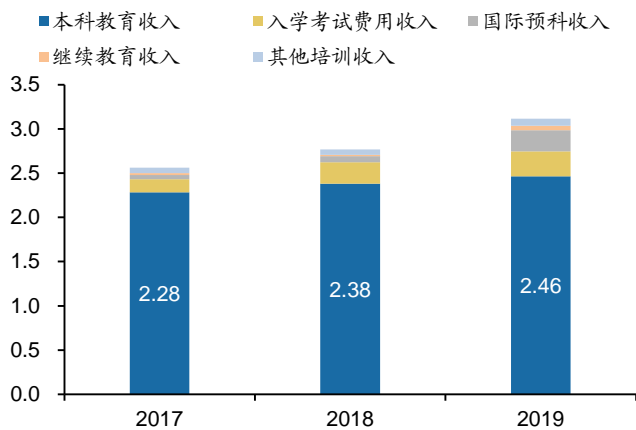
数据来源: 南京传媒学院, 江苏省教育厅, 中国大学校友会, 广发证券发展研究中心

备注: 红底专业为艺术类专业, 白底专业为普通类专业

(二) 本科教育收入: 二期工程打开招生天花板, 存在较大提价空间

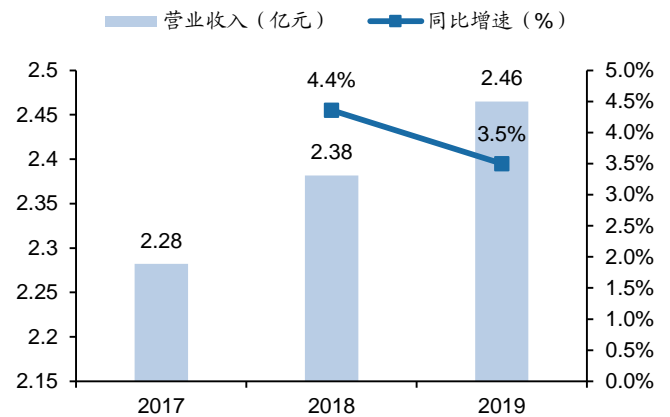
华夏视听教育的高等教育业务以南京传媒学院为基石, 提供本科课程、专升本课程、国际预科课程、继续教育课程以及其他培训课程。2019年公司实现高等教育收入3.12亿元, 同比增长12.54%。其中: (1) 本科教育贡献收入2.46亿元, 具体包括四年制本科课程和两年制专升本课程; (2) 入学考试费用贡献收入0.28亿元; (3) 国际预科课程贡献收入0.24亿元; (4) 继续教育课程贡献收入0.05亿元; (5) 其他培训课程贡献收入0.08亿元。

图5: 2017-2019年高等教育业务的营收(亿元)



数据来源: 华夏视听教育全球发售公告, 广发证券发展研究中心

图6: 2017-2019年公司的本科教育收入及其增速



数据来源: 华夏视听教育全球发售公告, 广发证券发展研究中心

南京传媒学院本科教育收入的增长驱动因素在于学校容量和学费标准。公司本科教育业务的营收从2017年的2.28亿元稳定增长至2019年的2.46亿元, 年均复合增速为3.9%。(1) 2016/2017学年至2019/2020学年, 南京传媒学院本科课程和专升本课程的在读学生总数从1.25万人增长至1.43万人, 年均复合增速为4.6%; 学校容量从1.28万人增长至1.48万人, 年均复合增速为5.0%, 学校使用率一直保持在95%以上。(2) 2017年至2019年, 南京传媒学院本科学生的平均学费保持在1.75万元/年左右, 南广曾于2013年9月提过一次本科课程学费, 此后再未提高学费。

表3: 南京传媒学院本科教育收入的增长驱动因素

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020
本科教育营收(亿元)*		2.28	2.38	2.46
YOY			4.4%	3.5%
本科在读学生(人)	12,468	13,008	13,515	14,256
YOY		4.3%	3.9%	5.5%
学校容量(人)	12,800	13,216	14,204	14,804
学校使用率	97.4%	98.4%	95.1%	96.3%
本科平均收入(元/人/年)*		17,544	17,622	17,290

数据来源: 华夏视听教育全球发售公告, 广发证券发展研究中心

备注1: 学校使用率=本科在读学生总人数/学校容量*100%;

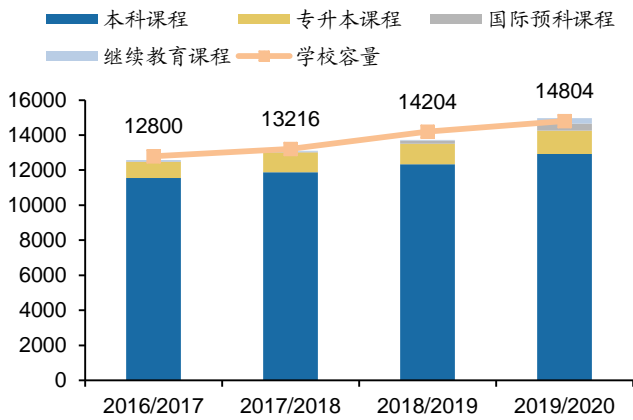
备注2: 本科教育营收是指公司自然年份确认的对应收入; 平均学费=本科教育营收/该年10月31日的本科在校人数。

1.业绩增长空间: 二期工程打开招生天花板

南京传媒学院的四年制本科课程、两年制专升本课程、国际预科课程以及全日制自考助学课程均为寄宿制, 因此其招生量一方面取决于教育部分配的本科招生名额, 另一方面受限于学校的住宿设施容量。2016/2017学年至2019/2020学年, 南京传媒学院仅计算本科课程、专升本课程和国际预科课程的在读学生人数从1.25万人增长至1.47万人, 对应的学校使用率均在96%以上, 学校容量已经接近饱和。

2019年1月南京传媒学院启动二期工程，计划投资约4亿元至2021年新建可容纳4000名学生的宿舍、1个体育馆和国际课程教学设施，打开学校招生量的天花板。

图7: 2016-2019年南京传媒学院的在校学生及容量(人)



数据来源: 华夏视听教育全球发售公告, 广发证券发展研究中心

图8: 南京传媒学院的二期工程

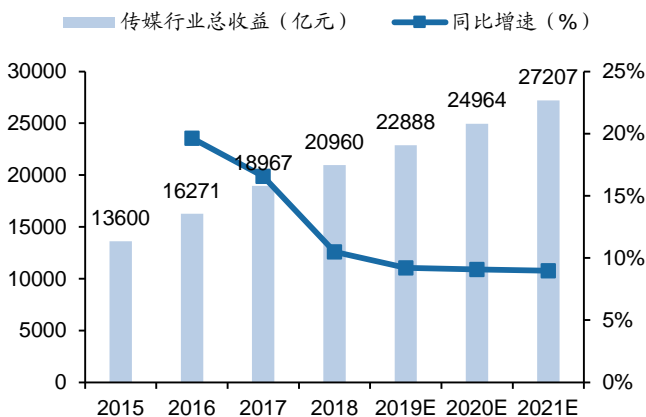


数据来源: 现代快报, 广发证券发展研究中心

近年来我国传媒行业蓬勃发展,吸引了前仆后继的学生渴望进入演艺圈。南京传媒学院凭借全国领先的教学质量,其招生名额呈现出供不应求的热度,预计学校扩建容量后可以吸引到足够多的学生前来报考。

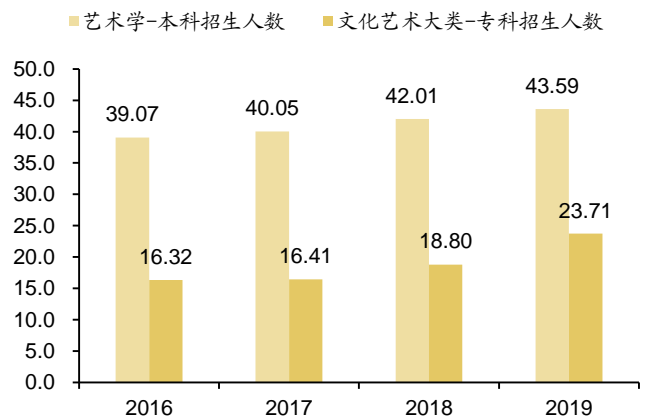
根据教育部的统计数据,2019年我国艺术学专业共招收本科生43.59万人,文化艺术大类专业共招收专业生23.71万人。中国大学校友会发布的《2020中国大学评价研究报告》共收录排名前33的艺术类公办大学、前12的艺术类民办大学金和前3的艺术类独立学院,2019年这些头部的艺术类高校累计招生大概7万人。而南京传媒学院作为连续5年蝉联艺术类独立学院桂冠的稀缺资源,2019年艺考共有6.32万人报名,最终仅招收了2694人,对应的招录比为4.3%。

图9: 2015-2021年中国传媒行业的总收益



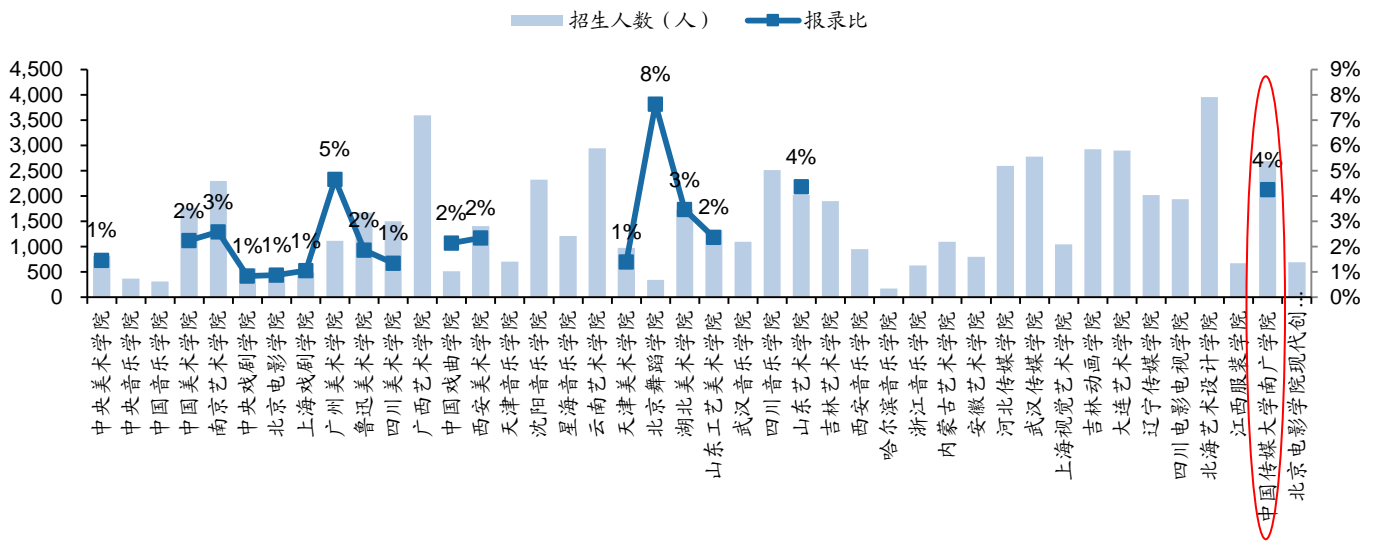
数据来源: 华夏视听教育全球发售公告, 广发证券发展研究中心

图10: 2016-2019年艺术类专业的招生人数(万人)



数据来源: 教育部, 广发证券发展研究中心

图11: 我国头部艺术类高校的招生人数和对应的报录比



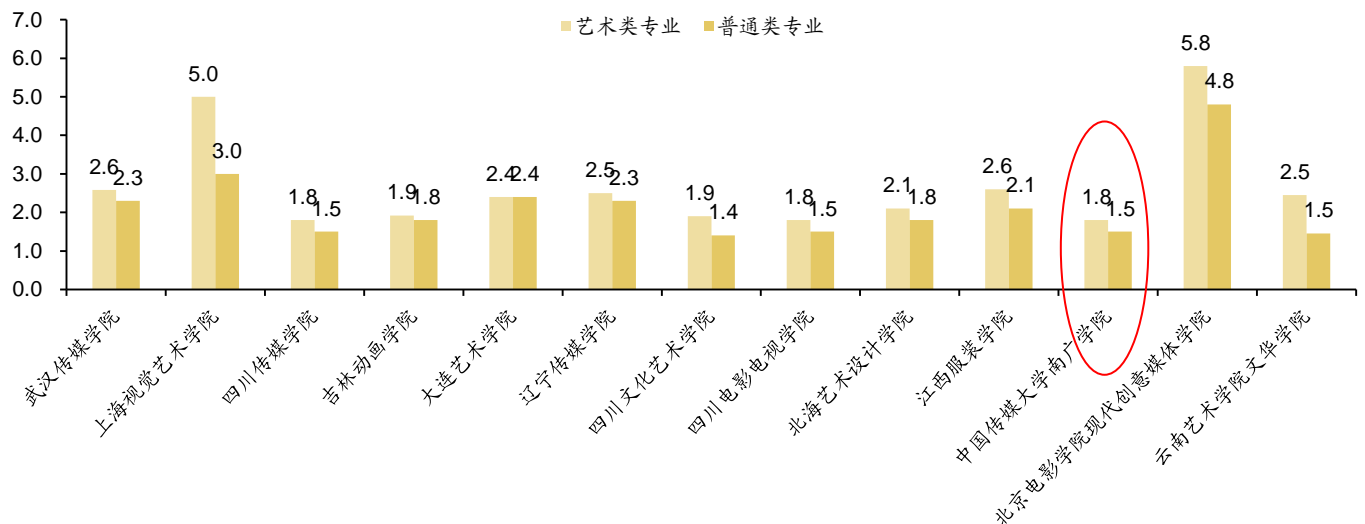
数据来源: 学校官网, 中国教育在线, 广发证券发展研究中心

备注: 招生人数主要为 2019 年数据, 四川电影电视学院、江西服装学院、北京电影学院现代创意媒体学院为 2016 年数据。

2.业绩增量空间: 转设民办高校, 学费存在较大提升空间

根据南京传媒学院2020年的招生章程, 艺术类专业的学费标准为1.65-1.8万元/学年, 普通类专业的学费标准为1.4-1.7万元/学年, 南广自2013年9月以后从未提高过本科学费。对比南广与其他头部艺术类民办高校的学费标准, 南京传媒学院的收费水平明显偏低, 预计南广转设为民办高校后存在较大的提价空间。

图12: 我国头部艺术类民办大学和独立学院的学费标准



数据来源: 学校官网, 中国教育在线, 广发证券发展研究中心

备注: 学费标准主要为 2020/2021 学年数据, 武汉传媒学院、四川传媒学院为 2019/2020 学年数据。

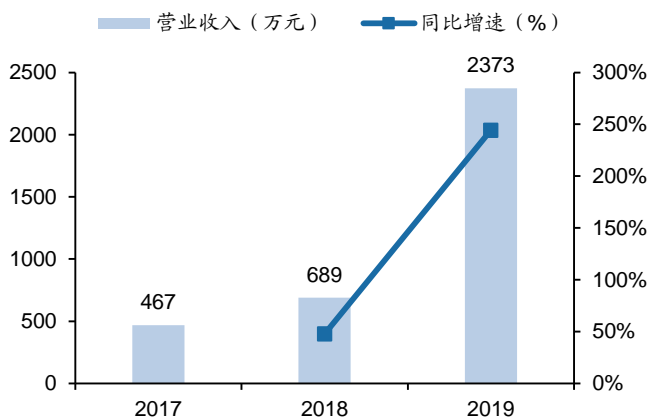
根据《江苏省物价局、江苏省教育厅、江苏省财政厅关于民办高等学校收费标准等有关问题的通知》，江苏省的民办高等学校可在规定范围内设定学费，然后向省物价局、省教育厅及省财政厅备案。根据《江苏省物价局、江苏省教育厅、江苏省人力资源和社会保障厅关于推进民办教育收费改革的指导意见》，江苏省的营利性民办学校有权自行决定学费和费用收取标准，然而由于民办学校分类登记的相关政策尚未落地，目前南京传媒学院的收费标准仍需向有关部门备案。

（三）国际预科收入：与一流艺术大学达成合作，招生迅速增长

南京传媒学院面向全国招收有意向出国留学就读本科的学生，前1-2年学生在南广完成全日制出国留学预备课程，然后凭借课程结业证书和外语成绩进入合作的海外大学续读本科课程，最终获得海外大学的本科文凭。

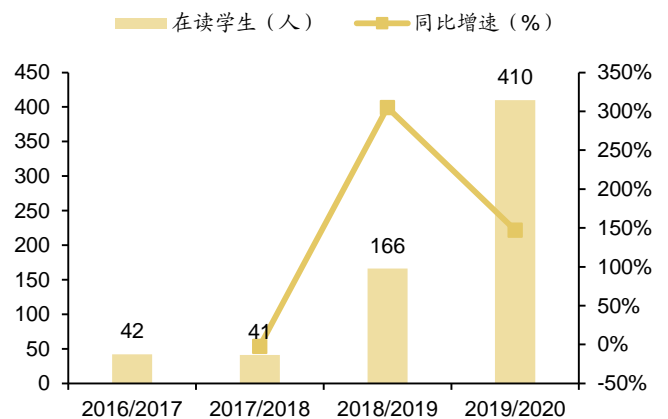
公司的国际预科收入从2017年的467万元增长至2019年的2373万元，对应的在读学生人数从2016/2017学年的42人扩张至2019/2020学年的410人，2020年“2+2”项目的学费+教学实践费+教材费为9万元/年，“1+3”项目的学费+教材费为14万元/年。2018年南京传媒学院与教育部留学服务中心达成战略合作后，南广的海外合作院校以及招生人数均快速增长，根据华夏视听教育全球发售公告，公司计划在未来三年内将国际预科学生的规模扩大到1200人（国际预科项目招生不受教育部设置的招生配额限制）。

图13: 2017-2019年公司的国际预科收入及其增速



数据来源：华夏视听教育全球发售公告，广发证券发展研究中心

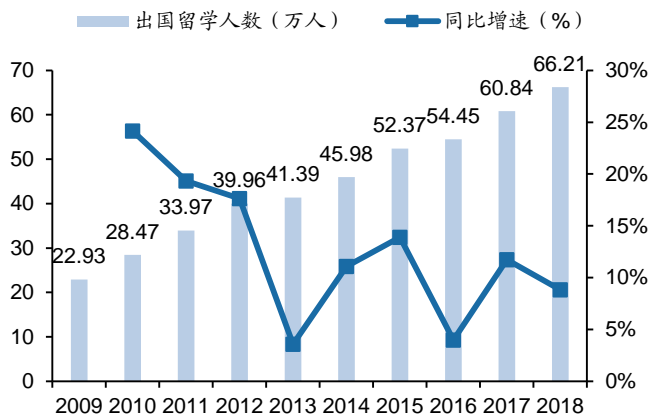
图14: 2016-2019年公司的国际预科学生及其增速



数据来源：华夏视听教育全球发售公告，广发证券发展研究中心

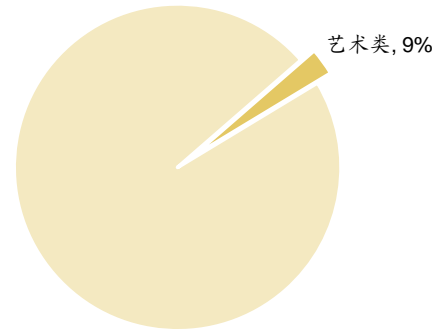
艺术留学市场广阔，我国艺术类留学生约有6万人/年。根据新东方发布的《2019中国留学白皮书》，意向留学人群对艺术类专业感兴趣的比例从2017年的7%提高至2019年的9%，2019年有9%的留学人群实际就读于艺术类专业；根据国家统计局，2018年我国66.21万人的留学生规模计算，艺术类留学生的规模约为6万人/年。

图15: 2009-2018年我国出国留学人数及其增速



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图16: 留学人群实际就读的专业类型 (2019年)



数据来源: 新东方, 广发证券发展研究中心

南京传媒学院在艺术留学行业的核心竞争力在于: (1) 学校已与许多传媒艺术领域的国际一流大学达成合作; (2) 南京传媒学院是留学服务中心的战略合作伙伴, 并且是仅有的6所艺术类合作高校之一。

截至目前, 南京传媒学院已经与美国、加拿大、英国、新西兰、澳大利亚、意大利、法国、西班牙、芬兰、日本、韩国及中国港澳台地区等60多所传媒艺术领域的国际一流大学达成合作, 这些合作院校希望通过南广渠道获取优秀的中国留学生。根据合作协议, 南京传媒学院负责国内阶段的国际本科预备课程, 预备课程具体包括专业课程、外语课程、国际传播实践与艺术创意素养课程; 南广的预备课程质量得到众多高校的认可, 合作院校将豁免学生在国内阶段取得的课程及学分; 学生完成国际本科预备课程后, 仅需达到海外合作院校规定的语言成绩、专业课成绩及作品集的录取要求即可进行申请, 大幅提升了学生申请国际一流高校的成功率。

表4: 南京传媒学院“2+2”国际预科项目的合作院校

合作海外院校	国家	合作专业	QS 综合排名	QS 艺术与人文大类专排	卫报英国综排
创意艺术大学	英国	电影制作、媒体文化与传播、摄影、时尚摄影等	-	-	13
考文垂大学	英国	媒体制作、媒体与传播、游戏艺术、平面设计、时尚等	541-550	-	15
南安普敦大学(待签)	英国	时尚、时尚管理、游戏设计与艺术、平面设计	90	202	24
诺森比亚大学	英国	传播设计、工业设计、大众传播	651-700	401-450	47
提赛德大学	英国	电影电视制作、广播媒体制作、摄影、计算机动画等	-	-	70
中央兰开夏大学	英国	广告、时装设计、电影电视制作、国际新闻、动画	801-1000	-	72
赫特福德大学	英国	平面设计、时装设计、电影电视制作、工商管理	801-1000	-	92
安格利亚鲁斯金大学	英国	音乐技术、表演、时尚设计、电脑游戏设计、影视制作等	-	-	99
威斯敏斯特大学	英国	数字媒体传播、电视制作	651-700	357	102
坎特伯雷大学	英国	艺术教育	-	-	117
皇家墨尔本理工大学	澳大利亚	平面设计、数字媒体	223	102	
麦考瑞大学	澳大利亚	媒体与传播、商务管理、管理学	214	113	

塔斯马尼亚大学	澳大利亚	传媒、设计、商业管理	308	385
梅西大学	新西兰	传播管理学、媒体学	272	366
迈阿密大学	美国	商业学、传播学、艺术管理等	291	321
旧金山艺术大学	美国	动画、平面设计、影视特效	-	-
纽约电影学院	美国	电影制作、表演、3D动画	-	-
城西国际大学	日本	媒体学、艺术设计、广告学、电影美术、舞台美术等	-	-
浸会大学	香港	媒体及社会传播、综合传播管理学、新媒体及创意写作等	264	250

数据来源：南京传媒学院官网，QS官网，《卫报》官网，广发证券发展研究中心

南京传媒学院是教育部留学服务中心的52个合作院校之一，并且是仅有的6所艺术类高校之一。留学服务中心是我国教育部直属的事业单位，负责出国留学、留学回国、来华留学、教育国际交流与合作的有关服务。

南广国际预科项目学生的入学信息将上报至留学服务中心备案，所获得的相应海外文凭可由留学服务中心认证，具备国内统招全日制学历的同等效力；学生回国后可享受我国海外归国人员就业、安居、落户等人才优惠政策。

图17：中国留学服务中心的出国留学培训基地



数据来源：中国留学网，广发证券发展研究中心

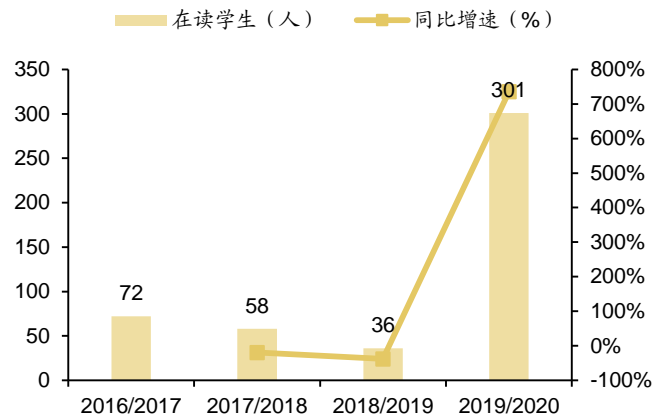
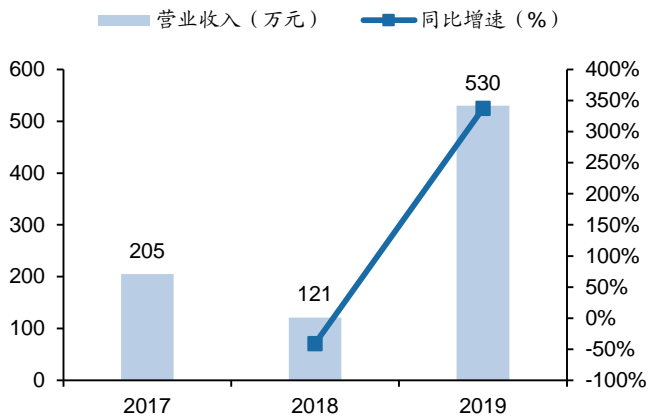
(四) 继续教育收入：开展自考培训，今年业绩增量有望超 3600 万

南京传媒学院面向高考落榜生和大专生提供全日制自考助学本科、中国传媒大学成人高等教育（函授）与现代远程教育2类继续教育课程。2019年，南广学院成为首个获得江苏省教育厅批准全日制自考助学办学资质的艺术类独立学院，公司的继续

教育收入随之从2018年的121万元增长至2019年的530万元，在读学生人数从2018/2019学年的36人扩张至2019/2020学年的301人。

图18: 2017-2019年公司的继续教育收入及其增速

图19: 2016-2019年公司的继续教育学生及其增速



数据来源: 华夏视听教育全球发售公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 华夏视听教育全球发售公告, 广发证券发展研究中心

我国的继续教育主要包括远程网络教育、成人高考、自学考试三种类型，所获文凭的含金量一般认为是依次上升的，对应的培训费用因此也呈现逐级提升。（1）远程网络教育是指考生通过院校的入学测试后远程进行课程学习与考试，一般经过2.5-5年可取得对应院校注明“网络教育”的毕业证书。根据中国传媒大学现代远程教育2020年招生简章，艺术类专业每学分的学费为180元，专科/本科分别需要修满80/160学分。（2）成人高等是指考生通过成人高等学校招生全国统一考试进入高校，以业余（夜晚/周末）和函授的授课形式为主，一般经过2.5-5年完成学业后可取得对应院校的成人高等教育毕业证书。目前，南京传媒学院尚未取得成人高等教育的办学资格。（3）自学考试是指考生自主报考高校及专业，通过所有考试科目并完成毕业论文后，即可获得对应院校的高等教育自学考试毕业证书。根据2020南京传媒学院高等教育全日制自考助学本科招生简章，技能学费+学历学费为1.92-1.98万元/学年。

表 5: 三类继续教育的入学门槛、学费、学历证书对比

继续教育形式	入学考试	学费/培训费用	授课形式	完成时间	授予学历
远程网络教育	各院校独立组织的入学考试	中国传媒大学艺术类专业 180 元/学分	文字教材+网上教学+校外学习中心	高起专/专起本 2.5-5 年 高起本 5-7 年	普通高等学校毕业证书，注明“网络教育”
成人高考	成人高等学校招生全国统一考试，部分院校有专业加试	中央美术学院 5720 元/年	业余（夜晚/周末授课）	5 年	成人高等教育毕业证书
		上海音乐学院 10000 元/年	业余（寒暑假集中授课）	高起专/专升本 3 年 高起本 5 年	
		河北传媒学院 2800 元/年	业余（夜晚/周末授课）	高起专/专升本 3 年 高起本 5 年	
		四川传媒学院艺术类 9000 元/年	业余（夜晚/周末授课）	高起专/专升本 3 年 高起本 5 年	

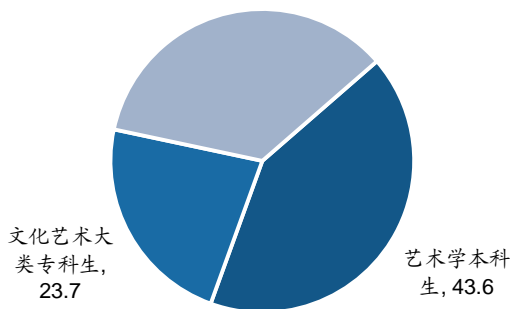
自学考试 每年4月和10月 举行各科目考试	南京传媒学院全日制自考助学 本科学费约2万元/年	全日制教学	高中起点4年 大专起点2年	高等教育自学考试毕 业证书
-----------------------------	-----------------------------	-------	------------------	------------------

数据来源：学校官网，广发证券发展研究中心

南京传媒学院作为稀缺性教育资源，面向高考落榜生和大专生提供新闻学、播音主持、广播电视编导等多个王牌专业的继续教育产品。根据艺考界的统计，2019年全国共有104万名学生参加艺考；根据教育部的统计数据，当年艺术学专业共招收本科生43.59万人，文化艺术大类专业共招收专业生23.71万人，剩余约36.7万人最终并未就读国内高校的艺术类专业。2019年南广学院的艺考共有6.32万人报名，最终仅招收2694人，可见南广教育资源的需求旺盛、供不应求。

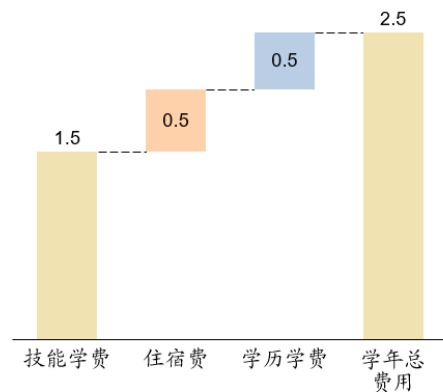
2019/2020学年，南京传媒学院共有继续教育在读学生301人；根据南京传媒学院官网披露的招生计划，2020年继续教育学院计划招生1500人（继续教育项目招生不受教育部设置的招生配额限制），根据全日制自考助学本科项目的收费标准为2.42-2.48万元/学年（技能学费1.5万元+住宿费5000元+文科类学历学费4200元/艺术类学历学费4800元）计算，今年继续教育学院贡献的业绩增量可能超过3600万元。

图20: 2019年我国艺考生和艺术类专业招生（万人）



数据来源：艺考界，教育部，广发证券发展研究中心

图21: 南广全日制自考助学本科的收费（万元/年）



数据来源：南京传媒学院官网，广发证券发展研究中心

从自考培训行业的竞争格局来看，南京传媒学院具备较强的竞争力。自考培训行业主要包括三类参与者：（1）自考培训机构：尚德、中公等全国性机构主要覆盖会计、法律、工商管理、行政管理等普通专业的自考培训，而艺术类专业的自考培训机构大多是体量偏小的地方性机构，例如启凡教育专注于南京艺术学院的自考培训。（2）公办大学：艺术类公办大学较少开办自考培训业务，中国大学校友会排名前20的艺术类公办大学中，据公开可查资料仅有3所高校开办了自考培训班，例如广州美术学院2020年招收五个专业共500名学生，学费约10000元/学年。（3）民办大学：艺术类民办大学开办自考培训业务的相对较多，但是许多侧重于面向本校专科生提供专本套读。南京传媒学院面向全国的高考落榜生和大专生，艺术类高等教育质量得到学术机构和社会各界的广泛认可，采用全日制的教学形式，在自考培训领域具备较强的竞争力。

表 6: 自考培训行业的主要参与者

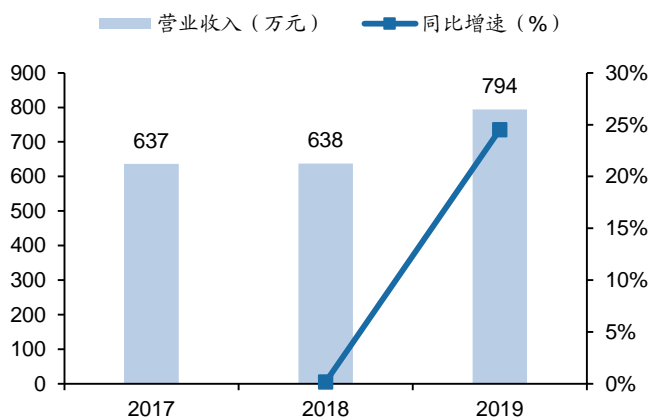
机构	性质	教学形式	费用	简介
尚德机构		网络+直播	高起本基础班 12980 元, 拿证班 17980 元	美股上市公司, 覆盖工商企业管理、会计、学前教育、法律、英语、市场营销、金融管理等普通专业
中公教育	培训机构	网络+直播	本科基础班 4580 元, 精品班 7880 元, VIP 班 11800 元	A 股上市公司, 覆盖法律、汉语言、会计学、护理学、计算机、小学教育、学前教育、工商管理等等普通专业
启凡教育		业余时间	4200 元	2006 年开设南艺自考培训班, 截止 2018 年帮助上千名学员取得南京艺术学院本科学历
广州美术学院	公办大学	业余时间授课, 学制 2 年	专科/专升本 9000-10000 元/年	招收视觉传达设计、环境设计、视觉传播设计与制作、环境艺术设计、动漫设计 5 个专业, 每个专业计划招生 100 人
鲁迅美术学院		业余时间授课, 学制 2 年	专升本 6000 元/年(2017 年)	开设视觉传达设计专业, 单科结业, 修完全部课程颁发国家教育部统一印制的学历证书
四川文化艺术学院		业余时间授课, 学制 2 年	4000 元/年	开设环境设计、艺术设计、公共事业管理、环境艺术设计专业, 修完全部课程颁发国家教育部统一印制的自考学历证书
辽宁传媒学院	民办大学	业余时间授课, 学制 2 年	-	设有专兼本(自考本科)学习形式, 即在专科学习期间同时进行自考本科学习并获得专科、本科学历; 设置视觉传达设计、环境设计、市场营销等多个专业
四川电影电视学院		业余时间授课, 学制 2 年半	-	开设自考专升本套读, 开设播音与主持、广播电视编导和艺术设计专业

数据来源: 学校官网, 公司官网, 各省考试院, 广发证券发展研究中心

(五) 依托教学经验和产业资源, 拓展艺术培训业务

2019年, 公司实现其他教育收入794万元, 其中包括公司提供的艺术培训收入。公司依托华夏视听在影视产业链的人脉资源以及南京传媒学院在艺术教育领域的先进经验, 拓展艺人培训、艺考培训、少儿艺术培训等非全日制艺术培训业务。

图22: 2017-2019年公司的其他收入及其增速



数据来源: 华夏视听教育全球发售公告, 广发证券发展研究中心

图23: 英皇南广演艺学院



数据来源: EC ACADEMY, 广发证券发展研究中心

2019年12月，中国传媒大学南广学院与英皇娱乐集团共同开办的英皇南广演艺学院正式开幕，英皇南广演艺学院由英皇金牌经纪人霍汶希担任校董，由一流艺术高校的教授、国家一级演员、英皇旗下艺人担任导师；表现优异的学员将有机会与英皇南广签约，并参与华夏视听制作的电影、电视剧、综艺节目等。英皇南广演艺学院的首期试点培训班仅录取30人、培训费用高达2.08万元，但在一个月内有610名艺人志愿者进行申请，结业后5位学员成功获得英皇南广的签约权。

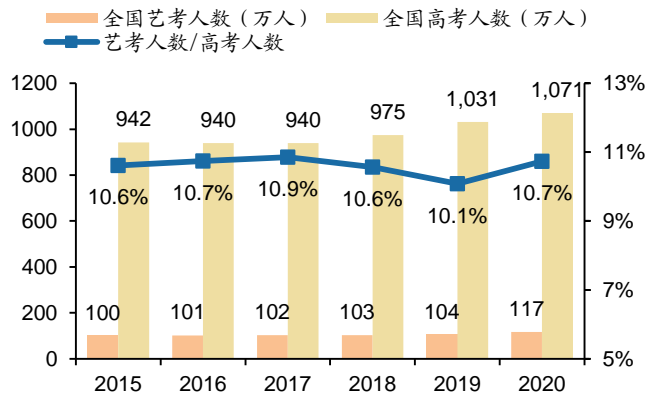
表7: 英皇南广演艺学院金牌艺人招生计划

课程	课程简介	课时周期	学费	招生人数
初级班	普及基本专业	4个星期	45000元	25人/班
进阶班	提升表演能力	4个星期	60000元	20人/班
大师班	实践专业技能	4个星期	98000元	15人/班

数据来源: EC ACADEMY, 广发证券发展研究中心

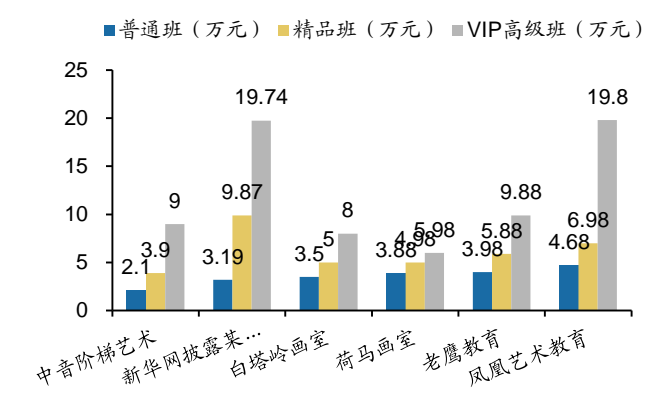
艺考培训的市场规模约有500亿元。根据教育部，2020年我国艺考报名人数达到117万，约占全国高考总人数的10.9%。而艺考培训机构的收费标准在2-20万元的区间内不等。考虑到艺考的专业性极强、且与普通中小学教学内容的重合度很低，一般高三暑假至次年1月为考生生集中进行艺考培训的时间，假设艺考参培率为85%、培训单价为5万元/人，对应2020年艺考培训的市场规模约为500亿元。

图24: 2015-2020年我国高考和艺考人数



数据来源: 国家统计局, 教育部, 艺考界, 广发证券发展研究中心

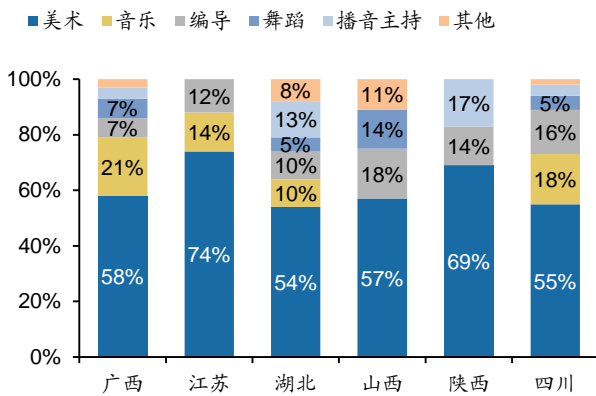
图25: 艺考培训机构的最新收费标准



数据来源: 机构官网, 广发证券发展研究中心

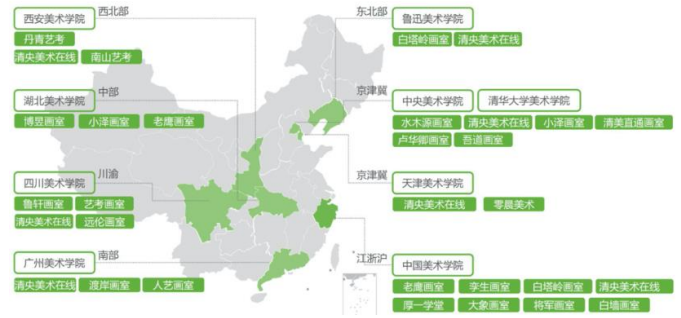
艺考培训行业高度分散, 华夏视听具备竞争力。艺考培训行业的竞争格局高度分散, 其一是因为艺考涉及的科目众多, 其二是因为不同学院的校考内容存在一定差异。华夏视听尝试切入艺考培训赛道, 南京传媒学院作为国内一流的艺术类高校, 其组织的校考多年来报考热度一直很高; 公司依托于南京传媒学院先进的艺术教学能力以及丰富的艺术教育资源, 有望在艺考培训行业中赢得一席之地。

图26: 2019年6省艺考的专业报考比例



数据来源: 艺考界, 广发证券发展研究中心

图27: 2020年全国美术高考培训画室地区图谱

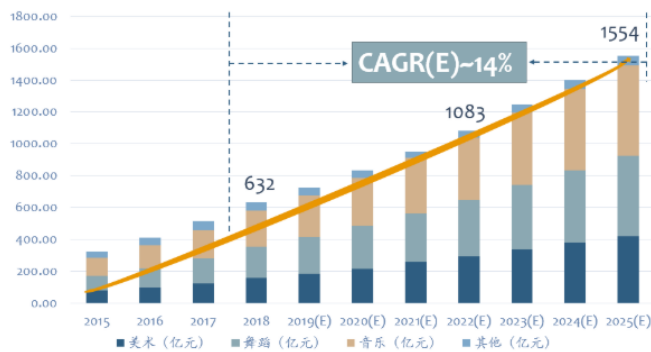


数据来源: 中国艺术研究院艺术行业数据信息工作室, 广发证券发展研究中心

少儿艺术培训的市场规模超过800亿元, 华夏视听推出舞台剧培训项目。随着中国家庭与社会逐步重视素质教育, 少儿艺术培训的渗透率已超过70%。根据《2018微博母婴育儿家庭教育消费趋势洞察报告》, 有75%的3-6岁家长会选择艺术特长培训班, 有70%的6-12岁家长会选择艺术特长培训班。根据58产业基金的测算, 2020年我国少儿艺术教育的市场规模预计超过800亿元。

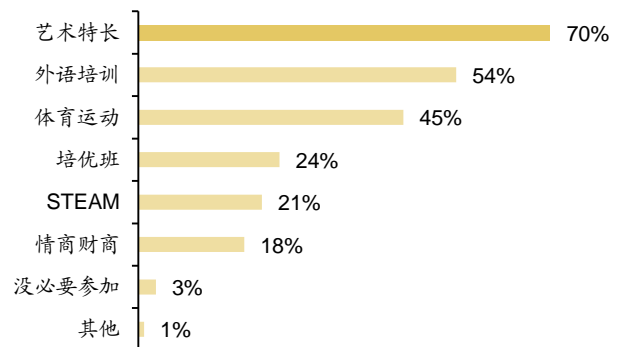
华夏视听面向4-16岁少年儿童推出了“华夏小莎翁”舞台剧培训产品, 由知名导演英达、林丛、叶逊谦、薛源担任导师, 采用舞台中心制进行教学, 优秀学员将有机会直接签约华夏视听并参演影视剧。

图28: 我国少儿艺术教育市场规模 (亿元)



数据来源: 58产业基金, 广发证券发展研究中心

图29: 6-12岁家长选择培训班情况 (2018年)



数据来源: 《2018微博母婴育儿家庭教育消费趋势洞察报告》, 广发证券发展研究中心

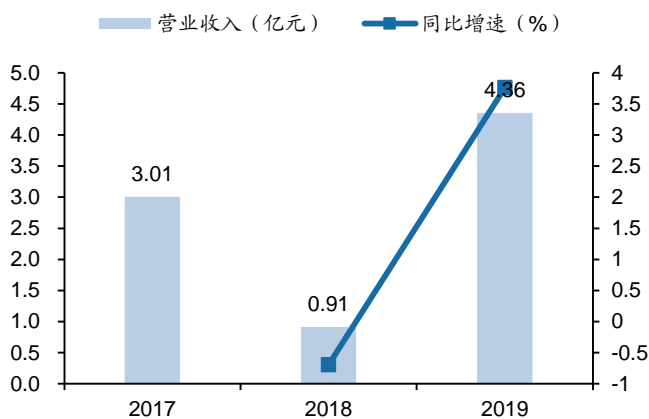
三、影视制作业务：打造精品化战略

（一）营收拆分：头部畅销电视剧制作方

2017至2019年，公司的影视制作业务分别实现营收3.01亿元、0.91亿元、4.36亿元，业绩波动较大是因为单个影视项目的制作进度和结算时点对营收的影响较大。

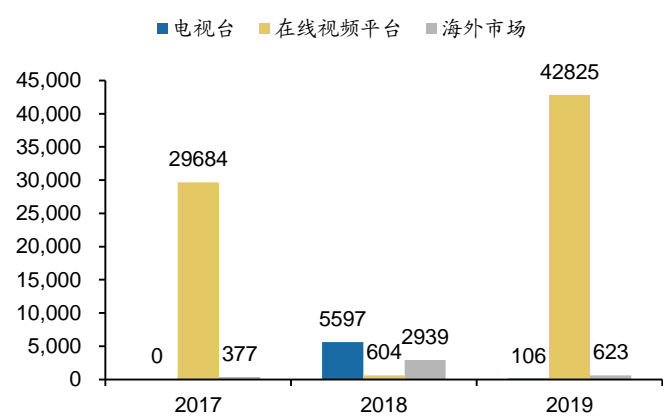
报告期内，公司共有3部影视作品完成制作及首播。（1）《凤囚凰》的投资金额为1.44亿元，于2017年在湖南卫视、芒果TV和爱奇艺播出，收视率达1.06%，2017-2018年公司累计确认收入3.04亿元；（2）《封神》的投资金额为0.62亿元，于2018年在湖南卫视和芒果TV播出，收视率达0.72%，2018-2019年公司累计确认收入0.89亿元；（3）《倚天屠龙记》的投资金额为2.36亿元，于2019年在腾讯视频播出，播放量超过64亿次，2018-2019年公司累计确认收入4.19亿元。

图30：2017-2019年影视制作业务的营收及增速



数据来源：华夏视听教育全球发售公告，广发证券发展研究中心

图31：2017-2019年分客户的影视制作收入（万元）



数据来源：华夏视听教育全球发售公告，广发证券发展研究中心

表8：2017-2019华夏视听主要影视项目的收益情况（单位：百万元）

剧名	投资金额	2017	2018	2019
凤囚凰	144.1	296.6(爱奇艺、芒果TV)	7.25	-
封神	62.0	-	61.2(湖南卫视)	28.1(芒果TV)
倚天屠龙记	236.2	-	13.5(香港TVB)	405(腾讯视频)

数据来源：华夏视听教育全球发售公告，广发证券发展研究中心

截至华夏视听教育全球发售公告的最后实际可行日期，公司有3部已完成制作的影视剧预计将于2020年播出，正在制作6部电视剧和2部网络电影。（1）电视剧《封神》已于2019年在湖南卫视和芒果TV首播，由于国家宣传需要调整节目单导致《封神》目前剩余13集尚未播出。（2）电视剧《朝歌》于2020年获得发行许可证。（3）网络电影《别叫我酒神》于2020年6月在腾讯视频上映。（4）新冠疫情导致公司的影视剧制作进度有所延迟，电视剧《嗨，什刹海》、《安静》和网络电影《南太行血池村第一部》预计于2020年完成制作，电视剧《铜婚》、《康熙大帝》、《清夫人》、《东邪西毒》和网络电影《南太行血池村第二部》预计于2021年完成制作。

表9: 华夏视听旗下影视剧的制作进度

剧名	类型	投资百分比	当前状态	完成制作时间
《封神》	电视剧	39%	2019年在湖南卫视播出(尚余13集暂未播出)	-
《朝歌》	电视剧	30%	2020年获得发行许可证	-
《别叫我酒神》	网络电影	50%	2020年在腾讯视频上映	-
《嗨，什刹海》	电视剧	35%	后期制作(编辑)	2020年
《安静》	电视剧	尚未落实	主要拍摄	2020年
《康熙大帝》	电视剧	100%	前期制作(剧本创作)	2021年
《清夫人》	电视剧	100%	前期制作(剧本创作)	2021年
《东邪西毒》	电视剧	100%	前期制作(剧本创作)	2021年
《铜婚》	电视剧	100%	前期制作(剧本创作)	2021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

数据来源: 华夏视听教育全球发售公告, 广发证券发展研究中心

(二) 把握核心竞争力, 持续产出精品

华夏视听教育的影视制作业务以“精品化”为路线。2000至2019年的20年间, 公司累计制作(或联合制作)33部电视剧, 平均年产量不足2部; 与此同时, 公司制作的畅销电视剧数量位居市场前列。

根据公司全球发售公告中引用的Frost&Sullivan资料, 2018-2019年H1全国共计发行了38部畅销电视剧, 其中畅销电视剧是指符合以下两个条件之一的电视剧: (1) 收视率等于或高于1.0%; (2) 一年内在所有在线视频平台的播放量等于或高于50亿。公司在此期间发行的3部电视剧均属于畅销电视剧, 市占率位居全国第四。

表10: 2018-2019年H1全国畅销电视剧的五大制作公司

排名	电视剧制作集团	电视剧畅销部数	电视剧畅销集数
1	集团 A	4	241
2	集团 B	4	222
3	集团 C	3	171
4	本集团	3	169
5	集团 D	2	113
	五大公司	16	916
	总计	38	1979

数据来源: Frost&Sullivan, 广发证券发展研究中心

公司持续产出畅销影视剧的核心竞争力在于:

(1) 深度绑定核心制片人。公司拥有一支经验丰富的创意团队, 包括董事长蒲树林、独董张纪中和资深电视制片人; 同时公司与知名制片人于正建立了密切的合作关系, 自2012年至今累计合作了7部电视剧。

(2) 积累优质IP。公司富有远见地抢先收购了一系列头部IP的影视改编权，目前拥有的影视改编权包括二月河的《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（《倚天屠龙记》、《射雕英雄传等》）。由于IP改编剧具备一定的用户基础，其收视表现往往可观。公司曾经成功制作多部IP改编剧，例如2003年的《天龙八部》、2017年的《凤囚凰》和2019年的《倚天屠龙记》。

(3) 与播放平台深度合作。其一，公司在内容创作环节建立全面合作模式，积极回应客户对故事情节和主演选择的反馈。其二，客户看好公司制作的影视项目，公司制作的最后十部电视剧的首播权均在完成制作前卖出，同时许多电视台和在线视频平台共同投资公司的影视项目，例如芒果影视在《封神》中投资41%、腾讯视频在《别叫我酒神》中投资50%等。

表11: 华夏视听教育出品的电视剧情况

剧名	上映时间	投资比例	制片人	导演	播出平台	出品公司	主演
《碧血剑》	2000	—	李添胜	麦贯之	香港 TVB 翡翠台	香港无线电视	林家栋, 佘诗曼
《射雕英雄传》	2003	60%	张纪中	鞠觉亮	东方卫视	华夏视听	李亚鹏, 周迅
《天龙八部》	2003	10%	张纪中	周晓文	浙江卫视	华夏视听	胡军, 林志颖
《粉红女郎》	2003	—	庄立奇	朱翊	上海电视剧频道	华夏视听	刘若英, 胡兵
《偶然》	2004	—	阎大可	仪伟	搜狗影视	华夏视听	王亚楠, 张凤书
《京华烟云》	2005	40%	杨善朴	张子恩	中央电视台	中央电视台影视部	赵薇, 陈宝国
《金茂祥》	2005	—	金陵	丁仰国	腾讯视频	华夏视听、东阳天马	李小冉, 黄少祺
《红拂女》	2006	—	崔宝珠	梁德华	优酷视频	东王文化、华夏视听	舒淇, 霍建华
《神雕侠侣》	2006	40%	张纪中	于敏	浙江电视台	华夏视听	黄晓明, 刘亦菲
《屋顶上的绿宝石》	2006	—	林强	徐惠康	爱奇艺	华夏视听	霍建华, 孙俪
《霍元甲》	2007	—	关锦鹏	鞠觉亮	天津卫视	华夏视听	郑伊健, 陈小春
《悲伤时唱首歌》	2007	—	范兴超	胡意涓	上海电视剧频道	华夏视听	黄磊, 贾静雯
《大唐游侠传》	2008	—	张纪中	林峰	中央八套	华夏视听、中央电视台影视部	黄维德, 沈晓海
《鹿鼎记》	2008	30%	张纪中	于敏	安徽卫视	华夏视听	黄晓明, 钟汉良
《夜幕下的哈尔滨》	2008	50%	赵宝刚	赵宝刚	中央一套	华夏视听	陆毅, 李小冉
《因为有你》	2008	—	范兴超	黄珂	腾讯视频	华夏视听	林晓凡, 石凉
《四世同堂》	2009	50%	陶昆	汪俊	中央一套	华夏视听、履实文化	黄磊, 蒋勤勤
《倚天屠龙记》	2009	50%	张纪中	于敏	江苏卫视	华夏视听	邓超, 安以轩
《准妈妈四重奏》	2010	—	陈冬	宋洋	搜狐视频	华夏视听	陶虹, 左小青
《美人无泪山河恋》	2012	30%	于正	梁胜权	江苏卫视	华夏视听、于正工作室	袁姗姗, 刘恺威
《真爱惹麻烦》	2012	—	汪恒	沈怡	央视一套	华夏视听	袁弘, 吕一
《山河恋》	2012	—	于正	梁胜权	江苏卫视	华夏视听	袁姗姗, 刘恺威
《青春撞上更年期 2》	2012	—	刘毛毛	庞好	东方卫视	华夏视听、华影盛视	杜淳, 马伊琍
《像火花像蝴蝶》	2013	80%	于正	李慧珠	东方卫视	华夏视听、东阳欢娱	胡军, 江一燕
《笑傲江湖》	2013	70%	于正	胡意涓	湖南卫视	华夏视听、完美世界	霍建华, 陈乔恩
《神雕侠侣》	2014	100%	于正	李慧珠	湖南卫视	华夏视听、于正工作室	陈晓, 陈妍希
《凤囚凰》	2018	80%	于正	李慧珠	爱奇艺	华夏视听、东阳欢娱	关晓彤, 宋威龙
《封神》	2019	39%	杨晓明	杨晓明	湖南卫视	芒果影视、华夏视听	王丽坤, 罗晋
《倚天屠龙记》	2019	100%	罗茹嘉	蒋家骏	腾讯视频	华夏视听、腾讯	曾舜晞, 陈钰琪

《朝歌》 2020 30% 于正 刘镇明 爱奇艺 东阳欢娱、华夏视听 张哲瀚, 吴谨言

数据来源: 华夏视听教育全球发售公告, 华夏视听官网, 艺恩, 广发证券发展研究中心

备注: 东阳欢娱影视的创始人为著名编剧、制作人于正; 华影盛事的投资方为湖南广电和盛大网络; 履实文化子公司的法定代表人为著名出品人迟晨曦。

四、盈利预测与投资建议

(一) 教育板块的收入和成本预测

预计2020-2022年公司实现教育收入4.32/6.08/7.55亿元, 同比增长38.5%、40.9%、24.0%; 对应的毛利率分别为60.1%、65.9%、66.7%。

1.本科教育收入分别为2.73/3.40/3.90亿元, 同比增长10.6%、24.9%、14.7%。随着南京传媒学院二期工程完工, 学校将增加4000名学生的住宿容量, 预计本科在校学生将增长至1.58/1.78/1.91万人; 目前南京传媒学院的本科学费仅为1.4-1.8万元/学年, 明显低于其他艺术类民办高校的平均收费水平, 南广于今年3月转设为民办高校后具备了一定的定价自主权, 随着江苏省推进民办教育收费改革, 预计公司会逐步提升学费标准。

2.国际预科收入分别为0.56/0.88/1.11亿元, 同比增长137.0%、55.8%、26.7%。南京传媒学院二期工程计划新增宿舍楼和一幢国际预科课程教学设施大楼, 随着南京传媒学院的海外合作院校持续增加, 预计国际预科项目的在读学生将增长至670/870/1050人; 2020年“2+2”项目的费用为9.5万元/年, “1+3”项目的费用为14.5万元/年, 预计平均学费将逐步提升至8.39/10.07/10.57万元/学年。

3.继续教育收入分别为0.41/0.96/1.53亿元, 同比增长677.8%、132.2%、60.2%。南京传媒学院于2019年获得全日制自考助学办学资质, 该项目2020年的收费标准为2.42-2.48万元/学年, 考虑南京传媒学院教育资源的稀缺性, 预计继续教育的在读学生将增长至1801/3801/5801人, 平均学费将逐步提升至2.29/2.52/2.64万元/学年。

4.其他收入分别为0.32/0.51/0.64亿元, 同比增长300%、60%、25%。公司依托华夏视听在影视产业链的人脉资源以及南京传媒学院在艺术教育领域的先进经验, 尝试拓展艺人培训、艺考培训、少儿艺术培训等非全日制艺术培训业务, 2020年新开设英皇南广演艺学院金牌艺人项目和“华夏小莎翁”少儿舞台剧培训项目。

表12: 2018-2022年公司教育业务的收入和成本预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
教育营业收入 (亿元)	2.77	3.12	4.32	6.08	7.55
YoY		12.5%	38.5%	40.9%	24.0%
教育营业成本 (亿元)	1.18	1.42	1.72	2.07	2.51
毛利率	57.5%	54.4%	60.1%	65.9%	66.7%
1.本科教育收入 (亿元)	2.38	2.46	2.73	3.40	3.90
YoY		3.5%	10.6%	24.9%	14.7%
在读学生 (万人)	1.35	1.43	1.58	1.78	1.91
生均收入 (万元/学年)	1.76	1.73	1.73	1.91	2.05

2.入学考试费用收入(亿元)	0.24	0.28	0.30	0.34	0.36
YoY		16.1%	6.1%	13.0%	7.0%
3.国际预科收入(亿元)	0.07	0.24	0.56	0.88	1.11
YoY		244.3%	137.0%	55.8%	26.7%
在读学生(人)	166	410	670	870	1,050
生均收入(万元/学年)	4.15	5.79	8.39	10.07	10.57
4.继续教育收入(亿元)	0.01	0.05	0.41	0.96	1.53
YoY		337.5%	677.8%	132.2%	60.2%
在读学生(人)	36	301	1,801	3,801	5,801
生均收入(万元/学年)	3.36	1.76	2.29	2.52	2.64
5.其他收入(亿元)	0.06	0.08	0.32	0.51	0.64
YoY		24.5%	300.0%	60.0%	25.0%

数据来源: 华夏视听教育全球发售公告, 广发证券发展研究中心

(二) 影视制作板块的收入和成本预测

预计2020-2022年公司实现影视制作收入3.50/3.60/3.60亿元, 同比增长-19.6%、2.9%、0%; 对应的毛利率维持在50%的水平。2020年由于疫情影响, 导致公司的影视剧制作进度有所延迟。

表13: 2018-2022年公司影视制作业务的收入和成本预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
影视制作营业收入(亿元)	0.91	4.36	3.50	3.60	3.60
YoY		376.5%	-19.6%	2.9%	0.0%
影视制作营业成本(亿元)	0.46	2.32	1.75	1.80	1.80
毛利率	50.1%	46.7%	50.0%	50.0%	50.0%

数据来源: 华夏视听教育全球发售公告, 广发证券发展研究中心

(三) 公司的盈利预测摘要

我们预计公司2020-2022年总收入为7.84/9.71/11.17亿元, 归母净利润为2.94/4.18/5.01亿元, 对应的EPS为0.18/0.25/0.30元, 以2020年8月10日的收盘价, 对应的PE为27.10 X、19.06 X、15.90 X。

表14: 2020-2022年公司的盈利预测(2020年8月10日收盘价)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	749.39	784.19	970.73	1,116.93
增长率(%)	101.8%	4.6%	23.8%	15.1%
EBITDA(百万元)	333.06	374.44	496.13	580.40
归母净利润(百万元)	177.36	294.07	418.04	501.07
增长率(%)	30.4%	65.8%	42.2%	19.9%
每股收益 EPS	0.15	0.18	0.25	0.30
市盈率(P/E)	-	27.10	19.06	15.90

数据来源: 华夏视听教育财报, 广发证券发展研究中心

表15: 公司2021年业绩敏感性测算表

2020/2021 本科学费提高*	4000 元	6000 元	8000 元	10000 元
2021 年教育业务的毛利率	公司 2021 年的归母净利润 (亿元)			
62.9%	3.96	4.01	4.06	4.11
65.9%	4.13	4.18	4.23	4.28
68.9%	4.29	4.35	4.40	4.45

数据来源: 广发证券发展研究中心

(四) 投资建议

我们采用相对估值法, 考虑到华夏视听教育拥有高等教育和影视制作两块业务。

1. 选取以高等教育为主营业务的头部上市公司——中教控股和希望教育。根据 Bloomberg 一致预期, 以 2020 年 8 月 10 日的收盘价计算, 中教控股的 PE (2021E) 估值为 25.98 倍, 希望教育的 PE (2021E) 估值为 20.55 倍。华夏视听教育的教育业务以艺术类专业为主, 与普通类专业相比具有更高的客单价和稀缺性; 南京传媒学院的学校容量和本科学费尚存在较大提升空间, 公司以南广的艺术教学质量和华夏视听的产业资源为基石, 拓展国际预科课程、继续教育、艺人培训、艺考培训、少儿艺术培训等多维艺术培训业务, 预计 2020-2021 年的业绩将释放超过 45% 的增速。

2. 选取以电视剧制作作为主营业务的上市公司——华策影视和慈文传媒。根据 wind 一致预期, 以 2020 年 8 月 10 日的收盘价计算, 华策影视的 PE (2020E) 估值为 25.83 倍, 慈文传媒的 PE (2020E) 估值为 19.74 倍。华夏视听的影视制作业务坚持精品化战略, 与张纪中、于正等核心制片人深度绑定; 与电视台和在线视频平台合作开发影视项目, 确保出品影视剧的投资回报率。

考虑公司高等教育业务和影视制作业务的营收规模以及对应的成本费用, 给予华夏视听教育 2021 年 25 倍的 PE 估值, 公司的每股合理价值为 7.03 港元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

表16: 同类上市公司的估值水平对比 (2020年8月10日收盘价)

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PE (倍)		
			2020E	2021E	2022E
以高等教育为主营业务的上市公司					
00839.HK	中教控股	303.95	31.66	25.98	21.57
01765.HK	希望教育	171.35	28.28	20.55	17.98
以电视剧制作作为主营业务的上市公司					
300133.SZ	华策影视	137.12	25.83	20.79	18.29
002343.SZ	慈文传媒	39.90	19.74	15.76	14.40

数据来源: wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

备注: 中教控股、希望教育的估值来自 Bloomberg 一致预测, 华策影视、慈文传媒的估值来自 wind 一致预期。

五、风险提示

- （一）传媒大学南广学院从独立学院转设为民办高校，转设后不再使用“中国传媒大学”的品牌，学校的知名度和认可度可能会遭受一定程度的损失。
- （二）传媒大学南广学院将注册登记为营利性学校，到目前为止江苏省的实施细则尚未确定；学校登记为营利性学校后，预计需要缴纳企业所得税。
- （三）国际预科课程、继续教育课程以及其他培训项目的招生人数不及预期。
- （四）影视项目的制作进度不及预期。
- （五）影视行业政策监管风险。

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,131	1,088	2,762	3,274	3,861
现金	58	120	1,787	2,257	2,812
应收账款	83	70	74	91	105
存货	0	4	4	4	4
其他	990	894	898	922	940
非流动资产	763	680	712	743	772
固定资产	481	540	562	582	602
无形资产	120	128	138	148	158
租金按金					
使用权资产					
其他	162	12	12	12	12
资产总计	1,893	1,769	3,474	4,017	4,633
流动负债	528	358	371	455	522
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	67	36	34	38	42
其他	462	322	337	417	481
非流动负债	2	34	34	34	34
长期借款	0	32	32	32	32
租赁负债					
其他	2	2	2	2	2
负债合计	530	392	404	489	556
少数股东权益	123	124	152	193	241
股本	0	0	460	460	460
留存收益和资本公积	1,240	1,252	2,457	2,876	3,377
归属母公司股东权益	1,240	1,253	2,918	3,336	3,837
负债和股东权益	1,893	1,769	3,474	4,017	4,633

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	371	749	784	971	1,117
营业成本	163	374	347	387	431
销售费用	8	9	13	16	16
管理费用	62	74	77	101	120
财务费用	-8	-6	-12	-28	-36
营业利润	137	292	346	467	550
利润总额	153	240	359	495	586
所得税	4	46	36	37	37
净利润	149	195	322	458	549
少数股东损益	13	17	28	40	48
归属母公司净利润	136	177	294	418	501
EBITDA	170	333	374	496	580
EPS (元)	—	0.15	0.18	0.25	0.30

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	207	275	357	532	616
净利润	136	177	294	418	501
折旧摊销	33	41	28	29	30
少数股东权益	13	17	28	40	48
营运资金变动及其他	26	40	7	45	37
投资活动现金流	-349	-60	-60	-60	-60
资本支出	-70	-122	-60	-60	-60
其他投资	-279	63	0	0	0
筹资活动现金流	-57	-154	1,369	-2	-2
借款增加	0	32	0	0	0
普通股增加	0	0	1,371	0	0
已付股利	-53	-166	-2	-2	-2
其他	-4	-20	0	0	0
现金净增加额	-198	62	1,666	470	554

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-101.82%	4.64%	23.79%	15.06%	
营业利润	-112.32%	18.63%	34.84%	17.83%	
归属母公司净利润	-30.40%	65.81%	42.16%	19.86%	
获利能力					
毛利率	55.64%	49.90%	55.55%	60.01%	61.34%
净利率	40.08%	25.96%	41.10%	47.21%	49.17%
ROE	10.97%	14.16%	10.08%	12.53%	13.06%
ROIC	0.10	0.17	0.10	0.12	0.13
偿债能力					
资产负债率	27.99%	22.16%	11.64%	12.16%	12.00%
净负债比率	-4.26%	-6.43%	-57.16%	-63.07%	-68.17%
流动比率	2.14	3.04	7.45	7.20	7.39
速动比率	1.59	2.83	7.24	6.98	7.18
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.42	0.23	0.24	0.24
应收账款周转率	4.45	10.62	10.62	10.62	10.62
应付账款周转率	2.46	10.31	10.31	10.31	10.31
每股指标 (元)					
每股收益	-	0.15	0.18	0.25	0.30
每股经营现金	0.12	0.17	0.22	0.32	0.37
每股净资产	0.82	0.83	1.85	2.13	2.46
估值比率					
P/E	-	-	27.10	19.06	15.90
P/B	-	-	2.60	2.26	1.95
EV/EBITDA	-	-	23.76	17.93	15.33

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券，带领团队荣获2019年新财富传播与文化行业第一名。
- 朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：高级分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 吴桐：研究助理，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。