

2017年02月12日

华媒控股 (000607.SZ)

做强媒体实现产业多元化，转型教育打造业绩新引擎

■党报集团借壳上市，内生+外延打造大传媒版图。公司前身华智控股主营电能仪表的生产销售。2014年12月公司实施重大资产重组，杭报集团将旗下经营性资产注入，实现优质传媒资产整体上市。上市以来面对报业下滑形势，公司强化内生增长，通过打造新媒体等方式实现营收多元化，同时积极外延布局，陆续切入移动视频、IP产业、大数据等风口产业，业绩基础不断拓展，大传媒版图不断完善。16年收购职教集团中教未来是公司外延关键一步，有望借此打造长期增长新引擎。

■媒体+城服双平台夯实内生长基础。公司以构建现代传媒集群主平台和城市生活服务次平台为核心战略。其中传媒主平台是公司的用户流量平台和主要盈利来源，围绕“互联网+”和“多元化”，一方面强化新媒体业务，形成覆盖各个终端、聚合海量用户的全媒体产品体系，另一方面独立打造杭州网、19楼、快房网等多样化的资讯、社交、服务平台。通过增强线上媒体实力，公司进一步扩大用户规模，而旗下媒体在广告、会展、策划等领域的协同发力，也有助公司对冲报业萎缩影响，夯实盈利基础。城服次平台包括印刷、配送、户外广告三大板块，均立足区域市场稳步扩张，在服务主平台的同时力图实现营收格局更加多元。

■迭次外延完善产业链格局。强化内生同时公司积极外延发展新业务，通过收购、新设等方式持续引入业务、业绩双增量。上市以来公司外延步伐加快，现已布局了移动视频（快点传播、华媒传播）、IP产业（精典博维）、大数据（华泰一媒）等领域，赛道选择精准，成长性好，新业务在增厚业绩的同时，与现有媒体板块也形成良好互动，实现了内部资源效用的共振放大。

■收购中教未来开启型教育转型，打造业绩新增长极。中教未来业务多元，已形成以职业教育为核心，包括国际教育、IT教育、艺术教育、在线教育的五大板块。中教未来主要以校企合作、输出教育服务的轻资产模式运营，扩张弹性大、风险可控性好，具备长期增长空间。此次收购16-18年承诺利润5800万元、6800万元、7900万元，将有效增厚公司业绩，而公司作为党报集团所积累的政府、社会资源以及海量用户，也将为中教未来的加速扩张和品牌建立提供有力支撑。

■投资建议：内生方面，公司新媒体业务发展，平台流量增加，广告营收将稳步提升，同时旗下各平台积极开展会展策划、整合营销，带动整体广告策划收入持续增长。外延方面，快点传播和精典博维大概率完成对赌；中教未来轻资产扩张模式优势突出，旗下职教、IT教育、在线教育等板块可复制性强，成长前景好，运营有望超预期，将共同拉动公司业绩提升。预计2016-2018年净利润分别为2.75亿元、3.14亿元、3.51亿元，EPS 0.27元、0.31元、0.34元。公司内生外延协同发力，借力职业教育的区域性外延，成长性突出，给予17年目标PE 45倍，对应目标价13.95元，给予“买入-A”评级。

■风险提示：纸媒行业下行风险，中教未来项目扩张不及预期。

公司深度分析

证券研究报告

平面媒体

投资评级 **买入-A**
调高评级

6个月目标价：**13.95元**
股价（2017-02-10）**10.27元**

交易数据

总市值(百万元)	10,451.76
流通市值(百万元)	5,004.26
总股本(百万股)	1,017.70
流通股本(百万股)	487.27
12个月价格区间	7.45/17.17元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.11	-25.0	6.76
绝对收益	-9.03	-32.48	18.16

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

相关报告

摘要(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,485.2	1,554.0	1,662.5	1,775.3	1,904.1
净利润	188.7	283.5	274.9	314.1	350.8
每股收益(元)	0.19	0.28	0.27	0.31	0.34
每股净资产(元)	1.24	1.51	1.78	2.09	2.44
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	56.2	37.4	38.5	33.7	30.2
市净率(倍)	8.4	6.9	5.8	5.0	4.3
净利润率	12.7%	18.2%	16.5%	17.7%	18.4%
净资产收益率	15.0%	18.4%	15.2%	14.8%	14.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	35.1%	38.9%	40.1%	30.9%	40.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 华媒控股：内生+外延构建大传媒版图	5
1.1. 公司沿革：党报集团借壳上市开启产业新篇	5
1.2. 公司战略：以现代传媒集群为核心平台的城市生活服务商	5
1.3. 股权结构：杭报集团为实际控制人	7
1.4. 公司业绩：夯实内生基础，布局外延增长	8
2. 强化内生抗风险，积极外延引增量	10
2.1. 行业萎缩持续，转型当务之急	10
2.2. 线上发力，打造全媒体矩阵	12
2.2.1. 以优势纸媒为核心拓展多平台媒体布局	13
2.2.2. 立足本地打造新媒体阵营	13
2.3. 印刷+物流+户外媒体构建城市服务平台	15
2.4. 迭次外延完善传媒产业格局	17
3. 收购职教集团中教未来，外延转型再下关键一城	20
3.1. 职业教育：需求拉动+政策助力，行业迎高速增长	20
3.1.1. 学历教育仍需夯实，职业培训空间广阔	20
3.1.2. 政策助力提升供给，就业竞争催生需求	21
3.2. 中教未来：以职业教育为核心的多元化教育集团	24
3.2.1. 职业教育：以校企合作输出优质教学服务	25
3.2.2. 国际教育：拓展对外合作，强化自主建设，构建多阶段国际教育体系	26
3.2.3. IT教育：产教结合打造实用型人才培养模式	27
3.2.4. 艺术教育：打造全国领先艺教品牌星干线	27
3.2.5. 在线教育：以教师培训为切入，拓展在线教育多元布局	28
4. 投资建议	29
5. 风险提示	30

图表目录

图 1：华媒控股股权结构	5
图 2：公司旗下融媒体集群	6
图 3：公司旗下新媒体集群	6
图 4：公司旗下多媒体集群	7
图 5：公司控股参股子公司及部分孙公司	8
图 6：2014-2016 前三季度公司营业收入及增速	9
图 7：2014-2016 前三季度公司归母净利润及增速	9
图 8：2014-2016 前三季度公司毛利率及净利率变化	9
图 9：2016 上半年公司主营构成	9
图 10：2009-2015 年报纸广告经营额及增速	10
图 11：2016 前三季度报纸广告花费 Top5 行业降幅	11
图 12：2010-2015 年报纸发行种数及增速	11
图 13：2010-2015 年全国报纸总印数及增速	11
图 14：2013-2015 年全国报纸平均整体销量及增速	11
图 15：中国广告市场格局	12

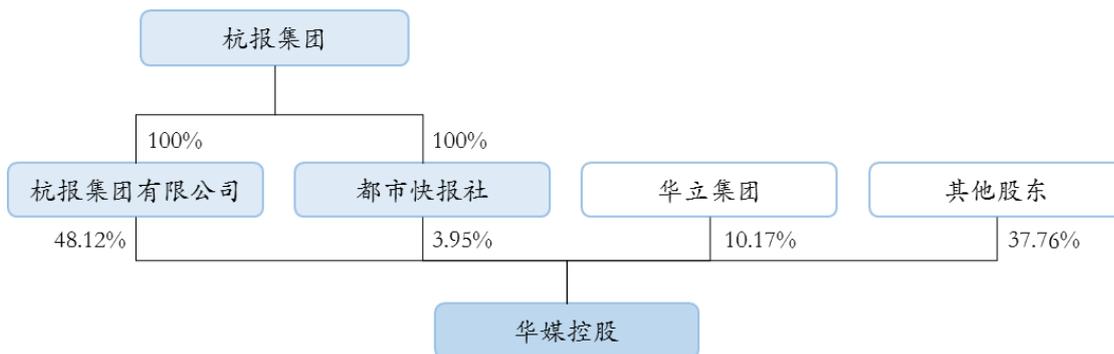
图 16: 中国网络广告及移动广告市场规模及增速.....	12
图 17: 公司旗下运营 7 报 2 刊一览.....	13
图 18: 杭州网打造杭网议事厅平台	14
图 19: 杭州网旗下城市论坛	14
图 20: 19 楼开辟线上相亲板块	14
图 21: 19 楼线下品牌活动结婚采购大会.....	14
图 22: 快房网提供本地房产资讯交流平台.....	15
图 23: 每日送对接电商打造本地物流团队.....	16
图 24: 凤盛传媒负责的杭州地铁 1 号线广告运营	17
图 25: 凤城传媒承担的社区阅报栏项目	17
图 26: 华媒传播打造启视通 VideoPACE 视频服务平台	18
图 27: 华泰一媒构建跨网多屏 DSP 整合平台	18
图 28: 精典博维四大业务构成.....	19
图 29: 我国职业教育体系	20
图 30: 我国职业高等教育在校学生数.....	21
图 31: 我国高职（专科）院校数量	21
图 32: 职业学历教育市场规模及增速.....	21
图 33: 职业非学历教育市场规模及增速	21
图 34: 2010-2015 年职业教育公共财政支出规模及增速.....	22
图 35: 2005-2015 年高校毕业生人数持续增长.....	23
图 36: 软件产业收入及从业人员增速.....	24
图 37: IT 行业人才缺口最大.....	24
图 38: 收购完成后中教未来股权结构.....	25
图 39: 中教未来打造五大教育板块	25
图 40: 中教未来部分合作高校.....	26
图 41: 中教未来国际教育体系涵盖多类实用性学科.....	27
图 42: 星干线三大业务板块	28
图 43: 星干线艺校打造全国领先的艺考专业品牌.....	28
图 44: 教培网致力提供中小学教师继续教育平台.....	29
表 1: 公司收购标的业绩承诺.....	10
表 2: 2015 年停刊报纸.....	11
表 3: 支持职业教育发展的部分重要政策.....	22
表 4: 2015 年高校毕业生就业落实情况（%）	23

1. 华媒控股：内生+外延构建大传媒版图

1.1. 公司沿革：党报集团借壳上市开启产业新篇章

公司前身为华智控股股份有限公司，主营电能仪表的生产和销售。2014年12月公司实施重大资产重组，将原电能仪表业务整体置出，同时杭州日报报业集团将旗下经营性资产注入公司，通过借壳实现优质传媒资产整体上市。公司实控人由华立集团变更为杭报集团，杭报集团也成为继广州日报、浙江日报后国内第三家经营性资产整体上市的党报集团。公司于2015年1月更名为华媒控股股份有限公司，开启打造大传媒集团的新征程。

图 1：华媒控股股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

杭报集团前身为1955年创立的杭州日报社。2001年11月8日，经中宣部批准挂牌成立杭报集团；2005年12月，经杭州市政府批准组建杭报集团有限公司。2014年12月，通过借壳华智控股，杭报集团有限公司和都市快报社旗下杭州日报传媒、每日传媒等共计11家公司实现整体上市。

借壳完成后，公司及其实控人杭报集团加快了由平面媒体为主向平面与新媒体结合以及平面媒体新媒体化的转换，同时在资本助力下加速业务拓展，通过一系列新设、收购活动，实现对文化传媒领域的多点布局。仅2015年，公司即通过并购、增资、参股等资本运作发起23笔对外投资（含设立子公司），包括对快点传播、精典博维等的股权收购，设立子公司华媒传播、华泰一媒等，以此强化在移动视频、IP产业、大数据等领域的布局力度，以媒体集群为核心的产业格局持续完善。2016年4月，公司收购职业教育品牌中教未来60%股权，外延布局再下关键一城，业务布局由文化产业拓展至教育领域，大传媒产业布局进一步拓展。

1.2. 公司战略：以现代传媒集群为核心平台的城市生活服务商

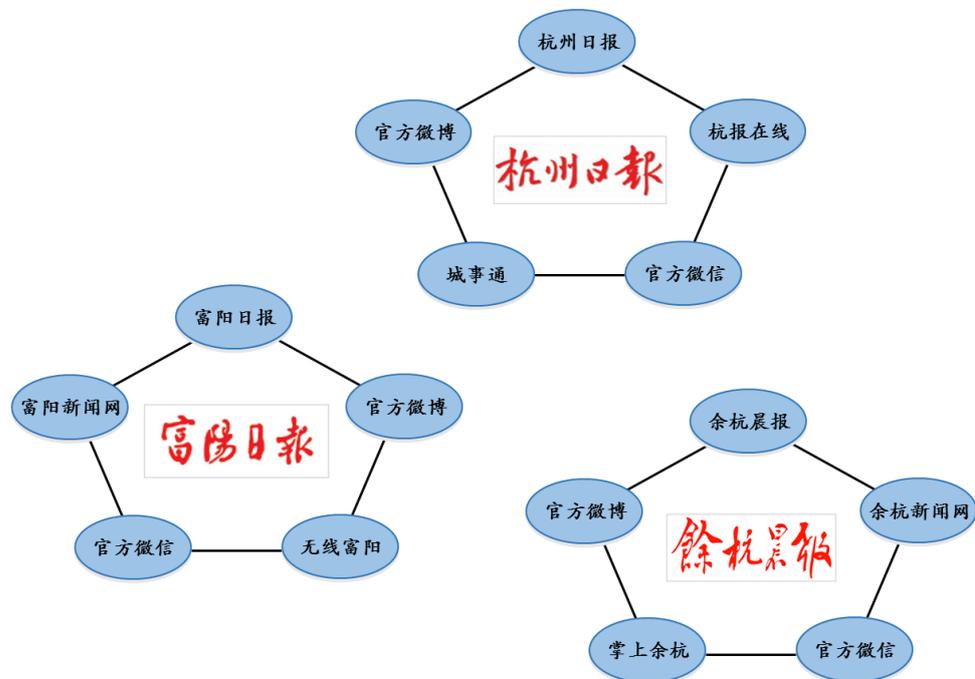
公司的战略定位为以现代传媒集群为核心平台的城市生活服务商。一方面以满足目标用户需求为导向，加速建设以互联网尤其是移动互联网为核心、包括新媒体、融媒体、多媒体三大区块的现代媒体集群。另一方面立足区域市场，打造印刷+物流+户外媒体的城市服务体系，实现传媒业转型升级和城市生活服务商的战略定位。

建设现代传媒集群主平台。公司作为党报集团旗下运营主体，始终将强化媒体影响力作为核心，以媒体运营作为业务主平台。公司运营的报刊媒体、互联网站点和移动互联网产品，构成这个平台的坚实基础。面对新媒体崛起趋势，公司积极谋求传统媒体业务转型，在加速纸媒的新媒体化转型同时，拓展更多新媒体布局，形成融媒体集群+新媒体集群+多媒体集群三大现代传媒集群体系。

其中**融媒体集群**是公司落实“互联网+”战略，推动核心纸媒转型以实现纸媒线上化、移动

化而打造的产品体系。融媒体本质是以即时、互动、多媒体发布为目标，“一个编辑部+多个发布端”（纸质报刊、网站、微博、微信、app）为通路的多渠道传播平台。通过将统一的内容制作对接多个发布媒介，能够有效应对阅读习惯变化，对冲纸媒阅读量下滑趋势，从而大规模覆盖目标人群。

图 2：公司旗下融媒体集群



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

新媒体集群是公司旗下具有独立制作和运营能力的互联网媒体产品，主要包括杭州网、萧山网、快房网、十九楼等多个内容及平台类公司。新媒体产品不依托纸媒体系，独立提供资讯、社交、娱乐等服务，是公司扩大人群覆盖、增加用户流量的重要平台，强化了公司作为区域性传媒龙头的影响力。

图 3：公司旗下新媒体集群



资料来源：各平台官网，安信证券研究中心

多媒体集群是对融媒体、新媒体的进一步整合、拓展，涵盖公司旗下各类媒体产品，形成多个媒体矩阵，打造以用户全覆盖为目标的“多介质、多渠道、全方位、立体化发布”的综合传播平台。

图 4：公司旗下多媒体集群



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

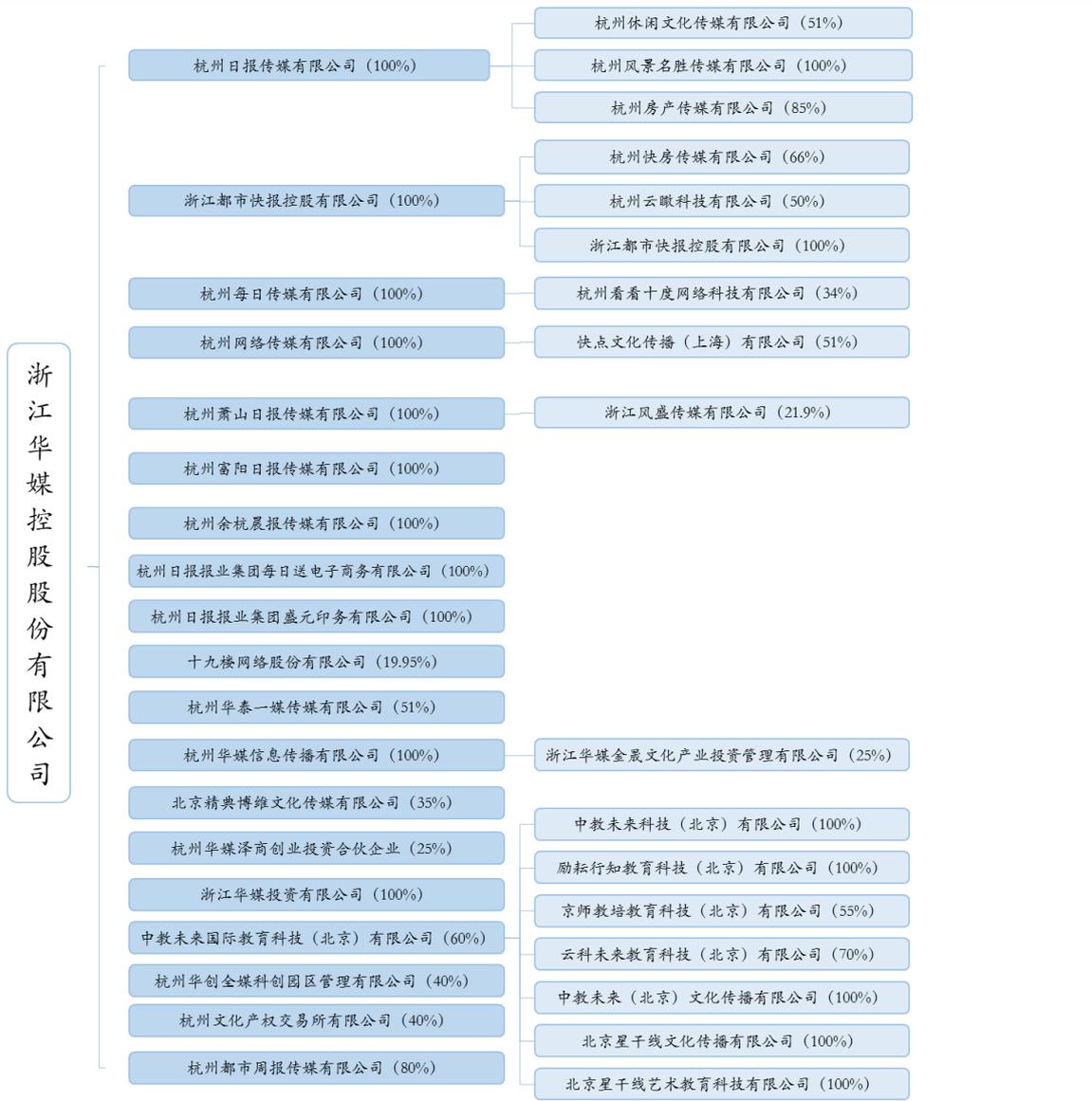
打造城市生活服务次平台。公司通过搭建和完善同城配送、数码印刷、现代会展、户外媒体、文创综合体等多维业务体系，在媒体主平台之外进一步打造城市生活服务次平台，满足城市生活的相关需求。城市生活服务平台也是公司积极融入“杭州智慧城市”战略，参与“一基地四中心”城市发展规划的重要举措，有助于争取政府资源和政策支持，增强党报集团的服务属性和社会价值。

1.3. 股权结构：杭报集团为实际控制人

借壳完成后，杭报集团有限公司作为为公司控股股东持股 48.12%，一致行动人都市快报社持股 3.95%。杭州日报报业集团（杭州日报社）持有杭报集团有限公司及都市快报社 100% 股权，为公司实际控制人。借壳前原实控人华立集团及其子公司浙江华立投资管理有限公司共同持股 10.17%。

公司作为党报集团旗下上市公司，当前政策要求国有股权比例不能低于 51%，但杭报集团的绝对控股并非不打破，公司未来将在政策允许空间内积极尝试引入新的国有投资者。

图 5：公司控股参股子公司及部分孙公司



资料来源：公司官网，安信证券研究中心整理

1.4. 公司业绩：夯实内生基础，布局外延增长

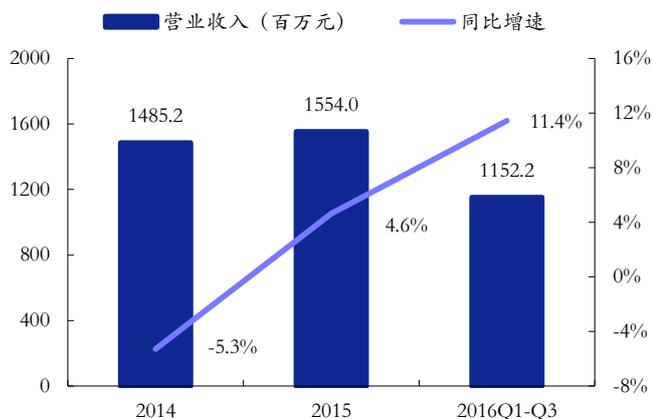
公司依托杭报集团打造综合性文化传媒集团，主营业务包括平面媒体、网络媒体、移动新媒体和户外媒体包括地铁媒体的广告承揽发布、企事业单位宣传公关的全案策划和实施，各种会展和活动的策划承办；报纸印刷和包装、书刊印刷；报刊发行和同城配送业务；移动互联网视频内容信息的制作和分销。借壳后公司加快了投资并购步伐，通过资本市场完善在传媒相关产业链节点布局。2016 年收购中教未来，公司业务进一步拓展至教育行业。

根据报刊行业采编与经营“两分开”原则，杭报集团将旗下经营性资产置入上市公司，报纸采编类资产不在重组范围内。杭州日报社及其他相关报社与上市公司内各相关报刊经营公司签订《授权经营协议》和《收入分成协议》。上市公司负责经营广告、报刊发行、印刷、新媒体等业务，杭州日报社及其他相关报社负责采编业务。

2016 上半年，公司实现营业收入 6.89 亿元，同比增长 5.00%。实现归母净利润 5231.64 万元，同比下降 26.23%，主要由于 2015 年公司出售上海合印科技服务有限公司股权产生 1488.33 万元投资收益，2016 年未有此项收入。实现扣非归母净利润 5382.17 万元，同比

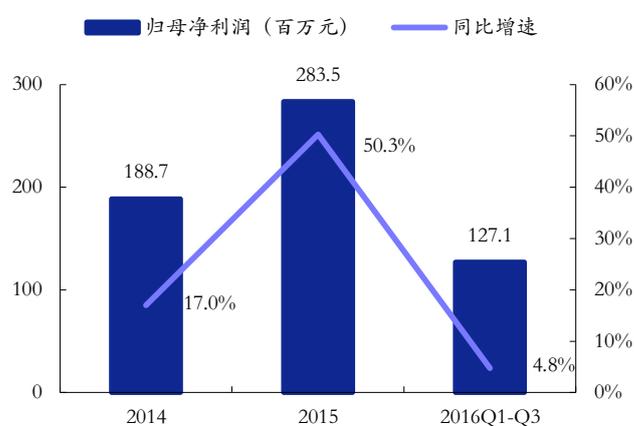
增长 6.79%。

图 6：2014-2016 前三季度公司营业收入及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：2014-2016 前三季度公司归母净利润及增速



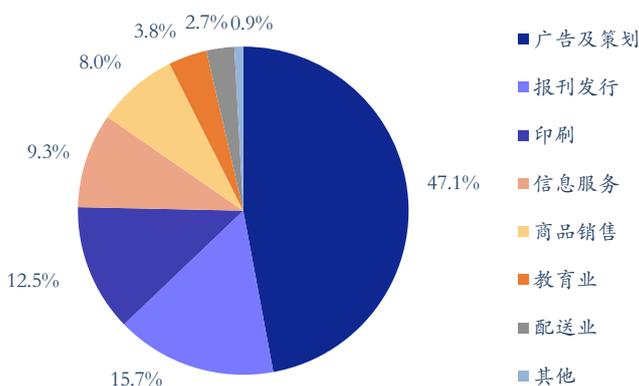
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：2014-2016 前三季度公司毛利率及净利率变化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：2016 上半年公司主营构成



资料来源：Wind，安信证券研究中心

纸媒市场萎缩拖累广告业务下滑。其中广告策划业务为公司最主要营收来源，2016 上半年贡献 3.24 亿元，同比下降 6.38%，占总营收比重为 47.08%。广告业务受全国报业市场萎缩、广告投放大幅下降的影响较大，但公司通过全案策划、会展策划等整合营销方式增加策划类收入，一定程度缓解了主营业务下跌幅度。

报刊发行及配送业务此消彼长。发行与配送是公司搭建城市生活服务平台的重要组成部分。其中发行业务同样受累于报业市场萎缩，营收有所下滑，16 年上半年实现营收 1.08 亿元，同比下降 15.81%。电商的蓬勃发展使得公司切入的同城物流配送业务前景看好，16 年上半年同城配送日均单量 2 万单，同比增长 40% 以上，实现营收 1872.65 万元，同增 24.20%。

印刷业务不断拓展边界。公司依托媒体的优势资源开拓新渠道，将印刷业务延伸至展会策划及会务产品设计制作、整体营销方案的策划及运营、包装设计等创新型业务，有效对冲了由报刊发行量下降导致的印刷收入下滑。16 上半年，公司印刷业务贡献营收 8626.99 万元，同增 6.55%，其中非报业收入占比 53.86%，收入结构进一步优化。

对外收购扩大盈利基础。公司 2015 年 5 月收购的快点传播继完成 2015 年度业绩承诺后，业务收入和营销渠道持续拓展，16 上半年实现营收 6428.80 万元。同时公司收购中教未来

并表，贡献营收 2598.95 万元，

表 1：公司收购标的业绩承诺

标的公司	持股比例	承诺净利润（万元）			
		2015	2016	2017	2018
快点传播	51%	3100	3700	4400	
精典博维	35%	2700	3240	3888	
中教未来	60%		5800	6800	7900

资料来源：公司收购公告，安信证券研究中心

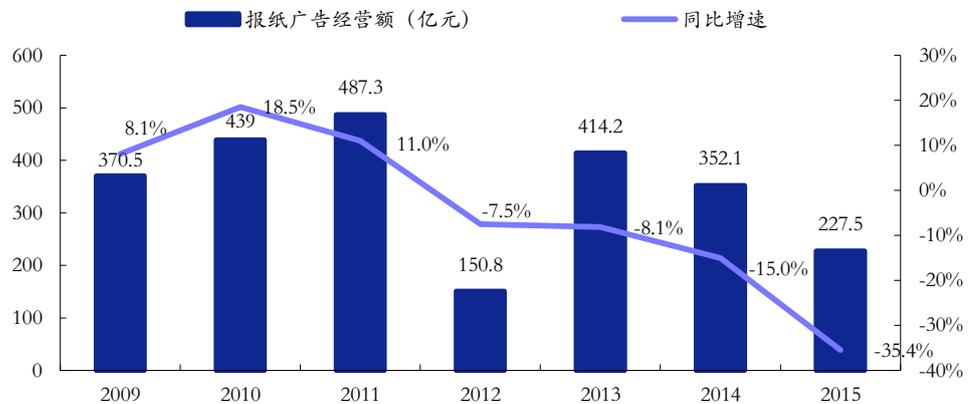
2. 强化内生抗风险，积极外延引增量

2.1. 行业萎缩持续，转型当务之急

纸媒产业萎缩，广告、发行受累。受互联网、尤其是移动互联网发展影响，人群阅读习惯逐渐由线下向线上迁移，纸媒发行量萎缩，发行收入下降。房地产等重要广告投放行业景气度下降、营销意愿降低，加之新媒体崛起导致广告媒介转移，共同造成纸媒广告收入下降。

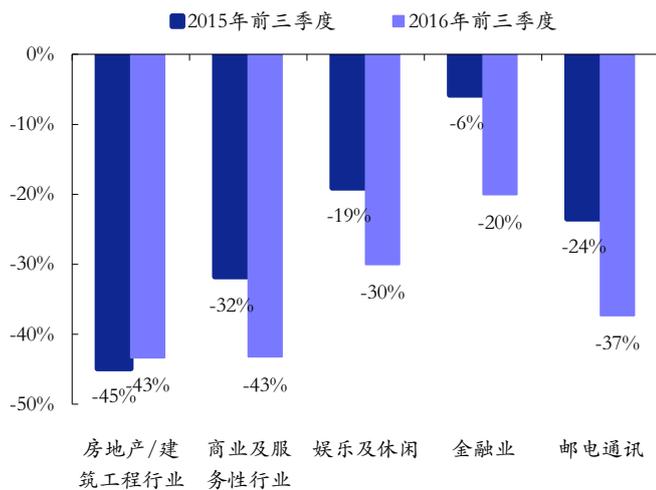
报纸广告市场自 2012 年进入负增长开始连续萎缩，2015 年广告经营额经历 35.4% 的断崖式下跌，2016 年前三季度继续大幅下降 40.0%。从分行业广告投放看，各主要行业的报纸广告花费均下降明显。2016 年前三季度，广告投放居首的房地产/建筑工程行业已连续两年广告刊例花费下降 40% 以上，其他排名居前的商业及服务性行业、娱乐及休闲业、金融业、邮电通讯业等的广告投放也均大幅下降，且跌幅较 2015 年均明显扩大。

图 10：2009-2015 年报纸广告经营额及增速



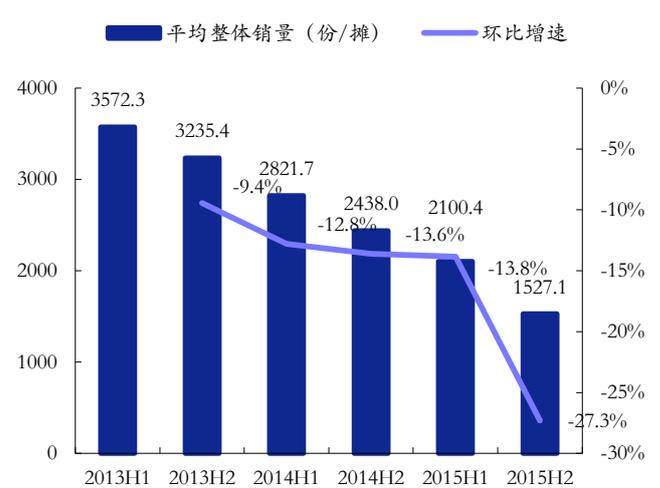
资料来源：《中国传媒产业发展报告（2015）》，安信证券研究中心

图 11: 2016 前三季度报纸广告花费 Top5 行业降幅



资料来源: CTR, 安信证券研究中心

图 12: 2010-2015 年报纸发行种数及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

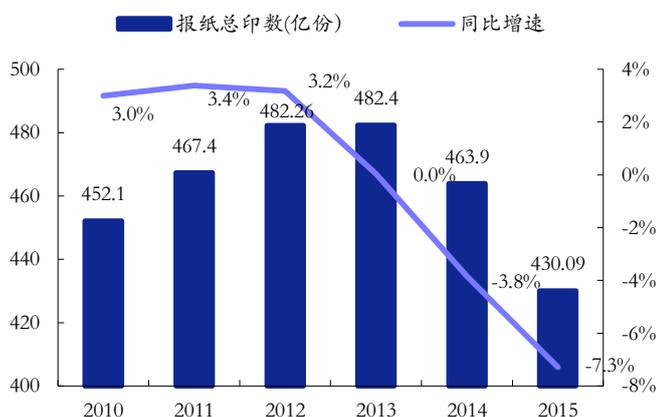
从发行情况看, 全国报纸发行种数、总印数及销售量等指标均成下降态势。自 2011 年起, 报纸发行种数连续小幅下降。2015 年共 8 种报纸相继停刊或停止出版纸质版, 其中包括杭报集团旗下都市快报社发行的《都市周报》。报纸总印数也自 2014 年起开始下滑, 2015 年全国报纸发行总印数达 430.09 亿份, 同比下降 7.29%。而据《中国传媒产业发展报告》的统计, 全国报纸整体平均销量持续多年下滑, 环比降幅逐渐扩大, 2015 年下半年平均销量已不足 2013 年下半年一半。

表 2: 2015 年停刊报纸

刊名	主办单位	存续时间	报龄
《杂文报》	河北日报报业集团	1983-2015.1	32
《榆林日报城市生活报版》	榆林日报社	2011.4-2015.2	4
《生活新报》	云南省残疾人联合会	1998.11-2015.7	17
《长株潭报》	湖南日报报业集团	2011.6-2015.9	4
《上海商报》	上海市委财贸工作委员会	1985.10-2015.10	30
《今日早报》	浙江日报报业集团	2000.10-2015.12	15
《都市周报》	杭州日报报业集团	2007.4-2015.12	8
《九江晨报》	九江日报社	2010.10-2015.12	5

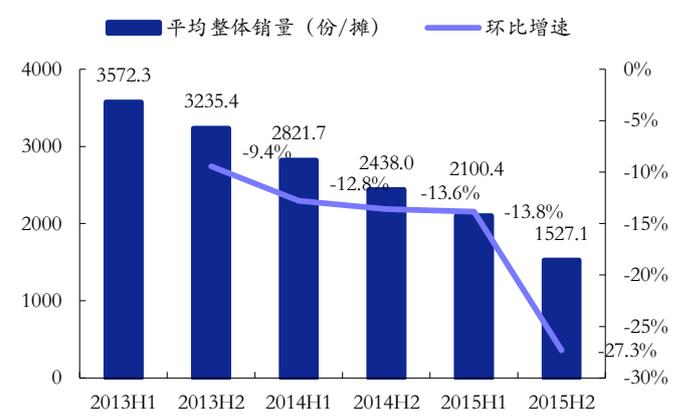
资料来源: 《中国传媒产业发展报告 (2015)》, 安信证券研究中心

图 13: 2010-2015 年全国报纸总印数及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

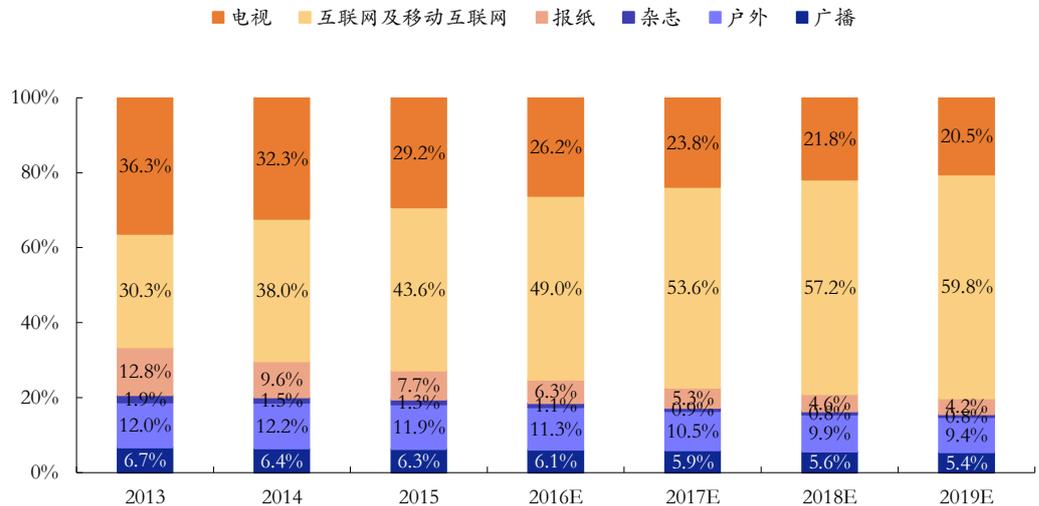
图 14: 2013-2015 年全国报纸平均整体销量及增速



资料来源: 《中国传媒产业发展报告 (2015)》, 安信证券研究中心

网络广告规模持续增加。互联网及移动互联网的普及率提升，微信、视频等新型传播方式兴起，电子商务日趋成熟，使得数字营销的受众和媒介都大大拓展，数字营销日益受到广告主青睐，市场规模也不断扩大。2013年至2015年，数字广告（包括互联网和移动互联网）收入占广告市场总收入的份额由30.30%上升到43.60%，成为广告市场第一大媒体。电视、报刊等传统媒体广告份额则不断下滑。

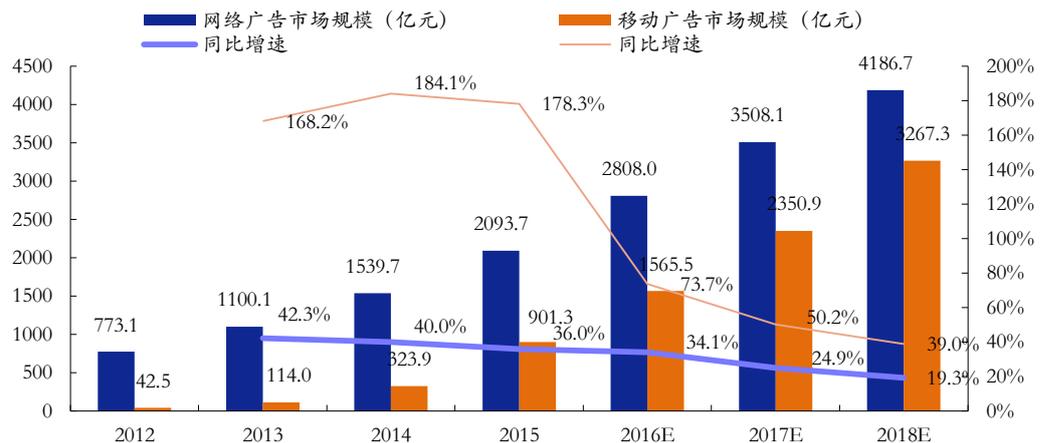
图 15：中国广告市场格局



资料来源：产业信息网，安信证券研究中心

移动互联网广告的快速崛起是推动网络广告增长的主要因素。2015年度中国网络广告市场规模达到2093.7亿元，同比增长36.0%，其中移动互联网广告规模901.3亿元，增速178.3%。预计2016年移动广告规模将超过PC互联网，在整体网络广告市场中占比过半。

图 16：中国网络广告及移动广告市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

2.2. 线上发力，打造全媒体矩阵

公司运营《杭州日报》、《都市快报》、《萧山日报》等在内的纸媒集群，面对近年纸媒阅读量、发行量下滑，广告收入下降的行业困局，公司一方面积极拓展线上媒体布局，顺应用户由线下向线上迁移的趋势，从而巩固用户流量、稳固广告收入，另一方面依托传统媒体优势发展新媒体业务，打造杭州网、19楼、快房网等区域性资讯、社交、服务类网站，以及多中移动端媒体平台，进一步拓展用户规模及盈利基础。截至2016上半年，公司旗下新媒体用户数，

包括网站注册用户、APP 下载活跃用户、微信公众号订阅户、官方微博粉丝、手机报订阅户、视频信息用户等在内，已达到 1.04 亿。

2.2.1. 以优势纸媒为核心拓展多平台媒体布局

目前公司运营杭报集团旗下 7 报 2 刊，形成以《杭州日报》为核心、以《都市快报》、《每日商报》为助力、以《城报》、《萧山日报》、《富阳日报》、《余杭晨报》、《风景名胜》杂志、《休闲》杂志为辅翼的纸媒体系，凭借品牌+内容两大核心优势打造区域媒体龙头。

图 17：公司旗下运营 7 报 2 刊一览



资料来源：公司官网，公开资料，安信证券研究中心

公司以强势纸媒为核心，以“互联网+”思维全面布局线上媒体，整合包括互联网、移动 APP、微信、微博在内的多个平台，分别打造以杭州日报、富阳日报、余杭晨报为核心的融媒体集群和以都市快报、萧山日报、每日商报为核心的多媒体矩阵，实现了媒体产品线向线上全面延伸。

2.2.2. 立足本地打造新媒体阵营

在实现纸媒线上化转型的同时，公司还针对区域市场打造服务本地用户的新媒体阵营。公司旗下拥有新闻资讯类网站杭州网、社区类网站 19 楼以及消费信息类网站快房网，在用户和市场细分的基础上，提供生活资讯、消费购物、人际交流等生活一体化服务。

杭州网是杭州市唯一的新闻综合门户，也是杭州市委市政府的重要问政平台，在全国重要城市新闻门户中排名前列，于 2014 年获得“中国报业十大最具影响力城市门户网站”。

网站已建立起以“杭州网”主站为龙头，包括 13 个区县（市）支站的大杭州网站群，面向杭州用户提供全面的资讯和生活服务。杭州网现拥有新闻网站、杭州手机报、杭州网 APP 客户端、杭州网微网站、手机杭州网、杭州宽频、杭网图库、杭网云电台、杭网手机杂志、杭网官方微信微博等十大内容平台，实现全媒介融合传播。

同时杭州网打造了“杭网议事厅”网络问政平台、杭州外宣网络平台杭州区县（市）支站平台、杭州网论坛社区 BBS 平台、杭州生活服务网络平台、杭州电子商务平台、杭网新媒体管家服务平台、“学在杭州”网络平台、杭网义工分会公益平台、杭州网小记者平台等十大服务平台，努力打造服务本地用户的生活导航站，同时提供党政机关、企事业

单位与市民之间沟通的有效平台。

图 18: 杭州网打造杭网议事厅平台



资料来源: 杭州网, 安信证券研究中心

图 19: 杭州网旗下城市论坛



资料来源: 杭州网, 安信证券研究中心

19楼是国内最大的城市社区网站之一。网站成立于2002年,于2006年开始公司化运作。目前已在20度城市拥有本地化运营团队,覆盖上亿用户。

19楼以18-45岁的城市女性为核心用户群,为其提供恋爱、婚姻、育儿、装修等方面的交流分享平台,同时提供旅游、求职、教育、健康等方面的资讯。作为国内最早的O2O平台商业模式的探索和实践者,还通过组织结婚采购大会、亲子嘉年华、家博会等线下活动为用户提供多样化服务。

图 20: 19楼开辟线上相亲板块



资料来源: 19楼官网, 安信证券研究中心

图 21: 19楼线下品牌活动结婚采购大会



资料来源: 19楼官网, 安信证券研究中心

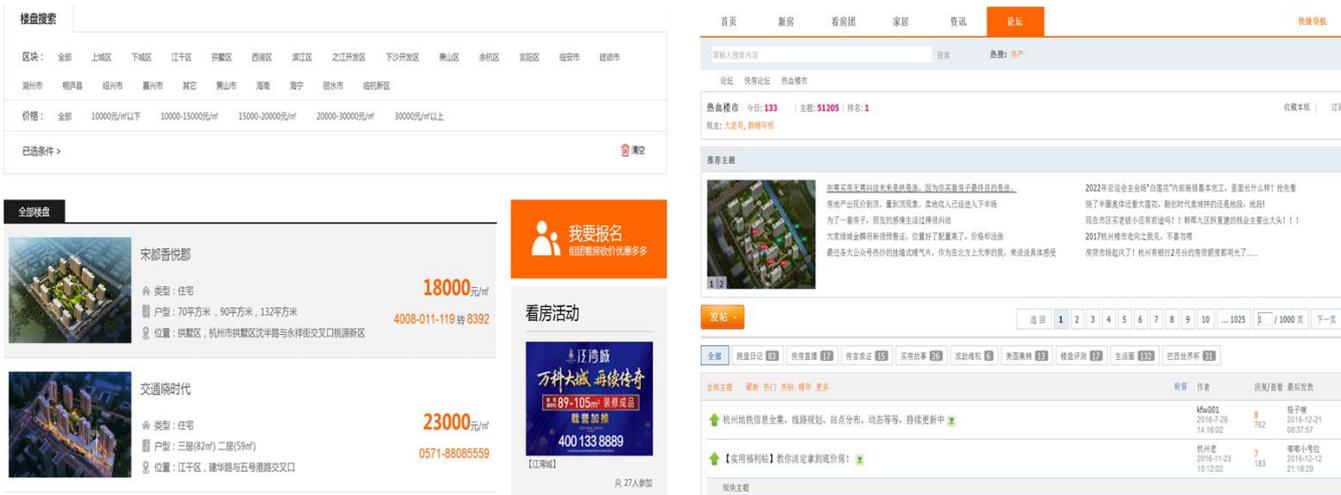
在商家层面,19楼一方面依托其网站平台及各类线下活动,为商户提供线上线下结合的互动营销解决方案,建立独特的社会化营销商业模式,另一方面在充分挖掘大数据的基础上,通过整合商家资源对用户进行精准营销,实现商家、用户、平台的无缝对接。

公司于2015年出售持有的19楼18.89%的股权,目前持股比例为19.95%,在保持第一大股东的同时,有助于19楼加速互联网化发展,并通过引入拥有更多在互联网或资本市场等领域的战略投资者,进一步增强19楼的自身实力,强化其对优秀互联网人才的吸引力,提升创业团队的主观能动性和激励效果,提高其独立融资能力。

快房网是都市快报旗下的房地产门户网站。网站于2009年上线,主要面向杭州用户提

供房产交易信息及资讯、交流平台。经过几年跨越式发展，快房网在运营策划能力、受众调动能力及网站综合影响力方面均排名浙江同类网站第一，成为公司面向本地用户提供垂直生活服务的又一核心平台。

图 22：快房网提供本地房产资讯交流平台



资料来源：快房网，安信证券研究中心

快房网的经营方杭州快房传媒是都市快报全媒体阵营中的重要成员，通过探索创新业务模式，推出包括快房网在内的全新营收产品。快房传媒下设房产中心、新媒体中心、家居中心、网络中心及宁波分中心，主要负责快房网的运营、经营都市快报的房产广告以及代理都市快报的新媒体运营。其中都市快报房产广告位列浙江省房产投放量第一，代理运营的快微圈是浙江省最大的新媒体推广平台，新媒体订阅数达到数千万。

2.3. 印刷+物流+户外媒体构建城市服务平台

在打造融媒体+多媒体+新媒体三位一体的现代传媒集群之外，公司还在传统的发行、印刷等业务基础上，利用区域龙头媒体集团的优势，打造以城市生活服务为目标的综合平台，进一步实现业务多元化。

公司城服平台目前主要包括报刊发行投递和电商物流、报刊印刷、包装印刷、互联网连锁桌面印刷、户外媒体和地铁媒体等细分业务，分别由旗下每日送电子商务、盛元印务和丰盛传媒三家子公司承担。

每日送电子商务——同城配送专家，本地生活助手。每日送的业务由报刊投递和物流配送两部分构成。在承接公司主要报刊及外报外刊的征订配送基础上，每日送全面对接电商平台和城市生活物流需求，以解决“最后一公里”配送难题为目标，强化已有的配送网络及团队，建立专业化的城市物流体系。根据其打造区域物流龙头的定位，每日送重点发展电商物流和生活物流两大垂直市场，目前已承接天猫超市、当当网等电商的落地配送业务及淘点点等的城市生活物流，日均单量超 1.5 万件，配送服务质量在全国落地配送企业中名列前茅，绝对准点率位居华东地区首位。

图 23：每日送对接电商打造本地物流团队



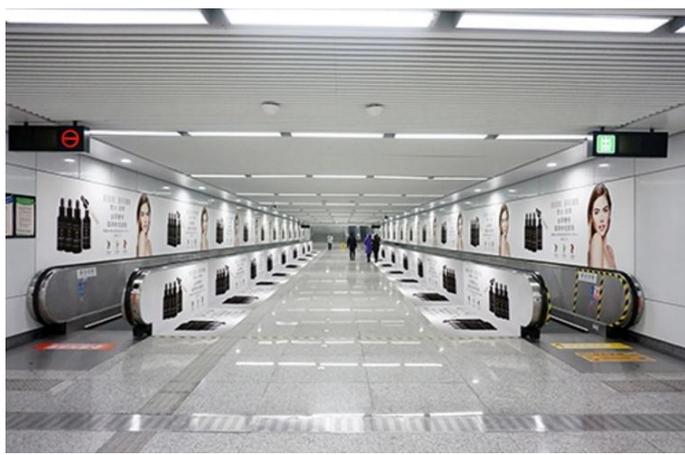
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

盛元印务——商务印刷领军企业。盛元印务承担了杭报集团所属报纸的主要印刷业务。近年来盛元印务在业务发展上坚持长短结合战略，短线发展包装印刷，长线培育数码印刷，依托产品价格合理、管理品质优良、平台安全可靠以及专业及时的售后服务体系，聚集了国内外众多一线品牌客户的商业印刷需求。

在传统印刷业务之上，盛元印务还依托公司优势媒体资源开拓新渠道，拓展展会策划及会务产品设计制作、整体营销方案的策划及运营、包装设计等创新业务，由加工模式转变为具有自主创新研发产品的营销模式。在公司层面，不断创新印刷业务与电子商务的相结合的营销、生产模式，基于包装印刷进行消费者大数据的收集和分析服务。通过在线下产品包装上印刷的“可变二维码”数据采集，为品牌商提供个性化解方案，帮助品牌商激活 CRM 会员数据，实现二次乃至多次消费。目前这一“移动互联+印刷”的业务模式已被应用于百威和奥利奥等品牌包装。

风盛传媒——专注户外资讯传播。风盛传媒是公司整合旗下优质户外资源与精锐经营团队而成立的大型户外传媒公司，主营各类户外媒体的开发运营，拥有地铁广告、城市电视、城市户外大牌及户外阅报栏等四位一体的城市户外资讯推送平台。目前风盛传媒已形成包括城市公共交通、城市主干道、高中端社区在内的户外传播网络，通过各平台相互配合，实现信息的精准传达，从而为客户提供全方位的城市资讯传播服务。风盛传媒已于 2016 年 7 月挂牌新三板，未来有望在资本对接的基础上进一步做强户外媒体业务，跻身全国一流广告公司。

图 24： 风盛传媒负责的杭州地铁 1 号线广告运营



资料来源：风盛传媒官网，安信证券研究中心

图 25： 凤城传媒承担的社区阅报栏项目



资料来源：风盛传媒官网，安信证券研究中心

2.4. 迭次外延完善传媒产业格局

公司于 2014 年底上市以来，坚持互联网+战略布局，在资本助力下，通过收购、合并、增资、成立基金等多种手段，积极布局外延转型，持续引入业务增量，在对冲传统报业下滑风险的同时，实现了产业链的上下游拓展，培育了多个业绩增长极，使长期成长基础进一步夯实。

多点布局在线视频。公司旗下杭州网于 2015 年收购快点传播 51% 股权，成为其控股股东。快点传播主要从事移动端视频运营业务，通过与手机视频内容提供方、播控牌照方以及众多移动端推广渠道的合作，为视频内容提供分销及技术支持，建立起丰富渠道资源和优质视频内容两大优势。2014 年，在移动视频基地 26 家接入方中，快点传播独家服务的芒果 TV（湖南卫视）、北方视讯（辽宁卫视）品牌包实现的信息费收入排名分别为第 5 和 16 名。

当前移动视频行业处于高速发展期，市场空间广阔。通过收购快点，公司迅速切入移动视频领域，融入产业大潮。通过将杭州网的全牌照优势与快点的渠道、内容优势的深度结合，公司建立起移动视频的内容营销和推广平台，新媒体业务矩阵更加完善。

公司于 2015 年与深圳泽创投资发展有限公司、舟山泽创投资合伙企业（有限合伙）合资成立华媒传播，致力提供视频解决方案与发行服务。华媒传播提供网络视频一站式解决方案，协助政府宣传机构、媒体机构、教育出版机构、视频制作机构、企业和自媒体等客户快速建立自己的“网络电视台”。华媒传播还打造了启视通 VideoPACE 云视频服务平台，通过构建从内容、广告主到用户的支撑系统，强化内容营销，优化观看体验。通过海外渠道拓展，实现中国优质媒体内容在海内外视频媒体渠道的广泛传播。平台对接全球主要广告交易系统、全球主要广告评价系统、视频互动平台系统、视频植入广告系统等四大系统，实现视频内容与广告创意高度融合，视频资源与广告商直接对接，重塑优质视频内容传播全新商业模式。目前华媒传播已经与省内外多家企事业单位开展南合作，未来成为公司在移动视频领域的重要平台。

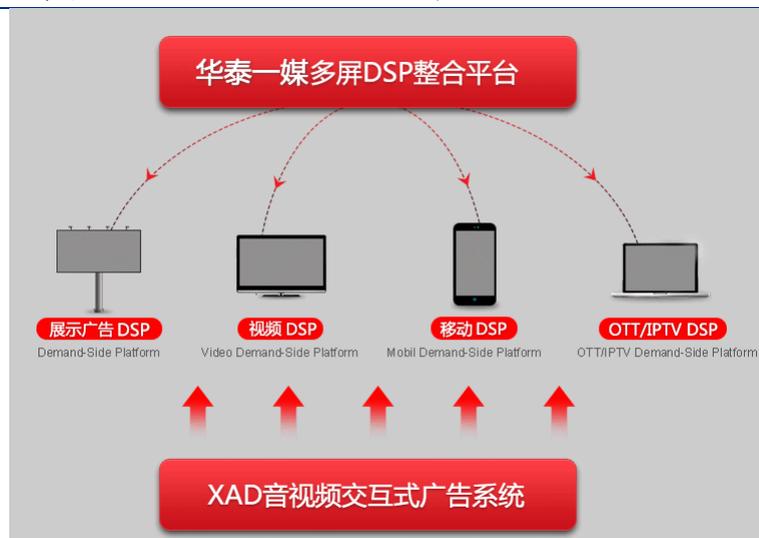
图 26：华媒传播打造启视通 VideoPACE 视频服务平台



资料来源：华媒传播官网，安信证券研究中心

依托自身资源优势开展大数据营销。公司旗下现代传媒集群覆盖互联网及移动互联网全平台，其中新媒体平台用户覆盖数超过一亿，庞大用户流量以及由此产生的用户数据积累是公司布局大数据产业的先天优势。2015年5月公司与杭州泰一指尚科技有限公司成立合资公司华泰一媒，开展大数据营销布局。华泰一媒以多维度聚合互联网数据以及精准数据分析技术为核心驱动，通过整合媒体资源、分析互联网受众浏览访问行为等，帮助客户进行精准定向投放广告并不断提升广告投放效率。依托 DSP、SSP、DMP 三大平台核心，并结合杭报旗下自身诸多媒体资源，打造融合 PC 端、移动端、视频端的跨网多屏的互联网广告生态系统。

图 27：华泰一媒构建跨网多屏 DSP 整合平台



资料来源：华泰一媒官网，安信证券研究中心

收购精典博维布局 IP 全产业链。公司于 2015 年收购精典博维 35% 股权，成为其第一大股东。精典博维主营业务包括图书、杂志等刊物的策划发行，在线文学阅读、影视改编代理版权购销，名家经纪和新媒体渠道广告投放业务。其中策划发行业务依托于大量签约作家的著作权以及和北京市旅游委的长期友好合作关系，行业壁垒较高。影视改编代理版权购销业务衍生于签约的大量文学作品版权，通过改编将优秀著作以影视剧作品的形式推向市场。同时精典博维还拓展影视广告植入代理业务，以全新的形式开拓内容营销市场。名家经纪方面，精典博维现有独家签约的名家包括诺贝尔文学奖得主莫言，知名作家麦家、阿来、阎连科等，书画家欧阳中石、马海方、何水法等，通过与这些名家的长期合作积累了大量的优质 IP 资源。

图 28：精典博维四大业务构成



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

通过多年深耕发行和版权领域，精典博维建立起内容和渠道的双重优势。此次收购双方得以优势互补，一方面精典博维为公司补强了在 IP 资源、影视广告和新媒体领域的短板，其网络文学业务、影视剧本改编、类媒体广告投放等业务也是公司未来的重点转型方向，另一方面公司在媒体领域丰富的渠道资源优势为精典博维拓展了内容输出平台。双方资源共享，使公司的文化传媒版图更加完善，产业运作空间也进一步扩大。

打造文化产权交易平台。2016 年 4 月公司通过增资获得杭州文化产权交易所 40% 股权，成为其第一大股东。杭州文交所是经国务院核准设立的首批综合性文化产权交易服务机构，目前已形成文化产权交易平台、电子交易平台、收益权益类产品、众筹服务平台和重大文化艺术活动等五大业务板块。公司依托自有资源优势，通过文交所建设综合性的文化产权要素流转平台，实现 IP 资源与金融资源的对接连通和共赢。

打造金融资本平台，发掘产业增长点。公司 2015 年以来在产业资本领域频频落子，通过合作设立投资公司等方式积极培育长期增长极，谋求产业链多元拓展。

- 1) 成立华媒投资公司，打造对外金融投资和资本运作统一平台；
- 2) 与浙商创投共同发起设立华媒泽商文化传媒产业基金，重点投资新媒体、泛文化行业及信息技术结合的相关领域；
- 3) 与无锡金晟影视投资管理有限公司共同投资成立浙江华媒金晟文化产业投资管理有限公司，充分发挥双方在传媒领域、影视项目、影视文化基金投资和管理上的优势，开展影视领域投资；
- 4) 与浙江文创控股集团有限公司合资成立华创全媒，打造跨境电商孵化器、新媒体集群及研发数据中心的“1+1+1”综合性创新园区，为公司未来产业孵化提供重要平台，也

是公司涉足跨境电商产业模式的积极探索。

3. 收购职教集团中教未来，外延转型再下关键一城

公司于 2016 年 3 月与曲水华航、新愿景投资、新未来教育、曲水华唐、红山远景及其实际控制人吴井军、韩丽签订股权转让协议，以 5.22 亿元现金收购中教未来国际教育科技（北京）有限公司 60% 股权。

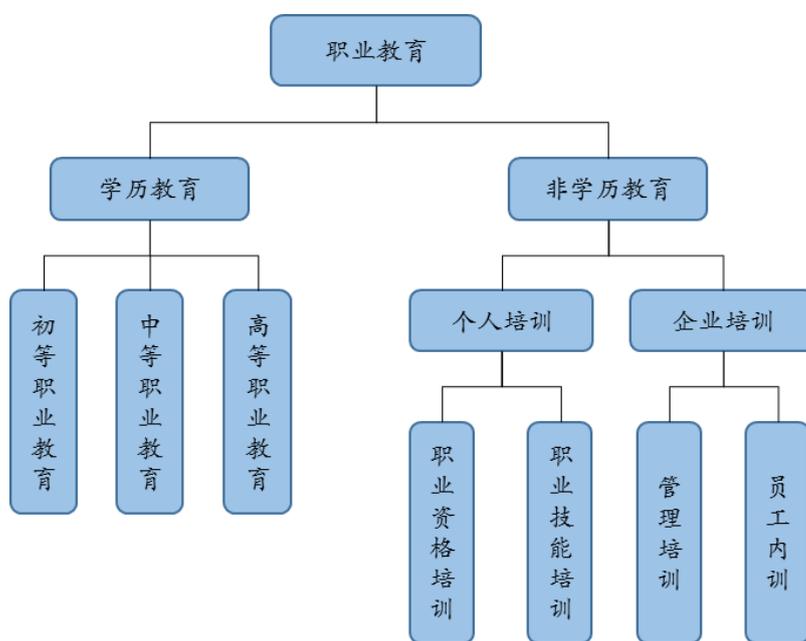
通过此次收购，公司切入职业教育领域，外延转型再下关键一城，在已有的文化传媒版图之上再次拓展大传媒产业布局。职教市场经历高速增长，公司此时入局正当其时；中教未来深耕职教市场多年，业务多元、模式灵活、针对性强，业绩成长性好，对其的收购将有效增厚公司业绩，成为公司又一重要增长点。

3.1. 职业教育：需求拉动+政策助力，行业迎高速增长

3.1.1. 学历教育仍需夯实，职业培训空间广阔

职业教育体系可分为学历教育和非学历教育（职业培训）。其中职业学历教育平行于普通教育体系中的初高中及本科教育，以培养具备实际应用能力的专业技能人才为目标，培养周期长，体系化程度高，但受众有限（仅为职业学校在校生）。职业培训以面向个人的职业技能培训和职业资格培训为主，同时包括面向企业的管理培训、员工内训等项目，其特点是目标集中、周期短，标准化与定制化兼备，且受众广泛。

图 29：我国职业教育体系



资料来源：安信证券研究中心整理

学历职业教育规模稳中有增，提质增效是发展核心。2010 年至 2015 年，高职院校数量始终保持小幅增长，在校生人数也基本维持增长趋势。教育部在 2014 年提出的《现代职业教育体系建设规划（2014-2020 年）》中提出到 2015 年高等职业教育达到 1390 万人、到 2020 年达到 1480 万人。2015 年实际在校生 1048.61 万人，已经与规划目标产生逾 340 万人的缺口，从当前在校生增速情况看，至 2020 年要达到预期目标有很大难度。我们认为当前学历职业教育存在较为明显的“普通化”现象，教学体系及培养目标未能与普通高等教育实现

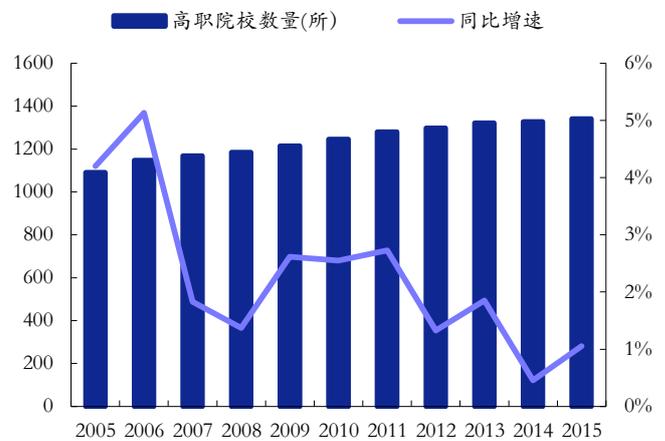
足够区分,因此在普通高校扩招、且二、三本酝酿合并的趋势下,职业院校吸引力有所下降。因此要扩大招生规模,应进一步强化其培养高素质实用人才的教育导向,突出“职业”色彩,同时规范和完善教学体系,增加就业针对性,以提高毕业生就业优势。

图 30: 我国职业高等教育在校学生数



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

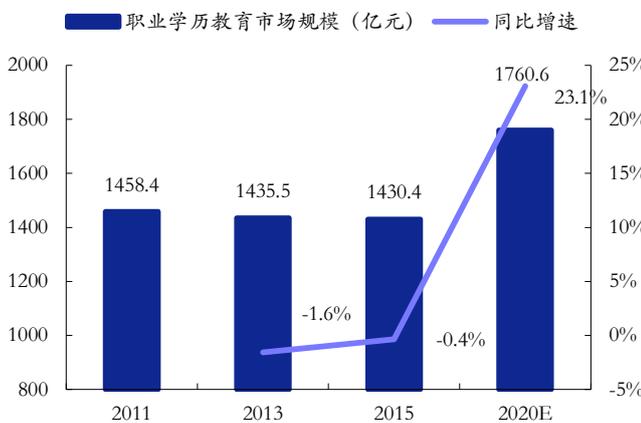
图 31: 我国高职(专科)院校数量



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

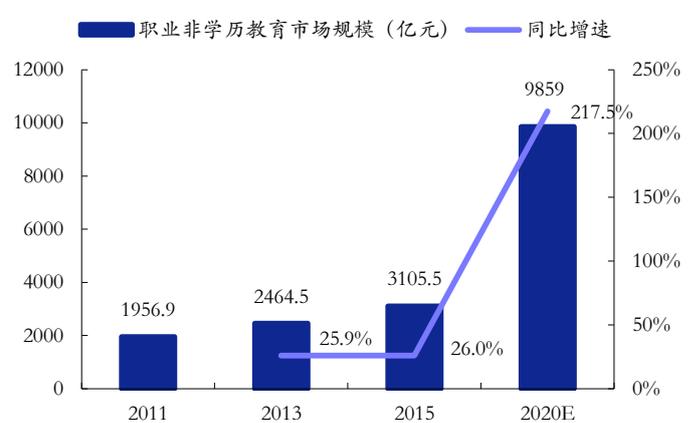
相比学历职业教育之下,职业培训由于受众广、周期短,在当前毕业生就业压力不断加大的情况下,市场刚需旺盛,成长空间更加广阔。据测算,2015年至2020年,职业学历教育规模将从1430亿元增加至1761亿元,CAGR为4.2%,而职业非学历教育规模将从3106亿元扩大至9859亿元,增幅逾200%,CAGR达26.0%,近万亿培训市场正蓄势待发。

图 32: 职业学历教育市场规模及增速



资料来源: 产业信息网, 安信证券研究中心

图 33: 职业非学历教育市场规模及增速



资料来源: 产业信息网, 安信证券研究中心

3.1.2. 政策助力提升供给, 就业竞争催生需求

职业教育的高速成长取决于供给、需求的双重推动。从供给端看,政府在政策和资金层面均大力支持职业教育发展。国务院于2010年4月发布《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020)》,提出大力发展职业教育,并鼓励职业教育办学模式改革,强调政府统筹、校企合作、集团化办学风原则,为后续职业教育政策的推出奠定总体基调。此后国务院、教育部陆续对职业教育发展方向以及鼓励社会力量参与办学的原则进行了细化和强调,从政策层面为职业教育、尤其是民办职业教育的快速发展提供有力支持。

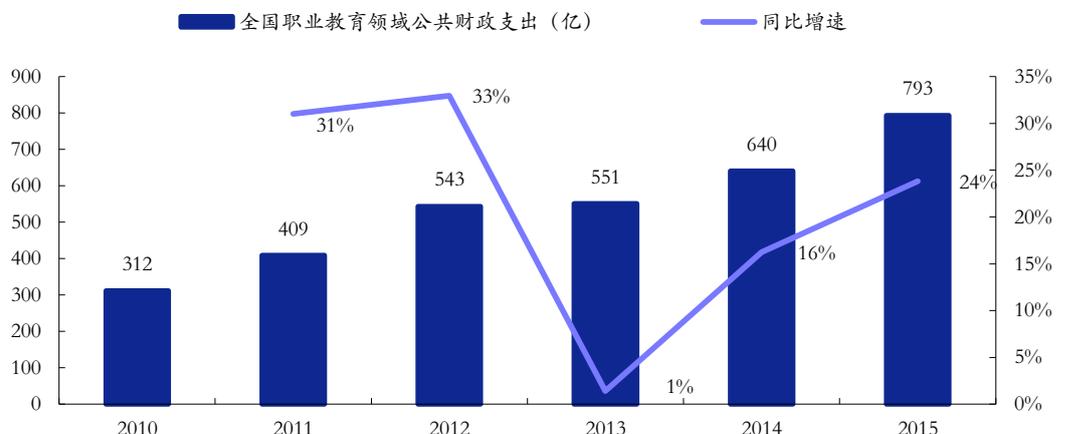
表 3：支持职业教育发展的部分重要政策

年份	政策	内容
2010	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020）》	大力发展职业教育，建立健全政府主导、行业指导、企业参与的办学机制，制定促进校企合作办学法规， <u>推进校企合作制度化</u> 。鼓励行业组织、企业举办职业学校，鼓励委托职业学校进行职工培训。制定优惠政策，鼓励企业接收学生实习实训和教师实践，鼓励企业加大对职业教育的投入。
2011	教育部《关于推进中等和高等职业教育协调发展的指导意见》	推进产教合作对接，强化行业指导作用，推动和督促企业与职业学校共建教学与生产合一的开放式实训基地。 <u>发挥职教集团作用，促进校企深度合作</u> 。引导和鼓励中等和高等职业学校以专业和产业为纽带，与行业、企业和区域经济建立紧密联系，创新集团化职业教育发展模式。
2014	国务院《关于加快发展现代职业教育的决定》	总体保持中等职业学校和普通高中招生规模答题相当，高等职业教育规模占高等教育一半以上。 <u>2020 年，中等职业教育在校生达到 2350 万人，专科层次职业教育在校生达到 1480 万人，从业人员继续教育达到 3.5 亿人次。</u>
2014	《现代职业教育体系建设规划（2014-2020）》	<u>2015 年，初步形成现代职业教育体系框架，2020 年，基本建成中国特色现代职业教育体系</u> 。建立政府、企业和其他社会力量共同发挥办学主体作用，公办和民办职业院校共同发展的职业教育办学体制。 <u>支持社会力量办学，各类主体兴办的职业院校具有同等法律地位，依法公平、公开竞争。</u>
2015	教育部《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》	积极鼓励多元主体组建职业教育集团。提升职业教育集团服务促进就业创业的能力。 <u>完善职业教育集团化办学支持政策。加大对职业教育集团化办学的投入。</u>

资料来源：教育部，安信证券研究中心整理

与政策面支持相配合的是资金面上政府对于职业院校的财政支出不断增加。自 2010 年《纲要》发布以来，政府不断加大教育支出力度，在职业教育领域的投入规模也快速增长。2010 年至 2015 年，全国在高等职业教育上的公共财政支出由 311.92 亿元扩大到 792.95 亿元，增幅达 154%，CAGR 20.5%，而同期在整个教育领域的公共财政支出 CAGR 为 16%，一定程度上反映了政府对于职业教育支持力度的侧重。

图 34：2010-2015 年职业教育公共财政支出规模及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

从需求端看，有两方面因素构成职业教育发展的基础推动力。一是就业压力加大催生职教需求。从就业市场看，近年来大学毕业生人数持续增长，2010 年至 2014 年，毕业生人数由

631 万人增至 749 万人，CAGR 为 3.5%，就业人口逐年扩张。但当前经济增速放缓、部分行业用工需求下降，同时结构性调整尚未产生新的就业增长点，导致应届生就业压力不断加大。激烈的就业竞争对学历职业教育和职业培训均有推动作用。

图 35：2005-2015 年高校毕业生人数持续增长



资料来源：Wind，安信证券研究中心

从就业情况看，根据北京大学教育学院对全国高校毕业生所做的调查，专科生的毕业落实率在各学历阶段中最高，因此单纯从就业角度看，职业教育优势相对明显，如果进一步将不同本科批次的就业率差距纳入考虑，职业院校很大程度上能够提供相较于三本院校更为确定的就业保证，因此更具竞争力。

表 4：2015 年高校毕业生就业落实情况 (%)

	专科生	本科生	硕士生	博士生	全部
(1) 已确定单位	39.5	27.4	55.8	49.2	33.4
(2) 升学 (国内)	8.8	22.9	11.8	8.6	18.5
(3) 出国、出境	2.5	6.9	4.6	10.2	5.8
(4) 自由职业	6.5	4.6	2.3	0.5	4.7
(5) 自主创业	7.8	4.1	1.7	3.2	4.6
(6) 其他灵活就业	22.3	15.6	8.3	9.6	16.1
(7) 待就业	10.1	13.7	12.9	13.9	12.9
(8) 不就业拟升学	1.4	2.6	1.1	1.1	2.2
(9) 其他暂不就业	0.7	1.5	1	1.1	1.2
(10) 其他	0.4	0.7	0.5	2.7	0.7
落实率 (1-6 项)	87.6	81.5	84.5	81.3	83.1

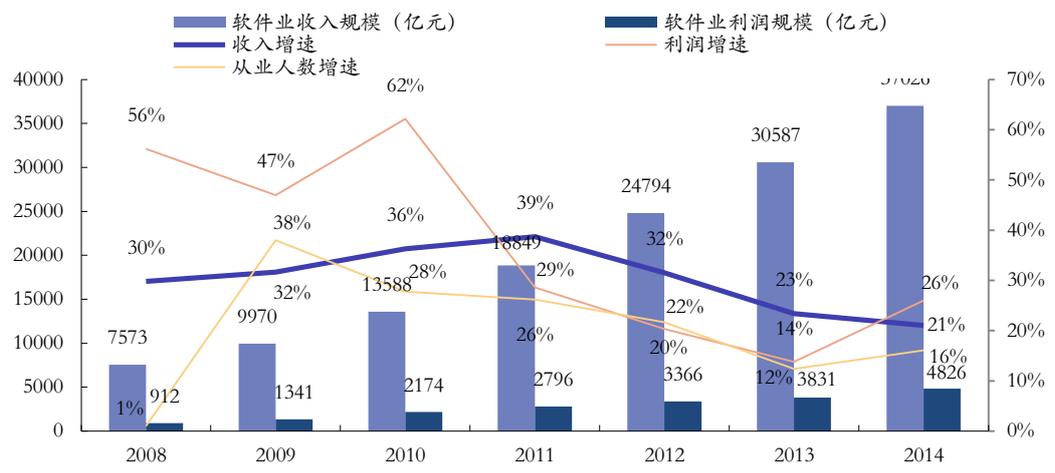
资料来源：北京大学“全国高校毕业生就业状况”调查，安信证券研究中心

另外在激烈竞争下，强化个人能力和职业匹配度尤为重要，从而培育了职业培训的庞大市场。职培需求可分刚性需求和弹性需求。刚需包括司法考试、会计从业资格等职业资格认证考试以及公务员考试、银行等行业的招录考试，这类考试构成就业的显性门槛，催生了相应求职人群的培训需求。弹性需求则针对个人职业素质提升及相关技能的培养，例如 IT 培训及各类公开课项目。此类培训不涉及准入资格等强制性要求，但在日趋激烈的职场竞争中已成为求职者 and 职场人士拓宽职业选择空间、打开上升通道的普遍选择，需求量同样不断增长。

需求拉动的另一个因素是部分景气行业存在用人缺口，从而对职业教育的部门专业起到正向拉动作用，其中尤以 IT 行业最为明显。据工信部统计，2013 至 2015 年，软件产业收入由

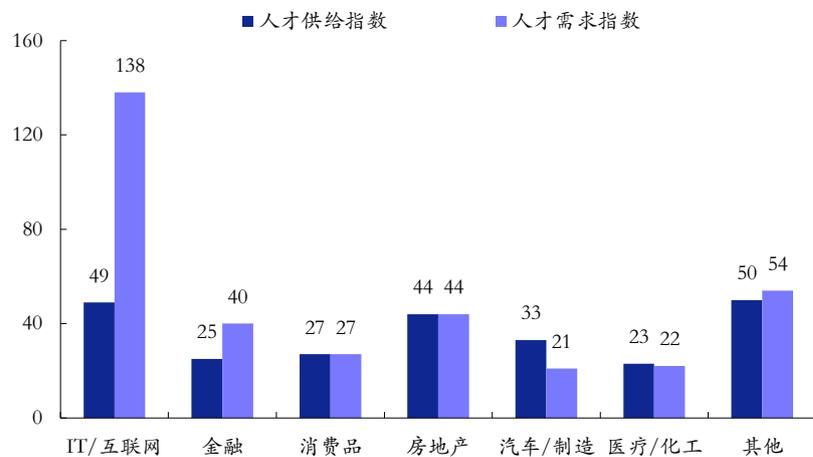
30587 亿元增至 42848 亿元, CAGR 为 18.4%, 行业利润由 3831 亿元增至 5766 亿元, CAGR 为 22.7%。相比之下, 同期从业人员从 470 万人增至 574 万人, CAGR 10.5%, 尽管增速较快, 但远低于行业规模增长。而从猎聘网给出的人才供求指数看, 2015 年 IT/互联网行业供求缺口最大, 说明 IT 产业的高景气度催生的用人需求并未被充分满足。而从人才培养的角度, IT 行业人才培养周期短, 尤其是基础的程序和设计人员, 短则通过数月训练即可获得从业技能, 培训机构可通过针对性强、标准化的项目迅速量产人才, 弥合供求缺口。

图 36: 软件产业收入及从业人员增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 37: IT 行业人才缺口最大

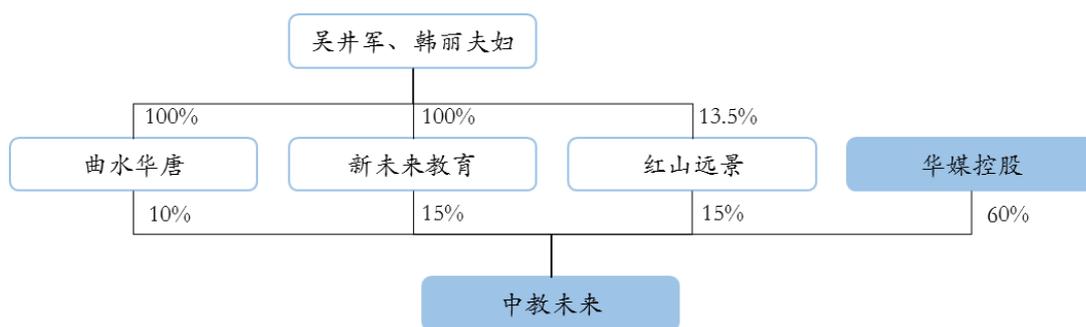


资料来源: 猎聘网, 安信证券研究中心

3.2. 中教未来: 以职业教育为核心的多元化教育集团

中教未来成立于 2006 年, 十年深耕职业教育市场, 并不断扩展业务布局, 目前已形成以职业教育为核心, 包括国际教育、IT 教育、艺术教育和在线教育在内的五大业务板块。公司主要采取轻资产运营, 通过与高校联合举办职业教育、国际教育等合作办学项目, 向高校输出招生、教学、实训、就业等一整套教学运营服务, 打造独具特色的校企合作模式。

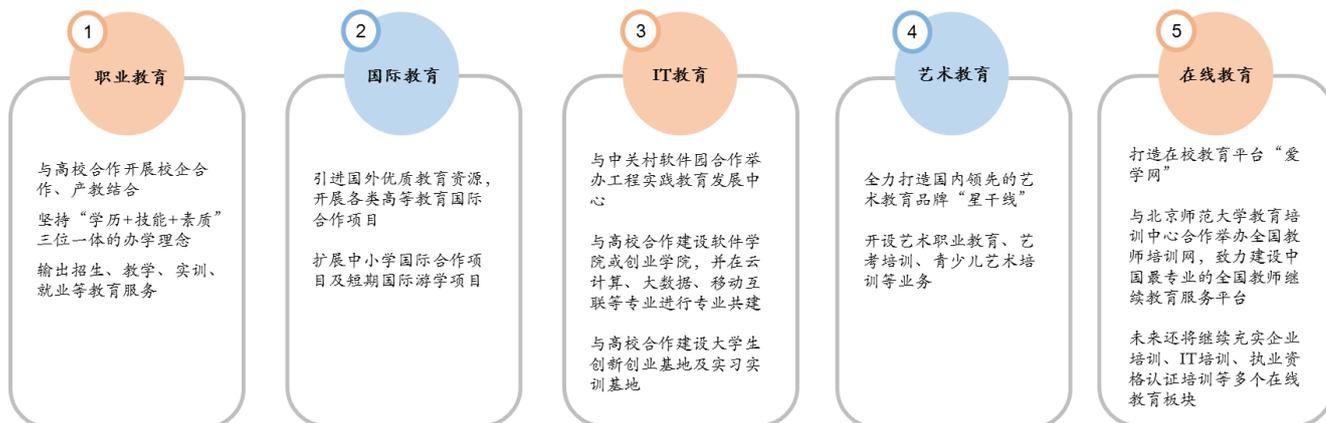
图 38: 收购完成后中教未来股权结构



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

中教未来近年来营收高速增长, 2015 年度实现营业收入 8154.84 万元, 同比增长 109.46%, 实现归母净利润 2019.58 万元。此次收购完成后将在资本助力下加速扩张, 盈利能力有望大幅提升。中教未来承诺 2016-2018 年归母净利润分别不低于 5800 万元、6800 万元和 7900 万元。

图 39: 中教未来打造五大教育板块



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

3.2.1. 职业教育: 以校企合作输出优质教学服务

中教未来与近十家高校开展联合办学项目, 坚持“学历+技能+素质”三位一体的办学理念, 将学历教育与技能教育、素质教育有机结合, 致力于优化整合高校闲置教学资源, 输出招生、教学、实训、就业等教育服务, 培养高素质应用型人才。

图 40：中教未来部分合作高校



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

学历教育：通过课堂教学、在线学习等方式开展教学工作，并组织学生学习国家承认的学历教育考试，颁发相应的学业证书、毕业证书等，为学生进入职场打下坚实的基础。

技能教育：采用案例式教学、项目化管理相结合的教学模式，由经验丰富的专业讲师承担专业课程和实训课程，通过学期实践、项目实训等方式，有效提升学生实践能力、掌握就业岗位实用技能。

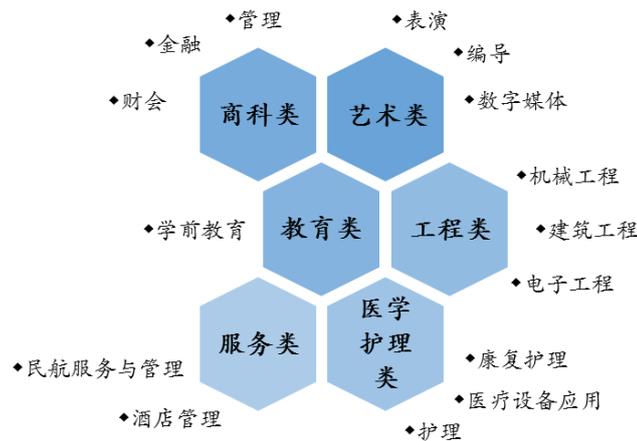
素质教育：通过感恩教育、国学教育、户外拓展、名师讲座、职业生涯规划等课程内容以及各类团学活动，培养学生的综合素养和创新能力，提升职场综合竞争力。

中教未来还构建完善的就业体系为学生提供充足就业保障。(1) 就业渠道拓展：与多家企业进行紧密的人才合作，实现无缝对接，为企业提供优秀的应用型人才。(2) 就业推荐管理：结合毕业生情况，准备就业工作方案，将毕业生与用人单位进行匹配，推荐学生到用人单位面试。(3) 就业指导工作：在校生的职业素养培养、毕业生的就业指导、就业学生的就业跟踪与辅导。

3.2.2. 国际教育：拓展对外合作，强化自主建设，构建多阶段国际教育体系

自 2009 年起，中教未来在原有职业教育业务的基础上逐步开始尝试引进国外优质教育资源，拓展国际教育领域业务。在发展国际教育初期，中教未来主要是通过引入和借鉴国内外的成型项目与课程体系，此后逐步建设拥有自主知识产权的国际化高等教育和职业教育课程体系，涵盖商科、艺术、信息、工程、教育、服务、医学护理等多个学科。

图 41：中教未来国际教育体系涵盖多类实用性学科



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

在开展自主教学体系建设同时，中教未来进一步加深对外合作。在完善课程体系的基础上，逐步寻求与海外院校进行学分和课程的认证工作，并向国内大专院校推广；同时与北美、欧洲等地区的数十所院校及教育机构建立稳定联系，在实践中合作开展了本科预科、本科 2+2、本科 3+1、专升硕 3+1+1、专升硕 3+2 等各类高等教育国际合作项目。

在 K12 教育方面，中教未来与美国、英国、澳大利亚、马来西亚等国家的多所中学积极筹备合作建立符合国际标准的中学国际课程班，还将引进国外成熟的夏令营项目，开展中小学国际青少年夏令营中国营，为更多学生提供拓展国际视野的平台。

3.2.3. IT 教育：产教结合打造实用型人才培养模式

依托中关村软件园优质资源，打造产教结合培养模式。中教未来投资创办云科未来教育科技（北京）有限公司，与中关村软件园达成战略合作，共同举办工程实践教育发展中心，开展大数据、云计算、移动互联、互联网营销、UI 设计等 IT 专业技术型人才的培养。

与高校合作建设软件学院或创业学院。工程实践教育发展中心与合作院校优势互补，以共建学院或专业系为平台进行全面合作。中心将资金、设备、技术等优质资源引入合作院校，提升院校整体软硬件教学水平。同时，将课程体系、实践型师资、教学服务与就业服务等教学资源引入院校，提升院校整体教学水平和就业质量，进一步提升院校竞争力。

校企合作共建实习实训基地：云科未来与合作院校优势互补，资源整合，共同规划建设实习实训基础环境，并按照企业的工作流程和标准进行运行与管理，建立“教学课堂、素质课堂、企业课堂”三位一体的人才培养体系，培养合格的专业技能人才；

3.2.4. 艺术教育：打造全国领先艺教品牌星干线

中教未来于 2011 年投资创办北京星干线文化传播有限公司，是一家以实习实训为龙头，艺考培训、学历教育为两翼，影视人才培养为主导的综合性艺术教育机构。星干线下辖星干线影视专才培训基地、北京电影学院职教部、北京星干线艺术学校三大教育机构，分别承担实习实训、学历职业教育和艺考培训三项业务。

图 42：星干线三大业务板块



资料来源：星干线官网，安信证券研究中心

图 43：星干线艺校打造全国领先的艺考专业品牌



资料来源：星干线艺校官网，安信证券研究中心

其中，星干线影视专才实训基地由星干线与中国电视剧导演工作委员会共同打造，是导演委员会唯一指定的影视人才培养基地，通过一线导演的实战授课与中戏、北电、军艺在职老师的理论教学相结合，让学生快速提升技能水平，快速实现演艺人的梦想。

北京电影学院职业教育部由北京星干线、北京电影学院和中国电视剧导演工作委员会三方联合创办，共同开展全日制教育学历班。职教部通过与北电、中戏、军艺、中传四所顶尖艺术院校实现师资共享，保证了影视教育的高起点和高质量。目前，职教部已开设编导、摄影、表演、导演、音乐、播音主持、影视美术设计、文化产业管理、戏剧影视文学等多项专业。

星干线艺术学校致力打造完整的艺考培训体系。学校培训科目覆盖广，提供表演、主持、编导、美术等 11 个艺术门类、25 个艺术专业方向的培训课程，基本包括了全部艺术专业。同时师资力量雄厚，一线教学团队由中央戏剧学院、中国传媒大学、北京电影学院、解放军艺术学院、中国音乐学院等行业内院校骨干教师共同组成，教学经验丰富，为学生提供针对性强、培训应试体系。星干线艺校目前是中央戏剧学院官方唯一艺术教育合作机构，以及中国电视剧导演工作委员会官方唯一指定培训基地，品牌影响力及行业资源均全国领先。

3.2.5. 在线教育：以教师培训为切入，拓展在线教育多元布局

在线教育是中教未来长期布局的重点方向。公司以“爱学网”为主平台拓展在线教育业务，目前爱学网旗下已搭建运营了中小学教师培训平台“全国教师培训网”，未来还将陆续扩充企业培训、IT 培训、执业资格认证培训等多个板块，集合公司优质资源打造多元化的在线教育综合平台。

“教培网”是中教未来与北京师范大学教育培训中心联合举办的教师继续教育服务平台，通过整合北师大教育科研与教学实践的丰富经验，为全国中小学教师提供各个科目的远程培训资源（在线课程视频、培训文档等），实现教学能力的持续提升。

图 44：教培网致力提供中小学教师继续教育平台



资料来源：教培网，安信证券研究中心

4. 投资建议

公司以打造现代传媒集群主平台及城市生活服务次平台两大板块为战略重心，并在此基础上持续拓展业务构成，大传媒版图不断完善。

(1) 传媒主平台是公司的用户流量平台和主要盈利来源。其发展核心是“互联网+”和“多元化”，一方面在传统纸媒基础上迭次扩充线上媒体，形成覆盖各个终端、聚合海量用户的全媒体产品体系；另一方面独立打造杭州网、19楼、快房网等多样化的资讯、社交、服务平台。通过强化线上媒体实力，公司进一步扩大了用户基础，而旗下媒体在广告、会展、策划等领域的协同发力，也助力公司对冲报业萎缩影响，使盈利基础不断夯实。城服次平台包括印刷、配送、户外广告三大板块，均立足区域市场稳步扩张，在服务主平台的同时实习营收格局更加多元。

(2) 在强化内生的同时公司积极外延，通过收购、新设等方式持续引入业务增量。上市以来已陆续布局了移动视频（快点传播、华媒传播）、IP 产业（精典博维）、大数据（华泰一媒）等领域，赛道选择精准，新业务在贡献业绩的同时，与现有媒体板块也形成良好互动，实现了内部资源效用的共振放大。

(3) 2016 年公司外延再下重要一城，收购中教未来进军教育行业。中教未来 16-18 年承诺利润 5800 万元、6800 万元、7900 万元，将有效增厚公司业绩，而公司作为党报集团所积累的丰富政府和社会资源，以及依托媒体集群聚合的海量用户，都将为中教未来的快速扩张和品牌建立提供有力支持，从而打造长期增长的新引擎。

我们预计纸媒广告及发行收入难以扭转下滑趋势，但随着公司新媒体发展，平台流量增加，这部分广告营收贡献将稳步提升，同时旗下各平台积极开展会展策划、整合营销业务，因此整体广告策划收入下滑风险可控。外延方面，快点传播和精典博维大概率完成对赌；中教未来轻资产扩张模式优势突出，旗下职教、IT 教育、在线教育等各板块可复制性强，成长前景好，运营有望超预期，将共同拉动公司业绩提升。预计公司 2016-2018 年净利润分别为 2.75 亿元、3.14 亿元、3.51 亿元，EPS 0.27 元、0.31 元、0.34 元。公司内生外延协同发力，借

力职业教育的区域性外延，成长性突出，给予 17 年目标 PE 45 倍，对应目标价 13.95 元，给予“买入-A”评级。

5. 风险提示

纸媒行业下行风险：纸媒市场的萎缩使公司广告收入持续承压。目前公司新媒体业务业绩贡献仍有待强化，如出现传统广告收入的超预期恶化，或连累公司整体业绩下滑；

中教未来项目扩张不及预期：中教未来的扩张依赖于与院校的合作共建，在院校资源拓展不力的情况下，扩张进度或受阻。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,485.2	1,554.0	1,662.5	1,775.3	1,904.1	成长性					
减:营业成本	1,077.5	1,122.5	1,226.6	1,285.2	1,350.6	营业收入增长率	-34.0%	4.6%	7.0%	6.8%	7.3%
营业税费	19.9	19.8	21.6	22.9	24.6	营业利润增长率	680.4%	56.1%	-2.7%	14.4%	11.9%
销售费用	129.7	106.3	129.5	129.9	143.8	净利润增长率	1420.9%	50.3%	-3.0%	14.3%	11.7%
管理费用	83.9	103.1	104.8	113.9	121.5	EBITDA 增长率	137.7%	45.4%	-3.3%	12.3%	9.8%
财务费用	-3.0	-5.6	-8.8	-11.1	-15.8	EBIT 增长率	193.4%	55.7%	-3.8%	14.0%	10.9%
资产减值损失	10.9	8.2	9.0	9.0	9.0	NOPLAT 增长率	299.5%	53.9%	-3.8%	14.0%	10.9%
加:公允价值变动收益	0.6	-	8.1	2.7	-4.5	投资资本增长率	38.7%	-6.8%	48.3%	-16.0%	-4.2%
投资和汇兑收益	32.7	112.0	115.4	118.9	122.4	净资产增长率	128.3%	29.0%	17.9%	17.3%	16.5%
营业利润	199.6	311.7	303.3	347.0	388.4	利润率					
加:营业外净收支	3.7	7.4	6.2	6.6	6.4	毛利率	27.5%	27.8%	26.2%	27.6%	29.1%
利润总额	203.4	319.1	309.5	353.6	394.9	营业利润率	13.4%	20.1%	18.2%	19.5%	20.4%
减:所得税	0.1	3.8	3.7	4.2	4.7	净利润率	12.7%	18.2%	16.5%	17.7%	18.4%
净利润	188.7	283.5	274.9	314.1	350.8	EBITDA/营业收入	16.0%	22.3%	20.2%	21.2%	21.7%
						EBIT/营业收入	13.2%	19.7%	17.7%	18.9%	19.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	83	59	53	42	32
						流动资产周转天数	42	35	25	50	34
						流动资本周转天数	342	347	398	441	503
						应收账款周转天数	176	145	161	153	157
						存货周转天数	34	9	22	31	18
						总资产周转天数	474	504	584	606	649
						投资资本周转天数	162	174	195	200	167
						投资回报率					
						ROE	15.0%	18.4%	15.2%	14.8%	14.1%
						ROA	10.4%	13.2%	10.2%	11.7%	10.0%
						ROIC	35.1%	38.9%	40.1%	30.9%	40.8%
						费用率					
						销售费用率	8.7%	6.8%	7.8%	7.3%	7.6%
						管理费用率	5.7%	6.6%	6.3%	6.4%	6.4%
						财务费用率	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.8%
						三费/营业收入	14.2%	13.1%	13.6%	13.1%	13.1%
						偿债能力					
						资产负债率	32.2%	28.6%	32.7%	20.7%	29.1%
						负债权益比	47.4%	40.1%	48.6%	26.1%	41.0%
						流动比率	2.38	2.23	2.22	3.58	2.79
						速动比率	2.33	2.16	2.05	3.33	2.75
						利息保障倍数	-64.94	-54.84	-33.66	-30.30	-23.62
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	203.3	315.3	274.9	314.1	350.8	EPS(元)	0.19	0.28	0.27	0.31	0.34
加:折旧和摊销	44.8	45.1	40.5	40.5	40.5	BVPS(元)	1.24	1.51	1.78	2.09	2.44
资产减值准备	10.9	8.2	-	-	-	PE(X)	56.2	37.4	38.5	33.7	30.2
公允价值变动损失	-0.6	-	8.1	2.7	-4.5	PB(X)	8.4	6.9	5.8	5.0	4.3
财务费用	-0.5	0.8	-8.8	-11.1	-15.8	P/FCF	-29.2	30.8	-128.0	21.8	27.3
投资损失	-32.7	-112.0	-115.4	-118.9	-122.4	P/S	7.1	6.8	6.4	6.0	5.6
少数股东损益	14.6	31.8	30.8	35.2	39.3	EV/EBITDA	42.2	39.2	29.4	24.9	21.7
营运资金的变动	-326.3	-33.7	-384.7	132.5	-2.1	CAGR(%)	19.8%	7.4%	105.2%	19.8%	7.4%
经营活动产生现金流量	63.8	92.0	-154.5	395.1	285.9	PEG	2.8	5.1	0.4	1.7	4.1
投资活动产生现金流量	-4.9	308.2	99.2	113.4	131.5	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	184.7	54.1	2.5	10.3	15.8	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034