

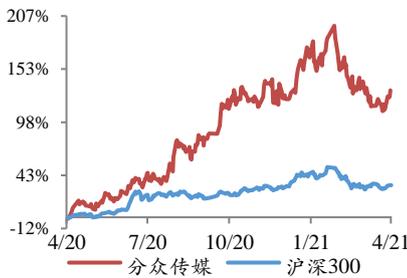
21H1 预计高增速，梯媒龙头价值凸显

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-04-23

收盘价(元)	9.99
近12个月最高/最低(元)	12.87/4.26
总股本(百万股)	14,678
流通股本(百万股)	14,678
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	1,466
流通市值(亿元)	1,466

公司价格与沪深300走势比较



分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

相关报告

1. 2021Q1 业绩符合预期，全年增长可期 2021-03-25

2. 短期扰动不改长期趋势 2021-03-11

3. 分众传媒深度系列一：从下游角度看分众收入的不确定性 2021-01-29

主要观点：

● 公司事件

2021年4月22日，公司发布2020年年报及2021年一季报：2020年度，公司实现营收120.97亿元，同比下滑0.32%；实现归母净利润40.04亿元，同比增长113.55%。2020Q1，公司实现营收35.93亿元，同比增长85.35%；实现归母净利润13.68亿元，同比增长3511.27%。同时，公司在一季报中披露，预计公司2021年1-6月，实现归母净利润28.3-29.8亿元，同比增长243.70%-261.91%。

● 事件点评

公司2020年业绩符合我们的预期。收入端：营收同比微降，系疫情导致全国影院停业，致使影院媒体收入同比下降75.87%，仅为4.78亿元，主要靠楼宇媒体业务撑起全年营收。受益于新消费品牌蓬勃发展，楼宇媒体营收自20Q2起快速反弹，全年增长了15.19%，达115.76亿元，占公司营收比重为95.69%。在2020年楼宇媒体业务中，日用消费品类广告占营收比重提升到了35.45%，同比增长了26.50%。成本端：营业成本同比下降33.12%，减少了22.03亿元，主要因疫情期间影院停业，致使影院媒体租赁成本未发生，相较于去年同期减少了10.39亿的租赁成本，同比下降81.75%。同时受益于税收政策，公司税金及附加较去年同期减少了2.19亿元。

公司2021Q1业绩处于业绩预告的上限。我们预计2021Q1公司的利润主要来自梯媒，影院媒体贡献较小且尚处于恢复的过程之中。同时，根据我们跟踪的分众广告投放情况来看，目前在线教育类客户已大幅缩减，消费类广告客户大幅提升。这表明削减在线教育类客户对公司营收影响有限，目前公司梯媒LCD广告投放情况已恢复至未对在线教育类客户限制投放前的水平。

公司2021Q2业绩略超我们的预期。根据20H1预告测算，预计2021Q2公司实现归母净利润14.62-16.12亿元，同比增长86.12%-105.22%，主要因为去年业绩基数较低，受困于疫情公司2020Q2业绩为近五年历史低点。此外，广告主对广告投放渠道的选择符合正反馈机制，从历年在分众上投放的日用消费品类客户数持续增长，可以看出公司的众多品牌引爆案例对客户的吸引力逐步增强，其广告投放平台会呈现强者愈强态势，刊挂例有望不断提升。根据CTR数据，2021年2月，食品行业在电梯LCD投放同比大增，高达302.7%。公司成本端保持稳定，得益于前期优化点位以及点位低价续签，我们认为公司成本端在2021年将处于缓增态势。

我们认为，随着公司收入结构的逐渐改善，日消类客户占比提高将平滑业绩的波动性，在新消费长逻辑的驱动下，公司的周期性将有所减弱，分众有望得到估值提升的行情。公司具有线下流量入口的稀缺性，未来随着季度数据的逐步兑现，我们看好全年业绩增长以及估值提升带来的

投资机会。

● **投资建议**

我们预计 2021-2023 年公司实现营业收入 160.06/193.24/230.42 亿元，归母净利润 60.88/76.45/97.31 亿元，对应 EPS 为 0.41/0.52/0.66 元，PE 为 24.08X / 19.18X / 15.07X，维持“增持”评级。

● **风险提示**

宏观经济环境恢复不及预期；监管政策风险；传统消费品类公司新品推出及新经济类消费品牌推出不及预期；影院恢复不及预期；疫情反复；行业竞争加剧。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12097	16006	19324	23042
收入同比 (%)	-0.3%	32.3%	20.7%	19.2%
归属母公司净利润	4004	6088	7645	9731
净利润同比 (%)	113.5%	52.1%	25.6%	27.3%
毛利率 (%)	63.2%	66.1%	68.5%	72.0%
ROE (%)	23.5%	26.4%	24.9%	24.0%
每股收益 (元)	0.27	0.41	0.52	0.66
P/E	36.18	24.08	19.18	15.07
P/B	8.51	6.35	4.77	3.62
EV/EBITDA	-0.27	-0.83	-1.44	-1.89

资料来源: Wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11289	16677	24347	34139	营业收入	12097	16006	19324	23042
现金	4730	8991	15550	24165	营业成本	4447	5425	6079	6454
应收账款	3619	4788	5781	6893	营业税金及附加	63	84	101	121
其他应收款	62	91	101	123	销售费用	2150	2795	3467	4085
预付账款	632	739	846	888	管理费用	684	833	1049	1225
存货	5	4	5	6	财务费用	-127	0	0	0
其他流动资产	2242	2064	2064	2064	资产减值损失	14	0	0	0
非流动资产	10357	10862	11367	11872	公允价值变动收益	-47	0	0	0
长期投资	1373	1623	1873	2123	投资净收益	310	410	495	590
固定资产	1158	1158	1158	1158	营业利润	5080	7650	9597	12242
无形资产	22	27	32	37	营业外收入	12	0	0	0
其他非流动资产	7805	8055	8305	8555	营业外支出	45	0	0	0
资产总计	21646	27539	35714	46011	利润总额	5047	7650	9597	12242
流动负债	4148	3987	4561	5167	所得税	1046	1596	1996	2550
短期借款	50	50	50	50	净利润	4001	6054	7601	9691
应付账款	455	555	622	660	少数股东损益	-3	-34	-44	-39
其他流动负债	3643	3382	3889	4457	归属母公司净利润	4004	6088	7645	9731
非流动负债	225	225	225	225	EBITDA	5161	6733	8464	10963
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.27	0.41	0.52	0.66
其他非流动负债	225	225	225	225					
负债合计	4374	4213	4786	5393					
少数股东权益	255	221	178	138					
股本	334	334	334	334					
资本公积	467	467	467	467					
留存收益	16216	22304	29949	39679					
归属母公司股东权益	17017	23105	30750	40481					
负债和股东权益	21646	27539	35714	46011					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	5223	4369	6584	8542	成长能力				
净利润	4004	6088	7645	9731	营业收入	-0.3%	32.3%	20.7%	19.2%
折旧摊销	512	0	0	0	营业利润	114.7%	50.6%	25.4%	27.6%
财务费用	25	0	0	0	归属于母公司净利	113.5%	52.1%	25.6%	27.3%
投资损失	-310	-410	-495	-590	获利能力				
营运资金变动	712	-1288	-537	-571	毛利率 (%)	63.2%	66.1%	68.5%	72.0%
其他经营现金流	3573	7355	8154	10274	净利率 (%)	33.1%	38.0%	39.6%	42.2%
投资活动现金流	-1959	-108	-26	73	ROE (%)	23.5%	26.4%	24.9%	24.0%
资本支出	-59	-18	-21	-17	ROIC (%)	21.3%	22.8%	21.6%	21.3%
长期投资	-2924	-500	-500	-500	偿债能力				
其他投资现金流	1024	410	495	590	资产负债率 (%)	20.2%	15.3%	13.4%	11.7%
筹资活动现金流	-1883	0	0	0	净负债比率 (%)	25.3%	18.1%	15.5%	13.3%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.72	4.18	5.34	6.61
长期借款	-802	0	0	0	速动比率	2.53	4.00	5.15	6.43
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	79	0	0	0	总资产周转率	0.56	0.58	0.54	0.50
其他筹资现金流	-1160	0	0	0	应收账款周转率	3.34	3.34	3.34	3.34
现金净增加额	1373	4261	6558	8615	应付账款周转率	9.77	9.77	9.77	9.77
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.27	0.41	0.52	0.66
					每股经营现金流(薄)	0.36	0.30	0.45	0.58
					每股净资产	1.16	1.57	2.09	2.76
					估值比率				
					P/E	36.18	24.08	19.18	15.07
					P/B	8.51	6.35	4.77	3.62
					EV/EBITDA	-0.27	-0.83	-1.44	-1.89

资料来源: Wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 姚天航, 传媒行业高级研究员, 中南大学本硕。三年传媒上市公司经验, 曾任职于东兴证券、申港证券, 2020 年加入华安证券研究所

联系人: 郑磊, 传媒行业高级研究员, 英国萨里大学银行与金融专业硕士, 三年买方传媒行业研究经验, 两年传媒上市公司内容战略和投资经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。