

日期: 2016年10月26日

行业: 新三板



分析师: 滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120025

## 舞台剧行业领导者

### 基本数据 (2016H1)

报告日股价 (元)	13.89
12mth A 股价格区间 (元)	13.89/13.95
总股本 (百万股)	360.00
无限售 A 股/总股本	47.11%
流通市值 (百万元)	2,356.00
每股净资产 (元)	1.49
PBR (X)	9.32

### 主要股东 (2016H1)

张晨	48.93%
中国文化产业投资基金	12.53%

### 收入结构 (2016H1)

舞台剧及衍生收入	99.96%
多屏整合运营	0.04%

报告编号: TWF16-NSP10

首次报告日期: 2016年10月26日

### ■ 投资要点:

#### 公司为舞台剧行业领导者

根据中国证监会2012年发布的《上市公司行业分类指引》规定,公司属于大类“R文化、体育和娱乐业”中的子类“R87文化艺术业”。根据全国中小企业股份转让系统公司《挂牌公司管理型行业分类指引》,公司属于大类“R87 文化艺术业”中的子类“R8710 文艺创作与表演”。公司主要从事话剧、音乐剧以及儿童剧的创作、编排和演出,同时从事演出剧目的衍生业务,如电影和网络剧的制作等。公司多年以来以坚持为人民娱乐服务,坚持追求智慧的快乐,坚持传递快乐的正能量为宗旨,致力于以开心、欢乐、爆笑、感动为核心诉求的剧目创编和演出。公司演出的主要剧目中舞台剧主要包括《小丑爱美丽》、《乌龙山伯爵》、《江湖学院》、《夏洛特烦恼》、《羞羞的铁拳》,音乐剧主要包括《爷们儿·叁》,儿童剧主要包括《三只小猪》。

#### 积极拓展影视制作业务

公司积极拓展影视制作业务,利用自身积累的舞台剧IP,先后推出了网络剧《开心麻花剧场》、《江湖学院》等反响较好的作品。2015年上映的首部电影《夏洛特烦恼》取得14.41亿票房,大获成功。第二部电影作品《驴得水》即将于10月28日上映。通过将舞台剧IP向其它产业链其它方向拓展,有望全面提升公司的盈利能力。

#### 估值结论

公司于2015年12月29日在新三板挂牌,挂牌券商为中信建投证券,当前总股本为3.6亿股。2016年1月,公司以2.40元/股的价格发行152.18万股,募集资金总额365.42万元人民币;2016年3月,公司以106元/股的价格发行284.18万股,募集资金总额30,123.45万元人民币。公司目前交易方式为协议转让,尚未开展做市交易。

### ■ 数据与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2013A	2014A	2015A
营业收入	117.83	150.45	383.34
年增长率	N/A	27.69%	154.80%
归属于母公司的净利润	34.61	40.74	132.22
年增长率	N/A	11.73%	234.15%
每股收益 (元)	0.097	0.108	0.364

资料来源: Wind 资讯 上海证券研究所

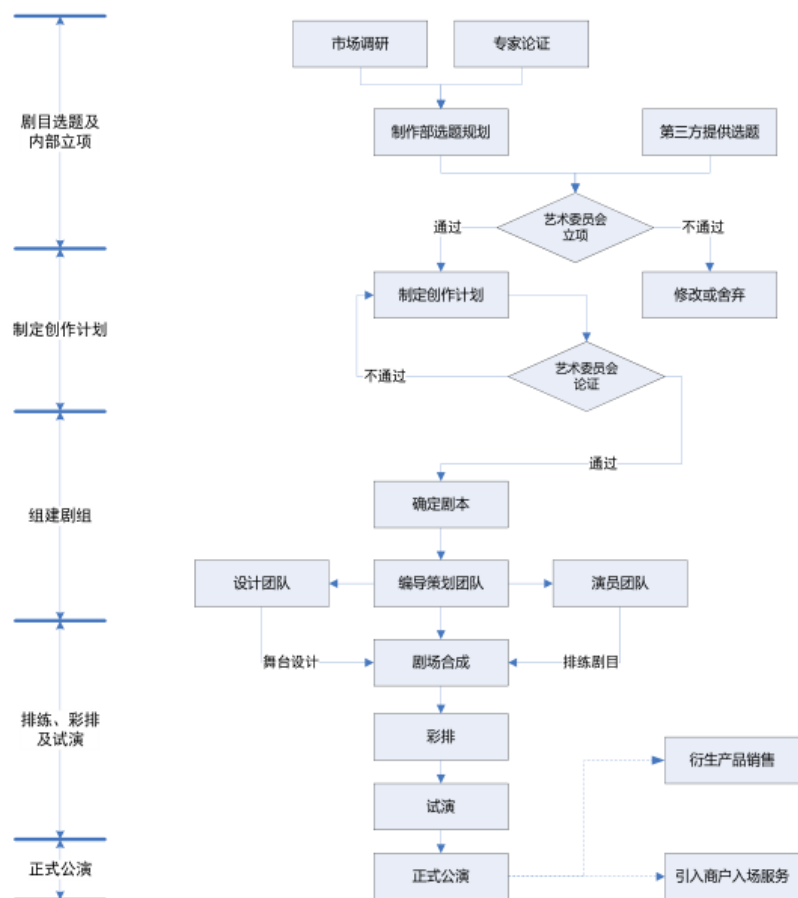
## 一、行业及公司背景

### 1. 开心麻花公司概况。

根据中国证监会2012年发布的《上市公司行业分类指引》规定，公司属于大类“R文化、体育和娱乐业”中的子类“R87文化艺术业”。根据国家统计局发布的《国民经济行业分类与代码》和《文化及相关产业分类（2012）》，公司属于大类“87文化艺术业”中的子类“8710 文艺创作与表演”。根据全国中小企业股份转让系统公司《挂牌公司管理型行业分类指引》，公司属于大类“R87 文化艺术业”中的子类“R8710 文艺创作与表演”。

公司主要从事话剧、音乐剧以及儿童剧的创作、编排和演出，同时从事演出剧目的衍生业务，如电影和网络剧的制作等。公司多年以来以坚持为人民娱乐服务，坚持追求智慧的快乐，坚持传递快乐的正能量为宗旨，致力于以开心、欢乐、爆笑、感动为核心诉求的剧目创编和演出。公司演出的主要剧目中舞台剧主要包括《小丑爱美丽》、《乌龙山伯爵》、《江湖学院》、《夏洛特烦恼》、《羞羞的铁拳》，音乐剧主要包括《爷们儿·叁》，儿童剧主要包括《三只小猪》。

图 1 剧目选题规划模式



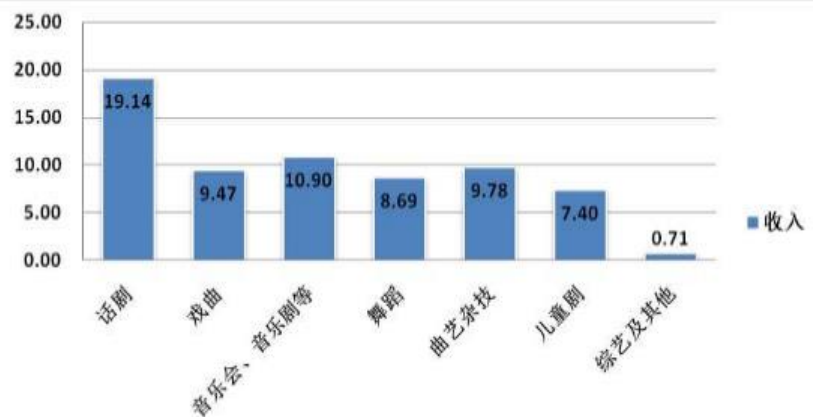
资料来源：公司资料，上海证券研究所

## 2. 公司所处的行业情况及公司的地位。

文化产业基本上可以划分为三类：一是生产与销售以相对独立的物态形式呈现的文化产品的行业（如生产与销售图书、报刊、影视、音像制品等行业）；二是以劳务形式出现的服务行业（如戏剧舞蹈的演出、体育、娱乐、策划、经纪业等）；三是向其他商品和行业提供文化附加值的行业（如装潢、装饰、形象设计、文化旅游等）。

公司自成立以来，主要从事话剧、音乐剧和儿童剧的创作和表演，属文化产业的第二类，也就是演出业。演出业是以舞台和现场表演为主要方式的艺术行业，它包括音乐、舞蹈、戏剧、小品、杂剧等多种表演。经济学界所称的演出业是指凭借表演艺术以获取经济报酬的艺术工作者及其相关从业者所构成的行业，其市场是商品经济条件下表演艺术生存和发展要求的必然产物。演出产业的性质、社会功能及其它表演艺术是文明社会发展过程中历史传统最深厚的人类文化产品，是从奴隶社会后期开始形成，进入商品经济社会后又在所有艺术门类中开发最早、影响最大、最具专业性和市场化特点的艺术行业，也是现代文化产业经济链条中最具有多元发展和产品衍生潜力的原创型文化产业。

图 2 2014 年文化演出行业收入（亿元）



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

根据中国演出行业协会的《2014 年中国演出市场年度报告》显示，2014年专业剧场演出8.2万场，票房收入66.09亿元，比2013年次上升10.36%，票房收入上升1.10%。文艺表演团体方面，2014年全国文艺表演团体总收入193.87亿元，比2013年同比上升2.25%，其中国有文艺表演团体1422家，收入78.77亿元；民营文艺表演团体8439家，收入115.10亿元。随着市场的发展，与市场紧密接轨的民营院团不断壮大，一批民营院团找准自身定位、重视生产创作、注重市场营销，打造产品概念，其作品形成了品牌，院团也有了一定的知名度。北京开心麻花娱乐文化传媒股份有限公司、至乐汇怪咖剧团、北京丑小鸭卡通艺术团、云南杨丽萍文化传播股份有限公司等一批民营文艺团体在2014年继续呈上升发展势头。由于演艺业目前发展尚不充分，行业集中度较低，行业内企业的盈利能力差异较大，商业运作和管理水平参差不齐。随着行业未来竞争的加剧和市场化程度的逐步加深，具有区

域品牌优势和较强竞争实力的企业将获得快速对外扩张的良好机会。

### 3. 公司主要竞争优势体现在：

#### 创作优势

公司在剧目创作方面吸收了传统舞台剧的精华，并在其基础上加以创新，融入了大量当下社会热点素材，形成了特有的喜剧风格，体现了强大的剧目创作能力。公司2003年首创了“贺岁舞台剧”的概念，并在多年的舞台剧创作中自成体系，逐步形成了独有的风格特征。精彩的故事、动人的情怀、智慧犀利的盘点热点、新颖独特的喜剧风格这些已成为了开心麻花的个性标签，深受麻花迷的追捧与喜爱。

#### 品牌优势

演出企业生存和发展的根本就是品牌。品牌演出企业推出的演出作品和演出衍生产品更容易获得观众的认可，企业易于保持较高的毛利水平；品牌演出企业在进行跨区域扩张时，也更易借助其知名度进行迅速扩张；在和演出经纪公司、剧场和票务代理机构等上下游企业进行谈判时，品牌演出企业拥有更强的议价能力。然而，品牌的建立是一个漫长的过程，只有实力雄厚，持续推出优秀作品的企业才能逐步建立良好的市场形象和美誉度，在观众中建立良好口碑。公司成立以来形成了强有力的品牌号召力与影响力，十二年来推出二十余部作品，观众遍布北京、上海、深圳、广州、天津、武汉、沈阳、南京、杭州、南昌、哈尔滨、西安、郑州、海口等 40 多个城市，超过2000场大剧场演出，上座率、演出场次、观众人数、票房收入等指标在同行业内全面领先。在品牌的传播和推广上，公司通过拓展多元的推广渠道从而构建了广泛且立体的传播网络，其中包括上百家主流的平面媒体、电视媒体、几大门户与视频网站以及百余家企业。广告的投放也精准有效、覆盖面极广。

#### 人才优势

人才是演出企业最宝贵的资产。编剧、导演、舞美、灯光、化妆师、演员等各种专业人才对演出的成功有决定性的影响。优秀的编剧、导演、演员和演出专业服务人员往往能显著提升演出的质量、市场影响力和票房吸引力。各演出专业人士不但要个人技术过硬、实力突出，更需要长期合作、长时间磨合和通力配合得到的团队协作默契。同时，演出企业的制作人、战略和营销部门人员的经验和素质也决定了剧目是否符合市场需求、宣传和销售是否到位，对企业的盈利能力也有至关重要的影响。公司管理团队具有敏锐的市场洞察力和丰富的管理经验，能够带领公司稳步发展，保持在舞台剧演出市场的领先地位。

#### 先进的票务销售系统

公司开发了独立的票务销售系统。区别于目前市场主流的票务销售系统，公司自主开发的票务系统互联网和移动互联网的接入，支持在线选座、支持各类线上线下活动，并能够进行数据分析。公司还在票务系统中嵌入了CRM会员管理系统，支持B2C，C2C互联网营销。在数据共享的前提下，未来公司还会利用大数据制定更有针对性的产品研发和销售策略。独立的票务销售系统可以降低对代理商的依赖程度，提高客户服务质量，拉近供给方与需求方之间的距离，从而增加客户粘性与忠诚度，是实现O2O闭环必不可少的环节。

## 二、公司分析及未来发展方向

### 1、公司历史沿革及股权结构简况。

公司总股本为360,000,001股,张晨、遇凯直接持有公司48.93%、4.03%的股权,为公司股东,且一直担任公司董事长、董事职务,对公司经营决策、高级管理人员选任具有重大影响,因此张晨、遇凯为公司控股股东、实际控制人。

### 2、公司未来发展规划。

公司2016年1-6月实现营业收入117,891,482.22元,较上年同期增长42.01%;净利润34,487,592.93元,较上年同期增长92.83%。营业收入和净利润增长的主要原因是:(1)公司舞台剧演出场次超过700场,较去年同期增加25%,且上座率较去年同期有所提高,导致公司营业收入较快增长;(2)舞台剧演出固定成本部分不随演出场次的增加而同比增加,因此公司净利润大幅增长。

## 三、风险因素

### 房租价格上涨过快,剧场成本上涨的风险。

在我国现有剧场中,大部分被划为商业设施,其用地及房产划归商业用途,需要缴纳高额的水电费和土地税、房产税,剧场运营成本高,运营压力大,以至于剧场需要持续不断的优质演出项目,但是快速上涨的场租费用可能致使演出票房收回成本难度加大,增加公司的运营风险。

### 市场竞争风险。

影视演出行业是一种娱乐性很强的服务型产业,社会居民娱乐形式的不断丰富所产生的替代效应会对整个演艺市场的收入水平产生冲击。目前,中国的娱乐形式种类日趋繁多,已产生包括电影、电视、网络、游乐园、主题公园、休闲场馆等在内的多种娱乐形式。由于影视演艺行业的受众群体与其他娱乐形式的受众群体有较高的重合度,其他娱乐形式的不断丰富将对演出市场形成一定的替代威胁。尤其是近年来网络等新兴娱乐方式的不断普及,这种替代威胁预计将更为显著。

### 新创作、创意产品偏离市场认可的风险。

影视演出产品是一种产品需求不确定性较强的文化产品,主要表现在消费者对演艺产品的需求缺乏可预期性。在社会热点的转移、经济水平的发展和外来文化的冲击等因素影响下,消费者对演艺产品的主题、内容、风格等方面的需求变化较快,这种需求的不确定性使得新推出的产品存在销售风险。

### 国际市场的冲击风险。

由于我国文化产业商业化发展的起步远晚于国际发达国家,因此在资金实力、经营理念、管理水平、市场规模等多方面均与国际知名公司存在一定差距,尤其是资金实力差距甚远。国外文化公司凭借雄厚的资本和人才优势,遵循“大投入、大产出”的商业模式,可能出现无

法与国外作品相抗衡的情况。

#### 四、估值及定价分析

##### 公司可给的估值水平

公司于2015年12月29日在新三板挂牌，挂牌券商为中信建投证券，当前总股本为3.6亿股。2016年1月，公司以2.40元/股的价格发行152.18万股，募集资金总额365.42万元人民币；2016年3月，公司以106元/股的价格发行284.18万股，募集资金总额30,123.45万元人民币。公司目前交易方式为协议转让，尚未开展做市交易。



## ■ 附表

附表 1 开心麻花损益简表 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015A
营业收入	117.83	150.45	383.34
营业成本	52.92	66.36	166.30
营业税金及附加	3.41	4.33	6.21
销售费用	5.44	5.79	13.87
管理费用	11.53	22.90	28.33
财务费用	-0.04	-0.17	-0.13
投资净收益	0.92	0.51	1.05
加: 营业外收入	1.01	2.96	6.19
减: 营业外支出	0.00	0.01	0.02
利润总额	46.51	54.70	175.84
减: 所得税	11.90	13.96	43.62
净利润	34.61	40.74	132.22
减: 少数股东损益	-0.45	1.58	1.36
归属于母公司所有者 的净利润	35.05	39.16	130.86
摊薄每股收益 (元)	0.097	0.108	0.364

资料来源: Wind 资讯 上海证券研究所

## 分析师承诺

滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。