分众传媒（002027）

业绩大超预期，经营拐点已现

买入（维持）

2020 年 08 月 20 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	12,136	10,173	13,483	15,330
同比（%）	-16.6%	-16.2%	32.5%	13.7%
归母净利润（百万元）	1,875	2,471	3,958	4,767
同比（%）	-67.8%	31.8%	60.2%	20.4%
每股收益（元/股）	0.13	0.17	0.27	0.32
P/E（倍）	49.86	37.84	23.62	19.61

投资要点

- 公司 2020 年上半年实现收入 46.11 亿元，同比下滑 19.35%，归母净利润 8.23 亿元，同比增长 5.85%，其中二季度实现收入 26.72 亿元，同比下滑 14.0%，实现归母净利润 7.86 亿元，同比增长 79.5%，业绩大超市场预期。从收入结构来看，疫情之后，全国影院暂停营业，公司上半年影院广告收入仅为 1.45 亿元，较去年同期的 9.82 亿元减少 8.37 亿元，降幅为 85.23%，拖累公司上半年整体业绩表现。而楼宇媒体同样受疫情影响，较去年同期减少 2.54 亿元至 44.44 亿元，降幅仅为 5.41%。

- **广告主结构调整出成效，收入增长持续性突显。**相对于腾讯媒体广告、爱奇艺广告收入 Q2 均 20%以上的同比下滑，公司楼宇媒体的收入情况十分亮眼，主要在于客户结构中大客户集中，作为各行业的龙头受宏观向下波动的影响较小所致。从行业上看，公司收入结构调整成效显著，互联网广告主当前占比仅 25%，而传统广告主预算投放与收入挂钩，公司收入增长持续性突显。

- 归母净利润的大幅增长主要来自四个方面，营业成本的大幅度下滑、文化事业建设费的减免、应收账款减值的大幅减少以及投资收益对政府退税减少的抵消。

- **营业成本方面：**去年 H1 影院媒体 6.42 亿成本中，6.2 亿成本为租金成本，因此影院媒体成本属于按月度均匀发生的支出，这部分 Q2 因疫情影响减少 3.2 亿元。而 Q2 营业成本共减少 6.02 亿元，因此楼宇媒体营业成本共减少 2.82 亿元，好于我们此前的判断，同时也促使楼宇媒体毛利率大幅提升至 52%。由于成本支出的减少，公司经营活动现金支出减少 21.6 亿元，致使经营活动现金净流量同比增长 87.6%。

- **文化事业建设费减免：**受 2020 年全年免征文化事业建设费影响，公司 Q2 营业税金及附加为-10.46 百万，相对于去年同期下降 1.03 亿元。

- **应收账款减值方面：**因收入规模下降，应收账款余额有所减少，而此前应收账款减值计提充分，导致 Q2 应收账款减值同比下滑 2.65 亿元。

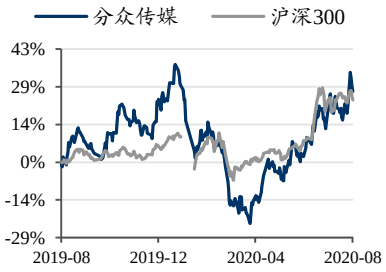
- **政府退税：**受去年收入基数低影响，今年政府退税预计大幅下滑，上半年已减少 2.8 亿元，其中 Q2 减少 0.91 亿元，但本季度投资收益增加了 0.69 亿元，抵消了部分退税的缩减对净利润的影响。

- **盈利预测与投资评级：**公司收入端经营拐点已现，盈亏平衡点下移，利润弹性突显，我们上调公司业绩预测，预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 101.73/134.83/153.30 亿元，同比增长-16.2%/32.5%/13.7%，归母净利润分别为 24.71/39.58/47.67 亿元，同比增长 31.8%/60.2%/20.4%，对应 PE 分别为 37.84/23.62/19.61 倍。我们维持公司“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济超预期波动、竞争加剧、回款不利

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
研究助理 张飞鹏
021-60199793
zhangfp@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.37
一年最低/最高价	3.81/6.94
市净率(倍)	6.85
流通 A 股市值(百万元)	93498.10

基础数据

每股净资产(元)	0.93
资产负债率(%)	29.15
总股本(百万股)	14677.88
流通 A 股(百万股)	14677.88

相关研究

1、《分众传媒（002027）：经营波动与竞争格局的双重周期》2020-06-14

2、《分众传媒（002027）：疫情影响公司短期业绩，长期依然看好公司价值》2020-04-28

3、《分众传媒（002027）：2019 三季报点评：收入跌幅收窄，多项指标改善》2019-10-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

分众传媒三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**11,511**	**15,069**	**16,122**	**18,704**
现金	3,861	4,656	4,403	6,173
应收账款	4,170	3,366	4,565	3,721
存货	4	1	6	1
其他流动资产	3,476	7,047	7,148	8,809
非流动资产	**7,176**	**7,275**	**8,631**	**9,949**
长期股权投资	1,117	1,458	1,802	2,153
固定资产	1,581	1,352	981	1,173
在建工程	7	4	4	4
无形资产	45	46	51	57
其他非流动资产	4,427	4,416	5,793	6,562
资产总计	**18,687**	**22,344**	**24,754**	**28,653**
流动负债	**3,671**	**5,094**	**4,662**	**5,637**
短期借款	51	51	51	51
应付账款	571	117	485	171
其他流动负债	3,049	4,927	4,126	5,416
非流动负债	**1,010**	**786**	**871**	**943**
长期借款	802	579	597	633
其他非流动负债	208	208	273	310
负债合计	**4,681**	**5,880**	**5,533**	**6,581**
少数股东权益	228	214	188	154
归属母公司股东权益	13,778	16,249	19,033	21,919
负债和股东权益	**18,687**	**22,344**	**24,754**	**28,653**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,430	1,363	2,203	5,082
投资活动现金流	-1,582	-514	-1,443	-1,647
筹资活动现金流	-2,334	-54	-1,013	-1,665
现金净增加额	-490	795	-252	1,770
折旧和摊销	515	486	482	559
资本开支	343	-242	-432	162
营运资本变动	679	-1,431	-1,782	102

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**12,136**	**10,173**	**13,483**	**15,330**
减:营业成本	6,650	4,470	5,720	5,907
营业税金及附加	283	224	337	383
营业费用	2,256	1,882	2,225	2,759
管理费用	576	610	607	690
财务费用	-20	-78	-98	-119
资产减值损失	0	407	337	383
加:投资净收益	218	85	115	86
其他收益	665	346	459	520
营业利润	**2,366**	**3,088**	**4,930**	**5,932**
加:营业外净收支	-18	-17	-16	-16
利润总额	**2,348**	**3,071**	**4,914**	**5,917**
减:所得税费用	493	614	983	1,183
少数股东损益	-20	-14	-27	-34
归属母公司净利润	**1,875**	**2,471**	**3,958**	**4,767**
EBIT	2,308	3,014	4,843	5,828
EBITDA	2,823	3,499	5,325	6,387

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	**0.13**	**0.17**	**0.27**	**0.32**
每股净资产(元)	0.94	1.11	1.30	1.49
发行在外股份(百万股)	14678	14678	14678	14678
ROIC(%)	12.4%	14.1%	19.5%	20.4%
ROE(%)	13.2%	14.9%	20.5%	21.4%
毛利率(%)	45.2%	56.1%	57.6%	61.5%
销售净利率(%)	15.5%	24.3%	29.4%	31.1%
资产负债率(%)	25.0%	26.3%	22.4%	23.0%
收入增长率(%)	-16.6%	-16.2%	32.5%	13.7%
净利润增长率(%)	-67.8%	31.8%	60.2%	20.4%
P/E	49.86	37.84	23.62	19.61
P/B	6.79	5.75	4.91	4.27
EV/EBITDA	31.33	25.01	16.49	13.48

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn