

持续推进流媒体战略，积极转型

华泰研究

2021年5月04日 | 中国内地

年报点评

科技/传媒

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

9.80

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

研究员 周劼
SAC No. S0570517070006 zhouzhao@htsc.com
SFC No. BQA910 +86-10-56793958

联系人 吴晓宇
SAC No. S0570120070141 wuxiaoyu@htsc.com
+86(0755)23993324

2020年受疫情影响，公司主营业务相对承压

公司20年实现营收/归母净利/扣非归母净利 100.3/16.2/10.9 亿元，同比-18.9%/-19.7%/+178.9% (20年年报调整后)。由于会计准则变更，营收低于我们预期 (126.5 亿元)；归母净利基本符合预期 (15.84 亿元)。21Q1 营收/归母净利/扣非归母净利 20.2/2.8/1.8 亿元，同比-16.5%/-1.1%/-15.6%。我们调整公司 21-23 年归母净利为 16.74/17.49/18.45 亿元，给予公司 21 年 PE 20X，对应目标价 9.80 元 (前值 10.12 元)，维持“增持”评级。

剔除东方有线并表影响，主营业务相对承压

受到疫情影响，公司主营业务相对承压。分板块看，20 年影视互娱/媒体网络/视频购物/文旅消费/投资管理营收 8.2/55.8/10.7/24.6/0.2 亿元，分别同比+25.1%/+39.8%/-81.0%/+28.1%/-17.8%，媒体网络保持较快增长，主要系 19Q4 并表东方有线，传统 IPTV/OTT 则分别同比下滑 16.7%/46.5%；视频购物收入确认由全额法改为净额法，收入下降而毛利同比提升 65.1pct。

顺应广电 5G 规划，持续推进 BesTV 流媒体战略

公司顺应媒体融合趋势和国家广电 5G 规划，持续推进 BesTV 战略，20 年推出全新“百视 TV”流媒体产品。截至 20 年底，“百视 TV”B+ 文娱产品月活达到 300 万，B+ 商城商品品类达到 1,786 个，IPTV/OTT 业务用户分别达到 5,865/6,071 万，分别同比+1.4%/+41.0%，付费电视有效用户/互动点播用户分别达到 5,700/2,100 万，分别同比-5.0%/+23.5%。

20 年受会计准则变更影响，毛利率增加；期间费用率有所提升

受会计准则变更影响，20 年影视互娱/视频购物毛利率达到 17.8%/83.9%，分别同比+16.7%/+65.1pct，带动整体毛利率提升至 34.2%，同比+10.6pct。2020 年销售/管理/研发/财务费用分别为 8.1%/9.8%/2.9%/-1.1%，分别同比+1.9%/+2.4%/+1.0/-0.4pct。

流媒体战略逐步推进，维持“增持”评级

公司 BesTV 流媒体战略逐步推进。由于会计准则变更，我们下调公司 21-22 年营收至 103.6/108.5 亿元 (前值 131.7/137.6 亿元)，上调 21-22 年毛利率至 34.6%/34.5% (前值 25.2%/27.0%)，我们预计公司 21-23 年归母净利 16.74/17.49/ 18.45 亿元 (21-22 年前值 17.65/20.05 亿元)，对应 EPS 0.49/0.51/0.54 元，参考可比公司 21 年 Wind 一致预期平均 PE 25.6X，考虑到公司业务多元化，较行业平均估值应有折价，给予公司 21 年 PE 20 X，对应目标价 9.80 元 (前值 10.12 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。

经营预测指标与估值

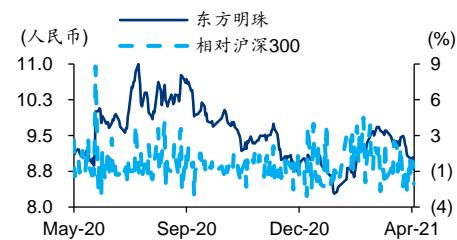
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (人民币百万)	12,345	10,033	10,364	10,848	11,394
+/-%	(9.45)	(18.72)	3.29	4.66	5.03
归属母公司净利润 (人民币百万)	2,043	1,621	1,674	1,749	1,845
+/-%	1.37	(20.66)	3.25	4.49	5.52
EPS (人民币，最新摊薄)	0.60	0.47	0.49	0.51	0.54
ROE (%)	6.45	4.47	4.67	4.65	4.67
PE (倍)	14.71	18.54	17.95	17.18	16.28
PB (倍)	1.03	1.02	0.96	0.92	0.88
EV EBITDA (倍)	4.63	4.29	4.33	5.86	5.18

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

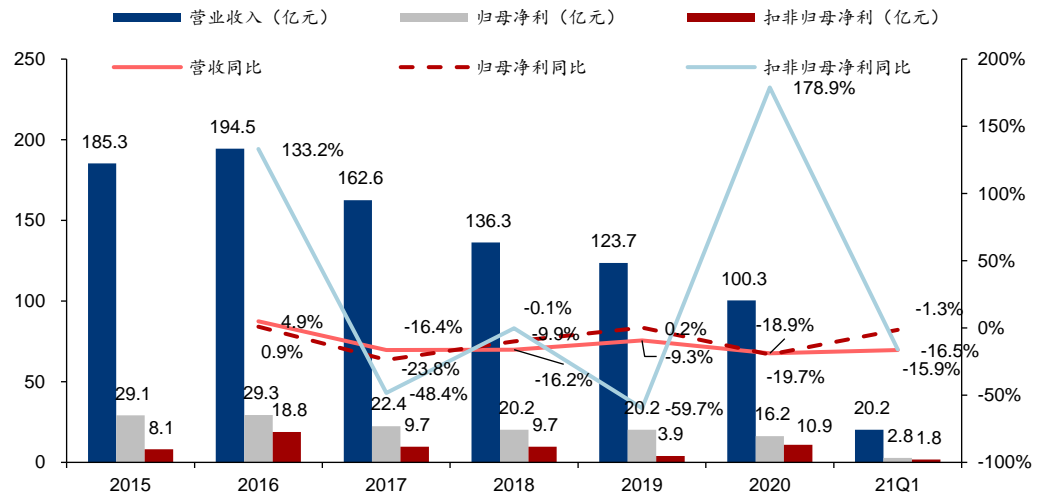
目标价 (人民币)	9.80
收盘价 (人民币 截至 4 月 30 日)	8.80
市值 (人民币百万)	30,048
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	89.65
52 周价格范围 (人民币)	8.28-11.00
BVPS (人民币)	8.63

股价走势图



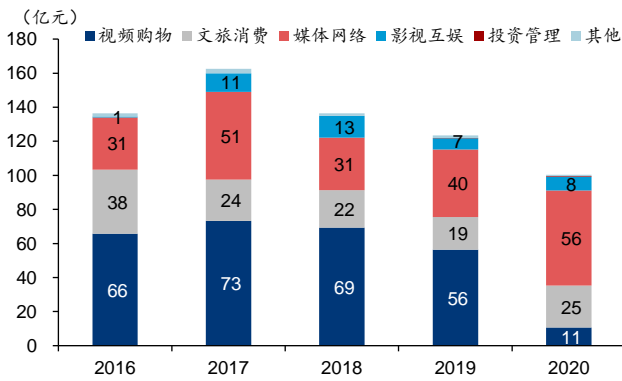
资料来源：Wind

图表1: 2015-21Q1 东方明珠营收、归母净利、扣非归母净利及同比



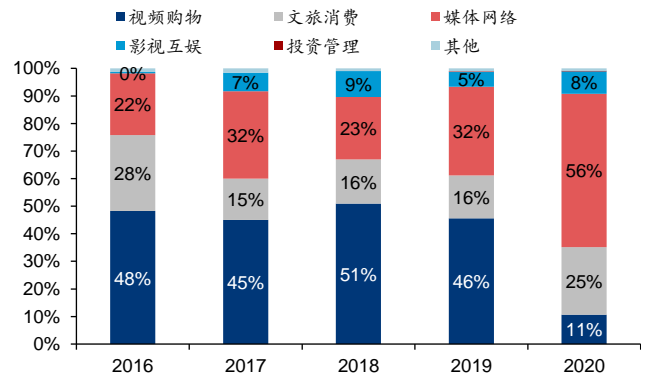
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表2: 2016-2020 东方明珠分业务营收情况



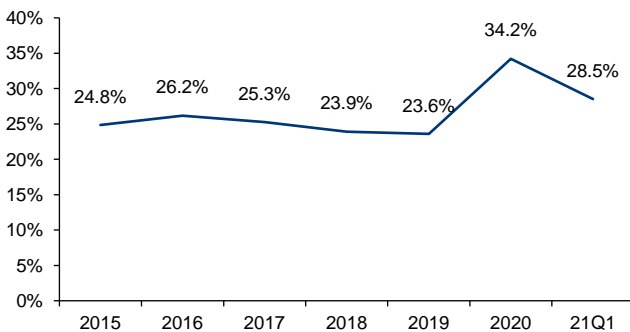
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表3: 2016-2020 东方明珠营收结构



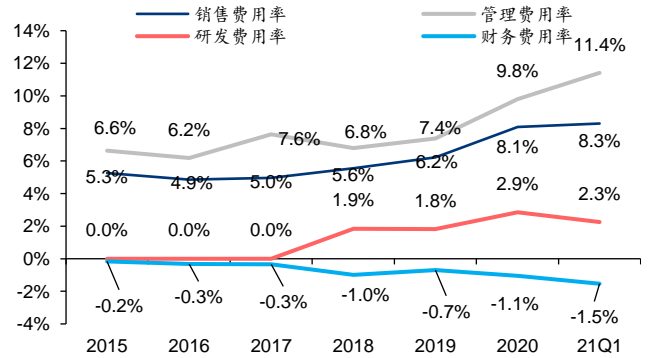
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表4: 2015-21Q1 东方明珠毛利率



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表5: 2015-21Q1 东方明珠费用率情况



注: 2017年及以前管理费用含研发
资料来源: 公司公告、华泰研究

前后预测对比

2020年由于公司会计准则变更，我们下调21-22年视频购物收入为10.9/11.1亿元，上调其毛利率为84.0%/85.0%；由于会计准则变更叠加业绩恢复，我们上调影视互娱业务收入为8.5/8.6亿元，上调其毛利率为17.5%/17.3%。我们预计21-22年公司整体毛利率达到34.6%/34.5%，对应毛利35.8/37.4亿元。与此同时，我们下调投资净收益等非经常性项目预期与20年实际值保持一致，预计21-22年归母净利润16.7/17.5亿元。

图表6：东方明珠前后盈利预测对比

	原预测值		现预测值		变动幅度%/pct		调整原因
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	
营业收入(亿元)	131.7	137.6	103.6	108.5	-21.30%	-21.20%	主要系视频购物、影视互娱业务会计准则变更
视频购物(亿元)	42.1	45.5	10.9	11.1	-74.00%	-75.50%	会计准则变更，收入确认由全额法改为净额法，收入下降而毛利提升
影视互娱(亿元)	6.1	6.2	8.5	8.6	38.40%	39.20%	业绩恢复叠加会计准则变更，影视互娱业务收入提升
毛利(亿元)	33.2	37.1	35.8	37.4	7.90%	0.70%	业绩恢复较快，影视互娱等业务毛利率提升
毛利率	25.20%	27.00%	34.60%	34.50%	+9.4pct	+7.5pct	会计准则变更，视频购物，影视互娱业务毛利率提升
视频购物	25.00%	25.00%	84.00%	85.00%	+0.59pct	+0.60pct	会计准则变更，影视互娱业务毛利率提升
影视互娱	0.50%	1.70%	17.50%	17.30%	+17.1pct	+15.6pct	业绩恢复叠加会计准则变更，影视互娱毛利率提升
投资净收益(对联营合营企业投资收益)(亿元)	5	5	2.4	2.8	-52.20%	-44.30%	下调预期，保持与20年同一水平
归母净利润(亿元)	17.7	20.1	16.7	17.5	-5.20%	-12.80%	毛利提升，但下调投资净利润等非经常性项目预期与20年保持一致

资料来源：公司公告、华泰研究预测

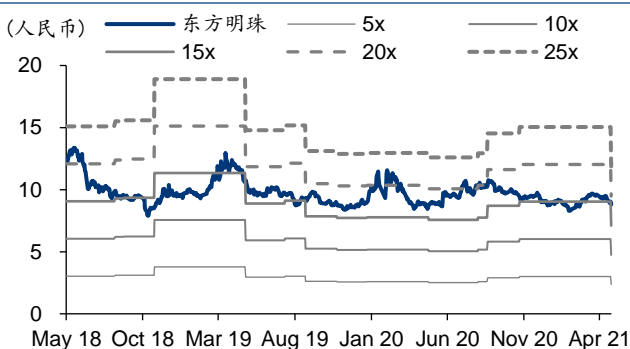
可比公司估值

图表7：可比公司估值表(Wind一致预期，截至2021年4月30日)

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	PE			净利润(亿元)		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
600037 CH	歌华有线	124.56	75.99	24.05	22.16	1.64	5.18	5.62
300079 CH	数码视讯	54.45	70.96	27.09	18.15	0.77	2.01	3.00
平均值			25.6X					

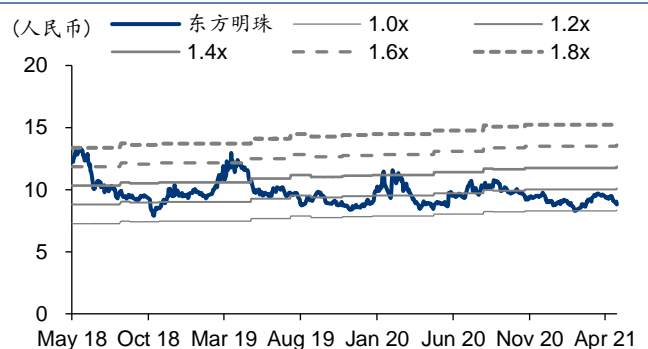
资料来源：Bloomberg、Wind、华泰研究预测

图表8：东方明珠 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表9：东方明珠 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	25,021	24,567	27,865	27,055	28,746
现金	8,358	7,757	10,704	9,559	10,823
应收账款	2,063	1,954	1,855	2,208	2,079
其他应收账款	109.44	342.34	124.34	364.12	148.92
预付账款	693.61	414.74	730.16	468.17	790.46
存货	3,653	3,405	3,846	3,756	4,291
其他流动资产	10,144	10,692	10,606	10,699	10,614
非流动资产	19,672	19,492	19,898	21,085	22,504
长期投资	6,162	5,805	6,045	6,325	6,725
固定投资	8,521	7,602	8,438	9,191	9,857
无形资产	1,549	1,204	191.85	81.15	151.40
其他非流动资产	3,439	4,881	5,223	5,488	5,770
资产总计	44,692	44,059	47,763	48,139	51,250
流动负债	9,157	7,972	10,089	9,099	10,658
短期借款	209.87	20.02	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,680	3,088	2,704	3,725	2,950
其他流动负债	5,267	4,864	7,384	5,374	7,708
非流动负债	1,022	1,177	1,052	953.63	850.29
长期借款	366.93	654.59	529.54	431.23	327.89
其他非流动负债	655.32	522.40	522.40	522.40	522.40
负债合计	10,179	9,149	11,141	10,052	11,508
少数股东权益	5,319	5,337	5,376	5,399	5,413
股本	3,415	3,415	3,415	3,415	3,415
资本公积	11,185	10,987	10,987	10,987	10,987
留存公积	14,800	15,466	16,790	18,227	19,770
归属母公司股东权益	29,194	29,573	31,247	32,688	34,329
负债和股东权益	44,692	44,059	47,763	48,139	51,250

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	2,789	3,609	4,179	325.07	2,752
净利润	2,229	1,561	1,713	1,771	1,860
折旧摊销	1,667	2,517	1,665	870.21	875.73
财务费用	(105.47)	(105.41)	(171.15)	(198.47)	(199.07)
投资损失	(2,184)	(830.58)	(824.79)	(864.79)	(984.79)
营运资金变动	191.43	379.06	1,684	(1,367)	1,085
其他经营现金	990.62	87.87	112.03	113.57	115.32
投资活动现金	240.00	(3,074)	(1,325)	(1,271)	(1,389)
资本支出	1,690	2,365	1,831	1,777	1,895
长期投资	676.66	(148.50)	(240.00)	(280.00)	(400.00)
其他投资现金	1,253	(560.61)	745.87	785.87	905.87
筹资活动现金	(2,906)	(1,011)	93.05	(198.63)	(99.75)
短期借款	(1,440)	(189.85)	(20.02)	0.00	0.00
长期借款	366.93	287.65	(125.04)	(98.31)	(103.34)
普通股增加	(19.13)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(192.16)	(197.09)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,621)	(912.02)	238.11	(100.32)	3.59
现金净增加额	131.33	(510.80)	2,947	(1,145)	1,263

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	12,345	10,033	10,364	10,848	11,394
营业成本	9,431	6,601	6,781	7,109	7,525
营业税金及附加	75.06	319.35	329.88	345.28	362.65
营业费用	766.95	811.18	829.14	867.83	917.20
管理费用	907.98	983.08	984.60	1,063	1,117
财务费用	(105.47)	(105.41)	(171.15)	(198.47)	(199.07)
资产减值损失	(627.18)	(88.59)	(91.52)	(95.79)	(100.61)
公允价值变动收益	25.05	(111.73)	(120.00)	(120.00)	(120.00)
投资净收益	2,184	830.58	824.79	864.79	984.79
营业利润	2,630	2,040	2,233	2,307	2,422
营业外收入	9.69	61.55	44.26	50.03	48.11
营业外支出	50.59	122.01	105.45	110.63	111.99
利润总额	2,589	1,979	2,172	2,246	2,358
所得税	359.84	418.37	459.10	474.69	498.36
净利润	2,229	1,561	1,713	1,771	1,860
少数股东损益	186.21	(59.84)	39.43	22.41	14.15
归属母公司净利润	2,043	1,621	1,674	1,749	1,845
EBITDA	4,042	4,308	3,581	2,828	2,940
EPS (人民币, 基本)	0.60	0.47	0.49	0.51	0.54

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	(9.45)	(18.72)	3.29	4.66	5.03
营业利润	(4.40)	(22.43)	9.48	3.27	4.99
归属母公司净利润	1.37	(20.66)	3.25	4.49	5.52
获利能力 (%)					
毛利率	23.60	34.20	34.56	34.46	33.95
净利率	18.05	15.55	16.52	16.32	16.32
ROE	6.45	4.47	4.67	4.65	4.67
ROIC	42.40	41.79	84.45	38.55	41.87
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.77	20.76	23.32	20.88	22.45
净负债比率 (%)	(21.71)	(19.63)	(26.97)	(23.17)	(25.62)
流动比率	2.73	3.08	2.76	2.97	2.70
速动比率	2.15	2.54	2.26	2.45	2.17
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.23	0.23	0.23	0.23
应收账款周转率	5.47	4.82	5.12	5.08	5.05
应付账款周转率	2.97	1.92	2.44	2.18	2.31
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.47	0.49	0.51	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.06	1.22	0.10	0.81
每股净资产(最新摊薄)	8.55	8.66	9.15	9.57	10.05
估值比率					
PE (倍)	14.71	18.54	17.95	17.18	16.28
PB (倍)	1.03	1.02	0.96	0.92	0.88
EV EBITDA (倍)	4.63	4.29	4.33	5.86	5.18

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。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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, 华泰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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、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, 华泰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。华泰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。

华泰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, 华泰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。

华泰的销售人员、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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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(无论整份或部分)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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“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》及其附属法律规定的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

在美国本报告由华泰证券（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）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。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

- 分析师朱璐、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。本披露中所提及的“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

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

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2021年华泰证券股份有限公司