分众传媒（002027.SZ）

疫情压制短期业绩表现，关注长期竞争力提升

买入

核心观点

2021年业绩符合预期，疫情压制22年Q1业绩表现。1）2021公司全年实现营收148.36亿元、归母净利润60.63亿元，同比分别增长22.64%、51.43%；对应全面摊薄eps 0.42元；实现扣非归母净利润38.03亿元（+22.6%）。其中四季度单季营收49.59亿元（+31.6%），归母净利润54.14亿元，同比增长48.48%；其中Q4实现营业收入36.88亿元、归母净利润16.41亿元，同比分别下滑12.6%、8.9%；Q4业绩下滑主要受高基数、部分行业受监管影响投放显著下降以及广告行业增速下降影响；2）22年Q1公司实现营业收入28.39亿元、归母净利润9.29亿元，同比分别下滑18.2%、32.1%；大幅下滑主要受疫情等因素影响；考虑到Q2全国范围内疫情冲击加大，或承受更大压力；3）公司2021年度利润分配预案为每10股派发现金1.30元（含税）。

21年楼宇媒体增长稳健、影院媒体增速显著，Q1双降。1）2021年楼宇媒体实现营业收入136亿元，同比增长17.64%；影院媒体全年实现营业收入11.7亿元，同比增长145.08%，主要受益于20年电影行业受疫情影响的低基数；2）22年Q1楼宇媒体实现营收26.5亿元，同比下降18.15%；影院媒体实现营业收入2.8亿元，同比下降16.85%；业绩下滑主要受疫情影响冲击广告投放需求。

资源点位恢复增长，加速海外布局。1）截至22年Q1，公司电梯电视媒体设备合计约82.5万台，公司电梯海报媒体设备合计约183.4万个，媒体点位数量合计增长7.7%；截至2021年底，以楼宇媒体点位数计，公司拥有的媒体点位数量排名第一，在写字楼和住宅楼领域均排名第一，市场份额遥遥领先于2至5位竞争对手之和的1.8倍，龙头优势进一步奠定；2）海外加速扩张，境外电视媒体数量达到9.8万，同比增长34.2%；同时公司计划分拆韩国子公司并在韩IPO，海外市场有望成为未来重要增长极。

风险提示：宏观经济波动风险；竞争加剧风险等。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑疫情冲击，我们下调公司22/23年盈利预测，新增24年盈利预测，预计2022-2024年归母净利润46/59/63亿元（22/23年前值分别为68/78亿元），同比增速-24/29/7%；摊薄EPS=0.32/0.41/0.44元，当前股价对应PE=18/14/13x。我们继续看好公司长期竞争优势以及疫情消退后的业绩向上弹性，短期压力不改长期价值，继续维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,097	14,836	13,353	16,023	17,305
(+/-%)	-0.3%	22.6%	-10.0%	20.0%	8.0%
净利润(百万元)	4,004	6,063	4,592	5,935	6,323
(+/-%)	113.5%	51.4%	-24.3%	29.2%	6.5%
每股收益（元）	0.3	0.4	0.32	0.41	0.44
EBIT Margin	39.3%	45.7%	40.6%	44.1%	43.0%
净资产收益率（ROE）	23.5%	33.0%	21.3%	23.1%	21.0%
市盈率（PE）	20.6	13.6	18.0	13.9	13.0
EV/EBITDA	16.5	12.3	15.0	11.8	11.3
市净率（PB）	4.8	4.5	3.8	3.2	2.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·广告营销

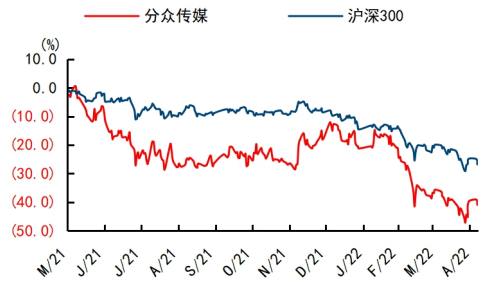
证券分析师：张衡
021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

证券分析师：夏妍
021-60933162
xiayan2@guosen.com.cn
S0980520030003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	5.71元
总市值/流通市值	82464/82464百万元
52周最高价/最低价	10.92/4.95元
近3个月日均成交额	929.97百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《分众传媒-002027-2021年三季报点评：业绩稳健，关注广告市场需求周期变化》——2021-11-05
《分众传媒-002027-2021年中报点评：业绩符合预期，龙头地位稳固》——2021-08-28
《分众传媒-002027-年报及1季报点评：增长迅猛，上半年继续保持高增速》——2021-04-23
《分众传媒-002027-2020年三季报点评：楼宇媒体恢复超预期，品牌引爆价值凸显》——2020-10-29
《分众传媒-002027-2020年中报业绩点评：收入逐步恢复，成本优化提升盈利表现》——2020-08-24

全年收入稳中有升，业绩较快增长。2018 全年实现营收 174.18 亿元（+25.89%），归母净利润 40.66 亿元（+26.39%），扣非归母净利润 38.03 亿元（+22.60%）。其中四季度单季营收 49.59 亿元（+31.56%），归母净利润 11.54 亿元（+29.79%），扣非归母净利润 10.24 亿元（+31.97%），公司业绩保持较快增长，收入和扣非利润增速逐季提升。

图1：分众传媒营业收入及增速（单位：百万元、%）

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：分众传媒归母净利润及增速（单位：百万元、%）

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

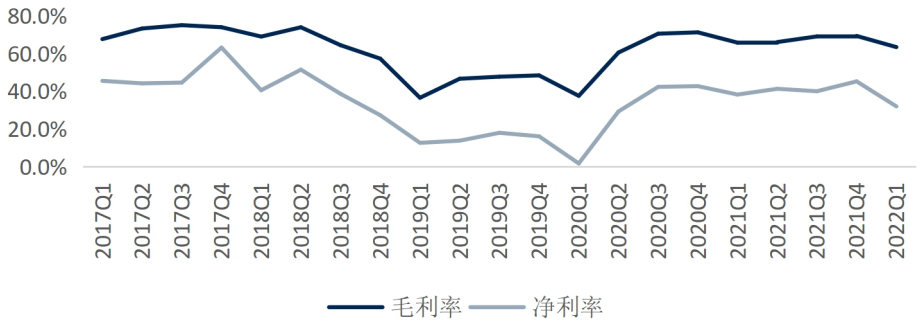
图3：分众传媒季度营业收入及增速（单位：百万元、%）

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：分众传媒单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资源点位恢复增长，加速海外布局。1）截至 22 年 Q1，公司电梯电视媒体设备合计约 82.5 万台，公司电梯海报媒体设备合计约 183.4 万个，媒体点位数量合计增长 7.7%；截至 2021 年底，以楼宇媒体点位数计，公司拥有的媒体点位数量排名第一，在写字楼和住宅楼领域均排名第一，市场份额遥遥领先于 2 至 5 位竞争对手之和的 1.8 倍，龙头优势进一步奠定；2）海外加速扩张，境外电视媒体数量达到 9.8 万，同比增长 34.2%；同时公司计划分拆韩国子公司并在韩 IPO，海外市场有望成为未来重要增长极。

表1：公司资源点位

媒体类型 （万台）	媒体覆盖范围		2022Q1 媒体数量	2021Q1 媒体数量	2020 媒体数量	2020 至 2022Q1 变动幅度
电梯电视媒体	自营媒体	一线城市	20.1	20	18.3	9.8%
		二线城市	42.5	42	35.9	18.4%
		三线及以下城市	5.7	6	6.8	-16.2%
		境外	9.8	9.4	7.3	34.2%
	加盟		4.4	4.1	2.4	83.3%
	小计		82.5	81.5	70.7	16.7%
电梯海报媒体	自营媒体	一线城市	39.7	40.2	41.2	-3.6%
		二线城市	92.9	94.4	97.4	-4.6%
		三线及以下城市	22.1	23.2	30.2	-26.8%
		境外	0.2	0.2	0	-
	参股		28.5	27.8	7.4	285.1%
	小计		183.4	185.8	176.2	4.1%
合计			265.9	267.3	246.9	7.7%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：下调盈利预测，维持 “买入”评级。考虑疫情冲击，我们下调公司 22/23 年盈利预测，新增 24 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 46/59/63 亿元（22/23 年前值分别为 68/78 亿元），同比增速-24/29/7%；摊薄 EPS=0.32/0.41/0.44 元，当前股价对应 PE=18/14/13x。我们继续看好公司长期竞争优势以及疫情消退后的业绩向上弹性，短期压力不改长期价值，继续维持“买入”评级。

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS 2020	EPS 2021	EPS 2022E	EPS 2023E	PE 2020	PE 2021	PE 2022E	PE 2023E
600986.SH	浙文互联	增持	4.97	66	0.07	0.22	0.29	0.38	70	22	17	13
605168.SH	三人行	增持	115.5	80	5.21	7.25	10.62	14.70	22	16	11	8

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4730	4296	7789	12562	17879
应收款项	3681	3038	1829	2195	2371
存货净额	5	10	11	12	13
其他流动资产	1398	423	380	456	493
流动资产合计	**11289**	**11711**	**13953**	**19169**	**24700**
固定资产	1164	920	901	883	862
无形资产及其他	22	15	14	14	13
投资性房地产	7798	11310	11310	11310	11310
长期股权投资	1373	1600	1650	1700	1750
资产总计	**21646**	**25555**	**27827**	**33076**	**38635**
短期借款及交易性金融负债	61	2022	734	939	1232
应付款项	455	206	216	237	266
其他流动负债	3633	3542	3493	3971	4393
流动负债合计	**4148**	**5770**	**4442**	**5147**	**5891**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	225	1102	1102	1102	1104
长期负债合计	**225**	**1102**	**1102**	**1102**	**1104**
负债合计	**4374**	**6873**	**5545**	**6249**	**6995**
少数股东权益	255	303	329	362	398
股东权益	17017	18379	21594	25749	30175
负债和股东权益总计	**21646**	**25555**	**27468**	**32360**	**37567**

关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.28	0.42	0.32	0.41	0.44
每股红利	0.07	0.32	0.10	0.12	0.13
每股净资产	1.18	1.27	1.50	1.78	2.09
ROIC	29%	36%	29%	40%	43%
ROE	24%	33%	21%	23%	21%
毛利率	63%	68%	62%	66%	65%
EBIT Margin	39%	46%	41%	44%	43%
EBITDA Margin	43%	49%	44%	47%	46%
收入增长	-0%	23%	-10%	20%	8%
净利润增长率	114%	51%	-24%	29%	7%
资产负债率	21%	28%	21%	20%	20%
息率	1.3%	5.7%	1.7%	2.2%	2.3%
P/E	20.6	13.6	18.0	13.9	13.0
P/B	4.8	4.5	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	16.5	12.3	15.0	11.8	11.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**12097**	**14836**	**13353**	**16023**	**17305**
营业成本	4447	4817	5021	5462	6085
营业税金及附加	63	80	72	86	93
销售费用	2150	2658	2392	2871	3101
管理费用	684	503	448	538	580
财务费用	(127)	(169)	(151)	(217)	(332)
投资收益	310	268	268	268	268
资产减值及公允价值变动	33	334	30	30	30
其他收入	(141)	195	0	0	0
营业利润	5080	7745	5869	7582	8076
营业外净收支	(33)	(12)	(12)	(12)	(12)
利润总额	5047	7733	5857	7570	8064
所得税费用	**1046**	**1621**	**1228**	**1587**	**1691**
少数股东损益	(3)	48	37	47	51
归属于母公司净利润	4004	6063	4592	5935	6323

现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	4004	6063	4592	5935	6323
资产减值准备	(754)	86	(1)	(1)	(2)
折旧摊销	501	479	461	461	461
公允价值变动损失	(33)	(334)	(30)	(30)	(30)
财务费用	(127)	(169)	(151)	(217)	(332)
营运资本变动	(3347)	(1277)	1210	55	237
其它	752	(74)	27	35	37
经营活动现金流	**1123**	**4942**	**6259**	**6454**	**7026**
资本开支	0	(649)	(50)	(55)	(55)
其它投资现金流	866	(2468)	0	0	0
投资活动现金流	**610**	**(3344)**	**(100)**	**(105)**	**(105)**
权益性融资	(8)	5	0	0	0
负债净变化	(802)	0	0	0	0
支付股利、利息	(1049)	(4666)	(1378)	(1781)	(1897)
其它融资现金流	2846	7294	(1288)	205	293
融资活动现金流	**(864)**	**(2033)**	**(2666)**	**(1576)**	**(1604)**
现金净变动	**870**	**(435)**	**3493**	**4774**	**5317**
货币资金的期初余额	3861	4730	4296	7789	12562
货币资金的期末余额	4730	4296	7789	12562	17879
企业自由现金流	0	3911	5933	6084	6568
权益自由现金流	0	11205	4765	6461	7124

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032