

# 东方明珠 (600637)

证券研究报告  
2018年05月22日

## 国改春风，战略升级，东方明珠新机遇

### 稳坐文化国企龙头，SMG 强大资源+国改春风下，东方明珠有新机遇

东方明珠业务涵盖媒体网络、内容、购物、文旅地产等方面，位列 2017 世界媒体 500 强。东方明珠系 SMG 旗下唯一上市平台，SMG 具备丰富传媒资源，与东方明珠形成天然协同。在当前文化监管环境下，政策利好传媒国企，东方明珠凭借其强大的产业地位有望在相关产业中持续获益。

2017 年由于东广国际的扰动，东方明珠营收、归母净利润 YoY 约-16%、-24%，18Q1 公司归母净利润实现同比增长 1.7%，正在重新回到增长轨道。

### 四大板块纵横联合，与富士康 (5G+8K)、小米等顶尖企业深度合作

1) 媒体网络：公司具有稀缺牌照资源，如 IPTV 内容服务牌照 (仅 2 家)、OTT 播控牌照 (仅 7 家) 等。公司拥有 IPTV、OTT、有线数字电视、APP 等全方位媒体网络，合计过亿级的用户体量成为公司发展的坚定基石。2) 影视文娱：公司将投入 25 亿全方位打造经典 IP《紫川》，电视剧等方面与慈文传媒合作。公司在游戏方面，与索尼 14 年成立合资公司，负责 PS 及其游戏的在华业务，独家性资源使其确定获益于主机游戏的未来成长。3) 视频电商：东方购物为视频电商领域龙头，17 年营收 YoY 11.29%，会员总数突破 1100 万，一旦中美摩擦缓和，后续国内有望加大跨境采购，东方购物背靠上海自贸区区域优势，有望收益跨境业务。4) 文旅消费：公司拥有不可复制性旅游及场馆资源，如东方明珠塔。2018 年公司将初步形成点播院线及商业院线的运营模式，并打造区域品牌优势，力求三年内打造成为国内有影响力的线下文娱品牌。5) 创新业务：东方明珠、上海电信、百视通、富士康，联手推进“5G+8K”试验网建设。东方明还通过与小米等互联网品牌合作，共建线下文化集聚区，此外，公司还与腾讯、天猫、世嘉、亚马逊、微软等顶级企业在媒体网络、购物、游戏、技术等多领域合作，形成东方明珠影响力的辐射网。

### 战略第三次升级，“云+AI”智慧运营驱动“文娱+”

2018 年，公司对外提出“文娱+”战略，将建成对内的 OPG 云，打通各条业务线用户、服务和渠道，全面支撑融合媒体平台的建设和运营。并以“文娱+AI”的思路，与 AI 技术领先型企业合作，增强 AI 在视频智能审核、编辑、编排、推荐等方面的应用并逐步产品化，战略再次升级助力公司腾飞。

**投资观点：**我们预期通过 18 年的准备，19、20 年 25 亿投资的《紫川》等业务布局体现成果，预期公司 18~20 营收 17.39、19.53、21.76 亿，归母净利润 24.7、26.9、29.0 亿，对应 PE20、18、17，基于可比公司 18 年 PE 均值，我们给予公司 18 年目标 PE24X，予以目标价 22.32 元，首次覆盖予以买入评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，公司项目推进不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	19,445.49	16,261.16	17,393.08	19,532.70	21,758.71
增长率(%)	4.94	(16.38)	6.96	12.30	11.40
EBITDA(百万元)	4,572.74	3,920.96	4,143.86	4,381.46	4,043.58
净利润(百万元)	2,934.01	2,236.91	2,469.12	2,689.42	2,897.85
增长率(%)	0.94	(23.76)	10.38	8.92	7.75
EPS(元/股)	1.11	0.85	0.93	1.02	1.10
市盈率(P/E)	16.71	21.91	19.85	18.23	16.92
市净率(P/B)	1.85	1.78	1.66	1.55	1.44
市销率(P/S)	2.52	3.01	2.82	2.51	2.25
EV/EBITDA	11.75	9.16	8.78	7.25	7.46

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/文化传媒
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	18.75 元
目标价格	22.32 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,641.25
流通 A 股股本(百万股)	2,488.25
A 股总市值(百万元)	49,523.48
流通 A 股市值(百万元)	46,654.78
每股净资产(元)	10.58
资产负债率(%)	19.20
一年内最高/最低(元)	22.37/14.35

### 作者

文浩 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 概况：文化国企龙头，聚合 SMG 优质资源</b>	<b>5</b>
1.1. 简介：世界媒体 500 强，“文娱+”战略升级，焕发活力	5
1.2. 历史沿革：汇集上海优质文广资源，数次并购，强强联合	7
1.3. 股东文广：行业领军文化集团，强大的资源与上市公司协同共振	8
1.4. 公司高管：经验丰富，勇于创新	9
1.5. 财务分析：17 年表现受东方国广拖累，18 年有望重回增长轨道	9
<b>2. 四大事业群：内容与渠道全产业链布局，消费与文旅并进</b>	<b>12</b>
2.1. 媒体网络：发挥全牌照优势，IPTV 用户稳健增长，前瞻布局新技术	12
2.1.1. 行业：有线电视用户进入饱和期，IPTV、OTT 具备增长潜力	12
2.1.1.1. IPTV：继续较高增长，17 年用户同比增长约 36%，用户总量达 1.22 亿	13
2.1.1.2. OTT：终端激活量 1.68 亿台，同比增长 38%，广告市场仍是蓝海	15
2.1.2. 渠道数据概览：IPTV 用户数据稳健增长	19
2.1.3. 明珠的优势：全牌照优势，SMG 内容资源协同显著	20
2.1.4. IPTV：与联通、电信达成战略合作，寻求共赢	20
2.1.5. 前瞻布局：推进 NGB-W，与富士康、中国电信合作 5G+8K	21
2.1.5.1. NGB-W（下一代广播电视网）宽带网络和物联专网建设	21
2.1.5.2. 东方明珠携手中国电信、富士康首发“5G+8K”试验网	22
2.2. 影视互娱：全产业链协同，计划 25 亿投资《紫川》	23
2.2.1. 影视：25 亿投资核心项目《紫川》将在今年开启	23
2.2.2. 游戏：主机游戏独家优势，丰富客厅娱乐场景	25
2.3. 视频购物：国内第一电视购物品牌，新 UI，新出发	27
2.4. 文旅消费：上海不可替代性旅游资源，文化地产联动线上线下	30
<b>3. 战略：三次升级，智慧运营驱动“文娱+”落地</b>	<b>32</b>
3.1. “互联网媒体”生态战略：拥抱新生代媒体网络	32
3.2. “娱乐+”生态战略：构建泛娱乐产业链闭环，引领家庭娱乐生活方式	34
3.3. “文娱+”智慧运营驱动战略：OPG 云智慧运营护航，跨终端、多场景有机联动	36
<b>4. 盈利预测</b>	<b>37</b>

## 图表目录

图 1：东方明珠旗下品牌	6
图 2：智慧运营驱动“文娱+”	7
图 3：公司发展历程	8
图 4：文广旗下主要公司	8
图 5：东方明珠营业总收入及同比增速（2012A-2018Q1）	10
图 6：东方明珠归母净利润及同比增速（2012A-2018Q1）	10

图 7: 东方明珠单季度营业总收入及同比增速 (1Q16A-1Q18A)	10
图 8: 东方明珠单季度归母净利润及同比增速 (1Q16A-1Q18A)	10
图 9: 16、17 东方明珠主营构成	10
图 10: 16、17 东方明珠主营各部分毛利率	10
图 11: 东方明珠毛利率与净利率 (2012A-2018Q1)	11
图 12: 东方明珠单季度毛利率和净利率 (1Q16A-1Q18A)	11
图 13: 东方明珠三项费用率 (2012A-2018Q1)	11
图 14: 东方明珠单季度三项费用率 (1Q16A-1Q18A)	11
图 15: 东方明珠现金流净额 (单位: 亿) (2012A-2017A)	12
图 16: 东方明珠货币资金 (单位: 亿) (2012A-2017A)	12
图 17: 家庭大屏各服务形式发展趋势 (单位: 万)	13
图 18: IPTV 产业链	13
图 19: IPTV 牌照分级图	14
图 20: 中国 IPTV 用户数发展趋势 (2014A-2017A)	15
图 21: OTT 市场产业链	16
图 22: 2013A-2018E 中国 OTT 终端激活量及激活家庭渗透率 (单位: 万)	17
图 23: 2013A-2018E OTT 盒子及智能电视销量趋势 (单位: 万)	18
图 24: OTT 广告规模 (2016A-2017A, 单位: 亿)	18
图 25: 三端广告曝光量占比	19
图 26: 东方明珠渠道用户增速 (2014A-2017A)	20
图 27: 东方明珠影视业务变化情况	23
图 28: 东方明珠国际化合作战略	24
图 29: 《越野千里》宣传图	24
图 30: 与日本合作动画《重神机潘多拉》	24
图 31: 东方明珠游戏业务变化情况	25
图 32: 《最终幻想 15》东方明珠 IP 引进过程	26
图 33: 东方明珠与日本世嘉合作引进《索尼克: 力量》	26
图 34: 东方明珠游戏平台	27
图 35: 东方明珠电视购物与电子商务业营收 (单位: 亿)	28
图 36: 东方明珠电视购物与电子商务毛利率	28
图 37: 东方购物 APP	28
图 38: 东方购物网站	28
图 39: 东方购物 “家装第 1 站” 节目	29
图 40: 跨界新零售系列活动	29
图 41: “就这样” 系列活动	30
图 42: 东方明珠文旅消费主要业务体系	30
图 43: 15H1-17 东方明珠文化旅游项目运营情况变化趋势	31
图 44: 东方明珠战略升级路径	32
图 45: 东方明珠互联网媒体生态系统	32
图 46: 东方明珠娱乐+战略框架	34
图 47: “文娱+” 战略	36

表 1: 东方明珠 BesTV17 年各渠道业务概况 .....	5
表 2: 东方明珠多渠道业务各项用户数 (单位: 万) .....	5
表 3: 影视互娱事业群 .....	5
表 4: 文广集团旗下主要资产一览 .....	8
表 5: 东方明珠高管团队 .....	9
表 6: IPTV, OTT, 有线数字互动电视比较 .....	12
表 7: IPTV 牌照商 .....	14
表 8: IPTV 发展阶段 .....	15
表 9: 七家牌照商特点及合作伙伴 .....	16
表 10: OTT 与有线电视用户数对比 .....	18
表 11: 大屏 VS 小屏价值 .....	19
表 12: 不同终端的人均广告承载量 .....	19
表 13: 东方明珠全渠道用户数据 .....	19
表 14: 东方明珠媒体网络业绩情况 .....	20
表 15: 百视通与各大运营商重大合作 .....	21
表 16: 尚视影业、五岸传播业绩承诺完成情况 .....	23
表 17: 起点网《紫川》与部分奇幻类小说对比 .....	25
表 18: 盖娅互娱部分游戏一览 .....	27
表 19: 东方明珠文化旅游及地产 15H1-17 运营情况 .....	31
表 20: 15H1-17 文化旅游及地产业务营收及毛利情况 .....	31
表 21: 东方明珠五维度布局 .....	32
表 22: 东方明珠多渠道业务各项用户数 (2013A-2015A) .....	33
表 23: 多渠道视频集成与分发业务营业情况 (2014VS2015) .....	33
表 24: “互联网媒体战略”期间东方明珠战略总结 .....	33
表 25: 东方明珠娱乐+战略布局 .....	34
表 26: 东方明珠娱乐+战略重塑四大板块的经营成果 .....	35
表 27: “娱乐+生态战略”期间东方明珠战略总结 .....	35
表 28: 文娱+分板块战略 .....	36
表 29: 可比公司估值 .....	37
表 30: 主要主营项目预测 (单位: 亿) .....	37

## 1.概况：文化国企龙头，聚合 SMG 优质资源

### 1.1. 简介：世界媒体 500 强，“文娱+”战略升级，焕发活力

东方明珠新媒体股份有限公司是上海广播电视台、上海文化广播影视集团有限公司 (SMG) 旗下统一的产业平台和资本平台, 2015 年由百视通、东方明珠两家上市公司吸收合并而来。由世界媒体实验室(WorldMediaLab)独家编制的 2017 年度(第五届)《世界媒体 500 强》排行榜, 东方明珠位列第 91 位, 同时也是中国大陆上榜名单最靠前的综合类媒体。

东方明珠 2018 年 1 月 2 日晚间公告称, 公司董事会会议通过了调整公司组织架构的议案, 东方明珠将设影视互娱、媒体网络、视频购物、文旅消费 4 个事业群:

#### ● 媒体网络事业群

BesTV 百视通, 中国最大的多渠道视频集成与分发平台, 主要提供包括 IPTV、互联网电视 (OTT)、有线数字付费电视、手机移动电视在内的新媒体业务。公司 2017 年不含 APP 的合计用户高达 1.17 亿。

表 1: 东方明珠 BesTV17 年各渠道业务概况

渠道平台	业务
IPTV	全国 2 家运营商之一, 建立了独有的三大电信运营商业务支撑中心以及遍及全国的 27 个驻地的二级化运营支撑体系。17 年末, 用户规模达 4000 万。
OTT	全国 7 家牌照商之一, 与兆驰、华为、天猫、坚果等先后合作。2017 年末, 用户接近 2100 万户。
有线数字电视	4 家数字付费频道集成平台之一, 中国最大的高清付费频道提供商。17 年末, 公司 DVB 付费点播业务合作平台 38 个, 服务有线数字电视付费用户 5200 万, 互动点播用户 900 万, DVB+OTT 用户 400 万。
手机移动电视	6 家手机集成播控平台之一, 公司加强节目自制能力, 全面聚合了一财经、阿基米德、看看新闻 Knews24 等直播入口, 开发了包括《边玩边直播》等新产品; 同时加强与控股股东 SMG 优质资源的对接, 开发了包括草莓音乐节、迷笛音乐节及各类演唱会产品。
APP	依托强大的新媒体资源, 与互联网企业、手机终端厂商全面合作。17 年, 拓展了与华为、百度视频、番茄视频、Wi-Fi 万能钥匙等流量型互联网公司合作。据艾瑞咨询, 月活跃用户数峰值超过 3000 万, 位列视频类前 10。

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 2: 东方明珠多渠道业务各项用户数 (单位: 万)

	2015	2016	2017
IPTV	2250	3200	4000
互联网电视 (OTT)	800	1980	2100
有线数字付费电视	3800	5200	5200
DVB+OTT		400	400
BesTV APP	100 (DAU)	1000 (MAU)	3000 (MAU)
总数 (不含 APP)	6850	10780	11700

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

#### ● 影视互娱事业群

全面对接 SMG 内容资源, 聚合特色内容并建设包含内容制作、版权运营在内的内容产业链, 立志打造中国互联网媒体电视端最大版权枢纽。此外, 公司依托完善产业布局, 不断推进围绕内容 IP 运营的全产业链建设, 实现内容 IP 价值的多轮挖掘。

表 3: 影视互娱事业群

项目	内容
内容制作	旗下尚世影业是公司影视制作旗舰平台。2018 年，公司重点项目《紫川》备受市场关注，计划投入 25 亿。同时，公司继续深化与迪士尼、BBC 等国际传媒娱乐巨头的合作。
版权运营	旗下五岸传播主要从事海内外版权内容的综合代理和版权运营业务。2017 年，公司继续开展内容引进及版权合作项目，包括引入 HBO《权力的游戏》(第七季)等精品内容，合作制作多个大 IP 项目，并同时成功获取《极限挑战》、《天籁之战》等多个 SMG 核心综艺版权产品的发行权并实现 BesTV 平台播出。
游戏运营	国内领先的主机游戏发行与运营商。2017 年，公司依托与 Sony 的合作优势及 PS 平台资源优势，包揽国行 PS 平台国产 VR 游戏发行，引进《索尼克力量》等主机游戏；与多家电视游戏商、运营商签订了电视游戏合作协议，推出独立的东方明珠电视游戏平台；完成了对北京盖娅互娱 25.5%的投资，强化公司自身的手游研发与发行能力。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

● 视频购物板块

公司旗下东方购物 2004 年成立，是全国销售规模最大的电视购物企业，占据了全国电视购物行业半壁江山。东方购物视频购物为重心，进行 PC+APP、TV+目录、IPTV+OTT 的渠道联动，通过天猫旗舰店开设、独有品牌产品开发、APP 客户端重构等举措，全面实施渠道拓展战略、商品开发战略、视频内容战略和运营管理战略，引领电视购物 3.0 模式。

东方购物 2017 年营收达到 73.23 亿元，同比增长 11.29%。17 年内视频购物会员总数突破 1100 万，APP 下载量 1050 万，累计新媒体会员总数 520 万。人均订购件数同比增长 5.68%，人均订购金额同比增长 3.26%，新媒体注册用户同比增长 12.1%。主要服务与新中产消费群体，平均客单价超过 600 元，优于传统电商平台客单价。

● 文旅消费事业群

文化娱乐旅游方面，公司拥有东方明珠塔、上海国际会议中心、梅赛德斯奔驰文化中心、东方绿舟等上海本地稀缺标志性文化娱乐旅游资源，业务涉及都市旅游观光、休闲餐饮住宿及会务会展、演出娱乐、商旅代理等。成功开发过松江大学城、上海外国语大学松江园区、梅赛德斯奔驰中心、香水湾花园、渔人码头二期、太原湖滨广场等数百万方的项目。2015 年下半年开始开发川沙古镇旅游、川沙民宿、浦江镇东方媒体城、宜兴丁蜀特色小镇、黄山徽文化产业开发等项目。

2017 年东方明珠塔继续加快打造丰富多彩的东方明珠城市广场活动，引入星巴克、小米之家等知名商业品牌，加快从单一的“旅游景点”向集餐饮、购物、观光、会展等为一体的文化娱乐旅游综合体转型；各项关键业务指标（收入、利润、人数）首次超过埃菲尔铁塔，实现全年汇聚流量突破 900 万人次，同比增长 71.3%，其中本地游客占比高达 30%。2017 年奔驰文化中心持续巩固演出行业龙头地位，各项业绩指标均实现增长，盈利能力保持行业领先；全年共承接各类演出累计 169 场，如 NHL 美国职业冰球联赛、UFC 终极格斗及维多利亚的秘密时尚秀等，并被世界权威机构评选为亚洲第一。未来公司将结合线上线下布局优势，进一步整合内部资源，打造更多优质的线下文化集聚区。

图 1：东方明珠旗下品牌



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司战略升级不断升级：2014 年 11 月提出“互联网媒体”生态战略，2016 年 7 月提出“娱乐+”生态战略，2018 年对外发布“文娱+”借助 OPG 云智慧运营驱动战略。公司提出智慧运营驱动“文娱+”的战略优化，将通过 OPG 云的升级、融合媒体平台的建设、文娱消费生态的布局完善，实现业务、用户、服务的链接与贯通。

图 2：智慧运营驱动“文娱+”



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 1.2. 历史沿革：汇集上海优质文广资源，数次并购，强强联合

东方明珠是国内最早上市的公司之一，历经数次并购重组：

### 成长期：从制造企业向科技型新媒体企业转变

1993 年 3 月，上海广电股份有限公司上市。

2001 年，广电股份增发 A 股，更名为“广电信息”，确定了“从单纯制造业企业向集信息产品制造和信息服务的科技型企业转变”的战略。

2011 年，上海东方传媒集团收购上海仪电集团持有的广电信息 36.6% 股份，交易后，东方传媒合计持有广电信息 41.92% 的股份，处于控股地位。广电信息收购东方传媒持有的百视通技术约 52% 股权、文广科技 100% 股权、广电制作 100% 股权、信投股份 21.33% 股权，并收购其他多家公司持有的百视通技术剩余的约 48% 股权，并更名为百视通新媒体股份有限公司。公司通过重大资产重组以适应以数字技术、网络技术为代表的新媒体产业需求。

### 成熟期：并购整合资源，拓展多方合作

2012 年，公司与中国网络电视台签署 IPTV 播控平台合作协议，设立合资公司“爱上电视传媒有限公司”（百视通占 45%）共同负责 IPTV 相关业务，完成了上海广播电视台与中央电视台原建设的 IPTV 集成播控平台的合并，IPTV 成为了中国唯一的中央集成播控总平台；在印度尼西亚与印尼电信签署互联网电视机顶盒业务合作备忘录，进入印尼市场。

2013 年，公司与国美恒信物流有限公司、恒信瑞达物流有限公司签订 OTT 业务合作协议，拓展 BesTV 互联网电视机顶盒产品用户；收购广电通讯 100% 股权，向增值电信业务领域拓展；与微软合资成立百家合信息技术发展有限公司，持股 51%，进军家庭游戏娱乐领域。

2014 年 3 月，公司与迅雷公司达成互联网电视业务合作；5 月，公司与日本索尼达成合作协议，共同设立合资公司，负责生产及营销索尼旗下 PS 产品硬件、软件及提供相关服务的在华业务，并联合完美世界、巨人网络、久游、第九城市等 10 多家国内外知名游戏企业成立国内首个“家庭游戏产业联盟”，抢先布局国内家庭游戏产业大生态圈；12 月，文广集团吸收合并东方传媒及广电发展，完成后直接持有百视通 41.92% 股份。

### 持续发展期：“文娱+”战略顺应消费升级大趋势

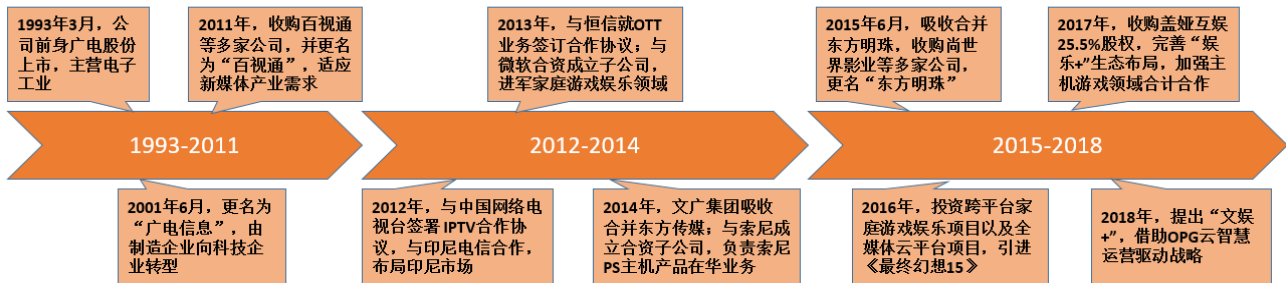
2015 年 6 月，百视通被东方明珠吸收，收购尚世界影业、五岸传播 100% 股权，文广互动约 68% 股权，东方希杰约 84% 股权，更名为“东方明珠”，推进传统媒体与新兴媒体的融合发展，形成了包括“内容、平台与渠道、服务”在内的互联网媒体生态系统和产业布局。

2016 年，以 6.12 亿投资跨平台家庭游戏娱乐项目，募集资金 9.86 亿投入全媒体云平台，并与日本老牌游戏公司史克威尔艾尼克斯签订许可协议，将其旗下游戏《最终幻想 15》主机游戏、电影引入大陆市场，并为后续进一步在游戏文化娱乐领域深度合作打下基础。

2017 年，收购盖娅互娱 25.5%股权，聚拢上游游戏开发商及精品游戏内容，建设并运营多屏联动游戏平台。7 月，公司与日本世嘉基于主机游戏领域签订合作协议。

2018 年，提出“文娱+”借助 OPG 云智慧运营驱动战略。

图 3：公司发展历程



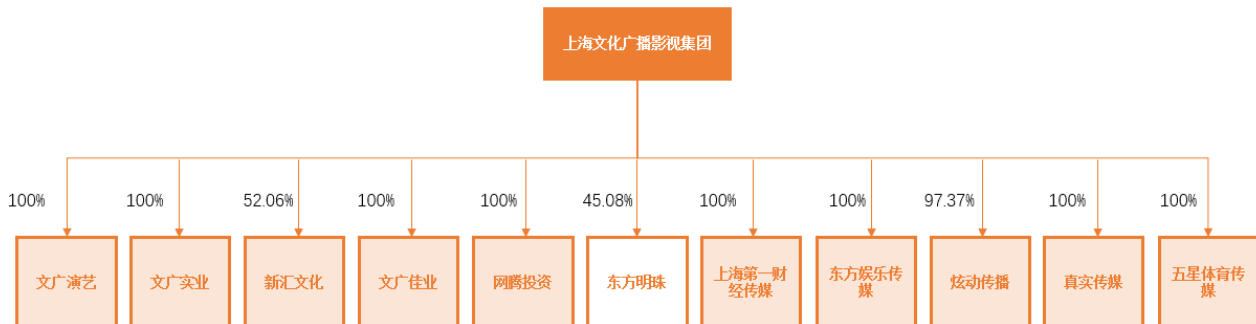
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 股东文广：行业领军文化集团，强大的资源与上市公司协同共振

公司实际控制方上海文化广播影视公司（持股 45.08%），于 2001 年 4 月 19 日成立，以文化广播影视为主业，兼营旅游，宾馆，演出，会展等相关产业。拥有重要的广播电视传统媒体和移动电视、IPTV 电视、手机电视等新媒体，又是全国重要的影视剧生产基地。

除东方明珠外，文广集团其他主要企业包括上海文广演艺集团、上海文广实业、上海新汇文化娱乐、北京文化佳业、上海网腾投资管理、上海第一财经传媒、上海东方娱乐传媒集团、上海炫动传播、真实传媒、五星体育传媒等。

图 4：文广旗下主要公司



资料来源：公司官网，天风证券研究所

媒介资源方面，文广集团旗下有上海人民广播电台、上海东方电视台等多项优质资产，合计拥有 13 套无线广播节目、30 个电视频道，广播平均每日播音时间达到 163 小时，电视平均每周播出时间 1353 小时，除上海外，还覆盖江苏、浙江、山东、江西等省的部分地区，覆盖地区总人口接近 2 亿。其中，东方卫视通过卫星传输上海的电视节目，能覆盖全中国和其他亚洲地区。东方卫视是全国省级卫视收视率排名第二名，第一财经是国内唯一一家集广播、电视、日报、网站、杂志于一体的中国专业财经媒体品牌。

表 4：文广集团旗下主要资产一览

资产分类	资产名称
广播 (13 套)	上海新闻广播、东广新闻资讯广播、交通广播、故事广播、戏曲广播、东方都市广播·899 驾车调频、经典 947、动感 101、Love Radio103.7、KFM981、五星体育广播、第一财经广播、浦江之声
电视频道 (30 个)	东方卫视、新闻综合、娱乐、星尚、电视剧、第一财经、五星体育、纪实、艺术人文、ICS 外语、东方购



	物、哈哈少儿、炫动卡通、东方卫视国际海外频道、东方电影、都市剧场、欢笑剧场、动漫秀场、全纪实、东方财经·浦东、法治天地、七彩戏剧、幸福彩等
报纸杂志（6种）	《第一财经日报》、《第一财经周刊》、《陆家嘴》、《中国房地产金融》、《上海电视》、《每周广播电视》
互联网新媒体	BesTV、IPTV、OTT、移动客户端、“看看新闻 Knews”、24 小时直播流、互联网音频社群应用“阿基米德”、“第一财经”新媒体矩阵：一财网、一财客户端、一财全球等
内容及版权	尚视影业、五岸传播、上海广电影视制作有限公司等
现场演艺	院团：上海话剧艺术中心、上海歌舞团、上海杂技团、上海爱乐乐团等、学校：上海市马戏学校、场馆：梅赛德斯-奔驰文化中心、上海国际舞蹈中心、美琪大戏院、兰心大戏院、艺海剧院、人民大舞台、上海马戏城、ET 聚场等、票务：上海文化信息票务中心、舞美：上海舞美艺术中心（上海舞台技术研究所）。
文化旅游及地产	东方明珠广播电视塔、上海国际会议中心、上海东方绿舟等诸多知名文化地标、东方明珠置业有限公司
文化金融	上海文化广播影视集团财务有限公司
电子商务及其他	东方购物

资料来源：文广集团官网，天风证券研究所

#### 1.4. 公司高管：经验丰富，勇于创新

公司具备一批经验丰富的高管团队，公司由王建军担任董事长，曾于文广集团担任过多项要职的张炜担任总裁，鱼洁、苏文斌以及林震等分别担任各业务主要负责人。

表 5：东方明珠高管团队

姓名	职务	简介
王建军	董事长	王女士于 2015 年 6 月加入集团并担任董事长。王女士在加入集团之前曾在上海广播电视台、东方传媒集团、上海文化广播影视集团担任党委书记、总裁等要职，并于 2011-2015 年任百视通监事会主席。
张炜	总裁、董事	张先生于 2016 年 4 月加入集团担任总裁。张先生是现任上海电视艺术家协理事，曾于上海市广播影视信息网监测中心、上海市文广影视局、上海市文化广播影视监测中心、上海市文广影视局担任主任、处长等职位。
鱼洁	副总裁、影视制作事业群总裁	鱼女士于 2017 年 7 月加入集团担任副总裁、影视制作事业群总裁。曾于上海有线电视台、上海文广新闻传媒集团、上海炫动传播担任编辑、主任助理、副总经理等职务。
苏文斌	副总裁、游戏业务事业群总裁	苏先生于 2016 年 8 月加入集团担任副总裁、游戏业务事业群总裁。曾任职于中国国际期货、鞍山证券公司、上海电视台财经频道、上海文广投资、上海文广互动发展部，具有丰富的投资经验。苏先生也曾担任百视通网络电视技术发展有限公司上海总经理、副总裁兼投资部总经理。
林震	副总裁、营销与运营中心总经理	林先生于 2017 年加入集团担任副总裁、营销与运营中心总经理。林先生曾任 Konal&Castoch(K&C)总经理、中国互联网电视首席运营官、首席战略官，小米公司副总裁。

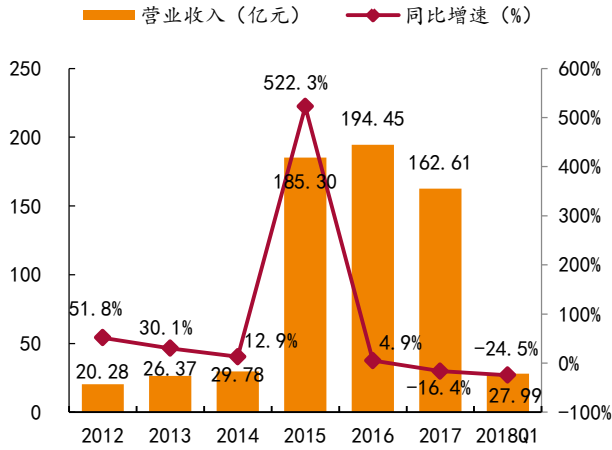
资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 1.5. 财务分析：17 年表现受东方国广拖累，18 年有望重回增长轨道

东方明珠 2017 实现营收 162.61 亿元，同比减少 16.4%，归母净利润为 22.37 亿元，同比减少 23.8%，归属上市公司股东的扣非净利为 9.71 亿，同比减少 48.4%，主要原因是受到了东广国际资产减值的影响（现已剥离上市公司）。从营收与利润的变化看：

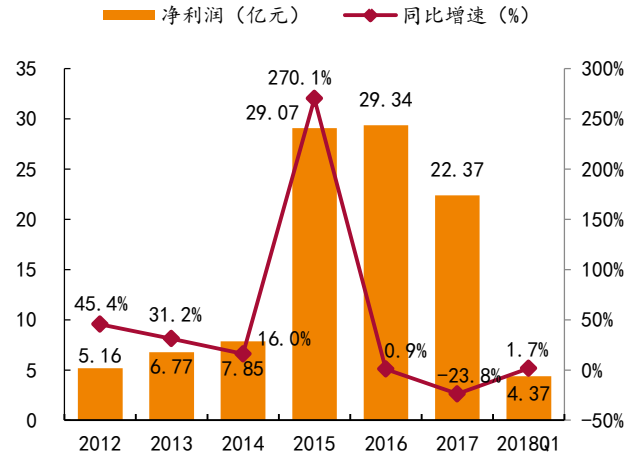
- 公司在 15 年营收与净利润大幅增长，这是由于公司在 15 年下半年通过换股吸收合并两家上市公司（合并后公司由“百事通”更名为“上海东方明珠新媒体股份有限公司”）。
- 公司 17Q3 营业收入同比下降 32.4%，归母净利润亏损 2.1 亿，主要是：1）其子公司上海东方明珠国际广告合作方涉嫌合同诈骗，公司对相关款项计提专项减值 6.81 亿，财务影响 6.73 亿，已于 17Q4 转让东方明珠国际广告公司全部股权至 SMG。2）公司于 17 年 6 月转让艾德思奇 44.78% 股权，对 17Q3 营收造成一定影响。
- 17Q4 获超 10 亿投资受益是推动其归母净利润同比增长的核心原因。
- 18Q1 营收同比下降 24.5% 主要由于艾德思奇不再并表所致。

图 5：东方明珠营业总收入及同比增速（2012A-2018Q1）



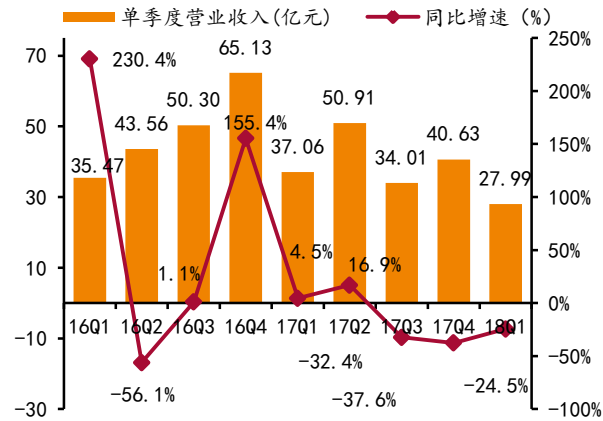
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：东方明珠归母净利润及同比增速（2012A-2018Q1）



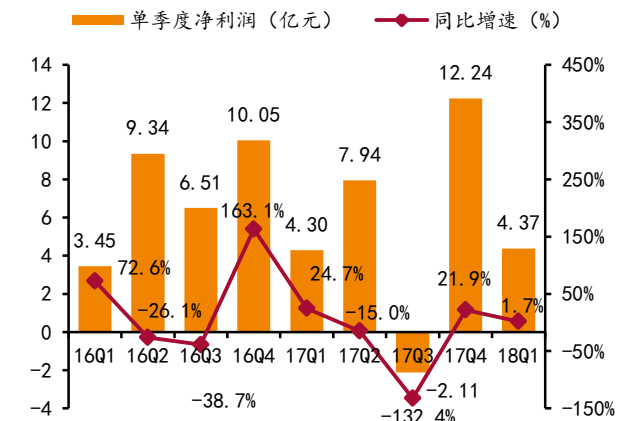
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：东方明珠单季度营业总收入及同比增速（1Q16A-1Q18A）



资料来源：wind，天风证券研究所

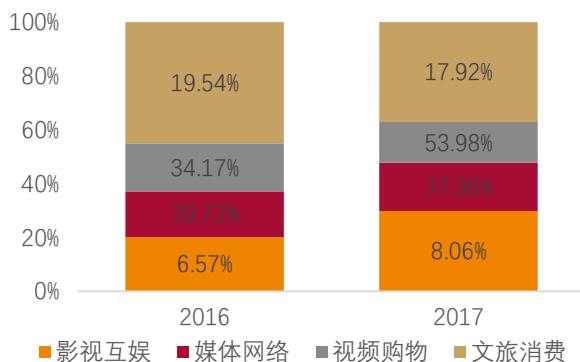
图 8：东方明珠单季度归母净利润及同比增速（1Q16A-1Q18A）



资料来源：wind，天风证券研究所

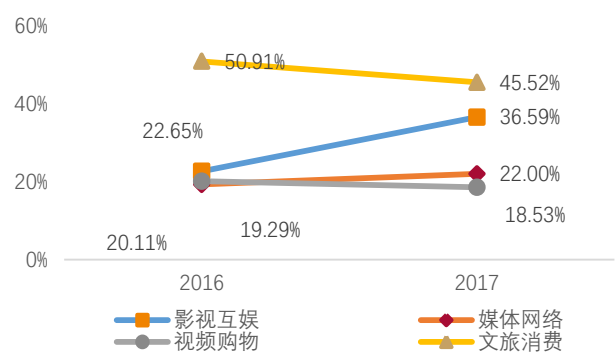
2017 年报，东方明珠主营重新划归类别，目前由媒体网络、文旅消费、影视互娱和视频购物四部分组成：1）影视互娱由“游戏”（原归属传媒娱乐相关服务）与“影视”（原归属内容制作与发行）以及其他构成，替代了原有的内容制作与发行项目。2）媒体网络与原有口径一致基础上增加了广告，此外还包含 IPTV、OTT、付费有线电视、其他渠道。3）文旅消费与视频购物从原有传媒娱乐相关服务中独立出来，单独组成新的板块。

图 9：16、17 东方明珠主营构成



资料来源：wind，天风证券研究所

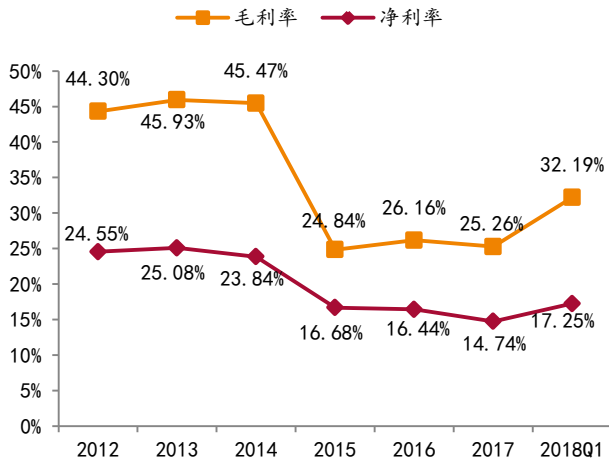
图 10：16、17 东方明珠主营各部分毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

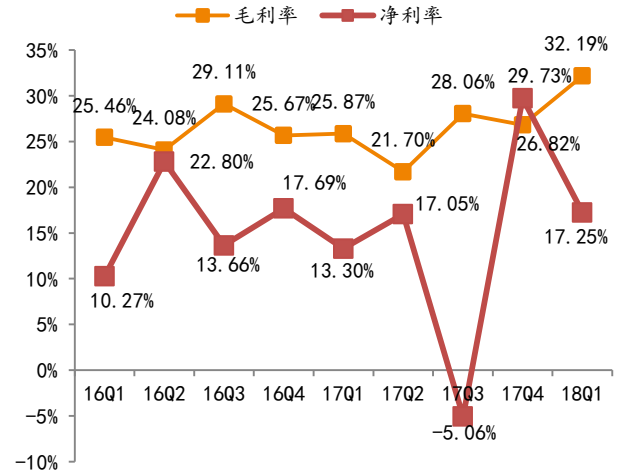
从整体的毛利率与净利率看，2017 年总体毛利率 25.26%，净利率 14.74%，相比 2016 年分别下降 0.9 和 1.7 个百分点。分季度看，全年净利润率下滑主要由于第三季度净利率较低，主要影响来自东广国际的减值影响，17Q4 投资收益较多推升了整体净利润率水平。18Q1 相较于同期，低毛利率、低净利率的艾德思奇已经不再纳入合并，推升了盈利水平的增长。

图 11：东方明珠毛利率与净利率（2012A-2018Q1）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：东方明珠单季度毛利率和净利率（1Q16A-1Q18A）



资料来源：wind，天风证券研究所

在三费方面，公司自 15 年合并吸收上海东方明珠后三费相对稳定。

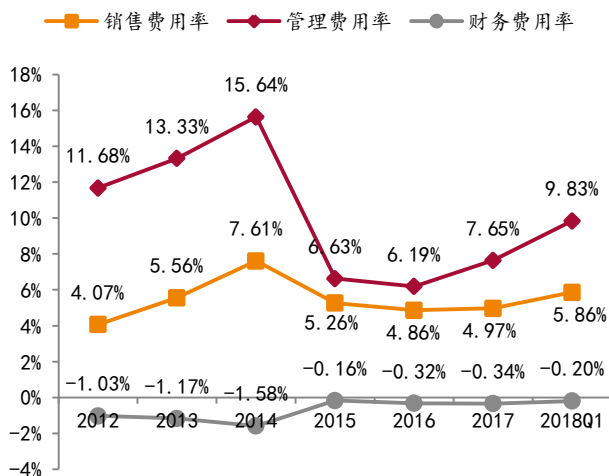
财务费用率一直为负，得益于公司良好的现金流与货币留存，17Q3 财务费用率进一步降低，金额由 17Q2 的 -389 万下降至 -3615 万，主要因为利息收入同比增加而中期票据的利息支出同比减少，且公司该季度营收大幅下降；

17 年管理费用率的提升主要受公司营收下降的影响，从绝对金额看，17 年管理费用由 16 年的 12.03 亿增长至 12.43 亿，环比仅增长 3.32%，较为有限。

17 年销售费用率较 16 年略有提高，但从绝对值看，17 年销售费用由 16 年的 9.45 亿下降至 8.07 亿，环比下降 14.6%，销售费用率的提高主要受公司营收下降的影响。

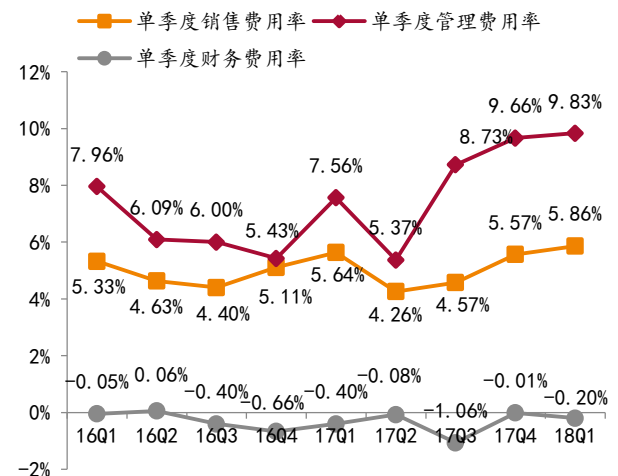
18Q1 三费费率环比基本稳定，同比提高，主要是由于自 17 年中期艾德思奇不再纳入合并范围所致。

图 13：东方明珠三项费用率（2012A-2018Q1）



资料来源：wind，天风证券研究所

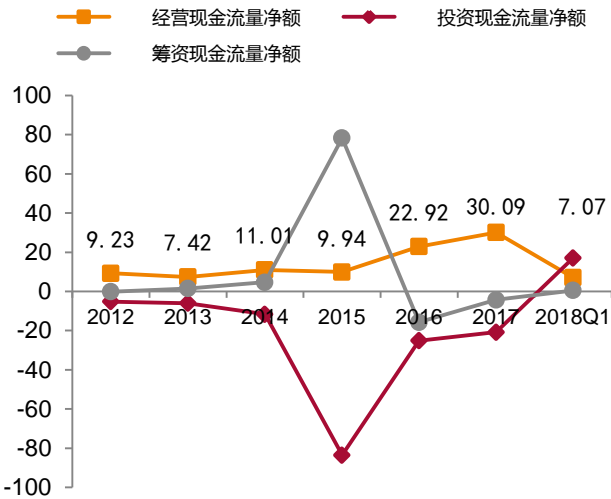
图 14：东方明珠单季度三项费用率（1Q16A-1Q18A）



资料来源：wind，天风证券研究所

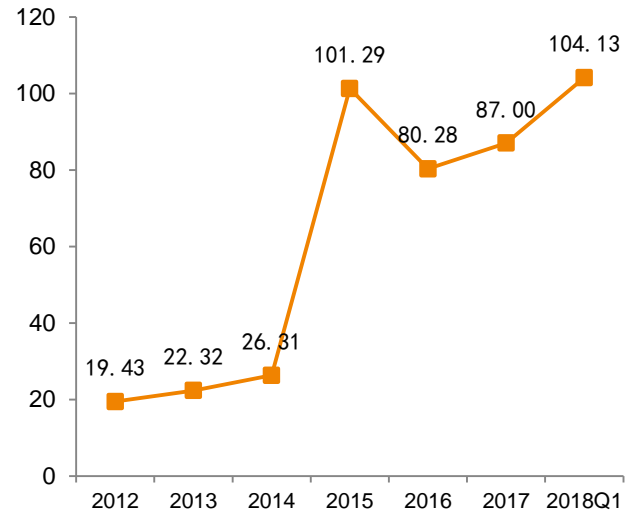
公司经营性现金流情况良好，账面资金充沛，截至 18Q1 年末账面货币资金达 104 亿。公司历年经营性现金流净额均保持正值，17 年经营现金流量净额 30.09 亿元，同比增长 31.31%，主要为转让国际广告股权后业务款项的回收和税款的相应减少所致。

图 15: 东方明珠现金流净额 (单位: 亿) (2012A-2017A)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 16: 东方明珠货币资金 (单位: 亿) (2012A-2017A)



资料来源: wind, 天风证券研究

## 2. 四大事业群: 内容与渠道全产业链布局, 消费与文旅并进

### 2.1. 媒体网络: 发挥全牌照优势, IPTV 用户稳健增长, 前瞻布局新技术

#### 2.1.1. 行业: 有线电视用户进入饱和期, IPTV、OTT 具备增长潜力

根据传播网络、内容差异, 家庭大屏服务形式可以分为有线电视、IPTV、OTT, 其中具体差异的可以参见下表;

- IPTV: 截至 2017 年, IPTV 用户数达 1.22 亿户, 净增超 3000 万, 光纤接入普及继续推动 IPTV 业务的发展。
- OTT: 2017 年, 终端激活数 1.68 亿, OTT 盒子激活数 3842 万, 激活家庭渗透率达 38%, 自 2013 年来一直处于上升趋势。
- 有线电视: 2017 年覆盖量达到 2.51 亿户, 相比 16 年 2.52 亿户略有下降, 缴费用户数 1.6 亿户, 同样略低于 16 年的 1.62 亿户。

表 6: IPTV, OTT, 有线数字互动电视比较

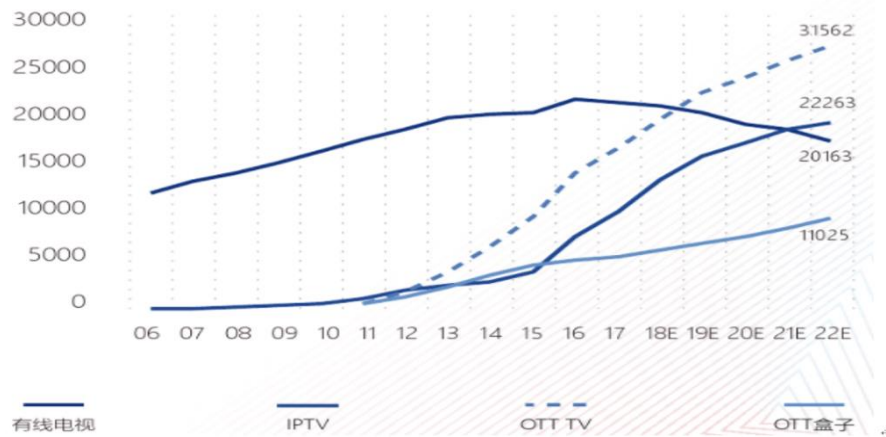
比较项	IPTV	OTT	有线数字互动电视
传输覆盖	IPTV 虚拟专网, 和基网实现同等区域覆盖, 较易实现全国覆盖和区域下沉, 高效传播无延迟, 无卡顿, 不占宽带	租用网络和内容分发网络 (CDN) 进行覆盖, 租用成本高, 覆盖区域集中在人口密度较大的中心城市, HDCP 缓存播放, 视频播放有延迟或卡顿	数字电视专网, 区域覆盖广, 射频传播, 速度快, 无延迟
播放方式和质量	直播通过组播方式, 点播通过纯 IP 方式, 网络带宽影响图像质量	点播为主, 网络带宽影响图像质量; 无法直播	直播通过 DVB-C 实现, 互动电视通过 IPQAM+IP 实现, 图像质量高
技术成本	自有硬件体系, 无需租用成本	CDN 分发租用成本高	双向改造成本高
内容	支持自制内容 (区域活动、自制剧等), 可与互联网在内容上合作	支持自制内容 (如网剧), 互联网平台入驻, 内容方挂靠七大牌照方, 盒子或智能电视引入牌照方的内平台	不支持网络内容, 只能传输电视信号
增值服务	高清晰度 (2k、4k) 选择, 教育、综艺、电影等点播	高清视频、会员电影、会员电视剧、会员综艺等点播	各地区不同, 如回放功能、点播节目等
交互性	强	强	双向化改造后较强
运营主体	IPTV 牌照持有方+电信运营商	牌照持有方+宽带运营商+互联网服务提供商	广电网络运营商
运营牌照	12 张 IPTV 牌照, 4 张全国性牌照 (百视通、	七张牌照: CNTV、华数传媒、百视	运营主体必须由广电系统控股

	央视国际、南方传媒、国广东方)；2张地方性牌照(华数、江苏电视台)；3张省级播控平台牌照(辽宁广播电视台、广东广播电视台、湖南广播电视台)；2张IPTV传输牌照(中国电信和中国联通)；1张IPTV行业牌照(北京华夏安业科技有限公司)	通、南方传媒、湖南电视台、中国国际广播电台及中央人民电台	
收费方式	每月固定使用费或与宽带组合收费，基础月租10-35元/月，单个增值节目5-10元/月	硬件销售收费+用户所需内容及服务收费，部分视频需要开通会员收看，5元/月起步	每月固定收视维护费，基础月租20-30元/月
销售网络	全国覆盖的成熟销售体系	电商渠道为多，市场费用高	主营网络铺设，销售能力较弱

资料来源：格兰研究，艾瑞咨询，公司公告，天风证券研究所

根据勾正数据，有线电视用户数于16年达到峰值，之后趋势持续走低，18年到22年将会持续下跌至2.02亿户；而IPTV用户数未来几年有强势的增长势头，预计将在2022年达到2.23亿用户数；OTT盒子与OTT电视的用户数预计也将保持增长，到2022年将分别达到1.10亿和3.16亿。

图 17：家庭大屏各服务形式发展趋势（单位：万）

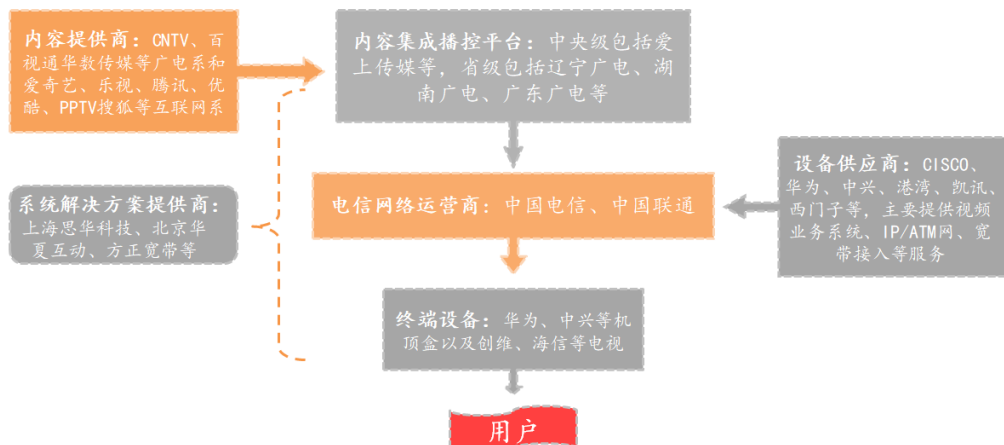


资料来源：勾正数据，天风证券研究所

2.1.1.1. IPTV：继续较高增长，17年用户同比增长约36%，用户总量达1.22亿

1999年，英国Video Networks推出全球第一个IPTV业务。IPTV改变了传统电视的收看模式，成为兼具通讯、互联网、电视功能的综合数字化家庭终端。目前国内的IPTV均采用专网形式，不与宽带接入服务共享带宽，同时也不提供互联网接入服务。

图 18：IPTV 产业链

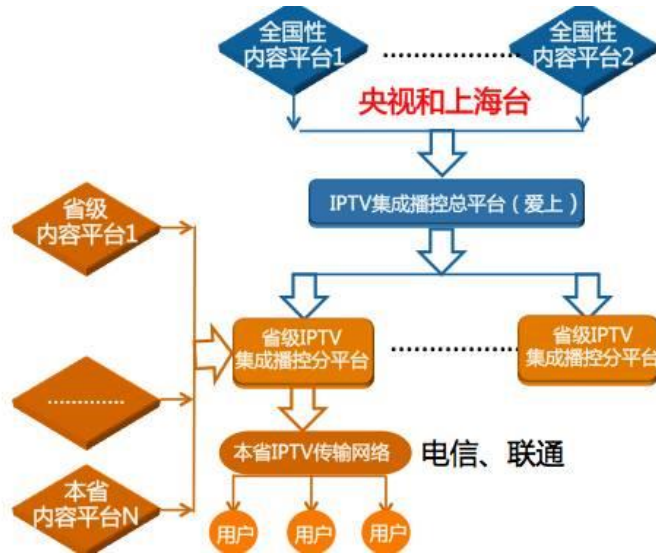


资料来源：网优雇佣军《最全IPTV科普》，天风证券研究所

牌照方面，IPTV 牌照分类为全国牌照（集成和内容），省级层面以及传输牌照。

集成：2013 年 5 月，中国网络电视台与上海广播电视台联合投资设立了 IPTV 合资公司“爱上电视传媒有限公司”，负责全国唯一的 IPTV 中央集成播控总平台可经营性业务的运营。

图 19：IPTV 牌照分级图



资料来源:流媒体网, 天风证券研究所

内容：中央电视台及上海广播电视台系两家全国 IPTV 内容服务许可证持证机构，东方明珠获得上海广播电视台授权。

2015 年 12 月 9 日，辽宁省广播电视台的 IPTV 业务得到国家新闻出版广电总局正式验收，获得了 IPTV 省级的播控平台牌照。现在共有辽宁、广东、重庆、湖南以及上海五个播控分平台通过广电总局验收获得省级的播控平台牌照。

表 7：IPTV 牌照商

层级	牌照商	颁发日期
全国集成播控总平台	中央电视台（爱上传媒）	2006 年 5 月
全国内容服务许可证	上海广电（百视通）	2005 年 5 月
	中央电视台	2006 年 5 月
省级集成播控分平台	辽宁广电	2015 年 12 月
	广东广电	2015 年 12 月
	重庆广电	2016 年 7 月
	湖南广电	2017 年 2 月
传输许可证	上海广电	2005 年 5 月
	中国电信 中国联通	

资料来源：流媒体网, 天风证券研究所

自 2004 年国内开展小规模 IPTV 试验以来，IPTV 已运营探索了十多年其发展过程起起伏伏，前期用户增长缓慢，主要受政策风险的影响。2015 年国务院印发《三网融合推广方案》，“三网融合”结束试点阶段，IPTV 开始在全国范围内正式全面推广。

IPTV 的发展主要分为 3 个阶段：探索阶段（2004-2008）、启动阶段（2009-2012）以及高速发展阶段（2013-2017）。

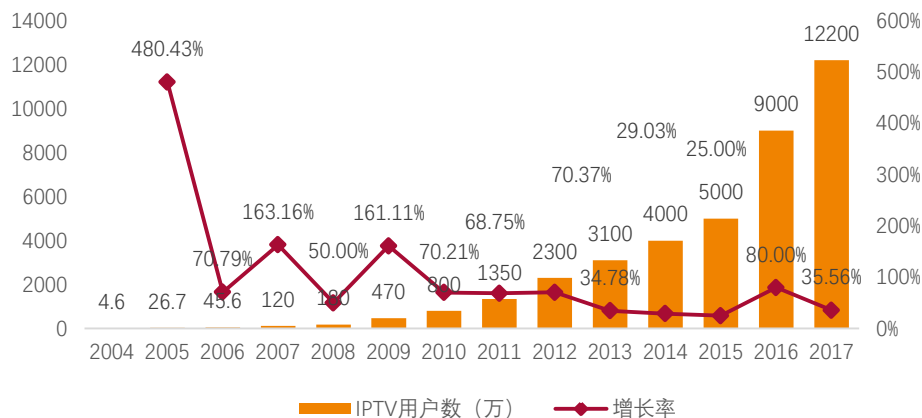
表 8: IPTV 发展阶段

探索阶段	2004	中国电信和网通积极测试 IPTV,业务模式以点播为主, 规模有限
	2005	上海广播电视台获得首张全国性 IPTV 集成播控运营牌照, 并成立百视通专营 IPTV 业务。电信、网通分别在南北几省确立了十几个城市作为 IPTV 试点并进行测试
	2008	上海电信宣布高清 IPTV 正式试商用, 中国电信 IPTV 实验室在上海研究院成立。
启动阶段	2009	《电子信息产业调整和振兴规划》发布, 首次明确提出“支持 IPTV(网络电视)、手机电视等新兴服务业发展”
	2010	国务院明确了三网(电信网、广电网、互联网)融合时间表, 6 月国家启动了三网融合首批 12 个城市和地区的试点工作
	2012	三网融合迅速推进, IPTV 随着政策的开放得到快速发展。
高速发展阶段	2013	中国网络电视台与百视通合资成立爱上电视传媒有限公司, 统一负责全国范围内 IPTV 运营业务; IPTV 播控平台积极推进, 三网融合更是正式迈入推广阶段。国务院颁布《“宽带中国”战略及实施方案》《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》, 为 IPTV 的快速发展埋下了伏笔。
	2014	2014 年, 广电总局密集发布的“停止发放互联网电视集成服务牌照”、“禁止牌照商与内容提供商通过服务专区形式合作”、“禁止盒子”等一系列政策。
	2015	国务院印发《三网融合推广方案》, “三网融合”结束试点阶段, 在全国范围内正式全面推广。
	2016	2016 年, 国内宽带发展水平的大幅提升为 IPTV 用户的增长奠定了基础。
	2017	2017 年, IPTV 总用户数破亿。

资料来源: 流媒体网, 天风证券研究所

根据工信部统计, 2017 年, 电信运营商继续深化“提速降费”, 进一步推动 IPTV 用户持续增长。截至 2017 年年底, 中国 IPTV 用户总量达 1.22 亿, 同比增长约 35.56%。

图 20: 中国 IPTV 用户数发展趋势 (2014A-2017A)



资料来源: 流媒体网, 天风证券研究所

2.1.1.2. OTT: 终端激活量 1.68 亿台, 同比增长 38%, 广告市场仍是蓝海

OTT 即互联网电视, 以互联网为传输通道, 终端设备可为智能电视机、电视机+机顶盒等, 与 IPTV 相比有两大区别, 一是传输网络不同, 二是不能提供电视频道直播服务。OTT 市场的产业链可大致概括为:

- 内容提供方: 包括影视公司, 电视台, 互联网视频网站等, 共同构成了互联网电视丰富的内容体系, 包含影视、游戏、音乐、购物等。
- 两大牌照商: 内容服务牌照商和集成平台牌照商。这一环节是政府部门对于互联网电视行业监管的核心, 同时也是产业链当中连接内容和终端的通道, 根据政策只有牌照商的存在才能打通内容与终端的通道。集成平台牌照已经停止发放, 成为产业链当中的稀缺资源。
- 网络运营商: 电信运营商或宽带运营商指拥有 IPTV 传输牌照, 能够传播 IPTV 节目及

信号的电信固网运营商，主要负责网络运营、技术维护及终端用户管理，是目前推动 IPTV 用户规模高速发展的关键动力

- 终端：提供接受 IPTV 信号的机顶盒等终端设备，分为纯硬件和系统软件。

图 21：OTT 市场产业链



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

OTT 市场目前监管较为严格。广电总局于 2011 年发布 181 号文件从集成业务、内容管理、运营规范、终端管理等环节入手，规范互联网电视的秩序。181 号文件趋向较为严格，并导致了 81 款 APP 下架。截止 2018，广电总局共发出七张“内容+集成”牌照，集成牌照商是 OTT 的管理和运营中枢，在产业链中具有较强话语权。

表 9：七家牌照商特点及合作伙伴

牌照方	特点	内容平台播出呼号	运营主体	合作伙伴（主要）	合作视频网站（主要）
中国国际广播电台 CIBN	国际化资源优势	CIBN 互联网电视	国广东方网络（北京）公司	<b>华为</b> ：结成战略联盟，在电信运营商及海外市场紧密合作； <b>同洲</b> ：成立合资公司，为其终端提供牌照和内容服务； <b>安徽联通</b> ：打造教育终端，CIBN 安徽中小学电视课堂； <b>航美嘉成</b> ：在家中大屏、路上移动端、机场出行三大场景可观看； <b>电视淘宝</b> ：基于 OTT 终端的大屏购物商机； <b>龙宇天下</b> ：CIBN 中安传媒机顶盒	<b>优酷土豆</b> ：持有国广东方 16.67% 股权； <b>搜狐</b> ：飞狐影视 TV 客户端； <b>乐视</b> ： <b>乐视网 TV</b> 更名为 CIBN 超级影视，内容移至 CIBN 平台
央视国际 CNTV	政策和内容资源优势	中国网络电视台——互联网电视	未来电视有限公司	<b>数码视讯</b> ：电视支付平台；与 <b>康佳、海信、TCL、长虹、创维、三星、小米、华为</b> 等近 300 家终端品牌有合作关系	<b>腾讯</b> ：在南非世界杯播送上有过合作，头部内容入驻平台； <b>暴风影音</b> ：战略合作； <b>乐视</b> ：战略合作，进军互联网网机顶盒市场
中央人民广播电台	合作灵活性优势	央广 TV	央广新媒体文化传媒（北京）有限公司	<b>华为</b> ：战略合作，推出荣耀盒子； <b>小米</b> ：战略合作，推出小米盒子，搭载播控平台； <b>创维、暴风、TCL、夏普、酷乐视</b> ：产品搭载播控平台；	<b>爱奇艺</b> ：与爱奇艺、江苏电视台成立银河互联网
南方传媒	第三方优势，合作推动力大	云视听	广东南广影视互动技术有限公司	与 <b>优朋音乐、创维、中国电信、中国联通、索尼影视</b> 等共同拓展互联网电视业务；	<b>泰捷视频</b> ； <b>搜狐</b> ：合资成立广东南传飞狐科技，电视 APP “云视听悦厅 TV”
百视通	技术、市场资源和运营	东方网络电视	百视通新媒体股份有限公司	<b>华谊兄弟</b> ：战略合作，版权合作和联合运营； <b>国美</b> ：OTT 盒合作销售； <b>微软</b> ：合资成立上海百家合，游戏	<b>风行</b> ； <b>百视通</b> ； <b>百度视频</b> ：在视频内容制作、分发、变

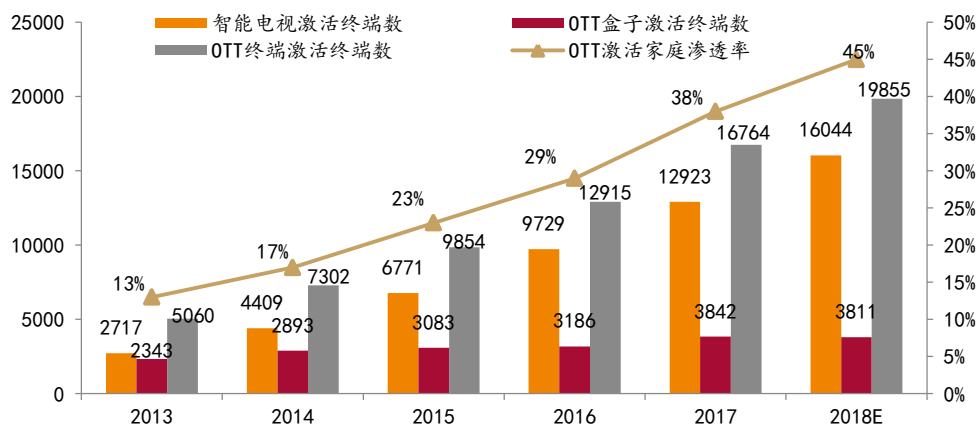


积累				领域合作; NBA 布鲁克林篮网队、BBC、英超; 内容; 现等方面深度合作
				辽宁广电、腾讯; 渠道; 中国联通: 高铁影院; 号百、 中国电信: 家庭娱乐领域业务战略合作
杭州华数	市场导向, 胆大灵活	华数互联网电视	华数传媒网络有限公司	百度: 战略合作, 嵌入百度搜索; 阿里巴巴: 开通电视支付宝, 推出搭载阿里智能 tv 操作系统的华数彩虹盒子, 与阿里、兆驰推出完整智能云电视一体机方案; PPTV: 战略合作; 乐视、新浪: 部分业务合作; 搜狐: 打造华数 TV-飞狐专区; 百度视频: 开展深入的版权内容合作
				新浪微博: 打造“边看边聊”的大屏社交产品; 浙江联通: 在产品、渠道、资源业务等方面合作, 融合营销; 佳创视讯: 开展“虚拟现实+广播电视”产业化运营合作; CNC、财富传媒、海思半导体、科大讯飞、浩渺通讯: 共建“华数智慧家庭协同创新研发中心”
湖南电视台	内容和品牌优势	芒果 TV	快乐阳光互动娱乐传媒有限公司	TCL: 联合湖南广电推出 TCL 芒果 TV+智能电视; 海美迪: 联合推出网络电视机顶盒芒果嗨 Q; 创维: 联合推出创维芒果盒子; 阿里家庭娱乐: 机型合作; 创维、国美、光大瑞华: 推出爱芒果电视机; KOOCAN: 推动中华影视文化“全球化”; 西藏移动: 推出会员流量业务芒果卡; 芒果互娱: 建立芒果 TV · IPTV 专区金鹰电竞频道; 联通: 推出专属手机卡芒果卡; 中国电信湖南公司、爱上传媒、华为: 深度合作订制的 IPTV 智能一体机爱芒果电视 · 翼芒
				湖南卫视: 旗下多节目独家播放; 今日头条: 战略合作, 芒果 TV 开放旗下所有综艺节目的短视频内容, 入驻头条号; 网易新闻: 战略合作, 开放旗下综艺节目短视频并通过网易号平台实现分发

资料来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

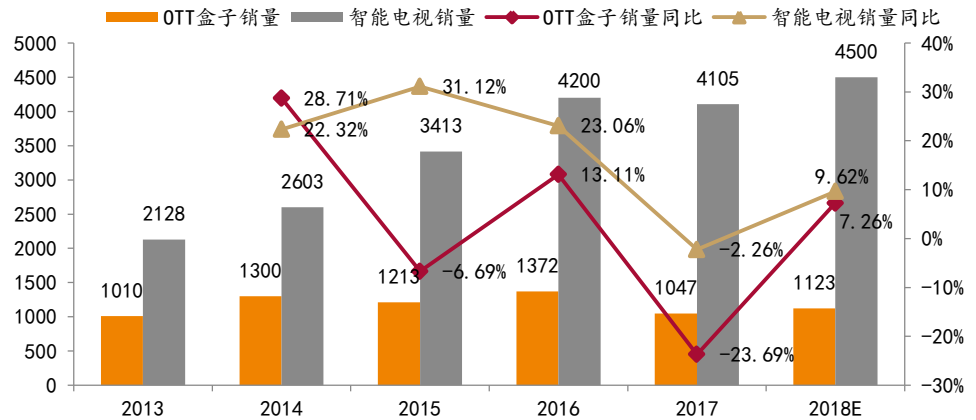
根据奥维云网的数据, 截至 17 年, OTT 终端激活量 1.68 亿台, 同比增长 38%, OTT 盒子销售量达到 1047 万台, 同比下降 23.69%, 主要是由于广电总局政策趋严所致(《专网及定向传播视听节目服务管理规定》、《关于做好互联网电视整改工作的通知》提出加强监管和整改不合规现象)。

图 22: 2013A-2018E 中国 OTT 终端激活量及激活家庭渗透率 (单位: 万)



资料来源: 奥维云网, 天风证券研究所

图 23：2013A-2018E OTT 盒子及智能电视销量趋势（单位：万）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

表 10：OTT 与有线电视用户数对比

	OTT 保有量	OTT 终端激活量	有线电视覆盖量	有线数字电视缴费用户
2016	2.13 亿台	1.29 亿台	2.52 亿户	1.62 亿户
2017	2.34 亿台 (1.97 亿户)	1.68 亿台	2.51 亿户	1.60 亿户

资料来源：奥维云网，《有线电视行业发展公报》，天风证券研究所

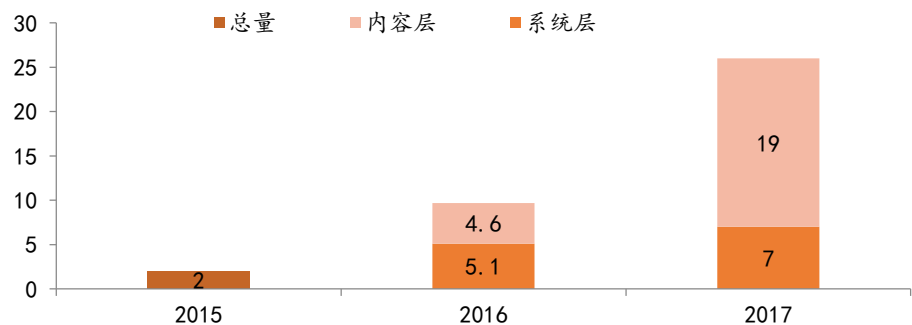
同时，OTT 用户的消费观念和消费水平也相对较高，广告市场亟待挖掘。据勾正数据，OTT 广告规模从 2016 年的 9.7 亿，增长至 2017 年的 26 亿元，同比增长 168%。

目前 OTT 广告主要有两大类型：

1. 系统层广告，依托于 OTT 操作系统，由终端厂商所有，其中，传统型系统层广告以开关机广告为代表，多以 CPT 和 CPM 售卖，创新型系统层广告则以定制化的形式进行合作，价格随着项目类型和难度等的不同而不同；
2. 内容层广告，这类广告依托于视频内容，以贴片广告为代表，终端厂商、牌照方、内容提供方、应用开放商等均有此部分广告资源，主要通过 CPM 售卖。

其中，系统层广告由 16 年的 5.1 亿元增至 17 年的 7.0 亿元，同比增长 37%；内容层广告从 4.6 亿元增至 19.0 亿元，同比增长 313%。

图 24：OTT 广告规模（2016A-2017A，单位：亿）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

从效果看，OTT 具备 PC、移动等数字媒体所不能拥有的特点——屏幕大。而屏幕越大，能够吸引到的用户注意力就越高。这也相应的提高了用户观看视频的完整度。

表 11: 大屏 VS 小屏价值

	平均观看人数	屏幕注意力系数	观看完整度系数	综合系数
Phone&Pad	1 人/终端	0.90	0.81	0.73
PC	1 人/终端	1.00	1.00	1.00
传统电视	2.5 人/终端	1.08	1.04	2.80
智能电视	2.4 人/终端	1.15	1.08	3.00

资料来源: 奥维云网《2017 年 OTT 广告投放指南》, 天风证券研究所

从未来空间看:

1) 17H1 OTT 广告市场规模已突破 20 亿大关, 但人均承载量仅为传统电视的 12%, 网络视频广告的 19%, 投放类型也存在着极大的丰富空间。

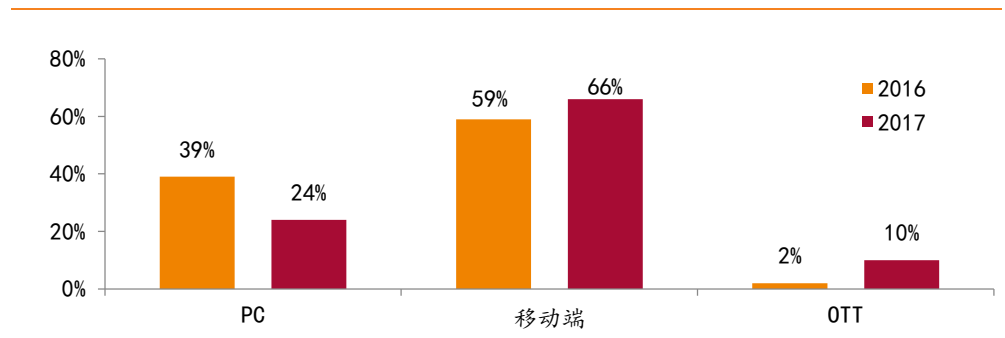
表 12: 不同终端的人均广告承载量

	OTT 大屏	网络视频	有线电视
广告规模	26 亿	463 亿	1008 亿
用户规模	1.7 亿	5.7 亿	7.8 亿
人均广告承载量	15 元	81 元	129 元

资料来源: 艾瑞, 中国报告网, 奥维云网, 天风证券研究所

2) 2017 年 OTT 端广告曝光量仅有 10%, 投放远未饱和, 上升空间较大。

图 25: 三端广告曝光量占比



资料来源: 勾正数据, 天风证券研究所

根据勾正数据预测, 18/19/20 OTT 广告市场规模有望达到 60、100、150 亿, 同比增长 131%/67%/50%。

### 2.1.2. 渠道数据概览: IPTV 用户数据稳健增长

东方明珠的媒体网络事业群的具体业务主要包括: IPTV、互联网电视 (OTT)、有线数字付费电视、手机移动电视、公共交通移动电视、楼宇电视等多种传播渠道以及广告业务。

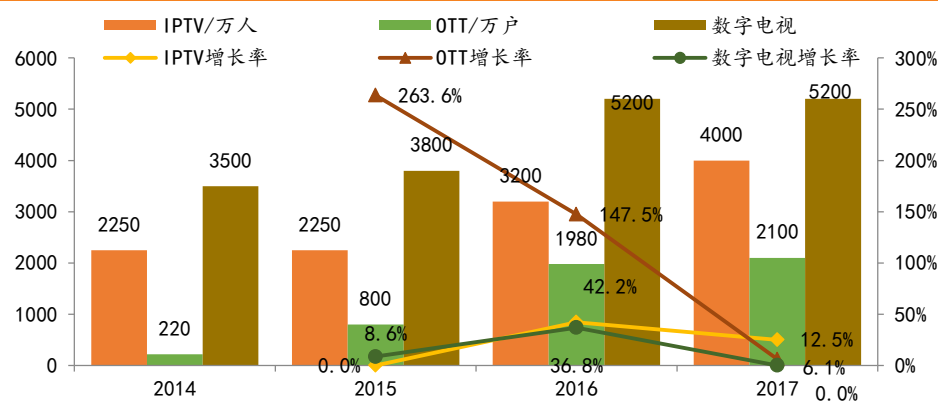
细分到领域看, 截至 2017, BesTV 融合渠道目前服务的 IPTV 业务有效用户数超过 4000 万、OTT 业务用户数 2100 万、有线数字电视付费频道用户数 5200 万, 移动终端月活跃用户超过 3000 万, 行业排名前十。DVB 付费点播业务合作平台 38 个, 服务用户数超过 900 万; DVB+OTT 业务实现了 13 个地区高清频道增落及增收, 服务用户数超过 400 万。

表 13: 东方明珠全渠道用户数据

渠道	2014(百视通&爱上电视)	2015	2016	2017H1	2017
IPTV	2250	2250	3200	3600	4000
OTT	220	800	1980	2100	2100
有线数字电视	3500	3800	5200	5200	5200
手机移动电视	2000	100DAU	1000MAU	1900(月峰值)	3000MAU

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：东方明珠渠道用户增速（2014A-2017A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 14：东方明珠媒体网络业绩情况

	营收/亿			毛利率		
	2016	2017	同比增长	2016	2017	同比增长
媒体网络	68.32	51.50	-32.67%	19.29%	22.00%	2.71
IPTV 业务	19.21	20.35	5.61%	48.93%	42.22%	-6.71
广告	29.48	18.45	-59.78%	10.83%	12.53%	1.70
互联网电视	4.78	5.96	19.85%	-34.08%	-31.94%	2.14
有线电视	4.10	4.58	10.51%	24.97%	31.47%	6.50
其他渠道	2.21	2.15	-2.88%	45.90%	41.33%	-4.57

资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.1.3. 明珠的优势：全牌照优势，SMG 内容资源协同显著

#### ● 全牌照优势

经上海广播电视台的授权，公司拥有 IPTV 全国内容服务牌照（全国性仅央广与明珠）、全国互联网电视集成播控牌照与内容服务牌照（集成平台仅 7 家）、全国数字付费电视集成播控牌照（仅 4 家）、全国手机电视集成播控牌照和内容服务牌照相关业务经营权。同时拥有网络视频运营牌照、全国数字院线运营牌照、游戏游艺设备业务资质、影视剧及节目制作资质，网络游戏经营许可等业务牌照或资质。公司在新媒体行业发展规范化、打击盗版和违规操作的背景下，全牌照运营优势日益凸显。

#### ● 版权优势

公司通过 SMG 授权经营以及外部优质版权引进等方式，形成精品内容版权库，涵盖影视剧、体育、少儿、综艺等各个领域，聚合视频、应用、服务形成了多元化内容服务体系。

#### ● 技术优势

公司在 IPTV、互联网电视、云平台、数字电视等方面已经掌握了关键的核心技术，在数字电视的媒资生产、集成、分发与播控管理，数字广告投放，用户体验与界面，流媒体播放，多屏互动，数字化版权交易平台，视频购物和电子商务等新媒体领域累计积累了专利、软件著作权等知识产权超过 300 项。包括 121 项软件著作权，59 项外观设计和发明专利，12 项资质证书、生产与经营许可等。

### 2.1.4. IPTV：与联通、电信达成战略合作，寻求共赢

百视通为运营主体的多渠道视频集成与分发业务是整个生态的基础和支柱。作为 IPTV 的开创者，百视通从开创之日就积极拓展与中国电信、中国联通等运营商的合作。2005 年，百

视通就携手中国电信针对 IPTV 展开了一系列的试验政策和用户覆盖计划。

百视通与各大运营商的重要合作回顾：

表 15：百视通与各大运营商重大合作

时间	合作内容
2005.03	上海广电获全国第一张 IPTV 牌照，并成立百视通与中国电信先后在上海、黑龙江、辽宁、福建、浙江、陕西等地进行了 IPTV 试验
2009	上海 IPTV 推出了高清，年底用户突破百万，占上海电信宽带用户数的四分之一
2010	上海率先实现城市光网全覆盖，IPTV 用户突破 130 万
2012	东方明珠与联通、电信展开在内容和渠道方面的合作
2016.08	中国联通与百视通在香港签署国际视频业务战略合作意向书，携手开拓大陆以外的互联网电视业务
2017.12	中国电信与东方明珠签署了战略合作协议，同时签署了号百信息、号百控股与东方明珠的业务合作协议，推进在家庭娱乐领域深度合作，拓展家庭娱乐客户市场。双方在新媒体和视频业务、游戏业务、电视购物、宽带渠道和市场营销活动和国际业务等领域深入合作
2018.01	中国联通与东方明珠签署战略合作协议，标志着双方进入更深层次业务合作领域，进一步整合资源和跨行业合作，对充分发挥各自优势、推进家庭娱乐应用普及、增强双方核心竞争力具有重要意义

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们认为，各方在 IPTV 业务领域已形成良好合作的基础，合作具有以下 3 大看点：

第一，通过与两大巨头合作的加深，东方明珠不仅可以获得广电+电信的双背景加持，也能在渠道、终端、技术、内容、用户导流方面继续保持优势，尤其是能够帮助东方明珠在小屏移动端方面补足短板，更好实现“大屏+小屏”的家庭娱乐战略目标。例如，中国联通的畅视卡允许用户免流量观看优酷、BesTV 等四大手机移动视频客户端标清视频。

第二，目前各大有线运营商正积极向互联网转型，广电的网络运营商开始逐步向综合平台运营商转变，通过其增值电信业务和部分基础电信业务，有望从简单的传输渠道提供商向提供综合业务的平台运营商方向发展。

例如北京联通包月、包年或智慧沃家用户可免费加装 IPTV 业务；上海联通“真视界”业务，标准资费 20 元/月/线，年付资费 200 元/月/线，提供一台 4k 高清机顶盒供用户免费使用。这种捆绑销售模式本质是利用宽带业务的流量，宽带业务部分收入将确认为 IPTV 收入，这样以来变相降低宽带费用，既符合政策指引导向，又维持甚至提高营收规模。

作为运营商两大巨头，中国电信、联通作为运营商在宽带等基础设施方面掌握着绝对的话语权、技术优势和市场占有率。根据中国电信、中国联通 2017 年年报显示，2017 年全年，中国电信宽带用户近 1.34 亿，4G 用户总数超过 1.82 亿，中国联通宽带用户 7654 万，4G 用户近 1.75 亿。

第三，中国家庭娱乐事业发展目前正处于政策利好、用户唤醒完成、市场空间大、业务产品不饱和的“黄金发展阶段”。根据中投顾问发布的《2017-2021 年中国客厅经济深度调研及投资前景预测报告》指出，2015 年客厅经济规模为 1020 亿元，2016 年增长 25.9% 至 1400 亿元，到 2018 年，随着用户对围绕大屏内容、应用、服务的付费意愿的提升，以及广告主日益认可智能电视大屏平台的商业价值，中国客厅经济市场规模将达到 2300 亿元

### 2.1.5. 前瞻布局：推进 NGB-W，与富士康、中国电信合作 5G+8K

#### 2.1.5.1. NGB-W（下一代广播电视网）宽带网络和物联专网建设

公司还积极推进 NGB-W（下一代广播电视网）宽带网络和物联专网建设。截至 2017H1，NGB-W 网络累计新用户数 30 万人，实现短信认证用户 49 万。

公司在 2015 年成功完成全国首个下一代广播电视无线系统示范网络（NGB 无线试验网）项目的基础上，积极推进下一代广播电视无线网络（NGB-W）建设，结合广播电视无线传输技术和无线宽带通信技术的优势，培育新一代的智能融合媒体网络，运用广电双向网络和物联专网、人工智能及大数据等技术，扩大广电双向网络覆盖、建设“城市大脑”平台。

以杨浦区控江路街道为示范，实施了神经元、社区大脑和流程再造，建成了以智能化手段支撑城市精细化管理的控江模式。2017 年已完成虹口区全区宽带网络覆盖，室外覆盖率达到 95%以上。完成杨浦、虹口两区“智慧广电”项目下的物联专网建设，建成杨浦区控江路街道“物联网+社区精细化管理”示范区，部署 20 多项应用，连通 16000 多个感应“神经元”，并与普陀区达成“智联普陀”战略合作协议，建设覆盖全区的网络。联合富士康、阿里、科大讯飞、FACE++ 等合作伙伴定制化研发完成上海新型无线城市城域物联专网网络运营管理平台、“社区大脑”数据应用平台。公司《NGB-W 系统架构及试验》项目获得过 2016 年度广播影视科技创新奖突出贡献奖。

NGB-W 网络的部署分为宽带网络与窄带网络，兼具了新媒体传播网络与物联基础网络两层属性。

1) NGB-W 宽带网络：该网络是广电在无线传输应用上的突破，主要提供宽带数据承载和视频发布等服务。公司于 2016 年 1 月与杨浦区政府签署战略合作协议，完成 NGB-W 综合示范区网络部署，重点覆盖学校、商圈、公共服务场所，建设媒体+公共服务平台，进行了基于 NGB-W 网络的移动平台视频直播、点播、互动的业务探索，对多媒体融合调度指挥系统、单兵应急指挥系统等重点应用进行了系统部署和调试。

2) NGB-W 窄带网络：该网络面向传感类设备，实现数据的低时延回传，保证数据的安全性和准确度，适用于建设统一的资产管理和数据分析平台。公司于 2016 年起已配合上海市经信委开展新型无线城市物联专网相关的技术、商业模式调研和技术路线制定，在窄带物联的平台架构设计和核心能力规划方面实现了平台雏形的部署。公司目前完成了窄带物联项目的网络和平台测试、评估工作，并选取杨浦示范网进行选型和业务试验，在智慧消防、智慧园区等领域进行了物联应用业务试验。

2017 年公司就智慧广电业务共获得政府采购及补助金额为 5721 万元，分别为：杨浦、虹口区购买网络服务 5250 万元、公共文化服务体系补助 300 万元、科研项目补助 171 万元。2017 年公司就广播电视无线传输业务共获得政府补助金额为：中央补助地方公共文化服务体系建设（广播电视）专项资金 332 万元。

#### 2.1.5.2. 东方明珠携手中国电信、富士康首发“5G+8K”试验网

据上海证券报，2018 年 5 月 17 日，2018 世界电信和信息社会日当天，东方明珠、中国电信上海公司、百视通、富士康在上海联合举办“速享未来 视触无限”新闻发布会。此次发布会上有多项最新技术及合作首次亮相，包括中国首个基于 5G 测试网络的 8K 视频应用平台“5G+8K 试验网”首发、全新上海 8K 宣传片发布、“8K 生态”布局构建；与此同时，各合作伙伴在现场宣布共同成立“5G+8K”产业联盟，进一步加强各产业链伙伴在业务领域的合作。

东方明珠、上海电信、百视通、富士康，经过多方的协同开发、系统合作，联手推进“5G+8K”试验网建设。2017 年，中国电信集团在上海等六个城市率先启动 5G 现场试验。上海电信接应中国电信集团以及上海“智慧城市”建设要求，在中山公园等地区选取了“智慧商圈”业务，围绕都市型密集组网场景展开 5G 网络测试、部署以及业务探索。同时，展开应用层开发，建设“5G+8K”试验网，实行 8K 超高清视频业务试点，试验应用结果显示，由 SMG 和百视通提供 8K 超高清视频内容 5G 极速网络上实现流畅播放。

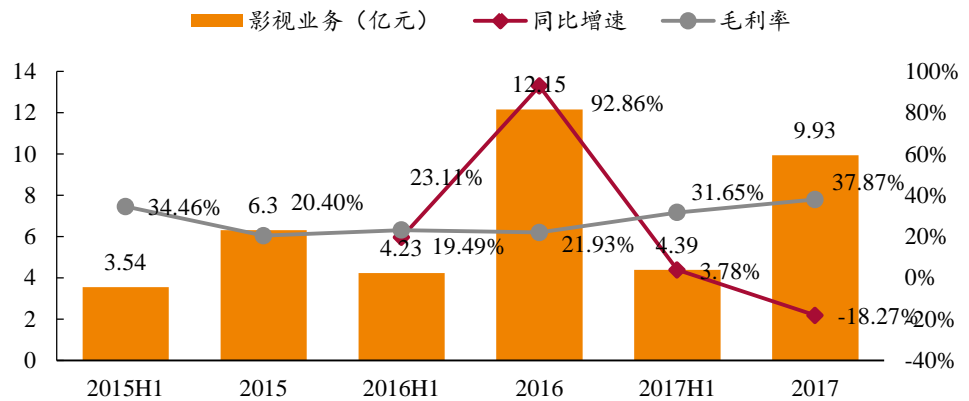
东方明珠，还将与富士康进行 8K 片源拍摄、8K 内容编辑存储传输、8K 内容播放等一系列合作，形成完整的产业链，构建“8K 生态”布局。同时，上海电信、东方明珠、百视通、富士康、诺基亚、Intel、华为、中兴、烽火、爱立信、晨兴软件、小鸟看看、杜比实验室、未来媒体、上海交通大学、南京邮电大学等各合作伙伴联合宣布成立“5G+8K”产业联盟，希望共同发挥上下游主流企业在各自领域的产业优势，进行资源整合、合作创新，共同推进产业建设的新未来。

## 2.2. 影视互娱：全产业链协同，计划 25 亿投资《紫川》

### 2.2.1. 影视：25 亿投资核心项目《紫川》将在今年开启

影视内容制作方面，公司拥有尚世影业、五岸传播两大核心资产，兼具内容制作与版权经营能力，是公司于 2015 年以发行股份方式分别作价 16.8 亿以及 2.45 亿收购而来。15、16 年公司影视业务收入大幅增长。2017 年公司影视业务同比减少 18.27%，毛利率从 2016 年的 21.93% 大幅增长到 37.87%，业务盈利稳步提高。

图 27：东方明珠影视业务变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

表 16：尚视影业、五岸传播业绩承诺完成情况

年份		尚视影业 (万元)	五岸传播 (万元)
2016	归母净利承诺数	17018	2364
	归母净利	19349	5445
	业绩达成比例	113.70%	230.33%
2017	归母净利承诺数	20148	2466
	归母净利	21645	11966
	业绩达成比例	107.43%	482.54%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

回顾 2017，公司一方面继续发挥在都市情感剧领域的制作优势，基于经典日剧 IP 推出电视剧《求婚大作战》，成功登陆东方卫视与腾讯视频平台，收视率位列同时段前三；公司还联合腾讯视频推出首部网络定制剧《约会恋爱究竟是什么》，实现互联网内容创作的突破；另一方面，继续深化与迪士尼、BBC 等国际传媒娱乐巨头在电影领域的合作，培育电影制作与发行能力，与 BBC EARTH 联合制作并发行自然纪录片《地球：神奇的一天》，引领国内纪录片热潮。同时，公司于 2016 年与迪士尼联合制作的纪录电影《我们诞生在中国》也于 17 年 4 月 21 日在北美院线正式上映，票房超过 1500 万美元。此外，公司亦致力于推动原创项目与国产精品创作，落实重点项目如《老中医》、《重器》、《在不安的世界安静的活》、《只为那一刻与你相见》等电视剧以及《合法伴侣》、《借一年去爱你》等电影项目顺利推进。

2018 年 4 月 3 日，在国内创办时间最早，历史最悠久的电视奖项“飞天奖”以及电视文艺奖项“星光奖”的评选中，公司旗下尚世影业投资出品的电视剧《海棠依旧》、《刑警队长》均获得优秀电视剧大奖。从历史上看，尚世影业合计有 14 部电视剧获得包括飞天奖、金鹰奖、白玉兰、金熊猫奖等在内的 30 多个奖项。

借助强大的行业地位与 SMG 的资源优势，东方明珠影视互娱国际合作具备优势。公司和海公司如美国亚马逊、日本世嘉、欧洲第三大独立游戏开发商育碧，以及 NBA、HBO 等内容平台均有合作关系。

图 28：东方明珠国际化合作战略



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2017 年，公司引进了 HBO《权力的游戏》(第七季)、NBA 新一轮全赛事及 BBC《Top Gear》等精品内容，完成电影《最终幻想 15：王者之剑》的引进发行，与云集将来、美国 DNE 公司联合投资和制作了名为《越野千里》自然探索节目并在东方卫视播出。IP 上，与日本世嘉游戏达成《索尼克：力量》PS 及 Xbox 双平台引入意向，日本世嘉游戏达成《索尼克：力量》PS 及 Xbox 双平台引入意向。

2018 年 3 月 28 日，由日本动画公司 SATELIGHT 负责制作，海天云龙、百视通等联合出品的首部中国题材重机甲动画《重神机潘多拉》重磅登陆百视通全平台。东方明珠充分发挥了旗下百视通的 IPTV 独播优势，OTT、BesTV APP 客户端同步更新，实现内容全覆盖、全传播，并调动 SMG 集团力量及全国户外渠道进行多维度整合营销，未来还将开展包括重机甲衍生玩具销售、线下主题展览、文创旅游等项目在内的一系列 IP 商业化运作。

图 29：《越野千里》宣传图



资料来源：百度百科，天风证券研究所

图 30：与日本合作动画《重神机潘多拉》



资料来源：东方明珠公众号、天风证券研究所

从未来看，《紫川》将是公司最为重要的项目之一，公司计划投资 25 亿。《紫川》是由作家老猪于 2002 年创作的小说，讲述了在一片洪荒奇幻的大陆上，紫川家族的兴衰传奇。小说将铭心刻骨的爱情、真挚动人的友情、杀机弥漫的政治、尸横遍野的战场，与幽默诙谐的语言结合在一起，形成了一种独特的风格，获得了众多读者的喜爱。在 2008-2009 年由作家出版集团、长篇小说选刊杂志社和中文在线共同举办的“网络文学十年盘点”活动中得到了排名第二优异成绩，“2017 胡润原创文学 IP 价值榜”中排名第 19。



与已经有电影、网剧等 IP 衍生品的《鬼吹灯》与《盗墓笔记》相比，从总推荐数来看，《紫川》小说原著得到的读者评价远高于另外两部小说。

作为未来投资的重点项目，公司将充分发挥《紫川》IP 价值，不仅是投资影视项目，还将投资文化地产、漫画、游戏、动画、电影等其他泛娱乐行业。超级 IP 有望打通公司内部产业链，落实大 IP 战略，充分激发 IP 潜在价值。除《紫川》之外，目前公司还有多部重点电视剧项目、电影正在开发中。

表 17: 起点网《紫川》与部分奇幻类小说对比

	总点击数 (万次)	会员周点击数 (次)	总推荐数 (万次)
紫川	1407	3915	162
鬼吹灯	2082	3852	71
盗墓笔记	2132	4190	34

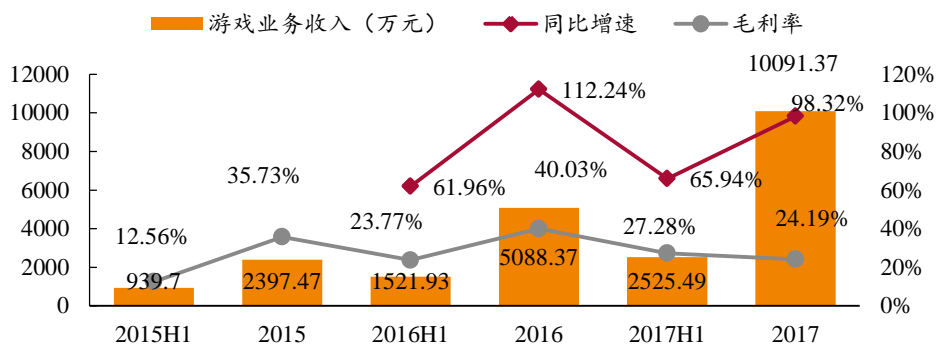
资料来源: 起点网, 天风证券研究所

### 2.2.2. 游戏: 主机游戏独家优势, 丰富客厅娱乐场景

2014 年, 公司与日本索尼合资设立上海东方明珠索乐文化发展有限公司以及索尼电脑娱乐 (上海) 有限公司, 注册资本分别为 1000、4380 万元, 公司分别持股 51%、30%, 两家公司主要负责生产及营销索尼旗下 PS 产品硬件、软件及提供相关服务的在华业务。

公司还联合完美世界、巨人网络、久游、联众、第九城市等 10 多家国内外知名游戏企业成立国内首个“家庭游戏产业联盟”, 抢先布局国内家庭游戏产业大生态圈。作为索尼 PS 与微软 Xbox 官方在中国的唯一合作方, 公司在引进主机游戏方面有着先天的优势, 从 2015-2017 年上半年, 公司游戏业务稳步增长, 主要是引进的《最终幻想 15》等现象级游戏市场反应热烈。

图 31: 东方明珠游戏业务变化情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2015 年, 公司与完美世界在主机游戏内容和联合运营方面签订合作协议, 日本私募股权基金 Whiz 和日本游戏中间件技术服务商 CRI 签署战略合作备忘录, 在游戏 IP、游戏研发、测试、发行等业务上进行合作, 进一步深化家庭游戏业务布局。

2016 年, 公司以 6.12 亿投资跨平台家庭游戏娱乐项目, 该项目通过引入全球顶尖的游戏 IP 和作品, 加强公司持有的 IP 竞争力, 也将推动国内主机游戏市场的发展。

作为公司打通 IP 运营产业链的尝试, 公司于 2017 年上半年成功完成电影《最终幻想 15: 王者之剑》的引进发行, 并获得了《最终幻想 15》的手游改编权, 签订了培育国内优秀主机游戏制作团队协议, 实现了影游联动。作为中国首款全球同步发售的 3A 级游戏大作,《最终幻想 15》国行版销量获得了亚洲第二的好成绩, 证明了大 IP 战略驱动下国内主机游戏市场正在逐步增长, 未来更多优秀作品的引进有望带来游戏发行收入的进一步提高。

图 32:《最终幻想 15》东方明珠 IP 引进过程



资料来源：东方明珠，天风证券研究所

2017 年，公司继续依托与全球两大游戏主机商微软 Xbox、索尼 PlayStation 的合作，围绕内容发行运营核心环节，构建跨屏游戏聚合运营服务平台，形成“两个主机+一个平台”的“1+2”战略布局。公司继续推进与国内外内容巨头合作，成功与日本世嘉游戏达成《索尼克：力量》PS 及 Xbox 双平台引入意向。公司发挥与索尼的合作优势及 PS 平台资源优势，包揽国行 PS 平台国产 VR 游戏发行。

图 33: 东方明珠与日本世嘉合作引进《索尼克：力量》



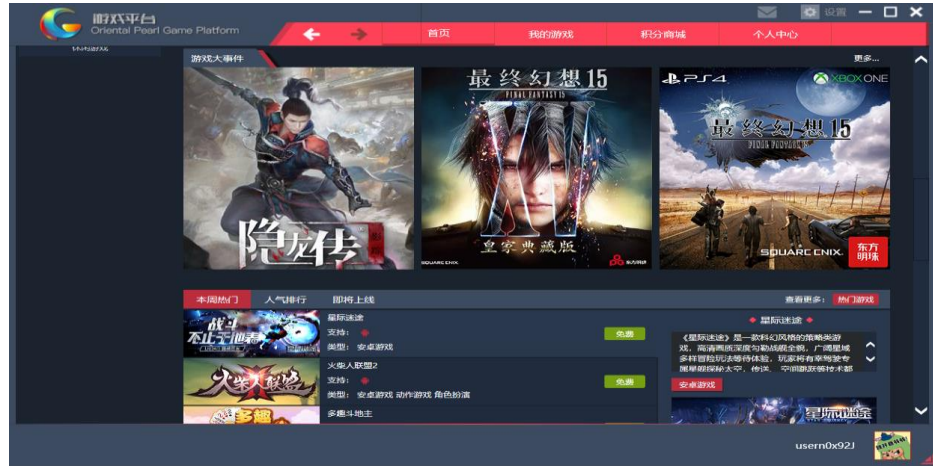
资料来源：公司官网，天风证券研究所

2017 年 7 月 25 日，公司携手微软中国、冰穹互娱发布了全新的互联网新媒体游戏平台——东方明珠游戏平台，简称 G 平台。公司拥有强大的业务资源体系以及引进国外优秀游戏的丰富经验、微软有前沿的技术实力再加上冰穹互娱在游戏发行领域丰富的经验，探索可持续发展的商业模式。

G 平台在游戏的数量、类型的多样化和 AAA 大作领域都拥有得天独厚的优势。例如，公司与欧洲第三大独立游戏开发商育碧合作，将其旗下的射击类游戏《彩虹六号》系列、策略类游戏《英雄无敌》系列以及竞速类游戏《特技摩托》等引进 G 平台。

作为一个本土化的游戏平台，G 游戏平台借助于 Azure 的强大计算资源可以提供更加流畅的游戏服务器，作为国内为数不多的第三方游戏平台，不仅平台本身还有着 Windows 系统的加持，还可以根据国内市场实际情况制定游戏价格，未来随着更多主机游戏以及单机游戏的入驻，平台影响力有望逐步提高。

图 34：东方明珠游戏平台



资料来源：平台客户端，天风证券研究所

2017 年，公司还完成了对盖娅互娱的投资，合计持有盖娅互娱 25.50% 股权，总投资金额约 13 亿元。盖娅互娱成立于 2014 年 10 月，目前在中国大陆、美国、日本、韩国、越南、泰国、香港和台湾等地设有分公司，旗下拥有《自由之战 2》、《仙剑奇侠传 3D 回合》、《刀塔传奇》、《古剑奇谭》等多款知名产品。截至 2016 年 9 月末，盖娅互娱在运营游戏 23 款、覆盖美亚欧等洲的主流国家和地区，累积用户 6000 余万，其中自研产品《仙剑奇侠传 3D 回合》取得了良好的业绩。

同时，盖娅互娱也积极外延式发展，完成了对世界知名游戏公司 KABAM 的中国区团队及相关重要产品的收购。盖娅互娱目前储备了一定数量的 IP，为其未来整体发展及游戏产品的矩阵化提供了有力的保障。公司将利用盖娅互娱丰富的手游 IP 储备以及研发发行经验强化公司自身的手游研发与发行能力，补足内容 IP 的产业链运营短板。

表 18：盖娅互娱部分游戏一览

游戏名	游戏简介	状态
自由之战 2	自由之战续作，MOBA 游戏	已上线
巫师之昆特牌	系列销量超过 3300 万的单机游戏《巫师》改编的卡牌游戏	已上线
古剑奇谭 2	国产著名单机游戏 IP 改编	已上线
仙剑奇侠传 3D 回合	著名 IP《仙剑》系列改编	已上线
轩辕剑之天之痕	著名 IP《轩辕剑》系列改编	已上线
Soul Clash (海外发行)	中文名刀塔传奇，2014 年流水达 21.6 亿	已上线
甲铁城的卡巴内瑞	日漫 IP 改编，中日联合打造官方游戏，动画第二季即将推出	即将上线
山海异闻录	3D 国韵奇遇式手游	即将上线

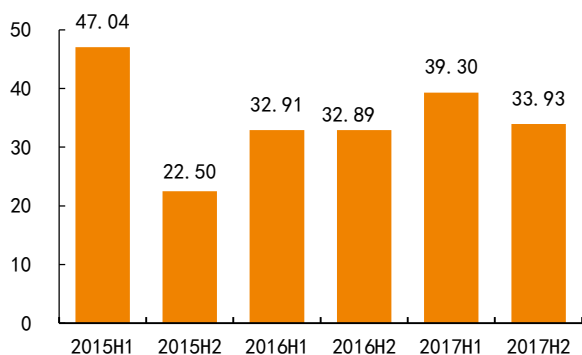
资料来源：盖娅互娱官网，天风证券研究所

### 2.3. 视频购物：国内第一电视购物品牌，新 UI，新出发

“视频购物和电子商务”一直是东方明珠稳定的现金流来源。作为电视购物的开山鼻祖，东方明珠旗下的“东方购物”自 2003 年成立以来始终稳居行业第一，视频购物连续三年销售超 90 亿，收视用户超过 6300 万，东购物会员超过 1000 万，年直播节目 1.28 万场，东方购物 APP+PC 新媒体属性会员超过 400 万，数据行业领先。

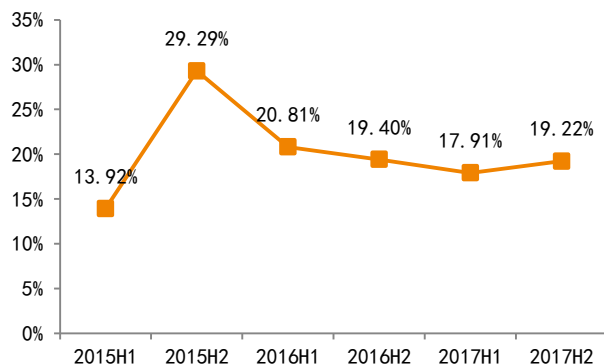
2017 年，东方明珠电视购物就达到 73.23 亿元，同比增长 11.29%。东方明珠以还通过视频购物为重心，正在进行 PC+APP、TV+目录、IPTV+OTT 的渠道联动，通过天猫旗舰店开设、独有品牌产品开发、APP 客户端重构等举措，开启了全新的电视购物 3.0 模式。那么随着全媒体渠道的开拓，未来它的品牌影响力将向全国地区进一步渗透和提升。

图 35: 东方明珠电视购物与电子商务业营收 (单位: 亿)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 36: 东方明珠电视购物与电子商务毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

曾任小米电视副总裁、中国互联网电视首席运营官的林震博士自 2017 年 4 月起担任东方明珠副总裁兼营销与运营中心总经理, 为东方购物的发展带来了新的动力。其带领东方购物积极投身“新零售”的产业浪潮, 通过互联网和传统媒体的结合来弥补用户集中在中老年的缺点, 争取新中产的 4 亿人群。年轻化的手机 APP、综艺化的线上节目、密集的大小屏立体宣传等让东方购物更好的顺应消费变革, 创造出更好的销售业绩。

东方购物销售商品种类逾 12 万种, 涵盖了贵金属、汽车、宝玉石、艺术品、家装、厨房电器、生活家居、生鲜食品, 开创旅游、房产、家装、教育、婚庆等无形商品品类。东方购物自营跨境电商栏目-东方全球购, 引进千余款国外进口商品, 组合更丰富、商品价格更优惠。同时, 东方购物提供不间断的客服服务和自营售后服务, 拥有超过 3 万平方的总仓仓储和全国 4 大分拨仓库, 物流体系完善。

图 37: 东方购物 APP



资料来源: 东方购物 APP, 天风证券研究所

图 38: 东方购物网站



资料来源: 东方购物 APP, 天风证券研究所

2016 年, 东方购物实现了从演播室、舞美、录制、制作、播出的全高清录制, 成为全国第一家 24 小时电视购物高清频道, 并布局 VR 购物和互联网电视购物两大新技术, 引领电视

购物的“新看法”。特色栏目有《丹丹李强惠生活》、《跟着高黎学收藏》、《家装第 1 站》等，这些特色栏目受到越来越多消费者的喜爱。

图 39：东方购物“家装第 1 站”节目



资料来源：公司官网，天风证券研究所

东方购物提出“跨界新零售，购物新体验”的理念，在该理念下公司于 2017 年 6 月 28 日和 2018 年 3 月 25 日在天猫和京东平台分别开设东方购物旗舰店，利用电商的巨大流量资源以及与东方购物差异化的消费者群体定位推进东方购物品牌影响力在非上海地区的培育和提升；3 月 27 日与小米合作同步发售小米 Mix2s 手机，发布会当天销售速度和分钟产值创东方购物成立 14 年来 3C 数码类商品的历史新高；3 月 30 日携手永达汽车在东方明珠城市广场举行线下购车节活动，联合天猫旗舰店实现共订购近 1000 万元；对外拓展自有品牌 Marie Bonne，于 4 月 1 日在参加 2018 秋冬上海时装周，扩大了品牌的影响力。

图 40：跨界新零售系列活动



资料来源：东方购物官网，天风证券研究所

公司推出 2018 年“就这样”IP 系列活动，运用传统渠道“视觉包围”加上社交媒体“密集轰炸”的全方位立体传播战略达到造节的效果。

据东方网，“爱就这样紫”活动当天东方购物订单额超过 5000 万元，收视率增长 24%，收视峰值达到之前峰值均值的 3 倍，年轻观众( 25-34 岁 )比例增长 121%，收视率增长 200%，对节目的喜好度增幅 118%。

据东方网，“年就这样红”活动期间订购超过 1.2 亿元，全天收视率及晚间收视率分别增长 26%与 54%，收视峰值达到之前峰值均值的 3.5 倍，单天触达用户 2100 万人，增长 26%，其中“8090”后年轻群体用户比例飙升 2.95 倍、节目收看喜好度增长 198%，年轻群体用

户的数量呈指数增长。

据东方购物，“财就这样旺春暖花开庆生秀”活动中，销量额冲破 2.5 亿元，最高一天的平均收视率增长 51%。活动期间通过手机 APP、微信公众号及小程序等新媒体渠道的订购占比超过 40%，“手机看直播，随时下订单”的功能得到了消费者的认可。活动期间，最高一天的平均收视率增长 51%，其中 8090 后年轻观众占比 29.4%，增长 3.2 倍，首次超越其他年龄段群，成为收视群体的第一梯队。

图 41：“就这样”系列活动



资料来源：东方购物，天风证券研究所

## 2.4. 文旅消费：上海不可替代性旅游资源，文化地产联动线上线下

公司依托东方明珠电视塔、上海国际会议中心、梅赛德斯奔驰文化中心、东方绿舟等上海地标性建筑，立足文化娱乐旅游产业的制高点，通过线上线下打通、商业模式优化、媒体融合营销等手段，进一步发挥重组协同效应、提升受众游客规模和迪士尼溢出效应。

2017 年东方明珠塔继续加快打造丰富多彩的东方明珠城市广场活动，引入星巴克、小米之家等知名商业品牌，奔驰文化中心引入 NHL 美国职业冰球联赛、UFC 终极格斗等诸多世界顶级文体项目的中国首秀，继续保持演出市场的龙头地位，加快从单一的“旅游景点”向集餐饮、购物、观光、会展等为一体的文化娱乐旅游综合体转型。

图 42：东方明珠文旅消费主要业务体系

### 东方明珠文旅消费业务布局

- 文旅业态丰富
- 具有国际影响力的稀缺性优势资源



资料来源：东方明珠，天风证券研究所

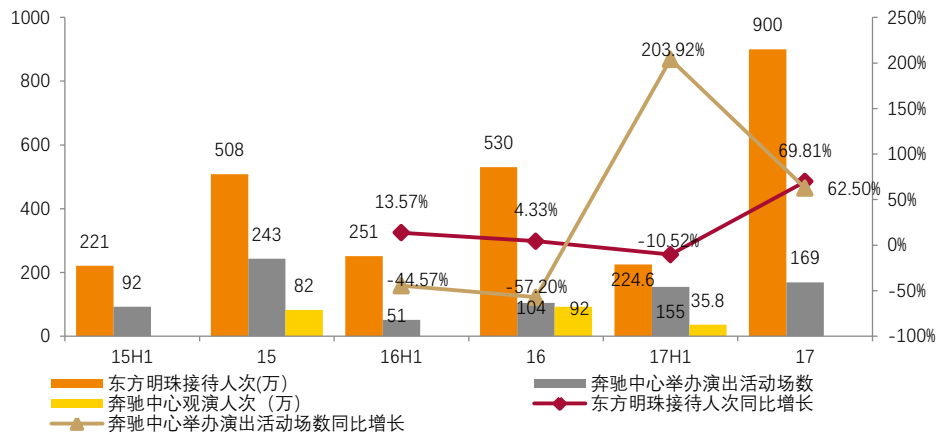
例如，东方明珠电视塔作为上海地标，2015/2016/2017 全年接待宾客 508 万人次/超过 530 万人次/超过 900 万人次，同比增长 4.33%/69.81%，2017 年增幅明显，各项关键业务指标（收入、利润、人数）首次超过埃菲尔铁塔。

表 19：东方明珠文化旅游及地产 15H1-17 运营情况

项目	15H1	15	16H1	16	17H1	17
东方明珠接待人次(万)	221	508	251	530	224.6	900
东方明珠接待人次同比增长			13.57%	4.33%	-10.52%	69.81%
奔驰中心举办演出活动场数	92	243	51	104	155	169
奔驰中心举办演出活动场数同比增长			-44.57%	-57.20%	203.92%	62.50%
奔驰中心观演人次(万)		82		92	35.8	
东方绿舟营地接待游客人次(万)		69.2				
上海国际会议中心参会人次(万)		26				
宾馆酒店业务接待宾客人次(万)				24.8		69.5

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 43：15H1-17 东方明珠文化旅游项目运营情况变化趋势



资料来源：wind，天风证券研究所

表 20：15H1-17 文化旅游及地产业务营收及毛利情况

文化旅游及地产	15H1	15	16H1	16	17H1	17
文化旅游及地产收入	20.30	28.72	8.86	37.62	9.97	24.31
收入同比增速(%)			-56.36%	31.03%	12.55%	-35.39%
文化旅游及地产毛利	8.53	11.50	4.00	19.15	4.54	11.07
毛利同比增速(%)			-53.11%	66.61%	13.35%	-42.23%
毛利率	42.04%	40.04%	45.16%	50.91%	45.48%	45.52%
成本	11.77	17.22	4.86	18.47	5.44	13.24
文化旅游及地产收入占传媒						
娱乐相关服务收入比例	25.50%	21.06%	14.74%	25.11%	15.14%	24.92%
文旅及地产收入占总收入比	18.45%	15.50%	11.21%	19.35%	11.34%	14.95%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2018 年公司将运用点播院线牌照优势，初步形成点播院线及商业院线的运营模式，并以自建及收购的方式，以长三角地区为核心，选取优质商业地产项目及公司现有线下资源，建立线下文娱综合体，树立 OPG “科技、时尚、娱乐” 的品牌形象，实现 OPG 文娱综合体的全国辐射，三年内打造成为国内有影响力的线下文娱品牌。

### 3. 战略：三次升级，智慧运营驱动“文娱+”落地

自 2014 年启动重组，公司优化战略，推进资源整合，优化管理结构，实现三次战略升级。

图 44：东方明珠战略升级路径



资料来源：公司官网，天风证券研究所

#### 3.1. “互联网媒体”生态战略：拥抱新生代媒体网络

2014 年 11 月，公司基于 SMG 的大屏优势提出互联网战略。2015 年公司完成重大资产重组，公司确定了以强大的媒体业务为根基，以互联网电视业务为切入点，全力构建覆盖线上线下的泛娱乐产业平台。

图 45：东方明珠互联网媒体生态系统



资料来源：公司公告，天风证券研究

表 21：东方明珠五维度布局

维度	内容
内容	加速推进与内容版权拥有方及发行方的战略和资本合作，加快对影视剧、纪录片、体育等优质内容企业的投资，提升公司版权内容优势；通过 SMG 授权经营以及外部优质版权引进等方式，形成精品内容版权库，涵盖影视剧、体育、少儿、综艺等各个领域，聚合视频、应用、服务形成了多元化内容服务体系 <u>电影</u> ：累计四万多部，每年更新五千部，300+院线片 <u>电视剧</u> ：全年两万+部，覆盖主流卫视和央视 90% <u>体育</u> ：全年 3000+场赛事直播、中超、世界杯、NFL、武网、CBA、澳网、温网、UFC、斯诺克大师赛等 <u>少儿动漫</u> ：BBC、芝麻街、迪士尼等全球动漫产品，覆盖八大品牌，全年 3000+小时更新 <u>纪录片</u> ：国家地理、历史频道、BBC、发现频道战略合作，包括东方明珠体内的纪实频道内容
渠道	B2B 和 B2C 双布局、互联网电视和移动端客户端共运营。15 年 6 月发布移动终端 BesTV APP，实现大屏端于移动端的互动，同时上线影视直播点播、视频购物、游戏、媒体社交、互联网广播、财经服务、支付、应用商店八大功能，MAU100 万+ 2B 格局：与电信运营商合作开发机顶盒业务，将小红机顶盒与电信产品捆绑；参与歌华有线、广电网络定向增发非公开发行，与有线网络运营商开展资本及业务层面的合作，布局 DVB+OTT 业务 2C 格局：形成电视大屏与移动终端同时发力的状态。出资 22 亿元参与兆驰股份定向增发，整合 BesTV 品牌+兆驰硬件制造技术及成本优势+海尔线下渠道
管理	构建适应互联网媒体运营规律的机制，完成公司业务架构、组织体系的建设，各事业群和职能条线的负责人全部



到位，各子公司领导班子全部配齐，公司各项制度流程已确定，工作效率和规范性显著提高，股权激励稳步推进

**平台** 采用云平台架构形成互联网战略转型技术引擎，特别在 B2C 领域，与 AWS 与网宿科技等公司通力合作

**经营** 互联网生态业务布局及流量变现的商业模式，打造基于大数据和整合营销的广告新格局、新模式，形成视频购物的互联网途径和方式，发挥手机游戏渠道和互联网媒体产品优势，聚合游戏内容及大 IP 影游的联动模式，拓展游戏产业的深度运作和价值变现，通过用户打通，进一步提升受众规模和迪士尼溢出效应

资料来源：公司公告，天风证券研究所

截至 2015 年末，互联网媒体战略成效显著：根据公司 2015 年报，2015 年公司全年实现营收 211.26 亿元，同比增长 35.53%；归母净利润 29.07 亿元，同比增长 26.10%；扣非归母净利润 8.07 亿元，同比增长 10.50%。互联网电视（OTT）用户规模超 800 万户，相比 2014 年 220 万翻了 3 倍多；风行电视在发布 10 天内线上渠道的预约量超过了 12 万台。数字电视业务用户达 3900 万，每日观看次数达 1.48 亿次。IPTV 业务有效用户达 2250 万户。

表 22：东方明珠多渠道业务各项用户数（2013A-2015A）

多渠道	2013	2014	2015
IPTV	2000	2250	2250
OTT	100	220	800
有线数字付费电视		3500	3800
BesTV APP	未推出	未推出	100 (DAU)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 23：多渠道视频集成与分发业务营业情况（2014VS2015）

2015 年	营业收入/亿	同比增长	毛利率	增减百分点
多渠道业务总体	31.6	4.11%	37.94%	-7.67
IPTV	18.5	3.74%	50.25%	-10.50
OTT	3.9	5.31%	3.63%	-0.70
有线电视	4.3	36.49%	33.38%	-1.64
其他渠道	2.2	-11.00%	41.68%	-0.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 24：“互联网媒体战略”期间东方明珠战略总结

时间	合作方	细节	战略
2015 年 6 月	兆驰股份	东方明珠切入硬件制造，采用 B2C 的模式，直接向用户推广互联网电视生态圈，弥补了之前硬件策略和营销推广的短板，构建了互联网生态圈的重要环节	硬件、OTT、营销
2015 年 8 月	完美世界	完美世界在游戏引进、开发、运营和渠道上的优势+东方明珠在新媒体家庭终端产品领域技术的优势，在文化创意、互联网、新媒体信息服务领域建立紧密的战略合作关系，实现优势互补，并在未来探讨移动游戏合作的可能性	游戏
2015 年 11 月	WhizPartners、CRI	计划在游戏 IP、游戏研发、游戏测试、游戏发行等产业链环节探索合作机会，引入日本领先的游戏企业入驻“家庭游戏产业孵化基地”，为促进中国本土游戏公司开发出更多优秀的高品质游戏作品提供中间件产品及相关服务	游戏
2015 年 12 月	网宿科技	网宿社区云服务将引用东方明珠优势内容资源，双方共同为社区及宽带接入用户提供电视、移动互联网及家庭端各类增值业务服务。网宿也将成为东方明珠“首选 CDN 服务提供商”，为明珠提供互联网电视、移动互联网等业务的 CDN 服务	CDN 服务
2015 年 12 月	360	东方明珠的视频版权资源、内容运营能力、视频牌照及互联网电视集成播控平台+奇虎科技的互联网流量资源、360 影视平台的业务基础及互联网产品开发和运营能力，互联网电视领域展开合作	IPTV、OTT
2015 年 12 月	均瑶集团	东方购物独有的媒体公信力与创新能力帮助均瑶集团旗下品牌扩大传播声量，提升品牌影响力。同时，为东方购物以高质量、快物流、好服务的多重体验为着力点的理念提供强大支撑	品牌
2015 年 12 月	华为中兴	华为在全媒体云平台等项目中为东方明珠提供云计算、eLTE、网络、存储、服务	CDN 服务

		器及 CDN 解决方案和服务；东方明珠在视频购物、展会、大型活动及营销宣传与推广等方面为华为提供合作资源；以及在华为的智能电视芯片、智能电视终端上集成东方明珠的内容和服务集成	(互联网电视、移动互联网)
2016 年 1 月	共进股份	在智慧家庭应用、智能宽带终端、宽带运营、市场拓展等领域建立战略合作伙伴关系，聚焦于中国智慧家庭业务市场，共同打造互联网应用服务的商业拓展格局	宽带+互联网
2016 年 6 月	Jaunt	战略入股，与 JAUNT、微鲸科技共同组建“JAUNT 中国”，提供从前端拍摄设备、后期云端自动缝合渲染，到全平台内容分发的整套内容解决方案	VR 大战略
2016 年 6 月	华谊兄弟	在院线、粉丝娱乐产品、娱乐+落地，以及网络大电影联合开发和投资上深度捆绑合作。片量和影片规格上开放更多的资源，在内容、宣发、用户独享体验、产品化运营上，探索深度合作的模式，并且将在网络大电影的联合出品上达成合作	影视内容

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. “娱乐+”生态战略：构建泛娱乐产业链闭环，引领家庭娱乐生活方式

2016 年公司提出“娱乐+”战略，致力于建立会员体系，开展用户运营，连通线上线下，发力智慧家庭，从单纯的流量变现变成用户变现，从而发挥整个上市公司的整体优势。“娱乐”是指以 IP 为核心的泛娱乐业务，“+”是指现有多元业务的融合及新型业务的拓展。

公司依托产业链布局优势，培育独特的头部内容 IP 研创与运营体系，形成内容核心竞争力，强化“娱乐+”生态的第一推力。经过两年年的磨合，东方明珠的“娱乐+”战略初现成效。完成了影视互娱、媒体网络、视频购物、文旅消费四大业务板块的重组，实现了业务板块与业群的直接对应。

图 46：东方明珠娱乐+战略框架



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 25：东方明珠娱乐+战略布局

战略	内容
娱乐+内容	电影、电视剧、体育、少儿教育、纪实、娱乐等六大内容产品体系。特色产品：“鼎级剧场”、“新东方”、“NBA”、“英超” 优质 IP:《紫川》、《约会恋爱究竟是什么》、《求婚大作战》《红旗漫卷西风》、《神探夏洛克》、《我们诞生在中国》、《约会恋爱究竟是什么》《我们诞生在中国》
娱乐+增值服务	BesTV 百视通是东方明珠旗下的电视新媒体平台，拥有中国规模最大、门类最全、特色鲜明的内容版权库，为中国最大的多渠道视频集成与分发平台 围绕家庭泛娱乐需求，大力发展大屏增值业务和移动互联网业务，巩固和加强 BesTV 融合渠道竞争优势；渠道上大力发展大屏增值业务和移动互联网业务，巩固和加强以 BesTV 为统一品牌的融合渠道竞争优势
娱乐+科技	公司积极推进下一代广播电视无线网络（NGB-W）建设，结合广播电视无线传输技术和无线宽带通信技术的优势，培育新一代的智能融合媒体网络 2015 年成功完成全国首个《NGB 无线试验网》项目基础上，2016 年 1 月与杨浦区政府签署战略合作协议，完成 NGB-W 综合示范区网络部署

娱乐+金融	公司与盖娅互娱、凯撒文化、贵广传媒、腾讯、微软中国、微软亚太科技、联想、中国电信、号百控股、号百信息等签订战略合作协议，就 IPTV、游戏、动漫、技术、DVB+OTT、娱乐+互联网等多方面开展合作
娱乐+互联网	基于三网融合，拓展新兴渠道，促进一云多屏融合发展

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 26：东方明珠娱乐+战略重塑四大板块的经营成果

战略	内容
媒体网络事业群	公司持续推进融合媒体平台的打造，不断夯实融合媒体产品在多渠道的分发，强化渠道拓展和内容产品运营上的优势，做大产品覆盖和用户规模。渠道：IPTV 渠道用户规模达到 4000 万，全国驻地规模扩展到了 28 个，互联网电视渠道用户达 2100 万户移动视频渠道 BesTV 月活用户已超过 3000 万，行业内排名前十。有线电视渠道用户覆盖 5200 万户，DVB 付费点播业务合作平台 38 个，服务用户数超过 900 万；DVB+OTT 业务实现了 13 个地区高清频道增落及增收，服务用户数超过 400 万。产品：推出 EPG7.0，实现了瀑布流、人工智能、千人千面、智能推荐等功能，大幅提升用户体验。
视频购物板块	公司旗下东方购物是目前全国销售规模最大的视频购物平台，是全国电视购物行业的龙头企业，已实现注册会员 1100 万 APP 下载量 1050 万，累计新媒体会员总数 520 万。人均订购件数同比增长 5.68%，人均订购金额同比增长 3.26%，新媒体注册用户同比增长 12.1%。主要服务与新中产消费群体，平均客单价超过 600 元，优于传统电商平台客单价。
文旅消费事业群	2017 年，东方明珠塔继续加快打造丰富多彩的东方明珠城市广场活动，引入星巴克、小米之家等知名商业品牌。东方明珠塔各项关键业务指标（收入、利润、人数）首次超过埃菲尔铁塔，实现全年汇聚流量突破 900 万人次，比去年增加 71.3%，其中本地游客占比高达 30%。奔驰文化中心持续巩固演出行业龙头地位，2017 年东方明珠共承接各类演出累计 169 场。
影视互娱事业群	目前公司拥有 100+ 优质 IP 产品，广电新媒体内容储备第一。公司继续坚守“精品化”内容制作路线，2017 年完成媒资节目生产总量 85874 小时，4K 生产制作 600 部，各类型直播场次合计 2200 场。与迪士尼联合制作的纪录电影《我们诞生在中国》北美院线票房超过 1500 万美元。2017 年，公司同步发行《最终幻想 15》主机游戏，引进发行《最终幻想 15》电影，首次实现 IP 的影游联动。2017 年底，公司启动了大型 IP《紫川》项目，涉及电影、电视剧、游戏、漫画、文旅等综合开发，预计整体投资规模将超过 25 亿元。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 27：“娱乐+生态战略”期间东方明珠战略总结

时间	合作方	细节	战略
2016 年 9 月	山西广电	以新媒体业务联合项目组的工作形式全面启动山西地区新媒体业务，在 IPTV、互联网电视、手机电视，NGB、互联网视频、电视购物等领域展开多样性合作	IPTV
2017 年 2 月	盖亚	成立合资公司，各占 50% 股权，引进海外的 PC 游戏平台在大陆地区独立运营，东方明珠利用其系内媒体的剩余资源（东方电视台、IPTV 端、户外广告等资源），以“东方 SDK 平台”为载体进行游戏分发业务，用于协助支撑公司游戏发行；盖娅负责“东方 SDK 平台”的开发、设计	游戏
2017 年 3 月	凯撒	在动漫制作发行、渠道、运营、IP、衍生品、市场、广告等方面实施全面战略合作	动漫
2017 年 5 月	贵州广电	贵州广电新媒体作为 IPTV 业务的运营主体，百视通利用自身优质海量的节目内容优势；百视通技术以运营管理方面的经验为贵州 IPTV 业务提供运营支撑协助	IPTV
2017 年 5 月	贵广传媒	贵广作为 IPTV 业务运营主体，百视通利用自身内容优势；通过“动静新闻”客户端向百视通内容平台提供新闻、民生、交通、旅游、社会活动等本地特色内容，吸引用户点播观看	IPTV
2017 年 6 月	腾讯、微软	东方明珠将借助微软的技术，深入推进智能云及人工智能新技	技术

		术的研发。与腾讯将在游戏、电竞、影视、动漫、购物等领域开展一揽子合作（腾讯游戏、阅文集团、腾讯动漫、腾讯影业、腾讯电竞五大实体业务平台）	
2017年9月	陕西广电	通过参股，利用广电网络在当地的双向有线网络，在陕西地区加快推进 DVB+OTT 业务，拓展互联网电视业务	DVB+OTT
2017年9月	联想、Knews	联想的海量客户终端+百视通的内容资源+Knews 的新闻专业性。同时联想智能服务平台“联想乐窗”将结合东方明珠各类 IP 内容及衍生品，引入东方明珠的购物、游戏、文化、旅游等优势资源，打造 O2O 的营销闭环	娱乐+互联网
2017年12月	中国电信	在新媒体和视频业务、游戏业务、电视购物、宽带渠道和市场营销活动和国际业务等领域深入合作。同时签署了号百信息、号百控股与东方明珠的业务合作协议，在家庭娱乐领域深度合作，共同拓展家庭娱乐客户市场	IPTV

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3. “文娱+”智慧运营驱动战略：OPG 云智慧运营护航，跨终端、多场景有机联动

2018 年 1 月，公司对外提出“文娱+”智慧运营驱动战略，即通过智慧运营的技术手段驱动，打造面向中国 3 亿新中产消费群体年均万亿级别以上的文娱消费的数据接触、抓取、处理、运营、互动、价值变现的最优平台，成为中国领先的综合型文化产业集团。

2018 年，公司将以基本建成 OPG 云的对内统一服务为目标，从技术平台的角度驱动“文娱+”的战略升级。围绕核心业务，构建强大的数据中台、内容中台、视频业务中台、购物业务中台等体系，打通用户、服务和渠道，提升系统部署和内容分发效率，全面支撑融合媒体平台的建设和运营。以“文娱+AI”的思路，与 AI 技术领先型企业合作，增强 AI 在视频智能审核、编辑、编排、推荐等方面的具体应用并逐步产品化，形成对外产品能力。此外，公司已启动基于智能 IP 的用户互动和内容运营研发，增强 IP 衍生的自主开发能力，促进传媒娱乐相关业务形成基于 AI 的新动力。以下是公司重点事业群的发展计划：

图 47：“文娱+”战略



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 28：文娱+分板块战略

战略	内容
媒体网络事业群	提升 BesTV 品牌行业影响力，持续提升平台的聚合能力，强化垂直行业拓展
视频购物板块	以视频为核心，持续进行渠道、品牌、产品及内容的拓展与升级。以智慧运营为手段实现用户的深度运营与价值挖掘，并发掘产业协同潜力，丰富购物体验
文旅消费事业群	打造线下文化集聚区，形成可复制可推广的业务模式，实现全国拓展。公司计划将原有丰富的散点文旅资

源，以及不断拓展的新文旅消费资源进行整合，形成并输出整体业务运营能力。

**影视互娱事业群** 围绕“智慧运营驱动文娱+”整体战略，打造精品化、差异化的内容 IP 矩阵，持续的精品内容开发。形成以 IP 为核心的全产业联动开发模式，持续的深度产业化运营，实现内容对全产业发展的推动。

**创新业务板块持续新业务拓展，完善文娱产业生态布局** (1) 物联网方面，配合公司智慧运营驱动文娱+战略，“城市大脑”项目将推动全生态业务发展模式，拓展网络覆盖范围、丰富传感器部署应用种类及数量，拓展上海和全国市场版图；在产业链上，联合产业链力量组建物联网平台公司，集聚最先进的企业并形成物联网业务运营方案、智慧广电技术实验室、促进组建产业联盟和产业基金。

(2) 建设 OPG 线下文娱综合体，汇集观影、游戏、零售等多维用户消费。2018 年公司将运用点播院线牌照优势，初步形成点播院线及商业院线的运营模式，并以自建及收购的方式，以长三角地区为核心，选取优质商业地产项目及公司现有线下资源，建立线下文娱综合体，上游链接内容生产，下游链接文旅及消费，形成内部产业协同，并打造区域品牌优势，树立 OPG “科技、时尚、娱乐”的品牌形象。整合更多优质供应商资源，提供更多高质量的线下文娱产品。未来计划借助驻地资源，实现 OPG 文娱综合体的全国辐射，三年内打造成为国内有影响力的线下文娱品牌。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4. 盈利预测

- 随着低毛利与低净利率的广告业务的部分剥离，以及《紫川》项目在电视剧等领域的落地，高毛利业务讲占据公司业务中更高的比例。我们预计公司 18、19、20 年毛利率有望稳步提升，公司整体毛利率维持在 27%左右。我们三费预计将保持相对稳定。
- 从可比公司估值看，18 年平均 PE 为 24X。

表 29：可比公司估值

		TTM	18E	19E
600037.SH	歌华有线	22.53	21.46	20.58
600633.SH	浙数文化	27.07	20.46	17.15
600640.SH	号百控股	40.42	31.33	28.17
	平均	30.01	24.42	21.97

资料来源：wind，天风证券研究所

- 预期公司 18~20 营收 17.39、19.53、21.76 亿，归母净利润 24.7、26.9、29.0 亿，对应 PE20、18、17，基于可比公司 18 年 PE 均值，我们给予公司 18 年目标 PE24X，予以目标价 22.32 元，首次覆盖予以增持评级。

表 30：主要主营项目预测（单位：亿）

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
传媒娱乐相关服务	收入	136.34	149.81	117.00	120.86	133.21	146.87
	YOY		9.88%	-21.90%	3.30%	10.22%	10.26%
	毛利率(%)	20.74%	25.07%	23.24%	24.44%	24.47%	24.50%
多渠道视频集成与分发	收入	31.60	30.61	33.22	38.08	43.18	46.75
	YOY		-3.15%	8.54%	14.62%	13.39%	8.27%
	毛利率(%)	37.94%	31.97%	27.27%	30.76%	31.70%	32.28%
内容制作与发行	收入	6.30	12.15	8.66	10.38	13.41	17.46
	YOY		92.82%	-28.72%	19.88%	29.16%	30.22%
	毛利率(%)	20.40%	21.93%	40.77%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务	收入	11.05	1.89	2.64	3.53	4.22	4.95
	YOY		-82.93%	39.91%	33.79%	19.43%	17.39%
	毛利率(%)	40.61%	45.90%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

### 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	8,028.49	8,700.26	12,681.19	17,584.14	19,182.38
应收账款	3,597.39	2,465.00	3,332.69	3,178.21	4,074.69
预付账款	1,300.75	900.12	720.60	1,089.19	918.21
存货	1,645.37	1,606.75	0.00	0.00	0.00
其他	7,805.87	8,602.52	7,775.70	8,106.67	8,171.04
<b>流动资产合计</b>	<b>22,377.87</b>	<b>22,274.66</b>	<b>24,510.18</b>	<b>29,958.21</b>	<b>32,346.33</b>
长期股权投资	5,856.37	7,840.08	7,840.08	7,840.08	7,840.08
固定资产	2,670.16	2,632.96	2,506.00	2,398.94	2,287.01
在建工程	90.71	117.76	130.87	112.70	98.16
无形资产	2,092.75	1,373.36	714.22	55.07	0.00
其他	3,708.70	3,093.40	2,903.53	2,781.85	2,880.13
<b>非流动资产合计</b>	<b>14,418.68</b>	<b>15,057.56</b>	<b>14,094.70</b>	<b>13,188.64</b>	<b>13,105.38</b>
<b>资产总计</b>	<b>36,796.55</b>	<b>37,332.22</b>	<b>38,604.88</b>	<b>43,146.85</b>	<b>45,451.71</b>
短期借款	105.00	1,650.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,833.78	3,152.90	2,449.91	4,053.58	3,285.73
其他	3,880.31	2,724.32	3,663.37	4,491.57	4,946.43
<b>流动负债合计</b>	<b>7,819.10</b>	<b>7,527.22</b>	<b>6,113.28</b>	<b>8,545.15</b>	<b>8,232.16</b>
长期借款	0.00	0.00	9.00	9.00	9.00
应付债券	0.00	0.00	331.91	110.64	147.51
其他	265.56	204.42	330.38	266.79	267.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>265.56</b>	<b>204.42</b>	<b>671.29</b>	<b>386.42</b>	<b>423.71</b>
<b>负债合计</b>	<b>8,084.65</b>	<b>7,731.65</b>	<b>6,784.57</b>	<b>8,931.58</b>	<b>8,655.87</b>
少数股东权益	2,223.13	2,044.60	2,268.09	2,511.51	2,773.81
股本	2,641.74	2,641.25	2,641.25	2,641.25	2,641.25
资本公积	12,164.96	12,204.40	12,204.40	12,204.40	12,204.40
留存收益	23,553.86	24,935.67	26,910.97	29,062.51	31,380.78
其他	(11,871.79)	(12,225.36)	(12,204.40)	(12,204.40)	(12,204.40)
<b>股东权益合计</b>	<b>28,711.90</b>	<b>29,600.57</b>	<b>31,820.31</b>	<b>34,215.27</b>	<b>36,795.84</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>36,796.55</b>	<b>37,332.22</b>	<b>38,604.88</b>	<b>43,146.85</b>	<b>45,451.71</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3,196.30	2,397.32	2,469.12	2,689.42	2,897.85
折旧摊销	918.19	1,122.86	793.00	794.41	191.56
财务费用	68.94	63.52	(37.50)	(105.41)	(128.16)
投资损失	(1,363.57)	(1,755.12)	(1,400.00)	(1,200.00)	(1,000.00)
营运资金变动	(572.32)	(1,405.66)	2,071.39	1,815.72	(1,039.38)
其它	44.04	2,586.25	224.15	243.63	261.94
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,291.57</b>	<b>3,009.16</b>	<b>4,120.15</b>	<b>4,237.77</b>	<b>1,183.81</b>
资本支出	4,182.18	1,828.71	(105.96)	73.60	9.59
长期投资	2,930.24	1,983.72	0.00	0.00	0.00
其他	(9,622.16)	(5,891.73)	1,484.64	1,116.00	981.12
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,509.74)</b>	<b>(2,079.31)</b>	<b>1,378.68</b>	<b>1,189.59</b>	<b>990.71</b>
债权融资	1,121.90	1,667.34	690.25	580.83	432.48
股权融资	(721.69)	(45.57)	127.15	191.59	237.84
其他	(1,971.71)	(2,046.91)	(2,335.31)	(1,296.83)	(1,246.58)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,571.51)</b>	<b>(425.14)</b>	<b>(1,517.91)</b>	<b>(524.41)</b>	<b>(576.27)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,789.67)</b>	<b>504.71</b>	<b>3,980.93</b>	<b>4,902.95</b>	<b>1,598.24</b>

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>19,445.49</b>	<b>16,261.16</b>	<b>17,393.08</b>	<b>19,532.70</b>	<b>21,758.71</b>
营业成本	14,357.63	12,153.55	12,683.91	14,163.60	15,710.12
营业税金及附加	463.96	161.05	434.83	488.32	543.97
营业费用	944.65	807.43	782.69	878.97	979.14
管理费用	1,203.17	1,243.24	1,391.45	1,464.95	1,523.11
财务费用	(62.86)	(55.47)	(37.50)	(105.41)	(128.16)
资产减值损失	115.61	826.03	150.00	150.00	150.00
公允价值变动收益	(43.59)	(1.93)	0.66	0.20	(0.35)
投资净收益	1,363.57	1,755.12	1,400.00	1,200.00	1,000.00
其他	(2,639.97)	(3,636.72)	(2,801.32)	(2,400.41)	(1,999.29)
<b>营业利润</b>	<b>3,743.30</b>	<b>3,008.85</b>	<b>3,388.36</b>	<b>3,692.46</b>	<b>3,980.18</b>
营业外收入	270.03	37.60	40.00	40.00	40.00
营业外支出	22.32	17.07	20.00	20.00	20.00
<b>利润总额</b>	<b>3,991.01</b>	<b>3,029.38</b>	<b>3,408.36</b>	<b>3,712.46</b>	<b>4,000.18</b>
所得税	794.71	632.06	715.76	779.62	840.04
<b>净利润</b>	<b>3,196.30</b>	<b>2,397.32</b>	<b>2,692.61</b>	<b>2,932.85</b>	<b>3,160.14</b>
少数股东损益	262.29	160.41	223.49	243.43	262.29
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,934.01</b>	<b>2,236.91</b>	<b>2,469.12</b>	<b>2,689.42</b>	<b>2,897.85</b>
每股收益 (元)	1.11	0.85	0.93	1.02	1.10

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	4.94%	-16.38%	6.96%	12.30%	11.40%
营业利润	4.11%	-19.62%	12.61%	8.97%	7.79%
归属于母公司净利润	0.94%	-23.76%	10.38%	8.92%	7.75%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.16%	25.26%	27.07%	27.49%	27.80%
净利率	15.09%	13.76%	14.20%	13.77%	13.32%
ROE	11.08%	8.12%	8.36%	8.48%	8.52%
ROIC	20.35%	12.51%	13.59%	16.74%	21.09%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.97%	20.71%	17.57%	20.70%	19.04%
净负债率	-13.91%	-3.60%	-8.28%	-19.25%	-25.09%
流动比率	2.86	2.96	4.01	3.51	3.93
速动比率	2.65	2.75	4.01	3.51	3.93
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.02	5.36	6.00	6.00	6.00
存货周转率	10.21	10.00	21.65	#DIV/0!	#DIV/0!
总资产周转率	0.54	0.44	0.46	0.48	0.49
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.11	0.85	0.93	1.02	1.10
每股经营现金流	0.87	1.14	1.56	1.60	0.45
每股净资产	10.03	10.43	11.19	12.00	12.88
<b>估值比率</b>					
市盈率	16.71	21.91	19.85	18.23	16.92
市净率	1.85	1.78	1.66	1.55	1.44
EV/EBITDA	11.75	9.16	8.78	7.25	7.46
EV/EBIT	14.60	12.72	10.86	8.85	7.83

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com