

一文看懂华夏视听教育

证券研究报告

2020 年 06 月 17 日

艺校为体，艺培为翼，打造艺术教育旗舰

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

华夏视听：艺术头部 IP，艺校为体、艺培为翼

旗下南广学院已转设，国际教育+继续教育学院开始运营。华夏视听经营中国传媒大学南广学院（2019 年在中国传媒及艺术独立学院中排名第一）是于 2004 年在江苏南京设立的独立学院，也是江苏唯一一所传媒艺术类应用型大学。南广学院为行业培养输送 3 万多名毕业生，涌现出一批以知名演员倪妮、白客等为代表的文艺新星。19/20 学年超过 6.3 万名申请人角逐进入旗下大学，最终仅 4.3% 录取。南广学院已发展为中国专注提供广播、电台及电视新闻及艺术设计等传媒及艺术学位课程的最大大学之一。

（1）本科：截至 2019 年底南广学院约 1.43 万名本科生。2020 年 4 月南广学院完成转设更名南京传媒学院，转设后南京传媒学院由独立学院升格为独立设置的普通本科高校，将在招生计划、科研创作项目申报、拓展研究生教育、产教合作、国际交流等方面得到更多政策支持。

（2）国际预科及继续教育课程：学院同时开设国际预科课程及继续教育课程，不受教育部限额或学费审批所规限。19/20 学年共 410 名学生参加 19/20 学年的两年制国际预科课程，16/17 至 18/19 学年在校生分别为 42 人、41 人、166 人；每生每年学费在 5.8 万至 7.8 万。

另外，学院 2019 年 8 月推出首个英皇南广演艺培训班。

中国民办电视节目制作行业先驱之一。二十多年来华夏视听制作的电视节目赢得不俗人气和收视，所有制作节目首播时收视率全国排名第一。截至 2019 年底华夏已制作或联合制作 33 部题材不同电视剧，共 1279 集。其中包括《射雕英雄传》、《天龙八部》、《神雕侠侣》、《影视同期声》等。

2019 年营收增长 102.9% 至 7.5 亿元，教育板块稳步增长。2016-19 年公司营收分别为 2.39 亿、5.57 亿、3.68 亿及 7.47 亿，2019 年同比增长 102.86%。其中高等教育收入加速增长，影视制作收入波动与影视作品数量和交付时机有关。2016-20 年高等教育营收分别为 2.38 亿、2.56 亿、2.77 亿、3.12 亿，2017-20 年同比增长分别为 7.68%、8.06%、12.54%。2017-19 年调后净利分别为 1.99 亿、1.56 亿及 3.01 亿。

成长路径清晰，发展空间广阔

①**学费提升空间大，有效带动业绩增长。**南广学院转设前学费收到一定限制，完成转设后南京传媒大学为独立设置的民办本科高校，具有较为灵活定价权。19/20 学年南广学院学费区间为 1.4 万到 1.8 万/人/年，我们梳理对比其他艺术类高校收费后，认为南京传媒大学具备一倍以上提升空间，学费增长未来后显著提升盈利能力。

②**受益转设及国际教育、继续教育学院爬坡，在校生或显著增长。**

普通本科：转设增加学额计划+专升本扩容。未来我们预计本科学额或有小幅增长，一方面转设后将在招生计划等方面得到更多政策支持；另一方面，20 年 2 月国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，提到“一要扩大今年硕士研究生招生和专升本规模”我们预计未来学校普通本科在校生人数或有年化 5% 以上的小幅增长，增长较高。

国际教育学院：对接境外顶级资源，借助南广品牌效应及目标客群。学生全日制在南广学院完成与海外院校联合设立的 2 年制出国留学预备课程；完成预备课程后凭课程结业证书及留学外语成绩升入与学院建立校际合作关系的海外大学续读本科后续课程，获得海外大学本科文凭。

学费约 5-8 万人民币/年，聚焦高端生源；19/20 学年在校生 410 人快速增长。招生专业包括媒体、影视、表演、音乐等 10 余种方向；同时，升学院

校聚焦全球各国艺术头部资源（香港浸会大学、英国伦敦大学金史密斯学院、英国考文垂大学、威斯敏斯特大学、美国旧金山艺术大学）。

国际教育学院优势突出且依托南京传媒学院品牌影响力及生源储备（南京传媒学院录取率 4.3%；未被录取的学生或转而选择国际教学学院出国深造），我们认为今后招生或具备较好前景。

继续教育学院：2019 年获批快速爬坡，培养优质传媒人才打造网红孵化基地。2019 年 7 月南京传媒学院获准开设高等教育自学考试主考学校自办助学专业，目前开展自考助学、现代远程教育、成人高等教育（函授）等多种形式学历教育。院内开设新闻学、播音主持、广播电视编导等多个王牌专业的高中起点本科、专科起点本科学历教。我们对标江苏其他高校独立学院，在校生约 1-2 万人，未来公司继续教育学院人数增长空间广阔。

③发力艺考考训，打造第二增长极

英皇南广落地，携手顶级资源，打造头部品质。2019 年 12 月，英皇娱乐携手南广学院共同打造的造星梦工厂“英皇南广演艺学院”正式官宣开幕。英皇南广演艺学院是由英皇娱乐携手中国传媒大学南广学院创立的专业品牌，采用两地资深师资联合教学，致力于培养高端优秀的艺术群体。教学计划分为初级班、进阶班、大师班；学费从 4.5 万-9.8 万；课程约为 4 个星期（习六休一），144 个课时。

英皇南广演艺学院学生未来发展空间广阔：英皇娱乐艺人经纪部优先挑选；优秀学员有机会直接签约；华夏视听电视剧组定向内部招募演员人才；参与培训优秀毕业学员；进入英皇南广人才库资源共享；优秀人才获得行业推荐；英皇电影及电视剧制作；英皇（北京）文化发展有限公司网剧选角、广告代言、综艺娱乐音乐平台、卫视栏目、新媒体领袖等。

艺考培训约 500 亿市场，竞争分散具备整合空间；艺术类招生人数逐年扩大，录取人数占比达 9.95%。 艺术类专业招生考试指通过专业考试及高考，进入艺术类高校或者普通高校艺术专业的升学途径。

2018 年共招收艺术类本科生 42.01 万人，占本科录取人数 9.95%；根据华经产业研究院统计，19 年美术联考生人数达到 56.25 万人。我们估算 2019 年艺考人数约在 103 万人左右；通常艺考培训周期在半年左右，从高二暑假至 2-3 月份校考结束，艺培专业性较强具有较高客单价。假设行业客单价 5 万，参培率为 30%，则 2019 年整个行业的规模约为 154.5 亿元；参培率为 50%，规模约为 257.5 亿元；参培率为 90%，规模约为 463.5 亿元。

未来行业资源逐渐向大型机构集中。此前由于准入门槛低，缺乏行业标准，市场上一度鱼龙混杂，几个艺术老师凑在一起就能开辅导班。但是随着品牌效应逐步形成，教育水平做扎实的大型机构将一步步淘汰掉劣质供给。同时当前主流的培训模式是集训，前期需要在场地、师资、服务、宣传等方面投入大量的资金，口碑和师资的双重保障下，新进的培训机构也会更难从大型机构中争取客户资源，成本过高不利于后来的竞争者入局。随着专业化程度不断提高，行业集中度将逐步提升。

风险提示：招生不及预期，提价不及预期，培训业务不及预期，核心高管流失，行业竞争激烈，民促法实施条例尚未落地等

内容目录

1. 华夏视听教育：艺术头部 IP，艺校为体、艺培为翼	5
1.1. 旗下南广学院已转设，国际教育+继续教育学院开始运营	5
1.2. 中国民办电视节目制作行业先驱之一	9
1.3. 2019 年营收增长 102.86%至 7.47 亿元，教育板块稳步增长	10
2. 成长路径清晰，发展空间广阔	14
2.1. 学费提升空间大，有效带动业绩增长	14
2.2. 受益转设及国际教育、继续教育学院爬坡，在校生或显著增长	15
2.2.1. 普通本科：转设增加学额计划+专升本扩容	15
2.2.2. 国际教育学院：对接境外顶级资源，借助南广品牌效应及目标客群	16
2.2.3. 继续教育学院：2019 年获批快速爬坡，培养优质传媒人才打造网红孵化基地	20
2.3. 发力艺考考训，打造第二增长极	22
2.3.1. 英皇南广落地，携手顶级资源，打造头部品质	22
2.3.2. 艺考培训约 500 亿市场，竞争分散具备整合空间	25
2.3.2.1. 艺术类招生人数逐年扩大，录取人数占比达 9.95%	25
2.3.2.2. 高客单价、高参培率，500 亿元市场规模可期	26
2.3.2.3. 行业分散各具特色，具备整合空间	27
2.4. 电视剧发展规划清晰，账期短，平稳运营	30

图表目录

图 1：16/17 学年至 19/20 学年南广学院报考人数、招生人数及招录比	5
图 2：南广学院	7
图 3：南广学院	7
图 4：中国传媒大学南方学院生师比情况	8
图 5：华夏视听影视作品	9
图 6：2019 年营业收入增长 102.86%至 7.47 亿元	10
图 7：华夏视听高等教育业务营收加速增长	11
图 8：华夏视听销售成本	11
图 9：华夏视听销售成本占比变动	11
图 10：华夏视听销售费用率及管理费用率	12
图 11：2016-2019H1 华夏视听传媒集团影视制作业务毛利率	12
图 12：华夏视听毛利及调后净利	13
图 13：华夏视听毛利率及净利率	13
图 14：华夏视听经营活动产生的现金流净额	13
图 15：华夏视听现金及现金等价物	13
图 16：上海视觉艺术学院 2020 年招生简章显示，其艺术类（含美术类）专业学费为 5 万元/人/年	14
图 17：北京电影学院现代创意媒体学院 2020 年本科招生简章，学费基本在 5 万元/人/年以上	14

图 18: 中国传媒大学南广学院国际学院是中国教育部留学服务中心签署双向协议的战略合作伙伴.....	16
图 19: 联合学制: 国际本科 2+2/3 学制 (国内阶段 2 年+国外 2/3 年)	16
图 20: 国际教育学院师资力量	18
图 21: 国际教育学院大师课堂	18
图 22: 继续教育学院相关证书	21
图 23: 英皇娱乐为亚洲著名娱乐品牌, 在音乐制作及发行、电影制作及发行、艺人管理及演艺培训有着丰富的经验。	22
图 24: 英皇南广演艺学院合作平台	24
图 25: 艺术类专业考生需参加联考和校考	25
图 26: 艺术类专业占本科录取人数的 9.95%	26
图 27: 2019 年仅美术专业联考生人数就达到了 56.25 万人	26
图 28: 高考人数相对稳定, 2019 年共 1031 万人	27
图 29: 客单价高, 覆盖备考全流程的班型价格可高至 10 万元以上	27
图 30: 艺考培训机构数逐年增加, 行业集中度较低	28
图 31: 微力量进军综艺及影视剧制作	28
图 32: 大多数艺考生通过熟人推荐选择培训机构, 行业的口碑效应明显	29
图 33: 电视剧制作行业产业链	30
图 34: 华夏视听知名电视剧及节目	32
表 1: 华夏视听主要业务里程碑	5
表 2: 中国民办传媒及艺术高等教育五强 (按 2018/19 学年在校学生计)	6
表 3: 本科课程在读学生资料	7
表 4: 国际预科课程及继续教育课程的在读学生人数	9
表 5: 公司运营中国传媒大学南广学院, 专注于传媒和艺术相关专业。下表载列相关学年本科课程学习的在读学生人数及学费	14
表 6: 我们预计未来学校普通本科在校生人数或有年化 5% 左右的小幅增长, 同时增长较高	15
表 7: 国际预科课程及继续教育课程的在读学生人数	19
表 8: 南京传媒学院继续教育课程的在读学生人数	21
表 9: 公司有三部电视剧在往绩记录期间进行首播, 即 2019 年湖南卫视及芒果卫视的《封神》等	30
表 10: 此外, 公司正在制作五部电视剧及三部适合在线观看的网络电影, 其详情载列如下。	31
表 11: 在公司所有客户中, 在线视频平台为公司重要的发行渠道, 2017 年及 19 年, 产生的收入占影视制作业务总收入 98% 以上	31
表 12: 2018 年至 2019 上半年, 畅销电视剧市场五大制作公司 (中国)	32

1. 华夏视听教育：艺术头部 IP，艺校为体、艺培为翼

1.1. 旗下南广学院已转设，国际教育+继续教育学院开始运营

华夏视听依托传媒及表演艺术专业高等教育业务以及一流影视制作两大支柱业务。公司创始人蒲树林 1998 年创办华夏视听，创立之初就从事电视剧投资制作、电影投资制作、电视栏目制作、广播节目制作等业务。2004 年华夏视听与中国传媒大学建立合作，在江苏省南京市创办中国传媒大学南广学院。

表 1：华夏视听主要业务里程碑

年份	事件
1999	华夏视听第一档电视节目《影视同期声》在中国开播
2000、2002、2003	《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	首部电视剧《射雕英雄传》开播，获新浪 2003 年年度人气电视剧金奖
2004	与中国传媒大学建立了合作，在江苏省南京市创办中国传媒大学南广学院
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）
2005	华夏视听在中国成立
2007	《京华烟云》入围第 26 届中国电视剧飞天奖优秀长篇电视剧提名
2012	华夏视听通过投资中国电影《一夜惊喜》进入电影制作行业
2015	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；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排名第一
2017	在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	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

资料来源：公司招股书、天风证券研究所

● 高等教育

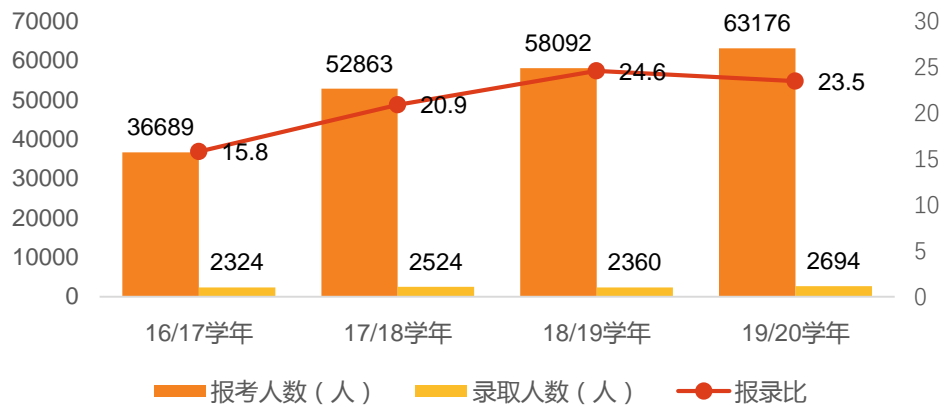
华夏视听经营中国传媒大学南广学院（根据中国大学校友会的统计，2019 年在中国传媒及艺术独立学院中排名第一）是于 2004 年在江苏省南京市设立的一所独立学院，也是江苏省唯一一所传媒艺术类应用型大学。

作为江苏省唯一一所传媒类应用型本科高校和国内传媒艺术应用型人才培养的重镇，南广学院为行业培养输送了 3 万多名毕业生。毕业生年均就业率达 99% 以上，就业竞争力连续 6 年位居江苏同类院校首位。其中，涌现出一批以知名演员倪妮、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”郑超为代表一批创业明星校友，更有一大批优秀校友在央视等国家级媒体及知名文化传媒机构就业。

学校招生成绩常年位居全国艺术类院校前茅，2017 年学校艺术类专业校考报名人数达 5.8 万人、艺术类专业录取率达 4%，15/16、16/17、17/18 及 18/19 学年，分别有 36589 名、36689 名、52863 名及 58092 名学生参加艺术入学考试。**2019/2020 学年超过 6.3 万名申请人角逐进入旗下大学，而最终仅 4.3% 录取。**中国传媒大学南广学院已发展为中国专注于提供广播、电台及电视新闻以及艺术设计等一系列传媒及艺术学位课程的最大大学之一。

15/16、16/17、17/18 及 18/19 学年旗下大学分别有 3141 名、3229 名、3340 名及 3354 名毕业生，初始就业率分别为 93.0%、92.7%、93.0% 及 86.2%。

图 1：16/17 学年至 19/20 学年南广学院报考人数、招生人数及招录比



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

表 2：中国民办传媒及艺术高等教育五强（按 2018/19 学年在校学生计）

排名	机构	传媒及艺术专业学生 (万人)	市场份额
1	学校 A	2.42	5%
2	南广学院	1.27	2%
3	学校 B	1.19	2%
4	学校 C	1.18	2%
5	学校 D	1.14	2%
	五强	7.19	14%
	合计	51.98	100%

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

学校位于国家高新技术产业园南京江宁大学城内，倚卧国家 AAAA 级旅游景区——方山国家地质公园南麓，临近上秦淮湿地生态公园。大学占用总地盘面积约 705,300 平方米的三幅土地。拥有国内高校面积最大的两万多平方米的观光草坪、江苏高校规模最大的四万余平方米的连体图书馆、气势宏大的教学楼群、露天剧场与学生活动中心，是集求学学习、艺术展演、传媒实践为一体的园林式校园。学校建设了国内高校首家全媒体演播馆、电竞实验室等一大批专业级教学实践设施，办学固定资产总值累计达 10 亿元以上。

学校构建了在长三角地区同领域类别最齐全的学科专业群，围绕“文、艺、工、管、经”相关学科，开设了与文化传媒与艺术业态紧密对接的 49 个专业，有效填补江苏高校相关学科空白。现设有播音主持艺术学院、广播电视学院、新闻传播学院、国际传播学院、摄影学院、戏剧影视学院、美术与设计学院、动画与数字艺术学院、文化管理学院、传媒技术学院、电竞学院等 11 个二级学院及思政与基础教学部、国际教育学院、培训中心及中国传媒大学远程与继续教育学院南广分院等机构。

其中，播音与主持艺术专业为国内同类高校六星级专业和江苏省该领域唯一一个省级重点建设专业。2017 年，我校在国内高校率先发起开设艺术与科技专业，并下设电子竞技分析、用户体验分析、交互设计与分析等新兴方向；同年创办国内本科院校第一所电竞学院。

学校重视培育集教学、学术和创作实践三位一体的复合型师资队伍，学界业界专家学者云集。拥有美国迪士尼动画总监黄珉、《狮子王》导演 Rob Minkoff、“百老汇华裔第一人”、千人计划王洛勇、香港英皇金牌经纪人霍汶希、台湾华视董事长赵雅丽、北京奥运开闭幕式总摄影师林毅、央视著名主持人白岩松等一大批国内外传媒与艺术领域的知名专家、学者担任兼职和客座教授。其中，多名教师入选江苏省“青蓝工程”中青年学科带头

人、中青年教学骨干。教师取得百余项省部级以上科研成果。

图 2：南广学院



资料来源：学院官网，天风证券研究所

图 3：南广学院



资料来源：学院官网，天风证券研究所

学院师生创新实践氛围活跃，在国内外各类专业赛事、交流活动中屡创佳绩，摘获省级以上奖项 1000 余项。包括 Telly 国际广告节、戛纳国际电影节短片角、法国飞帕电视节、“五个一”工程奖、中国话剧金狮奖、香港国际电影节、中国纪录片国际选片会、世界小姐大赛等具有行业影响力的专业赛事。毕业生年均就业率达 99% 以上，遍布国内外主流媒体、新兴媒体及文化艺术机构，毕业生受到用人单位广泛好评。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跟踪调查显示，学校毕业生就业竞争力等多项指标连续 6 年位居江苏同类院校首位。一大批优秀毕业生已登上了传媒与文化艺术高层次舞台。

(1) 本科课程

自开始运营以来，中国传媒大学南广学院取得稳步增长。截至 2019 年 10 月 31 日，中国传媒大学南广学院约有 1.43 万名本科生，

表 3：本科课程在读学生资料

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020
四年制本科课程在读学生	11,548	11,872	12,346	12,930
两年制专升本课程在读学生	920	1,136	1,169	1,326
在读学生总数	12,468	13,008	13,515	14,256
学校容量	12,800	13,216	14,204	14,804
学校使用率	97.4%	98.4%	95.1%	96.3%

资料来源：公司招股书、天风证券研究所

中国传媒大学南广学院现已完成转设，更名南京传媒学院，开启发展新征程。根据学院公告，根据《教育部关于同意中国传媒大学南广学院转设为南京传媒学院的函》、《省政府关于中国传媒大学南广学院转设为南京传媒学院的通知》，学校经依法审批转设为南京传媒学院，自此启用南京传媒学院校名，同时不再保留中国传媒大学南广学院的建制。

根据学校与原举办校的《终止合作办学协议》，中国传媒大学将继续在科研、教学、师资等方面支持南京传媒学院的办学发展。

转设是学校发展进程中重要里程碑。转设后南京传媒学院由独立学院升格为独立设置

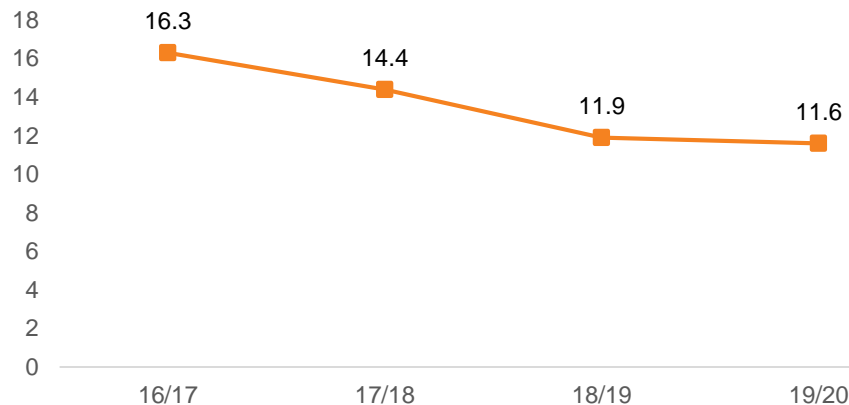
的普通本科高校，将在专业建设、招生计划、人才师资引进和培育、科研创作项目申报、拓展研究生教育、产教合作、国际交流等方面得到更多的政策支持。

根据转设有关政策，对学生招生、学籍及学历学位管理按“老生老办法、新生新办法”原则执行。即：以“中国传媒大学南广学院”名义招生录取入学的学生，将按“老生老办法”的原则登记注册学籍，颁发以“中国传媒大学南广学院”具印的毕业证书和学位证书；以“南京传媒学院”名义招生录取入学的学生，将按“新生新办法”的原则登记注册学籍，颁发以“南京传媒学院”具印的毕业证书和学位证书。

截至 2019 年 12 月 31 日，南京传媒学院共有老师 1230 名，约 70% 的教师持有硕士或以上学位。其中 706 名为全职教职工，几乎所有全职教师都持有学士或以上学位。另有 524 名经验丰富的专业人士担任助教，平均拥有 10 年行业经验。

教职工不仅经验丰富、学术造诣深厚，而且与传媒行业关系密切。学校亦聘请传媒行业的学术带头人作为学生授课的努力并不仅限于学术界。校方还重视嘉奖达到卓越教学水平、具备学科专业知识和相关工作经验的教师。于往绩记录期间，学院教师已发表约 900 篇研究论文。16/17 学年、17/18 学年、18/19 学年及 19/20 学年，生师比分别为 16.3: 1、14.4: 1、11.9: 1 及 11.6: 1。

图 4：中国传媒大学南方学院生师比情况



资料来源：公司招股书、天风证券研究所

(2) 国际预科课程及继续教育课程

除本科学位教育外，中国传媒大学南广学院也开设国际预科课程及继续教育课程（不受教育部的招生限额或学费审批所规限）。继续教育课程面向想进一步发展新工作技能或培养个人兴趣，同时获得学位的成人。

国际预科课程迎合了寻求海外学习学前教育的学生的需求，并由华夏与全球传媒及艺术领域逾 50 所领先的教育机构的合作支持。尤其是，预科课程为学生提供一系列高标准的艺术培训课程，赚取的学分可获海外合作大学认可并计入本科学历。为让学生更好地准备将来本科学习，学院组织由国际知名艺术家和专家举办的讲习班以增加学生的知识和技能。课程结束时国际学院将向通过所有规定课程的学生颁发结业证书，之后预期学生将在海外合作大学继续完成本科课程学习。

截至 2019/20 学年，共 410 名学生参加 2019/2020 学年的两年制国际预科课程，16/17 至 18/19 学年在校生分别为 42 人、41 人、166 人；每生每年学费在 5.8 万元至 7.8 万元。

表 4：国际预科课程及继续教育课程的在读学生人数

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

资料来源：公司招股书、天风证券研究所

另外，学院于 2019 年 8 月推出首个英皇南广演艺培训班。资深著名导师对之前的合作深感满意，而学院在娱乐业务中的声誉与中国传媒大学的专家发挥协同效应，为有天赋的星梦演员量身打造培训课程。该为期 16 天的试播节目经证明，十分受欢迎。尽管培训费高达 2.08 万元，但一个月内约有 610 名年轻艺人申请，而学院仅录取 30 人。

1.2. 中国民办电视节目制作行业先驱之一

华夏视听是中国民办电视节目制作行业先驱之一。二十多年来华夏视听制作的电视节目赢得不俗人气和收视，所有制作节目首播时收视率全国排名第一。备受全中国观众欢迎已转化为客户、主要电视台和在线视频平台对华夏视听产品的盛情接受 – 就制作的最后十部电视剧而言，其所有首播权甚至已在制作完成前卖出。截至 2019 年 12 月 31 日，华夏视听已制作或联合制作 33 部题材不同的电视剧，共 1279 集。

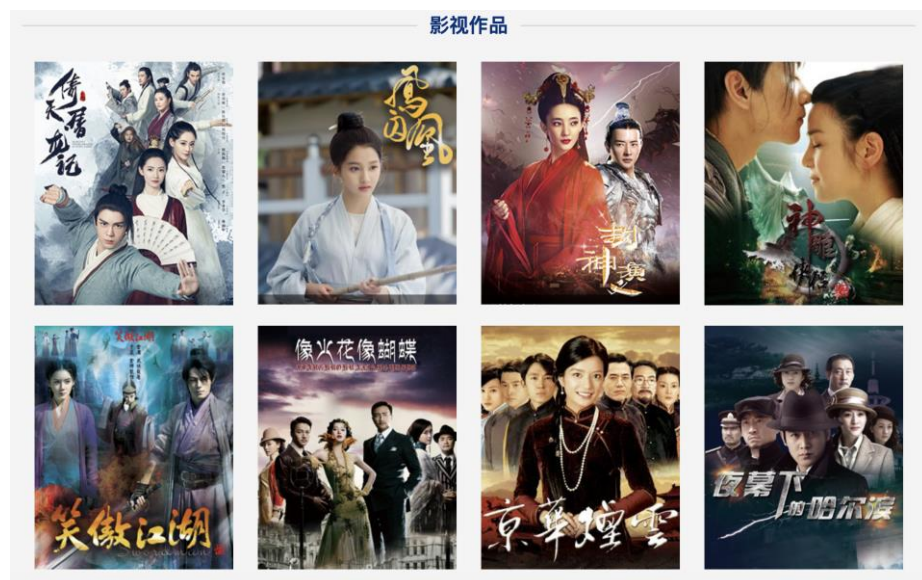
华夏视听在 2001 年开始制作电视剧，在线制作了《射雕英雄传》，这部电视剧赢得国内龙头门户网站新浪网颁发的最受欢迎电视剧奖。此后华夏视听成功向国内外观众放送众多热门电视剧，包括《天龙八部》、《神鹄侠侣》和《四世同堂》。

除电视剧制作以外，华夏视听的影视制作还包括电视综艺节目和电影制作。电视综艺节目制作经营可追溯到 1998 年，当时华夏在线制作了《影视同期声》。该节目成为业内经典节目的常青树，在全国范围每日播放，持续 17 年至 2015 年。

自 1998 年起，华夏视听向国内外观众放送多个高收视率的节目，部分代表作包括 1999 年至 2014 年期间在央视每周播放的《影视俱乐部》以及 2002 年至 2006 年在 20 多家电视台每周播放的《我爱厨房》。2015 年前，华夏视听受多家电视台委托制作电视综艺节目，决定转变策略，并计划内部制作电视节目用于出售，认为该新模式与电视剧制作模式类似，有潜力产生更高的利润率。基于其在业内建立的声誉和知名度以及与各大电视台和在线视频平台的紧密联系，华夏也有信心这些节目会广受客户欢迎。目前，华夏正与英皇娱乐集团合作制作一档网络真人秀《超级实习生》。

电影与电视剧制作的方法相似，包括导演和演员等许多从业人员均同时从事两个领域。由于在电视剧制作中取得的成功、传媒业关系以及业务模式的相似性，华夏于 21 世纪 10 年代初期冒险进军电影制作行业。2014 年担任《宫锁沉香》和《一夜惊喜》两部电影的中小投资者；2019 年华夏开始制作互联网独播的电影及戏剧，首部电影预期于 2020 年首映。

图 5：华夏视听影视作品

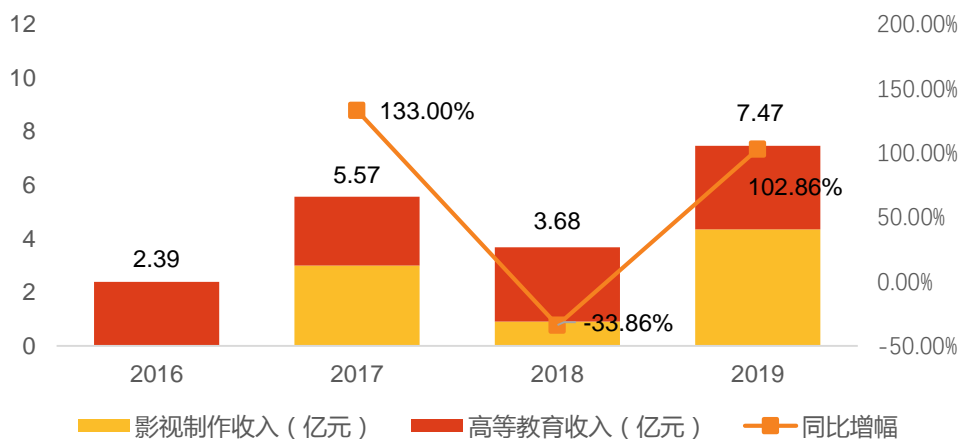


资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.3. 2019 年营收增长 102.86%至 7.47 亿元，教育板块稳步增长

2016-19 年华夏视听营收分别为 2.39 亿元、5.57 亿元、3.68 亿元及 7.47 亿元，2019 年同比增长 102.86%。影视制作业务的收益来自所制作的电视剧、电视节目及电影的播放权的授权费，而高等教育分部的收益来自旗下大学收取的学费及住宿费。影视制作业务收益的波动与完成并交付电视剧的时机有关。

图 6：2019 年营业收入增长 102.86%至 7.47 亿元



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

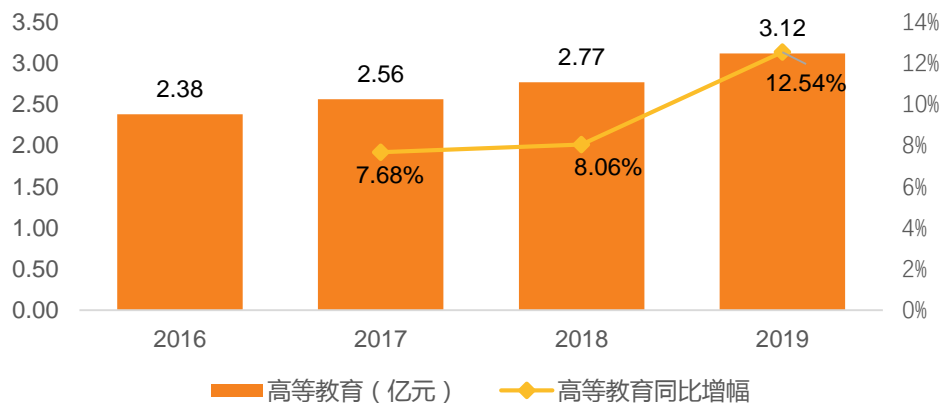
其中高等教育收入加速增长，影视制作收入的波动与影视作品数量和交付时机有关。

2016-20 年高等教育营收分别为 2.38 亿元、2.56 亿元、2.77 亿元、3.12 亿元，2017-20 年同比增长分别为 7.68%、8.06%、12.54%，增长速度逐渐加快。

2016-20 年影视制作营收分别为 0.01 亿元、3.01 亿元及 0.91 亿元及 4.36 亿元，主要与影视剧的交付时间有关。2017《凤囚凰》交付，为 2017 年及 2018 年分别带来 2.97 亿元及 0.07 亿元收入。《封神》于 2018 年完成并于湖南卫视有线上映带来 0.61 亿元，其于

2019 年在芒果电视台在线播出带来 0.28 亿元收入。2018 年交付的《倚天屠龙记》在香港有线上映带来当年 0.14 亿元收入，2019 年进行上映带来 4.01 亿元收入。由于交付和上线时间不一，导致每年影视制作收入存在波动。

图 7：华夏视听高等教育业务营收加速增长



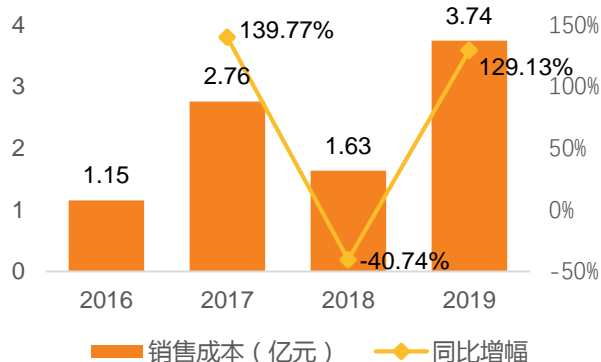
资料来源：公司招股书、天风证券研究所

从销售成本来看，2016-19 年销售成本分别为 1.15 亿元、2.76 亿元、1.63 亿及 3.74 亿元，2019 年同比增长 129.13%。

华夏视听影视制作业务的销售成本主要包括电视剧及电影版权的摊销。华夏视听承担制作电视节目或电影的各种成本，包括购买原创故事创意、聘请编剧、演员及总制片人以及制作现场产生的各种费用，于完成前将该等成本拨充为电视和电影的版权，该等影视版权随后于收益确认时根据电视剧及电影的预期消费模式按比例摊销并于收益表内确认为成本。

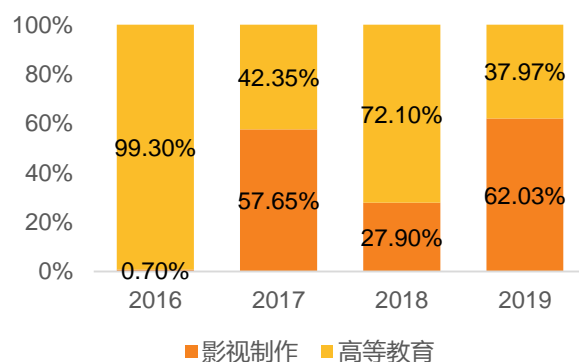
华夏视听高等教育业务的销售成本包括因前中国传媒大学授出其品牌许可及各项服务而向其支付的年费、校园土地土地使用权摊销、雇员福利、学生培训及奖学金费用以及学校耗材。

图 8：华夏视听销售成本



资料来源：公司招股书、天风证券研究所

图 9：华夏视听销售成本占比变动



资料来源：公司招股书、天风证券研究所

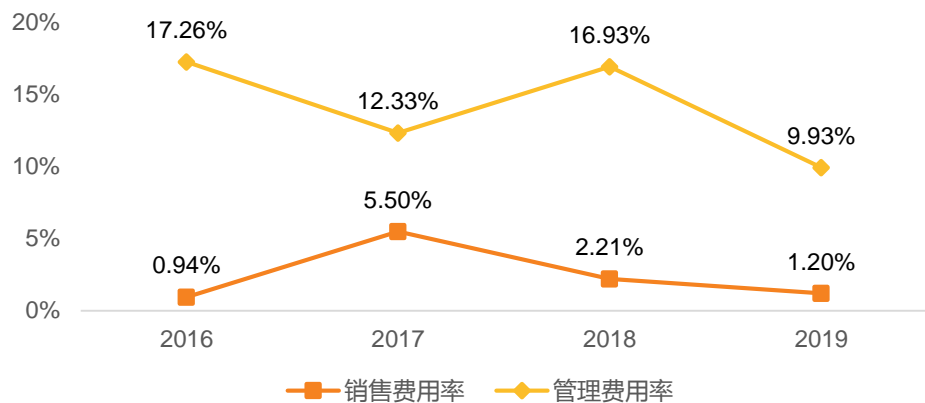
2016-19 年销售费用分别为 0.02 亿元、0.31 亿元、0.08 亿元及 0.09 亿元，销售费用率分别为 0.94%、5.5%、2.21%及 1.20%，2019 年销售费用率同比减少 45.40%。销售开支主

要包括电视剧的发行费、与销售及营销人员有关的雇员福利以及影视制作业务的其他促销开支。在所有销售开支中，雇员福利以及促销开支甚少，合共一直低于总收益的 1.0%。

华夏视听仅针对高端客户，如可买得起并愿意购买其制作的优质内容/电影的主要电视台及一在线视频平台，因此，华夏视听仅需为影视制作业务维持少量销售人员。就其高等教育运营而言，招生成本列为收益成本的一部分，而非销售开支，且过去从未为旗下大学进行大规模的宣传广告。

管理费用分别为 0.41 亿元、0.69 亿元、0.62 亿元及 0.74 亿元，管理费用率分别为 17.26%、12.33%及 16.93%及 9.93%，2019 年管理费用率同比减少 41.33%。

图 10：华夏视听销售费用率及管理费用率

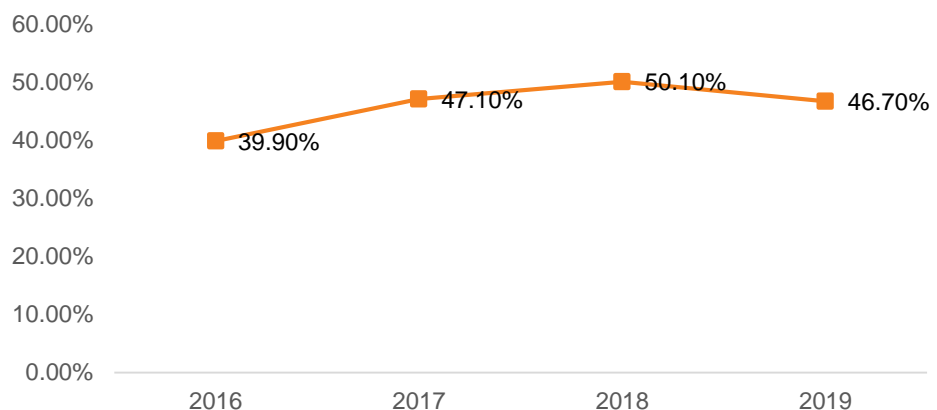


资料来源：公司招股书、天风证券研究所

2016-19 年毛利分别为 1.24 亿元、2.81 亿元、2.05 亿元及 3.73 亿元，2019 年同比增长 81.93%；2016-19 年毛利率分别为 51.9%、50.5%、55.6%及 49.9%。

影视制作业务于 2016 年及 2018H1 的毛利率并未反映电视剧制作及销售整个周期的正常预期经营业绩，因为华夏视听于该期间并未完成任何新作品的交付，且出售先前制作的电视剧影库业权而产生的少量收益及成本决定毛利率。在绩记录期间，影视制作业务的毛利率为 47.2%（业内平均为 35.0%）。

图 11：2016-2019 华夏视听传媒集团影视制作业务毛利率

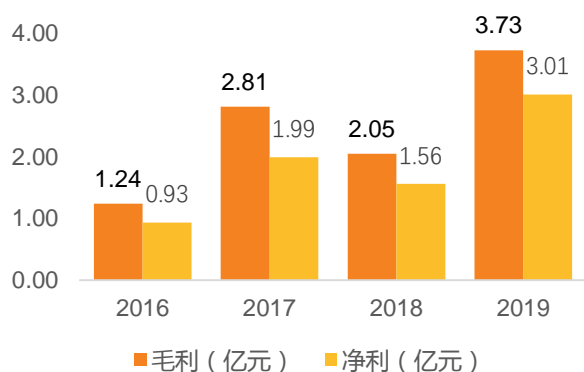


资料来源：公司招股书、天风证券研究所

高等教育业务的毛利率由两方向不同力量推动。一方面，凭借升级的师资及设施（均需额外开支）努力为学生提供优质教育；另一方面，华夏视听积极寻求新的教育及培训业务机会，如价格不受政府限制的国际预科课程及演艺培训等，因而可实现更高的毛利率。核心本科课程的毛利率相对稳定，而高等教育业务的整体毛利率受核心本科课程与新的高利润课程混和影响。

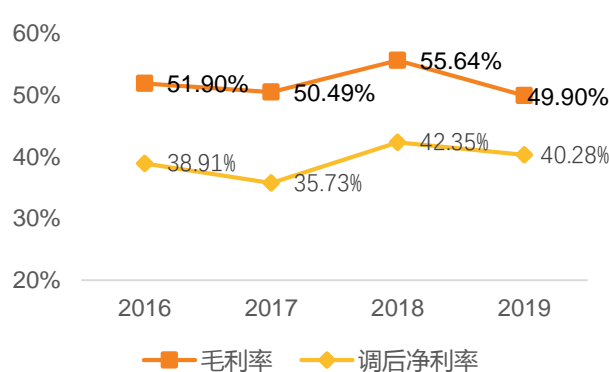
2016-19 年净利分别为 0.93 亿元、1.81 亿元、1.49 亿元及 1.95 亿元；2016-19 年净利率分别为 38.8%、32.4%、40.4%及 26.0%。其中上市开支及 2019 年向中国传媒大学支付的协议终止费属于非经常性质的开支，为了方便对公司的经营业绩进行理解，在净利润的基础上加上这两部分开支得到经调整净利润，2017-19 年经调整后净利润分别为 1.99 亿元、1.56 亿元及 3.01 亿元，经调整后净利率为 35.7%、42.5%、40.3%。

图 12：华夏视听毛利及调后净利



资料来源：公司招股书、天风证券研究所

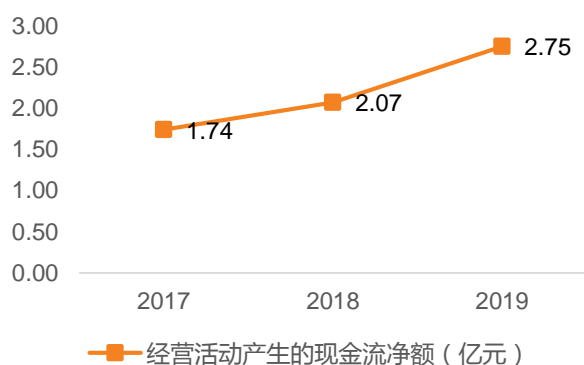
图 13：华夏视听毛利率及净利率



资料来源：公司招股书、天风证券研究所

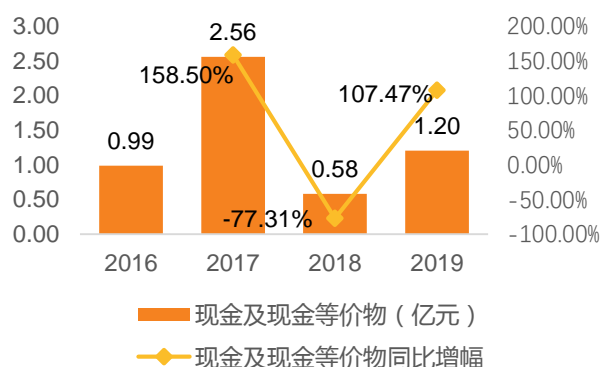
2017-19 年经营活动产生的现金流分别为 1.74 亿元、2.07 亿元及 2.75 亿元，截至各年底现金及现金等价物分别为 0.99 亿元、2.56 亿元、0.58 亿元及 1.20 亿元。2019 年公司现金及现金等价物有所提升，主要来自于经营活动带来的现金流入增加。公司的现金将主要用于支持业务发展的经常性开支，同时可以通过内部产生的现金、外部借款和资本市场筹集的资金，满足公司的流动性需求。

图 14：华夏视听经营活动产生的现金流净额



资料来源：公司招股书、天风证券研究所

图 15：华夏视听现金及现金等价物



资料来源：公司招股书、天风证券研究所

2. 成长路径清晰，发展空间广阔

2.1. 学费提升空间大，有效带动业绩增长

南广学院转设前，由于仍依托中国传媒大学，带有部分公办校属性，故学费收到一定限制，尚未完全放开。目前完成转设后，南京传媒大学为独立设置的民办本科高校，具有较为灵活的定价权。

19/20 学年南广学院学费区间为 1.4 万到 1.8 万/人/年，我们梳理对比其他艺术类高校收费后认为南京传媒大学具备较大的提升空间，学费增长未来后显著提升盈利能力。

表 5：公司运营中国传媒大学南广学院，专注于传媒和艺术相关专业。下表载列相关学年本科课程学习的在读学生人数及学费

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020
在读学生总数（人）	12,468	13,008	13,515	14,256
学费（区间）（人民币元）	14,000~18,000	14,000~18,000	14,000~18,000	14,000~18,000
住宿费（人民币元）	1,500	1,500	1,500	1,500

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

上海视觉艺术学院 2020 年招生简章显示，其艺术类（含美术类）专业学费为 5 万元/人/年；文化产业管理专业学费为 3 万元/人/年。上海视觉艺术学院诞生于 2005 年。原名为复旦大学上海视觉艺术学院，2013 年 4 月经教育部批准我校正式转设为独立设置的普通本科高等学校，情况与南京传媒大学类似。

图 16：上海视觉艺术学院 2020 年招生简章显示，其艺术类（含美术类）专业学费为 5 万元/人/年



资料来源：上海视觉艺术学院官网，天风证券研究所

北京电影学院现代创意媒体学院 2020 年本科招生简章，学费基本在 5 万元/人/年以上。北京电影学院现代创意媒体学院是教育部正式批准设立的一所本科层次全日制学历教育的高等院校，位于山东青岛市，是北京电影学院异地举办唯一的影视全学科专业的艺术类独立学院。连续多年获评“中国十大特色独立学院”、“中国艺术类独立学院第二名”；南广学院为中国艺术类独立学院第一名。

图 17：北京电影学院现代创意媒体学院 2020 年本科招生简章，学费基本在 5 万元/人/年以上

二、招生专业、学费					
序号	系 别	专 业	专业代码	学制 (年)	学费 (万元/年)
1	文学系	戏剧影视文学	130304	4	4.8
		广播电视编导	130305	4	5.8
		播音与主持艺术	130309	4	5.8
2	导演系	戏剧影视导演	130306	4	5.8
3	表演系	表演	130301	4	5.8
4	摄影艺术与 技术系	影视摄影与制作	130311T	4	6.2
		摄影	130404	4	6.2
5	录音艺术与 技术系	录音艺术	130308	4	5.8
6	视觉艺术系	戏剧影视美术设计	130307	4	5.8
		数字媒体艺术	130508	4	5.8
		文物保护与修复	130409T	4	5.8
7	动漫艺术系	动画	130310	4	5.8
		漫画	130410T	4	5.8

资料来源：北京电影学院官网，天风证券研究所

参考与南京传媒学院类似的上海视觉艺术学院以及北京电影学院现代创意媒体学院，我们认为转设后，南京传媒学院具备较大的提价空间，或在一倍以上，提价后将有效带动公司收入利润增长。

2.2. 受益转设及国际教育、继续教育学院爬坡，在校生或显著增长

2.2.1. 普通本科：转设增加学额计划+专升本扩容

公民办高校（本科+高职）中本科学生的招聘需要根据省教育厅下放的学额招标进行招生，受到较强的人数管制。

从历史来看，未来我们预计本科学额或有小幅增长，主要来看：

一方面，转设后南京传媒学院由独立学院升格为独立设置的普通本科高校，将在专业建设、招生计划和培育、科研创作项目申报、拓展研究生教育等方面得到更多的政策支持；同时，学校作为江苏省唯一一所传媒艺术类应用型大学，或有一定的学额增长政策倾斜。

另一方面，20 年 2 月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，推出鼓励吸纳高校毕业生和农民工就业的措施，其中提到“一要扩大今年硕士研究生招生和专升本规模”；后续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，今年将扩大专升本规模，预计同比增加 32.2 万人。目前全国多校专升本招生同比均有较大幅度增长，因此受益该政策利好，我们预计学校两年制专升本课程在读学生也将快速增长。

综上，我们预计未来学校普通本科在校生人数或有年化 5%以上的小幅增长（19/20 学年增长 5%），同时增长较高。

表 6：我们预计未来学校普通本科在校生人数或有年化 5%左右的小幅增长，同时增长较高 单位：人

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020
四年制本科课程在读学生	11,548	11,872	12,346	12,930
两年制专升本课程在读学生	920	1,136	1,169	1,326
在读学生总数	12,468	13,008	13,515	14,256

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

2.2.2. 国际教育学院：对接境外顶级资源，借助南广品牌效应及目标客群

作为南京传媒学院直属的归口负责国际教育的教学单位，国际学院面向全国招收有意向出国留学就读本科的学生，学生全日制在南广学院完成与海外院校联合设立的 2 年学制的出国留学预备课程；完成预备课程后，凭课程结业证书及留学外语成绩，将升入与学院建立校际合作关系的海外大学续读本科后续课程，获得海外大学本科学文凭。

中国传媒大学南广学院国际学院是中国教育部留学服务中心签署双向协议的战略合作伙伴、英国文化教育协会批准认可雅思机构，是南方地区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。

目前，南广国际学院已与美国、加拿大、英国、新西兰、澳大利亚、意大利、法国、西班牙、芬兰、日本、韩国及中国港澳台地区等 60 余所全球传媒艺术领域的一流大学建立了校际合作关系，合作院校均为中国教育部备案认可的海外院校。学院办学以来，已成功输送了 2000 余名学生赴海外院校就读本科及硕士。

图 18：中国传媒大学南广学院国际学院是中国教育部留学服务中心签署双向协议的战略合作伙伴



资料来源：南广学院国际教育学院官网，天风证券研究所

● 联合学制：国际本科 2+2/3 学制（国内阶段 2 年+国外 2/3 年）

按照与海外合作院校的联合课程协议，在国际学院全日制学习前 2 年出国留学预备课程后，凭课程结业证书及留学外语（英/日语任选其一）成绩，将升入与国际学院建立校际合作关系的海外大学续读本科后续课程（英联邦国家院校为 2 年，美、加、日等院校为 3 年）。

海外大学将根据与国际学院课程协议，豁免在国际学院阶段取得的相应课程及学分；全部学分修读完毕后，将获得海外大学本科学文凭、并可选择继续攻读硕士学位（海外文凭可由教育部中国留学服务中心认证，回国后享受我国海外归国人员就业、安居、落户等人才优惠政策）。

图 19：联合学制：国际本科 2+2/3 学制（国内阶段 2 年+国外 2/3 年）

学士（本科）学位认证



硕士（研究生）学位认证



资料来源：南广学院国际教育学院官网，天风证券研究所

● 招生专业包括媒体、影视、表演、动画、音乐等 10 余种方向

媒体与传播（就业前景方向：媒体记者、媒体策划、媒体编辑、自媒体运营者、数字新闻内容生产者、媒体测评师、广告咨询师、媒体效果评估师、媒体总监、公关事务总监等）；**影视制作**（就业前景方向：影视从业者、戏剧影视导演、编剧、摄影、后期创作者、影视特效师、影视制片、影视宣发等）；**表演**（就业前景方向：影视演员、舞台剧演员、戏剧演员、表演教师、戏剧教师、网络直播主播等）；**动画与视觉特效**（就业前景方向：漫画师、动漫设计师、特效设计师、网游设计师等）等。

● 升学院校聚焦全球各国艺术头部资源

香港浸会大学（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）；

英国伦敦大学金史密斯学院（合作专业：媒体与传播、设计；传播学与媒体研究排名全球第 7 位，全英第 2 位，其中“学术声誉”排名全球第 2 位；艺术设计排名全球第 11 位，全英第 4 位）；**英国考文垂大学**（合作专业：媒体制作、媒体与传播、摄影、平面设计；全英排名第 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）；**英国提赛德大学**（合作专业：电影电视制作、广播媒体制作、计算机动漫、计算机游戏艺术等；英国现代大学第 2 位，动画与游戏设计全英第 1 位，国际顶尖游戏动漫节 Animex 主办校，音乐全英前 5 位、设计全英第 10 位、媒体全英第 8 位，国际学生满意度全英第 1 位）；**威斯敏斯特大学**（合作专业：数字媒体传播、电视制作；“全球十大传媒名校”、被誉为 BBC 人才培养的“后花园”，全球传媒、时装设计顶尖名校之一，传媒专业全英第 1 位、全球第 19 位）。

美国旧金山艺术大学（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**（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**（合作专业：电影制作、表演、3D 动画；校园地处美国纽约市，是一所全球最大的独立电影学院，在加州好莱坞环球影城设有洛杉矶校区，在世界各地亦有分校）。

等等。

图 20：国际教育学院师资力量



学术顾问

黄煜 教授 博士

亚洲著名传播学者、香港浸会大学协理副校长兼传理学院院长，中国传媒大学南广学院国际学院学术顾问。

学术总监

Max Howard 教授 博士

国际知名制片人，全球知名影业 Melwood Pictures 创始人，英国提赛德大学名誉博士，参与迪士尼经典影片制作，包括《美女与野兽》和《狮子王》等，曾担任华纳兄弟总裁。



课程总监

丁纪晖 教授

加拿大谢尔丹学院毕业，南广国际学院外籍专职教授、南广学院数字媒体系创始人。加拿大安省平面设计师专业协会会员、加拿大北美华人广告协会会员。曾参与好莱坞大片《神奇四侠》《超人回归》《蝙蝠侠续集》等及英国



资料来源：南广学院国际教育学院官网，天风证券研究所

图 21：国际教育学院大师课堂



资料来源：南广学院国际教育学院官网，天风证券研究所

● **学费约 5-8 万人民币/年，聚焦高端生源；19/20 学年在校生 410 人快速增长**

其中英语方向 78000 元/年；日语方向 68000 元/年；韩语方向 58000 元/年；住宿费 2000 元/年；教材费（含海外院校电子教学资源）2000 元/年留学申请服务费用：入学后另行收取国外留学期间执行国外升学院校学费标准。

截至 2019/20 学年，共 410 名学生参加 2019/2020 学年的两年制国际预科课程，16/17 至 18/19 学年在校生分别为 42 人、41 人、166 人；每生每年学费在 5.8 万元至 7.8 万元。

表 7：国际预科课程及继续教育课程的在读学生人数

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020
国际预科课程	42	41	166	410

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

国际教育学院项目优势突出且依托南京传媒学院品牌影响力及生源储备，我们认为今后招生或具备较好前景。就项目优势来看：

1、海外升学院校为与南京传媒学院签署校际交流、课程互认、学分豁免协议院校；2、在国际教育学院修读阶段的课程及学分可豁免海外升学院校本科相应学分，从而可节省海外就读年限，在求学精力、费用等方面节约教育成本。

项目学生入学信息将上报教育部（中国）留学服务中心备案，学生学成归国后，可通过教育部留学服务中心国（境）外学历学位认证申请系统进行国（境）外学历学位认证。

每年有大量学生报考南京传媒学院且未被录取，2019/2020 学年超过 6.3 万名申请人报名进入南京传媒学院，最终录取率 4.3%；未被录取的学生或转而选择国际教学学院出国深造，进而为国际教学学院储备天然生源蓄水池。

2.2.3. 继续教育学院：2019 年获批快速爬坡，培养优质传媒人才打造网红孵化基地

2019 年 7 月，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，**南京传媒学院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）。**

南京传媒学院继续教育学院是全面行使学校继续教育管理职能的二级学院，与中国传媒大学远程与继续教育南广分院合署办公，目前开展自考助学、现代远程教育、成人高等教育（函授）等多形式学历教育。

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，院内开设新闻学、播音主持、广播电视编导等多个王牌专业的高中起点本专科、专科起点本科学历教育，年招生计划为 1500 人。

报考南京传媒学院自考助学的学生，完成专业考试计划规定的全部课程（含实践性环节考核和毕业论文等）学习且取得合格成绩，积满规定学分，思想品德经鉴定符合要求，可获得由省考委和我校共同颁发的相应层次的自学考试毕业证书；符合学位授予条件者，我校将按规定授予中国传媒大学南广学院学士学位。

高等教育自学考试（简称自学考试、自考），是对自学者进行的以学历考试为主的高等教育国家考试，是我国高等教育体系的重要组成部分。

自考学历含金量仅次于统招全日制学历。自学考试文凭国家承认学历、教育部电子注册，可考研，考公务员，且目前美国、英国、加拿大、澳大利亚等众多国家的高等学校都承认我国的自学考试文凭。国务院颁布的《高等教育自学考试暂行条例》中明确规定“高等教育自学考试毕业证书获得者的待遇与普通高校同类毕业生相同”。

自学考试具有高度开放、灵活多样、适应性强等鲜明特点：考试时间一般为每年 1 月、4 月、7 月和 10 月；考生参加国家考试机构统一组织的单科考试，考试采用学分累积制。

● 全日制自考助学

依托中国传媒大学南广学院在传媒和艺术类专业上的办学特色，结合市场需求，开设播音与主持艺术和新闻学等热门专业。采用“学历+技能”的培养模式。**学制为高中起点四年，大专起点两年。**

播音与主持艺术下设技能方向：播音与主持艺术、播音与主持艺术（英播、法播、西播）、国际航空服务、影视表演

新闻学专业下设技能方向 A：广电文艺编导、网络视听编导、戏剧影视文学、戏剧影视导演、电影学（影视制片、院线管理）、影视摄影、照明艺术、电子竞技解说与主播、新闻学、视觉设计

下设技能方向 B：平面摄影、航空摄影（无人机）、网络与新媒体、广告学、媒体管理、数字媒体艺术、动画/漫画等；

● 中传成人高等教育（函授）与现代远程教育

成人高等教育（函授）办学特色：学校成人高等教育面向社会招收遵守中华人民共和国宪法和法律，身体健康，具有国家承认学历的各类高、中等学校在校生以外的在职、从

业人员和社会其他人员。

报考高中起点本、专科的考生应具有高中毕业文化程度。报考专科起点本科的考生必须是已取得经教育部审定核准的国民教育系列高等学校、高等教育自学考试机构颁发的专科毕业证书或以上证书的人员。

现代远程教育办学特色：中国传媒大学现代远程教育面向社会招收从业人员和其他人员（不接受港澳台及外籍人员报名）。报考高中起点本、专科的考生，须具有高中毕业文化程度或同等学力；报考专科起点本科的考生，须持有国民教育系列高等专科或高等专科学校以上毕业证书。考生须遵纪守法、身体健康并具有计算机网络学习条件。

图 22：继续教育学院相关证书



资料来源：公司官网，天风证券研究所

南京传媒学院继续教育学院 19/20 学年在校生 301 人，预计后续将持续快速增长。

表 8：南京传媒学院继续教育课程的在读学生人数

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020
继续教育课程	72	58	36	301

资料来源：公司招股书、天风证券研究所

我们对标江苏其他高校独立学院，在校生约 1-2 万人，未来公司继续教育学院人数增长空间广阔。具体来看：

● 南京理工大学继续教育学院

学院各类在籍学生近 28000 余人；学院占地 76 亩，紧邻南京理工大学校本部；学院组织机构健全，下设办公室、成教科、自考科、培训科、教务科、学生科以及后勤保卫科；学院教学、生活设施齐全，拥有现代化语音室 5 个、微机房 9 个、多媒体教室 25 个、学生公寓 8 幢、运动场 2 个。

● 江苏大学继续教育学院

学历教育在籍学生规模为 17000 余人，在江苏、江西、福建、山西、海南、广西等省（自治区）设有 30 余个函授站、教学点。目前成人教育专业涵盖了工学、理学、医学、

管理学、经济学、法学、文学、教育学、艺术学等 9 大学科门类，具有业余、函授等形式的专科、本科、专科升本科成人学历教育办学体系。

● 江苏科技大学继续教育学院

目前在籍学历教育学生 13000 余人，每年培训 6000 余人次。自 1980 年起，继续教育已有近 40 年办学历史，累计为船舶行业和地方经济社会建设培养培训各类人员 12 万余人。学院现有专兼职教学管理人员 80 余名，聘用专兼职培训教师 150 余人。学历继续教育现有高中起点本科、专升本两种办学类型，具有夜大、函授两种教育形式。

目前有高中起点本科专业 13 个，专升本专业 23 个。现有江苏省成人教育重点专业三个，9 门省级共享精品课程。为了培养复合型人才，学院面向全日制本科学生开办自考二学历，办学专业有软件工程、土木工程、人力资源管理、财务管理、金融工程等，在读学生达到 1200 余人，2019 年自考二学历有 313 名学生获得第二学士学位，自考办学走在全省前列。

● 常州大学继续教育学院

成在籍学生人数 12000 余人，开设高等教育自学考试本、专科专业 12 个，在校学生人数突破 2000 人。学校成立于 1988 年，形成了集成人高等教育、高等教育自学考试和非学历教育培训为一体的多渠道、多层次，多形式的继续教育体系。目前，学院在江苏各地级市及上海、安徽、湖北、青海等省、市建有函授教学站，共开设成人高等教育本、专科专业近 50 个。

2.3. 发力艺考考训，打造第二增长极

2.3.1. 英皇南广落地，携手顶级资源，打造头部品质

2019 年 12 月，英皇娱乐携手中国传媒大学南广学院共同打造的造星梦工厂“英皇南广演艺学院”正式官宣开幕。英皇南广演艺学院，是由英皇娱乐携手中国传媒大学南广学院创立的专业品牌，采用两地资深师资联合教学，致力于培养高端优秀的艺术群体。英皇南广演艺学院不仅集结一流艺术名校表演学院院长、名誉教授、优秀导师及国家一级演员等导师，更有资深演员杨英伟、香港金像奖新晋导演彭秀慧助阵、英皇娱乐金牌经纪人霍汶希担任校董，为学员筑梦护航。

“英皇南广演艺学院”旨在透过演艺基本功、英皇大师课、启发创作、实战经验及专业技能等不同的教学模式，全面性帮助学员们认识和掌握戏剧演出的基本技巧以及启发学员的演艺潜能。此外，英皇南广演艺学院视学生实战经验为教学重点，并为合格学员探寻更多的工作机遇，表现优异的潜力学员将有机会获得推荐资格，直接进组参与华夏视听旗下优质影视剧作品的拍摄，与影帝影后同台切磋。

此前，英皇南广首期集训营已先行完成试点教学，五位杰出学员脱颖而出，成功获得英皇南广签约权。

英皇娱乐为亚洲著名娱乐品牌，在音乐制作及发行、电影制作及发行、艺人管理及演艺培训有着丰富的经验。是中国香港乐坛最当红的唱片公司之一，亦从事演唱会、舞台剧、多媒体及电视剧制作。也是娱乐圈著名的造星工厂，在两岸三地及海外都有很高的影响力。旗下有知名艺人谢霆锋、容祖儿、陈伟霆、古巨基、李克勤、张敬轩、Twins 组合、关智斌、洪卓立、泳儿、陈家乐、任达华、惠英红、方中信、温碧霞、白冰、麦亨利、纪焕博、秦鸣悦等 50 多位巨星，占据娱乐圈半壁江山。

图 23：英皇娱乐为亚洲著名娱乐品牌，在音乐制作及发行、电影制作及发行、艺人管理及演艺培训有着

丰富的经验。



资料来源：英皇南广演艺学院公众号、天风证券研究所

英皇南广演艺学院 2019 暑期集训营开启报名 16 天，收到报名申请 123 份，最后遴选出 30 名同学组成第一班，他们分别来自加拿大、美国、英国、澳大利亚、中国（北京、香港、上海、广东、四川、湖南、江苏、安徽、吉林、黑龙江、河南、重庆等地）。年龄跨越 80、90、00 年，其中有已经签约的艺人、有在校的大学生、还有参加工作多年但仍怀揣着演艺之梦的艺术学子。此次集训营为期十六天，采用封闭式集中教学模式，更有金牌经纪人霍汶希、金像奖新晋导演彭秀慧、资深演员杨英伟等实力大咖亲临集训营实地指导，助力学员实现演艺梦想

● 英皇南广演艺学院金牌艺人计划课程结构

初级班（普及基本专业）：树立正确的表演系统观念；开发肢体寻找潜能力量，实用型行业面试技巧；由兴趣的萌发到内心的支持，推开国际视野的大门。

进阶班（提升表演能力）：进修表演技术，调动虚实、阴阳、情感的转换；形体感知力，挣脱躯壳焦点释放，感受艺术抽象性；突破自我制约提升表演张弛有度收放自如的能力。

大师班（实践专业技能）：细腻化处理作品，与名师实践对戏，戏剧与生活冲突的公关能力，表演心理内外兼修，多元化全方位塑造戏剧表演感受表演殿堂，放眼未来发展

● 英皇南广演艺学院金牌艺人计划课程内容

初级班

表演：面试技巧、表演素质、表演系统；台词：台词字音、台词基础、综合训练；形体：形体矫正、舞蹈基础、步态造型；播音：播音训练、语音基础、气息共鸣；声乐：歌唱呼吸、歌唱共鸣、气息发声；

进阶班

表演：表演核心、表演艺术、职业素养；台词：台词技巧、台词训练、实践操作；形体：武术基础、动作设计、身体创作；播音：虚实结合、吐字如珠、情感切换声乐：演唱实践、作品表达、作品处理

大师班

表演：实践戏剧、角色台词、公关能力；表演：试镜指导、试戏片段、镜前表演；舞蹈：教学指导、MV 作品、现代编舞；声乐：特点聚焦、流行音乐、作品演绎；造型：镜前妆发、实用化妆色彩、发型与脸型搭配

● 英皇南广演艺学院金牌艺人计划教学计划

初级班计划

课程周期：四个星期（习六休一）；课时数量：144 课时（每日 6 小时）；课程费用：人民币 45,000（包住宿）；招生人数：25 人/班；学员福利：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

课程周期：四个星期（习六休一）；课时数量：144 课时（每日 6 小时）；课程费用：人民币 60,000（包住宿）；招生人数：20 人/班；学员福利：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

课程周期：四个星期（习六休一）；课时数量：144 课时（每日 6 小时）；课程费用：人民币 98,000（包住宿）；招生人数：15 人/班；学员福利：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；本计划结束后将接受艺人经纪部面试，有机会直接签约

好莱坞明星导师工作坊

课程周期：一个星期；课程费用：届时更新

● 英皇南广演艺学院金牌艺人计划招生计划

招生人群：有志从事演员职业无专业经验者；戏剧专业毕业生新人演员；年龄要求：16 岁-30 岁；报名时间：2020 年 6 月 4 日截止；开课时间：2020 年 6 月 10 日；集训周期：四星期（28 天每周集训 6 天+休息 1 天）；上课地点：中国传媒大学南广学院；南京市江宁区弘景大道 3666 号。

图 24：英皇南广演艺学院合作平台

合作平台

排名不分先后



资料来源：英皇南广演艺学院公众号、天风证券研究所

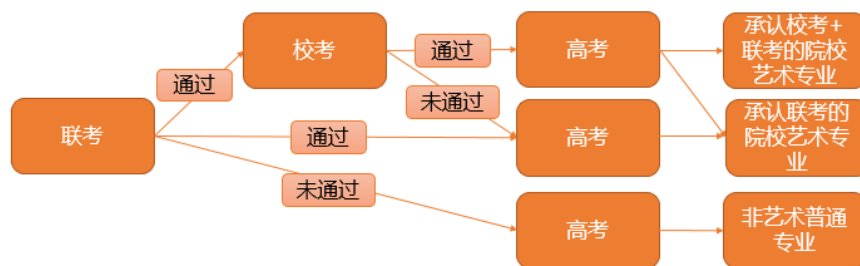
英皇南广演艺学院学生未来发展空间广阔：英皇娱乐艺人经纪部优先挑选；优秀学员有机会直接签约；华夏视听电视剧组定向内部招募演员人才；参与培训优秀毕业学员；进入英皇南广人才库资源共享；优秀人才获得行业推荐；英皇电影及电视剧制作；英皇（北京）文化发展有限公司网剧选角、广告代言、综艺娱乐音乐平台、卫视栏目、新媒体领袖等；定向优先人才选拔。

2.3.2. 艺考培训约 500 亿市场，竞争分散具备整合空间

2.3.2.1. 艺术类招生人数逐年扩大，录取人数占比达 9.95%

艺术类专业招生考试（简称“艺考”）指通过专业考试及高考，进入艺术类高校或者普通高校艺术专业的升学途径。艺考中专业课考试分为联考和校考，联考省市统一考试，在联考合格后可选择参加部分院校的校考；大部分院校通过联考和校考综合评定专业课成绩，与高考成绩一同作为综合考核标准。

图 25：艺术类专业考生需参加联考和校考

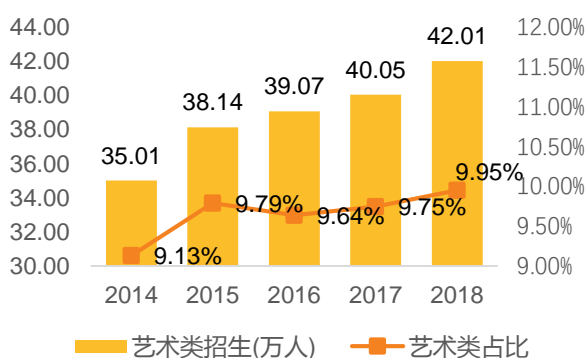


资料来源：51 美术网、天风证券研究所

学科专业较多，带来不同的备考需求。根据教育部《普通高等学校本科专业目录》，当前艺术类专业共包括艺术学理论、音乐与舞蹈、戏剧与影视、美术学、设计学 5 个大类共 33 个专业。其中美术、音乐和表演相关专业相对热门，也需要长时间的积累和一定的天赋，竞争更加激烈。摄影、编导类的部分专业对相关基础的要求较低，往往通过不足一年的突击就可以达到专业课过线的水平，为文化课成绩不理想的考生提供了报考名校的捷径。

艺术类招生人数逐年扩大。随着国家对于艺术素养的重视程度不断提高，艺术类专业本科生招生人数正逐年扩大，根据教育部《教育统计公报》数据显示，2018 年共招收艺术类本科生 42.01 万人，占本科录取人数的 9.95%。与此同时，艺考生人数近年也开始回升，根据华经产业研究院的统计，2019 年仅美术联考生人数就达到了 56.25 万人。艺考的需求回暖给培训市场带来了更大的发展空间。

图 26：艺术类专业占本科录取人数的 9.95%



资料来源：教育部，天风证券研究所

图 27：2019 年仅美术专业联考生人数就达到了 56.25 万人

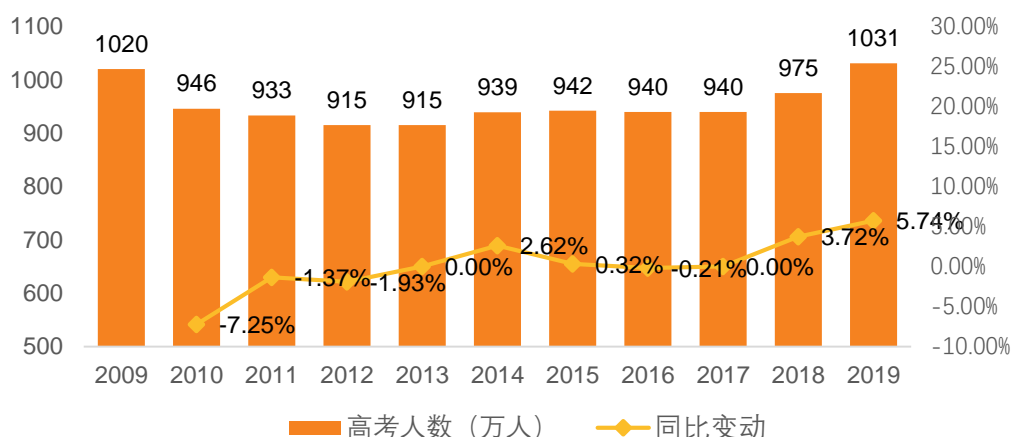


资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

2.3.2.2. 高客单价、高参培率，500 亿元市场规模可期

我们估计 2019 年艺考人数约为 103 万人。过去 10 年我国高考人数相对稳定，增减变动区间为[-8%,6%]，2019 年重新突破 1000 万人。根据高考升学网和中国美术高考网的资料显示，2016 年艺考生人数约占高考总人数的 10.6%。虽然随着专业扩招艺术类占比会有所提升，但是依据高考录取情况看，预计艺考生占比不超过 10%，以此估算 2019 年艺考人数约在 103 万人左右。

图 28：高考人数相对稳定，2019 年共 1031 万人



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

对应市场刚需，考生参培率高。与 K12、考研、公考等赛道不同，艺术方面的能力无法通过自学习得，普通初中高中也缺乏有针对性的教学体系。在这样的条件下，绝大多数考生选择寻找机构进行辅导，艺考培训成为市场刚需。

行业客单价高，估计 2019 年市场规模 463.5 亿元。通常来说艺考的培训周期在半年左右，从高二暑假至 2-3 月份校考结束，再加上本身艺术培训的专业性更强，因此本行业具有很高的客单价。

以老牌机构老鹰教育为例，覆盖备考全程的课程收费从 4.68 万元到 11.98 万元不等。

考虑到老鹰教育相比其他机构规模更大、收费更高，保守起见假设行业客单价为 5 万元。参培率为 30%，则 2019 年整个行业的规模约为 154.5 亿元；参培率为 50%，规模约为 257.5 亿元；参培率为 90%，规模约为 463.5 亿元。

图 29：客单价高，覆盖备考全流程的班型价格可高至 10 万元以上

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 (浙江省校考清 ——校考结束)	浙江省联考班 联考-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。

资料来源：老鹰教育官网，天风证券研究所

2.3.2.3. 行业分散各具特色，具备整合空间

招考差异和教学模式限制行业集中化。艺考自身内容完全不同的 33 个专业，每个专业下又有细分方向。因此尽管整个市场体量大，但划分后的各个细分赛道还是相对狭窄，难以形成规模效应。各省联考侧重各不相同，校考又带有院校特色，本身也对地区进行了分割，教学模式的异地复制存在困难。

除此之外，艺术培训对线下教育的依赖也限制行业资源的集中速度。艺术素养的提升是一个精细而微妙的过程，需要教师手把手示范、随时沟通反馈，所以风生水起的线上教育思路到了艺术领域一直不温不火，限制规模化集中化发展。根据观研天下的数据显示，艺考培训机构数量仍在逐年增加，到 2018 年已经有 8623 家。

图 30：艺考培训机构数逐年增加，行业集中度较低



资料来源：观研天下，天风证券研究所

其中，美术专业培训相对体量大、标准化程度高，具有产生行业龙头的有利条件。华经研究院的数据显示 2019 年仅美术联考人数就达到 56.25 万人，以总人数 103 万人计算，占到整个艺术考培市场半壁江山。除此之外，美术考试标准化程度高，美院发布的历年高分画册可以作为提分训练的参考，培训机构的教学方向更加明晰。相比之下其他专业的评分标准更为主观，不容易出成绩。在这些条件下美术培训赛道的资源得以集中，机构的平均规模也在扩大。据教育产业媒体平台芥末堆的介绍，杭州的美术培训机构的数量已经从 200 多家减少到 50 家左右。

传媒表演培训拉长产品链，提高行业附加值。尽管传媒表演类的专业媒体曝光度更高，但是由于考评过于主观，考生又有不同的特质，因此很难进行标准化教学，规模化经营难度大。此赛道中的大型机构开始寻求拓宽业务的机遇，

比如湖南微力量，从三个方面尝试突破行业空间的限制：1、为艺考生在考后提供进入影视经纪公司、剧组、节目组的机会，提供一体化的增值服务；2、开发相关的艺术培训项目，如少儿语言艺术（口才、朗诵）、少儿模特、艺术类专业留学等；3、进军影视传媒业务，依托培训过程中积攒的艺术家资源开展电影电视剧等业务。当前这一趋势还在探索过程中，未来或将成为打破行业限制的新思路。

图 31：微力量进军综艺及影视剧制作

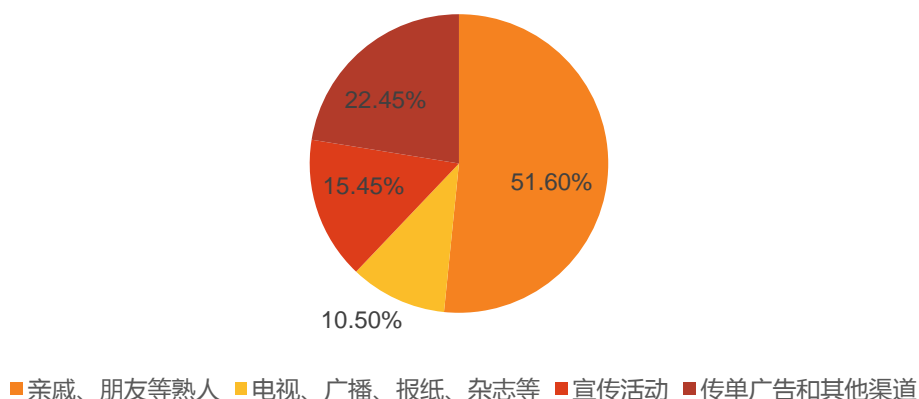
节目制作及开发 电影电视剧制作



资料来源：微力量官网，天风证券研究所

口碑效应胜过营销手段，品牌的长期沉淀是制胜关键。艺术培训的非标准化程度更高，考生更加看重机构的师资力量和口碑，历年联考校考的结果和过往学员口碑是主要的评价标准。根据教育培训联盟网的调查，约有 51.6% 的考生通过熟人介绍选择培训机构。在这样的环境中，机构难以通过营销手段实现短期内的大规模扩张，需要多年的经营才能成为受考生认可的品牌，前期的获客成本更高，成长周期更长。

图 32：大多数艺考生通过熟人推荐选择培训机构，行业的口碑效应明显



资料来源：学邦智库，天风证券研究所

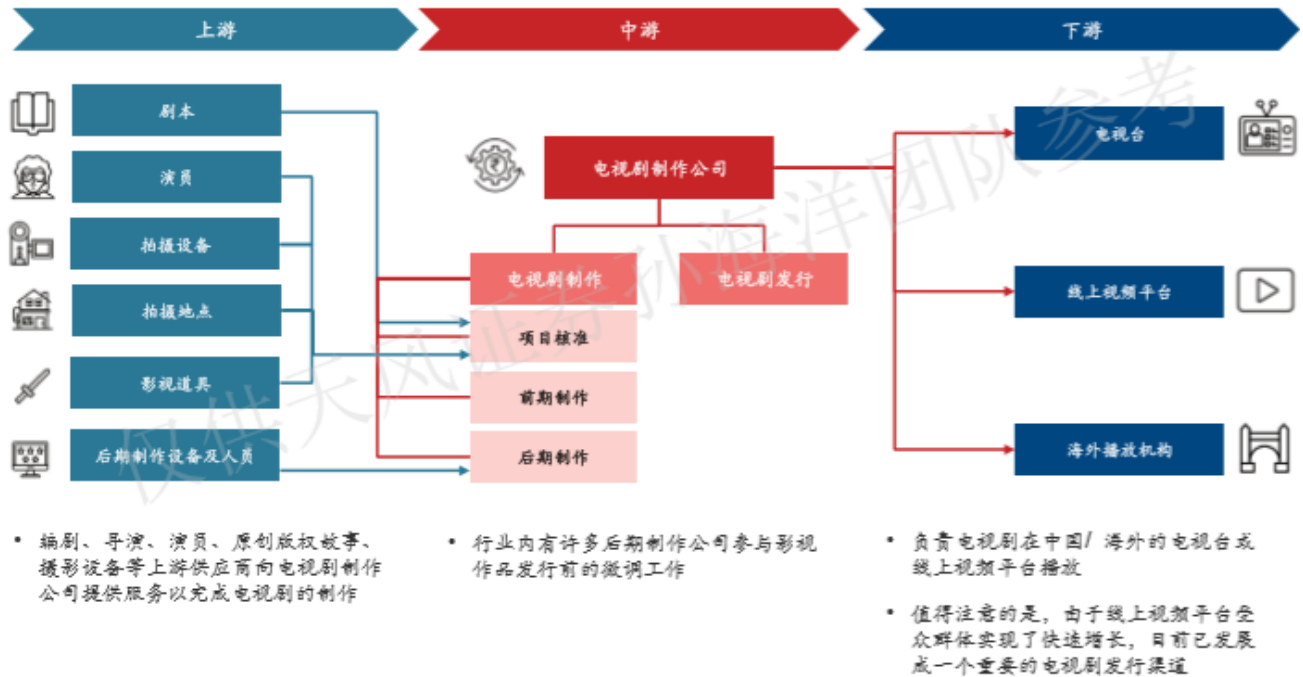
区域供需不均衡将得到缓解。过去的头部机构往往以院校为中心进行聚集，以美术培训为例，主要的美术培训机构多数围绕着“九大美院”布局，如西南地区的荷马教育依托四川美院、杭州的老鹰教育依托中国美院等。二三线城市的需求同样旺盛，却只有零散的地方机构。近期头部机构整合地方城市资源的趋势更加明显，方式也更加丰富。根据荷马教育官网显示，荷马教育已经通过建立直营分校和收购等方式在 8 个省市建立连锁品牌，也有部分机构通过资源共享形成了本地化的教育联盟。

未来行业资源逐渐向大型机构集中。此前由于准入门槛低，缺乏行业标准，市场上一度鱼龙混杂，几个艺术老师凑在一起就能开辅导班。但是随着品牌效应的逐步形成，教育水平做扎实的大型机构将一步步淘汰掉劣质供给。同时当前主流的培训模式是集训，前期需要在场地、师资、服务、宣传等方面投入大量的资金，口碑和师资的双重保障下，新进的培训机构也会更难从大型机构中争取客户资源，成本过高不利于后来的竞争者入局。随着专业化程度不断提高，行业集中度将逐步提升。

2.4. 电视剧发展规划清晰，账期短，平稳运营

公司在影视制作业务中制作各种内容以通过有线网络、互联网和银屏发行。在制作过程中，公司充分利用公司的内部创意团队，亦聘用例如著名编剧、导演及演员等外部资源。于制作完成后，公司将公司所制作产品的播放权授予电视台及在线视频平台。

图 33：电视剧制作行业产业链



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司严格把控制作质量，并一直积极参与电视剧及综艺节目的制作，无论公司是独家制作人还是与他人联合制作。2012 年公司通过两项少量投资进入电影制作行业，而公司于该行业被动行事。公司预计在不久的将来继续该种做法，同时公司将于 2019 年开始主导为在线观看量身定制的电影的制作，该等电影被认为比用于剧院放映的故事片风险更低。

公司有三部电视剧在往绩记录期间进行首播，即 2019 年湖南卫视及芒果卫视的《封神》、2018 年爱奇艺的《凤囚凰》以及 2019 年腾讯视频的《倚天屠龙记》。下表载列有关该等电视剧的资料。

表 9：公司有三部电视剧在往绩记录期间进行首播，即 2019 年湖南卫视及芒果卫视的《封神》等

剧名	公司投资的金额	公司投资百分比	集数	毛利率	收视率	截至 12 月 31 日年度所得收入		
						2017 年	2018 年	2019 年
						(以人民币千元计)		
《封神》	人民币 6200 万	39%	65	38%	0.72%	—	61,230	28,072
《凤囚凰》	人民币 1.44 亿元	80%	52	49%	1.06%	296,607	7,251	—
《倚天屠龙记》	人民币 2.36 亿元	100%	50	46%	64 亿次	—	13,453	405,109

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

表 10：此外，公司正在制作五部电视剧及三部适合在线观看的网络电影，其详情载列如下。

剧名	类型	公司投资的百分比	当前状态	预期完成制作
《清夫人》	电视	100%	前期制作（剧本创作）	2021 年
《东邪西毒》	电视	100%	前期制作（剧本创作）	2021 年
《铜婚》	电视	100%	前期制作（剧本创作）	2020 年
《康熙大帝》	电视	100%	前期制作（剧本创作）	2021 年
《嗨，什刹海》	电视	35%	后期制作（编辑）	2020 年
《东北酒神》	网络电影	50%	后期制作（编辑）	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

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

在公司所有客户中，在线视频平台为公司重要的发行渠道，2017 年及 19 年，产生的收入占影视制作业务总收入 98%以上。

表 11：在公司所有客户中，在线视频平台为公司重要的发行渠道，2017 年及 19 年，产生的收入占影视制作业务总收入 98%以上

	截止 12 月 31 日止年度					
	2017 年		2018 年		2019 年	
	人民币	%	人民币	%	人民币	%
	(以千计，百分比除外)					
电视台	—	—	55,971	61.2	1,059	0.2
在线视频平台	296,835	98.7	6,035	6.6	428,245	98.3
海外市场	3,766	1.3	29,390	32.2	6,225	1.5
总计	300,601	100.0	91,396	100.0	435,529	100.0

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

公司为公司若干电视节目的唯一制片人，且公司不时与他人合作及联合制作。在大多数情况下，公司与电视台及在线视频平台订约，以于首播后两至八年期间播放公司的节目。总集数范围预先厘定的授权费一般按集数磋商。

授权费可分期支付—客户通常于签订合约及审阅若干基础文件（例如，公司的营业执照）后支付总价 20%至 30%的第一期分期付款（公司于资产负债表中将其确认为合约负债），其后于交付母带时支付另 30%至 40%，并于电视节目已播放或可在线收看后支付余额。

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。在往绩记录期间公司的合约概无遭客户终止。

在制作方面，公司拥有一支经验丰富且敬业的内部创意团队，由董事长蒲树林及资深电视制片人团队领导，仔细审视潜在机会，并对快速变化的内容创作行业中高回报项目进行选择性投资。改编热门小说和戏剧是一个重要的成功战略。举例来看，2003 年的《天龙八部》、2017 年的《凤囚凰》及 2019 年的《倚天屠龙记》均改编自当红小说，全部取得不俗的收视率，帮助公司获得大量收益。目前，华夏视听拥有影视改编权的小说包括二月河的《帝王三部曲》及金庸多部热门小说。

二十多年来，公司制作的电视节目赢得不俗人气和收视，于往绩记录期间的所有制作节目首播时收视率全国排名第一。就制作的最后十部电视剧而言，其首播权均在制作完成前卖出。通过不断输出优质内容，公司已成功与国内主要电视台及在线播放渠道建立深度信任。例如，芒果电视台对《封神》（已于 2018 年播出）投资 41%及腾讯对《东北酒神》（预期将于 2020 年初在线播出）投资 50%。

表 12：2018 年至 2019 上半年，畅销电视剧市场五大制作公司（中国）

排名	集团	身份及背景	畅销电视剧部数	畅销电视剧集数	畅销集数占比
1	集团 A	一家以电视剧、网络剧、电视节目、电影、网络游戏及演员经纪为业务重点的上市公司。	4	241	12%
2	集团 B	一家以电视剧、网络剧、动画片、电影、网络游戏及图书销售为业务重点的上市公司。	4	222	11%
3	集团 C	一家以电视剧、网络剧及电影为业务重点的私营公司。	3	171	9%
4	华夏视听	综合传媒集团，核心业务为电视剧/电影制作、传媒及艺术高等教育。	3	169	9%
5	集团 D	一家以电视剧、网络剧为业务重点的上市公司。	2	113	6%
五大公司			16	916	46%
合计			38	1979	100%

资料来源：公司招股书、天风证券研究所

公司向国内外观众输出优质电视节目的历史已有二十多年，制作的节目长期以高质量著称，并且收视率一直居高不下。在往绩记录期间的所有制作节目首播时收视率全国排名第一，作品亦已获得电视评论家的一致好评且赢得无数赞誉。例如，《影视同期声》获得全国电视栏目最高奖星光奖，电视剧《天龙八部》在 2004 年在中国电视金鹰奖上摘得“十佳长篇电视剧优秀作品奖”，电视剧《倚天屠龙记》在 2019 年获得最佳原创节目奖。

图 34：华夏视听知名电视剧及节目



资料来源：公司官网、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com