

分众传媒 (002027.SZ)

外部环境改善，广告需求有望复苏

买入

核心观点

外部环境压制公司 2022 年业绩表现，2023 年第一季度经营性现金流提升 28%。 1) 2022 年公司实现营业收入为 94.2 亿元，同比下降 36.5%；归母净利润 27.9 亿元，同比下降 54.0%，营收与净利润大幅下滑主要受宏观经济等外部环境影响；2) 2023 年第一季度公司收入 25.7 亿元，同比下降 12.4%；归母净利润 9.4 亿元，同比提升 1.3%；经营活动产生的现金流净额为 20.7 亿元，同比提升 27.9%，主要由于收入降幅收窄、员工数量下降、员工薪酬调整及税费的下降。

外部因素影响公司表现，点位优势仍持续巩固。 1) 2022 年受国内外宏观环境影响广告投放疲软，据 CTR 数据国内广告花费同比下降 11.8%。从结构来看，日用消费品类占比从 2017 年的 19.8% 提升至 2022 年的 52.4%，其中食品和药品的表现尤其突出。同时，头部品牌的投放总体而言仍相对稳定，存在持续曝光的需求。互联网客户方面，由于电商类广告主和新经济类互联网广告主的广告花费受到较大冲击，收入占比从 2021 年的 27.1% 下降至 2022 年的 11.1%。2) 公司构建了国内最大的城市生活圈媒体网络，资源优势显著。截至 2023 年 3 月末，公司拥有电梯电视媒体自营设备 83.3 万台、电梯海报媒体自营设备 152.5 万个；影院媒体合作影院 1680 家，约 1.2 万个影厅；一二线城市和境外点位数提升。

互联网、日用消费品、交通类客户需求改善，AI 技术发展有望提升公司运营实力。 2023 年一季度，互联网客户的下滑比例明显收窄，其中电商类客户实现正增长；日用消费品客户表现优于大盘，与去年同期基本持平，其中饮料、医疗保健、化妆品类客户实现较好的增长；新能源汽车投放量价提升推动交通类客户收入实现双位数的同比增长。此外，公司探索 AI 技术的应用，如通过 AI 驱动行业解决方案，借此丰富自身的广告创意生成、广告策略制定、广告投放优化、广告数据分析等多方面的能力。

风险提示：宏观经济波动；竞争加剧；技术进步导致媒体环境变化等。

投资建议：广告需求有望逐步释放，公司点位优势显著，维持“买入”评级。我们上调 23/24 年盈利预期，预计 2023-25 年归母净利润分别为 47.67/57.96/67.08 亿（原 23-24 年为 46.92/52.94 亿），同比增长 70.9%/21.6%/15.7%；摊薄 EPS=0.33/0.40/0.46 元，当前股价对应 PE=21/18/15x。公司为国内最大的生活圈媒体平台，点位优势十分显著，AI 技术有望推动公司运营效率提升，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,836	9,425	12,818	14,612	16,366
(+/-%)	22.6%	-36.5%	36.0%	14.0%	12.0%
净利润(百万元)	6,063	2,790	4,767	5,796	6,708
(+/-%)	51.4%	-54.0%	70.9%	21.6%	15.7%
每股收益(元)	0.42	0.19	0.33	0.40	0.46
EBIT Margin	45.7%	32.5%	41.8%	45.4%	46.9%
净资产收益率 (ROE)	33.0%	16.5%	23.5%	23.8%	23.1%
市盈率 (PE)	16.9	36.6	21.4	17.6	15.2
EV/EBITDA	15.0	31.8	19.0	15.7	13.7
市净率 (PB)	5.56	6.03	5.04	4.20	3.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·广告营销

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	7.25 元
总市值/流通市值	104706/104706 百万元
52 周最高价/最低价	7.46/4.24 元
近 3 个月日均成交额	953.99 百万元

市场走势



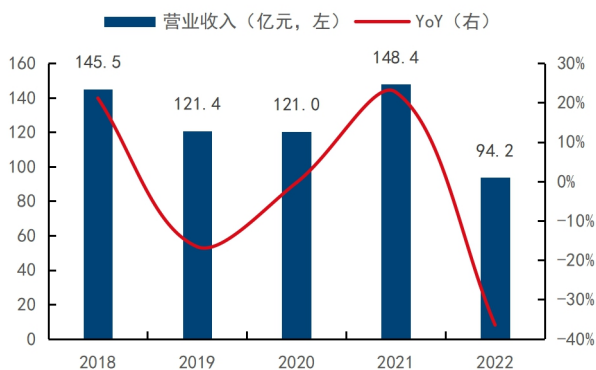
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《分众传媒 (002027.SZ) -业绩持续下滑，关注外部因素变化》——2022-10-31
- 《分众传媒 (002027.SZ) -外部环境压制业绩表现，关注下半年修复进度》——2022-08-24
- 《分众传媒 (002027.SZ) -疫情导致业绩大幅下滑，关注复苏进度与长期竞争力提升》——2022-07-15
- 《分众传媒 (002027.SZ) -疫情压制短期业绩表现，关注长期竞争力提升》——2022-05-09
- 《分众传媒-002027-2021 年三季报点评：业绩稳健，关注广告市场需求周期变化》——2021-11-05

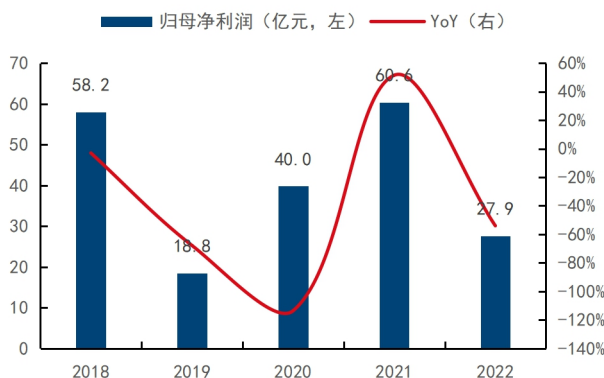
2022 年公司受到经济环境影响较大，2023 年第一季度经营性现金流提升 28%。1) 2022 年，公司受到经济下行的影响，收入为 94.2 亿元，同比下降 36.5%；其中，楼宇/影院媒体收入分别为 88.8/5.4 亿元，分别同比下降 34.8%/54.2%；归母净利润 27.9 亿元，同比下降 54.0%；2) 2023 年第一季度，公司收入 25.7 亿元，同比下降 12.4%，环比 2022 年第四季度收窄 31.9 个百分点；归母净利润 9.4 亿元，同比提升 1.3%；经营活动产生的现金流净额为 20.7 亿元，同比提升 27.9%，主要由于员工数量下降、员工薪酬调整及税费的下降。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



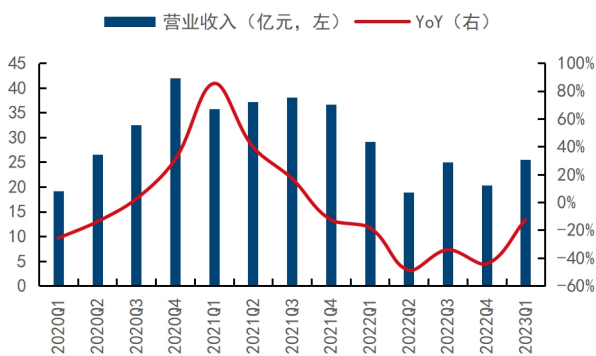
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、1%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

外部因素影响公司表现，点位优势仍持续巩固。1) 2022 年国内外宏观环境影响，广告投放疲软，据 CTR（央视市场研究股份有限公司）数据，按照刊例价计算，2022 年国内广告花费同比下降 11.8%。从广告主结构来看，日用消费品类占比从 2017 年的 19.8% 提升至 2022 年的 52.4%，其中食品和药品的表现尤其突出。同时，头部品牌的投放总体而言仍相对稳定，存在持续曝光的需求。互联网客户方面，由于电商类广告主和新经济类互联网广告主的广告花费受到较大冲击，收入占比从 2021 年的 27.1% 下降至 2022 年的 11.1%。2) 公司构建了国内最大的城市生活圈媒体网络，覆盖城市主流消费人群，资源优势显著。截至 2023 年 3 月 31 日，公司拥有电梯电视媒体自营设备 83.3 万台、电梯海报媒体自营设备 152.5 万个，

一二线城市和境外媒体数量持续提升，渠道结构优化；影院媒体合作影院 1680 家，约 1.2 万个影厅，一线城市媒体数量提升、境外媒体数量大幅增长。

表1: 公司媒体数量情况

媒体类型 (万台)	媒体覆盖范围	2023/3/31 媒体数量	2022/12/31 媒体数量	2021/12/31 媒体数量	2021/12/31 至 2023/3/31 变动幅度	
电梯电视媒体	自营媒体	一线城市	21	20.7	20	5.00%
		二线城市	45.8	45.1	42	9.00%
	加盟	三线及以下城市	5.2	5.3	6	-13.30%
		境外	11.3	10.7	9.4	20.20%
	小计		5	5	4.1	22.00%
	小计		88.3	86.8	81.5	8.30%
电梯海报媒体	自营媒体	一线城市	41.1	41.1	40.2	2.20%
		二线城市	90.9	91.3	94.4	-3.70%
	参股	三线及以下城市	20.1	20.3	23.2	-13.40%
		境外	0.4	0.4	0.2	100.00%
	小计		30.2	29.1	27.8	8.60%
	小计		182.7	182.2	185.8	-1.70%
合计		271	269	267.3	1.40%	

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

互联网、日用消费品、交通类客户需求改善，AI 技术发展有望提升公司的运营实力。2023 年第一季度，互联网客户的下滑比例明显收窄，其中电商类客户实现正增长；而日用消费品客户表现优于大盘，与去年同期基本持平，其中饮料、医疗保健、化妆品类客户实现较好的增长；另外新能源汽车投放量价提升推动交通类客户收入实现双位数的同比增长。此外，公司探索 AI 技术的应用，例如通过 AI 驱动行业解决方案，借此丰富自身的广告创意生成、广告策略制定、广告投放优化、广告数据分析等多方面的能力。

投资建议：考虑到互联网类、消费品类、交通类广告主推动需求复苏，我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 47.67/57.96/67.08 亿元（原 23-24 年为 46.92/52.94 亿元），同比增长 70.9%/21.6%/15.7%；摊薄 EPS=0.33/0.40/0.46 元，当前股价对应 PE=21/18/15x。公司为国内最大的生活圈媒体平台，点位优势十分显著，AI 技术有望推动公司运营效率提升，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
605168.SH	三人行	增持	138.00	140	7.26	10.13	13.10	19	14	11
002027.SZ	分众传媒	买入	7.25	1047	0.19	0.33	0.41	38	22	18

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4296	3280	6838	11859	17186	营业收入	14836	9425	12818	14612	16366
应收款项	3038	1512	1756	2002	2242	营业成本	4817	3797	5125	5537	5959
存货净额	10	13	18	20	22	营业税金及附加	80	178	243	276	310
其他流动资产	423	319	434	495	554	销售费用	2658	1779	1730	1753	1964
流动资产合计	11711	12488	16409	21738	27367	管理费用	497	605	359	409	458
固定资产	920	597	618	641	660	研发费用	5	4	0	0	0
无形资产及其他	15	12	11	11	10	财务费用	(169)	(110)	(126)	(162)	(282)
投资性房地产	11310	10262	10262	10262	10262	投资收益	268	555	555	555	555
长期股权投资	1600	1880	1930	1980	2030	资产减值及公允价值变动	334	(510)	30	30	30
资产总计	25555	25239	29231	34632	40330	其他收入	189	286	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	2022	2068	1383	1824	1759	营业利润	7745	3507	6073	7383	8543
应付款项	206	138	190	207	225	营业外净收支	(12)	(7)	(7)	(7)	(7)
其他流动负债	3542	4766	5594	6009	6580	利润总额	7733	3500	6066	7375	8536
流动负债合计	5770	6972	7167	8040	8563	所得税费用	1621	660	1213	1475	1707
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	48	49	85	104	120
其他长期负债	1102	971	971	971	972	归属于母公司净利润	6063	2790	4767	5796	6708
长期负债合计	1102	971	971	971	972	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6873	7943	8137	9011	9535	净利润	6063	2790	4767	5796	6708
少数股东权益	303	347	407	480	564	资产减值准备	86	(87)	(1)	(0)	(0)
股东权益	18379	16949	20286	24343	29039	折旧摊销	479	402	460	460	460
负债和股东权益总计	25555	25239	28830	33834	39138	公允价值变动损失	(334)	510	(30)	(30)	(30)
关键财务与估值指标						财务费用	(169)	(110)	(126)	(162)	(282)
每股收益	0.42	0.19	0.33	0.40	0.46	营运资本变动	(1277)	3612	515	124	288
每股红利	0.32	0.13	0.10	0.12	0.14	其它	(74)	103	60	73	85
每股净资产	1.27	1.17	1.40	1.69	2.01	经营活动现金流	4942	7329	5772	6424	7511
ROIC	36%	21%	46%	52%	62%	资本开支	0	522	(50)	(55)	(55)
ROE	33%	16%	23%	24%	23%	其它投资现金流	(2468)	(3419)	0	0	0
毛利率	68%	60%	60%	62%	64%	投资活动现金流	(2695)	(3177)	(100)	(105)	(105)
EBIT Margin	46%	32%	42%	45%	47%	权益性融资	(3)	6	0	0	0
EBITDA Margin	49%	37%	45%	49%	50%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	23%	-36%	36%	14%	12%	支付股利、利息	(4666)	(1900)	(1430)	(1739)	(2012)
净利润增长率	51%	-54%	71%	22%	16%	其它融资现金流	6653	(1373)	(684)	441	(66)
资产负债率	28%	33%	30%	28%	26%	融资活动现金流	(2682)	(5168)	(2114)	(1298)	(2078)
息率	4.6%	1.9%	1.4%	1.7%	2.0%	现金净变动	(435)	(1015)	3558	5021	5328
P/E	16.9	36.6	21.4	17.6	15.2	货币资金的期初余额	4730	4296	3280	6838	11859
P/B	5.6	6.0	5.0	4.2	3.5	货币资金的期末余额	4296	3280	6838	11859	17186
EV/EBITDA	15.0	31.8	19.0	15.7	13.7	企业自由现金流	0	7020	5191	5809	6800
						权益自由现金流	0	5647	4607	6379	6959

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032