

华夏视听教育

引艺术培训源头活水，建传媒教育综合生态

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖华夏视听教育（01981.HK）给予跑赢行业评级，目标价 9.00 港元，对应 2022 财年 25 倍市盈率。理由如下：

- **艺术综合教育标的具有稀缺性。**公司旗下南京传媒学院，前称中央传媒大学南广学院，是传媒与艺术高等教育优质民办普通本科高校，依托公司传媒领域资源引入优质师资，学生就业率高，品牌、竞争力较强，2019 年报考人数 6.3 万人，录取率仅 4.3%；2020 年上半年报考人数上升至 6.49 万人次，截至 2020 年底在校生人数达到 17,596 人。
- **高等教育业务增长确定性较强。**本科生学费平均 1.65 万/人/学年，处于民办传媒艺术高等教育院校较低水平，同时，本科生学费天花板已经打开，学费提升确定性较强，江苏省发改委政策征求意见稿已明确提出 2021 年秋季学期起放开南京传媒学院学费定价；继续教育学院于 2019 年获批自考助学本科学历，我们预计 FY21-23 在校生数放量；国际学院学费水平较高，并且我们预计国际学院招生受疫情影响将逐渐降低。
- **影视制作储备丰富、稳健经营。**公司具有金庸、二月河知名作品影视改编权，当前影视内容储备丰富，我们预计公司将稳定输出优质内容。同时，公司影视制作业务持稳健经营理念，在制作流程早期便寻求潜在客户，且严格筛选客户，保持与头部电视台、在线平台合作，降低经营风险。
- **打造“高教、培训、传媒”生态。**公司高等教育、影视制作协同效应已经体现。当前，公司开拓艺考培训与少儿艺术培训业务，公司并购艺考培训龙头水木源并根据高校建设经验帮助其有效扩建济南校区，同时采取内生增长模式发展少儿艺术培训，我们预计公司影视业务将为少儿艺术培训提供资源出口、师资培训，提升其品牌力与竞争力，驱动其增长。

我们与市场的最大不同？我们认为公司具有一定稀缺性，高等教育业务仍具有较大增长空间。同时，公司高等教育、艺术培训、影视制作能够形成较强的协同效应，驱动艺术培训业务增长。

潜在催化剂：南京传媒学院学费、学额调升审批落地；高教、艺术培训标的并购；艺术培训业务全国性扩张、学员人数放量。

盈利预测与估值

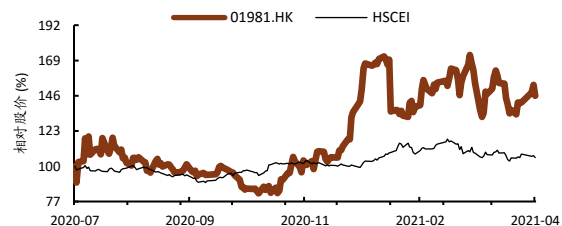
我们预计公司 2021-22 财年 EPS 分别为 0.24 元、0.31 元。首次覆盖给予跑赢行业评级，目标价 9.0 港元（对应 2022 财年 25 倍市盈率），较当前股价具有 25.3% 的上升空间。华夏视听教育目前交易于 2022 财年 20.1 倍市盈率。

风险

民促法落地可能影响高教业务；传媒、艺术培训政策监管风险；疫情影响超预期风险；股东减持风险；收购艺术培训标的整合风险。

首次覆盖跑赢行业

股票代码	01981.HK
评级	* 跑赢行业
最新收盘价	港币 7.18
目标价	港币 9.00
52 周最高价/最低价	港币 8.96~4.00
总市值(亿)	港币 119
30 日日均成交额(百万)	港币 30.36
发行股数(百万)	1,660
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	4.14
主营行业	科技



(人民币 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	747	790	1,070	1,334
增速	102.9%	5.7%	35.5%	24.7%
归属母公司净利润	177	316	397	508
增速	30.4%	78.4%	25.4%	28.1%
扣非后净利润	291	345	397	508
增速	102.6%	18.4%	15.2%	28.1%
每股净利润	0.15	0.19	0.24	0.31
每股净资产	1.04	1.64	1.80	2.01
每股股利	0.02	0.08	0.10	0.13
每股经营现金流	0.23	0.15	0.52	0.55
市盈率	43.6	31.7	25.8	20.1
市净率	6.2	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	15.7	16.4	12.7	10.5
股息收益率	0.2%	1.3%	1.6%	2.1%
平均总资产收益率	9.7%	12.2%	11.1%	12.8%
平均净资产收益率	14.2%	15.9%	13.9%	16.1%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

赵丽萍

分析师

liping.zhao@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080516060004

SFC CE Ref: BEH709

钱凯

分析师

kai.qian@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513050004

SFC CE Ref: AZA933

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E
利润表					成长能力				
营业收入	747	790	1,070	1,334	营业收入	102.9%	5.7%	35.5%	24.7%
营业成本	-374	-437	-499	-604	营业利润	60.2%	57.2%	26.2%	28.0%
营业费用	-9	-27	-62	-86	EBITDA	125.9%	8.9%	31.2%	18.0%
管理费用	-74	-73	-87	-103	净利润	30.4%	78.4%	25.4%	28.1%
其他	-73	25	0	0	扣非后净利润	102.6%	18.4%	15.2%	28.1%
营业利润	234	368	465	595	盈利能力				
财务费用	6	3	11	13	毛利率	49.9%	44.7%	53.4%	54.8%
其他利润	0	0	0	0	营业利润率	31.4%	46.6%	43.4%	44.6%
利润总额	240	371	476	608	EBITDA 利润率	67.9%	70.0%	67.8%	64.1%
所得税	-46	-34	-54	-67	净利率	23.7%	40.1%	37.1%	38.1%
少数股东损益	-17	-21	-26	-33	扣非后净利率	39.0%	43.6%	37.1%	38.1%
归属母公司净利润	177	316	397	508	偿债能力				
EBITDA	508	553	726	856	流动比率	3.04	4.85	5.35	5.02
扣非后净利润	291	345	397	508	速动比率	3.03	4.75	5.25	4.93
资产负债表					现金比率	0.34	2.35	2.68	2.71
货币资金	120	1,309	1,463	1,810	资产负债率	22.2%	16.3%	14.8%	15.9%
应收账款及票据	93	488	291	300	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
存货	4	57	57	57	回报率分析				
其他流动资产	871	852	1,111	1,188	总资产收益率	9.7%	12.2%	11.1%	12.8%
流动资产合计	1,088	2,706	2,922	3,355	净资产收益率	14.2%	15.9%	13.9%	16.1%
固定资产及在建工程	540	603	674	745	每股指标				
无形资产及其他长期资产	140	125	117	111	每股净利润 (元)	0.15	0.19	0.24	0.31
非流动资产合计	680	728	791	856	每股净资产 (元)	1.04	1.64	1.80	2.01
资产合计	1,769	3,434	3,713	4,211	每股股利 (元)	0.02	0.08	0.10	0.13
短期借款	192	205	279	359	每股经营现金流 (元)	0.23	0.15	0.52	0.55
应付账款	36	201	82	99	估值分析				
其他流动负债	130	152	185	211	市盈率	43.6	31.7	25.8	20.1
流动负债合计	358	558	546	669	市净率	6.2	3.7	3.4	3.1
长期借款	32	0	0	0	EV/EBITDA	15.7	16.4	12.7	10.5
其他非流动负债	2	1	2	2	股息收益率	0.2%	1.3%	1.6%	2.1%
非流动负债合计	34	1	2	2					
负债合计	392	559	548	671					
股本	0	0	0	0					
未分配利润	1,252	2,730	2,994	3,336					
归母所有者权益	1,253	2,730	2,994	3,336					
少数股东权益	124	145	171	204					
负债及股东权益合计	1,769	3,434	3,713	4,211					
现金流量表									
税前利润	240	371	476	608					
折旧和摊销	273	185	261	261					
营运资本变动	-181	-283	186	114					
其他	-58	-26	-54	-67					
经营活动现金流	275	247	869	916					
资本开支	-123	-189	-402	-402					
其他	64	-21	-180	0					
投资活动现金流	-60	-210	-582	-402					
股权融资	0	1,204	0	0					
银行借款	32	-32	0	0					
其他	-186	-22	-133	-167					
筹资活动现金流	-154	1,150	-133	-167					
汇率变动对现金的影响	1	0	0	0					
现金净增加额	62	1,188	154	347					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

华夏视听教育是一家依托于一流影视制作业务与传媒及艺术高等教育业务的教育与传媒集团。公司在传媒及艺术高等教育领域具有 17 年经验，业务依托旗下民办普通本科高校南京传媒学院展开，其转设前为中国传媒大学与公司合作创办的中国传媒大学南广学院，截至 2020 年底在校生人数 17,596 人；在影视制作领域具有 22 年经验，是中国民办电视节目制作行业的先驱之一，目前已成为中国领先的电视剧制作公司之一；同时，公司正在开拓艺术培训第三增长极，致力于成为中国领先的、以传媒及艺术高等教育业务、培训业务为基础的综合性与传媒集团。

目录

公司概况：综合性教育与传媒集团	5
发展历程：影视制作起步，转型高等教育，发力艺术培训	5
发展概览：高等教育仍具增长空间，艺术培训具发展潜力	6
行业分析：传媒与艺术高等教育、培训市场稳步增长	7
传媒与艺术高等教育：预计市场规模稳定增长、集中度提升	7
艺术培训：艺考培训行业有待整合，少儿艺术培训空间广阔	9
投资亮点：打造高等教育、艺术培训、影视制作生态	14
传媒与艺术高等教育：学费、学额增长可期，继续教育、国际学院带来新增长	14
艺术培训：外延并购艺考培训龙头企业，内生增长少儿艺术培训项目	19
影视制作：稳健经营，收款合作把控严格、优质版权与作品储备丰富	21
业务协同：传媒艺术教育产业链延伸，高教、培训、传媒业务协同	22
财务预测估值	23
收入	23
毛利与毛利率	24
费用	24
净利润与净利润率	25
估值	25
风险	29
民促法落地可能影响高教业务	29
传媒、艺术培训政策监管风险	29
疫情影响超预期风险	29
股东减持风险	29
收购艺术培训标的整合风险	29
附录	30

图表

图表 1：华夏视听教育概览	5
图表 2：华夏视听教育发展历程	6
图表 3：历年高等教育毛入学率数据	7
图表 4：民办传媒及艺术高等教育在校生人数	8
图表 5：民办传媒及艺术高等教育总收益	8
图表 6：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）	8
图表 7：艺术培训市场规模及预测	9
图表 8：美术高考流程	10
图表 9：2015-2020 年高考、艺考报名人数	10
图表 10：2015-2020 年美术类艺考报名人数	10
图表 11：白塔岭画室美术艺考培训收费标准	11
图表 12：老鹰画室美术艺考培训收费标准	11
图表 13：中影人编导艺考培训收费标准	11
图表 14：中影人表演艺考培训收费标准	11
图表 15：美术艺考市场规模预测	11
图表 16：美术艺考龙头机构对比	12

图表 17: “30+18”所重点艺术院校列表	12
图表 18: 美术艺考培训画室分布	13
图表 19: 少儿艺术培训市场规模预测	13
图表 20: 南京传媒学院与江苏省其他试点院校费用对比	14
图表 21: 南京传媒学院学生人数稳步增长	15
图表 22: 南京传媒学院校园使用率	16
图表 23: 南京传媒学院电竞专业校外合作项目	16
图表 24: 南京传媒学院动画专业学生作品	16
图表 25: 南京传媒学院“驻校艺术家”	17
图表 26: 南京传媒学院设立千叶彻弥漫画创新研究中心	17
图表 27: 南京传媒学院就业表现及趋势	17
图表 28: 南京传媒学院国际学院教学环境	18
图表 29: 南京传媒学院海外合作招生信息	19
图表 30: 水木源管理团队	19
图表 31: 水木源美术艺考班型与工作室	20
图表 32: 水木源校园环境	20
图表 33: 水木源 2020 年九大美院校考成绩	20
图表 34: 老鹰画室培训学员数量	21
图表 35: 华夏视听教育影视作品储备	22
图表 36: 华夏视听教育业务协同示意	22
图表 37: 历史及预测主营业务收入, 2017A-2023E	23
图表 38: 历史及预测学生人数, 2016A-2023E	23
图表 39: 历史及预测毛利率, 2017A-2023E	24
图表 40: 历史及预测销售费用, 2017A-2023E	24
图表 41: 历史及预测管理费用, 2017A-2023E	24
图表 42: 历史及预测归母净利润和净利润率, 2017A-2023E	25
图表 43: 估值模型	25
图表 44: 可比公司估值表	26
图表 45: 可比公司成长能力、盈利能力	27
图表 46: 历史 P/E	27
图表 47: 历史 P/B	27
图表 48: 历史及预测财务报表	28
图表 49: 股权结构集中	30
图表 50: 部分重要投资人历史交易	30

公司概况：综合性教育与传媒集团

华夏视听教育是一家依托于一流影视制作业务、传媒及艺术高等教育业务的教育与传媒集团。公司在传媒及艺术高等教育领域具有 17 年经验，业务依托旗下民办普通本科高校南京传媒学院展开，其转设前为中国传媒大学与公司合作创办的中国传媒大学南广学院；在影视制作领域具有 22 年经验，是中国民办电视节目制作行业的先驱之一，目前已成为中国领先的电视剧制作公司之一；同时，公司正在开拓艺术培训第三增长极，致力于成为中国领先的、以传媒及艺术高等教育业务、培训业务为基础的综合性与传媒集团。

图表 1: 华夏视听教育概览



资料来源：公司公告，中金公司研究部

发展历程：影视制作起步，转型高等教育，发力艺术培训

华夏视听教育起步于电视节目制作。1998 年, 创始人蒲树林先生参与制作《影视同期声》, 该节目于 1999 年在全国范围播出; 2001 年, 蒲先生出资成立华夏在线, 公司影视制作业务正式开启; 2005 年, 公司影视制作业务主体华夏视听成立。公司制作了一系列脍炙人口的作品, 包括金庸名著改编的《射雕英雄传》、《天龙八部》、《神雕侠侣》; 根据林语堂名著改编的《京华烟云》; 根据朱德庸漫画改编的《粉红女郎》等。截至 2019 年 12 月 31 日, 公司已经制作或联合制作 33 部不同题材的电视剧, 共 1279 集。

2004 年，集团扩展传媒及艺术高等教育业务，与中央传媒大学共同创办中央传媒大学南广学院；2020 年，其获教育部批准成为独立设置的普通本科高校，更名为南京传媒学院。公司在传媒行业的经验促进了高等教育业务的高水平发展，2020 年，学校广播电视编导专业及动画专业被认定为国家级一级专业，另有 5 个专业被评定为省级一级专业。

2019 年，集团开始发力艺术培训业务；2020 年 8 月，公司启动面向儿童及低年级学生的传媒及艺术培训业务，并于 2020 年 12 月与中国领先的美术艺考培训机构水木源签订收购合同，凭借此发力艺考培训业务。

公司业务稳步发展，竞争力逐渐提升，2020 年 7 月，公司于香港联交所主板上市。2020 年 11 月，公司正式被纳入 MSCI 中国小型股指数。2021 年 3 月，公司被正式纳入港股通。

图表 2：华夏视听教育发展历程

时间	发展
影视制作	
1999	公司第一档电视节目《影视同期声》开播。
2003	公司首部电视剧《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）。
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	公司通过投资电影《一夜惊喜》进入电影制作行业。
高等教育	
2004	与中国传媒大学共同创办中国传媒大学南广学院。
2017	在南广学院内部成立电竞学院，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	播音与主持艺术及广播电视编导专业获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和英皇娱乐集团合作。
2020	南广学院获教育部批准转设为南京传媒学院，南京传媒学院由独立学院转为独立设置的普通本科高校。
2020	广播电视编导专业及动画专业被认定为国家一级专业。

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

发展概览：高等教育仍具增长空间，艺术培训具发展潜力

根据公开信息测算，我们认为公司高等教育业务仍具增长空间，增长确定性较强：当前南京传媒学院在校生人数 17,593 人，管理层表示，学校全日制在校学生长期有望增长至 3 万人以上，包括 1 万名继续教育与国际学院学生，本科生学费计划从 1.65 万/人/学年逐步提升至 3 万元/人/学年及以上。我们认为公司艺术培训业务具较强发展潜力，公司管理层表示未来艺术培训业务计划达到与高等教育业务相当体量，其中，公司收购美术艺考标的水木源截至 2020 年 11 月，年培训学员数量 3100 人，管理层表示学员数中期计划增长至 1 万人，长期计划增长至 2 万人；少儿艺术培训在北京试点后有望进行全国性扩张。根据公司管理层对影视业务稳定发展的计划，我们预计公司影视制作业务将保持当前收入规模。

行业分析：传媒与艺术高等教育、培训市场稳步增长

这一章节我们将围绕行业发展驱动因素、行业规模、市场竞争格局、行业发展趋势分析华夏视听教育主营业务所处的行业，即传媒及艺术类高等教育行业与艺术培训行业。

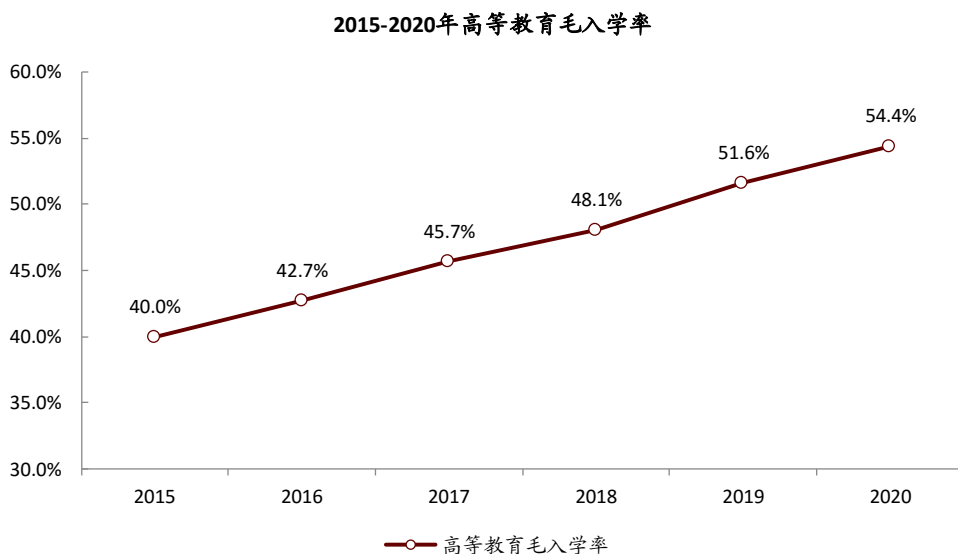
传媒与艺术高等教育：预计市场规模稳定增长、集中度提升

根据中国教育部公布的《普通高等学校本科专业目录（2020年修订版）》，传媒及艺术类高等教育的学科门类包括艺术学理论类、音乐与舞蹈学类、戏剧与影视学类、美术学类与设计学类。提供传媒及艺术高等教育主体主要为传媒及艺术高等教育机构，以及提供各类研究生与本科课程的综合性大学。

Q1 民办传媒及艺术类高等教育驱动因素是什么？市场规模有多大？

高等教育毛入学率提升，强调向应用型转变。2021年3月11日通过的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》针对高等教育明确，“构建更加多元的高等教育体系，高等教育毛入学率提高到60%；建设高质量本科教育，推进部分普通本科高校向应用型转变”。2020年，我国高等教育毛入学率为54.4%，我们认为十四五期间高等教育毛入学率将稳步提升，高等教育毛入学率的提升只依赖于公办学校难度较大，我们预计政府仍将保持对民办高等教育的支持。同时，由于政策强调高校向应用型的转变，就业导向型的民办传媒及艺术高等院校有望获得政策支持。

图表3：历年高等教育毛入学率数据

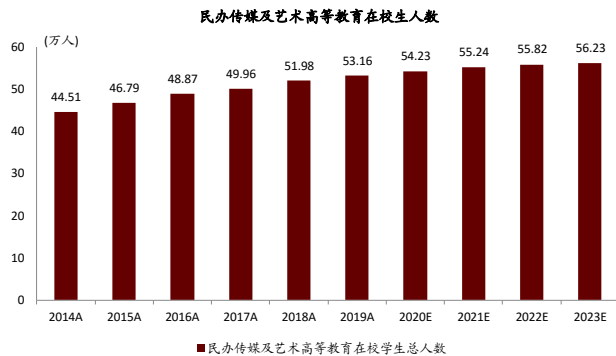


资料来源：教育部，中金公司研究部

市场对传媒及艺术专业人士的需求提升，民办教育更具灵活性。随着我国经济的发展，社会文化、娱乐支出提升，在传媒及艺术产业需求端，民众对于传媒、艺术作品的数量、质量需求均有所提升；在传媒及艺术产业的供给端，行业技术也在迅速变化与升级，催生出对相应专业技术人才的需求。我们认为民办传媒及艺术高等教育机构在应对市场需求、供给的变化方面具有较强灵活性：公立高等教育机构主要依赖于政府的财政拨款，而民办传媒及艺术高等教育机构的收入有赖于学费、住宿费，民办教育往往会提供更加能够迎合就业市场、行业趋势的课程与实习机会，提升学生就业竞争力，也培养了适应产业发展的传媒及艺术类人才，我们认为未来民办传媒及艺术高等教育的需求将较为稳定。

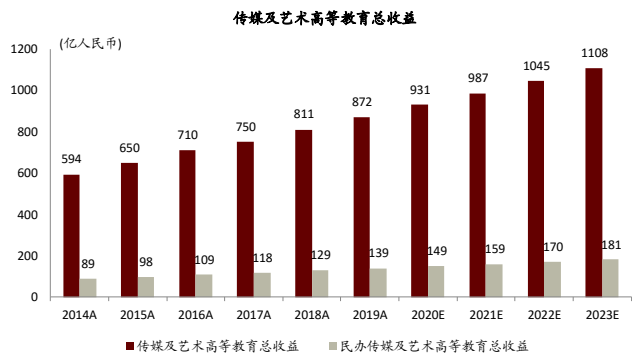
民办传媒及艺术高等教育市场规模具备提升空间，2023年市场规模约181亿元。根据弗若斯特沙利文报告，中国传媒及艺术高等教育行业2018年总收入为811亿元，到2023年有望增长至1,108亿元，复合增速6.4%；2014年至2018年，民办传媒及艺术高等教育的在校学生总人数从44.51万人增加至51.98万人，同期总收入从89亿元增加至129亿元，复合年增长率分别为4.0%和9.8%，到2023年，民办传媒及艺术高等教育在校学生总人数和总收入将达到56.23万人和181亿元，2018-2023年的复合年增长率分别为1.6%和7.0%。2018/2019学年中国普通民办高等教育向每位学生收取学费的平均值为人民币13,530元，民办传媒及艺术高等教育学费与学杂费水平较高，2018/2019学年向每位学生平均收取人民币19,029元。

图表4：民办传媒及艺术高等教育在校生人数



资料来源：教育部、弗若斯特沙利文，中金公司研究部

图表5：民办传媒及艺术高等教育总收益



资料来源：教育部、弗若斯特沙利文，中金公司研究部

Q2 民办传媒及艺术类高等教育市场竞争格局与发展趋势

市场集中度较低：根据弗若斯特沙利文报告，2018/2019学年中国民办传媒及艺术高等教育比较分散，前五强约占总学生人数的13.9%。2018/2019学年南京传媒学院旗下大学传媒及艺术相关专业共有12,697位学生，在民办传媒及艺术高等教育内位列第二位，在所有公立及民办传媒及艺术教育提供商中位列第四位。

图表6：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（千人）	市场份额
1	四川传媒学院	总部位于四川成都的一所民办大学，自1997年起主要提供传媒及艺术教育	24.2	4.7%
2	南京传媒学院	总部位于江苏南京，自2004年起主要提供传媒及艺术教育	12.7	2.4%
3	河北传媒学院	总部位于河北石家庄的一所民办大学，自2000年起主要提供传媒及艺术教育	11.9	2.3%
4	吉林动画学院	总部位于吉林长春的一所民办大学，自2000年起主要提供传媒及艺术教育	11.8	2.3%
5	四川文化艺术学院	总部位于四川绵阳的一所民办大学，自2001年起主要提供传媒及艺术教育	11.4	2.2%
五强小计			72.0	13.9%
合计			519.8	100.0%

资料来源：教育部、弗若斯特沙利文，中金公司研究部

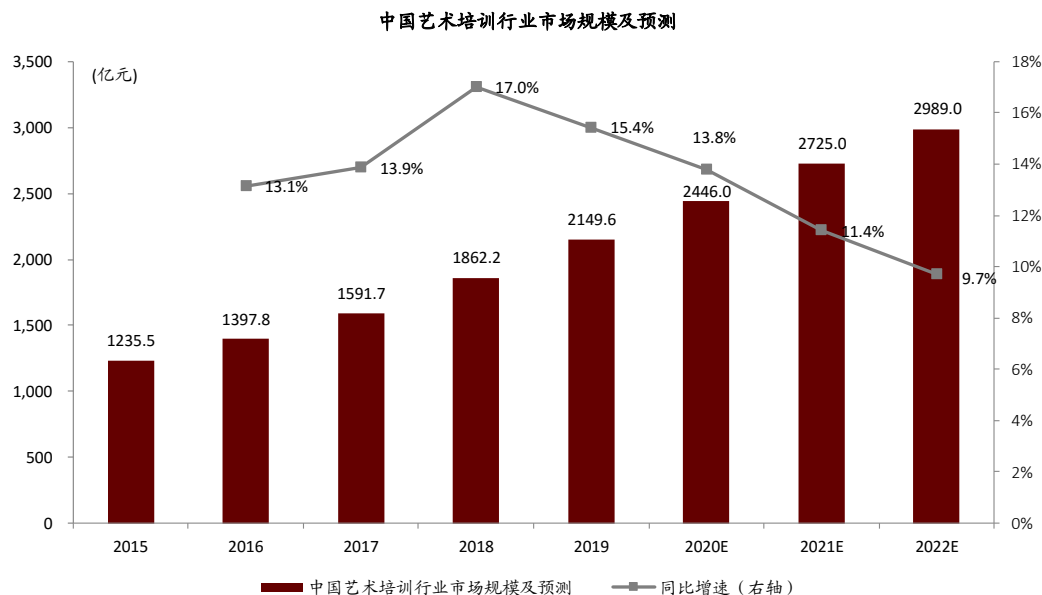
市场壁垒较高，市场集中度有望提升：在成立民办大学方面，新进入者需要获得政府部门批准，申请受限于当地与中央政府出台的各类严格标准。传媒与艺术高等教育实践性较强，高校需要提供具有丰富行业经验与人脉资源的师资、良好的校园实践基础设施、产学研合作资源，以提升学生综合素质、就业率、就业水平，进而提升学校的知名度，改善教学资源，形成良性循环，行业新进入者在前期较难发展教学基础要素与资源。

艺术培训：艺考培训行业有待整合，少儿艺术培训空间广阔

艺术教育是现代教育中的重要一项，包括美术、舞蹈、戏剧、音乐、电影、动画、摄影、设计等细分内容，其教授创作技能，并注重学生的思维、审美、创作等能力的培养。目前，我国艺术教育培训行业主要细分为艺考培训、少儿艺术培训与成人艺术培训。

2022 年艺术培训市场规模近 3000 亿元。根据易观发布的《中国艺术教育行业市场分析 2020》，2019 年中国艺术教育行业规模为 2149.6 亿元，到 2022 年将达到 2989 亿元，三年的年均复合增速为 11.62%。

图表 7：艺术培训市场规模及预测



资料来源：易观，中金公司研究部

艺考培训

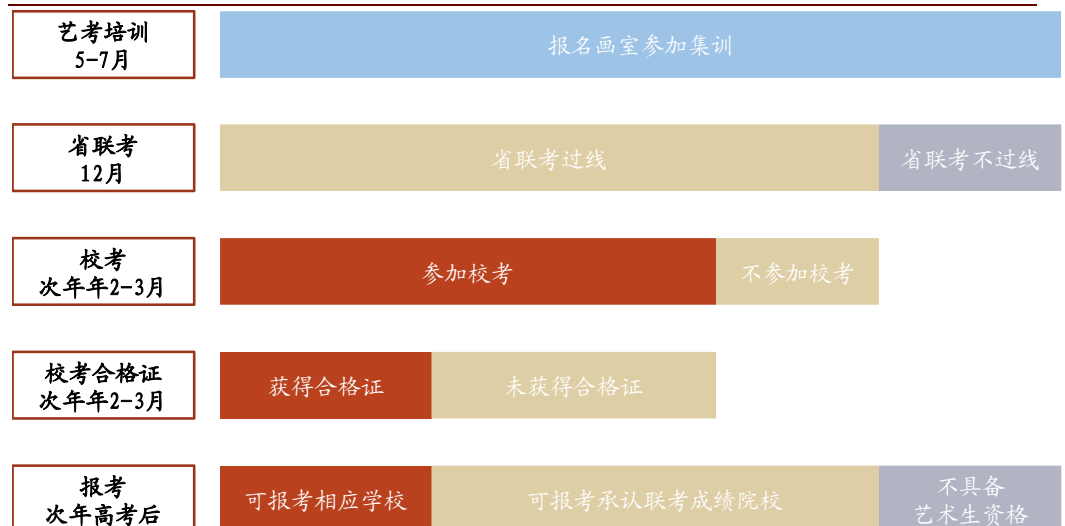
在这一部分我们将从三个方面解析艺考培训行业：1. 艺考、艺考培训的内容、流程是什么？2. 美术类艺考培训行业驱动力是什么，规模如何？3. 美术艺考培训的市场格局，未来发展趋势如何？

► Q1 艺考、艺考培训的内容、流程是什么？

艺考全称为艺术类高考，学生主要报考艺术类院校招生的专业或普通高校的艺术类专业，考试由专业课、文化课两部分组成，专业课考试要依据考试类别、政策规定和院校招生，参加专业课的省级统考、联考或校考。根据教育部信息，**省级联考（统考）**是指各省市组织的统一考试；**校考**是指招生学校自行组织的专业考试。以美术类艺考为例，考生必须参加省联考，取得美术联考合格证后才具备参加校考资格。部分院校不另外组织校考，根据考生专业课、文化课成绩择优录取；部分高校会进行自主命题，统考合格学生需再通过校考才能获得录取资格。

艺考培训多为艺考培训机构为学生提供应试专业技术培训，快速提升其专业水平以应对联考、校考，并辅以文化课培训服务。以美术类艺考为例，典型艺考生参加艺术类高考的流程为：1) 艺考培训开启：5-7 月，学生进入画室开始参加集训；2) 省联考：11 月各省联考开始报名，12 月各省举行省联考；12 月-次年 1 月省联考成绩公布；3) 校考：次年 1 月，各省校考招生简章发布；次年 2-3 月，具有校考资格的各院校举行校考；次年 3-4 月校考成绩公布；4) 文化课：3 月校考结束后集中复习文化课；5) 高考：次年 6 月参加高考；7) 志愿填报：次年 7 月进行志愿填报。

图表8：美术高考流程



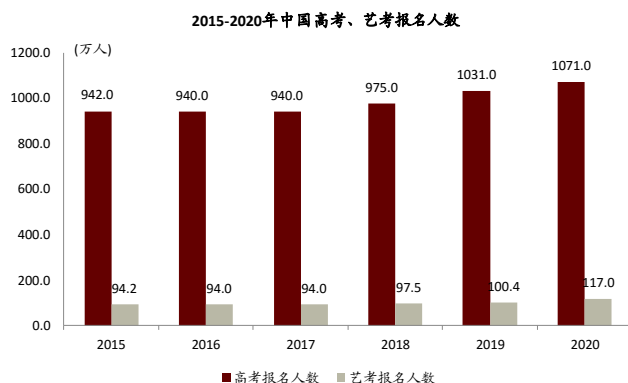
资料来源：易观，中金公司研究部

► Q2 美术类艺考培训行业驱动力是什么，规模如何？

素质教育受重视程度提升，艺术类科目有望纳入中考。2002年，教育部颁布的《学校艺术教育工作规程》指出“艺术教育是学校实施美育的重要途径和内容，是素质教育的有机组成部分”。2015年，教育部出台了《中小学校艺术教育发展年度报告办法》、《中小学校艺术教育工作自评办法》、《中小学校艺术教育发展年度报告办法》，将艺术素质纳入学生综合素质档案。2020年10月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于全面加强和改进新时代学校美育工作的意见》。教育部体育卫生与艺术教育司司长王登峰对文件作了解读并提到，接下来要探索将艺术类科目纳入中考改革试点，纳入高中阶段学校考试招生录取计分科目，力争到2022年全面实行美育中考。

每年艺考学生数在百万人量级，参培率高。根据教育部信息，2020年，高考报名人数1071万人，艺考报名人数117万人，艺考生占比约10%。在各类艺考科目中，美术为规模最大的板块，2015-2020年，美术类艺报名人数占艺考总报名人数比重始终在50%以上。学校录取中对于学生专业能力要求较高，学生通常在高三年级乃至更早期参加艺考培训以应对省联考与校考。

图表9：2015-2020年高考、艺考报名人数



资料来源：教育部，前瞻产业研究院，中金公司研究部

图表10：2015-2020年美术类艺考报名人数



资料来源：教育部，艾瑞咨询，中金公司研究部

艺考培训客单价较高。艺考培训学费较高且学杂费项目较多，美术艺考方面，参考2021年老鹰画室、荷马画室、白塔岭画室等主要美术艺考培训机构收费标准，艺考培训学费在3.88-11.98万元，另需额外缴纳约5,500-9,580元不等的住宿费、写生费与学杂费；1,000-3,800元的文化课费用，综合来看美术类高考培训收费区间在4.83-13.32万元之间；其他品类艺考方面，参考传媒与表演艺考培训机构中影人收费标准，编导艺考培训费用在2.59-16.14万元之间，表演类艺考培训费用在3.49-21.54万元之间。

图表 11：白塔岭画室美术艺考培训收费标准

班型	费用（元）	备注
联考定向班	42,000	各省省联考专项教学
联考精品班	59,000	各省省联考专项教学
美院骑士班	49,800	联考专项教学兼顾校考
精骑设计班/造型班	72,000	主攻九大美院、29所独立院校设计/造型专业
独角兽校长班	119,000	教学校长亲自带班
	2,600	四人间
住宿费	2,400	六人间
	2,000	八人间
文化课	1,000/科	7-9月，每科15小时
写生费与学杂费	4,180	

资料来源：白塔岭官网，中金公司研究部

图表 12：老鹰画室美术艺考培训收费标准

班型	费用（元）	备注
平行班	46,800	7月-校考结束，教师配比不超过1:25
	42,800	学考-联考结束，教师配比不超过1:25
精品班	76,800	7月-校考结束，教师配比不超过1:16
	65,800	学考-联考结束，教师配比不超过1:16
校长班	119,800	7月-校考结束，教师配比不超过1:12
	3,980	两人间
住宿费	2,800	四人间
	2,400-2,600	六人间
文化课	2,000-3,800	
写生费与学杂费	5,600	

资料来源：老鹰画室官网，中金公司研究部

图表 13：中影人编导艺考培训收费标准

班型	费用（元）	备注
基础班	25,900	一期（每期28天）
提高班	26,900	一期（每期28天）
冲刺班	27,900	一期（每期28天）
无忧班	80,700	三期（每期28天）
全程班	161,400	六期（每期28天）

资料来源：中影人官网，中金公司研究部

图表 14：中影人表演艺考培训收费标准

班型	费用（元）	备注
基础班	34,900	一期（每期28天）
提高班	35,900	一期（每期28天）
无忧班	107,700	三期（每期28天）
全程班	215,400	六期（每期28天）

资料来源：中影人官网，中金公司研究部

我们预计2023年美术类艺考培训市场规模为483亿元。根据易观、教育部、艾瑞咨询披露的2015-2019年美术艺考培训市场规模，以及2015-2020年高考、艺考、美术类艺考报名人数人次，同时由于艺考培训参培率高，我们假设参培率为95%，则2019年美术艺考培训客单价约4.6万元。假设美术艺考培训客单价保持原有增速，美术艺考报名人数人次保持2020年增速，我们预计2023年美术艺考培训规模将达到483亿元。

图表 15：美术艺考市场规模预测

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
美术艺考培训市场规模（亿元）	162.3	170.6	180.2	217.5	259.9	303.5	354.3	413.7	483.0
美术艺考培训参培率	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%
美术艺考培训ARPU(RMB)	32,012	35,103	38,422	42,151	46,163	50,577	55,412	60,709	66,513
同比增长		9.7%	9.5%	9.7%	9.5%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
高考报名人数（万人）	942.0	940.0	940.0	975.0	1,031.0	1,071.0	1,118.6	1,168.4	1,220.4
同比增长		-0.2%	0.0%	3.7%	5.7%	3.9%	4.4%	4.4%	4.4%
艺考报名人数（万人）	94.2	94.0	94.0	97.5	100.4	117.0	126.1	135.8	146.3
同比增长		-0.2%	0.0%	3.7%	3.0%	16.5%	7.7%	7.7%	7.7%
占高考报名人数比例	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.7%	10.9%	11.3%	11.6%	12.0%
美术艺考报名人数（万人）	50.7	48.6	46.9	51.6	56.3	60.0	63.9	68.1	72.6
同比增长		-4.1%	-3.5%	10.0%	9.1%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
占艺考报名比例	54%	52%	50%	53%	56%	51%	51%	50%	50%

资料来源：易观，教育部，艾瑞咨询，中金公司研究部

► Q3 美术艺考培训的市场格局，未来发展趋势如何？

市场高度分散化：当前美术艺考培训龙头包括老鹰、水木源、白塔岭和荷马等。老鹰画室 2019 年营业收入 2.87 亿元，净利润 8,023.34 万元；水木源画室 2019 年营业收入 1.86 亿元，税后利润 2,461.4 万元。参考 2019 年美术艺考行业市场规模 259.9 亿元，两大龙头市占率不足 2%，行业仍然高度分散化，具有整合空间。

图表 16：美术艺考龙头机构对比

画室	主要经营地域	校区数量	校区	2020届 九大美院合格证数量	2020届 优势院校合格证数量
老鹰画室	浙江	7个	杭州场口、杭州银湖、杭州象山 深圳、温州、义乌、成都	2158张	国美1016张
水木源	北京	7个	北京、大连、济南、杭州、深圳 正在进入武汉、广州	1312张	清华美院124张 央美393张
白塔岭	浙江、江西	9个	杭州银湖、杭州天空之城 沈阳皇姑、沈阳总部基地 福州、南昌、南宁、金华、东莞	1642张	国美487张
荷马	重庆、四川	12个	重庆虎溪、重庆富力城、重庆西永 北京、河南、河北、云南、安徽 江西、山东、成都、宁夏	726张	四川美院413张

资料来源：老鹰股份招股说明书、公司官网、中金公司研究部

考核方式逐渐由校考走向省联考，市场集中度提升基础具备。根据教育部文件，我国有“30+18”所重点艺术院校在艺术类本科专业招生中享有较高的自主权，即 30 所教育部确定的独立设置的本科艺术院校，以及 18 所教育部批准的参照独立设置本科艺术院校招生高校（详细名单见下表）。2020 年 10 月，教育部发布《2021 年普通高等学校部分特殊类型招生基本要求》，规定“对于美术学类和设计学类专业，除经教育部批准的部分独立设置的本科艺术院校（含部分艺术类本科专业参照执行的少数高校）外，高校不再组织校考”，同时，文件提出“经批准的部分独立设置的艺术院校，可继续试点：1）不编制分省分专业招生计划；2）面向省级统考合格生源组织专业校考；3）高校划定高考文化课成绩录取控制分数线”。我们认为未来艺考将逐渐走向省联考，艺考培训的作用有望进一步上升、培训标准化的基础加强。

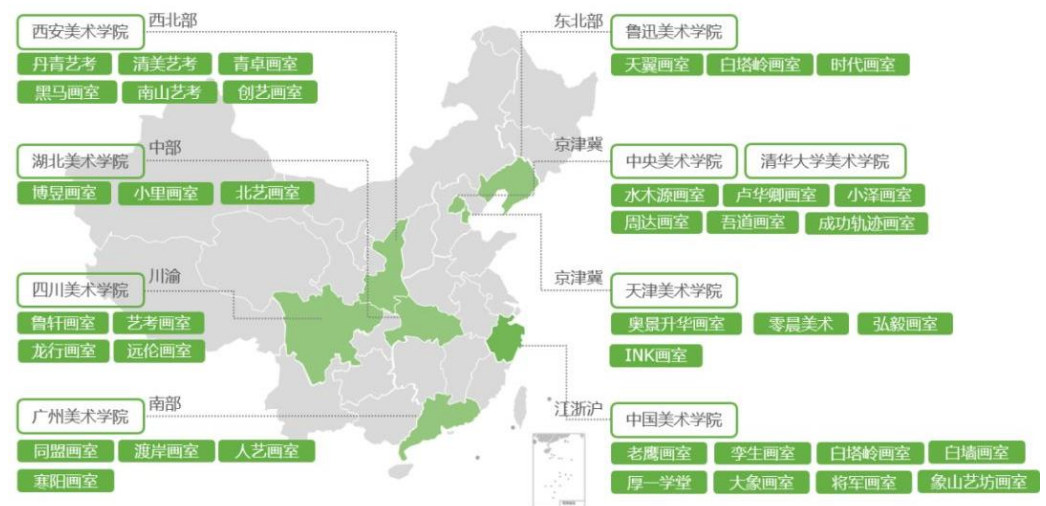
图表 17：“30+18”所重点艺术院校列表

类别	院校名称	类别	院校名称	类别	院校名称
30所独立设置 本科院校	中央美术学院	30所独立设置 本科院校	西安音乐学院	18所参照独立 设置本科院校	中央民族大学
	天津美术学院		四川音乐学院		北京服装学院
	鲁迅美术学院		沈阳音乐学院		江南大学
	中国美术学院		中央戏剧学院		东华大学
	广州美术学院		上海戏剧学院		哈尔滨音乐学院
	四川美术学院		北京电影学院		清华大学美术学院
	西安美术学院		中国戏曲学院		上海视觉艺术学院
	湖北美术学院		北京舞蹈学院		北京印刷学院
	山东工艺美术学院		吉林艺术学院		上海大学
	景德镇陶瓷大学		南京艺术学院		浙江音乐学院
	中央音乐学院		广西艺术学院		浙江传媒学院
	中国音乐学院		山东艺术学院		苏州大学
	天津音乐学院		云南艺术学院		浙江理工大学
	上海音乐学院		新疆艺术学院		武汉设计工程学院
	星海音乐学院		中国传媒大学		内蒙古大学
	武汉音乐学院		天津工业大学		河北美术学院

资料来源：教育部、中金公司研究部

发展趋势区域性龙头向全国发展，行业有待整合。当前，美术艺考培训机构众多，多为围绕在九大美院周边的区域性机构，当前一些师资质量、培训效果较优的机构已经率先实现了全国化扩张，老鹰画室生源和收入主要集中在浙江省，正在逐步拓展广东、四川市场；水木源主要生源地在北京，近年在杭州市场的艺考培训成绩取得突破性进展。我们认为这些具备全国扩张能力的艺考培训机构，相比于区域性机构在师资质量、教学环境方面具有更高的竞争力，有望获得区域性腰部、尾部玩家市场份额，同时，部分缺乏资本支持的区域性龙头机构，面临竞争加剧，开始与其他机构寻求合作，结合以上两方面因素，我们认为美术艺考行业将出现整合，市场集中度有望上升。

图表 18：美术艺考培训画室分布



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

少儿艺术培训

少儿艺术培训主要指面向学前、小学及初中阶段学生提供艺术素养类培教育内容与服务，在这一部分，我们将分析其市场容量。

适龄人口规模庞大，艺术教育需求上升。2019年，我国幼儿园、中小学学生人数共计2.01亿人。过去中国家庭更加注重文理教育，随着经济水平的提升，越来越多人将艺术作为职业与自我提升方式，家庭对音乐、舞蹈、表演等艺术学习需求提升。根据睿艺《2018年中国家庭素质教育消费报告》对家长在各类素质教育中选择方向的调查，选择艺术教育作为意向报选方向的家长占65%。我们认为家庭需求增加将推升少儿艺术教育参培率。

我们预计2023年少儿艺术培训市场规模近1,800亿元。根据智研咨询报告，2019年我国少儿艺术培训市场规模约1,127亿元，以2019年少儿艺术培训适龄人口2.01亿人、参培率12%计算，2019年少儿艺术教育培客单价约4,672元，假设2019-23年少儿艺术参培率每年提升1个百分点，客单价每年提升4.5%，适龄人口数保持现有水平，则2023年少儿艺术培训参培率有望达到16%，客单价将提升至5,571元，市场规模近1,800亿元。

图表 19：少儿艺术培训市场规模预测

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
少儿艺术培训市场规模（亿元）	574.0	686.0	814.0	960.0	1,127.0	1,275.9	1,435.8	1,607.6	1,792.0
少儿艺术培训参培率	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%
少儿艺术培训ARPU(RMB)	3,927.6	4,085.7	4,253.8	4,441.8	4,672.0	4,882.2	5,101.9	5,331.5	5,571.5
同比增长		4.0%	4.1%	4.4%	5.2%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
适龄人口数（万人）	18,268	18,656	19,136	19,648	20,102	20,102	20,102	20,102	20,102

资料来源：教育部，智研咨询，中金公司研究部

投资亮点：打造高等教育、艺术培训、影视制作生态

我们认为华夏视听教育的高等教育、艺术培训、影视制作业务能够互相支撑，形成较好的教育、传媒生态，管理层表示传媒与艺术高等教育发展稳定，将成为公司发展的稳固根基；艺术培训业务具备成长性，有望为公司带来新的业绩增量；影视制作业务作为出口提升另外两个板块业务发展质量与品牌力，有效促进传媒与艺术高等教育、艺术培训业务的发展和提升。该部分，我们将分别分析公司传媒与艺术高等教育业务、艺术培训业务、传媒业务的增长策略，以及主营业务如何协同发展。

传媒与艺术高等教育：学费、学额增长可期，继续教育、国际学院带来新增长

我们认为公司传媒与艺术高等教育业务的增量较为确定：**1) 学费、学额均具备提升空间与提升基础。**学费相比同类院校处于较低水平，具有较大提升空间，且江苏省逐步放开民办学校自主定价，学费天花板打开，南京传媒学院属于试点单位，学费提升确定性较强；学校学额近年在校生人数稳步提升，增速超过行业平均水平，校园建设稳步推进，具备学额增加基础。同时，南京传媒学院注重办学质量、引进高水平师资、毕业生就业率处于较高水平，能够较为有效的支撑学费、学额提升；**2) 学校继续教育、国际学院有望带来新的增长。**公司表示该类招生不受招生配额限制，未来将继续扩大继续教育学院与国际学院规模。

本科、专转本教育：学费、学额增长可期

► 学费水平具增长空间：学费相比同类院校处于较低水平

由于学杂费相对较高，民办传媒及艺术高等教育定位于中国高教行业的高端领域，根据弗若斯特沙利文的统计，2018/2019 学年，民办传媒及艺术高等教育向每位学生平均收取人民币 19,029 元。南京传媒学院 2020 年高等教育平均学费 16,500 元，距离行业平均水平具有 15.3% 的提升空间。

南京传媒学院已经多年未提升学费、住宿费标准，平均每生每学年学费处于 14,000-18,000 元间，住宿费为 1,500 元。2018 年 5 月，江苏省试点开放了三江学院、无锡太湖学院、南通理工学院 3 所独立设置民办普通本科院校收费，以上 3 所院校均在 2018/2019 学年进行了学费提升，目前三所学校学费均从与南京传媒学院接近的水平，提升至 17,000-25,000 元区间，三所试点学校学费区间中值高于南京传媒学院学费区间中值 31.25%。

图表 20：南京传媒学院与江苏省其他试点院校费用对比

	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021
南京传媒学院				
学费区间（元/学年）	14,000-18,000	14,000-18,000	14,000-18,000	14,000-18,000
住宿费（元/学年）	1,500	1,500	1,500	1,500
三江学院				
学费区间（元/学年）	14,000-165,00	17,000-21,500	17,000-21,500	17,000-21,500
无锡太湖学院				
学费区间（元/学年）	14,000-16,500	18,000-23,000	18,000-23,000	18,000-23,000
南通理工大学				
学费区间（元/学年）	14,000-16,500	18,000-25,000	18,000-25,000	18,000-25,000

资料来源：各学校招生简章，中金公司研究部

► 学费提升条件具备：天花板打开，2021 年秋季学期学费提升确定性较强

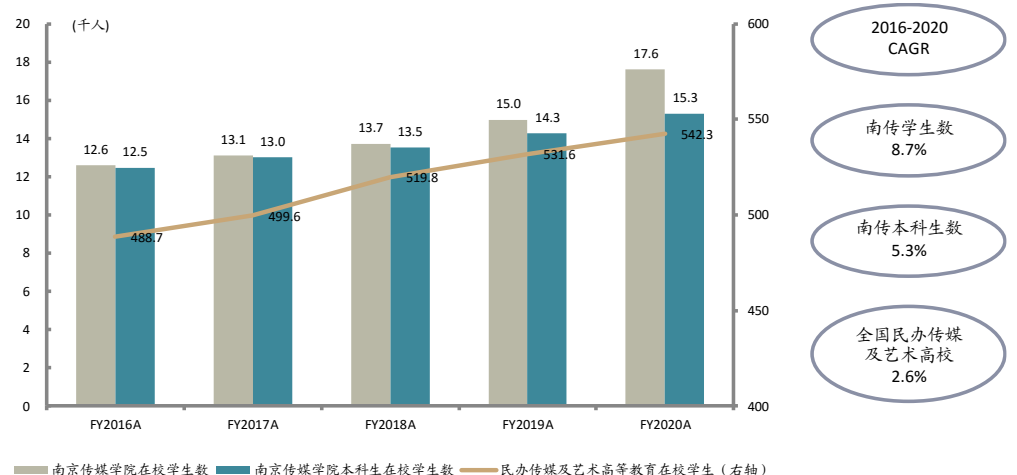
2018 年起，江苏省参考国务院 2016 年 5 月印发的《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的意见》，出台多项支持民办教育高等院校发展、学费价格放开政策，南京传媒学院属于江苏省推进民办高等教育收费改革政策征求意见稿中，2021 年秋季学期起放开收费的 4 所民办本科院校之一，学费提升确定性较强。

- 2018 年 2 月，江苏省政府印发《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》¹，提出在试点基础上有序放开部分学段非营利性民办学校学历教育收费。
- 2018 年 5 月，江苏省物价局等单位印发《关于推进民办教育收费改革的指导意见》²，规定营利性民办教育、民办中等职业教育的收费标准由民办学校自主确定，2017 年 9 月 1 日前经批准设立的民办学校在未完成分类登记前视同非营利性民办学校收费管理。
- 2018 年 5 月，江苏省物价局、教育厅决定自 2018 年起开放部分民办高校学历教育收费试点工作³，试点开放了三江学院、无锡太湖学院、南通理工学院 3 所独立设置民办普通本科院校收费。
- 2020 年 9 月，江苏省发改委发布关于公开征求对《关于进一步推进民办高等学校学历教育收费改革的通知》意见的公告⁴，文件提出自明年起至 2023 年，逐步放开省内 53 所民办高等学校学历教育收费，自 2021 年秋季学期起，放开 26 所独立设置的民办本专科院校（3 所试点高校和南京传媒学院共 4 所本科、22 所专科）收费，由学校自主研究确定学费和住宿费标准。

► 学生人数具增长空间：近年学生人数稳步增长

南京传媒学院学生人数稳步扩张，本科生人数增长速度超过行业平均水平。2016 年至 2020 年年底，南京传媒学院在校生人数由 12,582 人增长至 17,596 人，4 年年均复合增长率为 8.7%；同期，包括四年制本科与专升本在内的高等教育学生数量由 12,468 增长至 15,311 人，4 年年均复合增长率 5.3%，年均增速高于行业平均水平 2.7 个百分点。根据弗若斯特沙利文预计的民办传媒及艺术高等教育在校学生总人数增长情况，其 2016 年-2020 年年均复合增长率为 2.6%。

图表 21：南京传媒学院学生人数稳步增长



资料来源：公司官网，弗若斯特沙利文，中金公司研究部

¹ http://www.jiangsu.gov.cn/art/2018/3/1/art_46143_7498102.html

² http://www.yangzhou.gov.cn/xxgk_info/yz_xxgk/xxgk_desc_bm.jsp?manuscriptid=546a9e5346e142669b3cc03a61ce3185

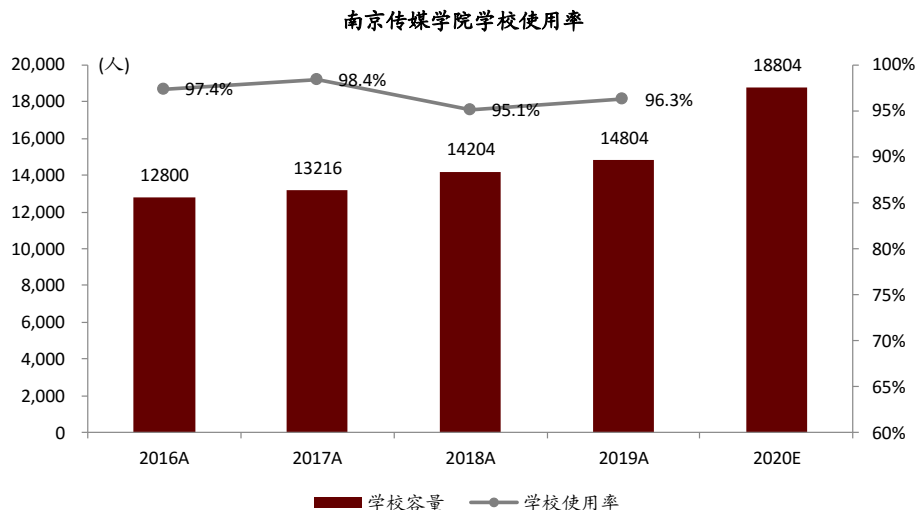
³ http://218.94.82.84/njrb/html/2018-06/09/content_502399.htm?div=-1

⁴ http://fzggw.jiangsu.gov.cn/art/2020/9/2/art_284_9481730.html

► 学生人数提升条件具备：校园容量有序扩张

校园建设稳步推进，容量升级。南京传媒学院校园占地面积 1600 亩，2019/2020 学年，学校使用率达到 96.3%。学校二期建设工程已经于 2020 年完工，公司预计新增学生容量 4,000 人。同时，学校新一轮建设工程已经开工，公司预计其将于 2021-2022 年完成，届时将新增学生容量 5,000 人，校园容量有序扩张，为学校向江苏省教育厅申请学额提升提供了基础保障。

图表 22：南京传媒学院校园使用率



注：南京传媒大学为寄宿学校，学校容量受住宿供应限制

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

► 学费、学生人数提升基础：专业实力、师资水平、就业信息

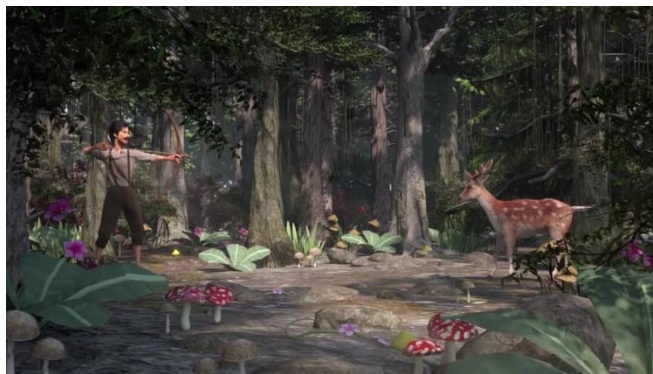
专业设置贴近市场。南京传媒学院专业设置贴近市场，响应国家需求，率先开设了院线管理、无人机航拍、电竞主持等专业。2017 年 9 月，南京传媒学院电竞学院成立，是国内首个探索电子竞技专项教学的二级学院，具体专业设置包括：播音与主持艺术（电子竞技解说与主播）、艺术与科学（电子游戏策划与设计）。学院与全国 10 余家电竞机构、游戏研发公司、传媒公司签订合作协议，合作活动丰富，2020 年，学院举办电竞专业人员进校演讲；与 WUCG 共同开展“线上电竞公开课”，全方位培养并为社会输送应用型、复合型、创新型人才。

图表 23：南京传媒学院电竞专业校外合作项目



资料来源：公司官网，中金公司研究部

图表 24：南京传媒学院动画专业学生作品



资料来源：公司官网，中金公司研究部

学科、专业建设取得突破。2019 年，南京传媒学院播音与主持艺术、广播电视编导 2 个专业荣膺省级一流专业建设点。2020 年，南京传媒学院广播电视编导、动画两个专业正

式获批成为国家级一流本科专业建设点，网络与新媒体专业、广播电视工程专业、数字媒体技术专业、表演专业、影视摄影与制作专业 5 个专业也正式获批成为省级一流本科专业建设点。

将办学所得投入校园建设，引入名师资源。南京传媒学院设立了“特聘教授”、“驻校艺术家”等高层次岗位，全职引进了一批具有学界和行业影响力的领军型带头人：如，中国高等院校影视学会播音主持专业委员会副主任委员严翔；央视前《焦点访谈》、《新闻联播》时政组制片人刘爱民；中国广播剧导演终身成就奖获得者王波。此外，还引进了导演、制片人张纪中、作家梁晓声、香港英皇娱乐经纪人霍汶希、国际制片人 Max Howard、《狮子王》导演 Rob Minkoff 等学界、业界名家作为“驻校艺术家”，指导教学创作。2019 年，南京传媒学院引入被誉为日本漫画界泰斗的千叶彻弥，设立“千叶彻弥漫画创新研究中心”，中心通过引进日本大师班、学术交流及项目合作等形式，搭建日本漫画创意创作产学研一体化平台。

图表 25：南京传媒学院“驻校艺术家”



资料来源：公司官网，中金公司研究部

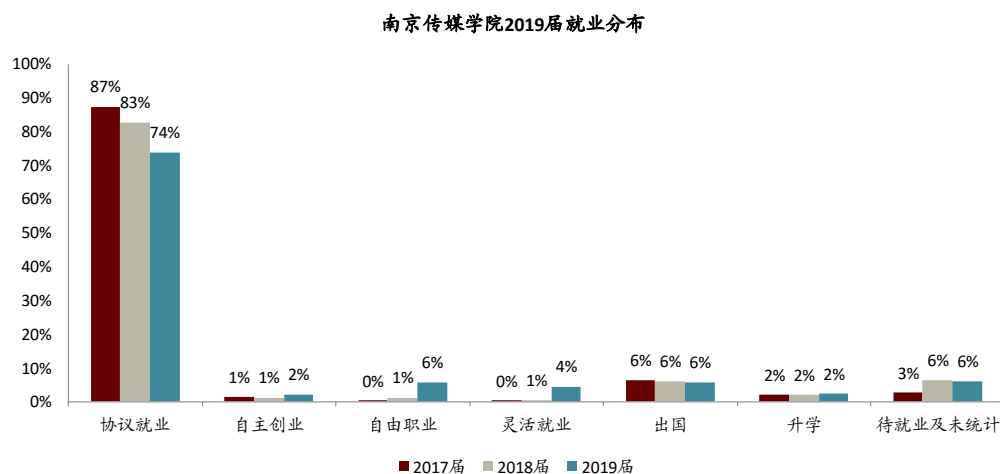
图表 26：南京传媒学院设立千叶彻弥漫画创新研究中心



资料来源：公司官网，中金公司研究部

毕业生就业率高，报考人数较多。学校自 2004 年成立以来，培养出以知名演员倪妮、白客等为代表的文艺新星，以“福布斯亚洲地区 30 岁以下商业领袖”郑超为代表的创业校友，同时具有大量优秀校友在央视等国家级媒体及知名文化传媒机构就业。根据江苏省高校招生就业指导服务中心调查，2010-2015 年，学校连续六年获得江苏省民办大学毕业生就业竞争指数第一名。根据《中国传媒大学南广学院 2019 年毕业生就业质量分析报告》，南京传媒学院 2019 年毕业生就业率达到 94.08%。2017-2019 年，南京传媒学院毕业生协议就业占比下降，自由职业、灵活就业学生占比上升，就业场景趋于丰富。2019/2020 学年，超 6.3 万名学生报考南京传媒学院，学校最终录取率为 4.3%。

图表 27：南京传媒学院就业表现及趋势



资料来源：公司官网，中金公司研究部

继续教育、国际学院：有望带来新增长

招生不受招生配额限制。2021 年 3 月，公司在 2020 财年业绩会上表示，南京传媒学院未来将继续扩大继续教育学院与国际学院规模。继续教育与国际学院两类招生不受招生配额限制，截至 2020 年底，继续教育与国际学院学生在校人数共计 2,285 人，公司计划四年内将这两个板块在校人数扩大至 10,000 人。

继续教育学院自考助学本科 2019 年获批，预计学额放量。南京传媒学院继续教育学院主要招生为全日制自考助学本科，采用“学历+技能”的培养模式，学生入学后采取全日制教学方式。根据江苏省教育考试院文件《省教育考试院关于印发 2019 年高等教育自学考试主考学校自办助学专业及助学第二学历专业招生学校和专业目录的通知》（苏教考自〔2019〕15 号）批复，学校获准开设高等教育自学考试主考学校自办助学专业，专业为：播音与主持艺术（本科）、新闻学（专科、本科）。2019 年，资格获批后，截至 2020 年底，南京传媒学院继续教育学院在校人数达到 1,842 人，较去年同期净增 1,541 人，我们预计未来将继续放量。

国际学院采取 2+2/3 学制，收费标准较高。南京传媒学院是全国具备出国留学教育资质、专注传媒艺术类专业国际教育的重点艺术院校。学校与海外院校联合设立的出国留学预备课程，其中 2 年在南京传媒学院全日制就读，学生凭课程结业证书及留学外语成绩，将升入与南京传媒学院建立校际合作关系的海外大学续读本科后续 2 年制或 3 年制课程，获得海外大学本科文凭。2021 学年，南京传媒学院国际学院音乐专业学费为 98,000 元/年，其他专业学费为 78,000 元/年，教学实践费 10,000 元/年，另收取住宿费 7,000 元/年与教材费 2,000 元/年。国际学院每年为优秀新生、毕业生设立 200 万元奖学金，授课团队由南京传媒学院与海外合作学校组建的 1:1 国际化师资组成，往年毕业生获得香港浸会大学、英国南安普顿大学、英国考文垂大学等学校录取，综合课程吸引力较高。

图表 28：南京传媒学院国际学院教学环境



资料来源：公司官网，中金公司研究部

国际学院海外合作资源丰富，预计报考人数逐渐恢复。受疫情影响，学校国际学生增长有所放缓，截至 2020 年底，国际学院在校人数 443 人，比去年同期净增 33 人。艺术类学生对于海外求学需求较旺盛，南京传媒学院海外合作资源丰富，目前已经与美国、加拿大、英国、新西兰、澳大利亚、意大利、法国、西班牙、芬兰、日本、韩国等国家与地区的 70 余所院校与教育机构的大量专业建立合作，我们预计随着全球疫情趋于稳定，学校国际学生招生人数将逐步恢复。

图表 29：南京传媒学院海外合作招生信息

地区	院校数量	升学院校	合作专业
中国香港	1	浸会大学	媒体及社会传播、综合传播管理学、新媒体及创意写作
美国	14	南安普敦大学	音乐、平面艺术、面料设计、时装设计、游戏设计与艺术等
		拉夫堡大学	面料设计
		威斯敏斯特大学	数字媒体与传播、数字新闻、公共关系与广告等
		提赛德大学	电影电视制作、摄影、计算机动画、计算机游戏艺术等
		萨塞克斯大学	媒体与传播、电影制作
		考文垂大学	媒体制作、数字媒体、摄影、平面设计等
		中央兰开夏大学	广告、电视制作、国际新闻、时装设计等
		坎特伯雷大学	艺术教育、舞蹈
		安格利亚鲁斯金大学	音乐、表演、插画
		布鲁内尔大学	商业与管理、电影制作、传播与媒体学
		赫特福德大学	工商管理
		诺森比亚大学	传播设计、工业设计
		创意艺术大学	时尚管理与市场
		罗汉普顿大学	舞蹈
新西兰	1	梅西大学	媒体管理、媒体研究、国际商务
澳大利亚	4	皇家墨尔本理工大学	平面设计、服装设计、数字媒体
		麦考瑞大学	媒体与传播、商务管理
		塔斯马尼亚大学	传媒、设计
		斯威本科技大学	平面设计、计算机游戏艺术、电影电视制作、媒体与传播
美国	2	迈阿密大学	商业学、传播学、艺术管理等
		纽约电影学院	电影制作、表演、3D 动画
日本	1	城西国际大学	媒体学、艺术设计、广告学、电影美术等

资料来源：公司官网，中金公司研究部

艺术培训：外延并购艺考培训龙头企业，内生增长少儿艺术培训项目

艺考培训：外延并购发展艺考培训

收购水木源：2020 年 12 月，公司公告全资附属公司碧城艺术咨询(南京)有限公司作为承让人，于 2020 年 12 月 19 日订立协议收购全国领先美术艺考培训机构水木源 100% 股权，作价 3 亿元。根据未经审核财务数据，水木源 2018 年、2019 年税后纯利分别为 1,702.2 万元和 2,461.4 万元。水木源创始人马小川先生已向公司保证及担保 2021、2022 年及 2023 年 12 月 31 日止的三个财务年度，目标公司拥有应占纯利分别为人民币 2,400 万元、2,760 万元和 3,174 万元。2021 年 4 月 6 日，公司公告收购水木源已完成交割。

培训定位名校，师资力量深厚，全国布局校区。水木源下设独角兽班、联考精英班、设计精品班、造型精品班四种班型，主要定位为培训冲击清华美院、八大美院、中央传媒学院、北京电影学院等名校的艺考生。师资方面，水木源拥有百位清华美术学院、中央美术学院实力派名师，教学校长、副校长均拥有 13 年及以上行业经验。目前，水木源已进行全国范围拓展业务，拥有北京、济南、杭州、深圳、大连五个直营校区，校园基础设施完善，教学、住宿环境优良。

图表 30：水木源管理团队

 马小川 校长/教学总监 中国美术高考名校指导专家 中国美术高考教育联盟副会长	 刘干 教学校长 15 年 经验 2000+ 过关清华央美学子 素描和速写 擅长科目	 杨国瑞 副校长 15 年 经验 3000+ 过关清华央美学子 素描和速写 擅长科目
	 石志城 副校长 13 年 经验 800+ 过关清华央美学子 美院色彩及各省联考色彩 擅长科目	 刘宝宽 副校长 15 年 经验 1000+ 过关清华央美学子 色彩及清华三科教学 擅长科目

资料来源：水木源官网，中金公司研究部

图表 31：水木源美术艺考班型与工作室



资料来源：水木源官网，中金公司研究部

图表 32：水木源校园环境



资料来源：水木源官网，中金公司研究部

美术艺考培训龙头，历年成绩亮眼。水木源在清华美术学院连续 9 年艺考合格证数目排名第一，在美术艺考培训行业具有良好口碑，被新华网评为“品牌影响力教育集团”。2019/2020 学年，水木源学院取得九大美院艺考合格证 1,312 张，同年 124 名和 393 名学生分别取得清华大学美术学院、中央美术学院艺考合格证。

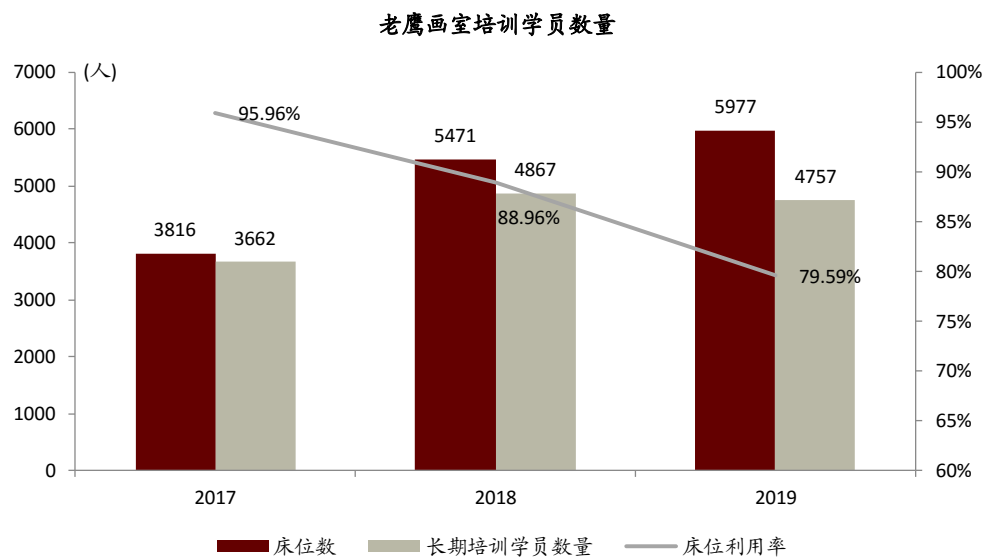
图表 33：水木源 2020 年九大美院校考成绩



资料来源：水木源官网，中金公司研究部

推进校区建设，预计培训学员数量有望上升。在招生方面，水木源具有良好的品牌效力，当前招生人数一定程度受到场地容量限制。2021 年 2 月，美术艺考培训龙头企业老鹰股份首发申请获深交所通过，公司计划登陆深交所创业板上市，2019 年，老鹰股份拥有长期培训学员数量 4,757 人。截至 2020 年 11 月，水木源年培训学员约 3100 人。华夏视听教育由于自身高等教育业务，对于校区筹建具有丰富的经验，目前正在帮助水木源进行校区扩建：目前，济南校区扩建已经进入后续装修阶段，规划扩建后容纳 1,000 人以上；同时，水木源武汉公司已经成立，成都校区设立正在推进。根据未经审核财务数据，水木源 2018 年、2019 年收入分别为 1.42 亿元和 1.86 亿元，我们预计随着学生人数的提升，水木源年收入将进一步增长。

图表 34：老鹰画室培训学员数量



资料来源：老鹰股份招股说明书，中金公司研究部

少儿艺术培训：内生增长，自建美育中心

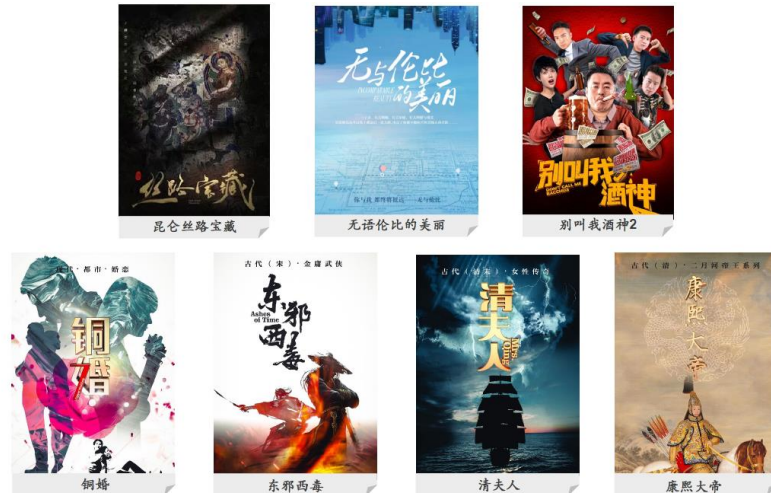
依托传媒资源出口，驱动内生培训增长。少儿艺术培训是华夏视听教育未来发展方向之一，主要面向儿童及低年级学生提供传媒及艺术培训课程，主要教学艺术、美术、舞蹈、戏剧、音乐等内容，经过对课程体系反复打磨后，2020年8月，公司少儿艺术培训业务开始在北京进行小范围招生工作。华夏视听教育具备打造并输出少儿栏目、少儿剧集的能力和渠道，相比于单一的少儿艺术培训，对学生及家长具有更强的吸引力，公司管理层表示公司计划在今年打造少儿情景剧，为公司少儿艺术培训提供资源出口，2020年第4季度，少儿艺术培训预收款已经超过600万元人民币。目前，公司计划在北京设立3个校区，其中1个校区已处于后期装修阶段，管理层表示未来公司少儿艺术培训业务将进行全国范围扩张。

影视制作：稳健经营，收款合作把控严格、优质版权与作品储备丰富

收款把控严格，合作主流平台。影视制作业务波动较大，但公司经营发展稳健、毛利率与净利润始终保持在较好水平，根据2020年公司招股说明书信息，公司影视制作业务毛利率水平为47.2%，根据弗若斯特沙利文统计，业内平均水平为35%，这主要得益于公司收款把控严格。同时，公司主要与主流平台合作，公司剧集多采用预售形式，一般在开机前就完成签约，有效降低收款风险。

优质版权库，作品储备丰富。公司拥有金庸、二月河、亦舒等原著影视版权库。根据公司2020年年度业绩会公开信息，公司目前已交付作品包括电视剧《朝歌》、《安静》，公司预计已签约投资电视剧《昆仑丝路宝藏》、《无与伦比的美丽》和网络电影《别叫我酒神2》将于2021年完成交付，此外公司作品储备还包括电视剧《清夫人》、《东邪西毒》、《康熙大帝》、《铜婚》等，公司管理层表示公司作品储备充足，将延续做精品剧的路线，持续输出优质内容。

图表 35：华夏视听教育影视作品储备

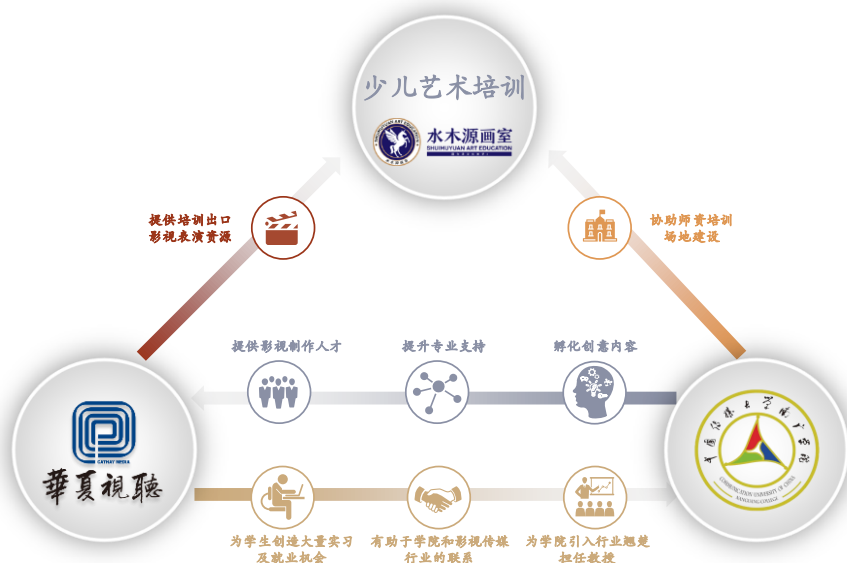


资料来源：公司公告，中金公司研究部

业务协同：传媒艺术教育产业链延伸，高教、培训、传媒业务协同

公司表示将在扩大内生增长的同时在高等教育和艺术培训板块积极开展外延并购：在高等教育方面，未来计划收购 2 所普通本科院校、1 所高职院校，在维持南京传媒学院品牌声誉、影响力与教学质量的同时，打造具有协同效应的高教联合体；在艺术教育培训方面，公司计划发展多品类素质教育培训课程，打造一流的艺术培训旗舰品牌，一方面支持水木源扩张，打造艺考培训品牌；另外一方面，关注艺术培训领域、艺术高中优秀标的，实现传媒与艺术教育业务的进一步拓展。公司影视制作、高等教育板块有较强的协同效应，高等教育板块为影视制作板块提供传媒与艺术领域人才、专业支持与创意内容孵化；影视制作板块为高等教育提供大量实习、就业机会；提升学院与影视传媒行业的联系，同时为学院引进大量行业翘楚师资资源。未来，随着公司艺术培训业务的开展，管理层认为影视制作板块有望为少儿艺术培训业务提供培训出口资源，提升公司培训业务竞争力；高等教育板块有望支持艺考培训标的的校区建设，公司收购的艺考培训机构有望与南京传媒学院国际学院，实现合作互通与资源共享，为学生提供一站式艺术培训服务。

图表 36：华夏视听教育业务协同示意



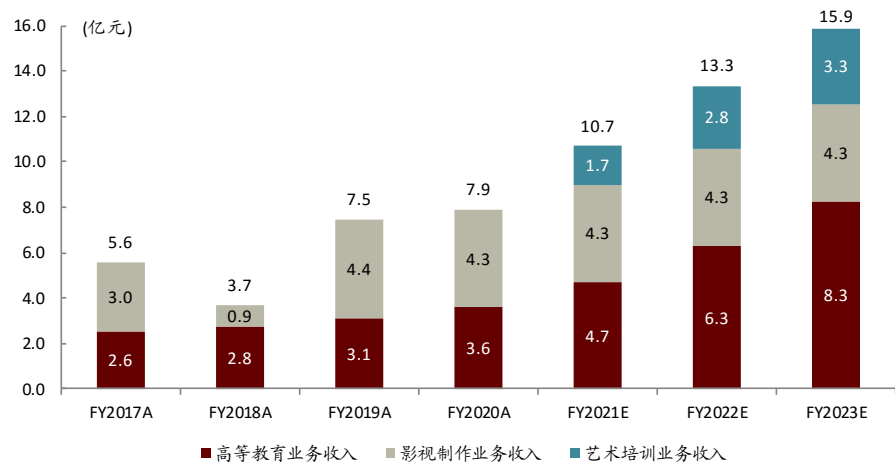
资料来源：公司公告，中金公司研究部

财务预测估值

收入

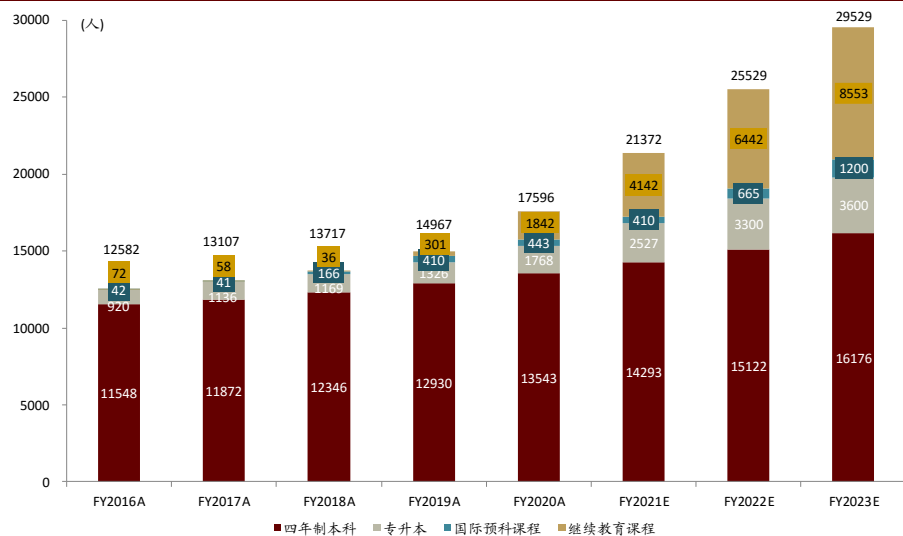
华夏视听教育主营业务收入包括高等教育、艺术培训和影视制作。高等教育方面，我们预计收入将保持稳步增长，主要源于南京传媒学院在同等院校中学费处于较低水平，江苏省民办教育学费定价逐步放开，且南京传媒学院在江苏省放开部分民办高校学历教育收费试点范围内，学费提升确定性较强，同时，校园建设稳步进行，我们预计在校学生人数将逐渐提升；继续教育学院自考助学本科招生资格已于 2019 年获批，我们预计未来继续教育在校生人数将大幅提升；加之学费水平较高的国际学院学生在全球疫情稳定后将逐步恢复。影视制作方面，根据公司指引，我们预计未来公司影视制作业务将保持平稳发展。艺术培训业务方面，公司表示收购的艺考培训机构水木源、内生发展的少儿艺术培训业务进展较顺利，远期艺术培训业务体量将接近高等教育，我们预计艺术培训业务将为公司带来新增量。我们预计公司 2021 年/2022 年/2023 年收入将分别达到 10.7 亿元、13.3 亿元、15.9 亿元。

图表 37：历史及预测主营业务收入，2017A-2023E



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 38：历史及预测学生人数，2016A-2023E

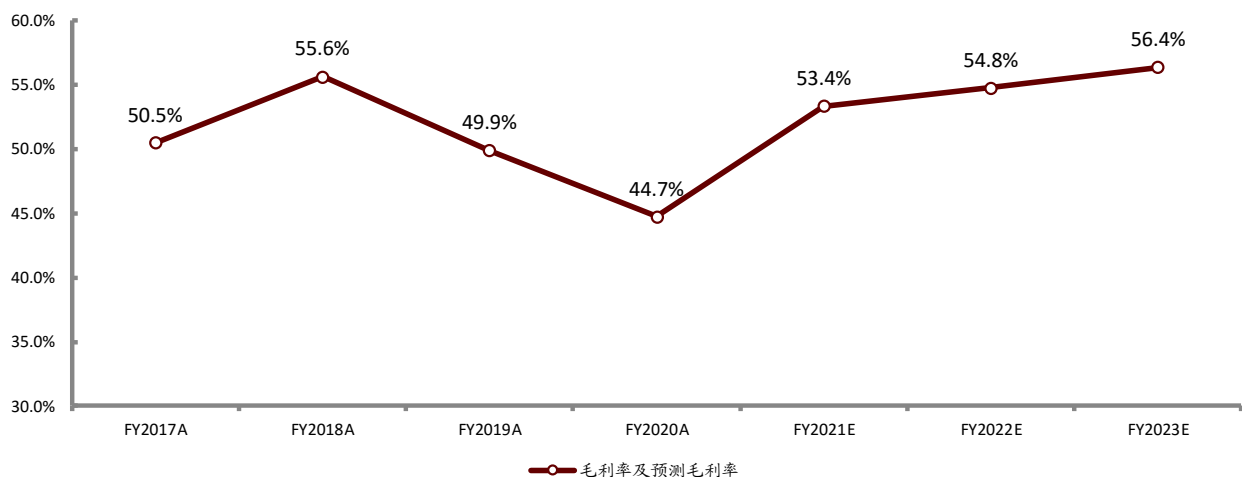


资料来源：公司公告，中金公司研究部

毛利与毛利率

华夏视听教育毛利率近年略有下降，主要源于公司影视业务毛利率的下滑，随着毛利率水平较高的艺考培训业务的开展，我们预计公司毛利率在 2021 年/2022 年/2023 年将逐渐增长至 53.4%、54.8% 和 56.4%（此处毛利率计算口径为毛利率=1-营业成本/收入）。我们预计，随着未来高等教育业务、培训业务收入占比进一步增长，影视业务对公司毛利率的影响将有所降低。

图表 39：历史及预测毛利率，2017A-2023E



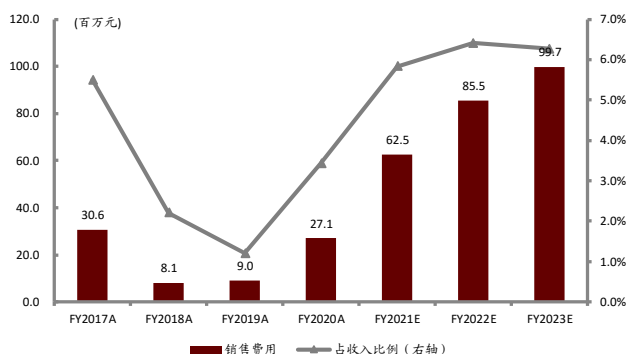
注：此处毛利率计算口径为毛利率=1-营业成本/收入
 资料来源：公司公告，中金公司研究部

费用

销售费用：我们预计公司 2021 年、2022 年、2023 年的销售费用分别为 0.62 亿元、0.86 亿元和 1.00 亿元。考虑到公司发展艺术培训业务带来的销售费用增加，我们预计公司销售费用率将有所提升后下降，2021 年、2022 年、2023 年销售费用率分别为 5.8%、6.4% 和 6.3%。

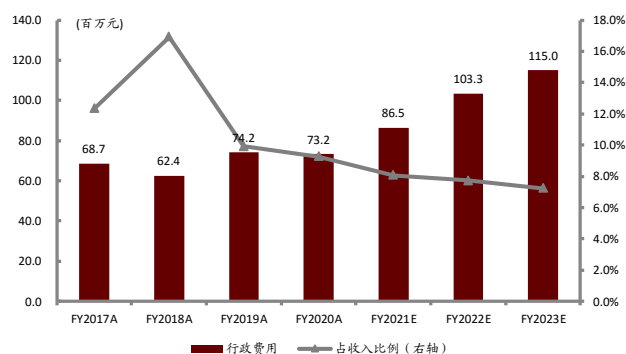
管理费用：我们预计公司 2021 年、2022 年、2023 年的管理费用分别为 0.87 亿元、1.03 亿元和 1.15 亿元。我们认为随着管理效率和高等教育业务规模效应的逐步提升，预计管理费用率进一步优化，2021 年、2022 年、2023 年管理费用率分别为 8.1%、7.7% 和 7.2%。

图表 40：历史及预测销售费用，2017A-2023E



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 41：历史及预测管理费用，2017A-2023E

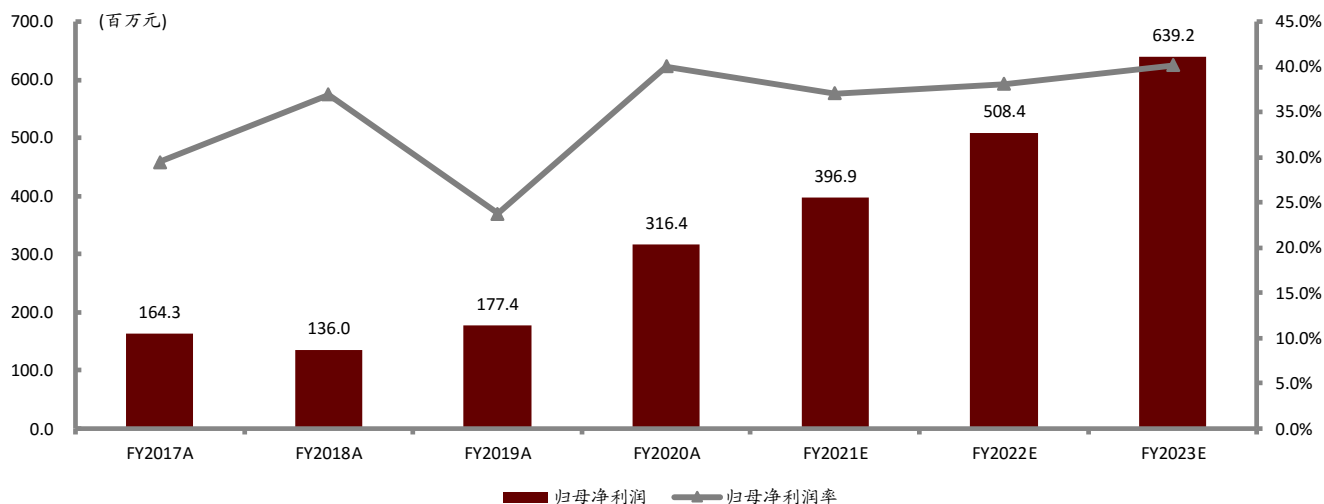


资料来源：公司公告，中金公司研究部

净利润与净利润率

我们预计华夏视听教育 2021 年、2022 年和 2023 年归母净利润分别为 3.97 亿元、5.08 亿元和 6.39 亿元，2020 年至 2023 年年均复合增速将达 26.3%。2020 年，我们预计由于公司新业务拓展导致费用上升且学生活动开支有所恢复，2021 年净利润率将有所降低至 37.1%，随着公司业务的正常化，2022 年、2023 年由于公司毛利润率提升，净利润率将分别回升至 38.1% 和 40.2%。

图表 42：历史及预测归母净利润和净利润率，2017A-2023E



资料来源：公司公告，中金公司研究部

估值

我们采用市盈率估值法对华夏视听教育进行估值，考虑到公司传媒与艺术高等教育稳步发展与艺考培训业务的成长性，给予公司 2022 财年 25 倍市盈率估值。

首次覆盖华夏视听教育，给予跑赢行业评级和目标价 9.0 港元。公司目前交易于 2022 财年 20.1 倍市盈率。

图表 43：估值模型

	2022E
调整后归属母公司净利润 (人民币千元)	508,369
稀释每股收益 (人民币元)	0.31
稀释每股收益 (港币元)	0.36
HKD/CNY	0.86
估值方法	P/E
2022 P/E	25x
2022E 目标价 (港币)	9.0

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 44：可比公司估值表

股票代码	股票中文名	交易货币	财报货币	股价	市值 (百万元)	PEG 2021E	2020A	PE 2021E	2022E	EV/EBITDA 2020A	2021E	2022E
港股教育												
平均值						0.4	47.1	17.8	14.2	16.9	10.7	8.7
中位数						0.4	37.0	16.0	12.2	15.7	11.5	8.2
01981.HK	华夏视听教育*	HKD	CNY	7.18	11,919	0.7	31.7	25.8	20.1	16.4	12.7	10.5
00839.HK	中教控股*	HKD	CNY	14.10	32,043	0.4	38.2	21.5	17.6	20.8	13.7	11.2
06169.HK	宇华教育*	HKD	CNY	5.96	19,997	0.1	84	14.6	12.2	22.8	9.3	8
01765.HK	希望教育*	HKD	CNY	2.58	20,573	0.5	34.4	21.2	18.2	15.7	12.3	10.9
02001.HK	新高教集团*	HKD	CNY	4.34	6,881	0.4	13	10.6	8.6	8.6	7	6.1
01569.HK	民生教育*	HKD	CNY	1.41	5,947	0.1	38.1	9.4	8.1	10.7	4.6	5.4
00382.HK	中汇集团	HKD	CNY	7.82	8,380	0.8	23	16	11.3	12.6	11.5	8.2
01890.HK	中国科培	HKD	CNY	5.14	10,359	0.4	15.4	11.3	9.4	12.7	8.9	7.4
09616.HK	东软教育	HKD	HKD	5.18	3,453	n.a.	37	11.4	9.3	8.9	6.2	5.2
01797.HK	新东方在线*	HKD	CNY	17.32	17,319		N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
00667.HK	中国东方教育*	HKD	CNY	16.24	35,686	0.3	121.2	34.8	25.5	31	14	9.9
01769.HK	思考乐教育	HKD	CNY	8.60	4,779	n.a.	82.3	18.8	15.4	26.2	18	12.7
03978.HK	卓越教育集团	HKD	CNY	2.75	2,330	n.a.	14.5	9.5	7.1	10.1	4.5	3.3
美股教育												
平均值						1.7	76.3	35.8	17.6	152.6	30.6	12.7
中位数						1.7	76.3	35.8	16.5	95.1	8.9	5.1
EDU.US	新东方*	USD	USD	14.71	25,216	1.7	52.1	60.3	32	48.3	75.6	29
TAL.US	好未来*	USD	USD	58.51	35,125		555.8(a)	56.6(a)	33.9(a)	N.M.	93.6(a)	34.1(a)
GSX.US	跟谁学	USD	CNY	27.16	6,916	n.a.	N.M.	N.M.	N.M.	95.1	N.M.	N.M.
ONE.US	精锐教育	USD	CNY	2.46	397	n.a.	N.M.	N.M.	16.5	314.3	8.9	5.1
DAO.US	有道*	USD	CNY	25.55	3,168		N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
NEW.US	朴新教育	USD	CNY	3.76	328	n.a.	100.5	11.3	4.3	N.M.	7.4	4
A股教育												
平均值						1.7	81.3	31.4	23.7	117.8	21.6	16.7
中位数						1.7	73.1	26.1	19.6	51.1	16.7	12.7
002607.SZ	中公教育*	CNY	CNY	27.92	172,194	1.7	73.1	56.1	41.6	51.1	40.3	30.5
600661.SH	昂立教育	CNY	CNY	14.58	4,175	n.a.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
300192.SZ	科斯伍德	CNY	CNY	13.17	3,909	n.a.	22.6	17.2	14	16.8	12.9	10.8
300010.SZ	豆神教育	CNY	CNY	7.86	6,820	n.a.	148.3	24.5	15.7	285.5	18.8	13.5
002621.SZ	美吉姆	CNY	CNY	5.40	4,460	n.a.	N.M.	27.6	23.5	N.M.	14.5	11.8

注：标*公司为中金覆盖采用中金预测数据，预测数据采用财年加权平均，其余使用市场一致预期截至 2021 年 4 月 9 日

港股对应市值单位为百万港元，美股对应市值单位为百万美元，A 股对应市值单位为百万元

标有 (a) 的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

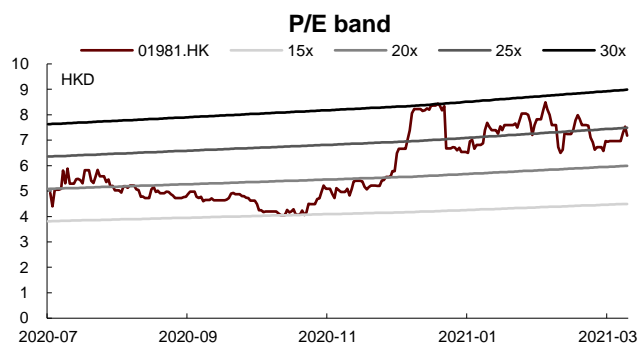
图表 45：可比公司成长能力、盈利能力

(百万元)	财报货币	2020A	2021E	2022E	CAGR 2020-22
港股教育					
收入					
华夏视听教育*	CNY	790	1,070	1,334	29.9%
中教控股*	CNY	2,678	3,755	4,171	24.8%
宇华教育*	CNY	2,409	2,787	3,022	12.0%
希望教育*	CNY	1,568	2,208	2,467	25.4%
新高教集团*	CNY	1,292	1,566	1,806	18.2%
民生教育*	CNY	1,107	2,036	2,210	41.3%
中汇集团	CNY	800	1,182	1,585	40.8%
中国科培	CNY	867	1,268	1,494	31.3%
东软教育	HKD	1,100	1,626	1,941	32.8%
中国东方教育*	CNY	3,649	4,812	5,565	23.5%
盈利能力					
净利润率					
华夏视听教育*		40.1%	37.1%	38.1%	
中教控股*		23.6%	32.2%	35.4%	
宇华教育*		8.5%	42.8%	47.5%	
希望教育*		29.1%	34.2%	35.6%	
新高教集团*		33.5%	35.5%	38.3%	
民生教育*		11.8%	26.8%	28.6%	
中汇集团		36.4%	36.5%	38.0%	
中国科培		65.2%	60.5%	61.1%	
东软教育		6.7%	18.5%	19.6%	
中国东方教育*		7.1%	19.0%	22.5%	
回报率分析					
总资产收益率					
华夏视听教育*		12.2%	11.1%	12.8%	
中教控股*		3.8%	6.3%	7.1%	
宇华教育*		2.1%	10.8%	11.1%	
希望教育*		3.9%	5.9%	6.5%	
新高教集团*		7.3%	9.3%	11.2%	
民生教育*		1.6%	6.1%	7.0%	
中汇集团		8.8%	10.1%	11.3%	
中国科培		14.4%	16.0%	16.4%	
东软教育		6.4%	11.3%	12.6%	
中国东方教育*		2.6%	8.3%	9.5%	
净资产收益率					
华夏视听教育*		15.9%	13.9%	16.1%	
中教控股*		8.3%	13.6%	15.5%	
宇华教育*		5.6%	30.2%	30.8%	
希望教育*		8.9%	12.7%	13.5%	
新高教集团*		18.0%	22.1%	23.4%	
民生教育*		3.4%	12.9%	13.6%	
中汇集团		16.9%	19.7%	23.1%	
中国科培		18.9%	21.2%	21.4%	
东软教育		27.5%	16.9%	19.4%	
中国东方教育*		4.2%	14.4%	17.6%	

注：标*公司为中金覆盖采用中金预测数据，预测数据采用财年加权平均，其余使用市场一致预期截至 2021 年 4 月 9 日

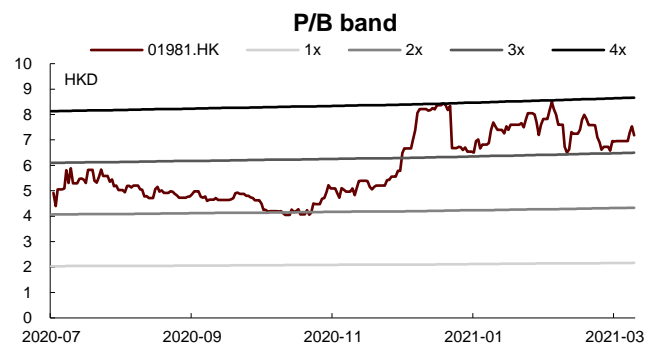
资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

图表 46：历史 P/E



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 47：历史 P/B



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 48：历史及预测财务报表

(人民币百万元, 特殊标注除外)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
利润表						
营业收入	557	368	747	790	1,070	1,334
营业成本	-276	-163	-374	-437	-499	-604
毛利润	281	205	373	353	571	731
其他收入	13	12	18	90	43	53
销售费用	-31	-8	-9	-27	-62	-86
管理费用	-69	-62	-74	-73	-87	-103
其他收益	4	-1	-73	25	0	0
营业利润	199	146	234	368	465	595
财务费用	5	7	6	3	11	13
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业外收入	0	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0	0
利润总额	204	153	240	371	476	608
所得税	-24	-4	-46	-34	-54	-67
净利润	181	149	195	337	423	542
其他综合收益	0	0	1	-85	0	0
少数股东损益	-16	-13	-17	-21	-26	-33
归属母公司净利润	164	136	177	316	397	508
现金流量表						
税前利润	204	153	240	371	476	608
折旧和摊销	204	78	273	185	261	261
营运资本的减少	0	211	-181	-283	186	114
其它经营活动现金流	-234	-236	-58	-26	-54	-67
经营活动产生的现金流量净额	174	207	275	247	869	916
资本开支	-176	-280	-123	-189	-402	-402
投资变动	157	-346	-112	-21	-180	0
其他投资活动现金流	53	278	176	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	34	-349	-60	-210	-582	-402
股权融资	0	0	0	1,204	0	0
借款变动	0	0	32	-32	0	0
股利支出	0	-53	16	-22	-133	-167
其他筹资活动现金流	-50	-4	-202	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-50	-57	-154	1,150	-133	-167
现金及现金等价物净流入	0	-198	62	1,188	154	347
资产负债表						
货币资金	256	58	120	1,309	1,463	1,810
应收账款	187	105	93	488	291	300
其他应收款(合计)	524	967	875	909	1,168	1,244
流动资产合计	967	1,131	1,088	2,706	2,922	3,355
固定资产	494	481	540	603	674	745
无形资产	1	1	16	1	1	1
其他非流动资产(合计)	233	281	125	124	116	110
非流动资产合计	728	763	680	728	791	856
资产总计	1,694	1,893	1,769	3,434	3,713	4,211
短期借款	246	372	192	205	279	359
应付票据及账款	50	67	36	201	82	99
其他流动负债(合计)	166	90	130	152	185	211
流动负债合计	462	528	358	558	546	669
非流动负债合计	19	2	34	1	2	2
负债合计	480	530	392	559	548	671
非控股权益	111	123	124	145	171	204
所有者权益合计	1,104	1,240	1,253	2,730	2,994	3,336
负债和所有者权益总计	1,694	1,893	1,769	3,434	3,713	4,211

资料来源：公司公告，中金公司研究部

风险

民促法落地可能影响高教业务

《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）》尚未落地，民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校，公司有意将旗下大学注册为营利性民办学校，可能失去所得税豁免的税务优惠待遇。

传媒、艺术培训政策监管风险

制作及发行电视节目及电影在中国受到多方监管。法规几乎延伸至整个流程的各个方面，新法规或行业政策可能使得任何制作被视为不适合发行，使公司产生额外成本乃至重新制作。国家可能加大对教培机构监管力度，对艺考培训、少儿艺术培训监管可能超预期。

疫情影响超预期风险

公司高等、培训、影视业务均需要在线下环境开展，如疫情出现反复，公司可能面临南京传媒学院与线下培训机构开学延迟导致费用返还，以及影视制作内容拍摄延迟等风险，同时公司影视业务顾客、供应商较为集中，上下游如受疫情影响可能波及公司业绩表现。

股东减持风险

公司基石投资于 2021 年 1 月 15 日解禁，短期有基石投资人减持的压力。

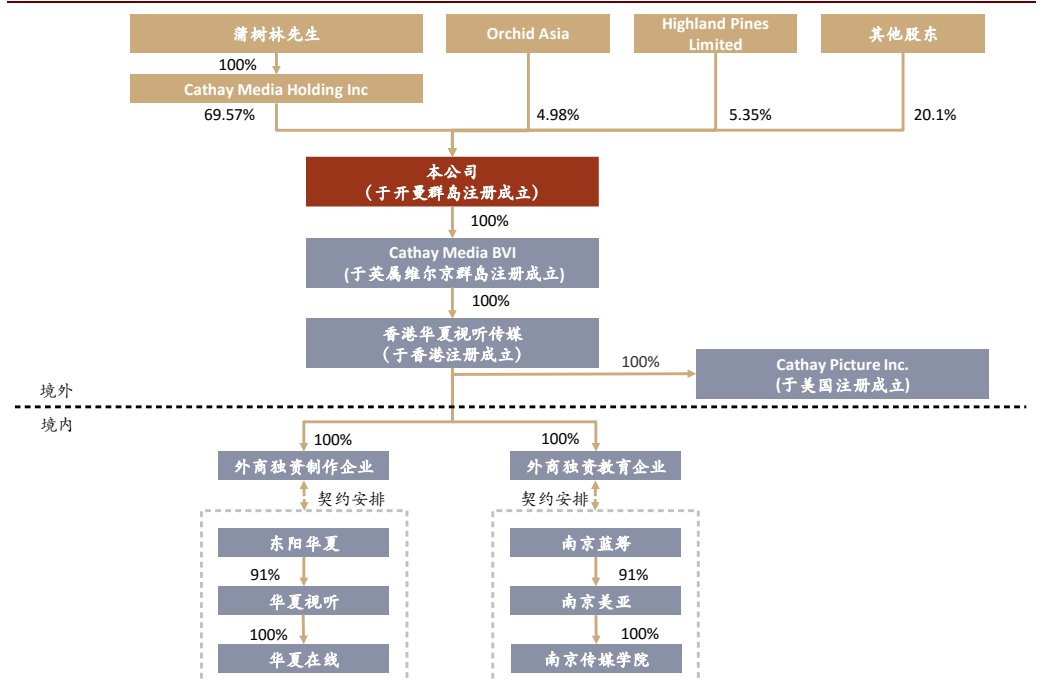
收购艺术培训标的整合风险

公司收购美术艺考龙头水木源发展艺术培训业务，目前已经帮助水木源进行了校区建设，但收购标的业绩表现提升程度仍待验证，可能存在收购标的业绩表现不及预期的风险。

附录

公司股权集中，根据香港联合交易所信息，截至 2021 年 2 月 22 日，创始人蒲树林先生通过 Cathay Media Holding Inc 持有华夏视听教育 69.57% 的股权；截至 2021 年 3 月 3 日，Orchid Asia 和 Highland Pines Limited 分别持有公司 4.98% 和 5.35% 的股权。公司采取 VIE 架构模式，通过协议控制华夏视听公司与南京传媒学院。

图表 49：股权结构集中



注：蒲树林先生持股比例截至 2021 年 2 月 22 日，Orchid Asia 及 Highland Pines Limited 持股比例截至 2021 年 3 月 3 日
 资料来源：公司公告，香港联合交易所，中金公司研究部

公司基石投资者包括 Orchid Asia、Snow Lake、Foresight Orient Global Superior Choice SPC 及 Oceanic，基石投资解禁时间为 2021 年 1 月 15 日，Snow Lake 曾在 2021 年 1 月 19 日进行减持，减持后持股比例已经降低至 1.41%。

图表 50：部分重要投资人历史交易

机构	交易量（万股）	平均交易价格（HKD）	交易后持股比例	日期
Highland Pines Limited	124.8	8.1405	5.35%	03/03/2021
Orchid Asia	116.1	8.1405	4.98%	03/03/2021
Highland Pines Limited	330.9	8.5817	5.80%	22/02/2021
Orchid Asia	307.7	8.5817	5.40%	22/02/2021
Snow Lake Capital (HK) Limited	10,010.0	7.1000	1.41%	19/01/2021
Snow Lake Capital (HK) Limited	234.9	8.2953	7.04%	12/01/2021
Snow Lake Capital (HK) Limited	500.0	8.0929	6.28%	05/01/2021
Snow Lake Capital (HK) Limited	1,070.1	7.7493	5.15%	30/12/2020

资料来源：公司公告，香港联合交易所，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：华夏视听教育-H。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：赵静

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

