



分众传媒（002027）：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值 ——传媒系列报告之七

2020年05月17日

推荐/上调

分众传媒 公司报告

报告摘要：

消费行业客户带动楼宇广告景气度回升。分众传媒作为广告投放渠道公司，其营收与各实体行业景气度较为密切。2019年至今，国内广告市场需求疲软，行业景气度欠佳。公司客户结构中互联网类广告主因市场融资环境等原因调减广告预算，来自互联网行业的广告收入的大幅缩减。与此同时，来自日用消费品为代表的传统行业广告主客户的收入快速增长。另外根据草根调研某城市每周分众楼宇点位投放的广告主数量，可以看到，2020年以来，公司以日用消费品为代表的传统行业客户占比较高，广告主客户结构向日用消费品为代表的行业客户倾斜。

物业集中度提升对分众租金成本影响较小。作为分众楼宇媒体业务的重要上游，近年来物业管理行业集中度提升趋势明显。我们认为，上游物业集中度处于上升态势，但物业的话语权或者议价权并没相应提升。原因有三：(1)相当一部分头部物业公司的业务决策权下放至执行层级；(2)被并购的物业公司大都保持独立运营；(3)住宅楼或写字楼的楼宇电梯公共空间批量租赁可操作性小。

分众占据一二线稀缺性写字楼媒介资源。国内历年写字楼投资额远低于住宅楼，每年新上市写字楼项目极为有限。2018年，公司进行新一轮媒体资源点位快速扩张。截至2018年末，公司自营电梯电视媒体由2017年末的30.8万台大幅提升至72.4万台，增幅134.6%，其中一二线城市点位占比约85%；自营电梯海报媒体点位由2017年末的约121.0万个提升至2018年末的媒体点位193.8万个，增幅达60.2%，其中一二线城市点位占比约78%。可以看到，公司在面临竞争时，更为注重一二线城市的电梯电视媒体点位的占据，而电梯电视媒体点位主要安装在写字楼电梯周边空间。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,551.2	12,135.9	10,021.4	11,996.7	12,964.1
增长率（%）	21.12%	-16.60%	-17.42%	19.71%	8.06%
归母净利润（百万	5,822.97	1,875.28	1,743.87	2,719.93	2,961.57
增长率（%）	-3.03%	-67.80%	-7.01%	55.97%	8.88%
净资产收益率（%）	41.00%	13.61%	11.71%	16.25%	15.78%
每股收益(元)	0.40	0.13	0.12	0.19	0.20
PE	12.28	37.77	41.33	26.50	24.33
PB	0.12	0.12	0.11	0.10	0.09

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。

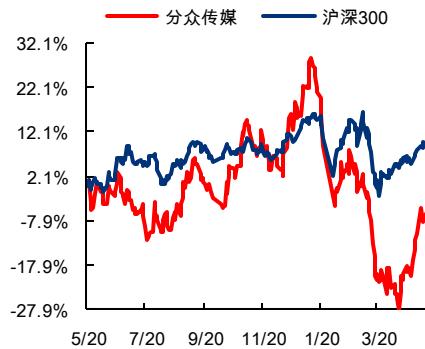
未来3-6个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52周股价区间（元）	4.91-5.7
总市值（亿元）	720.68
流通市值（亿元）	720.68
总股本/流通A股（万股）	1467788/1467788
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.83

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

分众具备危机处理能力。2008-2010年经济危机期间，公司经历金融危机下广告市场景气度下降、多元化业务扩张失利等困难，最终公司采取一系列业务优化措施，最终渡过危机。2018年以来，新潮传媒大举扩张作为导火索，公司遭遇的困难类似于2008-2010年，具体过程如下：2018年二季度起，新潮获得融资，大举扩张点位，同时以广告补贴、优惠合作打5折等形式抢夺分众传媒客户，竞争格局恶化。下半年开始，分众做出应对措施，跟进大举扩张点位，2018年末分众楼宇媒体点位（自营）达到277.2万个，增长近60%；2019年，国内宏观经济下行，2019年2季度起，广告主拖欠广告费导致公司坏账开始凸显，公司开始注意坏账问题，降低坏账率，以及优化点位，降低租金成本，相较于2018年末，公司2019年末境内自营的电梯电视媒体和电梯海报媒体分别减少低效点位3.3万和15.8万个。2020年Q1，受疫情影响，影院和楼宇媒体业务均受到较大影响，公司广告主结构由互联网等新经济向日用消费品等传统行业调整。我们认为，公司具备危机处理能力。或许危机将是分众的催化剂，渡过这次危机，分众将更加强大。

盈利预测与估值：

(1) 假设公司竞争格局尚未明显改善

我们预计2020-2022年的公司归母净利润分别为17.44亿元，27.19亿元和29.59亿元，EPS分别为0.12元，0.19元以及0.20元，现有股价下对应的PE分别为41X，27X和24X，给予“推荐评级”。

(2) 假设公司竞争格局明显改善

我们预计2020-2022年公司EPS分别为0.28元，0.35元以及0.37元，参考2017-2018年分众传媒动态PE估值区间，给予公司25-30倍PE估值，对应股价区间7.06元-10.96元。

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。

目 录

1. 国内梯媒巨头, 掌握线下流量入口	5
1.1 资本运作铺就分众传媒成为国内梯媒巨头	5
1.2 掌握线下流量入口, 覆盖城市楼宇、影院、卖场三大场景	6
2. 消费行业客户带动楼宇广告景气度回升	9
3. 物业集中度提升对分众租金成本影响较小	11
4. 分众占据一二线稀缺性写字楼媒介资源	13
5. 分众具备危机处理能力	15
6. 盈利预测与估值	17
6.1 盈利预测	17
6.2 估值	18
7. 风险提示	19

表格目录

表 1: 物业公司扩张方式	12
表 2: 2016-2022E 公司分业务营收预测	17
表 3: 2016-2022E 公司营收及归母净利润	17

插图目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 2017 年以来公司大宗交易记录	6
图 4: 公司主要产品情况	7
图 5: 2012-2019 年公司各板块业务收入 (亿元)	7
图 6: 2015-2019 年公司主营收入及增速	8
图 7: 2015-2019 年公司归母净利润及增速	8
图 8: 2015-2019 年公司主营业务毛利率及费率	8
图 9: 2014-2019 年分众传媒日用消费品广告收入占比以及销售费用率	9
图 10: 2014-2020 年各季度 GDP 核算中的最终消费支出对 GDP 累计同比的拉动	错误!未定义书签。
图 11: 2014-2019 年分众传媒按行业收入构成	10
图 12: 2020 年一季度某城市分众楼宇点位投放的广告主数量	10
图 13: 物业百强及 TOP10 企业市场份额	11
图 14: 新大正物业组织架构	11
图 15: 2014-2016 年分众传媒楼宇媒体单个点位租金以及单个银幕租金	12

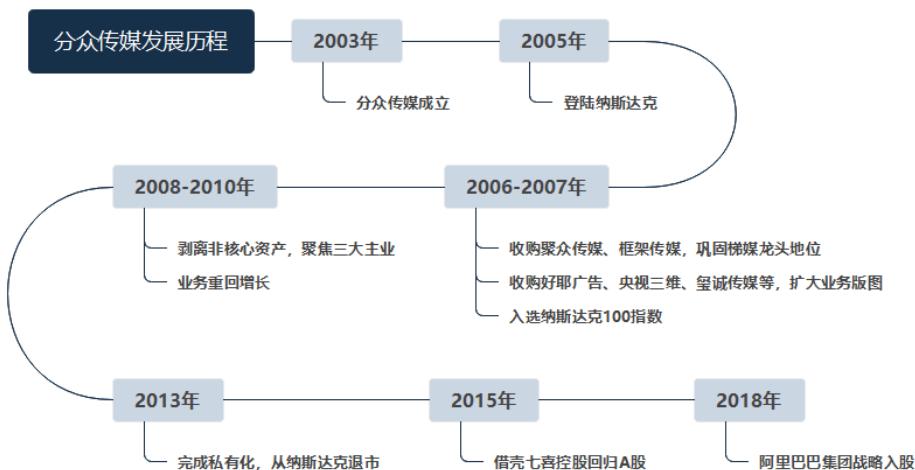
图 16: 2012-2015 年公司视频媒体 A1 套餐装刊例价	13
图 17: 2012-2015 年公司框架 1.0/2.0 刊例价	13
图 18: 2005-2019 年住宅及办公楼完成投资额 (亿元)	13
图 19: 2005-2019 年住宅及办公楼新开工面积 (亿平米)	13
图 20: 新入市甲级写字楼项目数	14
图 21: 新入市甲级写字楼面积 (万平米)	14
图 22: 公司自营电梯电视媒体在国内各级城市分布 (万台)	14
图 23: 公司自营电梯海报媒体在国内各级城市分布 (万台)	14
图 24: 2008-2010 年外部环境、公司经营及股价表现	15
图 24: 2018-2020 年外部环境、公司经营及股价表现	16
图 25: 2018-2019 年公司点位扩张导致新增的成本和费用支出 (百万元)	18
图 26: 竞争格局优化前后公司盈利能力对比	18
图 27: 2017-2018 年分众传媒动态 PE 估值	19

1. 国内梯媒巨头，掌握线下流量入口

1.1 资本运作铺就分众传媒成为国内梯媒巨头

资本运作铺就分众传媒成为国内梯媒巨头。分众传媒成立于 2003 年 4 月，并于 2005 年 7 月在纳斯达克上市，成为首家登陆纳斯达克的中国广告传媒公司。2006 年-2007 年，公司先后收购竞争对手楼宇视频媒体运营商聚众传媒、框架传媒，奠定梯媒市场的龙头地位，并通过收购好耶广告、央视三维、玺诚传媒等进入互联网广告、映前广告及卖场广告市场，扩大业务版图。2008-2010 年，全球经济动荡连累广告市场，公司调整业务结构，将影院网络、楼宇媒体网络、卖场媒体网络重新分类为核心业务。2013 年 5 月，公司从纳斯达克退市，并于 2015 年借壳七喜控股回归 A 股。2018 年，公司获阿里巴巴集团及其关联方约 150 亿元战略入股，共同探索新零售大趋势下数字营销的模式创新，实现数字化、智能化营销。

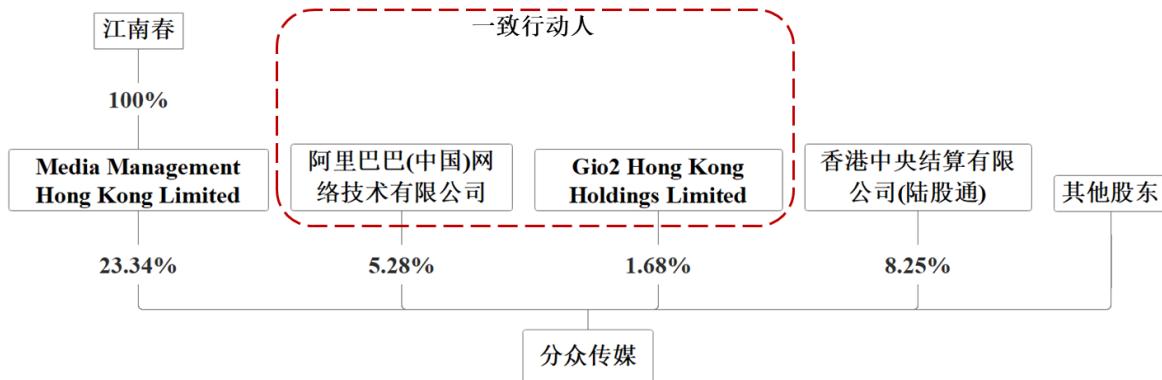
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

引入阿里巴巴成为公司战略投资者。公司创始人江南春先生为公司实控人。截至 2020 年 3 月底，公司创始人江南春先生持有公司股份 34.26 亿股，占公司股份 23.34%，为公司的实际控制人。2018 年，阿里及其关联方战略入股公司并成为公司的第二大股东，致力于共同探索新零售大趋势下数字营销的模式创新，截至 2020 年 3 月底，阿里巴巴及其一致行动人合计持有公司股份的 6.96%。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所，截至 2020 年一季度

参与公司私有化回 A 股的投资机构持有的股份进入解禁期。2019 年 1 月 2 日，公司解禁 77.13 亿股，占总股本的 52.55%，此项解禁后，分众传媒将无禁售股份。此次解禁的有 36 位股东，其中分众传媒控股股东 Media Management Hong Kong Limited 解禁股份 34.26 亿股，占总限售股份的 44%；上海柘中集团股份有限公司（下称“上海柘中”）、贝因美集团有限公司（下称“贝因美”）占比分别为 0.62%、1.87%；以及 33 家私募机构的限售股份，占总限售股份的 53.09%。2019 年 1 月 2 日至今，公司累计大宗交易 127 次，成交股份 9.89 亿股。

图 3：2017 年以来公司大宗交易记录



资料来源：wind, 东兴证券研究所

1.2 掌握线下流量入口，覆盖城市楼宇、影院、卖场三大场景

生活圈媒体龙头，覆盖城市楼宇、影院、卖场三大场景。公司拥有最优质的媒介点位资源和广告客户资源，在全国电梯电视媒体、电梯海报媒体和影院银幕广告媒体领域都拥有绝对领先的市场份额。

- 截至 2019 年末，公司电梯电视媒体中自营设备约 70.9 万台（包括境外子公司的媒体设备 4.1 万台），覆盖全国（含中国香港）约 170 个城市和地区以及韩国、新加坡、印度尼西亚、泰国的约 25 个主要城市，加盟电梯电视媒体设备约 2.4 万台，覆盖全国约 60 个城市和地区；
- 电梯海报媒体中自营媒体约 178.0 万版位，覆盖全国超过 190 个城市，外购合作电梯海报媒体约 11.4 万版位，覆盖全国超过 200 个城市；

- 公司影院媒体的签约影院约 1700 家, 合作院线 37 家, 银幕超过 11,000 块, 覆盖全国约 300 个各级城市的观影人群。

图 4: 公司主要产品情况



楼宇媒体

终端媒体260w+
覆盖城市230+
覆盖人口3.1亿+

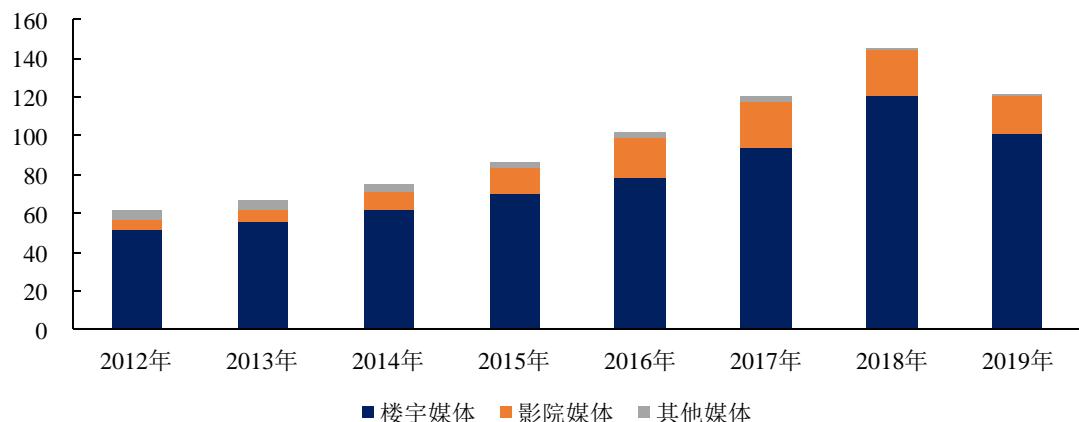
影院媒体

签约影院1700+
覆盖银幕11000+
覆盖城市300+

资料来源: 公司公告, 分众传媒官网, 东兴证券研究所

楼宇媒体广告业务是公司核心收入来源。2019 年公司楼宇媒体业务收入为 100.49 亿元, 占公司总收入的 83%; 影院媒体业务实现收入 19.83 亿元, 占公司总收入 16%; 其他媒体业务实现收入 1.04 亿元, 占比 1%。

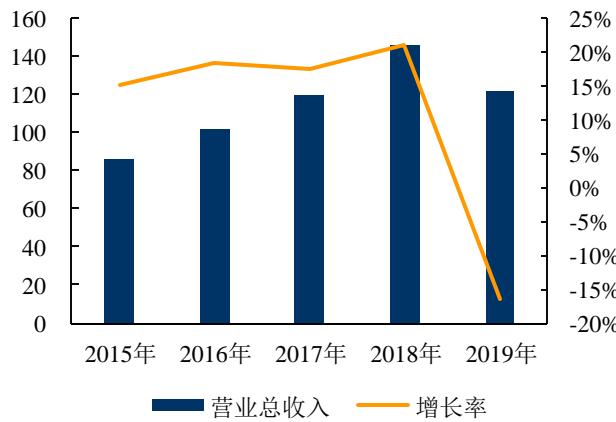
图 5: 2012-2019 年公司各板块业务收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

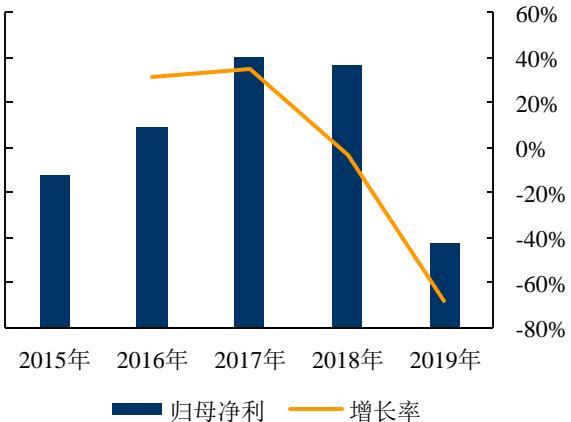
受宏观经济影响, 公司 2019 年主营收入下滑。2019 年公司实现主营业务收入 121.36 亿元, 同比减少 16.6%, 2019 年中国广告市场需求疲软, 行业景气度欠佳, 来自互联网行业广告主的广告收入大幅缩减构成公司营业收入下滑的主要原因。另外, 受宏观经济影响, 客户回款速度普遍放缓, 公司的信用减值损失的计提相应增加, 导致公司 2019 年归母净利 18.75 亿元, 同比减少 67.8%。

图 6: 2015-2019 年公司主营收入及增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

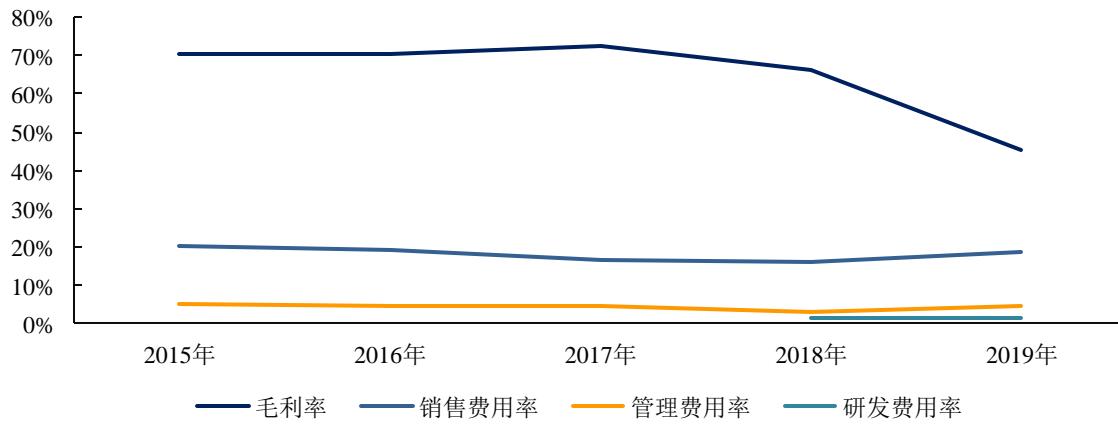
图 7: 2015-2019 年公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

点位扩张致公司毛利率下降。公司自 2018 年 Q2 起大幅扩张梯媒资源, 导致 2019 年公司主营业务成本同比上涨 35.3% (其中楼宇媒体主营业务成本同比增 45.3%)。展望未来, 一方面, 消费品类客户比重或将继续增长, 而另一方面, 公司将持续进行存量点位优化, 毛利率或将在现有水平上稳中有升。

图 8: 2015-2019 年公司主营业务毛利率及费率

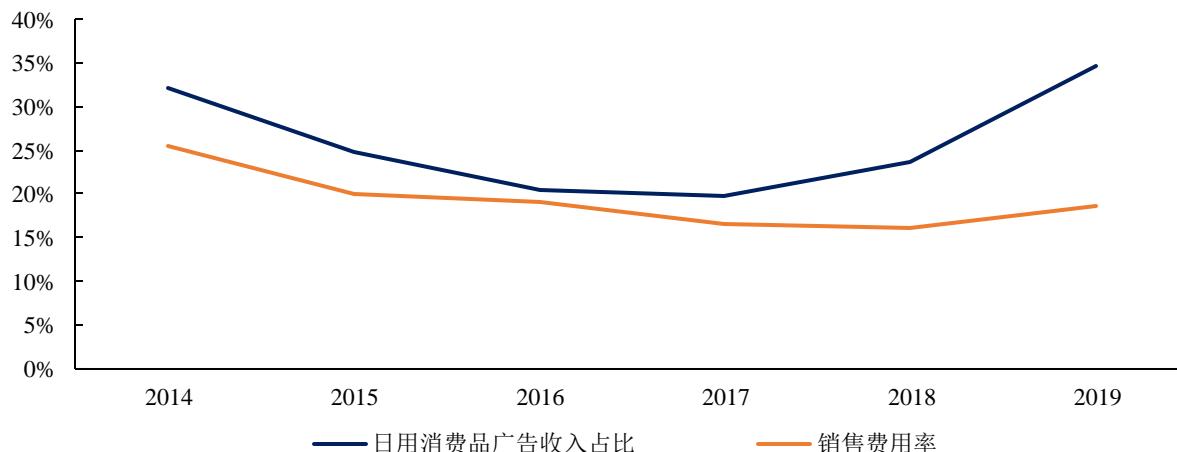


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

传统行业广告主占比提高或驱动销售费用率上升。2015 年之前, 分众广告主客户以日用消费、汽车等传统行业品牌广告主为主; 2015 年之后, 公司客户开始向互联网等新经济行业转移。在此过程中, 公司销售费用率与日用消费品广告收入占比具有较强相关性。我们认为, 随着公司广告主向传统行业客户倾斜, 公司销售

费用率或有上升趋势, 背后原因或是传统行业客户与新经济客户在广告投放诉求(品牌广告/效果广告)以及公司对不同客户的销售模式差异导致。

图 9: 2014-2019 年分众传媒日用消费品广告收入占比以及销售费用率

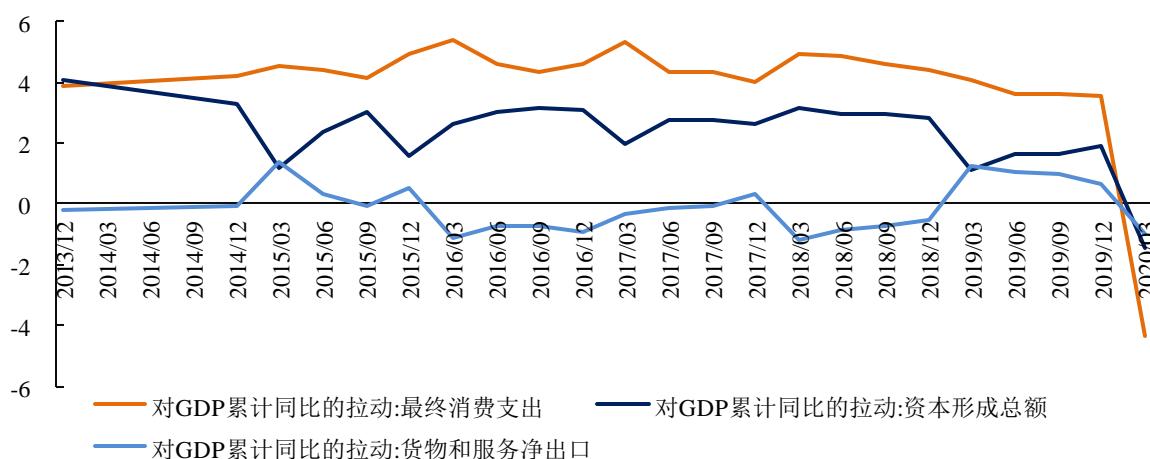


资料来源: 草根调研, 东兴证券研究所

2. 消费行业客户带动楼宇广告景气度回升

扩大居民消费将是政府政策重要引导目标。从宏观角度, 自 2015 年一季度开始, 最终消费支出对 GDP 累计同比的拉动作用一直高于资本形成总额以及货物和服务净出口。2020 年一季度, 疫情对国内实物消费和服务消费产生重要冲击。因此, 可以预计未来一段时间, 各级政府均将着力推动稳定居民消费和加快释放潜在需求。

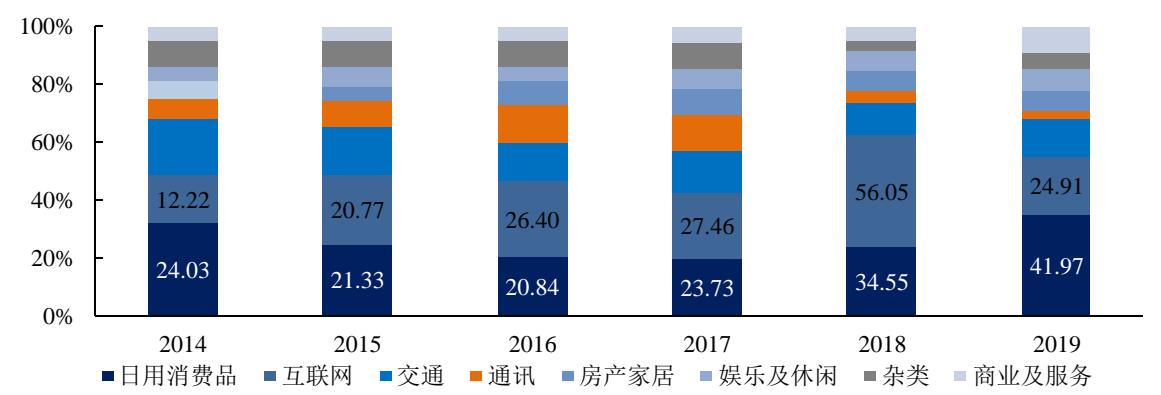
2014-2020 年各季度 GDP 核算中的最终消费支出对 GDP 累计同比的拉动



资料来源: wind, 东兴证券研究所

分众传媒作为广告投放渠道公司, 其营收与各实体行业景气度较为密切。可以看到, 2014-2018年, 分众传媒来自互联网行业广告主的收入由12.22亿元增长至56.05亿元, 主要源于移动互联网行业发展迅速, 融资后的互联网企业积极在分众渠道投放广告。2019年至今, 国内广告市场需求疲软, 行业景气度欠佳。公司客户结构中互联网类广告主因市场融资环境等原因调减广告预算, 来自互联网行业的广告收入的大幅缩减。

图 10: 2014-2019 年分众传媒按行业收入构成



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

日用消费品为代表的消费行业客户为公司营收增长奠定基础。2019年, 日用消费品广告主客户贡献收入41.96亿元, 占比公司营收的34.58%, 可以看到来自日用消费品为代表的传统行业广告主客户的收入快速增长。另外根据草根调研某城市每周分众楼宇点位投放的广告主数量, 可以看到, 2020年以来, 公司以日用消费品为代表的传统行业客户占比较高, 广告主客户结构向日用消费品为代表的行业客户倾斜。

图 11: 2020 年一季度某城市分众楼宇点位投放的广告主数量

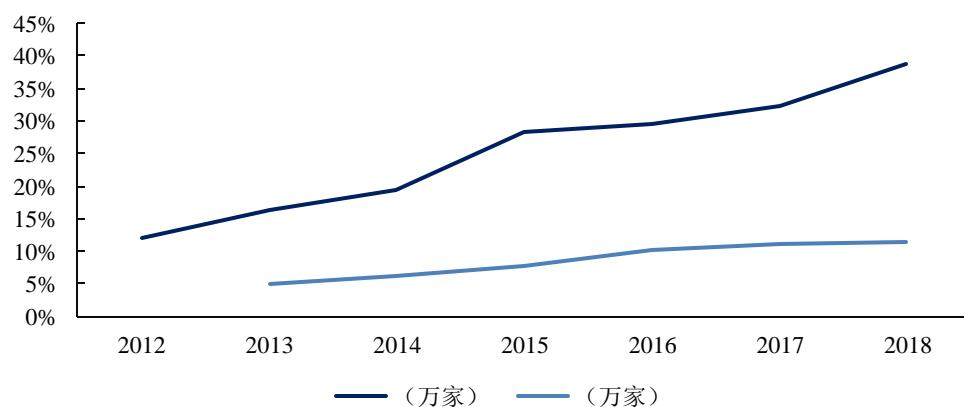


资料来源: 草根调研, 东兴证券研究所

3. 物业集中度提升对分众租金成本影响较小

物业行业集中度的提升并不影响分众对上游的议价能力。物业管理行业作为分众楼宇媒体业务的重要上游，行业集中度低。近年来物业管理行业集中度提升趋势明显，据中国指数研究院，2018年全国物业百强企业市场份额达到38.85%，较上一年度增加6.43pcts，TOP 10企业市场份额为11.35%，集中度提升平缓。在并购等因素驱动下，激进扩张的腰部物业公司是物业行业集中度提升的主力军。我们认为，上游物业集中度处于上升态势，但物业的话语权或者议价权并没相应提升。

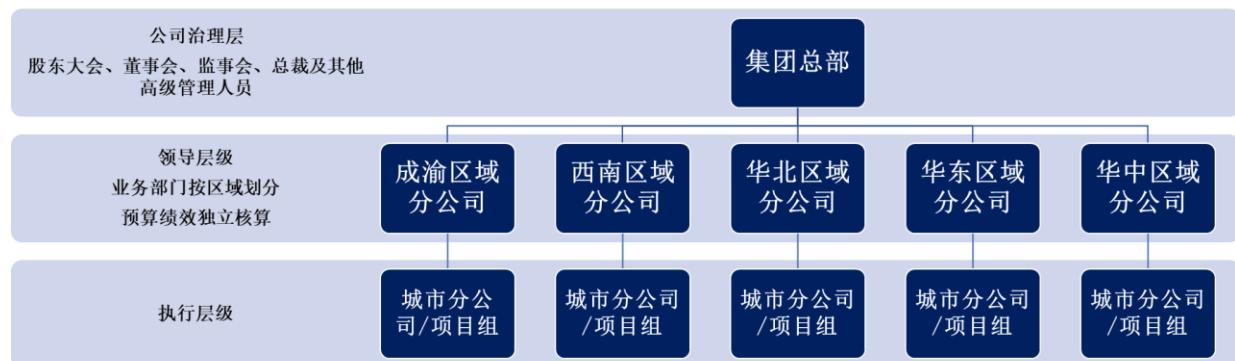
图 12：物业百强及 TOP10 企业市场份额



资料来源：中国指数研究院、中国房地产 TOP10 研究组，东兴证券研究所

(1) 相当一部分头部物业公司的业务决策权下放至执行层级。以全国性物业服务公司长城物业为例，其在物业服务领域，设立了华东、华南、华西、华北、华中、环渤海六大区域公司，而业务重点在西南的新大正物业，也设立了成渝、西南、华北、华东、华中等五大区域公司。据我们统计，在2019年行业排名前20的公司中，近1/4的公司采取这种“总部-区域-项目公司”的组织架构，各区域公司独立核算及进行业务开拓，业务决策权力下放至执行层级。

图 13：新大正物业组织架构



资料来源：新大正招股书，公司微信公众号，东兴证券研究所

(2) 被并购的物业公司大都保持独立运营。物业公司扩张方式主要有并购、依靠集团内地产公司及商业化扩张三种, 其中并购是目前物业公司快速提升市占率的主要方式。多数物业公司被并购后, 以集团旗下成员公司的形式存在, 依然保持独立运营, 如被万科并购的耀江、被彩生活收购的万达物业、被南都收购的金枫、采林物业等。

表 1: 物业公司扩张方式

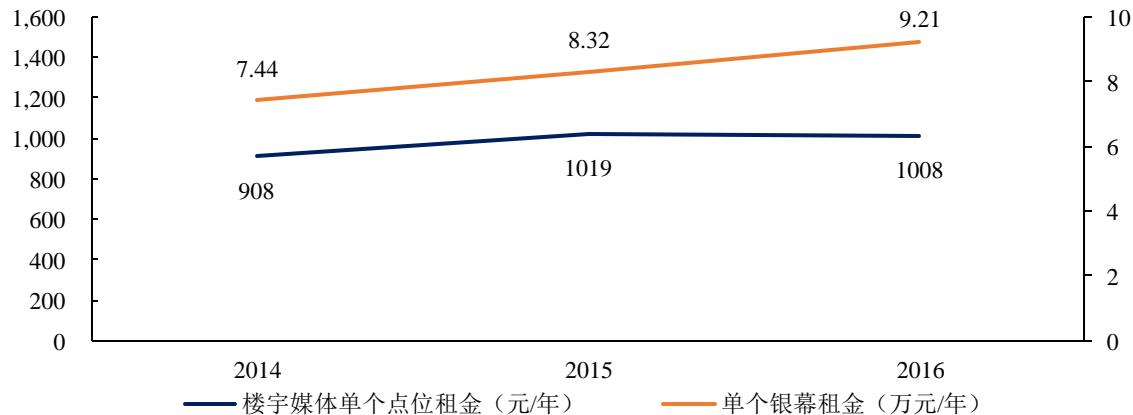
	依靠并购	依靠集团内地产公司	商业化扩张
代表物业公司	雅生活	碧桂园	长城物业
管理规模 (2019年, 万平方米)	28000+	68470	19000+
非住宅项目比例	41%	2017 年为 5%	53%
备注	2018 年管理面积的 13.5% 来自收并购, 2019 年管理面积的 28.63% 来自收并购	管理面积的 75% 来自于背后地产公司	

资料来源: 公司官网, 公司年报。东兴证券研究所

(3) 住宅楼或写字楼的楼宇电梯公共空间批量租赁可操作性小。对于住宅楼, 公共空间运营决策权在小区业主委员会而不是物业公司, 住宅楼公共空间的广告位出租需要经过业主委员会的同意, 因此楼宇媒体公司在签订点位租赁合同时, 是以小区为单位、逐个项目地与物业公司签订合同; 对于商务写字楼, 公共空间运营方案也难以批量租赁。首先是所有权的复杂性: 虽然多数商务楼宇为单一业主, 但也广泛存在单层或多层单独出售的复杂产权情况, 物业公司并不能全权代表业主。另外, 分众传媒楼宇媒体单个点位一年租金 908-1008 元, 媒体资源租赁收入占物业公司整体收入比重小。

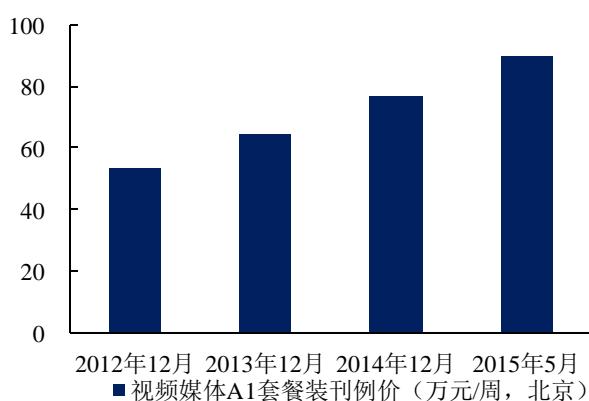
参考资料: 根据《中华人民共和国物权法》第七十二条的规定, 业主对建筑物专有部分以外的共有部分, 享有权利, 承担义务。共有部分在物业服务企业物业管理(包括前期物业管理)期间所产生的收益, 在没有特别约定的情况下, 应属全体业主所有, 并主要用于补充小区的专项维修资金。物业服务企业对共有部分进行经营管理的, 可以享有一定比例的收益。

图 14: 2014-2016 年分众传媒楼宇媒体单个点位租金以及单个银幕租金

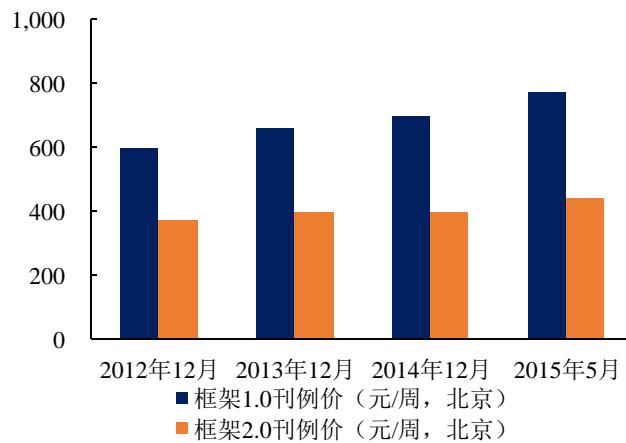


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

分众有望持续享受提价红利。分众对上游保持了较强的议价权, 点位租赁成本难以大幅提升。而对于下游广告主, 分众占据了大量一二线城市的优质楼宇媒体资源, 具有提价能力。未来中长期, 在一二线城市人口持续流入趋势下, 点位价值具有升值的内在潜力。

图 15: 2012-2015 年公司视频媒体 A1 套餐装刊例价


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 16: 2012-2015 年公司框架 1.0/2.0 刊例价


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

4. 分众占据一二线稀缺性写字楼媒介资源

写字楼投资额远低于住宅楼。2019 年, 全国住宅完成投资额 97071 亿元, 而办公楼投资完成额为 6163 亿元, 占比不足 10%。新开工面积来看, 2019 年, 全国新开工住宅面积为 16.75 亿平米, 而新开工办公楼面积仅为 0.71 亿平方米, 占比不足 5%。

图 17: 2005-2019 年住宅及办公楼完成投资额 (亿元)

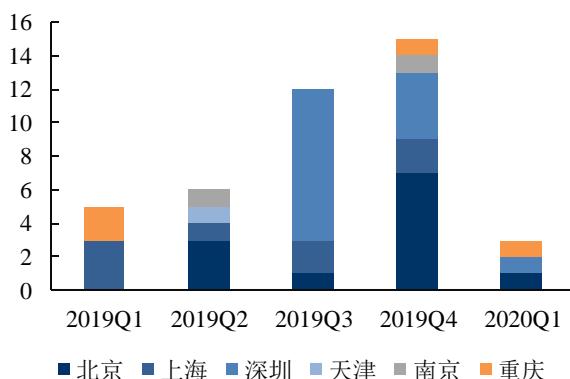

资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 18: 2005-2019 年住宅及办公楼新开工面积 (亿平米)


资料来源: wind, 东兴证券研究所

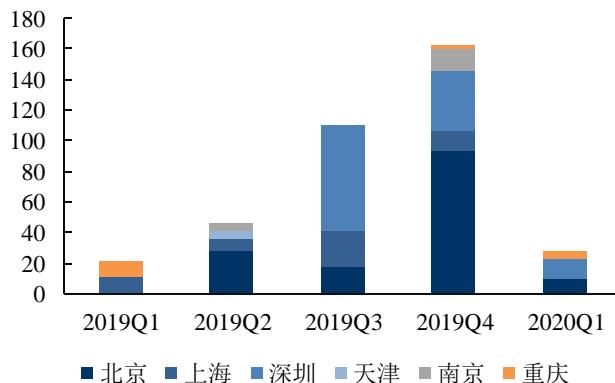
每年新上市写字楼项目极为有限。根据第一太平戴维斯的统计, 2019 年北京、上海、深圳新上市甲级写字楼项目 32 个, 新供应面积 301.43 万平方米, 2019 年一线城市单城单季优质写字楼项目供应不足 3 个, 而天津、南京、重庆等而二线城市新上市甲级写字楼项目 6 个, 面积 38.78 万平米, 单城单季优质写字楼项目供应不足 1 个。在梯媒行业, 写字楼点位优于住宅, 而核心区域写字楼点位优于普通写字楼, 在优质写字楼后续供应有限的背景下, 分众在写字楼媒介资源方面具有明显先发优势。

图 19: 新入市甲级写字楼项目数



资料来源: 第一太平戴维斯, 东兴证券研究所

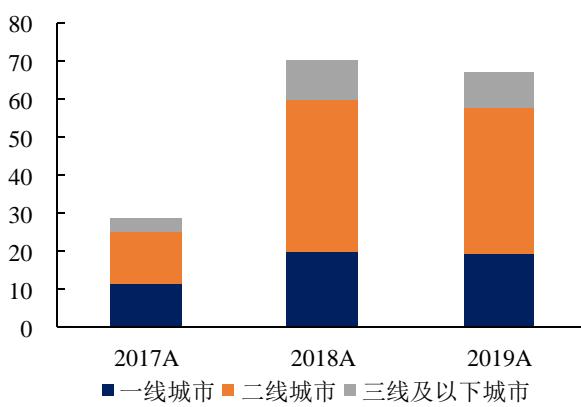
图 20: 新入市甲级写字楼面积(万平米)



资料来源: 第一太平戴维斯, 东兴证券研究所

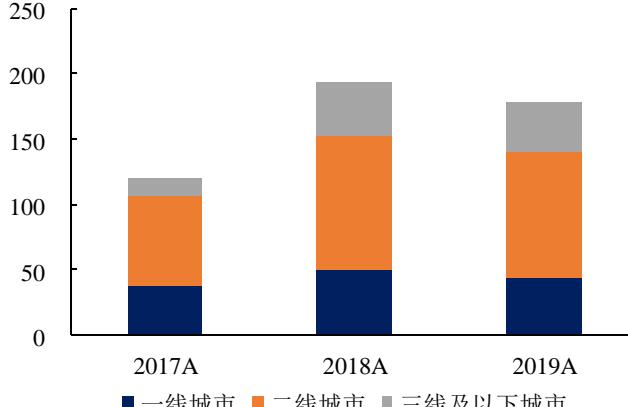
分众占据一二线稀缺性写字楼媒介资源。2018 年, 公司进行新一轮媒体资源点位快速扩张。截至 2018 年末, 公司自营电梯电视媒体由 2017 年末的 30.8 万台大幅提升至 72.4 万台, 增幅 134.6%, 其中一二线城市点位占比约 85%; 自营电梯海报媒体点位由 2017 年末的约 121.0 万个提升至 2018 年末的媒体点位 193.8 万个, 增幅达 60.2%, 其中一二线城市点位占比约 78%。可以看到, 公司在面临竞争时, 更为注重一二线城市的电梯电视媒体点位的占据, 而电梯电视媒体点位主要安装在写字楼电梯周边空间。

图 21: 公司自营电梯电视媒体在国内各级城市分布(万台)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 22: 公司自营电梯海报媒体在国内各级城市分布(万台)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 分众具备危机处理能力

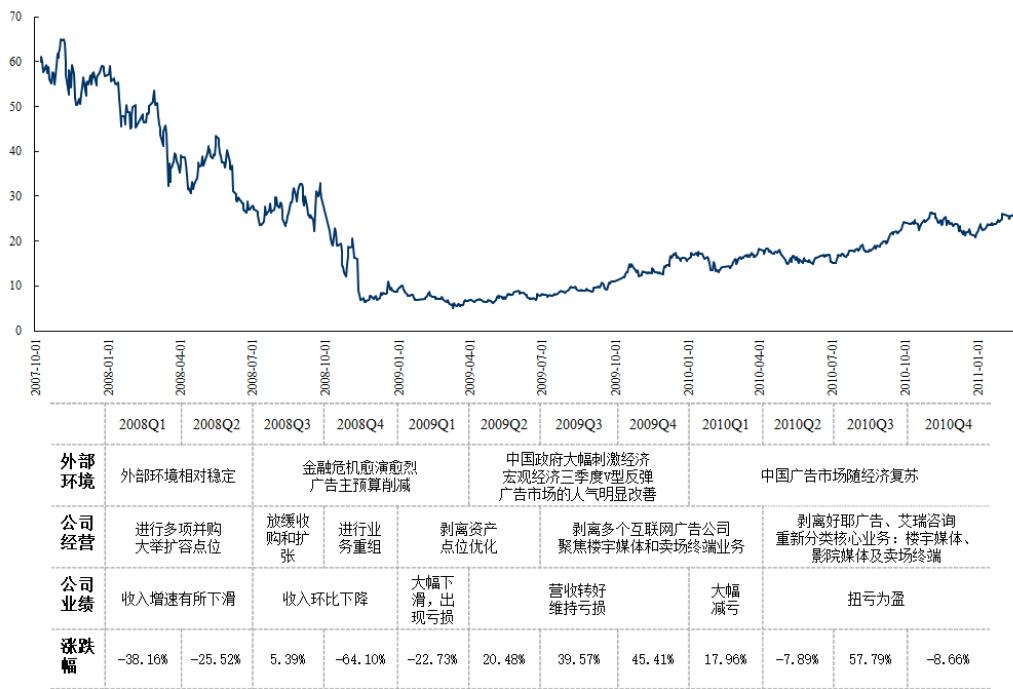
2008-2010 年经济危机期间，公司经历金融危机下广告市场景气度下降、多元化业务扩张失利等困难，最终公司采取一系列业务优化措施，最终渡过危机。

经济危机袭来，多项业务营收显著收缩。2008 年上半年公司刚刚进行了多项并购和大规模的点位扩容，但 2008 年 Q3 起，经济环境突然恶化：全球金融动荡，欧美市场消费者需求放缓，对中国经济产生了显著的负面影响，广告主预算削减；同时北京奥运会后，互联网广告业务支出也在放缓。分众的互联网广告业务营收及其他广告业务营收分别自 2018 年 Q3 和 Q4 起环比下滑，公司股价自 2007 年末的历史峰值回落。

停止扩张，剥离非核心资产，聚焦主业，度过严冬。2019 年初，经济危机影响持续，广告行业继续遭受重创，公司积极自救。一方面，公司积极推进重组：2008 年 Q4 其公司对其卖场终端媒体网络进行重组，终止分众传媒宣布重组其 CGEN 店内广告网络，并终止剩余的无线广告(互动营销)业务，同时宣布向新浪打包出售大部分户外广告资产（包括电视媒体网络、海报框架网络和卖场终端网络，约占分众营收的 52% 及整体毛利的 73%），但计划最终流产。另一方面，公司剥离了互联网广告等非核心业务，集中精力发展楼宇媒体及卖场终端媒体业务。2019 年二季度起，国内通过地产等手段刺激经济，宏观调控初见成效，经济走势“V 型”反弹，公司受益于宏观经济反弹及自身策略有效，2019 年 Q2 起营收反弹，环比增速转正，公司股价自 2019 年三季度起逐渐走出底部。

扭亏为盈，重回增长。2010 年，中国广告市场随经济复苏，公司外部环境向好。同时，将影院媒体重新归类于核心业务，至此，公司核心业务聚焦于楼宇媒体、影院媒体、卖场终端媒体三大板块。公司在 2010 年 Q2 扭亏为盈。2010 年度，分众传媒总营收超过 42.8 亿元人民币，净利润较 2009 年度增长了 1 倍。

图 23：2008-2010 年外部环境、公司经营及股价表现



资料来源：Wind, Bloomberg, 东兴证券研究所

2018年以来，新潮传媒大举扩张作为导火索，公司遭遇的困难类似于2008-2010年，具体过程如下：

2018年二季度起，新潮获得融资，大举扩张点位，同时以广告补贴、优惠合作打5折等形式抢夺分众传媒客户，竞争格局恶化。下半年开始，分众做出应对措施，跟进大举扩张点位，2018年末分众楼宇媒体点位（自营）达到277.2万个，增长近60%；2019年，国内宏观经济下行，2019年2季度起，广告主拖欠广告费导致公司坏账开始凸显，公司开始注意坏账问题，降低坏账率，以及优化点位，降低租金成本，相较于2018年末，公司2019年末境内自营的电梯电视媒体和电梯海报媒体分别减少低效点位3.3万和15.8万个。2020年Q1，受疫情影响，影院和楼宇媒体业务均受到较大影响，公司广告主结构由互联网等新经济向日用消费品等传统行业调整。我们认为，公司具备危机处理能力。或许危机将是分众的催化剂，渡过这次危机，分众将更加强大。

图24：2018-2020年外部环境、公司经营及股价表现



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

核心假设：

- (1) 2020 年，公司业务受疫情影响，楼宇媒体业务与影院媒体业务受到较大影响，营收预计同比下滑；
- (2) 2021-2022 年，公司楼宇媒体业务与影院媒体业务恢复常态，保持稳定经营；

根据以上假设，我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 100.21 亿元 (-17%)、119.97 亿元 (+20%)、129.64 亿元 (+8%)。

表 2：2016-2022E 公司分业务营收预测

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10213	12013	14551	12136	10021	11997	12964
增速		18%	21%	-17%	-17%	20%	8%
楼宇媒体收入	4579	5170	6599	5015	5796	6150	6642
增速		39%	6%	-4%	-13%	16%	6%
影院媒体收入	2044	2333	2382	1983	1166	2141	2424
增速		14%	2%	-17%	-41%	84%	13%
其他收入	79	297	94	104	100	100	100

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- (1) 假设公司竞争格局尚未明显改善

我们预计 2020-2022 年的公司归母净利润分别为 17.44 亿元，27.19 亿元和 29.59 亿元。

表 3：2016-2022E 公司营收及归母净利润

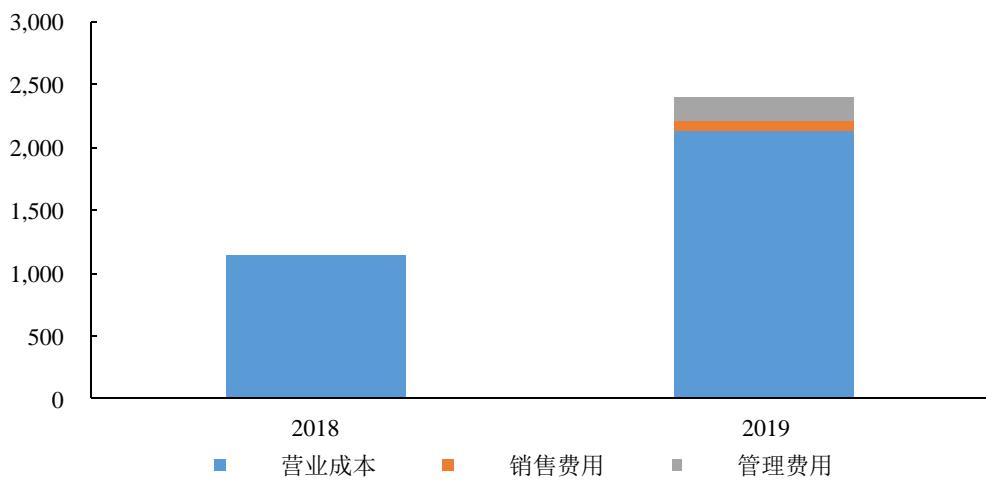
单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10213	12013	14551	12136	10021	11997	12964
增速		18%	21%	-17%	-17%	20%	8%
归母净利润	4451	6005	5823	1875	1744	2719	2959
增速		61%	-3.0%	-67.8%	-7.01%	55.97%	8.88%
EPS (元)	0.36	0.49	0.40	0.13	0.12	0.19	0.20

资料来源：公司公告，东兴证券研究所，20200515

- (2) 假设公司竞争格局明显改善

2018-2019 年，公司年报中公布业绩并不完全体现其盈利能力。2018 年公司大幅扩张媒介点位，2019 年公司营业收入下滑 17%，显示公司新增点位并未贡献营收，更多是出于竞争对手扩张的防卫。但媒体资源规模的大幅扩张导致媒体资源租金、设备折旧、人工成本及运营维护成本等大幅增加，主要体现在利润表中营业成本、销售费用和管理费用三项增加。根据我们测算，由于扩张媒体资源，2018-2019 年公司利润表分别增加 11.37 亿元、24.02 亿元。

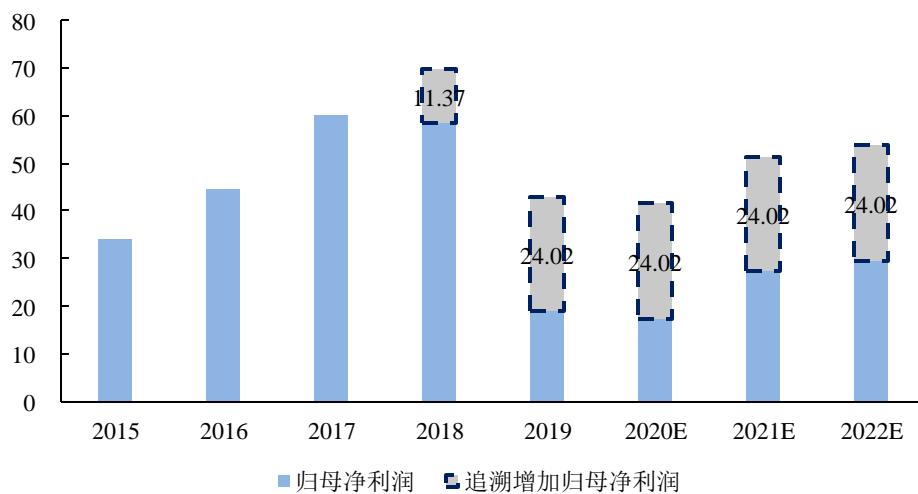
图 25：2018-2019 年公司点位扩张导致新增的成本和费用支出（百万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

若剔除新增点位对公司成本端的影响。我们预测，2020-2022 年公司归母净利润分别为 41 亿元，51 亿元和 54 亿元。

图 26：竞争格局优化前后公司盈利能力对比



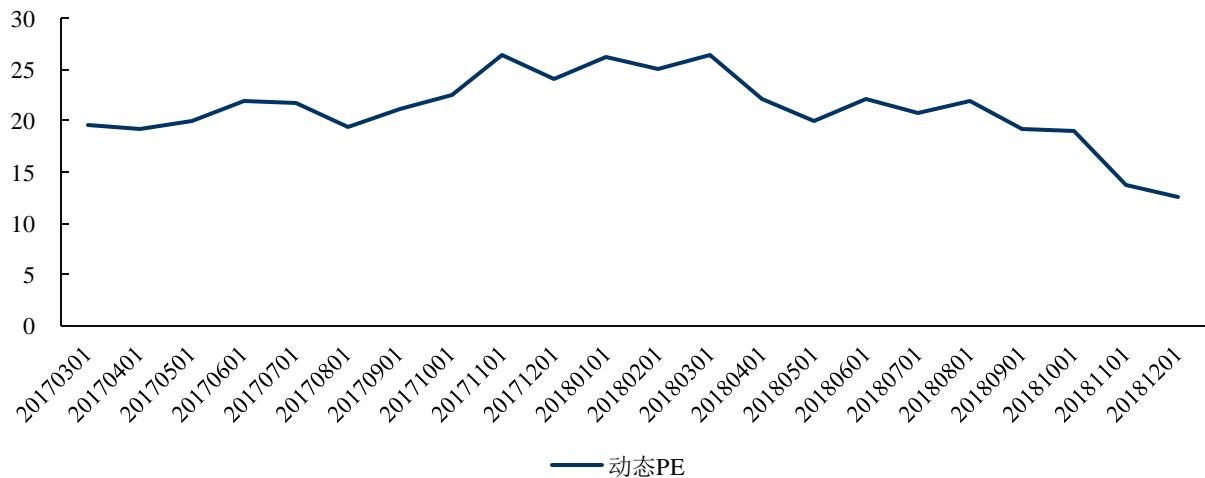
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

6.2 估值

(1) 假设公司竞争格局尚未明显改善，2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.12 元，0.19 元以及 0.20 元，现有股价下对应的 PE 分别为 41X, 27X 和 24X，给予“推荐”评级。

(2) 假设公司竞争格局明显改善，2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.28 元，0.35 元以及 0.37 元，参考 2017-2018 年分众传媒动态 PE 估值区间，给予公司 25-30 倍 PE 估值，对应股价区间 7.06 元-10.96 元。

图 27：2017-2018 年分众传媒动态 PE 估值



资料来源：wind，东兴证券研究所

7. 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	营业收入		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	营业外收入		营业外支出	利润总额	所得税	净利润
流动资产合计	12034	11511	10847	12943	15379	营业收入		14551	12136	10021	11997	12964						
货币资金	3672	3861	4009	5995	8226	营业成本		4916	6650	5157	5513	5940						
应收账款	4823	4170	3569	3944	4262	营业税金及附加		432	283	251	348	376						
其他应收款	95	60	50	60	64	营业费用		2331	2256	1913	2324	2546						
预付款项	1374	867	609	334	215	管理费用		412	576	535	565	595						
存货	3	4	3	3	4	财务费用		-94	-20	-59	-92	-157						
其他流动资产	1865	66	66	66	66	研发费用		229	148	160	235	255						
非流动资产合计	6987	7176	8905	8662	8353	资产减值损失		400.04	0.00	320.58	313.93	309.28						
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	30.00	100.00	100.00						
无形资产	47	45	58	69	79	加: 其他收益		872.49	722.90	400.00	500.00	500.00						
其他非流动资产	622	623	36	36	36	营业利润		6953	2366	2174	3391	3699						
资产总计	19022	18687	19752	21604	23731	营业外收入		4.49	1.00	0.00	0.00	0.00						
流动负债合计	3527	3671	3640	3667	3783	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	2154	3371	3679						
应付账款	419	571	437	467	503	所得税		1150	493	431	674	736						
预收款项	375	514	558	652	732	净利润		5792	1855	1723	2697	2944						
一年内到期的非流	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	1744	2720	2962						
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		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
负债合计	4624	4681	4650	4677	4793	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%	-17.42%	19.71%	8.06%						
实收资本(或股本)	334	334	334	334	334	营业利润增长		-4.02%	-65.97%	-8.11%	55.97%	9.09%						
资本公积	186	388	388	388	388	归属于母公司净利		-3.03%	-67.80%	-7.01%	55.97%	8.88%						
未分配利润	14240	14553	15808	17767	19899	获利能力												
归属母公司股东权	14201	13778	14895	16743	18772	毛利率(%)		66.21%	45.21%	48.54%	54.05%	54.18%						
负债和所有者权益	19022	18687	19752	21604	23731	净利率(%)		39.81%	15.29%	17.20%	22.48%	22.71%						
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)		6.86%	30.61%	10.04%	8.83%	12.59%						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)		41.00%	13.61%	11.71%	16.25%	15.78%						
经营活动现金流	3783	3430	3255	3261	3398	偿债能力												
净利润	5792	1855	1723	2697	2944	资产负债率(%)		24%	25%	24%	22%	20%						
折旧摊销	266.55	529.49	449.23	462.48	475.73	流动比率												
财务费用	-94	-20	-59	-92	-157	速动比率												
应收账款减少	0	0	600	-375	-318	营运能力												
预收帐款增加	0	0	44	95	80	总资产周转率		0.84	0.64	0.52	0.58	0.57						
投资活动现金流	-1383	-1582	-2729	-638	-583	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	应付帐款周转率		44.49	24.51	19.89	26.56	26.74						
长期股权投资减少	0	0	-2701	-150	-100	每股指标(元)												
投资收益	168	218	30	100	100	每股收益(最新摊		0.40	0.13	0.12	0.19	0.20						
筹资活动现金流	-2662	-2334	-377	-638	-583	每股净现金流(最		-0.79	-1.46	0.45	5.95	6.69						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新		42.56	41.29	44.64	50.18	56.26						
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		12.28	37.77	41.33	26.50	24.33						
资本公积增加	0	202	0	0	0	P/B		0.12	0.12	0.11	0.10	0.09						
现金净增加额	-262	-486	149	1986	2232	EV/EBITDA		-0.15	-0.45	-0.56	-0.92	-1.42						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

8. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
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	2020-05-08
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	2020-05-07
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
公司财报点评	掌阅科技：版权业务前景明朗，平台商业化价值持续提升	2020-04-12
公司财报点评	吉比特：核心产品长线运营出色，游戏项目储备充足助力增长	2020-04-10
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
行业事件点评报告	传媒行业报告：国庆档电影票房表现优异，验证电影产业内容为王	2019-10-09
传媒行业周报	【东兴传媒】传媒行业周观点：监管有望更理性化，关注细分行业龙头 20190916	2019-09-16
传媒行业周报	传媒行业报告：央行降准，板块投资机会在于游戏和广电	2019-09-09
传媒行业周报	传媒行业报告：5G 加速 TMT 发展进程，紧抓游戏和广电两个子行业	2019-09-02
传媒行业周报	【东兴传媒】传媒行业周观点：中报密集发布，关注细分行业龙头 20190826	2019-08-26
传媒行业周报	【东兴传媒】传媒行业周观点：中报陆续披露，推荐吉比特完美世界 2019819	2019-08-19
传媒行业周报	传媒行业报告：板块指数触底，中国出版显著低估	2019-08-12
传媒行业周报	【东兴传媒】传媒行业周观点：《哪吒》刷新中国动画电影票房纪录，关注细分赛道龙头公司_20190805	2019-08-05
公司财报点评	中原传媒年报点评：主营业务稳健增长，分红比例提升	2019-04-02
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
公司财报点评	光线传媒(300251)：轻装上阵，开启影视项目多元布局	2019-04-24
公司深度报告	【东兴传媒】吉比特(603444)深度报告：研发底蕴深厚，长线运营守正出奇	2019-08-20
公司财报点评	【东兴传媒】吉比特(603444)：业绩持续高增长，长线运营守正出奇	2019-08-13
公司报告	中国出版(601949.SH)：业绩增速超预期，企业价值显著低估	2019-08-29
公司深度报告	中国出版(601949)：出版行业“国家队”，三大使命彰显企业价值	2019-04-30

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。4年证券从业经验，2018年加入东兴证券研究所。2019年第一届新浪金麒麟新锐分析师传媒行业第四名。

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的相关服务。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：

看好评级：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；

看淡评级：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