

2017年08月30日

东方明珠 (600637.SH)

公司快报

证券研究报告

互联网

依托多渠道优势及内容资源，业绩平稳增长

事件：

公司8月29日发布2017年半年报：

实现营业收入87.97亿，同增11.32%；实现归母净利润12.24亿，同减4.3%，实现扣非后归母净利润8.17亿，同比增长7.24%。分业务看，电视购物、数字营销、文化地产、游戏业务分别实现营业收入32.91亿、18.18亿、8.86亿、0.15亿，分别同增19.42%、-10.07%、12.53%、66.67%；IPTV、互联网电视、有线数字电视、其他起到视频集成与分发分别实现营业收入8.50亿、2.63亿、1.72亿、1.20亿，分别同增10.35%、46.77%、32.56%、-30.00%；内容制作与发行实现营业收入4.39亿，同增3.78%。

点评：

■ 大屏端业绩表现优异，全媒体渠道优势进一步放大

报告期内，IPTV、OTT及有线数字电视营收同比增加，分别同增10.35%、46.77%、32.56%，IPTV及OTT用户规模分别同增12.5%、6.06%。IPTV方面，2015年以来电信运营商力推IPTV业务，IPTV用户规模持续增长，2017年上半年总用户规模达到1.03亿，环比增长约18%，公司IPTV有效用户增速基本匹配行业增速，对标有线电视2.39亿有效用户规模峰值，我们预计IPTV用户规模仍具1-2亿的增长空间，未来2-3年仍将持续增长，公司IPTV有效用户规模持续增长较为确定，鉴于公司IPTV业务毛利率较高，17年上半年同比提高了3个百分点至57%，用户规模增长叠加ARPU值提高预期下，预计全年IPTV业务营收增速有望进一步提高，为公司全年业绩带来较大弹性；OTT方面，付费生态完善及用户付费习惯逐渐养成，营收同比大幅增加，同时公司仍继续加大投入力度，机顶盒、技术研发费及版权等投入成本持续增加，导致毛利率为负，随着公司OTT业务逐渐成熟，预计营业成本将下降，毛利率将回归正常水平；有线数字电视方面，公司强化增值业务服务能力，标清付费频道覆盖全国31个省、市、自治区超过2亿数字电视用户，高清付费频道已落地全国29个省、市及自治区，付费频道运营收入及增值业务收入同比大幅增长。

■ 背靠控股股东SMG，依托全媒体渠道资源进一步强化内容优势

1) 内容制作方面，公司推出经典日剧IP改编电视剧《求婚大作战》、联合腾讯视频推出首部网络定制剧《约会恋爱究竟是什么》；与BBC EARTH联合制作并发行自然纪录片《地球：神奇的一天》(内地累计票房4286万，纪录片票房前三)，去年与迪士尼制作的记录电影《我

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**24.40元**
股价(2017-08-29) **21.04元**

交易数据

总市值(百万元)	55,582.11
流通市值(百万元)	33,702.86
总股本(百万股)	2,641.74
流通股本(百万股)	1,601.85
12个月价格区间	20.07/27.05元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.74	-7.44	-20.68
绝对收益	2.7	0.76	-11.06

焦娟

分析师

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

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

- 东方明珠：引进头部主机游戏《索尼克力量》，深化“娱乐+”生态布局/焦娟 2017-07-21
- 东方明珠：东方明珠：入股盖亚互娱，布局手游及电竞/焦娟 2017-06-23
- 东方明珠：东方明珠：全媒体+强内容+变现路径，协同性有效发挥打开业绩增长空间/焦娟 2017-06-13
- 东方明珠：与腾讯战略合作提升媒体渠道价值；与微软合作聚焦用户管理提升变现价值/焦娟 2017-06-13
- 东方明珠：东方明珠：立

们诞生在中国》(内地票房 6657 万, 纪录片票房第一) 也成功登陆北美院线。2) 版权运营方面, 公司耦合 SMG 内容资源及携手国内外顶尖内容方, 进一步巩固体育、电影、电视剧、少儿动漫、纪实 5 大王牌内容产品, 报告期内成功引入包括 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; 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。3) IP 开发与运营方面, 公司与俄罗斯知名动画公司 Animaccord 合作开发知名 IP“玛莎与熊”, 并投资了网文 IP《镇魂》及超级 IP 改编电视剧《你和我的倾城时光》; 4) 游戏方面, 公司引入头部主机游戏《索尼克: 力量》, 其强 IP 属性有望与公司线上线下各项业务形成有效协同, 走通衍生变现的市场价值, 同时公司投资盖亚互娱, 补强手游研发及发行能力。

■ 依托多渠道会员体系, 构建“娱乐+”生态闭环

2017 年上半年, 公司 IPTV、OTT、有线数字电视付费用户规模及移动终端月活峰值分别达到 3600 万、2100 万、5200 万、1900 万, 另外东方购物注册用户数突破 1000 万, 东方明珠、奔驰文化中心、国际会议中心、东方绿洲合计接待宾客约 330 万。公司线上线下超过亿级的用户流量预计将成为有效整合电视购物、数字营销与广告、文化地产等各业务板块的核心。电视购物方面, 公司将进行 PC+APP、TV+目录、IPTV+OTT 的渠道联动, 增厚业绩; 数字营销方面, 公司整合上海本地公交、地铁、站台、楼宇视频近 5 万个终端, 并立足东方有线及 IPTV 两大客厅媒体, 业务覆盖超过 33 个城市, 上海地区渗透率达 90%; 文化地产方面, 公司预计将植入文化及内容资源, 通过线上线下导流, 有望打造文化娱乐旅游综合体。

■ 投资建议: 短期 IPTV 业务可提高公司业绩弹性, 长期公司有望围绕多渠道会员体系打通线上线下变现路径, 我们预计公司 17/18/19 年净利润分别为 32.27 亿、35.53 亿、39.07 亿, 对应 EPS1.22/1.34/1.48 元, 参考同类可比公司给予 17 年 20 倍目标 PE, 对应目标价 24.40 元, 维持“买入-A”评级。

■ 风险提示: 市场竞争加剧、IPTV 业务发展不及预期等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	18,529.7	19,445.5	21,390.0	23,529.0	25,889.0
净利润	2,906.7	2,934.0	3,227.4	3,553.0	3,907.2
每股收益(元)	1.10	1.11	1.22	1.34	1.48
每股净资产(元)	9.46	10.03	11.14	12.28	13.64

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	18.7	18.5	16.8	15.3	13.9
市净率(倍)	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5
净利润率	15.7%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
净资产收益率	11.6%	11.1%	11.0%	11.0%	10.8%
股息收益率	1.1%	1.7%	0.0%	1.0%	0.6%
ROIC	117.1%	20.4%	17.1%	27.0%	23.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	18,529.7	19,445.5	21,390.0	23,529.0	25,889.0	成长性					
减:营业成本	13,926.1	14,357.6	15,794.4	17,242.1	18,792.8	营业收入增长率	522.3%	4.9%	10.0%	10.0%	10.0%
营业税费	323.5	464.0	510.4	511.2	595.4	营业利润增长率	387.3%	4.1%	9.1%	11.5%	10.2%
销售费用	975.2	944.6	1,050.3	1,120.0	1,253.7	净利润增长率	270.1%	0.9%	10.0%	10.1%	10.0%
管理费用	1,228.6	1,203.2	1,345.4	1,442.3	1,607.7	EBITDA 增长率	274.9%	3.7%	8.2%	10.0%	9.0%
财务费用	-30.4	-62.9	-69.1	-76.1	-83.7	EBIT 增长率	416.2%	3.2%	9.1%	11.6%	10.2%
资产减值损失	114.6	115.6	115.1	115.4	115.2	NOPLAT 增长率	362.5%	4.2%	8.5%	11.8%	10.0%
加:公允价值变动收益	0.4	-43.6	-43.6	-43.6	-43.6	投资资本增长率	499.8%	28.9%	-29.0%	28.0%	-30.7%
投资和汇兑收益	1,603.0	1,363.6	1,483.3	1,423.4	1,453.4	净资产增长率	479.1%	6.4%	11.1%	10.4%	11.1%
营业利润	3,595.5	3,743.3	4,083.3	4,554.0	5,017.5	利润率					
加:营业外净收支	300.5	247.7	274.1	260.9	267.5	毛利率	24.8%	26.2%	26.2%	26.7%	27.4%
利润总额	3,896.0	3,991.0	4,357.4	4,814.9	5,285.0	营业利润率	19.4%	19.3%	19.1%	19.4%	19.4%
减:所得税	805.6	794.7	884.4	968.0	1,067.6	净利润率	15.7%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
净利润	2,906.7	2,934.0	3,227.4	3,553.0	3,907.2	EBITDA/营业收入	23.8%	23.5%	23.1%	23.1%	22.9%
						EBIT/营业收入	19.2%	18.9%	18.8%	19.0%	19.1%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	30	49	44	37	31
货币资金	10,129.3	8,028.5	15,858.0	15,792.5	24,782.3	流动营业资本周转天数	64	133	90	80	74
交易性金融资产	2.1	4.0	-	-	-	流动资产周转天数	255	415	413	432	468
应收账款	2,867.7	3,597.4	3,785.6	4,186.4	4,667.4	应收账款周转天数	36	60	62	61	62
应收票据	288.9	533.6	206.9	518.2	131.1	存货周转天数	23	35	28	31	29
预付账款	766.0	1,300.8	608.2	990.4	974.5	总资产周转天数	406	667	650	637	642
存货	2,163.8	1,645.4	1,661.4	2,430.8	1,766.6	投资资本周转天数	164	307	269	231	200
其他流动资产	6,273.7	7,268.3	4,546.1	5,907.2	5,226.7	投资回报率					
可供出售金融资产	3,007.6	2,113.7	2,113.7	2,113.7	2,113.7	ROE	11.6%	11.1%	11.0%	11.0%	10.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	8.7%	8.6%	9.0%	8.5%
长期股权投资	2,926.1	5,856.4	6,210.4	7,852.5	8,850.5	ROIC	117.1%	20.4%	17.1%	27.0%	23.2%
投资性房地产	428.7	648.3	663.3	673.3	678.3	费用率					
固定资产	2,654.5	2,670.2	2,504.4	2,347.0	2,182.7	销售费用率	5.3%	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%
在建工程	118.2	90.7	133.5	128.1	89.0	管理费用率	6.6%	6.2%	6.3%	6.1%	6.2%
无形资产	1,980.4	2,092.7	1,463.3	824.9	174.3	财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
其他非流动资产	1,672.0	946.7	739.8	-1,007.2	-1,990.8	三费/营业收入	11.7%	10.7%	10.9%	10.6%	10.7%
资产总额	35,279.0	36,796.6	40,494.6	42,757.8	49,646.3	偿债能力					
短期债务	1,153.9	105.0	-	-	-	资产负债率	23.5%	22.0%	21.2%	17.7%	21.2%
应付账款	2,972.4	3,833.8	5,769.4	3,559.1	7,237.8	负债权益比	30.8%	28.2%	27.0%	21.5%	26.9%
应付票据	299.0	621.0	225.2	430.4	387.8	流动比率	3.32	2.86	3.20	4.09	3.66
其他流动负债	2,357.4	3,259.3	2,332.1	3,302.7	2,633.9	速动比率	3.00	2.65	3.00	3.76	3.49
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-117.33	-58.55	-58.06	-58.88	-58.96
其他非流动负债	1,516.9	265.6	276.2	270.9	273.5	分红指标					
负债总额	8,299.6	8,084.7	8,602.9	7,563.0	10,533.1	DPS(元)	0.23	0.34	-	0.21	0.11
少数股东权益	1,976.8	2,223.1	2,468.8	2,762.7	3,072.9	分红比率	20.8%	30.6%	0.0%	15.3%	7.7%
股本	2,626.5	2,641.7	2,641.7	2,641.7	2,641.7	股息收益率	1.1%	1.7%	0.0%	1.0%	0.6%
留存收益	21,088.9	23,553.9	26,781.2	29,790.4	33,398.6						
股东权益	26,979.4	28,711.9	31,891.8	35,194.8	39,113.3						

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
净利润	3,090.3	3,196.3	3,227.4	3,553.0	3,907.2	EPS(元)	1.10	1.11	1.22	1.34	1.48
加:折旧和摊销	879.9	918.2	933.4	962.3	994.7	BVPS(元)	9.46	10.03	11.14	12.28	13.64
资产减值准备	114.6	115.6	-	-	-	PE(X)	18.7	18.5	16.8	15.3	13.9
公允价值变动损失	-0.4	43.6	-43.6	-43.6	-43.6	PB(X)	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5
财务费用	68.5	68.9	-69.1	-76.1	-83.7	P/FCF	-7.2	-23.6	6.8	599.7	6.0
投资损失	-1,603.0	-1,363.6	-1,483.3	-1,423.4	-1,453.4	P/S	2.9	2.8	2.5	2.3	2.1
少数股东损益	183.6	262.3	245.7	293.9	310.3	EV/EBITDA	20.2	11.8	7.7	7.1	5.1
营运资金的变动	-7,530.2	-572.3	4,517.1	-4,414.0	4,347.6	CAGR(%)	7.6%	9.7%	69.7%	7.6%	9.7%
经营活动产生现金流量	994.1	2,291.6	7,327.5	-1,147.9	7,979.1	PEG	2.5	1.9	0.2	2.0	1.4
投资活动产生现金流量	-8,351.6	-2,509.7	1,335.8	1,297.0	1,352.0	ROIC/WACC	11.2	2.0	1.6	2.6	2.2
融资活动产生现金流量	7,829.1	-1,571.5	-833.8	-214.7	-341.2	REP	0.5	1.5	1.8	0.9	1.1

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、王中骁声明，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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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