

公司研究/季报点评

2020年10月31日

传媒/传媒 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 9.18  
目标价格(元): 10.12

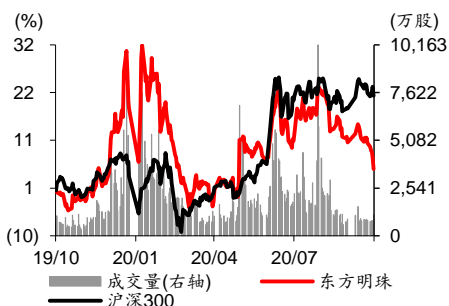
**朱璐** SAC No. S0570520040004  
研究员 SFC No. BPX711  
zhujun016731@htsc.com

**周钊** SAC No. S0570517070006  
研究员 SFC No. BQA910  
010-56793958  
zhouzhao@htsc.com

相关研究

- 1《东方明珠(600637 SH,增持): 扣非净利同增5%, 发力 BesTV+》2020.08
- 2《东方明珠(600637 SH,增持): 主业承压, 中台建设取得进展》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# Q3 净利同增 30%, 流媒体战略推进

## 东方明珠(600637)

### 流媒体战略推进, 维持“增持”评级

公司 Q1-Q3 实现营收 76.28 亿元, 同比-10.85%; 归母净利 13.07 亿元, 同增 1.01%; 扣非后归母净利 9.48 亿元, 同比-2.2%。Q3 单季分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 17.28/3.06/1.98 亿元, 同比-39.39%/+30.29%/-19.24%。扣非净利持续受疫情影响(包括影视、文旅等业务)。我们维持盈利预测, 预计 2020-22 年归母净利润 15.84/17.65/20.05 亿元, EPS 0.46/0.52/0.59 元。可比公司 20 年 Wind 一致预期平均 PE 30X, 存在广电整合溢价, 公司业务多元化, 较行业平均估值应有折价, 给予公司 20 年 22X PE 估值, 对应目标价 10.12 元, 维持“增持”评级。

### Q3 营收及毛利率同比明显波动, 主因会计准则变更

营收方面, 公司 Q3 单季度实现营收 17.28 亿元, 同比大幅下降 39.39%; Q3 毛利率 35.89%, 同比提升 9.64pct, 主因会计准则变更影响。根据公司 2019 年报, 自 2020 年起公司商品与服务收入确认由全额法逐步转为净额法, 导致 Q3 期内公司旗下东方购物营收及利润率水平受到显著影响, 带动整体营收增速及毛利率出现较为明显波动。

### 东方有线并表后 Q3 期间费用率有所抬升, 投资收益拉高净利率水平

公司 20Q3 期间费用率同比增加 14.02pct 至 26.17%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.13%/14.07%/3.23%/-1.25%, 同比 +4.03pct/+7.42pct/+1.61pct/+0.96pct。销售费用率和管理费用率显著提升, 主因公司 19Q4 并表东方有线, 使得公司整体期间费用率同比提升。另外, 20Q3 公司实现投资收益 1.82 亿元(19Q3 为亏损 0.23 亿元), 对于净利率水平提升存在明显贡献, 公司 Q3 净利润率同比增加 7.74pct 至 17.19%。

### 持续发力 BesTV+流媒体战略, 顺应媒体融合趋势及广电 5G 建设

公司于 9 月 3 日联合上海广播电视台、上海文化广播影视集团有限公司(SMG)召开 2020 年流媒体战略发布会, 正式发布 BesTV+流媒体产品。公司将围绕 BesTV+平台为用户提供多内容、多服务、多场景、跨终端的融合媒体服务。截至 2020 年 6 月底, 公司 BesTV 融合渠道平台服务 5,823 万 IPTV 业务用户, 拥有 4,566 万 OTT 业务用户、1,800 万互动点播用户。此外, 公司 BesTV+流媒体平台于 9 月 18 日获准成为中国广播电视网络有限公司“广电 5G 应用平台(上海试点)”, 入局广电 5G 平台前期业务探索。

### 流媒体战略推进, 维持“增持”评级

公司顺应融媒体及广电 5G 建设趋势, 持续发力 BesTV+流媒体战略。我们维持盈利预测, 预计 2020-2022 年净利润为 15.84/17.65/20.05 亿元, 对应 EPS 为 0.46/0.52/0.59 元。可比公司 2020 年行业平均 PE 水平 30X, 存在广电改革的估值溢价, 公司业务多元化, 较行业平均估值应有折价, 给予公司 20 年 22X PE 估值(前值 25X, Q3 业绩波动明显, 影视文旅等业务依旧承压), 调整目标价为 10.12 元(前值 11.50 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 付费电视用户数量下降、视频购物业务收入下降等。

公司基本资料

总股本(百万股)	3,415
流通 A 股(百万股)	3,415
52 周内股价区间(元)	8.60-11.87
总市值(百万元)	31,345
总资产(百万元)	45,515
每股净资产(元)	8.57

资料来源: 公司公告

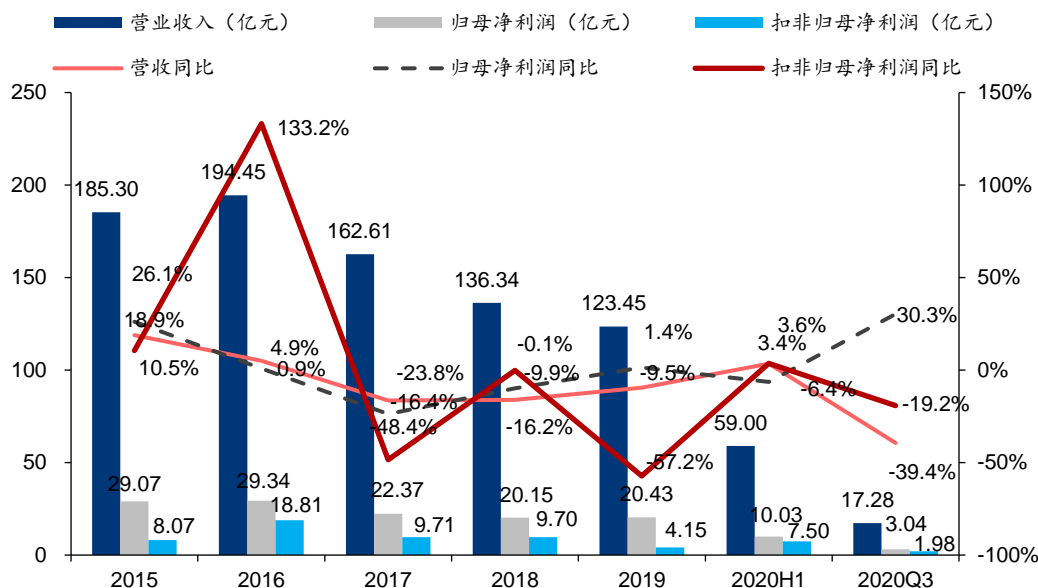
经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,634	12,345	12,647	13,170	13,764
+/-%	(16.16)	(9.46)	2.45	4.13	4.51
归属母公司净利润(百万元)	2,015	2,043	1,584	1,765	2,005
+/-%	(9.90)	1.37	(22.46)	11.44	13.57
EPS(元, 最新摊薄)	0.59	0.60	0.46	0.52	0.59
PE(倍)	15.55	15.34	19.79	17.75	15.63

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

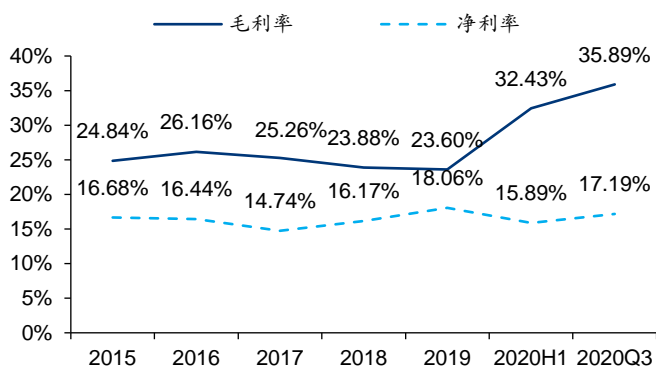
## 公司经营状况汇总

图表1: 2015-2020Q3 营收及净利变动情况



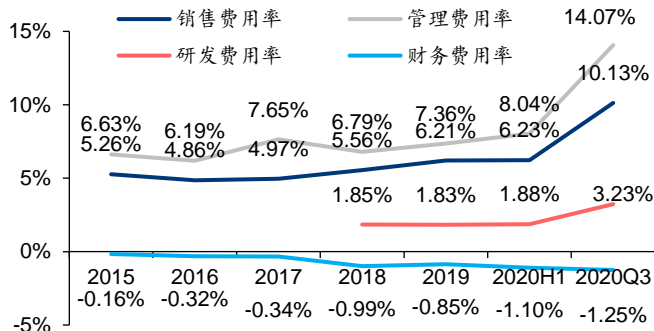
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 2015-2020Q3 利润率变化情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 2015-2020Q3 期间费用率变化情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 可比公司估值

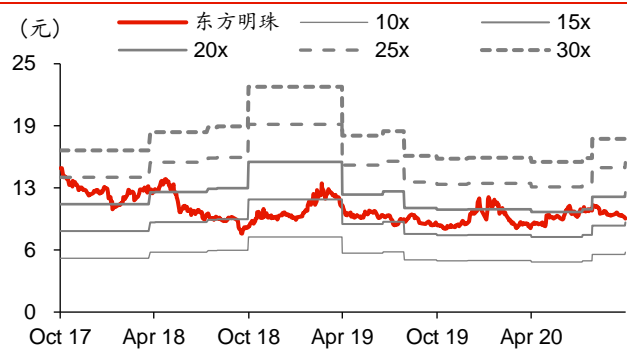
图表4: 可比公司估值表 (Wind 一致预测, 2020年10月28日)

证券代码	证券简称	总市值	PE			净利润 (亿元)		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
002238 CH	天威视讯	48.55	25.78	25.02	21.27	1.88	1.94	2.28
600996 CH	歌华有线	152.40	26.19	32.95	24.02	5.82	4.63	6.35
平均值			30X					

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

## PE/PB - Bands

图表5: 东方明珠历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 东方明珠历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

1、公司有线付费电视业务用户数量下降

有线电视用户可选择电脑、手机等其他移动终端观看节目，因而可能出现用户数量下降的风险。

2、视频购物业务收入下降

新媒体营销手段效果可能存在不及预期的情况，公司视频购物业务可能出现下降的风险。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	23,123	25,021	24,308	28,222	25,556
现金	8,241	8,358	8,257	11,108	9,060
应收账款	2,249	2,063	2,165	2,273	2,380
其他应收账款	282.06	109.44	291.66	126.03	310.50
预付账款	857.41	693.61	895.44	759.30	970.09
存货	2,298	3,653	2,413	3,804	2,539
其他流动资产	9,196	10,144	10,286	10,152	10,296
非流动资产	14,836	19,672	18,598	18,517	18,440
长期投资	8,113	6,162	6,647	7,149	7,652
固定投资	2,506	8,521	8,079	7,658	7,231
无形资产	1,405	1,549	603.55	579.19	545.36
其他非流动资产	2,812	3,439	3,268	3,130	3,012
资产总计	37,959	44,692	42,907	46,739	43,996
流动负债	7,228	9,157	6,671	9,586	5,665
短期借款	1,650	209.87	1,851	0.00	689.82
应付账款	2,358	3,680	1,569	4,088	1,586
其他流动负债	3,220	5,267	3,252	5,498	3,389
非流动负债	176.76	1,022	919.51	833.31	747.78
长期借款	0.00	366.93	264.19	177.99	92.47
其他非流动负债	176.76	655.32	655.32	655.32	655.32
负债合计	7,405	10,179	7,591	10,420	6,413
少数股东权益	2,302	5,319	5,460	5,620	5,800
股本	3,434	3,415	3,415	3,415	3,415
资本公积	11,377	11,185	11,185	11,185	11,185
留存公积	13,827	14,800	15,753	16,810	18,012
归属母公司股东权益	28,253	29,194	29,856	30,700	31,783
负债和股东权益	37,959	44,692	42,907	46,739	43,996

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,565	2,789	(1,858)	4,635	(2,834)
净利润	2,205	2,229	1,725	1,925	2,186
折旧摊销	1,175	1,667	1,773	888.22	919.97
财务费用	(135.52)	(105.47)	(103.58)	(174.43)	(235.87)
投资损失	(1,668)	(2,184)	(1,685)	(1,702)	(1,703)
营运资金变动	362.65	191.43	(3,479)	3,806	(3,878)
其他经营现金	625.89	990.62	(87.31)	(107.87)	(123.00)
投资活动现金	(930.89)	240.00	988.41	900.03	867.70
资本支出	1,117	1,690	214.14	304.86	339.99
长期投资	70.58	676.66	(485.38)	(502.27)	(502.81)
其他投资现金	115.99	1,253	1,688	1,707	1,710
筹资活动现金	(1,154)	(2,906)	(1,082)	(833.69)	(771.57)
短期借款	0.00	(1,440)	1,641	(1,851)	689.82
长期借款	0.00	366.93	(102.74)	(86.20)	(85.52)
普通股增加	792.38	(19.13)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(827.72)	(192.16)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,119)	(1,621)	(2,620)	1,103	(1,376)
现金净增加额	495.42	131.33	(1,952)	4,702	(2,738)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,634	12,345	12,647	13,170	13,764
营业成本	10,377	9,431	9,612	9,851	10,051
营业税金及附加	111.84	75.06	50.59	52.68	55.06
营业费用	757.55	766.95	948.55	987.76	1,032
管理费用	925.53	907.98	1,265	1,317	1,376
财务费用	(135.52)	(105.47)	(103.58)	(174.43)	(235.87)
资产减值损失	(494.67)	(627.18)	(50.59)	(52.68)	(55.06)
公允价值变动收益	(0.36)	25.05	2.08	4.14	6.77
投资净收益	1,668	2,184	1,685	1,702	1,703
营业利润	2,751	2,630	2,106	2,348	2,658
营业外收入	13.50	9.69	10.96	10.54	10.68
营业外支出	237.64	50.59	87.26	93.87	97.50
利润总额	2,527	2,589	2,029	2,265	2,571
所得税	321.90	359.84	304.41	339.75	385.71
净利润	2,205	2,229	1,725	1,925	2,186
少数股东损益	189.74	186.21	140.76	159.76	180.57
归属母公司净利润	2,015	2,043	1,584	1,765	2,005
EBITDA	3,554	4,042	3,626	2,926	3,214
EPS (元, 基本)	0.59	0.60	0.46	0.52	0.59

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	(16.16)	(9.46)	2.45	4.13	4.51
营业利润	(8.56)	(4.41)	(19.94)	11.52	13.20
归属母公司净利润	(9.90)	1.37	(22.46)	11.44	13.57
获利能力 (%)					
毛利率	23.88	23.60	24.00	25.20	26.98
净利率	16.17	18.06	13.64	14.62	15.88
ROE	7.22	6.46	4.88	5.30	5.82
ROIC	17.84	42.40	23.55	77.28	35.63
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.51	22.78	17.69	22.29	14.58
净负债比率 (%)	(21.19)	(21.72)	(16.45)	(29.17)	(21.14)
流动比率	3.20	2.73	3.64	2.94	4.51
速动比率	1.51	2.15	3.01	2.37	3.72
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.30	0.29	0.29	0.30
应收账款周转率	5.31	5.47	5.37	5.40	5.40
应付账款周转率	3.91	2.97	3.44	3.20	3.32
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.60	0.46	0.52	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.82	(0.54)	1.36	(0.83)
每股净资产(最新摊薄)	8.27	8.55	8.74	8.99	9.31
估值比率					
PE (倍)	15.55	15.34	19.79	17.75	15.63
PB (倍)	1.11	1.07	1.05	1.02	0.99
EV_EBITDA (倍)	7.64	4.95	6.02	5.88	6.23

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，朱璐、周钊，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师朱珺、周钊本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com