

分众传媒 (002027.SZ) 23H1 点评

买入(维持评级)

基本盘快速恢复，海外拓展+AI 赋能

当前价格: 7.27 元
目标价格: 10.71 元

投资要点:

公司发布23H1业绩: 分众传媒23H1实现营收55.17亿元 (YoY+13.69%), 归母净利润22.31亿元 (YoY+59.00%), 扣非归母净利润19.72亿元 (YoY+82.62%); 每股收益0.1545元/股 (YoY+58.95%), 加权ROE达12.83% (+5.48pct); 公司应收账款结构优化, 已呈现风险特征客户占比下降, 一年以内账龄占比提升。公司23Q2实现营收29.42亿元 (YoY+53.79%, QoQ+14.27%), 归母净利润12.90亿元 (YoY+171.80%, QoQ+37.08%)。

3月以来业绩反弹明显, 重回增长路径。上半年业绩呈现“J”型增长, 逐渐走出疫情影响。23H1, 楼宇媒体营收51.33亿元 (YoY+15.21%), 影院媒体营收3.76亿元 (YoY-3.80%); 营业成本19.89亿元 (YoY-0.10%); 毛利率63.94% (+4.98pct), 净利率40.35% (+10.86pct)。随公司经营逐步恢复正常, 经营活动产生现金净流入34.32亿元 (YoY+28.21%)。

点位扩展: 公司国媒体内点位数向一/二线城市集中, 海外市场将快速增长。截至23年7月底, 公司共有282.2万台电梯媒体设备 (YoY+5.89%)、影院媒体合作约1.3万个影厅。点位数主要向一线、二线城市集中, 电梯电视/电梯海报/影院媒体点位数分别达94.40/187.8/1.30万 (YoY+11.32%/+3.36%/+0%)。根据业绩会, 公司2023年已成功在越南市场正式运营并开始对中东市场的考察, 海外市场将成为公司第二成长曲线。

客户增量: 快消、娱乐休闲、汽车行业收入增长超20%。1) 快消行业基本盘增速明显快于整体, 23H1疫情影响消退, 多项鼓励民营经济政策出台, 市场信心修复, 广告主数量及投放预算持续增加, 快消行业营收33.40亿元 (YoY+29.70%), 占比超6成; 2) 汽车行业迎变局, 新能源车投放大幅提升, 23H1新能源汽车投放数量和客单价同比均有明显提升; 3) 公司恢复提价节奏, 在7月提价基础上, 计划于24年初继续维持常规性提价, 提价凸显公司信心。

AI技术拓展更多广告主, 带来增量空间。公司积极把握AI技术带来的机遇, 通过对历史广告数据的深度挖掘, 公司精心构造了独有的高质量数据集和合理的人工标注反馈数据, 并能够在实际场景中持续迭代和优化, 不断提升其能力。公司希望借助AI技术提高公司服务效率和综合能力, 进而服务更多广告主, 拓展第三增长曲线。

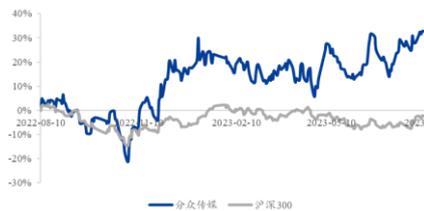
盈利预测与投资建议: 收入、利润维持前次预测, 预计23-25年营收134.1/156.0/176.8亿元, CAGR为15%; 归母净利润分别51.5/65.7/76.1亿元, CAGR为21%。给予23年30X PE, 目标市值1546亿元, 目标价10.71元, 维持“买入”评级。

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
总市值/流通市值 (百万元)	104995/104995
每股净资产 (元)	0.77
资产负债率 (%)	32.13
一年内最高/最低 (元)	7.55/4.21

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) 22 年报&23Q1 点评: 复苏趋势确立, 海外快速拓展
分众传媒 (002027.SZ) 首次覆盖: 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)	17.3	37.6	20.4	16.0	13.8
市净率 (P/B)	5.7	6.2	4.7	3.6	2.9

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

正文目录

一.	业绩回顾：自3月起业绩快速反弹，重回增长路径	3
1.1	收入端：梯媒恢复增长，影院媒体承压依旧	3
1.2	成本费用端：严控成本，降本增效成果显现	4
二.	点位变化：梯媒国内温和/海外快速拓展，影院媒体看市场动向	4
2.1	楼宇媒体：点位向一二线城市集中、海外快速拓展	4
2.2	影院媒体：随电影市场复苏，点位略有增长	5
三.	客户结构：快消品为基本盘，AI有望拓展中小客户	6
3.1	快消广告投放强势恢复，新能源汽车显著增长	6
3.2	积极拥抱AI潮流，有望拓展更多中小客户	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	8

图表目录

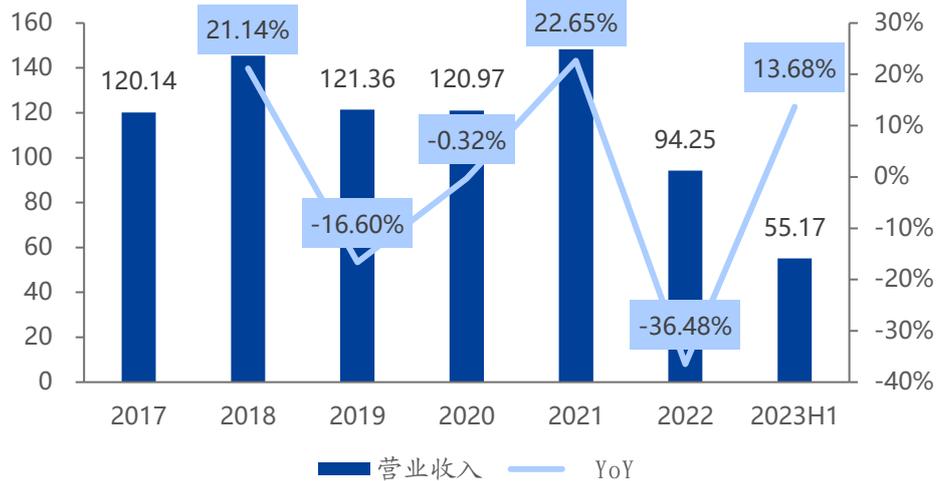
图表 1:	2017-23H1 分众传媒营收及增速	3
图表 2:	2017-23H1 分众梯媒点位收入情况	3
图表 3:	2017-23H1 分众影院媒体点位收入情况	3
图表 4:	2017-2023H1 分众传媒营业成本及其同比	4
图表 5:	2017-2023H1 分众传媒费用率	4
图表 6:	2017-23H1 分众传媒毛利率及净利率	4
图表 7:	17-23H1 分众传媒电梯电视媒体数及其增速	5
图表 8:	17-23H1 分众传媒按地区电梯电视媒体数(万)	5
图表 9:	17-23H1 分众传媒电梯海报媒体数及增速(万)	5
图表 10:	17-23H1 分众传媒按地区电梯海报媒体数(万)	5
图表 11:	17-23H1 分众传媒签约银幕数及增速	6
图表 12:	18-23H1 分众传媒各行业客户收入占比	6
图表 13:	17-23H1 快消、休闲娱乐、交通行业营收及同比(万)	6
图表 14:	分众传媒 2022A-2025E 业绩拆分与预测	8
图表 15:	分众传媒可比公司估值表	8

一. 业绩回顾：自3月起业绩快速反弹，重回增长路径

1.1 收入端：梯媒恢复增长，影院媒体承压依旧

23H1 公司营收逐渐脱离疫情影响步入正轨，增速明显改善。23H1 公司营业收入为 55.17 亿元 (YoY+13.69%)。

图表 1：2017-23H1 分众传媒营收及增速



数据来源：Wind，公司财报，华福证券研究所

23H1 梯媒单点位收入有所提升。23H1 梯媒点位数、单点收入双双上升，毛利率为 63.97% (+5.36pct)，上半年单点收入 1819 元 (YoY+8.80%)。梯媒是拉动公司业绩复苏的主要动力。我们认为，公司点位向高线城市集中、刊挂率对比 21 年同期仍有修复空间，预计公司梯媒单点收入持续稳步提升。

影院媒体业务滞后反馈，营收反弹未来可期。23H1 公司影院媒营收、单点收入均同比下降 3.80%。电影广告市场的复苏节奏具有一定的滞后性。23 年暑期档票房创新高，超过春节档，国内院线出现复苏信号，未来公司影院媒体营收有望迎来增长。

图表 2：2017-23H1 分众梯媒点位收入情况



数据来源：Wind，公司财报，华福证券研究所

注：2023H1 为上半年单点收入和成本

图表 3：2017-23H1 分众影院媒体点位收入情况



数据来源：Wind，公司财报，华福证券研究所

注：2023H1 为上半年单点收入和成本

1.2 成本费用端：严控成本，降本增效成果显现

公司致力于严格的成本管控模式，23H1 营业成本下降。上半年分众传媒营业成本 19.83 亿元(YoY-0.10%)。销售/管理/研发/财务费用率 18.62%/3.78%/0.60%/-0.97% (+0.15/-2.15/-0.24/-0.05pct)。23H1 销售费用 10.27 亿元 (YoY+14.65%)，主要源于公司销售业务费增加；管理费用 2.08 亿元 (YoY-27.53%)，研发费用 0.33 亿元 (YoY-19.15%)，主要系精简优化人员后职工薪酬支出下降所致。

图表 4：2017-2023H1 分众传媒营业成本及其同比



数据来源：Wind，公司财报，华福证券研究所

图表 5：2017-2023H1 分众传媒费用率



数据来源：Wind，公司财报，华福证券研究所

23H1 随疫后经济复苏、刊挂率修复，公司盈利能力显著提升，毛利率修复到 63.94% (+4.98pct)，净利率 40.35% (+10.86pct)，其中楼宇媒体业务营收占总收入 93.05% (+1.23pct)，毛利率 63.97% (+5.36pct)。

图表 6：2017-23H1 分众传媒毛利率及净利率



数据来源：Wind，公司财报，华福证券研究所

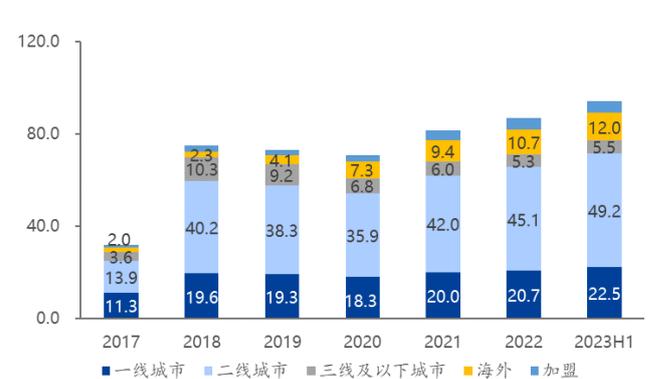
二. 点位变化：梯媒国内温和/海外快速拓展，影院媒体看市场动向

2.1 楼宇媒体：点位向一二线城市集中、海外快速拓展

公司电梯电视媒体点位数保持增长。截至 23 年 7 月底，总点位数 94.40 万个 (YoY+11.32%，包含加盟点位数 5.20 万个，境外子公司 12.00 万个)，点位向一二线城市集中，三线城市点位持续收缩，单点收入仍有提升空间。海外点位拓展顺利，海外电梯电视媒体总点位数 YoY+16.50%，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。

图表 7: 17-23H1 分众传媒电梯电视媒体数及其增速


数据来源：公司财报，华福证券研究所

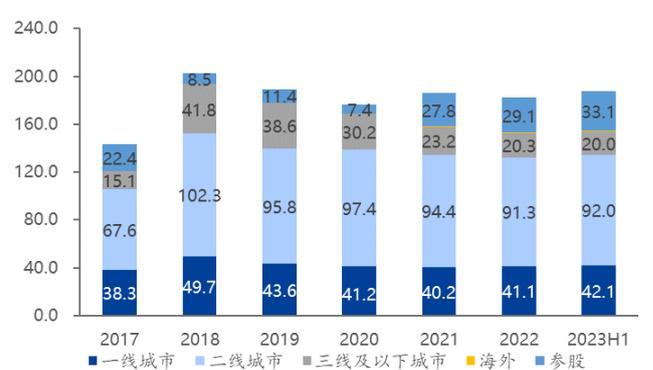
图表 8: 17-23H1 分众传媒按地区电梯电视媒体数(万)


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增长，截至 23 年 7 月底，达 187.8 万个 (YoY+3.36%)。公司在 一/二/三城市梯海报媒体分别为 42.10/92.00/20.0 万个，YoY 分别为 +4.21%/-0.11%/-5.21%，一线城市略有增加。

图表 9: 17-23H1 分众传媒电梯海报媒体数及增速(万)


数据来源：公司财报，华福证券研究所

图表 10: 17-23H1 分众传媒按地区电梯海报媒体数 (万)


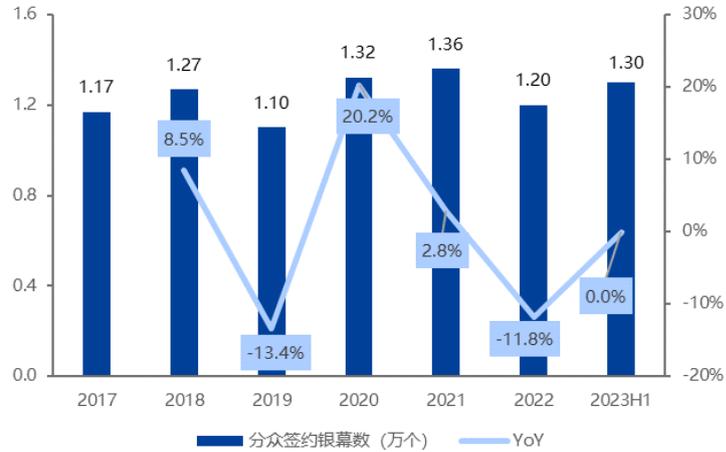
数据来源：公司财报，华福证券研究所

海外方面，公司希望构建中国品牌出海基建者。从地区看，22 年公司正式进入日本市场；23 年在越南市场正式运营基础上开始考察中东市场，未来将持续加大海外市场扩展力度，助力中国品牌出海。

2.2 影院媒体：随电影市场复苏，点位略有增长

23H1 影院媒体点位有所恢复，截至 23 年 7 月底约 1.30 万个，恢复至 22 年同期水平。23 年暑期档回暖趋势明显，影院媒体点位有望随需求恢复增长。

图表 11：17-23H1 分众传媒签约银幕数及增速



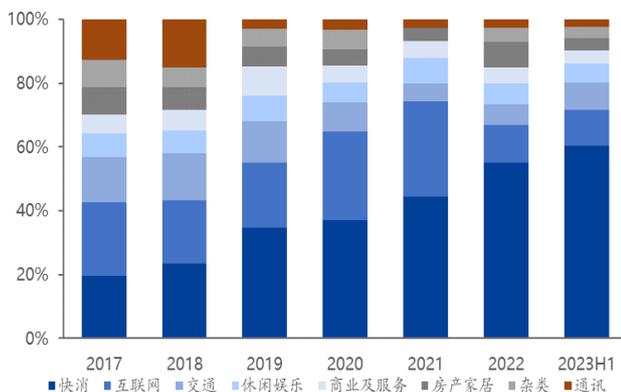
数据来源：公司财报，华福证券研究所

三、客户结构：快消品为基本盘，AI 有望拓展中小客户

3.1 快消广告投放强势恢复，新能源汽车显著增长

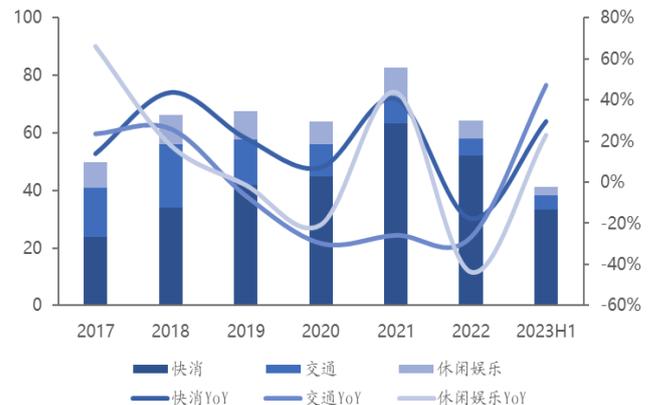
23H1，快消行业营收基本盘进一步巩固，引领业绩增长。1) 快消行业基本盘快速放量，23H1 疫情影响消退，多项鼓励民营经济政策出台，市场信心修复，广告主数量及投放预算持续增加，快消行业营收 33.40 亿元 (YoY+29.70%)，占比 60.54% (+7.47pct)，子行业中饮料/酒精/食品/医药保健分别占约 30%/15%/15%/15%，个护、化妆品和服饰占比均在 6%左右，其中饮料、医药保健行业上半年增速较快。医药保健类 2022 年实现同比正增长。2) 线下经济复苏休闲娱乐行业增加，休闲娱乐行业营收 3.18 亿元 (YoY+22.84%)。3) 汽车行业迎变局，新能源车投放大幅提升，23H1 交通业务营收 4.69 亿元 (YoY+47.19%) 占比 8.49% (+1.93pct)，交通类客户数量 YoY+28.63%，其中新能源汽车投放数量和客单价同比均有明显提升，

图表 12：18-23H1 分众传媒各行业客户收入占比



数据来源：Wind，公司财报，华福证券研究所

图表 13：17-23H1 快消、休闲娱乐、交通行业营收及同比(万)



数据来源：Wind，公司财报，华福证券研究所

价格方面，公司恢复提价节奏，在7月提价基础上，计划于24年初继续维持常规性提价，考虑到公司头部客户粘性高、品牌广告效益显著，提价凸显管理层信心。

3.2 积极拥抱 AI 潮流，有望拓展更多中小客户

AI 技术拓展更多广告主，带来增量空间。公司积极把握 AI 技术带来的机遇，通过对历史广告数据的深度挖掘，公司精心构造了独有的高质量数据集和合理的人工标注反馈数据，并能够在实际场景中持续迭代和优化，不断提升其能力。公司希望借助 AI 技术提高公司服务效率和综合能力，进而服务更多广告主，拓展第三增长曲线。我们认为，分众传媒在互联网快速发展时期把握产业红利，实现营收快速增长，未来在 AI 产业化竞争格局中，公司有望移用互联网行业广告积累的经验 and 口碑效应，实现新一轮营收增长。

四. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

维持前次预测，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 14：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：Wind，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，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 15：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	7.09	128.89	36.38	71.64	46.92	32.09	3.54	1.80	2.75	4.0
301102.SZ	兆讯传媒	25.21	73.25	30.44	38.18	22.69	17.11	2.41	1.92	3.23	4.2
605168.SH	三人行	76.51	113.77	22.53	15.45	11.09	8.63	5.05	7.36	10.26	13.1
300058.SZ	蓝色光标	8.58	214.18	41.05	(9.85)	33.05	27.02	5.22	(21.75)	6.48	7.9
600986.SH	浙文互联	6.05	80.27	27.27	99.34	28.70	23.66	2.94	0.81	2.80	3.3
301171.SZ	易点天下	19.35	95.56	36.96	36.46	32.38	24.55	2.59	2.62	2.95	3.8
	23PE平均						29.14				
	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；行情日为 23 年 8 月 10 日收盘价。

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。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