

2021年01月05日

分众传媒 (002027.SZ)

动态分析

超强经营周期有望延续

◆ 根据 2020 年业绩预告，我们上调公司盈利预测。我们预计，2020-2022 年公司归母净利润分别为 39.0/56.7/70.6 亿元，同比增速分别为 108.0%/45.5%/24.4%。

①收入端：受益于 2020 年 7 月刊例价格上调，公司 20Q3 楼宇媒体业务营业收入同比大幅增长 19.8%，回升趋势明显。目前，广告行业正位于高景气周期，楼宇媒体作为优质线下流量的“扛把子”，我们判断 2021 年公司仍有会上调楼宇媒体刊例价格。另一方面，2021 年元旦档三日电影票房达 13 亿元创新高，随着《唐探 3》等重磅影片在春节档上线，我们判断电影市场将加速回暖，利好公司影院媒体业务。我们预测，2020-2022 年公司营业收入分别为 119.3/158.5/180.6 亿元，同比分别为 -1.7%/32.9%/13.9%。

②成本端：市场竞争格局的优化使得公司从容推进点位优化工作，2020 年前三季度公司楼宇媒体租赁成本同比大幅下降 18.5%。我们判断，2021 年开始公司或将重启楼宇媒体的扩张以进一步提升市场份额，但得益于宽松的竞争环境和对上游物业企业较强的议价能力，我们预计公司的营业成本将保持稳中有增，2020-2022 年同比分别为 -32.3%/27.6%/6.0%。

◆ 当前时点我们对于公司估值水平的看法：部分投资者认为，公司当前约 1400 亿的市值体量已逼近上一轮经营周期的高点（2018 年 1 月），市值或已接近“天花板”。通过复盘于上一轮景气顶点（2017-2018 年），我们认为：

①广告行业是典型的经济后周期行业，而当前宏观经济正处于新冠疫情后的复苏期，投资者对于未来宏观经济前景的预期明显好于 2018 年复杂地缘政治环境及“去杠杆”背景下的阴霾期；

②行业竞争格局层面：一方面，线上流量增长放缓推升互联网广告投放成本，使得作为优质线下流量代表的楼宇媒体更加得到广告主的认可，另一方面，当前楼宇媒体行业竞争格局较 2018 年的恶性点位竞争期显著改善，新潮传媒的媒体资源更偏社区、重点发展本地生活广告主。近几个季度，分众传媒加速推进点位优化工作，楼宇媒体租赁成本持续下降；

③与上一轮经营周期的高点相比，分众传媒的广告主结构出现了重大变化，依赖于一级市场输血的新经济广告主的营收占比大幅下降，取而代之的是业务模式稳健、现金流强劲的消费品行业广告主，直接推动盈利质量的提升和坏账减值的减少。

◆ 投资建议：综上，我们认为分众传媒正处于历史最佳发展期，且具备一定经营持续性，而去年年末推出的第二期员工持股计划亦表明管理层的经营信心。从资产属性上看，公司是 A 股市场上稀缺的公司经营 α 与宏观 β 兼具的标的。我们维持公司“买入-A”的投资评级，目标价上调至 13.78 元（原目标价 7.17 元），对应 2021/2022 年预测 EPS 的 35.0/28.6 倍。

◆ 风险提示：宏观经济复苏不及预期、电影市场复苏不及预期、楼宇媒体行业竞争加剧、应收账款坏账风险、新冠疫情出现重大反复。

传媒 | 整合营销 III

投资评级

买入-A(维持)

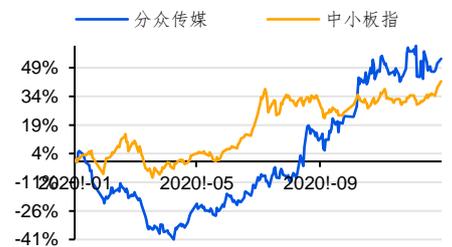
股价(2021-01-04)

10.04 元

交易数据

总市值(百万元)	147,365.92
流通市值(百万元)	147,365.92
总股本(百万股)	14,677.88
流通股本(百万股)	14,677.88
12个月价格区间	3.85/10.67 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.82	11.61	10.41
绝对收益	-2.33	24.41	53.64

分析师

高猷嘉

SAC 执业证书编号：S0910520060002

gaoyoujia@huajinsec.cn

021-20377166

相关报告

分众传媒：Q2 业绩好于预期，客户结构持续改善 2020-08-21

分众传媒：单季度业绩有望回暖，长期看好楼宇媒体龙头优势 2019-08-22

分众传媒：逆势扩张业绩承压，长期认可楼宇媒体龙头地位 2019-04-25

分众传媒：经济周期短期扰动公司利润，成本投入长期不改楼宇媒体护城河优势 2018-10-30

分众传媒：半年报业绩亮眼，媒体点位高速扩张，关注下半年成本端情况 2018-08-29

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,551	12,136	11,930	15,853	18,059
YoY(%)	21.1	-16.6	-1.7	32.9	13.9
净利润(百万元)	5,823	1,875	3,901	5,674	7,059
YoY(%)	-3.0	-67.8	108.0	45.5	24.4
毛利率(%)	66.2	45.2	62.2	63.7	66.3
EPS(摊薄/元)	0.40	0.13	0.27	0.39	0.48
ROE(%)	40.2	13.2	21.8	24.2	23.2
P/E(倍)	24.9	77.3	37.1	25.5	20.5
P/B(倍)	10.2	10.5	8.2	6.2	4.8
净利率(%)	40.0	15.5	32.7	35.8	39.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

表 1: 上调公司业绩预测

		调整前			调整后		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	楼宇媒体(百万元)	10075.06	11618.13	13091.58	11584.62	14249.08	16386.44
	增长率	0.26%	15.32%	12.68%	15.28%	23.00%	15.00%
	影院媒体(百万元)	611.96	1522.43	1630.52	262.27	1505.70	1566.53
	增长率	-69.14%	148.78%	7.10%	-86.77%	474.11%	4.04%
	其他媒体(百万元)	77.85	81.74	85.83	83.04	97.99	105.83
	增长率	-25.00%	5.00%	5.00%	-20.00%	18.00%	8.00%
	合计(百万元)	10764.87	13222.30	14807.93	11,929.93	15,852.77	18,058.80
增长率	-11.30%	22.83%	11.99%	-1.70%	32.88%	13.92%	
营业成本	楼宇媒体(百万元)	4619.64	4758.23	4948.56	4304.66	4519.89	4791.09
	增长率	-12.00%	3.00%	4.00%	-18.00%	5.00%	6.00%
	影院媒体(百万元)	525.83	946.49	1003.28	131.46	1156.82	1226.23
	增长率	-60.00%	80.00%	6.00%	-90.00%	780.00%	6.00%
	其他媒体(百万元)	89.72	94.21	98.92	67.51	70.88	74.43
	增长率	5.00%	5.00%	5.00%	-21.00%	5.00%	5.00%
	合计(百万元)	5235.19	5798.92	6050.75	4,503.62	5,747.59	6,091.74
增长率	-21.27%	10.77%	4.34%	-32.27%	27.62%	5.99%	
	营业成本的 收入百分比(%)	48.63%	43.86%	40.86%	37.75%	36.26%	33.73%
期间费用 (百万元)	营业费用	2013	2314	2562	2088	2457	2709
	管理费用	603	608	637	656	698	740
	研发费用	108	132	148	72	111	126
	财务费用	-75	-117	-197	-77	-157	-294
归母净利润(百万元)		2189	3510	4450	3901	5674	7059
EPS(摊薄/元)		0.15	0.24	0.30	0.27	0.39	0.48

资料来源: 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	12034	11511	13228	21215	25211	营业收入	14551	12136	11930	15853	18059
现金	3672	3861	4381	9816	14256	营业成本	4916	6650	4504	5748	6092
应收票据及应收账款	5020	4170	4864	7140	6534	营业税金及附加	432	283	60	238	271
预付账款	1374	867	1336	1592	1743	营业费用	2331	2256	2088	2457	2709
存货	3	4	1	6	1	管理费用	412	576	656	698	740
其他流动资产	1966	2609	2647	2661	2677	研发费用	229	148	72	111	126
非流动资产	6987	7176	7231	7582	7779	财务费用	-94	-20	-77	-157	-294
长期投资	793	1117	1507	1902	2302	资产减值损失	400	0	370	373	379
固定资产	1785	1581	1247	1193	981	公允价值变动收益	0	-57	15	0	0
无形资产	47	45	46	51	57	投资净收益	168	218	215	232	251
其他非流动资产	4363	4434	4431	4437	4438	营业利润	6953	2366	4889	7118	8886
资产总计	19022	18687	20459	28797	32990	营业外收入	4	1	1	1	1
流动负债	3527	3671	1817	4706	2078	营业外支出	16	19	19	19	19
短期借款	47	51	51	51	51	利润总额	6942	2348	4871	7100	8868
应付票据及应付账款	419	571	100	756	151	所得税	1150	493	974	1420	1774
其他流动负债	3060	3049	1667	3899	1877	税后利润	5792	1855	3897	5680	7095
非流动负债	1096	1010	762	588	350	少数股东损益	-31	-20	-4	6	35
长期借款	892	802	554	380	143	归属母公司净利润	5823	1875	3901	5674	7059
其他非流动负债	204	208	208	208	208	EBITDA	7103	2786	5113	7276	8954
负债合计	4624	4681	2579	5294	2429						
少数股东权益	197	228	224	230	265	主要财务比率					
股本	334	334	334	334	334	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	186	388	388	388	388	成长能力					
留存收益	14432	14822	17722	21630	26319	营业收入(%)	21.1	-16.6	-1.7	32.9	13.9
归属母公司股东权益	14201	13778	17656	23274	30296	营业利润(%)	-4.0	-66.0	106.6	45.6	24.8
负债和股东权益	19022	18687	20459	28797	32990	归属于母公司净利润(%)	-3.0	-67.8	108.0	45.5	24.4
						获利能力					
						毛利率(%)	66.2	45.2	62.2	63.7	66.3
						净利率(%)	40.0	15.5	32.7	35.8	39.1
						ROE(%)	40.2	13.2	21.8	24.2	23.2
						ROIC(%)	37.9	12.2	20.7	23.2	22.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	24.3	25.0	12.6	18.4	7.4
						流动比率	3.4	3.1	7.3	4.5	12.1
						速动比率	2.5	2.8	6.4	4.1	11.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	3.6	2.6	2.6	2.6	2.6
						应付账款周转率	15.0	13.4	13.4	13.4	13.4
						估值比率					
						P/E	24.9	77.3	37.1	25.5	20.5
						P/B	10.2	10.5	8.2	6.2	4.8
						EV/EBITDA	20.0	50.2	27.2	18.4	14.4

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

高猷嘉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn