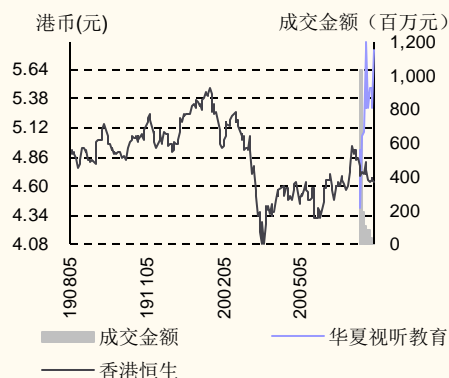


市价(港币): 5.820元

市场数据(港币)

流通港股(百万股)	1,600.00
总市值(百万元)	9,312.00
年内股价最高最低(元)	5.880/4.400



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
绝对

黄金赛道，产学研一体化艺教战舰启航

主要财务指标

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	368	747	755	984	1,273
营业收入增长率	-33.86%	102.86%	1.07%	30.27%	29.40%
归母净利润(百万元)	136	177	287	429	571
归母净利润增长率	-17.21%	30.40%	61.69%	49.75%	32.98%
摊薄每股收益(元)	0.085	0.111	0.179	0.268	0.357
每股经营性现金流净额	0.13	0.17	0.22	0.36	0.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.97%	14.16%	11.01%	14.15%	15.84%
P/E	61.75	47.36	29.29	19.56	14.71
P/B	6.77	6.71	3.22	2.77	2.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- 华夏视听教育为“影视制作+传媒艺术教育”第一股。公司于2001年成立，目前覆盖影视制作和传媒艺术高教两大业务板块，2019年携手英皇开办高端演艺培训班，2020年涉足艺考及少儿艺术培训。收入/调整净利2019年达7.5/3.0亿元，2017-19年CAGR为15.8%/22.9%，2019年影视制作/高教收入分别为4.36/3.12亿元。影视制作毛利率46%+，远超行业均值35%。高教主体为南京传媒学院，2020年完成转设，2019/20学年本科在校生达1.43万/+5.5%YOY，2017-19年收入CAGR为10.3%，经调整经营利润率约50%。2020年7月15日，公司于港交所上市，募集净额达11.51亿港元，拟将募集资金30%/30%/30%/10%分别用于影视制作/学校扩容/收并购/营运开支。
- 综合来看，我们认为华夏视听核心看点在于：①价：旗下南传学院作为民办传媒艺术类高校的翘楚，目前本科生均学费约1.6万元，在政策放宽过程中有翻倍空间。②量：学校现有土地可以支撑翻倍扩容（现有1600亩土地，已使用800亩，满员预计3万人容量），转设后普通本科、专升本均有扩招预期，预计未来3-5年，本科在校生体量有望达到2万人，国际教育和继续教育业务不受招生限制，目前均不到500人在校生，未来5年有望分别达到2000和6-8000人级别。③扩张性：公司与英皇合作的演艺培训业务以及2020年计划推出的艺考业务和少儿艺术培训业务值得期待，公司具有品牌输出的潜能，行业存在收并购机遇，公司在手现金充裕，计划聚焦于传媒艺术类高校及艺考机构。④产学研一体化：公司作为影视制作行业的领先者，拥有《03天龙八部》、《倚天屠龙记》等获广泛好评的代表作，其对行业的发展、嗅觉和网络，具有天然的优势，在培养传媒的行业人才方面，有着得天独厚的优势。⑤独特性：旗下学校在全国范围对学生具有强大吸引力（南传艺考报考人数超6万人，录取率不到5%），而艺考类学生本身又是支付能力较强的学生群体，公司雄踞黄金赛道，具有享受较高估值的基础。

盈利预测及投资建议

- 我们预计公司2020-2022年实现营收7.55/9.84/12.73亿元，归母净利润2.87/4.29/5.71亿元，同增62.7%/49.8%/33.0%，对应PE分别为29.3/19.6/14.7x，目前港股教育公司FY2021平均PE约为18.9x，考虑到公司旗下学校类型具有稀缺性，高教业务处于确定性较强的快速成长周期，且新业务艺术培训扩张空间大等多重因素，给予一定估值溢价，按照2021年29.4x给予目标价8.75港元，首次覆盖给予买入评级。
- 风险提示：教育政策风险；培训业务运营不及预期；影视监管趋严等风险。

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号: S1130520020001
zhenghui@gjzq.com.cn

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

内容目录

1. 华夏视听教育：“影视制作+传媒艺术教育”第一股.....	5
1.1 依托影视制作&传媒艺术高教两大支柱业务拓展艺术培训业务.....	5
1.2 收入/调整净利 19 年达 7.5/3.0 亿元，近三年 CAGR 为 15.8%/ 22.9%....	7
1.3 公司股权结构集中且明晰，管理团队行业经验丰富.....	11
2. 竞争优势：内在优质发展+外延广泛合作，为各业务保驾护航.....	13
2.1 影视作品好口碑：上游手握热门 IP 产佳作，下游稳定合作建深度关系..	13
2.2 艺术类高校翘楚：紧贴当下需求设置课程，广泛合作增强学生竞争力..	15
2.3 牵手英皇强强联手：树立培训品牌地位，形成产业链闭环双向输出.....	18
3. 未来增长空间：三大业务内生增长空间充分，外延并购或存机遇.....	19
3.1 传媒艺术高教：多重红利促量价双增，为收入增长提供确定性空间.....	19
3.2 艺术培训：强需求市场空间大，原业务积淀下协同效应有望助力发展..	22
3.2.1 艺考培训：百万考生需求刚性高客单价，百亿市场格局分散.....	23
3.2.2 少儿培训：符合素质教育发展趋势，千亿市场空间广阔.....	30
3.3 影视制作：资源储备足+履约能力强，平稳收入和高盈利水平可期.....	32
3.4 外延并购：民办高校及艺考培训领域均存机遇.....	33
4. 盈利预测及投资建议.....	33
风险提示.....	37

图表目录

图表 1：华夏视听发展重大事件.....	5
图表 2：华夏视听制作或联合制作的影视作品（部分）.....	6
图表 3：华夏视听 2017-2019 年总营收及增长情况.....	7
图表 4：华夏视听 2017-2019 年分业务营收占比.....	7
图表 5：华夏视听 2017-2019 年归母净利润、经调整净利润及增长情况.....	7
图表 6：华夏视听 2017-2019 年经调整利润调整科目.....	7
图表 7：华夏视听 2017-2019 年毛利率、净利率及经调整净利率情况.....	8
图表 8：华夏视听 2017-2019 年分业务毛利率与总毛利率.....	8
图表 9：华夏视听 2017-2019 年费用率情况.....	8
图表 10：华夏视听电视剧制作流程及时间线.....	9
图表 11：华夏视听影视制作业务收入、经营利润情况.....	9
图表 12：华夏视听影视制作业务毛利率、费用率及经营利润率.....	9
图表 13：华夏视听近年影视制作作品信息.....	10
图表 14：南京传媒学院 2020/2021 学年国际教育及继续教育收费情况.....	10
图表 15：华夏视听 2017-2019 年高等教育收入及增长情况.....	11
图表 16：华夏视听 2017-2019 年高等教育业务毛利率、费用率及经营利润率.....	11
图表 17：华夏视听 16/17-19/20 学年高等教育在读人数及变化情况.....	11

图表 18: 华夏视听 16/17-19/20 学年特色教育课程在读人数及变化情况	11
图表 19: 华夏视听教育集团股权架构图.....	12
图表 20: 华夏视听董事会成员及高管一览.....	13
图表 21: 华夏视听影视 IP 库 (部分)	14
图表 22: CR5 畅销电视剧情况.....	15
图表 23: 华夏视听 2017-2019 年影视制作业务发行渠道及其收入占比.....	15
图表 24: 中国民办传媒及艺术高等教育五强(按 2018/2019 学年在校学生计)16	
图表 25: 旗下大学艺术相关专业申请人数稳定增长.....	16
图表 26: 南京传媒学院下设的二级学院及专业设置一览.....	16
图表 27: 旗下大学南京传媒学院师资介绍 (部分)	17
图表 28: 旗下大学学生近三年毕业和就业情况.....	18
图表 29: 英皇南广演艺培训班师资.....	18
图表 30: 南京传媒学院在读学生数, 学校容量及学校使用率.....	19
图表 31: 南京传媒学院报考人数及录取人数.....	19
图表 32: 近四年特色课程在读学生数.....	20
图表 33: 部分合作院校及合作项目详情.....	20
图表 34: 教育部对各类院校办学条件要求.....	22
图表 35: 传媒艺术类民办高校本科课程学费情况 (元/生·年)	22
图表 36: 金牌艺人计划详情.....	23
图表 37: 艺考流程.....	24
图表 38: 2020 年上海市艺术统考信息.....	24
图表 39: 2020 年北京市美术类统考信息.....	25
图表 40: 艺考报名人数及占高考报名总人数比重.....	25
图表 41: 2018、2019 年部分艺术类高校报录比情况.....	25
图表 42: 2019 年部分艺术类院校热门专业报录比情况.....	26
图表 43: 中影人播音主持专业、影视表演专业课程价格.....	26
图表 44: 荷马画室课程价格.....	27
图表 45: 老鹰画室课程价格.....	27
图表 46: 艺考培训市场规模测算.....	28
图表 47: 高考艺术培训机构数量.....	28
图表 48: 艺术学门类细分.....	29
图表 49: 美术统考人数占比.....	29
图表 50: 2018 年各地头部画室取得九大美院合格证数量.....	30
图表 51: 7 大画室升学情况.....	30
图表 52: 少儿艺术培训类别 (部分)	30
图表 53: 我国少儿艺术培训市场规模已超过 1000 亿.....	31
图表 54: 少儿艺术培训市场规模预测.....	31
图表 55: 我国少儿艺术培训机构数量.....	32
图表 56: 华夏视听影视制作储备作品 (部分)	32

图表 57: 华夏视听影视制作业务毛利率.....	33
图表 58: 分业务营收预测.....	34
图表 59: 教育业务收入预测-量价分拆.....	35
图表 60: 毛利、销售费用和管理费用拆分.....	36
图表 61: 港股教育公司估值表.....	37

1. 华夏视听教育：“影视制作+传媒艺术教育”第一股

1.1 依托影视制作&传媒艺术高教两大支柱业务拓展艺术培训业务

- 华夏视听教育目前主要覆盖影视制作和传媒艺术高等教育两大业务线，从2019年开始积极拓展艺术培训领域。创始人蒲树林先生于2001年创办华夏在线，此后通过电视剧制作、电视节目制作等影视制作业务在业界树立典范。公司于2004年与中国传媒大学合作成立中国传媒大学南广学院（原为独立学院，后于2020年3月正式转设更名为南京传媒学院），旗下大学在传媒艺术高教领域深耕多年，获得行业认可，享有优良口碑。从2019年开始，凭借两大业务的深厚积淀，公司开始积极开拓艺术培训相关新业务。2020年7月15日，华夏视听教育集团在港交所上市。

图表 1：华夏视听发展重大事件

年份	事件
1999 年	公司第一档电视节目《影视同期声》在中国开播
2001 年	华夏在线（中国首批私人电视节目制作公司之一）成立
2000、2002、2003 年	《影视同期声》三度荣获国家新闻出版广电总局颁发星光奖
2003 年	公司的首部电视剧《射雕英雄传》开播，获得新浪 2003 年年度人气电视剧金奖
2004 年	旗下大学开业、《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)
2005 年	华夏视听在中国成立
2007 年	《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 年	公司通过投资中国电影《一夜惊喜》进入电影制作行业
2015 年	中国传媒大学南广学院获中国大学校友会评为中国全国独立学院十强，并在全国独立艺术学院中排名第一
	中国传媒大学南广学院毕业生的就业竞争力指数在中国江苏省所有独立学院中连续六年(即从 2010 年至 2015 年)排名第一
2017 年	公司在中国传媒大学南广学院内部成立电竞学校，并开始在中国提供首批电竞相关学位
	与爱奇艺联合成立内容研究及创新中心
2019 年	中国传媒大学南广学院的播音与主持艺术及广播电视编导专业获中国江苏省教育厅认定为一流本科专业
	开始在表演艺术培训、人才培养和管理以及电视节目开发方面与英皇娱乐集团合作
2020 年	中国传媒大学南广学院正式转设民办普通本科院校，更名为南京传媒学院
	公司于港交所上市

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **影视制作业务：作为业界先驱，着力打造精品，制作水平优良，摘得众多奖项。**公司的影视制作业务可追溯到影视同期声（制作于 1998 年，开播于 1999 年），二十多年以来公司依托在行业中多年的经验，如今已成为中国领先的电视剧制作公司之一。2001 年华夏在线成立后就一直专注于影视制作业务，2005 年成立的华夏视听成为公司之后影视制作业务的主要运营实体，主要着力于电视剧制作。作为业内先驱，公司的影视制作水平属业界一流，拥有专业的创意团队，二十多年以来，华夏视听投资、制作的影视作品多次获得重要奖项，截至 2019 年 12 月 31 日，公司已制作或联合制作 33 部电视剧，共 1279 集，其中包括《射雕英雄传》、《粉红女郎》、《倚天屠龙记》、《天龙八部》、《神雕侠侣》、《凤囚凰》等多部经典作品。

图表 2：华夏视听制作或联合制作的影视作品（部分）

电视剧项目名称	主演	出品人	首播时间
射雕英雄传	李亚鹏、周迅、周杰、蒋勤勤	中联影视中心和华夏视听环球传媒	2003 年 2 月
粉红女郎	刘若英、胡兵、陈好、张延、薛佳凝、张世、陆毅、陈坤	华夏视听环球传媒、中国国际电视总公司上海分公司	2003 年 4 月
天龙八部	胡军、林志颖、高虎、刘亦菲、刘涛、陈好	华夏视听环球传媒	2003 年 12 月
京华烟云	赵薇、陈宝国、寇振海、潘粤明、潘虹、胡可、黄维德	华夏视听环球传媒与九洲、金泽太和国际文化	2005 年 10 月
神雕侠侣	黄晓明、刘亦菲、杨幂、陈紫函、孟广美	华夏视听环球传媒、慈文影视	2006 年 3 月
鹿鼎记	黄晓明、钟汉良、应采儿、胡可、舒畅、刘芸、李菲儿、刘孜	华夏视听环球传媒、华谊兄弟	2008 年 5 月
夜幕下的哈尔滨	陆毅、李小冉、周杰、隋俊波	华夏视听环球传媒和鑫宝源影视	2008 年 8 月
倚天屠龙记	邓超、安以轩、刘竞、张智尧、何琢言、张檬	华夏视听环球传媒	2009 年 10 月
新神雕侠侣	陈晓、陈妍希、张馨予、杨明娜、毛晓彤、陈翔	华夏视听环球传媒(北京)有限公司	2014 年 12 月
凤囚凰	关晓彤、宋威龙、张逸杰、张超人、何奉天、石悦安鑫	华夏视听、欢娱影视	2018 年 1 月
倚天屠龙记	曾舜晞、陈钰琪、祝绪丹、周海媚、张超然、黑子、李东学、林雨申	华夏视听、腾讯视频	2019 年 2 月

来源：百度百科，国金证券研究所

- **传媒艺术类高教业务：旗下南京传媒学院是一所民办本科类院校，其前身为中国传媒大学南广学院，十六年办学历史获业界认可。**公司于 2004 年开始开展传媒艺术类高等教育业务，至今已有十六年历史——2004 年 6 月 11 日，教育部批准中国传媒大学与华夏视听传媒集团等社会资本合作创办中国传媒大学南广学院，是江苏省内唯一一所民办传媒类本科高校。中国传媒大学南广学院（独立学院）于 2020 年 3 月正式转设为普通民办本科高校，并更名为南京传媒学院，2019/2020 学年学校全日制在校生为 14256 人。根据江苏省教育厅委托第三方数据调查机构麦可思公司进行的高校毕业生就业情况调查显示，学校毕业生就业竞争力指数连续 6 年位居江苏独立学院中排名第一，学校获中国大学校友会评为中国全国独立学院十强，并在全国独立艺术学院中排名第一。
- **艺术培训业务：依托两大支柱业务积累的丰富经验及优质资源，拓展新领域。**依托两大支柱业务在传媒影视行业和传媒艺术教育行业的多年积累下来的丰富及优质资源，公司与英皇娱乐成立英皇南广演艺（南京）有限公司（华夏视听和英皇娱乐各持股 50%），于 2019 年 8 月合作推出演艺培训班，该培训班面向有一定艺术基础的学生开展为期 16 天的高端演艺培训，并于 2020 年 4 月推出金牌艺人计划。除此之外，2020 年公司持续拓宽艺术培训业务板块，计划涉足艺考培训及少儿艺术培训领域。
- **公司上市发行价 3.10 港元，共 4 亿股，募集净额达 11.51 亿港元，拟将募集资金用作如下用途：**

 - 募集所得资金 30%将用于制作投资高素质内容，包括电视剧、电影、网络电影、网络电视剧及电视综艺节目的剧本编写、拍摄及后期制作。公司预计在未来三年制作 6 部电视剧（总计约 300 集）及 3 部电影。
 - 募集所得资金 30%将用于改善或扩大旗下大学容量、设施及教育设备，以满足更多学生。具体将新建 7 幢学生宿舍，使学校容量增加 4000 位学生；新建体育馆及新国际教学设施大楼，总面积约 2.2 万平方米；

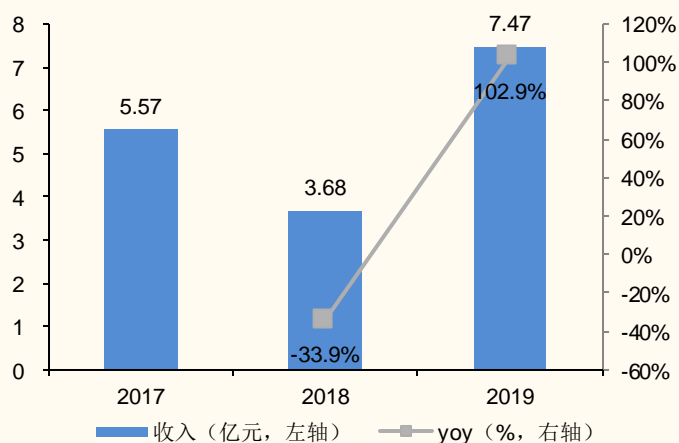
收购传媒及艺术高等教育机构；采购教学设备等。

- 募集所得资金 30%将用于未来收并购项目，公司主要目标的将为传媒艺术高等教育机构、艺术培训机构以补充公司艺术教育布局。
- 募集所得资金 10%将用于公司运营及其他用途。

1.2 收入/调整净利 19 年达 7.5/3.0 亿元，近三年 CAGR 为 15.8%/22.9%

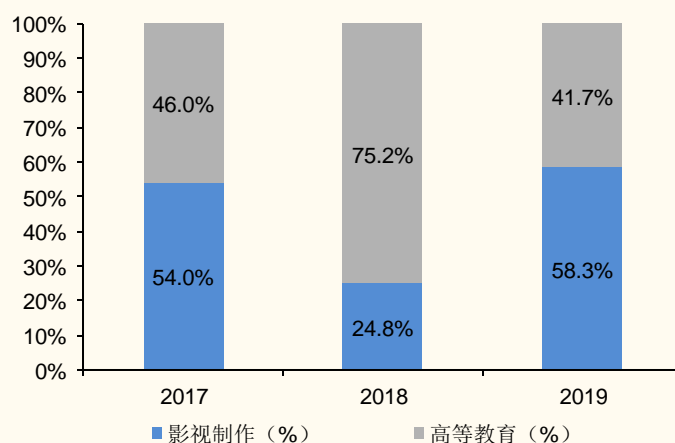
- 2019 年公司总营收达 7.47 亿元/+102.9%YOY，经调整后净利润达 3.01 亿元/92.2%YOY。公司 2017-2019 年总收入由 5.57 亿元增长至 7.47 亿元，期间 CAGR 为 15.8%，影视制作业务方面，收入确认节奏受到行业政策变动影响有所波动，但公司收入整体呈上升态势。2019 年影视制作业务收入占比 58.3%，高等教育收入占比 41.7%。2017-2019 年归母净利润由 1.64 亿元增长至 1.77 亿元，期间 CAGR 为 3.9%，账面利润受到上市开支及向中国传媒大学支付的终止费影响较大，调整加回后更能反映真实经营情况，2017-2019 年经调整净利润由 1.99 亿元增长至 3.01 亿元，期间 CAGR 为 22.9%。

图表 3：华夏视听 2017-2019 年总营收及增长情况



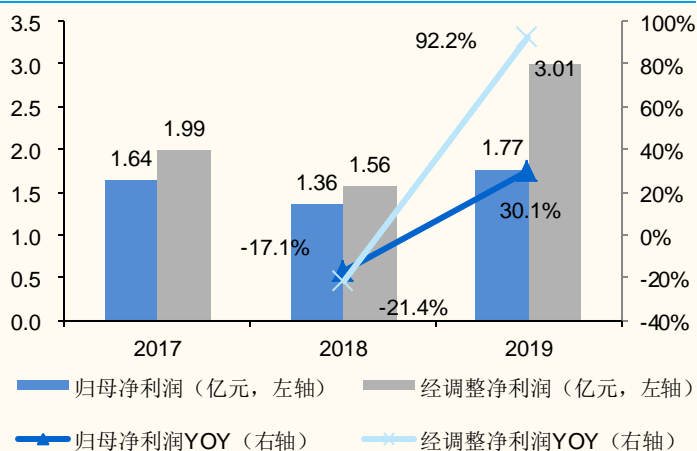
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 4：华夏视听 2017-2019 年分业务营收占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 5：华夏视听 2017-2019 年归母净利润、经调整净利润及增长情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 6：华夏视听 2017-2019 年经调整利润调整科目

单位：亿元	2017	2018	2019
净利润	1.81	1.49	1.95
加：上市开支	0.18	0.08	0.11
加：向中国传媒大学的一次性付款	-	-	0.95
经调整净利润	1.99	1.56	3.01

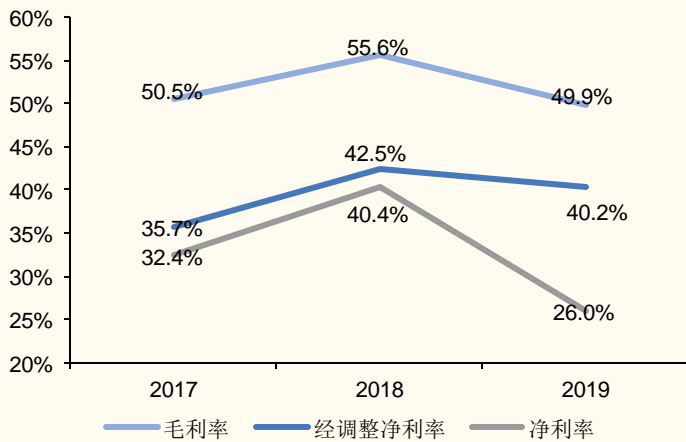
来源：招股说明书，国金证券研究所

- 盈利能力良好，毛利率约 50-56%，调整后净利率 40%+。公司整体毛利率大致稳定在 50%-56% 区间，其中高等教育业务的毛利率高于影视制作业

务。2019 年有所下降，主要系 2019 年相对较大的成本用于摊销电视剧《倚天屠龙记》与《封神》、招聘新教师的成本增加及教师工资有所提高所致。公司整体调整后净利率 40%+，盈利能力良好。

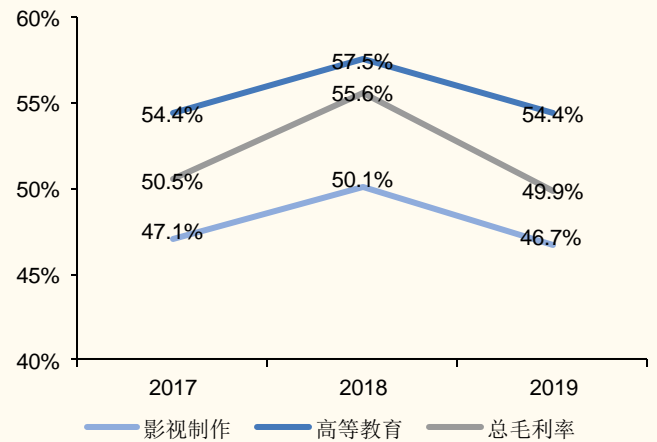
- **费用率方面，受到影视制作收入确认节奏和结构性因素影响有所波动，整体呈下降趋势。**2019 年公司整体管理费用率/销售费用率为分别为 9.9%/1.2%。管理开支主要包括行政人员有关的雇员福利开支、物业、厂房及设备使用权资产折旧、无形资产摊销、办公开支及其他开支。2019 年由于高等教育业务招聘行政人员，且总部职能逐步扩大，因此管理开支较往年略有上浮，但由于同期收入端增长明显，总体管理费用率略有下降。销售开支主要包括电视剧或电影的发行费用，销售和营销人员的雇员福利以及影视制作业务的其他推广开支，高等教育业务未举行过大规模的宣传推广活动，因此并未产生明显销售开支。2019 年销售开支略有上涨主要由于销售电视剧《封神》及《倚天屠龙记》时产生的推广及发行费用，但由于两部电视剧的热播，同期影视制作业务收入端增长明显，总体销售费率略有下降。

图表 7：华夏视听 2017-2019 年毛利率、净利率及经调整净利率情况



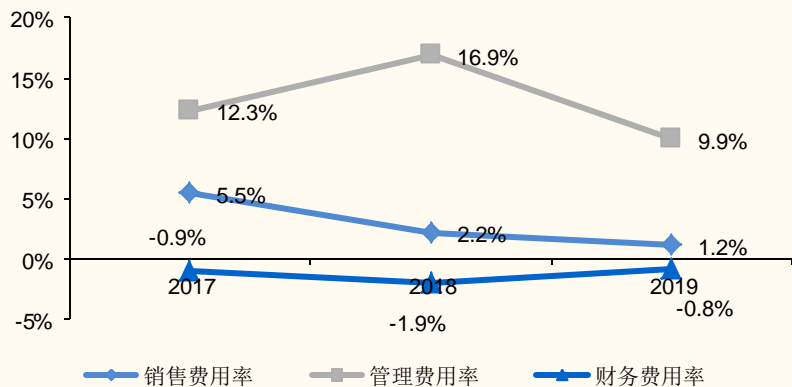
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 8：华夏视听 2017-2019 年分业务毛利率与总毛利率



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 9：华夏视听 2017-2019 年费用率情况



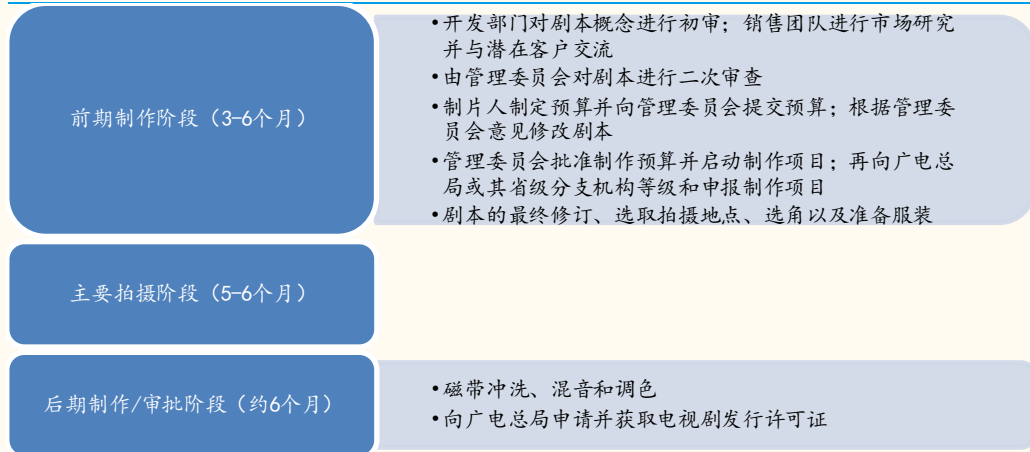
来源：招股说明书，国金证券研究所

- **影视制作业务：收入确认节奏导致收入波动，毛利率高于行业平均。**
 - **影视制作收入确认原则导致收入波动大，但长期收入稳定性较强。**2019 年影视制作业务收入 4.36 亿元/ +379.12%YOY，占 2019 年总收入的 58.3%。2017 年和 2018 年该项业务收入分别为 3 亿元、0.91 亿元。华夏视听影视业务在取得广电总局颁发的发行许可证并向客户交

付母带后才进行收入确认（合约总价的 20%~30%于和客户签订合同后支付；公司交付给客户母带后，客户支付另外的 30%~40%；电视节目已播放或可在线收看后客户支付剩余款项），2018 年该项业务收入大幅降低和 2019 年该项业务收入实现大幅增长系收入确认节奏所致：公司在 2018 年已完成《倚天屠龙记》的制作，但公司于 2019 年初才取得电视剧发行许可证并向腾讯交付母带，因此该剧的大部分收益被划分到 2019 年。由此可见，影视制作业务收益的波动与每年数量有限的作品及完成并交付电视剧的时机有关，公司影视制作业务以电视剧和电影制作为主，一定时期内影视制作的收入与收入确认方式及作品交付时间节点有关，影视作品产出和收入确认之间并不存在完全的一致性，可能使得制作业务营收在各期间存在一定的波动性。经营利润亦因为收入确认原则存在大幅度波动，但长期来看收入稳步向好，增速可期。参考公司近年三部作品的情况，可以看到作品的播出时间与收入确认时间有所差异，但拉长区间来看公司优质的影视作品输出保证了收入稳定性。

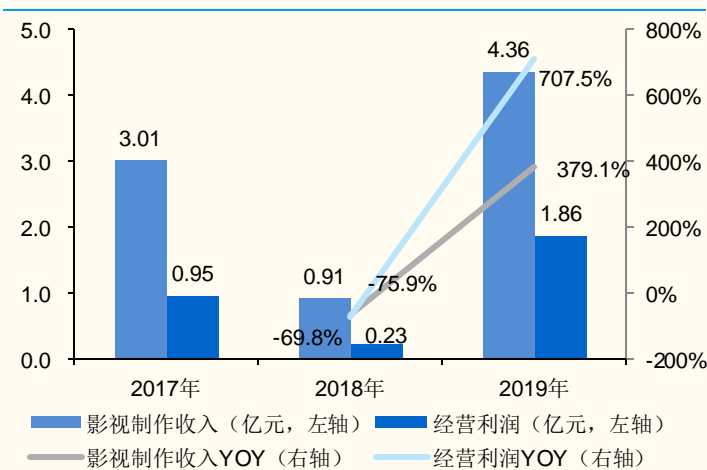
- **影视制作业务毛利率 46%+**，高于业内平均毛利率水平。2017-2019 年公司影视制作业务毛利率均高于 46%，据弗若斯特沙利文，影视制作行业平均毛利率仅为 35%，公司着力打造精品，树立了良好的业界口碑，大量可追溯的成功作品使得公司在成本端具有明显议价优势。

图表 10：华夏视听电视剧制作流程及时间线



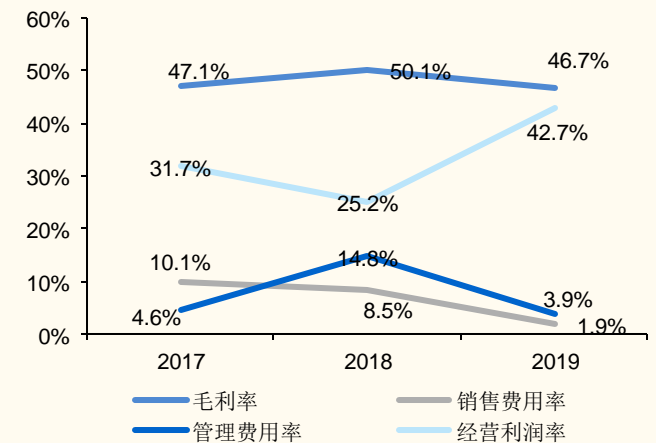
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 11：华夏视听影视制作业务收入、经营利润情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 12：华夏视听影视制作业务毛利率、费用率及经营利润率



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 13: 华夏视听近年影视制作作品信息

剧名	投资金额 (亿元)	投资百分比	集数	收视率	拍摄完成时间	出品时间	首播开始时间	各年度所得收益 (亿元)		
								2017 年	2018 年	2019 年
《封神》	0.62	39%	65	0.72%	2015 年 8 月	2019 年	2019 年 4 月	-	0.61	0.28
《凤囚凰》	1.44	80%	52	1.06%	2017 年 5 月	2018 年	2018 年 1 月	2.97	0.07	-
《倚天屠龙记》	2.36	100%	50	64 亿次	2018 年 6 月	2018 年	2019 年 2 月	-	0.14	4.01

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- **高等教育业务: 2017-2019 年收入 CAGR 为 10.3%, 调整后经营利润率约 50%左右。**
 - **高教收入增长稳定, 国际教育及继续教育有望打开增长空间。** 高等教育业务的收入主要来自公司旗下大学收取的学费及住宿费。2017-2019 年收入由 2.56 亿元增长至 3.12 亿元, 期间 CAGR 为 10.3%, 2019 年同比增速达 12.6%, 收入增长一方面来源于在校生人数的稳健增长, 2016/2017 学年-2019/2020 学年在校生人数 CAGR 为 4.6%, 2019/2020 学年在校生人数 (四年制本科课程和两年制专升本课程) 达 14256 人/ +5.5%YOY, 收费方面, 2016/2017~2019/2020 学年间本科和专升本的学费均稳定在 1.4-1.8 万元, 住宿费为 1500 元; 另一方面, 除了本科和专升本课程之外, 公司开展的国际教育课程和继续教育课程不受教育部设置的招生名额限制, 在校学生人数增长明显, 未来有望打开增长空间, 2016/2017 学年-2019/2020 学年国际教育/继续教育在校生人数 CAGR 分别为 113.7%/61.1%, 2019/2020 学年国际教育/继续教育人数分别达 410/301 人, 收费方面, 2020/2021 学年国际教育 2+2 项目收费为 9.5 万元/学年 (学费+住宿+教材); 继续教育学费收费为 2.42-2.48 万元/学年 (学费+住宿+学历费用)。

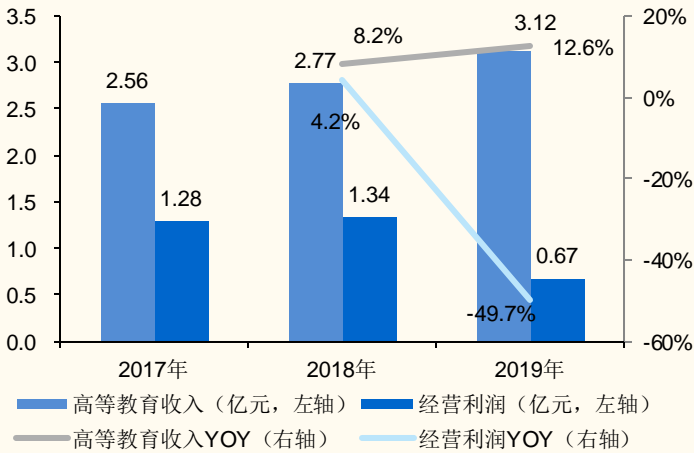
图表 14: 南京传媒学院 2020/2021 学年国际教育及继续教育收费情况

	分类	学费 (万元/学年)	住宿费 (元/学年)	学历费用 (元/学年)	教材费 (元)	费用总计 (万元/人/学年)
国际本科预科(韩国)	-	6.8	5000	-	2000	7.5
2+2 国际本科	-	8.8		-	2000	9.5
国际艺术名校留学预科	-	13.8		-	2000	14.5
继续教育	文科类	1.5		4200	-	2.42
	艺术类			4800	-	2.48

来源: 招股说明书, 南京传媒学院官网, 国金证券研究所

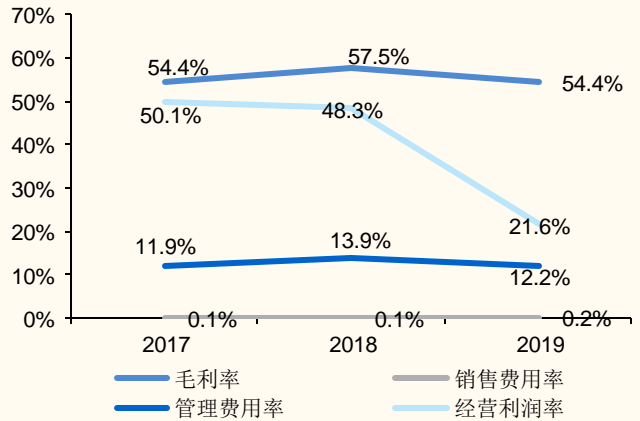
- **高教盈利水平良好且稳定, 经调整营业利润率约 50%。** 2017-2019 年高等教育业务毛利率约在 55%左右, 经营利润率约在 50%左右, 2019 年经营利润率下降明显是由于独立学院转设过程中, 公司在 2019 年确认了一笔一次性支付的 9500 万合作终止费, 若考虑加回该笔一次性付款的影响, 2019 年高等教育业务的经调整后经营利润为 1.62 亿元/ +21.4%YOY, 经营利润率为 52.1%/+3.8pctYOY。2019 年高等教育业务管理费用率/销售费用率分别为 12.2%/0.2%, 相对稳定。

图表 15: 华夏视听 2017-2019 年高等教育收入及增长情况



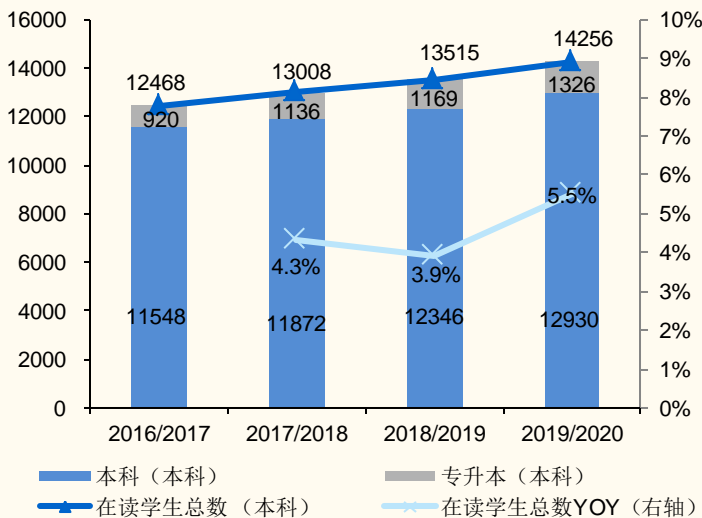
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 16: 华夏视听 2017-2019 年高等教育业务毛利率、费用率及经营利润率



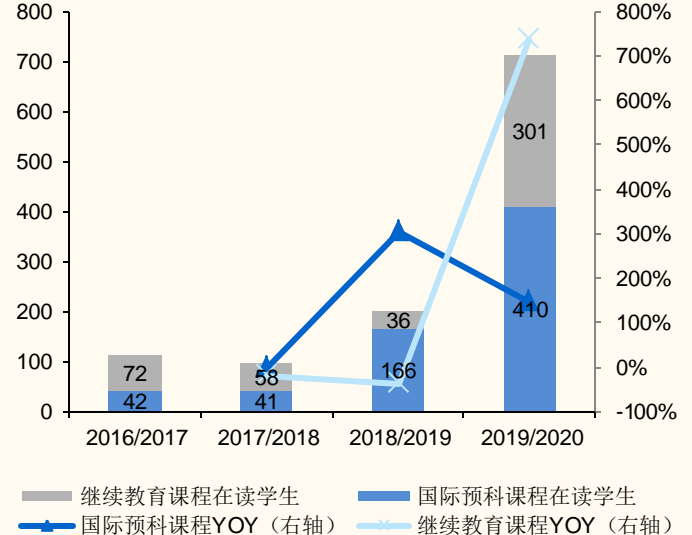
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 17: 华夏视听 16/17-19/20 学年高等教育在读人数及变化情况



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 18: 华夏视听 16/17-19/20 学年特色教育课程在读人数及变化情况



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

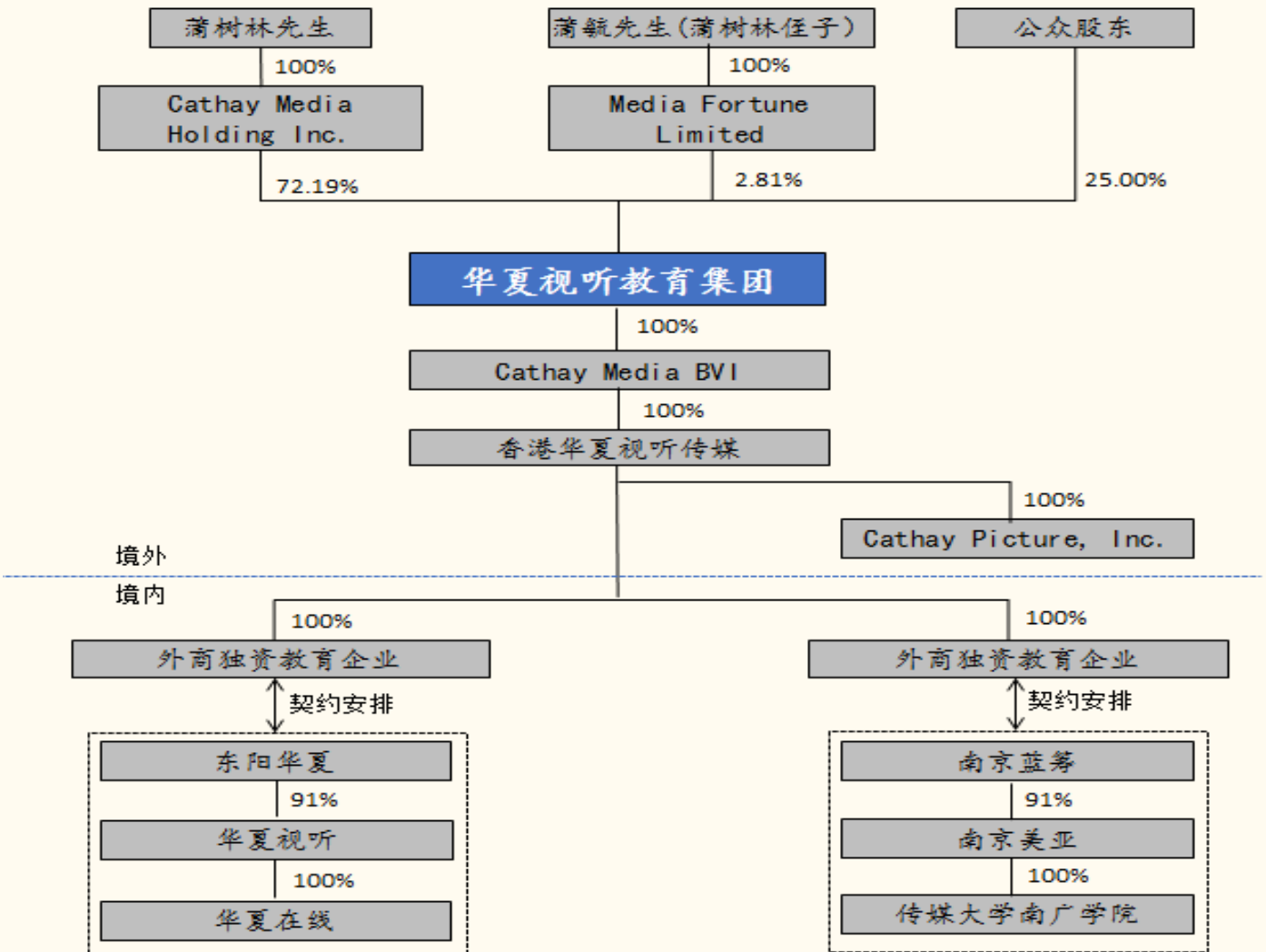
■ **艺术培训业务 2019 年起航, 未来值得期待。** 依托自身品牌知名度和行业经验, 公司 2019 年携手英皇举办高端演艺培训班, 并与 2020 年开始在少儿艺术培训和艺考培训板块进行战略布局。公司于 2019 年 8 月开始和英皇娱乐正式合作开展第一届培训班, 旨在为有艺术基础的学员提供艺术专业性培训, 培训费 16 天 20800 元。公司在 610 名年轻演员中仅录取 30 名, 被录取的学员中最后有 4 名与英皇娱乐签约。公司的少儿艺术和艺考培训业务刚刚起步, 计划从 2020 年下半年起开班, 目前在北京和南京等地设有培训点。目前艺术培训市场缺少规范、行业分散, 全国尚未形成规模化的艺术培训品牌, 公司有望凭借丰富经验及优质资源, 内生外延结合打造全国性艺术培训品牌。

1.3 公司股权结构集中且明晰, 管理团队行业经验丰富

■ **公司股权集中, 集团创始人兼董事长蒲树林持股 72.19%。** 上市后, 蒲树林先生通过 Cathay Media Holding Inc. 持有 72.19% 股份, 蒲毓 (蒲树林侄子) 通过 Media Fortune Limited 持有 2.81% 股份。公司采用 VIE 结构, 外资独资公司通过契约协议对内资教育企业及影视制作企业进行实体运营。

上市发行价 3.10 港元，共 4 亿股，募集净额达 11.51 亿港元。基石投资者共认购 7250 万美元，包括兰馨亚洲、雪湖资本、睿远基金、Oceanic（李泽楷）等。

图表 19：华夏视听教育集团股权架构图



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 集团创始人兼董事长蒲树林先生是电视行业先驱，集团管理团队成员行业经验丰富。
 - 蒲树林先生至今已有 30 余年行业经验。作为集团创始人、执行董事、董事长兼首席执行官，蒲树林先生于 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在线以投资电视剧制作，并于 2003 年 1 月成立南京美亚以投资民办高等教育服务。此前，蒲树林先生于 1989 年起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。其在电影制作业界已有 30 余年经验，行业经验丰富。蒲树林先生负责集团整体战略规划、业务方向及管理事务。
 - 孙海涛先生拥有丰富的企业投资管理经验。作为集团执行董事兼副总裁，自 2016 年一直担任集团副总裁职务，加入集团前从事多年有关投资、融资、财务策略等方面行业，拥有丰富的企业财务管理经验。孙海涛先生负责集团投资、企业融资、投资者关系、财务策略及会计事务。

- **吴晔先生从事影视制作技术方面业务 20 余年。**吴晔先生于 2003 年 12 月加入集团，2003 年-2007 年担任技术主任，2007 年-2012 年担任技术总监，目前在公司担任执行董事及制作总监，主要负责影视制作管理。
- **严翔先生在传媒及传媒艺术教育行业从业三十余年。**严翔先生自 2006 年 10 月加入集团起一直为中国传媒大学南广学院教授，2007 年-2016 年担任中国传媒大学南广学院播音主持艺术学院院长，2013 年-2016 年担任南广学院副校长，现担任中国传媒大学南广学院校长，负责中国传媒大学南广学院的整体管理及运营。

图表 20：华夏视听董事会成员及高管一览

姓名	职位	履历
蒲树林先生（64 岁）	执行董事、董事长兼首席执行官	集团创始人 ，于 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在线以投资电视剧制作，并于 2003 年 1 月成立南京美亚以投资民办高等教育服务，自此，其一直担任南京美亚的董事长，其后合作创办传媒大学南广学院，且现时担任集团董事长。蒲先生于 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。
孙海涛先生（35 岁）	执行董事、副总裁	于 2016 年 10 月加入集团。 于 2009 年 4 月至 2011 年 10 月任职于 BNP Paribas Securities (Japan) Limited。于 2011 年 12 月至 2016 年 2 月及于 2014 年 10 月至 2016 年 2 月分别继续担任 ORIX Corporation 的副总裁及欧力士亚洲资本的高级副总裁。自 2016 年 2 月起，彼一直担任欧力士亚洲资本的顾问。自 2016 年 10 月加入集团以来一直担任华夏视听的副总裁。
吴晔先生（41 岁）	执行董事、制作总监	于 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。于 2001 年至 2003 年，吴先生亦担任中视北方影视制作有限公司的技术主任。 于 2003 年 12 月加入集团 ，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）。
严翔先生（60 岁）	执行董事、中国传媒大学南广学院院长	于 2006 年 10 月加入集团。 自 2006 年 10 月以来为中国传媒大学南广学院的教授，于 2013 年至 2016 年为中国传媒大学南广学院的副校长。严先生于 2007 年 10 月至 2016 年 10 月担任中国传媒大学南广学院的播音主持艺术学院院长。
陈思蒙先生（38 岁）	中国传媒大学南广学院副校长及党委书记	于 2005 年 8 月加入集团 ，曾于中国传媒大学南广学院担任多个其他职位，包括于 2005 年 8 月至 2008 年 9 月担任学务部职员，于 2008 年 9 月至 2010 年 10 月担任学务部主任助理及就业指导中心主任，于 2010 年 10 月-2015 年 9 月担任招生办公室主任，于 2015 年 9 月至 2016 年 10 月担任动画与数字艺术学院党委书记、于 2016 年 10 月至 2018 年 4 月担任党委副书记。
崔雄先生（64 岁）	中国传媒大学南广学院副院长	于 2019 年 3 月加入集团。 自 1993 年起曾于南京艺术学院担任多项职务，包括于 1993 年至 1994 年担任财务处主任，于 1994 年至 2004 年担任院务办公室主任，于 2004 年至 2016 年担任副院长、于 2004 年至 2014 年担任党委成员及于 2014 年至 2016 年担任党委书记。彼自 2018 年 12 月起亦为江苏省当代艺术研究会副会长，及自 2019 年 8 月起为江苏省油画学会理事。

来源：招股说明书，国金证券研究所

2. 竞争优势：内在优质发展+外延广泛合作，为各业务保驾护航

2.1 影视作品好口碑：上游手握热门 IP 产佳作，下游稳定合作建深度关系

- **上游：拥有优质影视 IP 改编权，与业内一线编剧、制片、导演及演员建立深度合作关系。**公司内部的创意团队在影视制作方面进行深度挖掘，对热门小说、戏剧等作品进行改编是公司取得成功的重要一环：《天龙八部》、《神雕侠侣》和《倚天屠龙记》等均改编自金庸小说作品，公司亦拥有其他热门作者的影视改编权，包括二月河（《康熙大帝》、《雍正大帝》、《乾隆大帝》）、梁晓声等。公司的影视制作业务与知名编剧（如于正等）、制片人（如张纪中、赵宝刚等）、导演（如蒋家骏、汪俊等）、演员（如胡军、黄磊、黄晓明、霍建华、陈乔恩等）等建立良好合作关系。公司着力打造精

品，深耕多年积累口碑，优质影视 IP 改编权和高水准制作及演员团队使得其影视作品获得了可观的收视率与多个奖项：公司于 1999 年推出的第一档节目《影视同期声》于 2000 年、2002 年和 2003 年三度获国家新闻出版广电总局颁发星光奖，2003 年和 2004 年开播的《射雕英雄传》和《天龙八部》分别获新浪 2003 年年度人气电视剧金奖和第 22 届中国电视金鹰奖的十佳长篇电视剧优秀作品奖，2014 年被中国广播电视协会授予“十佳优秀电视剧”奖，2017 年和 2019 年爱奇艺和腾讯视频分别为公司颁发“行业传奇奖”和“优秀自制项目奖”。

图表 21：华夏视听影视 IP 库（部分）

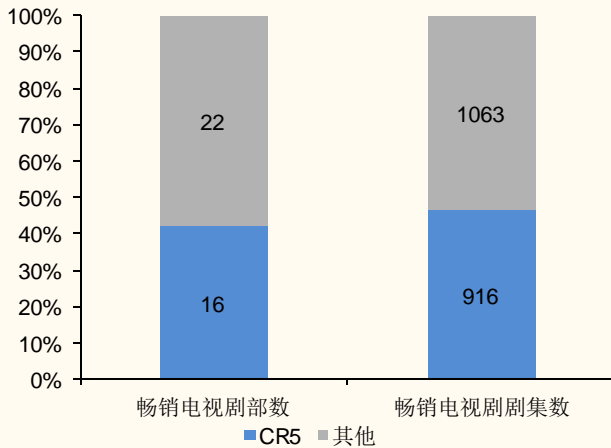
改编作品的作者	作品名称/剧本名称	发行许可证授予年份	主演	核心工作人员	
金庸	射雕英雄传	2003 年	李亚鹏、周迅、周杰、蒋勤勤等	制片人：张纪中；导演：鞠觉亮	
	天龙八部	2003 年	胡军、林志颖、刘涛、刘亦菲、陈好等	制片人：张纪中；导演：周晓文，鞠觉亮、元彬；编剧：戴白宇，白一骢	
	鹿鼎记	2008 年	黄晓明、钟汉良、应采儿、胡可、舒畅、刘芸等	制片人：张纪中；导演：于敏，赵箭；编剧：高大勇，朗雪枫	
	笑傲江湖	2013 年	霍建华、陈乔恩、袁姗姗、陈晓、杨蓉等	制片人：于正；导演：胡意涓；编剧：于正	
	神雕侠侣	2006 年	2006 年	黄晓明、刘亦菲、陈紫函、杨幂等	制片人：张纪中，导演：于敏，赵箭，编剧：刘毅，王雪静
			2014 年	陈晓、陈妍希、张馨予、毛晓彤、赵韩樱子、秦岚等	制片人：于正；导演：李慧珠；编剧：于正
	倚天屠龙记	2009 年	2009 年	邓超、安以轩、刘竞等	制片人：张纪中；导演：于敏，赵箭；编剧：刘毅，王雪静
2019 年			曾舜晞、陈钰琪、祝绪丹、张超人、周海媚等	导演：蒋家骏，编剧：关展博	
老舍	四世同堂	2008 年	黄磊、蒋勤勤、陈昊及元秋等	制片人：陶昆；导演：汪俊；编剧：张挺	
林语堂	京华烟云	2005 年	赵薇、潘粤明、黄维德、邱琦雯、陈宝国等	制片人：杨善朴，王鹏举；导演：张子恩；编剧：张永琛，杨晓雄	
陈珂	夜幕下的哈尔滨	2008 年	陆毅、李小冉、周杰、三浦研一等	制片人：赵宝刚；导演：赵宝刚，王迎；编剧：高光	
二月河	康熙大帝（制作中）	-	-	-	
	雍正大帝（制作中）	-	-	-	
	乾隆大帝（制作中）	-	-	-	
梁晓声	梁晓声所有作品（天若有情、白桦树皮灯罩等）	-	-	-	

来源：招股说明书，百度百科，国金证券研究所

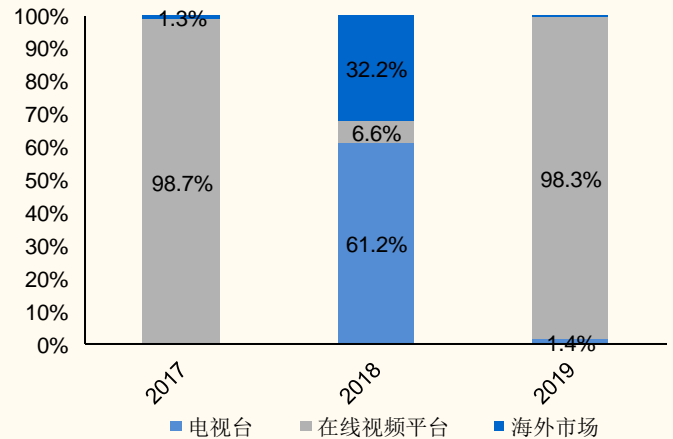
- 下游：打通影视作品多重发布渠道，多年的稳固合作关系形成优势壁垒。**

公司国内主要的客户包括央视、湖南卫视、天津卫视、安徽卫视和 TVB 等，平均与电视台客户的密切合作关系平均达到 15 年。公司于 2013 年开始寻求与腾讯视频、芒果电视台和爱奇艺等在线视频网站合作，向其授出电视剧的播放权，2019 年在线视频平台成为公司最重要的影视业务发行渠道，占影视制作业务总收入的 98.3%。公司与影视作品发布渠道的稳定的合作关系一定程度上形成优势壁垒，根据 2018 年-2019 年上半年畅销电视剧市场排行（畅销电视剧定义：收视率等于或高于 1%；或一年内在所有在线视频平台的播放量等于或高于 50 亿），前五大制作公司的畅销电视剧部数为 16 部，其中华夏视听占 3 部，畅销电视剧剧集数为 916 集，其中华夏视听占 169 集，位于第 4 名。同时，公司放眼于海外市场并探索扩展业务的机会，公司制作的电视剧曾于 80 多个国家和地区播放，包括美国、加拿大、澳大利亚、日本、泰国和中国香港等。

图表 22: CR5 畅销电视剧情况



图表 23: 华夏视听 2017-2019 年影视制作业务发行渠道及其收入占比



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

2.2 艺术类高校翘楚: 紧贴当下需求设置课程, 广泛合作增强学生竞争力

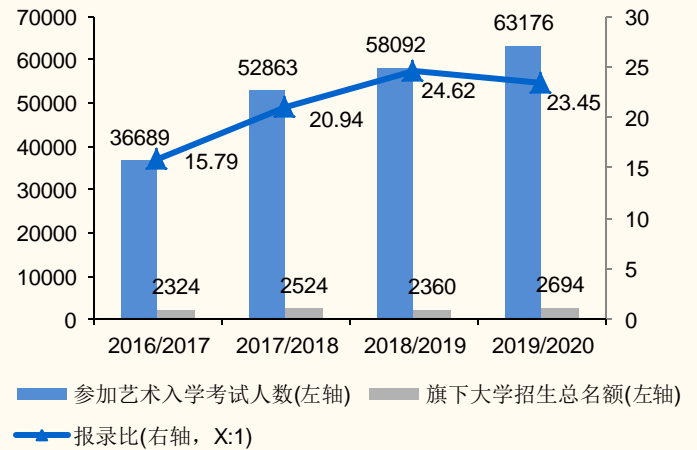
- 旗下大学南京传媒学院成立于 2004 年, 2015 年被中国大学校友会评为中国全国独立学院十强, 2016 年至 2020 年连续五年获中国大学校友会认可在所有民办传媒及艺术独立学院中排名第一; 据弗若斯特沙利文, 按 2018/2019 学年传媒及艺术相关专业的在校学生人数统计, 南京传媒学院是中国第二大传媒艺术民办高等教育提供商。
- 艺考报考人数持续增长, 2019/2020 学年超 6 万人, 录取率低于 5%。得益于良好的口碑与出色的教学水平, 南京传媒学院艺考人数持续增长, 竞争激烈, 录取率低。2019/2020 学年报名南传艺考的人高达 6.3 万人, 招录比为 23.45:1, 录取率仅有 4.26%。
- 学校专业赞誉高, 善于捕捉市场需求并设置以就业为导向的课程。学校共有 14 个二级学院、设置 50 个专业。根据 2018 年中国大学校友会的报告, 学校有 7 个专业获评为五星级及以上, 其中广播主持、新闻和广播电视编导专业被评为“六星级中国顶尖独立学院专业”, 2019 年, 广播主持及广播电视编导专业被江苏省政府评为江苏省一流的本科专业。学校密切关注传媒艺术行业新风向, 提供紧贴市场需求的创新课程, 分别于 2004 年和 2016 年设立动漫专业和电竞解说专业, 今年计划新开设 7 个专业以更好地培养符合市场需求的人才。

图表 24：中国民办传媒及艺术高等教育五强(按 2018/2019 学年在校学生计)

排名	机构	背景	传媒及艺术专业在校学生(万人)	市场份额
1	四川传媒学院	四川成都, 成立于 1997 年	2.42	4.7%
2	南京传媒学院	-	1.27	2.4%
3	河北传媒学院	河北石家庄, 成立于 2000 年	1.19	2.3%
4	吉林动画学院	吉林长春, 成立于 2000 年	1.18	2.3%
5	四川文化艺术学院	四川绵阳, 成立于 2001 年	1.14	2.2%
小计			7.2	13.9%

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 25：旗下大学艺术相关专业申请人数稳定增长



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 26：南京传媒学院下设的二级学院及专业设置一览

二级学院	专业设置
播音主持艺术学院	播音与主持艺术
广播电视学院	广播电视编导
新闻传播学院	新闻学、广播电视学、传播学、广告学、网络与媒体
国际传播学院	英语、法语、西班牙语、日语、朝鲜语、汉语国际教育、葡萄牙语、俄语、意大利语
摄影学院	摄影、影视摄影与制作
戏剧影视学院	音乐学、戏剧影视导演、表演、录音艺术、戏剧影视文学、音乐表演, 戏剧影视美术设计
美术与设计学院	视觉传达设计、环境设计、产品设计、服装与服饰设计、美术学、绘画
动画与数字艺术学院	数字媒体艺术、动画、漫画、新媒体艺术
文化管理学院	电影学、贸易经济、公共事业管理、文化产业管理、经济学、汉语言文字
传媒技术学院	广播电视工程、电子信息工程、数字媒体艺术、智能科学与技术、计算机科学与技术、通信工程、物联网工程
电竞学院	艺术与科技
国际学院	-
思政与教学基础部	-
继续教育学院	-

来源：南京传媒学院官网，国金证券研究所

注：加粗的为艺术类专业，未加粗的为普通专业

- **教师团队资历高、经验足。**截至 2020 年 12 月 31 日，南京传媒学院共有 1230 名教职工，包括 706 名全职教师和 524 名兼职教师，其中全职教师几乎均持有学士及以上学位，约 70% 的教师持有硕士或以上学位；524 名客座教师平均每人具备 10 年从业经验；旗下教师已发表约 900 篇研究论文，具备出色的学科专业知识和丰厚工作经验的教师团队保证高水准的教育水平。

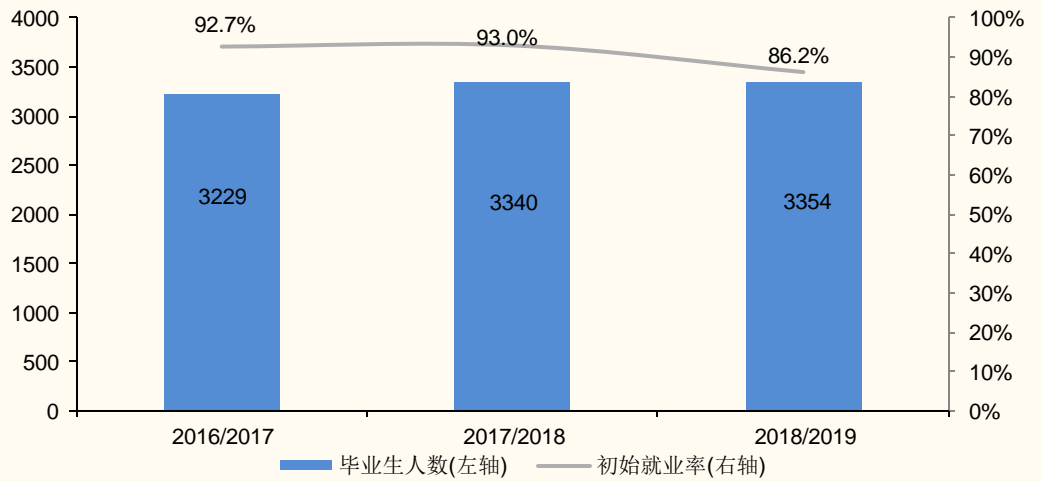
图表 27：旗下大学南京传媒学院师资介绍（部分）

教授类别	姓名	履历
专职教授	严翔	南京传媒学院副院长、播音主持艺术学院院长，播音与主持专业教授，播音指导。毕业于北京广播学院（现中国传媒大学）播音系，新闻学硕士。现任中国播音主持专业委员会常务理事，全国播音主持“金话筒”奖评审，江苏省朗诵协会副会长。播音主持作品曾获中国广播电视协会播音作品评比一等奖、全国首届百优双十佳节目主持人、全国杰出媒体策划师等。论文曾获首届全国主持人论文评比金笔奖等。参与组织、策划、创作的广播电视作品分获中国广播奖、中国电视金鹰奖、星光奖等。
	叶艳琳	2007年8月毕业于北京电影学院电影学系，获文学硕士学位，同年8月至今在中国传媒大学南广学院广播电视学院工作，担任专职教师。主持并参与校级科研项目各一项，并有多篇论文发表在《北京电影学院学报》、《电影评介》等学术期刊上。参与编写教材《影视精品导视》（2008年8月由中国传媒大学出版社出版）和《镜头分析与运用》（拟于2016年8月出版由中山大学出版社出版），并有多篇文章发表在《中国国防报》（电影版）和《电影》等杂志上。
	金梦玉	现任中国传媒大学南广学院教学总督学、新闻传播学院院长，新闻学专业教授，博士，中国传媒大学硕士生导师，中国新闻教育学会理事，世界修辞学会视觉传播研究分会副会长。出版《新闻学发展60年》、《现代媒体总论》、《融媒体时代下的传媒教育》等6部著作，获教育部、广电总局人文社科成果二等奖等奖项。
兼职教授	冯平	国家级普通话水平测试员，原福建电视台新闻主播，国家广电总局收听收看中心电视评论员。专业学术论文《电视播音中的沟通、认同与人格形象》和《电视播音员的自我位置与观众心理效应》均获中国播音学会优秀论文一等奖，并收入《中国广播电视年鉴》，著有专著《让你的声音更有魅力》。
	丁邦杰	全国“百佳”新闻工作者、江苏省有突出贡献的中青年专家，现任《金陵晚报》副总编。
客座教授	敬一丹	中央电视台名牌栏目《焦点访谈》、《东方时空》的著名主持人。曾连续3次被评为全国“十佳电视节目主持人”，并多次荣获“金话筒”奖。现任中国广播电视学会主持人节目研究会副会长，北京广播学院兼职教授，第九届全国政协委员。
	章于炎	密苏里新闻学院博士、国际交流项目中国合作项目主任，南京传媒学院兼职教授。曾任《广州日报》政文部副主任、《广州英文早报》副主编和广州日报集团办公室副主任，2002年在密苏里新闻学院获硕士学位，2008年5月在该院获博士学位。

来源：南京传媒学院官网，国金证券研究所

- **国际合作项目广泛，校企合作紧密推进产教融合。** 国际合作方面，学院与超过 50 所大学包括伦敦艺术大学、英国提赛德大学、香港浸会大学等合作开设交换生或联合学位项目，为学生提供接轨国际的平台。校企合作方面，截至 2019 年 12 月 31 日，公司已与 94 家企业、机构建立合作关系，帮助学生获取实习机会、积累实践经验，例如，公司与爱奇艺共同设立实习项目，旗下大学的教师和学生有机会与爱奇艺合作探索互联网传媒最新动向；旗下大学摄影系通过校企合作已在江苏省建立专业航空摄影培养基地。学校重视校企合作，推进产教融合，注重培养应用型人才，提高学生的综合就业竞争力。
- **学生竞争力强，就业率有优势。** 根据江苏省教育厅委托第三方数据调查机构麦可思公司进行的高校毕业生就业情况调查显示，学校毕业生就业竞争力指数连续 6 年位居江苏独立学院中排名第一，2016/2017，2017/2018 和 2018/2019 学年，学院毕业生的初始就业率分别为 92.7%、93.0% 和 86.2%，均高于行业平均水平（据弗若斯特沙利文，2016/2017 学年中国所有高等教育机构的初次就业率仅为 78.4%）。

图表 28: 旗下大学学生近三年毕业和就业情况



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

2.3 牵手英皇强强联手: 树立培训品牌地位, 形成产业链闭环双向输出

- 携手英皇提供演艺培训, 形成产业链闭环, 树立高端培训品牌定位。**公司与英皇娱乐合作, 于 2019 年开始推出为期 16 天的英皇南广演艺培训班, 培训班导师师资力量雄厚。依仗公司和英皇娱乐在业内较高的认可度与知名度, 首期培训班就有 610 名申请者报名, 公司最终只录取了 30 人成为学员, 培训结束后学员中有 4 人与英皇娱乐签约, 实现人才输出。公司布局培训领域, 定位高端品牌, 凭借业内多年积累下的经验及资源, 在师资力量、课程设置、人才出口等多方面具备优势。

图表 29: 英皇南广演艺培训班师资



来源: 英皇娱乐搜狐博客, 国金证券研究所

3. 未来增长空间：三大业务内生增长空间充分，外延并购或存机遇

3.1 传媒艺术高教：多重红利促量价双增，为收入增长提供确定性空间

- **学校容量尚有翻倍扩张空间，扩建计划持续稳健推进。**南京传媒学院共有土地 1600 亩，目前已使用土地仅 800 亩，未充分利用的土地为扩建宿舍、教学楼以及其他必要设施提供充足空间。2019/2020 学年学校容量 1.48 万人，校舍利用率已经超过 96%，公司于 2019 年 1 月启动二期扩建计划，预计到 2021 年投资共计 4 亿人民币，新建完成可容纳 4000 位学生的宿舍，届时在现有学校容量的基础上将再提升 27% 的容量空间，若公司对现有土地充分利用，则学校容量在现有基础上有近 100% 的翻倍空间，总容量可达到约 3 万人。

图表 30：南京传媒学院在读学生数，学校容量及学校使用率

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020
四年制本科课程在读学生	11548	11872	12346	12930
两年制专升本课程在读学生	920	1136	1169	1326
在读学生总数	12468	13008	13515	14256
学校容量	12800	13216	14204	14804
学校使用率	97.4%	98.4%	95.1%	96.3%

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **量：南京传媒学院各层次在读学生人数受需求端、政策端、供给端等多重利好因素影响，有望进一步增长。**
 - **需求端来看，需求旺盛，竞争激烈：**南京传媒学院报考人数众多，学生就读需求旺盛，学校现有招生名额有限，入学竞争激烈，2016/2017-2019/2020 学年申请本校艺考人数 CAGR 为 19.9%，2019/2020 学年有超过 6.3 万名学生参加校考，最终仅有约 4.3% 的学生被录取，报录比高达 23.5:1。

图表 31：南京传媒学院报考人数及录取人数

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020
参加本校艺术入学考试人数	36689	52863	58092	63176
本校艺术类席位总名额	2324	2524	2360	2694
报录比	15.8:1	20.9:1	24.6:1	23.5:1

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **政策端来看，专升本扩招+独立学院转设优惠政策双重利好：**①2020 年 2 月 28 日，国务院联防联控机制举行新闻发布会上，教育部副部长翁铁慧表示，今年将扩大普通高校专升本规模，同比预计扩招 32.2 万人，受此政策红利影响，全国各地多校在专升本招生上均有扩招计划。江苏省教育厅 4 月发布《关于做好 2020 年“专转本”扩招工作的通知》，公布 2020 年全省普通高校“专转本”统考计划扩招 13635 人，计划总数为 30285 人，扩招幅度约 82%。②2020 年 5 月教育部办公厅发布的《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》中明确提到“对按期完成转设的举办高校和转设后独立设置的学校，在招生计划、项目申报、专业设置等方面给予倾斜支持”。公司旗下大学 2020 年 3 月正式由独立学院转为本科层次民办普通高等学校，办学定位于应用型高等学校，是江苏省 2020 年第一所完成转设的独立学院，未来有望获得更多招生名额。2019/2020 学年学校本科课程在校内 1.43 万人，今年招生计划约为 4700 人，其中 3700 个名额为普通本科，1000 个名额为专升本，同比均有所增加，预计未来 3-5 年招生名额有望达到 5000-5500 人，本科在校生能达到 2 万左右体量。

- **供给端来看，国际教育和继续教育发展空间大：**除受教育部门限制的本科和专升本招生名额外，学校提供国际课程及继续教育课程招生人数均不受招生名额限制。

图表 32：近四年特色课程在读学生数

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020
国际预科课程在读学生	42	41	166	410
继续教育课程在读学生	72	58	36	301

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **①国际教育方面：**学校目前已与全球 60 余所全球传媒艺术领域的一流大学建立了校际合作关系，2+2 国际本科联合课程项目海外合作院校为世界顶尖传媒艺术名校，对艺术类专业学生具有较强吸引力，除了 2+2 项目之外，学校还提供一年制国际本科预科项目（韩国），面向伦敦艺术学院等艺术类名校的本科预科项目（今年新增，预计招生 30 人）和一年制的硕士预科项目（今年新增）。除现在已经推出的项目外，未来公司还有国际博士预科项目等可拓展的空间。生源方面，学校拥有近 200 所高中学校的生源发展基地，多为国际化视野宽阔的民办高中，同时国际学院与学校艺考渠道可以进行生源信息共享。2016/2017-2019/2020 学年间，国际课程在读学生数 CAGR 为 113.7%，2019/2020 学年达 410 人，国际教育课程计划今年招生 450 人，未来 3 年国际教育在读学生有望达到 1200 人。

图表 33：部分合作院校及合作项目详情

合作院校	所在国家/地区	合作项目	合作院校优势
伦敦艺术大学	英国	本科预科项目	由 6 所世界闻名的艺术、设计、服装、传媒等学院组成，是全世界最优秀的艺术学院之一，近年 QS 世界大学学科排行榜第 2 位，本科排名第 1 位
爱丁堡大学	英国	本科预科项目	全英排名前列的综合性研究型大学，英国老牌顶尖学府，英国罗素大学集团成员，世界排名前 20 的顶尖名校，其下属爱丁堡艺术学院是欧洲最大、建校历史最长的艺术学院之一
格拉斯哥艺术学院	英国	本科预科项目	英国最古老的独立艺术院校之一，QS 世界大学专业排名中，其艺术设计专业名列世界第 8 位，英国第 3 位
拉夫堡大学	英国	本科预科项目	世界一流公立研究型大学，TIMES 全英排名最高第 7 位，该校体育管理、传媒、艺术与设计等 20 多门学科稳居全英前 10 位
利兹大学	英国	本科预科项目	世界百强名校，英国顶尖级学府，多次全英排名前 10 位，英国罗素大学集团创始成员
南安普顿大学	英国	本科预科项目	英国罗素大学集团成员，世界百强名校之一，近年 QS 世界大学排名最高至第 81 位，其下属温彻斯特艺术学院至今已有 140 多年的历史，传媒专业最高位于英国第 7 位
伦敦金斯顿大学	英国	本科预科项目	百年历史的综合性大学，其艺术设计专业在 2020 年英国《卫报》设计专业排名中位列英国第一，艺术设计专业常年位列 QS 世界大学排名前 50 位
威斯敏斯特大学	英国	本科预科项目、国际本科联合课程项目合作专业：数字媒体传播、电视制作	世界的十大新闻传媒学院之一，被称为伦敦市中心的传媒帝国，校区位于 BBC 广播电台旁，传媒专业全英领先，常年位列英国前 3 位，世界前 50 位
伦敦大学金史密斯学院	英国	本科预科项目、国际本科联合课程项目合作专业：媒体与传播、设计	专攻传播媒体与文化创意、艺术等课程。近年中，其传播学专业与媒体研究专业 QS 世界大学学科排名成绩曾至全球第 7 位，全英第 2 位；艺术设计排名成绩曾至全球第 11 位，全英第 4 位
纽卡斯尔大学	英国	本科预科项目	英国最好的二十所大学之一，英国罗素大学集团成员，近年 QS 世界大学排名最高 127 位，其传媒专业、艺术设计专业在英国最高排名为第 3 位
提赛德大学	英国	硕士预科项目、本科预科项目、国际本科联合课程项目合作专业：电影电视制作、广播媒体制作等	英国现代大学第 2 位，国际学生满意度全英第 1 位。其计算机动漫和视觉特效专业一直享有良好的声誉，被评为全球前 20
伯明翰城市大学	英国	本科预科项目	集艺术、建筑、设计和传媒教育为一体，被评为全英十佳艺术设计学院。其伯明翰珠宝学院最初由伯明翰珠宝和银器协会建立，现已成为英国排名第 1 位、欧洲规模最大的珠宝学院
谢尔丹学院	加拿大	本科预科项目	综合类公立高等学院，素有动画界“哈佛”的美誉，是动画设计师的摇篮。该专业在全世界排名第 1 位，与迪士尼等机构有长期合作，其毕业生也曾多次获得奥斯卡提名
皇家墨尔本理工大学	澳大利亚	本科预科项目	全澳历史最悠久的高等学府之一，同时为澳大利亚科技大学联盟中的五所科技大学之首，世界顶尖大学。其艺术与设计专业在 2018 年 QS 排名中位

			列 11 位，同时也为全澳之首
梅西大学	新西兰	本科预科项目	新西兰最大国立大学、亚太地区百强名校；商学院新西兰第 1 位，拥有新西兰最佳艺术学院
香港浸会大学	中国香港	国际本科联合课程项目合作专业：媒体及社会传播、综合传播管理学、新媒体及创意写作等	全球十大新闻名校、香港著名八大公立大学之一、亚洲传媒排名第一，传媒学院下设的电影学院为全球十大电影学院
考文垂大学	英国	硕士预科项目、国际本科联合课程项目合作专业：媒体制作、媒体与传播、摄影、平面设计	英排名第 12 位，工业设计欧洲第 1 位、全球第 3 位，媒体制作与摄影专业全英第 1 位
旧金山艺术大学	美国	国际本科联合课程项目合作专业：动画、平面设计、影视特效	美国规模最大的私立艺术高校，曾培养出众多著名的设计师，平面设计学院全美 Top20，时装设计学院全美 Top10。
迈阿密大学	美国	国际本科联合课程项目合作专业：商业学、传播学、艺术管理等	美国历史最悠久的公立大学之一，全美排名 79 位，首批“公立常春藤”的创始校，全美最佳本科教育排名第 2 位。
纽约电影学院	美国	国际本科联合课程项目合作专业：电影制作、表演、3D 动画	全球最大的独立电影学院
麦考瑞大学	澳大利亚	国际本科联合课程项目合作专业：媒体与传播、商务管理、管理学	澳洲最高级别大学，全澳排名第 10 位，QS 全球前 2%；传媒专业澳洲第 5 位，MBA 全澳第 1 位。
城西国际大学	日本	国际本科联合课程项目合作专业：媒体学、艺术设计等	日本著名私立大学，城西大学的姊妹学校，传媒学部在日本排名前茅。四大校区分布在东京及周边，地理位置优越，就业率 100%。

来源：学校官网，国金证券研究所

- **②继续教育方面：**南传继续教育学院是全国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（2019 年获得办学资质），院内开设新闻学、播音主持、广播电视编导等多个王牌专业。学生在校期间通过江苏省教育考试院和学校组织的各科考试且成绩合格，可获得江苏省自考委员会颁发的南京传媒学院署印章的自学考试毕业证书，国家承认学历，教育部电子注册，符合学士学位授予条件者，可授予“南京传媒学院学士学位”。2016/2017-2019/2020 学年间，国际课程在读学生数 CAGR 为 61.1%，2019/2020 学年在读人数达 301 人。继续教育全日制自考助学主要针对的是高考后未被心仪学校录取的人群，潜在学生数量大。对标江苏省其他高校的继续教育学院（同样具有教育厅批准的自考助学资质，并且有全日制的自考助学课程项目），如扬州大学继续教育学院自学考试教育注册学生达 9000 多人，南京财经大学继续教育学院自学考试有 14 个自考助学专业，考生 5800 多人，南京传媒学院的继续教育业务未来发展空间大，继续教育课程今年计划招生 1200-1500 人，预计未来 4 年继续教育在读学生规模有望达到 6000-8000 人。
- **价：**南京传媒学院有望享转设红利，本科收费存放开预期，国际教育本身定位高端，有持续提升空间。
- **传媒艺术类院校是中国民办高教行业的高端领域。**根据弗若斯特沙利文数据，2018/2019 年中国民办传媒艺术类高教平均学费超 1.90 万元/人，高于国内公立传媒艺术高校生均学费 0.97 万/人和普通民办生均学费 1.35 万/人。部分原因是由于传媒艺术类高校办学成本较高，反映在传媒艺术类高校的办校条件上，教育部对艺术院校办学的生师比要求为 11:1，低于大部分其他类别学校（如医学、文科、综合等），生均教学行政用房面积要求为 18 平方米/生，高于大部分其他类别学校。

图表 34：教育部对各类院校办学条件要求

学校类别	基本办学条件指标：合格（本科）		基本办学条件指标：限制招生（本科）	
	生师比	生均教学行政用房（平方米/生）	生师比	生均教学行政用房（平方米/生）
综合、师范、民族院校	18	14	22	8
工科、农、林院校	18	16	22	9
医学院校	16	16	22	9
语文、财经、政法院校	18	9	23	5
体育院校	11	22	17	13
艺术院校	11	18	17	11

来源：教育部官网，国金证券研究所

- **南传转设后本科学费预计有超 100% 提价空间。**南京传媒学院原本为独立学院，学费定价相对受限，于 2013 年 9 月提高本科课程学费后，至今尚未再次提高学费，现本科学费收取标准为一学年 14000-18000 元/人。转为独立设置的本科层次民办普通高等学校后，预计学校拥有更为灵活的自主定价权。2018 年 6 月，江苏省物价局、教育厅决定该年起开展放开部分民办高校学历教育收费试点工作，选择三江学院、无锡太湖学院、南通理工学院等三所独立设置的民办普通本科院校为首批试点学校。以无锡太湖学院为例，试点前 2017/2018 学年学费为 14000-16500 元/人，试点开始后 2018/2019 年学费为 18000-23000 元/人。参考其他可比传媒艺术高等教育学校的收费标准，南传作为传媒艺术类院校中的翘楚，其目前收费尚低于行业平均值，本科学费预计有超过 100% 的提价空间。

图表 35：传媒艺术类民办高校本科课程学费情况（元/生·年）

	2018/2019	2019/2020	2020/2021
南京传媒学院	14000-18000	14000-18000	14000-18000
浙江传媒学院华策电影学院	58000	58000	58000
上海视觉艺术学院	25000-38000	25000-38000	30000-50000
北京电影学院现代创意媒体学院	35000-48000	48000-62000	35000-62000
武汉传媒学院	23000-25800	23000-25800	23000-25800
河北传媒学院	23000	23000	23000
辽宁传媒学院	18000	18000	23000
四川传媒学院	15000-18000	15000-18000	17000-20000

来源：学校官网，国金证券研究所

- **特色课程中的国际预科课程和继续教育课程的学费均不受教育部学费审批所规制。**国际课程定位高端，2019/2020 学年 2+2 国际本科联合课程项目学费为 7.8 万元/人/年，一年制国际本科预科（韩国）项目学费为 5.8 万元/人/年，2020/2021 年两个项目学费分别为 8.8 万元/人/年和 6.8 万元/人/年，同比提升 1 万元/人/年，今年新开设的面向艺术类名校的本科预科项目学费为 13.8 万元/人/年，教材费 2000 元/人/年，住宿费 5000 元/人/年，报名及入学测试费 400 元/人/年，另一新开设的硕士预科项目学费为 8.8 万元/人/年，教材费、住宿费和报名及入学测试费与本科预科项目相同。继续教育全日制自考助学本科项目合计 2.42-2.48 万元/人/年（技能学费为 15000 元/人，住宿费 5000 元/年，学历学费为文科专业 4200 元/人和艺术类专业 4800 元/人）。

3.2 艺术培训：强需求市场空间大，原业务积淀下协同效应有望助力发展

- 公司于 2019 年开始拓展艺术培训业务，开展了为期 16 天的“英皇南广演艺培训班”，提供高端演艺培训服务，2020 年新增少儿艺术培训和艺考培训两大板块。未来艺术培训业务将围绕三大板块开展：高端演艺培训班、艺考培训和少儿培训。

- **艺术培训业务与公司原有影视制作及传媒艺术教育两大业务有较强的关联度，有望产生协同效应。**①原影视制作及高等教育业务为公司形成了良好的声誉，优秀的影视作品及较高的学生竞争力支撑了集团的强品牌力，吸引众多培训机构前来寻求合作，有望为公司输送更多生源，助力其较快打开市场。②同时公司在影视娱乐文化传媒行业深耕多年，对行业有着丰富的经验和独到的认识，也积累下了多方的资源，无论是师资力量、课程设置、人才输出等多方面，均有较强的协同效应。

高端演艺培训班：2019年公司与英皇娱乐合作成立的“英皇南广演艺学院”是高端演艺培训班的开展载体。高端演艺培训班以提供顶尖的艺术培训服务为抓手，满足学员在演艺道路上全面技能提升的需求，启发学员的演艺潜能，主要针对的是已有一定基础的学员。2019年8月推出了首个英皇南广演艺培训班，16天的培训课程收取培训费2.08万元，610人报名最终仅录取30人，高举高打的高端定位取得了良好的市场反响。2020年4月，公司继续挖掘高端演艺培训市场，与英皇娱乐集团联合推出表演艺术联合培训计划《金牌艺人计划》，1个月的培训课程收费4.5-9.8万元等，未来有望将继续深入与英皇娱乐在这方面的合作形式，进一步推广高端演艺培训业务。目前公司于南广校内开设的高端演艺培训班场地，一期可接纳100人，一年预计可接纳学员1200人次。

图表 36：金牌艺人计划详情

课程类别	课程周期	课时数量	课程费用	招生人数	课程内容	学员福利
初级班计划	4 星期（习六休一）	144 课时（每日 6 小时）	45000 元/人（包住宿）	25 人/班	36 节表演课，36 节台词课，36 节形体课，18 节播音课，18 节声乐课，每节课 60 分钟	结业证书，优先报名参加其他演出活动，本计划积分考核排名前 20 位，拥有报读进阶班资格
进阶班计划	4 星期（习六休一）	144 课时（每日 6 小时）	60000 元/人（包住宿）	20 人/班	36 节表演课，36 节台词课，36 节形体课，18 节播音课，18 节声乐课，每节课 60 分钟	结业证书，职业艺人形象照，职业艺能纪录片，优先报名参加其他演出活动，本计划积分考核排名前 15 位，拥有报读大师班资格
大师班计划	4 星期（习六休一）	144 课时（每日 6 小时）	98000 元/人（包住宿）	15 人/班	72 节表演课，24 节音乐课，36 节舞蹈课，12 节造型课，每节课 60 分钟	结业证书，优先报名参加其他演出活动，本计划结束后将接受艺人经纪部面试，有机会直接签约

来源：中国传媒大学南广学院公众号，国金证券研究所

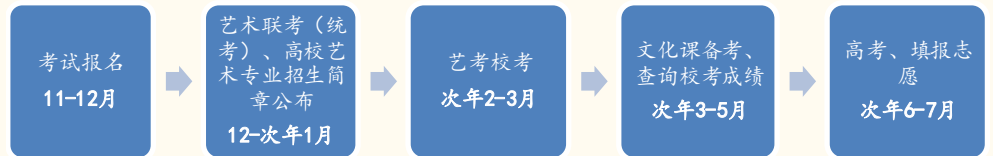
艺考及少儿艺术培训：①我国每年艺考生超过 100 万人规模，且呈现逐年稳定增长趋势，艺考培训具有需求相对刚性且客单价较高的特点，市场规模预计在 234-351 亿元。公司计划通过 To B+To C 结合模式开展艺考培训业务——运用 To B 的模式与全国的培训机构建立合作关系，培训机构向公司输送生源，进行艺考集训服务，扩大了集训业务的学生来源范围；同时以 To C 小班化模式提供常态化艺考培训服务。公司传媒艺术业务端多年积累下的丰富经验及行业资源，有利于培训业务的开展。艺考培训行业存在集中度低、市场欠规范的问题，目前市场有超 8000 家培训机构，在市场逐步规范化的过程中，依靠优质的教学能力、办学质量的机构预计走得更长远。②少儿艺术培训市场空间广阔，市场规模超 1000 亿元，公司计划定位高端市场，从 2020 年下半年起开班，优先布局参培意愿更高的城市区域，目前在北京和南京等地有设立培训点。

3.2.1 艺考培训：百万考生需求刚性高客单价，百亿市场格局分散

- **艺考流程：艺术联考+艺术校考（部分艺术高校/部分艺术专业）+高考。**艺术联考（统考）是指国内各省比较权威的、教育部备案的各大艺术类院校组织，对于高中三年级艺术类考生，在高三的第一学期末举行的一次综合的专业考试，通常刚在每年 12 月到次年 1 月。为了更好的选拔人才，很多艺术类高校独立设置考试（校考）进行进一步考察，如中央美术学院、中央戏剧学院、北京电影学院等，校考通常在次年 2-3 月。相比于联考，校考的专业性更强、难度更大，并且只有通过联考的艺术考生才有资格报

考。校考结束后次年 3-5 月艺考生回到本校进行文化课备考，最终在次年 6-7 月进行高考和志愿填报。艺术类考生最终成绩会同时参考专业成绩和高考成绩，不同学校占比不同。艺术类统考指定书目较少，考试灵活，主要考察考生的长期积累以及现场发挥能力。不同专业考察内容不同，专业性较强，如美术类统考考察素描、速写、色彩三部分，编导类统考侧重考生的创作能力和理解能力，考察故事创作、影视剧评论写作、艺术常识三部分。统考具有很强的专业色彩，因此参培需求较为刚性，且多以集训方式进行，考生参加艺考集训的时间长短因个体而异，大部分集中在 7-12 月份。

图表 37：艺考流程



来源：搜狐，国金证券研究所

图表 38：2020 年上海市艺术统考信息

专业（统考时间）	考试科目及分数	具体信息	成绩公布时间
编导类 (2019 年 12 月 7 日)	故事创作：100 分	根据提供的文字、图片等资料，编写相关的故事，字数须达到 1500 字以上。	2020 年 1 月中旬公示合格考生名单
	影视剧评论写作：100 分	考场内当场观看影视剧短片两遍（观摩时间为 30 分钟），要求考生把握影片内容、主题、情节结构、人物形象、人物关系等，抓住印象最深刻的画面和声音进行分析，突出重点，详略得当。评论字数为 1500 字以上。	
	艺术常识：100 分	包含美术/音乐/戏剧文学/电影（分中国、外国两部分）/电视（分电视文艺、纪录片两部分）5 部分，通过填空、选择、匹配、判断、简答、论述题等方式，考查学生的文艺常识。闭卷笔试。	
表演类 (2019 年 11 月 30 日—12 月 1 日)	声乐：100 分	演唱（清唱自备歌曲一首）	
	台词：100 分	学生自备朗诵材料一篇，寓言、散文、故事、诗歌皆可。	
	形体：100 分	学生自备各种舞蹈、武术、健美体操等，无伴奏带。	
	表演：200 分	按指定的题材，由学生做集体小品或生活练习，进行即兴表演。	
播音与主持艺术类 (2019 年 11 月 30 日—12 月 1 日)	文稿朗读：100 分	当场考查学生的基础语音面貌，考察内容为《普通话水平测试专用教材》中的朗读作品。	
	图片述评：200 分	当场考查学生的构思创意、阅读理解及语言组织表达能力，根据指定的图片及图片背景介绍，做一个简要的解读。	
	才艺展示：100 分	考查学生的艺术修养和自我展现能力，考生展示自己准备的才艺。（具有表演性质的其他艺术形式，朗读类除外）。	
美术与设计学类 (2019 年 12 月 8 日)	素描：150 分	考试内容为人物头像、石膏像、静物，考场提供四开画纸，考生自备铅笔或炭笔。	
	速写：150 分	考试内容为人物、场景，考场提供四开画纸，考生自备铅笔或炭笔。	
	色彩：150 分	考试内容为静物、风景，考场提供四开画纸，考生自备水彩、水粉等绘画工具。	
音乐学类 (2019 年 12 月 21 日-22 日)	声乐演唱：100 分	考生自备歌曲三首，内容包括中外民歌、艺术歌曲、创作歌曲、歌剧咏叹调等。考试时由考生本人自选一首，考官抽选一首，共演唱两首。演唱时间不超过 6 分钟。	
	乐器演奏：100 分	考生根据演奏类型可选择钢琴/现代乐器/打击乐/管弦乐器/中国乐器参加考试，背谱演奏，演奏时间不超过 8 分钟。	
	乐理：100 分	考试内容包括音符休止符、常用符号、节奏节拍、音程和弦、调性。参考书目为人民音乐出版社出版的李重光编著的《音乐理论基础》。	
	视唱练耳：100 分	考试内容包括练耳笔试、视唱口试。参考书目为上海音乐出版社出版的《单声部视唱教程》。	

来源：上海市教育考试院，国金证券研究所

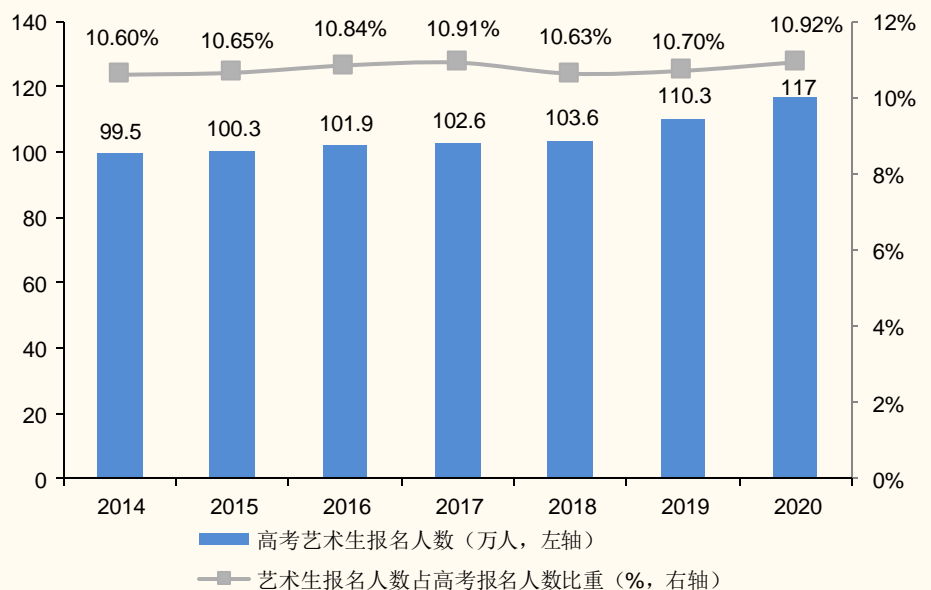
图表 39：2020 年北京市美术类统考信息

专业（统考时间）	考试科目及分数	具体考试时间	具体信息	成绩公布时间	备注
美术类 (2019年12月7日)	色彩：100分	8:30—11:30	考试范围：静物临摹、默写或写生（限于水粉或水彩）。	2019年12月26日	所有科目试卷纸均为8开。
	速写：100分	13:00—13:30	考试范围：人物静态或动态动作临摹、默写或写生。		
	素描：100分	13:50—16:50	考试范围：人物头像、圆雕或石膏像临摹、默写或写生。		

来源：北京教育考试院，国金证券研究所

- **艺考生人数逐年攀升，升学竞争激烈，2020 年达 117 万创新高。**从本科录取率的角度来看，2018 年全国普通本科录取率为 43.28%，艺术类本科录取率为 40.55%，录取比例略低于普通高考，竞争激烈程度更高。从艺考自身来看，2015 年-2018 年间艺考报名人数平稳增长，在 100 万左右，占总高考报名人数比重的 10.7% 左右。2019 年高考报名人数达到 1031 万人，若认为艺考报名人数约占高考报名人数的 10.7%，2019 年艺考报名人数突破 110 万。根据教育部最新公布数据，2020 年艺考报名人数达 117 万人，创历史新高。头部院校竞争更加激烈，从四大高校（北京电影学院、中央戏剧学院、上海戏剧学院、中国传媒大学）报录比情况来看，2019 年四所高校的录取难度均大幅增长，报录比增长幅度在 24%-47% 之间。四所高校热门专业的竞争更加激烈，据中国教育在线统计，中国戏剧学院话剧影视表演专业（北京班）/广播电视节目主持专业的报录比高达 453:1/362:1，中国传媒大学表演专业的报录比高达 385:1。

图表 40：艺考报名人数及占高考报名总人数比重



来源：智研咨询，教育部，国金证券研究所

注：2019 年为假设值

图表 41：2018、2019 年部分艺术类高校报录比情况

学校	2018 年			2019 年		
	报名 (含兼报, 人)	招生计划 (人)	报录比	报名 (含兼报, 人)	招生计划 (人)	报录比
北京电影学院	45077	490	92:1	59059	520	114:1
中央戏剧学院	51698	598	86:1	67946	573	119:1
上海戏剧学院	30929	464	67:1	45884	484	95:1
中国传媒大学	30311	703	43:1	50000	793	63:1

来源：中国教育在线，国金证券研究所

图表 42：2019 年部分艺术类院校热门专业报录比情况

学校	部分热门专业	报名(含兼报, 人)	招生计划(人)	报录比
北京电影学院	表演专业	10454	60	174:1
	摄影系(影视摄影与制作)	3137	18	174:1
	电影学系	2075	20	104:1
中央戏剧学院	话剧影视表演专业(北京班)	10233	25	453:1
	广播电视节目主持专业	9050	25	362:1
	表演系	11441	50	229:1
	电影电视系	19290	90	215:1
	艺术管理专业	2412	20	127:1
上海戏剧学院	播音与主持艺术专业	6468	24	269:1
	戏剧影视表演专业	7727	40	193:1
	美术类专业	8016	70	114:1
	木偶表演专业	2000	18	111:1
中国传媒大学	表演专业	10000	26	385:1
	播音与主持艺术专业	18000	100	180:1

来源：中国教育在线，国金证券研究所

- 艺考培训具有专业性强、客单价高的特点，目标客群支付意愿及支付能力高。由于专业性强，艺考内容相比于中考、高考等大范围同质化的考试，考试科目多样化明显、专业性更强，相应的艺考培训需求较为刚性，因此参培率高。大部分艺考培训机构的课程价格公开度不高，相较价格透明的 K12 培训具有更多的溢价空间和更高的价格灵活度，因为专业性强，师资成本更高，其客单价也明显高于其他培训赛道——举例来看，播音影视类艺考培训机构中影人，其播音主持专业与影视表演专业课程价格在 3-20 万不等；美术类艺考培训机构荷马画室，有不同指向性的课程，为期 4 个月的班型价格在 3-7 万之间，还可以搭配更具针对性的选修课程，选修课程价格集中在 1 万/20 天。美术教育第一股老鹰画室长期班课程价格在 4-12 万不等，其中校考班比联考班价格更高。从艺考培训的目标客群来看，参加艺考的学生大多已有较长时间投入在艺术类课程学习且具有相对明确的求学路线规划，其支付意愿和支付能力通常较高。

图表 43：中影人播音主持专业、影视表演专业课程价格

专业	班型	学费(元)	时长
播音主持专业、影视表演专业	基础班	34900	1 个月
	提高班	35900	1 个月
	冲刺班	36900	1 个月
	无忧班	107700	3 个月
	4 个月	144600	4 个月
	5 个月	180500	5 个月
	全程	215400	6 个月
	1 对 1	1000	45 分钟

来源：中影人官网，国金证券研究所

图表 44: 荷马画室课程价格

荷马画室·收费明细						选修课程简介及收费标准					
2020—2021学年						选修课程	课程周期	费用	针对院校		
班型简介及收费标准						央美设计课	20(天)	¥10000	中央美院等		
班型	类型	费用	师生配比	针对院校	招收标准	央美建筑课	15(天)	¥10000	中央美院等		
综合班	状元名校班	¥38800	1:20-25	全国省联考+北京服装学院、北京印刷学院、北京舞蹈学院、中国戏曲学院、吉林艺术学院、广西艺术学院、山东艺术学院、云南艺术学院等	/	央美实验艺术课	15(天)	¥10000	中央美院等		
重点班	美院设计班	¥53800	1:20-25	四川美术学院+广州美术学院 江南大学、东华大学; 鲁迅美术学院+吉林艺术学院、天津工业大学等	/	动漫游戏课	20(天)	¥10000	北影、中传+山东艺术等		
	美院造型班			清华美院、中央美院、中国美院、四川美院、西安美院、天津美院、鲁迅美院、广州美院、985名校、211名校等	/	戏剧影视课	20(天)	¥10000	中戏、中传+上戏等		
精品班	清央设计班	¥68800	1:15	清华美院、中央美院等 文化课480分+	开设央美建筑、实验艺术、美术学&史论课程	美院&综合设计课	15(天)	¥7000	六大美院+全国名校等		
	央美设计班			中央美院等	/	美术学&史论课程	10(天)	¥5000	清华、央美及其他美院等		
	美院设计班			六大美院+全国名校等	/	注: 选修课程适用于以上所有班型, 可供各班同学根据艺考规划进行选择; 均在9—12月期间开课。					
	影视造型班			八大美院+中央戏剧学院、中国传媒大学、上海戏剧学院等	/	荷马艺考专属文化课					
弟子班	荷马峥峥弟子班	需选拔	1:10	清华美院、中央美院、中国美院等	/	文化课	①分省学习, 文理分科教学; 美术生专属学习教案 ②新东方授课, 优质师资, 专业艺考文化团队 ③文化课课程安排在8月/9月/10月三个月, 共80课时				
假期班	暑期提升班	¥4800/月	1:20-25	五年级至高二年级美术生及兴趣爱好者均可		¥4000					
	基础兴趣班										

来源: 荷马画室官网, 国金证券研究所

图表 45: 老鹰画室课程价格

学费及班型设置				
学习时长 班型设置	暑期班 单月	校考班 7月-校考结束 (浙江省学考后 ——校考结束)	浙江省联考试 学考-联考结束	班型介绍
平行班	7800元	46800元	42800元	每个科目不超过25名学生配置1名专业教师, 师资配置均为资深、专职教师。
精品班	12800元	76800元	65800元	每个科目不超过16名学生配置1名专业教师, 师资配置以教学组长和教学带头人核心。
校长班	/	119800元	/	每个科目不超过12名学生配置1名专业教师, 各校区校长及副校长负责教学进度的编排把控, 参与日常一线教学工作。 校长班需经考试才能录取。

来源: 老鹰画室官网, 国金证券研究所

- 艺考培训市场规模约在 234-351 亿元, 发展空间大。根据智研咨询数据显示, 2019 年我国艺考培训市场规模约 99.8 亿元, 但我们认为由于艺考培训具有高客单价和高参培率的特点, 市场规模高于这个水平, 假设行业客单价在 4-5 万元, 参培率在 50%-60%之间, 以 2020 年艺考报考人数为 117 万人为基数进行测算, 我国艺考培训市场规模约在 234-351 亿元之间。

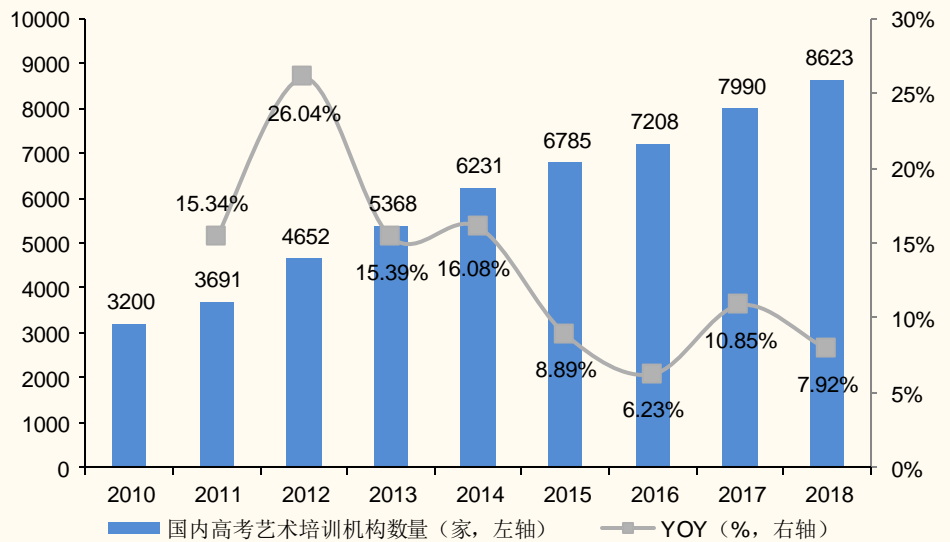
图表 46：艺考培训市场规模测算

课单价 (万元)	参培率					
	30%	40%	50%	60%	70%	80%
2	70	94	117	140	164	187
3	105	140	176	211	246	281
4	140	187	234	281	328	374
5	176	234	293	351	410	468
6	211	281	351	421	491	562
7	246	328	410	491	573	655

来源：国金证券研究所测算

- 艺考培训机构众多，市场高度分散，行业集中度低。高考艺术培训机构而言，在 2010 年-2018 年间，艺术培训机构由 3200 家增长至 8623 家，平均每年新增 678 家机构。其中小机构居多，市场分散度高，缺乏全国性品牌，百亿规模的市场中，目前头部机构收入体量在 1-3 亿左右。

图表 47：高考艺术培训机构数量



来源：智研咨询，国金证券研究所

艺考培训行业市场分散主要原因：①招考专业多，专业差异明显：根据《普通高等学校本科专业目录》(2020 年版)，艺术学门类包含艺术学理论类、音乐与舞蹈学类、戏剧与影视学类、美术学类、设计学类 5 大类，共 48 个专业。每个专业具有明显的自身特色，细分赛道众多。②区域化差异，校考各有特色：首先艺考生需参加以省为单位的联考，联考内容不尽相同，不同省市的侧重点不同。其次，校考内容针对性较强。联考+校考的区域化特点使得艺考培训机构必须提供差异化教学，培训地点分散。③多为线下课程，对土地、硬件设施等资源依赖度高：艺考课程多为线下授课，并且多数艺考培训机构提供集训营课程，相比于线上模式，线下模式对培训机构的教学面积、授课教师数量等方面要求更加严格，集训营还需配备相应的住宿、餐饮等条件。

图表 48：艺术学门类细分

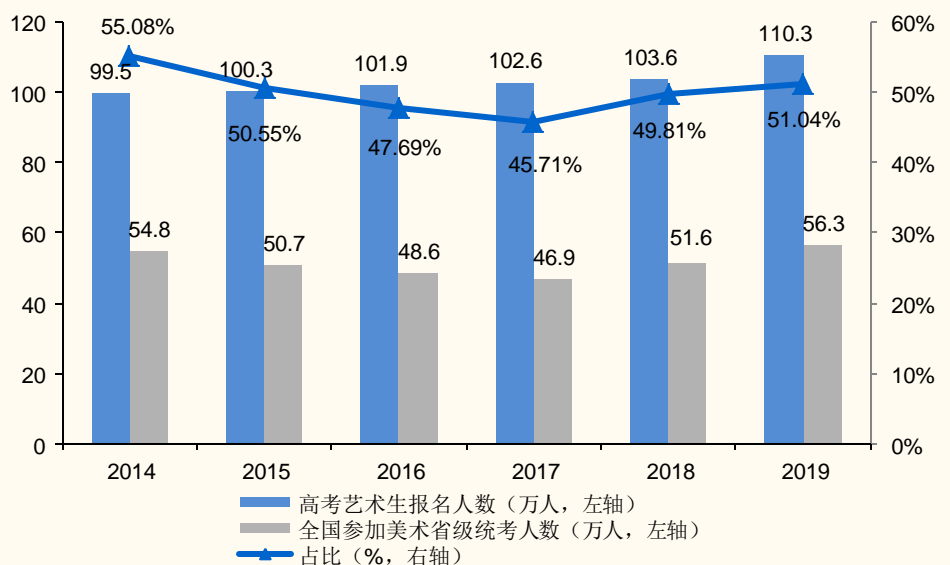
类别	专业
艺术学理论类	艺术史论、艺术管理
音乐与舞蹈学类	音乐表演、音乐学、作曲与作曲技术理论、舞蹈表演、舞蹈学、舞蹈编导、舞蹈教育、航空服务艺术与管理、流行音乐、音乐治疗、流行舞蹈
戏剧与影视学类	表演、戏剧学、电影学、戏剧影视文学、广播电视编导、戏剧影视导演、戏剧影视美术设计、录音艺术、播音与主持艺术、动画、影视摄影与制作、影视技术、戏剧教育
美术学类	美术学、绘画、雕塑、摄影、书法学、中国画、实验艺术、跨媒体艺术、文物保护与修复、漫画
设计学类	艺术设计学、视觉传达设计、环境设计、产品设计、服装与服饰设计、公共艺术、工艺美术、数字媒体艺术、艺术与科技、陶瓷艺术设计、新媒体艺术、包装设计

来源：《普通高等学校本科专业目录》（2020 年版），国金证券研究所

细分市场存在机遇——

- **美术类考生占比 50%，行业标准化程度高，头部公司市占率有望持续提升，存在整合机会。**根据艾瑞网数据显示，近些年美术统考人数在 50 万人左右波动，占艺考人数比重较大。由于美术类艺考培训发展多年，有比较成熟的培养体系和教学方法，师资供给端也更为充足，行业标准化程度在逐步提升，未来美术艺考培训行业头部公司市占率有望持续提升。据芥末堆统计，2018 年，水木源、华卿、老鹰、白塔岭、厚一、孛生、荷马 7 大画室取得九大美院合格证书数量颇多，获得 TOP3 美院合格证的学员数占各美院发放合格证数量（约录取人数的 4 倍）的 20% 左右，其中，清华大学美术学院占 26%，中国美术学院占 44%，中央美术学院占 18%。头部画室教学质量高，已具备标准化基础，存在扩张整合的机会。
- **传媒表演类考试主观度高，尚未形成标准化教学模式，产业链布局机构携优质资源入场或具优势。**艺考培训机构携手传媒影视行业资源入场，有助于培训机构树立品牌形象，明确教学方向，组建优质师资队伍，吸引多方生源。

图表 49：美术统考人数占比



来源：艾瑞网，教育部，国金证券研究所

图表 50：2018 年各地头部画室取得九大美院合格证数量

美院	北京画室		杭州画室				重庆画室
	水木源	华卿	老鹰	白塔岭	厚一	孛生	荷马
清美	121	47	14	5	18		45
国美		81	1112	591	604	约 100	357
央美	218	162	91	25	22		67
广美		15	31	24	84		
川美		42	301	94	171		965
西美		92	946	558	436	约 300	
津美		86	344	113	58		
鲁美		40	362	506	86		
湖美		16	313	500	217		
总计	-	581	3514	2416	1696		1434

来源：芥末堆，国金证券研究所

注：校考院校发放合格证数量一般为招生计划的 4 倍，部分数据统计不完整。

图表 51：7 大画室升学情况

美院	清美	国美	央美	广美	川美	西美	津美	鲁美	湖美
报考人数 (人)	15000	78000	40098	24000	111700	60000	44572	80000	40000
录取人数 (人)	240	1621	811	1119	1500	1500	980	1676	2240
7 个画室合格证数量 (个)	250	2845	585	154	1573	2332	601	994	1046
占合格证比例	26.04%	43.88%	18.03%	3.44%	26.22%	38.87%	15.33%	14.83%	11.67%

来源：芥末堆，国金证券研究所

注：校考院校发放合格证数量一般为招生计划的 4 倍，占合格证比例=7 个画室合格证数量/(4*录取人数)

3.2.2 少儿培训：符合素质教育发展趋势，千亿市场空间广阔

素质教育驱动少儿艺术培训行业蓬勃发展，细分赛道多。随着生活水平的提高，家长更加注重孩子综合发展以及艺术素质的培养，少儿艺术培训课程发展种类多样，如美术、舞蹈、乐器、戏剧等。具体来看，根据智研咨询数据，目前在众多少儿艺术培训课程中，消费者更加偏好音乐、美术、舞蹈类课程，偏好占比分别为 50.6%/44.70%/29.70%。与需求端相符，少儿艺术培训市场规模前三名的培训种类依次为音乐培训、舞蹈培训和美术培训，占少儿艺术培训主要市场行业规模的 36%/31%/25%。

图表 52：少儿艺术培训类别（部分）

少儿艺术培训类别（部分）	具体内容
美术类	水墨画、油画、水彩画、水粉画等
舞蹈类	芭蕾、现代舞、古典舞、民族舞、街舞、华尔兹、拉丁舞、肚皮、踏舞、爵士舞、儿童舞等
乐器类	民族乐器、打击乐器、西洋乐器等
手工类	扎花、剪纸、剪裁等
戏剧类	京剧、豫剧、越剧、评剧、秦腔等
表演类	小主持人、朗诵、儿童剧表演等
书法类	软笔书法、硬笔书法等

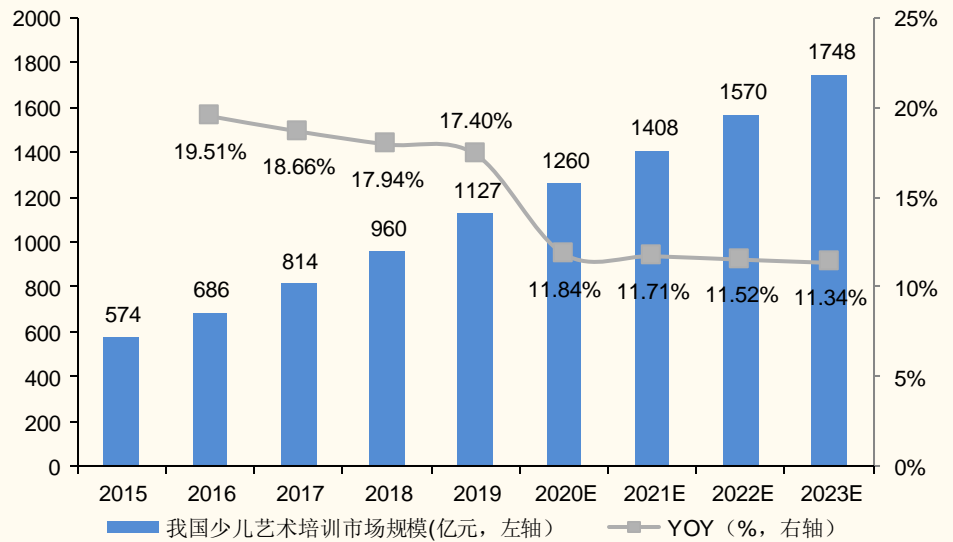
来源：少儿培训，国金证券研究所

少儿艺术培训是一个长期的培训市场，参培需求弱于艺考培训，但呈现提高趋势。相比于艺考培训，少儿艺术培训更偏向于素质培养而非用于满足应试需求，因此参培需求弱于艺考培训，但是近些年，越来越多的家长意识到了孩子全面发展的重要性

，艺术类培训支出意愿增强，同时国家也鼓励学生提升自身的艺术素养，2017年，江苏、河南率先响应中央号召，将音乐、美术纳入中考范围，明确规定音乐、美术考试分数将计入中考总分，参培需求呈现提高趋势。在客单价方面，少儿艺术培训课程价格一般高于普通课程培训，以头部少儿美术培训机构小央美（上海浦东新区校区）为例，其主要开设3-14岁少儿美术课程，少儿美术课程价格在3000元左右（约10节课），平均小时价格超过170元。

少儿艺术培训市场广阔，2023年预计达到1748亿元。根据智研咨询数据，2019年我国少儿艺术培训市场规模突破1000亿，2015-2019年CAGR为18.4%。我们以2019年K9在校生人数（2019年K9在校生人数=幼儿园在校生人数+小学在校生人数+初中在校生人数）作为少儿艺术培训的客群基数，随后每年增长1%，假设2020年少儿艺术培训参培率为11.5%，随后每年增长0.5PCTs，2020年平均客单价5500元，随后每年增长6%，2023年少儿艺术培训市场规模预计达到1748亿元，2020-2023年CAGR为11.5%。

图表 53：我国少儿艺术培训市场规模已超过1000亿



来源：智研咨询，国金证券研究所预测

注：2015-2019年为智研咨询数据，2020-2023E为国金预测数据

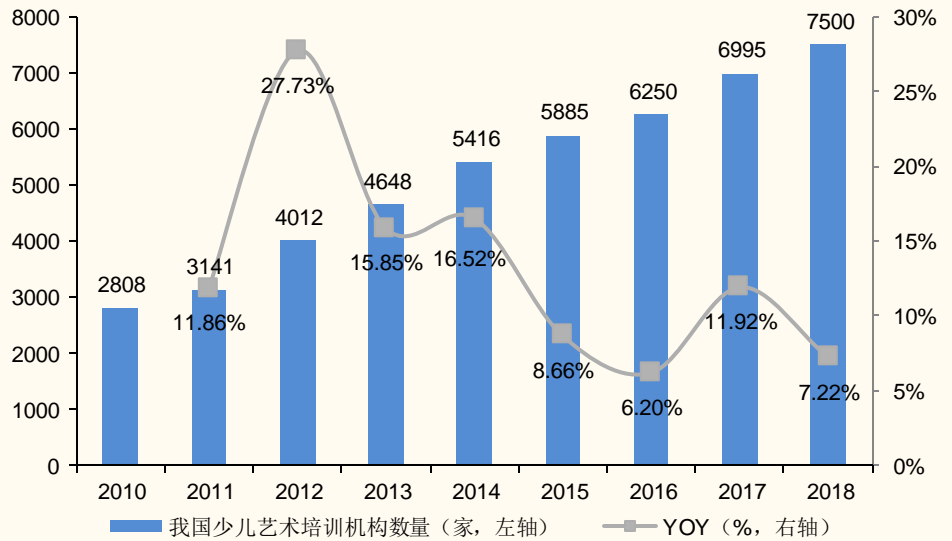
图表 54：少儿艺术培训市场规模预测

	2020E	2021E	2022E	2023E
k9 在校生 (万人)	19927.71	20126.99	20328.26	20531.54
YOY		1%	1%	1%
参培率	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%
客单价 (元)	5500	5830	6180	6551
YOY		6%	6%	6%
少儿艺术培训市场规模 (亿元)	1260	1408	1570	1748
YOY		11.71%	11.52%	11.34%

来源：教育部，国金证券研究所预测

7000 多家少儿培训机构瓜分千亿市场，行业竞争激烈，高定位差异化或存优势。根据智研咨询的数据，2018年我国少儿艺术机构为7500家，其中大型机构数量较少，小型机构数量庞大，培训内容同质化严重，创新性不强，造成市场的激烈竞争。由于少儿艺术培训课程小时单价较高，客群大多为收入水平较高的家庭，支付能力强，未来品牌定位高端，产品差异化，教学质量优异的机构或存优势。

图表 55：我国少儿艺术培训机构数量



来源：智研咨询，国金证券研究所

3.3 影视制作：资源储备足+履约能力强，平稳收入和高盈利水平可期

- 影视优质资源储备充足，多部热门作品正在制作或预备制作中，未来持续作品产出可期。2020年已有《嗨，什刹海》1部电视剧和《别叫我酒神》1部网络电影首播，并预计有电视剧《安静》和网络电影《南太行血池村第一部》在年内制作完成。2021年，公司预计有《清夫人》、《东邪西毒》、《铜婚》和《康熙大帝》4部电视剧和《南太行血池村第二部》1部网络电影完成制作。除此之外，《朝歌》已完成制作，并将于爱奇艺视频在线播出，首播时间尚未确定。现有电视剧和电影的储备数量充足，影视业务平稳收入可期。

图表 56：华夏视听影视制作储备作品（部分）

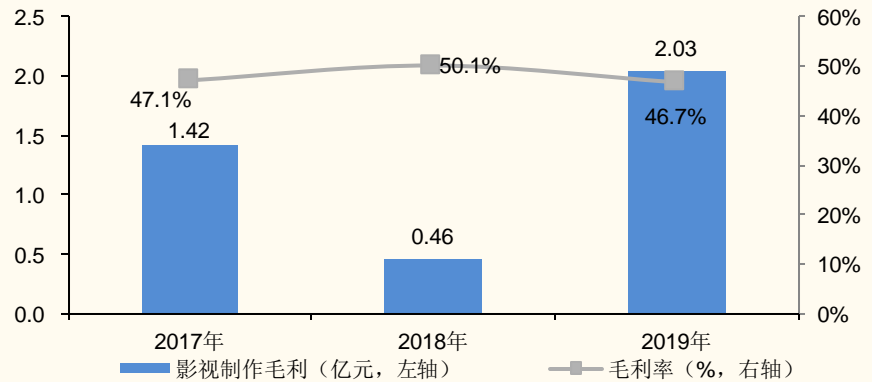
剧名	类型	投资百分比	当前状态	预期完成制作
《朝歌》	电视剧	30%	完成制作，待播出	
《别叫我酒神》	网络电影	50%	完成制作，2020年6月首播	-
《嗨，什刹海》	电视剧	35%	完成制作，2020年7月首播	-
《清夫人》	电视剧	100%	前期制作（剧本创作）	2021年
《东邪西毒》	电视剧	100%	前期制作（剧本创作）	2021年
《铜婚》	电视剧	100%	前期制作（剧本创作）	2021年
《康熙大帝》	电视剧	100%	前期制作（剧本创作）	2021年
《安静》	电视剧	尚未落实	主要拍摄	2020年
《南太行血池村第一部》	网络电影	100%	前期制作（向广电总局备案）	2020年
《南太行血池村第二部》	网络电影	100%	前期制作（向广电总局备案）	2021年

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 打造精品重视质量，影视业务合约履行情况良好。公司与客户订立的若干合约载有保护条款，准许客户于公司交付的母带不符合彼等技术标准或公司制作的电视节目于意料之外情况（如法规或行业政策有变）而禁止播放的情况下终止授权协议。但在往绩记录期间，公司的合约概无遭客户终止，保持了良好的合约履约与变现能力。由于公司影视制作能力受认可，大部分作品在开机时便已确定了买家意向，业务的确定性较高。
- 良好口碑受认可，成本端有优势，高盈利水平有望维持。在2017-2019年公司毛利率水平平均保持在46%以上，远高于行业平均毛利水平，这主要是由于公司精品制作能力广受行业认可，公司成本端议价权较高。同时，公

司涉足网络电影，其具有题材广泛、制作时间灵活的特点，制作成本有望进一步下降。

图表 57：华夏视听影视制作业务毛利率



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 除电视剧与电影外，公司正着手开拓综艺节目制作这一新领域，寻找增长点的同时也有望为教育业务创造出口。2015 年之前，公司曾受多家电视台委托参与电视综艺节目制作。借鉴以往电视综艺节目和电视剧制作的经验，公司开始探索自制综艺节目的新世界。目前，根据 IPO 的介绍，公司与英皇娱乐集团合作的一档网络真人秀综艺《超级实习生》正在制作中。接受公司高等教育和艺术培训的演艺者们，将有机会获得公司影视作品的出演机会和资源，影视业务为公司其他业务提供出口。

3.4 外延并购：民办高校及艺考培训领域均存机遇

- 可用资金充裕。公司的募集资金中计划有 30% (约 3.3 亿港元) 用于收购教育机构和培训机构。截至 2019 年底，公司账上现金及现金等价物总计 1.2 亿元，交易性金融资产共计 8.0 亿元，可用资金充足。
- 在公司三大业务内生发展的同时，外延并购也存在良好机遇。
 - 传媒艺术类高校：据弗若斯特沙利文统计，中国民办传媒及艺术高等教育 2018/2019 学年在校生人数共计 51.98 万人，最大规模的民办传媒及艺术高等教育学校在校生人数为 2.42 万人，市占率约 4.7%，规模排名 2-5 的学校市占率相近，约 2.2%-2.4%，CR5 约为 13.9%，行业集中度低。市场进入方面，中国民办传媒及艺术高等教育行业的进入门槛较高，体现在牌照、土地、运营等多方面均具有进入壁垒。公司作为上市公司，在资金、管理运营等多方面具备优势，有望对行业进行并购整合，计划仍将聚焦于传媒艺术领域，收并购标的以传媒艺术类学校为主，集中资源提高市占，巩固传媒艺术领域的行业地位。
 - 艺考培训机构：艺考培训市场目前呈现出市场高度分散，小机构众多，大龙头机构空缺的格局，公司目前与各地多所艺考培训机构之间维持了较为紧密的合作关系，达到双赢局面。公司未来有望通过收并购艺考培训机构，尤其是在艺考培训中占比较高的美术类培训机构，在艺考培训实现快速布局，取得重要突破。

4. 盈利预测及投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年实现总营收 7.55/9.84/12.73 亿元，同增 1.1%/30.3%/29.4%，分业务来看：
 - 影视制作业务：拥有充足的储备资源，作品产出和收入保持稳定，预计影视制作业务 2020-2022 年营收分别为 3.5/3.6/3.7 亿元。
 - 高等教育业务：受校舍扩建、专升本扩招和转设等多项积极因素驱动，量价双增。①量：普通本科及专升本在校生人数招生名额增加的影响，预计未来三年在校生每年约增加 7%；公司将扩大国际教育和继续教育

学生规模，到 2022/2023 学年预计将分别扩招至 1280/4900 人；非全日制预测稳定在 250 人左右的水平。②价：预计普通本科和专升本学费在 2020 年相对平稳，学校无提费计划，2021 年及之后，定价政策有望放开，预计 2020 年/2021 年分别增幅为 15.6%/16.2%；国际课程定位高端，逐年均有提价计划，且结构性推出差异化课程，预计每年有 8% 左右增幅；继续教育收费相对稳定，预计学费每年 2% 的增速。综合以上量价因素考虑，我们预计高等教育业务 2020-2022 年收入分别为 3.60/4.89/6.43 亿元。

- 艺术培训业务：2019 年推出高端演艺培训业务，2020 年新增少儿艺术培训和艺考培训两块。考虑公司对培训业务的规划和疫情影响，预计少儿艺术培训和艺考培训未来三年的人数分别为 200/800/1500 人和 300/1200/2500 人，客单价在 5 万元的基准上保持 5% 的稳定增速。高端演艺培训客单价测算以“金牌艺人计划”三阶段的平均价格为基准，保持 7% 的增速。预计艺术培训板块 2020-2022 年营收为 0.45/1.34/2.59 亿元。

图表 58：分业务营收预测

分业务营收 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	747.2	755.2	983.8	1273.0
yoy	102.9%	1.1%	30.3%	29.4%
1.影视制作业务	435.5	350.0	360.5	371.3
yoy	376.5%	-19.6%	3.0%	3.0%
2.高等教育业务	311.7	359.9	489.3	642.5
yoy	12.5%	15.5%	36.0%	31.3%
2.1 高等教育-四年本科	-	231.3	278.0	335.8
yoy	-	-	20.2%	20.8%
2.2 高等教育-专升本	-	26.1	37.1	51.7
yoy	-	-	42.1%	39.5%
2.3 高等教育-国际课程	-	49.2	81.0	113.0
yoy	-	-	64.6%	39.4%
2.4 高等教育-继续教育	-	20.7	56.8	101.3
yoy	-	-	174.8%	78.2%
2.5 高等教育-非全日制	-	1.0	1.1	1.1
yoy	-	-	4.1%	5.0%
2.6 高等教育-入学考试费收入	28.2	31.6	35.4	39.6
yoy	11.5%	12.0%	12.0%	12.0%
3.艺术培训		45.3	134.0	259.2
yoy			195.7%	93.5%
3.1 艺术培训-少儿艺术		10.0	42.0	82.7
yoy			320.0%	96.9%
3.2 艺术培训-艺考培训		15.0	63.0	137.8
yoy			320.0%	118.8%
3.3 艺术培训-高端演艺		20.3	29.0	38.7
yoy			42.7%	33.8%

来源：招股说明书，国金证券研究所预测

图表 59：教育业务收入预测-量价分拆

高等教育人数 (学年)	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023
2.1-4 高等教育-全日制	14967	17559	20529	23684
2.1 高等教育-四年本科	12930	13599	14290	15004
2.2 高等教育-专升本	1326	1700	2050	2500
2.3 高等教育-国际课程	410	760	989	1280
2.4 高等教育-继续教育	301	1500	3200	4900
2.5 高等教育-非全日制	254	250	250	250
艺术培训人次 (人)	2019	2020E	2021E	2022E
3. 艺术培训		800	2400	4500
3.1 艺术培训-少儿艺术		200	800	1500
3.2 艺术培训-艺考培训		300	1200	2500
3.3 艺术培训-高端演艺		300	400	500
平均学费 (元)	2019	2020E	2021E	2022E
2.1 高等教育-四年本科	15853	15988	18488	21488
2.2 高等教育-专升本	15853	15988	18488	21488
2.3 高等教育-国际课程		82000	89000	96000
2.4 高等教育-继续教育		19800	20196	20600
2.5 高等教育-非全日制		4000	4200	4410
3.1 艺术培训-少儿艺术		50000	52500	55125
3.2 艺术培训-艺考培训		50000	52500	55125
3.3 艺术培训-高端演艺	20800	67667	72404	77472
平均住宿费 (元)	2019	2020E	2021E	2022E
2.1 高等教育-四年本科	1500	1500	1500	1500
2.2 高等教育-专升本	1500	1500	1500	1500
2.3 高等教育-国际课程	5000	5000	5000	5000
2.4 高等教育-继续教育	5000	5000	5000	5000

来源：招股说明书，国金证券研究所预测

- **毛利率及费用率：**影视制作业务毛利率预计稳中有升，2020-2022 年预计为 47.5%/ 48.0%/ 48.5%，高等教育业务毛利率受到转设脱钩及提价双重因素影响，预计明显提升，2020-2022 年预计为 60.0%/ 66.0%/ 68.0%。艺术培训定位高端，毛利率水平可期，2020-2022 年预计为 55.0%/ 58.0%/ 58.0%。费用率预计稳重有降，2020-2022 年影视制作业务销售费用率分别为 6.8%/ 5.7%/ 4.8%，管理费用率分别为 9.4%/ 9.4%/ 7.6%，高等教育业务的销售费用一直较低，预计未来也将保持在 0.1%的低水平，管理费用率分别为 10.5%/9.5%/9.0%，艺术培训费用率水平预计高于其他业务，销售费用率分别为 15.0%/14.0%/ 13.0%，管理费用率分别为 13.0%/ 12.5%/12.0%。

图表 60：毛利、销售费用和管理费用拆分

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	50.5%	55.6%	49.9%	53.9%	58.3%	60.3%
影视制作业务	47.1%	50.1%	46.7%	47.5%	48.0%	48.5%
高等教育业务	54.4%	57.5%	54.4%	60.0%	66.0%	68.0%
艺术培训	/	/	/	55.0%	58.0%	58.0%
销售费用率	5.5%	2.2%	1.2%	4.1%	4.1%	4.1%
影视制作业务	10.1%	8.5%	1.9%	6.8%	5.7%	4.8%
高等教育业务	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
艺术培训	/	/	/	15.0%	14.0%	13.0%
管理费用率	12.3%	16.9%	9.9%	11.4%	9.9%	9.2%
影视制作业务	4.6%	14.8%	3.9%	9.4%	9.4%	7.6%
高等教育业务	11.9%	13.9%	12.2%	10.5%	9.5%	9.0%
艺术培训	/	/	/	13.0%	12.5%	12.0%

来源：招股说明书，国金证券研究所预测

- **首次覆盖，给予买入评级，目标价 8.75 港元。综合来看，我们认为华夏视听核心看点在于：**①**价：**旗下高等教育业务南传作为民办传媒艺术类高校的翘楚，目前本科生均学费仅 1.6 万元，在政策放宽过程中有翻倍空间。②**量：**学校现有土地可以支撑翻倍扩容，转设后普通本科、专升本均有扩招预期，同时不受招生限制的国际教育和继续教育业务，目前不到 1000 级别，未来数年有望达到 6-8000 人级别。③**扩张性：**公司与英皇合作的演艺培训业务以及 2020 年计划推出的艺考业务（百万考生需求刚性高客单价）和少儿艺术培训业务（千亿市场空间广阔）值得期待，公司具有品牌输出的潜能，且学校和培训行业均存在收并购机遇，公司在手现金充裕，计划聚焦于传媒艺术类高校及具有标准化输出能力的艺考机构。④**产学研一体化：“影视制作+传媒艺术教育”**第一股，公司作为影视制作行业的领先者，拥有《03 天龙八部》，《倚天屠龙记》等获广泛好评的代表作，其对行业的发展、嗅觉和网络，具有天然的优势，在培养传媒的行业人才方面，有着得天独厚的优势。⑤**独特性：**旗下学校在全国范围对学生具有强大吸引力（南传艺考报考人数超 6 万人，录取率不到 5%），而艺考类学生本身又是支付能力较强的学生群体，公司雄踞黄金赛道，具有享受较高估值的基础。我们预计公司实现归母净利润 2.87/4.29/5.71 亿元，同增 62.7%/49.8%/33.0%，调整上市开支及管理费后归母净利为 3.27/4.29/5.71 亿元，同增 8.6%/31.4%/33.0%。2020-2022 年公司对应 PE 分别为 29.3/19.6/14.7x，目前港股教育公司 FY2021 平均 PE 约为 18.9x，考虑到华夏视听学校类型具有稀缺性，高教业务处于确定性较强的快速成长周期，且新业务艺术培训扩张空间大等多重因素，给予一定估值溢价，按照 2021 年 29.4x 给予目标价 8.75 港元，首次覆盖给予买入评级。

图表 61：港股教育公司估值表

证券简称	证券代码	市值 (亿元, 人民币)	净利润 (亿元, 人民币)				对应 PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
中教控股	0839.HK	268	5.93	9.06	11.17	12.80	45.2	29.5	24.0	20.9
宇华教育	6169.HK	225	4.85	7.85	11.67	12.82	46.5	28.7	19.3	17.6
希望教育	1765.HK	158	4.90	6.39	8.41	9.72	32.3	24.8	18.8	16.3
中国科培	1890.HK	107	4.56	5.96	7.17	8.35	23.5	18.0	15.0	12.8
中汇集团	0382.HK	56	2.17	2.99	3.72	4.60	25.6	18.5	14.9	12.1
新高教集团	2001.HK	75	3.86	5.05	6.12	7.34	19.3	14.8	12.2	10.2
中国新华教育	2779.HK	36	2.71	3.25	3.73	4.08	13.3	11.0	9.6	8.8
民生教育	1569.HK	41	3.42	4.28	5.03	5.72	12.0	9.6	8.2	7.2
中国东方教育	0667.HK	360	8.48	9.97	12.52	15.31	42.4	36.1	28.7	23.5
思考乐教育	1769.HK	80	0.95	1.58	2.05	2.61	83.9	50.4	38.8	30.5
行业平均							34.4	24.1	18.9	16.0
华夏视听教育	1981.HK	84	1.77	2.87	4.29	5.71	47.3	29.3	19.5	14.7

来源：WIND，国金证券研究所

注：华夏视听教育为国金预测，其他均为 wind 一致预期，截止 2020 年 8 月 2 日

注：时间为财年口径

风险提示

- **教育政策风险：**民促法尚未落地，存在政策的不确定性。招生配额由相关教育部门设定和批准，扩张可能受限。转设为营利性民办学校后，综合税率或有上升。高教业务学费提价受到政策影响较大，存在不确定性，目前盈利预测中包含 2021/2022 学年及 2022/2021 学年学费均有明显提价的核心假设，若最终提价幅度不及预期，对业绩增长预期有较大影响，但是考虑到一方面独立学院转设后，通常政府层面对于学费管控会有所放松，且近年来江苏省逐步放开部分高校收费试点工作，2018 年 6 月，江苏省物价局、教育厅决定该年起开展放开部分民办高校学历教育收费试点工作，选择三江学院、无锡太湖学院、南通理工学院等三所独立设置的民办普通本科院校为首批试点学校。以无锡太湖学院为例，试点前 2017/2018 学年学费为 14000-16500 元/人，试点开始后 2018/2019 年学费为 18000-23000 元/人，另一方面学校自于 2013 年 9 月提高本科课程学费后，至今尚未再次提高学费，现本科学费收取标准为一学年 14000-18000 元/人，目前学费水平不论是相较民办传媒艺术类院校还是学费有所放开的民办普通类高校而言仍较低，我们认为未来两年学费提高的确定性较高。
- **培训业务运营不及预期：**公司艺术培训主要有三块业务，高端演艺培训、艺考培训及少儿艺术业务，其中高端演艺培训业务为 2019 年与英皇合作推出，其他业务均为 2020 年开始做，由于业务刚开始推广，公司传媒及艺术培训业务经验有限，预期目标受政策变化、实际推广、运营成果等多方不确定因素影响，未来仍需持续跟踪，但考虑到公司本身影视制作和传媒艺术高校业务经营历史悠久，在传媒艺术领域有着较深的产业资源和教学经验的积累，有望助力其进行艺术培训业务的拓展，目前盈利预测对于三块业务的增长预测相对中性偏乐观，若实际进展不及预期，需要进行假设调整。疫情之下招生存在不确定性，线下仍是重要渠道，疫情若有变化，对于线下门店的招生及授课均会造成一定影响。
- **影视制作行业监管风向趋紧：**制作及发行电视节目及电影在中国受到多方监管，作品制作跨时较长，新政策法规的颁布或致额外成本。

- **影视业务观众喜好存不确定性，竞争激烈：**公司捕捉观众喜好的能力随地区不同有所变化；影视制作产品的观众接受度难以预测，短视频行业的蓬勃发展以及消费者喜好的转变可能影响影视业务未来的发展；影视制作行业竞争激烈。
- **管理层流失风险：**集团业务依赖于高级行政人员及主要员工的持续贡献，管理层流失公司或将面临发展受阻的情况。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	557	368	747	755	984	1,273	货币资金	256	58	120	1,236	1,508	1,984
增长率	-76%	-33.9%	102.9%	1.1%	30.3%	29.4%	应收账款	187	105	93	151	193	245
主营业务成本	276	163	374	348	410	506	存货	0	0	4	4	4	5
%销售收入	-49.5%	-44.4%	-50.1%	-46.1%	-41.7%	-39.7%	其他流动资产	524	967	871	1,010	1,165	1,326
毛利	281	205	373	407	574	767	流动资产	967	1,131	1,088	2,400	2,870	3,560
%销售收入	50.5%	55.6%	49.9%	53.9%	58.3%	60.3%	%总资产	57.0%	59.7%	61.5%	75.5%	76.9%	79.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	494	481	540	628	708	780
销售费用	31	8	9	31	40	52	%总资产	29.1%	25.4%	30.5%	19.8%	19.0%	17.3%
%销售收入	-5.5%	-2.2%	-1.2%	-4.1%	-4.1%	-4.1%	无形资产	70	120	128	137	144	150
管理费用	69	62	74	86	97	117	非流动资产	728	763	680	777	864	942
%销售收入	-12.3%	-16.9%	-9.9%	-11.4%	-9.9%	-9.2%	%总资产	43.0%	40.3%	38.5%	24.5%	23.1%	20.9%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	1,694	1,893	1,769	3,178	3,734	4,503
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	182	137	292	300	447	608	应付款项	50	67	36	55	49	69
%销售收入	32.7%	37.3%	39.1%	39.7%	45.4%	47.8%	其他流动负债	412	462	322	335	431	558
财务费用	-6	-8	-6	-22	-34	-36	流动负债	462	528	358	390	480	627
%销售收入	1.1%	2.2%	0.8%	2.9%	3.5%	2.8%	长期贷款	0	0	32	32	32	32
	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	19	2	2	2	2	2
	0	0	0	0	0	0	负债	480	530	392	423	513	661
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	1,104	1,240	1,253	2,605	3,035	3,606
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	0	0	0	400	400	400
营业利润	176	129	286	278	412	572	未分配利润	1,104	1,240	1,252	2,204	2,634	3,205
营业利润率	31.6%	35.1%	38.2%	36.8%	41.9%	45.0%	少数股东权益	111	123	124	149	186	236
营业外收支	16	8	-58	22	26	30	负债股东权益合计	1,694	1,893	1,769	3,178	3,734	4,503
税前利润	204	153	240	343	507	674	比率分析						
利润率	36.7%	41.6%	32.2%	45.5%	51.5%	52.9%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-24	-4	-46	-32	-40	-53	每股指标						
所得税率	11.6%	2.9%	19.1%	9.2%	8.0%	7.9%	每股收益	0.103	0.085	0.111	0.179	0.268	0.357
净利润	181	149	195	312	467	621	每股净资产	0.690	0.775	0.783	1.628	1.897	2.254
少数股东损益	16	13	17	25	37	50	每股经营现金净流	0.109	0.130	0.172	0.220	0.357	0.482
归属于母公司的净利润	164	136	177	287	429	571	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	29.5%	36.9%	23.7%	38.0%	43.7%	44.9%	回报率						
							净资产收益率	14.89%	10.97%	14.16%	11.01%	14.15%	15.84%
							总资产收益率	9.70%	7.18%	10.03%	9.02%	11.50%	12.68%
							投入资本收益率	13.04%	9.78%	16.75%	9.75%	12.64%	14.46%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-76.16%	-33.86%	102.86%	1.07%	30.27%	29.40%
							EBIT增长率	-73.08%	-24.42%	112.32%	2.68%	49.11%	36.11%
							净利润增长率	-70.95%	-17.21%	30.40%	61.69%	49.75%	32.98%
							总资产增长率	-36.02%	11.75%	-6.58%	79.66%	17.51%	20.57%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	104.1	144.7	48.4	59.0	63.8	62.8
							存货周转天数	17.8	-	1.9	3.9	3.4	3.4
							应付账款周转天数	92.7	129.7	50.1	47.6	46.1	42.5
							固定资产周转天数	362.1	482.7	249.3	282.4	248.0	213.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-46.68%	-52.38%	-64.50%	-77.96%	-79.55%	-82.82%
							EBIT利息保障倍数	-30.3	-17.0	-47.6	-13.7	-13.0	-17.1
							资产负债率	28.33%	27.99%	22.16%	13.33%	13.74%	14.67%

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH