

投资评级 买入

上次评级 买入

冯翠婷 传媒互联网及海外 首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

分众传媒(002027.SZ): 23 年中报业绩高速增长, 客户和城市广告点位结构持续优化

2023 年 8 月 20 日

事件:分众传媒(002027.SZ)于 2023 年 8 月 9 日发布 2023 年度上半年度业绩: 营业收入 55.17 亿元, 同比增长 13.69%; 归母净利 22.31 亿元, 同比增长 59.00%; 扣非归母 19.72 亿元, 同比增长 82.62%; 基本每股收益 0.1545 元, 同比增长 58.95%。根据公司此前发布的 2023 半年度业绩预告, 23H1 归母净利预计区间为 21.5 亿元-22.8 亿元, 可看到 23H1 归母净利位于区间内中值上下, 符合业绩预告指引。经拆分, 公司 23Q2 单季度收入 29.4 亿元, 同比+54%, 环比+14.3%。单季度归母净利为 12.9 亿元, 同比+172%, 环比+37%。

公司 23H1/23Q2/23Q1/22H1 毛利率分别为 63.9%/65.8%/61.8%/59.0%, 销售费用率分别为 18.6%/18.5%/18.8%/18.5%, 管理费用率分别为 3.8%/2.8%/4.9%/5.9%, 研发费用率分别为 0.6%/0.5%/0.7%/0.8%, 归母净利率分别为 40.45%/43.9%/36.6%/28.9%。分产品看, 楼宇媒体上半年收入 51.3 亿元, 占比 93.05%; 影院媒体收入为 3.76 亿元, 占比 6.82%, 其他媒体及其他占比 0.13%。其中楼宇媒体毛利率达到 63.97%, 比上年同期增加 5.36%。23H1 楼宇媒体设备单点位收入 1919 元, 单点位成本 655.4 元。

截至 2023 年 7 月 31 日, 公司电梯电视媒体设备共计 94.4 万台, 同 2022 年底相比增幅为 8.8%。其中自营设备约 89.2 万台(包括境外子公司的媒体设备约 12 万台), 加盟 5.2 万台。电梯海报媒体共计 187.8 万台, 同 2022 年底相比增速为 3.1%。其中自营设备约 154.7 万台(包含境外 0.6 万台), 参股 33.1 万台。汇总看, 截至 23H1 公司楼宇媒体(主要包括电梯电视媒体和电梯海报媒体等)合计为 282.2 万台, 同 22 年底 269 万台相比增幅为 4.9%。截至 23H1 影院媒体合作影院 1827 家, 约 1.3 万个影厅。

点评:

➢ 国内经济逐渐复苏带动广告市场向好, 公司作为梯媒龙头占据线下核心广告资源点位叠加刊例价格的提升, 有望持续受益。根据 CTR 媒介数据显示, 23H1 广告市场整体花费同比上涨 4.8% (22H1 同比增速 -11.8%), 其中电梯 LCD 和电梯海报同比均上涨双位数, 影院视频广告花费同比由负转正。分月来看广告市场自 3 月恢复正增长, 4、5 月同比持续增长两位数。23Q2 单季度来看, 收入端自 2021 年第四季度转负开始首次同比增速转正, 达到+54%, 归母净利端自 23Q1 增速恢复转正后, 同比+172%, 而 23Q1 增速仅为 1.34%。同时刊例价方面, 今年一季度公司并没有提价, 而自 2023 年 7 月起开始调整, 其电梯电视媒体网络, 电梯海报, 电梯智能屏三种媒体的刊例价格涨幅均在 10%。

价格的年中上调可以侧面彰显出广告市场需求端的景气度恢复，为下半年以及明年的业绩打好一定的基础。

- **城市广告点位持续优化，积极有序的加大优质资源点位的拓展力度，提高运营效率。**截至 2023 年中，公司电梯电视自营媒体中一线、二线、三线及以下城市分别为 22.5、49.2、5.5 万台，同 2022 年底的变动幅度分别为 8.7%、9.1%、3.8%。电梯海报自营媒体中一线、二线、三线及以下城市分别为 42.1、92、20 万台，同 2022 年底的变动幅度分别为 2.4%、0.8%、-1.5%。一二线城市变动幅度明显好于三线及以下城市，效率低的广告点位的减少有利于公司实现降本增效。
- **持续优化客户结构，为业绩增长提供积极的长效驱动力。**公司显著增加消费品类、汽车品类客户占比，从 23H1 楼宇媒体及其他收入构成分析，日用消费品占比 57.18%，同比增加 32.54%。交通占比 6.53%，同比增加 28.63%，而互联网和房产家居同比分别减少 7.9%和 44.87%。根据 CTR 媒介数据，23H1 广告市场头部榜单里，饮料、食品等快消品行业保持着较大的投放体量，广告花费同比分别上涨 11.2%和 2.1%。我们认为随着消费的逐渐复苏，快消品行业对广告的需求将加大，分众有望受益于消费复苏带来的客户广告预算投入的增加。
- **公司垂直营销模型已完成部署，正持续微调和迭代，有望赋能广告业务。**分众和国内领先开源大模型厂商北京智谱合作共同开发大模型，目前已完成领域微调工作，通过输入一万个广告语+上百个范式来培养模型语感。通过 AI 大模型，分众目标在于：1) 提升大中型客户服务能力；2) 提升小客户自助投放能力，在 AI 赋能下，开拓 5 万个年投放 10 万的中小客户。我们认为，基于分众多年龙头地位接触到的客户庞大的数据量，通过对历史广告数据的深度挖掘，其营销垂类模型的能力值得预期，如在广告创意生成、策略制定、投放优化等诸多方面上的应用。

投资建议：分众作为国内梯媒行业的龙头，享有议价权，公司坚持优化客户结构和点位资源，互联网热潮后公司又重新寻得新的增长方向，AI 侧公司一方面布局垂直营销模型服务客户，另一方面有望受益于 AI 应用的后续爆发带来的广告推广。我们预计，公司 2023-2025 年营业收入分别为 128.97 亿元、147.83 亿元、170.23 亿元，归母净利分别为 51.43 亿元、60.17 亿元、69.73 亿元，对应 PE 分别为 20.08、17.16、14.81 倍，维持买入评级。

风险因素：市场竞争加剧、行业政策变化、宏观经济与广告大盘恢复不及预期等风险。

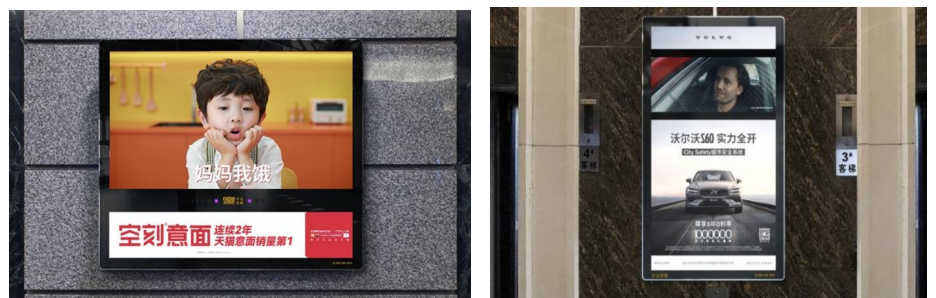
重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	14,836	9,425	12,897	14,783	17,023
增长率 YoY %	22.6%	-36.5%	36.8%	14.6%	15.2%
归母净利润(百万元)	6,063	2,790	5,143	6,017	6,973
增长率 YoY%	51.4%	-54.0%	84.3%	17.0%	15.9%
毛利率%	67.5%	59.7%	64.9%	67.1%	69.6%
净资产收益率ROE%	33.0%	16.5%	25.3%	24.4%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.19	0.36	0.42	0.48
市盈率 P/E(倍)	17.03	37.01	20.08	17.16	14.81
市净率 P/B(倍)	5.62	6.09	5.07	4.18	3.43

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价

公司主要产品矩阵: 楼宇媒体 (主要包括电梯电视媒体和电梯海报媒体等) 和影院银幕广告媒体等。

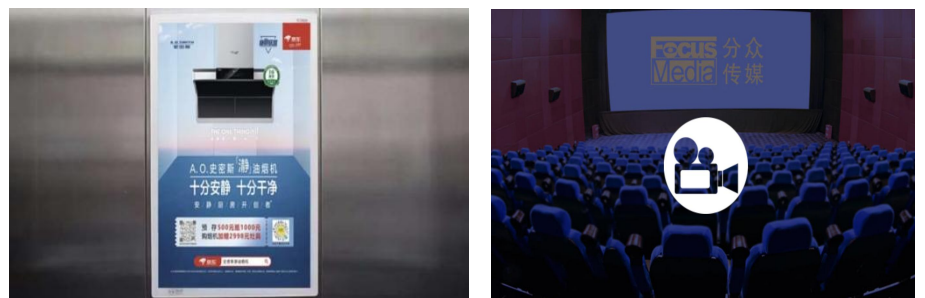
- 1) 电梯电视: 主要安放在电梯口, 滚动循环播出, 日覆盖总人口超 4 亿。2018 年, 阿里巴巴战略入股分众, 阿里赋能下, 分众数字化变革成效显著。
- 2) 电梯智能屏: 具有多维标准, 精准定向功能全屏或分屏、视频或画面, 根据创意随心组合 30 万块电梯智能屏, 覆盖全国约 60 个核心城市。
- 3) 电梯海报: 主要位于电梯内, 狭小必经空间形成较高广告关注度。
- 4) 晶视影院: 分众晶视影院锁定 20-40 岁年轻时尚人群, 收视聚焦度较高、音效震撼使有限的映前广告具有较高的关注度与回忆度。

图 1: 分众电梯电视媒体&智能屏媒体



资料来源: 分众传媒案例集小程序, 信达证券研发中心

图 2: 分众电梯海报媒体&影院广告媒体



资料来源: 分众传媒案例集小程序, 信达证券研发中心

表 1：2017-2023H1 自营楼宇媒体数量（万台）和影院媒体合作数量（家）

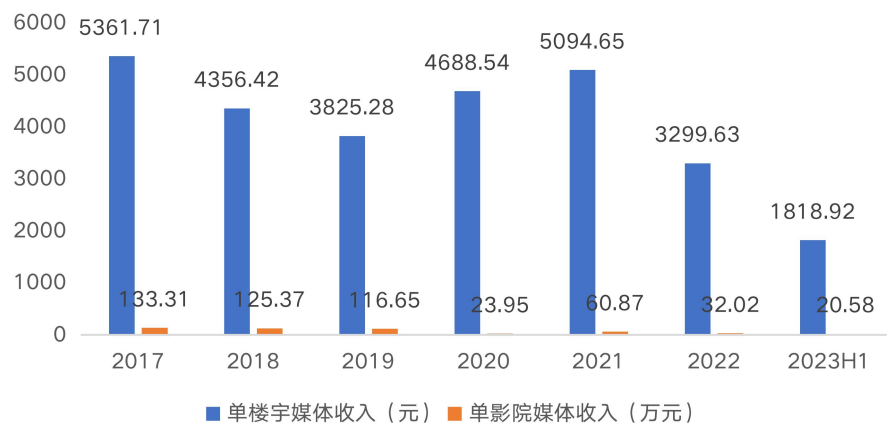
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
自营楼宇媒体	151.5	266.2	248.9	237.1	235.4	234.9	243.9
yoy		75.7%	-6.5%	-4.7%	-0.7%	-0.2%	4.2%
影院媒体合作	1750	1900	1700	2000	1927	1680	1827
yoy		8.6%	-10.5%	17.6%	-3.7%	-12.8%	0.8%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 2：2017-2023H1 分业务收入及占比

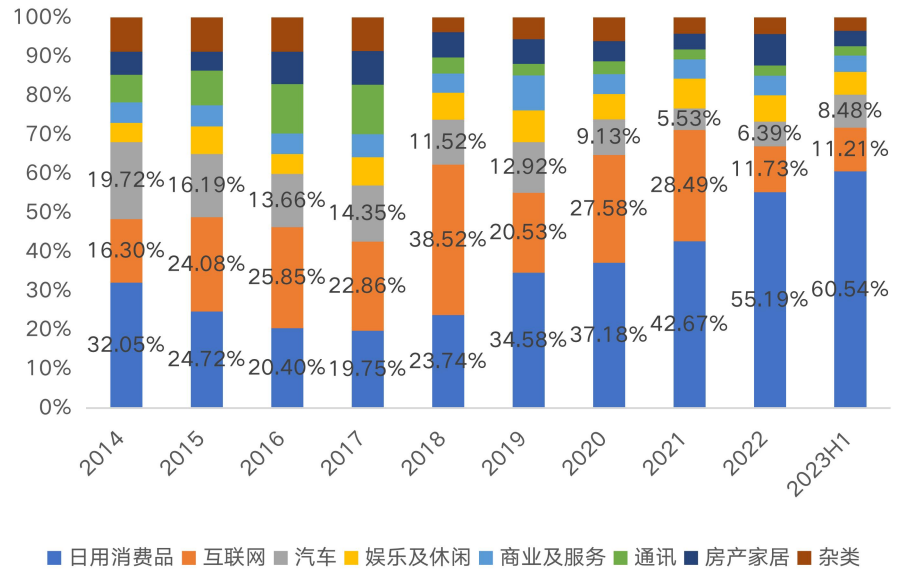
单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
楼宇媒体收入	93.83	120.76	100.49	115.76	136.18	88.76	51.33
yoy	15.99%	28.70%	-16.79%	15.20%	17.64%	-34.82%	15.21%
收入占比	78.11%	82.99%	82.80%	95.69%	91.78%	94.18%	93.04%
毛利率变化	76.70%	70.09%	47.76%	64.13%	71.00%	58.70%	63.97%
影院媒体收入	23.33	23.82	19.83	4.79	11.73	5.38	3.76
yoy	14.14%	2.10%	-16.75%	-75.84%	144.89%	-54.13%	-3.80%
收入占比	19.42%	16.37%	16.34%	3.96%	7.91%	5.71%	6.82%
其他媒体及其他	2.97	0.94	1.04	0.43	0.46	0.12	0.07
收入占比	2.47%	0.65%	0.86%	0.36%	0.31%	0.13%	0.13%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：2017-2023H1 单楼宇媒体收入（元）和单影院媒体收入（万元）


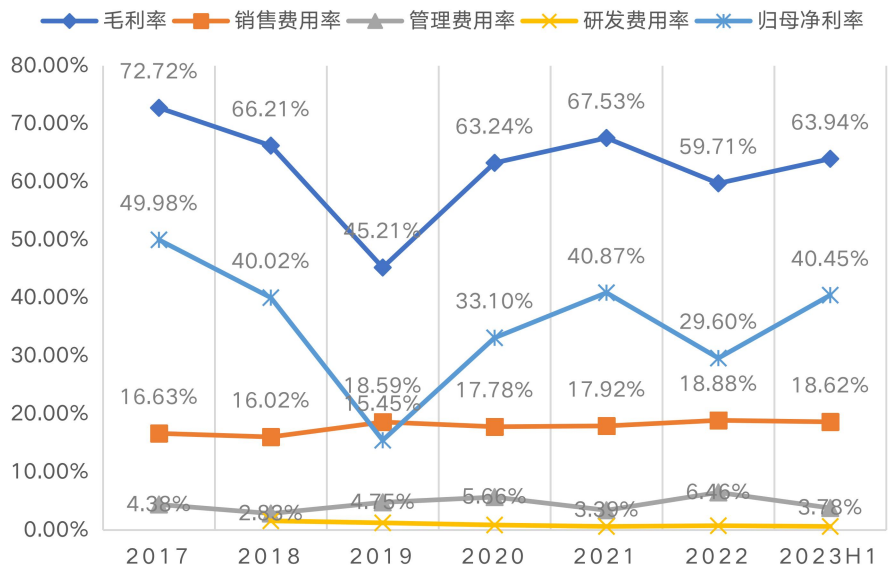
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：2014-2023H1 分行业客户收入占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：2017-2023H1 分众毛利率、费用率、归母净利率变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资产负债表		单位： 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	11,711	12,488	15,809	20,635	25,939	
货币资金	4,296	3,280	5,028	9,049	13,649	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	2,979	1,472	2,667	3,183	3,610	
预付账款	112	107	113	97	103	
存货	10	13	20	28	23	
其他	4,314	7,615	7,981	8,278	8,553	
非流动资产	13,845	12,751	12,850	13,087	13,461	
长期股权投资	1,600	1,880	2,180	2,480	2,780	
固定资产 (合计)	915	592	390	223	140	
无形资产	15	12	12	17	22	
其他	11,314	10,266	10,268	10,368	10,519	
资产总计	25,555	25,239	28,659	33,722	39,399	
流动负债	5,770	6,972	7,001	7,744	8,024	
短期借款	21	12	42	57	62	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	206	138	150	174	166	
其他	5,543	6,822	6,809	7,512	7,796	
非流动负债	1,102	971	921	871	821	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	1,102	971	921	871	821	
负债合计	6,873	7,943	7,922	8,614	8,844	
少数股东权益	303	347	378	414	471	
归属母公司股东 权益	18,379	16,949	20,360	24,694	30,084	
负债和股东权益	25,555	25,239	28,659	33,722	39,399	
重要财务指标	单位： 百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	14,836	9,425	12,897	14,783	17,023	
同比(%)	22.6%	-36.5%	36.8%	14.6%	15.2%	
归属母公司 净利润	6,063	2,790	5,143	6,017	6,973	
同比(%)	51.4%	-54.0%	84.3%	17.0%	15.9%	
毛利率(%)	67.5%	59.7%	64.9%	67.1%	69.6%	
ROE(%)	33.0%	16.5%	25.3%	24.4%	23.2%	
EPS (摊薄) (元)	0.42	0.19	0.36	0.42	0.48	
P/E	17.03	37.01	20.08	17.16	14.81	
P/B	5.62	6.09	5.07	4.18	3.43	
EV/EBITDA	11.38	15.16	15.10	12.45	10.06	

利润表		单位： 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	14,836	9,425	12,897	14,783	17,023	
营业成本	4,817	3,797	4,533	4,865	5,171	
营业税金及附加	80	178	71	80	92	
销售费用	2,658	1,779	2,467	2,804	3,288	
管理费用	503	609	668	733	782	
研发费用	89	69	75	86	94	
财务费用	-169	-110	-11	-39	-101	
减值损失合计	-71	16	15	16	17	
投资净收益	268	555	645	591	511	
其他	689	-167	715	691	533	
营业利润	7,745	3,507	6,470	7,552	8,757	
营业外收支	-12	-7	-12	-12	-12	
利润总额	7,733	3,500	6,458	7,540	8,745	
所得税	1,621	660	1,284	1,487	1,716	
净利润	6,112	2,839	5,174	6,053	7,029	
少数股东损益	48	49	31	36	56	
归属母公司净利润	6,063	2,790	5,143	6,017	6,973	
EBITDA	10,268	6,333	6,690	7,788	9,175	
EPS (当年) (元)	0.42	0.19	0.36	0.42	0.48	
现金流量表	单位： 百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	9,590	6,699	3,875	6,310	7,078	
净利润	6,112	2,839	5,174	6,053	7,029	
折旧摊销	3,157	3,014	673	683	748	
财务费用	100	112	38	37	35	
投资损失	-268	-555	-645	-591	-511	
营运资金变动	340	536	-1,420	84	-366	
其它	150	753	56	45	143	
投资活动现金流	-2,430	-2,909	-188	-339	-521	
资本支出	-246	-94	-325	-425	-524	
长期投资	-308	-1,769	-600	-600	-500	
其他	-1,876	-1,045	737	685	504	
筹资活动现金流	-7,551	-4,701	-1,935	-1,949	-1,958	
吸收投资	5	6	0	0	0	
借款	29	0	30	15	5	
支付利息或股息	-4,666	-1,900	-1,915	-1,914	-1,913	
现金净增加额	-394	-891	1,752	4,021	4,600	

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice金牌分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有5年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业2年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业3年，覆盖传媒互联网赛道。2023年加入信达证券研发中心，目前主要专注于美股研究以及结合海外映射对A股、港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。