东兴证券 DONGXING SECURITIES

分众传媒（002027）：楼宇媒体业务迅速恢复，危机处理能力值得高估值

2020 年 08 月 23 日

强烈推荐/上调

分众传媒 | 公司报告

事件：分众传媒发布 2020 年半年度报告，公司实现营业收入 46.11 亿元（-19.35%），实现归属于上市公司股东的净利润为 8.23 亿元（+5.85%），扣非归母净利润 6.22 亿元（+62.90%）。

二季度公司楼宇广告业务迅速恢复。2020 上半年，公司实现营收 46.11 亿元，其中楼宇媒体收入 44.44 亿元，影院媒体 1.45 亿元，其他媒体 0.22 亿元。通过拆分可以发现，剔除 Q1 影院媒体收入 1.45 亿元，楼宇媒体 Q1 实现营收 17.93 亿元，Q2 实现营收 26.50 亿元，楼宇媒体营收环比增长 48%。楼宇媒体收入达到去年下半年单季度收入水平，显示公司楼宇媒体广告业务在 Q1 疫情之后已经迅速恢复。

抓住消费品机遇，楼宇媒体业务收入快速回升。公司 Q2 楼宇广告业务迅速恢复主要源于公司主动调整客户结构，把握疫情之后日用消费品、在线教育等行业的市场机遇。2020 年上半年，公司来自于日用消费品行业客户的楼宇广告收入 17.10 亿元，占比 37.09%，同比增长 25.14%。

展望下半年，我们预计公司楼宇媒体业务预计仍会保持增长趋势。依据如下：根据公司中报显示，截至 2020 年 6 月底，公司已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 31.81 亿元，其中，30.25 亿元预计将于 2020 年下半年确认收入，1.55 亿元预计将于 2021 年度确认收入，90 万元预计将于 2022 年度确认收入。大额订单合同在手主要源于分众宣布对 7 月之后签约客户提价，促使广告主提前下单。对于大广告主，公司团购明星带货服务赠送。2020 年 8 月起，分众联手小沈龙、谢娜、华少推出“分众好物节”直播带货活动，8.8、8.13、8.28 三场分众好物节参与品牌多达几十个，印证公司下半年订单充足。

盈利预测与估值：我们预计 2020-2022 年的公司归母净利润分别为 23.53 亿元，33.44 亿元和 45.44 亿元，EPS 分别为 0.16 元，0.23 元以及 0.31 元，现有股价下对应的 PE 分别为 44X，31X 和 23X。我们认为，危机是分众的试金石，渡过这次危机，公司抗风险能力大幅提升，上调至“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	10,662.05	12,939.06	14,830.87
增长率（%）	21.12%	-16.60%	-12.14%	21.36%	14.62%
归母净利润（百万元）	5,822.97	1,875.28	2,352.62	3,343.55	4,543.55
增长率（%）	-3.03%	-67.80%	25.45%	42.12%	35.89%
净资产收益率（%）	41.00%	13.61%	15.33%	18.93%	21.76%
每股收益(元)	0.40	0.13	0.16	0.23	0.31
PE	17.53	53.92	43.73	30.77	22.65
PB	0.16	0.17	0.15	0.13	0.11

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。

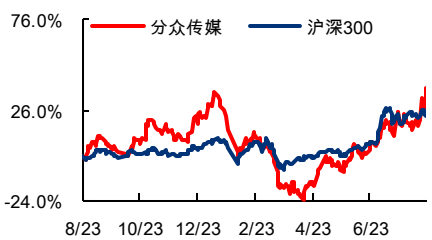
未来 3-6 个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）	7.01-3.86
总市值（亿元）	1,028.92
流通市值（亿元）	1,028.92
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	0.97

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

010-66554067 shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518080001

研究助理：辛迪

010-66554013 xindi@dxzq.net.cn

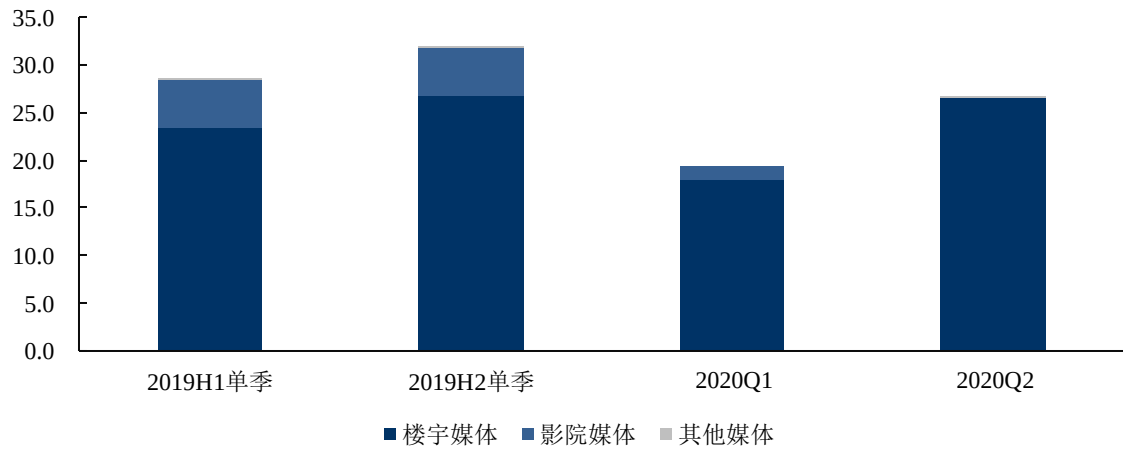
执业证书编号: S1480119070074

事件：分众传媒发布 2020 年半年度报告，公司实现营业收入 46.11 亿元（-19.35%），实现归属于上市公司股东的净利润为 8.23 亿元（+5.85%），扣非归母净利润 6.22 亿元（+62.90%）。

点评：

二季度公司楼宇广告业务迅速恢复。2020 上半年，公司实现营收 46.11 亿元，其中楼宇媒体收入 44.44 亿元，影院媒体 1.45 亿元，其他媒体 0.22 亿元。通过拆分可以发现，剔除 Q1 影院媒体收入 1.45 亿元，楼宇媒体 Q1 实现营收 17.93 亿元，Q2 实现营收 26.50 亿元，楼宇媒体营收环比增长 48%。楼宇媒体收入达到去年下半年单季度收入水平，显示公司楼宇媒体广告业务在 Q1 疫情之后已经迅速恢复。

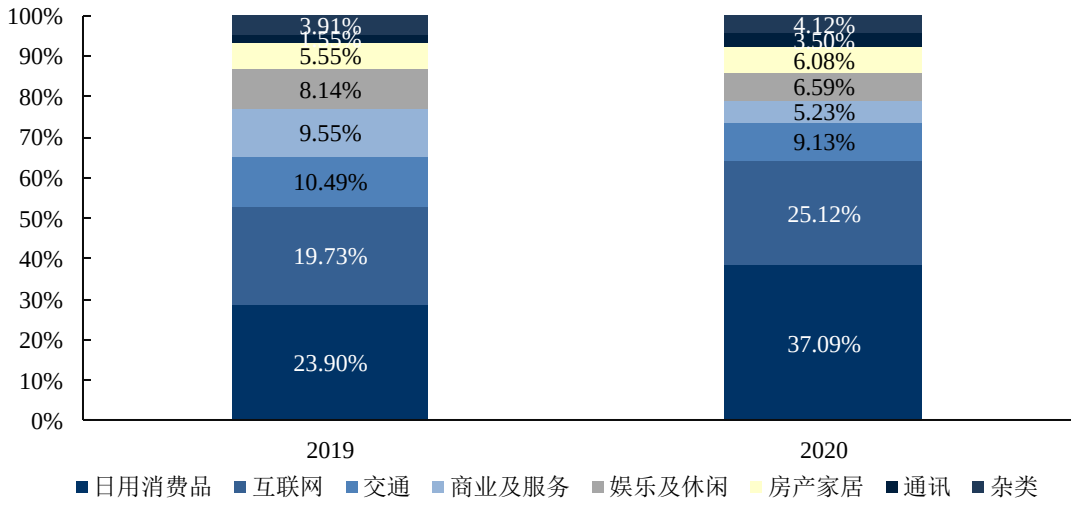
图 1：公司单季营收结构测算（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

抓住消费品机遇，楼宇媒体业务收入快速回升。公司 Q2 楼宇广告业务迅速恢复主要源于公司主动调整客户结构，把握疫情之后日用消费品、在线教育等行业的市场机遇。2020 年上半年，公司来自于日用消费品行业客户的楼宇广告收入 17.10 亿元，占比 37.09%，同比增长 25.14%。

图 2：2019H1-2020H1 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

展望下半年，我们预计公司楼宇媒体业务预计仍会保持增长趋势。依据如下：根据公司中报显示，截至 2020 年 6 月底，公司已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 31.81 亿元，其中，30.25 亿元预计将于 2020 年下半年确认收入，1.55 亿元预计将于 2021 年度确认收入，90 万元预计将于 2022 年度确认收入。大额订单合同在手主要源于分众宣布对 7 月之后签约客户提价，促使广告主提前下单。对于大广告主，公司团购明星带货服务赠送。2020 年 8 月起，分众联手小沈龙、谢娜、华少推出“分众好物节”直播带货活动，8.8、8.13、8.28 三场分众好物节参与品牌多达几十个，印证公司下半年订单充足。

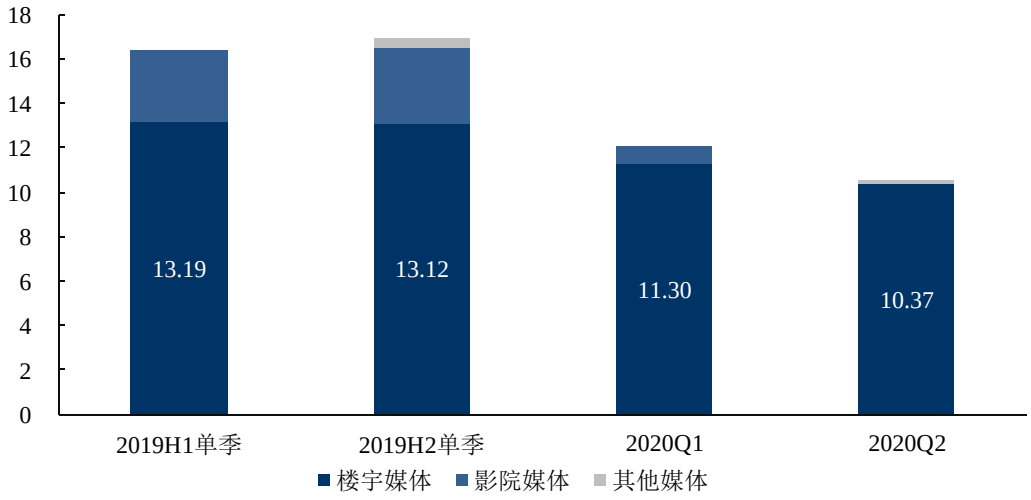
图 3：部分参与“分众好物节”品牌



资料来源：“分众专享”公众号，东兴证券研究所

上半年媒体租赁成本成本下降显著。2020 年上半年，公司营业成本为 22.67 亿元，同比减少 10.48 亿元（-31.63%），其中媒体租赁成本减少 8.19 亿元。主要源于：1）上半年公司楼宇媒体租赁成本较去年同期减少 2.46 亿元，降幅为 14.35%；2）影院业务的租赁成本 6342 万元，较去年同期 6.20 亿元大幅减少 5.56 亿元，降幅为 89.77%。

图 4：公司单季成本情况测算（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

多种因素驱动公司楼宇营业成本下降。2020H1，楼宇媒体营业成本 21.67 亿元，相比去年同期 26.37 亿元，同比减少 4.7 亿元，其中租金减少 2.46 亿元，则楼宇媒体其他营业成本同比减少 2.23 亿元。

公司楼宇媒体租金减少主要源于：1）公司自 2019 年下半年以来致力于优化和梳理媒体资源点位，截至 2020 年 7 月，公司电梯电视媒体点位数较 2019 年末下降 8.8%，电梯海报媒体点位数较 2019 年末下降 6.46%；2）部分社区和受影响的写字楼也相应减免了受疫情影响不能正常发布广告的楼宇媒体租赁成本。

楼宇媒体其他营业成本同样减少，则源于公司推动媒体业务实现云端在线推送，已经将绝大部分屏幕物联网化，实现远程在线监控屏幕的播放，由此降低运维人员数量，职工薪酬支出减少。

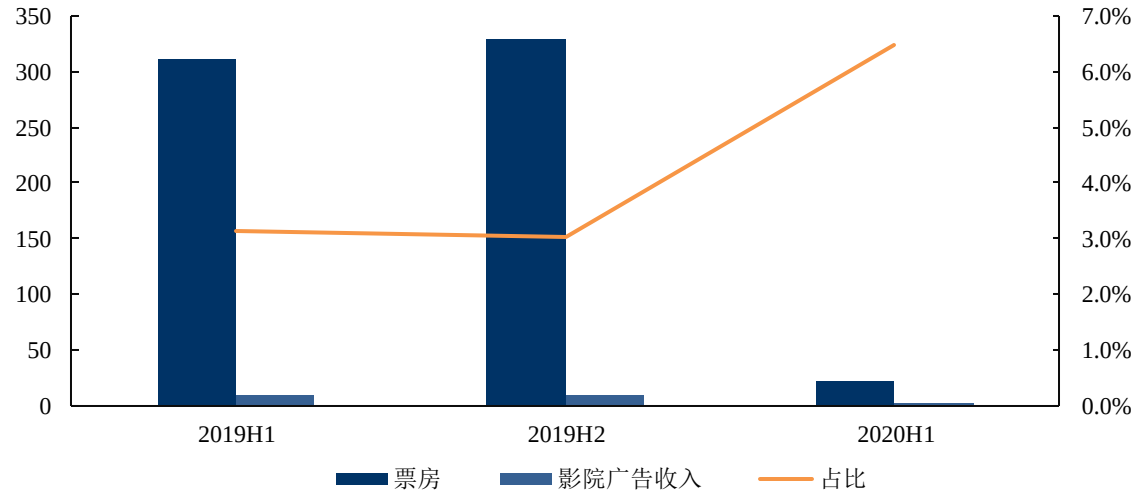
表1：表 1：公司媒体资源数量

媒体类型	境内覆盖城市	境内自营部分媒体资源数量（万台）		增减幅度（万台）	变动比例
		2020/7/31	2019/12/31		
电梯电视媒体	一线城市	18.2	19.3	-1.1	-5.70%
	二线城市	35.4	38.3	-2.9	-7.60%
	三线及以下城市	7.8	9.2	-1.4	-15.20%
电梯海报媒体	一线城市	40.7	43.6	-2.9	-6.70%
	二线城市	93.3	95.8	-2.5	-2.60%
	三线及以下城市	33.2	38.6	-5.4	-14.00%

资料来源：公司中报，东兴证券研究所

影院媒体业务预计 Q4 修复。2020H1，影院媒体营业成本 0.81 亿元，相比去年同期 6.42 亿元，同比减少 5.61 亿元，其中租金减少 5.56 亿元。可见，影院成本大幅下降主要源于影院因疫情影响停业封闭未发生租赁成本。另一方面，公司上半年同样优化影院媒体资源。截至上半年底，公司影院媒体签约影院约 1400 家，相比去年底签约 1700 家减少约 300 家。广告主投放影院广告意愿与票房水平，尤其是黄金档期密切相关。展望下半年，公司影院媒体业务将在四季度受国庆档驱动实现收入回升。

图 5：2019H1-2020H1 公司影院业务收入与期间票房规模



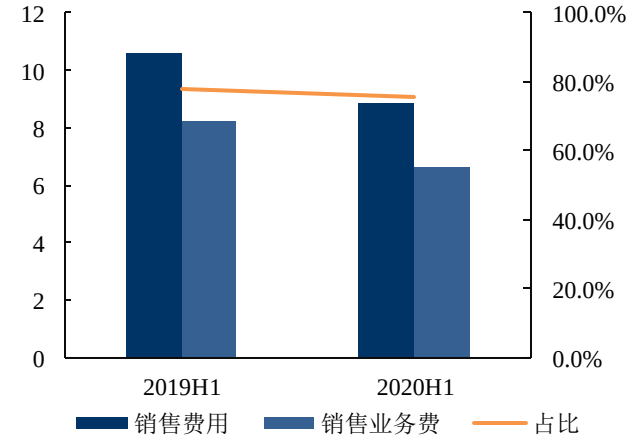
资料来源：公司公告，猫眼专业版，东兴证券研究所

上半年公司销售模式稳定，运维成本拐点显现。具体分析如下：

1）销售费用：2020 年上半年的销售费用为 8.82 亿元，同比下降 16.5%，主要源于主营业务收入下滑。其中销售业务费（公司销售人员业绩提成）约占销售费用的 75.4%，同比去年同期基本稳定。

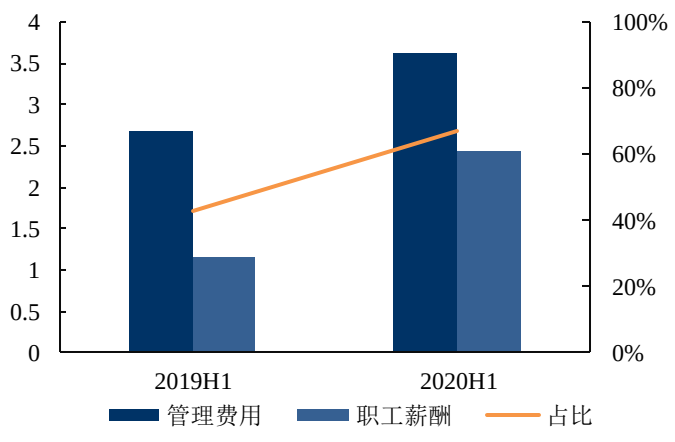
2）管理费用：2020 年上半年的管理费用 3.63 亿元，同比增加 9433 万元，主要是 Q2 公司计提优化运维人员的离职补偿金，与上半年楼宇媒体业务职工薪酬同比减少支出约 2.23 亿元相印证。可以看到，公司楼宇广告业务通过云端在线推送，显著降低对运维人员的依懒性（2019 年底媒体运营人员数 6723 人，2017 年底运营人员数 4742 人），每年将为公司节约数亿元。

图 6：2019H1-2020H1 公司销售费用及销售业务费



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7：2019H1-2020H1 公司管理费用及职工薪酬



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

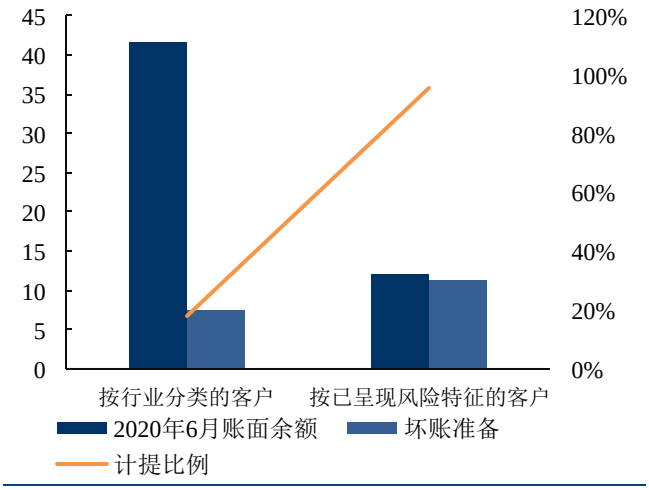
公司回款改善，但存量客户仍有坏账风险。具体分析如下：

根据公司中报显示，2020 年 6 月底应收账款账面余额 53.73 亿元，年初应收账款账面余额 58.81 亿元，减意味公司本期应收账款回款金额比新增应收账款多 5.08 亿元，回款情况出现改善迹象。

另一方面，从坏账准备金额看，从年初的 17.12 亿元增加到 2020 年 6 月底的 18.94 亿元，新增计提 1.82 亿，计提比例从 29%增加到 35%，显示存量客户坏账风险仍未降低。

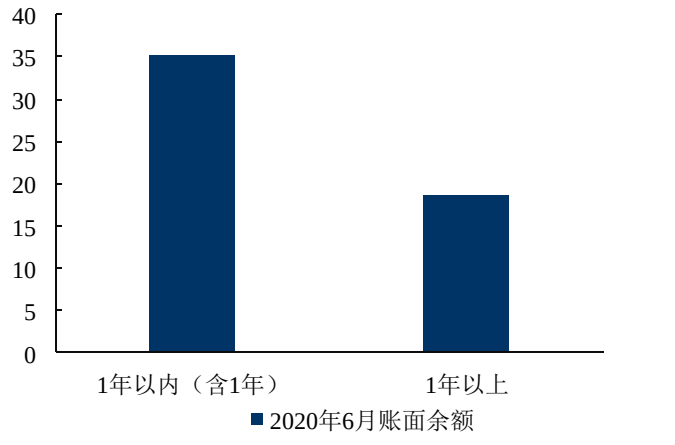
2020 年 6 月底应收账款账面余额 53.73 亿元，其中未呈现风险特征的客户的应收账款 41.76 亿元，坏账计提比例 18%；已经逾期并“按已呈现风险特征的客户”应收账款 11.97 亿元，计提比例 95.6%。若应收账款分类按账龄披露，1 年以内（含 1 年）应收账款 35.11 亿元，1 年以上 18.63 亿元，对比两种分类，可以看到，约 6.66 亿元一年以上应收账款，由于尚未逾期，因此放入按行业分类的应收账款中。但在实际情况中，应收账款已经超过 1 年，计提坏账准备的可能性较高，因此这部分存量客户应收款具有较高的回收风险。

图 8：2020 年 6 月底公司应收账款分类披露



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

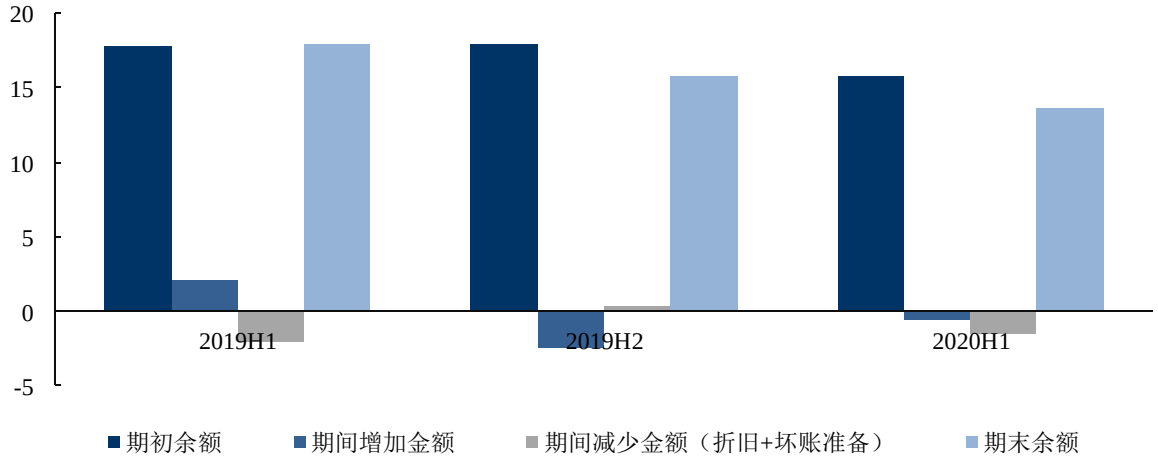
图 9：2020 年 6 月底公司应收账款分类按账龄披露



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

停止电梯媒体设备采购，加速固定资产折旧。2020 年上半年，公司固定资产折旧由年初 15.81 亿元减少至 13.68 亿元，其中折旧 2.24 亿元，购置固定资产 0.19 亿元，显示公司基本停止电梯媒体设备采购；同时公司公告，2020 年 9 月 1 日起，公司固定资产中的电梯海报折旧年限从 5 年缩短到 3 年，残值为 0，本次折旧政策变更对公司 2020 年的折旧预计影响金额约为 3500 万元。公司加速固定资产折旧有助于前期减少企业所得税，后期利润增长。

图 10：2019H1-2020H1 公司固定资产期初余额与期末余额



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

盈利预测与评级：

此次疫情期间，公司危机处理能力得到充分显现。营收端，公司优质点位占据帮助公司楼宇媒体业务快速恢复；成本端，运维人员结构优化以及点位租金有望下行；下半年，公司一方面受益于广告需求持续回暖，另一方面受益于影院媒体业务修复。

因此，我们预计 2020-2022 年的公司归母净利润分别为 23.53 亿元，33.44 亿元和 45.44 亿元，EPS 分别为 0.16 元，0.23 元以及 0.31 元，现有股价下对应的 PE 分别为 44X，31X 和 23X。我们认为，危机是分众的试金石，渡过这次危机，公司抗风险能力大幅提升，上调至“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	11341	13948	17549	**营业收入**	14551	12136	10662	12939	14831
货币资金	3672	3861	4265	6693	9780	**营业成本**	4916	6650	5026	5806	5848
应收账款	4823	4170	3797	4254	4876	营业税金及附加	432	283	32	375	430
其他应收款	95	60	53	64	74	营业费用	2331	2256	2008	2389	2715
预付款项	1374	867	616	326	209	管理费用	412	576	680	520	560
存货	3	4	3	4	4	财务费用	-94	-20	-63	-107	-191
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	8905	8662	8353	资产减值损失	400.04	0.00	423.17	334.66	316.96
长期股权投资	793	1117	1118	1118	1118	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	2935	4171	5677
资产总计	19022	18687	20246	22609	25902	营业外收入	4.49	1.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3527	3671	3632	3702	3797	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	2915	4151	5657
应付账款	419	571	426	492	495	所得税	1150	493	583	830	1131
预收款项	375	514	561	663	754	**净利润**	5792	1855	2332	3321	4526
一年内到期的非流动负债	0	69	69	69	69	少数股东损益	-31	-20	-21	-23	-18
非流动负债合计	1096	1010	1010	1010	1010	归属母公司净利润	5823	1875	2353	3344	4544
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	4642	4712	4807	**成长能力**					
少数股东权益	197	228	207	184	166	营业收入增长	21.12%	-16.60%	-12.14%	21.36%	14.62%
实收资本（或股本）	334	334	334	334	334	营业利润增长	-4.02%	-65.97%	24.05%	42.09%	36.12%
资本公积	186	388	388	388	388	归属于母公司净利润增长	-3.03%	-67.80%	25.45%	42.12%	35.89%
未分配利润	14240	14553	16247	18654	21925	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	14201	13778	15351	17667	20883	毛利率(%)	66.21%	45.21%	52.86%	55.13%	60.57%
负债和所有者权益	19022	18687	20201	22564	25856	净利率(%)	39.81%	15.29%	21.87%	25.66%	30.51%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	30.61%	10.04%	11.62%	14.79%	17.54%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	41.00%	13.61%	15.33%	18.93%	21.76%
经营活动现金流	3783	3430	3546	3716	4472	**偿债能力**					
净利润	5792	1855	2332	3321	4526	资产负债率(%)	24%	25%	23%	21%	19%
折旧摊销	266.55	529.49	449.23	462.48	475.73	流动比率					4.62
财务费用	-94	-20	-63	-107	-191	速动比率					4.62
应收帐款减少	0	0	372	-456	-622	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	47	102	91	总资产周转率	0.84	0.64	0.55	0.61	0.61
投资活动现金流	-1383	-1582	-2661	-508	-441	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	21.40	28.21	30.06
长期投资减少	0	0	-2701	-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	0.16	0.23	0.31
筹资活动现金流	-2662	-2334	-525	-779	-945	每股净现金流(最新摊薄)	-0.79	-1.46	1.08	7.28	9.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	42.56	41.29	46.01	52.95	62.59
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	17.53	53.92	43.73	30.77	22.65
资本公积增加	0	202	0	0	0	P/B	0.16	0.17	0.15	0.13	0.11
现金净增加额	-262	-486	359	2428	3087	EV/EBITDA	-0.06	-0.21	-0.30	-0.77	-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
公司普通报告	吉比特（603444.SH）：《问道》成压舱石，新品开花结果	2020-08-18
公司普通报告	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
行业深度报告	电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26
公司深度报告	光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
公司深度报告	吉比特（603444）：研发底蕴深厚，长线运营守正出奇	2019-08-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

上海交通大学工学硕士。曾任华创证券、安信证券传媒互联网行业分析师，2018 年加入东兴证券。

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