

分众传媒 (002027.SZ) 22 年报&23Q1 点评

买入(维持评级)

复苏趋势确立，海外快速拓展

当前价格: 6.44 元

目标价格: 10.71 元

投资要点:

公司发布22年度和23Q1业绩: 22年分众传媒实现营收94.25亿元 (YoY-36.47%)，归母净利润27.90亿元 (YoY-54.72%)，扣非归母净利润23.94亿元 (YoY-55.78%)。环比改善已呈现，3月单月同比转正，23Q1营收25.75亿元 (YoY-12.4%，QoQ+25.3%)，归母净利润9.41亿元 (YoY+1.34%，QoQ+42.76%)，扣非归母净利润8.00亿元 (YoY-1.42%)，据业绩会交流，3月单月已实现同比个位数增长。加大分红力度回馈股东，据23年1月公告，公司向全体股东每10股派1.4元 (含税)，利润分配方案已实施完成；22年利润分配预案为10股派发现金2.8元 (含税)。

22年业绩受宏观逆风因素影响，23年预计量价齐升，Q2有望迎来最大业绩弹性季度。1) 22 利润降幅大于收入降幅，但降本增效依然突出。 22年受宏观环境影响，公司各业务收入均有下滑，楼宇媒体营收88.75亿元 (YoY-34.82%)，影院媒体营收5.38亿元 (YoY-54.16%)，营业成本37.97亿元 (YoY-21.17%)；毛利率59.71% (-7.82pct)，净利率30.12% (-11.07pct)。22年公司在运营端持续强化人效，22年员工总数继续下降，但人均创收好于20年 (22vs20，收入-22%vs人均创收+5%)，并为23年利润增长奠定基础。23Q1营收下降的同时，净利率率先开始回升，公司净利率36.78% (+4.79pct)，23Q1营业成本9.83亿元 (YoY-8.73%)，人员优化带来的费用率下降，期间费用率23.94% (-0.68pct)。从季度恢复节奏上看，Q1是传统淡季，多数行业客户的投放受产品投放 (Q2起上新投放)、行业政策影响 (3月两会、4月的中央经济工作会议召开，广告主据会议精神确认投放意愿和力度)，5-6月的投放需求恢复情况，将成为下半年的提价依据。

点位扩展: 电梯电视、一线城市为国内点位的增量方向，海外市场将快速增长。截至23年3月31日，公司共有271万台电梯媒体设备 (YoY+1.4%)、影院媒体合作约1.2万个影厅 (YoY-11.8%)，点位数主要向一线城市集中。23Q1电梯电视/电梯海报/影院媒体点位数分别88.3/182.7/1.2万，YoY分别为+8.3%/-1.7%/-12.8%，国内市场点位将保持温和增速；海外市场成为公司的第二增长曲线，业绩会上，管理层表示未来5-6年内海外市场以30-50%的点位、收入增速为目标。

客户增量: 日用消费品广告投放韧性较强，新能源汽车为23年显著增量客户。1) 日消行业投放22年表现韧性，23年强势复苏。22年，日用消费品行业作为业绩基本盘，营收占比进一步提升；根据CTR数据23年1-2月方便食品和饮料在电梯LCD投放增速分别为902.80%和66.0%，率先引领恢复。2) 23年新能源汽车竞争加剧，月度销量排名清晰可见投放效果、投放效果反馈周期短，且主要以有较强的资金实力的燃油车客户为主，看好竞争性投放，23Q1已实现量价齐升。

盈利预测与投资建议: 收入、利润基本维持前次预测，预计23-25年营收134.1/156.0/176.8亿元，CAGR为15%；归母净利润分别51.5/65.7/76.1亿元，CAGR为21%。给予23年30X PE，目标市值1546亿元，目标价10.71元，维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济复苏不及预期，海外点位拓展慢于预期，新客户拓展慢于预期。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	14442/14442
流通 A 股市值 (百万元)	93008/93008
每股净资产 (元)	1.24
资产负债率 (%)	25.05
一年内最高/最低 (元)	7.24/4.39

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈泽敏

执业证书编号: S0210522050002

邮箱: czm3779@hfzq.com.cn

分析师 杨岚

执业证书编号: S0210522110001

邮箱: yanglan@hfzq.com.cn

相关报告

分众传媒 (002027.SZ): 坐拥 4 亿高频线下流量，业绩即将迎来拐点

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	14,836	9,425	13,408	15,597	17,680
增长率	23%	-36%	42%	16%	13%
净利润 (百万元)	6,063	2,790	5,154	6,572	7,605
增长率	51%	-54%	85%	27%	16%
EPS (元/股)	0.42	0.19	0.36	0.46	0.53
市盈率 (P/E)	15.3	33.3	18.0	14.2	12.2
市净率 (P/B)	5.1	5.5	4.2	3.2	2.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

正文目录

一.	业绩回顾：22 年因疫情业绩下滑，23Q1 利润开始反弹	3
1.1	收入端：广告需求疲软导致业绩承压	3
1.2	成本端：收入下降传导至成本、人员优化导致成本减少	3
1.3	费用端：人员优化暂时提升管理费用，长期提升净利率	4
二.	点位变化：梯媒国内温和/海外快速拓展，影院媒体有所收缩	4
2.1	楼宇媒体点位持续扩张，海外市场拓展顺利	4
2.2	影院媒体点位优化，疫后业绩有望恢复	5
三.	客户结构：日消品为基本盘，新能源汽车增量显著	6
3.1	日用消费品韧性较强，22 年占比过半，23 年复苏延续	6
3.2	新能源汽车竞争加剧，新切入 TOB 广告主	7
四.	盈利预测与估值	8
4.1	盈利预测	8
4.2	估值	8
五.	风险提示	9

图表目录

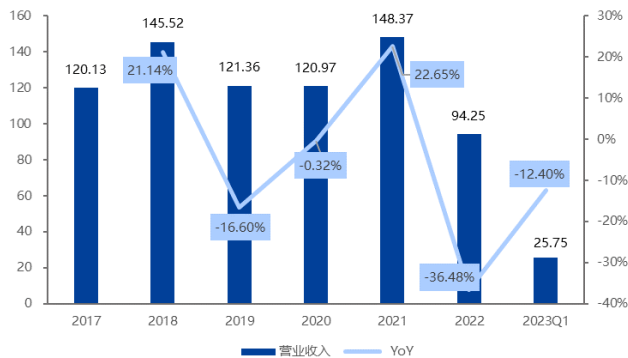
图表 1：2017-2023Q1 分众传媒营收及增速	3
图表 2：2017-2022 分众传媒各业务营收占比	3
图表 3：2017-2022 分众梯媒点位数与单点收入成本	3
图表 4：2017-2022 分众影院媒体点位数、单点收入	3
图表 5：2017-2023Q1 分众传媒营业成本及增速	4
图表 6：2017-2022 分众传媒营业成本构成	4
图表 7：2017-2023Q1 分众传媒费用率	4
图表 8：2017-2022 分众传媒营毛利率和净利率	4
图表 9：17-23Q1 分众传媒电梯电视媒体数及增速	5
图表 10：17-23Q1 分众传媒分城市电梯电视媒体数	5
图表 11：17-23Q1 分众传媒电梯海报媒体数及增速	5
图表 12：17-23Q1 分众传媒分城市电梯海报媒体数	5
图表 13：2017-2022 分众传媒签约银幕数及增速	6
图表 14：分众传媒各行业客户收入占比	7
图表 15：17-23 年前 2 月电梯 LCD 和海报投放增速	7
图表 16：23 年 1-2 月各行业在电梯 LCD 投放增速	7
图表 17：2023 年 1-2 月电梯 LCD 广告花费榜单，新能源汽车/储能客户新晋 Top15	8
图表 18：分众传媒 2022A-2025E 业绩拆分与预测	8
图表 19：分众传媒可比公司估值表	9
图表 20：分众传媒近 5 年 PE-BAND	9

一、 业绩回顾：22 年因疫情业绩下滑，23Q1 利润开始反弹

1.1 收入端：广告需求疲软导致业绩承压

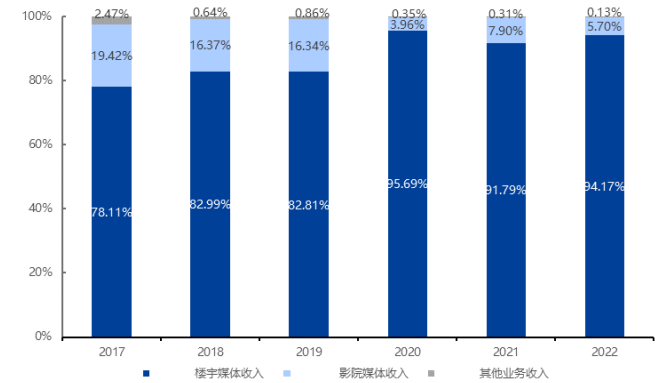
22 年及 23Q1 公司营收同比下滑，23Q1 环比已有大幅改善。22Q4/2022/23Q1 公司营业收入分别为 20.55/94.25/25.7 亿元，YoY 分别为-44.29%/-36.47%/-12.40%。从媒体结构上，楼宇媒体较影院媒体的需求更为刚性，2022 年，影院媒体受疫情导致的影院停业影响更大，所以楼宇媒体占收入的比重进一步提高，达 94.17%。

图表 1：2017-2023Q1 分众传媒营收及增速



数据来源：公司财报，华福证券研究所

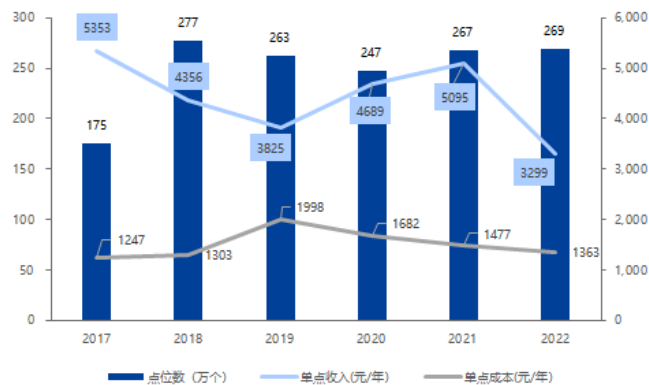
图表 2：2017-2022 分众传媒各业务营收占比



数据来源：公司财报，华福证券研究所

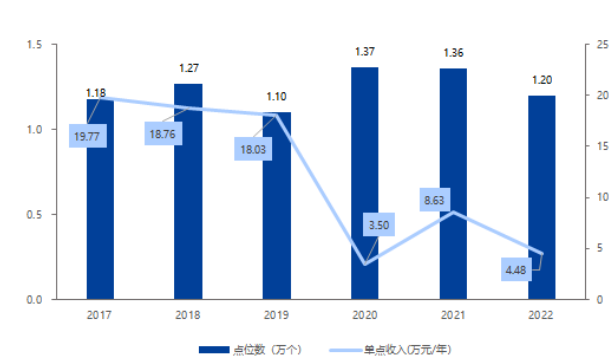
19-21 年，梯媒单点位盈利能力持续提升，22 年将至近 6 年来单点位创收最低水平。19-21 年，梯媒单点位成本下降、收入提升持续。影院媒体呈现较大收入波动性，主要因影片媒体投放与票房大盘表现相关，需求偏弹性。

图表 3：2017-2022 分众梯媒点位数与单点收入成本



数据来源：公司财报，华福证券研究所

图表 4：2017-2022 分众影院媒体点位数、单点收入

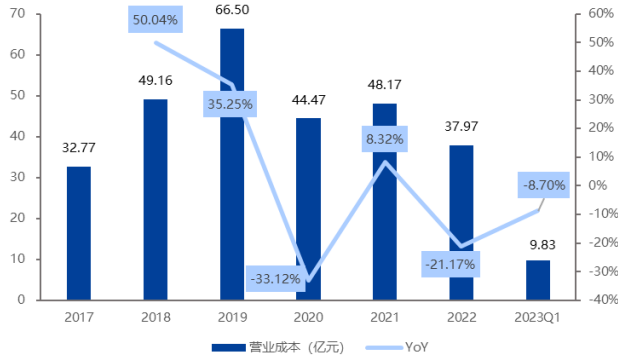


数据来源：公司财报，华福证券研究所

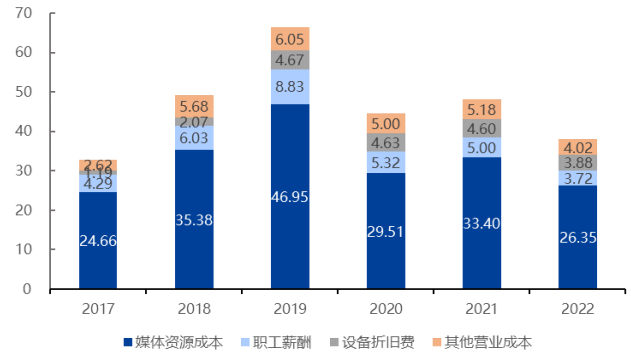
1.2 成本端：收入下降传导至成本、人员优化导致成本减少

22 年及 23Q1 公司营业成本同比下降，其中媒体资源成本下降最多。22Q4/2022/23Q1 公司营业成本分别为 9.17/37.97/9.83 亿元，YoY 分别为-19.08%/-21.17%/-8.70%。营业成本下降一方面由于公司影院媒体经营活动未能正常开展，影院媒体映前时长采购成本相应减少；另一方面由于 22 年公司持续系统优化升级并提升人效，1) 报告期内媒体运营人员数量仍有下降，2) 由于公司经营情况不达预期，

各个城市的中层及以上媒体开发人员和运营人员均有一定幅度的薪资调整，职工薪酬较上年减少了 25.55%。

图表 5：2017-2023Q1 分众传媒营业成本及增速


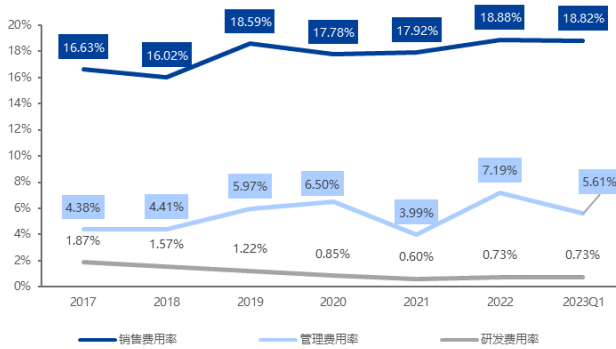
数据来源：公司财报，华福证券研究所

图表 6：2017-2022 分众传媒营业成本构成


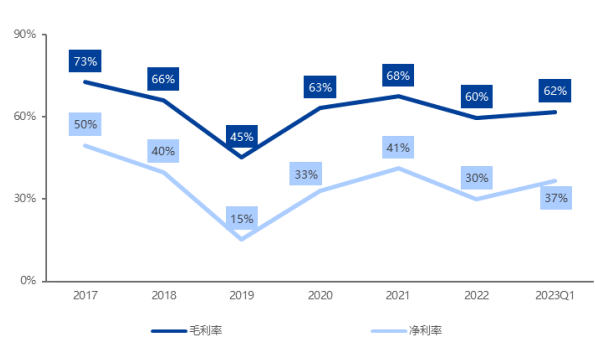
数据来源：公司财报，华福证券研究所

1.3 费用端：人员优化暂时提升管理费用，长期提升净利率

人员优化带来的管理费用提升，是 2022 净利率下降幅度大于毛利率的主要原因。22 年费用率提升，使得净利率降幅大于毛利率，22 年公司毛利率 59.71% (-7.82pct)，净利率 30.12% (-11.07pct)，销售/管理/研发/财务费用率 18.88%/7.19%/0.73%/-1.17%，同比+0.96/+3.20/+0.13/-0.03pct。销售费用率和研发费用率提升受收入下降导致。22 年管理费用为 6.09 亿元 (YoY+21.17%)，主要系本年度公司计提了优化运营人员的离职补偿金及年终奖金所致。

图表 7：2017-2023Q1 分众传媒费用率


数据来源：公司财报，华福证券研究所

图表 8：2017-2022 分众传媒营毛利率和净利率


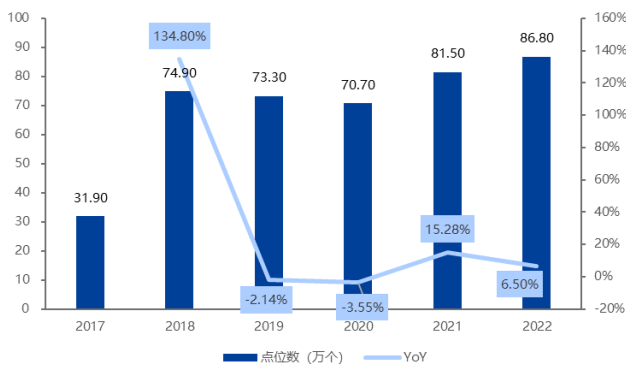
数据来源：公司财报，华福证券研究所

二. 点位变化：梯媒国内温和/海外快速拓展，影院媒体有所收缩

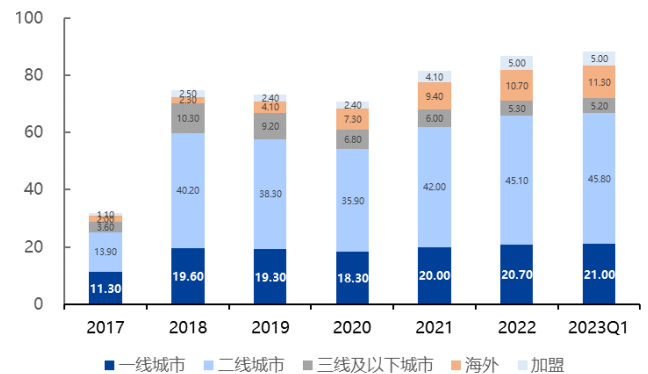
2.1 楼宇媒体：一线城市点位加密、海外快速拓展

公司电梯电视媒体点位数保持增长，22 年总点位数达 86.80 万个 (YoY+6.50%)，20-22 年 CAGR 达 10.80%，其中一/二/三线城市 20-22 年 CAGR 分别为 6.36%/12.08%/-11.72%，点位向高线城市集中，单点收入仍有提升空间；海外点位拓展顺利，20-22 年 CAGR 达 21.07%，显著快于国内，公司海外发展战略执行有效，

当前香港、韩国、新加坡、印尼已成为发展较好的市场，泰国的广告业首张外资牌照已取得，23年新进入越南、日本，亚洲地区除东南亚外均已布局，中东地区在23H2亦有望拓展，海外市场成为公司第二成长曲线。据4月7日公告，公司控股子公司Focus Media Korea Co., Ltd.收到韩国证券期货交易所通知，其上市预备审核已取得韩国证券期货交易所的批准，海外上市的顺利推进将使得海外点位拓展更为顺利。

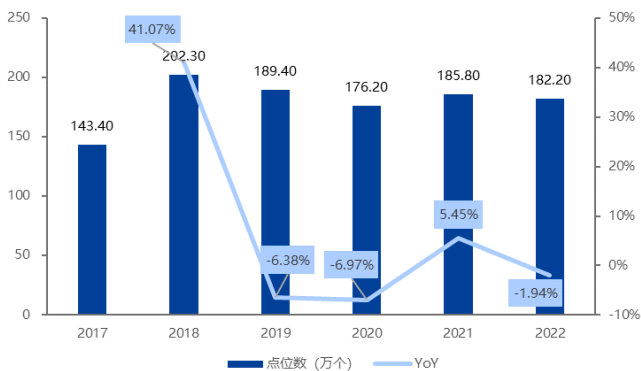
图表 9：17-23Q1 分众传媒电梯电视媒体数及增速


数据来源：公司财报，华福证券研究所

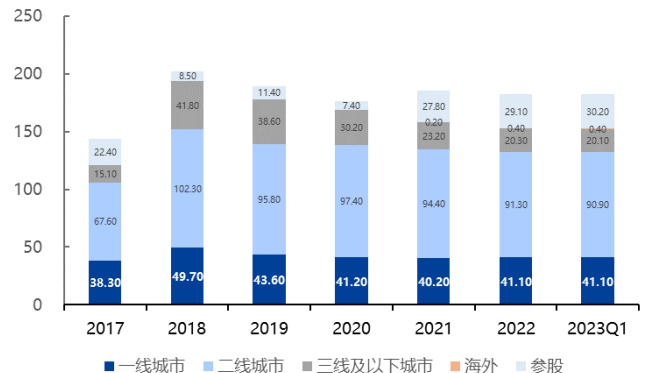
图表 10：17-23Q1 分众传媒分城市电梯电视媒体数


数据来源：公司财报，华福证券研究所

公司电梯海报媒体有所收缩，22年达182.20万个 (YoY-1.94%)。22年公司在二/三城市梯海报媒体分别为41.10/91.30/20.30万个，YoY分别为+2.24%/-3.28%/-12.50%，一线城市略有增加。

图表 11：17-23Q1 分众传媒电梯海报媒体数及增速


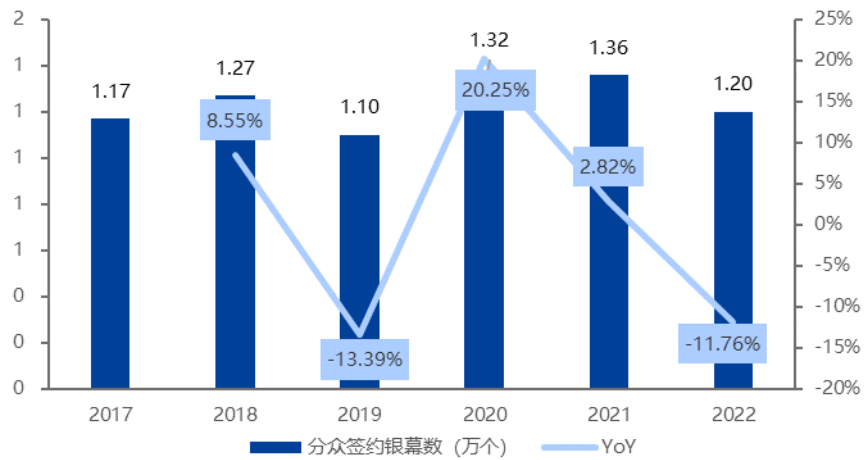
数据来源：公司财报，华福证券研究所

图表 12：17-23Q1 分众传媒分城市电梯海报媒体数


数据来源：公司财报，华福证券研究所

2.2 影院媒体点位优化，疫后有修复弹性

22年公司影院媒体点位战略收缩，截至22年末为1.20万个 (YoY-11.76%)，主要由于疫情影响正常营业，公司对点位进行优化。随着疫后影院经营恢复及热门影片的持续定档，影院媒体广告收入有望恢复。

图表 13：2017-2022 分众传媒签约银幕数及增速


数据来源：公司财报，华福证券研究所

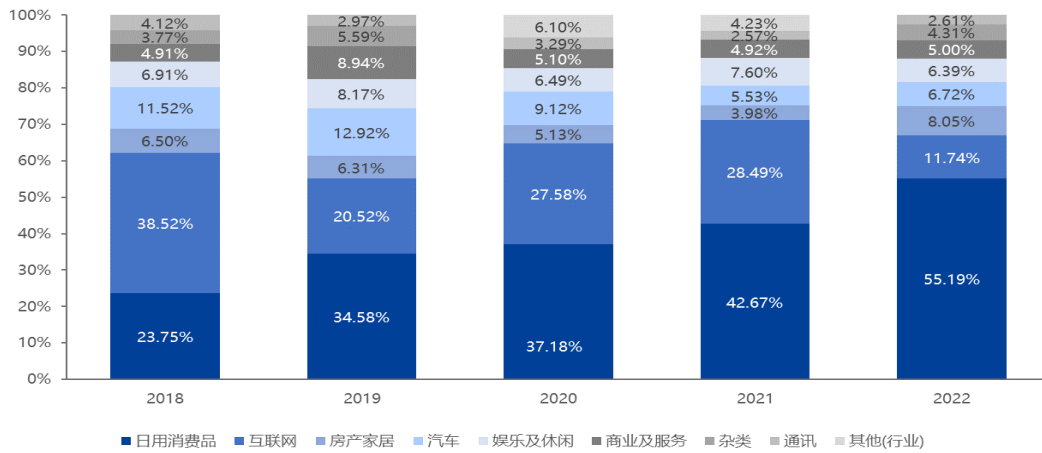
三、客户结构：日消品为基本盘，新能源汽车增量显著

3.1 日用消费品韧性强，22 年占比过半，23 年复苏延续

22 年，在广告大盘不景气的环境下，日用消费品行业营收占比进一步提升，体现投放韧性。日消客户在公司楼宇媒体投放 49.40 亿元 (YoY-14.90%)，占总收入 52.41% (+13.29pct)，体现刚需属性。据业绩交流会介绍，细分行业食品类、酒精饮品类、医药保健类 2022 年实现同比正增长。

展望 23 年，除确定性投放外，看好更多消费品的引爆投放需求扩张。疫情 3 年，消费品行业经历了供给侧深度调整，23 年的老品牌焕新、新品牌引爆等投放需求随复苏将大幅增加，细分赛道不断有消费品公司通过恰当的产品定位、广告营销成为细分龙头的机会，分众通过妙可蓝多、德祐、蔓迪等已经打造出诸多 showcase。

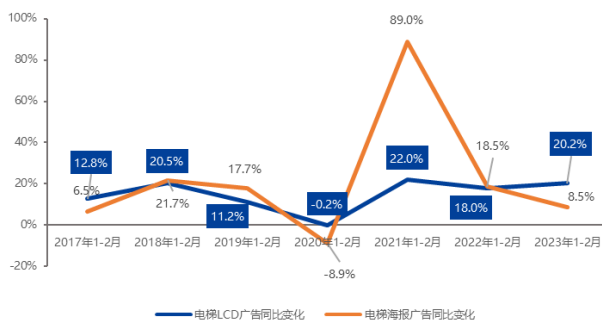
对于互联网客户，看好 23 年的顺周期修复，中长期关注 AI 重塑产业带来的增量投放需求。22 年互联网行业客户投放同比下降 74%，但依然为第二大行业客户，23Q1 的降幅已经收窄到 20% 以内 (vs 23Q1 收入 yoy-12%，略差于大盘)，以滴滴、蚂蚁消金为代表的互联网客户投放率先起量。随着监管周期的告一段落，作为经济增长主要构成之一的互联网行业有望实现顺周期修复。互联网行业许久没有新战事，23 年 AI 快速席卷行业，于互联网行业而言有望出现新的洗牌机会，虽终局未定，但这一洗牌对广告业而言是确定性的投放增量。

图表 14: 分众传媒各行业客户收入占比


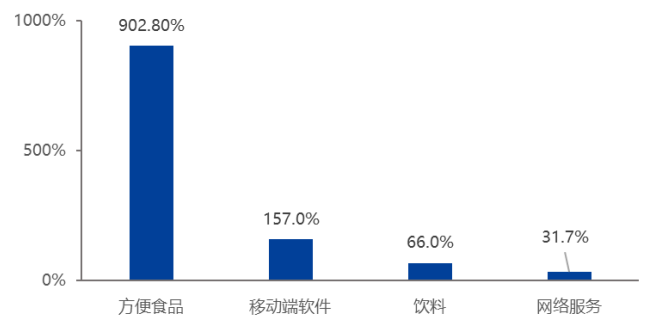
数据来源: 公司财报, 华福证券研究所

3.2 新能源汽车竞争加剧, 新切入 TOB 广告主

23 年的重要行业客户增量是新能源汽车, 内卷加剧带动广告投放需求增加。根据 CTR 数据, 23 年 1-2 月网络服务和移动客户端软件及服务行业在电梯 LCD 投放金额同比分别增加 31.7% 和 157.0%, 电梯海报的前 30 个新品牌有三成来源于 IT 产品及办公自动化服务。23 年线下车展恢复常态, 4-5 月各地车展后, 汽车客户投放有望起量, 23 年为汽车市场竞争更为激烈的一年, 进而对于分众的投放需求增加, 按月的销量排名也为投放效果带来回溯依据。据业绩交流会介绍, 交通类客户在 23Q1 同比实现双位数增长, 主要得益于新能源汽车投放的增加, 新能源汽车的投放数量和客单价相较去年同期均有明显提升。TOB 领域广告主也成为分众的新客户, 此前 TOB 客户主要通过机场等媒体进行获客, 为了更大程度抢占用户心智开始在分众投放, 成为分众的增量行业客户。

图表 15: 17-23 年前 2 月电梯 LCD 和海报投放增速


数据来源: CTR, 华福证券研究所

图表 16: 23 年 1-2 月各行业在电梯 LCD 投放增速


数据来源: CTR, 华福证券研究所

图表 17：2023 年 1-2 月电梯 LCD 广告花费榜单，新能源汽车/储能客户新晋 Top15


电梯LCD：广告花费品牌榜单

2023年1-2月电梯LCD广告花费TOP50品牌榜单

排名	品牌	同比增幅	排名	品牌	同比增幅	排名	品牌	同比增幅	排名	品牌	同比增幅	排名	品牌	同比增幅
1	外星人	New	11	蒙牛	-50.2%	21	金笛	350.7%	31	北纬47度	New	41	步步高	31.4%
2	德佑	>1000%	12	卫龙	New	22	智联招聘	-40.5%	32	福临门	886.0%	42	我爱我家	New
3	妙可蓝多	87.8%	13	IM智己	New	23	福兰农庄	New	33	天猫	29.6%	43	必胜客	94.7%
4	幸福	New	14	伊利	-62.9%	24	肯德基	101.9%	34	佳贝艾特	New	44	云南白药	New
5	飞鹤	463.9%	15	海辰	New	25	泰兰尼斯	New	35	豆本豆	New	45	舒福德	New
6	汤臣倍健	56.2%	16	泸州	37.6%	26	小天才	-8.2%	36	杜蕾斯	New	46	飞利浦	-13.2%
7	认养一头牛	93.8%	17	洽洽	67.5%	27	京东商城	16.3%	37	业之峰	New	47	雪花	940.9%
8	君乐宝	65.9%	18	当当	New	28	滴滴	New	38	江中	New	48	山楂树下	New
9	农夫山泉	71.8%	19	乐歌	New	29	今世缘	>1000%	39	今麦郎	New	49	白象	New
10	莫迪	New	20	天地壹号	New	30	元气森林	>1000%	40	奥康	241.5%	50	迪士尼	-60.6%



数据来源：CTR媒介智讯，广告监测数据库AdEx；同比为本年的N月与上年N月的对比

数据来源：CTR，华福证券研究所

四. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

预计 23-25 年公司收入分别 134/156/177 亿元，同比分别增长 42%/16%/13%。

图表 18：分众传媒 2022A-2025E 业绩拆分与预测

单位:亿元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	94.25	134.09	155.97	176.80
YoY	22.65%	42.27%	16.32%	13.35%
楼宇媒体收入	88.75	123.31	144.10	163.72
YoY		38.94%	16.86%	13.62%
影院媒体收入	5.38	10.65	11.74	12.95
YoY		98.00%	10.25%	10.25%
其他业务收入	0.12	0.12	0.12	0.13
YoY		2.00%	2.00%	2.00%

数据来源：公司财报，华福证券研究所

4.2 估值

参考同行业可比公司估值与公司既往历史 PE 水平，我们给予 23 年 30X PE，对

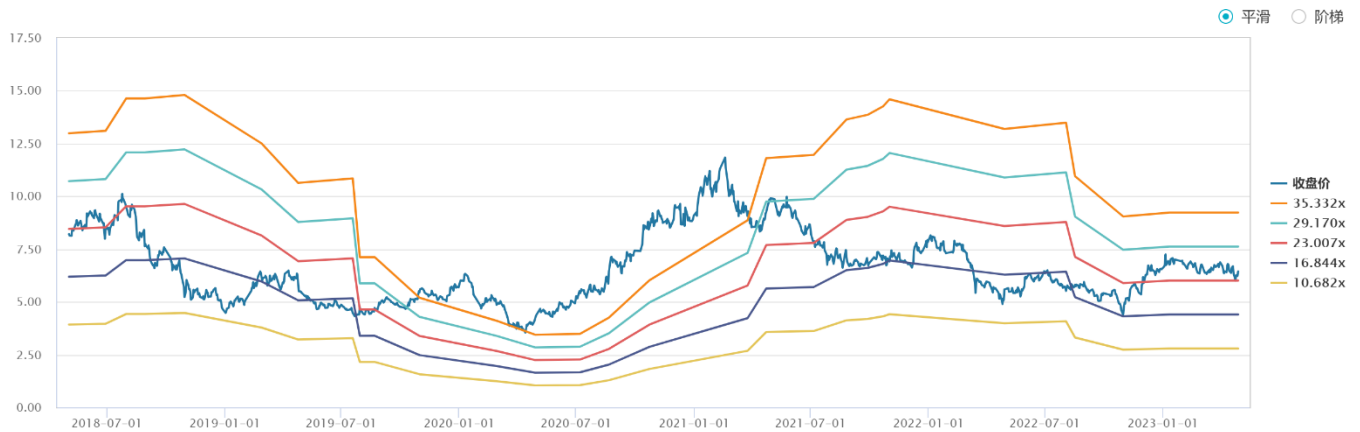
应目标市值 1546 亿元，目标价 10.71 元，维持“买入”评级。

图表 19：分众传媒可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价	市值 (亿元)	PE (倍)				净利润			
				2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
600556.SH	天下秀	7.76	140.28	39.60	77.97	47.98	33.70	3.54	1.80	2.92	4.16
301102.SZ	兆讯传媒	36.94	73.88	30.70	38.50	22.71	17.01	2.41	1.92	3.25	4.34
605168.SH	三人行	155.50	157.69	31.23	21.41	15.31	11.93	5.05	7.36	10.30	13.22
300058.SZ	蓝色光标	13.08	325.83	62.44	(14.98)	50.85	41.73	5.22	(21.75)	6.41	7.81
600986.SH	浙文互联	7.20	95.21	32.34	117.83	34.04	28.00	2.94	0.81	2.80	3.40
301171.SZ	易点天下	24.94	117.69	45.52	44.90	31.43	24.09	2.59	2.62	3.75	4.89
	23PE平均						33.72				
	给定23PE						30.00				
	目标市值 (亿元)						1546.31				
	目标价 (元)						10.71				

数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 20：分众传媒近 5 年 PE-BAND



数据来源：Wind，华福证券研究所

五. 风险提示

宏观经济复苏不及预期。广告行业与宏观经济强相关，宏观经济预期不明朗或恢复慢于预期，则影响广告主的信心和投放预算，进而影响公司业绩。

海外点位拓展慢于预期。随着海外点位盈利能力增强，公司计划进一步拓展海外点位，并分拆 FM Korea 至韩国上市。若公司在海外法律、资金、政策、市场竞争等方面受到不利因素影响，海外点位拓展将慢于预期，减缓利润增速。

新客户拓展慢于预期。随着各行业步入平稳发展期，构成收入基本盘的 KA 客户将更为重要，若这类客户的拓展慢于预期，公司或许呈现收入波动性。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn