

2019年09月01日

东方明珠 (600637.SH)

业绩符合预期，数据赋能拥抱5G，关注公司新逻辑进展

事件：

公司于8月27日公布19年半年报，2019年上半年实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润57.06亿元、10.71亿元、7.24亿元，分别同增-5.34%、-13.62%、6.18%。

点评：

■1、优化业务架构，基本面趋稳。公司不断优化调整架构，聚焦主业完善产业链布局，逐步将14大事业群整合为4大产业板块（媒体、内容、视频购物、文旅消费），业务逐步趋稳。

(1) 媒体网络板块优势强化，业绩释放仍需时间。2019年上半年实现营业收入14.31亿元，同减7.68%，毛利率为28.25%，同减3.97pct，主要系IPTV业务分账模式变化且互联网业务调整销售模式。公司围绕BesTV持续推进融媒体战略，期待未来放大渠道价值。2019年上半年，公司IPTV、OTT用户规模分别达5124万户、3426万户，分别同增11.39%、39.95%。有线电视稳中有升，其中付费电视有效用户维持在6000万户；互动点播合作平台达到40个，用户规模达1650万户，同增17.86%。公司同时整合12城城市公交、上海机场/地铁等线下流量大屏、全国数十个省座城市影院点映渠道，形成超过2亿人次的触达能力，未来公司流量货币化的变现能力值得期待。

(2) 影视互娱板块坚持精品化路线，且监管趋严下公司边际受益。2019年上半年实现营业收入3.76亿元，同减19.88%，毛利率为18.8%，同减0.89pct。影视方面，公司坚持主旋律精品路线，子公司出品的电视剧《你好，对方辩友》在芒果TV上线33天播放量破5亿次，并获主流媒体高度认可。游戏方面，公司积极响应文化出海政策，形成“主机+手游”双渠道出海模式，同时涉足电竞，响应上海“电竞之都”建设。

(3) 视频购物板块能力边际强化，围绕“跨界新零售”，建立电视购物之外的全媒体立体销售平台。2019年上半年实现营业收入29.11亿元，同增0.2%，毛利率17.71%，保持稳定。

(4) 文旅消费板块逐步构建线上线下渠道及流量一体化战略。2019年上半年实现营业收入9.12亿元，同减8.56%，毛利率46.38%，同减1.6pct。公司坚持“智慧广电文娱+”战略，打造线下文化产业集聚区代表，实现从线下到线上，从内容到变现的全路径变现模式。

公司快报

证券研究报告

互联网

投资评级 **买入-A**

首次评级

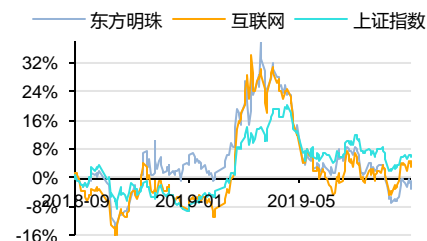
6个月目标价：**11.87元**

股价(2019-08-30) **9.34元**

交易数据

总市值(百万元)	32,061.70
流通市值(百万元)	24,872.73
总股本(百万股)	3,432.73
流通股本(百万股)	2,663.03
12个月价格区间	8.33/13.65元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.27	-5.35	-10.94
绝对收益	-5.85	-5.78	-5.03

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jjiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

相关报告

■2、搭建 OPG 云平台，积极拥抱 5G 建设，构建大中台服务输出能力，期待公司新逻辑落地。公司着力打造面向未来增长力的智慧运营平台——OPG 云。我们认为有望将从 To C/To B 两大业务变现角度受益：

(1) To C：打通内容库及用户数据，实现用户一体化娱乐消费体验及内容精准推送，有望有效减缓大屏端用户流失甚至逆转。我们坚定认为未来“大屏生态”非“电视生态”，5G 时代下，用户大屏端的需求场景将从功能性的观影需求向集娱乐消费、社交需求、生活、教育等于一体的综合需求场景转变，即需求升维（类似智能手机对功能手机的替代）。公司的 To C 业务有望在两方面受益：提升内容货币化能力（如会员变现、电商变现）及发展新的内容货币化场景（如云游戏、电竞）。

(2) To B：可细分为两大变现场景。第一个为基于 To C 业务的广告变现，即流量货币化能力的提升，公司用户中心目前已汇聚 6000 万用户数据，形成 16 大类、500+ 用户画像标签，同时新增公交、机场、地铁等新的流量化的渠道媒体，广告变现能力逻辑的进一步落地是未来的重点。第二个为基于大数据能力开展智慧广电业务（如智慧城市等 To G 业务）。目前公司布局的智慧城市物联网业务已在杨浦、虹口、普陀三区展开，已建设超 20 万个物联传感终端、覆盖 45 项应用大类，覆盖率达 95%。公司计划未来三年继续扩大上海市场份额，并逐步拓展至长三角。公司背靠政府资源，逻辑演进颇为顺畅，期待业绩的实质性落地。

■投资建议：公司经过三年业务整合，逻辑梳理，目前思路已逐步清晰。未来将突破媒体渠道优势下内容变现全闭环的逻辑，预期公司将通过构建 OPG 云智慧运营平台，打通海量数据资产资源优势，以大数据为基，连通媒介及内容、线上及线下，在 To B/To C 业务逻辑上均有较大变现机会。我们预期 19 年仍将为业绩趋稳时点，20、21 年新逻辑有望逐步推进并落地。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 20.39 亿、22.06 亿、26.69 亿，因公司战略逻辑较为顺畅且变现潜力较大，给予较高估值（20 倍），对应 19 年目标价 11.87 元，首次评级给予“买入-A”评级。

■风险提示：大屏用户持续下降，OPG 战略推进不及预期，智慧广电业务对公司业绩贡献不及预期的风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	16,261.2	13,633.7	17,587.4	22,336.1	27,473.3
净利润	2,236.9	2,015.4	2,039.8	2,206.2	2,669.3
每股收益(元)	0.65	0.59	0.59	0.64	0.78
每股净资产(元)	8.03	8.23	8.74	9.02	9.40

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	14.3	15.9	20.0	20.0	20.0
市净率(倍)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
净利润率	13.8%	14.8%	11.6%	9.9%	9.7%
净资产收益率	8.1%	7.1%	6.8%	7.1%	8.3%
股息收益率	2.9%	2.9%	3.2%	3.4%	4.2%
ROIC	12.5%	11.7%	10.4%	12.1%	14.8%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	16,261.2	13,633.7	17,587.4	22,336.1	27,473.3	成长性					
减:营业成本	12,153.6	10,377.3	12,135.3	15,858.6	19,918.2	营业收入增长率	-16.4%	-16.2%	29.0%	27.0%	23.0%
营业税费	161.1	111.8	404.5	540.8	648.6	营业利润增长率	-19.6%	-8.6%	0.5%	8.8%	19.4%
销售费用	807.4	757.6	703.5	893.4	1,098.9	净利润增长率	-23.8%	-9.9%	1.2%	8.2%	21.0%
管理费用	1,243.2	925.5	1,208.9	1,586.4	1,901.6	EBITDA 增长率	-14.3%	-3.5%	1.3%	-4.8%	0.4%
财务费用	-55.5	-135.5	-97.2	-140.6	-199.3	EBIT 增长率	-23.3%	-6.7%	1.3%	7.5%	18.3%
资产减值损失	826.0	494.7	478.8	599.8	524.4	NOPLAT 增长率	-20.7%	-2.3%	-4.0%	8.4%	20.1%
加:公允价值变动收益	-1.9	-0.4	0.9	-0.5	0.0	投资资本增长率	4.3%	8.5%	-7.4%	-1.6%	2.3%
投资和汇兑收益	1,755.1	1,667.5	10.0	10.1	10.2	净资产增长率	3.1%	3.2%	6.3%	3.5%	4.6%
营业利润	3,008.9	2,751.2	2,764.5	3,007.2	3,591.1	利润率					
加:营业外净收支	20.5	-224.1	-70.8	-121.9	-139.0	毛利率	25.3%	23.9%	31.0%	29.0%	27.5%
利润总额	3,029.4	2,527.1	2,693.6	2,885.3	3,452.2	营业利润率	18.5%	20.2%	15.7%	13.5%	13.1%
减:所得税	632.1	321.9	480.5	494.7	549.2	净利润率	13.8%	14.8%	11.6%	9.9%	9.7%
净利润	2,236.9	2,015.4	2,039.8	2,206.2	2,669.3	EBITDA/营业收入	24.1%	27.8%	21.8%	16.3%	13.3%
						EBIT/营业收入	17.4%	19.3%	15.2%	12.8%	12.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	59	68	49	34	24
						流动营业资本周转天数	170	221	181	143	124
						流动资产周转天数	494	599	497	447	410
						应收帐款周转天数	67	66	64	66	65
						存货周转天数	36	52	38	40	43
						总资产周转天数	821	994	793	667	580
						投资资本周转天数	422	536	417	313	255
						投资回报率					
						ROE	8.1%	7.1%	6.8%	7.1%	8.3%
						ROA	6.4%	5.8%	5.6%	5.5%	6.4%
						ROIC	12.5%	11.7%	10.4%	12.1%	14.8%
						费用率					
						销售费用率	5.0%	5.6%	4.0%	4.0%	4.0%
						管理费用率	7.6%	6.8%	6.9%	7.1%	6.9%
						财务费用率	-0.3%	-1.0%	-0.6%	-0.6%	-0.7%
						三费/营业收入	12.3%	11.4%	10.3%	10.5%	10.2%
						偿债能力					
						资产负债率	20.7%	19.5%	17.7%	22.2%	22.5%
						负债权益比	26.1%	24.2%	21.6%	28.6%	29.0%
						流动比率	2.96	3.20	3.75	3.19	3.26
						速动比率	2.75	2.88	3.55	2.81	2.96
						利息保障倍数	-50.90	-19.44	-27.43	-20.39	-17.02
						分红指标					
						DPS(元)	0.27	0.27	0.30	0.32	0.39
						分红比率	41.3%	46.0%	50.0%	50.0%	50.0%
						股息收益率	2.9%	2.9%	3.2%	3.4%	4.2%

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,397.3	2,205.2	2,039.8	2,206.2	2,669.3
加:折旧和摊销	1,122.9	1,174.7	1,167.6	782.4	272.5
资产减值准备	826.0	494.7	-	-	-
公允价值变动损失	1.9	0.4	0.9	-0.5	0.0
财务费用	63.5	93.0	-97.2	-140.6	-199.3
投资损失	-1,755.1	-1,667.5	-10.0	-10.1	-10.2
少数股东损益	160.4	189.7	173.4	184.3	233.7
营运资金的变动	-1,405.7	-163.2	325.7	-568.0	-583.2
经营活动产生现金流量	3,009.2	2,565.3	3,600.1	2,453.7	2,382.8
投资活动产生现金流量	-2,079.3	-930.9	-136.6	141.3	-28.3
融资活动产生现金流量	-425.1	-1,154.0	-1,444.1	-1,332.9	-1,136.7

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.65	0.59	0.59	0.64	0.78
BVPS(元)	8.03	8.23	8.74	9.02	9.40
PE(X)	14.3	15.9	20.0	20.0	20.0
PB(X)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
P/FCF	16.1	91.4	14.0	14.0	14.2
P/S	2.0	2.4	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.2	7.4	5.6	5.6	5.3
CAGR(%)	-0.1%	9.6%	-11.5%	-0.1%	9.6%
PEG	-151.8	1.7	-1.7	-211.9	2.1
ROIC/WACC	1.2	1.1	1.0	1.2	1.4
REP	1.5	1.2	1.1	0.9	0.7

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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@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