

云南文化（831239）：少数民族“原生态”舞蹈领导者

审慎推荐（首次）

休闲服务

当前股价：13.8元

报告日期：2016年03月11日

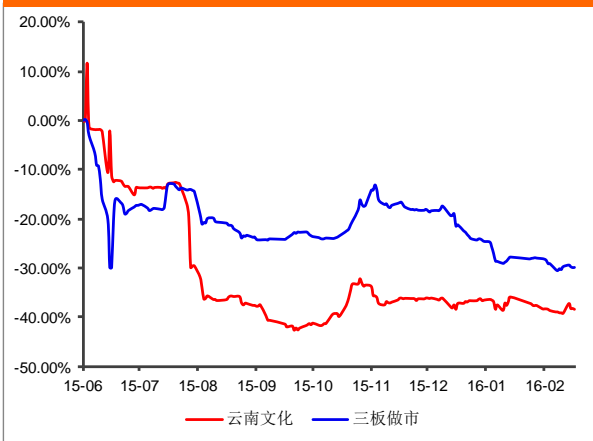
主要财务指标（单位：万元）

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	58	6,618	9,106	12,424
(+/-)	15.0%	14.1%	37.6%	36.4%
营业利润	14	1,911	2,496	3,280
(+/-)	12.5%	37.1%	30.6%	31.4%
归属于母公司净利润	18	2337	3009	4001
(+/-)	37.6%	26.7%	28.7%	33.0%
每股收益（元）	0.61	0.63	0.81	1.08

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	3710/2011.25
流通市值（亿元）	5.12
每股净资产（元）	4.24
资产负债率（%）	7.33

行业表现（最近一年）



行业研究员：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-51793724

邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

- **“原生态”少数民族舞蹈领导者：**公司是以我国著名舞蹈艺术家杨丽萍和她的创作能力为核心，进行具有云南少数民族特色大型原生态歌舞集的编导及演出业务。旗下的主要产品有国家舞台艺术精品工程精品剧目大型原生态歌舞集《云南映象》、大型原生态打击乐舞《云南的响声》和大型舞剧《孔雀》等，目前定点演出剧目为《云南映象》，演出地点是位于昆明的云南艺术剧院；巡演剧目为《孔雀》、《2014版云南映象》。
- **业绩保持稳增长。**15年上半年实现营业收入1625.55万元，同比增长22.37%，2013和2014年其营业收入分别增长56.88%、14.97%；15年上半年实现净利润750.8万元，同比增长419.24%，13和14年全年增长50.06%和28.21%，其中政府补贴是公司利润来源的重要组成部分
- **行业情况及公司优势：**随着我国人均收入的增加，80、90后逐渐成为消费主力军，消费趋向于享受型消费，从而提升对文化消费需求快速增长。2014年的演出市场已逐步回暖，并展现出更加广阔的发展空间。公司的品牌效应及市场定位与前述演出不同，云南原生态剧深入人心，优秀的演艺水平保证其口碑经久不衰，使得以《云南映象》、《孔雀》为代表的本公司剧目在市场上具有较强的竞争力，并且公司在品牌、表演艺术水平及艺术创造力上均有优势。
- **公司看点及盈利预测。**公司目前除拥有知名剧目《云南映象》及《孔雀》外，还有多个剧目正在紧锣密鼓的筹备中，其中《十面埋伏》从2015年下半年已经开始巡演，公司丽江定点演出的《云南的响声丽江古城篇》及黄山定点演出的《黄山映象》有望在2016年下半年上演；公司通过积极寻求合作伙伴为公司未来在主营业务上的业绩奠定基础；公司也寻求积极转型，通过道具制作及收购地产等开启了公司外延式的发展步伐。预计2015-2017年公司实现归属于挂牌公司股东的净利润为2337万元、3009万元、4001万元，对应EPS分别为0.81、1.08、1.32元，对应PE分别为22X、17X和13X，考虑到目前三板流动性等因素首次给予公司“审慎推荐”评级。
- **风险提示：**市场竞争风险；过于依赖杨丽萍个人表演和创作能力的风险；核心人员流失风险等。



目录

1. “原生态”少数民族舞蹈领导者	3
1.1 公司主要剧目	3
1.2 公司股权结构	6
2. 公司经营情况	7
3. 行业情况	8
4. 公司优势	9
4.1 品牌优势	9
4.2 表演艺术水平优势	10
4.3 艺术创造力优势	10
5. 公司未来看点及盈利预测	10
6. 风险提示	11



1. “原生态”少数民族舞蹈领导者

云南杨丽萍文化传播有限公司成立于2011年2月18日，并于2014年5月29日完成股份改制。公司是我国著名舞蹈艺术家杨丽萍和她的创作能力为核心，进行具有云南少数民族特色大型原生态歌舞集的编导及演出业务。公司旗下的主要产品有国家舞台艺术精品工程精品剧目大型原生态歌舞集《云南映象》、大型原生态打击乐舞《云南的响声》和大型舞剧《孔雀》等，目前定点演出剧目为《云南映象》，演出地点是位于昆明的云南艺术剧院；巡演剧目为《孔雀》、《2014版云南映象》。公司主要业务由定点演出、国内巡演、海外巡演及大型歌舞演出编导业务等构成。

1.1 公司主要剧目

《云南映象》

《云南映象》是由杨丽萍出任总编导、艺术总监并领衔主演倾情打造的艺术精品，该剧目成为继“五朵金花”、“阿诗玛”之后，在云南诞生的另一经典之作。该歌舞70%的演员来自云南各地州甚至田间地头的本土少数民族演员，演出服装还原于云南各民族民间着装的生活原型，将原生的原创乡土歌舞精髓和民族舞经典全新整合重构，展现了云南浓郁的民族风情。

2003年8月，《云南映象》在昆明首演并在2004年第四届中国舞蹈“荷花奖”的比赛赢得了十项大奖中的5个奖项，分别是舞蹈诗金奖、最佳女主角奖、最佳编导奖、最佳服装设计奖和优秀表演奖。同年成功入选国家舞台艺术精品工程10大精品剧目。截止目前《云南映象》已在全国40多个城市进行过巡回演出3次，并从2005年美国辛辛那提市开始，拉开了世界巡演的序幕。在美国、澳大利亚、日本等十几个国家举行上百场的巡演。2009年《云南映象》的世界巡演使中国艺术第一次进入全球最顶尖的PBS品牌系列“GREAT PERFORMANCE(伟大演出)”，2014版《云南映象》以全新舞台设计为基础，灯光音响设备均更新换代为当下最先进的产品，新版“映象”既保留该剧精华部分，又在章节安排上去芜存菁。通过更加壮阔的场面调度，丰富且具有蓬勃生命力的歌舞，更浓厚、更纯朴、更真实地展现云南风俗，目前《云南映象》主演为杨伍、虾嘎、阿山木子、阿泽、岩请、罗罗拔四、嘎布、线平、鲁怀仙、杨静、骄子等。作为公演已超10年的剧目，被誉为代表云南少数民族文化的一张名片，目前《云南映象》主要在云南艺术剧院定点演出，每年演出300场以上，单场能容纳960人观看，全年观看人数超过10万人次。

表格 1:《云南映象》剧目



混沌初开



太阳



月光



花腰歌舞



女儿国



打歌



朝圣



雀之灵

资料来源：公司挂牌说明书，华鑫证券研发部

《孔雀》

《孔雀》是由杨丽萍担当总编导及领衔主演的另一大型舞剧，2012年8月在昆明完成首演。自首演以来，《孔雀》已完成了上百场的全国巡演，包括在中国国家大剧院的首届国际舞蹈节首演，并于2014年先后完成了在香港和日本的境外巡演。《孔雀》的故事围绕生命和爱这两个永恒的主题展开，用舞台形式演绎人类共同的情怀，向观众传递着艺术家个人成长过程中对艺术和生命的思考。舞剧《孔雀》分为春、夏、秋、冬四个篇章，讲述了一个关于成长、人性和爱的故事。其主演为：杨丽萍、王迪、陈谢维、彩旗、虾嘎、杨伍、岩金、潘宇等。



表格 2:《孔雀》四个篇章



春



夏



秋



冬

资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

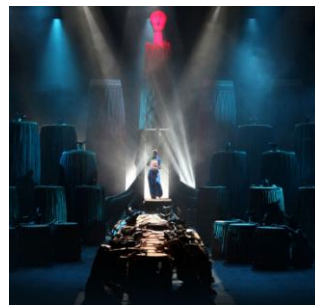
《云南的响声》

《云南的响声》由杨丽萍担当总编导，是《云南映象》的姐妹篇，是一部大型原生态打击乐舞，2009年5月8日在云南艺术学院实验剧场完成首演，目前其主要演员为杨丽萍、虾嘎、小阿鹏、伽政富等。《云南的响声》共由序“胎音”、分别由“催生”、“太阳雨”、“雀神怪鸟”、“最后的马帮”和“喝醉了的鼓”组成。从首演开始，《云南的响声》在全国多地进行了巡演，但受演出场地数量的限制，《云南的响声》自2010年年底暂时停演，预计将于2016年6月重新开始定点演出，也将为公司带来新的利润增长点。

表格 3:《云南的响声》剧目



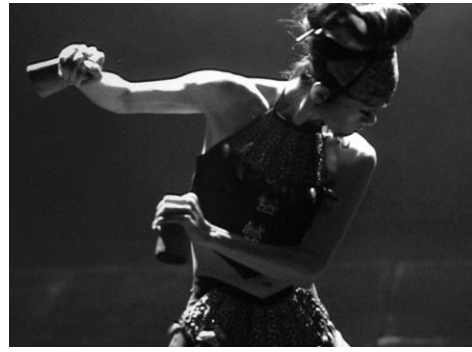
胎音



催生



太阳雨



雀神怪鸟



最后的马帮



喝醉了的鼓

资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

小节目演出

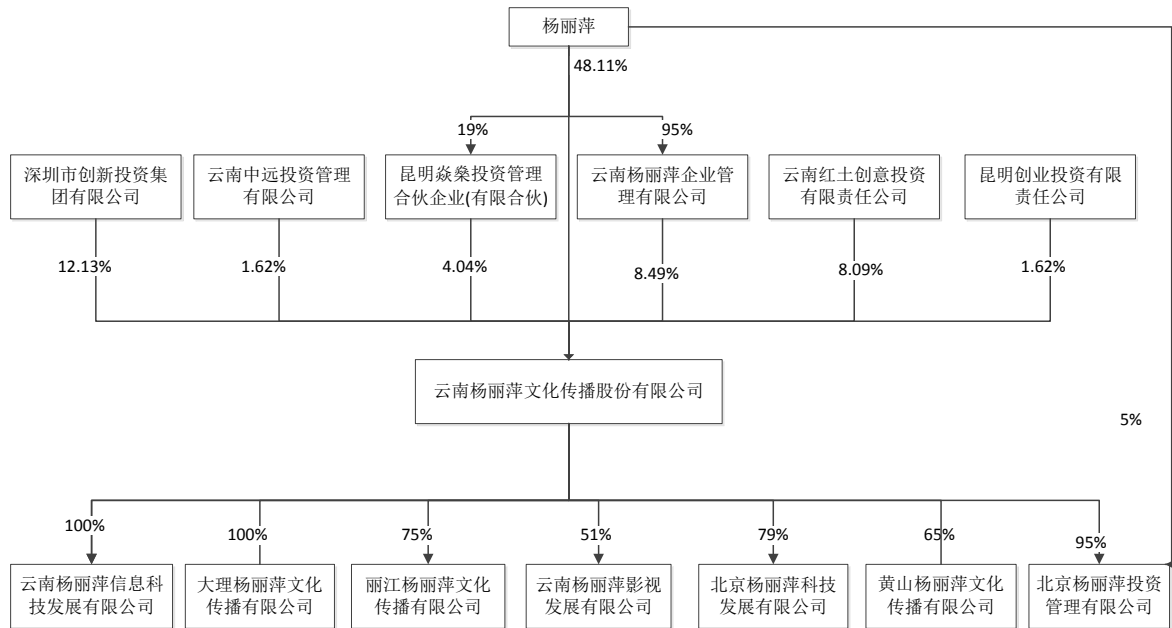
《云南映象》中的节目可以单个摘出（简称：小节目），按照大型活动或会展客户的需求，根据客户的场地，本公司带小节目外出演出。

1.2 公司股权结构

截止目前杨丽萍女士持有本公司56.96%的股份，其中直接持股48.11%，通过云南杨丽萍企业管理有限公司间接持股8.07%，通过昆明焱燊投资管理合伙企业（有限合伙）间接持股0.78%，是本公司的第一大股东。杨丽萍女士现任本公司董事长，实际控制公司的经营管理，为本公司的控股股东、实际控制人。



表格 4：公司股权结构情况



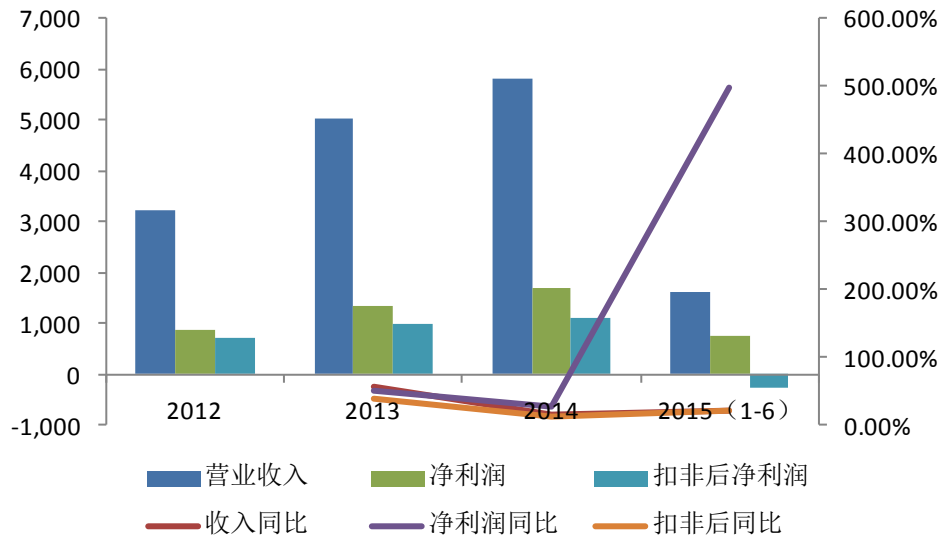
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2.公司经营情况

公司近年来各业务保持稳步增长，公司通过加深与大型旅行社合作，为公司定点演出提升了上座率，通过开发网络售票渠道培育自身的散客市场，截止2015年上半年，公司散客市场占有率基本稳定在19%左右，公司目前已经整合了原有票务系统、官网、官微、微信公众平台，成立了云南杨丽萍信息科技发展有限公司，拟与广州一家专门从事整合营销的公司合作，启动SEO全网推广，从而有望提升公司市场占有率。15年上半年实现营业收入1625.55万元，同比增长22.37%，2013和2014年其营业收入分别增长56.88%、14.97%；15年上半年实现净利润750.8万元，同比增长419.24%，13和14年全年增长50.06%和28.21%。2015年上半年业绩增长速度较快的主要原因是公司收到丽江《云南的响声》项目扶持资金1000万元所致，从公司历年业绩上看，公司2012至2015年1-6月实现扣非后净利润分别为709.46万元、981.55万元、1123.67万元和-264.18万元，其业绩保持稳步增长。公司15年1-6月扣非后净利润为亏损，这主要是因为公司剧目演出业绩呈现明显的季节性波动，公司剧目演出上半年的营业收入明显低于下半年，而经营成本则是按月定期支付，从而业绩季节性波动特征较为明显，2015年上半年扣非后净利润较上年同期减亏21.33%，这也说明公司经营业绩在不断的改善中。从公司历来扣非后净利润上看公司收到政府补贴占当期利润较多，2012至2015年上半年公司取得的政府补助占公司当期净利润的比例分别为28.54%、26.47%、41.9%和111.88%，因此政府补贴成为了公司利润来源的重要组成部分，未来随着公司主营业务的快速增长，有望逐步减少对政府补助的依靠。



表格 5：公司经营情况

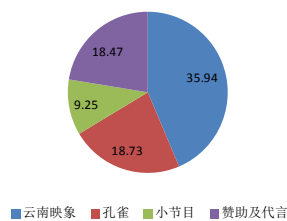


资料来源：wind，华鑫证券研发部

公司目前主要收入来自以《云南映象》为代表的定点演出和《孔雀》为代表的巡演，作为2015年公布的2014年中国演艺排行版中《云南映象》、《孔雀》进入舞蹈剧目票房十强入围名单剧目，极具知名度。《云南映象》作为当地最具知名且已有10多年的剧目，其收入主要靠旅行团体及旅游散客为主，自公司2014年起与大型旅行社进行深度合作，确保了《云南映象》的上座率稳步提升，其营业收入进入稳步增长期。《孔雀》剧目的巡演及从《云南映象》中单个摘出的小剧目由于其高毛利率，逐步成为公司主要利润来源。随着2015年上半年《孔雀》营业收入同比增长60.72%，小节目营业收入同比增长2.87%，从而提升公司当期综合毛利率，公司2015年上半年综合毛利率为26.75%较去年同期增长4.47个百分点。

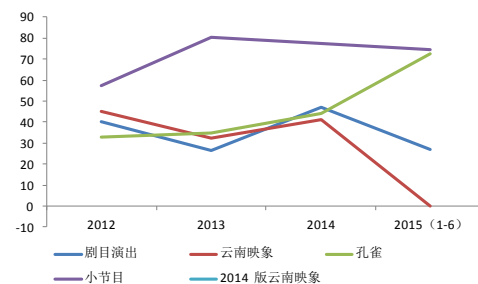
表格 6：各业务收入占比

2015年（1-6）收入占比



资料来源：wind，华鑫证券研发部

表格 7：各业务毛利率



资料来源：wind，华鑫证券研发部

3. 行业情况

公司所处的演艺行业是一种娱乐性很强的服务型产业，随着我国人均收入的增加，80、90后逐渐成为消费主力军，消费趋向于享受型消费，从而提升对文化消费需求快速增长。目前我国的娱乐形式及种类日趋繁多，如影视作品、主题公园、游乐园、休闲场所等，由于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。2014年我国演出市场总体经济规模434.32亿元，同比下降6.19%。其中演出票房收入(含旅游被分账收入) 148.32



亿元，同比下降12.13%；娱乐演出收入72.9亿元，同比下降22.86%；政府补贴收入109.94亿元，同比上升13.49%。舞蹈类演出虽然场次略有下降，但由于平均票价和上座率均有提升，票房收入上升了21%，由此可见自2013年政府关于文艺演出市场的“限奢令”和中央“八项规定”反对奢侈之风、反对公款消费等政策之后，在健康、公开、透明的政策环境下，演出市场进入转型调整期，2014年的演出市场已逐步回暖，并展现出更加广阔的发展空间。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。

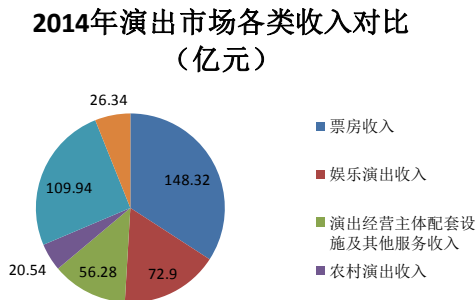
公司的国内市场主要对手为昆明、大理、丽江、西双版纳地区的各大民族特色大型原生态演出，包括丽江的《丽江印象》、昆明的《中国吉鑫宴舞》、大理的《希夷之大理》等。但由于公司的品牌效应及市场定位与前述演出不同，云南原生态剧深入人心，优秀的演艺水平保证其口碑经久不衰，使得以《云南映象》、《孔雀》为代表的本公司剧目在市场上具有较强的竞争力。

表格 8：人均年可支配收入



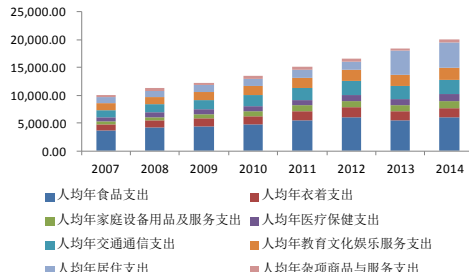
资料来源：wind，华鑫证券研发部

表格 10：2014 年演出市场各类收入对比



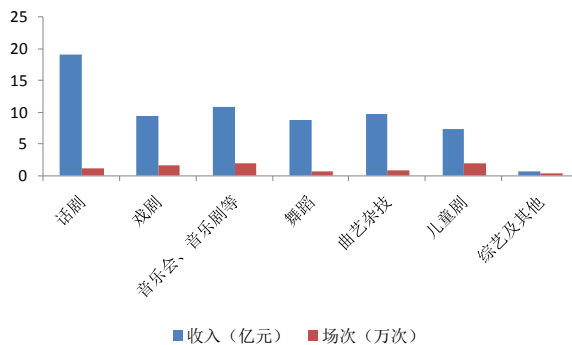
资料来源：wind，华鑫证券研发部

表格 9：城镇居民家庭人均支出



资料来源：wind，华鑫证券研发部

表格 11：2014 年专业剧场票房收入及场次对比图



资料来源：wind，华鑫证券研发部

4. 公司优势

4.1 品牌优势

公司拥有一批全国知名的演员，作为国内外知名舞蹈艺术家的代表人物之一，杨丽萍女士以独舞“雀之灵”从上个世纪八十年代起闻名海外。从本世纪初开始，杨丽萍女士基于对云南少数民族生活与舞蹈文化的理解，融合少数民族原创歌舞和民族舞蹈，先后成功创作了《云南映象》、《云南的响声》、《孔



雀》等经典舞剧。

《云南映象》剧目至今公演已超过十年，被誉为代表云南少数民族文化的一张名片，同时凭借其艺术水准和文化内涵，获得中国专业舞蹈最高奖项“荷花奖”。随后的《云南的响声》、《孔雀》也因杨丽萍女士的影响力赢得众多关注，特别是2012年8月《孔雀》开始全国巡演，完成了三十多个城市的百余场演出，包括在中国国家大剧院的首次国际舞蹈节首演，引起了巨大的社会轰动。

杨彩旗，艺名“小彩旗”。2014年中央电视台马年春节联欢晚会，在现场数千观众和电视机前数亿观众见证下，小彩旗持续旋转4个多小时，成为央视马年春晚的热议话题，被称为“春晚小陀螺”。2015年4月，彩旗荣获春城晚报2014年十大新闻人物奖项，这是史上最小的获奖者。

4.2 表演艺术水平优势

国内旅游文艺演节目主要依靠场景、舞美和编排等吸引观众，演员个体表演水平参差不齐。《云南映象》公演至今已超过十年，在杨丽萍女士指导下舞蹈编排不断改进，主要演员经长期合作，表演水平日趋提高。杨伍、线小团、黄文杰（虾嘎）等主要演员演技精湛，曾多次获得重要舞蹈大赛奖项，个人表演水平受到充分肯定，保证了演出的高质量。同时，本公司注重从云南多所艺术学院选拔具有深厚舞蹈功底和一定演出经验的优秀舞蹈学员，为本公司的演出队伍提供充足的人力资源储备。

4.3 艺术创造力优势

公司通过外部引进、内部培养等形式，打造了一只具有较高演艺水准和艺术鉴赏水平，并且具有较高专业化管理能力的演出团队。近年来，本公司曾先后与著名视觉艺术家叶锦添、著名作曲家三宝、著名歌手及音乐人萨顶顶、国家一级舞美设计师孙天卫、国家一级编导高成明、舞蹈家王迪和骆文博等知名艺术家进行深入合作，为本公司的剧目创作团队提供有力的外部支持。

5. 公司未来看点及盈利预测

公司目前除拥有知名剧目《云南映象》及《孔雀》外，还有多个剧目正在紧锣密鼓的筹备中，其中2014年由杨丽萍编导的新剧《十面埋伏》从2015年下半年已经开始巡演，有望推动公司15年及未来业绩。公司丽江定点演出的《云南的响声丽江古城篇》及黄山定点演出的《黄山映象》有望在2016年的下半年上演，由于这些项目均在旅游热门景点，且公司通过对全资子公司丽江杨丽萍文化传播有限公司扩资，引进云南假日风光国际旅游集团有限公司，通过与其建立全方位的战略合作关系，并通过与大型旅行社深度合作和公司积极开发网络销售渠道，届时客流将有一定的保障，从而形成公司新的利润增长点。

15年下半年公司积极寻求合作伙伴，分别与北京七彩云南商贸有限公司、天津唐人影视有限公司等公司签订了战略合作协议或框架协议，使公司未来在品牌代言及影视文化上的发展奠定了基础，从而为公司带来新的血液。公司也积极谋求转型，公司控股子公司北京杨丽萍科技发展有限公司与雅艺德龙贸易（北京）有限公司签订了《“傣秀演出”舞美置景及道具委托承制协议》，合同金额为416万元，这代表了杨丽萍科技的舞美置景及道具制作水准得到了国际舞台艺术大师的认可，也为公司带来想象空间。公司16年年初公司公告称公司将向云南省红河州元阳县人民政府（以下称“元阳县人民政府”），



购买位于云南省红河州元阳县新街镇箐口村新建的哈尼小镇八组团房屋共 7 栋，共同打造“云南映象-哈尼梯田”文化产业园区，其主要用于开发元阳文化旅游精品新业态，形成景区观光、村寨式休闲酒店、特色餐饮、酒吧、哈尼农耕文化展示、旅游商品展示销售等新业态板块。从公司最新的 2016 年 3 月 11 日的公告上看，“云南映象·五朵金花剧院”项目进入具体实施阶段，作为公司目前唯一自有剧院项目，未来项目完成后，有望提升公司未来业绩。

我们预计 2015-2017 年公司实现归属于挂牌公司股东的净利润为 2337 万元、3009 万元、4001 万元，对应 EPS 分别为 0.81、1.08、1.32 元，对应 PE 分别为 22X、17X 和 13X，考虑到目前三板流动性等因素首次给予公司“审慎推荐”评级。

6.风险提示

1. 市场竞争风险；
2. 过于依赖杨丽萍个人表演和创作能力的风险；
3. 核心人员流失风险。



图表 1、公司盈利预测

单位：万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	5,044	5,799	6,618	9,106	12,424
增长率(%)	56.9%	15.0%	14.1%	37.6%	36.4%
减：营业成本	2,822	2,867	2,870	3,993	5,543
综合毛利率(%)	44.0%	50.6%	56.6%	56.1%	55.4%
减：营业税金及附加	204	218	250	341	466
销售费用	118	137	152	209	286
管理费用	689	1,171	1,406	1,930	2,634
财务费用	-10	-3	-3	91	155
期间费用率	15.8%	22.5%	23.5%	24.5%	24.8%
资产减值损失	18	44	33	46	62
加：公允价值变动净收益	0	0	0	1	2
投资净收益	36	27	0	0	0
营业利润	1,239	1,394	1,911	2,496	3,280
增长率(%)	52.1%	12.5%	37.1%	30.6%	31.4%
加：营业外收入	360	725	860	1,093	1,491
减：营业外支出	1	3	5	6	7
利润总额	1,598	2,115	2,766	3,582	4,763
增长率(%)	49.9%	32.4%	30.8%	29.5%	33.0%
减：所得税	257	395	429	573	762
实际所得税率(%)	16.1%	18.7%	15.5%	16.0%	16.0%
净利润	1,341	1,719	2,337	3,009	4,001
归属于母公司所有者净利润	1,341	1,845	2,337	3,009	4,001
增长率(%)	50.0%	37.6%	26.7%	28.7%	33.0%
净利润率(%)	26.6%	31.8%	35.3%	33.0%	32.2%
少数股东损益	0	-126	0	0	0
总股本（万股）	0	3,000	3,710	3,710	3,710
基本每股收益（元/股）	#DIV/0!	0.61	0.63	0.81	1.08

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

研究员简介

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士
主要研究和跟踪领域：食品饮料、商业

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>