

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

研究助理: 乔琪

qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

## Q3 业绩降幅收窄, 客户结构优化

——分众传媒(002027)季报点评

### 证券研究报告-季报点评

增持(维持)

#### 市场数据(2019-10-30)

收盘价(元)	6.05
一年内最高/最低(元)	7.49/4.71
沪深300指数	3891.23
市净率(倍)	6.25
流通市值(亿元)	888.01

#### 基础数据(2019-9-30)

每股净资产(元)	0.92
每股经营现金流(元)	0.14
毛利率(%)	44.05
净资产收益率-摊薄(%)	10.10
资产负债率(%)	23.20
总股本/流通股(万股)	1467788.03/1467788.03
B股/H股(万股)	0/0

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

#### 相关报告

- 《分众传媒(002027)中报点评: 多重因素导致业绩下滑, 建议继续以长线逻辑持续关注》 2019-08-22
- 《分众传媒(002027)年报点评: 短期业绩继续承压, 看好中长期布局价值》 2019-04-29
- 《分众传媒(002027)中报点评: 上半年业绩符合预期, 业务战略扩张持续进行》 2018-08-30

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

发布日期: 2019年10月31日

**事件:** 公司发布2019年三季度报告。2019年前三季度公司实现营业收入89.06亿元, 同比减少18.12%; 净利润13.60亿元, 同比减少71.72%; 扣除非经常性损益后净利润8.79亿元, 同比减少79.06%; 基本每股收益0.094元。

其中第三季度单季度实现营业收入31.89亿元, 同比减少15.33%; 净利润5.82亿元, 同比减少60.18%; 扣除非经常性损益后净利润4.97亿元, 同比减少63.99%。

#### 投资要点:

- **营收、净利润降幅收窄。**公司前三季度单季度营业收入分别同比减少11.78%/25.17%/15.33%, 净利润分别同比减少72.41%/79.88%/60.58%。总体来看, Q3单季度营业收入和净利润的下降幅度相比Q2有所收窄。

- **点位扩张步伐明显放缓, 成本增幅逐季收窄。**公司自2018年Q2开始, 媒体点位数量明显扩张, 导致在媒体点位租金、设备折旧、人工成本以及运营维护上的成本大幅上升,

但自2019年Q2开始, 公司放缓了媒体资源扩张的步伐, 仅根据实际需求新增了少量的优质资源, Q1-Q3单季度营业成本分别同比增加80.24%/52.87%/24.30%, 营业成本的增加速度正在明显下降。

- **经营性现金流改善明显。**公司前三季度经营活动产生现金流净额为20.84亿元, 同比增加33.52%, 主要是公司2019年前三季度支付各项税费12.77亿元, 比2018年同期减少了6.27亿元, 同比减少32.93%。

投资活动产生现金流净额为-7.07亿元, 比2018年同期减少12.65亿元, 降幅达到226.70%。主要是受2018年同期银行理财的赎回额较高的影响。

- **毛利率、净利率以及主要费用率正在逐季环比改善。**公司前三季度毛利率为44.05%, 其中Q3毛利率为47.70%, Q2毛利率为46.61%, Q1为36.54%; Q1-Q3净利率14.98%, Q3单季度净利率为17.98%, Q2为13.83%, Q1为12.68%。

Q3单季度公司销售费用率18.15%, 环比下降0.24个百分点; 管理费用率为4%, 环比下降0.44个百分点; 财务费用率为-0.49%, 环比下降0.36个百分点; 研发费用率为1.26%, 环比提升0.22个百分点。Q3公司主要费用率为22.91%, Q2与Q1分别为23.74%与25.43%。

- **调整客户结构, 增强抗周期性。**根据公司半年度报告显示, 公司18年H1客户结构中, 来自互联网企业的收入占比最高, 达到40.99%, 但受经济影响, 资本对互联网企业的投资热情冷却, 互联网企业的广告投放意

地址： 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼  
邮编： 200122

愿降低。公司来自于互联网企业的广告投放收入下降了 56.56%，营收占比也下降至 22.15%。

在另一方面，公司来自于日用消费品客户的投放收入反而增加了 2.9%，占比由 2018H1 的 23.96% 上升至 30.66%，成为公司最主要的收入来源。我们认为日用消费品客户广告投放意愿相比互联网企业比较稳定，受经济周期波动影响相对较小。

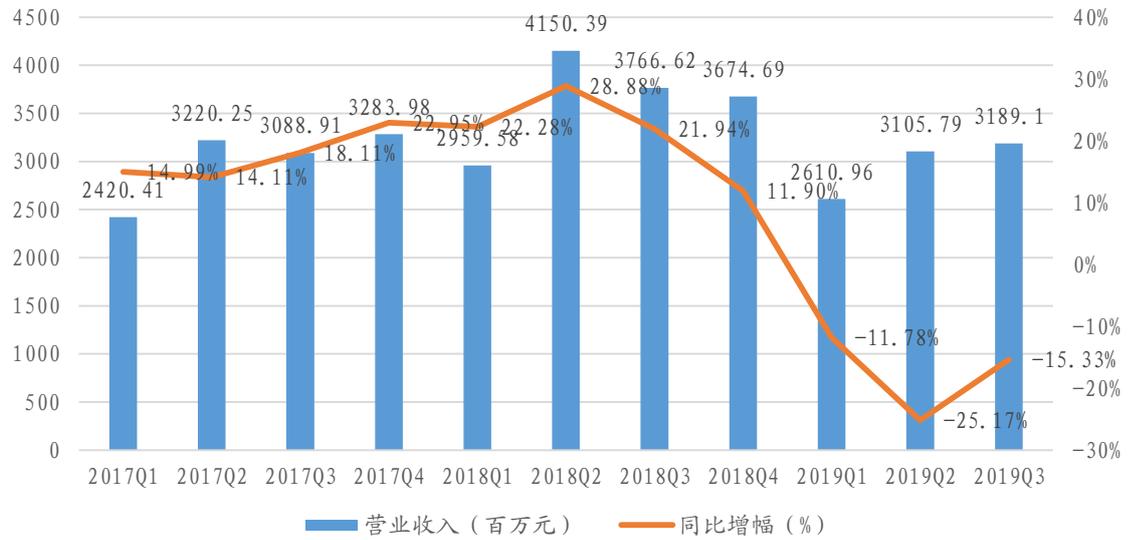
- **全年净利润降幅预计再度收窄。**公司预计 2019 年全年净利润为 17.50 亿元-20.50 亿元，同比下降 69.94%-64.79%。相比前三季度约 71.72% 的净利润降幅再次收窄。
- **投资建议与评级：**公司自 2018 年以来受到了外部环境带来的广告需求压力以及内部快速扩张带来的成本压力，经营业绩出现了比较大幅度的下滑，预计 2019 年全年业绩的压力仍将持续，但总体来看随着扩张步伐的减缓以及成本压力的缩小，公司的业绩正在环比逐步改善。公司目前的客户结构下广告投放需求相对稳定，随着未来经济环境的复苏，上游客户的广告投放需求有望回升。建议以长线思维积极关注公司，同时密切关注外部经济环境以及广告需求的复苏。预计 2019-2021 年 EPS 为 0.14 元、0.21 元与 0.28 元，按 10 月 30 日收盘价 6.05 元计算，对应 PE 为 44.6 倍、29.5 倍与 21.5 倍。维持公司“增持”评级。

**风险提示： 外部经济环境影响； 行业竞争加剧； 上刊率不达预期**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,014	14,551	12,262	14,087	16,070
增长比率 (%)	17.6	21.1	-15.7	14.9	14.1
净利润(百万元)	6,005	5,823	1,992	3,012	4,128
增长比率 (%)	34.9	-3.0	-65.8	51.2	37.0
每股收益(元)	0.41	0.40	0.14	0.21	0.28
市盈率(倍)	14.8	15.3	44.6	29.5	21.5

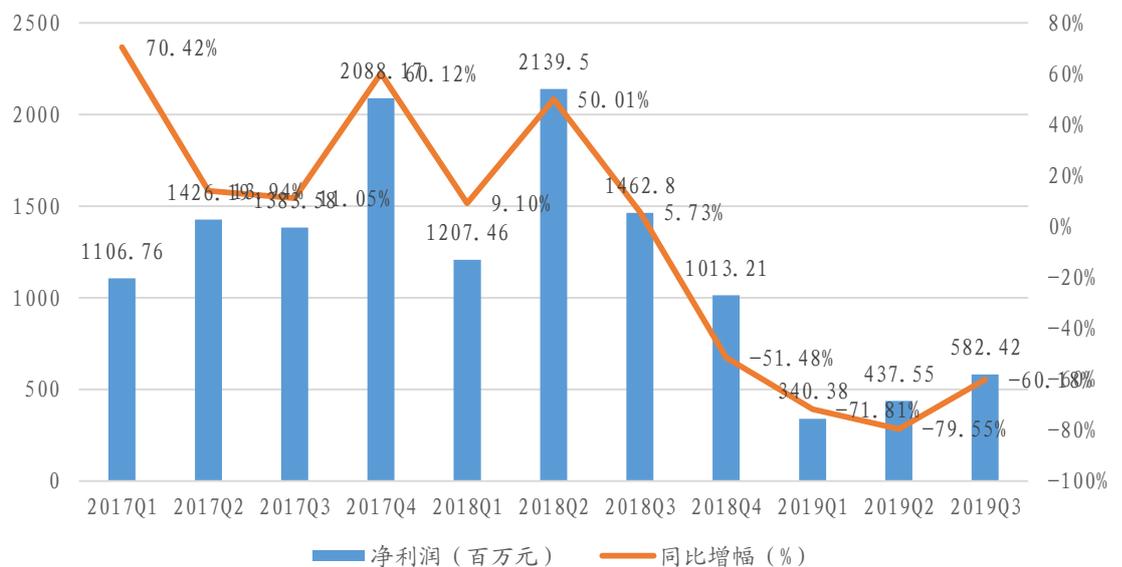
资料来源： 贝格数据， 中原证券

图 1: 2017-2019Q3 单季度营业收入与增幅



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 2017-2019Q3 单季度归属上市公司股东净利润与增幅



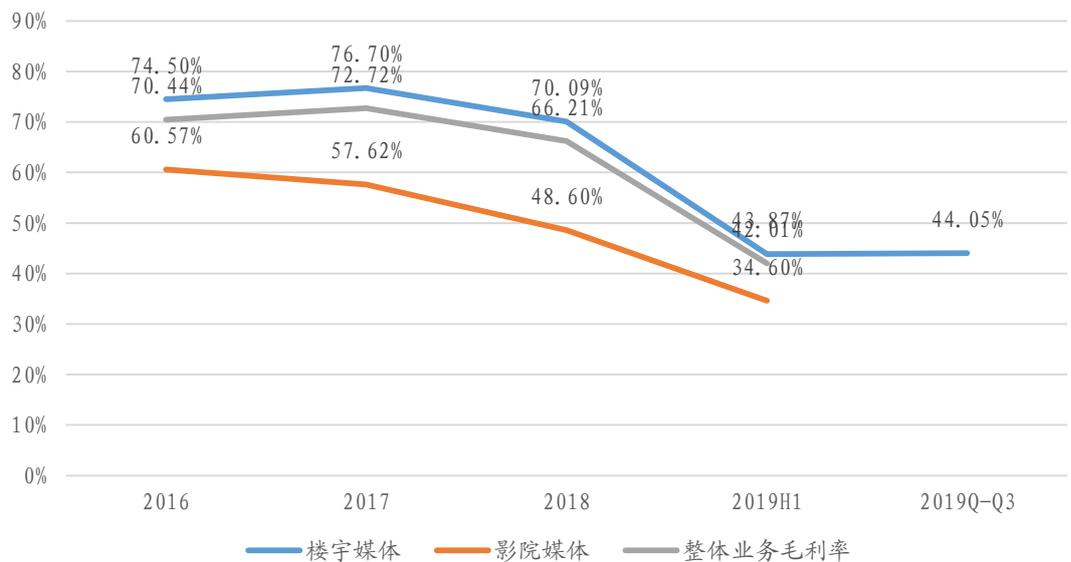
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 2017-2019Q3 单季度扣除非经常性损益后归属上市公司股东净利润与增幅



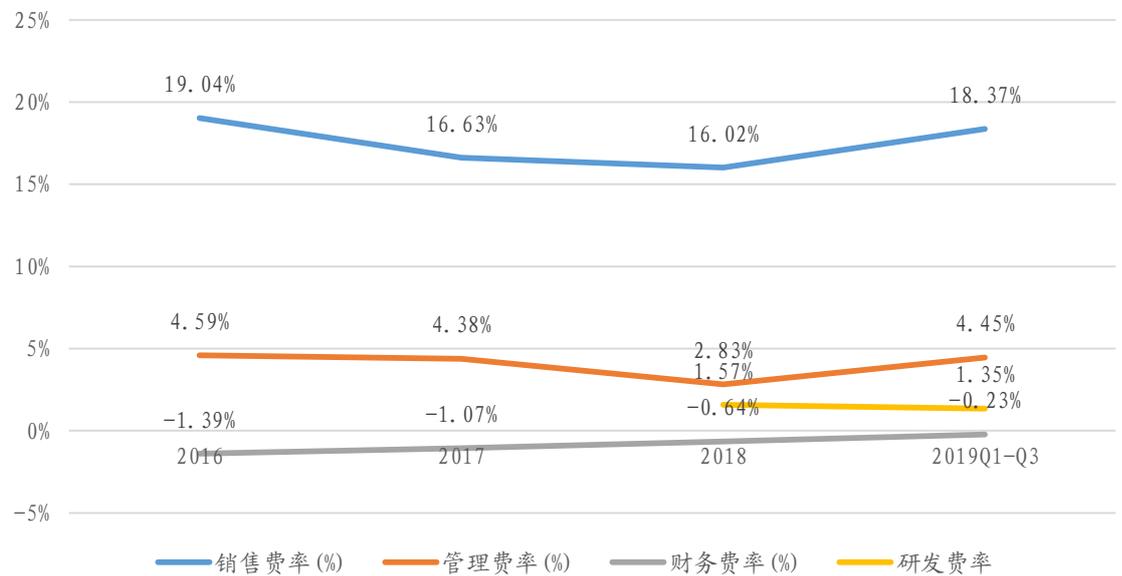
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 2016-2019Q3 公司毛利率



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 5: 2016-2019Q3 公司费用率



资料来源: 公司公告, 中原证券

表 1: 公司客户结构

行业	2019H1		2018H1		同比增减
	金额	占收入比重	金额	占收入比重	
日用消费品	1,752,963,306.13	30.66%	1,703,485,457.93	23.96%	2.90%
互联网	1,266,149,149.09	22.15%	2,914,434,571.97	40.99%	-56.56%
交通	819,714,887.56	14.34%	852,131,294.41	11.99%	-3.80%
商业及服务	584,886,244.71	10.23%	321,111,307.02	4.52%	82.14%
娱乐及休闲	520,892,157.63	9.11%	437,768,524.38	6.16%	18.99%
房产家居	361,820,181.84	6.33%	408,654,034.69	5.75%	-11.46%
通讯	167,183,451.51	2.92%	297,819,129.42	4.18%	-43.86%
杂类	243,135,635.68	4.26%	174,571,295.36	2.45%	39.28%
合计	5,716,745,014.15	100%	7,109,975,615.18	100%	-19.60%

资料来源: 公司公告, 中原证券

## 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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>11164</b>	<b>12034</b>	<b>31090</b>	<b>29027</b>	<b>32156</b>
现金	3930	3672	26632	19312	26229
应收票据及应收账款	3090	5020	1814	6037	2919
其他应收款	460	101	372	172	449
预付账款	727	1374	396	1637	682
存货	7	3	11	4	11
其他流动资产	2950	1865	1865	1865	1865
<b>非流动资产</b>	<b>4390</b>	<b>6987</b>	<b>6484</b>	<b>6398</b>	<b>6312</b>
长期投资	734	793	843	891	937
固定资产	351	1785	1297	1126	963
无形资产	34	47	47	50	57
其他非流动资产	3272	4363	4297	4331	4355
<b>资产总计</b>	<b>15555</b>	<b>19022</b>	<b>37574</b>	<b>35425</b>	<b>38467</b>
<b>流动负债</b>	<b>3915</b>	<b>3527</b>	<b>6089</b>	<b>4302</b>	<b>6475</b>
短期借款	0	47	47	47	47
应付票据及应付账款	235	419	474	494	523
其他流动负债	3681	3060	5568	3760	5904
<b>非流动负债</b>	<b>1081</b>	<b>1096</b>	<b>790</b>	<b>575</b>	<b>352</b>
长期借款	849	892	586	371	148
其他非流动负债	232	204	204	204	204
<b>负债合计</b>	<b>4997</b>	<b>4624</b>	<b>6879</b>	<b>4877</b>	<b>6827</b>
少数股东权益	185	197	191	180	162
股本	334	334	14678	14678	14678
资本公积	186	186	186	186	186
留存收益	9842	14432	16407	19392	23479
归属母公司股东权益	10373	14201	30504	30368	31478
<b>负债和股东权益</b>	<b>15555</b>	<b>19022</b>	<b>37574</b>	<b>35425</b>	<b>38467</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4156</b>	<b>3783</b>	<b>7998</b>	<b>-4573</b>	<b>9554</b>
净利润	5973	5792	1986	3001	4111
折旧摊销	133	230	277	287	306
财务费用	-128	-94	-462	-727	-737
投资损失	-749	-168	-92	-90	-87
营运资金变动	-1562	-2380	6288	-7044	5961
其他经营现金流	488	403	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2037</b>	<b>-1383</b>	<b>318</b>	<b>-111</b>	<b>-133</b>
资本支出	263	1709	-554	-134	-132
长期投资	-972	-900	-50	-44	-46
其他投资现金流	-2745	-574	-287	-290	-311
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2567</b>	<b>-2662</b>	<b>14645</b>	<b>-2637</b>	<b>-2504</b>
短期借款	-652	47	0	0	0
长期借款	849	43	-306	-216	-222
普通股增加	0	0	14344	0	0
资本公积增加	3	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2768	-2752	607	-2421	-2282
<b>现金净增加额</b>	<b>-451</b>	<b>-257</b>	<b>22961</b>	<b>-7321</b>	<b>6917</b>

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>12014</b>	<b>14551</b>	<b>12262</b>	<b>14087</b>	<b>16070</b>
营业成本	3277	4916	6716	7279	7643
营业税金及附加	398	432	411	463	519
营业费用	1998	2331	2330	2489	2785
管理费用	526	412	613	634	671
研发费用	0	229	172	211	241
财务费用	-128	-94	-462	-727	-737
资产减值损失	181	400	736	775	643
其他收益	736	872	600	600	600
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	749	168	92	90	87
资产处置收益	-3	-12	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>7244</b>	<b>6953</b>	<b>2438</b>	<b>3652</b>	<b>4991</b>
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	16	16	50	50	50
<b>利润总额</b>	<b>7232</b>	<b>6942</b>	<b>2392</b>	<b>3606</b>	<b>4945</b>
所得税	1258	1150	406	605	835
<b>净利润</b>	<b>5973</b>	<b>5792</b>	<b>1986</b>	<b>3001</b>	<b>4111</b>
少数股东损益	-31	-31	-6	-11	-18
<b>归属母公司净利润</b>	<b>6005</b>	<b>5823</b>	<b>1992</b>	<b>3012</b>	<b>4128</b>
EBITDA	7303	7124	2242	3223	4580
EPS (元)	0.41	0.40	0.14	0.21	0.28

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	17.6	21.1	-15.7	14.9	14.1
营业利润 (%)	68.4	-4.0	-64.9	49.8	36.7
归属母公司净利润 (%)	34.9	-3.0	-65.8	51.2	37.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	72.7	66.2	45.2	48.3	52.4
净利率 (%)	50.0	40.0	16.2	21.4	25.7
ROE (%)	56.6	40.2	12.1	18.5	23.8
ROIC	52.8	38.0	9.6	14.7	20.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	32.1	24.3	18.3	13.8	17.7
净负债比率 (%)	-29.1	-19.0	-157.9	-115.5	-149.5
流动比率	2.9	3.4	5.1	6.7	5.0
速动比率	1.9	2.5	4.7	5.9	4.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	4.5	3.6	3.6	3.6	3.6
应付账款周转率	16.2	15.0	15.0	15.0	15.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.41	0.40	0.14	0.21	0.28
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.29	0.28	0.54	-0.31	0.65
每股净资产 (最新摊薄)	0.71	0.97	1.10	1.09	1.17
<b>估值比率</b>					
P/E	14.8	15.3	44.6	29.5	21.5
P/B	8.6	6.3	5.5	5.5	5.2
EV/EBITDA	11.8	12.1	28.2	21.8	13.8

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。