

推荐 (维持)

# 梅花香自苦寒来，探寻国有传媒价值洼地

2018年11月25日

## 传媒行业2019年度投资策略

上证指数	2579
行业规模	占比%
股票家数 (只)	116 3.3
总市值 (亿元)	10636 2.4
流通市值 (亿元)	7033 2.0

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	1.7	-31.7	-38.8
相对表现	3.0	-13.3	-15.4



资料来源：贝格数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《2018年国庆假期国内电影票房点评—国庆档票房相对冷清，同比缩减21%》2018-10-10
- 2、《传媒互联网行业2018年度中期策略报告—寻找互联网付费行业的α投资机会》2018-07-01
- 3、《付费主题深度研究（三）—体育付费：携内容爆发之势，乘付费兴起之风》2018-05-29

### 顾佳

021-68407977  
gujia@cmschina.com.cn  
S1090513030002

### 朱璐

zhujun5@cmschina.com.cn  
S1090516080002

### 罗亚妮

luoyakun@cmschina.com.cn  
S1090518090004

本篇报告主要通过对海外优秀公有传媒企业的横向研究和对中国成立以来我国国有传媒企业发展史的纵向回顾，分析探求国有传媒企业的发展之道。此外，我们也对国内七大国有传媒公司进行了详细的案例研究，对其特点和优势进行归纳和提炼。我们很希望本报告能够为投资者提供启示，帮助大家理解中国国有和海外公有传媒企业发展轨迹，从而可以抓住现阶段上市的国有传媒公司投资机会。

- **横向来看，他山之石可以攻玉，海外公有传媒集团发展历程回顾。**通过对日本NHK和英国BBC的研究，我们发现：1) 公有背景带来的经济独立性反而能使媒体避免节目制作的短视行为，打造出兼具商业性和社会效益性的精品节目，并在新闻报道更好保持客观性和中立性；2) 立足于公有平台的优势，在国际化、传媒新技术的应用和时事政治类新闻报道等方面充分发挥优势。
- **纵向来看，秣马厉兵，砥砺前行。中国国有传媒事业的发展分为五个阶段：初创阶段、第一次体制改革阶段、资本化探索阶段、行业大整合时期以及发展新时期。**通过对发展阶段演变的回顾和对各时期优秀国有企业的研究，我们总结了三大共性：1) 充分利用资源禀赋，构建高护城河；2) 担负文化使命，跟进文化产业改革发展，彰显社会价值；3) 市场化灵活运用，把握时代浪潮谋求转型升级。
- **此外，我们还梳理了七大国有传媒企业的成功之道：1) 电视娱乐的鼻祖湖南广电；2) 敢为人先、布局成熟的凤凰传媒；3) 资源优势突出的环球时报；4) 电影产业链龙头中国电影；5) 紧跟技术发展步伐的新华网；6) 产业联动的先行者华侨城集团；7) 成功架构多元文化艺术生态的保利文化。**
- **国有传媒领域投资建议：**建议关注背靠湖南广电的视频新媒体龙头**芒果超媒**，电影行业龙头**中国电影**，出版行业经营稳健、防御性较强的**凤凰传媒**、**长江传媒**、**南方传媒**、**中南传媒**，以及焕发新生的互联网新贵**中文传媒**和**浙数文化**。
- **风险提示：**政策监管风险、技术创新风险、行业竞争加剧风险、盗版侵权风险、税收优惠以及补贴政策发生重大变化的风险、宏观经济发展不景气风险。

### 重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
芒果超媒	36.90	0.82	1.11	1.39	33.18	26.45	6.54	强烈推荐-A
中国电影	13.58	0.52	0.79	0.69	17.16	19.84	2.31	强烈推荐-A
凤凰传媒	7.39	0.46	0.56	0.58	13.20	12.67	1.43	暂无评级
长江传媒	6.18	0.51	0.58	0.66	0.68	0.71	1.14	暂无评级
中南传媒	11.18	0.84	0.72	0.76	15.62	14.68	1.53	暂无评级
中文传媒	11.59	1.05	1.20	1.39	9.65	8.34	1.24	暂无评级
南方传媒	8.14	0.68	0.76	0.84	10.68	9.66	1.41	暂无评级
浙数文化	8.35	1.27	0.47	0.56	17.62	14.83	1.37	暂无评级

资料来源：公司数据、招商证券 注：凤凰传媒、长江传媒、中南传媒、中文传媒、南方传媒、浙数文化的盈利预测均采用万得一致预期。

敬请阅读末页的重要说明

## 正文目录

引言.....	6
一、他山之石：海外公有文化传媒集团大放异彩 .....	7
1.1 NHK：日本公有媒体保持领先地位.....	7
1.1.1 在民营电视媒体夹击中突出重围.....	7
1.1.2 经验总结：保持基于公有背景的独特性+打开国际市场 .....	8
1.2 BBC：屹立不倒的世界第一家电视台 .....	9
1.2.1 历经百年沉浮，在世界范围内享有盛誉 .....	9
1.2.2 经验总结：不断改革创新并立足全球市场 .....	10
二、砥砺前行：中国国有传媒的发展历程 .....	13
2.1 中国国有传媒事业初创阶段（新中国成立-1978 年） .....	13
2.2 国有传媒公司企业化经营改革（1979 年-1993 年） .....	13
2.3 国有传媒企业资本化探索（1994-2004） .....	15
2.4 国有传媒企业大整合时期（2005 年-2012 年） .....	17
2.5 国有传媒企业发展新时期（2013 年-至今） .....	17
2.6 总结——国有传媒企业的突围之道 .....	18
三、优秀文化国企案例研究 .....	21
3.1 湖南广电：坚持内容为王，打造差异化特色.....	21
3.1.1 不断创新，坚持优质内容.....	22
3.1.2 创新精神与高效的组织架构 .....	25
3.1.3 跨界融合与产业链延伸.....	27
3.2 凤凰传媒：出版龙头敢为人先，产业协同延伸布局.....	28
3.2.1 出版龙头，书籍题材广，产业链有所布局 .....	28
3.2.2 企业文化、制度促进布局，资本助力 .....	29
3.2.3 上下游延伸，布局全产业链 .....	31
3.3 环球时报：专注全球新闻内容生产 .....	32
3.3.1 国际新闻专业报道，用户面广、影响力大 .....	32
3.3.2 高水准内容生产，立足政府支持.....	33
3.4 中国电影：国有电影全产业链龙头，进口片发行优势明显.....	34
3.4.1 发行与终端电影放映强势，全产业链布局 .....	34

3.4.2 背靠中影集团，直属广电总局，资源优势较广 .....	35
3.4.3 全产业链布局逐渐完善，电影制作精细化发展 .....	35
3.5 新华网：依托品牌与时俱进，流量转化能力显著 .....	37
3.5.1 紧密依托新华社品牌，多维挖掘商业价值 .....	38
3.5.2 抢占移动端，发展融媒体，逐步加码用户粘性 .....	39
3.5.3 技术驱动继续前行，加速形成全媒体产品链 .....	40
3.6 华侨城集团（文化）：着力产业联动，深度探索“文化+” .....	41
3.6.1 着力共享，创新盈利模式，发力 IP 领域 .....	41
3.6.2 深度探索“文化+”，打造文化产业集群 .....	42
3.7 保利文化：架构自有多元文化艺术生态，关注内容强者恒强 .....	44
3.7.1 核心业务做深做广，架构艺术品经营产业链，密切关注新兴市场 .....	45
3.7.2 内容保质增量，精品战略成果斐然 .....	45
3.8 国内文化企业案例总结：善于利用资源，共振线上线下，注重品牌公信力，发挥政策支持力量 .....	47
3.8.1 因利乘便，以资源导流量 .....	47
3.8.2 紧抓时代风口，实现线上线下共振 .....	47
3.8.3 注重品牌公信力建设，以文化生态驱动长期发展 .....	48
3.8.4 依托国企背景，发挥政策支持力量 .....	48
四、重点关注公司 .....	49
4.1 芒果超媒（300413）：优质“内容+渠道”的互联网视频龙头 .....	49
4.2 中国电影（600977）：电影全产业链龙头，制作业务盈利回暖，2019 进口大片年值得期待 .....	50
4.3 凤凰传媒（601928）：教辅龙头迎新机遇，积极拓展智慧教育及影视 .....	51
4.4 长江传媒（600757）：主业稳健增长，加快书店转型，降本增效，具备长期投资价值 .....	52
4.5 中南传媒（601098）：位居国内出版第一方阵，高分红+账面现金充足 .....	53
4.6 中文传媒（600373）：传统业务稳健，海外游戏可期 .....	54
4.7 南方传媒（601900）：坚持“一体两翼”，深耕出版发行业务，资金充裕 .....	55
4.8 浙数文化（600633）：全力转型互联网，三大业务发展势头强劲 .....	56
五、风险因素 .....	58

## 图表目录

表 1: 2017 年日本高收视电视剧排行榜三十强 .....	7
表 2: BBC 主要电视频道情况 .....	9
表 3: 近年英国 TOP5 广播公司收视率 (%) .....	10
表 4: 中国广播电视发展情况 .....	14
表 5: 东方明珠融资、投资历程 .....	15
表 6: 1999 年至 2001 年上市公司情况 .....	15
表 7: 湖南卫视电视节目发展历程 .....	16
表 8: 湖南卫视开创意型节目 .....	18
表 9: 文化产业税收优惠政策 .....	19
表 10: 湖南广电运营主体 .....	21
表 11: 2017 年省级卫视电视剧收视率排名 TOP10 .....	23
表 12: 湖南广电的产业链延伸与布局 .....	27
表 13: 2016、2017 年码洋占有率市场前 10 名 .....	28
表 14: 凤凰传媒参投电视剧 (部分) 收视率情况 .....	28
表 15: 凤凰传媒参投电影 (部分) 票房情况 .....	29
图 1: 2017 年英国人对 BBC 和其他类似媒体的看法 .....	10
图 2: 中央电视台大事纪 (1978-1993) .....	14
图 3: 集团资本领域发展历程 .....	22
图 4: 2018 年 1 月-10 月电视台收视率及市场份额 .....	22
图 5: 芒果 TV APP 月活跃用户规模 (万人) .....	24
图 6: 凤凰传媒 2010-2017 主要财务指标 (亿元) .....	30
图 7: 演化后出版产业链构成 .....	31
图 8: 中国电影主导或参与发行进口影片情况 .....	34
图 9: 2018H1 全国院线票房前十名 .....	36
图 10: 2018H1 全国院线票房前十名场次信息 (万场) .....	36
图 11: 新华网近年营收 (万元) .....	37
图 12: 新华网近年主营构成 (万元) .....	37
图 13: 新华网股东情况 .....	38
图 14: 新华网业务条线及产品服务 .....	38

图 15: 信息服务营收持续增长 (万元) .....	39
图 16: 新华网主页不同行业的贴片广告 .....	39
图 17: 新华网各主营业务毛利率 (%) .....	39
图 18: 新华网十大业务板块 .....	41
图 19: 华侨城文化生态 .....	43
图 20: 保利文化近年营收 (万元) .....	44
图 21: 保利文化主营构成 (万元) .....	44
图 22: 保利全国影城分布 (截至 2017 年 12 月 31 日) .....	46
图 23: 芒果超媒营业收入情况 (亿元) .....	49
图 24: 芒果超媒归母净利润情况 (亿元) .....	49
图 25: 中国电影营业收入情况 (亿元) .....	51
图 26: 中国电影归母净利润情况 (亿元) .....	51
图 27: 凤凰传媒营业收入情况 (亿元) .....	52
图 28: 凤凰传媒归母净利润情况 (亿元) .....	52
图 29: 长江传媒营业收入情况 (亿元) .....	53
图 30: 长江传媒归母净利润情况 (亿元) .....	53
图 31: 中南传媒营业收入情况 (亿元) .....	54
图 32: 中南传媒归母净利润情况 (亿元) .....	54
图 33: 中文传媒营业收入情况 (亿元) .....	55
图 34: 中文传媒归母净利润情况 (亿元) .....	55
图 35: 南方传媒营业收入情况 (亿元) .....	56
图 36: 南方传媒归母净利润情况 (亿元) .....	56
图 37: 浙数文化营业收入情况 (亿元) .....	57
图 38: 浙数文化归母净利润情况 (亿元) .....	57

## 引言

国有传媒企业始终是传媒行业中的重要力量。但由于发展速度相对较慢以及市场对国有企业的固有刻板印象，除少数明星企业外，大量优质的老牌传媒国企长期被市场忽略或轻视。但是在现阶段的市场环境下，我们认为国有传媒企业的相对优势开始显现：

**1) 国有传媒企业的基本面受监管政策加强的冲击较小。**2017年以来传媒行业监管政策趋严，多数传媒股价均受政策面的压制。而相对而言，经营更为规范的国有企业的基本面受政策趋严的影响较小。

**2) 国有传媒企业来自非基本面的风险因素较少。**民营传媒公司在融资方面有先天劣势，对股权质押融资依赖性较强，股权质押率较高，在股价大幅调整的市场环境下风险较高；另一方面，民营传媒公司由于频繁并购扩张带来过高的账面商誉，有商誉减值的风险。

**3) 行业从粗犷的高速增长过渡到追求有质量的增长，国有传媒企业禀赋更高。**由于传媒行业各细分领域增速放缓，传媒企业业绩高增长的可持续性减弱，而其中国有传媒企业的资源禀赋往往在追求高质量的平稳增长时更容易凸显优势。

基于以上初步的思考，我们对国有传媒企业产生浓厚的研究兴趣。本文通过对海外优秀公有传媒企业的横向研究和对中国成立以来我国国有传媒发展史的纵向回顾分析，探求国有传媒企业的发展之道。在此基础上，我们也对国内七大国有传媒公司进行了详细的案例研究，对其特点和优势进行归纳和提炼。

## 一、他山之石：海外公有文化传媒集团大放异彩

通过对全世界公有媒体的研究，我们发现即便在高度市场化的发达国家也并非只有私立媒体才能发展壮大。相反，一些海外的公有媒体，不仅发展稳健，而且制作的内容口碑更好、立场更客观，赢得了更多观众的认可。日本 NHK 和英国 BBC 就是两个最具代表性的公有媒体成功案例。

### 1.1 NHK：日本公有媒体保持领先地位

NHK，即日本放送协会，成立于 1925 年，是日本比较大的公共媒体机构，也是第一家覆盖整个日本地区的电视台，目前拥有 4 个电视频道和 3 套广播节目。1948 年日本政府颁布《广播法》，从而确立了 NHK 特殊的法律地位，使其成为主要依靠民众缴纳视听费而独立运作的公有媒体。根据日本《广播法》第七条规定，NHK 是“特殊法人”，是“公共”广播机构，不属于任何政府和政党，宗旨是“为了公共福祉，在全国范围内播出丰富而优秀的广播电视节目；为了广播事业的发展，开展必要的相关业务，并从事国际广播业务”。而其“公共”性质，主要体现在两个方面：一个是其经营委员会的 12 名成员是由社会各界名士组成，代表了全民的意愿；另一方面，其经费来源并非来自于广告或者政府拨款，而是主要来自于向全国每一户电视观众每年收取的“收视费”。

#### 1.1.1 在民营电视媒体夹击中突出重围

作为公有电视媒体机构，NHK 在面对日本众多的民营电视媒体的夹击下，始终保持着市场的领先地位。比如，2017 年日本高收视电视剧榜前五名中有三个是 NHK 的，分别是第二名的晨间剧《雏鸟》，第三名的晨间剧《别嬪小姐》，第四名的晨间剧《笑天家》。而追溯 NHK 的发展历史，每年的“红白歌会”在日本娱乐圈也是轰动万分，电视剧《阿信》更是在世界五大洲播出引起了轰动，在经历了市场多年的洗礼，老牌公有媒体龙头 NHK 始终成功的原因到底有哪些，这引起了我们极大的研究兴趣。

表 1：2017 年日本高收视电视剧排行榜三十强

排名	收视率	电视台	剧名
1	25.3%	朝日	《DOCTOR-X 外科医大门-未知子》第五季（最终回）
2	24.4%	NHK	《雏鸟》
3	22.5%	NHK	《别嬪小姐》
4	22.3%	NHK	《笑天家》
5	20.5%	TBS	《陆王》（最终回）
6	17.9%	朝日	《紧急审讯室》第二季（初回）
7	16.9%	NHK	《女城主直虎》
8	16.6%	朝日	《相棒》第 16 季
9	16.4%	富士	《CODEBLUE》第三季
10	16.4%	TBS	《小巨人》
11	15.7%	TBS	《A LIFE~深爱的人~》
12	14.8%	TBS	《其实并不在乎你》（最终回）
13	14.5%	日本	《太太请小心轻放》
14	14.5%	朝日	《警视厅搜查一课长》第二季（初回）
15	14.0%	日本	《过保护的加穗子》（最终回）
16	13.9%	富士	《CRISIS》
17	13.9%	朝日	《警视厅搜查一课 9 系》第 12 季

排名	收视率	电视台	剧名
18	13.8%	日本	《东京白日梦女》
19	13.1%	朝日	《遗留搜查》第四季（初回）
20	13.1%	朝日	《科搜研之女》第 17 季
21	13.0%	朝日	《黑革记事本》（最终回）
22	13.0%	朝日	《刑警七人》第三季
23	12.9%	日本	《超级打工仔左江内氏》
24	12.9%	TBS	《产科医鸿鸟》第二季
25	12.8%	TBS	《对不起，我爱你》（最终回）
26	12.6%	TBS	《环奈小姐》
27	12.0%	日本	《我命中注定的人》
28	12.0%	富士	《谎言战争》
29	11.2%	日本	《我的丈夫工作无能》（初回）
30	11.2%	日本	《科学怪人之恋》（初回）

资料来源：Audience Rating TV，招商证券

### 1.1.2 经验总结：保持基于公有背景的独特性+打开国际市场

我们认为 NHK 作为公有媒体，之所以能够获得如此的成功和美誉，最核心的原因有以下四点：

#### 1、“收视费”制度保证了其不需要过于商业化，避免了节目制作的短视行为

日本其实私营电视台并不少，如朝日电视台、富士电视台等，竞争力也都比较强。但对于 NHK，它们最大的劣势在于私营属性导致过分依赖广告收入，从而使得在内容制作上不得不过多考虑商业化和娱乐化。而 NHK 恰恰相反，由于主要收入来自于“收视费”，使其可以不那么顾及市场偏好，从而可以制作出类似于《731 部队的真实》这类特别节目。《731 部队的真实》带观众走近了这个人类历史上最大规模、最灭绝人性的细菌战研究中心，直面二战历史中最惨无人道的亚洲篇章，其客观和专业详实的报道角度赢得了不少的口碑，而这往往是很多商业电视台无法做到的。同样，其他纪录片，包括跟央视合作的《丝绸之路》，以及很多年前播放的《中国，十二亿人的改革开放》，都是赢得了口碑和收视率双丰收。

#### 2、政府大力支持，使其报道具有先发和客观优势

由于 NHK 公有媒体的属性，其内容可以不受党派、财阀和广告商的影响和钳制，从而在新闻或者其他一些重大事件报道上具备一定的公正性和资源优势地位。比如其特别重视的新闻报道，新闻和信息占比可能达到 37.7%，在现场报道的记者可能达到千人以上。NHK 特别重视 2 个新闻报道方向，一是紧急重大事件报道，包括地震、台风等。比如，2004 年 11 月 6 日 19:30-7 日 20:00，NHK 召开了历史上首次慈善事业的长时间节目《运动受灾者的声音·现在我们的事（NHK24 小时）》，从全国收集了震灾和台风受灾者的消息。另一个是关于竞选的政治新闻报道。在日本，各种选举几乎每周都有，而 NHK 在这方面就远比同行做的更加的快速、准确，也更多角度。

#### 3、在传统内容制作上的投入巨大，优势独特

根据相关媒体报道，由于歌舞伎、狂言、相扑等传统艺术及竞技比赛在日本票价高，导致很多日本国民特别是年轻人鲜有机会观赏。为此 NHK 定期在综合频道或者教育频道直播或者实况播放歌舞伎、狂言、相扑等传统艺术和传统竞技比赛，从而达到了普及和

传播的功能，为这些传统比赛和传统艺术培养了大量的粉丝和观众。对自身而言，也是获得了口碑和收视率的双丰收。同时，NHK 还在努力提高国民素质，推出一些针对孩子的教育节目，使得更多的父母和孩子都得到了教育，很受父母和孩子的欢迎。比如时间长达 45 年的《和妈妈在一起》，就是以学龄前儿童为对象的融娱乐性和教育性为一体的节目，通过设计读古诗词、背传统绕口令等方式普及传统文化，深受孩子的好评。

#### 4、国际化战略打开新蓝海

早在 1989 年，NHK 会长的岛桂次就开始致力于 NHK 的国际化经营，公司开始积极开拓海外的市场，具体表现就是“电视日本”计划。该计划的目的是在全世界范围内播放 NHK 的节目。从 1991 年开始，NHK 就已经在美国、欧洲、亚洲、非洲等地区的众多国家开始落地和内容播放，同时推广日本的文化和旅游等节目，担任了更多的国家宣传角色，而这也是其他竞争对手完全无法比拟的角色。

## 1.2 BBC：屹立不倒的世界第一家电视台

英国广播公司 BBC，全名 British Broadcasting Corporation，成立于 1922 年，总部位于伦敦，是英国乃至世界最大的新闻媒体机构之一，也是世界第一家电视台。

从属性上说，虽然 BBC 主要是接受英国政府资助的公共媒体，但其管理却是由一个独立于政府以外的 12 人监管委员会负责，并且通过皇家宪章来保障其独立性。在这一点上，BBC 是跟 NHK 比较相似的公共媒体。

同样跟 NHK 相似，BBC 的经费来源主要来自于用户的电视执照费，从而保证了其公共性。根据百度百科的相关资料，英国的法律规定，英国的每个家庭（除老年人和少数低收入人群，他们的费用由英国文化、媒体与体育部承担）或企业都必须购买一年限的电视执照，以确保 BBC 能够拥有足够的资金以“教育、通告和娱乐”大众。正因为这一点，决定了 BBC 不能拥有任何商业广告，同时也保证了其各类节目制作不受商业利益的摆布，最大程度地保证公正性和客观性。当然，除了电视执照费，BBC 也有一部分经费来自于政府拨款或者商业运作。一般认为，其 70% 左右的收入来自于电视执照费。

### 1.2.1 历经百年沉浮，在世界范围内享有盛誉

BBC 是当地最大的剧集生产商，其 2016 年播放电视剧 554 小时，排在第一位。BBC 通过旗下四个电视频道播出电视剧，其中 BBC1 播出时长为 467 小时，是最主要的渠道。ITV 主要依靠 ITV1 频道投放电视剧，其播出时长为 335 小时。BBC1 和 ITV1 的播放总量占英国原创剧集总量的 72%。BBC1 从 1936 年推出至今，作为英国电视的旗舰享有盛誉，是世界上第一个无广告的公共电视频道。作为 BBC 的综合频道，其收视率高居全英榜首，市场定位是做全英最有价值的电视频道。BBC1 的新闻节目代表着英国主流电视新闻准确、公平、独立的风格，拥有最广泛的观众和最强的舆论影响力。

表 2：BBC 主要电视频道情况

频道	开播时间	频道定位	覆盖地区	播出语言
BBC One	1936	综合频道	英国	英语
BBC Two	1964	服务、教育	英国	英语
BBC Three	2003	英国青年（16-34 岁）	英国	英语

频道	开播时间	频道定位	覆盖地区	播出语言
BBC Four	2002	纪录片、艺术、音乐	英国	英语
BBC News	1997	国内新闻	英国	英语
BBC Global	1991	国际新闻	全球	英语

资料来源：维基百科，招商证券

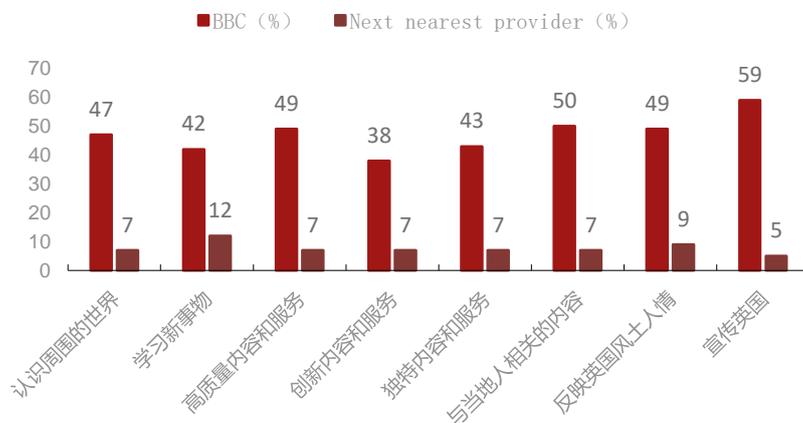
表 3：近年英国 TOP5 广播公司收视率 (%)

频道	2013	2014	2015	2016	2017
BBC	32.36	33.15	32.85	32.14	31.57
ITV	23.05	21.99	21.23	21.35	21.71
Channel 4	10.77	10.53	10.34	10.27	10.23
BSkyB	8.39	8.28	8.35	8.35	8.26
Channel 5	5.99	5.92	6.01	6.21	6.53

资料来源：BARB 2018 年 2 月发布的《电视观看的趋势》

根据 BBC 的 2017 年度报告，虽然媒体格局迅速变化，英国广播公司仍然在电视、广播和在线平台上发挥核心作用。在英国，从总体覆盖率来看，每周十个成年人中有超过九人使用英国广播公司的内容；平均而言，观众每天观看 BBC 的时间约 2 小时 45 分钟；部分广播节目持续吸引大批观众，比如《保镖》、早餐新闻等节目。英国广播公司通过其辐射广度和节目质量给予受众便利，提供了大量的新闻和时事，学习和教育内容。根据调查，观众满意度仍然相对较高：四分之三的人表示对 BBC 电台和线上 BBC 感到满意，三分之二的人对 BBC 电视感到满意。

图 1：2017 年英国人对 BBC 和其他类似媒体的看法



资料来源：BBC 年度报告、招商证券

### 1.2.2 经验总结：不断改革创新并立足全球市场

BBC 相对于 NHK，其面临的商业电视台竞争压力更加的大（比如英国 ITV 等商业电视台），但仍然能够存活接近百年，我们也对其生存之道做了详细的探究：

#### 1、发挥自身公共服务属性+推出原创新颖内容，拥抱全球观众

BBC 作为百年老店，虽然面对着各类商业电视台的强力挑战，却始终稳步前进，最核心的一个原因就是其立足于本身优势，并努力拥抱全球观众。BBC 知道与各商业电视台比拼收视率、比拼娱乐化等做法无法发挥其优势，所以更加注重发挥公共媒体的特殊

定位，努力提供更加具备“公共服务”属性的内容。如在 2005 年，其播出了一档新颖的纪实节目——《发现春天》，节目是通过英国各地观众的参与，记录下英国春天的脚步。此档节目一播出，迅速引起了轰动，并赢得了无数好口碑。明星真人秀《邀你共舞》以及《憨豆先生》等搞笑短剧，都是来自于 BBC 的原创。正是这些新颖而又具备人文精神的节目，使得 BBC 的内容显著区分了跟商业电视台的区别，也赢得了无数的观众的追捧。

BBC 作为最早的电视台，全球影响力巨大，公司也充分利用其影响力迅速在全球落地。BBC WORLD 在全球播放，其专业、客观、即时的全球迅速的媒体新闻报道，帮助 BBC 在全球媒体中赢得了非常显赫的地位，并受到全球各个媒体的学习，而这也是 BBC 跟商业电视台抗争的又一独特优势。

## **2、立足技术不断的进步，引领全球广电行业技术改革先锋**

广电行业技术的数字化一直在进行，而 BBC 作为英国最大的电视媒体机构，虽然是公共媒体，却引领时代潮流，不断推进广电技术的数字化。其早在 1990 年就进行了 DAB 的技术测试，并在 1995 年正式推出了数字电台广播服务。后来英国乃至欧洲的数字广播电台技术标准都是根据 BBC 的测试结果制定的。可以说，BBC 帮助欧洲的广电行业数字化做出了巨大贡献。

同样，在英国从模拟电视信号进入数字电视信号的过程中，BBC 也起到了巨大作用。BBC 早在 1998 年就率先推出了数字电视频道，并与其他多家英国电视媒体合作成立了数字英国 (Digital UK)，共同推动英国的数字电视转换和普及工作。可以说，正是 BBC 等在技术上的不断创新和努力尝试，不仅使得 BBC 在电视行业的竞争力得以保持，也使得英国在广电数字技术行业的持续领先。

## **3、发挥全媒体优势，跟进时代发展步伐**

早在 2007 年，BBC 就已经提出了“四屏”（即电脑、电视、手机、平板电脑）的发展战略，可以给观众提供更加及时和更加全面的报道内容，其中伦敦奥运会就是一次非常好的全媒体应用案例。根据 BBC 公布的数字，在奥运会期间，有接近 91%（接近 5100 万）的英国人口观看了奥运直播，其中 42% 使用了 BBC 的互动电视观看，同时也有 1190 万人使用移动平台收看伦敦奥运会。BBC 通过伦敦奥运会，最好地实践了全媒体发展的理念，也跟进时代发展的步伐。

BBC 在推广全媒体发展战略时，并不是单纯的推广全媒体，而是要求其每一个员工都具备全媒体报道的能力。根据相关报道，一旦发生突发新闻，BBC 会要求现场记者先以手机把简述的信息发送到 Quickfile 快速信息平台上进行共享，使得各个媒体平台都能够关注到这则信息，随后，以突发新闻的方式进行对外公布。紧接着，包含着照片、视频、音频以及现场报道等随之而来，并通过全媒体平台发布，从而第一时间抢得即时新闻的话语权，并给观众提供第一手快速和详实的报道。全媒体的综合优势，也是 BBC 始终立足于不败之地的关键之处。

## **4、发展过程中遭遇多次打击，不断的顺应改革，保持顽强生命力**

在这个竞争激烈、受人关注的媒体行业，BBC 在百年的发展历程中自然也遭遇了不少的打击和挫折。有些媒体为此一蹶不振，后来隐然消退，而 BBC 则是敢于面对，不断的顺应改革，从而始终保持着顽强的生命力。

其中最著名的就是 2003 年的“赫顿事件”。据报道，2003 年 7 月 BBC 旗下 Radio4 的一个新闻节目引述了一名政府官员的话，称布莱尔政府在萨达姆拥有大规模杀伤性武

器一事上加油添醋，而没有按照情报机构所提供的情报准确向公众报告以获得公众对参与美伊战争的支持。报道播出后，英国政府要求 BBC 道歉，两者关系迅速恶化。而在同年 7 月，接受 BBC 采访并且提供新闻来源的武器专家戴维凯利博士在被媒体曝光姓名后自杀，从而在英国掀起了轩然大波，英国政府和 BBC 都被指责要为凯利博士的自杀负责。随后英国政府将此事交给了独立大法官赫顿勋爵进行调查，最终结果是：BBC 指控英国政府渲染伊拉克武器的报道没有根据，BBC 的新闻编辑工作存在缺陷。随后，BBC 主席和 BBC 总经理被迫辞职。在经历如此大的挫折事件后，BBC 并没有倒下，反而进行了内部改革，制定了更为严格的新闻培训新制度、报纸撰写新制度以及投诉新制度，从而帮助 BBC 度过了这一难关。

诚然，BBC 后来也经历了一些言论泄露事件和拍摄造假事件。而每一次的风波，都伴随着 BBC 的自我改革和内部管理改进，从而每次都能渡过难关。正是因为 BBC 勇于承担责任并自我革新的态度，才使得其始终保持活力和生命力。

## 二、砥砺前行：中国国有传媒的发展历程

### 2.1 中国国有传媒事业初创阶段（新中国成立-1978年）

新中国成立以后，我国学习苏联模式建立计划经济体制，经济上是国营的全面覆盖，与此对应，传媒被纳入到高度统一的意识形态管理内。这一时期，主要的传媒细分行业包括报纸、电影以及广播电视。建国初期，**报刊是纯粹的公共事业**，报纸的创办由国家严格审批，经费由政府财政拨款，印刷物质由计划统一分配，发行由邮局包揽，订阅由单位公费支付。其他类型的媒体的管理模式和生存模式也基本遵循同一路径。**电影的定位是“为政治而服务”**，引进的外国电影以苏联电影为主；1949年，东北电影制片厂（1955年改为长春电影制片厂）、北京电影制片厂、上海电影制片厂三大国营制片厂建立完成，到1958年，全国共有18家电影制片厂（包括筹建），各个国有电影制片厂也都按照国家的生产计划进行运营，是新中国电影制作的主要力量。**社会主义广播电视体制也才开始建立**，广播电视是国家垄断事业，广播电视作为党的喉舌担负重要的宣传工作。广播电视所有权和经营权都属于国家所有，不允许产业化经营，全靠国家财政拨款，广播电视收听、收看免费，没有自己的经营收入。

1955年，中央广播事业局向国务院报告提出于1957年在北京建立一座中等规模的电视台的计划。1958年北京电视台（中央电视台的前身）正式开播。作为中国自己的电视信号以及电视节目的率先探索，创办之初，北京电视台自办节目的能力较低，覆盖范围也仅限于北京市区。电视台只有30多名工作人员，每周播出两次，每次播出3个小时，以电影和剧场转播为主，新闻片数量很少，主要依靠电影厂和文艺演出单位的支持。但电视台建立不久，就开始担当了党和国家重大活动的报道任务。1976年，北京电视台第一次试播全国电视新闻联播节目，向全国10多个省、直辖市电视台传送信号，该节目成为《新闻联播》的雏形。

### 2.2 国有传媒公司企业化经营改革（1979年-1993年）

1979-1993年，中国传媒行业处于改革的孕育期、试验期和局部改革时期，而国有传媒企业是推动行业改革的重要力量。

1978年，以《人民日报》为首的首都八家中央级大报联名向中央财政部报告，要求实行“事业单位、企业化管理”，是指单位国有属性不变，坚持政治立场，但经济管理上采取“企业化”运作，自主经营、独立核算、自负盈亏、依法纳税。改变了传统意义上的媒体在原来计划经济体制下的财政拨款方式，逐渐开始实行企业化经营。国有传媒业的企业化制度由此起步。1979年1月上海的《解放日报》刊登了文革后的第一则商业广告，3个多月后中宣部发文肯定报纸恢复广告的做法，广告获得了合法性身份。1987年开始，《羊城晚报》率先实行内容部门和经营部门分离。这种模式是指负责媒介内容采编的编辑部门保持事业单位属性，分离出来的经营部门按照现代企业制度组建公司，主要从事广告、发行、印刷、多元化经营等业务。国有报刊企业争先改革，探索新的经营模式，我国国有报业经济迅速增长壮大。

这一时期，广播电视媒体逐渐转变成“事业单位，企业管理”的运作模式，并形成了新闻宣传、事业建设、行业管理“三位一体”的体制。在事业建设上，从两级（中央和省）

办台的旧模式发展为“四级办”的新的广播电视模式（中央、省、市和县四级）。国有广播电视新闻改革是全面改革的龙头，广电系统和地方各级党委政府积极开办广播电视，国有广播电视规模迅速扩大。

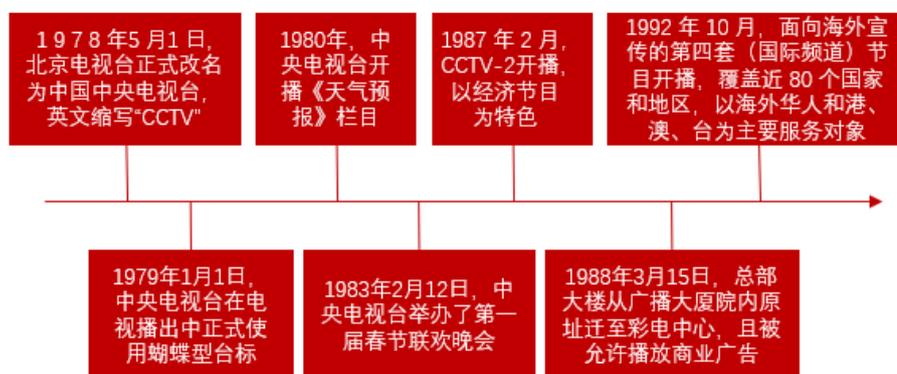
表 4：中国广播电视发展情况

	1976	1983	1997
电视机	600 万	3000 万	3.2 亿
有线电视户	无	几十万	7000 万
微波	300 公里	2000 公里	7.2 万公里
卫星转发器	无	无	22 个
无线转播台	600 座	2000 座	6 万座

资料来源：《面向新世纪的中国电视》（王录主编）

作为广电媒体改革的试验田、先锋地，1978 年 5 月 1 日，北京电视台正式改名为中国中央电视台，英文缩写“CCTV”，国家台的地位得以确认。1979 年成立了译制组，专门负责译制外国电视剧和电视影片，最早的一批《大西洋底来的人》和《加里森敢死队》非常受欢迎。1988 年 3 月中央电视台迁入彩电中心后，先进电视技术设备增加，使中央电视台节目制作能力和播出能力大大提高。彩电中心的建成和投入使用，是中央电视台发展史上的里程碑。

图 2：中央电视台大事纪（1978-1993）



资料来源：公开资料整理，招商证券

中国电影业也进入全面复苏和发展阶段。改革开放初期，中国电影体制基本仍高度集中，在电影生产制作领域，各电影制片厂按计划指标拍摄影片；在电影发行放映领域，由中影公司统一收购各电影制片厂的电影成片，再通过省（区）、市、县三级电影发行放映公司，向各个电影放映单位发放和调度拷贝。之后，中国电影业在电影制片、发行、放映等环节，逐步探索企业化运作和市场机制，并取得了一定成效。1985 年，一些电影制片厂开始了厂长负责制、“以副促影”发展三产的种种尝试。1986 年，按照中央的统一部署，文化部电影局和直属电影企事业单位从文化部划归广电部领导和管理。

## 2.3 国有传媒企业资本化探索（1994年-2004年）

改革开放新时期，中国国有传媒企业陆续进行上市的探索。1998年以前，沪深股市中还没有传媒板块，上市公司被冠名为“概念股”，只有东方明珠和中视传媒两家上市公司。1994年东方明珠在A股IPO上市，是我国广电系统内第一家上市公司，也是我国第一家文化类上市公司，在资本市场的大力支持下，被誉为亚洲第一塔的东方明珠塔终于在黄浦江边落成，成为上海的地标性建筑。在多年积累和再融资获得的雄厚资金支持下，东方明珠也展开了一系列的战略投资行动。1997年中视传媒在A股IPO上市，被称为“影视第一股”，背靠中央电视台，以影视基地经营为主营业务。

表 5：东方明珠融资、投资历程

时期	事件
1992年	原上海市广播电视局以下属七重天宾馆、出租车队和无线传输业务等“三产”为基础，采取发起设立的方式设立东方明珠股份有限公司；成立之初，公司拥有自筹资金5000万元，贷款1.5亿元人民币和1000万美元
1992年	东方明珠发行股票4.1亿股，募集资金5.74亿元，其中2.65亿元用于组建各个子公司，3.09亿元用于电视塔工程建设
1994年	东方明珠实施配股2084.8万股，募集资金8547万元，全部用于东方明珠电视塔的建设；11月28日，东方明珠电视塔投入试营业
1997年	东方明珠配股1.29亿股，募集资金6.4亿元，其中2.8亿元用于东方明珠塔工程；旅游娱乐业务继广播电视传播业务之后成为公司的支柱业务，业务收入占整个上市公司利润总额的50%
1998年	公司投资4.08亿元(大部分是募集资金)购买东方电视台持有的东视广告公司90%的股权，介入媒体广告产业
2001年	公司投资4亿元(大部分为募集资金)购买《每周广播电视》、《有线电视》和《上海电视》等“两报一刊”的经营性资产，实现资本市场与报刊产业的直接对接
2002年8月	公司联合上海文化广播影视集团、上海文广新闻传媒集团以及上海广播科技研究所共同发起，率先在中国推出了移动数字电视服务
2003年	公司增资8200万控股了上海国际会议中心，并受托管理文广集团对其的股权

资料来源：公开资料整理，招商证券

2000年，中央在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十个五年计划的建议》中，首次提出“文化产业”概念，政府对传媒产业的重视与关注逐渐提升。2001年，国有传媒企业在行政指导下，基本率先完成了集团化发展的制度安排，先后38家省级以上报业集团和19家广电集团组建。2002年11月，党的十六大报告首次提出“推进文化体制改革”、“积极发展文化事业和文化产业”，文化产业发展进入新时期。同年，中国证监会发布了新版的《上市公司行业分类指引》，明确将传播与文化产业定为上市公司基本产业门类之一。国家广电总局提出了有线电视台与有线电视网分离、节目制作与播出分离、节目采编与经营分离，在我国沪深股市上有线电视网、广告制作等经营性资产开始上市融资，我国国有传媒上市公司有了可循的上市模式。伴随着沪深股市行情发展以及传媒体制改革的不断深入，从1999年~2001年，我国沪深股市共有7家传媒上市公司。

表 6：1999年至2001年上市公司情况

公司名称	股票代码	上市时间	上市方式	主营业务
电广传媒	000917	1999年3月25日	IPO上市	有线电视网络运营
聚友网络	000693	1999年5月24日	借壳上市	网络及其设备经营
博瑞传播	600880	2000年3月20日	借壳上市	广告、印刷

公司名称	股票代码	上市时间	上市方式	主营业务
华闻传媒	000793	2000年4月8日	借壳上市	报业发行、印刷
歌华有线	600037	2001年2月8日	IPO上市	有线电视
赛迪传媒	000504	2001年3月8日	借壳上市	媒体出版、文化传播
广电网络	600831	2001年12月28日	借壳上市	有线电视、数字电视运营

资料来源：公司公告，招商证券

这一时期，国有广播电视产业经营迎来新机遇。广播电视开始从“事业单位，企业管理”的运作模式向集团化、股份制、公司制运作模式转变。2000年，我国第一家省级广播影视传媒集团湖南广播影视集团正式成立；2001年，中国广播影视集团成立。有线电视技术和卫星电视技术开始应用，各地兴建有线电视台，发展有线电视网络和用户，增设了广播专业频率，开播卫星电视频道，推动了广播电视频率频道数量的增多、节目容量的扩大、收视质量的改善、广播电视信号的跨地区跨国界传播。在此背景下，1997年湖南电视台成立，国有广播电视企业在电视节目内容的创造力再次体现。新台长魏文彬上任，以好莱坞产业思维改革卫视，《快乐大本营》等一系列优秀电视节目诞生；欧阳常林竞选成为经视台长后，首次尝试大陆电视台与港台公司的合作，《还珠格格》通过湖南卫视走红全国。2002年，欧阳常林接任湖南卫视的台长，之后与张华立携手打造了《超级女声》，开启了草根选秀、全民娱乐的综艺模式。

表 7：湖南卫视电视节目发展历程

时间	事件
1997年1月1日	1997年1月1日，湖南电视台一套节目正式通过亚洲2号卫星传送，上星后推出了《快乐大本营》、《玫瑰之约》、《晚间新闻》、《新青年》、《音乐不断》、《今日谈》等
1999年	湖南电广传媒股份有限公司在深圳证券交易所挂牌上市，以湖南卫视等媒体的广告经营业务、传输网络和节目制作为业务核心；同年，《还珠格格》开拍，红遍全国，创造了电视收视率的神话
2000年10月19日	“首届中国金鹰电视艺术节”在湖南长沙开幕
2002年	湖南卫视正式确立“锁定娱乐、锁定年轻、锁定全国”的战略定位，突出“青春、靓丽、时尚”的频道特色；同年举办了国际汉语比赛《汉语桥》，《越策越开心》（《天天向上》的原型）
2004年	举办《明星学院》（《超级女声》的前身）；独家播出自制传奇大戏《还珠格格III》
2005年	2005年，举办“超级女声”，掀起了一股全民选秀的狂潮

资料来源：公开资料整理，招商证券

同时期，电影业开始按照市场经济的规律进行改革，如在发行环节上引入了竞争机制、推进国有制片业集团化和股份制改革、探索院线发行制、放开农村电影市场等。20世纪90年代，电影局下发了《关于进一步深化电影行业机制改革的通知》，使得电影企业的经营自主权得到认可，大批省级国有电影制片厂率先获得了电影的出品权。1992年2月，中国电影集团公司（简称中影集团）成立，是我国文化企业体制改革的第一批试点单位。2000年3月，保利文化注册成立。保利文化看准了中国文化产业的蓬勃发展前景，抓住了文化产业改革开放的好时机。

出版体制改革同期进行，2004年全国527家官办出版社，除人民出版社外，全部将转型为经营型企业。2004年4月，国务院批准将中国出版集团改制为中国出版集团公司，

进行企业改革，国有报业走上规模经营的发展之路。

## 2.4 国有传媒企业大整合时期（2005年-2012年）

2009年7月，国务院常务会议通过了《文化产业振兴规划》，将传媒产业的整合发展提上日程，为国有传媒企业进行媒介扩张打破壁垒，进一步规定了非公有资本和外资进入文化领域的范围和原则，为引入社会资本开辟新渠道，推动了传媒行业在成熟发展期实现可持续发展。《文化产业振兴规划》特别提出，支持有条件的文化企业进入主板、创业板上市融资，鼓励已上市文化企业通过增发、定向增发等再融资方式进行并购和重组，迅速做大做强，直接提升了我国文化企业的上市步伐以及发展之路。沪深股市上已基本形成了报业类、出版类、广电类、影视动漫类以及传媒延伸业务类所构成的立体化传媒娱乐版块。善借资本之力者更能迅速发展成长，而国有传媒企业本身具有雄厚的资源积累，并且有各级政府支持，在借助资本之力上有得天独厚的优势。

以长江传媒为例，2004年10月12日长江传媒正式挂牌成立。成立初期，长江传媒是以图书、报纸、期刊、音像等为主业，拥有出版、印刷、发行、印刷物资供应等完整的出版产业链。到2007年，长江传媒因教育体制改革，教材大降价，面临着经营困难。随后，借助出版、教育资源的重要优势，在获得投资后，开展多元化经营以及主营业务转型。不断优化图书产品的同时，紧抓数字化发展战略，并向影视、房地产等其他文化服务发展，金融、投资领域拓展完备的产业体系。2009年，长江传媒成立了湖北长江传媒数字出版有限公司，为数字化转型进行探路。2010年11月1日，长江以不足千万元的直接成本拍得ST源发1.93亿股，获得控股权，实现“借壳”上市。自借壳上市以来，长江传媒由单一出版业务逐步拓展为传媒投资、营销传播、印刷出版、发行物流、幼教事业在内的多元业务板块。

从2007年开始，文化产业越来越成为国民经济支柱性产业之一。同时，传媒行业竞争加剧，为适应新的竞争态势，国有传媒企业加快转型。中影集团也进一步提出构建“全产业链经营”的发展思路，成立了中国电影集团公司制片分公司、影院投资有限公司、电影营销策划分公司、电影数字制作基地有限公司，形成了覆盖电影制作、制片、发行、营销、影院投资和电影后产品六大产业环节的全产业发展格局。2010年12月，中影集团联合其他七家单位，共同出资成立中影股份有限公司，公司业务范围包括影视制片、发行、营销、放映、影视服务等，是国内拥有最完整产业链的国有电影企业。

## 2.5 国有传媒企业发展新时期(2013年-至今)

该时期的特征为整体推进，体制改革创新。文化产业的加速变革正不断催生新模式和新业态，国有传媒企业站在改革攻坚的最前沿，在政治性传统以及新媒体冲击下，紧跟国家发展的新机遇，不断创新、突出重围。

2013年后，各大卫视综艺节目陷入江湖混战：江苏卫视的《非诚勿扰》、《最强大脑》浙江卫视的《中国好声音》、《奔跑吧兄弟》，上海东方卫视的《极限挑战》，央视也推出《国家宝藏》、《中国诗词大会》等。湖南卫视更是拥有多个开创意义的节目，2013年湖南台推出《爸爸去哪儿》与《我是歌手》第一季，又掀起一轮综艺狂潮。

表 8：湖南卫视开创意型节目

节目名称	开播时间	意义
快乐大本营	1997 年 7 月	国内首档明星综艺舞台秀节目
超级女声	2004 年	国内首档“全民参与”选秀节目
天天向上	2008 年 8 月	国内首档礼仪功德脱口秀节目
我是歌手	2013 年 1 月	国内首档歌手音乐对决类电视节目
爸爸去哪儿	2013 年 10 月	国内首档明星亲子互动真人秀节目
花儿与少年	2014 年 4 月	国内首档明星自助远行类真人秀节目
我们来了	2016 年 7 月	国内原创女性文化体验节目
中餐厅	2017 年 7 月 22 日	国内首档经营类真人秀节目

资料来源：公开资料整理，招商证券

2016 年 12 月 31 日中国国际电视台（中国环球电视网，CGTN）正式开播，包括 6 个电视频道、3 个海外分台、1 个视频通讯社（国际视通），是全球唯一使用 6 种联合国工作语言不间断对外传播的电视媒体，基本建立覆盖全球的立体多样、融合发展的国际传播体系。2018 年 3 月，中国中央电视台（中国国际电视台）与中央人民广播电台、中国国际广播电台组建中央广播电视总台，撤销中央电视台建制。截至 2018 年 3 月，中央电视台拥有 42 个电视频道，共开办 529 个电视栏目。

## 2.6 总结——国有传媒企业的突围之道

回顾新中国成立以来国有传媒企业的发展之路，我们总结了三条成功经验：

### 1、充分利用资源禀赋，构建高护城河

电影发行方面，电影产业海外片进口的牌照资质具有一定的垄断性，中影股份和华夏电影公司在进口影片方面拥有本土发行权。近年来，进口片占全国总票房 45% 以上；除此之外，中影股份拥有全国最大的数字电影发行管理平台，能够实现数字电影的发行、传输、票房统计和监察等功能的应用，也是公司在数字电影发行领域占据市场主导地位的重要原因。

对于出版行业，目前中国图书出版企业设立了审核和审批制度。出版企业的设立需要严格的审批程序，同时要符合国家图书出版业的总体布局规划。地方行政机关和地方出版机构相互结合，尤其在独家阅读出版物，如中小学教科书，形成强大的图书贸易壁垒，如长江传媒在湖北地区的教材、教辅发行出版上占据优势地位。

同时，传媒具有强烈的政治属性和鲜明的舆论导向特征。国家税收优惠给予部分国有传媒上市公司的支持，直接转化为国有传媒上市公司的利润，对媒体发展和业内资本增长会产生重大影响。目前，国家对文化产业的重视程度不断提高，一系列文化产业方面的财税政策陆续出台。国有企业进行优惠政策合格资质审批以及文化产业补贴申请，一般各级政府会大力支持，相应的税收优惠政策直接增加了国有企业母公司的净利润，为国有企业进行业务的升级转型，投资并购来进行业务拓展，以及加强科技研发投入增强自身实力的等积累了资金支持。

表 9：文化产业税收优惠政策

时间	文件名称	相关政策
2009	《财政部 国家税务总局关于扶持动漫产业发展有关税收政策问题的通知》	经认定的动漫企业自主开发、生产动漫产品，可申请享受国家现行鼓励软件产业发展的所得税优惠政策；经认定的动漫企业自主开发、生产动漫直接产品，确需进口的商品可享受免征进口关税和进口环节增值税的优惠政策。
2014	《财政部 国家税务总局 中宣部关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》	<b>经营性文化事业单位转制为企业，自转制注册之日起免征企业所得税：</b> 党报、党刊将其发行、印刷业务及相应的经营性资产剥离组建的文化企业，自注册之日起所取得的党报、党刊发行收入和印刷收入免征增值税。
2014	《国务院办公厅关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》	电影发行收入，在农村的电影放映收入免征增值税；对从事文化产业支撑技术等领域的文化企业，按规定认定为高新技术企业的规定按 15% 的税率征收企业所得税；开发新技术、新产品、新工艺发生的研究开发费用，允许按国家税法规定，在计算应纳税所得额时加计扣除。
2014	《国务院关于加快发展对外文化贸易的意见》	国家重点鼓励的文化服务和产品出口免征增值税。
2014	《财政部 海关总署 国家税务总局关于继续实施支持文化企业发展若干税收政策的通知》	新闻出版广电行政主管部门（包括中央、省、地市及县级）按照各自职能权限批准从事电影制片、发行、放映的电影集团公司（含成员企业）、电影制片厂及其他电影企业取得的销售电影拷贝（含数字拷贝）收入、转让电影版权（包括转让和许可使用）收入、电影发行收入以及在农村取得的电影放映收入免征增值税。
2016	《财政部 国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》	对于在境外提供会议展览服务、广播影视节目播映等服务免征增值税。向境外单位提供规定的完全在境外消费的服务或向境外单位转让无形资产（技术等）适用出口退税税收优惠政策。个人转让著作权收入，免征增值税。
2016	《财政部 海关总署 国家税务总局关于动漫企业进口动漫开发生产用品税收政策的通知》	经认定的动漫企业自主开发、生产动漫直接产品，确需进口的商品可享受免征进口关税及进口环节增值税的政策。

资料来源：国务院办公厅网站、公开资料整理，招商证券

## 2、担负文化使命，跟进文化产业改革发展，彰显社会价值

文化领域是特殊的行业，其产品具有外部性，而国有传媒企业作为文化产品的生产机构，是有使命的企业。通过对国有传媒企业发展历程的回顾可以看到，在国家每个重大时间历程的节点以及重要政策改革的推进过程中，国有传媒企业始终是改革发展的试验田、先行兵。从新中国成立，北京电视台（中央电视台的前身）以及各大国营制片厂对影视节目的尝试，到改革开放初期国有报刊企业对国有传媒企业企业化的推动，再到资本化、集团化探索时期，东方明珠、湖南卫视等一批优秀国有传媒企业，敢为人先，探索突围发展之路，国有传媒企业始终是文化产业改革发展的骨干力量，担负起改革攻坚的使命和社会责任。

很多国有企业还充分发挥自身在技术创新和技术传播上的优势，积极创造新的文化业态与文化样式，推动文化体制改革、推动了整个行业的革新发展，担负了自己历史的责任。比如保利文化在业内首创连锁式剧院经营管理模式，逐渐实现产业链布局。2018 年，保利文化抓住“一带一路”建设新机遇，立足既有资源优势，建设海外文化中心，将中国经典剧目搬上西方舞台，让中国艺术品走进世界主流展会，讲中国故事，传播中国文化，进一步增强社会效益，彰显出国有企业与众不同的社会价值。

## 3、市场化灵活运作，把握时代浪潮谋求转型升级

国有企业在整合本身深厚资源的同时，通过灵活的市场化运作，开拓不同的成长发展的

模式和路径。上世纪 90 年代末，省级电视台的上星打破中国电视的行政层级和区域分割格局，形成中央电视台——省级卫视——地面频道的三级电视版图。中央电视台掌握行业规范的评判标准，在新闻资源上处于明显领先的地位。而各省级卫视几乎都采取“综合台”模式，同质化现象严重，其中“新闻+ 电视剧”是该模式的典型代表。而异军突起的湖南电视台，用产业化思维改革卫视，建立“试验田”湖南经视，成立湖南卫视，借助娱乐综艺节目，经营广告、节目制作、内容创新，形成完整的产业链。2004 年，湖南卫视秉持“快乐中国”的核心理念，成为对自身品牌进行清晰定位与形象区隔的第一家。再比如浙数文化，剥离传媒资产报业、变更主营业务，全面转型互联网。

### 三、优秀文化国企案例研究

#### 3.1 湖南广电：坚持内容为王，打造差异化特色

湖南广电集团成立于 2000 年，是省级广播电视集团，旗下有湖南广播电视台和新媒体平台芒果 TV，现已建构“文创、文旅、网络、投资”四大业务板块。其中文创板块包括电影、电视、综艺的制作与广告代理等，文旅业务主要包括主题游乐园和地产酒店。集团旗下湖南卫视基于“青春”与“娱乐”两大基因，长期坚持创作优质内容，藉此领先行业，平台后期的布局（台网融合、跨界融合与资本对接等）也均受益于此。

表 10：湖南广电运营主体

湖南广电运营主体	
电视频道	湖南卫视、湖南经视、湖南时尚、金鹰纪实、湖南都市、湖南电视剧、湖南娱乐、金鹰卡通卫视、湖南国际、湖南公共、湖南电影、快乐垂钓、先锋乒羽、茶频道
广播频率	湖南人民广播电台文艺广播、湖南人民广播电台交通广播、湖南人民广播电台金鹰之声、湖南人民广播电台潇湘之声、湖南人民广播电台音乐之声广播、湖南人民广播电台旅游广播、湖南人民广播电台经济广播、湖南人民广播电台综合广播
新媒体	芒果 TV

资料来源：公开资料整理，招商证券

集团在发展中的关键时点采取了特殊的策略，包括台网融合策略和与资本市场对接等。湖南广电立足于传统媒体，优势在于高质量电视剧和综艺内容，因此集团选择将内容和终端结合起来，以内容为核心，推进湖南广播电视台和芒果 TV 台网融合效果最大化。在台网融合过程中，湖南广电采取了两项策略以促进融合进程、提升台网融合效果。

一方面，湖南广电采取了“独播+分销”策略。2015 年湖南广电宣布，湖南卫视拥有完整知识产权的自制节目将采取芒果 TV 独家播出的形式提升观众粘性，开启了湖南广电的台网融合之路。2017 年，湖南卫视输出给芒果 TV 的节目版权，后者自行决定独播或分销。虽然市场上优质节目层出不穷，但芒果 TV 凭借湖南卫视的优质资源，在互联网视频竞争激烈的情况下，仍取得了较好的成绩。2015 年元旦，因口碑综艺节目《我是歌手》的独播优势，芒果 TV 手机客户端登顶 App Store 免费榜。而 2015Q4 大型全景游戏真人秀《全员加速中》的全网首播在芒果 TV 总播放量更是突破 6 亿。独播策略避免了观众分流至其他视频网站，湖南广电通过高质量、口碑爆棚的视频内容大幅将忠实观众引入芒果 TV，构建融合桥梁，实现了湖南台和芒果 TV 融合。另一方面，湖南卫视与芒果 TV 台网两端均有团队进行研发制作，两端内容相互输出，全面覆盖观众，巩固了整个芒果体系的观众粘性。

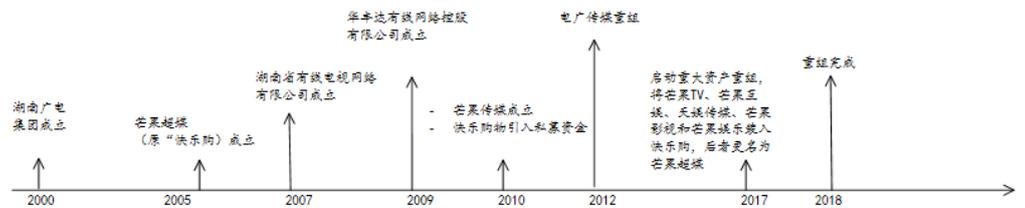
湖南广电自 2007 年起开始进行资本筹划。2007 年 6 月，电广传媒联合湖南各市、州、县区有线网络公司组建了公司控股的湖南省有线电视网络（集团）股份有限公司。2009 年 6 月，电广传媒通过改制成立了华丰达有线网络控股有限公司，后者主要负责组织、实施省内外有线网络投资并购和整合，通过资本经营优化资产配置，开启了有线电视网络产融结合的经营之路；同年 9 月，电广传媒得到国家开发银行 197 亿元的授信额度，用于网络跨区域整合，大幅增强了公司在数字电视业务方面的盈利能力。截至 2012 年，电广传媒已整合了湖南省内 97 家地市县级有线网络。2012 年 5 月，经证监会上市公司并购重组审核委员会审核，通过了电广传媒换股吸收合并。重组后，电广传媒充分发挥

网络业务运营的协同效应和规模效应，加速开发、推广有线网络增值业务。

此外，2009 年湖南广电与盛大网络、阿里巴巴等平台合作，分别成立盛视影业和快乐淘宝公司，开启集团的电影和电子商务业务；2010 年，湖南广电与青海卫视开展深度合作，组建青海卫视项目公司（青芒果），后者主营业务包括节目制作与广告经营。2010 年，湖南广电旗下快乐购物有限公司引入弘毅投资、中信产业基金和红杉资本三家私募股权投资基金（PE），引资人民币 3.3 亿元。芒果 TV 在 2016 年的 B 轮融资后估值达 135 亿元，并与 18 家上市公司建立了关联。在资本市场，湖南广电积极推动内部优势资源整体打包上市，以促进融资步伐和人才的股权激励改革。集团于 2017 年启动重大资产重组。集团的上市战略可以理解为，以 IP 资源为龙头，深度整合芒果 TV、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视和芒果娱乐的优势资源，以捆绑注入现有上市公司“快乐购”的方式进入资本市场，实现产业协同运营。

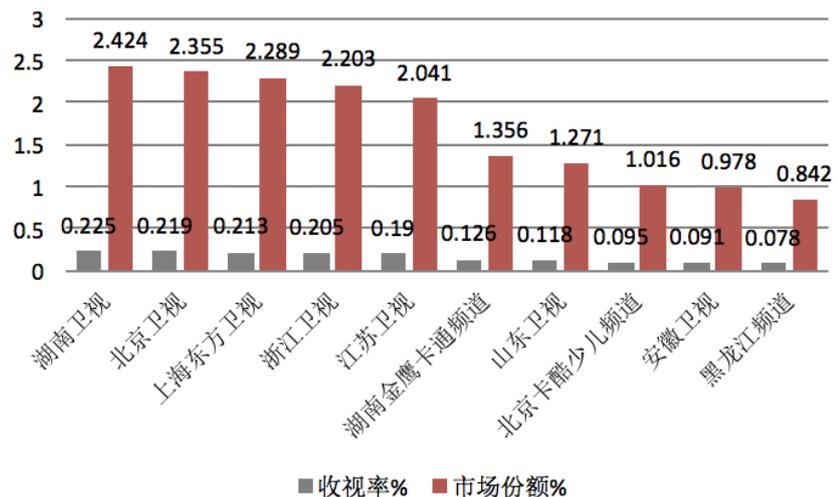
湖南广电近年积极吸纳更多的社会资本甚至域外资本，整合媒介资源，推进其快速扩张。2018 年年中，快乐购公司重组完成并正式更名为芒果超媒。

图 3：集团资本领域发展历程



资料来源：公开资料整理，招商证券

图 4：2018 年 1 月-10 月电视台收视率及市场份额



资料来源：CSM52 城数据，招商证券

### 3.1.1 不断创新，坚持优质内容

#### 1、综艺节目：不断创新题材，发掘并引导观众需求

湖南广电在成立之初便广泛探索节目题材，先后产出了《经济商业街》、《城市语文》

等系列优质节目。随着综艺大 IP《快乐大本营》获得热烈反响，“青春”“娱乐”两大元素逐渐植根湖南卫视，孵化其后《超级女声》、《加油！好男儿》、《天天向上》等优质内容持续产出。

湖南广电集团根据市场风向和偏好改变调整新综艺制作思路，始终做到与时俱进、贴近生活。仅从近五年来看：市场对实力派歌手、演员的需求增加，湖南广电随之制作了《我是歌手》、《幻乐之城》、《声临其境》等体现歌手/演员实力的综艺；大批湖南卫视早期观众陆续步入婚姻和家庭，湖南广电相应制作了亲子/夫妻明星真人秀《爸爸去哪儿》、《妈妈是超人》、《妻子的浪漫旅行》等来应对新的观众需求；随着当代大城市打拼的年轻人数量高速增长，制作《向往的生活》、《亲爱的客栈》，尝试为青年工作者营造“世外桃源”或类似家乡生活的综艺。此外，集团还尝试了军旅题材综艺《真正的男子汉》、《奇兵神犬》等、旅行题材《花儿与少年》和侦探题材《明星大侦探》、《我是大侦探》等。

## 2、影视：偏向定位年轻用户群体，紧跟时代发展

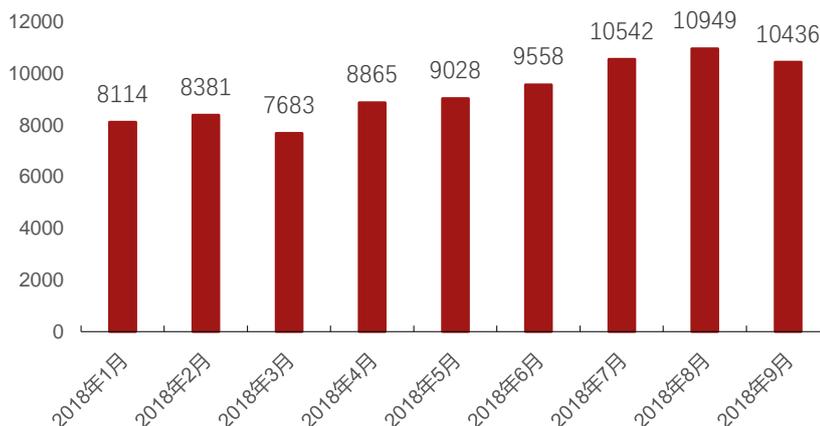
集团早期出品了《乌龙山剿匪记》、《恰同学少年》、《北平不战》、《大明王朝 1566》等多部制作精良的高质量历史剧，但收视一般。随后集团寻求转型，更多寻找贴合年轻人口味的电视剧本如《还珠格格》系列、《又见一帘幽梦》等，取得显著成效。直到近年，青春、娱乐、恋爱等符合年轻人口味的电视剧仍是湖南卫视的选择重点。此外，湖南卫视近年还出品了符合年轻潮流的古装偶像/穿越题材的电视剧，如《步步惊心》、《陆贞传奇》、《宫锁心玉》等，也取得了较好的市场反响。

表 11：2017 年省级卫视电视剧收视率排名 TOP10

排名	剧名	播放平台	收视率
1	《人民的名义》	湖南卫视	3.66
2	《那年花开月正圆》	东方卫视	2.56
3	《因为遇见你》	湖南卫视	1.93
4	《我的前半生》	东方卫视	1.88
5	《那年花开月正圆》	江苏卫视	1.76
6	《楚乔传》	湖南卫视	1.74
7	《欢乐颂 2》	浙江卫视	1.61
8	《欢乐颂 2》	东方卫视	1.58
9	《人间至味是清欢》	湖南卫视	1.32
10	《孤芳不自赏》	湖南卫视	1.31

资料来源：公开资料整理，CSM52 城收视率统计，招商证券

图 5：芒果 TV APP 月活跃用户规模（万人）



资料来源：QuestMobile，招商证券

### 3、价值衍生策略，实现最大化资源开发

湖南广电的价值衍生策略是指对 IP 资源的衍生开发，实现多次开发、重复利用的效果。一是在综艺节目正片之外，对花絮及其他视频素材进行二次剪辑创作。例如：《全员加速中》除了原版节目在芒果 TV 播出以外，团队利用节目的素材进行二度创作，衍生出独家未播花絮《粉丝追捕计划》、《全民追星》等。二是某一优质内容 IP 扩展，打造同 IP 的其他产品。比如综艺《我是歌手》爆棚后，衍生出音乐盛典和同名电影。差异化内容打造增强了用户对平台乃至整体品牌的黏性，实现了细分版权的再售收益和衍生品的广告收益。

湖南广电的价值衍生策略将传统单向的业务再造为多元化、非线性的 IP 资源，实现围绕一个 IP 资源的多层次开发和多样化增值。在这一模式下，《我是歌手》、《爸爸去哪儿》等节目制作团队在芒果 TV 中直接参与节目宣传推广、与用户互动交流、开发衍生产品。在这一过程中，技术团队将用户转发、评论等大数据分析结果反馈到节目生产制作，实时进行优化调整。

### 4、提升观众参与度，聚合粉丝互动

全民参与的娱乐时代，“与用户对话”一直是电视媒体的短板。湖南卫视为了聚合粉丝，建立了以品牌节目为中心构建粉丝经济族群的思路。具体包括在内容选择上贴近粉丝口味、塑造偶像维系粉丝型受众、鼓励互动参与的网络社交平台三种方式。

#### 4.1 选择贴近年轻人口味的内容题材聚合粉丝受众

首先，在内容选择上湖南卫视制作高品质综艺节目吸引受众。《快乐大本营》、《天天向上》等老牌综艺以年轻粉丝的审美与观看需求为中心，及时锁定娱乐圈的新人新事件，以游戏或其他娱乐缓解形式为主传递快乐。《我是歌手》等新真人秀为现象级品牌节目，为湖南卫视吸附粉丝型受众。这些节目的成功都来自于主办方深谙当下年轻人的价值追求，用年轻人最为看重的“才华和偶像气质”塑造节目的精神内涵，聚焦“怀揣梦想、坚持不懈”的理想情怀，突显年轻人对真、善、美的追求。

其次，湖南卫视的电视剧通过独播剧、自制剧、周播剧的形式高效、强力地聚合粉丝型受众。相较于各家卫视对黄金时段广谱观众的争夺，湖南卫视更注重迎合粉丝型受众。在题材类型上，湖南卫视播出的几乎所有电视剧都选择了安全而取巧的类型剧，紧紧围

绕粉丝型受众展开。此外，湖南卫视周播剧采用边写边拍边播的模式，要求制作者锁定年轻观众，在边写边拍边播的过程中，根据受众意见和反馈修改剧本，决定剧情走向及人物命运，实现了剧集、观众和渠道的三位一体，尽可能地满足粉丝型受众的情感需求，形成情感认同，并进而产生“粉丝”身份的聚合效应。

#### 4.2 塑造偶像系粉丝受众

第一，通过塑造个性主持人形象培植电视媒体的偶像代言人。对于电视台而言，优秀的节目主持人是电视媒介和受众之间最直接的连接者，因此是聚合粉丝最佳维系。为了将主持人塑造成优质青年偶像，湖南卫视允许主持人在节目的制作中享有较大的话语权，而且不遗余力地打造主持人青春、幽默、富有内涵的个性形象。通过精心打造，湖南卫视拥有一批阵容强大的偶像主持人，无论数量还是影响力，国内各省级电视台难有匹敌。为了加强主持人在大众心中的深刻印象，湖南卫视还运用各种宣传策略进行推广，比如为主持人制作节目宣传短片、将主持人代言的广告与节目绑定以及采用娱乐嵌套等方式，让主持人在湖南卫视制作的其他栏目、晚会或影视作品中亮相，以增加主持人及节目的复合影响力。可以说，湖南卫视正是通过与优秀节目主持人的联手，才打造了该媒体平台坚实的粉丝基础。

第二，通过其综艺、真人秀节目平台邀请偶像明星参与。一直以来，湖南卫视精心打造的综艺、真人秀节目是其核心竞争力所在，而这些节目平台对明星有较强的号召力，也成为偶像明星聚集人气的最佳方式。以《快乐大本营》为例，为了满足粉丝型受众的追星需求，节目邀请的主要嘉宾是各类青春偶像。近几年来，节目组先后推出了女神季特辑、男神季模式、韩国偶像团、新生代偶像男团等主题节目，粉丝通过节目可以获得与偶像近距离交流和互动的机会，从而吸引了一大批明星粉丝成为湖南卫视的粉丝型受众。

#### 4.3 打造互动参与的网络社交平台环境

年轻人之间喜欢相互分享兴趣，参与话题互动，而偶像剧、明星、剧情等信息很容易在这种交流中形成共同参与的“信息流”。而且粉丝在交流偶像明星时，更容易产生亲近感，可以聚集粉丝团体。湖南卫视以及芒果TV在贴吧、微博、微信为主的网络社交平台建立为媒介粉丝型受众进行情感沟通和自由表达的公共空间，成为电视节目线下延伸影响力的主要方式。此外，公司鼓励粉丝在芒果TV APP 中进行评论交流，并且及时参考粉丝的反馈意见，再设计后续综艺节目或剧集时进行修正，迎合粉丝口味。

### 3.1.2 创新精神与高效的组织架构

#### 1、优秀团队打造高品质节目

湖南广电坐拥内容生产顶级团队，拥有极强的创新能力与制作能力。湖南卫视有导演近600人，给导演人才相对优厚的待遇，也使得湖南卫视得以大胆探索，建立和完善一个完整的内部竞合生态。此外，湖南卫视具有独立完整的制作支持体系，包括强大的研发支持和资源聚合，工种齐全，作业流程成熟规范。这样的支持系统和平台号召力是湖南卫视在长达20年的发展过程中逐步建设和完善起来的，经过多年的磨合和培养，沉淀了湖南卫视独有的电视制作企业文化。

湖南卫视旗下制作团队各有所长，并且覆盖了市场上大多数节目类型与题材，包括音乐类型、晚会类型、娱乐节目、访谈节目等。在市场有新动向时，总有团队能在第一时间跟进并做出创新，使其节目深受年轻人追捧。成员丰富的背景经历，有效丰富了内容产

出的维度。湖南广电的团队招募风格多样化，并不局限于某些硬性要求。例如，制作《背后的故事》的阿义团队中，阿义自称是另类非主流，他在加入湖南卫视前做了7年报纸、当过广播主持、拍过纪录片、做过重大新闻报道等。正是由于他本人丰富的经历，《背后的故事》才可以集新闻性、揭秘性、重大性、人文性于一身，包罗万象。

团队补充速度快，新鲜血液多，有利于创新创作。《快乐大本营》自1997年起开始播出，至今播出已超过21年。而创作《快乐大本营》的龙梅团队元老里现在只有龙梅还在前线，其余老成员部分离职、部分被委以重任——负责其他重要节目的制作。而龙梅团队也在不断补充年轻血液，以期更好的观察市场动向，在节目中紧跟时下潮流。

在团队建设和管理方面，湖南卫视在2018年也进行了一次探索。5月25日，湖南卫视总监会审核通过了7个团队创立首批工作室，9月审核通过了第二批5个团队成立工作室。建立工作室的原因主要为了避免团队的守成心态，鼓励团队的狼性，积极创新。

## 2、企业文化鼓励创新

**避免惯性认识是决定湖南卫视前瞻性的高质量内容产出的文化根基。这包括三点：**一把政策要求的“规定动作”变成“自选动作”。比如，《真正男子汉》和《奇兵神犬》属于军旅题材，以往的观众群体是男性，观众面窄，收视率掣肘。但湖南卫视通过题材上的广谱化，通过采用具有市场号召力的明星，将自身占比较大的女性观众纳入节目目标观众群体中。第二，通过增加节目趣味性，导向节目年轻化。第三，勇于尝试不同题材形式的节目，成功的范例是《声临其境》。

**弱守成心态，每个湖南卫视的成员都时刻保持危机感，为团队和自己制定更远的目标与更严苛的工作标准。在借助以往的工作经验时，避免生搬硬套或原封不动的照搬，而是尽可能增加新看点，吸引观众。**例如湖南卫视的2018跨年晚会和小年夜春晚在原有的成功经验上再创新，通过全景式、多维度的舞台设计，颠覆以往舞台为主、观众在侧的布局，增加了观众观看晚会的浸入体验，以保持节目全程收视率并增加对年轻人的吸引力。

在节目选择上重视原创，为了抵消原创节目的高风险，**湖南卫视推出了国内第一家样片试播体系和总监定制责任制。**样片试播体系确保湖南卫视每个季度都有一轮原创节目的试播排播，并在芒果TV开通样片试播带，**鼓励原创节目大胆试错，推动原创方案的落地。**这样不仅降低了原创节目的风险，减少了决策风险，还鼓励创新、内容储备，并更精准地对市场新趋势有所把控。**总监定制责任制将原创的风险分摊在制片人和管理层身上**，行业内大多数电视台将风险压在制片人身上，导致制片人对节目制作过分保守，降低风险的同时降低了创新的可能性。但总监定制责任制使得制片人大胆创新并使管理层对节目风险进行把控。

## 3、高效组织架构与多元化激励机制

湖南卫视在创新模式与合作渠道方面不断突破。第一，在创新模式上，湖南卫视打破创新的部门壁垒，在湖南卫视的研发部门内有专门的研发架构，节目制作中心管理所有制作团队。早期，湖南卫视的创新架构是自上而下型的，即研发部门负责创新研发，而团队在此基础上根据所负责的项目进行调整。但其后创新架构改为自下而上型，由于团队离市场和观众更近，对市场的敏锐度更高，因此团队成为研发的主体，研发中心配合团队共同进行创新研发。第二，较宽的合作渠道。湖南卫视早期投资合作方式以“全投全制”为主，其后湖南卫视的创新研发中心成立了外制部，拓展合作模式。

此外，多元化的激励机制鼓励集团上下的创新氛围。多元化的激励机制包括三项主要内

容。第一，湖南卫视的多维度评估激励体系鼓励创新。不像行业内大部分企业使用收视奖励法，湖南卫视的激励机制是集宣传、创新、收视综合考量的多维度的评估体系，把创新作为对团队和部门非常重要的业绩考核指标。第二，打通分配，鼓励多劳多得。湖南卫视把全频道所有用工工种的绩效工资全部打通，未来劳派分级别，台聘也要分级别。

### 3.1.3 跨界融合与产业链延伸

湖南广电通过产业合作、资本经营、投资并购等方式吸收一切具有“媒体属性、可以创造品牌、能够通过粉丝传播推广”的环节进入产业集团链条，涵盖了电子商务、电视硬件开发和游戏等领域。

因湖南卫视的核心观众群与电商的核心消费群高度重合，电子商务在近几年的崛起为广电集团营销创新提供了新思路。2015年，湖南卫视与阿里合作推出《天猫双11狂欢夜》，在4小时的全球直播中首次实现“所见即所买”。为了解决跨平台支付问题，芒果TV与银联、支付宝、微信扫一扫等合作，搭建便捷、灵活、多样的支付体系。从阿里当天的交易额看，这场跨界融合晚会不仅是一次内容变革，也探索出一条“TV+电商”、“娱乐+消费”的商业狂欢营销新模式。此外，集团旗下的“快乐购”电商平台，提供包括护理美妆、食品健康、服装配饰、家电数码等覆盖面广泛的商品选择。

在硬件方面湖南广电也开始探索终端融合。从源头上与用户绑定，通过与国内硬件生产厂商合作，大力拓展终端业务。2014年8月起，湖南广电开始布局电视硬件终端。国内互联网电视牌照方与电视机厂商合作推出的第一款联名互联网电视机“TCL芒果TV”上市。目前，芒果TV已经覆盖三星、TCL、长虹等多个电视机品牌的4K超高清全品类产品。面对更为活跃的机顶盒市场，湖南广电与百度推出“百度影棒3”、与英菲克推出“芒果飞盒”，还有与亿瑞格合作的“芒果乐盒”、与TCL合作的“七V”等，向用户提供湖南卫视的热播综艺节目，以及高清电影、影视剧、动画、MV等正版内容。

游戏是湖南广电在电视垂直领域的又一布局。湖南广电依托旗下互联网游戏公司芒果互娱进行内部资源整合，以自主研发、联合开发、授权许可的方式率先在国内电视行业内跨界布局游戏产业链。游戏成果包括根据同名电视剧改编的卡牌手游《武媚娘传奇》、根据同名综艺节目授权开发的跑酷游戏《爸爸去哪儿》、根据少儿纪实节目开发的飞行射击游戏《一年级》等。集团在电视游戏融合过程中，凭借集团已有的口碑在青少年中较好的综艺或电视剧IP进行改编制作，对目标游戏群体吸引力较高，不仅保证了游戏的参与度，同时反向增加了系列综艺或电视剧的关注度。

从全球传媒业发展来看，“大传媒”成为主流趋势，即通过以传媒产品为核心的大传媒产业链条的纵向和横向整合，逐步形成跨行业、跨媒介的大型综合传媒集团。在三网融合的背景下，湖南广电想在三网融合中占领更大的市场，获得更大的发展，就不能仅仅局限于单一的盈利模式，固守原有产业链，而应积极整合内外部资源，与行业外相关企业展开多层次多领域的联合与协作。这种延伸要把内容生产、技术开发，营销等诸多环节紧密联系在一起，形成一个上游开发、中游拓展、下游延伸的产业集群。

表 12: 湖南广电的产业链延伸与布局

领域	布局行动
电商	与阿里合作推出《天猫双11狂欢夜》，实现“所见即所买” 旗下快乐购电子商务平台

	与银联、支付宝、微信扫一扫等合作，搭建便捷多样支付体系
硬件	与三星、TCL、长虹合作，布局电视硬件终端
游戏	旗下公司芒果互娱根据电视剧 IP 搭建游戏

数据来源：公司公告，公开资料整理，招商证券

## 3.2 凤凰传媒：出版龙头敢为人先，产业协同延伸布局

### 3.2.1 出版龙头，书籍题材广，产业链有所布局

凤凰出版传媒股份有限公司是全国最具影响力和规模最大的出版发行公司之一，兼有内容生产和渠道优势，是除人教社以外唯一拥有完整的自有产权教材产品体系的出版传媒集团，更是全国出版发行行业的龙头企业。其主营业务包括图书、报刊、电子出版物、音像制品的编辑出版、印刷、发行等，其中公司教育出版、一般图书出版、图书发行等主要业务板块在国内出版集团的排名均位居前列。

在图书出版和期刊领域，根据开卷信息的数据，中国 2016 与 2017 年凤凰传媒的码洋占有率均为第三名。其中，在教材教辅方面，公司具有高壁垒和深护城河的特点：是江苏与海南二省唯一具有教材发行资质的企业，教材多种多样且发行渠道具有排他性优势。在一般图书方面，公司出版图书题材广泛涉猎，其中不乏畅销书。在期刊方面，凤凰传媒的少儿期刊和教育期刊为此业务的两大支柱。

表 13：2016、2017 年码洋占有率市场前 10 名

排名	2016 领先出版集团 TOP10	码洋占有率	2017 领先出版集团 TOP10	码洋占有率
1	中国出版集团	6.70%	中国出版集团	7.14%
2	吉林出版集团	3.70%	吉林出版集团	3.22%
3	凤凰出版传媒集团有限公司	3.30%	凤凰出版传媒集团有限公司	3.20%
4	中南出版传媒集团股份有限公司	3.10%	中南出版传媒集团股份有限公司	3.13%
5	中国工信出版传媒集团有限责任公司	3.00%	中国工信出版传媒集团有限责任公司	2.84%
6	长江出版传媒股份有限公司	2.90%	长江出版传媒股份有限公司	2.75%
7	中文天地出版传媒股份有限公司	2.50%	中文天地出版传媒股份有限公司	2.60%
8	浙江出版联合集团	2.40%	浙江出版联合集团	2.54%
9	上海世纪出版股份有限公司	2.40%	上海世纪出版股份有限公司	2.12%
10	中国国际出版集团	2.00%	时代出版传媒股份有限公司	1.96%

资料来源：开卷信息，招商证券

除传统业务外，公司的多元化业务表现十分亮眼。在智慧教育领域，公司已进入流量变现期。影视业务上，投资的多部影视剧与电影在市场内反响较好。

表 14：凤凰传媒参投电视剧（部分）收视率情况

剧名	首播时间	首播平台	主演	收视率情况
新白发魔女传	2012/9/14	湖南卫视、广东卫视、东南卫视、CCTV8	吴奇隆，马苏	CSM50：平均收视率 0.738%

剧名	首播时间	首播平台	主演	收视率情况
人民的名义	2017/3/28	湖南卫视、PPTV、芒果TV、搜狐视频、腾讯视频、优酷、爱奇艺	陆毅, 张丰毅, 吴刚	CSM52: 平均收视率 3.661% 年度收视一; CSM: 平均收视率 3.03%
左耳	预计 2019		米咪、马吟吟、郑凯	

资料来源: 公司官网, 公开资料整理, 招商证券

表 15: 凤凰传媒参投电影 (部分) 票房情况

电影	首映时间	主演	总票房
翻滚吧! 阿信	2011/8/12 台湾, 2011/11/20 大陆	彭于晏, 林辰唏	619 万
左耳	2015 年/4/24	陈都灵, 欧豪, 杨洋	4.9 亿
谎言西西里	2016/8/9	李准基, 周冬雨	1805 万
无问西东	2018/1/12	章子怡, 黄晓明	7.5 亿

资料来源: 公司官网, 公开资料整理, 招商证券

值得注意的是, 凤凰传媒的大数据业务全国领先。根据公司公告, 公司已建成华东第一、全国第三的云计算数据中心, 并入选“国家首批绿色数据中心试点单位”。

近年来, 凤凰传媒不断改革创新, 在做好出版主业的基础上积极推进自身的转型升级, 撬动相关多元化战略, 总体经济规模和实力不断增长, 连续十届入选“全国文化企业 30 强”。

### 3.2.2 企业文化、制度促进布局, 资本助力

凤凰模式的成功主要源于理念领先、制度保障与资本助力下的多元产业共振反哺。

#### 1、理念领先与制度保障

公司一直秉持“敢为人先”的理念, 敢于创新。在公司的发展过程中, 一直坚持“书比天大”理念, 打造精品出版生产体系; 以“传媒控制资本, 以资本壮大传媒”为信念推动旗下公司上市并进行多元化投资; 坚守文化使命, 打造文化生态建设新型休闲文化消费场所。

凤凰集团的制度对其创新和发展形成保障。集团在制度改革上相对大胆, 因此对业务的创新发展制约较小。集团的主要改革措施和节点如下: 1998 年成立了国内第一个以资本为纽带的江苏新华发行集团, 并率先采取集团公司母子公司管理体制。2004 至 2005Q1, 将新华发行集团由事业性质转制为企业, 实现了员工身份的转换, 大幅激活了发行集团的活力。2008 年集团进行股份制改制, 引进了战略投资者, 并同期把集团的出版业务注入, 取消新华发行集团公司, 成立凤凰出版传媒集团公司。2011 年上市成为社会化公众公司。2017 年, 集团旗下设立江苏凤凰新华书店集团有限公司, 并作为母公司吸收合并省内各市县新华书店, 变之前的子公司为分公司, 把“母子公司体制”改为“总一分”的集团组织架构。此后, 成立财务公司, 实现了凤凰集团内部资金的统一管理和调配, 提高了资金的使用效率。

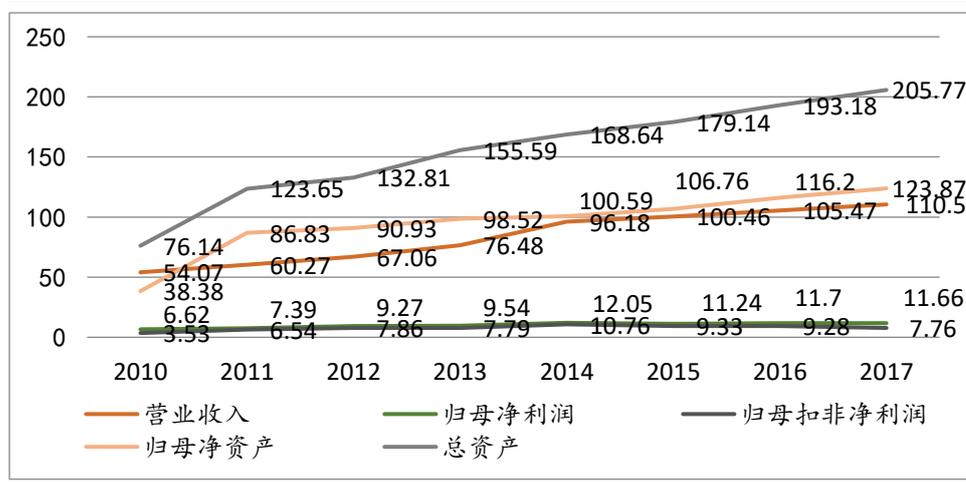
#### 2、资本助力

“十一五”期间, 凤凰集团开始借助资本的力量, 取得了良好效果, 有力地促进了凤凰集团的实力和传媒控制力。

得益于集团母公司的支持, 凤凰传媒在出版发行主业和产业链其他布局中实现了快速发

展。2010~2017年,凤凰传媒营业收入从54.07亿元增长到110.50亿元,增幅104.36%;归母净利润由6.62亿元增长到至11.66亿元,增幅76.13%;扣非净利润由3.53亿元增至7.76亿元,增幅119.83%;归母净资产从38.38亿元增至123.87亿元,增幅222.75%;总资产由76.14亿元增长至205.77亿元,增幅170.25%。

图 6: 凤凰传媒 2010-2017 主要财务指标 (亿元)



资料来源: wind、招商证券

凤凰传媒在在线教育、大数据服务、数字阅读和新媒体等方面多次并购或合作,期间打造出系列头部产品,逐步完善了集团的产业链布局。

**游戏业务上**,2013年凤凰传媒对其全资子公司凤凰数字传媒增资3.2亿元,随后凤凰数字传媒对慕和网络进行收购合作,前者以3.104亿元认购慕和网络新增注册资本355.56万元。慕和网络是专注于手游开发制作的公司,其主要业务内容包括软件产品和平台服务等,旗下有多款游戏在PC、苹果iOS、Google、Android、windows等多平台成功运营,大多数游戏挤进世界排行榜TOP 50。

**影视业务上**,2013年全资子公司苏文社公司收购出版集团持有的凤凰传奇影业28.93%股权和南京传奇持有的凤凰传奇影业10.03%股权。凤凰传奇影业是国内大型影视制作机构,主营业务是电视剧和电影拍摄,通过授予电视台、新媒体、版权经营机构影视作品的播映权等实现营收。交易完成后,借助凤凰传媒的品牌影响力,影业继续发挥影视产品制作优势,已组建并培训出一支专业素养高、市场洞察力强、制片能力突出的优秀团队,对产品的投资方式也由跟进投资向主动投资转变。

**在线教育上**,全资子公司江苏凤凰职业教育图书有限公司的控股子公司厦门凤凰创壹软件有限公司,是国内专业从事职业教育数字化软件开发与平台建设的高科技企业,2011年起被教育部职业技术教育中心研究所培训中心选定为开发、制作、发行职业教育(专业)三维互动数字化教学课件的全国唯一合作单位。2015年底,凤凰创壹教育云平台——100维尔教育网正式上线,创壹教育云平台基于“创壹虚拟现实三维互动引擎”运行的网络虚拟仿真实验三维互动环境,能够实现大量并行用户快速下载及构建渲染动态三维互动场景,确保用户与三维场景互动的即时性,是具有开放性、扩展性、兼容性的虚拟仿真实验教学管理和共享平台。同时提供配套无缝对接的凤凰创壹数字化校园管理系统,为学校全面实现智能化校园管理以及信息化教学提供全方位的服务。此外,公司全资子公司江苏凤凰数字传媒有限公司的参股子公司(出资比例为35.22%,为第一大股东)北京凤凰学易科技有限公司,为全国的学校提供全方位立体化一站式教育服务,

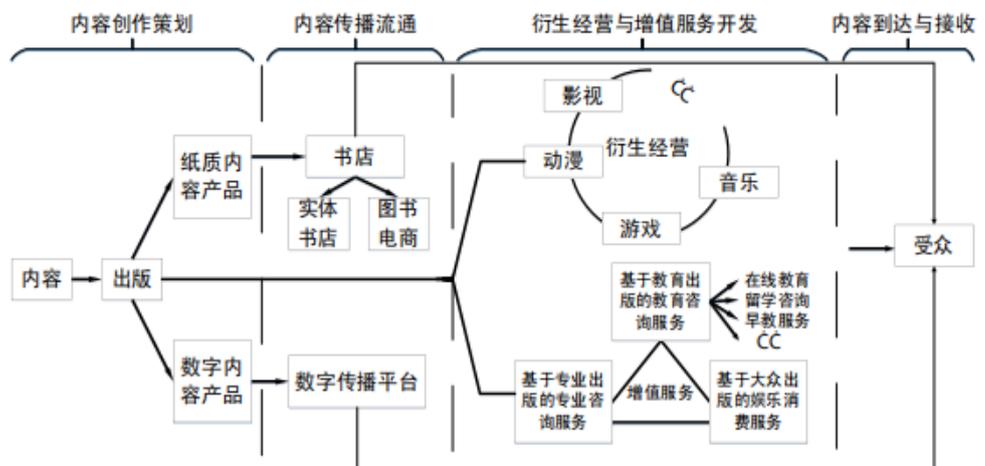
其主营业务是向 K12 教育人群提供教学内容资源库、教学信息化软件以及教育云平台，并通过这些产品形成系统解决方案，满足不同的教育需求。2016 年，江苏省教育厅与凤凰传媒合作共同开展江苏省智慧教育云计算服务平台的资源建设。

**云计算业务上**，公司控股子公司江苏凤凰数据有限公司投资、建设、运营的江苏凤凰云计算中心，是华东地区最大的云计算中心之一。凤凰云计算拥有 3062 个标准服务器机柜，按国际 T4 标准建设，拥有 IDC、ISP 双增值电信业务经营许可证，可据客户需求提供电信、联通、移动、广电、教育多线接入，为多线 BGP 机房，可为海内外客户提供国际标准品质（99.995%）的一站式服务。

### 3.2.3 上下游延伸，布局全产业链

长期以来，我国的出版行业践行以国有出版社为中心的内容编辑、印刷制作和发行流通的模式。随着出版技术不断创新、媒体走向融合、政策持续推进、读者消费模式升级，传统出版产业链开始向“内容创作策划—内容传播流通—衍生经营与增值服务开发”转型。

图 7：演化后出版产业链构成



资料来源：《凤凰出版传媒集团海外拓展战略路径与模式探析》、招商证券

根据新出版产业链来看，凤凰传媒在内容创作策划、内容传播流通和衍生经营与增值服务开发三个环节均有所布局。

内容创作策划是出版企业的核心竞争力，是凤凰传媒重点投资的环节。

**在传统内容创作环节**，凤凰传媒的内容布局包括拓展青春文学内容策划、拓展童书内容创作、增加动漫网游类图书的创作布局和数字内容布局等。例如公司与青春文学作家饶雪漫合作成立北京凤凰雪漫文化有限公司，以打造青春文学品牌，贴近年轻人的阅读需求。凤凰传媒同时通过与外国出版公司合作，开拓海外销售渠道。凤凰传媒旗下子公司江苏凤凰教育出版社有限公司收购美国出版国际有限公司（PIL）童书业务，并在美国新设凤凰国际出版公司以接洽与受让 PIL 项媒体融合背景下的传统出版社转型——跨媒介经营策略目的出版资源。**在数字内容的创作生产方面**，凤凰传媒先后投资江苏凤凰天舟新媒体发展有限公司、江苏凤凰优阅信息科技有限公司、无锡维我新媒体科技有限公司等新媒体公司。其中凤凰天舟致力于动漫网游类图书出版，在北京国际图书博览会上，凤凰天舟成功向境外输出版权几十个品种。

**在内容传播流通环节**，凤凰传媒改造并延伸了原有的发行流通渠道，并开发了数字传播渠道。对原有发行流通渠道的改造与延伸方面，凤凰传媒通过改造升级传统书店、开发建设文化 Mall 和中盘物流仓储，形成发行零售环节的新华书店、“字里行间”和其他销售渠道三大系列发展和仓储物流环节的地域集中式建设。其中发行零售环节所投资的公司，在发行业务上各有侧重，如新华书店以及江苏凤凰教育发展有限公司着力于教育类图书的发行零售；南京凤凰经管文化发展有限公司着力于经管类图书的发行零售；“字里行间”系列负责打造城市地标式的文化品牌。此外，打造文化空间的目的在于建立涵盖线下培训、亲子体验、娱乐健身、休闲影院、餐饮服务等于一身的阅读休闲文化消费场所。**在数字传播渠道的合作与开发中**，凤凰传媒在数字传播渠道环节的资金投入较大，体现了数字传播渠道在内容输出中的巨大价值。通过公司内生建设自有数字传媒公司与外延投资数字阅读公司形成两线的投资思路，例如与中国移动、亚马逊、当当、京东、苹果 iBook、掌阅等主要电子书销售平台建立密切的合作关系，满足用户的在线阅读需求。

**衍生经营与增值服务**是演化后出版产业链重要的一环，凤凰传媒对这一环节的布局旨在攫取内容产业价值的最后增量，同时连接海量多元用户需求。在这一环节的布局具体表现为投资影视公司、游戏公司和在线教育公司进行影视业务、游戏业务和智慧教育业务的衍生。投资的公司包括凤凰传奇影业、北京译林影视文化传媒、杭州凤侠网络科技有限公司、上海慕和网络科技有限公司、北京三鼎梦软件服务有限公司、北京凤凰学易科技有限公司、厦门凤凰创壹软件有限公司。

根据对外股权投资情况，凤凰传媒近年主要关注传统出版内容资源创作策划、传统线下销售渠道更新升级、数字内容传播平台建设、智慧教育平台开发以及影视与游戏等产业维度，在两大领域进行投资战略布局：

**一是投资管理战略布局：**投资管理类公司为凤凰传媒的产业链布局提供融资和项目管理方面的帮助；**二是连锁跨界战略布局：**凤凰传媒线下销售渠道增加了“字里行间”文化品牌，形成了图书销售、文化空间、餐饮服务体系化共同发展的文化新业态。

此外，凤凰传媒的布局不仅局限在省内市场，省外市场也持续跟进布局，以北京、上海、南京、杭州、厦门等地为主。此外，公司投资的海外子公司覆盖欧洲、北美洲、澳洲、非洲、亚洲等近 10 个国家和地区，国际子公司类型包括投资管理类公司、职业教育数字化类公司、出版与文化交流类公司等。

在凤凰传媒产业链演化背景下的投资战略中，传统出版发行业务起到了平衡业务结构的作用，其中内容创意资源、文化空间资源更是使传统出版发行业务稳中有升的投资重点；衍生经营与增值服务领域的投资布局价值增值丰厚。

凤凰传媒得以成功拓宽产业链布局的根基有二：首先，公司内容资源丰富，内部业务整合有效，能够通过资源共享，业务协同，达到内容、渠道、技术等优质资源价值的最大效用。其次，投资管理服务的布局在整体布局中起到了关键性作用。

### 3.3 环球时报：专注全球新闻内容生产

#### 3.3.1 国际新闻专业报道，用户面广、影响力大

《环球时报》在新闻时效性、新闻内容质量、传播力与受众面方面均领先于行业。旗下

拥有一只数量庞大、专业素养高的遍布全球 150 个国家的驻外记者团队，在国际新闻方面可以高效高质地进行报道。此外，环球时报具有上百万用户，包括领域内专家（国际观察家、政经评论家、涉外商务人员）和普通读者（国内大众、海外侨胞、旅游达人、留学生）等，受众面广泛，影响力巨大。

### 3.3.2 高水准内容生产，立足政府支持

#### 1、政府支持

环球时报是政府支持企业，因此环球时报在办好党报、发展党报事业上取得了较好成果。具体做法包括：把握正确导向，做到党的主张与人民心声的统一；将导向性与新闻性、指导性与可读性、权威性与群众性管理与发展四者统一起来。环球时报能够成功的最重要因素就是这四个方面的有机统一。

在导向性方面，环球时报积极宣传党和国家的外交方针政策。**环球时报以高度的政治责任感认真宣传党和国家的外交方针和政策，在把握舆论宣传的主动权和坚持正确的舆论导向方面取得了较好成果。**环球时报受益于党和国家宣传部的支持，建设并发展强大的记者团队和编辑力量。尤其在国际新闻方面，《环球时报》借助于人民日报、新华社、中央广播电视总台等国家级新闻媒体机构的驻外记者，驻外特派特约记者遍及全球 150 多个国家和地区，能够快速、准确地将世界各地动向以中英文双语进行报道。能够直接获得新闻现场的一手消息，较之于其他国际新闻类报纸时效性更强。

#### 2、深度分析、高时效内容策略吸引广大阅读群体

**“市场补缺者”是《环球时报》办报宗旨和策略方向。**《环球时报》大众化的市场定位与策略方向决定了其热度与深度并重的内容生产策略，这一策略也是其长期稳定发展的重要原因，它既保证了新闻内容的时效性和真实性，又在内容深度上进行了专业性和独特性挖掘。

在时效性上，长期以来，《环球时报》数量庞大的记者网络和高水准的编辑团队保障了内容时效性。然而，在互联网的冲击下，这种时效性有所减弱。《环球时报》的应对策略在于准确把握新闻的第二落点，弱化对民众已了解的新闻事实报道，通过社评、专栏或特稿的方式强化对新闻背景和舆论反响的报道，巧妙地延续了时效性优势。

在读者定位上，《环球时报》主要覆盖普通读者，充分发掘通俗文化及民间文化的隐含价值，以贴近群众的姿态、简易直白的语言讲述国际大事，深入浅出。此外，《环球时报》开设了《异国风情》、《娱乐与体育》、《文化教育》、《科技》、《人物春秋》等栏目，从普通大众的阅读关注点切入，用通俗易懂的语言和轻松有趣的故事对国际热点新闻进行延伸报道。虽然语言简易直白，但大多数文章都能够拓宽人们的视野，增加读者对国外信息的了解，起到寓教于乐的作用。除此之外，报社设有《提问》用于回应读者的问题，以互动的方式拉近与读者之间的距离。

在专业性方面，《环球时报》旗下记者和编辑团队本身具备较高专业素养，此外报社还会以考试、讲座、座谈会、演讲比赛、拓展训练、出国采访等多种形式对员工进行培训、锻炼，提升业务素质，从而提高报道质量。《环球时报》还具有集中国思想界各个领域于一身的专家队伍，在把关报道质量和撰写专业报道方面有所作为，从而保证报社的内容质量与专业性。

### 3.4 中国电影：国有电影全产业链龙头，进口片发行优势明显

#### 3.4.1 发行与终端电影放映强势，全产业链布局

中国电影成立于 2010 年，于 2016 年上市。公司最大股东——中影集团持股 67.36%，是国家广电总局控股的中央国有企业，在影视行业有极强的先天资源优势。公司业务已覆盖电影全产业链，包括影视制作、发行、放映、影视服务以及衍生品等。公司投资拍摄的电影主要包括三类：主旋律电影、商业大片以及一些鼓励创新的中小成本电影。

公司的领先性体现在电影发行业务和终端电影放映网络两方面。首先，电影发行业务是公司的传统优势业务，中国电影发行业务具备进口影片发行优势。公司与华夏电影是国内仅有的两家获批发行进口影片的公司，牢牢掌控进口影片发行市场。2018 年上半年，公司共主导或参与发行进口影片 67 部，票房 71.27 亿元，占同期进口影片票房总额的 59.16%。公司主导或联合发行的进口电影包括《毒液：致命守护者》、《神奇动物：格林德沃之罪》、《胡桃夹子和四个王国》、《速度与激情 7》、《疯狂动物城》、《复仇者联盟 3》等，随着中国电影市场的不断扩大与观众视野的不断提升，进口电影的需求也将随之增加。

图 8：中国电影主导或参与发行进口影片情况



资料来源：公司招股书，公司年报，招商证券

第二，旗下院线市占率领先。公司具有庞大的终端电影放映网络，截至 2018 上半年，公司全国共有 4 条控股院线和 3 条参股院线。控股院线分别为中影星美、中影南方新干线、中数院线、辽宁北方；参股院线分别为江苏东方、北京新影联、四川太平洋。参控股院线的加盟影院共有 2,642 家，营业控股影院 128 家，公司旗下控参股院线和控股影院合计覆盖全国 15,945 块银幕，市场占有率为 28.67%。2018 上半年，中影旗下控股影院共实现总票房 8.24 亿元，观影人次共 2,500.39 万人次，平均上座率 17.26%，保持国内行业领先。院线旗下 30 家影院跻身全国影院票房百强，具有明显的渠道优势。此外，公司与电影频道展开合作，主要通过 CCTV 6 及网络等传输渠道播放国内外电影及电影娱乐资讯。2012 年，公司与电影频道签署有效期 10 年的《合作框架协议》。合作方式包括订制影片（电影频道提供剧本及拍摄要求，公司进行拍摄制作）以及电影频道购买公司拍摄的影片。

### 3.4.2 背靠中影集团，直属广电总局，资源优势较广

中国电影是我国电影行业的领军企业，控股股东和实际控制人是中影集团，持股 67.4%，直属于广电总局。中影集团的前身是成立于 1951 年的中国电影发行放映公司，后于 1992 年更名为中国电影发行放映输入输出公司，1995 年更名为中国电影公司，1999 年中影集团成立（以中国电影公司为集团母公司，北京电影制片厂、中国儿童电影制片厂、中国电影合作制片公司、中国电影器材公司、北京电影洗印录像技术厂等作为子公司，电影频道作为其他成员单位，共同组建）。2010 年中影集团联合中视总公司、央广传媒、长影集团、江苏广电、歌华有线、电广传媒、中国联通签订协议，发起设立中国电影股份有限公司，至此中影集团完成整体重组改制。中影集团持股 93%，其他 7 家单位各持 1%。2016 年 8 月 9 日，中国电影顺利登陆 A 股市场，在上交所上市。

由于中影集团的影响力以及国企性质，公司获得了进口电影发行资质，如上文所述，目前市场内只有两家公司有此资质。

公司的影视服务板块表现十分突出。这一板块的业务主要包括影视器材业务及其他影视服务业务。首先，影视器材业务主要包括龙头业务国产数字放映机，并通过“中国巨幕”、“中影光锋”等系列创新技术设备的研发和推广，建立国产数字影视设备产业链及其自主知识产权体系，带动数字电影光源等放映机耗材生产、影院相关设备设施生产、影院设计咨询系统工程及影院信息化管理系统等多领域综合全面发展。公司主要通过旗下中影器材、珠海中影、中影今典、中影巨幕、中影巴可、中影环球、中影博圣、中影南京、中影光锋等公司开展影视器材相关业务。

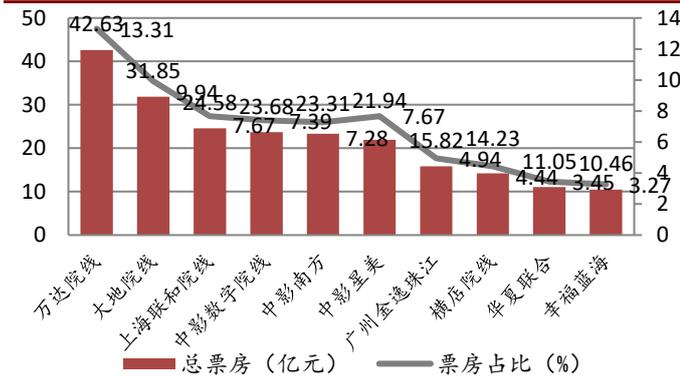
其他影视服务业务主要包括演艺经纪、票房监察、影视教育培训等影视信息、教育、咨询服务。公司旗下中影演艺经纪主要负责演艺经纪业务，集演艺经纪与项目运作为一体，经纪代理范围包括演员、导演、编剧、作曲家及制片人，目前签约各类艺员共 40 余人。票房监察业务主要通过众大合联开展，业务具体负责监察影片发行市场情况、维护电影市场秩序、收集电影票房数据信息等工作，保障电影发行方权益。在影院经营上，通过中影世纪教育开展影院经营、影视投融资和影视后期制作等管理与职业技能的培训业务。

### 3.4.3 全产业链布局逐渐完善，电影制作精细化发展

#### 1、布局院线终端放映

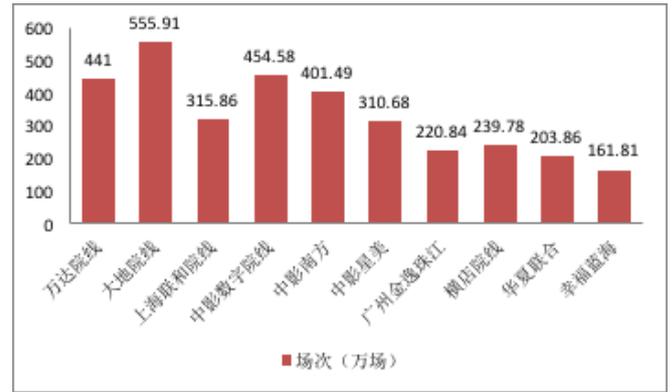
近年来，公司加强全国影院布局，加大对电影院的投资力度，借以提高市场份额和影响力，控股院线的加盟影院数量快速增加，公司投资建设了多家全资和控股影院，自有影院数量也快速增长，未来仍将有大量投资用于影院的资源布点。截至 2018 年 6 月 30 日，公司拥有 128 家营业控股影院和 15 家参股影院。参控股院线的加盟影院共有 2,642 家，银幕 15,919 块。全国票房前十院线排名中，公司控股院线占据三席。

图 9：2018H1 全国院线票房前十名



资料来源：前瞻产业研究院，招商证券

图 10：2018H1 全国院线票房前十名场次信息（万场）



资料来源：电资办，招商证券

## 2、影视制作业务类型覆盖丰富，投资相对稳健

在电影制作业务方面，虽然公司从大制作到小型投资文艺片均有所涉猎，但为了打造“中国电影”的品牌，公司从 2010 年左右开始侧重选择大型商业电影。对于这类大型商业电影，公司在题材、剧本选择上更加谨慎。

公司能够在这一阶段获得成功的主要原因有三点：首先是公司凭借国企的资金和资源等优势对剧本和题材有更多的选择权。其次，公司为了提升创作团队的积极性较早实行了主创团队收入与票房挂钩制度。第三，公司拥有亚洲顶尖的影视制作基地。

此外，在鼓励制作团队积极性上，公司率先采用了让主创团队收入与票房挂钩的模式。例如，在《我叫刘跃进》中，在计算青年导演收入时采用了这种激励模式，使得主创团队与制作公司对电影票房的关注度一样高。

公司旗下的中影基地是亚洲地区规模最大、技术最先进、设施最完善的影视制作基地之一，拥有包括世界级规模摄影棚、顶级摄影照明器材、专业置景团队、服装道具库和电影后期制作系统，多项业务已经成为国内电影制作领域的标杆。

## 3、电影发行营销业务行业领先，进一步整合资源

公司在电影发行营销板块主要包括电影发行业务、电影营销业务。电影发行业务市场竞争较为激烈，公司通过整合产业资源，拓展业内合作，提高电影发行与广告营销的市场份额，巩固龙头地位。公司持续推广数字放映设备，2017 年新装数字放映设备 1,154 套，截至 2018 上半年，为全国影院提供数字放映设备共计 6,805 套，占全国市场份额的 11.6%。在国内数字电影密钥制作和分发方面，公司保持行业内最为稳定、高效、准确的技术水准和精益求精的团队。根据产业发展趋势，公司逐步推进“中影数字电影发行放映服务平台”的功能提升，为发行结算业务与移动互联网模式的全面对接打下基础。2017 年，公司共主导或参与发行国产影片 410 部，累计票房 119.48 亿元，占同期全国国产影片票房总额的 43.86%；发行进口影片 109 部，票房 150.32 亿元，占同期进口影片票房总额的 62.54%，其中《战狼 2》、《速度与激情 8》等全国票房排名前十影片均为公司主导或联合发行，保持了行业领先优势和市场主导地位。2018 年上半年公司共主导或参与发行国产影片 175 部，累计票房 64.94 亿元，占同期全国国产影片票房总额的 36.66%；发行进口影片 67 部，票房 71.27 亿元，占同期进口影片票房总额的 59.16%，其中《唐人街探案 2》《捉妖记 2》《复仇者联盟 3：无限战争》等全国票房排名前十影片均为公司主导或联合发行。

电影营销业务主要包括广告商务、宣传策划、版权经营、节目运营和衍生品经营等业务。公司主要通过营销分公司、北京中影营销开展营销广告相关业务。公司持续加强中影银幕广告平台建设，截至 2018 上半年，中影银幕广告平台已签约影院 892 家，拥有银幕数量达到 6049 块，占全国银幕总数的 10.87%，覆盖全国 30 个省、自治区、直辖市的 273 个城市，市场占有率保持全国第二位。“中影剧场”电视平台进一步拓展，已落户全国 61 家电视频道，实时供给影片数量达到 175 部，与银幕广告跨屏联动，形成影片宣传推广阵地。

#### 4、其他领域探求变现

在版权运营方面，公司通过多渠道、多手段、多方式开拓版权收入，针对《建军大业》、《铁道飞虎》等影片分别开展广播权、信息网络权、音像、航空及图书（连环画、电子书及有声书、海报剧照集、历史读本）等多项版权合作，同时采取多种措施保护版权，加强侵权盗版监控。

在衍生品业务方面，公司将“产品中心模式”调整为“版权中心模式”，重点开展版权开发、授权及转授权、品牌合作、产品开发、渠道建设等业务。2017 年开发《变形金刚 5》、《神奇女侠》等 9 个版权项目，实现玩具、模型、家居用品、3C 数码等十多个衍生品类，覆盖十余家合作院线、2100 家影院。

### 3.5 新华网：依托品牌与时俱进，流量转化能力显著

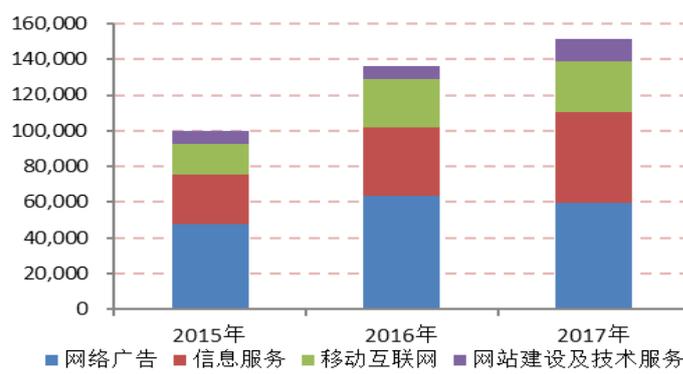
新华网是由新华社控股的传媒文化上市公司，是新华社构建“网上通讯社”的重要组成部分。新华网依托新华社作为国家通讯社的权威地位和作为世界性通讯社的全球信息网络，拥有权威的内容资源、广泛的用户基础、优质的客户资源和强大的品牌影响力，并以此为基础开展网络广告、信息服务、网站建设及技术服务和移动互联网等主营业务。其中，网络广告为其主要营收来源。

图 11：新华网近年营收（万元）



资料来源：wind、招商证券

图 12：新华网近年主营构成（万元）



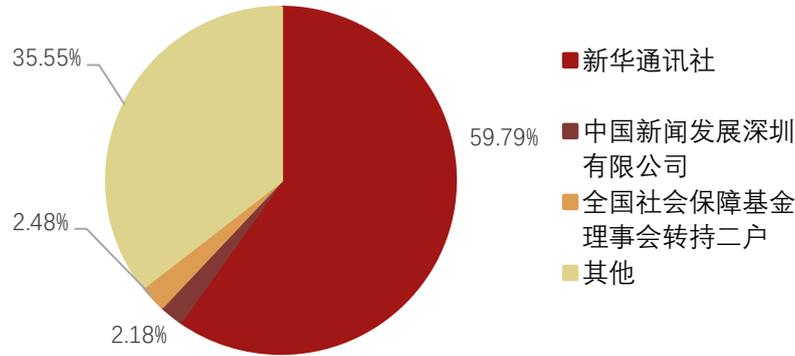
资料来源：wind、招商证券

在中国互联网协会、工信部信息中心联合发布的 2018 年“中国互联网企业 100 强”榜单中，新华网排名第 18 位，持续居于中央重点新闻网站首位。在中央网信办主管的《网络传播》杂志发布的中央重点新闻网站传播力榜单中，连续 9 个月稳居 PC 端传播力排名首位，远超同类网站。此外，在由文化品牌评测技术文化部重点实验室发布的“2017 中国文化企业品牌价值 TOP50”中，新华网更以 7.55 亿元的品牌价值上榜。

### 3.5.1 紧密依托新华社品牌，多维挖掘商业价值

新华网由国家通讯社新华社主办，由新华社控股，是新华社构建“网上通讯社”的重要组成部分。

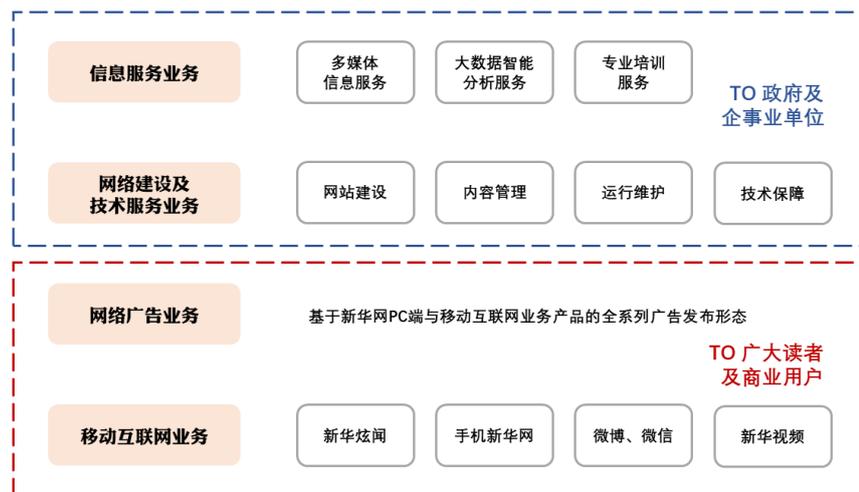
图 13：新华网股东情况



资料来源：wind、招商证券

作为新华社网络宣传主阵地，新华网的重大主题报道引领网络舆论，持续彰显并扩大品牌公信力和影响力。仅 2018 年上半年，新华网已完成全国两会、博鳌亚洲论坛、汶川地震十周年、纪念马克思诞辰 200 周年、改革开放 40 周年等多场直播报道。两会期间，总计完成直播报道 48 场，其中 19 场独家担纲唯一文字出口，直播专题总访问量达 3,420 万，成为两会报道网上传播的主信源、主渠道。

图 14：新华网业务条线及产品服务



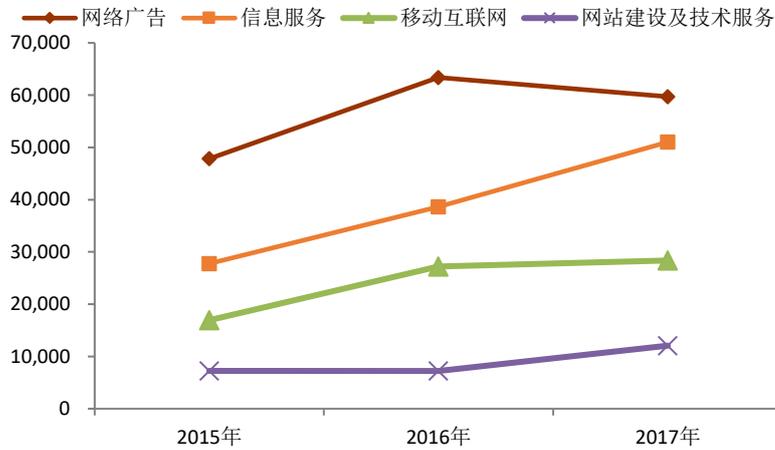
资料来源：公司公告、招商证券

凭借中央重点新闻网站的强大公信力及丰富的采编资源，新华网已积累了大量稳定的政府与企事业单位客户。新华网为这些客户提供以网站建设为核心，包括内容管理、运行维护、技术保障等在内的信息生态服务，逐步建立起国内规模最大的政府网站集群。

同时，新华网紧密依托新华社资源，为政府部门及企事业单位提供多媒体信息及大数据

智能分析等服务，该部分的营收也呈逐年增长的态势。其通过搭建开放平台、整合社会资源，成立专门研究机构，以网络大数据采集、智能分析和研判为基础，为客户提供智库类高端产品和服务。此外，新华网还向客户群数据分析人员提供专业的培训服务。

图 15：信息服务营收持续增长（万元）



资料来源：wind、招商证券

另一方面，新华网巨额流量及其后新华社的隐性背书，为其网络广告业务的蓬勃发展打下良好的基础。作为全球网民了解中国的重要窗口，新华网拥有遍及 200 多个国家和地区的用户群体，桌面端日均页面浏览量超过 1.2 亿，移动端日均覆盖人群超过 3 亿。据 Alexa 排名显示，新华网在全球 7 亿多个网站中综合排名第 70 位，国内综合排名第 11 位，居新闻门户网站首位。

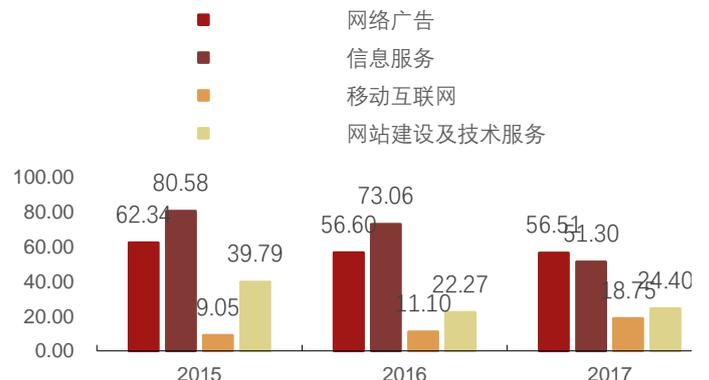
目前，新华网已集成全系列广告发布形态，包括文字、图片、视频、Flash、网络广告专题等，覆盖新华网 PC 端、新华炫闻 APP 和手机新华网等移动端以及官方法人微信、微博，为企业客户提供全方位、全媒体的网络广告服务。值得关注的是，其广告业务领域涉及快消、金融、汽车、科技、能源、健康、旅游、时尚等多个主要行业，在传统的政企事业单位外，有效开辟了更为广阔的企业客户市场，大大拓展了利润空间。

图 16：新华网主页不同行业的贴片广告



资料来源：新华网、招商证券

图 17：新华网各主营业务毛利率（%）



资料来源：wind、招商证券

### 3.5.2 抢占移动端，发展融媒体，逐步加码用户粘性

早在 2012 年年初，新华网便嗅到移动互联网的风口，推出了面向 4G 的多媒体集成交

互客户端“新华炫闻”。“新华炫闻”秉承新华网在新时代“权威声音、亲切表达”的理念，试图通过突出强调“炫”概念吸引年轻一代受众，以去中心化的思维、“千人千面”的实现方式，翻开了移动新媒体革命新的一页。

推出当年，“新华炫闻”即获得业界内外一致肯定，获评“2012 中国互联网十大价值产品”、“2012 年度最佳转型移动媒体”，更于 2014 年荣获“年度最佳新闻客户端”奖。与此同时，新华网稳步扩张其移动阵地，陆续开辟新华网微信、法人微博、手机新华网、手机报等新闻移动端入口，深度渗透年轻群体，扩大自身影响力。同期，新华网也进入其快速增长期，连续两年增速近 40%。

现在，新华网不仅已拥有“新华炫闻”客户端、手机新华网、新华网微博、微信和“新华视频”等产品/IP，更开拓了“4G 入口”、“5G 入口”、手机阅读、移动语音、手机视频、动漫游戏等移动增值业务，通过文字、图片、语音、视频等多种形式向客户提供移动互联网内容信息服务，对年轻群体全方位多层次包抄，逐步培育下一代受众的用户粘性，以获得远期可持续发展。

此外，新华网积极研发媒体融合创新产品，发挥其资源、技术、渠道方面的优势，保持媒介形态的持续活力，引领媒介业态的换代升级，进一步扩大新华网品牌的社会影响力。其中，围绕政府工作报告推出的独家创意短视频《跃然纸上看报告》，为受众带来了全新阅读体验，总访问量超 1.05 亿，转载量超八百家；《“更懂你”是什么感觉，答案在这里》首次将情感交互技术与报道融合，深度挖掘政府工作报告中让人“同频共振”的瞬间，是国内首条生理传感新闻（SGC），总访问量达 2,230 万。

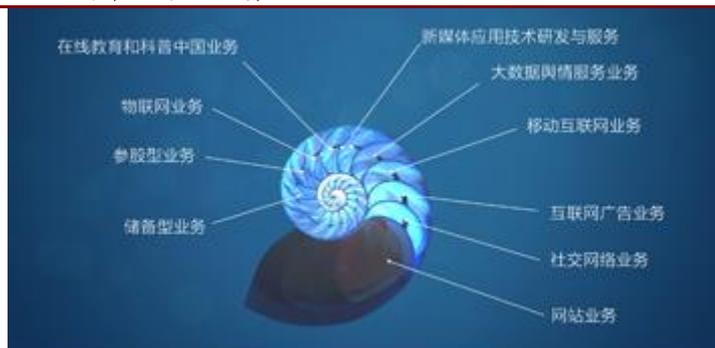
### 3.5.3 技术驱动继续前行，加速形成全媒体产品链

近年，新华网密集布局大数据、物联网、人工智能等前沿技术，在持续更新数据新闻、无人机新闻、动新闻等新闻报道形态、探索机器人新闻、传感器新闻等创新应用的同时，不断推进自身云平台的建设与应用。目前已开展“互联网小镇”、“特色小镇”、“溯源中国”（含食品溯源、医保药品鉴证核查、工业物联网）、生物传感智能终端等移动信息化和物联网、人工智能等业务，渗入受众的日常生活，抢占媒体的科技高点，为下一次高速发展的贮藏动能。

当下，新华网聚焦“科技、资本、人才与传媒深度融合”规划自身业务，对重点经营领域进行资源整合，形成经营发展“动车组”。优化升级“前店后厂”模式，重点打造智慧党建、大数据舆情等创新型业务板块，创新内容传播推广手段和变现模式。

随着市场拓展能力和综合竞争力不断提高，新华网已围绕网站业务、社交网络业务、互联网广告业务、移动互联网业务、大数据舆情服务业务、新媒体技术与研发服务、在线教育和科普中国业务、物联网业务、参股型业务、储备型业务等十大业务板块展开布局，全媒体产品链加速形成，平台效应或将更加显著。

图 18：新华网十大业务板块



资料来源：企业官网、招商证券

### 3.6 华侨城集团（文化）：着力产业联动，深度探索“文化+”

华侨城集团是由国务院国资委直接管理的大型央企，控股华侨城 A、康佳集团、华侨城亚洲、云南旅游、天视文化等多家上市公司，是全国文化企业 30 强。连续 6 年居全球主题公园集团四强，累计接待游客近 4 亿人次。

多年来，华侨城集团培育了旅游及相关文化产业经营、房地产及酒店开发经营、电子及配套包装产品制造等主营业务。2015 年，华侨城提出向“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”的创新发展模式转型。2017 年，华侨城集团确定了中长期战略目标，以“中国文化产业领跑者、中国新型城镇化引领者、中国全域旅游示范者”承接国家战略，并通过搭建“文化产业体系、旅游产业体系、新型城镇化、金融投资、电子产业体系”的五大产业格局，形成产融双擎的发展局面。

#### 3.6.1 着力共享，创新盈利模式，发力 IP 领域

华侨城做主题公园起家，成就了众人耳熟能详的“锦绣中华”“世界之窗”“欢乐谷”等经典品牌，由其衍生出的“旅游+地产”模式在很长一段时间内都为人所称道。其运营模式的本质，是通过高周转高毛利率的地产销售去反哺长周期的旅游行业。而这一模式在旅游资源比较丰富，地产市场相对落后的区域市场有其自身的局限性

2015 年，华侨城提出向“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”的创新发展模式转型。其转型“文化+旅游+城镇化”战略的核心，是发挥文化和旅游“造城”优势，采取政府、村镇、企业、民间社会资本等多方合作共享的 PPP 模式，搭建新型城镇化综合开发平台。

在这一模式下，华侨城进一步提出了共享的理念。过去华侨城多是单打独斗，通过文化旅游，内生性衍生出文化酒店、文化演艺、文化节庆等相关业务板块。现在的华侨城则更强调产业协作，根据发展需要，整合集团内外部资源，主动联合来自地产、金融、互联网、高新科技研发等各个领域的顶尖机构，组建房地产、旅游、文化、酒店、美术馆、博物馆、餐饮、商业、金融、设计等领域的联盟，搭建产业共享平台，建立合作共享机制，吸引优势产业、龙头企业进入，共同开发战略项目，促进行业及区域的整体提升。

从主题公园建设到旅游地产、度假酒店开发，再到文化业务板块，乃至如今“造城”的全域旅游，华侨城走的已不再是“景点旅游”的传统发展思路，而是立足城镇化，串联

起了产业、人口、资本等核心要素，致力于开创一个更加开放的、连接各方的文化旅游平台，与区域共发展、共繁荣。

近年来，在集团层面，华侨城新型城镇化项目在广东、四川、海南、山西、河北等地快速落地。在项目中，华侨城通过产业投资、智慧输出、公共服务提升等方式介入全域旅游开发。仅 2016 年 1-8 月，其签约的各特色小镇和全域旅游开发项目，总投资金额便已达 4000 亿元。

而在盈利模式上，华侨城则试图通过轻资产的管理输出、IP 的导入运营，逐步改变依靠地产业务反哺的局面，继续保持其在文化旅游产业的领先地位。共享模式下，“文化引领、管理输出、模式创新”轻资产发展模式，将极大降低经营风险和投资压力，进一步激发不同产业的融合发展，促进文化旅游资源在更大范围内的优化配置，以产生更大的经济效益、社会效益和文化效益。而自身具有轻资产特点的 IP 运营，更是文化旅游产业核心的盈利模式。

华侨城集团旗下担当 IP 运营重任的是定位“中国城市文化运营商”的华侨城文化集团，它以文化小镇和文创科技产业园区开发与运营、IP 内容文化产业投资与运营、城镇公共文化服务策划与运营为三大核心业务，涉及文化小镇、VR 产业、影视动漫、文化产业基金管理等多个领域，目前已开发建设深圳甘坑小镇。

作为华侨城的首个特色小镇样本，深圳甘坑小镇是其构建“IP+VR”模型的实验地。小镇通过对当地文化特色的挖掘，为 IP 提供故事内涵；通过 VR/AR 等 IP 表达手段，进行规模化生产复制；通过产业资本嫁接及人才培养，为 IP 提供发展支撑。如今，甘坑客家小镇已成为拥有六张国家级名片的特色小镇（即国家级文化产业示范园区、国家 5A 级旅游景区、国家级新兴产业示范区、中国历史文化名镇、全国重点特色小镇），并于 2017 年 7 月入选首批国家级文旅特色小镇。

除了文化集团，华侨城集团旗下华侨城文化旅游科技股份有限公司也在致力于数字科技在主题公园行业的应用。文旅科技于 2009 年成立，主营业务是向文化旅游景区提供园区策划设计、高科技游乐设备研发生产、工程代建等系列综合服务，下游客户主要为游乐园、主题公园和城市综合体等。除了多年积累的特效系统、运动设备系统等技术优势，文旅科技还推出新兴旅游品牌“卡乐”，包括卡乐世界、卡乐小镇、卡乐天地和卡乐虚拟现实主题乐园，在柳州、常德、肇庆等多地布局。

这些 IP 运营公司与华侨城 A、云南旅游等华侨城旗下平台共同协作，推动文化旅游盈利模式的真正落地，华侨城将有望彻底转型文旅集团。

### 3.6.2 深度探索“文化+”，打造文化产业集群

近年来，依托雄厚的文化旅游资源优势，华侨城不断加大相关战略投资，进行文化产业布局。成立文化集团，着力于打造“文化+”产业投行模式，深入挖掘文化 IP，构建涵盖电影、音乐、演艺、儿童娱乐的核心内容体系。目前在各细分领域均处于领先地位，逐步打造出集聚文化旅游、文化节庆、文化演艺、文化艺术、文化主题酒店、文化科技等业务板块的优质文化产业集群。

图 19：华侨城文化生态



资料来源：公开资料、招商证券

文化主题景区方面延续华侨城在传统文旅产业上的优势，目前已覆盖微缩景观型主题公园(锦绣中华·民俗文化村、世界之窗)、互动游乐型主题公园(欢乐谷连锁主题公园)、生态旅游度假区(东部华侨城旅游度假区、泰州溱湖旅游度假区、昆明阳宗海旅游度假区、华侨城秦皇岛旅游度假区等等)、都市娱乐目的地(深圳欢乐海岸、顺德欢乐海岸、宁波欢乐海岸等)四种具体形态。其中，“欢乐谷”荣获国内主题公园行业唯一中国驰名商标，已实现深圳、北京、成都、上海、武汉、天津、重庆多地连锁。

文化主题酒店领域则与两大主业形成共振。华侨城开创了我国文化主题酒店先河，旗下目前建设和运营管理酒店 32 家，产品涵盖白金五星级、五星级、四星级、精品酒店、公寓型酒店和经济型酒店。其中华侨城大酒店、威尼斯睿途酒店、海景嘉途酒店、前海华侨城大酒店、东部华侨城酒店群、经济型精品连锁品牌城市客栈等为代表的主题酒店已成为文化主题酒店的经典案例。近年来，集团多次荣获中国酒店业“十大影响力国内酒店品牌”、中国最佳主题酒店领军品牌、中国最佳酒店管理集团、中国饭店集团 60 强等称号。

基于文化旅游的文化节庆也呈现出芝麻开花的态势。华侨城每年依托景区和文化设施开展各类文化节庆活动已达百余个(场)，涵盖文化旅游、艺术展览、社区文化活动等。其中世界之窗国际啤酒节、民俗文化村泼水节、欢乐谷魔术节、旅游狂欢节、万圣狂欢节、华侨城·自贡灯会等已经演化为深受各地城市级别的节庆活动，渗透入城市当地的文化当中。

华侨城旗下的文化艺术场馆，以 OCAT 当代艺术中心、华·美术馆、何香凝美术馆、华夏艺术中心为代表，在建文化场馆十余座，位居全国文化艺术馆群之首。如今已经形成以深圳为轴心，辐射北京、上海、武汉、西安等地的华侨城当代艺术馆群。

华侨城同时坐拥全国最大的文化演艺规模，包括千人以上专业剧场及表演场地 27 个，演职人员近 3000 名，累计推出各类原创的演艺节目 61 台(场)，累计接待观众近 1 亿人次。以《东方霓裳》《金面王朝》《创世纪》《天禅》为代表的演艺剧目分别荣获中国荷花奖和国际 IAAPA 最佳演出奖，其中《金面王朝》改版后获得市场高度认可，获 2014 年京华旅游新榜样·最佳文化创意奖和 2015 年中国主题乐园最佳演艺项目奖。

在文化创意领域，华侨城不容小觑。2004 年起，华侨城对深圳辖区内东部工业区的部分工业建筑进行改造，使其成为具有鲜明的后工业时代特色的创意产业园区，多年来承办了世博会分会场、深港双城双年展、国际爵士音乐节、深圳独立动画双年展等著名文化艺术活动。目前园区进驻创意公司和艺术机构约 300 家，就业人口达 5000 人。2016

年园区产值达 200 亿，成为国家文创园区的标杆。

华侨城在文化科技领域亦有极高建树。旗下的华侨城文旅科技公司作为以科技创新为核心、文化旅游产业为应用方向的上市公司，综合运用特种影视、动感仿真、虚实结合、互动娱乐等高新科技手段，自主研发出全球首创的 360 度全景天地剧场、影视跳楼机、时光飞车、飞行影院为代表的具有国际专业水准的高科技文化旅游产品，产品还输出到美国、土耳其、越南、印尼等多个国家和地区。旗下巨头康佳集团在加速转型中，将优质的数字内容与创新的硬件输出进行整合，也融入数字创意产业链条。未来康佳还将进军与电视大屏结合的数字创新领域。

华侨城积极介入上下游兼并重组，实现文化产业与多种业态的良性融合，完善文化旅游生态，推进集团文化系统协同发展，打造集团品牌效应，近年已初见成效。

### 3.7 保利文化：架构自有多元文化艺术生态，关注内容强者恒强

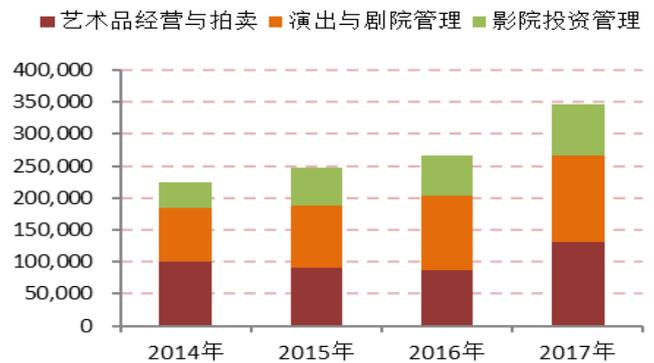
保利文化是中国领先的文化艺术企业，通过旗下三个主要业务板块：1) 艺术品经营与拍卖业务，从事拍卖及买卖中国古董、中国近现代书画、中国古代书画、中国油画及雕塑以及其他文物和艺术品业务；2) 演出与剧院管理业务，从事剧院的日常管理、演出安排、剧院租赁以及提供剧院设计咨询服务业务；3) 影院投资管理业务，从事影院建设与影院运营业务，共同架构起自有多元文化艺术生态。其中，演出与剧院管理、艺术品拍卖等业务稳居行业领先地位。立足三项主业，保利文化还积极开拓艺术教育、文化金融、文化旅游、文化资产管理四项新业务，寻求产业升级。

图 20：保利文化近年营收（万元）



资料来源：wind、招商证券

图 21：保利文化主营构成（万元）



资料来源：wind、招商证券

保利文化于 2004 年被文化部命名为“文化产业示范基地”，2011 年被文化部授予“十大最具影响力国家文化产业示范基地”称号，2008 年至 2018 年连续十届入选“全国文化企业三十强”。

保利文化下辖北京保利剧院管理有限公司、北京保利国际拍卖有限公司、保利香港拍卖有限公司、北京保利艺术中心有限公司、北京保利艺术投资管理有限公司、保利影业投资有限公司、保利文化（北美）投资有限公司、北京保利音乐艺术发展有限公司、保利融禾融资租赁有限公司等 12 家专业子公司，拥有 100 余家全资及控股企业。

### 3.7.1 核心业务做深做广，架构艺术品经营产业链，密切关注新兴市场

保利文化发挥北京、香港、厦门等平台优势，凭借雄厚的资金实力、标准化管理模式和全球化征集网络，使旗下艺术品拍卖业务蜚声海内外，连续近十年蝉联年度全球中国艺术品拍卖成交额冠军。

保利文化艺术品经营与拍卖板块充分整合产业资源，打通产业上下游，从评估、拍卖、经营到艺术品相关金融服务，形成相对完整的艺术经营产业链。旗下北京保利国际拍卖有限公司是世界第三大艺术品拍卖企业，也是全球最大的中国艺术品拍卖企业。旗下的北京保利艺术中心有限公司从事艺术品经营、文物评估鉴定、文物保护技术咨询、文化艺术交流、艺术品展览以及艺术家经纪等业务，与保利艺术博物馆、北京保利拍卖、保利香港拍卖等互相形成业务支持和补充。旗下北京保利艺术投资管理有限公司从事艺术品投融资、艺术品基金管理等相关金融服务，同时为企业和个人提供艺术品鉴定、估值和艺术品收藏等专业咨询服务，是目前国内唯一一家国有大型艺术品投资顾问机构，先后推出艺术品基金项目总规模近 20 亿元。

同时，艺术品经营与拍卖子业务之间也有着较强的协同效应：公司接收客户委托的艺术品，以拍卖或私下洽购方式撮合买卖双方成交；公司进行艺术品经营，购买具升值潜力艺术品，并转售获利；公司作为投资顾问，就艺术品的鉴定、评估、购买和销售提供咨询服务。公司在领域内兼具中介、参与者、顾问三者身份，也意味着品牌专业影响力的持续扩张与深化。

此外，保利文化与保利集团其他板块也形成了一定产业联动。保利文化与保利房产、保利投资共同成立了保利艺术教育投资有限公司，开拓三大主业以外的新业务，也为集团创造了新的营收通道。近年，保利文化更积极关注新兴市场如艺术教育、文化金融、文化旅游、文化资产运营的机遇，基于自身相对成熟的既有产业资源，寻求产业升级。譬如在文化金融方面，保利融禾发展迅速，支持艺术品经营与拍卖业务进一步发展。

值得注意的是，近年来，保利文化与国际机构积极接洽，就艺术品及艺术教育等方面的业务合作进行探讨，通过出海实现全球影响力的扩大与业务的进一步扩张。2016 年底，保利艺术中心与保利文化北美公司合作设立温哥华保利艺术馆，为艺术品经营业务再添新窗口。保利文化已在北美成功举办 3 个高端主题展览和 32 场文化交流活动，成功将“女子十二乐坊 2018 新春音乐会”推向北美市场。同时，北美公司积极协助北京保利拍卖开展北美征集活动，助力保利文化艺术品经营业务。

### 3.7.2 内容保质增量，精品战略成果斐然

保利文化各板块稳步扩张的过程中，均密切关注产出质量，加码原创/直营等内容，持续积累拓展品牌价值，获得良好的市场反响。其中拍卖经营业务坚持精品战略，更是得到了时间的验证，成果喜人。

保利影业近年来积极探索适合自身发展的内容制作业务，着力构建国内领先、国际一流的影院投资建设及管理平台。2017 年，影业新开 7 家影城，并收购星星文化，运营直投影城增加至 62 家，基本覆盖高线级城市，推进品牌向连锁经营发展。当年，影业旗下直投影城票房人民币 8.34 亿元，位列全国影投公司第 10 位，同比上升 3 位。至 2018 年上半年，影业运营直投影城已达 66 家，实现票房收入 4.16 亿元。

图 22：保利全国影城分布（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：企业年报、招商证券

面对日新月异、日益多元的受众需求，保利影业与时俱进，以技术内核推动用户观影体验的升级。其独立研发设计 POLYMAX 是拥有自主知识产权的 4K 3D 巨幕放映系统，已获得了多项国家专利认证，现已成功推向国内电影市场，获得了广泛好评。而 POLYMINI 则是保利影业针对高端客户需求量身定制的私人影院放映系统，符合数字影院规范（DCI）标准认证，为追求客户提供更高质更私密的观影体验。

保利文化旗下的北京保利剧院管理有限公司承担演出与剧院管理业务，主要包括剧院院线管理、演出及创意制作、票务营销三方面内容。近年，剧院在稳步实现规模扩张的同时，关注内容产出，形成较明显的口碑效应。2017 年，院线全年完成演出 8,093 场，同比增长 19%。

制度上，剧院率先在国内创立剧院连锁经营模式，制订了国内首部《行业标准》和《剧院经营管理规范》，得到业内同行的广泛认同与推广，打造出国内规模最大的演出平台——保利剧院院线。

内容上，一方面，剧院围绕“促进东西方文化交流、推广艺术精品”的企业愿景，将众多国内外优秀作品搬上舞台，打造了“戏剧舞蹈演出季”、“打开艺术之门”、“市民音乐会”等品牌系列活动；

另一方面，在内容创作领域，剧院以市场需求为导向，推出音乐剧《三毛流浪记》、《钢的琴》、《王二的长征》、《聂小倩与宁采臣》、《啊！鼓岭》、《音乐之声》（中文版）、《虎门销烟》、话剧《银锭桥》、儿童剧《我爱寓言》、《我爱童话》等一系列高质量的原创作品，社会反响良好。其中《钢的琴》获第十四届文华奖五项大奖。剧院联合制作并引进旧金山歌剧院的英文原版歌剧《红楼梦》，入选首轮中美社会和人文对话重点项目。

而在大型活动组织、演出创意设计制作领域，保利文化也拥有行业领先实力，近年来成功承办了北京第 29 届夏季奥林匹克运动会开幕式、山东第 11 届全运会闭幕式、广州第 16 届亚洲运动会开幕式等数十项大型文艺演出与文化活动，为品牌持续积累口碑。

保利文化拍卖业务在保持规模优势的同时，突出精品战略，精准营销，发挥全产业链和战略布局优势，持续领跑全球中国艺术品拍卖市场。经过十余年发展和大浪淘沙，国内拍卖行业保利文化稳定在第一梯队，有望实现强者恒强。

### 3.8 国内文化企业案例总结：善于利用资源，共振线上线下，注重品牌公信力，发挥政策支持力量

湖南广电、凤凰传媒、环球时报、中国电影、新华网、华侨城集团（文化）、保利文化都是优秀的文化国企，常年列居文化企业五十强榜单前列。在他们成长发展的过程中，或多或少呈现出了一些共同的特质，即**善于利用资源、共振线上线下、注重品牌公信力建设、充分发挥政策支持力量**。

#### 3.8.1 因利乘便，以资源导流量

**这些企业都充分认知并充分利用自身在领域内的资源优势，将资源优势有效转化为流量入口，驱动企业持续发展。**

环球时报充分发挥其信息渠道优势，直接获得新闻现场的一手消息，在国际新闻时效性方面脱颖而出。同时，其旗下集结了中国思想界各个领域的专家队伍，通过内容的高质量与专业性，保证了受众的大体量与强粘性。

中国电影借力大股东中影集团的资源优势，对剧本和题材有更多的选择权。同时，作为国内仅有的两家获批发行进口影片的公司之一，中国电影牢牢把握进口影片发行市场，流量优势明显。

新华网作为新华社网络宣传主阵地，其重大主题报道引领网络舆论，持续彰显并扩大品牌公信力和影响力。企业将强资源入口、强时效性与强公信力有效转化为稳定的政企事业单位客户与巨额流量及相应的广告收入。

湖南广电充分发挥自身内容优势与品牌效应，以 IP 资源驱动发展；凤凰传媒则依托其教材出版优势，做深主业的同时向教育产业进一步延展；华侨城文化产业前期依托另一主业地产反哺，如今将文化元素深入渗透集团各个领域，构建华侨城大文化生态，做到流量共拥共享；保利文化则在艺术品经营与拍卖业务子领域内，做到了艺术品、客户等资源的共享，引进流量的同时巩固了领域内的品牌效应。

#### 3.8.2 紧抓时代风口，实现线上线下共振

**这些企业关注时代变化与技术进步，基于原有业务，向线上或线下拓展，形成线上线业务的良性共振。**

湖南广电密切关注市场动向，贴近年轻一代受众的娱乐需求，创作出与时俱进的优秀文化内容，从而持续产出顶级综艺 IP 与爆款剧集内容。早期通过影视 IP 抢占年轻一代线下市场，后期与时俱进，相应推出芒果 TV 客户端与系列优秀自制网综网剧，整合自身内容 IP 资源，包抄线上线下市场。

凤凰传媒在继续关注主业，做好做深印刷发行等传统业务的同时，积极关注产业链演化，以资本驱动自身升级发展，并密集布局新一代信息技术，在技术时代抢占先机，也已取得初步成效。

新华网早在 2012 年便敏锐感知到移动互联网的崛起，并通过抢占移动端，推出“新华炫闻”的方式快速相应，形成新闻生态闭环。与此同时，新华网通过线上巨额流量与强公信力，积累起数量可观的政企事业单位客户，提供线上线下的信息生态服务，有效拓

展营收。

### 3.8.3 注重品牌公信力建设，以文化生态驱动长期发展

**这些企业注重品牌公信力的建设，打造品牌效应，通过布局文化生态共享品牌，驱动集团的长期发展。**

湖南广电在早期的摸索中逐渐奠定了品牌“青春”、“娱乐”的基本调性，逐步构建品牌公信力，立足内容不断衍生文化生态，依托顶尖的制作团队，推动品牌进一步发展。

凤凰传媒立足传统教材印刷出版业务积累的良好品牌口碑，通过产业链演化与延伸，充分发挥品牌效应，构建起以文教为内核的文化生态。

新华网从依托新华社品牌与资源，通过转型升级，逐渐树立自身强即时性、强公信力的品牌形象，并在贴近年轻一代的融媒体报道中，不断增强受众的品牌粘性。

华侨城基于原有主题公园的品牌知名度，通过包括文化主题酒店、文化节庆在内的文化生态深化并扩展品牌影响力，塑造自身的大文化品牌。

保利文化在多业务条线共享品牌，通过多条线的共同发力，持续维护品牌形象，并基于品牌继续整合原资源，发散新业务。

### 3.8.4 依托国企背景，发挥政策支持力量

**值得一提的是，这些企业在内容、渠道等领域都充分发挥了政策支持的力量。**

凤凰传媒、中国电影依托政策给予的渠道优势，做深做强传统主业的同时，立足其上探索品牌延展的可能，取得了较好的成效；环球时报、新华网则坐拥其后更强势品牌，在内容、渠道方面都享有独家性优势，从而保持了企业自身品牌的专业性与公信力口碑，在竞争中往往立于不败之地；华侨城集团在原有模式濒临枯竭的情况下，专注战略的转型升级，乘上“城镇化”的东风，依托国企背景与自身强劲实力，将文化元素渗透进传统旅游、地产等产业，把控住诸多地方城镇化建设的入口，实现了品牌的跨越式成长。

## 四、重点关注公司

### 4.1 芒果超媒（300413）：优质“内容+渠道”的互联网视频龙头

**1、芒果TV视频网站领域排名第四，具有全牌照和独特内容优势，背靠湖南广电，差异化定位垂直新媒体。**芒果TV作为国内用户活跃度第四的视频网站，是湖南广电发展网络视频业务的唯一新媒体，拥有湖南卫视自制并播出的电视剧及综艺节目的独播权。定位年轻女性的细分观众群体，芒果TV以“芒果独播+优质精选+精品自制”形成独特内容优势。在股东资源上，根据CSM 52城收视率统计，湖南台从2009年~2017年连续九年排名省级卫视收视率第一。湖南台授权节目为芒果TV平台总的VV值与UV值做出了很大贡献，近两年占芒果TV平台总VV值约20%左右。在自制节目上，芒果TV不走烧钱制作流量大剧的道路，而是坚定主打精品化，打造了如《明星大侦探》、《火王》等优秀综艺和电视剧作品，以可控的成本获得了市场成功。

**2、影视制作业务发展迅速，2019年有望继续发力。**2018年芒果娱乐出品的《流星花园》在湖南卫视和芒果TV双平台独家播出，播放量达55.3亿，播出收视保持所有省级卫视周播剧场第一、全国网连续8周收视同时段第一；参投的《甜蜜暴击》累计播放量77.9亿，表现亮眼；公司投资40%的电视剧《结爱·千岁大人的初恋》在腾讯视频独播，播放量达27.9亿，连续两个月蝉联各大榜单首位。芒果TV还将播放《我的波塞冬》、《火王》等公司自己出品的优质剧。2019年，芒果TV预计播放《南烟斋笔录》《巨匠》《青春斗》《陪你到世界之巅》等优质电视剧。

**3、芒果TV会员数快速增长，广告业务持续强劲。**2018前三季度，会员收入同比增长128.82%，广告收入同比增长127.61%。芒果TV会员用户规模同比大幅增长，芒果TV最新MAU达到5.1亿，相比2017年增长59%；DAU达到3582万，相比2017年增长25%；付费会员数增至9月底的819万，增长幅度达到82%。公司递延收入同比增长75.76%至1.98亿元，主要由于互联网视频会员规模扩大、会员服务款项增加。

**4、盈利预测与投资建议。**芒果超媒在2018前三季度实现营业收入71.81亿元，同比增长24.79%，实现归母净利润8.13亿元，同比增长37.36%。我们预计公司2018-2020年备考归母净利润分别为11.0亿、13.8亿元和17.9亿元，分别对应市盈率为33.2倍、26.5倍和20.4倍。

图 23：芒果超媒营业收入情况（亿元）



图 24：芒果超媒归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

## 4.2 中国电影（600977）：电影全产业链龙头，制作业务盈利回暖，2019 进口大片年值得期待

**1、发行营销和放映双重优势，政策端与渠道端构筑坚实壁垒。** 中国电影发行业务具备进口影片发行优势，公司与华夏电影是国内仅有的两家获批发行进口影片的公司，牢牢掌控进口影片发行市场。2018 上半年《唐人街探案 2》《捉妖记 2》《复仇者联盟 3：无限战争》等全国票房排名前十影片均为中国电影主导或联合发行。营销业务截至 2018H1 中影银幕广告平台签约影院 892 家，拥有银幕数量达 6,049 块，占全国银幕总数的 10.87%，市场占有率保持全国第二位。2014-2018H1，中国电影主导或参与发行进口影片共 425 部，实现票房 500.32 亿元。渠道端具有庞大的终端电影放映网络。截至 2018 上半年，公司全国共有 4 条控股院线和 3 条参股院线，参控股院线的加盟影院共有 2,642 家，营业控股影院 128 家，市场占有率为 28.67%。

**2、影视制作盈利回暖，有望持续贡献利润。** 2018 年公司主导或参与出品的影片主要包括《无问西东》（综合票房 7.5 亿）、《唐人街探案 2》（综合票房 34 亿）、《捉妖记 2》（综合票房 22 亿）、《西游记女儿国》（票房综合 7.3 亿）等，均取得了较大的商业成功。公司电影储备充足，如《中国合伙人 2》、《流浪地球》（2019 年春节档）、《希望岛》等，《百万雄师》《亲密旅行》（原名《囡爸萌娃》）《最好的我们》已开机，《伟大前程》《鹊桥仙侣》等项目正在开发筹备中。电影制品业务方面，公司形成了以重点影片为核心，多种成本体量和多种类型题材影片并重的生产格局。电视剧方面，有网剧《无证之罪 2》等。

**3、2019 年是进口片大年，公司有望受益。** 2019 年是好莱坞大片年，预计《驯龙高手 3》、《复仇者联盟 4》、《X 战警：黑凤凰》、《玩具总动员 4》、《蜘蛛侠：英雄远征》、《冰雪奇缘 2》、《星球大战 9》等有望引进，公司作为进口片发行方之一，有望受益于发行业务收入的增长。

**4、盈利预测与投资建议。** 我们预期公司 2018-19 年归母净利润分别为 14.8 亿元（扣除一次性并表收益影响为 11.1 亿元）和 12.8 亿元，对应 P/E 估值分别为 17.2 倍（22.9 倍）和 19.8 倍，公司是中国电影业龙头，资源背景强大，布局全产业链。公司将随着电影业共同发展成长，长期将受益于市场的增长空间，维持强烈推荐。

图 25: 中国电影营业收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 26: 中国电影归母净利润情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

### 4.3 凤凰传媒 (601928) : 教辅龙头迎新机遇, 积极拓展智慧教育及影视

**1、独具江苏省和海南省的教材发行资质, 省内渠道优势构筑高壁垒。**凤凰传媒系江苏省中小学教材的独家发行商, 其控股子公司海南新华系海南省中小学教材独家发行商。截至 2018 上半年, 凤凰版课标教材总数达 23 种, 品种数量和市场占有率居全国第 2 位, 凤凰版教育产品覆盖全国 29 个省 (直辖市、自治区), 超过 4000 万学生使用。公司构建了“大中小特”相结合的发行体系, 主要书城均已完成升级改造, 成为集阅读、体验一体的新文化消费中心, 大书城、中心门店、专业书店、特色书店、小微书店和 24 小时书店有序分布江苏、海南两省, 网点数量和规模居全国之首。

**2、江苏省教材教辅提价, 渠道整合稳步推进, 毛利率水平有望改善。**在维持教材价格两年不变后, 2018 年第三季度江苏省的教材开始提价以对冲纸张成本提升带来的压力, 小学、初中、高中教材的平均价格分别提升 5.2%、5.0%、4.5%, 平均单本价格上涨 0.3 元。由于教材需求端的刚性, 价格提升将直接改善盈利水平。此外, 全国出生人口在 2013 年重新进入增长轨道, 预计将在 2019 年起推动小学入学人数的提升和相关教材教辅的需求。而在渠道端, 公司计划以委托第三方商管公司运营的方式处置部分文化 MALL 资产, 采取分成或其他方式分享文化 MALL 的收益。鉴于文化 MALL 已开业的项目运营逐渐进入成熟期, 未开工的进行战略收缩或转向轻资产运营, 预计折旧成本压力将缓解, 进一步改善毛利率。

**3、积极布局影视+智慧教育, 逐渐进入收获期。**电影方面, 凤凰传媒参投电影《无问西东》和《南极之恋》完成上映, 取得票房 7.54 亿和 2.34 亿; 推进两部国外电影《匿名者》和《未来世界》的引进和发行。电视剧方面, 《左耳》已完成全部制作, 争取实现全网播出。网剧《小妖的金色城堡》已于 11 月在爱奇艺播出。在智慧教育方面, 公司旗下的教育资源门户学科网的会员数量截至 10 月底已超过 2300 万人。在 To C 端有海量教辅资源开放付费下载, 在 To B 端推出网校通帮助教育资源相对落后的学校获得更多先进的教学资源。公司的智慧教育平台有望进入变现阶段。

**4、收入与利润情况。**2015 年至 2017 年公司收入增长平稳, 分别实现营收 100.46 亿 (同比+4.45%)、105.47 亿 (同比+4.98%)、110.50 亿 (同比+4.78%), 实现归母

净利润 11.24 亿（同比-6.75%）、11.70 亿（同比+4.07%）、11.66 亿（同比-0.33%）；公司 2018 年前三季度营业收入和归母净利润分别为 78.57 亿（同比+6.68%）和 11.04 亿（同比+26.37%）。

图 27：凤凰传媒营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 28：凤凰传媒归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

#### 4.4 长江传媒（600757）：主业稳健增长，加快书店转型，降本增效，具备长期投资价值

**1、业务增长稳健，教材教辅业务有望持续增长。**增长原因主要是中小学人数增加、教材提价以及公司加强市场化营销。此外，公司通过校园书店建设等方式提升在湖北省内教辅市场市占率。我们认为，公司在湖北省内教辅市场市占率仍有提升空间，叠加教辅后续有望涨价等因素，教材教辅业务有望延续较快增长。

**2、畅销书打造能力突出，同时加快书店转型，积极推动内部改革和降本增效，业绩有望持续超预期。**根据开卷数据，公司子公司长江文艺出版社的联营企业长江新世纪旗下图书在过去 10 年累计登上畅销榜 1676 次，仅次于新经典排名第二，显示了突出的且被市场低估的畅销书打造能力。公司当前一方面加快旗下新华书店升级转型，书店进校园、进医院、进社区，吸引特定用户，加快推广畅销书，人流量和客单价有望提升；另一方面，通过发力主题出版和支持编辑内部创业等改革方式扩大一般图书出版发行量，并持续推进降本增效，期间费用率进一步下降，2018 年前三季度较 2017 年前三季度下降 1.3 个百分点。后续在收入和成本端双重发力的情况下，业绩仍有可能超预期。

**3、持续增长的业绩，健康的财务报表和稳中有升的分红率，对长期价值投资者吸引力不断提升。**公司近三年业绩持续增长且现金流较好，截至 2018 年三季度末，货币资金 6.23 亿，且有息负债较少，无形资产中的土地使用权较账面价值有升值空间。近三年分红率都在 10% 以上，2017 年较 2016 年由 10% 提升至近 20%。

**4、营收与利润情况。**2015 至 2017 年公司业绩增长稳健，分别实现营收 118.88 亿（同比+156.51%）、137.89 亿（同比+15.98%）、112.32 亿（同比-18.86%），实现归母净利润为 3.25 亿（同比+54.19%）、5.92 亿（同比+82.42%）、6.13 亿（同比+3.57%）；公司 2018 年前三季度营业收入和归母净利润 76.84 亿（同比+14.68%），6.34 亿（同比+24%）。

图 29：长江传媒营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 30：长江传媒归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

## 4.5 中南传媒（601098）：位居国内出版第一方阵，高分红+账面现金充足

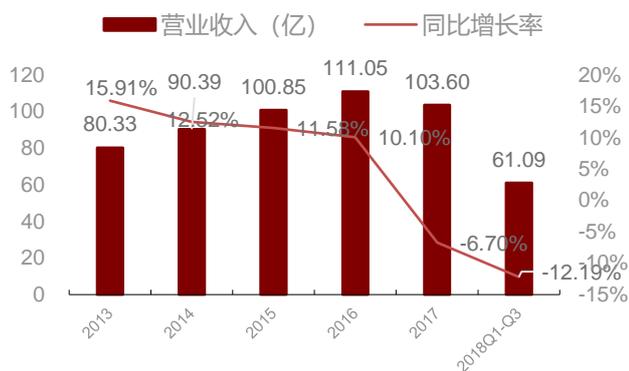
**1、图书出版业务位列行业第一方阵，一般图书出版保持稳健增长；金融投资等新业务持续创新高。**根据开卷监测数据，2018H1 中南传媒在全国图书零售市场码洋占有率为 3.15%，位列全国第一方阵其中作文、科普图书品牌在细分市场排名第一，原创文学、心理自助品牌排名第二，学术文化、音乐品牌排名第三。16 本图书 39 次登上开卷实体店畅销月榜，17 本图书 42 次登上开卷网店畅销月榜。剔除教材教辅类图书影响，公司一般图书出版业务 2018H1 实现收入 1.92 亿元，同比增长 20%，且以 IP 资源为核心的全版权运营持续深化。此外，公司金融投资业务表现良好，财务公司有针对性地开展更贴近集团实际的结算与信贷业务，连续三年获评财务公司行业评级最高 A 级。2018H1，财务公司实现营业收入 1.98 亿元，同比增 16.81%，净利润 1.35 亿元，同比增 48.63%，不断创历史新高。

**2、公司被纳入 MSCI 新兴市场指数，龙头+高分红+丰厚账上资金是加分项。**今年 6 月，MSCI 公布半年度指数成分股调整结果，234 只 A 股被纳入 MSCI 指数体系（6 月 1 日起生效），传媒行业总共 10 家公司被纳入，中南传媒是其中之一，说明公司价值受到外资认可。我们认为，公司受到青睐原因有三：1) 公司深耕教材教辅发行，一直是湖南省政府教材单一来源采购供应商，属于出版行业龙头；2) 2016 年与 2017 年分红分别高达 8.98 亿元、10.77 亿元，股利支付率分别为 49.76%、71.21%，远超其他传媒公司；3) 账上货币资金接近 120 亿元，充足的资金保证公司业务良性运转。

**3、联手培生集团建立合资公司，实现强强联合，有助于中南传媒拓展国际市场。**公司于 2018 年 9 月末宣布与培生教育出版亚洲有限公司合资在港组建新公司。其中，中南传媒出资占比 51%，培生集团出资占比 49%。受湖南省对教辅整治的政策影响，公司的教材教辅出版的主营业务难免受到冲击，中南传媒也有意推进新媒体业态，缓解政策压力，此前在数字教育领域已有初见成效的尝试。而此次公司战略合作的对象培生集团是全球最大的教育出版商之一，拥有丰厚的教育出版资源和先进的数字化技术。通过合作，双方可以实现优势互补和资源共享，共同开拓国际市场。

**4、营收与利润情况。**2018 年上半年公司一般图书出版业务实现收入 1.92 亿元，同比增长 20%；财务公司实现营业收入 1.98 亿元，同比增长 16.81%。2018 年前三季度实现营收 61.09 亿元（-12.19%）；实现归母净利润 8.69 亿元（-26.17%）。

图 31：中南传媒营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 32：中南传媒归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

## 4.6 中文传媒（600373）：传统业务稳健，海外游戏可期

**1、传统业务稳健发展，市占率提升。**18Q3 新增增值税优惠政策落地后图书出版行业景气度回升。公司传统业务（出版、发行业务）整体经营情况良好，在图书零售市场的市场占有率稳中有升，排名由去年的全国第八上升至全国第七。从利润率来看，2018 年前三季度，公司整体毛利率较去年下降 1.8 个百分点至 36.3%。其中，发行业务毛利率为 36.95%，出版业务毛利率为 20.65%，与去年同期基本持平。

**2、《列王的纷争》进入成熟期，海外新游戏发行值得期待。**智明星通的海外市场收入占比超 90%，避开国内游戏监管政策趋严的影响，是国内手游出海标杆。在自研运营游戏中，核心游戏产品《列王的纷争》进入成熟期，18Q3《列王的纷争》月流水 1.68 亿元，较上半年月流水 1.76 亿元下降 4.5%，较去年同期的 2.56 亿元下降 34.38%，但是广告投入减少，利润率改善；ARPU 为 0.07 万元，月末总注册用户 2.26 亿户，付费用户数 24.30 万户，基本保持不变。

目前海外市场，SLG 热潮褪去，未来公司发力年轻化、二次元、休闲游戏、SLG 等。18Q4~2019 年，期待公司储备 IP《全面战争：王者归来》、《使命召唤》、《恋与制作人》等多款优质 IP 上线，带来新的增长点。另外，2017 年智明星通授权腾讯基于 COK 的 SLG 游戏引擎进行再开发和制作《乱世王者》目前中国 IOS 热门 App 游戏畅销排行中排名第 15 名，智明星通参与流水分成。

**3、股份回购，彰显公司信心。**2018 年 10 月 26 日，公司发布股份回购方案：回购总金额在 1.5 亿元至 6 亿元范围内，回购价格为不超过每股 15.00 元人民币。若以回购资金总额上限 6 亿元、回购价格上限每股 15.00 元测算，预计回购股份 4,000 万股，约占公司总股本的 2.90%。本次回购体现了公司对自身经营状况和未来业绩的信心，同时也提升了市场投资者的信心。

**4、营业收入情况。**2018 前三季度，发行业务实现营业收入 26.93 亿元，同比增加 10.50%，出版业务实现营业收入 19.97 亿元，同比-3.81%。

图 33：中文传媒营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 34：中文传媒归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

## 4.7 南方传媒（601900）：坚持“一体两翼”，深耕出版发行业务，资金充裕

**1、坚定发展“一体两翼”战略，业务结构改善。**“一体两翼”战略中，“一体”是主营的出版发行业务（主要包含教材教辅出版以及旗下广东新华发行集团的发行业务），“两翼”分别为新媒体和教育业务，投资和重组并购业务。业务结构上，18Q3 公司出版和发行业务收入增加，而毛利率较低的物资贸易业务比例下降，毛利率得到优化。

**2、传统主营业务平稳发展。**公司在 2018 年前三季度实现营收 40.15 亿，同比增长 3.69%，主要是出版及发行板块收入增加，物资贸易收入减少综合影响所致。实现归母净利润 4.84 亿，同比增长 8.43%。预计未来三年主营出版发行业务将继续平稳发展，主要原因是：1) 教材教辅方面，业务营收占比近三年在 70%左右，2018 年开始语文、政治、历史三科统一采用人教版教材，公司有人教版在广东省独家代理权，市占率有望进一步提升；2) 广东省每年人口都有净流入，市场需求仍在；3) 教材提价，有望提升毛利率。

**3、现金流和账上资金充足，每年分红，行业风险较低。**2015-2017，公司经营性现金流分别是 4.8 亿、5.4 亿、3.3 亿元，账上资金分别是 17.8 亿元、12.6 亿元、17.2 亿元。18Q3 经营现金流为 2.1 亿，货币资金 10.6 亿元。公司业务较为成熟，近两年净利润 30%左右都用于分红。从风险角度，股东质押率超低，公司专注传统出版行业，承受政策风险较小。

**4、营收与利润情况。**回顾 2015-2017 年公司业绩，分别实现营收 46.02 亿(同比+4.24%)、49.18 亿(同比+6.87%)、52.51 亿(同比+6.78%)，对应归母净利润分别为 3.77(22.09%)、4.22 亿(+12.01%)、6.11 亿(+44.80%)；2018 年前三季度，公司实现营收 40.15 亿元，同比增长 3.69%；实现归母净利润 4.83 亿元，同比增长 8.43%。

图 35: 南方传媒营业收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 36: 南方传媒归母净利润情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

## 4.8 浙数文化 (600633) : 全力转型互联网, 三大业务发展势头强劲

**1、体制改革执行力非常强, 剥离新闻传媒类资产全面转型互联网。**公司始终在体制机制改革方面保持着持续创新能力。2011 年, 公司在上交所借壳上市, 是国内首家媒体经营性资产整体上市的报业集团公司, 也是浙江省首家上市的国有文化企业; 2013 年, 公司启动首次非公开发行, 搭建数字娱乐平台; 2015 年, 公司完成对三国杀业务的分拆重组; 2016 年, 公司启动了东方星空创投公司的体制机制改革, 通过投资团队持股、引入社会资本等方式完善并充实了公司文化投资平台搭建; 2017 年, 公司启动第二次重大资产重组, 剥离新闻传媒类资产, 主业聚焦数字娱乐、数字体育、大数据等三大产业板块, 全面发展基于互联网的数字经济文化; 2018 年公司推出回购和股权激励计划, 彰显对公司发展信心。相较其他从事传统传媒业务的国企而言, 公司向互联网转型的决心和力度非常大, 运营思路更为灵活。

**2、游戏业务强势拉动业绩增长, 未来数字体育和大数据也有看点。**就公司主营业务分类看, 主要是三大事业群: 数字娱乐事业群、数字体育事业群以及大数据事业群。其中, 1) 数字娱乐事业群是以边锋网络为核心平台、深圳天天爱为侧翼搭建而成, 在坚持自研战略的同时, 通过投资并购拓展移动端新市场, 并且业务创新转型已取得良好成效; 2) 深耕数字体育业务, 持续加大对战旗直播及上海浩方的投入, 上海浩方于今年 6 月实现与 11 电竞对战平台的联合运营, 此次联合可以实现双方的资源共享和运营优势互补; 3) 大数据产业建设稳步推进, 大数据事业群核心产业“富春云”互联网数据中心一期工程已于 2017 年底完工, 二期建设正在推进中, 今年已与中国移动签订总金额 6 亿《互联网数据中心业务协议》, 该项目有利于切实提升公司主营业务市场竞争力和公司整体业绩, 后续大数据业务成熟将逐渐释放利润。

在剥离了传统的报刊出版发行业务之后, 目前浙数文化的大部分收入来自在线游戏运营业务。2018 上半年, 边锋网络整体实现营收 5.7 亿元, 同比增长 88%, 占总营收的 75.2%。其中, PC 端棋牌游戏业务流水基本保持稳定。与此同时, 随着国内游戏整体市场向移动端游戏倾斜的趋势, 公司游戏业务范围也正在向移动端新市场拓展, 除了实现浙江省内深度覆盖目标外, 已在全国 20 余个省份进行布局, 下属深圳天天爱、深圳乐玩、北京梦启等子公司业务推进均符合预期。此外, 边锋网络在 2018 年 6 月 20 日推出的自

自主研发的卡牌 RPG 手游《侠客风云传 Online》市场反应尚好，最高成绩为 App Store 游戏畅销榜第 33 名，卡牌手游的亮眼表现也进一步扩大了边锋网络在业内的影响力。

**3、大比例回购股份计划照常推进中，彰显公司信心。**公司 2018 年 6 月 29 日发布公告称，拟以自有资金在 6 个月内回购不低于 3 亿元、不超过 8 亿元公司股份，并注销回购股份；回购价格上限 13.74 元/股，预计回购股份数量约为 5822 万股。截至 2018 年 11 月 22 日，公司已累计回购股份数量为 1324 万股，占公司目前总股本的比例约为 1.02%，支付的资金总金额为人民币 1.11 亿元。此次回购主要考虑到公司业务转型后业绩稳健向好，自 2017 年重大资产重组后，剔除 2017 年同期资产处置相关影响后，目前公司基本面坚实，自有资金充足，此次大比例回购更是彰显出公司信心，看好公司未来的成长机会。

**4、营收与利润情况。**在 2015-2017 年，公司分别实现营收 34.58 亿（同比+12.77%）、35.5 亿（同比+2.60%）、16.27 亿（同比-54.18%），对应归母净利润分别为 6.10 亿（同比+17.98%）、6.12 亿（同比+0.32%）、16.57 亿（同比+170.90%），其中 2017 年收入利润变化非常大主要是因为剥离新闻传媒类资产；2018 年前三季度，公司实现营收 13.25 亿元，同比增长 13.47%；归母净利润 4.00 亿元，同比下降 74.25%。若剔除 2017 年同期重大资产出售的影响，前三季度公司营收实现同比增长 86%，归母净利润实现同比增长 13%。

图 37：浙数文化营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 38：浙数文化归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

## 五、风险因素

- 1、政策监管风险。**传媒行业具有高度的政策敏感性，传媒行业政策监管将进一步细化并落地，行业可能面临较强的政策的不确定性。
- 2、技术创新风险。**在未来的市场竞争中行业将越来越多地受到数字技术和新传媒业态的冲击。国有传媒公司正在进行数字化转型，存在数字业务转型进展不达预期的风险。
- 3、行业竞争加剧风险。**如未来进一步开放民营企业的进入空间，会加强对有限头部内容资源以及客户的竞争，拉升成本，可能会侵蚀国有传媒公司利润，带来业绩压力。
- 4、盗版侵权风险。**国有传媒公司一般拥有大量的内容资源，在一定时期内面临知识产权保护不利的法律风险，以及享有版权的内容被盗版所带来的经营风险。
- 5、税收优惠以及补贴政策发生重大变化的风险。**国家对传媒行业税收优惠以及行业补贴（如经营性文化事业单位转制为企业免征企业所得税以及图书批发、零售业务享受增值税免税政策等），直接转化为国有传媒公司的利润，相关政策的变动，将对国有传媒公司产生较大影响。
- 6、行业发展不景气风险。**传媒行业受到行业整体规模增长放缓的影响，经济增长由高速增长期逐步回到稳定增长期，会影响大文化类产品的消费能力和消费意愿，导致整个行业收入和利润增长放缓，国有传媒公司所处传媒细分领域可能出现断崖式下滑风险。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**顾佳**，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。2017年新财富第五名。

**朱璐**，招商证券研发中心传媒行业分析师。清华大学会计硕士，2014年加入中金公司担任纺织服装行业分析师，2016年加入招商证券。2016年新财富第四名团队成员，金牛奖第二名团队成员。2017年新财富第五名团队成员。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。