

分众传媒 (002027) 2019年三季度报点评

Q3 单季营收 31.89 亿符合预期, 客户结构持续改善有望增强未来业绩韧性

推荐 (维持)

当前价: 6.16 元

事项:

- ❖ 公司 19 年前 3 季度实现营收 89.06 亿元 (-18.12%YoY), 营业利润为 17.31 亿元 (-70.21%YoY), 其中政府补助为 5.68 亿元 (-5.96%YoY); 归母净利润为 13.60 亿元 (-71.72%YoY), 为前期指引中值 (11.48~14.48 亿元 (-76.13%~69.90%YoY)), 扣非后归母净利润为 8.79 亿元 (-79.06%YoY), 归母净利率为 15.27% (去年同期为 44.22%, 同比下滑 28.95pct)。

评论:

- ❖ **Q3 单季营收增长符合市场预期, 影院广告拖累显著、楼宇广告边际改善。** 公司 3Q19 单季实现营收 31.89 亿元, 此前市场预期 31-32 亿元 (即与 2Q19 营收 31.06 亿元相比, 持平微增)。分拆主营业务, 根据草根调研口径反馈, 预计影院广告收入占比 14%-15% (1H19 占比为 17.18%, 下滑 2~3pct), 对应楼宇广告营收贡献占比为 85% 左右 (1H19 占比为 82.18%)。

由于电影市场 2019 年暑期档仅《哪吒之魔童降世》表现超预期 (合计票房 49.72 亿元), 除此之外整体表现较为平淡, 因此造成公司影院广告收入发生超预期同比下滑 (我们预计 3Q19 营收同比下滑 30% 左右, 净利润同比连续单月亏损), 但随着国庆三部主旋律电影的上映, 预计 10 月单月影院广告收入同比正增长。楼宇广告层面, 尽管 7-8 月单月收入仍同比下滑 10%+, 但自 9 月起或已实现单月同比持平, 框架海报、智能竖屏投放景气度相对高, 电梯电视表现一般但预期充分。

- ❖ **催账回款效率阶段性提升, 存量点位优化持续推进。** 自 3Q19 起, 公司加强回款进度的跟踪和落实, 并根据客户的资质进行更为审慎的评估, 根据客户资质, 要求不同比例的广告投放预付款项, 并加大回款进度的跟踪和落实力度, 从源头控制和防范新坏账的产生。公司 19 年前 3 季度信用减值损失 5.51 亿元 (+357.51%YoY), 但 3Q19 单季值为 1.72 亿元, 较 2Q19 计提值 2.95 亿元已有显著改善; 且 3Q19 经营性现金流量净额为 10.06 亿元 (+220.72%YoY), 除去税费支付额同比下降影响之外, 也有来自应收款项账龄的有效管控作用。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。** 受行业景气度持续低迷影响, 我们偏谨慎预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 18.70/28.52/40.62 亿元 (此前预期 19.85/30.77/40.14 亿元), 对应 EPS 分别为 0.13/0.19/0.28 元, 以 19 年 11 月 1 日收盘价 6.16 元/股为基础, 分别对应 PE 为 48/32/22 倍, 维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示:** 新竞争者市场扰动; 广告主预算支出持续下滑; 政府补贴可持续性; 限售股解禁; 新媒体业务分流。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	14,551	12,142	13,096	14,112
同比增速(%)	21.1%	-16.6%	7.9%	7.8%
归母净利润(百万)	5,823	1,870	2,852	4,062
同比增速(%)	-3.0%	-67.9%	52.5%	42.5%
每股盈利(元)	0.40	0.13	0.19	0.28
市盈率(倍)	16	48	32	22
市净率(倍)	6	6	5	4

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 11 月 01 日收盘价

华创证券研究所
证券分析师: 潘文韬

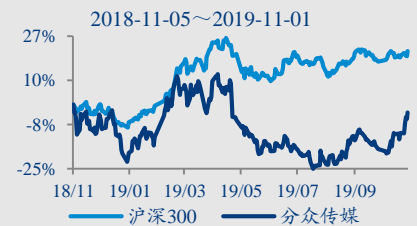
电话: 021-20572578

邮箱: panwentao@hcyjs.com

执业编号: S0360518070003

公司基本数据

总股本(万股)	1,467,788
已上市流通股(万股)	1,467,788
总市值(亿元)	904.16
流通市值(亿元)	904.16
资产负债率(%)	23.2
每股净资产(元)	0.9
12 个月内最高/最低价	7.34/4.71

市场表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

《分众传媒 (002027) 2018 年中报点评: 上半年业务毛利率涨至 71.81%, 下半年关注顺周期因子与扩屏成本影响》

2018-08-29

《分众传媒 (002027) 2018 年报及 2019 年一季度报点评: 竞争加剧叠加经济下行, “扩屏滞销”问题初现, 建议长期视角看待当下投资机会》

2019-04-29

《分众传媒 (002027) 2019 年半年报点评: 账期拉长引致信用减值损失超预期确认, 价量稳定后上刊率为景气度关键指标》

2019-08-23

目 录

一、核心结论.....	4
（一）三季度业绩指引符合预期，主观预计 4Q19 单季营收区间在 33-34 亿元.....	4
（二）当下投资机会在于稳坐 Q4 旺季，基本面稳态支撑下短期看 1Q20 营收预期.....	4
（三）关注未来净利润潜在影响因子，主观对明年业绩报以极大信心.....	4
（四）阿里数据与技术赋能持续推进，消费品广告主投放偏好持续获提升.....	4
二、三季度业绩回顾.....	4
（一）19 年前 3 季度业绩.....	4
（二）3Q19 季报业绩.....	4
三、Q3 单季营收增长符合市场预期，影院广告拖累显著、楼宇广告边际改善.....	5
四、催账回款效率阶段性提升，存量点位优化持续推进.....	5
五、预计客户结构稳步改善，传统消费品客户自 Q3 起继续深挖.....	5
六、风险提示.....	6

图表目录

图表 1 公司 2014-2019 上半年收入构成..... 5

一、核心结论

(一) 三季度业绩指引符合预期, 主观预计 4Q19 单季营收区间在 33-34 亿元

3Q19 单季营收 31.89 亿元符合市场预期 (此前预期与 2Q19 持平略增, 31-32 亿元, 同比下滑 15%左右), 对应净利润 5.82 亿元, 剔除数禾科技影响整体也符合预期; 我们预计 4Q19 单季营收区间在 33-34 亿元, 同比下滑 10.20%~7.48% (此前预期 5-10%同比下滑), 全年归母净利指引为 17.50~20.50 亿元 (-69.94%~-64.79%YoY, 此前预期 18-20 亿元), 三季度业绩表现“中规中矩”, 符合预期。

(二) 当下投资机会在于稳坐 Q4 旺季, 基本面稳态支撑下短期看 1Q20 营收预期

我们近期推荐的逻辑是稳坐 4Q19 旺季, 在有基本面符合预期的稳态支撑下, 短期看好 1Q20 由客户结构改善所带来的业绩韧性增强, 只要当季收入实现 10%+同比增长, 即为超预期, 当下短逻辑层面有一定的预期信仰驱动因素。通过紧密跟踪我们预估, 3Q19 消费品客户单季营收贡献同比增长 20%左右, 1H19 则为 3%, 表现为公司通过开拓和转化消费品客户的可持续性和市场空间较为乐观, 已阶段性表明客户结构改善有推进、有市场、可持续。

(三) 关注未来净利润潜在影响因子, 主观对明年业绩报以极大信心

我们对分众传媒明年业绩报以极大的信心, 潜在影响净利润复苏的因子还有: 1) 通过点位优化预期可实现的租金成本管控 (4Q19 或有表现); 2) 催收回款效率提升带来的坏账冲回可能; 3) 4Q19 单季财政补贴的递延确认, 潜在制约因子在于明年补贴的减少。

(四) 阿里数据与技术赋能持续推进, 消费品广告主投放偏好续获提升

近期电商广告等主流热门广告渠道的投放价格阶段性跳涨, 变相增强了线下梯媒广告的投放性价比, 且阿里在积极寻求线上电商直播与线下梯媒视频广告的内容联动, 而非市场所悲观预期的渠道间存量博弈关系; 不仅如此, 阿里自 9 月起加大对分众渠道的数据赋能, 有效缓解了消费品广告主苛求投后效果反馈的“世纪难题”, 此类客户投放份额占比的提升为分众传媒明年业绩韧性带来强支撑, 且明年 Q2 欧洲杯、Q3 奥运会为消费品客户广告投放的强偏好窗口

二、三季度业绩回顾

(一) 19 年前 3 季度业绩

公司 19 年前 3 季度实现营收 89.06 亿元 (-18.12%YoY), 营业利润为 17.31 亿元 (-70.21%YoY), 其中政府补助为 5.68 亿元 (-5.96%YoY); 归母净利润为 13.60 亿元 (-71.72%YoY), 为前期指引中值 (11.48~14.48 亿元 (-76.13%~-69.90%YoY)), 扣非后归母净利润为 8.79 亿元 (-79.06%YoY), 归母净利润率为 15.27% (去年同期为 44.22%, 同比下滑 28.95pct)。

销售毛利率为 44.05% (去年同期为 69.24%, 同比下滑 25.19pct; 1H19 为 42.01%, 环比上升 2.04pct), 应收账款周转天数为 138.72 天 (去年同期为 101.40 天), 资产减值损失为 5.51 亿元 (较去年同期增加 4.31 亿元, +357.51%YoY, Q1~Q3 单季分别为 0.84/2.95/1.72 亿元), 经营性现金流为 20.84 亿元 (+33.52%YoY)。19 年报指引: 公司预计全年实现归母净利润 17.50~20.50 亿元 (-69.94%~-64.79%YoY), 预计 4Q19 实现归母净利润 3.90~6.90 亿元 (-61.50%~-31.89%YoY)。

(二) 3Q19 季报业绩

公司 3Q19 实现营收 31.89 亿元 (-15.33%YoY, 市场预期 31-32 亿元); 归母净利润为 5.82 亿元 (-60.18%YoY),

其中联营公司数禾科技扭亏为盈带来的投资收益影响为 0.97 亿元；营业利润 7.53 亿元 (-56.94% YoY)，经营性现金流量净额为 10.06 亿元 (+220.72% YoY)，营业成本为 16.68 亿元（环比增加 0.1 亿元），信用减值损失为 1.72 亿元（环比减少 1.23 亿元），销售费用率为 18.16%（环比下降 0.22pct）。

三、Q3 单季营收增长符合市场预期，影院广告拖累显著、楼宇广告边际改善

公司 3Q19 单季实现营收 31.89 亿元，此前市场预期 31-32 亿元（即与 2Q19 营收 31.06 亿元相比，持平微增）。分拆主营业务，根据草根调研口径反馈，预计影院广告收入占比 14%-15%（1H19 占比为 17.18%，下滑 2~3pct），对应楼宇广告营收贡献占比为 85% 左右（1H19 占比为 82.18%）。由于电影市场 2019 年暑期档仅《哪吒之魔童降世》表现超预期（合计票房 49.72 亿元），除此之外整体表现较为平淡，因此造成公司影院广告收入发生超预期同比下滑（我们预计 3Q19 营收同比下滑 30% 左右，净利润同比连续单月亏损），但随着国庆三部主旋律电影的上映，预计 10 月单月影院广告收入同比正增长。楼宇广告层面，尽管 7-8 月单月收入仍同比下滑 10%+，但自 9 月起或已实现单月同比持平，框架海报、智能竖屏投放景气度相对高，电梯电视表现一般但预期充分。

图表 1 公司 2014-2019 上半年收入构成

收入来源	2019 上半年		2018 年			2017 年			2016 年			2015 年			2014 年	
	营收 (%)	占比 (%)	营收 (%)	占比 (%)	同比增减 (%)	营收 (%)	占比 (%)	同比增减 (%)	营收 (%)	占比 (%)	同比增减 (%)	营收 (%)	占比 (%)	同比增减 (%)	营收 (%)	同比增减 (%)
楼宇媒体	46.98	82.18%	120.75	82.98%	28.69%	93.83	78.11%	15.99%	80.90	79.21%	12.98%	69.45	80.50%	12.98%	61.56	82.11%
影院媒体	9.82	17.18%	23.82	16.37%	2.10%	23.33	19.42%	14.14%	20.44	20.02%	51.06%	13.53	15.69%	51.06%	9.56	12.75%
其他	0.37	0.64%	0.94	0.65%	-68.35%	2.97	2.47%	276.52%	7.89	0.77%	-2.18%	3.29	3.81%	-2.18%	3.85	5.14%

资料来源：公司公告，华创证券

四、催账回款效率阶段性提升，存量点位优化持续推进

自 3Q19 起，公司加强回款进度的跟踪和落实，并根据客户的资质进行更为审慎的评估，根据客户资质，要求不同比例的广告投放预付款项，并加大回款进度的跟踪和落实力度，从源头控制和防范新坏账的产生。公司 19 年前 3 季度信用减值损失 5.51 亿元 (+357.51% YoY)，但 3Q19 单季值为 1.72 亿元，较 2Q19 计提值 2.95 亿元已有显著改善；且 3Q19 经营性现金流量净额为 10.06 亿元 (+220.72% YoY)，除去税费支付额同比下降影响之外，也有来自应收款项账龄的有效管控作用。

五、预计客户结构稳步改善，传统消费品客户自 Q3 起继续深挖

由于互联网客户 1H19 的投放预算失速和客户类型统计口径的调整，日用消费品客户预算收入贡献占比已由 18 全年的 23.45% 被动性提至 1H19 的 30.66%，但公司 2H19 持续深挖传统消费品客户，据我们草根调研了解，1H19 传统消费品客户投放收入同比约 3%，但 3Q19 单季同比增长为 20% 左右，贡献较多的细分品类为食品饮料，其中妙可蓝多、洽洽食品、良品铺子等客户投放规模显著，我们预计，自 3Q19 开始的客户结构阶段性调整为公司明年业绩增长带

来显著韧性。

六、风险提示

新竞争者市场扰动；广告主预算支出持续下滑；政府补贴可持续性；限售股解禁；新媒体业务分流。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,672	8,216	11,001	14,708
应收票据	197	164	177	191
应收账款	4,823	3,253	3,509	3,781
预付账款	1,374	1,908	1,772	1,692
存货	3	4	4	4
其他流动资产	1,965	1,650	1,783	1,926
流动资产合计	12,034	15,195	18,246	22,302
其他长期投资	2,902	2,902	2,902	2,902
长期股权投资	793	793	793	793
固定资产	1,785	585	286	211
在建工程	0	0	0	0
无形资产	47	57	67	75
其他非流动资产	1,461	1,459	1,456	1,456
非流动资产合计	6,988	5,796	5,504	5,437
资产合计	19,022	20,991	23,750	27,739
短期借款	47	95	142	190
应付票据	0	0	0	0
应付账款	419	582	541	517
预收款项	375	313	338	364
其他应付款	1,562	1,562	1,562	1,562
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	1,125	1,270	1,393	1,518
流动负债合计	3,528	3,822	3,976	4,151
长期借款	892.00	935.00	978.00	1,021.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	204	204	204	204
非流动负债合计	1,096	1,139	1,182	1,225
负债合计	4,624	4,961	5,158	5,376
归属母公司所有者权益	14,201	15,822	18,373	22,133
少数股东权益	197	208	219	230
所有者权益合计	14,398	16,030	18,592	22,363
负债和股东权益	19,022	20,991	23,750	27,739

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,786	4,373	2,682	3,607
现金收益	5,929	3,050	3,128	4,117
存货影响	4	-1	0	0
经营性应收影响	-2,977	268	-733	-606
经营性应付影响	-478	101	-17	2
其他影响	1,308	955	303	94
投资活动现金流	-1,383	-114	-114	-114
资本支出	-2,726	-158	-157	-157
股权投资	130	0	0	0
其他长期资产变化	1,213	44	43	43
融资活动现金流	-2,662	285	217	214
借款增加	90	90	90	90
财务费用	-1,268	-328	-299	-428
股东融资	40	40	40	40
其他长期负债变化	-1,524	483	386	512

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,551	12,142	13,096	14,112
营业成本	4,916	6,829	6,343	6,057
税金及附加	432	364	393	423
销售费用	2,331	2,186	2,292	2,470
管理费用	412	486	524	564
财务费用	-94	-136	-139	-138
资产减值损失	400	800	600	400
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	168	168	168	168
其他收益	872	743	515	793
营业利润	6,953	2,335	3,562	5,075
营业外收入	5	4	4	4
营业外支出	16	40	40	40
利润总额	6,942	2,299	3,526	5,039
所得税	1,150	460	705	1,008
净利润	5,792	1,839	2,821	4,031
少数股东损益	-31	-31	-31	-31
归属母公司净利润	5,823	1,870	2,852	4,062
NOPLAT	5,714	1,730	2,709	3,921
EPS(摊薄) (元)	0.40	0.14	0.21	0.27

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	21.1%	-16.6%	7.9%	7.8%
EBIT 增长率	-3.6%	-68.4%	56.6%	44.7%
归母净利润增长率	-3.0%	-67.9%	52.5%	42.5%
获利能力				
毛利率	66.2%	43.8%	51.6%	57.1%
净利率	39.8%	15.1%	21.5%	28.6%
ROE	40.4%	11.7%	15.3%	18.2%
ROIC	52.5%	14.7%	19.3%	22.8%
偿债能力				
资产负债率	24.3%	23.6%	21.7%	19.4%
债务权益比	7.9%	7.7%	7.1%	6.3%
流动比率	341.1%	397.6%	458.9%	537.3%
速动比率	341.0%	397.5%	458.8%	537.2%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.5
应收帐款周转天数	97	120	93	93
应付帐款周转天数	24	26	32	31
存货周转天数	0	0	0	0
每股指标(元)				
每股收益	0.40	0.13	0.19	0.28
每股经营现金流	0.26	0.30	0.18	0.25
每股净资产	0.97	1.08	1.25	1.51
估值比率				
P/E	16	48	32	22
P/B	6	6	5	4
EV/EBITDA	13	26	24	18

传媒组团队介绍

组长、分析师：潘文韬

同济大学经济学硕士。曾任职于国金证券。2017 年加入华创证券研究所。

分析师：肖丽荣

北京大学管理学硕士，香港大学经济学硕士。曾任职于中信证券。2016 年加入华创证券研究所。

分析师：李雨琪

美国波士顿大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500