

经营波动与竞争格局的双重周期

买入 (维持)

2020 年 06 月 14 日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	12,136	10,873	13,566	15,174
同比 (%)	-16.6%	-10.4%	24.8%	11.9%
归母净利润 (百万元)	1,875	2,204	3,443	4,441
同比 (%)	-67.8%	17.5%	56.2%	29.0%
每股收益 (元/股)	0.13	0.15	0.23	0.30
P/E (倍)	41.17	35.03	22.42	17.38

投资要点

- **高经营杠杆彰显利润弹性。**楼宇媒体是高经营杠杆的商业模式，一块屏幕铺下后，成本即已发生，不会因楼宇媒体公司的不同而出现租金价格和营业成本明显不同的情况，单屏成本也不会因为承接广告数量的多少而显著波动。这也就意味着一块屏幕上多一则广告产生的收入，几乎全部贡献为纯毛利，广告收入的边际成本几乎为零，播放广告数量越多，利润率就会越高。
- **单屏营收再临周期性拐点，业绩预计将有显著改善。**回顾公司历史，每当屏幕数大幅扩张，需求跟不上供给增加，刊挂率都会出现下滑，基于高经营杠杆的特性，公司盈利能力一般会表现出负面的变化。与之相反，在屏幕数缩减或缓慢增长，需求增加，刊挂率走高的阶段，都会对应公司盈利能力较好的时期。在经历 2018-19 年经济低迷与屏幕扩张收缩的双重影响后，单屏营收再迎拐点，经营状况进入向上周期。
- **竞争格局进入改善周期，降低公司盈亏平衡点，盈利弹性增大。**公司屏幕数由 2018 年底的 266.2 万块降至 2019 年末的 248.9 万块，减少了 17.3 万块屏，单屏营业成本 2105 元，对应 3.64 亿的成本缩减。叠加今年以来疫情对经济增长和市场需求造成显著的负面影响，竞争对手与分众均已着手与物业谈判降低租金水平，按照租金水平 10% 的同比下滑计算，租金成本将减免 3.67 亿元。也就意味着因竞争格局进入改善周期，由此带来的成本缩减总额为 7.3 亿元，公司盈亏平衡点已显著降低，一旦经济回暖，公司收入提升，公司业绩将出现更大的弹性。
- **成长性依然大于周期性。**公司 2019 年营业收入的下滑全部来自于互联网客户投放缩减，而传统行业广告主依然同比增长了 7.81%，因此是广告主结构性的变化导致了收入的下滑，在经济不景气的背景下，传统广告主在分众上的预算投放依然是提升的，突显出楼宇媒体的地位在增强。当前传统行业广告主占整体营收的比重已经提高至 79.5%，成为影响公司业绩的最重要因素。而这部分广告主的广告投放总额与自身收入正相关，同时楼宇媒体占其总预算的比重也在持续增加，也就意味着公司业绩实际具备持续增长的动力，因此公司依然具备持续的成长性。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 108.73/135.66/151.74 亿元，同比增长-10.41%/24.77%/11.85%，归母净利润分别为 22.04/34.43/44.41 亿元，分别同比增长 17.5%/56.2%/29.0%，对应 PE 分别为 35.03/22.42/17.38 倍。当前公司基本面受疫情影响处于底部区间，且盈亏平衡点已下移，预计随着疫情好转，公司业绩会展现比以往更大的弹性，我们维持公司“买入”评级，建议积极布局。
- **风险提示：**疫情持续时间超预期、宏观经济超预期波动、竞争加剧、回款不利

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.26
一年最低/最高价	3.85/7.02
市净率(倍)	5.56
流通 A 股市值(百万元)	77205.65

基础数据

每股净资产(元)	0.95
资产负债率(%)	24.01
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)：疫情影响公司短期业绩，长期依然看好公司价值》2020-04-28
- 2、《分众传媒 (002027)：2019 季报点评：收入跌幅收窄，多项指标改善》2019-10-31
- 3、《分众传媒 (002027)：从历史中寻找真相——分众传媒市场关注问题解读》2019-09-01

内容目录

1. 商业模式：高经营杠杆彰显利润弹性	4
1.1. 单屏营收（刊挂率）回升，再次转入盈利改善周期	5
1.2. 单屏营收与公司股价的对应关系	5
2. 竞争优势依然稳固：广告主广告投放策略和预算分配策略决定了刊挂率的差别	6
2.1. 广告主广告投放策略：以配比的方式在多媒介中分配广告预算	7
2.2. 广告主预算分配策略：优先从覆盖目标客户最多的大媒介开始分配预算	7
2.2.1. 广告投放策略和预算分配策略决定了楼宇媒体不同公司间刊挂率的差异	8
2.2.2. 行业竞争已经缓和，分众成本已得到良好控制	9
3. 公司业绩成长性依然大于周期性	10
3.1. 单个媒介的广告效果可衡量的误区	11
3.2. 长期增长前景依然乐观，预算转移与总量提升的逻辑依然	12
3.3. 盈利能力测算	13
4. 盈利预测与评级	14
5. 风险提示	14

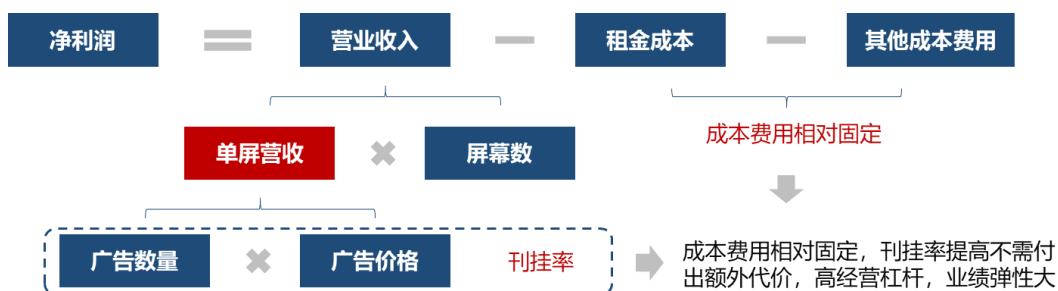
图表目录

图 1：高经营杠杆的商业模式	4
图 2：单屏营收周期性变化规律	5
图 3：公司股价波动与单屏营收变化正相关（美股）	6
图 4：公司股价波动与单屏营收变化正相关（A 股）	6
图 5：7 个行业和 6 个城市媒体组合的平均到达率	7
图 6：7 个行业的 622 媒体混合策略平均到达率	7
图 7：华语传媒收入和净利润情况（百万）	8
图 8：城市纵横收入和净利润情况（百万）	8
图 9：公司屏幕数缩减	9
图 10：公司业绩大幅波动掩盖了成长性的事实	10
图 11：楼宇媒体占广告主预算的比重变化（亿元）	11
图 12：广告支出与经济增长同步	12
图 13：各国广告支出占 GDP 比重（2016）	12
 表 1：各楼宇媒体公司刊挂率与利润率之间的关系	4
表 2：公司营业成本变动情况	9
表 3：客户结构发生改善（单位：百万元）	10
表 4：常态净利率测算（单位：百万元）	13

1. 商业模式：高经营杠杆彰显利润弹性

楼宇媒体是高经营杠杆的商业模式，一块屏幕铺下后，成本即已发生，不会因楼宇媒体公司的不同而出现租金价格和营业成本明显不同的情况，单屏成本也不会因为承接广告数量的多少而显著波动。这也就意味着一块屏幕上多一则广告产生的收入，几乎全部贡献为纯毛利，广告收入的边际成本几乎为零，播放广告数量越多，利润率就会越高。

图 1：高经营杠杆的商业模式



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

所以刊挂率（假设以 20 分钟为一个循环，上满 12 分钟的广告就是 60% 的刊挂率，框架按照全年 52 周来测算）作为单屏广告数量的衡量指标就对公司业绩起到非常关键的作用，但刊挂率指标的问题在于，经济处于低迷周期，广告需求不景气的情况下，分众传媒就会加大折扣力度，例如买一送一，因此，我们虽然按照数量上观测到 60% 的刊挂率，但由于买一送一的存在，实际上刊挂率仅有 30%。所以刊挂率指标应该将时间与价格因素同时考虑，而单屏营收就是能反应真实刊挂率情况的指标。所以，本文所讲的刊挂率的概念是包含数量和价格的综合指标。

如下表所示，我们可以看到不同公司刊挂率的不同就决定了毛利率的高低，进而决定了净利率的高低，也反映出高经营杠杆的盈利弹性。

表 1：各楼宇媒体公司刊挂率与利润率之间的关系

	刊挂率	单屏利润率	毛利率	屏幕数（万）
分众传媒	60-65%	84.48%	76.70%	158
城市纵横	35-40%	63.56%	56.86%	3.55
华语传媒	35-40%		40.46%	4+

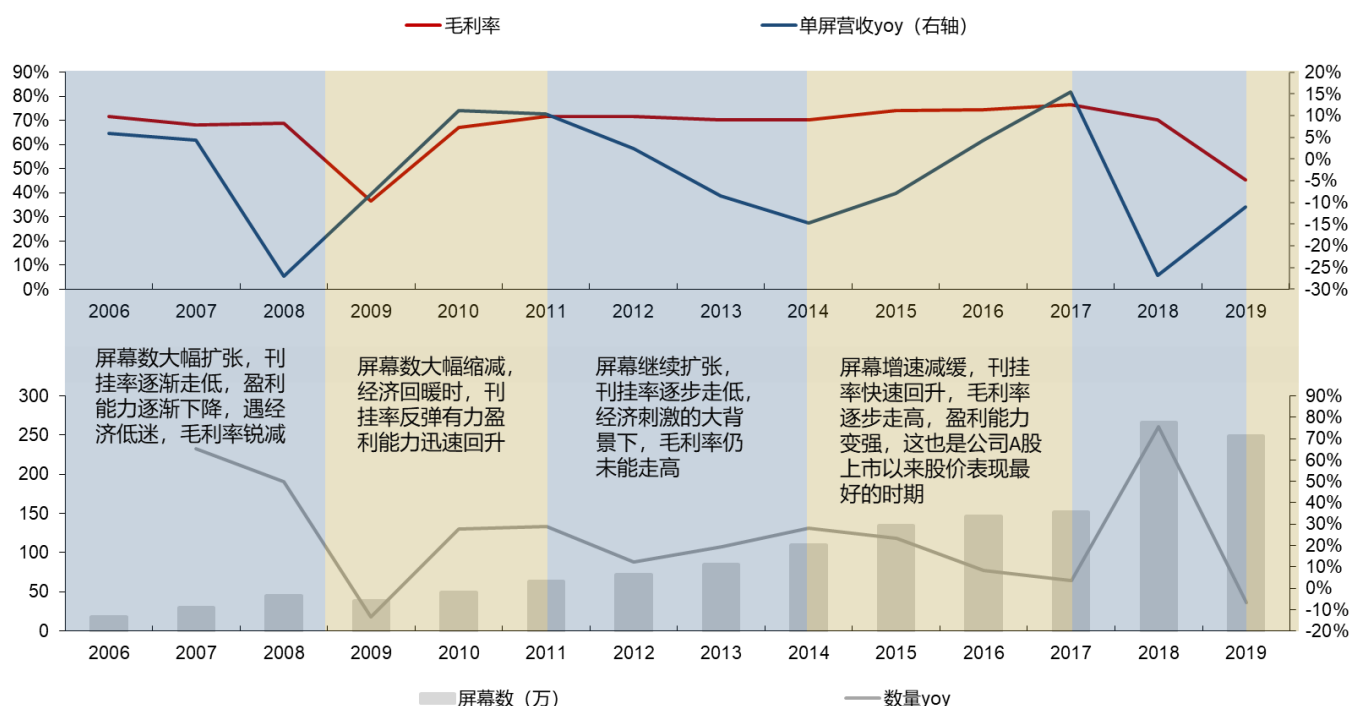
注：为更加真实的展现盈利能力的差异，文中选择的是 2017 年报数据，2018 年数据由于扩张的因素而影响了对比度。城市纵横的刊挂率=城市纵横单屏营收/分众单屏营收*分众刊挂率；单屏利润率=（单屏收入-单屏租赁成本）/单屏收入；华语传媒数据为调研所得

数据来源：公司年报、城市纵横招股书、专家调研访谈、东吴证券研究所

1.1. 单屏营收（刊挂率）回升，再次转入盈利改善周期

我们已经探讨了单屏营收变化对公司利润率的影响，接下来回顾历史研究单屏营收变化的周期性规律。如下图所示，每当屏幕数大幅扩张，需求跟不上供给增加，刊挂率都会出现下滑，基于高经营杠杆的特性，公司盈利能力一般会表现出负面的变化（2012-2015 年单屏营收的负增长对应着二三线城市的下沉，由于成本相应更低，因此毛利率未有下滑）。与之相反，在屏幕数缩减或缓慢增长，需求增加，刊挂率走高的阶段，都会对应公司盈利能力较好的时期。

图 2：单屏营收周期性变化规律



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

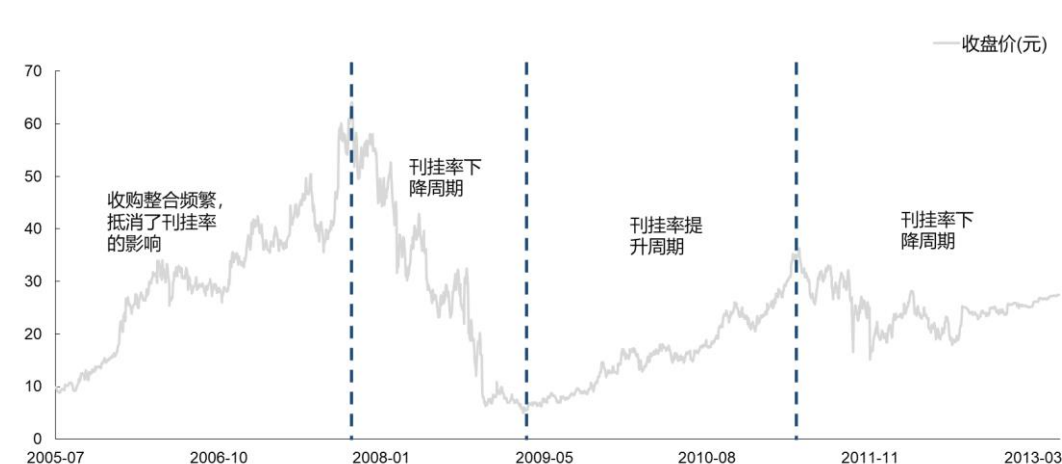
我们可以看到，当前公司又回到了刊挂率提升周期的起点。2018 年，分众为应对新潮竞争大幅扩屏，叠加经济低迷，刊挂率锐减，盈利能力出现大幅下滑，与 08-09 年那段时期如出一辙。2019 年三季度开始，公司已着手缩减屏幕，在经过 20 年一季度疫情的冲击后，预计刊挂率在经济回暖过程中将逐步恢复，低基数下，刊挂率逐渐步入增长区间，经营周期有望迎来向上拐点。我们可以看到，即使是在疫情的影响下，公司一季度楼宇媒体的毛利率依然是同比正增长的，这就是屏幕数减少提升刊挂率带来的有力支撑。

1.2. 单屏营收与公司股价的对应关系

公司股价波动也与单屏营收呈正相关性。可以看到，每当单屏营收上升的阶段，公

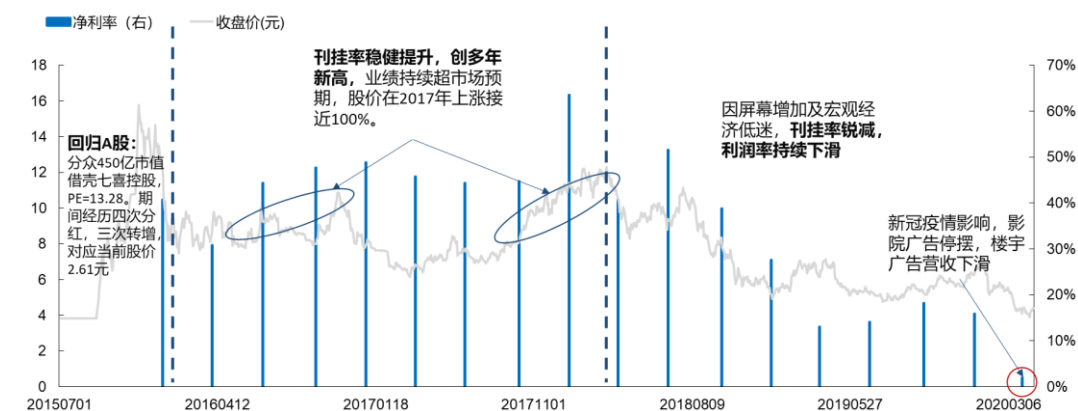
司股价也表现较好，但下降阶段，股价表现通常较为疲软。这与高经营杠杆产生的利润弹性有关，因为刊挂率提升带来的业绩增长无需承担额外代价。而当前公司经历 19 年屏幕缩减和 20 年疫情后，单屏营收再次进入提升周期，公司业绩预计将初步出现回暖的表现。

图 3：公司股价波动与单屏营收变化正相关（美股）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：公司股价波动与单屏营收变化正相关（A 股）



数据来源：wind，公司财报，东吴证券研究所

2. 竞争优势依然稳固：广告主广告投放策略和预算分配策略决定了刊挂率的差别

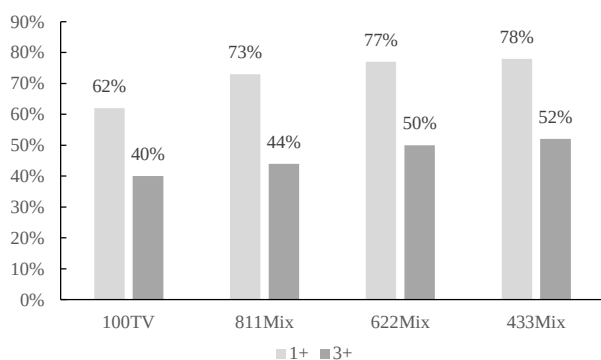
我们已经看到分众传媒的高盈利能力来自于高刊挂率，因此，关于楼宇媒体生意的护城河其实就是探讨新进入者是否可以影响分众传媒的高刊挂率。我们从广告主广告投放策略的角度出发，来探讨分众传媒的高刊挂率产生的原因是什么？

这与广告主的广告投放策略有关，由于楼宇媒体的主要客户是大型广告主，因此下文分析的是大型广告主的投放策略。需要说明的是，下述广告投放策略是我们访谈了多家大型广告主之后总结归纳的结果，不同广告主投放思路可能略有差异，但总体策略上是一致的。

2.1. 广告主广告投放策略：以配比的方式在多媒体中分配广告预算

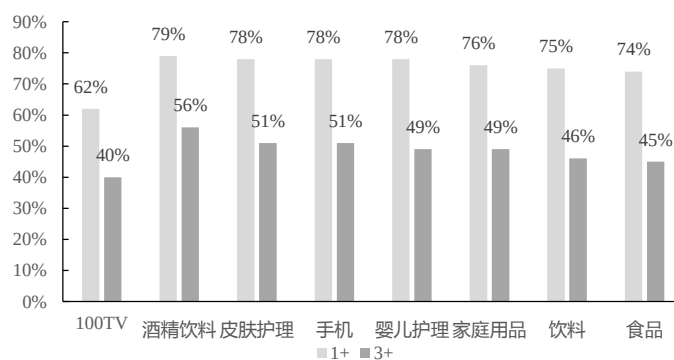
广告主为了实现更高效的触达，是以配比的方式在多媒体中分配广告预算。根据国际著名品牌咨询公司 Millward Brown 的一份报告显示（如下图所示），广告主将预算以组合的形式多媒体投放，其一次到达率（广告投放期间到达受众一次）和三次到达率（广告到达受众三次）都将获得远好于单媒介投放所能达到的效果。下图中，622 为广告主在电视、互联网和楼宇媒体的预算分配比例为 6:2:2，其效果要优于 100%（即 100）投放单一媒体。

图 5：7 个行业和 6 个城市媒体组合的平均到达率



数据来源：Millward Brown，东吴证券研究所

图 6：7 个行业的 622 媒体混合策略平均到达率



数据来源：Millward Brown，东吴证券研究所

2.2. 广告主预算分配策略：优先从覆盖目标客户最多的大媒介开始分配预算

为追求更广泛的受众规模，广告主会优先从覆盖目标客户最多的大媒介开始分配预算。这里要注意的是，根据广告主推出的产品不同或者要实现的目的不同，目标客户并不是每次都一样的，此时广告主选择的主媒介也是不同的。例如某快消品公司某次的营销计划是某一般洗发水，这时其目标客户是全国人民，那么会首先选择覆盖最广的电视媒体开始分配主要预算，然后选择其他媒体作为补充；但如果是推广某高端洗发水，那么目标客户可能就聚焦在一二线城市，此时通常会以互联网或者楼宇媒体作为主要渠道分配预算，其他媒体补充，如此等等。所以，根据投放目的和目标客户的不同，广告主选择的媒介也会不同，但贯穿其中的宗旨是，优先把最大的预算分配到覆盖目标受众最多的媒介上。

为什么会是这个分配策略呢？广告主当然可以选择小的媒介开始投放，但是小的媒

介覆盖的受众少，获得的预算自然也少，广告主为了实现大规模的投放还是要找覆盖受众的大媒介，最终的结果依然是大媒介获得了大预算，小媒介仅获得少的预算。如果选择了过多的小媒介，由于广告投放流程比较复杂，必然会涉及到更多的交易和监督成本。因此长期的行业实践下来，广告主倾向于从大媒介开始分配预算，小的媒介作为大媒介覆盖不充分时的补充。

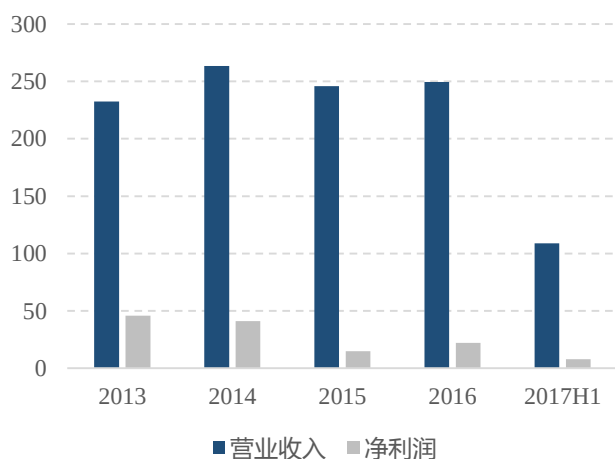
2.2.1. 广告投放策略和预算分配策略决定了楼宇媒体不同公司间刊挂率的差异

广告主在同一媒介内部不同媒体公司中预算的分配也是遵从这一原则，优先选择大媒体覆盖足够的目标受众，然后再选择其他的媒体公司作为补充。

就楼宇媒体而言，投放楼宇广告的多为大型广告主，由于分众在一二线城市拥有广泛的覆盖范围，如果广告主要在楼宇媒体上触达大规模的人群，往往会首先选择分众进行配置，但是当广告主要求的触达范围超过分众覆盖范围的时候，广告主便会选择其他的媒体公司进行补充。例如分众在某一城市的楼宇覆盖率有 80%，如果广告主只需要实现 80% 的楼宇覆盖，那么分众就可以实现，但如果要实现 90% 的楼宇覆盖，为了增加这 10%，广告主就会去找同业楼宇媒体做补充。

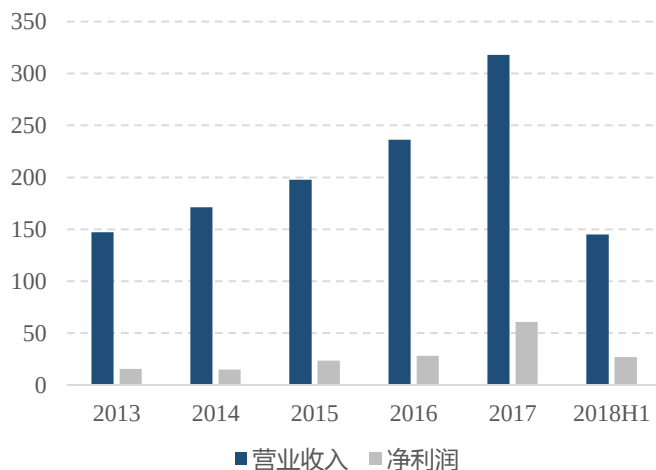
所以，楼宇媒体的高集中度源于大型广告主的投放策略，他们倾向于选择分众作为主渠道，而其他楼宇媒体公司更多的是补充作用。这就说明了为什么这几家公司的刊挂率远低于分众。由于单屏幕的成本差别不大，刊挂率的多少就能决定利润率水平的高低，所以华语、城市等公司的利润率远低于分众，没有利润就很难扩张，这就是华语、城市等公司多年来发展较慢的根本原因。

图 7：华语传媒收入和净利润情况（百万）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 8：城市纵横收入和净利润情况（百万）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

因此，覆盖受众的规模差距，导致这些楼宇媒体公司的产品对广告主而言其实是有差异的，这造成了刊挂率的差别，又限制了竞争对手的进一步扩张。而其他竞争者看似大规模扩张（最大的一家目前屏幕规模为分众的 1/5），但实际上覆盖大规模受众的优质

点位都牢牢掌握在分众手中，这使得其他公司覆盖的受众量远远无法与屏幕的覆盖水平匹配，而难以摆脱补充的地位，导致竞争者将会长时间的在低刊挂率和高成本的负循环中运行，从而难以实现盈亏平衡，对分众也无法造成真正的威胁。

2.2.2. 行业竞争已经缓和，分众成本已得到良好控制

受新进入者竞争影响，公司自 2018 年二季度开始屏幕大规模扩张，今年以来扩张战略已经停止，屏幕规模的增加对营业成本的影响（主要包括租金、折旧、人员薪酬）已经完全体现在季度报表中，可以看到从 2019Q1 开始公司的营业成本已无明显增长，因此公司受竞争导致的成本扩张已告一段落。

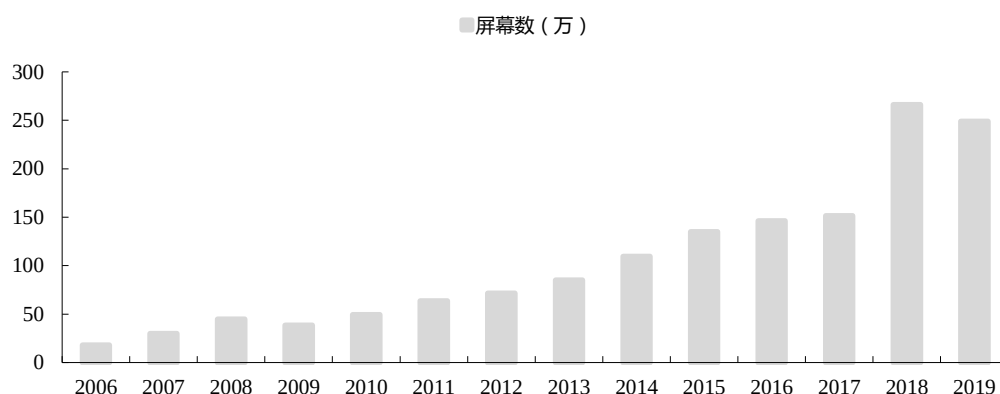
表 2：公司营业成本变动情况

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业成本	919.26	1084.66	1341.7	1570.87	1656.87	1658.13	1667.77	1666.84	1210.6
环比增加额	62.06	165.4	257.04	229.17	86	1.26	9.64	-0.93	-456.24
QoQ	7.2%	18.0%	23.7%	17.1%	5.5%	0.1%	0.6%	-0.1%	-27.4%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

不仅如此，公司在 2020Q1 的营业成本出现了较大幅度的下滑，环比下降 4.56 亿元，同比下降 4.46 亿元，这也是公司一季度未出现亏损的主要原因。疫情期间，全国影院均未开业，公司影院广告业务得以享受租金免除；同时，2019 年以来，宏观经济低迷，楼宇媒体广告行业疲软，公司从下半年开始缩减屏幕数量，公司的屏幕数由 2018 年底的 266.2 万块降至 2019 年末的 248.9 万块，减少了 17.3 万块屏（根据公司问询函回复数据，大多数为 4 季度缩减）。根据年报计算，公司单屏营业成本 2105 元，也就对应着 2020 年 3.64 亿的成本缩减。

图 9：公司屏幕数缩减



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

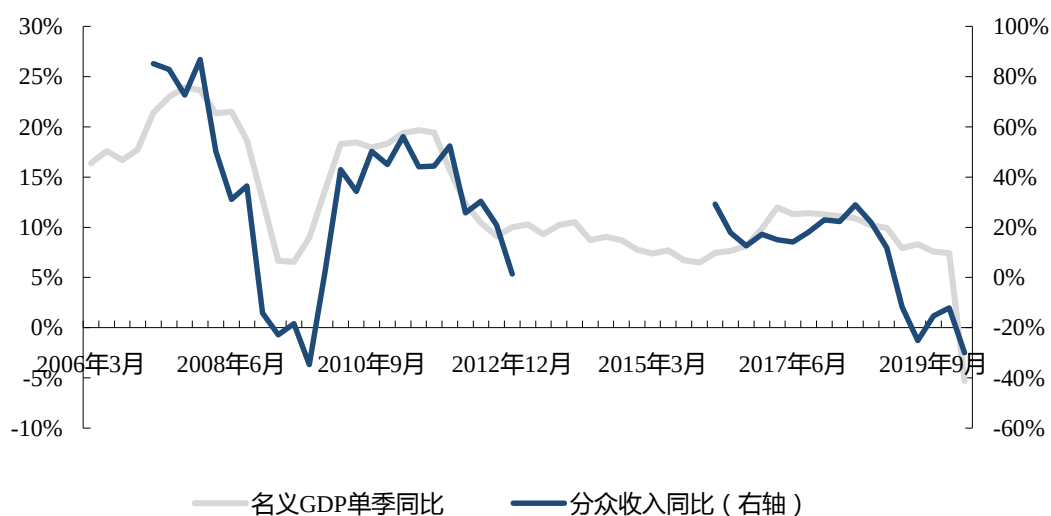
此外，叠加今年以来疫情对经济增长和市场需求造成显著负面影响，竞争对手与分众均已着手与物业谈判降低租金水平，预计今年租金成本将出现显著下降。根据公司财报披露，营业成本中约有 70% 为租金成本，若租金出现 10% 的同比下滑，对应租金成本

减免为 3.67 亿元。也就意味着因竞争格局的周期也来到改善阶段，由此带来的成本缩减总额将达到约 7.3 亿元。公司盈亏平衡点已显著降低，一旦经济回暖，公司收入提升，公司业绩将出现更大的弹性。

3. 公司业绩成长性依然大于周期性

公司业绩随经济周期而大幅波动，表现出明显的周期特征。但仔细拆分收入结构，我们会发现本轮公司业绩的下滑更多是结构性的影响，而非经济周期波动带来的。

图 10：公司业绩大幅波动掩盖了成长性的事实



数据来源：wind，公司财报，东吴证券研究所

从客户结构上看，2019 年互联网客户投放额同比减少 31.14 亿，而同期公司整体营收下滑 24.15 亿，因此 2018 年下半年以来一级市场融资规模的缩减，导致新经济广告主投放意愿降低，是公司营收下滑的主要原因。但占公司营收大头的传统行业广告主依然实现了 96.45 亿营收，同比还增长了 7.81%。因此是广告主结构性的变化导致了本来收入的下滑，传统广告主在分众上的预算投放经济不景气的背景下依然是提升的，突显出楼宇媒体的地位在增强。当前传统行业广告主占整体营收的比重已经提高至 79.5%，成为影响公司业绩的最重要因素。而这部分广告主的广告投放总额与自身收入正相关，同时楼宇媒体占其总预算的比重也在持续增加，也就意味着公司业绩实际具备持续增长的动力，因此其成长性被过去 2 年的结构性因素与宏观经济下滑所掩盖。

表 3：客户结构发生改善（单位：百万元）

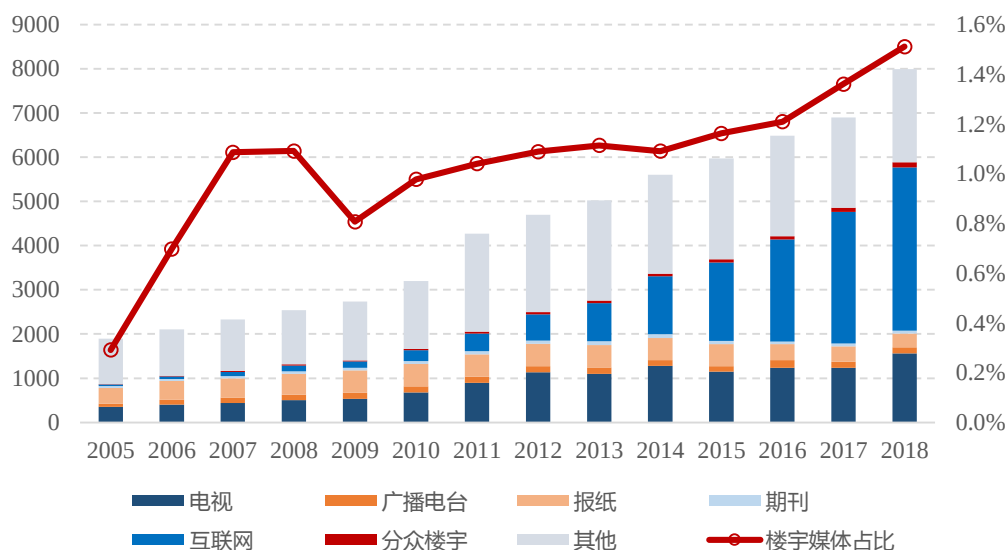
客户行业	2019	占比	2018	占比
日用消费品	4,196.56	34.6%	3,455.36	23.7%
互联网	2,490.80	20.5%	5,605.00	38.5%
交通	1,568.13	12.9%	1,676.65	11.5%
商业及服务	1,085.30	8.9%	713.97	4.9%

娱乐及休闲	991.36	8.2%	1,005.82	6.9%
房产家居	765.87	6.3%	946.43	6.5%
通讯	359.93	3.0%	599.71	4.1%
杂类	678.00	5.6%	548.34	3.8%
合计	12,135.95	100.0%	14,551.29	100.0%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

楼宇广告具有非常强的生命力。在互联网快速增长，不断转移传统媒介预算的大背景下，楼宇媒介不仅没有出现预算缩减的情况，反而快速增加。分众楼宇媒介占广告主整体预算的比重在不断攀升，由 2005 年的 0.3%，逐步增长为 2018 年的 1.51%。造成这一结果的原因，我们依然要从广告主广告投放策略的角度出发。

图 11：楼宇媒体占广告主预算的比重变化（亿元）



数据来源：广告统计年鉴，东吴证券研究所

3.1. 单个媒介的广告效果可衡量的误区

由于在互联网上投放广告，广告主可以观测到访问量、点击率、转化率等等指标，投资者便普遍认为互联网上的广告效果是可衡量的，而楼宇媒体等传统媒体没有跟踪衡量的方法，因此楼宇媒体被互联网新型媒体替代只是时间的问题。但是这一论断实际存在误区：大型广告主往往在多个媒介投放广告，虽然一个点击发生在互联网上，但是如何判断这次点击是因为消费者在其他媒介上看到了广告才在来到互联网上发生了这次点击，还是因为仅仅在互联网上浏览从而产生了点击呢？我们会发现，由于多个媒介上均投放了广告，导致消费者的曝光是多媒介的，但是核算互联网广告投放效果的时候实际上包含了其他由媒介引来的流量，从而导致互联网广告效果核算的不准确。因此除非广告主仅仅在互联网单一媒介上投放广告，否则互联网渠道的广告效果也是无法衡量的。

所以，我们可以把单个媒介效果可衡量的想法放在一边，根据我们调研的部分大型广告主的情况，来研究一下大型广告主的广告效果核算方式：广告主会将预算分配到多种媒介上，例如电视、互联网、楼宇媒体等各投一定的预算比重，然后会获得一个总的产出，便会形成一个总的 ROI（投入产出比），广告主的目标就是通过不同媒介上预算比重的调整，使得这个总体的 ROI 最大化（有多种衡量方式，例如实现 3 次以上的到达率付出的成本是多少，成本越低，ROI 就越高）。如果提高电视媒介的预算，广告主发现总体 ROI 降低，那么广告主便会把增加的预算缩减回来，同时找到合适的投放比例；如果提高楼宇媒介的预算，总体 ROI 也跟着提高，那么楼宇媒介的预算比重就会相应上升。因此，广告预算在不同媒介的分配是动态调整的结果，也是一个缓慢变化的过程，最终取决于总体 ROI 如何变化。

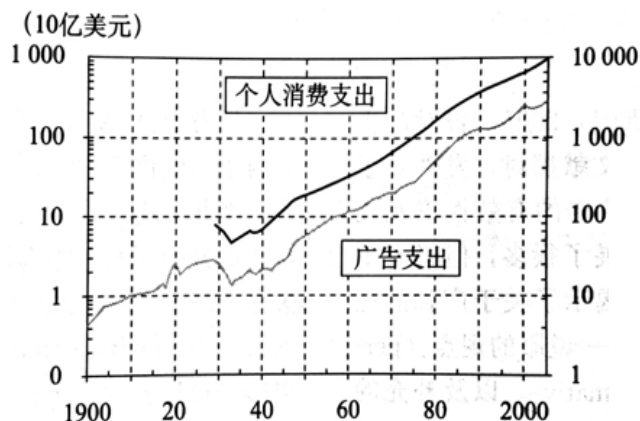
这种广告效果核算的方法对我们理解单一媒介预算比重的上升就十分重要。如果某个媒介的广告预算比重持续提升，那也就意味着增加该媒介的预算占比，总体的 ROI 就会增加，其实也就印证了该媒介的广告是有效果的。正如我们在上图看到的那样，楼宇媒体占整体广告预算的比重持续提升，其实就是这样一种结果。而驱动预算占比增加的底层原因就是受众，正如我们在《从历史中寻找真相——分众传媒市场关注问题解读》中所探讨的那样，覆盖受众的不断增加，是楼宇媒体逐渐分得更多预算的核心原因，而受众增加的趋势依然在持续；反观广告主之所以将更多的预算从电视等媒体上转移开，就是因为受众在不断流失，从而造成相同预算的总体 ROI 降低，这样广告主就不得不缩减电视媒介上的预算占比。因此楼宇媒体占预算比重增加是长期增长逻辑。

3.2. 长期增长前景依然乐观，预算转移与总量提升的逻辑依然

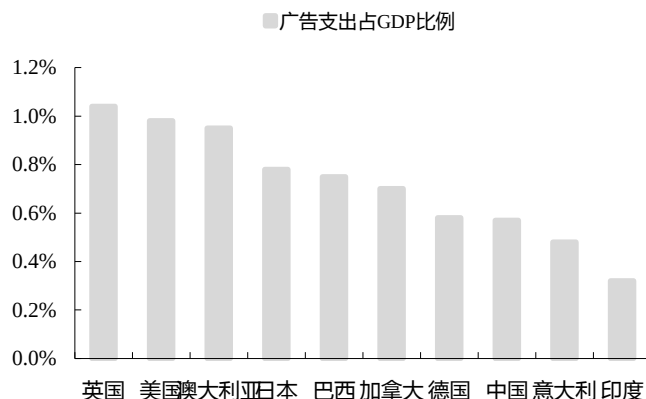
本文上述测算了刊挂率恢复到合理位置后的盈利水平，对于公司长期的增长，我们已经在《从历史中寻找真相——分众传媒市场关注问题解读》中进行了探讨。分众传媒的长期增长动力一方面来自广告主广告预算总支出与 GDP 的增长同步，另一方面来自于楼宇媒体占广告预算比重的持续提升。而当前国内广告支出规模在 GDP 中的比重相对于发达国家依然处于较低的水平，也就意味着随着这个比值的持续提高，广告支出依然可以在较长的时间内保持比 GDP 更快的增长速度。而楼宇媒介广告预算占比在持续提升，因此可以获得高于广告大盘的增长，由此可见，分众处于较长的增长赛道中。

图 12：广告支出与经济增长同步

图 13：各国广告支出占 GDP 比重（2016）



数据来源：Entertainment Industry Economics, 8th, Harold L. Vogel, 东吴证券研究所



数据来源：WARC, 东吴证券研究所

3.3. 盈利能力测算

因此，公司收入会因经济增长和预算占比提升而持续增长，但接下来的问题是，公司盈利能力在受到 2018-2019 年宏观经济与竞争格局恶化的双重冲击后，未来随着这两大因素的改善，公司的盈利能力到底将恢复至什么样的水平。由于 2018 年经济状况前高后低，同时公司在下半年完成了大规模的扩屏计划，点位的质量与当前一致，因此以 2018 年公司的经营情况进行推算，获得公司在上述因素改善后，经营状况恢复常态后的盈利能力。

如下表所示，参照 2018 年的利润情况，当年净利率 40.02%，由于当年下半年大幅扩屏，导致竞争带来的成本上升未完全体现，我们按照 2019 年营业成本完全体现后的数值计算，这里同时考虑因竞争格局改善带来的成本缩减；政府退税降为当年的 50%；资产减值损失对应 2018 年的水平。据此推算，公司盈利能力恢复后的净利率能够达到约 31.7% 的水平。

表 4：常态净利率测算（单位：百万元）

	2018	常态	说明
营业收入	14551.29	14551.29	
营业成本	4916.49	5919.6	营业成本参照 2019 年，同时扣除 7.3 亿成本缩减
税金及附加	431.92	431.92	
销售费用	2331	2331	
管理费用	412.2	412.2	
研发费用	228.94	228.94	
财务费用	-93.66	-93.66	
其他收益	872.49	436.245	退税收入按照 50% 计算

投资净收益	168.34	168.34
资产减值损失	400.04	400.04
资产处置收益	-11.89	-11.89
营业利润	6953.29	5513.95
加：营业外收入	4.49	4.49
减：营业外支出	15.85	15.85
利润总额	6941.93	5502.59
减：所得税	1149.71	913.43
净利润	5792.22	4589.16
少数股东损益	-30.75	-30.75
归母净利润	5822.97	4619.90
归母净利率	40.0%	31.7%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4. 盈利预测与评级

根据公司业务的恢复情况，我们对公司收入预测进行了调整，调高了楼宇媒体的收入水平，同时调低了对影院业务的恢复情况预测。我们预计 2020/2021/2022 年楼宇媒体收入分别为 98.98/116.72/130.78 亿元，同比增长-1.51%/17.92%/12.04%；影院媒体收入分别为 8.75/17.93/19.96 亿元，同比增长-55.9%/105%/11.28%。

因此 2020/2021/2022 年公司收入分别为 108.73/135.66/151.74 亿元，同比增长-10.41%/24.77%/11.85%。归母净利润相应调高，分别为 22.04/34.43/44.41 亿元，同比增长 17.5%/56.2%/29.0%，对应 PE 分别为 35.03/22.42/17.38 倍。当前公司基本面受疫情影响处于底部区间，且盈亏平衡点已下移，预计随着疫情好转，公司业绩会展现比以往更大的弹性，我们维持公司“买入”评级，建议积极布局。

5. 风险提示

疫情持续时间超预期。疫情影响受众户外活动，同时影响广告主预算投放需求，同时影院的开放也受疫情的影响，如果疫情持续时间超预期，则会对公司营收产生超预期的负面影响。

宏观经济超预期波动。楼宇媒体的业绩表现基于广告主本身的预算投放需求，而广告主的广告投放又与其自身的收入情况息息相关，如果宏观经济超预期低迷，则会影响广告主的收入，同时导致广告主广告预算的减少。进而影响到公司业绩。

应收账款回款不利。受客户现金流恶化的影响，公司自 2018 年下半年开始回款进度放缓，导致公司 2019 年坏账准备大幅增加，应收账款减值问题对公司业绩造成了较大的影响，如果应收账款持续积累，则会构成持续的减值压力。

竞争加剧。楼宇媒体受到越来越多线上流量巨头的关注，其持续的投入将会推高行业成本，导致公司盈利能力的恢复进度不达预期。

分众传媒三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,511	15,609	15,255	18,619	营业收入	12,136	10,873	13,566	15,174
现金	3,861	4,520	4,374	5,910	减:营业成本	6,650	5,396	6,204	6,206
应收账款	4,170	3,884	4,095	4,107	营业税金及附加	283	239	339	379
存货	4	2	5	2	营业费用	2,256	2,011	2,401	2,655
其他流动资产	3,476	7,203	6,781	8,600	管理费用	576	544	638	713
非流动资产	7,176	7,203	8,237	9,357	财务费用	-20	-78	-100	-122
长期股权投资	1,117	1,458	1,802	2,153	资产减值损失	0	435	339	379
固定资产	1,581	1,280	915	1,053	加:投资净收益	218	85	115	86
在建工程	7	4	4	3	其他收益	665	346	431	480
无形资产	45	46	51	57	营业利润	2,366	2,757	4,291	5,528
其他非流动资产	4,427	4,416	5,464	6,090	加:营业外净收支	-18	-17	-16	-16
资产总计	18,687	22,812	23,492	27,976	利润总额	2,348	2,740	4,276	5,513
流动负债	3,671	5,846	4,274	6,151	减:所得税费用	493	548	855	1,103
短期借款	51	51	51	51	少数股东损益	-20	-12	-23	-31
应付账款	571	259	394	296	归属母公司净利润	1,875	2,204	3,443	4,441
其他流动负债	3,049	5,536	3,830	5,805	EBIT	2,308	2,683	4,203	5,421
非流动负债	1,010	767	773	805	EBITDA	2,823	3,158	4,660	5,939
长期借款	802	560	515	517					
其他非流动负债	208	208	258	288					
负债合计	4,681	6,614	5,047	6,956	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	228	216	193	161	每股收益(元)	0.13	0.15	0.23	0.30
					每股净资产(元)	0.94	1.09	1.24	1.42
归属母公司股东权益	13,778	15,983	18,252	20,859	发行在外股份(百万股)	14678	14678	14678	14678
负债和股东权益	18,687	22,812	23,492	27,976	ROIC(%)	12.4%	12.8%	17.7%	20.0%
					ROE(%)	13.2%	13.5%	18.5%	21.0%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	45.2%	50.4%	54.3%	59.1%
经营活动现金流	3,430	1,162	2,110	4,639	销售净利率(%)	15.5%	20.3%	25.4%	29.3%
投资活动现金流	-1,582	-431	-1,166	-1,440	资产负债率(%)	25.0%	29.0%	21.5%	24.9%
筹资活动现金流	-2,334	-72	-1,090	-1,663	收入增长率(%)	-16.6%	-10.4%	24.8%	11.9%
现金净增加额	-490	659	-146	1,536	净利润增长率(%)	-67.8%	17.5%	56.2%	29.0%
折旧和摊销	515	474	457	518	P/E	41.17	35.03	22.42	17.38
资本开支	343	-314	-409	114	P/B	5.60	4.83	4.23	3.70
营运资本变动	679	-1,355	-1,393	2	EV/EBITDA	25.56	22.59	15.33	11.77

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>