

收盘价(元): 10.08元

分众传媒(002027)

电梯广告龙头 拥有较深较宽护城河

分析日期 2021年06月01日

投资评级: 增持/首次
证券分析师: 王雨茜

执业证书编号: S0630516050002

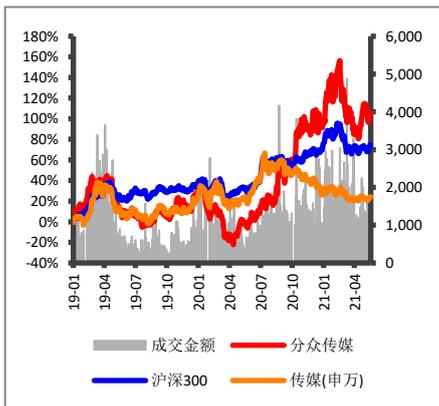
电话: 021-20333416

邮箱: wangym@longone.com.cn

公司基本数据

总股本(万股)	1,467,788
流通A股/B股(万股)	1,467,788/0
资产负债率(%)	24.46%
每股净资产(元)	1.26
市净率(倍)	8.03
净资产收益率(加权)	7.71
12个月内最高/最低价	12.87/5.03

股价走势图



◎主要观点:

◆分众传媒为电梯广告和影院广告龙头。分众传媒成立于2003年,2005年在美国纳斯达克上市,2013年完成私有化退市并于2015年借壳七喜控股回归A股。除去2020年疫情影响,公司楼宇广告和影院广告的占比约稳定在80%-85%和15%-20%之间。截至2021年3月末,公司电梯电视媒体自营设备约70.6万台;电梯海报媒体自营设备约168.4万个,参股公司海报媒体设备约24.5万个,已覆盖国内60个城市;公司影院媒体签约影院约2000家。

◆公司实际控制人为江南春,持有分众传媒23.34%的股份。根据公司2021年一季报,公司实控人江南春、香港中央结算有限公司(陆股通)、阿里巴巴及其一致行动人持股比例分别为23.34%、12.1%和8.74%。

◆广告行业分析:1)受疫情影响2020年中国广告刊例花费费同比下降11.6%。其中,只有电梯海报和电梯LCD广告实现正增长,增速分别为28.9%和23.8%;影院视频广告降幅最大,增速为-62.6%。2)广告产业链上,上游互联网广告、电视广告和楼宇电梯广告的龙头媒介拥有话语权。根据2020年年报,广告代理商竞争激烈,毛利率普遍低于10%,而分众传媒和腾讯的网络广告业务毛利率则分别达到了63.05%和51.37%。

◆电梯广告行业分析:1)2020年电梯海报和电梯LCD广告增速创近五年新高。主要是电梯媒体具有高频、高到达率、低干扰、低成本等特点,能高覆盖城市主流人群,因而具有品牌引爆力。2)竞争格局上分众传媒为楼宇广告龙头。2018年中国楼宇电梯广告市场规模达162.7亿元,而2018年分众楼宇广告实现营收120.76亿元,市占率约为74.22%。

◆影院广告行业分析:1)2021年影院广告行业或将回暖。2021年1-4月累计票房已恢复至2019年同期累计票房的87.93%。2)影院广告行业为分众传媒和万达电影双寡头格局。根据2019年年报数据,分众和万达的银幕渗透率分别为15.76%和7.66%。分众传媒的银幕数、广告收入都在万达电影之上,但是单银幕广告收入低于万达。

◆2018Q3-2020Q1业绩大幅下滑:1、龙二新潮传媒发起价格战,降低刊例报价并增加媒体点位租金掠夺市场,分众传媒被动提升媒体点位租金。2、日用消费品和互联网行业贡献了分众传媒近六成的营收。宏观经济下行,传统类广告主削减品牌广告预算以及互联网广告主因一级市场募资不景气而减少广告投放。3、疫情影响下影院停业半年,影院广告收入大幅下滑。

◆2020Q2起业绩回暖 业绩增长符合预期:1、分众传媒有强护城河,新潮传媒烧钱模式不可持续,2020年点位租金回落至价格战之前的水平。2、2020年2月起,经济有所回暖,社会消费品零售总额月增速逐月好转。

◆分众传媒有较深较宽的护城河:1)大品牌广告主和刚拿到融资的互联网创投企业有较多广告预算——必投品牌类媒介。2)楼宇电梯广告为可以瞬间触达5亿城市人口的品牌投放媒介——必投楼宇电梯广告。3)分众传媒的市占率约75%——必投分众。

◆分众传媒依然有较大的市场空间:根据城市电梯保有量测算,2019年

我国电梯保有量为 709.75 万台，近几年年化增速均在 10%-20%，我们假设每台电梯内外共安装三块广告屏，预计可容纳 2000 万块广告屏。而分众目前的楼宇媒体点位数为 237 万，渗透率不到 12%，未来依然有较大市场空间。

◆**公司估值：**根据预测，2021 年/2022 年/2023 年营收分别为 157.26 亿/188.71 亿/207.59 亿。归属于母公司的净利润为 44.45 亿元/54.1 亿元/60.15 亿元。摊薄后每股收益 0.3 元/0.37 元/0.41 元。对应 2021 年 6 月 1 日 10.08 元的收盘价，PE 分别为 33.6、27.24 和 24.59 倍。

◆**风险因素：**竞争风险、经济下行风险、政策风险

正文目录

1. 公司概况	5
1.1. 公司简介	5
1.2. 股东与实际控制人	5
2. 电梯广告和影院广告行业分析	7
2.1. 广告行业产业链分析	7
2.2. 2019&2020 年楼宇广告行业增速最高.....	8
2.3. 楼宇广告行业竞争格局	9
2.4. 2021 年影院广告行业或将回暖	10
2.5. 影院广告行业竞争格局	10
3. 公司分析	11
3.1. 公司主营业务	11
3.2. 公司财务情况	11
3.3. 公司看点	13
3.3.1 分众传媒拥有较深较宽的护城河	13
3.3.2 分众传媒依然有较大的市场空间	15
4. 公司估值	15
3. 风险因素	16

图表目录

图 1 股权结构	6
图 2 公司与实控人之间产权及控制关系图	6
图 3 2016-2020 年广告刊例花费增速	7
图 4 2019 年和 2020 年各渠道广告刊例花费增速变化	7
图 5 广告龙头媒介和广告代理商毛利率对比 (%)	8
图 6 近 5 年电梯海报广告花费增速	8
图 7 近 5 年电梯 LCD 广告花费增速	8
图 8 2019&2020 年电梯海报广告刊例花费 top10 行业增速	8
图 9 2019&2020 年电梯 LCD 广告刊例花费 top10 行业增速	9
图 10 近 5 年影院视频广告花费增速	10
图 11 2021 VS 2019 分月及累计票房 (亿)	10
图 12 分众、万达和全国银幕数 (个)	10
图 13 影院广告收入 (亿)	10
图 14 单银幕广告收入 (万)	11
图 15 银幕数渗透率 (%)	11
图 16 分众传媒近几年楼宇广告终端数量 (万块)	11
图 17 营业收入情况 (亿, %)	12
图 18 营收结构 (2020 年报)	12
图 19 归母净利润情况 (亿, %)	12
图 20 ROE、毛利率和净利率	12
图 21 分众传媒点位租金情况	13
图 22 日用消费品和互联网行业贡献分众传媒主要营收	13
图 23 分众传媒近几年楼宇广告终端数量 (万块)	13
图 24 2018Q1-2020Q1 中国互联网行业 VC/PE 融资情况	13

图 25	分众传媒经典案例.....	14
图 26	2018 年中国新中产各媒介广告触达率城际比较	14
图 27	2018 年中国一二三线城市新中产各媒介广告转化率	15
图 28	我国电梯保有量及增速.....	15
表 1	分众传媒基本情况	5
表 2	分众传媒十大股东（2021 年一季报）	6
表 3	新潮传媒屏幕数、营收数据及预测	9
表 4	分众传媒及竞争对手数据对比	9
表 5	分众传媒渠道下沉后 ROE 的敏感性分析.....	16

1. 公司概况

1.1. 公司简介

表 1 分众传媒基本情况

公司名称:	分众传媒信息技术股份有限公司
英文名称:	Focus Media Information Technology Co., Ltd.
上市地点:	深圳
证券简称:	分众传媒
证券代码:	002027
法定代表人:	江南春
注册资本(亿元):	122.32
注册地址:	广东省广州市黄埔区中新广州知识城亿创街1号406房之117
办公地址:	上海市长宁区江苏路369号兆丰世贸大厦28层
邮政编码:	200050
联系电话:	86-21-22165288
传真:	86-21-22165288
经营范围:	信息技术咨询服务;软件开发;计算机网络系统工程服务;网络技术的研究、开发(具体经营范围以审批机关核定的为准;涉及许可项目的,以许可审批部门核定的为准。)

资料来源: wind、东海证券研究所

1.2. 股东与实际控制人

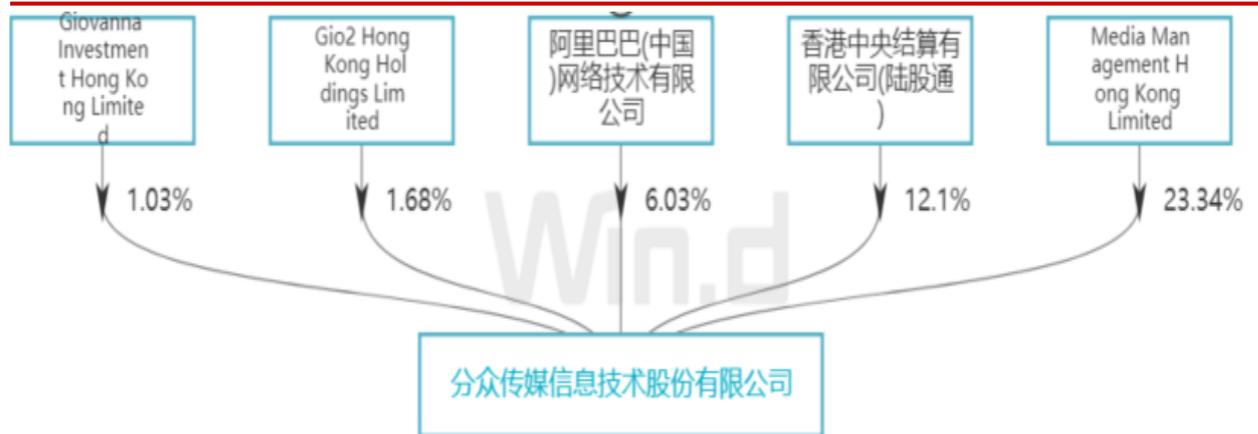
公司实际控制人为江南春,持有分众传媒 23.34% 的股份。江南春先生于 2003 年创立分众传媒,是中国提出生活圈媒体理念第一人。阿里巴巴集团及其关联方在 2018 年 7 月对分众进行了 150 亿的战略投资。根据公司 2021 年一季报,公司实控人江南春、香港中央结算有限公司(陆股通)、阿里巴巴及其一致行动人(阿里网络与 Gio2、Giovanna Investment 系一致行动人)持股比例分别为 23.34%、12.1% 和 8.74%。

表 2 分众传媒十大股东（2021 年一季度）

股东名称	持股数量（股）	持股比例	股本性质
Media Management Hong Kong Limited	342,582	23.34%	A 股流通股,,
香港中央结算有限公司(陆股通)	177,658	12.10%	A 股流通股,,
阿里巴巴(中国)网络技术有限公司	88,510	6.03%	A 股流通股,,
Gio2 Hong Kong Holdings Limited	24,724	1.68%	A 股流通股,,
Giovanna Investment Hong Kong Limited	15,084	1.03%	A 股流通股,,
全国社保基金四一六组合	11,719	0.80%	A 股流通股,,
中信证券-中信银行-中信证券卓越成长两年 持有期混合型集合资产管理计划	10,818	0.74%	A 股流通股,,
泰康人寿保险有限责任公司-投连-创新动力	10,157	0.69%	A 股流通股,,
中国工商银行-广发稳健增长证券投资基金	9,600	0.65%	A 股流通股,,
富达基金(香港)有限公司-客户资金	9,351	0.64%	A 股流通股,,
合计	700,202	47.70%	

资料来源：wind、东海证券研究所

图 1 股权结构



资料来源：wind、东海证券研究所

图 2 公司与实控人之间产权及控制关系图



资料来源：公司公告、东海证券研究所

2. 电梯广告和影院广告行业分析

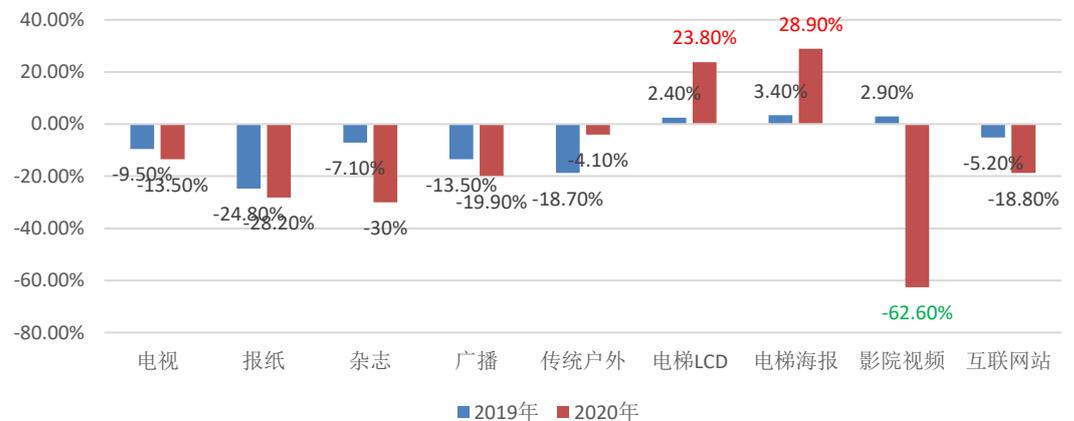
根据 CTR 的报告显示,受疫情影响 2020 年中国广告刊例花费同比下降 11.6%。其中,只有电梯海报和电梯 LCD 广告实现正增长,增速分别为 28.9%和 23.8%;影院视频广告降幅最大,增速为-62.6%。

图 3 2016-2020 年广告刊例花费增速



资料来源: CTR、东海证券研究所

图 4 2019 年和 2020 年各渠道广告刊例花费增速变化

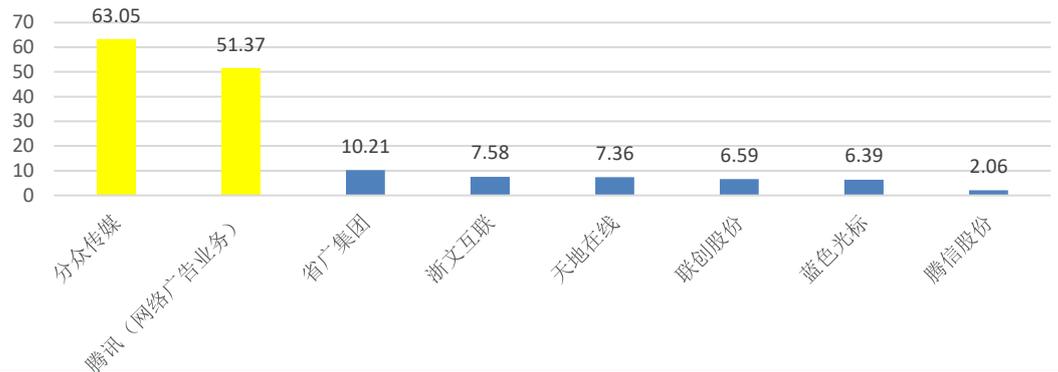


资料来源: CTR、东海证券研究所

2.1. 广告行业产业链分析

广告产业链上,上游互联网广告、电视广告和楼宇电梯广告的龙头媒介拥有话语权。下游广告主和中游广告代理商相对分散,上游则形成互联网媒体、电视媒体和电梯媒体三分天下的局面。CTR 在其发布的《中国消费、广告、媒体市场趋势报告》中指出,当前的媒体生态圈基本上呈现三足鼎立的格局,以 CCTV 为代表的传统媒体具有高覆盖和高公信力的优势,以 BAT 为代表的互联网媒体具有高连接和强互动的属性,以分众为代表的新型媒体具有高到达和高匹配的品质。下游龙头媒介因客户高触达率而在整个产业链上拥有较高话语权。根据 2020 年年报,广告代理商竞争激烈,毛利率普遍低于 10%,而分众传媒和腾讯的网络广告业务毛利率则分别达到了 63.05%和 51.37%。

图 5 广告龙头媒介和广告代理商毛利率对比 (%)

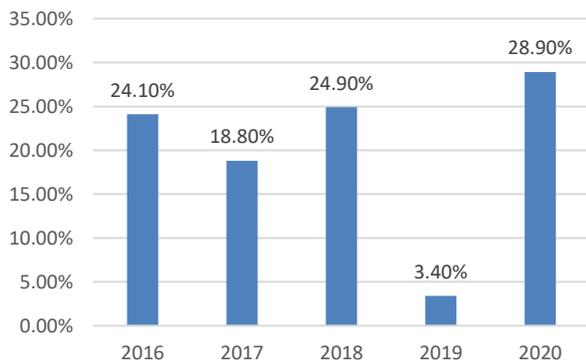


资料来源: wind、东海证券研究所

2.2. 2019&2020 年楼宇广告行业增速最高

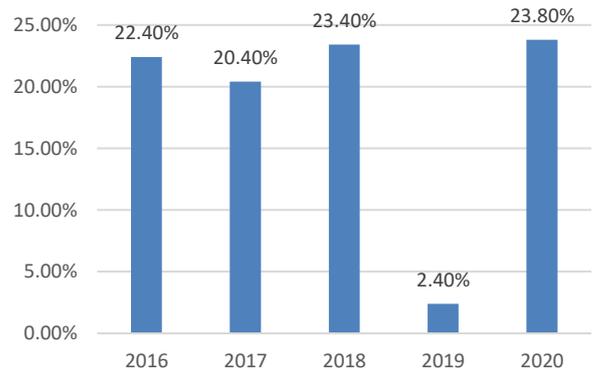
2020 年电梯海报和电梯 LCD 广告增速创近五年新高。主要是电梯媒体具有高频、高到达率、低干扰、低成本等特点，能高覆盖城市主流人群，因而具有品牌引爆力，从而越来越受到消费和互联网行业广告主青睐。

图 6 近 5 年电梯海报广告花费增速



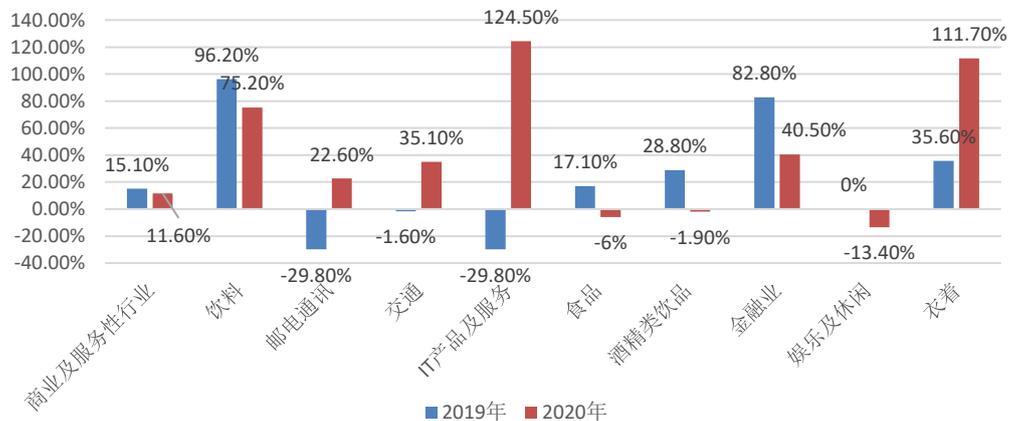
资料来源: CTR、东海证券研究所

图 7 近 5 年电梯 LCD 广告花费增速



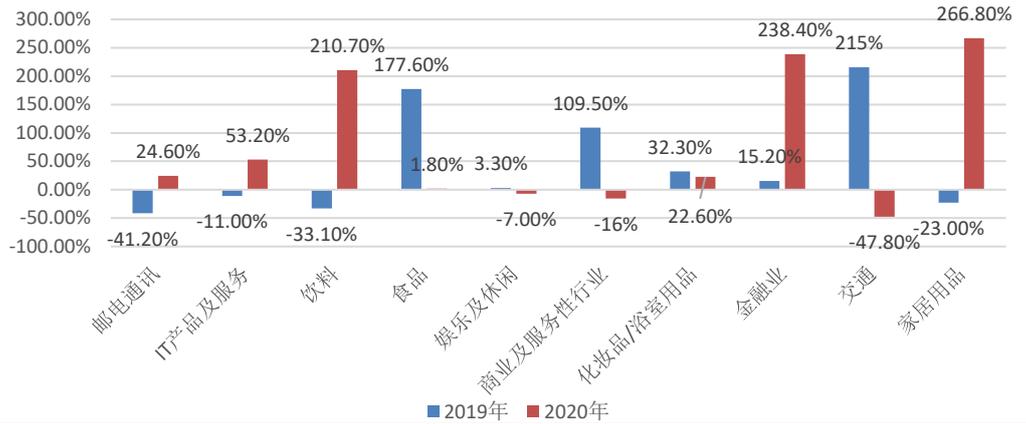
资料来源: CTR、东海证券研究所

图 8 2019&2020 年电梯海报广告刊例花费 top10 行业增速



资料来源: CTR、东海证券研究所

图 9 2019&2020 年电梯 LCD 广告刊例花费 top10 行业增速



资料来源：CTR、东海证券研究所

2.3. 楼宇广告行业竞争格局

楼宇媒体广告因其较高的行业利润率(私有化回归至2018年,分众传媒毛利率和ROE均维持在60%和40%以上)陆续吸引了很多竞争者。在风险资本的支持下,新潮传媒于2017年开始大肆扩张,一方面提升电梯屏幕租金,一方面降低广告刊例价来拓展市场份额。新潮传媒曾先后获得欧普照明、百度、京东等战略融资。2018年和2019年市场扩展进度很迅猛,但是靠烧钱模式来提升市占率的模式并不可持续。首先部分核心的楼宇广告点位已被分众占有;其次楼宇广告点位极其分散,需要一个个去商谈签约,影响扩张进度;此外很多大品牌广告主只会投放点位最多的媒体,得以瞬间触达更多的目标客户。因而除非新潮可以在资本的支持下迅速扩张成和分众差不多的规模,大品牌广告主还是会选择和分众优先合作,而将其它点位作为分众的补充。根据新潮传媒的官网数据,目前公司估值超过20亿美金,在全国103个城市有60万部电梯智慧屏,覆盖2亿中产家庭人群,和分众传媒依然存在一定差距。目前60万点位也不及欧普照明2017年的公告到2020年实现100万点位的预测值。

表 3 新潮传媒屏幕数、营收数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
累计屏幕数(台)	8624	40721	147651	392751	699851	1001151
营业收入(亿元)	0.23	0.71	2.5	10.6	26.07	43.75

资料来源：欧普照明公司公告、东海证券研究所

此外,其他竞争对手比如城市纵横、华语传媒和华商智汇的规模相对分众来说都很小,毛利率也不及分众传媒,这3家公司均已从新三板退市。我们认为分众具有先发优势、规模优势,拥有很强的竞争壁垒。

表 4 分众传媒及竞争对手数据对比

	屏幕数(万块)	营收(亿元)	净利润(亿元)	毛利率(%)	报告期
分众传媒	237	120.97	40.04	63.24	2020
城市纵横(新三板退市)	约 100-150	3.76	0.79	56.6	2019
华语传媒(新三板退市)	约 100-150	1.09	0.08	43.84	2017H1
华商智汇(新三板退市)	约 100-150	1.86	0.21	38.95	2018H1

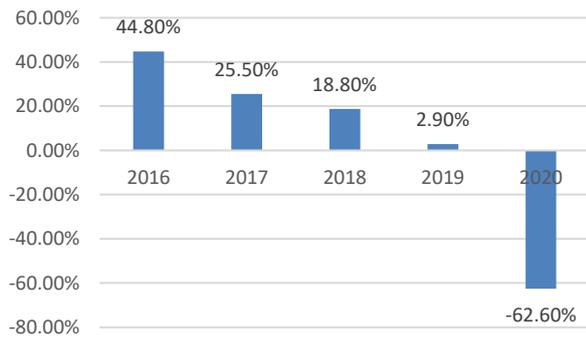
资料来源：wind、公开信息、东海证券研究所整理

根据艾瑞咨询数据显示，2018年中国楼宇电梯户外广告市场规模达162.7亿元，而2018年分众楼宇广告业务实现营收120.76亿元，市占率约为74.22%。

2.4. 2021年影院广告行业或将回暖

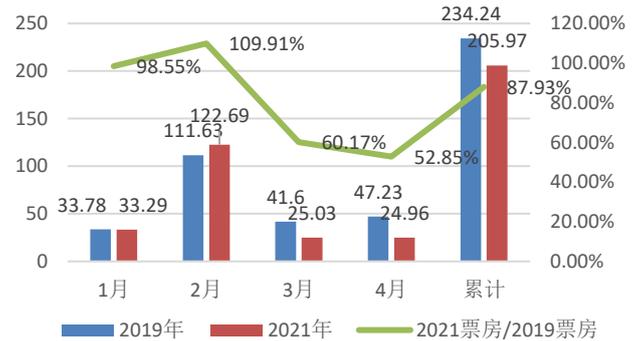
2020年影院广告受到疫情影响下滑显著。随着疫情缓解，2021年影院广告行业或将回暖。根据猫眼数据，我国2021年1-4月的票房数据分别是2019年1-4月票房数据的98.55%、109.91%、60.17%和52.85%；2021年1-4月累计票房已恢复至2019年同期累计票房的87.93%。

图 10 近 5 年影院视频广告花费增速



资料来源：CTR, 东海证券研究所

图 11 2021 VS 2019 分月及累计票房 (亿)



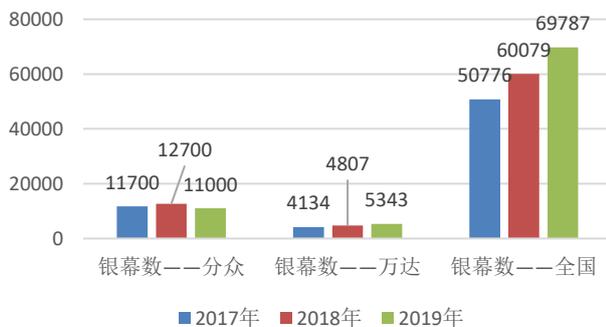
资料来源：猫眼, 东海证券研究所

2.5. 影院广告行业竞争格局

畅游旗下子公司晶茂传媒于2019年7月宣告破产之后，影院广告剩下分众传媒和万达电影两家独大。分众传媒的银幕数、广告收入都在万达电影之上，但是单银幕广告收入低于万达，主要是因为万达除了映前广告还有影视植入广告，而分众主要是映前广告。

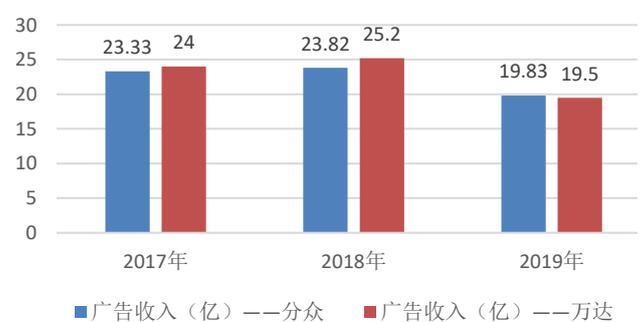
分众旗下子公司分众晶视从2021年1月1日起独家代理中影影投和博纳影业旗下影院的映前广告业务，并获得中影与华夏进口影片贴片广告代理权。而万达电影开放特许经营权，加盟影院数量会快速增长。根据2019年年报数据，分众和万达的银幕渗透率分别为15.76%和7.66%。

图 12 分众、万达和全国银幕数 (个)



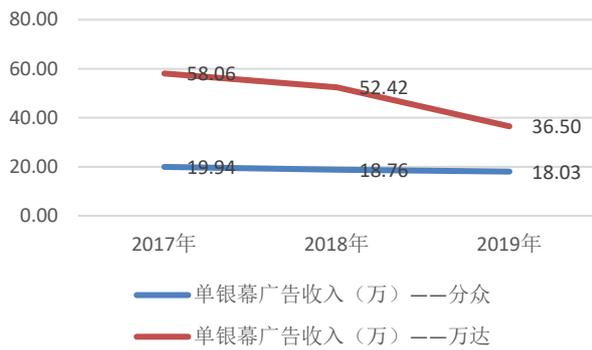
资料来源：wind、公司公告、东海证券研究所

图 13 影院广告收入 (亿)



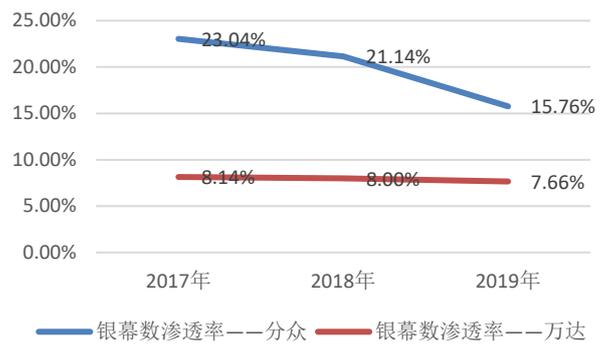
资料来源：wind、公司公告、东海证券研究所

图 14 单银幕广告收入 (万)



资料来源: wind、东海证券研究所

图 15 银幕数渗透率 (%)



资料来源: wind、东海证券研究所

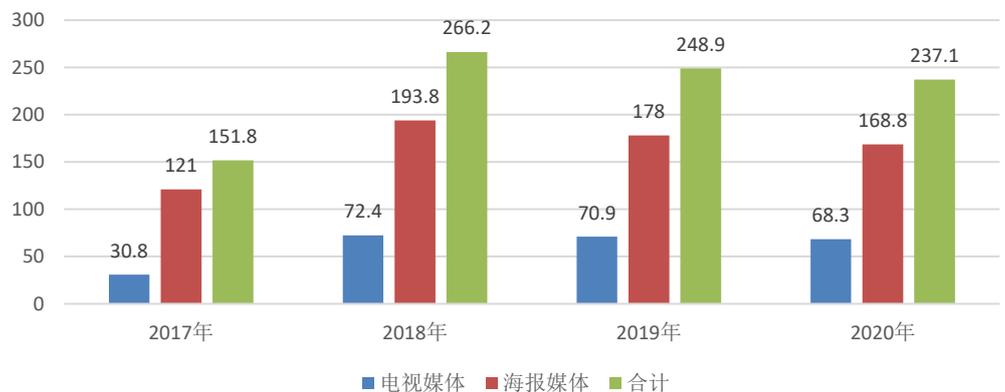
3. 公司分析

3.1. 公司主营业务

分众传媒成立于 2003 年, 2005 年在美国纳斯达克上市, 2013 年完成私有化退市并于 2015 年借壳七喜控股从而回归 A 股。

公司主营业务为电梯广告和影院银幕广告, 公司的战略目标是覆盖 500 城, 拥有 500 万广告媒体终端, 精准触及 5 亿城市人口。根据 2020 年报显示, 电梯广告和影院广告营收占比分别为 95.69% 和 3.96%。2020 年受疫情影响, 影院停业近半年, 因而影院广告占比下滑严重。根据近几年数据显示, 公司楼宇广告和影院广告的占比约稳定在 80%-85% 和 15%-20% 之间。截至 2021 年 3 月末, 公司电梯电视媒体自营设备约 70.6 万台 (包括境外子公司的媒体设备约 7.8 万台); 公司电梯海报媒体除自营设备约 168.4 万个外, 参股公司电梯海报媒体设备约为 24.5 万个, 已覆盖国内 60 个城市; 公司影院媒体签约影院仍约 2000 家。公司在不断优化楼宇媒体点位, 因而近两年点位数量有所下降。

图 16 分众传媒近几年楼宇广告终端数量 (万块)



资料来源: wind, 东海证券研究所

3.2. 公司财务情况

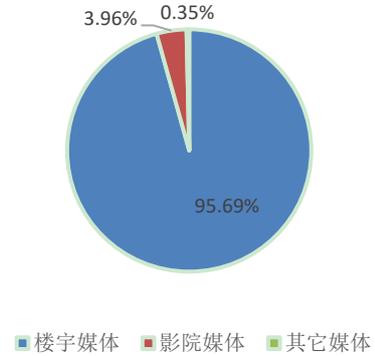
根据 2020 年年报, 公司实现 120.97 亿营收, 同比下滑 0.32%; 实现归母净利润 40.04 亿元, 同比增长 113.51%。ROE、毛利率和净利率分别达到 23.5%、63.2%和 33.1%。从公司的收入结构看, 楼宇媒体和影院媒体的营收占比分别为 95.69%和 3.96%。

图 17 营业收入情况 (亿, %)



资料来源: wind 资讯、东海证券研究所

图 18 营收结构 (2020 年报)



资料来源: wind 资讯、东海证券研究所

图 19 归母净利润情况 (亿, %)



资料来源: wind 资讯、东海证券研究所

图 20 ROE、毛利率和净利率



资料来源: wind 资讯、东海证券研究所

2018Q3-2020Q1 业绩大幅下滑: 1、龙二新潮传媒发起价格战, 降低刊例报价并增加媒体点位租金掠夺市场, 分众传媒被动提升媒体点位租金。2、日用消费品和互联网行业贡献了分众传媒近六成的营收。宏观经济下行, 传统类广告主削减品牌广告预算以及互联网广告主因一级市场募资不景气而减少广告投放。根据 CVSource 投中数据, 2019Q1 开始中国互联网行业 VC/PE 融资数量和总额下滑严重。3、疫情影响下影院停业半年, 影院广告收入大幅下滑。

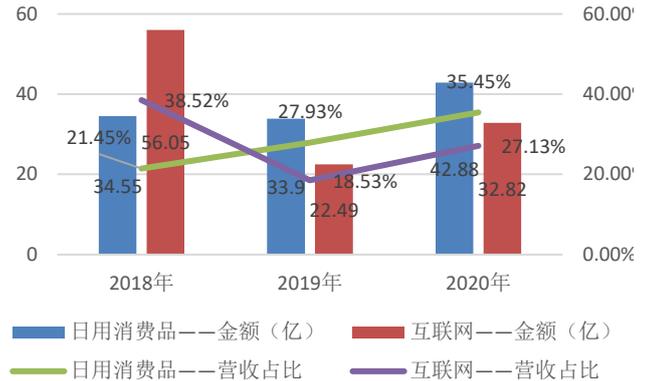
2020Q2 起业绩回暖 业绩增长符合预期: 1、分众传媒有强护城河, 新潮传媒烧钱模式不可持续, 2020 年点位租金回落至价格战之前的水平。2、2020 年 2 月起, 经济有所回暖, 社会消费品零售总额月增速逐月好转。

图 21 分众传媒点位租金情况



资料来源：公司公告、wind 资讯、东海证券研究所

图 22 日用消费品和互联网行业贡献分众传媒主要营收



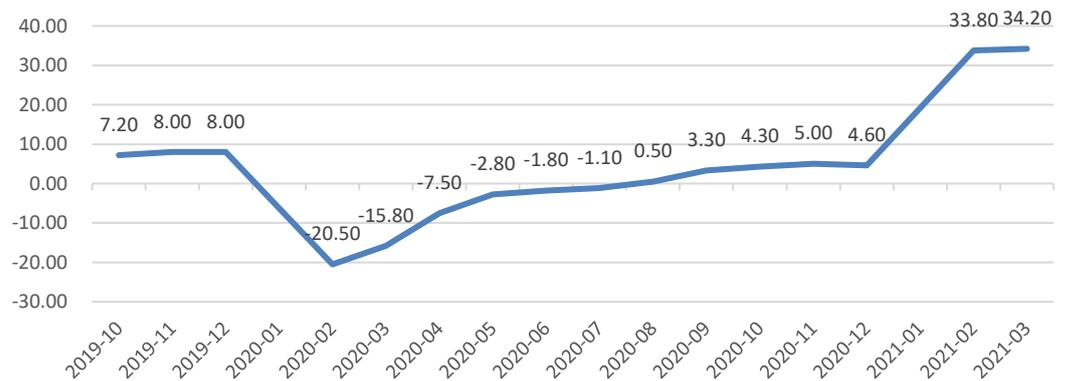
资料来源：wind、公司公告、东海证券研究所

图 23 2018Q1-2020Q1 中国互联网行业 VC/PE 融资情况



资料来源：CV Source 投中数据，东海证券研究所

图 24 社会消费品零售总额月增速 (%)



资料来源：wind，东海证券研究所

3.3. 公司看点

3.3.1 分众传媒拥有较深较宽的护城河

大品牌广告主和刚拿到融资的互联网创投企业有较多广告预算——必投品牌类媒介。大消费品牌广告主因为有较多广告预算，品牌类广告和效果类广告均会投放，抢占客户心智提升品牌知名度的同时拉升产品销量，形成正反馈循环。比如飞鹤乳业聚焦高端产品线，线下专注分众传媒电梯媒体，进行亿元级投放，直面一、二线城市消费者打造品牌。2017

年飞鹤乳业销售增长超过 60%。2018 年飞鹤乳业成为中国婴幼儿奶粉行业首个营收破百亿的企业。互联网创投企业需要在融资后迅速抢占市场，在投放效果类广告的同时也必然会投放品牌广告以抢占客户心智。比如饿了么率先通过电梯媒体投放近亿元广告，8 周饱和攻击。2015 年 7 月，日交易额从 700 万元增至 3500 万元，超越美团外卖、百度外卖，成为行业第一。

图 25 分众传媒经典案例



资料来源：分众传媒官网，东海证券研究所

楼宇电梯广告为可以瞬间触达 5 亿城市人口的品牌投放媒介——必投楼宇电梯广告。楼宇广告因为覆盖几亿城市居民必经的工作和住宅楼宇，可以瞬间触达潜在客户，提升广告投放效率，抢占消费者心智。根据艾瑞咨询 2018 年发布的《多屏用户媒介价值研究》，电梯广告在一线城市的触达率最高为 79%，二三线城市触达率仅次于互联网广告；并且电梯广告在中国一二三线城市新中产的购买转化率为 35%，仅次于互联网广告 39% 的转化率。我们认为互联网和电视媒介的品牌展示广告与消费者看电视和上互联网休闲娱乐的目的相冲突，又受到互联网电视和娱乐网站会员免广告负面影响，整体投放效果不及楼宇电梯广告。因而工作和住宅楼宇电梯是关键流量入口，可以在短时间内引爆品牌。

图 26 2018 年中国新中产各媒介广告触达率城际比较



资料来源：艾瑞咨询《多屏用户媒介价值研究》，东海证券研究所

图 27 2018 年中国一二三线城市新中产各媒介广告转化率



资料来源：艾瑞咨询《多屏用户媒介价值研究》，东海证券研究所

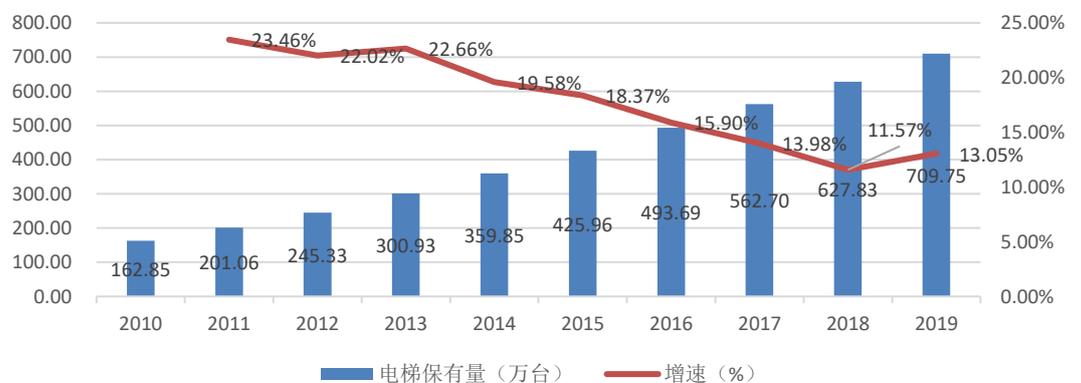
分众的市占率约 75%——必投分众。分众传媒的市占率最高，可以触达最多的城市目标客户，全国消费品牌和互联网创投企业必然会主要投放分众的点位，而将其他楼宇广告作为分众点位的补充。

正因为分众传媒的不可替代性，竞争对手很难在不改变商业模式的前提下靠融资打价格战抢占市场。公司在产业链上的话语权也很强，价格战之前每年刊例价都会涨价。公司拥有较深较宽的护城河，除了 2019 年价格战叠加经济下行，公司 ROE、毛利率和净利率基本稳定在高位。

3.3.2 分众传媒依然有较大的市场空间

根据城市电梯保有量测算，2019 年我国电梯保有量为 709.75 万台，近几年年化增速均在 10%-20%，我们假设每台电梯内外共安装三块广告屏，预计可容纳 2000 万块广告屏。而分众目前的楼宇媒体点位数为 237 万，渗透率不到 12%，未来依然有较大市场空间。

图 28 我国电梯保有量及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

4. 公司估值

我们预计随着一二线城市向三四线城市拓展，公司 ROE、利润率等业绩指标将有所下滑。对此，我们做了敏感性分析，基于公司在二三线城市大肆扩张前的 2015-2017 年数据，在乐观、中性和悲观的情况下，分别对营收打八折、七五折和七折，因为成本主要为租金、屏幕等固定成本，保守估计我们可近似将营收差额算为净利润差额，在中性情况下重新估算的 ROE 约 24%(乐观、悲观情形下为 30%和 17%)。

表 5 分众传媒渠道下沉后 ROE 的敏感性分析

	乐观情况				中性情况				悲观情况		
	2017	2016	2015		2017	2016	2015		2017	2016	2015
总营收 (亿)	120.14	102.13	86.27	总营收 (亿)	120.14	102.13	86.27	总营收 (亿)	120.14	102.13	86.27
乐观 *0.8	96.11	81.71	69.02	中性 *0.75	90.10	76.60	64.71	悲观 *0.7	84.09	71.49	60.39
差额 (亿)	24.03	20.43	17.25	差额 (亿)	30.03	25.53	21.57	差额 (亿)	36.04	30.64	25.88
估算净 利(亿)	36.02	24.09	16.64	估算净 利(亿)	30.01	18.98	12.32	估算净 利(亿)	24.01	13.87	8.01
估算 ROE	35%	30%	36%	估 算 ROE	29%	24%	27%	估 算 ROE	23%	17%	17%

资料来源：wind、东海证券研究所整理

根据预测，2021 年/2022 年/2023 年营收分别为 157.26 亿/188.71 亿/207.59 亿。归属于母公司的净利润为 44.45 亿元/54.1 亿元/60.15 亿元。摊薄后每股收益 0.3 元/0.37 元/0.41 元。对应 2021 年 6 月 1 日 10.08 元的收盘价，PE 分别为 33.6、27.24 和 24.59 倍。

5. 风险因素

竞争风险、经济下行风险、政策风险。

附录：三大报表预测值
资产负债表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4139.23	3755.34	7514.21	8802.47
应收和预付款项	4312.16	8048.53	6784.29	9531.81
存货	4.57	4.37	6.36	5.44
其他流动资产	1880.70	1880.70	1880.70	1880.70
长期股权投资	1372.87	1372.87	1372.87	1372.87
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1164.16	871.21	578.26	285.30
无形资产和开发支出	190.44	183.75	177.06	170.37
其他非流动资产	3460.83	3451.22	3441.61	3441.61
资产总计	16524.96	19567.99	21755.34	25490.57
短期借款	50.31	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2010.76	2883.22	2367.22	3097.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	52.16	52.16	52.16	52.16
负债合计	2113.23	2935.38	2419.39	3149.26
股本	333.66	333.66	333.66	333.66
资本公积	-1062.76	-1062.76	-1062.76	-1062.76
留存收益	17746.09	19997.30	22737.58	25783.98
归属母公司股东权益	17016.99	19268.20	22008.47	25054.87
少数股东权益	255.43	225.10	188.18	147.13
股东权益合计	17272.42	19493.30	22196.65	25202.00
负债和股东权益合计	19385.65	22428.68	24616.03	28351.26

现金流量表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	4858.92	1670.27	6199.91	3970.81
投资性现金净流量	-1958.52	102.09	102.09	102.09
筹资性现金净流量	-1883.35	-2156.25	-2543.14	-2784.63
现金流量净额	1008.78	-383.89	3758.86	1288.27

利润表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12097.11	15726.24	18871.4	20758.63
减：营业成本	4446.95	5781.03	6937.24	7630.96
营业税金及附加	63.44	305.27	366.32	402.95
营业费用	2150.28	2746.11	3295.33	3624.86
管理费用	684.31	693.86	832.63	915.89
财务费用	-126.61	-84.10	-122.73	-179.11
资产减值损失	14.47	14.47	14.47	14.47
加：投资收益	309.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	47.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-443.13	-519.99	-519.99	-519.99
营业利润	4777.85	5749.61	7028.24	7828.61
加：其他非经营损益	-32.67	-20.62	-20.62	-20.62
利润总额	4745.18	5728.99	7007.61	7807.98
减：所得税	921.17	1314.69	1634.34	1834.44
净利润	3824.01	4414.30	5373.27	5973.55
减：少数股东损益	-2.94	-30.33	-36.92	-41.05
归属母公司股东净	3826.95	4444.64	5410.19	6014.60

财务和估值

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(EPS)	0.261	0.303	0.369	0.410
每股股利(DPS)	0.069	0.149	0.182	0.202
销售毛利率	63.24%	63.24%	63.24%	63.24%
销售净利率	31.61%	28.07%	28.47%	28.78%
净资产收益率	22.49%	23.07%	24.58%	24.01%
投入资本回报率	41.42%	36.90%	36.71%	43.68%
市盈率(P/E)	41.12	35.40	29.08	26.16
市净率(P/B)	9.25	8.17	7.15	6.28
股息率(分红/股)	0.006	0.014	0.017	0.019

资料来源：同花顺 iFinD

分析师简介:

王雨苗: 美国德雷克赛尔大学金融学硕士, 2014年加入东海证券, 目前为传媒行业研究员。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089