



买入 (维持)

所属行业: 广告
当前价格(元): 7.42

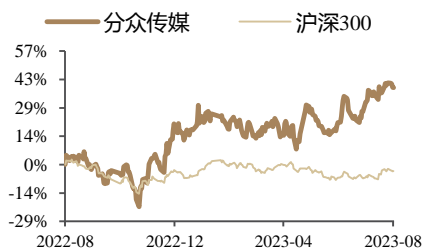
证券分析师

马笑
资格编号: S0120522100002
邮箱: maxiao@tebon.com.cn

研究助理

刘文轩
邮箱: liuwx@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.60	14.47	9.92
相对涨幅(%)	5.68	10.85	11.21

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《分众传媒(002027.SZ)年报及季报点评: 复苏趋势已然明显, 展望周期性和成长性的接棒》, 2023.5.3
- 《分众传媒(002027.SZ)首次覆盖报告: 当风轻借力, 一举入高空》, 2023.2.1

分众传媒 (002027.SZ) 23Q2 财报点评: 强势复苏, 静待风来

投资要点

- 事件: 半年报业绩显示出强 alpha。** 公司发布 2023 年半年度报告, 23H1 实现收入 55 亿元, 同比+14%, 环比+21%; 实现毛利率 63.9%, 同比+5pct, 环比+3.4pct; 实现归母净利润 22 亿元, 同比+59%, 环比+61%, 落在前期预告区间之中。单季度来看, 23Q2 公司实现收入 29 亿元, 同比+54%, 环比+14%; 实现毛利率 65.8%, 同比+13.6pct, 环比+4.0pct; 实现归母净利润 13 亿元, 同比+172%, 环比+37%。值得一提的是, 根据 CTR, 23H1 国内广告市场同比上涨 4.8%, 分众具有显著的 alpha。
- 点位资源: 重启扩展逐步提速, 结构优化持续。** 截止 7 月 31 日, 公司合计拥有点位 282 万, 较年初增长 4.9%, 对比去年同期 (-0.3%) 转正, 点位重启扩张, 并在逐步提速 (3 月末比年初增长了 1%, 而 7 月末比 3 月末增长了 4%)。此外, 结构上的优化也在持续。我们于深度报告中曾经分析过, 对低线城市点位的自营, 实际上是较为低效的, 尤其是框架点位。2023 年的前七个月, 公司三线及以下城市的自营电梯电视媒体和海报媒体数量, 分别增长 3.8% 和下降 1.5%, 均低于大盘; 而参股的电梯海报媒体数量, 却增长 13.7%, 增速拔群。我们认为这或许反映了公司在逐步用参股、加盟这样的方式, 保持媒体覆盖人群众体的同时, 优化运营效率。此外, 一二线城市的电梯电视媒体分别增长 8.7% 和 9.1%, 我们预计主要来自于智能屏的贡献, 有望进一步为公司吸纳一二线城市中小广告主。
- 品牌向广告预算占比或回升, 有望赋予公司一定时间内持续性 alpha。** 分行业看, 日用消费品行业在低基数下同比增长 30%, 23H1 实现收入 33 亿元, 基本已经持平 21H2 收入 35 亿元的高位; 汽车交通、娱乐与休闲行业分别同比增长 47%、23% 反映上半年的高景气度。此外, 互联网服务行业同比下滑收窄至 14%。根据 CTR, 饮料、食品等快消品行业在 23H1 保持着较大的投放量, 并且显著的增加了在线下广告渠道的投放。我们认为一定程度上, 或反映了疫情期间线下广告渠道投放的受影响、线上广告渠道流量端增长已经长期放缓, 且已经被充分挖掘后, 疫情结束后广告主品牌向广告预算占比回升的趋势, 有望赋予公司一定时间内持续性 alpha。
- 盈利预测与投资建议:** 根据本季度的经营情况, 略微调整公司 23-25 年收入预期至 126/149/174 亿元, 同比增长 34%/18%/17%; 归母净利润预期至 48/59/73 亿元, 同比增长 73%/23%/23%。我们看好随着宏观经济进一步恢复、AI 模型的后续上线运行、海外业务的进一步扩展所给予公司的增长弹性和发展空间, 维持对于公司的“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动风险; 广告主需求恢复不及预期风险; 海外拓展进度不及预期风险。

股票数据

总股本(百万股):	14,442.20
流通 A 股(百万股):	14,442.20
52 周内股价区间(元):	4.21-7.55
总市值(百万元):	107,161.12
总资产(百万元):	22,812.17
每股净资产(元):	1.05

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,836	9,425	12,636	14,893	17,435
(+/-)YOY(%)	22.6%	-36.5%	34.1%	17.9%	17.1%
净利润(百万元)	6,063	2,790	4,818	5,914	7,278
(+/-)YOY(%)	51.4%	-54.0%	72.7%	22.7%	23.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.42	0.19	0.33	0.41	0.50
毛利率(%)	67.5%	59.7%	66.2%	67.5%	68.9%
净资产收益率(%)	33.0%	16.5%	25.2%	27.3%	29.4%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.19	0.33	0.41	0.50
每股净资产	1.17	1.32	1.50	1.72
每股经营现金流	0.46	0.37	0.44	0.53
每股股利	0.42	0.00	0.00	0.20
价值评估(倍)				
P/E	34.58	22.27	18.14	14.74
P/B	5.69	5.61	4.95	4.33
P/S	0.26	0.19	0.16	0.14
EV/EBITDA	15.16	16.50	13.36	10.89
股息率%	6.3%	0.0%	0.0%	2.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	59.7%	66.2%	67.5%	68.9%
净利润率	30.1%	38.5%	40.1%	42.2%
净资产收益率	16.5%	25.2%	27.3%	29.4%
资产回报率	11.1%	17.0%	18.7%	20.3%
投资回报率	13.4%	20.0%	22.0%	23.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-36.5%	34.1%	17.9%	17.1%
EBIT 增长率	-53.3%	68.9%	23.4%	21.0%
净利润增长率	-54.0%	72.7%	22.7%	23.1%
偿债能力指标				
资产负债率	31.5%	31.1%	30.1%	29.4%
流动比率	1.8	2.0	2.2	2.4
速动比率	1.4	1.9	2.2	2.4
现金比率	0.5	1.0	1.3	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	85.0	50.0	55.0	55.0
存货周转天数	1.1	1.1	1.1	1.1
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	15.9	20.2	22.5	23.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,790	4,818	5,914	7,278
少数股东损益	49	49	60	74
非现金支出	3,385	577	526	471
非经营收益	-62	-264	-320	-579
营运资金变动	536	115	168	474
经营活动现金流	6,699	5,295	6,348	7,718
资产	-94	-322	-323	-322
投资	-1,769	-250	-250	-443
其他	-1,045	3,085	447	716
投资活动现金流	-2,909	2,513	-126	-49
债权募资	-9	74	77	87
股权募资	6	0	0	0
其他	-4,699	-3,000	-3,668	-4,499
融资活动现金流	-4,701	-2,926	-3,591	-4,412
现金净流量	-891	4,883	2,630	3,257

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 10 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,425	12,636	14,893	17,435
营业成本	3,797	4,271	4,834	5,429
毛利率%	59.7%	66.2%	67.5%	68.9%
营业税金及附加	178	253	298	349
营业税金率%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	1,779	2,363	2,711	3,173
营业费用率%	18.9%	18.7%	18.2%	18.2%
管理费用	609	455	499	540
管理费用率%	6.5%	3.6%	3.4%	3.1%
研发费用	69	67	79	93
研发费用率%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
EBIT	3,320	5,607	6,920	8,374
财务费用	-110	-104	-108	-105
财务费用率%	-1.2%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	16	0	0	0
投资收益	555	379	447	523
营业利润	3,507	6,091	7,474	9,197
营业外收支	-7	-7	-7	-7
利润总额	3,500	6,084	7,467	9,190
EBITDA	6,333	6,183	7,445	8,845
所得税	660	1,217	1,493	1,838
有效所得税率%	18.9%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	49	49	60	74
归属母公司所有者净利润	2,790	4,818	5,914	7,278

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,280	8,138	10,769	14,026
应收账款及应收票据	1,472	2,038	2,513	2,815
存货	13	13	17	17
其它流动资产	7,722	5,143	5,171	5,485
流动资产合计	12,488	15,332	18,469	22,342
长期股权投资	1,880	2,130	2,380	2,630
固定资产	592	627	663	733
在建工程	5	5	5	5
无形资产	12	12	12	12
非流动资产合计	12,751	12,990	13,230	13,505
资产总计	25,239	28,322	31,699	35,847
短期借款	12	12	12	12
应付票据及应付账款	138	249	189	303
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	6,822	7,494	8,228	9,011
流动负债合计	6,972	7,755	8,430	9,326
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	971	1,045	1,122	1,209
非流动负债合计	971	1,045	1,122	1,209
负债总计	7,943	8,800	9,552	10,535
实收资本	328	328	328	328
普通股股东权益	16,949	19,126	21,692	24,783
少数股东权益	347	396	456	529
负债和所有者权益合计	25,239	28,322	31,699	35,847

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师。

刘文轩，2021年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

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，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。