

线下活动复苏带动营收修复，消费板块占比提升

——分众传媒 22 年报及 23Q1 点评

核心观点

【事件】公司发布 22FY 及 23Q1 财报：22 年全年实现收入 94.2 亿（yoy-36.5%），归母净利润 27.9 亿（yoy-54%），23Q1 收入 25.8 亿（yoy-12.4%），归母净利润 9.4 亿（yoy+1.34%）。

- **收入下滑已经大幅收窄，复苏趋势确定。**疫情影响贯穿 22 年全年，线下上刊受阻下，公司实现收入 94.2 亿（yoy-36.5%）。**边际上降幅显著收窄，22Q4/23Q1 收入分别同比下降 44.3%/12.4%**，1 月疫情高峰之后，业务恢复到正常的经营趋势。从行业结构来看，消费展现了较强韧性，22 全年仅同比下滑 18%，收入占比达到 55%，其中食品、药品和家居用品需求稳健。互联网行业受冲击较大同比下滑 74%。交通/商业及服务/娱乐及休闲/房产家居/通讯 yoy-38%/-25%/-19%/-20%/-1%。
- **严格成本管控，奠定利润弹性。**院线资源模式切换、员工优化，设备折旧到期多因素下带来公司成本端降低，**22 年成本端指标持续优化**：1）媒体资源强化收入敏感性，资源成本 yoy-21.1%；2）员工优化显著员工总数下降 14.2%，职工薪酬下降 25.6%；3）点位同比略增达到 269w（yoy+1.7w），折旧同比下降-15.64%。此次优化公司后续利润弹性显著提升，**23Q1 毛利率为 61.8%（收入下滑下，同比仅下降 1.6pct，环比显著提升）**。
- **费用端受益于人员优化，绝对值下降显著。**22 全年收入下滑导致公司费用率提升，销售/管理费用率提升 1pct/3.1pct。优化效果在 23Q1 充分体现，销售/管理/研发费用绝对值 yoy-5.2%/-28.6%/-24.9%。综合成本费用表现优异，23Q1 公司扣非归母净利润率为 31.1%（yoy+3.5pct）。

盈利预测与投资建议

- **22 年及 23 年年初，疫情扰动对公司上刊影响大，下调全年单点收入贡献。公司业务与线下活动关系紧密，需求有望在 23 年逐步复苏，盈利能力提升确定性高。**预测 23-25 年收入分别为 126.9/148.4/164.3 亿元（原预测 23/24E 143.0/158.9 亿元），归母净利润为 48.12/62.11/69.92 亿元（原预测 23/24E 57.45/66.71 亿元），参考可比公司估值水平，给予 23 年 22 倍 PE，目标价 7.33 元/股，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响超预期；消费品广告主投放意愿不及预期；

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,836	9,425	12,694	14,839	16,425
同比增长(%)	22.6%	-36.5%	34.7%	16.9%	10.7%
营业利润(百万元)	7,745	3,507	6,130	7,909	8,903
同比增长(%)	52.5%	-54.7%	74.8%	29.0%	12.6%
归属母公司净利润(百万元)	6,063	2,790	4,812	6,211	6,992
同比增长(%)	51.4%	-54.0%	72.5%	29.1%	12.6%
每股收益(元)	0.42	0.19	0.33	0.43	0.48
毛利率(%)	67.5%	59.7%	65.9%	69.0%	70.4%
净利率(%)	40.9%	29.6%	37.9%	41.9%	42.6%
净资产收益率(%)	34.3%	15.8%	24.9%	25.6%	23.7%
市盈率	16.6	36.1	20.9	16.2	14.4
市净率	5.5	5.9	4.6	3.8	3.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

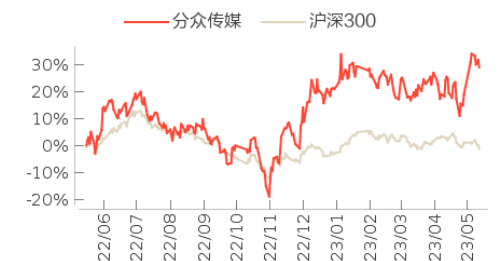
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年05月12日）	6.98 元
目标价格	7.33 元
52 周最高价/最低价	7.31/4.16 元
总股本/流通 A 股（万股）	1,444,220/1,444,220
A 股市值（百万元）	100,807
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2023 年 05 月 20 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3.73	2.79	2.64	26
相对表现	-1.76	6.68	6.74	26.53
沪深 300	-1.97	-3.89	-4.1	-0.53



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyujqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
吴丛露	wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520020003 香港证监会牌照：BQJ931
詹博	021-63325888*3209 zhanbo@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521110001

相关报告

上半年供给端冲击大，环比改善空间充裕：——分众传媒 2022 中报点评	2022-08-17
疫情负面扰动大，消费品业务长期支撑力可期：——分众传媒 2021 年报点评	2022-05-06
品牌广告长逻辑向好，把握产业变化成长机遇：——分众传媒首次覆盖报告	2022-02-25

投资建议

22 年及 23 年年初，疫情扰动对公司上刊影响大，下调全年单点收入贡献。公司业务与线下活动关系紧密，需求有望在 23 年逐步复苏，盈利能力提升确定性高。我们预测 23-25 年收入分别为 126.9/148.4/164.3 亿元（原预测 23/24E 143.0/158.9 亿元），归母净利润为 48.12/62.11/69.92 亿元(原预测 23/24E 57.45/66.71 亿元)，参考可比公司估值水平，给予 23 年 22 倍 PE，目标价 7.33 元/股，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值法

公司	代码	市值（亿元）	归母净利润(百万元)及对应 PE				
			2023/5/14	2023E	2024E	23E	24E
利欧股份	002131.SZ	164		572	761	28.7	21.6
蓝色光标	300058.SZ	303		643	783	47.2	38.7
兆讯传媒	301102.SZ	67		327	435	20.6	15.5
微博	WB.O	38		349	428	11.0	9.0
百度	BIDU.O	2952		16492	18933	17.9	15.6
调整后均值						22	18
分众传媒	002027.SZ	1008		4812	6211		

数据来源：wind、东方证券研究所（微博为美元，其他为人民币）

风险提示

广告需求复苏不及预期；成本优化不及预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,296	3,280	5,078	9,640	14,681	营业收入	14,836	9,425	12,694	14,839	16,425
应收票据、账款及款项融资	3,095	1,614	3,681	4,155	4,599	营业成本	4,817	3,797	4,325	4,606	4,865
预付账款	112	107	381	242	316	营业税金及附加	80	178	254	297	329
存货	10	13	10	12	14	营业费用	2,658	1,779	2,031	2,374	2,628
其他	4,197	7,473	7,601	7,421	7,340	管理费用及研发费用	592	678	601	672	733
流动资产合计	11,711	12,488	16,751	21,470	26,949	财务费用	(169)	(110)	(19)	(120)	(275)
长期股权投资	1,600	1,880	1,880	1,880	1,880	资产、信用减值损失	236	371	283	114	309
固定资产	915	592	638	659	687	公允价值变动收益	263	(494)	0	0	0
在建工程	0	0	5	10	15	投资净收益	268	555	378	400	445
无形资产	15	12	14	15	15	其他	591	714	533	613	620
其他	11,314	10,266	11,552	11,547	11,542	营业利润	7,745	3,507	6,130	7,909	8,903
非流动资产合计	13,845	12,751	14,090	14,111	14,139	营业外收入	4	4	4	4	4
资产总计	25,555	25,239	30,841	35,581	41,089	营业外支出	16	11	14	14	14
短期借款	21	12	768	15	13	利润总额	7,733	3,500	6,120	7,899	8,892
应付票据及应付账款	206	138	262	214	233	所得税	1,621	660	1,285	1,659	1,867
其他	5,543	6,822	6,756	7,259	7,278	净利润	6,112	2,839	4,835	6,240	7,025
流动负债合计	5,770	6,972	7,786	7,489	7,524	少数股东损益	48	49	23	29	33
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	6,063	2,790	4,812	6,211	6,992
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.42	0.19	0.33	0.43	0.48
其他	1,102	971	971	971	971						
非流动负债合计	1,102	971	971	971	971	主要财务比率					
负债合计	6,873	7,943	8,756	8,459	8,495		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	303	347	370	399	432	成长能力					
实收资本(或股本)	328	328	328	328	328	营业收入	22.6%	-36.5%	34.7%	16.9%	10.7%
资本公积	381	381	381	381	381	营业利润	52.5%	-54.7%	74.8%	29.0%	12.6%
留存收益	17,835	16,726	21,492	26,499	31,938	归属于母公司净利润	51.4%	-54.0%	72.5%	29.1%	12.6%
其他	(165)	(486)	(486)	(486)	(486)	获利能力					
股东权益合计	18,683	17,296	22,085	27,122	32,594	毛利率	67.5%	59.7%	65.9%	69.0%	70.4%
负债和股东权益总计	25,555	25,239	30,841	35,581	41,089	净利率	40.9%	29.6%	37.9%	41.9%	42.6%
						ROE	34.3%	15.8%	24.9%	25.6%	23.7%
						ROIC	31.5%	13.8%	22.2%	23.2%	21.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	26.9%	31.5%	28.4%	23.8%	20.7%
净利润	6,112	2,839	4,835	6,240	7,025	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	413	362	152	191	236	流动比率	2.03	1.79	2.15	2.87	3.58
财务费用	(169)	(110)	(19)	(120)	(275)	速动比率	2.03	1.79	2.15	2.87	3.58
投资损失	(268)	(555)	(378)	(400)	(445)	营运能力					
营运资金变动	(856)	409	(2,091)	(363)	(744)	应收账款周转率	3.4	2.1	2.5	2.2	2.3
其它	4,358	3,754	(1,008)	114	309	存货周转率	648.8	320.9	375.7	423.6	378.5
经营活动现金流	9,590	6,699	1,491	5,661	6,105	总资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4
资本支出	(137)	(29)	(200)	(212)	(264)	每股指标(元)					
长期投资	(227)	(280)	0	0	0	每股收益	0.42	0.19	0.33	0.43	0.48
其他	(2,065)	(2,600)	478	500	545	每股经营现金流	29.21	20.40	4.54	17.24	18.60
投资活动现金流	(2,430)	(2,909)	278	288	281	每股净资产	1.27	1.17	1.50	1.85	2.23
债权融资	1,991	2,076	(700)	448	(66)	估值比率					
股权融资	1,438	0	0	0	0	市盈率	16.6	36.1	20.9	16.2	14.4
其他	(10,980)	(6,778)	729	(1,836)	(1,279)	市净率	5.5	5.9	4.6	3.8	3.1
筹资活动现金流	(7,551)	(4,701)	29	(1,387)	(1,345)	EV/EBITDA	11.5	24.4	14.6	11.5	10.3
汇率变动影响	(3)	20	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.1	27.0	15.0	11.8	10.6
现金净增加额	(394)	(891)	1,798	4,563	5,041						

资料来源：东方证券研究所

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。