



创新赋能，变革焕新

—— 央国企引领专题（传媒互联网篇）

传媒互联网分析师：岳铮

传媒互联网研究助理：祁天睿



创新赋能，变革焕新

—— 央国企引领专题（传媒互联网篇）

2024年11月15日

- 业绩稳健叠加估值低波，央国企板块防守属性明显：**传媒行业的央国企公司主要集中分布于出版和电视广播板块。两个子版块的公司相对具备充足现金流，在货币资金量和经营活动现金流方面对比行业平均水平具有显著优势。叠加央国企估值较行业整体水平略低，且整体波动幅度较行业整体更小，央国企具有较强的防守属性。
- 数智转型叠加 AIGC，出版央国企焕发新动力：**出版行业国企灵活的资本运作方式，不仅使公司的已有现金储备能够获得更高的收益，也使得公司可以积极跟踪行业热点，对人工智能等新业态领域进行提前战略布局，推动公司“数字化”“智能化”的转型升级，提高公司的综合竞争力。
- 积极外延新兴业务，广电央国企迎来新契机：**近五年全国有线电视网络收入增速整体呈现下降趋势。在当前传统广电业务市场整体呈现萎缩的大背景下，我们认为，广电板块上市国有企业有望依靠自身国有背景，整合地方优势资源，因地制宜，通过在原有业务“智慧化”或开拓新兴业务等方式，实现自身业绩的可持续性增长。
- 投资建议：**随着央国企改革的不断深化，传媒行业子版块如出版、广电、影视等板块的央国企竞争力不断提升。展望未来：并购重组能够优化企业资源配置、注入优质资产，强化协同效应，提升经营效率。这将成为央国企进一步提升竞争力的重要手段。目前，行业内央国企普遍展现出业绩稳健、高分红、低估值的特点，具有较高的投资性价比。同时，AI 技术的快速发展为传媒央国企带来了新的增长动力。**我们认为，未来在央国企改革、地方资源整合和 AIGC 的多重赋能下，传媒国企将实现内生增长与外延扩张的双重修复，展现出更为广阔的发展前景。建议关注：1) 出版板块：山东出版、南方传媒、中信出版；2) 电视广播板块：新媒股份；3) 数字媒体板块：芒果超媒；4) 影视院线板块：中国电影等。**
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险、作品内容审查或审核的风险、资源整合的不确定性风险、新业态需求不及预期的风险、AIGC 应用发展不及预期的风险。

重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 11 月 14 日）

股票代码	股票名称	EPS				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601019.SH	山东出版*	1.14	0.77	0.84	0.92	9.40	13.92	12.66	11.61
601900.SH	南方传媒*	1.43	0.99	1.10	1.22	10.24	14.79	13.39	12.02
300788.SZ	中信出版	0.61	0.85	0.93	1.07	52.00	37.56	34.11	29.73
600977.SH	中国电影*	0.14	0.17	0.37	0.43	82.47	68.92	31.28	27.19
300413.SZ	芒果超媒	1.90	1.05	1.15	1.29	14.57	26.30	24.03	21.42
300770.SZ	新媒股份*	3.06	2.67	2.82	2.96	13.80	15.81	14.99	14.25

资料来源：Wind、中国银河证券研究院（标*公司预测数据来自 wind 一致预测（180 天））

传媒互联网行业

推荐 维持

分析师

岳铮

☎: 010-8092-7630

✉: yuezheng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030006

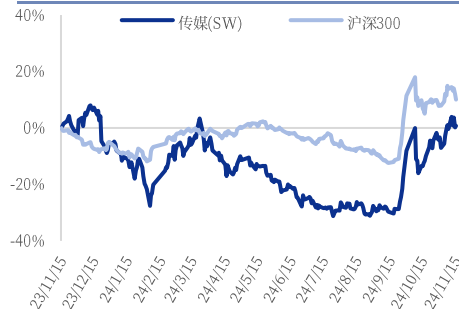
研究助理 祁天睿

☎: 010-8092-7603

✉: qitianrui_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2024-11-15



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

《银河传媒互联网》2024 年中期策略报告_内生外延，稳中求进

《银河传媒互联网》公司 2024 年三季度业绩点评_芒果超媒 (300413.SZ)_优质内容供给延续，AI 降本增效成效初显

目录

Catalog

一、 传媒板块央国企全面梳理	4
(一) 传媒行业央国企基本情况	4
(二) 传媒行业央国企估值水平	5
(三) 传媒行业央国企基金持仓水平	7
二、 央国企改革深化，出版、广电行业持续推进.....	8
(一) 央国企改革历史路径梳理	8
(二) 出版、电视广播行业发展历程	9
(三) 出版、电视广播行业政策梳理	10
三、 业绩稳健叠加充裕现金流，央国企优势凸显.....	13
(一) 牌照稀缺性为基，占据市场主导地位.....	13
(二) “一利五率”分析：指标表现分化.....	14
(三) 现金流充裕，分红水平领先	15
四、 央国企价值重塑：变革焕新	17
(一) 出版行业：业绩稳健前行，把握 AI 赋能.....	17
(二) 电视广播板块：整合优势资源，发展迎来新契机	21
五、 投资建议	25
六、 风险提示	26

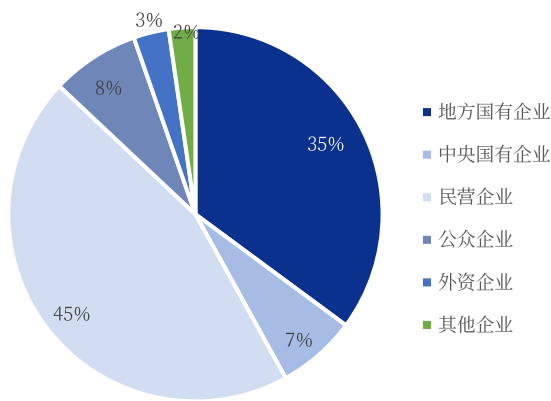
一、传媒板块央国企全面梳理

(一) 传媒行业央国企基本情况

传媒板块央国企数量占比超过 40%。从公司数量层面来看，我们选取了 SW 传媒行业一级成分股（共 131 家公司）作为研究对象，其中央国有企业共 55 家，占比为 42%。进一步细分来看，地方国有企业和中央国有企业数量分别为 46 家和 9 家，占比分别为 35%和 7%。

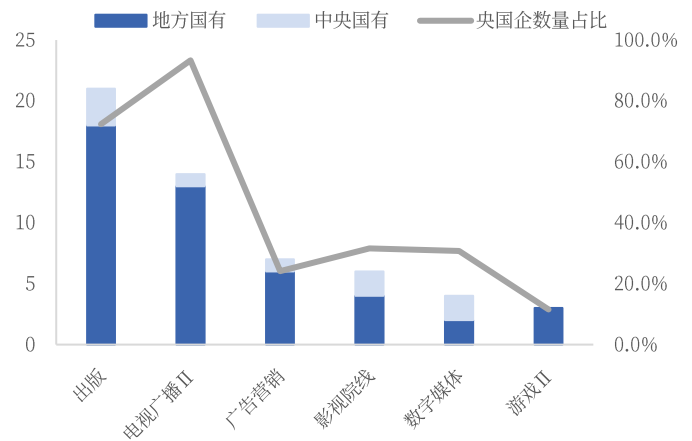
传媒板块的央国企主要集中分布于出版和电视广播板块。从传媒细分子版块角度来看，出版板块央国企公司共 21 家（其中中央国有企业 3 家，地方国有企业 18 家），板块内共有 29 家公司，央国企占比为 72%；电视广播板块央国企公司共 14 家（其中中央国有企业 1 家，地方国有企业 13 家），板块内共有 15 家公司，央国企占比为 93%。可见，传媒板块的央国企主要集中分布于出版和电视广播板块。

图1：传媒行业企业数量（按企业性质分类）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

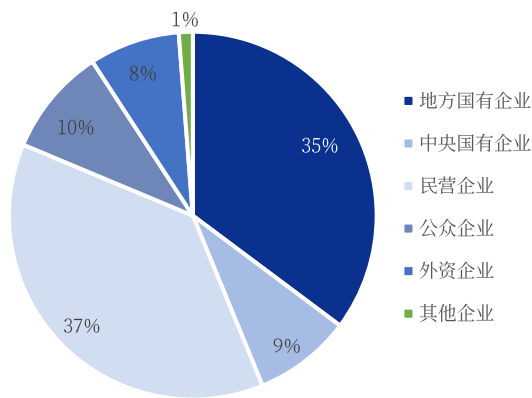
图2：传媒细分子版块央国企数量



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

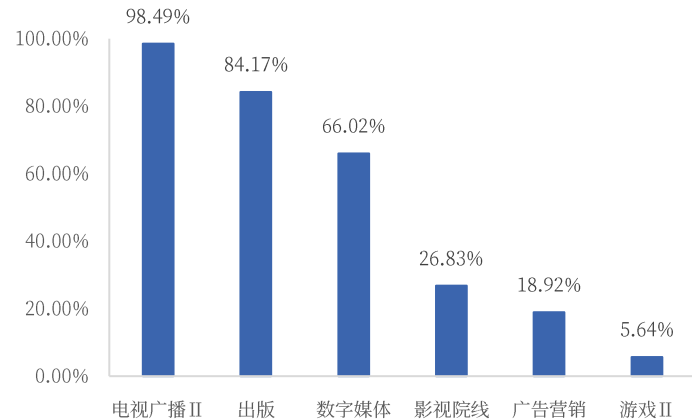
从市值占比角度来看，地方国有企业市值占比与数量占比基本一致，中央国有企业市值占比略高于企业数量占比。传媒行业央国企总市值为 6277 亿元（市值数据均截至 2024 年 10 月 31 日，下同），占传媒行业全部公司总市值的 44%。其中，中央国有企业总市值 1232 亿元，占传媒行业全部公司总市值的 9%，地方国有企业总市值 5045 亿元，占传媒行业全部公司总市值的 35%。

图3：传媒行业企业市值占比（按企业性质分类）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图4：传媒细分子版块央国企市值占比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

分子版块来看，传媒行业各子版块的央国企市值占比分化明显：电视广播、出版、数字媒体三个子版块内央国企公司市值占比均超过 60%，分别达到 98.5%、84.2%、66.0%；而影视院线、广告营销、游戏三个版块内央国企市值占比均不足 30%，分别为 26.9%，18.9%、5.6%。

央国企经营相对表现在不同子版块分化明显：对比细分子版块内的央国企公司与非央国企公司，可见在央国企占主导地位的出版、电视广播、数字媒体三个子版块内，央国企的营收同比指标和归母净利润同比指标整体较为明显的好于非央国企（电视广播行业由于仅有 1 家非央国企，指标反映的是个例情况）。而在影视院线、广告营销、游戏等其他企业类型占主导的版块内，央国企的营收同比指标和归母净利润同比指标则略逊于非央国企。

表1：传媒行业细分子版块央国企与非央国企对比

名称	央国企					非央国企				
	平均市值 (亿元)	总营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营业收入 YOY	归母净利润 YOY	平均市值 (亿元)	总营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营业收入 YOY	归母净利润 YOY
电视广播II	120.59	308.14	-2.07	-5.73%	-117.92%	25.96	4.19	-0.05	-4.56%	-140.53%
出版	117.43	981.66	95.22	-1.65%	-25.07%	57.95	32.19	-1.02	-10.70%	-218.82%
数字媒体	218.92	128.33	16.67	0.57%	-17.84%	50.07	56.27	-1.70	-13.71%	-141.38%
影视院线	84.37	48.05	3.74	-28.32%	-61.18%	106.20	210.85	5.19	-10.32%	-72.94%
广告营销	76.54	272.57	2.19	1.31%	-10.40%	104.39	947.61	43.23	8.23%	-7.71%
游戏II	68.40	25.91	0.62	-10.74%	-89.11%	149.31	655.87	72.70	6.06%	-27.27%

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

注：市值截止 2024 年 10 月 31 日，财务数据截止 2024 年前三季度

（二）传媒行业央国企估值水平

我们对比了自 2010 年以来的传媒行业央国企与传媒行业整体的市盈率水平：整体来看，不论是在 2015 年的行业高点还是 2022 年的行业低点，**传媒央国企与传媒行业整体的市盈率水平走势基本一致**，但从绝对值角度来看，传媒行业央国企的市盈率水平长期处于传媒行业整体水平下方，这表明，**传媒行业央国企的市盈率长期低于行业平均估值水平**。截止 2024 年 10 月末，传媒行业央国企的 PE-TTM（整体法、剔除负值，下同）为 21.5x，对比传媒行业整体的 PE-TTM 为 25.5x。进一步细分来看，将传媒行业央国企进一步分为中央国有企业和地方国有企业后，传媒行业中央国有企业的 PE-TTM 为 49.8x，传媒行业地方国有企业的 PE-TTM 为 19.0x。

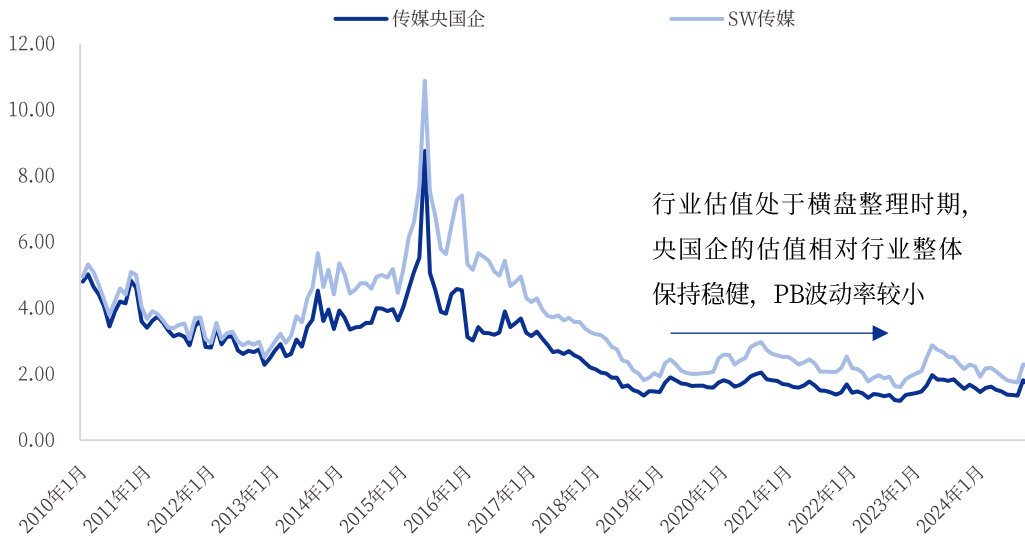
市净率的结论基本与市盈率相似，截止 2024 年 10 月末，传媒行业央国企、中央国有企业、地方国有企业、行业整体的 PB-MRQ（整体法）分别为 1.68x、2.33x、1.57x、2.28x。整体结论依旧为：**央国企估值较行业整体水平低，板块的整体波动幅度较行业整体更小，防守属性较强**。

图5: 传媒央企与传媒行业整体 PE (TTM) 走势对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 传媒央企与传媒行业整体 PB (MRQ) 走势对比



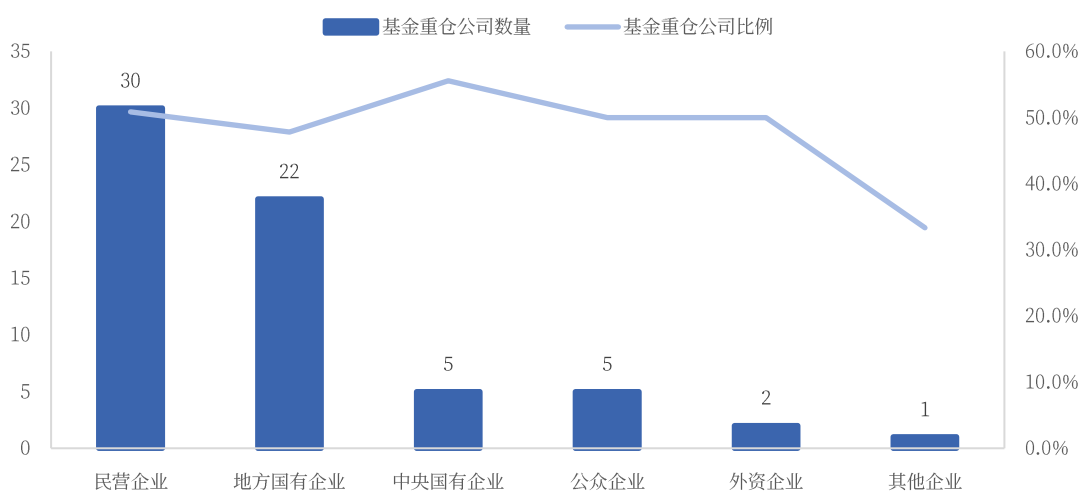
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我们认为，传媒央企的估值水平低于传媒板块整体水平，主要的原因可能是在 2015 年下半年移动互联网浪潮以及 2023 年的人工智能浪潮带来的传媒板块爆发行情阶段进一步拉大了估值差：一方面，随着移动互联网和人工智能的高速发展，轻资产、高成长性的新兴科技产业开始崛起，估值水平不断走高；与此相对，互联网新媒体在 AIGC 的加持下对纸媒、电视等央企占比较高的传统媒体行业造成了较大冲击，行业估值偏于稳定，整体估值低于受新兴科技拉动的传媒行业整体水平。

(三) 传媒行业央国企基金持仓水平

多家央企获基金重仓持股，央国企整体重仓公司比例持平行业。基金持仓方面，在 55 家传媒央国企中，共有 27 家央国企获得公募基金重仓（选取的基金范围包括 WIND 开放式和封闭式基金中的普通股票型和偏股混合型基金）。其中，9 家传媒中央国有企业中，有 5 家获得公募基金重仓，比例为 47.8%；46 家传媒地方国有企业中，有 22 家获得公募基金重仓，比例为 55.6%；央国企整体重仓公司比例为 49.1%，与传媒板块整体的 49.6% 基本一致。

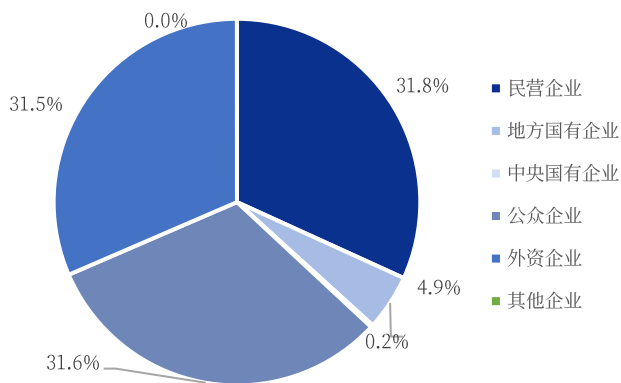
图7：传媒板块基金重仓公司数量及比例（截止 2024Q3）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

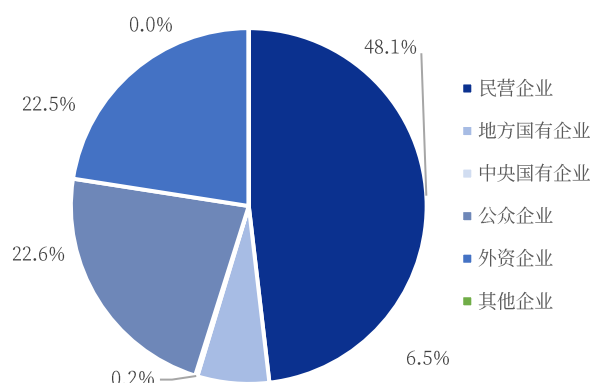
传媒央国企的基金持仓股数和持仓市值比例偏低。截至 2024 年第三季度，基金对传媒中央国有企业和地方国有企业的重仓持股数量占基金对传媒板块重仓持股数量的 0.2% 和 4.9%，基金对传媒中央国有企业和地方国有企业的重仓市值分别占对传媒板块重仓市值的 0.2% 和 6.5%。截至 2024 年第三季度，传媒中央国有企业和地方国有企业总市值占传媒总市值比例分别为 9% 和 38%。对比可以看出：传媒央国企的基金重仓持股数量和重仓市值占传媒板块整体的比例明显偏低。

图8：传媒板块基金重仓央国企公司持股数量占比（截止 2024Q3）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图9：传媒板块基金重仓央国企公司持股市值占比（截止 2024Q3）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

二、央国企改革深化，出版、广电行业持续推进

传媒行业央国企主要集中在出版和电视广播板块，我们将重点对出版和电视广播两个板块进行梳理和分析。

（一）央国企改革历史路径梳理

通过复盘我国的国有企业改革路径，我们认为，国企改革的路径主要分为起步期、探索与完善期、国资引领期、国企新改革期四个关键阶段，关键发展因素在于打造市场化、产权和管理经营独立制度，外加一系列的考核指标辅导，才能持续推动国有企业进步，进行深化改革。

图10：国有企业改革历史路径梳理



资料来源：中国银河证券研究院整理

➤ 改革起步阶段(1978-2002)

1978年以后，国有企业在经营过程中享有更多自主权，并逐步尝试将国有资产的产权管理职能从政府的行政职能和一般经济管理职能中分离出来，一批承担经济职能的政府部门逐渐转变为国有企业，壮大了国有企业队伍。

➤ 探索与完善阶段(2003-2013)

2003年，一套较完整的国有资产监督管理组织体系形成；国务院国资委印发的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》明确了考评标准。

➤ 国资引领阶段(2013-2019)

2015年党中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，对国有企业进行分类（商业类，公益类）考评，进一步提出完善国有企业经营管理制度，推动国有企业经营管理模式向现代市场企业转变，同时形成了“两利一率”的国企考核指标体系。同年，《改革国有资本授权经营体制方案》推动国有企业建立董事会制度，并减少对于国有企业的行政干预。同时，国资委印发《国务院国资委授权放权清单(2019年版)》明确向国企授权放权，扩大国企经营自主性、决策独立性。同年，2019年“两利一率”考核标准形成。

➤ 国企改革新阶段(2020-2024)

2020年国资委进一步探索并形成了“两利三率”指标体系 2021年完善为“两利四率”，并进一步提出“两增一控三提高”的总体要求。2023年中办国办联合印发《国有企业改革深化提升行动方案(2023-2025年)》开启新一轮国企改革，中央企业经营指标体系也由“两利四率”调整为“一利五率”并提出“一增一稳四提升”的目标要求，2024年又在“一利五率”基础上全面推行“一企一策”评价原则与国有企业市值管理。

（二）出版、电视广播行业发展历程

1. 出版行业

自改革开放以来，出版行业的发展可以大致划分为三个时期：

➤ 出版的改革开放时期（1978-2000）

1978年十一届三中全会开启了改革开放的征程，大部分出版业务于1979年开始恢复。1983年，中共中央下发了《关于加强和改进出版工作的意见》后，出版的方向和政策明确，开始放开有条件的省、自治区、直辖市和大城市办出版社的政策，在此时期，有超过半数的出版社和杂志社在这一时期诞生。

➤ 出版的自由化改革时期（2001-2013）

2001年中国加入世界贸易组织，于当年12月，国家新闻出版总署、对外贸易经济合作部印发《外商投资图书、报纸、期刊分销企业管理办法》，正式宣布了出版行业的出海之路开启。另一方面，国务院于2005年4月发布《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》，出版行业的央企垄断结束，步入自由竞争市场的时代。2010年12月，国家新闻出版总署宣布，148家中央各部门各单位出版社全面完成转企任务。此后包括地方出版社、高校出版社、中央各部门各单位出版社在内的全国所有经营性出版社已全部完成转企，成为市场主体。

➤ 出版的高质量发展时期（2014-2024）

“十四五”后，出版企业坚持质量第一，把社会效益放在首位，大力发展数字技术在行业上的应用，加强出版公共服务体系建设，健全现代出版市场体系，以及推动出版业高水平走出去。2022年4月，中共中央宣传部发布的《关于推动出版深度融合发展的实施意见》，明确了出版业深度融合的具体战略。同时，政策出台也在不断探索出版业新一轮科技革命和产业革命浪潮，并且推动出版业数字化、智能化、绿色化发展。

图11：出版行业发展阶段梳理



资料来源：中国银河证券研究院整理

2. 电视广播行业

自改革开放以来，电视广播行业的发展亦可大致划分为三个时期：

➤ 广播电视的高速发展时期（1977-2007）

自1978年十一届三中全会制定了诸多有利于推动广播电视发展的举措。再到1983年，中共中央特批了“四级办”广播电视等一系列管理决策的实施和1992年6月，中共中央、国务院发布的《关于加快发展第三产业的决定》。至此，初步奠定了民众心目中“第一大核心媒介”的地位。

➤ 广播电视的技术转型时期（2008-2013）

90年代随着互联网的在我国推广与逐步普及，网络化传播重构以往广播电视的媒介传播格局，自2008年开始，国家广播电视总局联合其他国家发改委，开始发布政策：《关于鼓励数字电视产业发展若干政策的通知》《关于促进高清电视发展的通知》等加快推广和普及数字电视广播，推动互联网、高清技术等方面技术的发展。

➤ 广播电视的融合发展时期（2014-2024）

随着互联网、移动媒体、VR、AR等新兴媒介的推广与技术成熟，广播电视面临着视听率下滑的危机与新技术介入、融媒体建设等新的挑战。2014年8月，习近平总书记在《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》中强调：“建成几家拥有强大实力和传播力、公信力、影响力的新型媒体集团，形成立体多样、融合发展的现代传播体系。”2018年3月，撤销中央电视台(中国国际电视台)、中央人民广播电台、中国国际广播电台建制，整合组建中央广播电视总台，实现了中央层面的广播与电视，国内与国外的融合，为国家层面的广播电视改革提供了现实案例。

2022年2月，《“十四五”中国电视剧发展规划》明确表明全面加强对于产业的制作、人才等有全方位标准化建设。这些支持性的政策推动为广电行业实现高质量发展提供了明确的指导和资源支持。

图12: 广电行业发展阶段梳理



资料来源: 中国银河证券研究院整理

(三) 出版、电视广播行业政策梳理

自2019年的“两利一率”开始，央企绩效考核制度开始将更科学、理论的方法融入到企业的生产经营层面：2020年开始把净利润、营业收入利润率与研发投入强度三项指标形成“两利三率”考核标准，并首次强调对科技研发的投入水平，2021年进一步完善为“两利四率”，新增全员劳动生产率指标，着重对国企经营效率的考察。2023年以来，考核标准调整为以净资产收益率与营业现金比率取代净利润、营业收入利润率，要求各国有企业关注产出效率与经营活动现金流水平，兼顾国有企业经营效率与现金流安全。

在落实相关考核指标的同时，传媒央企一直在探索更科学、成熟的运行体制。2015年以来，国有文化企业在指导思想下把社会效益放在首位、实现社会效益和经济效益相统一为基础，持续探索改革道路。同时，在2016年《关于深化国有文化企业分类改革的意见》也进一步明确了新闻信息服务、内容创作生产、传播渠道、投资运营和综合经营5种类型的企业定位，区别对待、分类改革，确保资产保值增值，增强核心竞争力，不断优化内部的决策与管理流程。

2021年“十四五”规划以后，政策导向更加的强调高质量的制作、作品的规范化，以及产业链的标准化。《广播电视和网络视听“十四五”发展规划》《出版业“十四五”发展规划》以及一系列的相关政策，更注重对社会产生的效益，包括更多的加强体系建设，健全体系和行业高质量标准化的探讨。

表2：央企绩效考核指标变化沿革

时间	考核办法	具体内容
2019年	两利一率	利润总额、净利润、资产负债率
2020年	两利三率	净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率、研发投入强度*研发费用投入强度:研发费用投入/营业总收入
2021年	两利四率	净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率、研发费用投入强度、全员劳动生产率*全员劳动生产率:考察央企每位员工在单位时间为企业创造的营业收入，重要的变量是企业营业收入和企业员工人数
	两增一控三提高	“两增”即利润总额和净利润增速高于国民经济增速，“一控”即控制好资产负债率，“三提高”即营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入进一步提高
2023年	一利五率	净资产收益率、利润总额、营业现金比率、资产负债率、研发费用投入强度、全员劳动生产率
	一增一稳四提升	“一增”，就是确保利润总额增速高于全国GDP增速；“一稳”，就是资产负债率总体保持稳定；“四提升”，就是净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。
2024年	一利五率	净资产收益率、利润总额、营业现金比率、资产负债率、研发费用投入强度、全员劳动生产率
	一企一策	根据企业功能定位、行业特点、承担重大任务等情况,增加反映价值创造能力的针对性考核指标“一企一策”签订个性化经营业绩责任书。市值管理:量化评价中央企业控股上市公司市场表现,客观评价企业市值管理工作举措和成效双加分:分档设置效益指标考核目标,对跑赢国民经济增速的企业给予考核加分,同步设立提质增效特别奖,对作出突出贡献的企业再给予额外加分,引导中央企业积极确定挑战性目标。

资料来源：中国政府网，国资委官网，中国银河证券研究院整理

表3：“十八大”以来出版、广播电视行业央企相关政策

板块	时间	发布部门	相关政策	相关内容
央企	2014年8月	中央全面深化改革领导小组	《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》	习近平总书记强调：建成几家拥有强大实力和传播力、公信力、影响力的新型媒体集团，形成立体多样、融合发展的现代传播体系。要一手抓融合，一手抓管理，确保融合发展沿着正确方向推进。
	2015年9月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于推动国有文化企业把社会效益放在首位、实现社会效益和经济效益相统一的指导意见》	以建立有文化特色的现代企业制度为重点，以落实和完善文化经济政策、强化国有文化资产监管为保障，建立健全确保国有文化企业把社会效益放在首位、实现社会效益和经济效益相统一的体制机制，打造一批具有核心竞争力的骨干文化企业，推动社会主义文化大发展大繁荣。
	2016年7月	财政部等	《关于深化国有文化企业分类改革的意见》	在国有企业改革大框架下，充分体现文化例外要求，与国有企业功能界定和分类相衔接。依据企业战略定位、功能作用、改革发展现状及其主营业务和核心业务范围，将国有文化企业分为新闻信息服务、内容创作生产、传播渠道、投资运营和综合经营5种类型，区别对待、分类改革，确保资产保值增值，增强核心竞争力。根据国有文化企业功能界定与分类改革要求，不断完善业绩考核、领导人员管理、收入分配制度改革等具体方案，提出有针对性、差异化的政策措施，切实抓好落实。
	2022年6月	国务院	《关于加强数字政府建设的指导意见》	发挥政务新媒体优势做好政策传播。积极构建政务新媒体矩阵体系，形成整体联动、同频共振的政策信息传播格局。适应不同类型新媒体平台传播特点，开发多样化政策解读产品。依托政务新媒体做好突发公共事件信息发布和政务舆情回应工作。
广电	2018年3月	中共中央	《深化党和国家机构改革方案》	为加强党对重要舆论阵地的集中建设和管理，增强广播电视媒体整体实力和竞争力，推动广播电视媒体、新兴媒体融合发展，加快国际传播能力建设，整合中央电视台（中国

			国际电视台)、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, 作为国务院直属事业单位, 归口中央宣传部领导。
2019年8月	国家广播电视总局	《关于推动广播电视和网络视听产业高质量发展的意见》	以实施“新时代精品工程”为抓手, 谋划实施好电视剧、纪录片、动画片、广播电视节目、网络视听节目等重点创作规划, 完善优秀选题项目储备库, 加强动态调整管理, 加大专项资金扶持力度。强化好节目进入好平台、好时段的政策取向, 加强广播电视节目收视综合评价大数据系统建设和数据发布应用, 建立正向舆论引导和市场激励机制。深入推动科创、文创在内容生产领域的应用, 不断创新产品形态。
2020年1月	国家广播电视总局	《关于加强广播电视公共服务体系建设的指导意见》	制定广播电视基本公共服务标准体系实施方案, 梳理现有标准, 完善应急广播、无线、直播卫星、广电 5G 等急需短缺标准, 重点完善设施设备布局和建设、人员配备、服务管理的行业标准规范, 以标准化促进均等化、普惠化、便捷化。
2020年11月	国家广播电视总局	《关于加快推进广播电视媒体深度融合发展的意见》	力争用 1 至 2 年时间, 新型传播平台和全媒体人才队伍建设取得明显进展, 主流舆论引导能力、精品内容生产和传播能力、信息和服务聚合能力、先进技术引领能力、创新创造活力大幅提升。用 2 至 3 年时间, 在重点领域和关键环节的改革取得实质突破。着眼长远, 广播电视行业逐步建立以内容建设为根本、先进技术为支撑、创新管理为保障的全媒体传播体系。
2021年10月	国家广播电视总局	《广播电视和网络视听“十四五”发展规划》	建立开放、融合、智慧的新型广播电视和网络视听技术体系。引导多元主体参与建立协同化的科技创新生态。
2022年2月	国家广播电视总局	《“十四五”中国电视剧发展规划》	加快推进电视剧制作标准化工作, 同步部署标准研制技术创新与行业推广, 推动电视剧全产业链标准化, 促进产业链上下游标准有机衔接。健全完善电视剧制作体系, 推动精细分工、密切协同, 推动流程规范化、执行标准化, 推动集约化、专业化, 大力弘扬工匠精神, 提升电视剧制作工业化水平。 “
2023年1月	国家广播电视总局	《全国广播电视和网络视听“十四五”人才发展规划》	加快推进广播电视和网络视听领域高层次人才梯队建设, 培养一批广播电视和网络视听领域的战略科学家卓越工程师、文学艺术家、全媒型专家型新闻传播人才在重点领域涌现一批高层次、创新型、复合型、领军型人才和优秀青年人才。
出版	2021年11月	国家新闻出版署	《出版业“十四五”发展规划》
	2022年4月	中共中央宣传部	《关于推动出版深度融合发展的实施意见》
	2024年1月	国家新闻出版署	《关于组织实施 2024 年度出版融合发展工程的通知》
			以高质量发展为主题, 以深化供给侧结构性改革为主线, 以推动改革创新为根本动力, 以多出优秀作品为中心环节, 以满足人民日益增长的学习阅读需求为根本目的, 为人民群众提供更加充实、更为丰富、更高质量的出版产品和服务, 推动出版业实现质量好、效益更高、竞争力更强、影响力更大的发展, 为建成出版强国奠定坚实基础。规划从做强做优主题出版、打造新时代出版精品、壮大数字出版产业、促进印刷产业提质增效、加强出版公共服务体系建设、健全现代出版市场体系、推动出版业高水平走出去、提高出版业治理能力与管理水平、完善出版业高质量发展保障措施等 9 个方面, 提出 39 项重点任务, 列出 46 项重大工程, 并对推动规划落地实施提出工作要求。
			从加强出版融合发展战略谋划、强化出版融合发展内容建设、充分发挥技术支撑作用、打出版融合发展重点项目、建强出版融合发展人才队伍、健全出版融合发展保障体系等 6 个方面提出 20 项主要措施。
			锚定文化强国、出版强国建设目标, 顺应数字经济发展趋势, 深入实施国家文化数字化战略和重大文化产业项目带动战略, 大力推动出版深度融合, 塑造出版业高质量发展新动能新优势, 促进出版业更好担负起新的文化使命。

资料来源: 中国政府网, 人民网, 财政部, 国家广播电视总局, 国家新闻出版署, 中国银河证券研究院整理

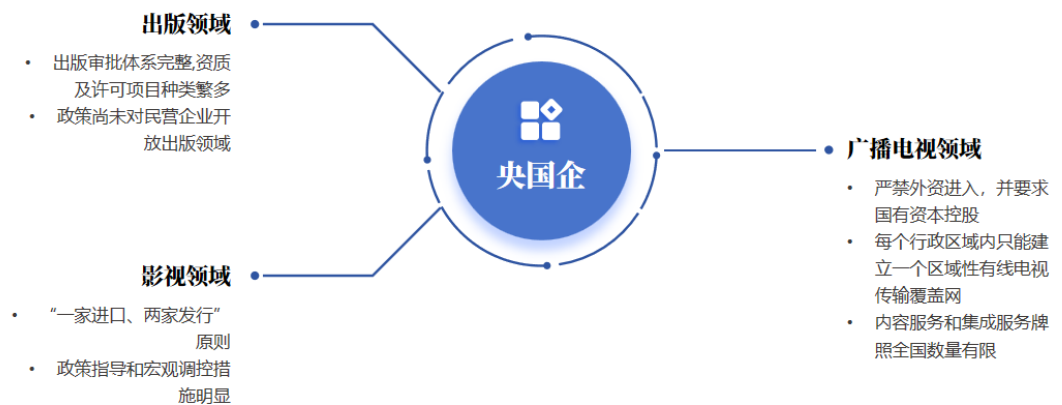
三、业绩稳健叠加充裕现金流，央企优势凸显

（一）牌照稀缺性为基，占据市场主导地位

传媒行业央企的核心业务享有显著的进入壁垒。在出版和广播电视这两个传媒国企的主要领域，它们是国家意识形态传播的重要渠道。为了维护社会意识形态的正确导向和发展，国家在政策层面上加强了对出版和广播电视内容的审核，并实施了牌照资质认证制度，限制了牌照的发放数量，从而形成了牌照资源的稀缺性。由于央企背后有国家资本的支持，它们在审批和牌照获取方面自然享有优势。

我们认为，央企的优势主要体现在：1.不同细分行业牌照的获取成本和难易程度；2.丰富的政策资源优势；3.政策指导和宏观调控性更强。其中牌照稀缺性是造就出版和广电两个板块央企占主导地位的重要原因。

图13：传媒行业央企的政策及牌照优势



资料来源：中国银河证券研究院整理

在出版领域，根据国家新闻出版署的行政审批清单，依据国务院《出版管理条例》、《音像制品管理条例》等法规，设立了包括出版单位审批、出版物进口经营单位审批、中小学教科书出版资质审批等多个行政许可项目。以“出版单位审批”为例，涵盖了图书、音像、电子出版物等六个子项，构建了一个详细且完整的审批体系。目前，我国政策尚未对民营企业开放出版领域，因此拥有出版业务的上市公司均为央企，而非国企则主要参与图书内容提供和发行等环节。因此，出版领域的央企拥有极高的竞争壁垒。

在广播电视领域，有线电视、IPTV 和 OTT 都受到国家牌照的限制。有线电视行业实行经营许可证管理，严禁外资进入，并要求国有资本控股。根据《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》（国发[2005]10号），在确保国有资本控股 51% 以上的前提下，非公有资本可以参与有线电视接入网的建设和经营。同时，根据《广播电视管理条例》第二十三条规定，每个行政区域内只能建立一个区域性有线电视传输覆盖网。这些政策决定了有线电视行业的高进入壁垒，并为国企提供了政策资源优势。IPTV 和 OTT 的牌照包括内容服务牌照和集成服务牌照，目前全国发放的牌照数量非常有限，持有者主要是央视或地方电视台，授权运营方也基本为国企背景，如广东广播电视台授权南方新媒体运营，对应上市公司新媒股份；湖南卫视授权快乐阳光运营，对应上市公司芒果超媒。

此外，影视行业中进口影片的发行业务受到严格的牌照限制。根据《电影管理条例》和《关于

改革进口影片供片机制的暂行办法》，我国进口影片管理遵循“一家进口、两家发行”的原则，由中影集团进出口分公司承担境外影片的进口业务，并接受国家电影局的政策指导和宏观调控。境外影片审查通过并引进后，由中影集团进出口分公司向中影集团电影发行分公司和华夏电影发行公司供片发行。2010年中影股份成立后，接管了中影集团的进口影片发行业务。近年来，中国电影的进口片发行市占率一直保持市场领先水平。

（二）“一利五率”分析：指标表现分化

整体来看,传媒行业央国企的一利五率指标走势更为稳健:传媒行业央国企的平均利润总额高于非央国企,同时 ROE 和人均创利指标的波动幅度明显较小,业绩整体更为稳健。

表4: 传媒及央国企重点子版块“一利五率”情况对比

板块	“一利五率”指标	2020	2021	2022	2023	2024H1
传媒(非央国企)	平均利润总额(亿元)	1.75	3.32	0.18	2.11	1.90
	ROE	3.76%	7.60%	-0.87%	4.68%	4.62%
	资产负债率	37.75%	37.13%	36.78%	35.92%	35.62%
	营业现金比率	13.12%	14.55%	13.82%	14.19%	8.32%
	平均研发费用率	4.41%	5.03%	5.72%	5.00%	4.79%
	人均创利(万元)	9.46	19.21	1.10	13.98	12.64
传媒(央国企)	平均利润总额(亿元)	2.33	4.54	3.54	3.70	2.97
	ROE	3.42%	6.51%	5.06%	6.21%	3.15%
	资产负债率	37.31%	38.37%	38.33%	38.39%	39.02%
	营业现金比率	15.68%	14.82%	13.66%	15.14%	3.00%
	平均研发费用率	1.36%	1.44%	1.53%	1.50%	1.41%
	人均创利(万元)	5.74	11.49	9.17	9.80	7.99
出版	平均利润总额(亿元)	4.29	5.94	5.40	5.95	4.44
	ROE	7.70%	9.72%	8.69%	10.55%	5.10%
	资产负债率	36.55%	37.03%	37.06%	36.11%	38.18%
	营业现金比率	16.86%	14.70%	16.55%	15.43%	4.47%
	平均研发费用率	0.64%	0.62%	0.66%	0.55%	0.52%
	人均创利(万元)	11.14	15.81	14.50	16.19	12.22
电视广播	平均利润总额(亿元)	2.00	3.50	1.27	0.00	0.32
	ROE	1.73%	3.40%	1.08%	-0.71%	-0.18%
	资产负债率	38.63%	39.73%	40.07%	41.36%	41.39%
	营业现金比率	24.65%	27.15%	19.08%	22.06%	8.89%
	平均研发费用率	2.01%	2.70%	3.22%	3.33%	3.49%
	人均创利(万元)	3.71	6.69	2.48	0.00	0.66

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

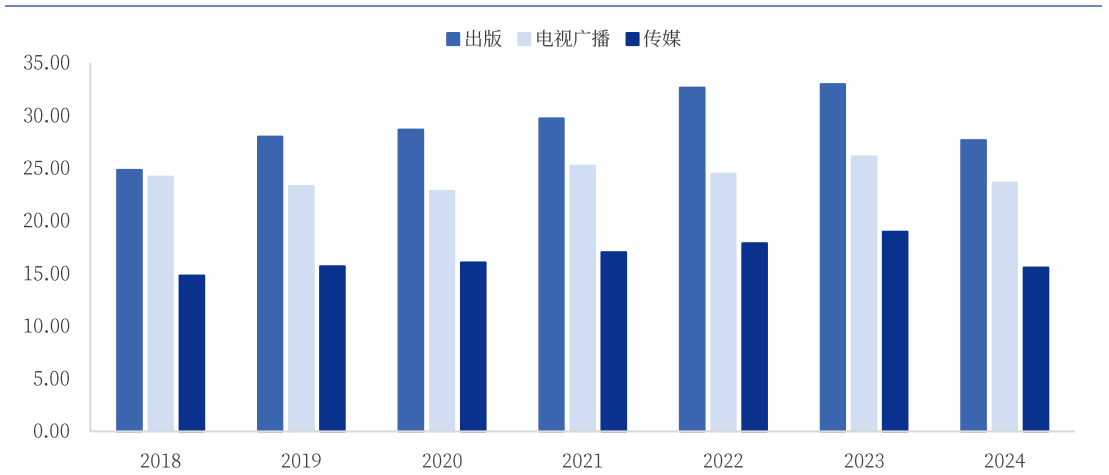
在央国企数量占比较高的出版和电视广播板块,“一利五率”指标表现分化:出版的利润水平和 ROE 整体领先其他行业,贡献整个传媒近一半的利润总量。同时,在人均创利上远远领先于同行,表明出版业务具有稳定、潜力的营利能力和运营效率。而广播电视方面,由于受技术变革引发的行业

变革,导致整体利润和 ROE 在近年呈现下滑态势。

(三) 现金流充裕, 分红水平领先

出版和广电公司相对具备充足现金流。出版和广电板块公司在货币资金量方面长期显著高于传媒行业平均水平: 截至 2024 年第三季度, 出版板块平均货币资金 27.68 亿元, 广电板块平均货币资金 23.63 亿元, 领先于传媒行业整体平均水平 (15.57 亿元)。在 29 家上市出版公司中, 有 10 家公司的货币现金超过 20 亿, 其中中南传媒、中文传媒等国有出版公司的货币资金处于行业前列。在传媒行业的电视广播子板块中, 2024 年第三季度的数据显示广电公司在货币现金持有量方面表现突出, 总计达到 352.43 亿元。在 14 家上市出版央企中, 有 6 家公司的货币现金超过 20 亿, 其中歌华有线、东方明珠和华数传媒等国有出版公司的货币资金超 70 亿, 且与市值比均明显处于行业前列。

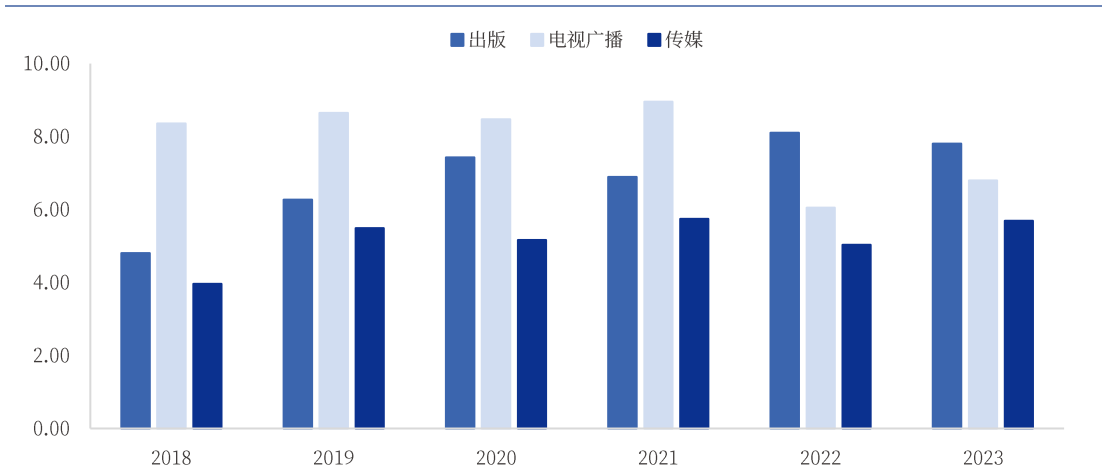
图14: 2018-2024 前三季度出版、广电及传媒整体上市公司平均货币资金情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (2024 年为三季报数据)

经营活动现金流的分析得到了相似的结论: 2023 年全年, 出版板块平均经营活动现金流 7.81 亿元, 广电板块平均经营活动现金流 6.80 亿元, 领先于传媒行业整体平均水平 (5.69 亿元)。**广电和出版板块央企在货币资金量和经营活动现金流方面对比行业平均水平具有显著优势。**

图15: 2018-2023 出版、广电及传媒整体上市公司平均经营活动现金净流量情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

央企分红水平处于行业领先。2020 年, 国务院发文鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等

方式回报投资者;今年以来,又再次强调央国企加大现金分红力度的重要性。在传媒行业及其出版、广电细分板块,央国企 2021-2023 年的平均每公司现金分红金额明显高于对应板块的非央国企,体现出在履行社会责任方面的引领作用。

表5: 传媒及央国企重点子版块近年现金分红情况

行业	企业性质	企业数量	现金分红总额(亿元)			近 3 年分红总额(亿元)	近 3 年平均每公司分红 (亿元)
			2021	2022	2023		
传媒整体	央国企	55	244.65	219.58	289.41	328.12	5.97
	非国企	76	189.77	126.14	181.87	348.89	4.59
出版	央国企	21	164.26	161.86	203.35	248.12	11.82
	非国企	8	2.89	2.99	2.66	5.26	0.66
电视广播	央国企	14	45.07	26.48	28.77	54.69	3.91
	非国企	1	0.76	0.00	0.20	0.37	0.37

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、央企价值重塑：变革焕新

从前文分析来看，传媒板块的央企主要集中在出版和广电板块，板块内央企主营业务在较长时间内保持稳健。但展望未来，占出版板块业务比例较高的教材教辅业务受到近年出生率下滑的影响，从长线维度看需求端有下降的预期；而广电板块的传统业务则受到新媒体如短视频等的冲击较大，市场已经呈现出萎缩的趋势，两个板块的传统主营业务均在未来存在一定的不确定性。我们认为，在国企改革的大背景下，央企背靠国有背景，可以因地制宜，结合公司及当地实际情况，积极开拓新兴业务。

新技术的赋能也将为板块带来新机遇：公司可以通过整合 5G 技术（以及未来可能出现的更新一代通信技术），凭借长期的用户积累抢先铺开市场；2023 年以来 AI 技术以及相关垂类应用不断迭代成熟的，这将显著提升行业的整体效率，助力公司实现降本增效。

（一）出版行业：业绩稳健前行，把握 AI 赋能

1. 资本运作推进企业转型升级

出版行业国企多拥有充裕的现金储备，目前，已有多家公司积极发挥自有现金储备充裕的优势，通过私募基金等多种方式来进行灵活的资本运作。**我们认为：出版行业国企灵活的资本运作方式，不仅使公司的已有现金储备能够获得更高的收益，也使得公司可以积极跟踪行业热点，对人工智能等新业态领域进行提前的战略布局，推动公司“数字化”“智能化”的转型升级，提高公司的综合竞争力。**

表6：国有出版企业资本运作情况梳理

公司	相关团队/子公司	概况
中文传媒	蓝海国投、江右私募	均为全资子公司，主要进行文化领域相关投资
凤凰传媒	华泰凤凰投资母基金	与华泰紫金共同出资设立，公司及全资子公司认缴出资额占比 90%
山东出版	鲁版致远数融股权投资基金（济南）合伙企业（有限合伙）	依托创新创业共同体，发挥产业资本孵化和撬动作用，持续完善生态布局，助力公司数字化转型，进一步提高公司资本运作能力。
中南传媒	湖南出版投资控股集团财务有限公司、泊富基金	为实体产业提供金融支持和服务，提升资金收益水平，推进公司产融结合、财团式发展战略的顺利实施。
浙版传媒	浙江春晓数字出版基金、浙江久溪数字资产股权投资基金	参与“文化+科技”领域优质项目，积极探索数字出版转型布局，构建数字出版生态圈。春晓数字出版基金投资了唯艺数字、Rokid、联泰科技、索迹电子等一批数字技术相关领域优质企业；久溪基金投资参股智象未来、中体新材、耀宇视芯等一批数字领域优质标的。
皖新传媒	皖新金智创投、中以数字教育产投基金、皖新资本、中以智教股权投资基金等	
新华文轩	文轩投资	以文轩投资为枢纽性资本平台和市场化投融资主体，以打造“文轩资本”品牌和持续贡献利润为目标。
南方传媒	南方传媒投资有限公司、南传私募基金、恒新智行股权投资合伙企业	投资设立粤科普集团、岭南古籍出版社、枫物科技公司，合资设立童书公司，完成广东岭南社、广东地图社收购。市场化资本运作效益逐步显现，参与完成专项基金设立投资上海老凤祥股权项目
龙版传媒		黑龙江出版传媒投资有限公司
时代出版	少儿发展	公司 2023 年度共取得投资收益 5,579.91 万元（相较原始出资成本）相较初始成本，整体投资回报率达 55.84%

新华传媒	新华传媒资管	关注文化传媒、教育、医疗行业动向，积极接触潜在投资项目，挖掘数字广告、出版传媒行业潜在投资机会。此外，公司出资 2 亿元认购汇添富新华传媒绝对收益 1 号单一资产管理计划。
新华文轩	文轩投资	投资标的包括文轩鼎盛、中金启辰贰期、金石成长、中国石化销售股份有限公司等。
长江传媒	德锦投资、长瑞星润投资、德锦私募股权投资基金管理有限公司、湖北省文化金融服务中心	
城市传媒	城喜科技	公司控股的城喜科技通过投资兴旺美元基金间接持有 Ximalya Inc (喜马拉雅) 1.15% 股权，截至 2023 年底股权公允价值 2.78 亿元。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

2. 布局 AI，激发行业新活力

AI 浪潮赋能降本增效，行业整体长期受益。当前，AIGC 技术对内容生产领域的加成表现在资源制作的效率提升、产出作品的动态交互能力增强以及三维模型生成的精度和速度提高。我们认为：这些进步不仅降低了开发成本，加速了内容创造，还为产出的作品提供了更丰富的视觉效果和更深层次的互动性。开发成本的降低和用户体验的增强（将会有更多用户愿意成为内容市场的消费者）。AIGC 技术将有望为内容制作领域带来更加多样化的应用场景、更高数量和质量的应用内容，由 AIGC 引爆的内容端生产力革命不论是在短期降本增效还是在中长期创新赋能方面将有持续驱动，内容生产属性较强的传媒行业有望长期受益。

AI+数据要素，出版板块潜力巨大。随着政府近年来出台的一系列政策文件，旨在规范数据要素使用并推动人工智能（AI）技术的发展，出版行业迎来了结合其丰富数据资源与 AI 技术的新机遇。这些政策为出版行业提供了法律基础和发展方向，而且强调了数据安全、算法管理和版权保护，为行业的转型升级奠定了坚实的基础。出版行业凭借其海量的历史和文化数据资源，在大数据和 AI 时代占据了重要地位。AI 技术，尤其是大模型训练，需要依赖大量高质量的数据，出版行业具有天然优势。这种结合在多个方面展现出巨大潜力：

- 1) 数据资源的有效利用：出版行业的文本数据是 AI 训练的宝贵资产，作为天然的大容量的语料库，出版行业的数据资源有助于提高大模型算法的精确度和应用的广泛性。
- 2) 内容创新的推动：AI 技术的应用为出版行业带来了个性化内容创作和用户体验提升的可能性。
- 3) 政策环境的有力支持：各地政策的出台，特别是对数据集建设和使用规范的强调，为出版行业的数据资源利用提供了坚实的政策支撑。

总体来看，我们认为，AI 技术与出版行业的结合为行业带来了新的机遇，可以促进出版行业内容创新并提升用户体验。

表7：近年数据要素与人工智能相关政策文件

政策文件名称	出台时间	主要内容
《中华人民共和国数据安全法》	2021 年 9 月	明确数据安全的定义、范围和各方的责任；规定数据分类保护制度，要求对重要数据进行重点保护
《互联网信息服务算法推荐管理规定》	2022 年 3 月	明确算法推荐服务的范畴及算法推荐服务提供者需承担起确保信息内容安全、用户权益保护、数据安全和个人信息保护等方面的责任
《互联网信息服务深度合成管理规定》	2023 年 1 月	规定了深度合成技术的范畴，包括利用深度学习、虚拟现实等技术生成合成文本、图像、音频、视频、虚拟场景等网络信息的技术
《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》	2023 年 5 月	提出支持高质量数据集的建设和应用，促进 AI 技术发展

《深圳市加快推动人工智能高质量发展水平应用行动方案》	2023年5月	鼓励 AI 技术创新和应用，包括高质量数据集的开发和利用
《生成式人工智能服务暂行管理办法》	2023年8月	规定生成式 AI 服务提供者不得侵害他人知识产权

资料来源：中国人大网，国家互联网信息办公室，北京市人民政府，深圳市人民政府等，中国银河证券研究院整理

出版上市公司正积极拥抱 AI 技术，以强化在教育服务领域的核心竞争力，具体体现在：

- 1) 凭借在教辅教材领域的专业经验和与教育单位的深度合作，这些公司正在实现文化内容制作与审核的智能化，并拓展智慧化、数字化教育服务。
- 2) 通过开发个性化学习体验、智能辅导工具以及虚拟研学旅行体验，增强课后服务和教育内容的互动性和教育价值，推动数字化转型。
- 3) 通过与科技公司和教育机构的合作，探索 AI 在教育领域的新应用，共享资源，加速创新。

表8：部分出版企业的 AI 布局

公司名称	AI 布局情况
凤凰传媒	公司开发凤凰智灵智能办公平台，旨在提高出版流程中的办公、编辑、校对和营销效率。同时，基于《全国优秀作文选》的丰富数据，公司推出智能助学助手“文小慧”，以技术赋能教育，助力学生提升写作能力。
中南传媒	公司旗下天闻数媒推进深度转型，ECO 云开放平台聚合 1257 万用户及其数据；贝壳网重点打造深度融合出版服务平台湘教智慧云，贝壳网 App 累计下载量 341 万；中南迅智移动端应用“A 佳教育”App 注册用户数达 581 万，同比新增 30 万；“智趣新课后”平台提质推广取得显著成效，课时资源达到 61 门 6000 余节。“e 堂好课”升级打造“乡村智慧云校”产品，成功拓展市场。
山东出版	公司旗下新锐教育推出“鲁出书社”拓展课后服务，涵盖科学、历史、艺术等，已完成课程研发和线上配套，正推进省内全面运营。同时，与 13 家单位共建青少年文体发展平台，增强课后服务能力。智慧教育领域，公司推进智慧校园建设，开发“作业+学情诊断大数据反馈”项目，此外，公司开发的数字教材服务平台，进入测试优化阶段，标志着数字化教育服务的深化。
皖新传媒	公司推出 7 大课程体系和 20 多套特色课程，丰富学生课后学习选择。完成 54 个智慧课堂项目，开展超百场智慧学校培训，优化智慧阅读产品，推出 659 节数字内容课程，建立阅读评价系统，融合 AI 技术提升阅读体验。加强研学品牌，2023 年销售收入显著增长至 3763 万元，同比增长 607.3%。教育技术应用方面，开发皖新朱子教育机器人，提供托幼一体化解决方案，推广“美丽科学教学平台”，服务超 3000 万师生。
中原传媒	课程研发方面，开发 200 多门涵盖手工、美育等各类课程，服务于千余所学校和数百万学生。智慧教育产品方面，推出包括大象 e 教、大象 e 学、大象 e 考、海燕 e 学、伴学 365、中小学数字图书馆等在内的数字教育产品系列。
城市传媒	公司通过与学校合作，推广教育科技产品，如 AR 辅助教学工具和 AI 教辅平台，增强教育体验的互动性和效率。这些产品在全国 28 个省份落地应用，与教育机构的紧密合作促进了公司技术产品的快速推广和应用。公司还与多家科技企业如科大讯飞和歌尔爱奇艺等建立了合作关系，共同开发和推广 AI 及虚拟现实技术。
世纪天鸿	公司 2023 年推出小鸿系列产品，涵盖了小鸿助教、小鸿助学、和小鸿助育三个维度，分别服务于教师、学生、和家長。小鸿助教 4.0 版本发布后，加入了联网功能和长文本输入功能，大大扩展了产品的使用范围和实用性，打破了传统大模型的知识更新边界，为教师提供了更为高效和全面的教学支持。 笔神作文专注于中文作文辅导，提供全方位的写作支持，从写前辅导到写后批改，旨在提升学生的写作能力。该产品通过 AI 技术，能够提供个性化的作文训练和辅导，满足不同学生的需求。笔神作文用户数从 2023 年初的 1300 万大涨到年底的 1800 多万，涨了 500 多万，收入从 600 多万涨到 1000 多万，呈现持续健康的成长。 应用开发维度，在去年增加了 AI 辅导老师模块，提供 AI 课专题讲解如何写景、写物等。目前 AI 专题课从 1.0 升级到 2.0 版本，还在持续推进。

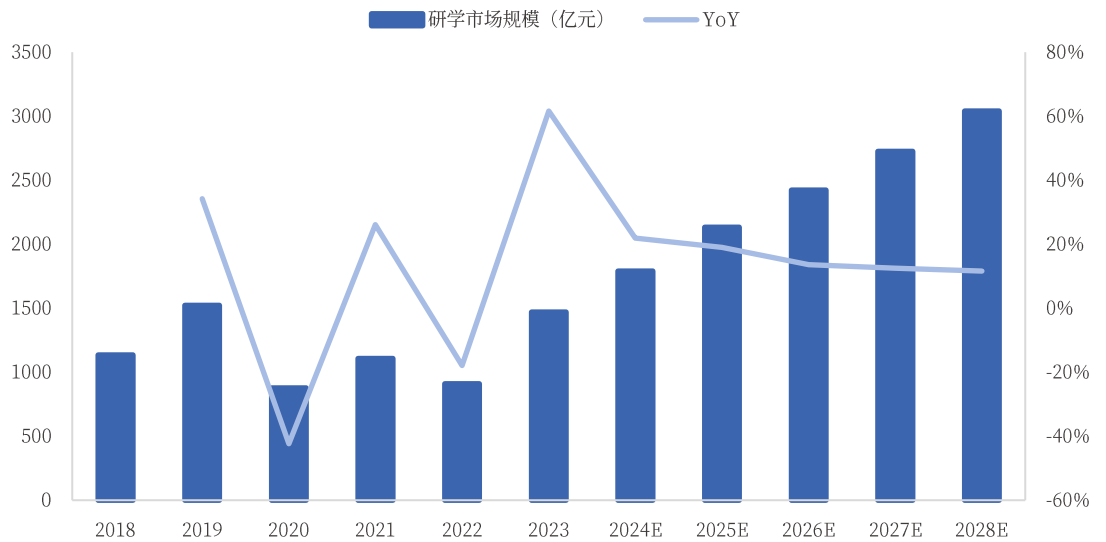
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

我们认为，在国家政策的鼓励和支持下，出版行业将在研发方面持续投入，不断提升其 AI 技术能力，预期将在教育技术革新中发挥更加关键的作用，为行业带来更广阔的增长前景。

3. 文旅研学贡献业绩新增量

近年来，素质教育的理念逐渐深入人心，随着疫后线下娱乐生态修复以及供给端研学主题和内容不断丰富，学生家长对于研学消费的需求也逐步修复。据艾媒咨询，2022年国内研学市场规模已经超过900亿元，预计2023年恢复性增长至近1500亿元后，将继续保持平稳增长，至2026年研学市场规模预计将超过2400亿元，市场规模仍有相当可观的增长空间。

图16: 2018-2026E 研学市场规模 (含预测)



资料来源: 国家统计局, 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

目前，已有多家出版公司积极利用其自有的线下书店等场所和自身丰富的图书版权资源，将渠道优势和资源优势相结合，探索开展研学相关的新业务模式：在B端，公司对接学校，组织较大规模的主题社会实践、课外教育等业务；在C端，针对有定制化需求的学生群体，开展小范围的精品研学团。我们认为，国内研学市场规模未来有较为可观的增长空间，出版行业利用自身优势推动业务升级转型，积极开拓B端和C端的研学新业务模式，有望使研学业务成为公司收入的新增量。

表9: 出版企业研学业务探索情况

公司	相关团队/子公司	业务概况
山东出版	新锐文旅	文旅研学业务2023年实现出团6000多次，70多万人次，营业收入3亿多元，同比增长4倍多。初步形成特色研学营地集群：以曲阜为代表的儒家文化研学营地，以青州为代表的人工智能学习体验中心，以临沂为代表的沂蒙红色教育研学营地等特色营地等特色研学营地集群
中南传媒	湖南新华书店集团	与湖南湘潭市政府合作“共建研学+”项目，创建一家国家级示范性红色研学实践教育营地。
浙版传媒	浙江新空间研学文化发展有限公司	利用门店资源打造青少年“四季书房”，持续开展小小书香大使、阅读伴我成长、少年店长、书城假日研学、书店学堂等文化活动
皖新传媒	皖新研学教育有限公司	推进研学教育业务，重新点亮皖新研学品牌，2023年实现收入3763万元，同增607.33%
中原传媒	数字文创研学中心	结合场馆特点，搭建课后延时服务课程体系，涵盖了科技与创新、戏剧表演等五个系列共14门课程。
南方传媒	新华康康研学科教技术开发有限公司	推进“南方教育传媒课后服务平台”和“大湾区大研学服务平台”建设，课后服务实行“一县一策”“一校一案”，合计营收近2亿元
时代出版	安徽新华印刷研学基地	利用课后服务业务渠道优势和服务的学生流量，反哺出版主业，研学基地全年接待2.2万人次

城市传媒	城市传媒(青岛)研学旅行有限公司	研学品牌“科学大脑——我爱祖国海疆”在上海、武汉、青岛等地新增场景式体验空间 3 个，走进学校 20 余所，服务学生 3 万余人，入选团中央重点推荐主题研学项目
读者传媒	甘肃读者研学教育科技有限公司	布局文化旅游、教育咨询等行业
粤传媒	大洋传媒	重点培育天文培训教育研学，积极探索“媒体+天文+商业”品牌活动等形成多形态的新领域，争取快速培育规模项目。研学业务招生渠道合作机构超 50 家，印务中心研学基地 250 人以上的订单明显增加。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

(二) 电视广播板块：整合优势资源，发展迎来新契机

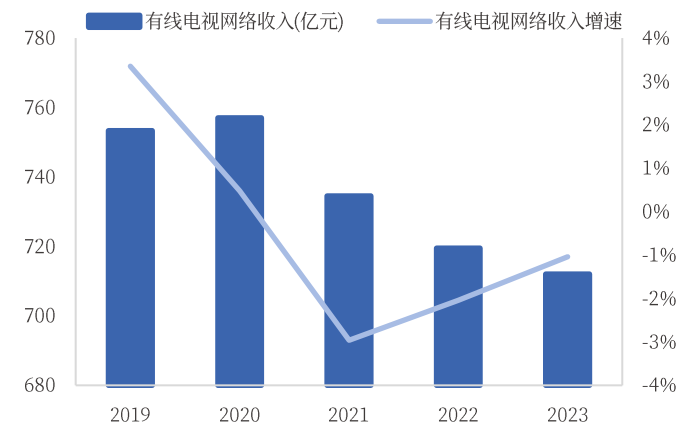
1. 传统业务市场萎缩，业务转型迫在眉睫

作为传统广播电视三类业务中技术成熟、份额最大的一项，有线电视的表现关乎着传统广播电视的兴衰。有线电视网的运营主体是在“网台分离”改革中成立的各省有线电视网公司，其主营业务既包括电视直播业务（收视维护、付费电视，占比 60%左右），也包括少量在“三网融合”改革中获批的宽带业务（占比 10%左右），它们共同构成有线电视收入的来源。

近五年全国有线电视网络收入增速整体呈现下降趋势，其中 2021-2023 连续四年下降。2019 年有线电视网络收入 753.35 亿元，至 2023 年，有线电视网络收入下降 712.06 亿元，2019-2023 年的 CAGR 为 -1.40%，全国有线网络市场基本进入存量阶段，同时受到新媒体形式的冲击，整体市场呈现缓慢萎缩的趋势。

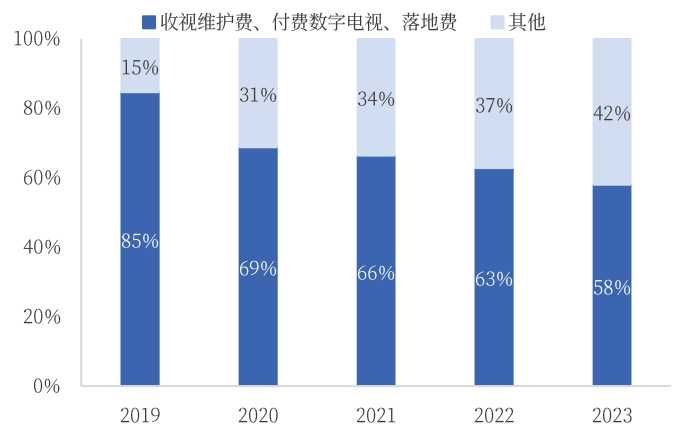
细分来看，智慧城市、电视网络宽带收入占比逐年上升。2019-2023 年，将有线电视收入构成分为落地、维护、付费电视等传统业务和其他业务（有线电视网络增值业务、集团客户、广电 5G 等新业务）来看。后者的占比呈现逐年上升的态势，占比从 2019 年的 15% 提升至 42%，提升幅度明显。而传统的付费数字电视及落地费、维护费收入占比从 85% 下滑至 58%。

图17: 2019-2023 中国有线电视网络收入



资料来源：国家广播电视总局，中国银河证券研究院

图18: 中国有线电视收入构成



资料来源：国家广播电视总局，中国银河证券研究院

2. 全国有线电视网络整合，“一省一网”格局趋势确定

我国广电有线网络基本形成“一省一网”格局，全国有线电视网络整合在即。截至目前，我国 31 个省级行政区（除港澳台地区）的地方广电公司中共有 14 家上市企业，分别是北京市的歌华有线、上海市的东方明珠、吉林省的吉视传媒、江苏省的江苏有线、浙江省杭州市的华数传媒、湖北省的湖北广电、湖南省的电广传媒、广东省的新媒股份以及广东省深圳市的天威视讯、贵州省的贵广网络、陕西省的广电网络（ST 广网）、广西壮族自治区的广西广电、山东省的海看股份、河北省

的无线传媒。

表10: 我国各省级行政区（港澳台除外）有线电视网公司上市情况

省级行政区	有线电视网公司名称	是否上市	上市公司详情股票代码
北京市	北京歌华有线电视网络股份有限公司	是	歌华有线: 600037.SH
天津市	天津广播电视网络有限公司	否	
上海市	东方明珠新媒体股份有限公司	是	东方明珠: 600637.SH
重庆市	重庆有线电视网络有限公司	否	
河北省	河北广电信息网络集团股份有限公司	是	无线传媒: 301551.SZ
山西省	山西广电网络集团有限公司(老省网)	否	
	山西广电信息网络(集团)有限责任公司(新省网)	否	
辽宁省	(辽宁)北方联合广播电视网络股份有限公司	否	
吉林省	吉视传媒股份有限公司	是	吉视传媒: 601929.SH
黑龙江省	黑龙江广播电视网络股份有限公司	否	
江苏省	江苏省广电有线信息网络股份有限公司	是	江苏有线: 600959.SH
浙江省	浙江华数广电网络股份有限公司	否	
	华数传媒控股股份有限公司(经营杭州市有线电视网络)	是	华数传媒: 000156.SZ
安徽省	安徽广电信息网络股份有限公司	否	
福建省	福建广电网络集团股份有限公司	否	
江西省	江西省广播电视网络传输有限公司	否	
山东省	山东广电传媒集团有限公司	是	海看股份: 300770.SZ
河南省	河南有线电视网络集团有限公司	否	
湖北省	湖北省广播电视信息网络股份有限公司	是	湖北广电: 000665.SZ
湖南省	湖南省有线电视网络(集团)股份有限公司	否	
	湖南电广传媒股份有限公司	是	电广传媒: 000917.SZ
广东省	广东省广播电视网络股份有限公司	是	新媒股份: 300770.SZ
	深圳市天威视讯股份有限公司(经营深圳市有线电视网络)	是	天威视讯: 002238.SZ
海南省	海南广电有线网络有限公司	否	
四川省	四川省有线广播电视网络股份有限公司	否	
贵州省	贵州省广播电视信息网络股份有限公司	是	贵广网络: 600996.SH
云南省	云南广电网络集团有限公司	否	
陕西省	陕西广电网络传媒(集团)股份有限公司	是	广电网络: 600831.SH
甘肃省	甘肃省广播电视网络股份有限公司	否	
青海省	青海广播电视信息网络股份有限公司	否	
内蒙古自治区	内蒙古广播电视网络集团有限公司	否	
广西壮族自治区	广西广播电视信息网络股份有限公司	是	广西广电: 600936.SH
宁夏回族自治区	宁夏广播电视网络有限公司	否	
西藏自治区	西藏广电网络	否	
新疆维吾尔自治区	新疆广电网络有限责任公司	否	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3.增量业务前景：整合地方优势资源，因地制宜创新发展

在当前传统广电业务市场整体呈现萎缩的大背景下，我们认为，广电板块上市国有企业有望依靠自身国有背景，整合地方优势资源，因地制宜，通过在原有业务“智慧化”或开拓新兴业务等方式，实现自身业绩的可持续性增长。

政企业务：广电行业在建设 5G 发展初期，利用现有的网络基本可以实现业务部署，随着平台搭建推进，教育、医疗、民生、电子政务等目前具有一定基础的业务未来会覆盖面会更广。随着 5G 技术的快速推进，预计未来广电平台将与政府实现更多民生方面的合作，预计 To G 业务增量可期。

文旅业务：广电企业可以利用自身的媒体资源和品牌影响力，与文旅产业进行深度融合，打造具有广电特色的文旅产品和服务，通过数字化技术提升文旅产品的体验感和互动性，满足游客对高品质、个性化旅游产品的需求。此外，广电国有企业还可以根据当地情况，积极开发有特色的新文旅市场，如乡村旅游、红色旅游、文化旅游等，丰富产品线，提高市场竞争力。

运营商业务：2020 年 5 月 27 日，歌华有线控股股东北京广传媒投资发展中心拟以持有的公司股份出资共同发起组建中国广电网络股份有限公司（暂定名）。5 月 28 日，广电网络、电广传媒、湖北广电、贵广网络、东方明珠、吉视传媒、江苏有线等 9 家广电系上市公司发布公告，拟出资参与发起组建中国广电网络股份有限公司。中国广电拿到 5G 牌照，成为国内第四大运营商。中国广电通过 700MHz+4.9GHz 中低频独立组网的优势以及和中国移动共建共享的合作模式，以及广电系在传统业务上的用户积累，有望实现高效商业化。作为以 700MHz 建网的 5G 运营商，从技术角度而言，700MHz 频率具有覆盖广、信号强、损耗低、穿透力强、组网成本低等特点，优势明显，随着 5G 网络的铺开，运营商业务有望为相关公司业绩贡献新增量。

表11: 广电板块国有企业增量业务发展情况梳理

公司	增量业务梳理
华数传媒	<p>面向集团客户（包括政府及所属部门、企事业单位）开展的智慧城市建设相关数字化业务：</p> <p>数字政务方面，参与城市物联感知平台、“最多跑一次”、应急管理、户外电子屏监管应用平台等各类政务数字化平台建设；</p> <p>数字社会方面，参与未来社区、数字乡村、智慧教育、智慧医养、智慧园区等建设；</p> <p>数字法治方面，参与雪亮工程、天网工程建设，全面提升城市社会治安防控管理水平，建设智慧警务、智安校园、基层治理等平台；</p> <p>数字文化方面，建设数智文化礼堂、云上老年大学、数字文旅、教育文化专网等。</p>
湖北广电	<p>在基本政企业务（专线业务、5G 政企业务、云服务、政企固话业务、DICT 业务、IDC 业务、有线电视）外深度拓展推进业务发展：</p> <p>根据现有“数公基”样板项目平台优势，在全面推广十堰优秀案例的同时，积极争取全省 17 个地市均有“数公基”项目的落地；</p> <p>根据宾馆酒店电视专项治理工作要求，努力将酒店客户业务转入广电业务系统内，形成公集客融合的可持续发展局面；</p> <p>根据与各地网信办数字乡村框架协议，持续推广“广电数字乡村试点”工作，在进一步推进“5G+北斗+应急广播”项目试点建设的基础上，加大广电 5G 专网、物联网相关业务的推广落地并同步做好重大信息化项目的跟进工作。</p>
电广传媒	<p>聚焦优势产业，将文旅业务和投资业务作为公司两大核心业务和未来战略发展方向。</p> <p>锚定打造湖南最大文旅投资平台和中国旅游企业 20 强的目标，全面推进“新文旅”战略落地。充分发挥“传媒+文旅”独特的产业优势，强化“文旅+科技”的创新发展理念，坚持“一手抓产品、一手抓资源”的战术打法，以芒果 IP、芒果基因创新打造芒果味的新概念旅游度假产品，并形成可复制模式进行快速拓展，将文旅业务打造成为公司最重要的支柱产业之一。</p> <p>公司旗下的达晨创投、达晨财智是国内著名的创投机构，管理基金总规模近 600 亿元，共投资企业 760 余家，主要投资领域包括人工智能、信息技术、生命科技、国防军工等</p>
天威视讯	<p>公司在政企业务端，聚焦酒店治理、应急广播、智慧教育等领域推动重点项目拓新，找准锚点推进教育数字化，持续推动深圳市老龄大学数字博物馆项目，新增 3D 智能实验模拟仓、大众/校园体育赛事 AI 直播平台功能，并成功落地体育赛事 AI 直播平台试点，助力优化教学资源配置。</p>

	此外，公司数据中心业务已正式面向社会进行销售，电视购物业务及商业地产业务积极降本增效，开拓新业态。
新媒股份	深度结合公司各业务平台的大数据挖掘、会员深度运营，向用户精准发布广告、优质商品、增值服务等信息，激发核心受众的消费需求，通过吸引用户付费、广告收入等方式实现商业价值变现。
海看股份	公司微短剧业务快速推进。 报告期内，公司全资设立微短剧项目独立运营平台青岛八爪互娱传媒有限公司，规划“一个微短剧影视基地+一个微短剧产品矩阵+一批精品微短剧”的发展布局。截至2024年上半年，海看微短剧平台已审核通过微短剧作品271部、20,100余集、剧本181部，累计上线作品103部。同时，公司已与知名平台Remonfix达成战略合作，共同布局短剧出海，力争与更多日韩、欧美方向的出海机构达成合作。 公司充分发挥自身技术及资源优势，推出齐鲁高清数字影像记忆智慧平台，打造集数字内容入库、安全审核、图像视频修复、数据标注、版权交易、多平台智能分发的综合媒体再造平台。签约36家区县融媒体中心，数字化抢救3,000小时珍贵影像内容，人工标注62小时，细化、重塑标签颗粒度，加快数据资产化进程。
无线传媒	公司智能超媒业务逐步落地 ，截至目前已完成“智慧教育云平台”一期建设并启动二期项目。平台深度整合了河北省、市、县、区各级教育主管部门和中小学的教育教学资源，通过IPTV向适龄青少年家庭提供了在线学习和家校互动的通道。
歌华有线	公司政企业务实现稳步增长：按照“全国城乡一体化应急广播试点地区”的项目要求，公司已在7个区部署了36套试点终端，试点终端通过歌华有线光传输专网和广电5G网络直联市级平台。同时积极创新开展并积极推进物联网卡项目
东方明珠	以融合媒体、智慧广电5G为主的智慧广电业务，以及以零售、文旅、文化地产为主的文旅消费业务是公司的两大业绩驱动。 智慧广电业务在不断提升C端用户的通讯及文娱消费体验的同时，为政企用户提供有效的行业解决方案，努力实现向全业务运营商的转型发展； 文旅业务方面，公司拥有东方明珠广播电视塔、上海国际会议中心、梅赛德斯-奔驰文化中心、东方绿舟等多个上海稀缺标志性文化旅游资源，一方面通过文化旅游业务满足用户的文旅需求，并通过持续整合内外部优质文旅资源另一方面，通过加快数字化建设，提升运营能级，升级文旅消费业务模式，并实现业务间的有效联动
广电网络 (ST广网)	G端业务方面： 公司开展“算力云网业务突破”专项行动，以专网专线业务带动融合云算力租赁、数据中心资源租赁业务发展，以系统集成业务向云生态解决方案牵引转型，采用“网+云+集成”模式，加快培育集客业务“上云用数”能力。同时推进智慧类项目落地； 公司围绕“一网、一库、一平台、三中心”，不断完善文化大数据体系，增强落地应用。 积极对接省内宣传、文旅部门；公司有线电视网络、广电5G网络和文化大数据服务平台，实现文化数据的安全存储和高效利用。
广西广电	公司为政企客户提供数据专网等信息化服务，包括为党委政府、企事业单位提供智慧广电视频会议系统、智慧政务、智慧医疗、智慧教育、智慧社区、雪亮工程、智慧旅游、智慧酒店等一系列产品。
江苏有线	数字赋能政企业务，深化文化与科技融合，积极培育智慧广电业务新模式。
贵广网络	构建“1+3”产业融合发展新格局，加快布局文旅、科技和行业服务三大功能业务板块，打造新质生产力，改善提高公司经营业绩，以实施十大行动为保障，努力打造“文化+旅游+科技+服务”的新型综合文化企业。
吉视传媒	公司依托“混合云构架”设计的云计算大数据服务平台，为政企用户提供强大的云计算资源、高效能存储、大数据应用，提供流媒体应用、VR场景、高密保护等增值服务。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

五、投资建议

随着央国企改革的不断深化，传媒行业子版块如出版、广电、影视等板块的央国企竞争力不断提升。展望未来：并购重组能够优化企业资源配置、注入优质资产，强化协同效应，提升经营效率。这或将成为央国企进一步提升竞争力的重要手段。目前，行业内央国企普遍展现出业绩稳健、高分红、低估值的特点，具有较高的投资性价比。同时，AI技术的快速发展为传媒央国企带来了新的增长动力：AIGC等技术的广泛应用，将在内容创作、分发传播等环节实现降本增效，推动内容生产模式变革，为传媒国企的转型升级提供有力支持。预计未来在AI赋能下，传媒国企将实现内生增长与外延扩张的双重修复，展现出更为广阔的发展前景。

建议关注：

- 1) **出版板块**：业绩稳健增长、外延业务不断拓展的山东出版、南方传媒以及市占率提升叠加AIGC数智平台赋能的中信出版；
- 2) **电视广播板块**：传统广电业务维持稳健运营，持续加强内容资源库建设，推进精品内容布局的新媒股份；
- 3) **数字媒体板块**：优质综艺节目持续输出与“芒果大模型”赋能降本增效的芒果超媒；
- 4) **影视院线板块**：受益于进口电影供给侧修复的中国电影。

表12：重点公司估值表（截至2024年11月14日）

股票代码	股票名称	EPS				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601019.SH	山东出版*	1.14	0.77	0.84	0.92	9.40	13.92	12.66	11.61
601900.SH	南方传媒*	1.43	0.99	1.10	1.22	10.24	14.79	13.39	12.02
300788.SZ	中信出版	0.61	0.85	0.93	1.07	52.00	37.56	34.11	29.73
600977.SH	中国电影*	0.14	0.17	0.37	0.43	82.47	68.92	31.28	27.19
300413.SZ	芒果超媒	1.90	1.05	1.15	1.29	14.57	26.30	24.03	21.42
300770.SZ	新媒股份*	3.06	2.67	2.82	2.96	13.80	15.81	14.99	14.25

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院（标*公司预测数据来自wind一致预测（180天））

六、风险提示

1.市场竞争加剧的风险

在充分竞争的市场环境下，企业可能会面临来自各个竞争对手的激烈竞争，这些竞争可能通过价格战、产品创新、市场营销策略或技术优势等形式体现。若企业不能保持自身核心竞争力，不断创新，国内市场日益加剧的市场竞争可能导致企业的市场的份额下降、盈利水平降低。

2.作品内容审查或审核的风险

对于以内容生产为主的传媒行业央国企，其作品可能因内容不符合相关法规、政策或社会主流价值导向，而面临被审查机构要求修改、下架或受到处罚等不确定性风险，这些风险可能对公司的经济效益和市场竞争能力产生负面影响。

3.资源整合的不确定性风险

在央国企公司整合当地优势资源的过程中，由于各种内外部因素的变动和不确定性，导致资源整合的结果、效益以及成功与否存在难以预测和把握的风险。如在资源整合的过程中，公司可能面临文化冲突、管理风格差异、员工抵触情绪等挑战，这些都可能导致整合失败或效果不佳。

4.新业态需求不及预期的风险

目前，小程序游戏和影视微短剧作为新业态，在出海方面的表现较为亮眼。然而，当前这些新业态的体量相对较小，市场的需求的顶部目前尚不明确。因此，从长期来看，新业态的发展存在一定的不确定性，相关业务的公司未来的收入可能会有不及预期的风险。

5.AIGC 技术和应用发展不及预期的风险

AIGC 技术具有巨大的潜力，但其发展速度或实际应用效果可能无法满足市场和用户的期望。这种风险可能源于技术成熟度不足、算法精确度不够或市场接受度低等因素。如果 AIGC 技术不能提供高质量、高效率、有竞争力的内容生成服务，可能会使在此方面布局或投入较大的企业投资回报周期变长，进而导致整体经营效率的下降。

图表目录

图 1: 传媒行业企业数量 (按企业性质分类)	4
图 2: 传媒细分子版块央国企数量	4
图 3: 传媒行业企业市值占比 (按企业性质分类)	4
图 4: 传媒细分子版块央国企市值占比	4
图 5: 传媒央国企与传媒行业整体 PE (TTM) 走势对比	6
图 6: 传媒央国企与传媒行业整体 PB (MRQ) 走势对比	6
图 7: 传媒板块基金重仓公司数量及比例 (截止 2024Q3)	7
图 8: 传媒板块基金重仓央国企公司持股数量占比 (截止 2024Q3)	7
图 9: 传媒板块基金重仓央国企公司持股市值占比 (截止 2024Q3)	7
图 10: 国有企业改革历史路径梳理	8
图 11: 出版行业发展阶段梳理	9
图 12: 广电行业发展阶段梳理	10
图 13: 传媒行业央国企的政策及牌照优势	13
图 14: 2018-2024 前三季度出版、广电及传媒整体上市公司平均货币资金情况 (亿元)	15
图 15: 2018-2023 出版、广电及传媒整体上市公司平均经营活动现金净流量情况 (亿元)	15
图 16: 2018-2026E 研学市场规模 (含预测)	20
图 17: 2019-2023 中国有线电视网络收入	21
图 18: 中国有线电视收入构成	21
表 1: 传媒行业细分子版块央国企与非央国企对比	5
表 2: 央国企绩效考核指标变化沿革	11
表 3: “十八大”以来出版、电视广播行业央国企相关政策	11
表 4: 传媒及央国企重点子版块“一利五率”情况对比	14
表 5: 传媒及央国企重点子版块近年现金分红情况	16
表 6: 国有出版企业资本运作情况梳理	17
表 7: 近年数据要素与人工智能相关政策文件	18
表 8: 部分出版企业的 AI 布局	19
表 9: 出版企业研学业务探索情况	20
表 10: 我国各省级行政区 (港澳台除外) 有线电视网公司上市情况	22
表 11: 广电板块国有企业增量业务发展情况梳理	23
表 12: 重点公司估值表 (截至 2024 年 11 月 14 日)	25

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

岳铮，传媒互联网行业分析师。约翰霍普金斯大学硕士，于2020年加入银河证券研究院投资研究部。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn