东兴证券 DONGXING SECURITIES

分众传媒（002027）：高景气，新业态，好格局

2020 年 12 月 18 日

强烈推荐/维持

分众传媒 | 公司报告

事件：公司发布年度业绩预告，预计全年归母净利润 38.6 亿元-42.6 亿元，同比增长 106%-127%，对应公司在四季度预计实现归母净利润 16.62-20.62 亿元，环比增长 20%-49%。

四季度业绩印证楼宇媒体高景气度。在国内经济持续回暖背景下，今年的楼宇媒体高景气度主要源于日用消费品和在线教育广告主投放需求旺盛。按销售额计，截至 2020 年 6 月，公司客户结构中，快消品牌主占比约 37.09%，在线教育在内的互联网公司占比为 25.12%，相比去年均有较大幅度提升，今年下半年，公司的消费品和互联网广告主将依旧维持较高占比水平。**我们预计，中期时间维度消费品依旧是公司最大的客户来源。**

公司业务正向线上数据化及程序化方向进化，助力公司营收和业绩持续增长。2017-2019 年，公司完成电梯电视更新换代，以及 2019 年 9 月公司上线新一代智能广告投放及发布系统。软硬件的更新换代对公司楼宇电视最大的改变是具备联网功能，进而对公司楼宇媒体业务部分流程（售卖、上刊、监测）将实现升级优化。

公司竞争格局趋缓转好保障业务稳定开展。竞争格局方面，同业务直接竞争对手新潮传媒不再与公司进行“资源战”和“价格战”，与公司实现差异化竞争；从更高竞争维度看，互联网广告进一步挤占电视、广播、报纸杂志等传统媒介的市场份额。但相比互联网广告，电视大屏更有助于广告主塑造品牌，具有不可替代性。因此，在电视媒体式微的同时，广告主品牌预算转向电梯楼宇电视，公司将成为受益方。

盈利预测与估值：我们上调公司盈利预测，2020-2022 年公司归母净利润分别为 40 亿元，55 亿元和 70 亿元，对应 PE 分别为 34X/25X/20X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：（1）广告市场复苏不及预期；（2）竞争格局尚未显著改善；（3）业务违规风险；（4）媒体资源租赁变动的风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,551.29	12,135.95	12,719.50	15,823.96	17,965.29
增长率（%）	21.12%	-16.60%	4.81%	24.41%	13.53%
归母净利润（百万元）	5,822.97	1,875.28	4,039.83	5,525.09	7,011.08
增长率（%）	-3.03%	-67.80%	115.43%	36.77%	26.90%
净资产收益率（%）	41.00%	13.61%	24.31%	26.86%	27.35%
每股收益(元)	0.40	0.13	0.28	0.38	0.48
PE	23.38	71.92	33.97	24.84	19.57
PB	0.22	0.23	0.19	0.15	0.12

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

分众传媒构建了国内最大的城市生活圈媒体网络。公司当前的主营业务为生活圈媒体的开发和运营，主要产品为楼宇媒体（包含电梯电视媒体和电梯海报媒体）、影院银幕广告媒体和终端卖场媒体等，覆盖城市主流消费人群的工作场景、生活场景、娱乐场景和消费场景，并相互整合成为生活圈媒体网络。

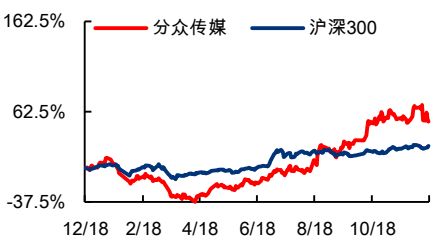
未来 3-6 个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）	10.48-3.86
总市值（亿元）	1,372.38
流通市值（亿元）	1,372.38
总股本/流通 A 股(万股）	1,467,788/1,467,788
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.11

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：石伟晶

021-25102907 shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518080001

研究助理：辛迪

010-66554013 xindi@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070074

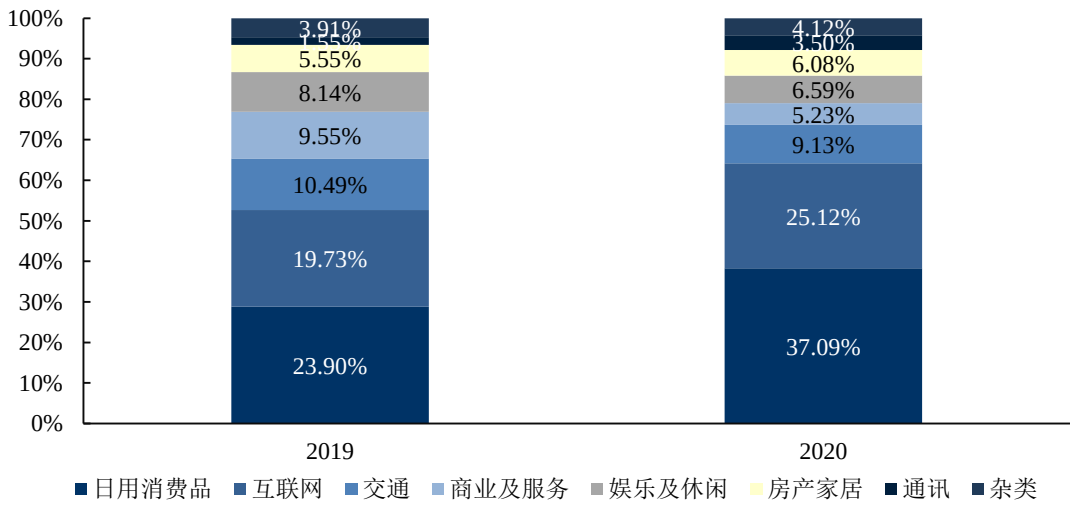
事件：公司发布年度业绩预告，预计全年归母净利润 38.6 亿元-42.6 亿元，同比增长 106%-127%，对应公司在四季度预计实现归母净利润 16.62-20.62 亿元，环比增长 20%-49%。

点评：

四季度业绩印证楼宇媒体高景气度。在国内经济持续回暖背景下，今年的楼宇媒体高景气度主要源于日用消费品和在线教育广告主投放需求旺盛。按销售额计，截至 2020 年 6 月，公司客户结构中，快消品牌主占比约 37.09%，在线教育在内的互联网公司占比为 25.12%，相比去年均有较大幅度提升，今年下半年，公司的消费品和互联网广告主将依旧维持较高占比水平。

我们预计，中期时间维度消费品依旧是公司最大的客户来源，主要依据于：中美贸易摩擦以来，国内年轻人对国货的支持度大幅提升，在此背景下，目前国内的消费品品牌正积极塑造新国牌形象，例如飞鹤奶粉、波司登均通过分众楼宇广告实现了品牌的重塑，众多消费品牌也正在跟进。因此，中期时间维度，楼宇媒体行业将能维持高景气度。

图1：2019H1-2020H1 公司楼宇媒体业务客户行业分布



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司业务正向线上数据化及程序化方向进化，助力公司营收和业绩持续增长。2017-2019 年，公司完成电梯电视更新换代，以及 2019 年 9 月公司上线新一代智能广告投放及发布系统。软硬件的更新换代对公司楼宇电视最大的改变是具备联网功能，进而对公司楼宇媒体业务部分流程（售卖、上刊、监测）将实现升级优化，具体表现为：

（1）支持分众在线监播广告投放，更直观向广告主传达反馈楼宇广告媒介价值；

（2）摆脱对运维人员的依赖，降低运维成本。2019 年公司楼宇媒体运营员工人数超过 6700 人，在点位实现联网之后，运营人员数量正逐步优化并且计划多使用兼职员工；

（3）推出智能屏新业务套餐，实现千楼千面新业态，新业务套餐适合本地生活以及中小广告主客户投放，从而有助于扩大公司客户范围。

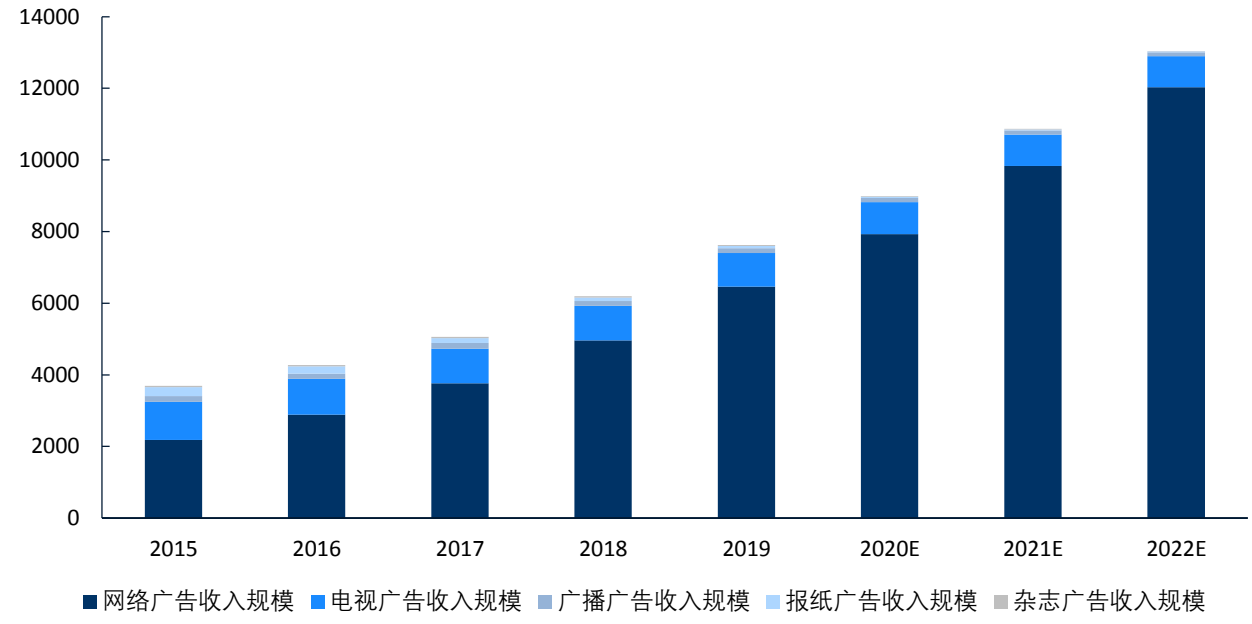
图 1：公司电梯电视更新换代



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司竞争格局趋缓转好保障业务稳定开展。竞争格局方面，同业务直接竞争对手新潮传媒不再与公司进行“资源战”和“价格战”，与公司实现差异化竞争；从更高竞争维度看，互联网广告进一步挤占电视、广播、报纸杂志等传统媒介的市场份额。但相比互联网广告，电视大屏更有助于广告主塑造品牌，具有不可替代性。因此，在电视媒体式微的同时，广告主品牌预算转向电梯楼宇电视，公司将成为受益方。

图 2：2015-2022 中国五大媒体广告收入及预测



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

盈利预测与评级：

我们上调公司盈利预测，2020-2022 年公司归母净利润分别为 40 亿元，55 亿元和 70 亿元，对应 PE 分别为 34X/25X/20X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

（1）广告市场复苏不及预期；（2）竞争格局尚未显著改善；（3）业务违规风险；（4）媒体资源租赁变动的风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	12034	11511	12928	17201	22675	**营业收入**	14551	12136	12720	15824	17965
货币资金	3672	3861	5088	8945	13814	**营业成本**	4916	6650	4604	5438	5533
应收账款	4823	4170	4530	5202	5906	营业税金及附加	432	283	38	459	521
其他应收款	95	60	63	79	89	营业费用	2331	2256	2312	2810	3029
预付款项	1374	867	637	365	254	管理费用	412	576	680	520	560
存货	3	4	3	3	3	财务费用	-94	-20	-75	-153	-285
其他流动资产	1865	66	66	66	66	研发费用	229	148	120	200	225
非流动资产合计	6987	7176	8858	8614	8305	资产减值损失	400.04	0.00	495.18	398.13	373.38
长期股权投资	793	1117	1165	1165	1165	公允价值变动收益	0.00	-57.49	0.00	0.00	0.00
固定资产	1785	1581	1185	775	352	投资净收益	168.34	218.13	200.00	250.00	250.00
无形资产	47	45	58	69	79	加：其他收益	872.49	722.90	300.00	500.00	500.00
其他非流动资产	622	623	36	36	36	**营业利润**	6953	2366	5045	6901	8759
资产总计	19022	18687	21786	25815	30980	营业外收入	4.49	1.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3527	3671	3605	3703	3821	营业外支出	15.85	18.85	20.00	20.00	20.00
短期借款	47	51	50	0	0	**利润总额**	6942	2348	5025	6881	8739
应付账款	419	571	390	460	469	所得税	1150	493	1005	1376	1748
预收款项	375	514	570	694	805	**净利润**	5792	1855	4020	5505	6991
一年内到期的非流动负债	0	69	69	69	69	少数股东损益	-31	-20	-20	-20	-20
非流动负债合计	1096	1010	1010	1010	1010	归属母公司净利润	5823	1875	4040	5525	7011
长期借款	892	802	802	802	802	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	4624	4681	4615	4713	4831	**成长能力**					
少数股东权益	197	228	208	188	168	营业收入增长	21.12%	-16.60%	4.81%	24.41%	13.53%
实收资本（或股本）	334	334	334	334	334	营业利润增长	-4.02%	-65.97%	113.22%	36.80%	26.91%
资本公积	186	388	388	388	388	归属于母公司净利润增长	-3.03%	-67.80%	115.43%	36.77%	26.90%
未分配利润	14240	14553	17462	21440	26488	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	14201	13778	16617	20569	25635	毛利率(%)	66.21%	45.21%	63.80%	65.63%	69.20%
负债和所有者权益	19022	18687	21440	25469	30634	净利率(%)	39.81%	15.29%	31.60%	34.79%	38.91%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	30.61%	10.04%	18.54%	21.40%	22.63%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	41.00%	13.61%	24.31%	26.86%	27.35%
经营活动现金流	3783	3430	4503	5707	6834	**偿债能力**					
净利润	5792	1855	4020	5505	6991	资产负债率(%)	24%	25%	22%	19%	16%
折旧摊销	266.55	529.49	449.23	462.48	475.73	流动比率		3.14	3.59	4.65	5.93
财务费用	-94	-20	-75	-153	-285	速动比率		3.13	3.58	4.64	5.93
应收帐款减少	0	0	-361	-672	-704	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	56	125	110	总资产周转率	0.84	0.64	0.63	0.67	0.64
投资活动现金流	-1383	-1582	-2686	-572	-497	应收账款周转率	4	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	-57	0	0	0	应付账款周转率	44.49	24.51	26.48	37.22	38.68
长期投资减少	0	0	-2653	-150	-100	**每股指标（元）**					
投资收益	168	218	200	250	250	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.13	0.28	0.38	0.48
筹资活动现金流	-2662	-2334	-935	-1278	-1468	每股净现金流(最新摊薄)	-0.79	-1.46	2.64	11.56	14.59
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	42.56	41.29	49.80	61.65	76.83
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	23.38	71.92	33.97	24.84	19.57
资本公积增加	0	202	0	0	0	P/B	0.22	0.23	0.19	0.15	0.12
现金净增加额	-262	-486	882	3857	4870	EV/EBITDA	0.05	0.06	-0.19	-0.69	-1.10

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	传媒系列报告之 19-快手科技：社交筑垒，百亿冲锋	2020-12-07
公司深度报告	传媒系列报告之 18-分众传媒：新模式，新估值	2020-10-29
公司深度报告	传媒系列报告之 17-芒果超媒如何进化？	2020-10-20
行业深度报告	传媒系列报告之 16-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
公司普通报告	中国出版（601949）：出版主营经营稳健，下半年预计持续向好	2020-08-31
公司普通报告	掌阅科技（603533）：丰富应用产品业态，开拓多元变现模式	2020-08-30
公司普通报告	分众传媒（002027.SZ）：楼宇媒体业务迅速恢复，危机处理能力值得高估值	2020-08-23
公司普通报告	吉比特（603444.SH）：《问道》成压舱石，新品开花结果	2020-08-18
行业深度报告	传媒系列报告之 15-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	传媒系列报告之 14-字节跳动：征途是星辰大海，坚守全球化愿景	2020-08-07
公司深度报告	传媒系列报告之 13-中国出版：百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股（0700.HK）：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9- 网易游戏：520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒（002027）：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
公司深度报告	传媒系列报告之 2-光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
行业深度报告	传媒系列报告之 1-电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。4 年证券从业经验，2018 年加入东兴证券研究所。2019 年第一届新浪金麒麟新锐分析师传媒行业第四名。

研究助理简介

辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526