



传播文化业

2016.04.13

评级: **增持**

上次评级: 增持

工业制造 “小鲜肉”，创造千亿大市场

——艺人经纪专题报告

细分行业评级

	陈筱 (分析师)	吴斯 (研究助理)
	021-38675863	010-00000000
	chenxiao@gtjas.com	wusi@gtjas.com
证书编号	S0880515040003	S0880116010070

本报告导读:

伴随着影视、音乐、综艺等文化娱乐产业的快速发展，艺人的价值快速提升，市场需求日益旺盛，中国的艺人经纪模式将步入现代化进程，工业化造星模式指日可待。

摘要:

- **中国已步入高素质全能型艺人供不应求时期。**由于人均可支配收入的提升、经济放缓所引发的“口红效应”、部分韩国式综合型艺人的回归所引起的追星浪潮，90、00后这些具有强大消费能力的人群需求大量全能型偶像派艺人，需求量将远大于目前的市场存量及短期的供给量。
- **中国造星梦工厂在政策扶植、需求推动、渠道推广、内容变现的四方支持下，已具备全面启动和发展的成熟条件。**政策上，伴随着习近平总书记“文化强国”的发展战略，我们认为未来国家会陆续出台类似版权保护法等有利于规范文化行业发展的相关政策。需求上，经济下滑引发口红效应+中产阶级规模增大为中国文化娱乐提供了强大的消费需求支撑。电视台、互联网平台、现场表演等高关注度媒介平台为艺人进行营销推广提供了扁平化的有效渠道。电影、音乐、综艺节目、网络剧等内容端的快速发展为艺人经纪带来多元化的变现渠道。四大优势为中国艺人制造进入工业化进程创造完美环境。
- **他山之石——韩国和日本的艺人经纪市场发展之路。**韩国和日本艺人经纪市场的发达得益于政策推动文娱行业快速发展、市场对艺人数量和质的需求急速增加、以及网络和综艺节目等推广平台为造星打开营销渠道。造星模式均以工业化造星为主流运营模式，从而保障明星出产量以及人员质量，同时降低了公司的投资风险。通过复杂和严谨的制造程序实现了明星走红的不断复制，降低了娱乐行业“以人为本”的行业属性，最终增强了艺人经纪公司对艺人的绝对议价权。
- **2020年艺人经纪市场有望达到千亿级别。**伴随着艺人经纪发展模式的成熟，未来艺人将进入工业化生产阶段，从而导致艺人对收入的主导权丧失，经纪公司占据艺人收入的主要部分。通过不同市场的估测，我们预计，2020年，艺人经纪市场在充分享受粉丝经济的红利下，规模有望达到千亿级别，未来五年年均增长率将在30%左右。
- **相关推荐标的：**中南重工(002445.SZ)以艺人教育为中心向内容延伸、北京文化(000802.SZ)艺人经纪+影视剧协同发展。**相关受益标的：**共达电声(002655.SZ)标准韩式造星模式工业化生产、富春通信(300299.SZ)艺人与游戏完美结合发掘IP价值、华策影视(300133.SZ)IP运营为核心进行艺人培养推广。
- **投资风险：**经纪公司与艺人之间合同的相关法律不完善。

相关报告

传播文化业:《PS VR 售价超预期, 关注VR B端应用投资机会》

2016.03.22

传播文化业:《科技与创意融合构筑第一生产力》

2016.02.25

传播文化业:《2016年春节档票房大爆发带来电影动漫产业链布局良机》

2016.02.14

传播文化业:《中职篮公司宣告成立, CBA商业化进程加速》

2016.01.18

传播文化业:《升级改造迫在眉睫 场馆革命呼之欲出》

2015.12.23

目 录

1. 由鹿晗现象引发的思考	3
1.1. 艺人 IP 化已迎来市场黄金时期	3
1.2. 艺人越来越职业化，需要由内而外的全面包装	6
1.3. 中国已步入高素质全能型艺人供不应求时期	9
2. 他山之石 1 之韩国娱乐艺人市场	12
2.1. 韩国音乐市场概况	12
2.2. 韩国艺人经纪的特点	13
2.3. 韩国音乐+艺人经纪行业快速蓬勃发展的原因	14
2.4. 韩国艺人造星生产线以及运营模式	17
2.4.1. 练习生选拔机制系统性高	17
2.4.2. 严格的培训过程造就日后的高素质艺人	18
2.4.3. 精准策划有利于艺人被市场快速接受	18
2.4.4. 艺人营销为艺人推广打开多重渠道	19
2.4.5. 标准合同降低经纪公司投资风险	20
3. 他山之石 2 之从传统偶像艺人到 AKB48	20
3.1. 日本艺人经纪+音乐产业的兴起原因	20
3.2. 日本艺人经纪公司运营+盈利模式	23
3.2.1. 从杰尼斯事务所看日本艺人经纪公司盈利模式	25
3.3. 从 AKB48 看宅文化市场需求	26
4. 政策+需求+内容+渠道，中国造星梦工厂竞争力高	28
4.1. 经济增速换挡，娱乐业获政策支持大发展	28
4.2. 娱乐需求旺盛，口红效应明显	30
4.3. 内容制作发展良好，艺人价值全面发挥	30
4.3.1. 电影产业发展迅猛，艺人经纪发展良好契机	31
4.3.2. 音乐版权日趋完善，市场吸引力逐步扩大	32
4.3.3. 综艺节目井喷，明星资源亟需	33
4.3.4. 网络剧异军突起，高投入吸引大量人才	35
4.4. 输出渠道多样化，艺人经纪市场广	36
5. 各领域全速增长，2020 年千亿市场待深耕	38
5.1. 预计 2020 年艺人电影业收入有望达到 160 亿元	38
5.2. 预计 2020 年艺人电视剧收入有望达到 380 亿元	40
5.3. 预计 2020 年艺人音乐收入有望达到 150 亿元	41
5.4. 预计 2020 年艺人综艺节目收入有望达到 240 亿元	43
5.5. 预计 2020 年艺人代言广告收入达 100 亿	44
5.6. 2020 年艺人经纪千亿市场待深耕	45
6. 艺人经纪行业发展相关推荐标的和受益标的	45
6.1. 共达电声（002655.SZ）标准韩式造星模式工业化生产	45
6.2. 中南重工（002445.SZ）以艺人教育为中心向内容延伸	46
6.3. 富春通信（300299.SZ）艺人与游戏完美结合发掘 IP 价值	46
6.4. 北京文化（000802.SZ）艺人经纪+影视剧协同发展	47
6.5. 华策影视（300133.SZ）IP 运营为核心进行艺人培养推广	47

与市场与众不同的认识：在市场将目光关注于影视、音乐、网剧、综艺等内容的时候，我们将注意力集中在一切内容生产的根本——“人”上。

艺人经纪将成为娱乐行业发展的主要受益方之一。市场认为伴随着文化娱乐消费的升级，最大的受益者是内容投资方和 IP 运营方，艺人只是优质内容和优秀 IP 的衍生品。但是，我们认为艺人本身也是 IP，可以对内容进行二次开发，反助内容。中国目前正处于进行艺人推广的黄金时期，从鹿晗现象可以看出市场对优质的综合性艺人拥有强烈需求。电影、网剧、综艺节目等行业的快速发展为艺人经纪变现建立了多层媒介。互联网和手机的普及为艺人推广打开了扁平化的营销渠道。

艺人成功可以通过工业化模式进行复制。市场认为艺人的价值显现是偶然事件，同样成功不可复制。但是我们认为艺人是可以工业化生产的。通过标准的选拔机制、全面的培养体系、精准的策划制作、有效的推广营销，现象级的艺人成功是可以进行复制的。艺人的走红不再是因为大众口味变化莫测而随机发生的突发事件而是必然事件。艺人经纪公司在前期判断市场趋势，预测需求变化向大众推出符合当下品味的定制化艺人，从而减少公司的投资风险。

艺人经纪公司对艺人的议价能力将逐步提升。市场认为与有商业价值艺人相比，艺人经纪公司的议价能力相对较弱。但是我们认为伴随着艺人制造和运营模式的标准化和工业化进步，艺人作为生产产品的议价能力会逐步下降，因为今后艺人的成功一方面得益于自身条件和努力而更多的是得益于艺人经纪公司的运营能力。因此，工业化造星模式最终可以使以人为本的文化娱乐产业实现以模式为本。

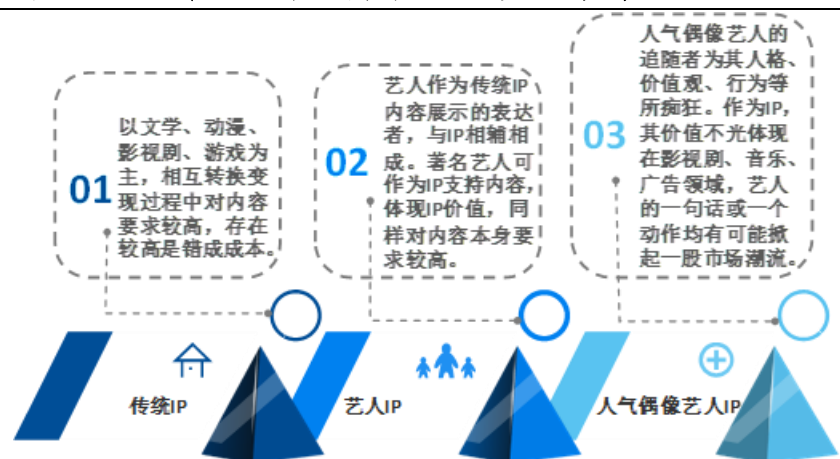
1. 由鹿晗现象引发的思考

1.1. 艺人 IP 化已迎来市场黄金时期

艺人本身是多种 IP 的二次开发，亦可作为 IP 反助内容。狭义上的 IP，如电影、电视剧、音乐等作为 IP 的主要组成部分，均需要艺人作为载体呈现给观众。优秀的艺人以淋漓尽致的表演和富有感情的表达将内容与观众紧密的联系起来，而这种联系也可理解为艺人和观众之间的联系。因此，艺人作为多种 IP 的二次开发和 IP 混合体也可作为强 IP 反助内容，在粉丝效应的催化下实现用户导入和增强内容的影响力。

传统 IP 与艺人之间的关系是相辅相成、密不可分的，用户在追随 IP 的过程中不仅对内容质量有所要求同时对参与艺人和艺人表现也有所要求。而偶像人气艺人的存在如同宗教力量一样无时无刻的笼罩着追随艺人的庞大粉丝人群，一个眼神、一句话、一个动作均有可能成为引领一股市场潮流的爆发点。因此，我们认为偶像人气艺人作为超级 IP，在市场中有着超乎想象的巨大商业价值。

图 1：艺人可作为 IP 增强内容展示力、实现用户导入



数据来源：国泰君安证券研究

IP 价值体现为通过用户基础和内 容质量降低投资风险。2015 年传媒娱乐行业全年的主要投资要点之一就是 IP。IP（Intellectual Property）指代知识所属权，包括文化、动画、电影、游戏等产品。IP 的投资价值在于依照其本身的内容进行改编以及原有用户的有效转移使得内容投资方大幅降低其产品的试错成本，在产品进行市场推广前有效提高收入确定性。因此，类似网络文学这 等试错成本极低的 IP 在其积攒客观用户基数后，便成为了内容投资方极力相争的标的。优质的 IP 不光需要庞大的用户基数，同时需要优质的内容，而内容的表现分为三个方面：人物、情节、连续性。在中国，用户规模大、人物性格鲜明、故事情节精彩、连续传承至今的最突出作品应当以四大名著为首了。因此，无论在任何年代，这四大著名 IP 总是周而复始的被改编成各种文学、动漫、影视作品以及游戏。

图 2：三国演义作为中国最强 IP 之一被反复改编



数据来源：网易新闻，国泰君安证券研究

从传统意义上的 IP 引发思考，其实艺人本身也是 IP。著名的艺人本身就拥有庞大的粉丝群体。同时只要是人就一定从人格上满足了人物、

人生阅历上满足情节、不断亮相满足了连续性等要求。近几年明星的片酬逐步上升大幅超过了内容制作的其他成本提升速度，优秀演员的电视剧片酬已从曾经的十万、数十万上升到了百万单集的天价。投资方和制片方为单一演员支付天价片酬来换取整部作品未来成功的确定性。例如，孙俪参演的古装宫廷戏、张嘉译参演的现代剧情戏、王宝强参演的幽默搞笑戏等均成为以演员为主导增强内容投资制作的典范。

图 3：孙俪已成为古装宫廷戏的代表



数据来源：电影海报

图 4：王宝强已成为草根幽默喜剧的代表



数据来源：电影海报

“宗教级” IP 现象先已凸显端倪。无论是四大名著为首的文学 IP 还是像孙俪、王宝强、徐峥为典范的艺人 IP 均只能称之为“神级” IP，因为他们的受众群体单一不能覆盖全体，比如女孩子很少有为《三国演义》中的精彩打斗以及谋略上的尔虞我诈买单。同时，无论多强的 IP 都不能奠定内容投资的百分之百的安全性，观众或者付费群体依旧会考虑内容质量，因此投资的风险依旧存在。

而最有价值的 IP 可让原有用户“无脑”追随，从而大大降低投资风险。“宗教级” IP 至少满足两个条件：（1）抓住了特定年龄段的绝大部分群体，（2）用户群体为 IP 本身所狂热，有关 IP 的一切产品均有极强付费欲望。目前中国自 2015 年下半年开始出现了比较典型的“宗教级” IP 现象，引领这一现象潮流的是以鹿晗、吴亦凡、李易峰等新时代明星，其中以鹿晗最为突出。我们认为，“宗教级” IP 现象最易出现在类似鹿晗、吴亦凡等年轻、面容俊秀的“小鲜肉”明星身上。

首先，对宗教的崇拜一定盲目性的，而盲目性的背后是“看不透”，对偶像的崇拜普遍是以外表入手，通过表现升华，最终达到对偶像人格、习惯、品味等特征的盲目热爱，因此相比于文学、动画、影视、游戏，偶像人气艺人更容易成为超级 IP。第二，IP 的受众群体一定是具备支付能力和支付意愿的，新时代明星的主要粉丝群体集中在 90、00 后这两代人身上，而传媒娱乐行业中最有商业价值的客户群体正是这一类人群。

图 5: 鹿饭造出黄金鹿海, 表达对鹿晗生日祝福



数据来源: 网易新闻

图 6: 几千名粉丝火车站等待鹿晗

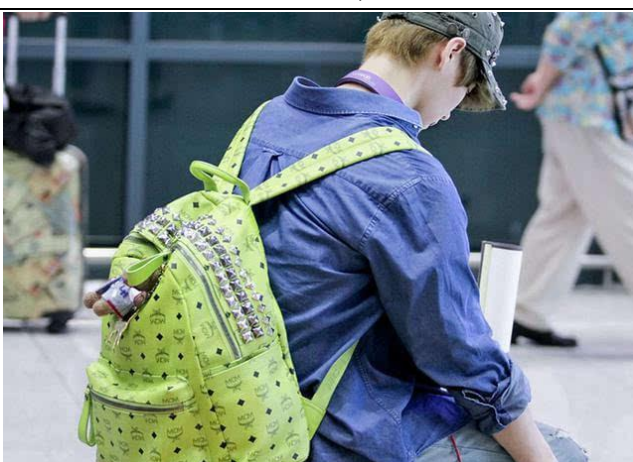


数据来源: 网易新闻

艺人作为 IP 商业价值远超市场想象。以鹿晗为例, 其拥有的众多忠实粉丝奠定了其所包含的巨大商业价值。2012 年之前鲜有人知道 MCM 这个以柳丁包著称的德国皮具品牌。在 2012 年因为鹿晗一张身背 MCM 柳丁包的图片传遍网络, 被千万鹿晗粉丝疯狂转发, 到 2014 年 EXO 正式代言此品牌, MCM 包已红遍中韩两国, 如今已成为国际上众所周知知名品牌。

2014 年 12 月, 鹿晗一条仅有三个字的微博“嗨 达令”, 引发了粉丝的疯狂转发和讨论, 而该微博实则为初创电商“达令”的宣传广告。随后鹿晗担任“达令”董事, 每当以该身份出席活动都会引起疯狂讨论, 同时抢占各大社交平台和视频网站的热门。通过鹿晗这一 IP 的营销, “达令”迅速在年轻消费者当中建立了品牌形象, 其 App 登上 App Store 热门搜索, 下载量迅速破百万, 同时引起了投资界的广泛关注。

图 7: 网络上转发的鹿晗肩挎 MCM



数据来源: MCM 官网

图 8: 鹿晗参加“达令”活动现场



数据来源: 达令官网

1.2. 艺人越来越职业化, 需要由内而外的全面包装

压倒硬汉的稻草, 看中国明星的外表变化。纵观中国三十几年的现代
请务必阅读正文之后的免责条款部分

娱乐史，我们不难发现从艺人的外表到对艺人的内在需求都在发生着巨大的变化，造星方式也从曾经的经纪人推广主导到今天的“粉丝逆袭”。中国自建国以来经历了近三十年的闭关锁国政策，封闭的国门使国人接触不到国际上的文化娱乐潮流，致使中国虽作为曾经的文化古国却一直效仿日本和韩国的休闲娱乐文化。

1978年，中国作为文革后引进的第一部外语大片《追捕》在国内引起了巨大轰动，高仓健线条阳刚、浓眉大眼的外表一度成为国人对男性帅的审美评判标准。当时俊俏的男性，例如“奶油小生”唐国强受制于其漂亮的外表而在早期被迫沉寂十年之久。而周润发、秦汉、狄龙等艺人凭借国字脸和刚强的外形迅速崛起。之后国人对男性的审美标准依次经历了从阳刚到帅、再到酷、最后到美的过程。目前，中国以90后和00后为主体的追星族奉诫“花样美男”般的漂亮男人才符合当下的审美眼光。

图9：对男性艺人的审美变迁



数据来源：国际在线

艺人综合素质要求逐步提高，包装由外至内。从香港的老牌四大天王：刘德华、黎明、张学友、郭富城，到如今国内的新四大天王：鹿晗、吴亦凡、张艺兴、黄子韬，我们不难看出对天王级偶像派艺人的要求一定是包含影视作品、音乐、综艺节目等内容展示方法的综合全面型艺人。

成为偶像派艺人的要素是能通过多种方式将自己美好的一面展示给大众，以换取粉丝们从艺人身上渴望获得的互动需求。相比于以前，目前发达的互联网和多样化的综艺节目均成为了艺人与粉丝间建立互动的主要渠道，因此现代的文化娱乐大环境更适合拉近艺人与粉丝之间的关系。但是更加多样化的、更通常的互动渠道致使大众对艺人的综合素质和全能性提出了更高的要求。

由于偶像艺人无时不刻的被粉丝们强烈关注，每一次表演、每一次唱歌、每一次综艺游戏、网络上的每一次留言都要贯穿始终的将自己的公众形象定位表现的淋漓尽致。因此，市场对艺人的要求更加全面化

和综合化，偶像艺人今后的光鲜亮丽不仅仅要表现在外表上，从台上的几分钟到全天 24 小时，从电视节目上的演出到生活中的内心世界都将成为表演的时间和舞台。

“粉丝逆袭”造就偶像明星。以前的艺人与粉丝之间的关系只是偶像与追随者之间的关系，而现在的艺人与粉丝之间通过多种渠道的了解和互动建立了更为深刻的护肤辅助的关系，粉丝成为造星工业中不可或缺的一部分。粉丝们不仅仅是偶像明星的追随者，更多的成为了明星璀璨光芒背后的造就者，粉丝们坚信不疑的理念就是自己的巨大付出会直接影响明星未来的发展道路。

以前的粉丝支持自己所喜爱的偶像明星采取的是观看他们的电影、购买明星的正版光碟、参加明星的演唱会等方式。但由于缺少了互联网的支持，粉丝们对偶像明星热爱的表达方式一般一个人或小范围的粉丝俱乐部为单位，行动一般较分散，无法形成有组织有纪律的粉丝活动。但是伴随着科技的发展，互联网创造了像微薄、贴吧、朋友圈等交流平台，粉丝们可以通过各种平台进行交流，形成有组织、有规模、有纪律的造势群体，对偶像明星的每一次演出、每一部作品以及每一条留言进行声势浩大的支持活动。

图 10：鹿晗粉丝官网拉近粉丝与偶像距离



数据来源：鹿晗粉丝官网

以鹿晗为例，其回国以来虽未主演过大热的影视作品，也未推出过蝉联榜首的流行音乐，但却在粉丝团体失去理性的狂热支持下，长期占领各大网络平台的热门。在粉丝群体众星捧月般的簇拥下，他创造了近 3 亿次的百科词条浏览，超过 281 亿的单个微博话题阅读，并在 2014 年微博之夜上斩获“微博 King”称号。2014 年 8 月 5 日，鹿晗凭借一条评论量超过 1300 万的微博获得吉尼斯世界纪录，其生日当天的微博评论更是高达 4200 万。2015 年，粉丝们对鹿晗的疯狂追随甚至将他推上《福布斯》2015 年中国名人榜，使其成为《福布斯》杂志首页上的第一位 90 后小鲜肉。

图 11：新时代的造星模式



数据来源：鹿晗粉丝官网

1.3. 中国已步入高素质全能型艺人供不应求时期

我们认为中国未来的娱乐市场需要大量高素质的全能型艺人。由于人均可支配收入的提升、经济放缓所引发的“口红效应”、部分韩国式综合型艺人的回归所引起的追星浪潮，90、00 后这部分具有强大消费能力的人群需求大量的全能型偶像派艺人，需求量将远大于目前的市场存量以及短期内的供给量。

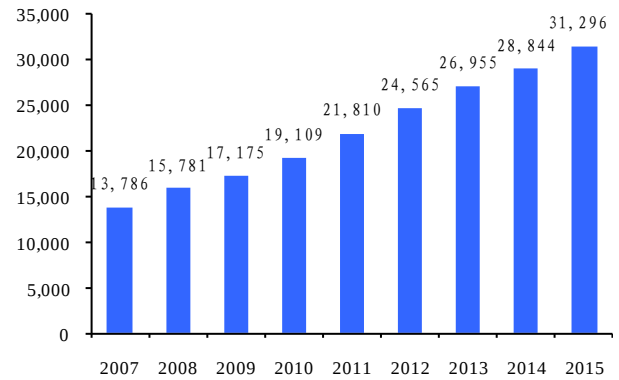
人均可支配收入的提升粉丝追星过程中的支付能力。据国家统计局统计，中国城镇人口比例将于 2016 年超过 55%，城镇人口人均可支配收入于 2015 年已超过 32000 元。从宏观的角度来看，当人均国民收入达到约 3000-5000 美元时，娱乐业的发展速度将明显高于国民经济。上世纪 30、40 年代的美国，50、60 年代的日本和 80、90 年代的韩国均为这一观点提供了证据。而从微观角度来看，文化娱乐行业的主要消费者集中在 90 和 00 后群体，其中绝大多数为学生和初入社会的年轻人，并且多为独生子女，在成长过程中享尽父母和其他亲人的宠爱。结合以上因素，未来几年主流消费群体对娱乐行业的付费能力很可能以超越平均水平的速度增长。

图 12：2016 中国城镇人口比例有望超过 55%

图 13：城镇人口人均可支配收入稳步上升



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

经济放缓恰恰造就中国文化产业蓬勃发展的温床。2015 年四季度 GDP 增长 6.8%，全年 6.9%，25 年来第一次低于 7%，需求端的三驾马车全线放缓，2015 年投资增长 10.1%，消费增长 11.1%，出口下降 2.8%，房地产去库存、制造业去产能和外部再平衡完成之前，经济难言见底。在中国经济增速放缓，未来发展即将进入调整期的转折点，正是中国文化产业进入蓬勃发展的黄金时期，这一观点已从 2015 年中国电影市场全年票房增长超过 48.7% 已初见端倪。

如果说经济放缓所引发的“口红效应”对广泛的大众群体有影响，那么这种影响对 90 和 00 后这一影响会更加显著。家长、学校老师、单位领导受到宏观经济影响所带来的负面情绪会潜移默化的转达给年轻的一代，致使年轻一代对未来产生迷茫。由于年轻人的心智还不够成熟，内心无法强大到不受外界影响，对未来的迷茫感会使这一代人内心世界与现实产生脱离，现实生活中的努力和付出无法满足内心世界对于阳光、积极、成功的渴望。

因此，这一代人对于偶像的需求欲望达到了史无前例的程度。偶像对于他们来说就好像以一个实体存在的完美形象填补了年轻人内容中那个模糊的影子，对于偶像的无条件付出使自己感觉到偶像的光芒就是挂在自己身后的光环，而偶像的成功也使他们满足了内心中对于美好、积极、阳光的追求。最终，年轻人们以通过自己推崇的偶像明星实现自己在社会中的存在感，提升自我的认知程度。

图 14：青少年的内心诉求阳光、积极与成功



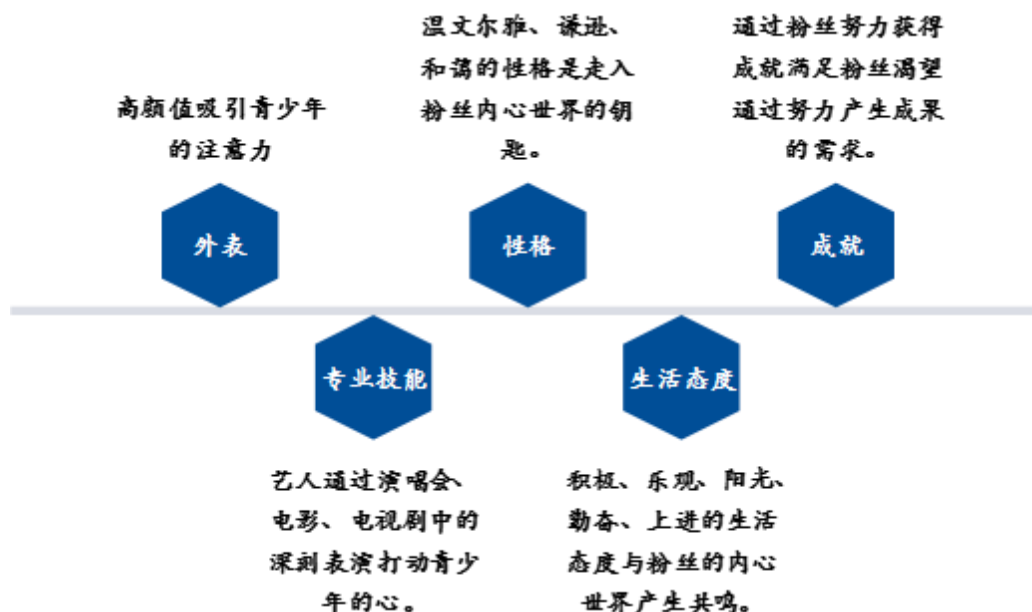
数据来源：国泰君安证券研究

韩国艺人回归引发追星热潮，星星之火不够满足当下需求。自 2010 年韩国一线男团 Super Junior 成员韩庚回国发展其，部分韩国一线男明星比如鹿晗、吴亦凡等陆续从韩国回到中国，每一次高素质的全能偶像派明星的回归都能引起国内年轻粉丝的一阵骚动。经过韩式标准化训练过的明星身上除了颜值高、能歌善舞等艺人必备素质外，其个性中基本包含谦逊、内敛、眼光、积极、乐观、善良等特点。

因为经受过严谨、扎实、良好的一人培训，韩国娱乐圈中出现的有关当红艺人私生活中的负面信息少之又少。高素质的偶像艺人在培养过程中的目标定位就是年轻人的偶像、学习的目标、甚至是道德行为标准。因此，经过严格训练过的韩式艺人身上所具备种种特征恰恰满足了当下中国青少年内心中对于精神支柱的强烈需求。

艺人们首先用光鲜亮丽的俊朗外表吸引他们的注意力，再用动人的歌喉和帅气的舞姿打动他们的心，最后用和蔼、谦逊、平易近人的生活态度走入他们的内心世界，而积极、勤奋、乐观、善良的性格特征则满足了青少年们对于美好的渴望。韩星回归中国所引起的不仅仅是粉丝们追星的浪潮，更多的是实体化了青少年对于精神支柱型的偶像的准确定位，使他们对于偶像有了确定的品味。同时，也可以通过每次的追星浪潮可以看出中国目前对于这一类偶像派艺人的极大诉求，屈指可数的回归艺人并不能满足当下中国青少年对于“精神领袖”的需求。

图 15：高素质全能艺人成为粉丝精神支柱的过程



资料来源：国泰君安证券研究

2. 他山之石 1 之韩国娱乐艺人市场

2.1. 韩国音乐市场概况

韩国音乐产业规模历经 10 年发展已在全球音乐市场进入前十名。根据国际唱片行业协会（IFPI）调查数据显示，韩国音乐市场规模已于 2014 年在全球音乐市场从 2012 年的 11 位上升至第 8 位，较上年同期增长 19.2%，在亚洲仅次于全球第二大市场日本。销售额方面，2014 年韩国音乐产业为韩国内容产业创造 2.658 亿美元的高收入。相比于其他全球音乐规模排名前十的国家，韩国音乐收入中数字音乐占比仅次于美国高达 58%。

表 1：各国音乐行业总收入（美金：百万元）

	收入规模	同比增速	唱片收入占比	数字音乐收入占比	演出收入占比	背景音乐收入占比
1.美国	4,898.30	2.10%	26%	71%	0%	4%
2.日本	2,627.90	-5.50%	78%	17%	3%	1%
3.德国	1,404.80	1.90%	70%	22%	7%	1%
4.英国	1,334.60	-2.80%	41%	45%	12%	2%
5.法国	842.8	-3.40%	57%	27%	13%	3%
6.澳大利亚	376.1	-6.80%	32%	56%	9%	2%
7.加拿大	342.5	-11.30%	38%	53%	6%	2%
8.韩国	265.8	19.20%	38%	58%	3%	1%
9.巴西	246.5	2.00%	41%	37%	21%	1%
10.意大利	235.2	-4.10%	51%	33%	13%	3%
19.中国	105.2	5.60%	12%	87%	0%	1%

数据来源：国际唱片行业协会、国泰君安证券研究

韩国艺人经纪市场的发展得益于 Korean-POP 的兴起及流行。
 Korean-POP 简称 K-POP，是源自于韩国的流行音乐也是韩国音乐市场

的绝对支柱性音乐风格。最早的 K-POP 诞生于 1992 年 3 月 23 日，这一天韩国 Hip-Hop 组合“徐太志和孩子们”发布了第一张专辑，用韩语巧妙融合了 R&B 和 Hip-Hop 的精髓。1996 年“徐太志和孩子们”宣布解散，同年 9 月 H.O.T 无间断的传承了韩国 K-POP 第一组合的衣钵，并更为广泛的吸引了各种背景的本国国民喜欢上 K-POP 同时将 K-POP 的流行风传播至亚洲各个国家。

韩国艺人经纪目前由三大音乐娱乐公司所垄断。1995 年，李秀满创立了 SM 娱乐并于第二年推出了现象级 K-POP 组合 H.O.T；1996 年，朴振英创办 JYP 娱乐；1997 年，前“徐太志和孩子们”成员杨贤硕设立 YG 娱乐。韩国三大娱乐公司抓住 K-POP 流行风在这一时期同时成立，开启了现代化工业化的艺人培养机制。李秀满、朴振英、杨贤硕认为好的艺人不能止步于唱好歌、跳好舞、拍好戏，具备商业价值的偶像艺人必须接受包括语言、品德、礼仪、思想等更深度的多方面培训。

这三人认为经过系统化的培养，偶像艺人是可以复制的，艺人制造不再是由市场需求变化产生的随机事件，而是通过预测市场需求和针对性培养向大众推出符合当下需求的高质量艺人。经过三位开创者的努力经过 20 年的努力将 K-POP 打造成了一年销售额接近 300 亿美元的产业，也向全球推出了被广泛接受的现象级组合少女时代和 EXO（SM 娱乐）、BigBang 与 2NE1（YG 娱乐）、Wonder Girl 和 2PM（JYP 娱乐）。

图 16:SM 少女时代人气组合大受粉丝追捧



数据来源：SM 官网

图 17:JYP wonder girl 人气组合被广泛接受



数据来源：JYP 官网

2.2. 韩国艺人经纪的特点

韩国艺人经纪运作具备高度专业和系统化的特点。与其他内容制作公司或艺人经纪公司相比，SM娱乐、YG娱乐、JYP娱乐，三大韩国娱乐公司更注重对偶像艺人的培养、营销和对粉丝群体的经营。围绕着K-POP的韩式艺人经纪在多方面体现出高度的专业化和系统化。三大娱乐公司建立了严格的“练习生”制度，在新人培养方面保证了选拔的连续性和艺人培养的标准化，保证了每年的新人供给量以及人才质量。同时娱乐公司对旗下艺人的控制力也较强，严格规划了艺人的形象定位和职业发展路径。

韩国艺人培养更注重其偶像属性而不是音乐属性。韩国艺人更多的是以偶像或偶像团体的身份出现在公众视野，并非单纯的歌手或者演员，因此韩国艺人的专业技能成为基本要求，而整体形象才是艺人经纪公司追求的目标。娱乐公司选拔信任成为练习生后，不仅对他们的唱歌、跳舞、演技的基本技能进行深度培养，更会在言谈举止、造星、礼仪、品德等方面进行全面教育，以为其今后以完美的整体形象在大众中打造影响力打下坚实基础。

韩国艺人培养注重整体形象的原因有二：

首先，在全球社交媒体打破传统传播边界、智能设备和高速互联网全面普及的情况下，音乐的传播形式从原本的音频向MV等视频+音频全面转移。韩国著名艺人PSY以江南Style的MV在全球一炮而红，创下youtube上21亿人次的点击量记录，使得MV中一段骑马舞的舞步一度成为全球的热点话题。因此，影响艺人和音乐的群体正在从听众向观众转移，外貌和身材成为艺人吸引大众眼球的重要因素。

其次，全球目前数字音乐的付费习惯还没有全面养成，全球范围均缺少数字音乐付费渠道，因此韩国艺人经纪公司不断提升旗下艺人偶像属性，从而通过广告代言、影视剧演出、商业活动、衍生品的非版权方式实现收入。

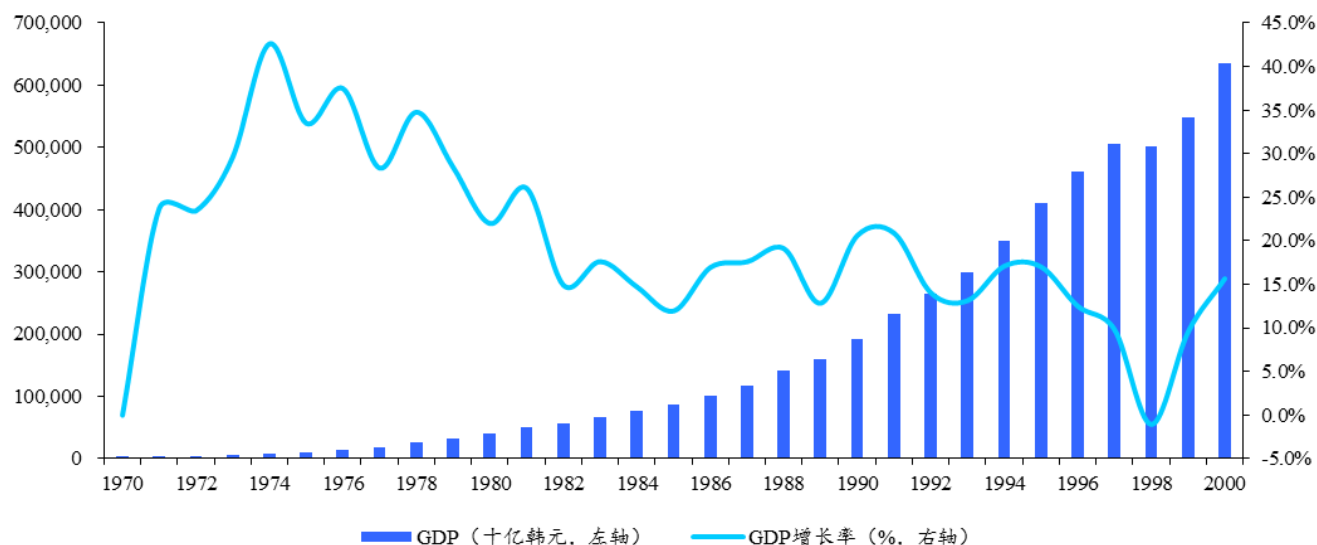
2.3. 韩国音乐+艺人经纪行业快速蓬勃发展的原因

韩国音乐+艺人经纪市场快速发展的主要原因有四个：第一，90年代韩国经济下滑；第二，韩式娱乐注重文化多元化融合；第三，韩国文化发展时期正好进入互联网时代；第四，韩式综艺节目的流行打开艺人推广渠道。

韩国文娱产业的蓬勃发展得益于金大中总统提出的文化立国的国家发展政策。自20世纪60年代起，韩国定下了出口导向型经济的发展方向，在三星集团、现代集团、LG集团等生产制造业大佬的推动下，韩国经济发展飞速，实现自七十年代起30年GDP复合增长率19%，成为亚洲新兴工业经济体的代表，被称为“亚洲四小龙”之一。进入90年代后，韩国大型财阀开始全球化扩张，资产规模和负债率超出自身承受范围。1997年的亚洲金融危机导致外资流出，韩币贬值，缺乏资金来源的大型企业进入财政困境，开始纷纷倒闭和资产重组，维持了30年

的制造业出口导向性经济模式全面瓦解。

图 18: 90 年代韩国经济增速大幅下滑



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

1998 年，金大中总统提出了文化立国政策以取代制造业为主的国家政策，标示文化产业为继制造业之后韩国最重要的出口产业。自此，韩国政府开始大力扶植包括音乐在内的本国文化产业并鼓励对外的文化输出。据统计，韩国政府为推广韩式流行音乐 K-POP 以累计投入超过 3 亿美元。

风格国际化使得韩国音乐+偶像明星被全球广泛接受。对于一个只有 5000 万人口的国家，将本国文化产业输出到国际上才是最佳的发展战略。为使得本国偶像艺人和音乐风格得到国际上的广泛认可，韩国娱乐公司注重三个国际化：（1）音乐风格，（2）制作团队，（3）偶像团体成员背景。首先，韩国的主流音乐 K-POP 受到欧美音乐的很多影响，融入了许多欧美电子乐舞曲因素，其表现形式融合了日本歌谣元素和许多欧美的 R&B 与嘻哈元素。

其次，在其创作过程中，音乐公司不断增加旗下创作和制作团队的国际化合作。例如，少女时代的制作团队 Design Music 的成员有来自挪威和瑞典等欧洲国家。最后，艺人经纪公司快速打开国际市场，在偶像团体的组建过程中刻意增加了许多海外人才，其中包括拥有韩国血统的混血儿和部分纯海外人士。例如，知名组合 2PM 中的成员尼坤是美泰混血、Super Junior 中的韩庚和 EXO 中的吴亦凡等成员均为中国籍艺人。

表 2: 部分 SM 娱乐旗下国际化制作作品

歌曲	歌手	作曲	编舞
《Miroic》	东方神起	丹麦	美国
《Sorry Sorry》	Super Junior	韩国	美国
《说出你的愿望》	少女时代	挪威	日本、美国

《Run Devil Run》	少女时代	美国、英国、瑞典	美国
《Hoot》	少女时代	英国	日本、美国
《The Boys》	少女时代	韩国、美国	日本、美国
《Hurricane Venus》	宝儿	挪威	美国
《Lucifer》	SHINee	韩国、美国	日本、美国
《Ring Ding Dong》	SHINee	韩国	美国
《Chu》	f (x)	瑞典	日本、美国

数据来源：韩国流行音乐全球化之旅、国泰君安证券研究

互联网时代的来临为韩国偶像团体传播打开无国界渠道。互联网时代为韩国艺人经纪+音乐产业提供了一个千载难逢的推动商业模式创新和全球无国界传播的机会。也正是因为互联网的发展，许多产业包括数字音乐的大力发展，使得韩国成为全球第一个数字音乐版权销售额超过非数字版权销售额的国家。

综艺节目的流行为偶像艺人推广营销创造最佳平台。自 20 世纪 90 年代后期开始，韩国出现大量充满正能量的综艺节目。综艺节目的特点是受关注高和与观众的互动性强，外加字幕制作技术的提升使得制作团队在后期制作过程中通过剪辑和字幕处理融入许多灵活高效元素拉近了与观众的距离。

综艺节目的特点使得节目本身成为了偶像艺人们亮相宣传自己的最佳平台。特别是韩国综艺节目分厂注重拍摄的真实性。例如，MBC《无限挑战》因艺人们毫无保留的展示自己最真实的一面而大获好评。如果说艺人们的专业素质和内在品行是成名过程中的一团火苗，那综艺节目就是浇在火苗上的燃油，让火苗瞬间燃起。偶像艺人们可以通过综艺节目向观众展示自身的言谈、举止、利益、思想，向观众们传达自己积极向上的综合形象，从而走入观众的内心世界。

图 19:韩国综艺节目《Running Man》倍受追捧



图 20:韩国著名综艺节目《无限挑战》大获好评



数据来源：Running Man 官网

数据来源：无限挑战官网

2.4. 韩国艺人造星生产线以及运营模式

韩国艺人经济的发达得益于娱乐公司对艺人的工业化生产，从而保证了艺人总量的供给和艺人综合素质。韩国三大娱乐公司，SM 娱乐、JYP 娱乐、YG 娱乐，自 90 年代起长期霸占韩国娱乐集团龙头位置，原因在于他们有着一整套垂直一体化的艺人运作模式。艺人管理体系包括发掘、培养、制作、管理四个环节，将四个环节与音乐和影视产业链做到无缝对接。高效率和高质量的流水线式造星流程将有天赋的人才培养成在社会中有巨大号召力的偶像艺人，从而为公司带来巨大回报。

图 21：标准韩国一体化艺人培养体系



数据来源：SM 娱乐官网、国泰君安证券研究

2.4.1. 练习生选拔机制系统性高

选拔环节招生范围广但是录取门槛高。韩国造星工业与其他国家的不同点在于其他国家采用先企划再选人的模式，而韩国采用先选人，在经历了严格培训后再根据个人特点以及市场需求对艺人进行企划，制定出道的方式。选拔环节包括全球面试、线上面试、活动选拔、星探发掘四种方式，其中以大面积的面试以及活动选拔方式为主。大面积面试以及活动选拔对参与者不设定条件和门槛，这种方式虽然使得入选概率降低并增加工作量，但是确保了人才的不流失和入选者的多样化。例如，SM 娱乐会全年定期各类型的选秀活动，每周六下午在公司总部举办固定的选秀活动。为了招聘国际人才打入国际市场，三大娱乐公司会每年定期在中国、日本、美国等国家举行选秀活动。例如，Super Junior 和 EXO 中大部分成员都是通过海外选秀活动成为练习生的。参与人数虽然众多，但是由于选拔标准非常严格，因此最终成为练习生的人数可以说是凤毛麟角。以 SM 娱乐为例，每年面试加活动参与人数全球超过 30 万，但近十年平均每年收入练习生团体的人数不过 10 左右，甚至出现过全部参与者不达标而一人都不录取的情况。而成为练习生并不能保障几年后会在公众面前亮相，严格的培训环节成为练习生们面临的下一个挑战。

图 22: SM 娱乐中国选秀现场火爆



数据来源：网易娱乐

2.4.2. 严格的培训过程造就日后的高素质艺人

韩国练习生的培训过程全面又严格。入选者进入练习生课程后要面临着 3 年-10 年的培训过程，只有在培训过程中符合公司要求的艺人最后才能面向公众。培训过程艰苦而漫长，对于不符合公司要求的练习生公司每年会采取末尾淘汰制，培训期间的淘汰率高达 50%。三大公司的培训课程基本大同小异，培训期间制订了严格的作息时间表，培训内容包括声乐、舞蹈、演技、外语、语言艺术、礼仪、自我管理。公司为练习生们配备的导师非常全面，包括现代舞老师、Hip-POP 舞老师、声乐老师、护肤老师、体态老师、芭蕾老师、表演老师、语言老师等。

高强度培训最大化的发掘练习生们的潜能，再以针对性和个性化的培训弥补个体身上的不足之处。标准化流水线式的培训体系使得韩国最终能面向公众的艺人们从外貌、体态、气质等角度都无可挑剔。全方位的培养体系意味着巨额的投入。韩国三大娱乐公司旗下的艺人平均培养投入高达 100 万人民币每人，韩国著名偶像艺人宝儿出道前的投入高达 300 万美金。

表 3: SM 娱乐晚间练习课程表

	周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
6pm-7pm	一周回顾	舞蹈课	声乐课	舞蹈课	声乐课	自愿练习	休息
7pm-8pm		声乐课	声乐课	舞蹈课	声乐课	自愿练习	休息
8pm-9pm	舞蹈课	声乐课	舞蹈课	说唱课	说唱课	舞蹈课	休息
9pm-10pm	舞蹈课	一周回顾	舞蹈课	说唱课	一周回顾	舞蹈课	休息

数据来源：Nega Network、国泰君安证券研究

2.4.3. 精准策划有利于艺人被市场快速接受

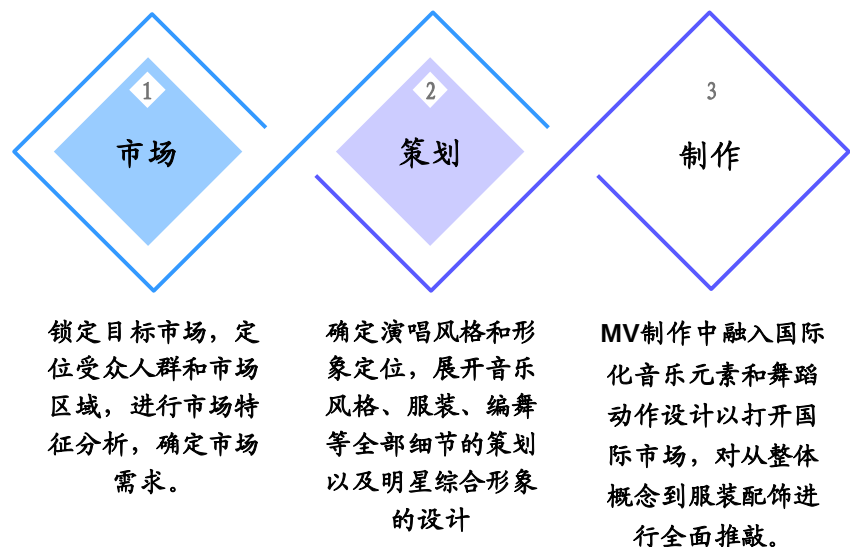
韩国艺人人气持续高涨的原因得益于精准的策划，而制作是将策划落地实施。韩国艺人在练习生时期就已被艺人经纪公司制定好演唱风格

和形象定位，在发展道路上艺人们几乎没有选择权。三大公司在推出新的艺人之前会做全方位的市场调查，再通过调查结果推新人组合和音乐风格、服装、编舞等细节做策划制作，对投资支出和可能收入做详细核算，确保投资风险的最低化。

策划环节中最重要就是形象定位，锁定市场客户群体，再通过群体特征分析向市场推出符合当下需求的艺人组合。例如，少女时代推出前锁定的是 20-30 岁左右的男性，因此对组合的形象定位是可爱的亲民形象，对成员的服饰、发行、色调做出精细设计以突出成员活泼可爱的形象。

内容制作部分也是如此，娱乐公司以市场为目标在音乐、舞蹈等方面做出符合市场需求的作品。例如，韩国音乐锁定的市场为国际市场因此在制作上注重音乐元素国际化的融合和 MV 中舞蹈动作的设计。融入国际化音乐元素的音乐更容易被其他国家所接受，包含了大量电子音乐、R&B、Hip-Hop 等欧美国家音乐元素的 K-POP 加以本土化，不仅得到了亚洲国家的广泛认可更得到西方国家的高度接受。娱乐公司注重舞蹈编排的原因是因为舞蹈容易克服语言障碍在互联网发达环境下得以实现全球无障碍的传播。因此，韩国的内容制作与策划出发点一致，都是以满足市场需求为核心目标，一切工作围绕着锁定的用户群体而进行。

图 23：制作环节三步骤



数据来源：国泰君安证券研究

2.4.4. 艺人营销为艺人推广打开多重渠道

艺人经纪公司通过电视台、现场活动、奖项评选对新人进行全面推广。韩国艺人造星生产线每一步都是根据粉丝需求运作的，因此在推广环节上扩大艺人在粉丝群体中的影响力是造星过程中的重要一步。除了唱片销售外，娱乐公司会在能创造利润的各个方面对艺人进行全方位推广，包括媒体报道、电视节目、演唱会、海报、广告、商演等。

新人正式出道前，娱乐公司会在公开媒体上宣布偶像团体或者艺人出道，同时在各渠道发布与新人相关的预告片，以制造神秘感和提高粉丝预期。期间，公司会通过主导建设各种粉丝团、后援团、应援会、社交媒体群的粉丝组织来增加新人的人气氛围。

正式出道后，娱乐公司会通过安排新人参加电视台的综艺节目、各种现场活动、奖项评选等方式来对新人进行全面推广营销。综艺节目由于其广泛的关注度和互动性是新人们向观众展示自我积极形象良好平台，音乐类节目更能为艺人们提高其歌曲的关注度。

各类现场活动包括专辑发布会和现场签售会、歌迷见面会、生日 party 等。公司也会安排艺人参加各种慈善晚宴和捐助活动以树立艺人良好形象，留下好的口碑。参加评奖活动可以提高艺人关注度以增加人气，权威奖项更是对艺人专业素质的充分肯定。系统化的艺人营销推广不仅提高偶像们在原有粉丝群体中的影响力更能扩大其粉丝群体规模。

2.4.5. 标准合同降低经纪公司投资风险

艺人经纪公司通过合同对艺人增加控制力以确保收入稳定性。娱乐公司以以上四步组成了典型的韩国艺人造星流水线，先期在选秀、培养、推广等步骤上的巨额花费要从艺人后期的演艺活动中收取回来。因此，娱乐公司在艺人处于练习生阶段时就会与艺人们限定非常严格的合约以确保艺人成名后不会离开公司，通常时间为 5 年至 10 年。新人出道初期与经纪公司的收入分成比例通常为 1: 9 至 3: 7，伴随着艺人名气逐渐提升和收入增加，分成比例会上升至 5:5。当合同期满，知名艺人与经纪公司分成比例将为 7:3 或 8:2，经纪公司通过这一比例与获得巨大成功的艺人进行续约。严格的合同约束和苛刻的分成比例确保了娱乐公司前期投入的安全性。

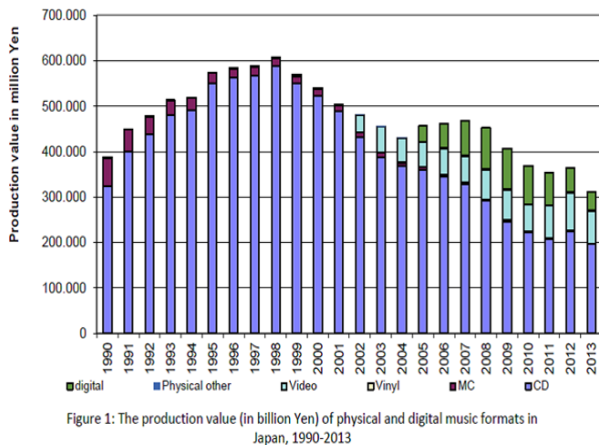
3. 他山之石 2 之从传统偶像艺人到 AKB48

3.1. 日本艺人经纪+音乐产业的兴起原因

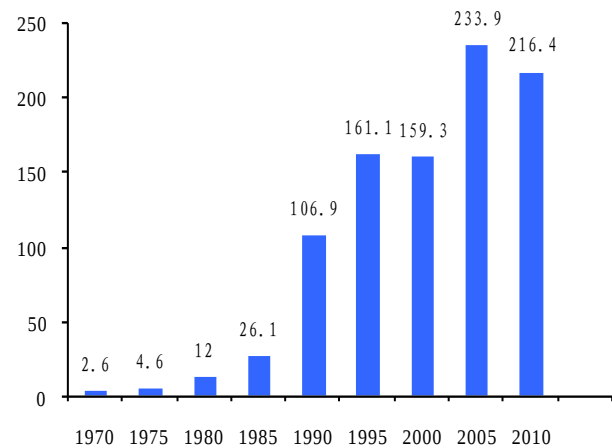
日本注重生产制造业和文化产业的同步发展，日本现有大部分艺人经纪公司成立于二十世纪 70 年，但是文化娱乐产业的真正兴起是从二十世纪 80 年代末和 90 年代初开始的，比韩国早了近十年时间，而原因与韩国基本一致主要原因包括（1）经济下滑引发的口红效应、（2）政策扶植、（3）人均收入水平高、（4）社会阶层固化。

图 24:日本音乐市场自 1990 年起快速增长

图 25:日本动漫产业总产值 1990 年超过千亿日元



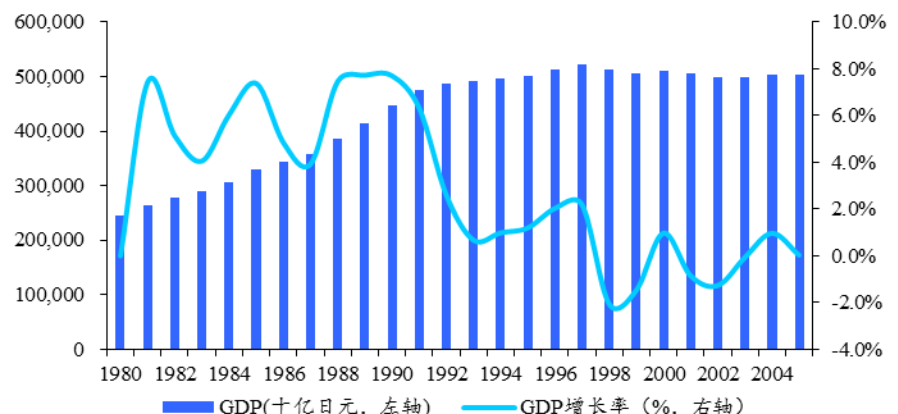
数据来源: wikipedia



数据来源: 韩国娱乐新闻网

经济下滑促进文化产业快速发展。二十世纪 80 年代末期, 由于日本经济发展过于迅速, 日本企业在机械电子、消费电子、超级计算机、汽车制造、化工、造船等多个领域击败欧洲和美国, 美国开始对日本的出口贸易和汇率政策实施鞭打政策, 日币贬值预期提升导致的外资出逃引发日本 90 年代初期的股市与房市的双崩盘, 日本经济从此跌入急速衰退和长期萧条的深渊。1993 年-2002 年, 日本 GDP 年均增长率仅为 0.8%。2003 以后, 日本经济进入一个低速增长阶段, 日本央行通过实行 QE 政策为日本经济的恢复营造了宽松的货币环境, 使得 2003-2007 年间日本 GDP 年均增速 2% 左右。但是 2008 年经济危机以后, 日本经济虽出现过 V 型反弹, 但整体经济依旧疲软。经济的下行使得家庭和个人的消费支出也随之减少。整体低迷的宏观经济环境尽管让很多人为生计伤脑筋, 但却在客观上为文化娱乐产业提供了生存空间。口红效应的存在, 使得日本泡沫经济破灭后的 10 年萧条期内, 动漫, 游戏和娱乐等文化产业崛起, 给日本经济带来了巨大的收益。

图 26: 1993 年后日本经济停滞不前



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

1996 年 7 月, 日本公布实施《21 世纪文化立国方案》, 表示要扩大国际文化交往, 为国际提供更多文化产业输出和传播。日本在 20 世纪 50 年代曾经提出“贸易立国”的目标, 80 年代又喊出“技术立国”口号, 而“文化立国”新国家规划的出台, 是日本政府适应形势变化而进行的新的

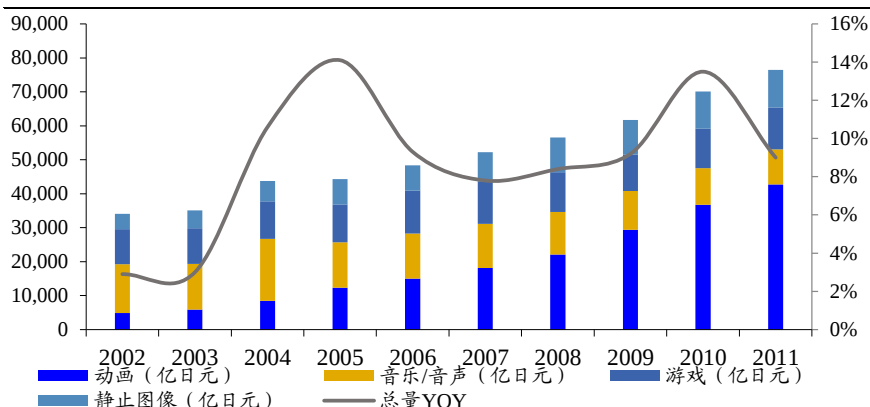
战略调整。在确立了文化立国方略后，日本出台了一系列措施振兴文化产业发展的政策。1995 年-2002 年，日本文化产业增长率为 58%。虽然在 2006 年后，尤其是 2008 年以来的国际金融危机中，日本文化产业年增长率幅度变小，但仍然保持逆势上扬、稳定强劲的发展势头。2000 年以来，日本数字内容产业更是一一直保持较高的增速，从 2002 年到 2011 年，日本数字内容产业市场规模从 3.40 万亿日元增加到 7.64 万亿日元，增长 1 倍多，2009 年以来年均增长率超过 10%。日本文化产业已经成为日本经济的重要支柱。

图 27：日本确立文化立国战略，出台一系列振兴政策



资料来源：《日本文化产业发展创新的实现路径及经济效应分析》、国泰君安证券研究

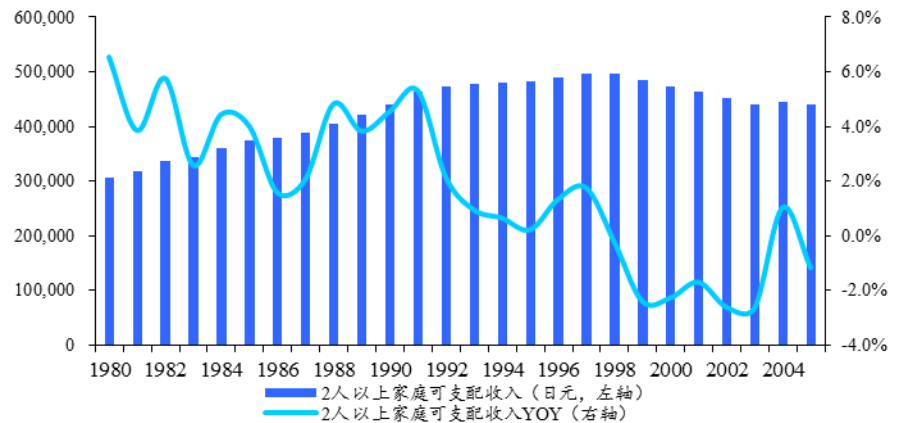
图 28：日本数字内容市场规模逐年上涨



数据来源：《日本文化产业发展创新的实现路径及经济效应分析》、国泰君安证券研究

相对较高的人均收入以及人均可支配收入为消费创造了有利条件。长期的公平分配政策，使得日本基尼系数（食品支出总额占个人消费支出总额的比重）维持在低水平（虽然近年来基尼系数上升趋势明显），是世界公认的分配比较公平的国家之一，多数日本居民处于中产阶级，这样的社会收入分配结构，使社会上大多数群体消费能力一致，消费倾向比较接近，为群体性消费提供可能。根据世界银行公布的 2014 各国人均国民总收入排行榜，日本以人均 42,000 美元在全部国家中排名 17，是典型的中等偏高收入国家。2014 年度日本的恩格尔系数为 24.3%，意味着日本人民在满足生活必须的消费后，会有相当大一部分富余的收入进行文化娱乐消费，以此提高自己的生活品质。相对富裕的生活在需求端刺激了日本文化娱乐行业的快速发展。

图 29：日本 2 人和 2 人以上家庭月均可支配收入相对较高



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

日本社会阶级固化为年轻人提供时间和精力在文化产业消费上。日本社会的集团构成，是一种“纵式社会”，是严格的上下主从关系，这种上下主从关系多层次地重叠而成整个社会阶层的结构。在传统的日本集团结构中，一个人进入日本集团后，要想达到一定的阶层，只有通过自己的顶头上司的青睐与提拔才可能实现。不允许年轻人“横空出世”，一夜暴富更不符合日本社会与经济的风土与习惯。

年轻人创业，优胜劣汰这种思想在日本社会是不被大众接受的。年轻人只有通过不断的辛苦流汗，长年奋斗才能在晚年享受到国家的优待，得到社会的认可和尊重。这种阶级固化现象使得社会大部分资源和财富掌握在老年人手中，一方面导致了日本年轻人普遍对前途感到悲观，意志消沉。据 2014 年日本政府发表的《儿童与青年白皮书》，只有 61.6% 的日本青年认为前途是光明的，在被调查的七个国家中占比最低。另一方面也使多数年轻人失去了对政治的关心和兴趣，个人的社会责任意识欠缺。

纵式社会的日本传统压抑了年轻人的思想，限制了年轻人的发展，却一定程度上刺激了日本娱乐业的发展。失去奋斗方向的年轻人将偶像当做他们的精神寄托，将明星当做理想中的自己，实现自己的梦想。而日本各种娱乐文化产品面对的消费群体大部分都是年轻人，尤其是年轻女性。这些有小钱而无大钱且有闲的阶层，没有能力进行买房等得大额消费，却有充足的可支配收入去追星。以一个刚就业的年轻人为例，他的月薪大概是 20 万日元左右，而成为一个 fan club 的会员并支付会费每年只需要 5000 日元。因此，日本年轻人对文化产品有着较高的消费需求，形成了利润丰厚的市场空间。

3.2. 日本艺人经纪公司运营+盈利模式

日本老牌艺人经纪公司的运营及盈利模式与韩国艺人经纪公司同出一辙。这是由于韩国在 90 年代创造 K-POP 音乐风格和运营模式时，大量借鉴了日本这一亚洲娱乐行业最发达国家的成熟经验。

日本前五大艺人经纪公司一度垄断日本艺人经纪行业。竞争激烈的日

本文化娱乐市场由大大小小的事务所构成。在日本明星制的框架下，事务所的存在举足轻重。事务所在发掘、培养、包装、推广和管理过程中，对明星自出道到走红，抱有极为负责的态度。而日本娱乐业如此发达，大部分是因为各个事务所的严格并且较为完善的管理机制。

下表呈现的是日本五家比较大的事务所基本情况。每家事务所在人员选择、培养和管理方式上都存在微小差别。但总体而言，成熟的日本娱乐市场，各事务所销售的对象是“人”。明星已像标准化的商品一样可以批量生产，而明星活动及其周边产品也都有标准化的定价。

表 4：日本五大事务所各具特色，盈利模式有所不同

事务所	艺人数量	代表艺人	公司特点	盈利模式
杰尼斯	15 个团队（共 76 人）+12 位代表艺人+每年 200 多名实习生	近藤真彦、SMAP、KK、岚、V6 等	以男艺人及男性偶像团体为主；通过艺人选拔和训练，培训 7-8 年，多以组合的形式出道，注重艺人全面发展；经纪人管理严苛；重视粉丝互动，拓展粉丝经济	Fans Club 入会费（1000 日元）及年费（4000 日元）；演唱会门票；舞台剧门票；相关产品
Horipro	约 400 名艺人	深田恭子、绫濑遥、古川雄辉	比较偏向于演员和综艺，年轻艺人比较多；善于从各种发掘明星的活动和试演赛中发掘新秀	Fans Club 收入、艺人管理收入，影音产品收入，艺人周边商品收入
Stardust Promotion	分为 1、2、3、5、8 部和其他部门，人数众多，其中 3 部人数最多，为 170 人	北川景子、常盘贵子、中谷美纪、松雪泰子、竹内结子等	旗下艺人在各方面都非常抢眼，其中女星更为出色；所属演员按照知名度不同划分所属分部	Fans Club 收入、艺人管理收入，影音产品收入，艺人周边商品收入
研音	41 名艺人+3 名歌手+1 名导演+1 名编剧	反町隆史、奥村初音，志田未来等	以演员为主，善于将模特和形象小姐转型为演员；不培养艺人而善于挖角艺人；注重艺人专业性培养	Fans Club 收入、艺人管理收入，影音产品收入，艺人周边商品收入
Amuse	约 300 多人	上野树里，flumpool，福山雅治，神木隆之介、岸谷五朗、小出惠介等	以培育音乐人和演员为主，艺人演艺方向专一，不全面发展	包括艺人管理事业、影音产品事业、媒体视觉事业和场所管理事业四部分。主要收入为艺人管理事业，包括艺人活动演出收入、Fans Club 收入、商品销售收入和唱片收入

数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

以杰尼斯为例看日本造星工业流水线。杰尼斯“流水”造星，“入学”门槛不高，每年招 200 多人，大都在 11 到 12 岁。入社后进行歌唱、跳舞、演艺、主持、幕后创作甚至是杂技武术等基本功培训，数年后成功出道的新人都具备独当一面的能力，极受欢迎。杰尼斯旗下艺人风格多样。不同的组合有不同的侧重，不同的个人有不同的风格，这样，一方面可以确保自己旗下艺人各有不同粉丝群体；另一方面，不管时代怎么改变，潮流怎么改变，他们旗下的偶像总能保证有一款是顺应潮流迎合市场的，也总有一款适合大众的口味。

- **常以团体形式出道，以旧带新。**通过推出组合团体的方式来发展新入，总体来说有四项好处：首先，可利用有限的宣传资源营销更多艺人，相比单人发展更易引起媒体和消费者的关注；其次，组员之间可以取长补短，并通过合作极大程度的展现个人特色；再次，待组合人气旺盛后，拆分组员逐个发展，可实现更高的总体收益；最后，“以老带新”通过新老艺人同台的方式，在新人出道前迅速提升其知名度，有助于后续营销。
- **期限长、合约严，巨额违约金。**艺人培训时间长达 7-8 年，是韩国艺人的 2 倍以上；出道后合约时间最短为 5-10 年，最长甚至有终身合约。由于艺人训练和推广投入大，因此公司对艺人的管理十分严格，除专业素养的严格要求外，还在外观、言行等方面有诸多限制。佣金违约金方面，公司对刚出道艺人常收取高达 70-90% 的佣金，艺人解约则意味着支付巨额违约金和难以再回到演艺圈。
- **看中“粉丝”互动，积极发展“粉丝”经济。**常见方式为组建粉丝俱乐部，一方面以优先购买、见面会等营销方式吸引粉丝，创造会费收入；另一方面通过在粉丝间发售周边产品，开拓新的盈利点。

3.2.1. 从杰尼斯事务所看日本艺人经纪公司盈利模式

杰尼斯作为日本典型的艺人经纪公司，其盈利来源除了唱片销售、演唱会和舞台剧、衍生品以外还包括歌迷俱乐部会费和年费。

图 30：杰尼斯事务所盈利渠道广



数据来源：国泰君安证券研究

重视粉丝互动，日本在全球范围内粉丝经营处于领先地位，率先开启了粉丝俱乐部盈利模式。Fans Club 会费以及年费是杰尼斯赚钱最多的一笔收入。每个 Fans Club 的入会费是 1000 日元，各个 Fans Club 的会员不能互通。由于杰尼斯旗下艺人的演唱会，只对 Fans Club 的会员开放，所以歌迷如果不入会就没有购买门票的资格。此外，会员每年还

必须交 4000 日元的年费，会员有优先购买明星演唱会门票的权利，但是没有任何折扣。每当有演唱会等活动，杰尼斯 Fans Club 会去信告知会员附上票款。门票要经过抽选，如果没有被抽中，之前汇出的门票费会被退回，但必须扣除 3% 的手续费。从下表可知，截至 2015 年 9 月，杰尼斯粉丝俱乐部粉丝总人数超过 500 万，每人 4000 日元的年费将给事务所带来超过 200 亿日元的收入。这样的会员制度不仅为公司创造了稳定的收入，另一方面加大了忠实粉丝群体的用户粘性。

表 5: 日本艺人粉丝团人数最高破百万

排名	艺人	粉丝数 (万)	排名	艺人	粉丝数 (万)
1	岚	179.4	8	NEWS	15.7
2	SMAP	99.5	9	KAT-TUN	15.6
3	KK	49	10	タッキー & 翼	12
4	関ジャニ∞	44	11	TOKIO	10.9
5	Kis-My-Ft2	32	12	Sexy Zone	10.7
6	V6	26.1	13	山下智久	7.3
7	Hey!Say!JUNP	23		合计	525.2

数据来源：知乎网、国泰君安证券研究

3.3. 从 AKB48 看宅文化市场需求

AKB48 作为养成类偶像团体获得了市场广泛认可，影响力和影响规模正快速升高。AKB48 是日本二次元中心秋叶原于 2005 年创立的偶像团体，核心消费用户定位在以宅文化著称的“御宅族”人群。如今，在日本公信榜（Oricon）的排名中，她们的新歌屡次获得一上榜就夺冠的傲人成绩，大多电视频道综艺节目中都有她们的身影，AKB48 俨然成为了一种社会现象。AKB48 模式如今正在被不断复制她们的姐妹团 SKE48、NMB48、HKT48 分别以福岡、大阪、名古屋等城市为中心各自发展，JKT48 和 SNH48 更是已蔓延至印尼和中国，AKB48 流行之风如今正在向全球快速扩散。

AKB48 的成功得益于其独特的商业模式。从结论性的角度来说，韩国造星模式和传统的日本造星模式的共同点就是因为前期的大量投入，在偶像团体出道后让艺人们超负荷工作，伴随在粉丝人群中人气不断高涨，经纪公司也不断提高其产品售价，等人气减弱后为避免亏损快速解散团队，以个别艺人单飞创造新的增长点。因此，传统艺人经纪公司所追求的企业运作模式的可持续性，而并非偶像团体的可持续性发展。而 AKB48 则是定位于长期稳定的发展战略，其运作特点包括有固定的演出场所、长期维持低廉的演出票价、团队成员众多、出道艺人并非专业性很强、每年举办总选举活动等。这样的运作特点一方面限制了偶像团体的短期盈利能力，但是另一方面却因为用户基数的不断增大为公司创造了长期稳定且不断增长的收入来源。

图 31: AKB48 的运营特点降低公司投资风险以及提升团队品牌价值

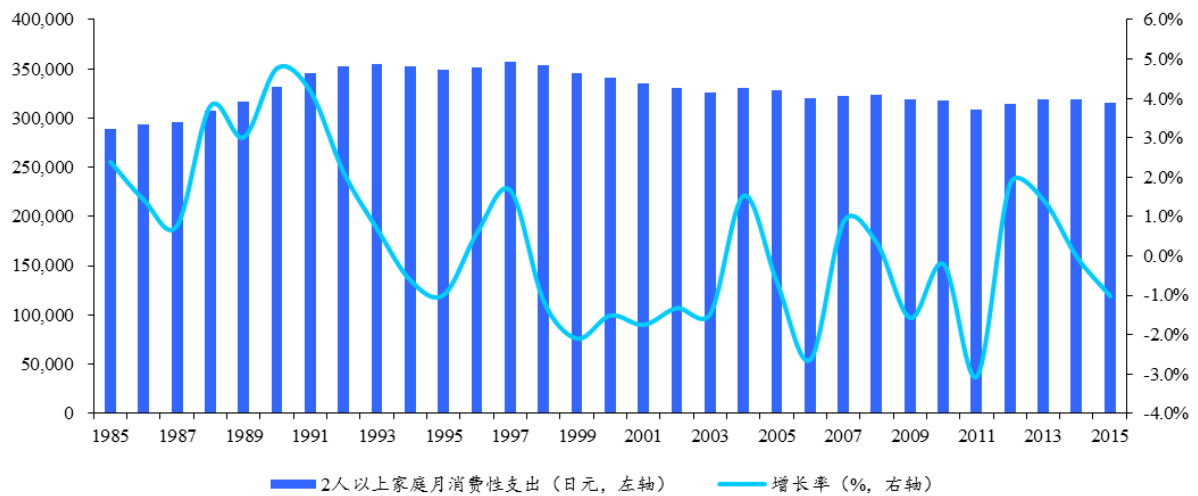


数据来源：国泰君安证券研究

经济下滑和阶级固化造就了今天的AKB48。从AKB48的运作模式不难看出，艺人经纪公司AKS制定大多数运作策略都是降低风险，追求可持续性的平稳发展。这样的运作理念与日本九十年代初期的经济泡沫破灭有很大关系，企业们不再追求昙花一现式的成功了。长时间的经济低潮不仅对企业运作产生了重大影响，也对大众消费群体产生了深远的作用作用。而最开始，AKB48所瞄准的客户群体就是在日本经济萎靡和社会阶级固化双重影响下成长起的这一代。因此我们可以说AKB48是在日本经济进入长时间结构化调整和社会阶层稳定双重影响下催生出来的产物。

无限期的经济结构调整严重打击的大众的消费欲望，通缩环境下“廉价”偶像更受市场欢迎。日本自20世纪90年代至今发生的通货紧缩以及经济停滞已造成消费和文化活动的结构性变化，尤其体现在年轻人身上。上个世纪80年代的日本，由于经济快速发展导致投资者和消费者对未来收入抱有较高预期，大到企业在海外进行各类资产的大规模收购，小到本国居民大量购买汽车和房产，当时美国流传着一句话：半个世界都快让日本买下来了。但是，成长在日本进入通货紧缩时代的人思维模式完全不一样，特别是这一现象一下持续了20年之久，人们心中会产生一种绝望感，认为经济状况会越来越不好。因此，这一代人不会再去追求跑车、名牌，而更愿意坐在电脑前通过网络表达自我和进行娱乐，因为这一切行为的边际成本基本为零。这样消费习惯普遍在“泡沫后一代”身上得以体现。AKB48演出的低廉票价符合这一类人群的消费习惯，她们青春稚嫩不加过度修饰的“邻家”女孩儿形象也恰恰对在压抑环境中成长起来这一代人起到“治愈”作用。

图 32: 日本家庭的消费性支出日渐收紧



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

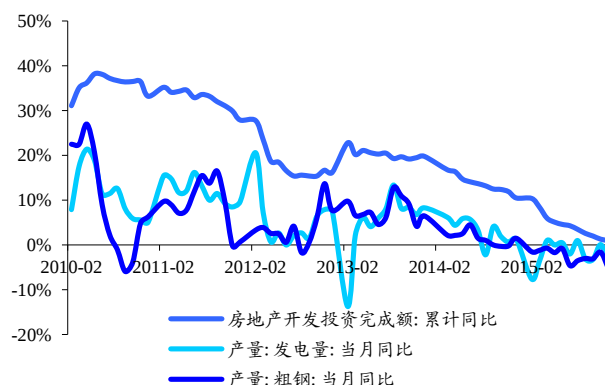
4. 政策+需求+内容+渠道，中国造星梦工厂竞争力高

中国造星梦工厂在政策扶植、需求推动、渠道推广、内容变现的四方支持下，已具备全面启动和发展的成熟条件。政策上，由于国家目前进入经济结构化调整期，未来有望以文化产业作为新增长点。因此，伴随着习近平总书记“文化强国”的发展战略，我们认为未来国家会陆续出台类似版权保护法等有利于规范文化行业发展的相关政策。需求上，经济增速下滑引发口红效应+中产阶级规模增大为中国文化娱乐提供了强大的消费需求支撑。电视台、互联网平台、现场表演等高关注度媒介平台为艺人进行营销推广提供了扁平化的有效渠道。电影、音乐、综艺节目、网络剧等内容端的快速发展为艺人经纪带来多元化的变现渠道。

4.1. 经济增速换挡，娱乐业获政策支持大发展

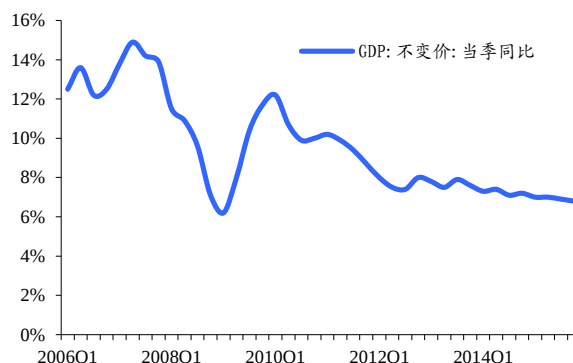
根据国泰君安宏观组的研究，未来 3-5 年，中国经济将呈 L 型走势。在经历了自 2008 年起的几轮经济增速换挡后，2016 年起中国经济将面临较大的去产能，去库存，去杠杆压力，经济将在底部进行调整，经济增速换挡开始从快速下滑期步入缓慢探底期的阶段。但从短期看，经济下行的压力依旧很大。

图 33: 近期微观数据呈明显下滑趋势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

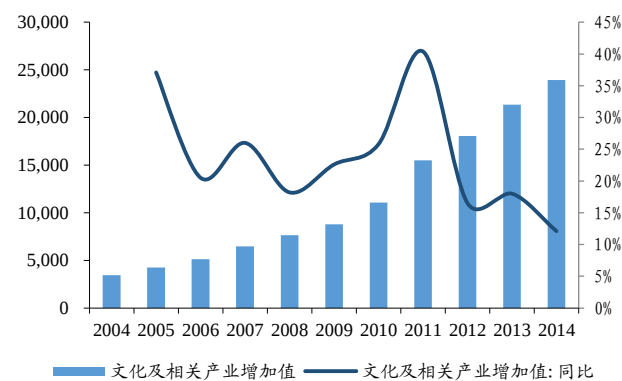
图 34: 中国经济面临增速换挡和 3-5 年的 L 型



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

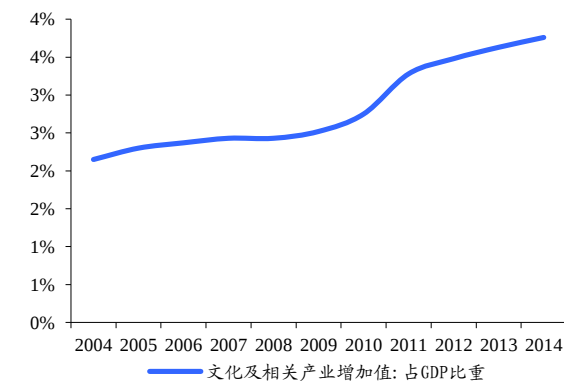
在经济下行的同时，文化娱乐产业近些年来却经历着高速发展，电影票房、网剧点击量不断创新高，综艺节目井喷式发展，超级 IP 频频冲击大众眼球。娱乐产业的大发展，首先受益于国家对娱乐产业的政策支持，“电影产业促进法草案”、“推进音乐产业发展若干意见”以及其他一系列的具体政策重点突出，充分考虑了娱乐业各领域的发展情况，体现了各主管部门对相关产业的支持、鼓励和保护，政策的完善将使娱乐业各领域未来能够更加规范、健康的运行。

图 35: 文化产业增加值逐年上升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 36: 文化产业占 GDP 比重逐年上升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 6: 产业支持政策促娱乐产业规范健康发展

领域	政策	主要内容	发布单位	发布时间
电影	《中华人民共和国电影产业促进法（草案）》	简化电影剧本审查制度；电影院应当如实统计销售收入；鼓励企业、工商户和个人从事电影活动	国务院	2015.9
	《中国电影事业发展专项资金征收使用管理办法》	征收电影专项资金，用于资助影院建设和设备更新改造；资助重点制片基地建设发展；奖励优秀国产影片制作、发行和放映	财政部、广电总局	2015.10
影视	《关于进一步落实网	加强对境外影视剧引进立项和审批和播出管理，“数量限制、内容要	广电总局	2015.4

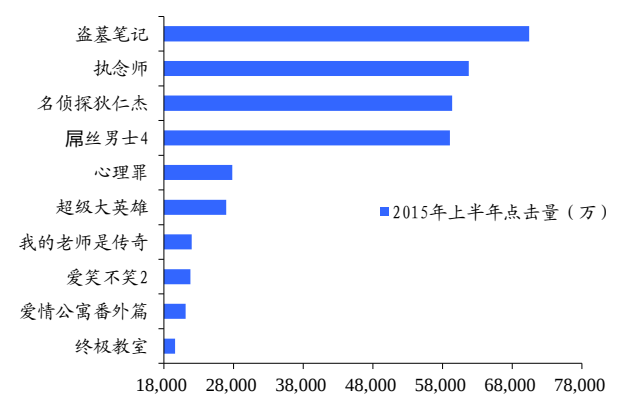
	上境外影视剧管理有关规定的通知》	求、先审后播、同意登记		
音乐	《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品的通知》	2015年7月31日前,各网络音乐服务商必须将未经授权传播的音乐作品全部下线。	国家版权局	2015.7
	《关于大力推进我们音乐产业的若干意见》	十三五期末音乐产业实现产值3000亿;推进优秀国产原创音乐作品出版;推动《著作权法》的第三次修订	广电总局	2015.12
综艺	《关于加强真人秀节目管理的通知》	适度控制引进节目模式数量,避免过度集中;要摒弃“靠明星博收视”的错误认识;加强对未成年人的保护,尽量减少未成年人参与	广电总局	2015.7

数据来源: 国泰君安证券研究

4.2. 娱乐需求旺盛，口红效应明显

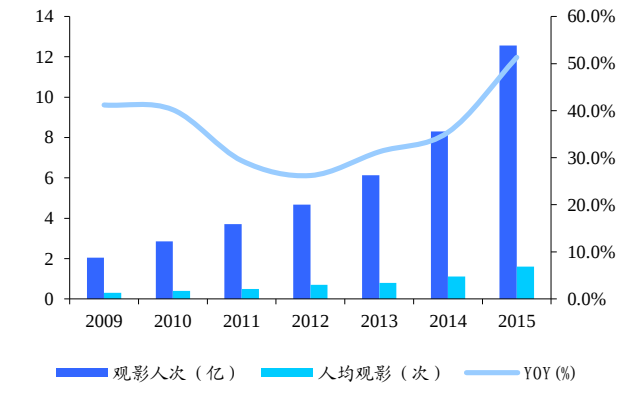
在政策的支持下，中国经济增速的放缓进一步激发了口红效应，促进了娱乐业大发展。面对高企的房价以及各种生活压力，人们越来越需要一些边际成本较低的文化娱乐产品来慰藉自己心灵。近5年来，电影观影人次年均增长35%以上，人均观影次数从09年的0.3上升到了15年的1.6次，而互联网时代的网络剧2015年播放量超过10亿次的就有9部。从需求端来看，经济下行的压力不减，人们对于文化娱乐产品的需求将持续上升，对于影视剧、综艺节目、音乐产品的热情将不会消退。一方面，这将激励制作公司进一步挖掘题材，制作更多的优秀作品，对艺人数量上的要求将不断扩大；另一方面，不同的观众口味不同，需求不一，对艺人质量上的要求将更加细致。综合而言，未来旺盛的娱乐需求将从质和量两方面促进艺人经纪的发展。

图 37：优质网络剧点击量惊人



数据来源: 骨朵数据, 国泰君安证券研究

图 38：电影观影总人数和人均观影数逐年上升



数据来源: 艺恩网, 国泰君安证券研究

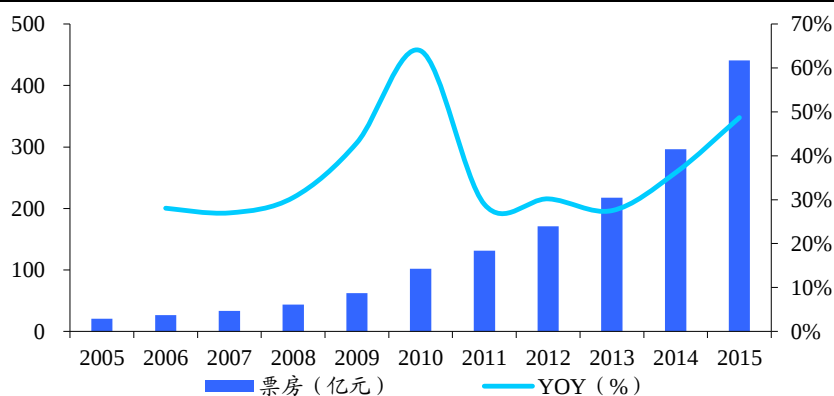
4.3. 内容制作发展良好，艺人价值全面发挥

从内容端看，迅猛成长的电影产业，井喷式发展的网剧和综艺节目，政策扶下的音乐产业在未来几年增长空间较大，而艺人在上述每个产业中都扮演着重要的角色，产业的发展必将带来产品数量的增加和类型的多样化，对于艺人的需求将稳步上升，也同时为艺人提供了更加广阔的发展平台。

4.3.1. 电影产业发展迅猛，艺人经纪发展良好契机

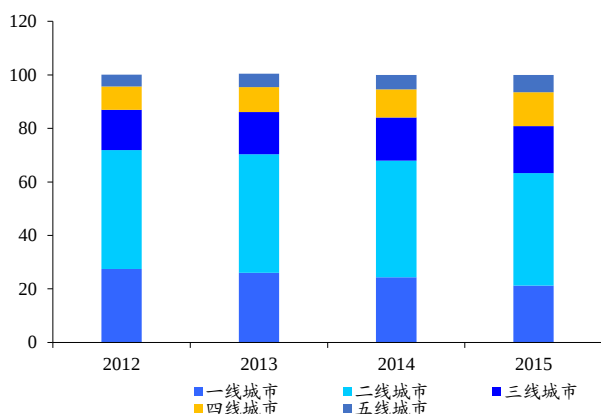
电影业的蓬勃发展为艺人经纪业务提供了良好的契机，经纪公司将根据不同的电影类型打造不同风格的艺人。受政策扶持和产业资金的流入，近十多年来，我国电影市场以井喷式速度发展。电影票房在 2012 年突破百亿大关后，2015 年票房达到了 440 亿，近 5 年内年均增长率达 35%，2016 年 2 月，受春节档的影响，单月票房高达 70 亿，与此同时，人均观影数 2015 年也达到了 1.6 次，居民的观影热情持续不减。与观影人数同步增加的还有影院数量以及银幕数量。2015 年，我国共新增影院 1420 家，目前已有影院 7205 家，新增银幕 8183 块，全国银幕总数达到 32487 块，近 5 年银幕增长速度均保持在 30% 以上。于此同时，随着近年来三四线城市票房份额的提升，影院建设开始向三四线城市下沉，未来将有更多的影院覆盖到三四线城市，供给端的增加将进一步刺激需求端，越来越多的居民将养成电影消费习惯。

图 39：2011-2015 票房增速 CAGR(4)=35.4%



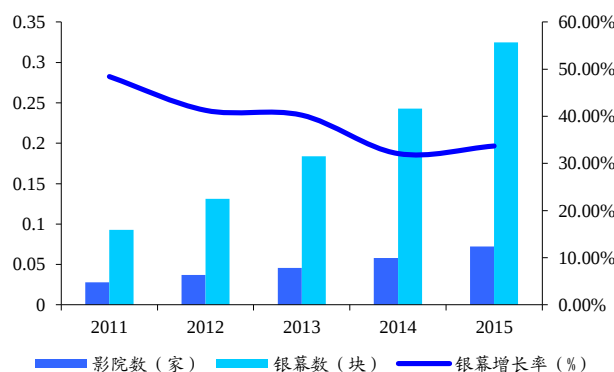
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 40：三四线城市票房占比逐年升高



数据来源：中商情报网，国泰君安证券研究

图 41：银幕与观影人数同步增长



数据来源：艺恩网，国泰君安证券研究

除硬件设施的提升和影片题材的多样化以外，近些年来粉丝效应也在一定程度上助力了电影票房的高涨。由于一大批 90 后甚至 00 后的年轻一代成为电影消费市场的主力军，一些电影为了迎合粉丝的需求，会让一些年轻的艺人参演，“偶像出现就买单”的现象在众多粉丝身上都会出现。以李易峰为例，其在 2015 年参演的三部电影《怦然心动》、

《老炮》和《栀子花开》共收获 10.07 亿票房，偶像效应明显。

表 7：粉丝效应助力了电影票房的高涨

艺人	参演电影	总票房（亿）
李易峰	怦然心动、老炮儿、栀子花开	10.07
吴亦凡	老炮儿、有一个地方只有我们知道	7.51
鹿晗	重返 20 岁、我是证人	5.81
杨洋	左耳、暴走神探	5.10
张艺兴	前任 2：备胎反击战、从天而降	3.08

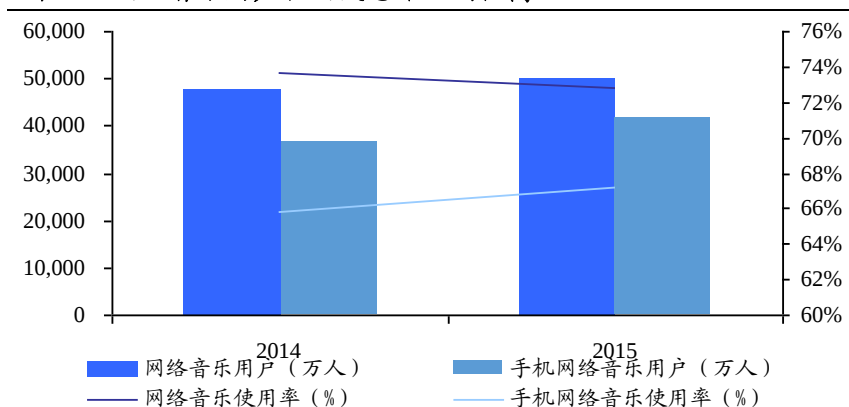
资料来源：1905 电影网，国泰君安证券研究

电影产业大发展势不可挡，一方面，电影业未来对艺人的需求将不断攀升，优质的艺人将成为众多电影的备选演员，并通过其偶像光环吸引众多粉丝观看。另一方面，电影本身也将成为一个造星大工厂，更多的艺人将因为电影而出名。

4.3.2. 音乐版权日趋完善，市场吸引力逐步扩大

过去几年，互联网带来了数字音乐的快速发展，根据 CNNIC 发布的报告，截至 2015 年底，网络音乐用户规模达到 5.01 亿，年增长率约为 4.88%，其中手机音乐用户达到 4.16 亿，年增长率约为 13.65%，手机网络音乐使用率达到了 67.2%。但之前由于版权问题不受限制，听众可以随意下载歌曲，一定程度上也打击了音乐制作公司的收入，限制了音乐产业的整体发展。

图 42：网络音乐用户占网民总体比例较高



数据来源：CNNIC，国泰君安证券研究

2015 年 7 月，国家版权局发布了《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品的通知》，要求各网络音乐服务商必须将未经授权的音乐作品在规定时间内全部下架。目前多家互联网音乐巨头已开始从不同渠道购买或获得大量音乐版权，并尝试在用户下载涉及版权问题的音乐时进行收费。以正版化工作起步较早的 QQ 音乐为例，其正版曲库已达 1500 万，享有 20 多家版权方的独家版权。版权之争表明在线音乐正版化得到认可，这将极大增厚音乐创作方的利润，并促进周边产业各环节的发展。

表 8：互联网巨头竞相争夺版权

音乐平台/公司	版权行动
阿里音乐	版权不清晰的歌曲全部下架；虾米音乐曲库 450 万首；代理的环球、滚石、寰亚、BMG、华研、等音乐公司的优质版权
QQ 音乐	全球 200 多家唱片公司达成版权合作，积累正版曲库 1500 万；20 余家版权方达成独家版权战略合作。
百度音乐	与太合音乐合并，太合在中国音乐市场占有率超过 15%，原创词曲版权近万首，代理中外词曲超十万首。
海洋音乐	由酷我音乐和酷狗音乐，酷狗合作的音乐版权方超过 60 家，拥有近 2000 万首的正版曲库授权；计划在正版化音乐曲库上每年持续投入过亿元

资料来源：腾讯科技，国泰君安证券研究

根据全球唱片业协会报告，2014 年，中国唱片业总体收入约 1 亿美元，排名第 19 位，日本为 26 亿美元，而韩国则为 2.6 亿美元，考虑到日本与韩国仅 1 亿多和 5000 多万的人口总数，未来中国版权市场规范化后，中国音乐产业的发展潜力无限。

表 9：中国音乐产业发展空间广阔

国家	唱片业收入（亿美金）	实体唱片占比（%）	数字音乐占比（%）
美国	48.98	26	71
日本	26.30	78	17
德国	14.05	70	22
英国	13.35	41	45
韩国	2.66	38	58
中国	1.05	12	87

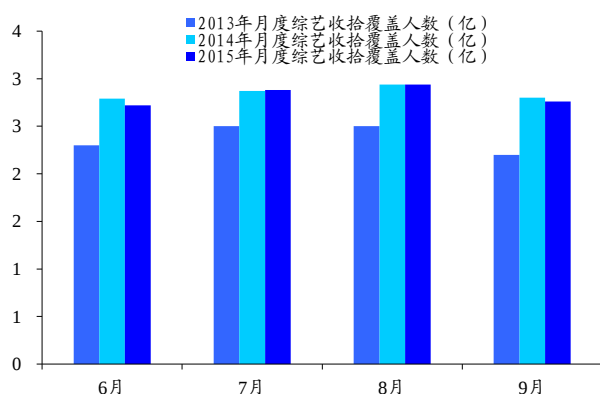
资料来源：IFPI，国泰君安证券研究

互联网时代，数字音乐用户数将逐步上升，随着正版化步入轨道，音乐投资收益率将逐步增加，中国音乐市场将重新吸引大量人才来创作优秀的音乐作品。未来艺人经纪公司将成为音乐产业的重要一环，致力于挖掘音乐人才，培养满足粉丝需求的艺人，创作精良的音乐作品，全面实现艺人的价值，分享音乐产业大发展的红利。

4.3.3. 综艺节目井喷，明星资源亟需

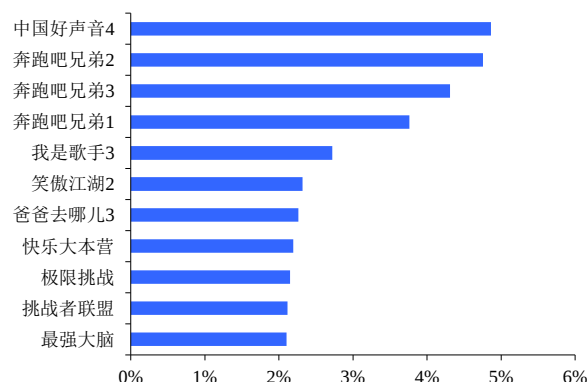
2014 年被称为中国综艺元年，自现象级的综艺《爸爸去哪儿》、《中国好声音》播出期间关注度一路上升开始，中国综艺开始了井喷式的发展。据统计，2014 年各大卫视频道播出的综艺节目达近百档，而 2015 年，综艺节目的数量直接翻倍，业内人士预计，2016 年将会有超过 400 档综艺节目诞生。数量上升的同时，种类也日趋多样化，情感类、音乐类、搞笑类、烧脑类、户外真人秀等不同类型节目通过周播，月播，季播，等形式占据着收视率的高位，观看综艺节目成为了许多观众的一种常态，而其中明星真人秀节目更是备受推崇。

图 43：近两年综艺节目覆盖人数较 13 年上升显著



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

图 44：2015 热门综艺收视率继续高企



数据来源：CSM，国泰君安证券研究

综艺节目爆发式增长，抢占了电视节目的收视率，收获广大观众的同时，更成为了众多广告主的宠儿，综艺节目植入广告形式多样化，植入时间也更加灵活，同时可以有大量的内容植入，因此优秀节目的广告费水涨船高。以广告收入中最典型的冠名费收入为例，《爸爸去哪儿》系列的冠名费从第一季的 2800 万飙升到第三季的 5 亿元，这也从一方面说明了综艺节目为何扎堆出现，疯狂轰炸屏幕。

表 10：优质综艺节目广告收入惊人

卫视	节目	资源	品牌	费用 (亿)
湖南卫视	爸爸去哪儿 3	冠名+全国战略合作伙伴	伊利	5
	我是歌手 3	冠名	立白	3
	快乐大本营	冠名	VIVO 手机	3.5
	偶像来了	冠名	OPPO 手机	4
	天天向上	冠名	特步	4
江苏卫视	非诚勿扰	冠名	韩束	5
浙江卫视	最强大脑 2	冠名	伊利	2.5
浙江卫视	奔跑吧兄弟 2	冠名	伊利	2.16
	中国好声音 4	独家特约赞助	百雀羚	1.8
	爸爸回来了	冠名	好彩头	1.38

资料来源：引力传媒，国泰君安证券研究

资本驱动下，综艺节目已经并将继续成为电视台栏目制作的一个重点，优秀的综艺节目除去创新的想法，精良的制作，专业的宣传外，核心因素是人，目前大多数真人秀节目参与者都为明星，抢占明星资源成立各大综艺节目成功的一个关键所在。但是随着综艺节目数量的增加，节目明星同质化现象也日趋严重，一个明星可能出现在好几档综艺节目中，难免会产生审美疲劳。

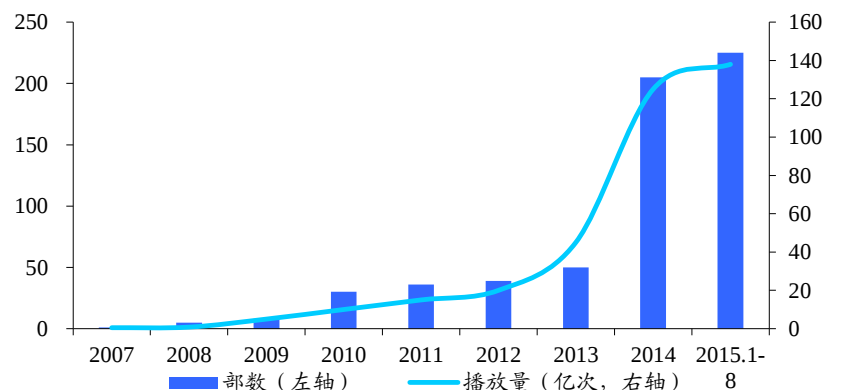
不同于电影、电视剧或者 MV 等，综艺节目让观众近距离地接触到艺人，从不同角度表现出艺人的生活常态，使观众更加了解艺人的性

格，优点以及态度。很多艺人因综艺而知名度大幅提升。未来几年，综艺节目不管是通过引进还是原创，品类将愈发丰富，必将吸引更多的艺人参与其中，同时，也亟需更多的新面孔，新血液注入其中，艺人经纪同样将在综艺节目这一环发挥重要的作用。

4.3.4. 网络剧异军突起，高投入吸引大量人才

题材丰富的网络剧将为众多艺人提供价值实现的平台，庞大的年轻观众群体将是艺人经纪业务开展的坚实基础。2014 年以来，网络剧频频成为讨论的热点，在经历了 2014 年的爆发式增长后，2015 年 1-8 月，网络剧的部数和播放量就超过了 2014 年的全年值。较之传统电视剧，网剧更加多元化，题材包括穿越、选秀、职场、和悬疑等等，且以年轻和活泼为主要特点，主要收视群体是 80、90 和 00 后的年轻观众。网剧中很大一部分由小说或者游戏等改编，超级 IP 的粉丝效应明显，很多作品可以未播先热。

图 45：2014 年以来网剧数量激增



数据来源：中国产业信息网，国泰君安证券研究

网剧的野蛮式生长势必带来了作品的良莠不齐，2016 年 2 月，广电总局要求加强网剧监管，网剧审查将线上线下统一标准，规范化运作网剧将提升网剧制作的总体质量，精品将成为网剧的趋势。除政策外，大量资金的注入，也让网剧从小成本制作演变成重金打造，2015 年投资 2000 万以上的网络自制剧近 20 部。随着越来越多专业的电视剧制作团队加入网剧制作，政策+资本+专业团队将促使网剧的整体质量不断提升。

图 46：2000 万以上高成本制作网剧成趋势

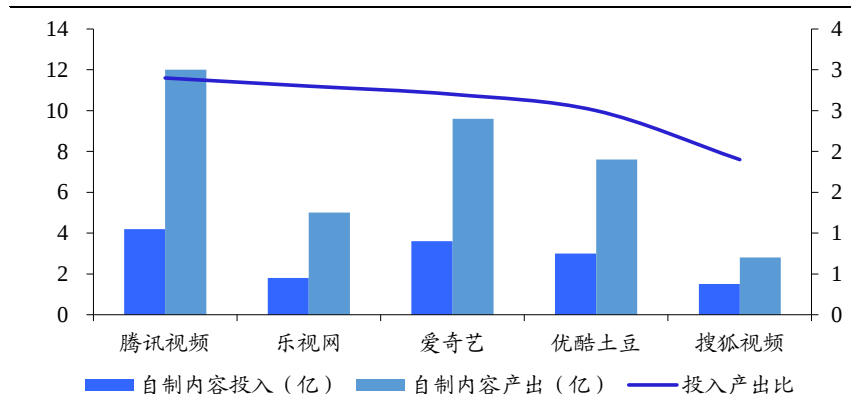


资料来源：骨朵网剧

请务必阅读正文之后的免责条款部分

在网剧市场上，互联网三巨头各掌一极，旗下的视频网站是网剧的主要生产商。内容植入和贴片广告的巨额收入驱使着各大视频网站不断加大对网剧的投资，预计 2016 年网剧产出将进一步攀升，多个超级 IP 将被充分挖掘，整体播放量有望再创新高。

图 47：高投入产出驱使视频网站加大网剧投资



数据来源：艺恩网，国泰君安证券研究

表 11：视频网站 2016 年深入布局网剧制作

视频网站	网剧计划
爱奇艺	30 余部网剧，包括《鬼吹灯之牧野诡事》、《美人为馅》、《我的朋友陈白露小姐》和《最好的我们》等
腾讯视频	8 部顶级品质网络剧计划，包括《鬼吹灯》系列、《诛仙·青云志》和《全职高手》等
优酷土豆	10 余部年度超级 IP 大剧，包括《幻城》、《万万没想到》、《云之凡》、《秦时明月》和《三生三世十里桃花》等

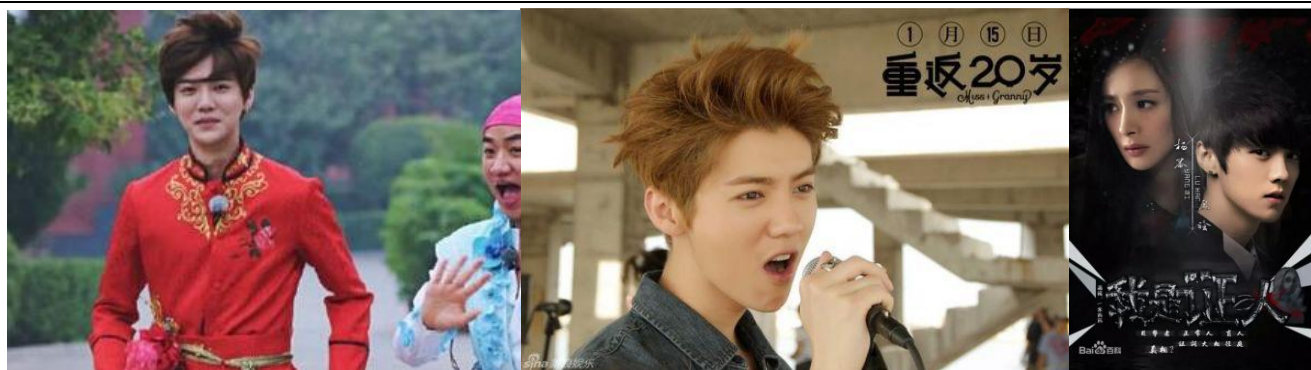
资料来源：爱奇艺，编剧帮，影视毒蛇，国泰君安证券研究

《太子妃升职记》和《盗墓笔记》等网剧在收获惊人点击量的同时，更成功打造了一批当红艺人。黄景瑜、许魏洲、张天爱和盛一伦等人都凭着网剧中的表现从默默无闻的演员成为了新晋明星偶像。而网剧的大投资也吸引着越来越多的当红艺人加入其中，李易峰、杨洋、霍建华、王凯等都在 2015 年试水网络剧，《盗墓笔记》等的惊人点击量也充分体现了粉丝效应的显著。

4.4. 输出渠道多样化，艺人经纪市场广

从艺人的输出渠道来看，上文已经提及的电影产业、音乐产业、综艺节目和网络剧的快速增长扩大了对艺人整体的需求量，同时也为艺人提供了多次曝光的舞台。银幕数的增加，影视剧产量的提升，以及综艺节目的多样化，为全面营销推广艺人提供了可能。

图 48: 输出多渠道助力艺人知名度提升



资料来源: 新蓝网, 青年网, 中国广播网

于此同时, 我们更不能忽视互联网造星的能力。如果说一夜成名只是互联网造星的个例, 那么集聚粉丝, 逐渐走红将成为互联网造星的常态。互联网为那些有梦想的年轻人提供才艺展示、自制内容出演、生活状态呈现等众多的出镜机会。互联网的实时性保证了艺人与粉丝的充分接触, 艺人能够看到粉丝对自己的评价, 调整自己的形象, 并且可以通过直播, 微博等多种形式与粉丝互动, 增强粉丝的黏性, 提高自己的知名度。SNH48 就是一个很好的例子, 其通过自有论坛、官网平台以及微博、微信和贴吧等方式, 与粉丝亲密接触, 建立深厚的纽带。

图 49: 互联网互动提高粉丝黏性

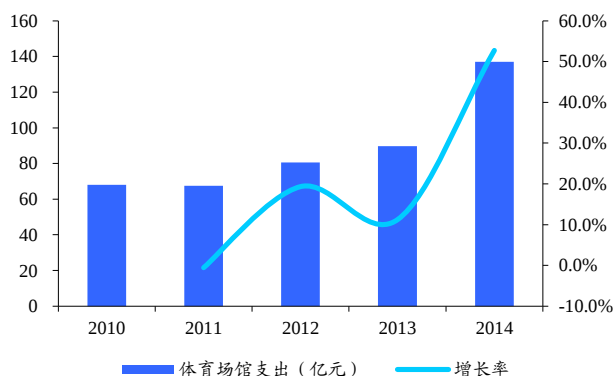


资料来源: SNH48 官网

在音乐方面, 除数字音乐外, 演唱会也是艺人输出的一个重要渠道。近些年来, 国家大力推动体育场馆改建, 国务院 46 号文明确提出“创新体育场馆运营机制, 推行场馆设计、建设、运营管理一体化模式”, 进一步扩大体育场馆的商业价值。未来越来越多的体育馆将可以被用为演唱会场地。体育馆场地的不断完善和规模可选性不断提高, 将对演唱会市场产生积极的作用, 尤其是一批中小体育馆的改造将助力中小型演唱会市场。较之大场馆, 小场馆的场地成本较低, 票

价相对更加合理，演唱会视听效果也更佳，近些年来也越来越具有吸引力。相信未来更多的演出场地将使艺人输出渠道更加灵活。

图 50：近 5 年公共财政中体育场馆支出不断提升



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 51：未来还有大量非标准场馆需升级改造

类别	大型场馆数量	中小型场馆数量
直辖市	90	400
地级行政区	1665	495
县级行政区	8556	
乡级行政区		41568
总数	10301	47053
非标准场馆比例	37%	

数据来源：国家体育总局，国泰君安证券研究

综上，在国家政策的鼓励下，从需求端，内容端和渠道三个角度考虑，我们认为整体的造星环境完美，艺人经纪市场在未来发展空间广阔。偶像化工业生产的艺人，将充分满足人们的娱乐需求，适应娱乐产业各领域的发展，通过多渠道实现其整体价值，为艺人经纪公司带来丰厚的利润。

图 52：政策+需求+内容+渠道，造星完美大环境



数据来源：艺恩网，国泰君安证券研究

5. 各领域全速增长，2020 年千亿市场待深耕

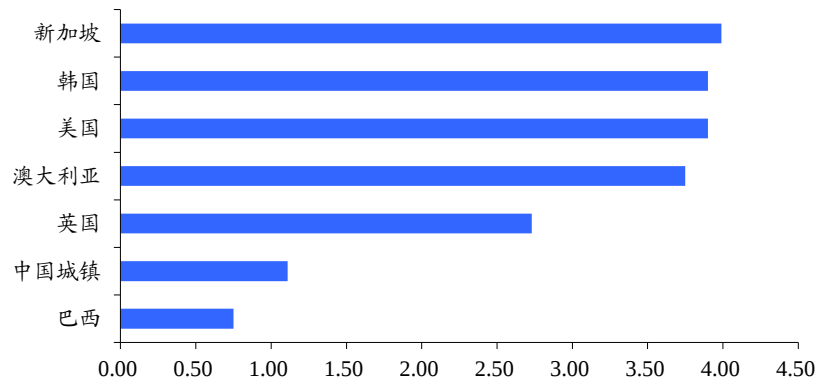
5.1. 预计 2020 年艺人电影业收入有望达到 160 亿元

艺人在电影业的主要收入为片酬，其片酬占到制片方成本的 50% 以上。我们通过估计票房再推算制片方的成本来估算艺人电影收入。我们首先将票房分解为观影人次和票价两部分：

第一，2015 年，我国国内人均观影人次达到了 1.6 次，虽然观影人次上升速率较快，但还远低于其他主要经济体。注意到近两年，影院建设多向二线以下城市扩散，超过一半以上的新建影院都是布局在三四线

城市。而三线及以下城市近三年的人次增长率都在30%以上。较之一二线城市，小城市娱乐活动相对缺乏，携伴观影越来越成为小镇青年的生活娱乐习惯。我们预计未来二线及以下城市观影人次将逐步上升，预计2016年城镇常住人口人均观影次数上升至2.2人/次，2020年我国城镇人口人均观影次数基本达到与美、韩、日等国相近的水平，预计为3.9次。根据国家新型城镇化规划（2014~2020）中提出，到2020年我国城镇常住人口达到8.3亿人，预测2016年我国城镇常住人口7.82亿。

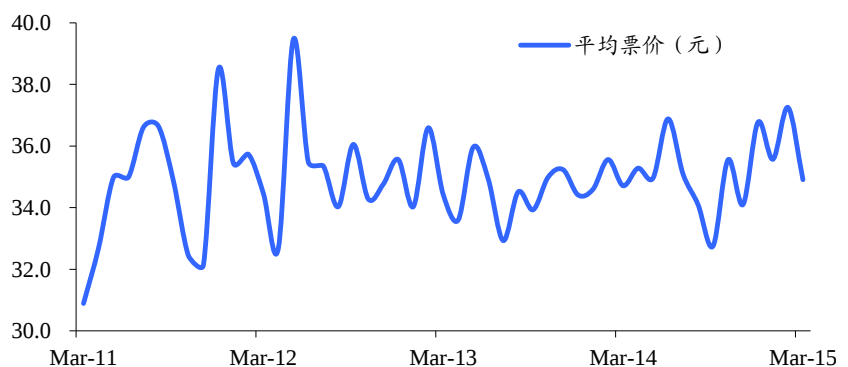
图 53：中国人均观影次数远低于主要经济体



数据来源：中国电影科学技术研究所，国泰君安证券研究

第二，从票价上考虑，近些年来，我国国内平均票价呈波动状态，相对国外票价而言，我国票价绝对水平偏低。综合考虑到我国较低的人均消费性支出、在线票务网站的持续票补和3D/IMAX放映技术普及带来的放映成本上升，我们估计未来票价将会有小幅的上升，预测2016年均价为35.4元，2020年均价为36.8元。

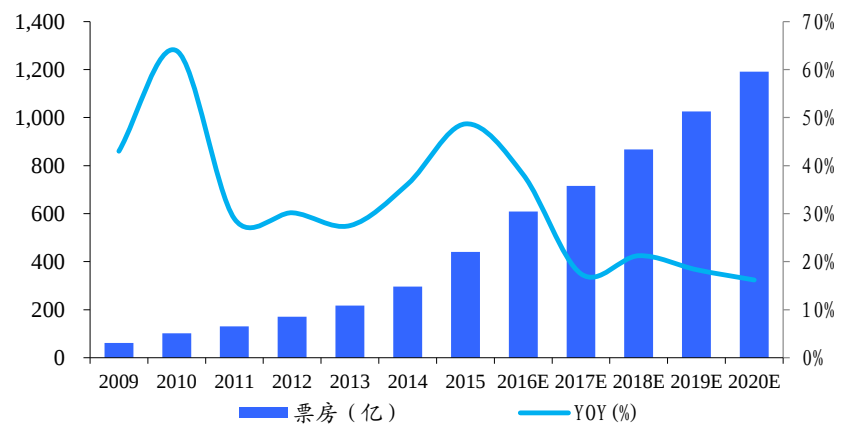
图 54：电影均价波动略有上升



数据来源：艺恩网，国泰君安证券研究

根据上文的假设，我们预算2016年我国电影票房有望突破600亿，2020年票房有望达到1200亿。考虑到票房分成中45%归制片方，制片方成本一般占收入的60%，而艺人成本占制片方成本的50%左右。预计2016年艺人在电影方面收入将达到80多亿元，2020年将达到约160亿元。

图 55: 预计 2020 年总票房可能达到 1200 亿



数据来源：艺恩网，国泰君安证券研究

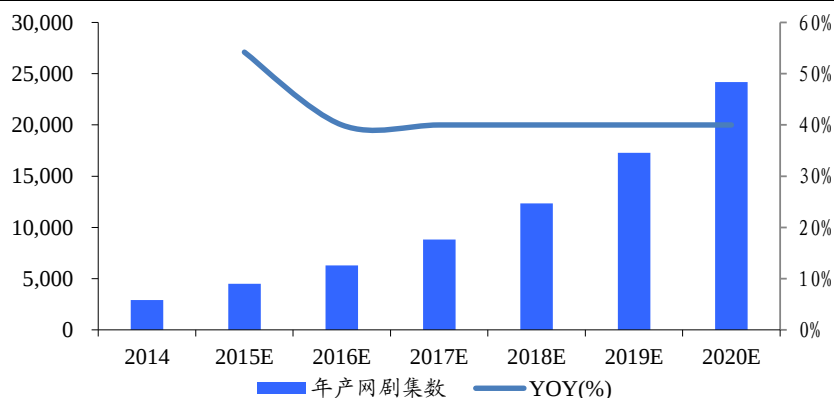
5.2. 预计 2020 年艺人电视剧收入有望达到 380 亿元

艺人在电视剧和网剧方面的主要收入来源是片酬，一般制作成本中，50%-60% 的部分为艺人的片酬。近年来，艺人片酬水涨船高，一线明星的片酬动辄千万。我们通过估算电视剧市场，包括电视剧和网剧的总成本来估算艺人的收入。

近年来，传统电视剧总集数在经历 2012 年的顶峰后，受两剧一星的影响产量呈现下降趋势，2014 年总集数约为 13000 左右，2015 年总集数约为 12000 左右。考虑到传统电视剧在播放上的一些限制，我们估计未来其产量不会有大幅提升，假设未来五年产量均为 12000 集。

于此同时，网剧确在近两年增长率惊人，从 2014 年的 2918 集，到 2015 年上半年的 2243 集，预计 2015 年全年网剧集数超 4000 集。较之传统电视剧，网剧题材更加多样化，受众更加年轻化，且受益于资本的大量涌入、IP 资源的丰富性和平台的开放性，未来预计会有一个较高的增长率。2014 年和 2015 年，网剧集数的增长率都超过 50%，我们预计未来网剧年增长率为 40%。

图 56: 预计未来 5 年网剧年产值增速 40%

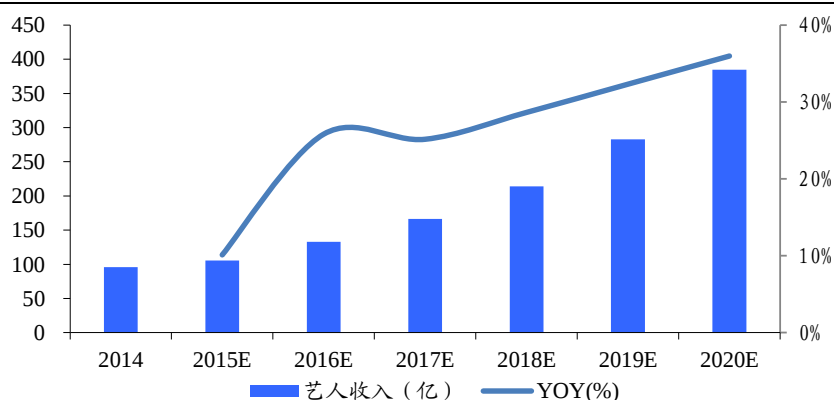


数据来源：骨朵数据，国泰君安证券研究

从单集制作成本的角度考虑，电视剧的制作成本近些年来也呈上升趋势，成本上升主要是因为演员片酬和特效。虽然之前网剧的制作成本较低，但是随着网剧数量的增加，竞争的加剧，网剧对质量的要求也越来越高，未来网剧制作将与传统电视剧制作趋于统一，成本也将和传统电视剧趋于一致。目前电视剧平均每集价格成本 120 万，我们预计受片酬影响，电视剧每集成本每年增长 10%。

根据上文的假设，同时考虑电视剧制作成本中 50% 为演员片酬，预计 2016 年艺人片酬收入将达到 130 亿，2020 年艺人片酬收入将达到 380 亿左右，5 年 CAGR 约为 29.5%。

图 57：预计 2020 年艺人电视剧收入 380 亿左右



数据来源：骨朵数据，国泰君安证券研究

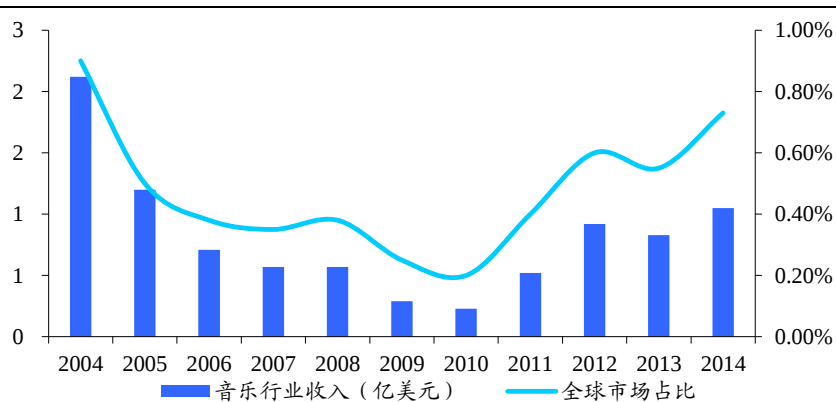
5.3. 预计 2020 年艺人音乐收入有望达到 150 亿元

艺人在音乐领域的主要收入包括三大部分，音乐唱片收入，音乐演出和艺人衍生品。其中衍生品包括广告，综艺等，下文将另行分析。这里主要考虑前两部分。

不同于电影电视剧，艺人参与音乐内容制作，通过出售实体唱片或者出售数字音乐版权，收入将大部分归属于经纪公司。首先我们考虑音乐唱片的总收入情况。受盗版影响，我国音乐收入从 2004 年的 2.11 亿美元下跌到 2010 年的 2,320 万美元。近些年来受益于数字音乐的发展，2014 年音乐行业收入重新超过了 1 亿美元。2015 年版权政策掀起了互

联网巨头竞相购买版权的热潮，音乐市场巨额资本涌入，正版时代将掀起一轮新的音乐狂潮。

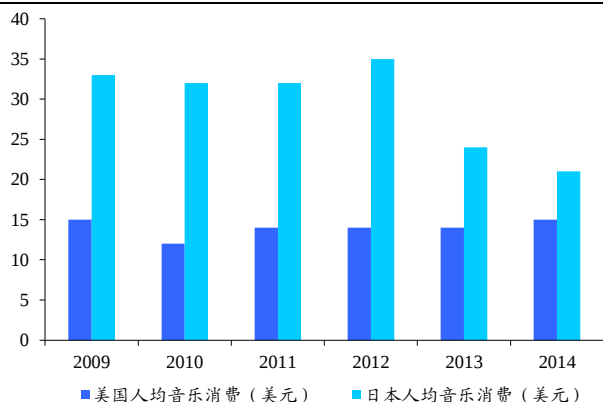
图 58：2014 年音乐行业收入重新超过 1 亿美元



数据来源：IFPI，国泰君安证券研究

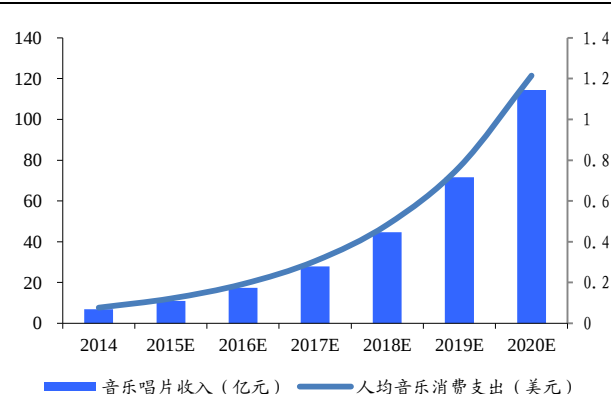
从人均音乐消费的角度看，版权维护非常系统的日本，其浓厚的粉丝经济使得人均音乐消费支出在 20 美元以上，而同样版权维护较好的美国，其人均消费支出也在 10 美元以上。而 2014 年，我国的人均音乐支出远低于 1 美元。考虑到中国 5 亿多的网络音乐用户，付费时代和粉丝经济将极大激励刺激音乐产业发展，预计 2020 年人均音乐支出有望达到 1 美元，音乐唱片产业有望突破 100 亿人民币。

图 59：美日人均音乐消费显著高于中国



数据来源：IFPI，国泰君安证券研究

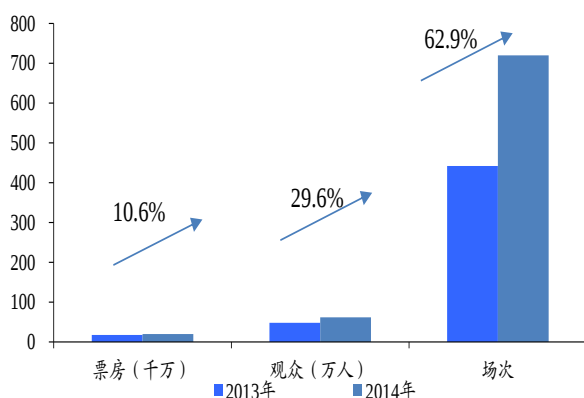
图 60：2020 年音乐唱片产业有望突破 100 亿元



数据来源：IFPI，国泰君安证券研究

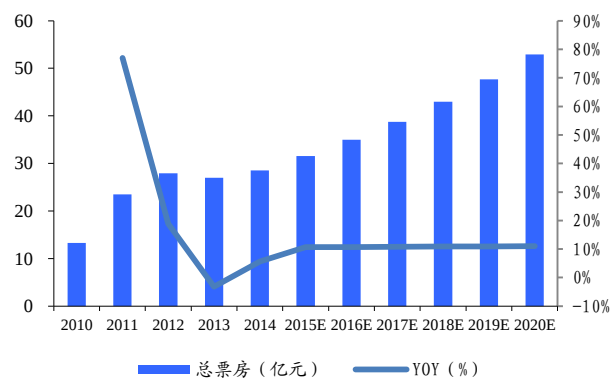
在音乐演出方面，2014 年全国演唱会票房达到了 28.54 亿元。其中主要由大中型演唱会贡献。受益于票价的理性化和演唱会场次的增加，2014 年观众人数从 428 万上升至 565 万人，增幅超过 32%。与此同时，小型演唱会 2014 年增幅超过 10%，越来越成为一种趋势。考虑到体育馆改建后演唱会场地和规模可选范围变广以及票价下降吸引更多观众，我们估计未来大中型演唱会票房增长率为 10%，小型演唱会增长率为 20%。

图 61：2014 年小型演唱会发展迅速



数据来源：道略音乐，国泰君安证券研究

图 62：预计 2020 年演唱会收入 60 亿元



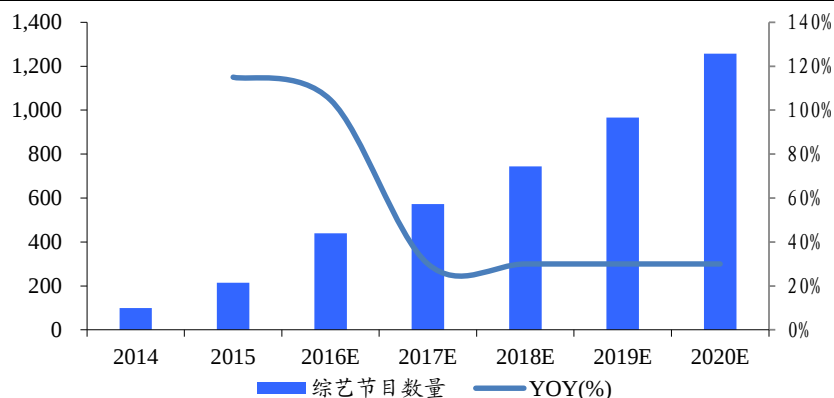
数据来源：道略音乐，国泰君安证券研究

综上，除去衍生产品，音乐产业收入约为 160 亿左右，考虑到其中大部分收入归艺人和经纪公司所有。预计 2020 年，艺人经纪在音乐产业的收入 150 亿左右。

5.4. 预计 2020 年艺人综艺节目收入有望达到 240 亿元

艺人参与综艺节目收入来源是节目的酬劳。由于近两年综艺节目市场的火爆，2015 年综艺节目数量突破 200 档，2016 年预测数量还会翻倍，预计 2020 年，综艺节目数量将突破千档。

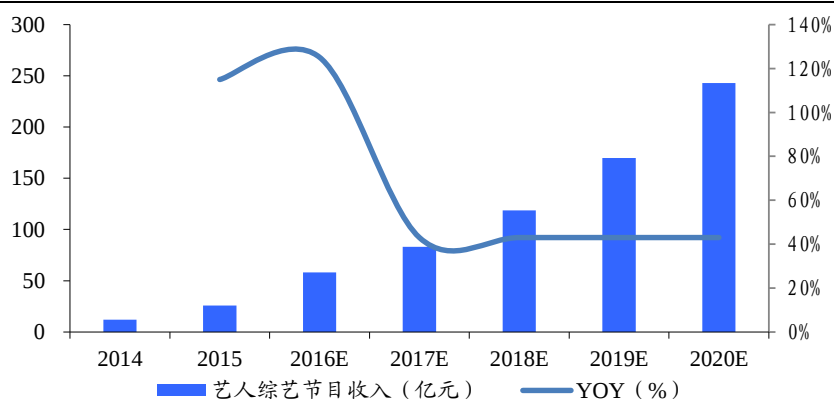
图 63：预计 2020 年综艺节目有望突破 1000 档



数据来源：生活数据，国泰君安证券研究

目前综艺节目制作成本动辄上亿，其中 50% 左右为艺人的酬劳，艺人上综艺节目的酬劳呈上涨趋势，众多一线艺人的酬劳都超过 1000 万。考虑到目前综艺节目中艺人参演的概率较高，且一档综艺节目一般会邀请多个艺人。假设未来 80% 的综艺节目都有艺人参与，假设目前每档综艺节目的制作成本为 3000 万，未来五年每年增长 10%。预计 2020 年，艺人在综艺节目上的收入将超过 240 亿。

图 64: 预计 2020 年艺人综艺节目收入达 240 亿



数据来源：生活数据，国泰君安证券研究

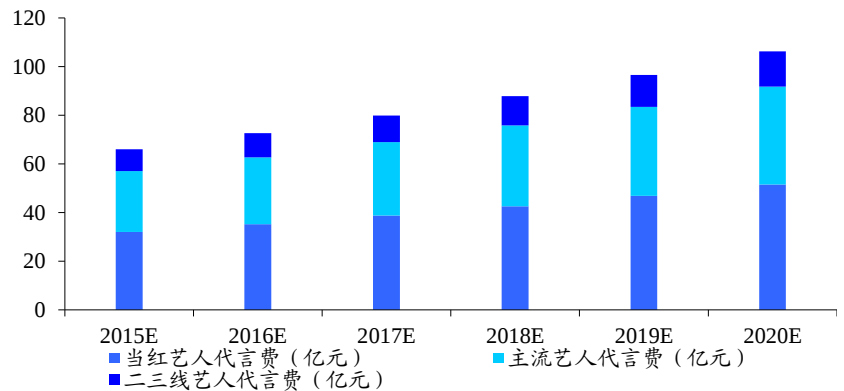
5.5. 预计 2020 年艺人代言广告收入达 100 亿

艺人代言广告收入一般以年计价，目前艺人代言费并没有准确的明码标价，一般根据艺人的知名度和热门程度分为几档。目前来看，一线当红明星的代言费过千万，主流明星的价格在 100-500 万之间，二三线的则在 100 万以下。

假设目前一线明星代言费在 1200 万，人数在 50 人左右，主流明星价格为 500 万，人数在 100 人左右，剩下的二三线均价在 100 万，人数在 300 人左右。考虑到艺人重复代言多个商家的广告，假设每位一线代言广告数 8 支，主流 5 支，二三线为 3 支。考虑到艺人身价每年都在往上涨，假设每年涨幅 10%。综上所述，预计 2020 年艺人代言广告收入将

超过百亿元，广告收入主要由一线和主流明星贡献。

图 65：预计 2020 年艺人代言广告收入达 100 亿

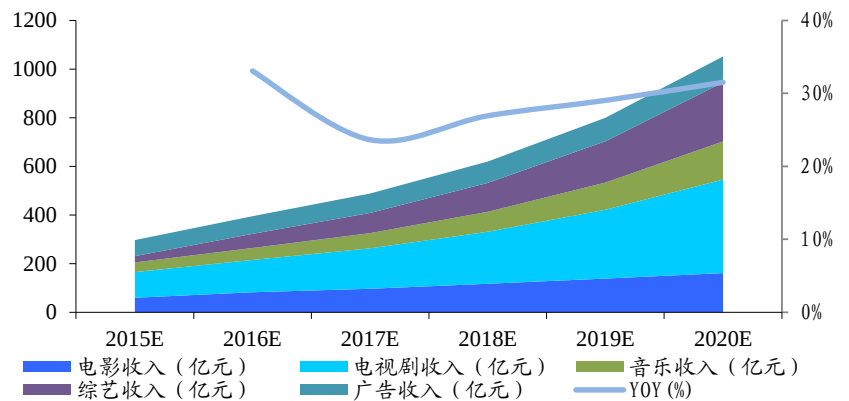


数据来源：国泰君安证券研究

5.6. 2020 年艺人经纪千亿市场待深耕

除上述市场外，艺人出席商演，周边产品贩卖以及粉丝俱乐部的相关收入，将极大地增厚艺人经纪公司的利润。伴随着艺人经纪发展模式的成熟，未来艺人将进入工业化生产阶段，从而导致艺人对收入的主导权丧失，经纪公司占据艺人收入的主要部分。通过不同市场的估测，我们预计，2020 年，艺人经纪市场在充分享受粉丝经济的红利下，规模有望达到千亿级别，未来五年年均增长率将在 30% 左右。

图 66：预计 2020 年艺人经纪市场将达千亿



数据来源：国泰君安证券研究

6. 艺人经纪行业发展相关推荐标的和受益标的

6.1. 共达电声（002655.SZ）标准韩式造星模式工业化生产

公司成立于 2001 年 4 月，主营微电声元件的研发、生产和销售，受制于主营业务增长乏力，公司拟转型文化娱乐产业，2015 年 12 月宣布收购春天融和和乐华文化 100% 的股权。其中，乐华文化为专业的艺人经纪公司，擅长于艺人的选拔、定位、培养和推广。乐华文化看好以 90 后为首的新生代消费群体对偶像艺人的诉求，培养运作方面多借鉴日韩的成功经验，通过对艺人提供全方位的培养、为艺人挑选或定制音

乐、影视剧作品，筛选符合艺人形象的品牌代言和商业演出，协助艺人参与各项演艺活动等多种方式充分挖掘艺人的价值，打造出了一批主要粉丝群体为 90 后的优秀艺人。目前，乐华文化旗下当红艺人包括韩庚、周笔畅、黄征、阿杜、UNIQ 等，其中 UNIQ 为公司历时 4 年打造的第一个新人组合，一经出道就获市场极大关注。同时乐华文化与韩国 Pledis、StarShip 等知名娱乐公司保持长期合作，并且在韩国成立分公司（业内首家），签下了林珍娜、Sistar、Boyfriend 等海外艺人的国内独家经纪权。未来共达电声将通过乐华文化不断发展其艺人经纪业务，同时结合公司在影视剧、音乐制作方面的优势，打造全产业链平台，为旗下艺人创造更多机会，充分抓住艺人经纪兴起的浪潮，享受粉丝经济带来的巨大红利。

6.2. 中南重工（002445.SZ）以艺人教育为中心向内容延伸

公司成立于 2003 年 5 月，主营业务为工业金属管件及压力容器制造，2014 年开始转型文化娱乐产业，受益于文化娱乐板块发展，公司 2015 年上半年利润同比增长 57.80%。公司通过增资入股艾企锐文化、首印传媒，设立中南教育、中南影业，参股芒果基金和收购千易志诚、大唐辉煌等一系列举措全面布局文化教育、电影电视剧及衍生品制作、综艺节目制作和艺人经纪等产业，逐步构建其大文化产业链。其中，参股的艾企锐文化专注于“美女经纪”，通过网络剧、综艺、真人秀、微电影和网络游戏等形式成功打造了多位网络红人。而在线下，子公司千易志诚主营业务为艺人经纪，创始人常继红女士。作为国内第一批职业经纪人，常继红挖掘并培养了蒋雯丽、孙俪、刘烨等一线明星，在演艺圈具有极高的声誉，占据着众多一线明星的资源。互联网草根网络艺人经纪结合专业一线明星经纪，将强化公司在娱乐产业链中游的地位，结合公司在上游艺人高等教育方面的拓展和下游电影、电视剧、综艺节目制作方面的优势，未来中南重工将发展成综合性文化娱乐公司。

6.3. 富春通信（300299.SZ）艺人与游戏完美结合发掘 IP 价值

公司成立于 2001 年 3 月，主营业务为通信网络规划设计服务，2015 年 5 月，公司通过收购上海骏梦正式进军游戏行业，布局泛娱乐产业。上海骏梦擅长于精品 IP 的开发和运营，IP 范围涵盖文学、影视、动漫、游戏等大类，凭借手中《仙剑奇侠传》、《秦时明月》、《阿狸》等优秀 IP 资源，已开发出多款人气游戏。2015 年 10 月，上海骏梦与 SNH48 正式签约，将以 SNH48 为原型直接打造一款音乐手游。SNH48 是日本超人气偶像天团 AKB48 的中国姊妹团，以可面对面偶像为经营理念，依照 AKB48 在日本的成功运营模式，推出了剧场、唱片、演唱会、总决赛等一系列演艺产品，拥有一大批以 90 后为主体的新生代粉丝。这款音乐手游预计于 2016 年推出，用户群定位精准，将吸引大批粉丝参与其中。同时，公司近期参股深圳微星星，微星星擅长于明星粉丝的运营并拥有粉丝平台星星站。未来公司将充分利用微星星在粉丝价值运营方面的技术，结合自身的 IP 资源和精品 IP 打造能力，进一步拓展粉丝经济业务，充分挖掘 IP 背后粉丝经济的无限价值。

6.4. 北京文化（000802.SZ）艺人经纪+影视剧协同发展

公司成立于 1997 年 11 月，主营业务包括旅游和影视文化两部分，2015 年影视文化收入占公司总收入的 56.02%。2013 年收购影视剧投资制作公司摩天轮转型文化娱乐产业。2015 年 12 月公司定增过会，募集资金用于收购世纪伙伴和浙江星河 100% 的股权。其中浙江星河成立于 2012 年，创始人为王京花女士，主要为影视演艺人才提供专业化的经纪代理服务。王京花为前华谊兄弟经纪公司总经理，曾一手打造了范冰冰、李冰冰、胡军等一线大腕。除王京花外，浙江星河汇集了陈晓、李昂、唐思婷、王富美、王剑歌等行业内从业多年的经纪人以及专业的宣传团队。目前浙江星河主要合作演员包括白百何、胡军、陆毅和任泉等。未来，北京文化在影视剧投资制作方面的优势将吸引更多的艺人与其合作，而浙江星河将借助北京文化这一平台，为更多优秀的艺人提供经纪服务，从而提高收入。与此同时，浙江星河本身培养的众多艺人也将参与到集团的影视业务中，各方优势的耦合将形成北京文化电影、电视、艺人经纪业务协同发展的格局。

6.5. 华策影视（300133.SZ）IP 运营为核心进行艺人培养推广

公司成立于 2005 年 10 月，主要从事电影电视剧制作及其衍生业务。公司在电视剧领域居领军地位，占据全网剧市场超过 15% 的份额，公司手握多个超级 IP，2015 年现象级剧目《何以笙箫默》累计互联网播放量破 96 亿次。公司依托子公司克顿传媒海量电视剧数据，分析市场需求，定位目标客户后，将超级 IP 制作成为精品电视剧和电影。《微微一笑很倾城》、《翻译官》等 IP 剧产品均在有序推进中，预计今明两年将陆续播出。IP 背后庞大的粉丝群将支撑此类互联网大数据产品的运营和销售，粉丝经济将不断增厚公司的利润。公司旗下有 20 多家子公司，除传统电视剧业务外，已布局综艺节目、电影、艺人经纪、广告等多个领域。2014 年，公司收购海宁华凡，进军艺人经纪业务。海宁华凡实际控制人为业内知名金牌经纪人吴翊凤，曾担任过林心如、林熙蕾、刘德凯、焦恩俊等人的经纪人，签约的艺人在《甄嬛传》、《天涯明月刀》等电视剧中均担任重要角色。2014 年公司经纪业务收入稳步增长，其毛利率高达 91.8%。拓展经纪业务不仅降低了公司在电影电视剧方面的制作成本，更是公司综合娱乐传媒集团发展战略的重要一环。

表 12：推荐公司盈利预测表

公司代码	公司名称	现价	每股收益（元）			市盈率（X）			投资评级
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
002445	中南重工	20.51	0.31	0.61	0.83	93	54	41	增持
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	
000802	北京文化	26.68	0.37	0.47	0.61	90	55	43	增持

数据来源：国泰君安证券研究（截止到 2016 年 4 月 12 日收盘价）

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		