

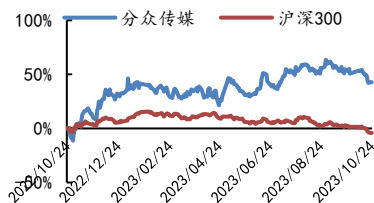
23Q3 点评：广告淡季收入仍环比增长，降本增效利润持续释放

投资评级：买入（上调）

报告日期：2023-10-24

收盘价（元）	6.77
近 12 个月最高/最低（元）	7.83/3.98
总股本（百万股）	14,442
流通股本（百万股）	14,442
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	977.7
流通市值（亿元）	977.7

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

- 公司点评：快手-W 23Q3 前瞻：淡季 GMV 仍保持高增速，公司盈利能力持续改善 2023-10-23
- 公司深度：中手游：游戏研运发行全链路发展，打造多元化 IP 游戏生态体系 2023-10-20
- 公司深度：三七互娱：全球化发行实力强劲，优秀产品进入收获期 2023-10-13
- 公司深度：网易-S：聚焦长板，基业长青 2023-10-10
- 公司深度：吉比特：游戏研运实力稳健，彰显长期配置价值 2023-09-15
- 公司点评：携程集团 (9961.HK)：2Q23 业绩点评：需求改善与经营优化共振，业绩呈现强增长 2023-09-11

主要观点：

● 事件

公司发布 2023 年三季报，23Q3 公司实现收入 31.58 亿，yoy +25.4%，qoq +7.4%；实现归母净利润 13.7 亿元，同比增长 88.48%，qoq +6.2%，净利率达 43.4%。

前三季度公司实现收入 86.75 亿，同比增长 17.71%；实现归母净利润 36.0 亿，同比增长 69.06%，净利率达 41.5%。

● 需求侧：暑期叠加中秋国庆，广告主投放需求显著回暖

CTR 数据显示，23 年 7 月/8 月广告市场同比上涨 8.7%/5.0%。其中，23 年 7 月/8 月电梯 LCD 上的广告花费同比增加 25.8%/24.1%；电梯海报上的广告花费同比增长 1.6%/2.9%；影院视频上的广告花费同比增长 338.4%/104.5%。

从头部广告主情况看，23 年 1-8 月电梯 LCD 广告投放 TOP5 为农夫山泉、德佑、飞鹤、小猿、易开得，均为分众客户；从广告主行业结构看，23 年 1-8 月电梯 LCD 广告投放同比增速 TOP3 的行业分别是家用电器、化妆品/浴室用品、娱乐及休闲，广告花费同比均翻倍。

● 供给侧：点位质、量双升，巩固公司护城河

1) 电梯电视媒体：截至 23 年 7 月，公司电梯电视媒体总点位数约 94.4 万台（同比增长 11.3%），其中自营设备约 89.2 万。自营设备的点位结构持续优化，一线城市点位达 22.5 万台（同比增长 9.2%），二线城市点位达 49.2 万台（同比增长 12.8%），三线及以下城市点位达 5.5 万台（同比下降 3.5%），境外点位数达 12.0 万台（同比增长 16.5%）。

2) 电梯海报媒体：截至 23 年 7 月，公司电梯海报媒体总点位数约 187.2 万台（同比增长 3.2%），其中自营设备约 154.7 万台（同比增长 0.5%）。自营设备持续淘汰低线点位，一线城市点位达 42.1 万台（同比增长 4.2%），二线城市点位达 92.0 万台（同比持平），三线及以下城市点位达 20.0 万台（同比下降 5.2%），境外点位数达 0.6 万台（同比增长 0.4%）。

● 23 年 7 月、24 年 1 月接连提升刊例价，经营杠杆有望进一步释放

7 月 9 日，公司在互动平台表示，电梯电视媒体、电梯海报媒体、电梯智能屏三种媒体的刊例价格自 2023 年 7 月起涨价，涨幅均在 10%；在宏观环境无重大变化的前提下，公司预计明年 1 月仍将继续维持常规性价格上调政策。

由于租金成本相对刚性，在刊例价上涨、点位结构持续优化的情况下，公司经营杠杆进一步释放，23Q3 归母净利率达 43.4%，同比提升 14.5pp。

● 投资建议

预计公司 23E-25E 营业收入分别为 123.75/157.95/177.34 亿元（前值为 130.5/150.7/166.0 亿元），归母净利润分别为 51.63/67.79/77.33

亿元 (前值为 45.1/57.0/66.8 亿元), 上调 “买入” 评级。

● 风险提示

宏观经济持续承压; 广告需求恢复不及预期; 行业竞争加剧

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9425	12375	15795	17734
收入同比 (%)	-36.5%	31.3%	27.6%	12.3%
归属母公司净利润	2790	5163	6779	7733
净利润同比 (%)	-54.0%	85.1%	31.3%	14.1%
毛利率 (%)	59.7%	66.3%	68.8%	69.3%
ROE (%)	16.5%	32.2%	29.7%	25.3%
每股收益 (元)	0.19	0.36	0.47	0.54
P/E	34.58	18.94	14.42	12.64
P/B	5.69	6.09	4.28	3.20
EV/EBITDA	15.16	16.86	11.97	9.60

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12488	7140	14384	22611	营业收入	9425	12375	15795	17734
现金	3280	-369	6774	14900	营业成本	3797	4168	4933	5450
应收账款	1472	80	102	115	营业税金及附加	178	245	297	315
其他应收款	40	0	0	0	销售费用	1779	2189	2747	3048
预付账款	107	0	0	0	管理费用	609	419	519	565
存货	13	0	0	0	财务费用	-110	-80	-158	-177
其他流动资产	7575	7429	7508	7596	资产减值损失	16	-49	-63	-70
非流动资产	12751	12329	11932	11515	公允价值变动收益	-494	29	79	89
长期投资	1880	1731	1618	1498	投资净收益	555	438	512	557
固定资产	592	335	65	-216	营业利润	3507	6270	8337	9510
无形资产	12	-3	-18	-33	营业外收入	4	8	11	12
其他非流动资产	10266	10266	10266	10266	营业外支出	11	8	10	11
资产总计	25239	19469	26316	34127	利润总额	3500	6270	8338	9511
流动负债	6972	2119	2119	2119	所得税	660	1121	1491	1700
短期借款	12	12	12	12	净利润	2839	5149	6847	7811
应付账款	138	0	0	0	少数股东损益	49	-14	68	78
其他流动负债	6822	2106	2106	2106	归属母公司净利润	2790	5163	6779	7733
非流动负债	971	971	971	971	EBITDA	6333	5988	7835	8928
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.19	0.36	0.47	0.54
其他非流动负债	971	971	971	971					
负债合计	7943	3089	3089	3089					
少数股东权益	347	333	402	480					
股本	328	328	328	328					
资本公积	381	381	381	381					
留存收益	16240	15338	22116	29849					
归属母公司股东权益	16949	16047	22825	30558					
负债和股东权益	25239	19469	26316	34127					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6699	1982	6685	7623	成长能力				
净利润	2839	5149	6847	7811	营业收入	-36.5%	31.3%	27.6%	12.3%
折旧摊销	3014	377	389	401	营业利润	-54.7%	78.8%	33.0%	14.1%
财务费用	112	0	0	0	归属于母公司净利润	-54.0%	85.1%	31.3%	14.1%
投资损失	-555	-438	-512	-557	获利能力				
营运资金变动	536	-3046	80	102	毛利率(%)	59.7%	66.3%	68.8%	69.3%
其他经营现金流	3056	8135	6648	7574	净利率(%)	29.6%	41.7%	42.9%	43.6%
投资活动现金流	-2909	434	458	504	ROE(%)	16.5%	32.2%	29.7%	25.3%
资本支出	-94	-104	-104	-104	ROIC(%)	13.4%	24.0%	23.5%	20.7%
长期投资	-1769	71	-29	-39	偿债能力				
其他投资现金流	-1045	467	591	646	资产负债率(%)	31.5%	15.9%	11.7%	9.1%
筹资活动现金流	-4701	-6066	0	0	净负债比率(%)	45.9%	18.9%	13.3%	10.0%
短期借款	-9	0	0	0	流动比率	1.79	3.37	6.79	10.67
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.38	2.08	5.49	9.38
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.37	0.55	0.69	0.59
其他筹资现金流	-4693	-6066	0	0	应收账款周转率	4.23	—	—	—
现金净增加额	-891	-3649	7143	8126	应付账款周转率	22.06	—	—	—

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益	0.19	0.36	0.47	0.54	P/E	34.58	18.94	14.42	12.64
每股经营现金流 (摊薄)	0.46	0.14	0.46	0.53	P/B	5.69	6.09	4.28	3.20
每股净资产	1.17	1.11	1.58	2.12	EV/EBITDA	15.16	16.86	11.97	9.60

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。