万联证券 WANLIAN SECURITIES

梯媒景气度高企恢复力度超预期，预计Q4恢复持续

——分众传媒（002027.SZ）三季报点评报告

增持（维持）

日期：2020年10月23日

事件:三季报披露

公司披露了20年三季报，20Q1-3公司实现营收78.75亿元（YoY-11.57%），归母净利润为22.02亿元（YoY+61.90%），扣非归母净利润为19.30亿元（YoY+119.58%）；20Q3环比持续增长，营收环比增长22.16%，归母净利润环比增长75.55%。

投资要点：

- **此前对环比不断改善判断得到业绩验证，表现略超预期：**1）营收端，Q1受疫情影响较大，Q2复工复产恢复显著，Q3延续恢复趋势。Q1-Q3公司共实现营收78.75亿元（YoY-11.57%），分拆来看：楼宇媒体营收76.81亿元（Q1为18.27亿，Q2为26.17亿，Q3为32.37亿），影院媒体1.62亿元（YoY-88.73%）。分季度看，疫情影响下楼宇媒体Q1营收同比下降，Q2持平，Q3增速19.79%。2）成本端，疫情未对成本造成拖累，相关成本降幅甚于收入。Q1-Q3公司营业成本32.30亿元（YoY-35.17%），成本降幅主要系媒体租赁成本大幅降低所致（贡献80%降幅）。其中，影院媒体租赁成本降幅94.5%（未能正常发布广告），楼宇媒体降幅18.41%（未能正常发布广告+竞争减弱下单屏租赁成本下降）。3）税金减免：政府年内免征文化事业建设费减少公司营业税金及附加（YoY-82.31%）。**综上，公司毛利率水平显著回升至58.98%（上年同期44.05%），净利率27.92%（上年同期14.98%）。**

- **经营风险缓解，现金充裕：**1）客户回款改善，信用风险大幅缓解。2019年客户回款速度普遍放慢，导致账龄结构恶化，风险增加，而20Q1-Q3信用减值损失大幅降低，为2.79亿元（YoY-49.38%），公司客户回款情况显著改善。2）经营活动现金流量净值大幅增加，现金充裕。20Q1-Q3公司净经营性现金流30.96亿元（YoY+48.58%），截至报告期末货币资金51.17亿元（YoY+80.81%），以银行理财为主的交易性金融资产达到29.66亿元（YoY+45.90%），报告期内购买银行大额定存27.5亿元。疫情尚未完全消散，但公司资金充足，抗风险能力强，安全无虞。

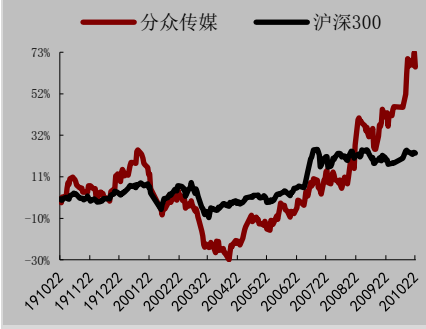
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,136	11,157	14,796	16,934
增长比率（%）	-16.6%	-8.1%	32.6%	14.4%
净利润(百万元)	1,875	3,024	4,432	5,619
增长比率(%)	-67.8%	61.2%	46.6%	26.8%
每股收益(元)	0.13	0.21	0.30	0.38
市盈率(倍)	71.7	44.5	30.3	23.9

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	传媒
公司网址	
大股东/持股	MediaManagementHongKongLimited/23.34%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	14,677.88
流通A股（百万股）	14,677.88
收盘价（元）	9.16
总市值（亿元）	1,344.49
流通A股市值（亿元）	1,344.49

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2020年10月22日

相关研究

万联证券研究所 20200821_公司半年报点评_AAA_分众传媒（002027.SZ）半年报点评报告

万联证券研究所 20200217_互联网传媒行业公司首次覆盖_AAA_分众传媒（002027）_业绩触底，反转可待，楼宇媒体龙头价值未改

分析师： 夏清莹
执业证书编号：S0270520050001
电话：075583228231
邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理： 杨岚
电话：075583221361
邮箱：yanglan1@wlzq.com.cn

万联证券

- **疫情下广告主“拥抱确定性”：疫情使得广告主宣传预算有所收缩，广告主预算向头部集中，众多品牌引爆案例带动楼宇梯媒快速反弹。**据CTR数据，2020年7月和8月，中国广告市场整体刊例花费分别同比下滑7%与4.5%，仍呈负增长态势，但电梯LCD/电梯海报广告刊例花费同比分别增长42.8%/55.8%、33.2%/59.4%，充分彰显赛道优越性。**从投放商家类别来看**，据CTR数据，饮料、IT产品及服务业（如在线教育）广告主等投放位居前列，Top10行业中多行业投放花费同增超100%，**20年8月电梯LCD、电梯海报广告Top20中过半数为新增品牌，充分显示广告主对梯媒起到引爆品牌、持续强化品牌形象作用的认可。**

- **营销热季已至，影院复工常态化，业绩复苏仍会持续：**1）Q4为线上营销热季，随着双十一、双十二等电商促销活动到来，预计广告主需求将持续旺盛。2）国庆档票房表现显示疫情对影院的不利影响已基本消除，未来主要依靠大片带动票房表现，国庆后市场信心进一步恢复，迎来多部影片扎堆定档，20Q4影院媒体业务有望大幅回暖。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计2020-2022年公司实现营业收入为111.57/147.96/169.34亿元，归母净利润分别为30.24/44.32/56.19亿元，对应EPS为0.21/0.30/0.38元，10月22日收盘价（9.16元）对应PE为44.36X/30.34X/23.93X，维持“增持”评级。

- **风险因素：**宏观经济下行超出预期；新兴媒介分流广告主预算；竞争对手进一步获得融资。

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,511	12,955	17,399	22,357
货币资金	3,861	4,256	7,713	13,133
应收票据及应收账款	4,170	4,585	5,270	4,639
其他应收款	60	61	73	70
预付账款	867	692	881	953
存货	4	3	3	3
其他流动资产	2,549	3,359	3,459	3,559
非流动资产	7,176	7,158	6,879	6,634
长期股权投资	1,117	1,262	1,262	1,262
固定资产	1,581	1,181	901	656
在建工程	7	7	10	11
无形资产	45	34	22	11
其他长期资产	4,427	4,674	4,684	4,694
资产总计	18,687	20,113	24,278	28,991
流动负债	3,671	2,740	3,495	3,923
短期借款	51	100	120	200
应付票据及应付账款	571	379	483	522
预收账款	514	320	410	475
其他流动负债	2,535	1,941	2,482	2,726
非流动负债	1,010	970	990	1,010
长期借款	802	762	782	802
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	208	208	208	208
负债合计	4,681	3,710	4,485	4,932
股本	334	334	334	334
资本公积	388	388	388	388
留存收益	14,822	17,246	20,677	24,996
归属母公司股东权益	13,778	16,202	19,634	23,953
少数股东权益	228	201	159	106
负债和股东权益	18,687	20,113	24,278	28,991

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,430	2,015	4,405	6,602
净利润	1,855	2,997	4,389	5,566
折旧摊销	515	410	392	391
营运资金变动	679	-1,230	-151	909
其它	381	-162	-226	-264
投资活动现金流	-1,582	-994	44	49
资本支出	-341	-18	-122	-155
投资变动	-744	-1,195	-100	-100
其他	-496	219	266	304
筹资活动现金流	-2,334	-625	-991	-1,231
银行借款	84	9	40	100
债券融资	0	0	0	0
股权融资	91	0	0	0
其他	-2,509	-634	-1,031	-1,331
现金净增加额	-490	395	3,457	5,420
期初现金余额	3,658	3,861	4,256	7,713
期末现金余额	3,168	4,256	7,713	13,133

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,136	11,157	14,796	16,934
营业成本	6,650	4,611	5,873	6,351
营业税金及附加	283	112	296	339
销售费用	2,256	2,064	2,663	3,048
管理费用	576	669	814	931
研发费用	148	136	180	206
财务费用	-20	-66	-117	-227
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-57	15	10	10
投资净收益	218	201	266	304
资产处置收益	-20	1	0	0
营业利润	2,366	3,862	5,505	6,807
营业外收入	1	10	1	1
营业外支出	19	30	20	20
利润总额	2,348	3,842	5,486	6,788
所得税	493	845	1,097	1,222
净利润	1,855	2,997	4,389	5,566
少数股东损益	-20	-27	-42	-53
归属母公司净利润	1,875	3,024	4,432	5,619
EBITDA	2,738	3,975	5,361	6,449
EPS（元）	0.13	0.21	0.30	0.38

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-16.6%	-8.1%	32.6%	14.4%
营业利润	-66.0%	63.2%	42.6%	23.6%
归属于母公司净利润	-67.8%	61.2%	46.6%	26.8%
获利能力				
毛利率	45.2%	58.7%	60.3%	62.5%
净利率	15.3%	26.9%	29.7%	32.9%
ROE	13.6%	18.7%	22.6%	23.5%
ROIC	11.8%	16.0%	19.1%	19.8%
偿债能力				
资产负债率	25.0%	18.4%	18.5%	17.0%
净负债比率	-21.0%	-20.3%	-34.1%	-50.1%
流动比率	3.14	4.73	4.98	5.70
速动比率	2.90	4.48	4.72	5.46
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.55	0.61	0.58
应收账款周转率	2.91	2.43	2.81	3.65
存货周转率	1,586.69	1,825.00	1,825.00	1,825.00
每股指标（元）				
每股收益	0.13	0.21	0.30	0.38
每股经营现金流	0.23	0.14	0.30	0.45
每股净资产	0.94	1.10	1.34	1.63
估值比率				
P/E	71.70	44.46	30.34	23.93
P/B	9.76	8.30	6.85	5.61
EV/EBITDA	-0.31	-0.07	-0.69	-1.40

资料来源：公司财报、万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场