

开心麻花：舞台喜剧行业领导者

2016年08月18日

新三板	商业模式
-----	------

——新三板公司商业模式研究之三十九

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
		yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
韩宇	联系人		
		hanyu@dxzq.net.cn	010-66554131
张高艳	联系人		
		zhanggy-yjs@qq.com	010-66554030
岳鹏	联系人		
		yuepeng@dxzq.net.cn	010-66554013
洪一	联系人		
		hongyi0214@qq.com	010-66554046

1. 公司情况

1.1 主营业务

北京开心麻花娱乐文化传媒股份有限公司，成立于2003年，2015年7月变更为股份公司，并于2015年12月29日正式在全国中小企业股份转让系统挂牌上市。公司主营业务为舞台剧演出和影视剧创作，经过十几年的发展，已经推出25部拥有自主知识产权的舞台剧，树立了“开心麻花”特色舞台剧喜剧品牌，2015年入选道略演艺产业研究中心话剧演出机构三强和演艺机构十强榜单。2015年9月首部同名话剧改编电影《夏洛特烦恼》上映，斩获14.41亿票房，名列当年票房排行榜第五名。开心麻花已经走出一条以原创话剧演出为根基，以影视剧改编为第二增长点的双轮驱动发展之路，未来前景值得期待。

1.2 业绩表现

公司近三年的营业收入和净利润均保持高速增长，年均增长率分别为91.24%和121.14%。2015年营业收入和净利润分别为38,333.70和13,222.38万元，同比增长154.80%和224.55%。公司营业收入快速增长的原因在于舞台剧演出业务的稳定增长以及首部电影《夏洛特烦恼》取得了较好的票房；净利润的大幅增加源于制作的电影取得超额回报。

图 1：公司 2013-2015 年营业收入增长情况

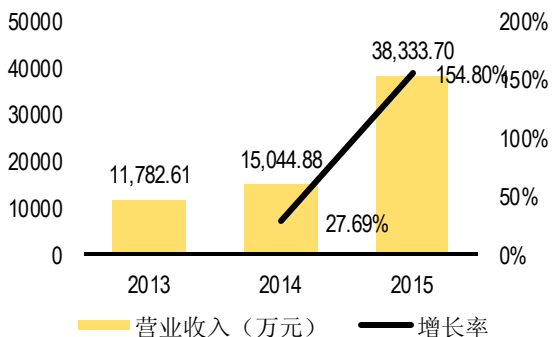
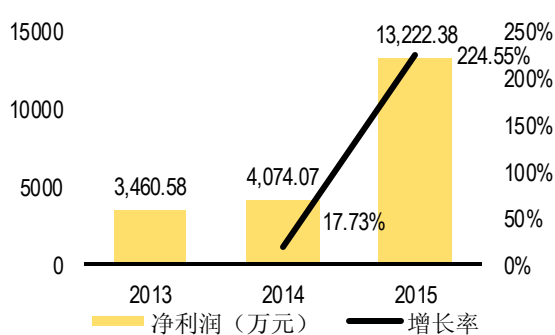


图 2：公司 2013-2015 年净利润增长情况



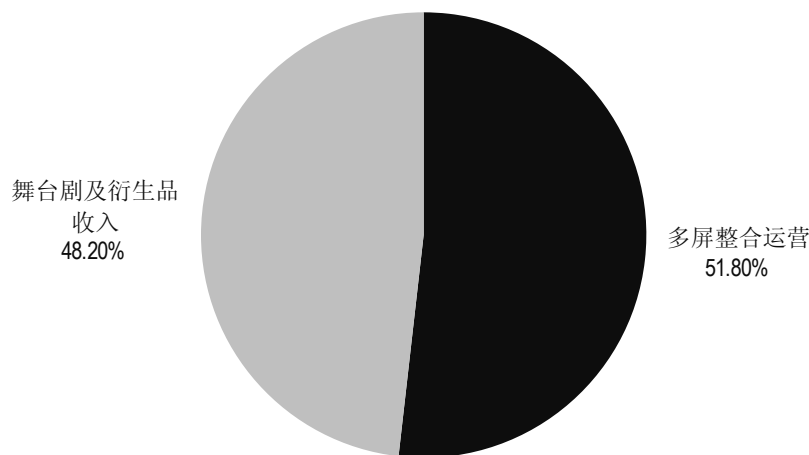
资料来源：wind；东兴证券

资料来源：wind；东兴证券

1.3 收入构成

公司的收入来源主要包括舞台剧及衍生品和多屏整合运营两类。2015 年度，公司传统业务舞台剧演出营收 18,477.99 万元，较 2014 年增长 22.82%，占比为 48.20%。由于推出的首部电影票房上取得极大成功，新兴业务多屏整合运营收入 19,855.71 万元，占比为 51.80%，在营收上第一次超过舞台剧演出业务，改变了公司原有的单一的舞台剧演出营收结构，表明公司利用自身多年舞台剧创作演出积累的优势，发力喜剧类电影制作取得了初步成功，公司未来影视创作板块前景值得期待。

图 3：2015 年公司营业收入构成



数据来源：wind；东兴证券

1.4 发展战略

以特色舞台剧演出打响知名度。开心麻花成立 12 年来一直致力于舞台剧的创作与演出，努力为观众提供具有“开心麻花”、“开心、欢乐、爆笑”喜剧特色的舞台剧。2012-2015 年，开心麻花原创小品连续 4 年登上央视春晚，被观众广泛认可，打响了开心麻花在全国的知名度。起步北京，布局全国。开心麻花起步于北京，目前已经在天津、南京、上海、深圳、武汉、成都等主要大城市建立了自营机构，逐步实现对全国重点城市的覆盖，2015 年开心麻花在全国 60 个城市巡演场次超过 1200 场，创历史新高，品牌效应和营销推广取得了巨大的成功。

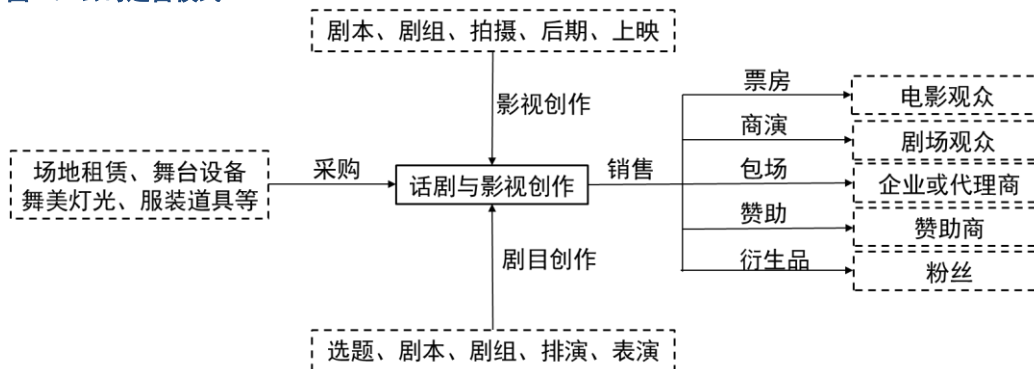
积极向影视行业拓展。开心麻花从 2012 年开始向影视业拓展，利用自身所积累的舞台剧 IP，陆续推出的《开心麻花剧场》《开心麻花街》《江湖学院》等网络剧均取得了良好的口碑。13 年下半年开始进军电影制作行业，启动自有话剧 IP 的电影改编制作。喜剧电影《夏洛特烦恼》于 2015 年完成制作并于国庆档上映，取得了 14.41 亿票房，为公司贡献 1.98 亿元营收。开心麻花未来还会加大原创话剧的投入，逐步将话剧 IP 向网络剧、电影、微电影、游戏、综艺等方向拓展，最大化原创 IP 的市场价值，为观众提供更加丰富的喜剧作品。

2. 公司亮点

2.1 运营模式

公司主要通过舞台剧演出和电影票房等收入来实现盈利。主要根据自身需求租赁场地、舞台设备、舞美灯光、服装道具等用品；剧目创作流程包括剧目选题及公司内部立项、剧本创作、组建剧组、排练、彩排和试演，正式公演等步骤。影视创作方面，以原有的话剧剧目为蓝本，开心麻花主创团队出任编剧、导演、主演，原班人马将话剧艺术搬上大银幕。舞台剧演出方面，该公司通过商业演出和包场演出实现收入，此外还附带赞助收入和衍生品收入；电影方面，收入主要来自于票房分成和版权收入。

图 4：公司运营模式



数据来源：公司资料；东兴证券

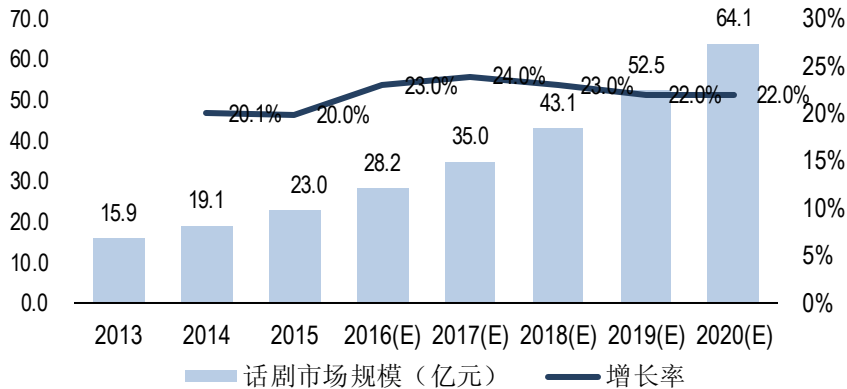
2.2 市场情况

公司的主营业务分为话剧演出和影视制作两个板块。根据中国演出行业协会发布的报告显示，2015 年国内演出市场总体规模约为 446.59 亿元，其中话剧演出的市场规模约为 22.96 亿元，开心麻花 15 年话剧演出相关收入为 1.85 亿元，市场份额约为 8.06%，**在话剧演出领域处于领先地位，是民营话剧表演团体中的龙头企业**；电影方面，据广电总局，2015 年全国电影票房为 440.69 亿元，其中国产电影票房为 271.36 亿元，公司制作的《夏洛特烦恼》票房 14.41 亿元，占全国和国产电影票房市场份额和国产电影份额分别为 3.27% 和 5.31%，**是新晋影视制作业的翘楚**。

2.3 市场空间

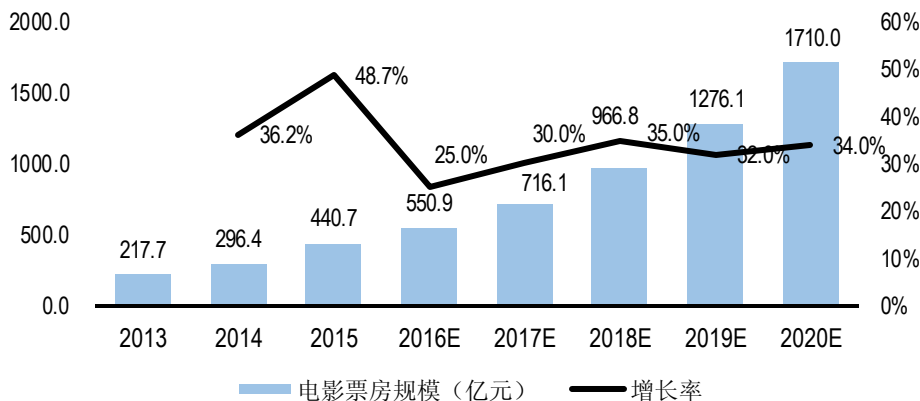
文化产业受到政策重点关注，增长空间大。国家在“十三五”规划中提出 2020 年要让“文化产业成为国民经济支柱性产业”。2015 年国内文化娱乐总产值约为 4500 亿元，未来五年将会保持高速增长状态，在 2020 年有望达到一万亿的规模。据中国演出行业协会，2015 年话剧演出市场规模为 22.96 亿元，同比增长 20%，未来五年该市场将会保持 20% 以上的增长速度，预计在 2020 年规模超过 60 亿元。据广电总局，2015 年电影票房规模为 440.69 亿元，同比增长 48.7%，未来五年间有望维持 25%-35% 左右的高速增长，到 2020 年市场规模有望超过 1700 亿元。

图 5：2013-2020 年中国话剧市场规模



数据来源：中国演出行业协会；东兴证券

图 6：2013-2020 年中国电影票房规模



数据来源：国家广播电影电视总局；东兴证券

3. 同行业标的对比

宋城演艺发展股份有限公司

宋城演艺（股票代码：300144.SZ）成立于 1996 年，其前身是杭州宋城旅游发展股份有限公司，2010 年登陆创业板，是国内 A 股市场演艺第一股。宋城演艺主要从事现场演艺、互联网演艺和旅游休闲三大类业务，现场演艺业务为其主要营收来源，15 年营业收入为 12.11 亿元，占总营收的 71.44%，同比增长 41.02%。宋城演艺的现场演艺业务为在旅游景区“千古情”系列演出和主题公园门票收入。根据公司年报显示，2015 年宋城演艺观众超过 2,233.83 万人次，比同期增长 53.42%。互联网演艺业务板块也是宋城演艺营收的另一个主要来源，15 年贡献营收 3.69 亿元，占总营收的比例为 21.78%，主要来源于六间房销售虚拟物品的收入，六间房系宋城演艺于 15 年 3 月花费 26 亿收购的全资子公司。

聚焦现场演艺，发力异地推广。杭州宋城“千古情”现场演艺系列已经经营近 20 年，2010 年宋城演艺登陆 A 股资本市场融资约 22 亿元，开始发力复制杭州宋城“千古情”模式。三亚、九寨沟、丽江宋城演艺“千古情”景区相继于 13 年和 14 年开业。15 年三地营业收入分别为 2.53、1.30 和 1.68 亿元，业绩均取得了

爆发式增长。联手 SPACES，打造 VR 主题公园。2015 年，该公司出资 1.6 亿元与美国 VR 行业高科技企业 SPACES 成立合资公司，借助于 SPACES 在 VR 领域的深厚积累和自身在主题公园上的运营经验，联合打造国内首屈一指的 VR 主题公园，为观众提供更加震撼的娱乐体验。随着文化娱乐产业的飞速增长，公司未来市场前景广阔。

4. 竞争能力分析

采用波特五力模型对公司的核心竞争能力进行分析，每个维度满分为 5 分，总计 25 分，公司总得分为 19 分，核心竞争力优秀。

表 1：公司波特五力模型分析

开心麻花 (835099)：波特五力模型分析	
潜在进入者 (4.0)	目前国内文艺表演团体接近 10000 家，文艺表演市场竞争激烈。小到舞台剧领域，仍然有较多潜在进入者。
买方议价能力 (3.5)	公司主要面向大众客户提供舞台剧演出和影视创作等娱乐服务实现门票和票房收入，有统一的市场议价机制，价格主要取决于公司本身娱乐内容的质量、宣传等因素，其买方议价能力不强。
卖方议价能力 (4)	公司的采购演出场地、舞台设备、舞美灯光、服装道具等供应商众多，有较强的采购议价能力。
替代品的威胁 (3.5)	目前，娱乐形式丰富多样，包括电影、电视剧、网络游戏、主题公园等，由于舞台剧的受众和其他娱乐形式受众有很高的重合度，因此不断丰富的娱乐形式将会对舞台剧演出形成一定的替代威胁。
同业竞争程度 (4)	由于地域、文化等因素，国内舞台剧演出市场份额相对分散，不过开心麻花作为全国话剧演出三强机构，打响了知名度，拥有独有的喜剧品牌，竞争对手主要为大型国有话剧机构，同业竞争程度相对较弱。
总分 (19)	企业核心竞争力优秀。

数据来源：公司资料；东兴证券

5. 风险因素

电影票房存在不确定性

电影作为文化产品需求的不确定性较强，没有固定的需求模式，缺乏可预期性。创作团队根据自生的经验和对当前市场的判断创作的影视剧作品有可能不符合大众对电影的主题、内容、风格等方面的需求，因此推出的电影票房不及预期的风险。

6. 总体结论

开心麻花依托其自身的创作能力及品牌优势，紧紧抓住舞台剧创作演出与改编和品牌营销两大关键点，在舞台剧演出和影视剧制作行业占据重要市场地位。伴随着国内文化娱乐产业的持续蓬勃发展，公司的舞台剧演出业务以及原创 IP 改编影视剧制作业务将迎来高速增长，公司发展前景广阔。

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

韩宇

北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士，并拥有2年市场咨询研究经验。2016年进入东兴证券研究所，关注TMT领域。

张高艳

清华大学工业工程硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

岳鹏

中科院机器人学硕士，3年机器人研发及管理经验，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板领域。

洪一

CIIA, 中山大学金融硕士，2年新三板投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板、社会服务领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。