2020 年 08 月 20 日
公司研究●证券研究报告

分众传媒（002027.SZ）

公司快报

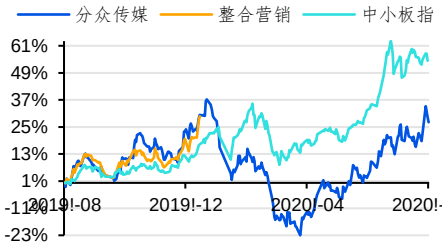
传媒 | 整合营销 III

投资评级	买入-A(上调)
股价(2020-08-20)	6.37 元

交易数据

总市值（百万元）	93,498.10
流通市值（百万元）	93,498.10
总股本（百万股）	14,677.88
流通股本（百万股）	14,677.88
12 个月价格区间	3.85/7.02 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.31	5.18	-25.58
绝对收益	4.94	29.64	28.35

分析师 高猷嘉
SAC 执业证书编号：S0910520060002
gaoyoujia@huajinsc.cn
021-20377166

相关报告

分众传媒：单季度业绩有望回暖，长期看好楼宇媒体龙头优势 2019-08-22

分众传媒：逆势扩张业绩承压，长期认可楼宇媒体龙头地位 2019-04-25

分众传媒：经济周期短期扰动公司利润，成本投入长期不改楼宇媒体护城河优势 2018-10-30

分众传媒：半年报业绩亮眼，媒体点位高速扩张，关注下半年成本端情况 2018-08-29

分众传媒：2018Q2 业绩增长强劲，生活圈媒体龙头地位凸显 2018-07-31

Q2 业绩好于预期，客户结构持续改善

事件：分众传媒于 8 月 20 日盘后公布了半年报。2020 上半年，分众传媒的营业收入为 46.1 亿元，同比下降 19.3%，归母净利润为 8.2 亿元，同比增长 5.8%，扣非归母净利润为 6.2 亿元，同比增长 62.9%。业绩好于市场预期。

- **二季度经营强势复苏：**分众传媒自去年下半年开始展现出复苏势头，但今年一季度突如其来的 Covid-19 中断了经营趋势，而二季度在复工复产之后，公司经营表现强势复苏。单看第二季度，分众传媒的营业收入为 26.7 亿元，环比大幅增长 37.9%，同比降幅缩窄至 13.9%，归母净利润为 7.9 亿元，同比大幅增长 79.4%，扣非归母净利润为 6.5 亿元，同比增速高达 142.7%。

- **客户结构转向日用消费品行业，楼宇媒体业务恢复同比正增长：**今年上半年，公司楼宇媒体业务实现营业收入 44.4 亿元，同比跌幅仅为 5.4%，经推算 Q2 同比增速已转正。自去年以来，公司积极拓展日用消费品行业广告主，本季度楼宇媒体业务中来自日用消费品行业广告主的收入占比已提升至 37.1%，较去年同期提升 13.2 个百分点，收入同比增长 25.1%。值得注意的是，今年上半年来自互联网行业广告主的收入同比增速已转正。另一方面，Covid-19 的爆发使得影院自春节假期以来处于停业状态，上半年公司影院广告收入同比下降 85.2%。

- **点位优化继续，媒体租赁成本大幅下降：**今年上半年，公司媒体租赁成本同比大幅下降 31.6%至 8.2 亿元。其中，影院因疫情影响停业封闭仅发生租赁成本 6342 万元，同比减少 5.6 亿元。另一方面，自 2019 下半年以来，公司致力于优化和梳理媒体资源点位，截止至 2020 年 7 月公司自营楼宇媒体总数为 233.5 万个，较去年同期减少 40.5 万个，较去年年末减少 11.3 万个，对应的楼宇媒体租赁成本较去年同期减少 2.5 亿元，合 14.4%。此外，得益于财政部税务总局免征 2020 年全年文化事业建设费，公司上半年营业税金及附加大幅减少 85%至 0.26 亿元。

- **应收账款显著减少，经营质量高：**此前公司部分客户为经营风险较大的新经济公司，在一级市场融资极速冷却的 2019 年，公司共计提信用资产减值损失 7.9 亿元。截止至 2020 上半年，公司应收账款为 34.8 亿元，较去年年末、今年一季度末分别减少 6.9、2.5 亿元，趋于健康。单款二季度，公司计提信用资产减值损失 1.1 亿元，较去年同期大幅减少 61.2%。

- **投资建议：**我们预测 2022 年至 2022 年公司的每股收益分别为 0.15、0.24 和 0.30 元，同比分别增长 16.7%、60.4%、26.8%。考虑到分众传媒已完成广告主行业结构的重构，经营质量与可预见性转好，我们将公司的投资评级上调至“买入-A”，目标价 7.17 元对应 2021 年预测 EPS 的 30 倍。

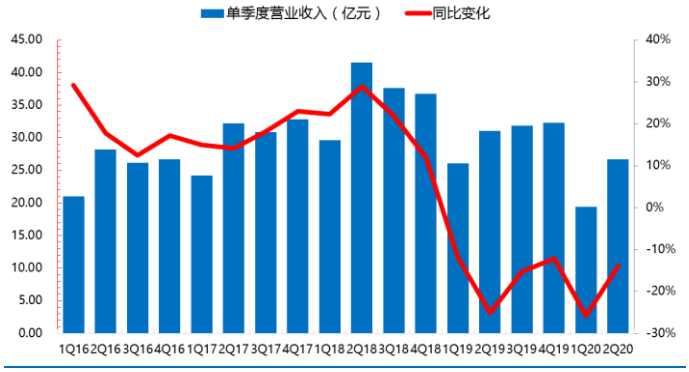
- **风险提示：**宏观经济复苏不及预期、新冠疫情的持续性影响、电影市场复苏不及预期、楼宇媒体行业竞争加剧、应收账款坏账风险、政府补贴少于预期

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,551	12,136	10,765	13,222	14,808
YoY(%)	21.1	-16.6	-11.3	22.8	12.0
净利润(百万元)	5,823	1,875	2,189	3,510	4,450
YoY(%)	-3.0	-67.8	16.7	60.4	26.8
毛利率(%)	66.2	45.2	51.4	56.1	59.1
EPS(摊薄/元)	0.40	0.13	0.15	0.24	0.30
ROE(%)	40.2	13.2	13.4	17.8	18.4
P/E(倍)	15.6	48.3	41.4	25.8	20.3
P/B(倍)	6.4	6.6	5.7	4.7	3.8
净利率(%)	40.0	15.5	20.3	26.5	30.1

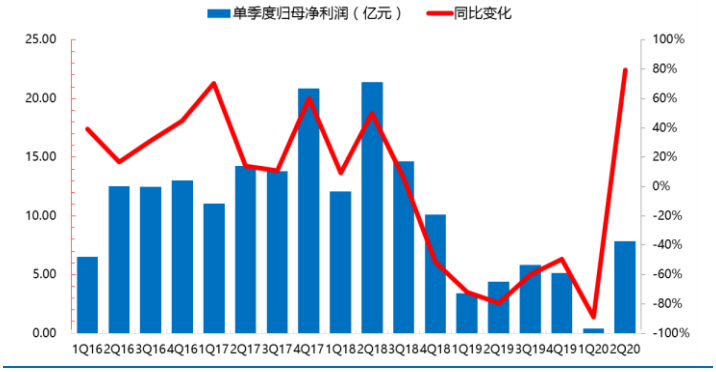
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1：单季度营业收入趋势



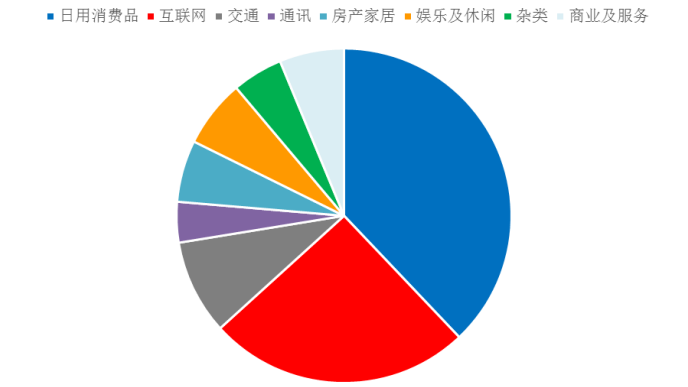
资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 2：单季度归母净利润趋势



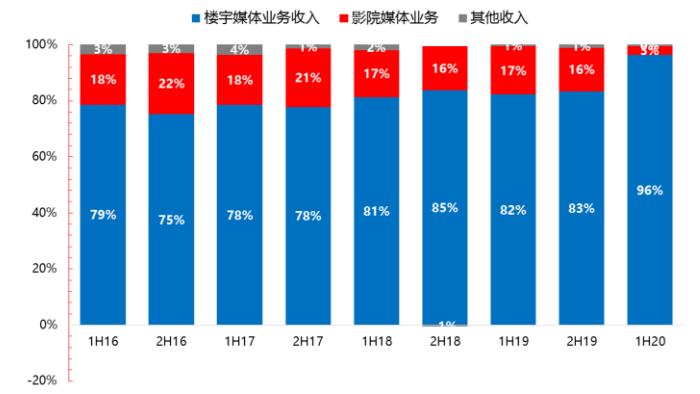
资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 3：分众传媒收入结构（按客户类型）



资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 4：分众传媒收入结构（按业务类型）



资料来源：公司资料，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	12034	11511	12162	16992	19374
现金	3672	3861	4427	6994	10124
应收票据及应收账款	5020	4170	3981	6030	5182
预付账款	1374	867	1121	1321	1413
存货	3	4	1	5	2
其他流动资产	1966	2609	2632	2642	2653
非流动资产	6987	7176	7105	7308	7426
长期投资	793	1117	1462	1809	2158
固定资产	1785	1581	1167	1013	776
无形资产	47	45	46	51	57
其他非流动资产	4363	4434	4430	4435	4435
资产总计	19022	18687	19267	24300	26801
流动负债	3527	3671	2372	4190	2563
短期借款	47	51	51	51	51
应付票据及应付账款	419	571	209	655	246
其他流动负债	3060	3049	2113	3485	2266
非流动负债	**1096**	**1010**	**740**	**535**	**288**
长期借款	892	802	533	327	80
其他非流动负债	204	208	208	208	208
负债合计	4624	4681	3113	4725	2851
少数股东权益	197	228	210	177	139
股本	334	334	334	334	334
资本公积	186	388	388	388	388
留存收益	14432	14822	16438	18830	21746
归属母公司股东权益	14201	13778	15944	19398	23811
负债和股东权益	19022	18687	19267	24300	26801

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3783	3430	844	3142	3589
净利润	5792	1855	2171	3477	4412
折旧摊销	230	515	343	353	388
财务费用	-94	-20	-75	-117	-197
投资损失	-168	-218	-120	-127	-134
营运资金变动	-2380	679	-1476	-444	-879
其他经营现金流	403	618	0	0	0
投资活动现金流	-1383	-1582	-151	-429	-372
筹资活动现金流	-2662	-2334	-126	-145	-87
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.13	0.15	0.24	0.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.23	0.06	0.21	0.24
每股净资产(最新摊薄)	0.97	0.94	1.09	1.32	1.62

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14551	12136	10765	13222	14808
营业成本	4916	6650	5235	5799	6051
营业税金及附加	432	283	86	291	326
营业费用	2331	2256	2013	2314	2562
管理费用	412	576	603	608	637
研发费用	229	148	108	132	148
财务费用	-94	-20	-75	-117	-197
资产减值损失	400	740	549	463	444
公允价值变动收益	0	-57	0	0	0
投资净收益	168	218	120	127	134
营业利润	6953	2366	2766	4419	5602
营业外收入	4	1	1	1	1
营业外支出	16	19	19	19	19
利润总额	6942	2348	2748	4402	5584
所得税	1150	493	577	924	1173
税后利润	5792	1855	2171	3477	4412
少数股东损益	-31	-20	-18	-33	-39
归属母公司净利润	5823	1875	2189	3510	4450
EBITDA	7103	2786	2990	4604	5738

主要财务比率

会计年度					
成长能力					
营业收入(%)	21.1	-16.6	-11.3	22.8	12.0
营业利润(%)	-4.0	-66.0	16.9	59.8	26.8
归属于母公司净利润(%)	-3.0	-67.8	16.7	60.4	26.8
获利能力					
毛利率(%)	66.2	45.2	51.4	56.1	59.1
净利率(%)	40.0	15.5	20.3	26.5	30.1
ROE(%)	40.2	13.2	13.4	17.8	18.4
ROIC(%)	37.9	12.2	12.5	16.8	17.5
偿债能力					
资产负债率(%)	24.3	25.0	16.2	19.4	10.6
流动比率	3.4	3.1	5.1	4.1	7.6
速动比率	2.5	2.8	4.6	3.7	6.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.6	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	15.0	13.4	13.4	13.4	13.4
估值比率					
P/E	15.6	48.3	41.4	25.8	20.3
P/B	6.4	6.6	5.7	4.7	3.8
EV/EBITDA	12.4	30.7	28.3	17.8	13.7

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

高猷嘉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn