

2020年02月07日

东方明珠 (600637.SH)

## 东方明珠：渠道及内容优势明显，短期逻辑有望率先落地

■文化龙头地位稳固，线上线下协同布局。公司隶属于上海国资委，背靠上海文广集团，属于国内领先的文化产业集团。旗下共有影视互娱、媒体网络、视频购物、文旅消费四大业务板块，坐拥多项优质核心资产：1) 线上拥有全媒体牌照资源，覆盖 IPTV、OTT、互联网、数字电视等多终端用户；2) 线下拥有东方明珠塔、上海国际会议中心、梅赛德斯奔驰文化中心、东方绿舟等上海稀缺地标性文娱资源，年接待人数接近 1000 万。坐拥线上线下庞大的流量入口，公司在中国的文娱版图中占据重要的一席之地。

■以内容分发与电商变现为重要流量出口，有望持续提振业绩。渠道优势下，融媒体战略贯穿始终，2020 年顺应传媒大势短期逻辑落地有望增厚业绩。短期公司将在游戏、MCN、远程教育发力，借助 IPTV/有线电视/OTT 渠道优势及文广内容优势落地变现场景，长期国网融合及 5G 商业化预期革新变现逻辑。(以下数据来源：东方明珠公众号)

- **MCN**：广电借助公信力优势及专业能力，布局 MCN，有利于充分改变用户触达的方式：电视内容线性、单一、被动触达，即“人找内容”；短视频内容非线性、多维、主动触达，即“内容找人”。融媒体战略下，用户粘性 & 流量体量均将明显增长，由此带来变现效率的提高。2019 年 12 月 18 日，东方购物凭借在“京品推荐官红人孵化计划”项目和“京东 618”活动期间的优异表现，以及在视频制作、直播内容、流量带货等综合维度的出色发挥，荣获 2019 年度京东直播“王牌机构”、“最佳带货机构”和“最佳人气机构”三大奖项。
- **游戏**：2020 年春节期间，公司旗下游戏公司力推包括《仙剑奇侠传 3D 回合》、《山海异闻录》、《圣墟》、《队长小翼 最强 11 人》、《永远的七日之都》等在内的经典游戏，流水及活跃用户在线时长受益于春节用户线上注意力集中，均出现明显增长（同增幅度 15%-20%），其中《仙剑》及《队长小翼》除夕夜表现优异，当日流水同比增长超 30%。
- **远程教育**：公司旗下百视通、文广互动、东方有线全力响应教育部门“停课不停学”，集合多渠道联合策划上线“停课不停学，安心在家学”教育产品，包括“百视教育”、“文广学堂”。两大产品内容涵盖全年龄段 30000 余节线上精品课程。其中“停课不停学”系列学习课程节目，包含中高考辅导、小学寒假班、小学语文数英开学预习课等衔接课程；语文、数学、英语、物理、化学五大主

公司快报

证券研究报告

互联网

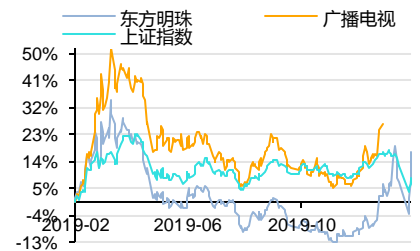
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**13.6 元**  
股价 (2020-02-06) **11.60 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	39,608.20
流通市值 (百万元)	30,891.19
总股本 (百万股)	3,414.50
流通股本 (百万股)	2,663.03
12 个月价格区间	8.60/13.65 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.3	34.1	9.05
绝对收益	10.27	30.34	18.53

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

陈旻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100002

chenmin1@essence.com.cn

### 相关报告

东方明珠：东方明珠 19 年半年报点评：业绩符合预期，数据赋能拥抱 5G，关注公司新逻辑进展/焦娟

2019-09-01

力学科的强化课程等。公司大屏用户覆盖全国，远程教育模式走通有望迅速向全国范围内推广。

■**投资建议：**公司基本面优异，渠道覆盖全国，广电系短期逻辑有望率先落地。我们预计 2019-2021 年公司实现归母净利润为 21.96 亿、23.24 亿、24.71 亿，对应 EPS 为 0.64 元、0.68 元、0.72 元。鉴于广电短有 MCN、远程教育逻辑，长有 5G 商业化、国网融合的逻辑，我们给予一定估值溢价，给予 2020 年 20 倍，对应目标价 13.6 元，给予“买入-A”评级。

■**风险提示：**公司行动力不及预期的风险，新逻辑落地推进不及预期的风险，MCN、远程教育竞争恶化的风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	16,261.2	13,633.7	14,997.0	16,496.7	18,146.4
净利润	2,236.9	2,015.4	2,196.2	2,323.8	2,471.2
每股收益(元)	0.85	0.76	0.64	0.68	0.72
每股净资产(元)	10.43	10.69	8.98	9.50	10.14

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	24.3	26.9	32.1	30.4	28.6
市净率(倍)	2.0	1.9	2.3	2.2	2.0
净利润率	13.8%	14.8%	14.6%	14.1%	13.6%
净资产收益率	8.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
股息收益率	1.7%	1.7%	0.0%	0.8%	0.4%
ROIC	12.5%	11.7%	11.1%	13.2%	13.9%

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
<b>营业收入</b>	16,261.2	13,633.7	14,997.0	16,496.7	18,146.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	12,153.6	10,377.3	11,247.8	12,389.1	13,609.8	营业收入增长率	-16.4%	-16.2%	10.0%	10.0%	10.0%
营业税费	161.1	111.8	126.7	146.0	163.3	营业利润增长率	-19.6%	-8.6%	7.6%	7.5%	5.5%
销售费用	807.4	757.6	779.8	864.5	967.6	净利润增长率	-23.8%	-9.9%	9.0%	5.8%	6.3%
管理费用	1,243.2	925.5	1,082.3	1,190.6	1,310.2	EBITDA 增长率	-14.3%	-3.5%	6.4%	-3.4%	-8.4%
财务费用	-55.5	-135.5	-149.1	-164.0	-180.4	EBIT 增长率	-23.3%	-6.7%	6.7%	7.4%	5.3%
资产减值损失	826.0	494.7	660.4	577.5	618.9	NOPLAT 增长率	-20.7%	-2.3%	2.5%	8.1%	4.5%
加:公允价值变动收益	-1.9	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	投资资本增长率	4.3%	8.5%	-9.7%	-0.3%	-1.9%
投资和汇兑收益	1,755.1	1,667.5	1,711.3	1,689.4	1,700.4	净资产增长率	3.1%	3.2%	9.0%	6.0%	6.8%
<b>营业利润</b>	3,008.9	2,751.2	2,960.0	3,182.1	3,357.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	20.5	-224.1	-101.8	-163.0	-132.4	毛利率	25.3%	23.9%	25.0%	24.9%	25.0%
<b>利润总额</b>	3,029.4	2,527.1	2,858.2	3,019.1	3,224.6	营业利润率	18.5%	20.2%	19.7%	19.3%	18.5%
减:所得税	632.1	321.9	480.2	489.8	541.7	净利润率	13.8%	14.8%	14.6%	14.1%	13.6%
<b>净利润</b>	2,236.9	2,015.4	2,196.2	2,323.8	2,471.2	EBITDA/营业收入	24.1%	27.8%	26.8%	23.6%	19.6%
						EBIT/营业收入	17.4%	19.3%	18.7%	18.3%	17.5%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	59	68	58	50	42
						流动营业资本周转天数	170	221	204	182	171
						流动资产周转天数	494	599	581	600	605
						应收帐款周转天数	67	66	64	65	65
						存货周转天数	36	52	41	46	43
						总资产周转天数	821	994	925	894	862
						投资资本周转天数	422	536	483	416	374
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	8.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
						ROA	6.4%	5.8%	6.1%	5.9%	6.1%
						ROIC	12.5%	11.7%	11.1%	13.2%	13.9%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	5.0%	5.6%	5.2%	5.2%	5.3%
						管理费用率	7.6%	6.8%	7.2%	7.2%	7.2%
						财务费用率	-0.3%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
						三费/营业收入	12.3%	11.4%	11.4%	11.5%	11.6%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	20.7%	19.5%	14.8%	17.5%	14.5%
						负债权益比	26.1%	24.2%	17.4%	21.3%	17.0%
						流动比率	2.96	3.20	4.53	4.06	5.04
						速动比率	2.75	2.88	4.33	3.64	4.84
						利息保障倍数	-50.90	-19.44	-18.86	-18.41	-17.61
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.35	0.35	-	0.16	0.08
						分红比率	41.3%	46.0%	0.0%	23.0%	11.5%
						股息收益率	1.7%	1.7%	0.0%	0.8%	0.4%

## 资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,700.3	8,240.6	11,565.9	13,611.3	16,326.8
交易性金融资产	2.0	1.7	-	-	-
应收帐款	2,465.0	2,529.3	2,827.7	3,140.2	3,383.1
应收票据	575.5	167.8	657.2	246.2	749.7
预付帐款	900.1	857.4	996.2	1,131.6	1,163.5
存货	1,606.8	2,298.2	1,110.6	3,097.8	1,276.1
其他流动资产	8,024.9	9,028.4	8,107.2	8,497.5	8,366.8
可供出售金融资产	1,477.4	1,262.0	1,262.0	1,262.0	1,262.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	7,840.1	8,113.4	8,467.4	8,781.1	9,114.9
投资性房地产	639.9	662.9	677.9	687.9	692.9
固定资产	2,633.0	2,506.1	2,363.3	2,218.3	2,048.1
在建工程	117.8	281.9	267.3	208.4	129.2
无形资产	1,373.4	1,404.9	528.0	21.8	25.4
其他非流动资产	976.1	604.9	278.3	-78.2	-423.0
<b>资产总额</b>	37,332.2	37,959.5	39,109.1	42,825.9	44,115.6
短期债务	1,650.0	1,650.0	-	-	-
应付帐款	3,152.9	3,491.9	2,841.5	4,613.0	3,313.2
应付票据	681.6	251.3	727.8	445.5	786.9
其他流动负债	2,042.7	1,834.9	2,006.8	2,258.7	2,098.5
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	204.4	176.8	215.6	196.2	205.9
<b>负债总额</b>	7,731.6	7,404.9	5,791.7	7,513.5	6,404.4
少数股东权益	2,044.6	2,301.7	2,483.6	2,689.1	2,900.7
股本	2,641.3	3,433.6	3,433.6	3,433.6	3,433.6
留存收益	24,935.7	25,204.1	27,400.2	29,189.7	31,376.8
<b>股东权益</b>	29,600.6	30,554.6	33,317.4	35,312.4	37,711.2

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,397.3	2,205.2	2,196.2	2,323.8	2,471.2
加:折旧和摊销	1,122.9	1,174.7	1,214.4	870.2	385.8
资产减值准备	826.0	494.7	-	-	-
公允价值变动损失	1.9	0.4	-0.4	-0.4	-0.4
财务费用	63.5	93.0	-149.1	-164.0	-180.4
投资损失	-1,755.1	-1,667.5	-1,711.3	-1,689.4	-1,700.4
少数股东损益	160.4	189.7	181.9	205.5	211.6
营运资金的变动	-1,405.7	-163.2	925.5	-631.2	151.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	3,009.2	2,565.3	2,657.2	914.6	1,339.2
投资活动产生现金流量	-2,079.3	-930.9	1,729.2	1,484.7	1,508.9
融资活动产生现金流量	-425.1	-1,154.0	-1,061.0	-353.8	-132.6

## 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.85	0.76	0.64	0.68	0.72
BVPS(元)	10.43	10.69	8.98	9.50	10.14
PE(X)	24.3	26.9	32.1	30.4	28.6
PB(X)	2.0	1.9	2.3	2.2	2.0
P/FCF	27.3	154.7	27.3	29.7	24.9
P/S	3.3	4.0	4.7	4.3	3.9
EV/EBITDA	9.2	7.4	14.6	14.7	15.3
CAGR(%)	1.8%	6.8%	-9.4%	1.8%	6.8%
PEG	13.5	4.0	-3.4	16.8	4.2
ROIC/WACC	1.2	1.1	1.1	1.3	1.3
REP	1.5	1.2	2.9	2.4	2.2

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、陈旻声明, 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	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@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