2020 年 10 月 23 日

证券研究报告•2020 年三季报点评

# 分众传媒（002027）传媒

**买入**（上调）

当前价：9.16 元

目标价：11.9 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 业绩全面改善

## 投资要点

- **业绩总结：**分众传媒发布 2020 年三季报，公司前三季度实现营业收入 78.75 亿，同比下滑约 11.6%；实现归母净利润 22.02 亿，同比增长约 61.9%；其中，第三季度实现营业收入 32.64 亿，同比增长 2.4%；实现归母净利润 13.79 亿，同比增长约 137%。受益于后疫情时代的需求回流、有效的成本控制、以及互联网客户和网红客户的增长，公司业绩大幅度改善。
- **后疫情时代的需求回流。**今年上半年，由于疫情的冲击，全国居民外出和经济活动大幅度减少，导致广告主将预算更多向不受疫情影响的线上倾斜。随着疫情的有效控制，全国经济全面恢复正常，线下展示因为人流的恢复，传播效果逐步回归，使得广告主重新将预算再次向线下展示渠道回流，成为推动公司业绩在第三季度回暖的原因之一。
- **有效的成本控制。**从今年开始，公司收缩了扩展的战略，暂时减缓了扩张的步伐；同时，削减掉了一部分经济效果较差的点位，导致公司成本端的改善非常明显；另一方面，因为疫情影响，部分物业对租金有所优惠减免。上述两个原因推动公司成本端改善明显，公司第三季度营业总成本为 16.5 亿，较去年同期 24.5 亿的水平大幅度下降。
- **新经济推动公司业务快速发展。**从今年开始，以“猿辅导”为代表的互联网客户，和以“元気森林”为代表的网红消费品客户快速增长。随着 5G 时代的到来，我们认为前期增长放缓的互联网产业将再次爆发出新的生机，依托于 5G 网络的商业模式一定会陆续出现，而这些依托于网络的商业模式普遍对流量有着天然的需求，分众传媒作为最好的线下流量获取渠道和接口之一，将是这些“新经济”的重要宣传渠道。另一方面，以“元気森林”为代表的网红产品客户的出现，进一步丰富了分众传媒作为宣传渠道的价值内涵，其孵化网红的能力将是未来渠道价值再次提升的重要保障。
- **盈利预测与投资建议。**因为疫情后公司复苏速度超出预期，我们上调了盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.23 元、0.34 元、0.38 元，对应的 PE 为 39 倍、27 倍、24 倍，考虑到公司边际改善正在逐步显现，2021 年互联网大年等潜在因素，公司的价值正在逐步被市场重估，我们给予公司“买入”的投资评级，给予 2021 年 35 倍的估值目标，对应的目标价为 11.90 元。
- **风险提示：**疫情加剧的风险、新竞争对手出现的风险。

| 指标/年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 12135.95 | 12842.88 | 17758.37 | 21703.76 |
| 增长率 | -16.60% | 5.83% | 38.27% | 22.22% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1875.28 | 3439.26 | 4926.93 | 5620.14 |
| 增长率 | -67.80% | 83.40% | 43.26% | 14.07% |
| 每股收益 EPS（元） | 0.13 | 0.23 | 0.34 | 0.38 |
| 净资产收益率 ROE | 13.24% | 19.73% | 22.73% | 21.37% |
| PE | 72 | 39 | 27 | 24 |
| PB | 9.76 | 7.87 | 6.31 | 5.18 |

*数据来源：Wind，西南证券*


**西南证券研究发展中心**

分析师：刘言

执业证号：S1250515070002

电话：023-67791663

邮箱：liuyan@swsc.com.cn

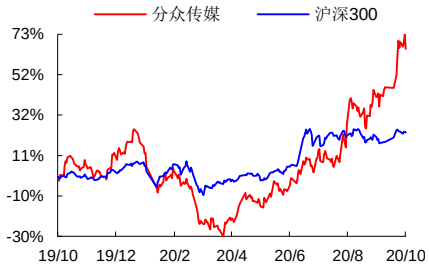
分析师：杭爱

执业证号：S1250519080006

电话：010-58251921

邮箱：ha@swsc.com.cn


**相对指数表现**




*数据来源：聚源数据*

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 总股本(亿股) | 146.78 |
| 流通 A 股(亿股) | 146.78 |
| 52 周内股价区间(元) | 3.9-9.57 |
| 总市值(亿元) | 1,344.49 |
| 总资产(亿元) | 203.61 |
| 每股净资产(元) | 1.03 |

**相关研究**

1. 分众传媒(002027)：成本管控效果显著，客户结构进一步改善 (2020-04-29)

**关键假设：**

假设 1：疫情不会再次复燃。

假设 2：公司相对稳健的扩展策略会在未来 2 年内持续。

假设 3：楼宇媒体和影院媒体的毛利率在未来三年整体维持在 45%-50%左右的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元 | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 楼宇媒体 | 收入 | 9383.5 | 11729.3 | 14661.7 | 18327.1 |
| | 增速 | 19.6% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| | 毛利率 | 76.7% | 45.0% | 50.0% | 49.0% |
| 影院媒体 | 收入 | 2333.1 | 816.6 | 2799.8 | 3079.7 |
| | 增速 | 14.1% | -65.0% | 242.9% | 10.0% |
| | 毛利率 | 57.6% | 45.0% | 45.0% | 45.0% |
| 其他 | 收入 | 297.0 | 297.0 | 297.0 | 297.0 |
| | 增速 | -7.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 毛利率 | 65.7% | 65.7% | 65.7% | 65.7% |
| 合计 | 收入 | 12135.9 | 12842.9 | 17758.4 | 21703.8 |
| | 增速 | -16.6% | 5.8% | 38.3% | 22.2% |
| | 毛利率 | 45.2% | 45.5% | 49.5% | 48.7% |

*数据来源：Wind，西南证券*

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 12135.95 | 12842.88 | 17758.37 | 21703.76 |
| 营业成本 | 6649.60 | 7002.01 | 8972.45 | 11142.41 |
| 营业税金及附加 | 282.86 | 287.36 | 377.48 | 469.44 |
| 销售费用 | 2256.26 | 2196.67 | 3125.47 | 3819.86 |
| 管理费用 | 576.07 | 585.24 | 760.69 | 949.47 |
| 财务费用 | -19.69 | 1.86 | 2.94 | 3.44 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 投资收益 | 218.13 | 159.09 | 140.50 | 149.80 |
| 公允价值变动损益 | -57.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 1000.00 | 1000.00 | 1000.00 |
| **营业利润** | 2366.02 | 3828.83 | 5559.85 | 6368.94 |
| 其他非经营损益 | -17.85 | 181.15 | 181.15 | 181.15 |
| **利润总额** | 2348.16 | 4009.98 | 5741.00 | 6550.09 |
| 所得税 | 493.09 | 601.50 | 861.15 | 982.51 |
| 净利润 | 1855.08 | 3408.49 | 4879.85 | 5567.58 |
| 少数股东损益 | -20.20 | -30.77 | -47.08 | -52.56 |
| 归属母公司股东净利润 | 1875.28 | 3439.26 | 4926.93 | 5620.14 |

| 现金流量表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 1855.08 | 3408.49 | 4879.85 | 5567.58 |
| 折旧与摊销 | 515.22 | 315.12 | 315.12 | 315.12 |
| 财务费用 | -19.69 | 1.86 | 2.94 | 3.44 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 经营营运资本变动 | 3113.66 | -196.02 | -781.32 | -612.78 |
| 其他 | -2034.40 | -259.09 | -240.50 | -249.80 |
| **经营活动现金流净额** | 3429.87 | 3370.35 | 4276.09 | 5123.56 |
| 资本支出 | 165.81 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -1747.52 | 159.09 | 140.50 | 149.80 |
| **投资活动现金流净额** | -1581.71 | 159.09 | 140.50 | 149.80 |
| 短期借款 | 3.15 | -50.61 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | -89.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 201.84 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付股利 | -1443.45 | -375.06 | -687.85 | -985.39 |
| 其他 | -1006.11 | 164.60 | -2.94 | -3.44 |
| **筹资活动现金流净额** | -2334.48 | -261.07 | -690.79 | -988.83 |
| **现金流量净额** | -489.75 | 3268.38 | 3725.79 | 4284.53 |

| 资产负债表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 3860.52 | 7128.90 | 10854.69 | 15139.23 |
| 应收和预付款项 | 5096.96 | 5691.98 | 7615.00 | 9388.72 |
| 存货 | 4.19 | 4.41 | 5.65 | 7.02 |
| 其他流动资产 | 2548.96 | 2411.50 | 2438.10 | 2459.45 |
| 长期股权投资 | 1117.25 | 1117.25 | 1117.25 | 1117.25 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 1580.74 | 1279.05 | 977.36 | 675.67 |
| 无形资产和开发支出 | 213.57 | 205.19 | 196.80 | 188.41 |
| 其他非流动资产 | 4264.88 | 4259.84 | 4254.81 | 4249.77 |
| **资产总计** | 18687.08 | 22098.12 | 27459.67 | 33225.52 |
| 短期借款 | 50.61 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 1955.49 | 2132.68 | 2829.29 | 3492.14 |
| 长期借款 | 802.31 | 802.31 | 802.31 | 802.31 |
| 其他负债 | 1872.31 | 1888.14 | 2361.07 | 2881.89 |
| **负债合计** | 4680.73 | 4823.13 | 5992.68 | 7176.34 |
| 股本 | 333.66 | 333.66 | 333.66 | 333.66 |
| 资本公积 | 388.05 | 388.05 | 388.05 | 388.05 |
| 留存收益 | 14822.06 | 17886.26 | 22125.34 | 26760.10 |
| 归属母公司股东权益 | 13778.41 | 17077.82 | 21316.90 | 25951.65 |
| 少数股东权益 | 227.94 | 197.17 | 150.09 | 97.53 |
| **股东权益合计** | 14006.35 | 17274.99 | 21466.99 | 26049.18 |
| 负债和股东权益合计 | 18687.08 | 22098.12 | 27459.67 | 33225.52 |

| 财务分析指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 销售收入增长率 | -16.60% | 5.83% | 38.27% | 22.22% |
| 营业利润增长率 | -65.97% | 61.83% | 45.21% | 14.55% |
| 净利润增长率 | -67.97% | 83.74% | 43.17% | 14.09% |
| EBITDA 增长率 | -59.64% | 44.88% | 41.78% | 13.77% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 45.21% | 45.48% | 49.47% | 48.66% |
| 三费率 | 23.18% | 21.68% | 21.90% | 21.99% |
| 净利率 | 15.29% | 26.54% | 27.48% | 25.65% |
| ROE | 13.24% | 19.73% | 22.73% | 21.37% |
| ROA | 9.93% | 15.42% | 17.77% | 16.76% |
| ROIC | 29.17% | 71.40% | 94.19% | 92.59% |
| EBITDA/销售收入 | 23.58% | 32.28% | 33.10% | 30.81% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.64 | 0.63 | 0.72 | 0.72 |
| 固定资产周转率 | 7.21 | 8.98 | 15.74 | 26.26 |
| 应收账款周转率 | 2.70 | 3.01 | 3.41 | 3.23 |
| 存货周转率 | 1872.92 | 1627.65 | 1782.41 | 1757.86 |
| 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 108.93% | — | — | — |
| **资本结构** | | | | |
| 资产负债率 | 25.05% | 21.83% | 21.82% | 21.60% |
| 带息债务/总负债 | 18.22% | 16.63% | 13.39% | 11.18% |
| 流动比率 | 3.14 | 4.00 | 4.20 | 4.38 |
| 速动比率 | 3.13 | 3.99 | 4.20 | 4.38 |
| 股利支付率 | 76.97% | 10.91% | 13.96% | 17.53% |
| **每股指标** | | | | |
| 每股收益 | 0.13 | 0.23 | 0.34 | 0.38 |
| 每股净资产 | 0.94 | 1.16 | 1.45 | 1.77 |
| 每股经营现金 | 0.23 | 0.23 | 0.29 | 0.35 |
| 每股股利 | 0.10 | 0.03 | 0.05 | 0.07 |

| 业绩和估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 2861.54 | 4145.81 | 5877.90 | 6687.49 |
| PE | 71.70 | 39.09 | 27.29 | 23.92 |
| PB | 9.76 | 7.87 | 6.31 | 5.18 |
| PS | 11.08 | 10.47 | 7.57 | 6.19 |
| EV/EBITDA | -2.26 | -2.38 | -2.31 | -2.67 |
| 股息率 | 1.07% | 0.28% | 0.51% | 0.73% |

*数据来源：Wind，西南证券*

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| | |
|---|---|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|---|---|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 021-68415861 | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| | 高妍琳 | 销售经理 | 15810809511 | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 林芷豌 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 谭凌岚 | 销售经理 | 13642362601 | 13642362601 | tll@swsc.com.cn |
| | 郑龑 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |