

龙头价值多维兑现 H1 指引加强信心

——分众传媒 20 年报及 21Q1 点评

传媒/营销传播



申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

公司发布 2020 年度报告: 2020 年公司实现营业收入 121 亿元, 同比增长-0.3%; 归母净利润 40 亿元, 同比增长 113.5%; 扣非后归母净利润 36.5 亿元, 同比增长 184%。

21Q1 公司实现营收 35.93 亿元, 同比增长 85%; 归母净利润 13.68 亿元, 同比增长 3511%; 扣非后归母净利润 12.17 亿元, 同比增长 5125%。下游需求走强, 刊挂率提升, 成本费用控制良好, 业绩兑现, 整体略超市场预期。

根据公司 21H1 预告, 归母净利润区间 28.3 至 29.8 亿元, 同比增加 243.7% 至 +261.9%。

投资摘要:

楼宇广告季度收入恢复至历史高位, 仍是主要增长驱动。

- 需求走强下公司收入反弹迅速:** 20Q1 受疫情影响单季收入下跌至 18.3 亿元, Q2 迅速反弹至 26.1 亿元, 20Q3/20Q4/21Q1 分别为 32.4/39.0/32.4 亿元, 过去四个季度环比分别为 43%、24%、21%、-17%, 同比分别为 0%、20%、47%、78%, 环比同比增速明显。未来新国货、新消费和新一轮互联网竞争浪潮下, 楼宇广告的增长潜力正在释放。
- 公司点位优化结果显著, 刊挂率+提价带来单屏收入提升:** Q1 楼宇媒体收入 32.4 亿元, 已超过 18、19 平均单季收入水平 29-32 亿元, 但媒体资源数量尚未达历史高位 (仍有 10% 空间), 证明公司点位优化结果显著, 且不盲目扩张点位。2020 公司单屏年收入 0.49 万元, 同比+21%, 21Q1 单屏收入 (按年折算) 0.54 万元, 相较 2020 年整体水平进一步提升 11%, 主要原因是刊挂率提升和公司层面 1 月提价成功, 今年需求旺盛 H2 有望进一步提价。
- 租赁成本维持低位。** 历史上看分众的媒体租赁成本占到公司营业成本的 65%-75%, 受去年疫情和市场竞争减弱影响, 整体租赁成本下降, 2020 前三季度楼宇媒体租赁成本同比下降 18%, 楼宇广告业务毛利率提振明显, 20Q1-21Q1 单季毛利率分别是 38.1%、60.7%、69.4%、74.3%、69.7%, 已恢复至 18 年高位水平, 尤其是租金签约刚性条件下今年业绩仍将受益。
- 增长基础——新消费浪潮下必将有新一代属于年轻人的品牌:** 品牌是占领消费者心智的核心, 与效果广告不同的是, 品牌广告的投放更具长期性, 单位投放量级也更大。18 年以来公司着力优化客户结构, 力求分散多元和顺应时代, 20 年公司日用消费品客户占比 35%, 互联网客户占比 27%, 交通行业客户占比 8%, 娱乐休闲客户占比 6%, 商业服务 5%, 房产家居 5%。根据业绩会, 教育行业客户影响有限且可被分散化。
- 公司产品思路——大 KA 循环投放+LBS 小商家智能化插入提升刊挂率:** 大 KA 仍追求引爆效应和消费者心智占领, 在优先卡好一二线城市点位的前提下, 分众仍具有较强龙头优势, 且折算为 CPM 的定价并不比互联网平台贵。目前 LBS 智能化插入式投放已经在测试中, 客单价可仅达万元级别, 针对基于一定地理距离的小商家, 预计今年可产生收入。
- 单价层面, 梯媒并没有比信息流广告显著贵, 单屏每年创收 4-5k, 对商家而言, 成本按 CPM 计算处于互联网信息流广告单价中枢。** 居民楼平均一梯 2 户, 12 层楼以上为多, 一户 3-4 口人, 按一日平均进出 4 次估计 (出门+回家+倒垃圾/取快递+回家), 考虑到其他出入人群, 一个广告位

评级

买入 (维持)

2021 年 04 月 23 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

方璇

研究助理

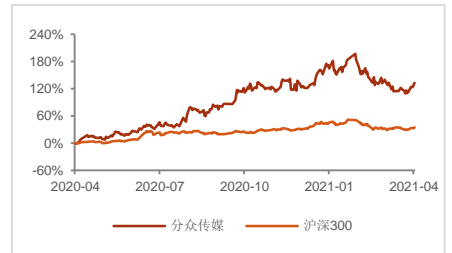
fangxuan@shgsec.com

交易数据

时间 2021.04.23

总市值/流通市值 (亿元)	1,476.59/1,476.59
总股本 (万股)	1,467,788.03
资产负债率 (%)	24.46
每股净资产 (元)	1.26
收盘价 (元)	10.06
一年内最低价/最高价 (元)	4.28/13.19

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

- 1、《分众传媒季报点评: Q1 业绩好于预期 看好未来业绩弹性》2020-04-28

单日人流次数在 300 次以上，单屏保守估计年人流次数在 10 万次+，对应分众楼宇广告位 CPM 在 40-50/千次，根据调研，优质互联网信息流平台定价普遍在 20-100/千次这个区间内，分众处于该区间内。

影院广告绝地反弹，进一步提振业绩。20 年疫情后影院关闭减少了公司收入，正常年份季度影院广告收入在 5 亿上下，但 201-Q3 三个季度合计仅 1.6 亿，自 Q4 起院线开始复苏反弹，21Q1 受春节档影响单季影院广告收入达 3.4 亿元，但受内容供给端影响，和正常年份相比仍有一定空间。

费用方面整体控制良好，回款明显改善。文化事业建设费 21 年免征政策延续（收入的 1.5%），销售费用率过去两年在 18%-20% 区间内，其他各项费用控制良好。公司现金流充足，长期借款已于 20Q4 还清，财务费用预计节约。回款方面亦明显改善，应收周转天数为 89 天，过去三年分别为 96/133/116 天，显示了公司作为龙头的强上游回款权。

投资建议：

我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 162.64 亿元、199.65 亿元和 237.16 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 61.56 亿元、67.33 亿元和 80.94 亿元，每股收益分别为 0.42 元、0.46 元和 0.55 元，对应 PE 分别为 22X、20X 和 16.7X。维持“买入”评级。

风险提示：

客户拓展不及预期，行业竞争加剧的风险，广告位扩张不及预期

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	12,135.95	12,097.11	16,264.16	19,964.63	23,716.21
增长率 (%)	-16.60%	-0.32%	34.45%	22.75%	18.79%
归母净利润 (百万)	1,875.28	4,003.84	6,155.64	6,733.29	8,094.46
增长率 (%)	-67.80%	113.51%	53.74%	9.38%	20.22%
净资产收益率 (%)	13.61%	23.53%	17.13%	16.94%	18.38%
每股收益(元)	0.13	0.28	0.42	0.46	0.55
PE	71.0	33.3	22.0	20.1	16.7
PB	0.22	0.18	3.77	3.41	3.08

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表						资产负债表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12136	12097	16264	19965	23716	流动资产合计	11511	11289	31625	35373	39548
营业成本	6650	4447	5929	7459	8585	货币资金	3861	4730	23412	25551	28293
营业税金及附加	283	63	98	399	474	应收账款	4170	3619	5347	6564	7797
营业费用	2256	2150	2957	3589	4288	其他应收款	60	62	83	102	121
管理费用	576	684	813	1064	1225	预付款项	867	632	808	1016	1169
研发费用	148	103	123	160	190	存货	4	5	5	7	8
财务费用	-20	-127	-69	-122	-135	其他流动资产	66	405	316	388	461
资产减值损失	0	14	7	11	9	非流动资产合计	7176	10357	9310	9600	9901
公允价值变动收益	-57	47	-5	21	8	长期股权投资	1117	1373	1373	1373	1373
投资净收益	218	310	264	0	0	固定资产	1581	1158	833	508	183
营业利润	2366	5080	7804	8531	10252	无形资产	45	22	11	5	3
营业外收入	1	12	7	9	8	商誉	169	169	169	169	169
营业外支出	19	45	32	38	35	其他非流动资产	623	3442	2731	3353	3983
利润总额	2348	5047	7779	8502	10225	资产总计	18687	21646	40935	44973	49449
所得税	493	1046	1623	1768	2130	流动负债合计	3671	4148	4524	4747	4933
净利润	1855	4001	6156	6733	8094	短期借款	51	50	0	0	0
少数股东损益	-20	-3	0	0	0	应付账款	571	455	550	692	797
归属母公司净利润	1875	4004	6156	6733	8094	预收款项	514	0	344	423	502
EBITDA	2876	5453	8071	8739	10445	一年内到期的非流动	69	10	10	10	10
EPS (元)	0.13	0.28	0.42	0.46	0.55	非流动负债合计	1010	225	225	225	225
主要财务比率						长期借款	802	0	0	0	0
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	4681	4374	4749	4973	5159
营业收入增长	-16.60%	-0.32%	34.45%	22.75%	18.79%	少数股东权益	228	255	255	255	255
营业利润增长	-65.97%	114.71%	53.62%	9.31%	20.18%	实收资本(或股本)	334	334	14678	14678	14678
归属于母公司净利润增长	-67.80%	113.51%	53.74%	9.38%	20.22%	资本公积	388	467	467	467	467
获利能力						未分配利润	14553	17627	20539	24284	28450
毛利率(%)	45.21%	63.24%	63.54%	62.64%	63.80%	归属母公司股东权益	13778	17017	35930	39745	44035
净利率(%)	15.29%	33.07%	37.85%	33.73%	34.13%	负债和所有者权益	18687	21646	40935	44973	49449
总资产净利润(%)	10.04%	18.50%	15.04%	14.97%	16.37%	现金流量表					
ROE(%)	13.61%	23.53%	17.13%	16.94%	18.38%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
偿债能力						经营活动现金流	3430	5223	4945	5546	7042
资产负债率(%)	25%	20%	12%	11%	10%	净利润	1855	4001	6156	6733	8094
流动比率		2.72	6.99	7.45	8.02	折旧摊销	500	501	336	331	328
速动比率		2.72	6.99	7.45	8.02	财务费用	-20	-127	-69	-122	-135
营运能力						应付账款减少	654	551	-1728	-1217	-1233
总资产周转率	0.64	0.60	0.52	0.46	0.50	预收账款增加	138	-514	344	78	79
应收账款周转率	3	3	4	3	3	投资活动现金流	-1582	-1959	962	-611	-631
应付账款周转率	24.51	23.58	32.36	32.14	31.86	公允价值变动收益	-57	47	-5	21	8
每股指标(元)						长期股权投资减少	-325	-256	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.28	0.42	0.46	0.55	投资收益	218	310	264	0	0
每股净现金流(最新摊薄)	-1.46	4.14	1.27	0.15	0.19	筹资活动现金流	-2334	-1883	12776	-2796	-3669
每股净资产(最新摊薄)	41.29	51.00	2.45	2.71	3.00	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	-90	-802	0	0	0
P/E	71.00	33.27	22.01	20.12	16.74	普通股增加	0	0	14344	0	0
P/B	0.22	0.18	3.77	3.41	3.08	资本公积增加	202	79	0	0	0
EV/EBITDA	0.05	-0.29	13.91	12.58	10.26	现金净增加额	-486	1382	18682	2139	2742

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上