

2022年05月09日

分众传媒 (002027.SZ)

基本盘的经营韧性叠加海外成长性,看好公司长期价值

■复盘分众传媒历史及四次股价变化:我们对公司自2015年借壳上市至今的历史与股价进行复盘,将其划分为4个阶段:1)2016-2018年抓住公司梯媒龙头地位稳固抓住新经济企业崛起浪潮,业绩表现亮眼推动股价上涨;2)2018-2020年新经济格局趋稳投放减少叠加“电梯大战”下点位扩张所导致的成本端压力,使公司业绩出现大幅下滑带动股价进入下滑通道;3)2020-2021年行业竞争趋缓,同时受益于教育、新消费等行业投放激增推动收入创新高,同时成本端改善业绩逐步恢复,股价再次回升;4)2021年至今教育遇冷、新消费回归理性叠加疫情影响,市场较为悲观,股价持续下滑接近历史低点。相较于前期低点,我们认为公司外部环境与自身经营均有显著改善,业绩对应有大提升,经营更加稳健。

■我们如何理解分众传媒?我们将媒体的发展路径总结为积累媒体资源、验证媒体价值、广告主数量与投放金额增加三个阶段。分众传媒首创梯媒场景至今近二十年,梯媒龙头地位稳固,我们认为其已经完成了媒体资源的积累,并被广告主认可了其媒体价值,目前其正处于第三阶段,即增长的核心驱动力来自于广告主数量及单个广告主投放金额增加两个方面。基于此,我们对公司的财务模型进行拆分,提炼出当前影响公司的三大核心问题:

- **客户结构:**公司历史上抓住了新经济与新消费崛起的两波浪潮,实现了业绩的快速增长,并顺利完成了从新经济向新消费的切换,在短中期内,新消费品竞争方兴未艾、消费品具备需求刚性、营销费用稳定等特点,使得日用消费品客户占比提升将增强公司的经营韧性。从长期来看,梯媒所具备的稀缺价值与公司稳固的龙头地位将使公司受客户结构波动的影响有限。
- **点位资源:**疫情影响下,公司与新潮传媒的竞争趋于理性,双方均聚焦于修炼内功,提高产品数字化能力,预期短期内竞争将维持稳定状态;从产业链上游来看,物业方集中度提升预计对公司影响有限,整体而言上游仍相对分散,公司预计仍将维持相对较高的议价权。
- **数字智能化:**引入阿里进行数字化与智能化的赋能,帮助公司实现了从推出终端智能屏、到广告投放平台的升级及后端广告主决策支持等全链路的升级,由此重塑了公司的运营与组织体系,推动降本增效,使经营质量得到优化。

■向全球性梯媒集团升级,长期有望贡献业绩弹性。公司自2017年开启海外业务布局,目前已经在韩国、新加坡等国的50多个主要城市拥

公司深度分析

证券研究报告

PC及服务器硬件

投资评级 **买入-A**

维持评级

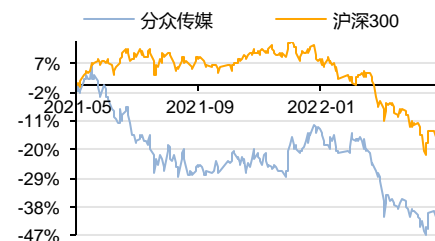
6个月目标价: **7.6元**

股价(2022-05-09) **5.72元**

交易数据

总市值(百万元)	82,464.96
流通市值(百万元)	82,464.96
总股本(百万股)	14,442.20
流通股本(百万股)	14,442.20
12个月价格区间	5.11/10.85元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.46	-7.86	-26.17
绝对收益	-4.19	-25.36	-43.38

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

相关报告

- 分众传媒: 分众传媒: 短期受疫情影响业绩承压,不改梯媒龙头长期价值/焦娟 2022-04-29
- 分众传媒: 中报点评: 经营恢复常态,业绩符合预期,梯媒优势进一步加固/焦娟 2021-08-25
- 分众传媒: 梯媒引领复苏、影院随票房回暖,品牌广告服务价值持续释放/焦娟 2021-04-27
- 分众传媒: 新国货崛起叠加一级市场持续景气,楼宇广告市场蓬勃发展/陈旻 2021-02-20

有 9.8 万台媒体设备，部分公司已实现盈利。目前正在逐步推动集团港股上市及韩国子公司的本地上市，预计将加速海外业务布局。由于公司以东南亚的高人口密度国家为切入点，具备发展梯媒的客观条件，我们测算公司所重点布局的包含韩国、泰国、新加坡等国在内的海外地区的电梯媒体广告的长期市场空间在百亿上下，发展前景广阔。

■**投资建议：**公司短期业绩虽受疫情扰动存在一定不确定性，但我们认为经历了前期的竞争与调整，公司从客户结构、产品力、数字化能力等方面都得到了重塑与升级，成长为更具经营韧性的公司，同时公司的媒体价值已获得市场认可，业绩基本盘较为稳定。就海外业务布局来看，我们测算其市场空间广阔，预计将为公司贡献长期业绩弹性。我们预计公司 2022 年-2024 年将实现归母净利润为 54.89/68.32/86.24 亿，对应 EPS 为 0.38/0.47/0.60 元。公司作为梯媒行业龙头具备估值溢价，给予 2022 年 20 倍 PE，6 个月目标价为 7.6 元，维持“买入-A”的投资评级。

■**风险提示：**疫情影响超预期；广告主预算增长不及预期；行业竞争加剧。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	12,097.1	14,836.4	13,620.7	16,353.1	20,388.8
净利润	4,003.8	6,063.2	5,488.9	6,832.0	8,624.6
每股收益(元)	0.28	0.42	0.38	0.47	0.60
每股净资产(元)	1.18	1.27	65.13	76.27	89.91

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	20.6	13.6	15.0	12.1	9.6
市净率(倍)	4.8	4.5	0.1	0.1	0.1
净利润率	33.1%	40.9%	40.3%	41.8%	42.3%
净资产收益率	23.5%	33.0%	25.7%	27.3%	29.2%
股息收益率	2.0%	3.6%	141.4%	169.3%	221.3%
ROIC	87.9%	171.2%	396.0%	134.3%	698.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 复盘分众传媒历史及股价变化.....	5
2. 我们如何理解分众传媒?	6
2.1. 媒体资源与广告主认知壁垒已筑, 业绩增长依赖于广告主拓展及复购.....	6
2.1.1. 两次大规模点位扩张, 夯实媒体资源壁垒.....	6
2.1.2. 持续验证媒体价值, 构筑广告主认知壁垒.....	6
2.1.3. 迈入成熟阶段, 广告主量与价驱动业绩增长.....	8
2.2. 拆分财务模型, 得出影响业绩的三大关键问题.....	9
3. 客户结构: 日用消费品客户占比提升, 使公司经营更具韧性.....	10
3.1. 充分受益于新经济与新消费浪潮, 收入实现快速突破.....	10
3.2. 短中期: 新消费方兴未艾, 公司业绩抗周期能力提升.....	11
3.2.1. 新消费方兴未艾, 品牌竞争仍存在大量营销需求.....	11
3.2.2. 消费品迭代速度快, 存在持续的广告投放需求.....	15
3.2.3. 消费品多具备刚需属性, 受宏观经济影响较为平滑.....	16
3.3. 长期视角: 梯媒龙头壁垒深厚, 关注适应客户结构调整能力.....	17
4. 媒体点位: 竞争回归理性, 仍具备较强议价权.....	18
4.1. 与新潮的竞争回归理性, 有序开展点位扩张.....	18
4.2. 物业集中度提升影响较小, 公司具备较强议价能力.....	20
5. 数字智能化: 阿里助力全面赋能, 推动公司提效降本.....	22
5.1. 提效: 全链路赋能服务模式升级, 将带来长远持续的正反馈.....	22
5.2. 降本: 以技术推动人员优化, 职工薪酬占比下降.....	24
6. 海外业务: 向全球性梯媒集团升级, 长期有望贡献业绩弹性.....	25
6.1. 海外部分子公司已实现盈利, 赴港上市有望加速业务落地.....	25
6.2. 拓展海外业务的客观条件具备优势, 市场前景广阔.....	26
7. 投资建议.....	28
8. 风险提示.....	29

图表目录

图 1: 2015 年分众传媒重回 A 股上市后的股价变化.....	5
图 2: 分众传媒 2015-2021 年电梯电视媒体点位数量.....	6
图 3: 分众传媒 2015-2021 年电梯海报媒体点位数量.....	6
图 4: 以分众传媒为代表的生活圈媒体.....	7
图 5: 新消费品牌增长阶段与营销需求.....	7
图 6: 妙可蓝多与分众传媒合作后搜索量超过百吉福.....	7
图 7: 2019-2021 年各渠道广告刊例花费变化.....	8
图 8: 影响分众传媒业绩的核心要素拆解.....	9
图 9: 分众传媒按行业分类广告主收入占比变化.....	10
图 10: 2019-2021 年分众传媒单季度营业收入.....	11
图 11: 2017-2021 年新消费融资事件占比变化.....	12
图 12: 2021 年新消费行业月度融资事件及融资金额.....	12
图 13: 消费品竞争进入后半期, 整合有望加剧.....	12
图 14: 2021 年新消费各行业融资事件数量及金额.....	13

图 15: 中国消费品品牌发展路径.....	15
图 16: 2020-2021 年社会消费品零售总额同比增速与 GDP 同比增速变化.....	17
图 17: 新潮传媒六大产品.....	19
图 18: 2017-2021 年公司楼宇媒体单点位租赁成本变化.....	19
图 19: 2017-2021 年公司毛利率变化.....	19
图 20: 分众传媒单季度的经营性现金流.....	20
图 21: 2017-2021 年中国物业百强企业市场集中度变化.....	21
图 22: 中国电梯媒体产业链.....	21
图 23: 分众传媒云体系.....	22
图 24: 阿里巴巴与分众传媒达成战略合作.....	22
图 25: 分众直投实现更精准选点.....	23
图 26: 2017-2021 年公司营业成本构成变化.....	24
图 27: 2017-2021 年公司海外覆盖城市数.....	25
图 28: 2017-2021 年公司海外拥有的媒体设备数.....	25
图 29: 2020 年全球人口密度最高的前十大国家.....	26
图 30: 2010-2020 年中国人口密度及城市人口密度.....	26
图 31: 2017-2021 年中国电梯广告市场规模及占比.....	27
表 1: 分众传媒 2018-2021 年前五大客户销售额及收入占比.....	8
表 2: 部分上市的新消费企业概括.....	12
表 3: 新消费品牌成立 CVC 拓展业务范围.....	13
表 4: 2022Q1 新消费投融资过亿项目汇总.....	14
表 5: 2017-2021 年部分消费品公司销售费用率.....	16
表 6: 2022 年 3-4 月部分新签客户统计.....	17
表 7: 2014-2021 年新潮传媒融资情况.....	18
表 8: 分众传媒与新潮传媒对比.....	20
表 9: 分众传媒三类楼宇电梯媒体对比.....	22
表 10: 公司不同媒体资源刊例价 (元/周, 北京).....	24
表 11: 2019-2021 年公司员工数量及构成变化.....	24
表 12: 公司境外资产现状及收益状态.....	25
表 13: 测算分众海外地区电梯广告市场规模.....	27
表 14: 盈利预测核心数据.....	28

1. 复盘分众传媒历史及股价变化

分众传媒由创始人江南春创立于2003年,在全球范围内首创了梯媒的广告场景。公司于2005年在纳斯达克上市,成为中国广告传媒第一股。得益于资本助力,公司于2006年收购聚众传媒、框架媒介,分别扩充了楼宇视频、电梯海报的点位资源,实现了楼宇媒体的资源整合。同年公司收购央视三维进军影视映前广告市场,进一步将线下广告的场景拓展至影院媒体,覆盖线下生活圈的媒体平台初步形成。公司2013-2014年完成在美股的私有化退市,于2015年通过借壳上市重回A股,市值由退市时的200多亿上涨至近两千亿。我们对公司重回A股上市至今股价变化进行复盘,将其概括为四次大的调整:

- 1) 2016-2018年初股价上涨:** 新经济企业竞争加剧,分众传媒作为其营销推广的重要阵地,获得了新经济企业的大量广告投放;另一方面,该阶段中国电影向三四线城市持续下沉,电影市场蓬勃发展,推动公司的影院媒体收入由2015年的13.53亿增长至23.82亿;
- 2) 2018-2020年初股价下跌:** 新经济企业竞争趋稳同时融资环境收缩导致企业投放减少使公司的收入有所下滑;同时与新潮传媒展开电梯大战,公司被迫加快速度扩张的节奏,随之产生的媒体租赁成本、媒体设备折旧费用以及运营人员的成本增加导致公司成本大幅增长,导致公司的业绩下滑,期间公司毛利率由2018Q1的68.95%下降至2019Q1的36.54%,归母净利润率由2018Q1的40.78%下降至2019Q1的13.02%。公司自2019年下半年开始主动进行点位优化,从而降低成本以提高效率;
- 3) 2020-2021年初股价回升:** 2020年初受疫情影响,公司的股价继续下跌,但是由于新潮传媒宣布裁员,使公司外部竞争放缓,同时得益于教育类、新消费类行业竞争加剧,相应的客户进行了大规模广告投放,推动公司收入自2020Q2开始快速反弹,至2020Q4单季度营收增长至42.22亿,达到近年来单季度收入的最高值,因此公司股价一路回升;
- 4) 2021年至今股价再次调整:** 2021年初公司股价进入新一轮调整阶段,本轮调整的原因包括多个层面:其一,受到双减政策影响,教育类客户预算大规模缩减;其二,2021年下半年新消费品在一级市场的投融资遇冷,市场对新消费品的投资回归理性;其三,受到疫情影响,市场担心广告主投放取消或者延后导致公司收入下滑。

站在当前时点,公司的股价已经跌至历史低位区间,公司4月29日收盘价为5.83元,几乎与此前“电梯大战”阶段持平,但是公司所面临的外部竞争环境较之前显著趋缓;而且从公司经营的微观层面相比较,其客户结构、产品力、数字化能力都较前期有大幅的重塑与升级;体现在业绩方面相较于2019年实现了大幅的增长,归母净利润由2019年的18.75亿提升至2021年的60.63亿;目前与Wind一致预期所对应的2022年PE为13倍,因此我们对公司进行重点推荐。

图 1: 2015 年分众传媒重回 A 股上市后至今的股价变化



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2. 我们如何理解分众传媒？

2.1. 媒体资源与广告主认知壁垒已筑，业绩增长依赖于广告主拓展及复购

我们将媒体的发展路径总结为三个阶段：**1) 积累媒体资源**，体现在线下媒体则为点位资源的扩张，体现在线上则主要表现为用户量的增长；**2) 验证媒体价值**，当媒体平台拥有一定规模的点位资源或者用户时，就具备“广而告之”的能力，从而吸引广告主进行投放，当媒体平台能够为广告主带来品牌认知度提升或者销量转化，广告主会认为其具备推广价值而进行持续复购；**3) 广告主数量与投放金额增加**，当平台的媒体价值得到验证后，其增长主要来自广告主数量增加与单个广告主投放金额的增加两个方面，并最终构建其竞争壁垒。

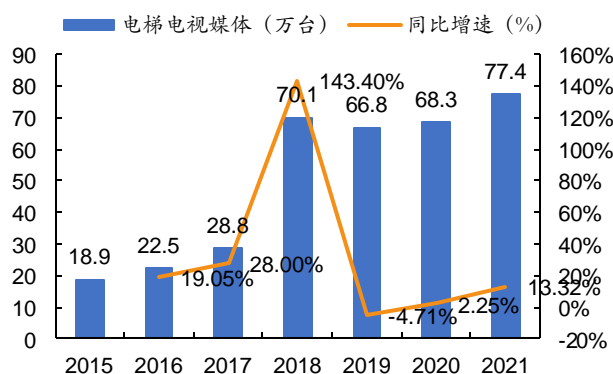
我们认为分众传媒已经完成了媒体资源的积累，并被广告主认可了其媒体价值，目前其正处于第三阶段，即增长的核心驱动力来自于广告主数量及单个广告主投放金额增加两个方面。

2.1.1. 两次大规模点位扩张，夯实媒体资源壁垒

2006 年公司先后收购框架媒介、聚众传媒，收购时分众传媒自身拥有 3.5 万个显示屏，聚众传媒拥有 2.5 万个显示屏，而框架媒介是国内开发中高档公寓电梯平面广告最早的运营商之一，当时拥有中国主要城市 90% 以上的电梯平面媒体资源。通过收购框架媒介、聚众传媒，公司分别拓展了电梯海报与电梯视频的点位资源，完成了国内电梯媒体资源的初步整合。此后公司保持了相对稳定的扩张节奏，直至 2018 年下半年开始，为应对新潮传媒的外部竞争，公司再次加速媒体点位扩张的节奏，从 2018 年 3 月至 2018 年 12 月底，公司的自营电梯视频由 26.8 万增长至 70.4 万，电梯海报由 128.6 万增长至 193.8 万，点位数量实现了快速的增长。

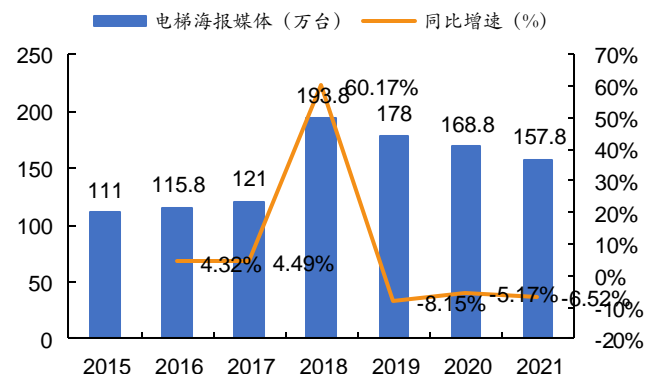
截止 2021 年底，公司共拥有自营电梯电视媒体为 77.4 万台，自营电梯海报媒体设备为 157.8 万台。公司在电梯电视、电梯海报框架方面具有巨大的市场领先空间，根据公司公告披露，截至 2021 年底，以楼宇媒体点位数计，分众传媒拥有的媒体点位数量排名第一，分众传媒在写字楼和住宅楼领域均排名第一，市场份额遥遥领先于 2 至 5 位竞争对手之和的 1.8 倍；以覆盖电梯数计，分众传媒在写字楼和住宅楼领域均排名第一，分众传媒是中国最大的办公楼媒体集团，也是中国最大的社区媒体集团。

图 2：分众传媒 2015-2021 年电梯电视媒体点位数量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：分众传媒 2015-2021 年电梯海报媒体点位数量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

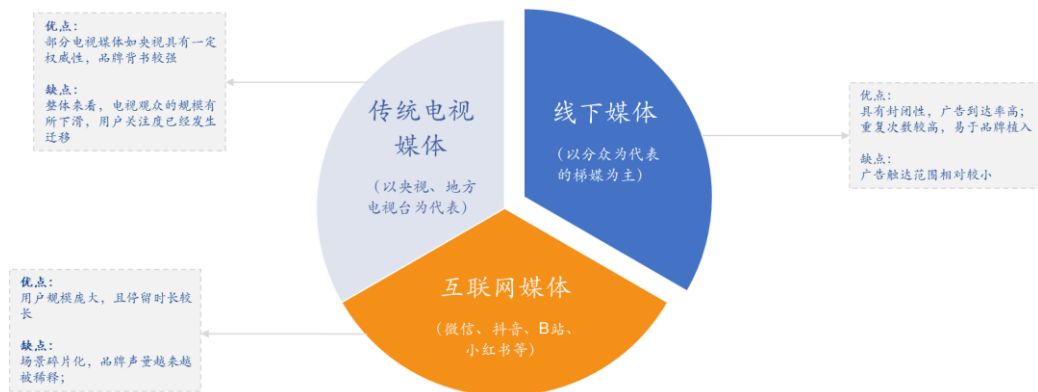
2.1.2. 持续验证媒体价值，构筑广告主认知壁垒

梯媒是抢占心智和引爆媒体的稀缺资源。分众传媒首创了梯媒广告场景，与其他广告场景相比较，电梯具有封闭性而且用户电梯内停留时间较短，用户使用手机的可能性降低，这就保

证了电梯广告具有较强的曝光度与到达率；而且通常电梯内广告以静态海报为主，或者以时长为 5s、10s、15s 的视频为主，通过高频次重复植入用户心智；另一方面随着媒体点位的扩张，梯媒的曝光范围提升，通过多城联动的方式，能够在短时间内在全国范围内形成品牌推广，从而扩大品牌影响力。

基于以上特性，以分众传媒为代表的梯媒作为重要的营销推广渠道之一，与以央视为代表的传统媒体、以抖音、快手、百度、阿里巴巴、腾讯为代表的互联网媒体成为品牌主营销推广的核心阵地。移动互联网场景用户规模庞大，但是由于场景分散且算法具有一定的随机性，用户的注意力会被更多选择所吸引，容易使品牌的宣传推广分散而削弱影响力。而以分众传媒为代表的梯媒所具备的高曝光度与高触达率，能够充分满足品牌短时间内扩大知名度的需求，因此分众传媒成为品牌在完成从 0-1 的积累后，实现从 1-10 破圈时所选择的重要渠道之一。

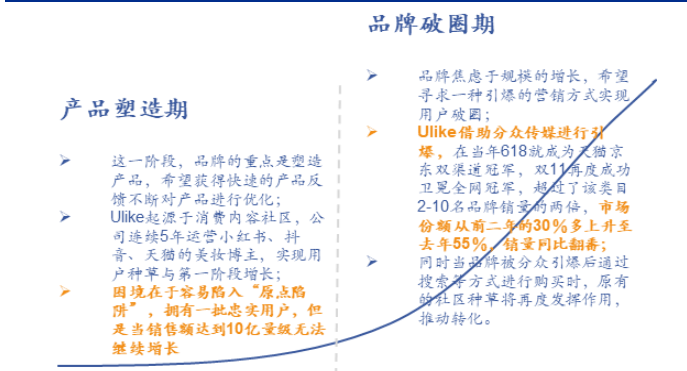
图 4：以分众传媒为代表的生活圈媒体



资料来源：安信证券研究中心

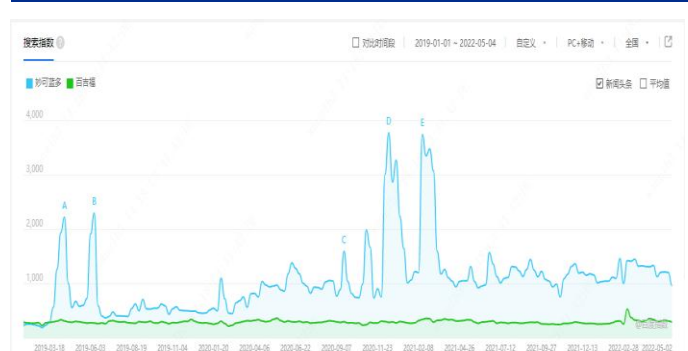
分众传媒过去几年持续性的参与了多个互联网新经济、新消费品品牌的引爆，验证了其所具备的引爆品牌的稀缺媒体价值。以妙可蓝多为例，2019 年中国奶酪市场处于刚起步的阶段，主要被外资所占据，妙可蓝多将其定为品牌建设的元年，集中资源选择分众作为最重要的投放渠道，2019 年 3 月双方达成战略合作，在北上广深等 16 个城市数十万个写字楼上进行大规模的广告投放，向消费者强势植入“奶酪就选妙可蓝多”的理念；6.18 妙可蓝多在天猫与京东上的销量取得了爆发式增长，其在分众传媒上的品牌宣传语换为“妙可蓝多荣获京东、天猫双冠王，销量增长 300%”，通过销量背书，再次强化消费者认知。得益于与分众传媒的强势合作，妙可蓝多实现了用户破圈，其百度搜索量超过竞品百吉福，成为头部奶酪品牌。

图 5：新消费品牌增长阶段与营销需求



资料来源：36Kr，安信证券研究中心

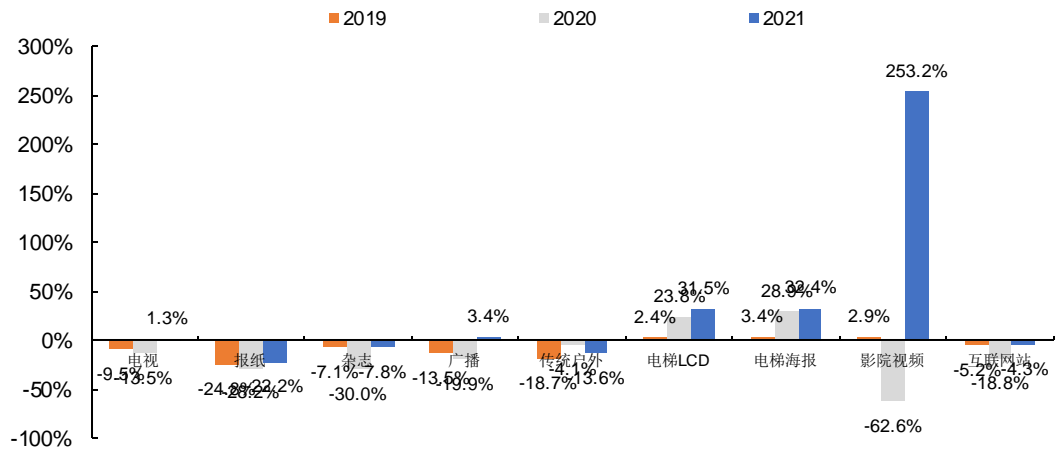
图 6：妙可蓝多与分众传媒合作后搜索量超过百吉福



资料来源：百度指数，安信证券研究中心

反映在预算分配上，目前广告主预算正持续向梯媒场景倾斜。根据 CTR 数据，2019-2021 年电梯 LCD 与电梯海报两类电梯媒体连续三年实现正增长，其中 2019-2021 年广告主在电梯 LCD 上的刊例花费依次同增 2.4%/23.8%/31.5%，在电梯海报上的刊例花费依次同增 3.4%/28.9%/32.4%，而互网站刊例花费依次同比下滑 5.2%/18.8%/4.3%。

图 7：2019-2021 年各渠道广告刊例花费变化



资料来源：CTR，安信证券研究中心

2.1.3. 迈入成熟阶段，广告主量与价驱动业绩增长

我们认为分众传媒已完成了媒体资源积累与媒体价值的验证，目前已经处于第三个阶段，即其业绩的增长更多依赖于广告主预算的增长，从量与价的角度来看，反映为广告主的数量的拓展与单个广告主的投放金额的增加。

目前分众传媒在广告主数量增加的同时，表现出较高的客户粘性；且单客户的投放金额也稳中有升：

- 从广告主的数量来看，2021 年公司整体客户数同比增长约 25%，其中日用消费品类客户数同比增长超过 50%，客户数量增长的同时也保持了较高的粘性，过去几年 KA 客户粘性持续提升，1 亿以上的客户在过去六年的留存度超过 90%，5 千万到 1 亿的客户留存度超过 80%。（数据来源：公司公告）；
- 从单客户投放金额来看，得益于媒体价值被客户逐步认可以及部分行业客户竞争加剧，单个客户在公司的投放金额稳中有升。透过 2018-2021 年公司前五大客户的投放金额进行分析，公司最大客户销售额在 2021 年达到 12.85 亿，显著高于 2018-2020 年第一大客户销售额；第五名客户的销售额也由 2019 年 2.45 亿逐步回升至 2021 年的 4.15 亿，表现为进入前五大客户需要更高门槛。

表 1：分众传媒 2018-2021 年前五大客户销售额及收入占比

	2018		2019		2020		2021	
	金额 (亿)	收入占比	金额 (亿)	收入占比	金额 (亿)	收入占比	金额 (亿)	收入占比
1	6.84	4.70%	5.63	4.64%	6.02	4.98%	12.85	8.66%
2	6.64	4.56%	4.25	3.50%	4.86	4.02%	4.73	3.19%
3	5.83	4.00%	3.98	3.28%	4.50	3.72%	4.50	3.03%
4	4.80	3.30%	3.29	2.71%	4.28	3.53%	4.29	2.89%
5	4.67	3.21%	2.45	2.02%	3.06	2.53%	4.15	2.80%
合计	28.77	19.77%	19.60	16.15%	22.72	18.78%	30.51	20.57%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 拆分财务模型，得出影响业绩的三大关键问题

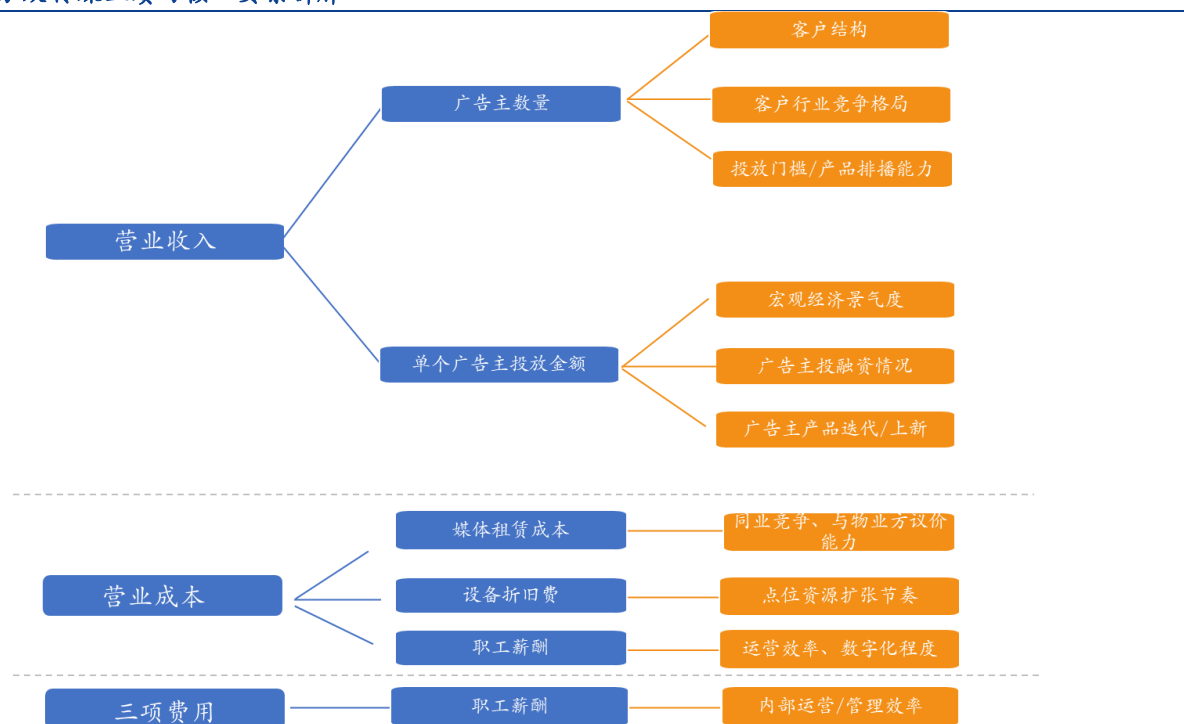
基于上述分析，我们认为公司已经进入成熟期，其财务模型已经较为稳定，我们可以透过收入、成本、费用的拆解，得出影响公司业绩的核心要素：

- **收入端：**根据公司 2021 年业绩交流会披露信息，受到疫情影响，公司将不会再进行大规模的点位扩张，而且国内一二线城市的有效点位已被头部两家公司占据，因此我们认为点位供给将逐步趋于稳定，业绩增长主要源于广告主需求拉动，因此我们根据广告主需求对收入进行拆分，体现为广告主数量及单个广告主投放金额；
- **成本端：**公司的成本主要来自于构建媒体资源所产生的媒体点位租赁成本、媒体设备采购成本所对应的折旧，以及运维人员的职工薪酬；
- **费用端：**公司最核心的费用来自于职工薪酬。

结合公司的业务分析，我们进一步拆解影响收入成本的关键因素分为：

- 1) **宏观：**宏观经济景气度及广告主预算投入规模，其中广告主投放情况又受到其所处的行业的竞争格局、融资情况及产品迭代上新的规律所影响；
- 2) **中观：**在梯媒产业链上，公司与物业方的合作关系、同业竞争激烈程度等会影响媒体点位的租赁成本，如有进一步扩张及设备迭代将会产生媒体设备折旧费等成本；
- 3) **微观：**职工薪酬与公司自身的经营效率与组织效率有很大的关系，数字化、智能化能力的升级将对公司运营效率的提升有很大帮助。

图 8：影响分众传媒业绩的核心要素拆解



资料来源：安信证券研究中心

基于此，本文将重点围绕以下三个问题展开讨论：

- 1) 疫情影响下，日用消费品所带来的高增长是否稳定可持续？进而公司业绩是否会持续受到客户结构影响而波动？
- 2) 梯媒行业竞争是否会再度加剧？面对竞争，公司所拥有的点位资源是否会流失？
- 3) 数字化、智能化升级为分众传媒带来的能力提升主要体现在哪些方面？

3. 客户结构：日用消费品客户占比提升，使公司经营更具韧性

3.1. 充分受益于新经济与新消费浪潮，收入实现快速突破

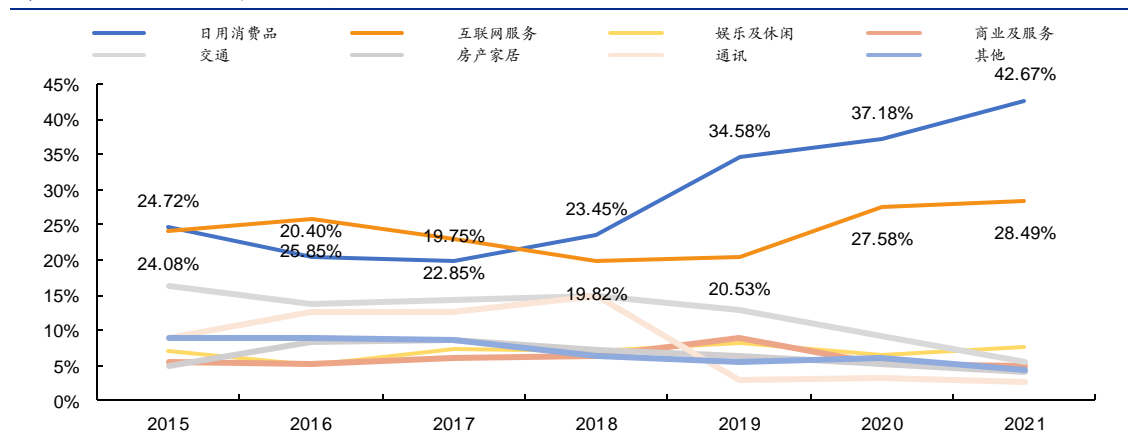
公司自 2015 年回 A 股上市至今，成功的抓住了新经济与新消费崛起的两波浪潮，实现了业绩的快速增长，营业收入从 2015 年的 86.27 亿增长至 2021 年的 148.36 亿：

1) 2015-2017 年新经济企业跑马圈地带来巨大的广告投放：得益于移动互联网的快速发展，2015-2017 年诞生了一批以滴滴、饿了么、瓜子二手车为代表的新经济企业，他们的增长路径一般以快速跑马圈地获得大量的用户及成为行业龙头后再进行盈利，因此该类企业在获得融资后会进行大量的广告投放以此来扩大品牌影响力，分众传媒曾打造了多个成功的案例，因此在这一阶段互联网服务行业为公司的第一大类客户，2015-2017 年其营收占比分别为 24.08%、25.85%、22.85%；

2) 2017-2019 年由新经济企业为代表的互联网服务向日用消费品行业切换：随着新经济企业所处赛道的竞争格局逐步清晰，行业头部公司地位逐步稳固，其用于拉动用户增长的品牌投放开始收缩；同时由于融资环境恶化导致其他新经济企业的广告预算大幅缩减，而同一阶段日用消费品客户对公司的媒体价值的认可度不断提升，由此 2018 年日用消费品取代了互联网服务成为公司营业收入占比第一的行业，其营收占比达到 23.46%，超过互联网服务的 19.82%。2019 年来自于互联网客户收入同比下滑 55.56%，来自于日用消费品收入同比增长 21.45%，因此两类行业收入占比差距进一步加大，公司顺利实现了客户结构从互联网服务向日用消费品的切换；

3) 2020 年至今新消费蓬勃发展推动日用消费品的营收占比继续提升：由于新人群、新渠道的变化，一级市场有关于新消费的融资如火如荼，推动消费品格局不断重塑，在行业变化的过程中，传统消费品牌亟待新生，而新消费品牌则需进一步打开市场认知，树立品牌形象，梯媒是其重要的引爆品牌的渠道之一，因此激烈的行业竞争需求叠加一级市场融资所带来的充裕资金下，来自于消费品的广告预算持续增长，推动日用消费品对公司收入的贡献进一步提升，2021 年来自日用消费品客户的收入占比为 42.67%，相较于 2019 年提高 8.09pct。

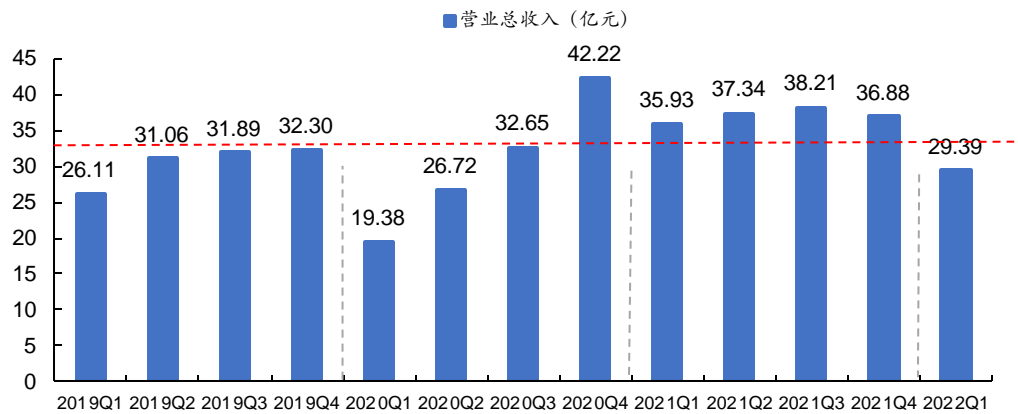
图 9：分众传媒按行业分类广告主收入占比变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

得益于消费品的强劲增长，公司 2021 年单季度营收显著提升。从单季度来看，公司营业收入在 2020Q3 实现了快速反弹，且在受到双减政策影响下教育类客户投放大幅减少的情况下 2021 年单季度的收入仍保持在 35 亿以上，超过疫情前 2019 年单季度营收。2022Q1 在受到疫情影响广告主预算缩减及广告发布受限的情况下，公司仍实现了 29.39 亿收入，根据公司的业绩交流会披露，在不利的的外部环境下，公司的日用消费品行业的广告收入仍保持了两位数的增长（数据来源：公司公告），表现出日用消费品行业广告预算的稳定性。

图 10：2019-2021 年分众传媒单季度营业收入



资料来源：Wind，安信证券研究中心

3.2. 短中期：新消费方兴未艾，公司业绩抗周期能力提升

基于上述数据，日用消费品已经成为公司第一大类客户，在收入中的占比接近一半，所以从短中期视角来看，分众传媒的业绩与日用消费品行业景气度高度相关，由此我们透过一级市场融资情况、消费品公司的销售费用、消费品行业周期性特点等三个层面进行讨论，分析公司短中期业绩的稳定性。

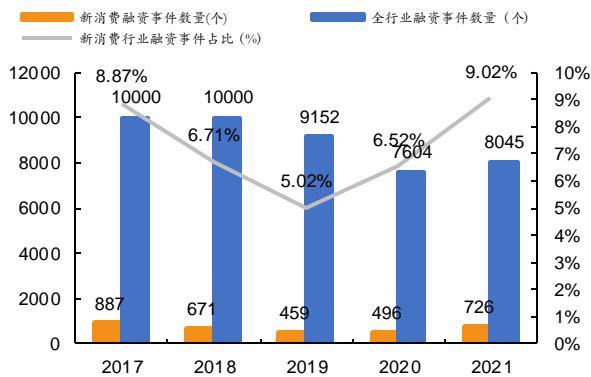
3.2.1. 新消费方兴未艾，品牌竞争仍存在大量营销需求

中国消费品品牌格局重塑有其必然性：1) **新人群：**以 90 后、00 后为代表的新人群崛起，不同于上几代人，他们大多生来物质充裕、渴望表达、追求个性，追求对情感需求的满足会超过对功能性的追求，使消费品的需求侧发生了巨大的变化；此外，越来越多的新中产人群出现，他们对生活品质升级的追求仍是推动消费发展的重要驱动力之一；2) **新生产模式：**5G 网络、人工智能、物联网等技术的快速发展，对商品的生产、流通与销售等环节进行升级与改造，消费品从设计、生产、营销到实现销售的流程变得清晰透明，甚至可以以销促产形成及时反馈；3) **新渠道：**呈现在消费场景与渠道方面，新的内容平台崛起吸引了用户的注意力，算法的迭代等更深刻的影响了对消费者需求的洞察，商品透过内容契合消费者的需求，从而吸引忠实的用户与粉丝，最终转化为销售额。

近年来新消费融资风起云涌。新消费人群、新生产方式、新渠道的变化推动消费产业涌现出巨大的结构性机会，自 2019 年起新消费赛道融资风起云涌，一级市场资本开始向新消费赛道集中，2019-2021 年新消费融资事件数量分别为 459 件、496 件、726 件，占全行业融资事件的比重依次为 5.02%、6.52%、9.02%。期间涌现出很多以元气森林、奈雪的茶、完美日记等为代表的新消费品牌，并且部分品牌已率先完成上市，成为行业中重要的头部品牌之一。

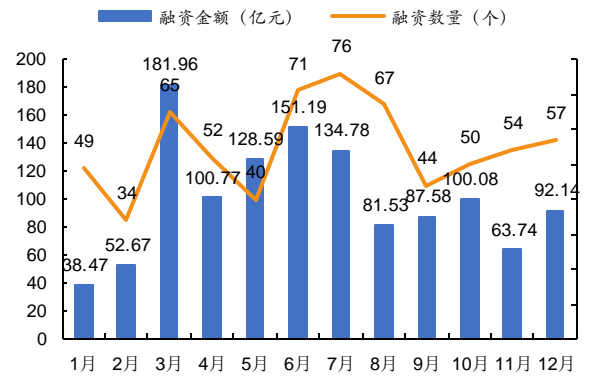
2021 年下半年新消费赛道的投融资逐渐回归理性。一级市场对新消费的火热自 2021 年下半年开始降温，从 2021 年投融资事件及金额的月度分布来看，2021 年 7 月新消费单月融资数量为 76 件，达到最高峰后下滑，2021Q4 新消费的融资数量开始回升，但融资额仍处于相对低位，市场趋于理性，行业竞争进入下半程。其背后受到多方面因素影响：1) 部分新消费品赛道的头部品牌已经清晰，行业的竞争格局有所趋稳，投资机构逐步完成赛道卡位；2) 前期抢项目过程中，热门项目估值提升过快，甚至出现估值倒挂的现象；3) 部分头部企业上市后市值一路下滑导致投资人信心受挫，如逸仙电商的股价已由上市时的 10.50 元下降至 0.57 元，奈雪的茶股价已由上市时的 19.8 元下跌至 4.6 元；4) 传统品牌在 2021 年下半年开始反击，开始与新消费品抢夺市场。

图 11: 2017-2021 年新消费融资事件占比变化



资料来源: 蜗牛数据, 易观分析, 安信证券研究中心

图 12: 2021 年新消费行业月度融资事件及融资金额



资料来源: 蜗牛数据, 易观分析, 安信证券研究中心

表 2: 部分上市的新消费企业概括

主营业务	上市时间	上市地	发行价	最新收盘价	对应市值 (亿元)	2021 年营收 (亿元)	2021 年归母净利润 (亿元)
良品铺子	2020-02-24	上海	11.90	22.92	91.91	93.24	2.82
逸仙电商 (完美日记)	2020-11-19	纽约证券交易所	10.50	0.57	23.93	58.40	-15.41
泡泡玛特	2020-12-11	香港联交所	38.50	32.00	378.73	44.91	8.54
贝泰妮	2021-03-25	深圳	47.33	189.00	800.60	40.22	8.63
味知香	2021-04-27	上海	28.53	58.03	58.03	7.65	1.33
奈雪的茶	2021-06-30	香港联交所	19.80	4.63	67.11	42.97	-45.25

资料来源: Wind, 安信证券研究中心 (注: 最新收盘价为 2022.05.06)

消费品竞争格局尚未稳定, 新消费品与传统品牌、国潮与国际品牌的争夺仍在继续。新消费品是在新消费人群的换代的背景下, 抓住了新流量渠道的红利而快速崛起, 而传统品牌也在 2021 年下半年开始调整自身的产品战略并反击; 另一方面得益于中国崛起与文化自信, 国潮在过去几年的新消费品牌塑造中发挥重要作用, 比如花西子彩妆、李宁悟道等, 但他们目前仍面临国际大牌彩妆与阿迪达斯、耐克等传统国际大牌的竞争。

图 13: 消费品竞争进入后半期, 整合有望加剧



资料来源: 易观分析

消费品品牌划分势力范围的过程中，仍将伴随大量营销需求产生。传统品牌与国际大牌在迎合新消费环境变化的过程中不断学习新消费品对营销方式、产品价值的创新，并强化自身在供应链、运营等方面的优势，2021 年天猫双十一传统品类中各细分领域 Top10 均为传统强势品牌。而已经崛起的新消费品牌则通过 CVC 投资等方式加速拓展业务范围，加固自身护城河，如喜茶对外投资 5 家公司，向咖啡、植物基、预调酒等方向切入，构建新茶饮的商业版图。我们认为消费品行业已进入下半场，但是新旧品牌、国潮与国际品牌的竞争仍在持续，在划分势力范围的过程中，我们认为不同品牌仍将营销作为重要的手段之一，影响用户心智夯实行业竞争地位，从而产生相应的营销需求。

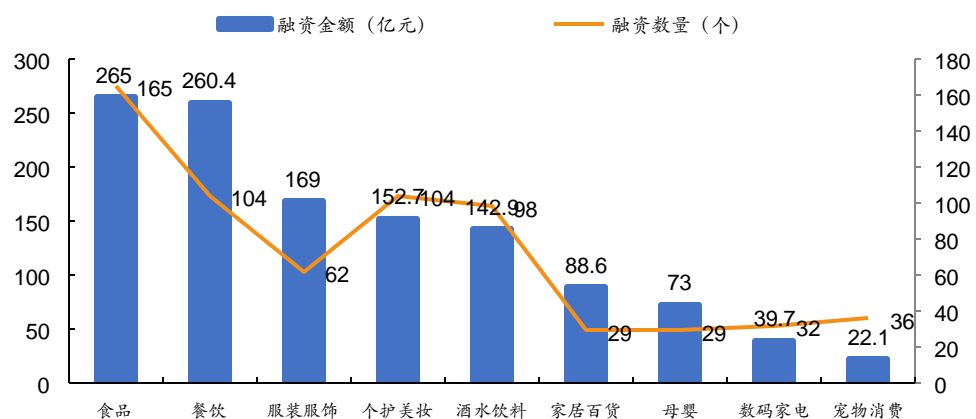
表 3：新消费品牌成立 CVC 拓展业务范围

CVC 机构	对外投资数量	投资代表品牌
泡泡玛特	4	十三余、猫星系、两点十分动漫、妖舞
元气森林	6	轻食主义、观云白酒、Nevercoffee、碧山啤酒、吉德电器、麦后科技
喜茶	5	西舍咖啡、和氣桃桃、WAT、野生植物 YePlant、野萃山
茶颜悦色	1	果呀呀
蜜雪冰城	1	广东汇茶
奈雪的茶	1	田野股份
沪上阿姨	1	田野股份
锅圈食汇	1	猪角
话梅	1	PMPM
完美日记	1	因明生物、小奥汀、EVELom

资料来源：烯牛数据，易观分析，安信证券研究中心

从品类来看，食品饮料赛道当前的关注度最高。根据烯牛数据统计，2021 年融资金额排在前三位的行业分别是食品、餐饮、服装服饰，融资额分别是 265 亿、260.4 亿、169 亿；从融资事件数量来看，排名前三的分别是食品、餐饮、个护美妆，融资事件数分别为 165 件、104 件、104 件。

图 14：2021 年新消费各行业融资事件数量及金额



资料来源：烯牛数据，易观分析，安信证券研究中心

2022Q1 食品饮料等赛道的热度仍在延续，部分获融资项目已在分众上开展投放。根据新消费 Daily 整理数据，2022Q1 投融资过亿的项目中，融资数量排名前三的行业分别是食品饮料、美妆个护、新零售，融资项目数依次为 18 个、7 个、6 个。具体来看主要包括把愚酸菜鱼、珮姐等线下餐饮品牌，书亦烧仙草、Seesaw Coffee 等茶饮及咖啡品牌，正雅齿科等个人护理品牌，美妆集合店 HARMAY 话梅、二手轻奢平台胖虎 PONHU 等新零售平台，其中

胖虎 PONHU 已与分众传媒展开合作，在其 LCD 联播屏上进行广告投放（数据来源：分众传媒公众号）。

表 4：2022Q1 新消费投融资过亿项目汇总

所属行业	品牌/公司	简介	融资轮次	金额	投资方
	宏球餐饮	全球拥有超过 1800 家酒店及餐饮连锁门店	天使轮	1 亿元	未披露
	把愚酸菜鱼	新式餐饮连锁品牌	A 轮	1 亿元	浙江分时资本
	珮姐	重庆火锅直营品牌	A 轮	亿元	正心谷资本、壹叁资本、上海麟绮
	COMMUNE	连锁餐酒吧品牌	A+轮	数亿元	日初资本、高瓴投资、番茄资本
	柠季	新式柠檬茶品牌	A+轮	数亿元	老股东超额增持
	书亦烧仙草	新茶饮品牌	股权融资	超 6 亿元	成都新津肆壹伍、湖南书带草、青岛诺伟
	星期零	植物蛋白品牌，首家生产基地暨自建工厂落地	B 轮	1 亿美元	春华资本、曾鸣教授、愉悦资本、经纬创投、光速中国、云九资本
	东方鸿鹄	数字化软饮集团，主经营王老吉黑凉茶和哪吒气泡水两品牌	天使轮	近亿元	字节跳动
食品饮料	黄天鹅	中高端鸡蛋品牌“可生食”	C1 轮 C2 轮	6 亿元	战略投资人、人民网旗下产业基金、坤言资本 峰尚资本、华映资本、盈港资本、建发新兴投资、益源资本
	皇氏来思尔	水牛奶加工商，投后估值 8.95 亿元	战略融资	1.79 亿元	君乐宝
	今麦郎	中国食品饮料行业龙头企业，营收规模超 200 亿元	A 轮	6 亿元	加华资本
	吉祥馄饨	中国馄饨连锁第一品牌	战略融资	近亿元	番茄资本
	佳邻集团	"熊师傅"现包水饺、“旺大锅贴”等现代化餐饮零售品牌；“宅达达”、“集满满”等本地生活服务平台	C 轮	近亿元	梅花励德基金、36 氪、原氪一号基金
	Seesaw Coffee	连锁咖啡品牌	A++轮	数亿元	黑蚁资本、基石资本
	东方鸿鹄	数字化消费品牌集团	A 轮	数千万美元	源码资本
	Tims 中国	咖啡品牌	股权融资	1.945 亿美元 (12.29 亿元)	笛卡尔资本集团、Restaurant Brands International 等
	植物标签	植物基品牌	A 轮	数亿元	未披露
	森瑞斯	全链路合成生物研发平台	A 轮	近亿元	深创投、深圳高新投、多家下游产业方
美妆个护	芭薇生物	专注化妆品 ODM/OEM 代工 15 年	B 轮	超亿元	白云金控、九美金鼎产业基金
	维琪科技	专注化妆品功效原料研发、生产和应用	A 轮	超 2 亿	中金佳泰叁期基金、松禾资本等
	高峰医疗	精密口腔医疗器械和服务提供商	B 轮	近 2 亿元	达晨财智
	蜜丝婷 Mistine	新一代国民美妆品牌	A 轮	超 2 亿元	凯辉基金、益源资本
	牙颌科技	专注于隐形正畸业务	B 轮	近亿元	国际知名机构
	正雅齿科	隐形正畸企业	D 轮	5 亿元	北京泰康投资、华润国调厦门消费基金等
	励齿医疗	口腔医疗器械和耗材供应链行业企业	战略融资	超 6000 万美元	今翊资本、国内物流行业头部战投方
	WOW COLOUR	美妆集合店品牌，估值 10 亿美元	A+轮	上亿美元	未披露
新零售	HARMAY 话梅	全球美妆集合店	C 轮 D 轮	近 2 亿美元	General Atlantic、高瓴资本、Ocean Link、五岳资本、钟鼎资本、黑蚁资本 QY Capital、泛大西洋投资集团、五岳资本、钟鼎资本、Ocean Link
	胖虎 PONHU	以二手奢侈品货品流通为核心的可持续时尚流通平台	C+轮	4500 万美元	稳实资本(Hedgestone Capital)、金慧丰投资、淇策资本(INCE Capital)
	丰 e 足食	无人零售运营商	A 轮	3 亿元	软银亚洲、中金文化消费产业股权投资基金、深圳市创新投资集团
	奥特乐	新型硬折扣连锁品牌	A 轮	近亿元	创新工场、无界资本
	牛大吉	社区连锁新零售品牌	A+轮	1 亿元	深熊资本、险峰长青
母婴	MAKUKU 麦酷酷	母婴家居新零售品牌	Pre-A 轮	3000 万美元	ATM Capital、易达资本、澳优乳业、泰

				合资本等	
	森宝积木	积木品牌	A 轮	数亿元	阿里巴巴、头头是道基金、弘晖资本
	海龟爸爸	婴幼儿肌肤护理品牌	Pre-A 轮	近亿元	众源资本、青锐创投
家居家用	斗禾科技	全球小家电品牌，以供应链起家	A 轮	近亿元	弘章资本
	奕至家居	拥有智能氛国家电品牌“EZVALO 几光”、衣物护理品牌“daily neaty”	B 轮	近 2 亿元	容亿投资、明道投资、三七互娱基金、广州新兴基金、万联广生、万联天泽旗下基金
家居家清	佳帮手	一站式家庭日用品品牌	天使轮	数亿元	钟鼎资本
	追光	智能清洁品牌	A 轮	近亿元	腾讯投资、红杉资本、BAI 资本等

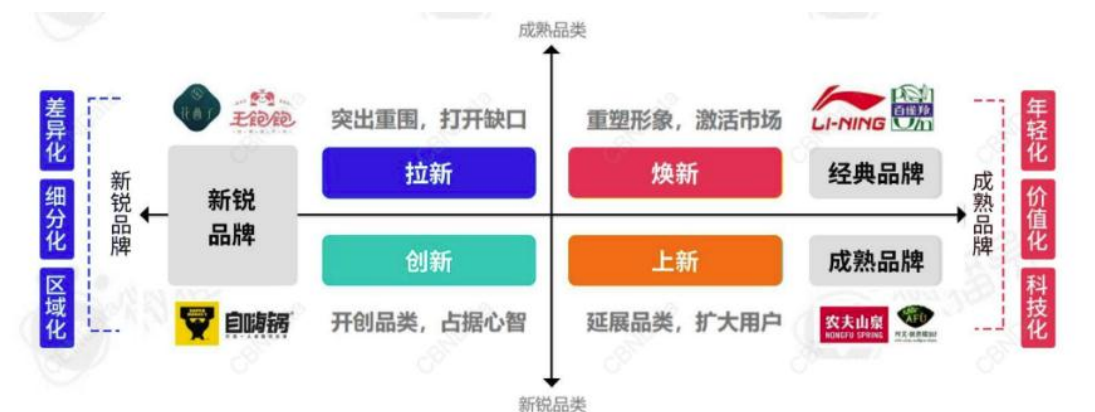
资料来源：新消费 Daily，安信证券研究中心

3.2.2. 消费品迭代速度快，存在持续的广告投放需求

消费品因自身特性依赖于营销投放。首先，消费品具有较高的同质性，同一类消费品所体现出的功能性差异较小，导致品牌需要每年持续进行广告投放以保证曝光度，才能形成消费者心智，使其在购买商品时能够及时产生联想从而产生购买；其次，消费品 SKU 多且迭代速度快，以饮料为例，可以分为茶饮、果汁、咖啡等不同类目，就茶饮类目又可以进一步细分为红茶、绿茶、乌龙茶等不同口味，为保证消费者新鲜感又需要不断推陈出新，因此就需要借助推广形成一定的消费者认知。

进一步地，从品牌的发展路径来看，新锐品牌需要依赖于品类创新才能在相对稳固的品牌格局中突围，通过营销向消费者重复其差异化实现拉新；当其成长为经典、成熟的牌后，则通过推出新系列、新产品保证品牌的新鲜感，因此每年不同阶段的牌都有推出新品的需求，从设计到销售转化，营销是其中必经的环节之一，从而产生营销需求。

图 15：中国消费品品牌发展路径



资料来源：微播易、MMA、魔镜市场联合出品《2022 年中国新消费品牌发展趋势报告》，安信证券研究中心

消费品公司具备稳定的销售费用率，能够保证公司业绩稳定性。由于消费品同质性强、产品迭代速度快，且品牌间竞争激烈，所以消费品历来具有稳定投放的需求，反映在消费品公司的报表中体现相对稳定的销售费用率。我们选取了食品饮料、酒类、调味品、美妆个护、小家电等五大领域的 29 家消费品公司，对其销售费用率进行考察发现，2017-2021 年 29 家消费品公司的平均销售费用率依次为 23.43%、24.03%、23.97%、21.95%、22.49%，其销售费用率相对较高而且基本稳定于 22%-24% 左右，从单个公司来看，不同年度之间相差也不大，这表明对消费品公司而言，销售费用一定程度上为其固定成本，是其每年都需要进行投入的一部分，这对于分众而言，消费品品牌的持续稳定的投入保证了其每年的业绩基本盘，从而保证业绩具有稳定性。

表 5：2017-2021 年部分消费品公司销售费用率

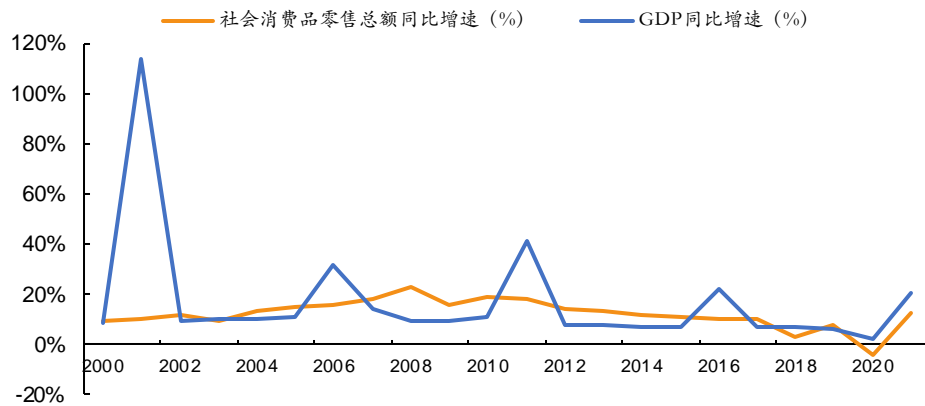
公司	销售费用率 (%)				
	2017	2018	2019	2020	2021
食品饮料					
香飘飘	23.56	24.82	24.52	19.13	21.51
李子园	13.70	12.42	13.51	9.32	11.47
东鹏饮料	29.50	32.34	23.62	21.20	19.83
光明乳业	23.96	23.91	21.62	17.14	12.54
伊利股份	22.98	25.02	23.50	22.36	17.57
妙可蓝多	12.56	16.87	20.72	25.08	25.99
良品铺子	19.57	19.55	20.61	20.02	18.06
来伊份	30.71	33.18	32.87	32.76	32.77
三只松鼠	19.47	20.96	22.70	17.54	21.31
酒类					
泸州老窖	26.62	29.63	30.24	21.42	20.25
燕京啤酒	14.86	14.16	14.25	13.98	14.35
青岛啤酒	24.04	20.08	19.88	19.52	14.71
今世缘	16.78	18.84	21.36	20.70	18.24
调味品					
恒顺醋业	15.42	15.14	17.52	13.45	18.39
千禾味业	18.74	20.54	23.01	17.10	20.32
海天味业	13.56	13.27	11.04	6.05	5.47
安井食品	14.21	13.55	12.38	9.31	9.21
美妆个护类					
名臣健康	19.83	21.75	21.62	11.09	11.30
水羊股份	34.32	38.00	43.35	38.89	40.66
贝泰妮	42.17	41.39	44.18	47.72	42.33
珀莱雅	36.14	37.93	39.51	40.25	43.37
拉芳家化	38.37	38.53	43.38	32.50	44.38
丸美股份	34.98	34.38	30.36	32.67	42.04
小家电					
九阳股份	15.21	16.95	15.87	16.73	15.05
奥佳华	19.07	18.40	19.83	14.18	14.84
小熊电器	15.10	14.11	14.81	12.10	15.41
倍轻松	36.46	36.31	41.64	41.63	40.93
全部平均	23.43	24.03	23.97	21.95	22.49

资料来源：Wind，安信证券研究中心

3.2.3. 消费品多具备刚需属性，受宏观经济影响较为平滑

日用消费品多为必需消费品，消费者对其有较强的刚性需求，因此消费品行业的波动性相较于整个宏观经济的波动性更小，我们采用社会消费品零售总额同比增速与 GDP 同比增速进行对比可以看出，2020-2021 年间社会消费品零售总额的变动幅度相对较为稳定，基本每年维持在 10%-20% 的增长水平，而 GDP 的增速变化则相对剧烈，存在明显的波峰波谷。基于此，日用消费品行业的收入占比提升，将有效平滑公司业绩受到宏观经济影响所产生的波动，使公司具备更强的抗周期性，经营更加稳健。

图 16：2020-2021 年社会消费品零售总额同比增速与 GDP 同比增速变化



资料来源：国家统计局，Wind，安信证券研究中心

综上所述，日用消费品作为公司的第一大类客户，其行业正处于品牌竞争格局被重塑的阶段，同时由于消费品所具备的迭代速度快、刚需等特性，使其在一段时间内仍将存在较强的营销需求，因此我们认为客户结构切向日用消费品将保证公司短中期内的业绩稳定性，提高公司业绩抗周期性的能力。

3.3. 长期视角：梯媒龙头壁垒深厚，关注适应客户结构调整能力

根据对公司官方公众号所披露的签约客户的统计来看，2022 年 3-4 月。公司共披露 12 家新签客户，所涉及的行业较为广泛，包括日用消费品、医药、家电、互联网、汽车等行业，其中汽车润滑油品牌龙蟠科技拟投入亿元资金在全国 100 多城市数百万电梯媒体进行广告投放，从侧面反映出分众传媒能够适配不同行业品牌的营销需求。

因此我们认为客户结构变化仅对公司中短期业绩产生影响，从长期来看，只要公司能够具备跟随客户预算变化调整的能力，梯媒所具备的强曝光、高触达率的特性以及公司作为行业龙头所具备广泛的媒体资源网络，将使分众成为品牌引爆中重要的一环，从而无论品牌所处的行业如何变化，只要公司能够积极把握住客户所处行业的变化，就可能保证公司业绩持续稳健，从而构筑其长期竞争壁垒。

表 6：2022 年 3-4 月部分新签客户统计

月份	序号	品牌	所属行业	具体合作情况
3 月	1	今麦郎凉白开	日用消费品	-
	2	优贝童车	日用消费品	LCD 联播屏+框架媒体
	3	双鲸维生素 D 滴剂	医药	-
	4	a1 食品	日用消费品	-
	5	泰山原浆啤酒	日用消费品	助力品牌招商，推动“千城万店”的战略
4 月	1	松下洗护	家电	广州、深圳、北京、杭州、成都、长沙、武汉、重庆等 30 个城市的电梯媒体
	2	贝因美叶黄素	日用消费品	大规模投放全国重要城市
	3	胖虎 (闲置奢侈品交易服务平台)	互联网	LCD 联播屏
	4	飞利浦空调	家电	-
	5	中禾宝桑	日用消费品 (饮料)	覆盖超过 3.6 万点位，在广东、深圳集中引爆
	6	东和老茶 (茶叶回收平台)	互联网	年度战略合作，覆盖大湾区千万人次，以框架媒体为主
	7	龙蟠科技	汽车润滑油	投入亿元资金在全国 100 多城市数百万电梯媒体

资料来源：分众传媒官方公众号，安信证券研究中心

4. 媒体点位：竞争回归理性，仍具备较强议价权

4.1. 与新潮的竞争回归理性，有序开展点位扩张

2018-2019 年同业竞争加剧扰乱公司点位扩张节奏，同时产生巨大成本压力。分众传媒为梯媒行业龙头，在点位资源上具备绝对优势。2018 年竞争对手新潮传媒得到来自百度等机构的多轮融资的加持，对分众传媒公开“宣战”，称将通过上游补贴物业获取电梯资源，下游大幅补贴客户，内部大幅奖励销售人员等方式与分众竞争，抢夺媒体点位资源与客户资源，由此展开“电梯大战”。面对外部竞争，分众被迫加快点位扩张，通过提高租赁成本而获得点位，导致媒体租赁成本上升，同时也产生了相应的设备折旧与运维人员费用，导致成本压力剧增，进而带动毛利率下滑。

表 7：2014-2021 年新潮传媒融资情况

轮次	融资时间	融资金额	投资方
天使轮	2014 年 12 月	6000 万	未披露
A 轮	2017 年 5 月	10 亿	庞东升、顾江生、欧普照明、红星美凯龙、杭州金投等
战略融资	2018 年 4 月	20 亿	成都高新区产业引导基金
战略融资	2018 年 9 月	未披露	泰恒投资、泛城资产、红星美凯龙等
战略融资	2018 年 11 月	21 亿	百度领投、闻名投资跟投
战略融资	2019 年 8 月	10 亿	京东集团领投
2020 年 2 月， 新潮传媒 CEO 张继学发布内部讲话宣布裁员自救，表示账上还有 10 多亿现金，如没有收入，也只能活六七个月			
战略融资	2021 年 9 月	4 亿美金	京东集团领投

资料来源：天眼查，安信证券研究中心

受疫情冲击所致，“电梯之争”回归理性。2020 年初因疫情冲击，线下业务受到较大影响，新潮传媒 CEO 张继学发布内部讲话宣布裁员自救，表示账上还有 10 多亿现金，如没有收入，也只能活六七个月。以此为标志性事件，“电梯大战”落下帷幕。从分众传媒的点位扩张节奏来看，公司进入新一阶段的点位扩张，但是整体节奏相对缓慢，截止 2022 年 3 月，公司自营电梯电视与电梯海报的总量为，相较于 2021 年 7 月略有下降，其中电梯电视相较于 2021 年 7 月增长，我们判断公司此轮的扩张重点在于增加智能屏点位。

同时新潮传媒在疫情后也调整了相应的战略，公司不再陷入价格战中，而是专注于技术升级，全力打造“生活圈智投平台”。目前新潮传媒重点布局智慧屏，推出引爆社区、标签筛选、行业社区人群包、LBS 定位、电商联动、竞价投放等六大产品服务（数据来源：新潮传媒公众号），类似于分众所推动的智能化、数字化升级，都在致力于提升品牌的投放效率及自身的运营优化。

得益于竞争趋缓，公司毛利率显著回升。如上述所言，由于外部竞争加剧导致公司的媒体租赁成本显著上升，2017-2021 年公司楼宇媒体单点位租赁成本分别为 1595.71 元、1357.02 元、2109.12 元、1751.33 元、1687.64 元，在 2019 年达到最高点，后由于竞争放缓回落，从而带动毛利率开始回升，2017-2021 年公司毛利率依次为 72.72%、66.21%、45.21%、63.24%、65.73%。

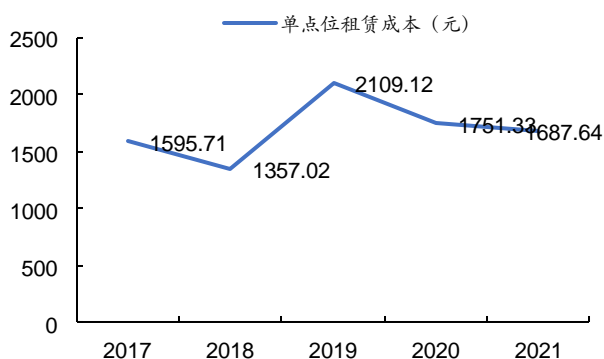
综上，我们认为当前无论分众传媒还是新潮传媒，两家公司都处于修炼内功阶段，预计短期内不会再陷入点位的争夺中，因此我们预计公司成本端短期内不会因点位竞争而出现大幅的变化。

图 17: 新潮传媒六大产品



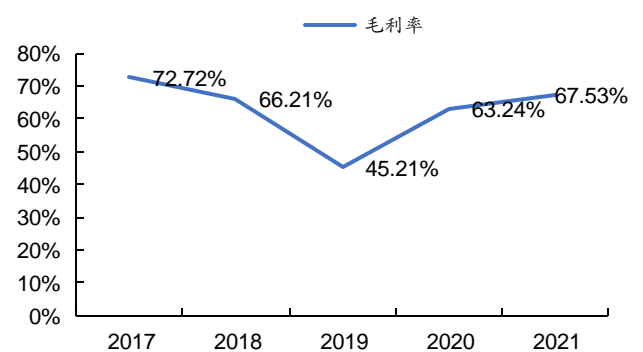
资料来源: 新潮传媒公众号

图 18: 2017-2021 年公司楼宇媒体单点位租赁成本变化



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 19: 2017-2021 年公司毛利率变化



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

从后续的竞争来看, 我们认为应该重点关注以下几方面:

1) 品牌定位仍存在差异, 预计短期内仍将维持当前竞争状态。

分众传媒与新潮传媒的差异体现在, 首先从所具备的点位资源来看, 截止 2021 年底分众传

媒共拥有 78.1 万台电梯电视媒体（含智能屏）及 154.9 万台电梯海报，而新潮传媒旗下约有 70 万智能屏，从数量上看分众传媒具有绝对领先优势，但在智能屏/智慧屏上两者相差不大，新潮主要为智慧屏；其次，分众传媒电梯主要位于商务办公场景，新潮则更聚焦于社区场景；第三，分众传媒以一二线城市为主，新潮传媒则在三四线城市有差异化优势。所以我们认为短期内双方都将以夯实自己的差异化竞争优势为核心，预计一段时间内都将维持差异化。

表 8：分众传媒与新潮传媒对比

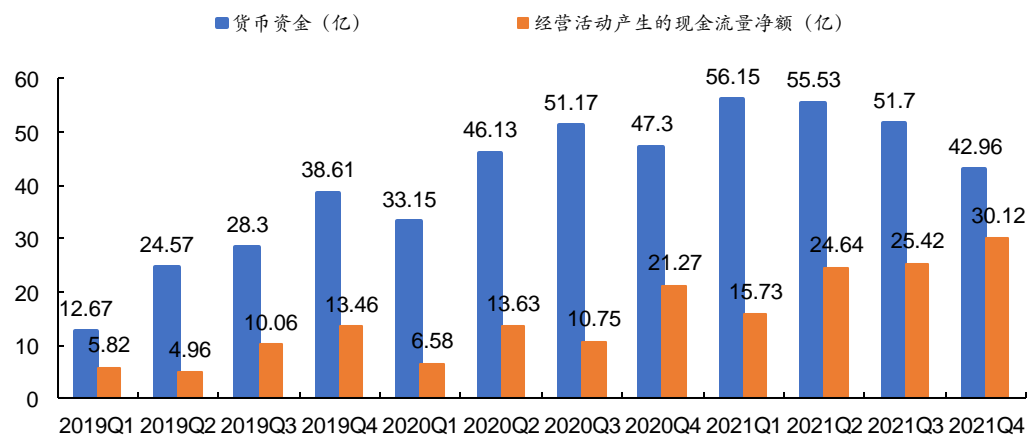
	分众传媒	新潮传媒
成立时间	2003 年	2007 年
主要产品	电梯视频、电梯海报	电梯竖屏 LCD
点位数量	电梯视频 (78.1 万) 电梯海报 (154.9 万)	70 万智慧屏
覆盖城市数量	307 个	100+个
城市类型	一二线城市为主 (占比 80%左右)	三四线城市为主
主要场景	商务办公	社区
目标人群	触达 5 亿新中产	2 亿中产家庭人群

资料来源：公司公告，新潮传媒公众号，草根调研，安信证券研究中心（注：分众传媒数据来自于 2021 年年报，新潮传媒数据为 2022.04 最新数据）

2) 分众传媒在手现金充裕，具备防御能力，但新潮传媒融资动向或将成为核心变数

根据每日经济新闻报道，新潮传媒于 2021 年 9 月再次获得京东 4 亿美元融资，约折合为 25-26 亿人民币，或将为新潮补充一定的弹药使其竞争力增强，但是从分众传媒角度来看，截止 2021 年底公司拥有货币资金 42.96 亿，单季度可产生经营性现金流净额约为十几亿甚至更多，具有较为充足的现金流，具备一定的防御能力。但未来若新潮传媒进一步增加融资或将使行业格局产生变数，因此仍需动态观察双方的竞争格局。

图 20：分众传媒单季度的经营性现金流



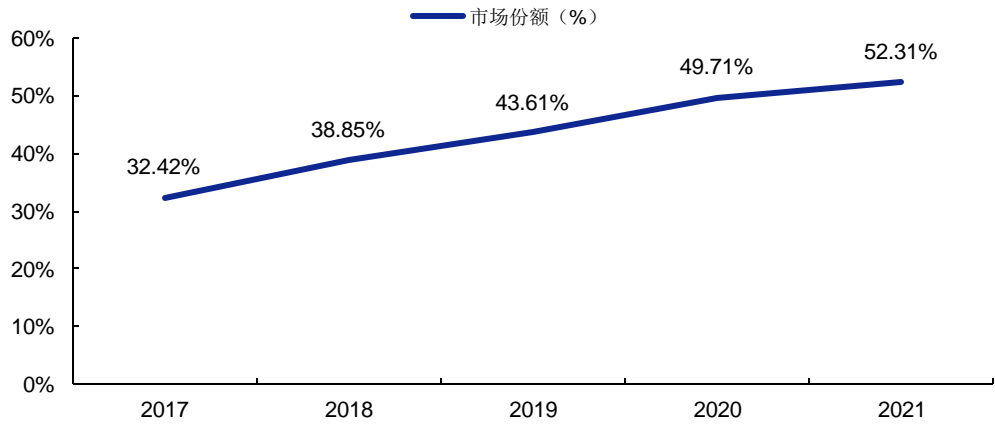
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 物业集中度提升影响较小，公司具备较强议价能力

分众传媒产业链上游物业方头部效应明显，或将影响媒体资源稳定性。从产业链构成来看，分众传媒的上游主要为物业方、业委会等电梯媒体点位的租赁方，上游租赁方的竞争格局，以及公司与上游合作方的关系也对点位的租赁成本有重要影响。根据中指研究院数据统计，近几年物业的集中度有所提升，马太效应加剧。2017-2021 年中国物业百强企业的市场占有率依次为 32.42%、38.85%、43.61%、49.71%、52.31%，是市场集中度持续提升，强者恒强的态势显著。其背后主要受到并购事件推动，根据中指研究院数据，2021 年百强企业的

并购案涉及约 10 亿平方米管理面积,创历史新高;同时百强业务的业务拓展能力不断增强,通过竞标与战略合作的方式也进一步扩展了规模。上游物业集中度提升或将影响公司媒体资源的稳定性,从而带来一定的潜在隐患。

图 21: 2017-2021 年中国物业百强企业市场集中度变化

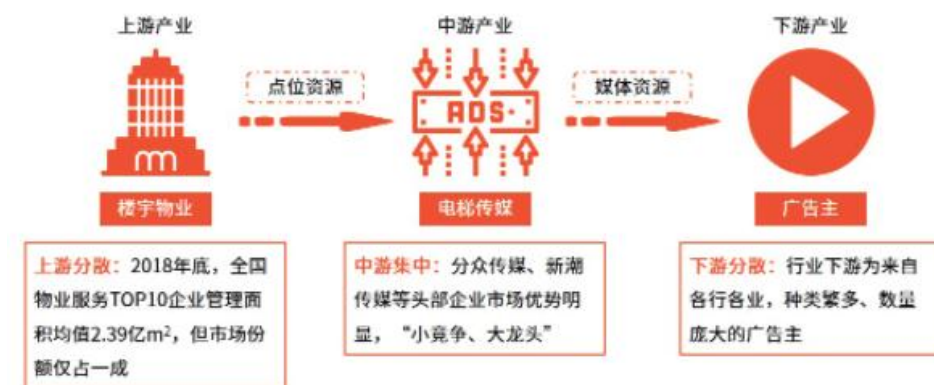


资料来源:中指研究院,安信证券研究中心

考虑当前上游经营模式复杂,我们认为物业公司集中度提升预计对公司影响不大。目前梯媒的点位主要来自自有商务楼宇、住宅楼两类,其中对于住宅楼而言,原则上公共空间的广告主租赁需要经过业主委员会同意而不是物业公司,当然也存在部分管理不规范的住宅由物业直接对接楼宇媒体公司;对于商务楼宇而言,部分楼宇存在单层或者多层出售的复杂产权情况,因此物业公司也不能全权代表业务,所以综合目前产业链上游的供给方构成较为复杂,涵盖物业方、业主委员会、多业主等不同模式,所以物业只是其中的一类合作方,预计对公司的经营影响不大,整体来看,上游格局仍较为分散。

此外,从媒体的特性来看,我们认为物业回收媒体资源的可能性有限。对于梯媒而言,媒体点位在一定程度上代表着影响的受众规模,即使部分物业存在回收媒体点位的可能性,但对其而言能触达的受众是相对有限的,单一物业公司所拥有的的媒体点位对于广告主而言吸引力不足,可能不会产生大规模的投放,从而导致收入下降。从该角度来看,我们判断单一物业公司回收媒体资源的可能性有限。

图 22: 中国电梯媒体产业链



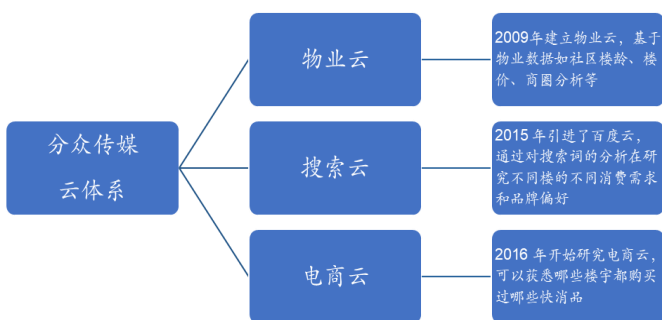
资料来源:艾媒数据中心

5. 数字智能化：阿里助力全面赋能，推动公司提效降本

5.1. 提效：全链路赋能服务模式升级，将带来长远持续的正反馈

2018年引入阿里成为第二大股东，推动了分众数字化与智能化的全面升级。2018年7月阿里巴巴集团及其关联方将以约150亿人民币战略入股分众传媒。交割完成后，阿里巴巴将持有分众传媒10.3%股份，成为仅次于CEO江南春的第二大股东。随后双方签订《业务合作框架协议》，三年内在各相关领域开展总额不超过50亿元的业务合作，内容包括广告系统服务、人脸识别技术和OTT智能电视广告三个方面。与阿里的合作推动分众全面的数字化、智能化升级，比如在物业云、搜索云之上增加了电商云，形成三套云体系，能够实现更精准的广告分发。2019年双方共同启动U众计划，共同携手探索线上、线下全链路、品效协同的营销模式，目前被阿里赋能的分众已经可以实现网络可推送、实时可监测、洞察可回流、效果可评估。

图 23：分众传媒云体系



资料来源：分众传媒公众号，安信证券研究中心

图 24：阿里巴巴与分众传媒达成战略合作



资料来源：新浪科技

重点推出智能屏设备，推动产品数字化升级。公司的优势资源在于LCD联播屏与框架海报，自成立至今也已经完成了多次的设备迭代，其中LCD联播网主要按照城市划分，平均每个城市3-4套联播网，按单套联播网售卖，一周起投；框架海报按单点投放，一周起投，因此对投放资源与投放周期都设置有一定的门槛。在智能化升级的趋势下，公司推出了第三款产品即智能屏，相较于以上两种媒体类型，智能屏能够按照算法规则进行排播，无须人工上刊，由此可以实现更灵活的媒体组合方式，其可以进行单点投放，投放周期可缩短至3天，因此比较适合本地商户、短期活动的广告主进行投放。此外，在智能屏上还支持基于LBS的本地商户投放，以周边的餐饮门店为主，具有较高的精准度。

表 9：分众传媒三类楼宇电梯媒体对比

	LCD联播屏	智能屏	框架海报
设备类型	27寸为主的高清液晶屏，21寸智能互动机为辅	32寸、25寸智能屏一体机	590mm x 790mm 铝合金框海报
点位数量	75.6万		170.8万
产品模式	北、上、广、深等一线城市分为A1、A2、A3、A4四套联播网，其他城市各为3套联播网	按照算法规则随机排播，无需人工上刊	分为1.0纸质框架海报、2.0版数码框架海报、电梯海报3.0
投放门槛	单套联播网，一周起投	可单点投放，3天起	可单点投放，一周起
针对广告主	大型广告主为主	主要面向本地商户、短期活动公告或地方性小型广告主，支持“分众直投”App直接投放	大型广告主打包签约；短期活动公告或地方性小型广告主

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

打造分众直投营销平台，支持广告主自主投放。分众直投是分众传媒面向区域城市的一站式营销服务平台，具有投放门槛低、LBS 精准选点、锁定目标商圈和楼宇、智能屏系统推送、流量真实可监控等特点。2021 年 9 月，“分众直投”进行品牌升级，在原有产品基础上，实现了周边广告的自助投放，更有利于释放本地商户的投放潜力。以线下餐饮火锅品牌李九记为例，分众直投先后与李九记展开合作共带来 280000+刷屏级曝光，在投放期间高曝光的影响下，李九记到店客流提升近 50%，会员增长以及销售额增长近 30%，帮助品牌实现了影响力的提升（数据来源：分众传媒公众号）。

图 25：分众直投实现更精准选点



资料来源：分众直投公众号

我们判断此次数字化与智能化的升级，本质上是对公司运营及组织体系的重塑，帮助公司实现了从终端智能屏的推出、到广告投放平台的升级及后端广告主决策支持、投放数据等全链路的升级，由此重塑了公司的媒体资源体系、运营组织方式等多个层面，实现效率的提升，进而反馈在收入增长上。具体来看，我们认为此轮智能化升级将从以下两方面为公司业绩带来正向反馈：

第一，为客户提供了更丰富、自由的媒体资源组合，有望降低投放门槛，打开中小广告主的增量空间。整体而言，分众传媒投放的门槛相对较高，从其公布的刊例价来看，2012 年北京单套 LCD 联播网播放一周的刊例价为 53.78 万，单个框架点位刊例价为 569.36 元；根据华夏时报报道，2022 年北京单套 LCD 联播网的价格为 248.30 万，单个框架点位的刊例价为 2388 元。因此从绝对值来看，如需大规模投放 LCD 联播网或者框架海报所需的费用相对较高。智能屏作为可选择的方式，可以有效降低业务门槛，从而带来广告主数量的提升。增量客户一方面来自于新拓展的行业，另一方面来自于现存行业中未被挖掘的中小客户，我们认为分众直投为本地生活等中小客户提供了更好的选择，基于 LBS 定位的投放更加精准，同时可以进行投放时间段和所需楼栋的选择，能够使中小广告主实现投放效益的最大化，从而带来增量广告客户。

其次，分众直投所带来的资源分配的弹性将抵消部分可能因提价造成的刊挂率的下降，有利于提升客户留存率。分众每年有稳定的提价惯例，我们以北京点位资源的刊例价为例进行测算，2015-2022 年北京 LCD 套装刊例价年均复合增长率约为 18.51%，框架海报刊例价的复合增长率约为 21.43%。我们认为随着刊例价的提升可能会导致部分低预算客户的流失，但通过分众直投等更丰富的媒体资源组合方式可以使客户通过缩短时长或者减少覆盖点位数

量来实现性价比更高的曝光，从而提升客户的留存率。

表 10：公司不同媒体资源刊例价（元/周，北京）

媒体类型	2012	2013	2014	2015.05	2022.02	2015-2022 年平均复合 增长率
LCD 联播网	537,840	645,840	770,400	896,400	2483,000	18.51%
框架 1.0	598	658	698	768	-	
框架 2.0	368	398	398	438	-	
框架	569.36	632.28	674.60	744.76	2388	21.43%

资料来源：公司公告，华夏时报，安信证券研究中心（注：框架刊例价根据所披露的不同版框架的点位数量进行加权平均计算；2022.02 数据来自于华夏时报新闻报道）

5.2. 降本：以技术推动人员优化，职工薪酬占比下降

推动以数字化技术替代人力，员工数实现大幅下降。公司不断推动以技术替代人力：1) 公司已基本实现设备的云端推送，减少了对上刊人员的需求；2) 通过对屏幕运营状况实现后台在线监控，使得原来派出的大量的巡视人员人数不断下降；3) 实现了内部点位系统的数字化升级，能够实现智能化输入条件自动生成系统，使所需要维护的运营人员规模下降。基于此，公司的员工数量实现大幅下降，员工总量由 2019 年的 11005 人下降至 5872 人，其中尤以运营人员的下降最为突出，由 2019 年的 6723 下降至 2021 年的 2476 人，下降幅度为 63.17%。

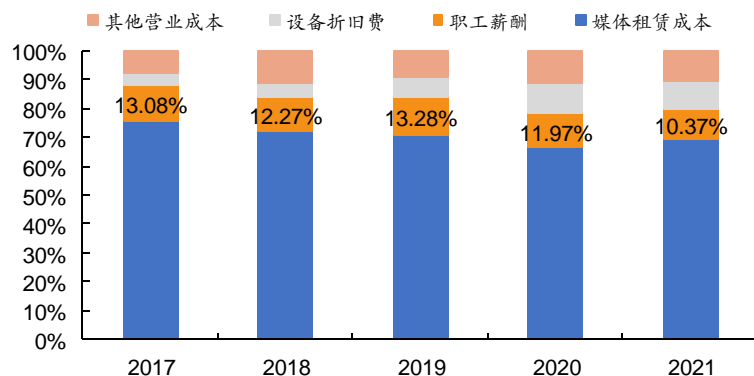
表 11：2019-2021 年公司员工数量及构成变化

专业构成类别	2019	2020	2021	2021 年较 2019 年 下降幅度
销售人员	2,136	1,726	1,674	-21.63%
技术人员	223	233	199	-10.76%
财务人员	236	200	182	-22.88%
行政人员	721	530	541	-24.97%
开发人员	966	842	800	-17.18%
运营人员	6,723	3,248	2,476	-63.17%
合计	11,005	6,779	5,872	-46.64%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

人员优化推动公司营业成本中职工薪酬占比下降。得益于人员优化所带来的成本下降，2019-2021 年职工薪酬在营业成本中的占比依次为 13.28%、11.97%、10.37%，占比逐步下降。2022Q1 由于人员优化推动职工薪酬下降，使得公司的营业成本同比下降 12.58%。

图 26：2017-2021 年公司营业成本构成变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

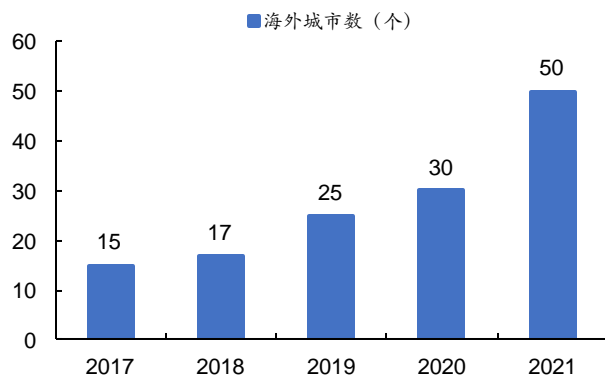
综合收入端的正向反馈与成本端所带来的职工薪酬下降，我们认为数字化与智能化的升级将有望带来经营杠杆的提升，使公司的经营质量得到优化，从而持续构筑经营壁垒。

6. 海外业务：向全球性梯媒集团升级，长期有望贡献业绩弹性

6.1. 海外部分子公司已实现盈利，赴港上市有望加速业务落地

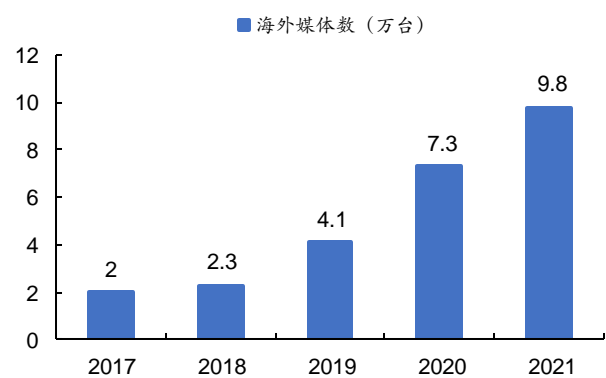
2017年启动海外业务布局，已覆盖50余城市近十万设备。公司于2017年在韩国设立子公司并投入运营，开启了海外布局。公司通过收购韩国LGU+楼宇媒体广告相关的媒体资源作为切入点，在首尔、釜山等15个城市展开运营。此后，公司先后在印度尼西亚、泰国设立控股子公司，在新加坡设立联营公司拓展海外媒体资源。截止2022年3月，公司已经覆盖韩国、泰国、新加坡和印度尼西亚等国的50多个主要城市，拥有9.8万台媒体设备。

图 27：2017-2021 年公司海外覆盖城市数



资料来源：公司公告，安信证券研究中心（注：部分数据为约数）

图 28：2017-2021 年公司海外拥有的媒体设备数



资料来源：公司公告，安信证券研究中心（注：部分数据为约数）

以控股而非全资方式设立海外子公司减少地域摩擦，部分已经实现盈利。分众在海外主要通过控股而非全资的方式设立子公司，主要是为与海外当地的头部公司展开合作以便于更好的切入市场，比如分众在新加坡与新加坡报业 (SPH) 成立新加坡电梯电视媒体广告合资公司，双方共同开发智能电梯媒体平台。借助这种模式，分众可以降低不同地域的摩擦成本，快速切入当地市场，从而有效的开展业务并实现盈利。目前公司已经在韩国、新加坡、印度尼西亚实现盈利，根据公司公告，2021年韩国、新加坡、印度尼西亚子公司分别实现盈利5064.29万、4671.95万、8.39万，分别为公司贡献盈利2552.40万、1261.43万、4.28万。

表 12：公司境外资产现状及收益状态

资产的具体内容	形成原因	资产规模 (万元)	所在地	运营模式	收益状况 (2021年)	境外资产占公司净资产的比重
Focus Media Fountain Vest Sports JV, L.P.	股权投资 持股 43.94%	49,248.03	开曼群岛	有限合伙	分众盈利 262.88 万元	2.68%
分众传媒发展有限公司 中国香港户外广告业务	设立 持股 100%	112,816.36	中国香港	全资子公司	亏损 304.23 万元 分众亏损 304.23 万元	6.14%
FM Korea 韩国电梯电视媒体广告业务	设立 持股 50.4%	31,707.25	韩国	控股子公司	盈利 5,064.29 万元 分众盈利 2,552.40 万元	1.73%
PT Target Media Nusantara 印度尼西亚电梯电视媒体广告业务	设立 持股 51%	2,426.26	印度尼西亚	控股子公司	盈利 8.39 万元 分众盈利 4.28 万元	0.13%
Target Media Hong Kong Limited 中国香港电梯电视媒体广告业务	设立 持股 62.07%	1,480.63	中国香港	控股子公司	亏损 703.64 万元 分众亏损 436.75 万元	0.08%
Focus Media (Thailand) Co., Ltd. 泰国电梯电视媒体广告业务	设立 持股 100%	821.58	泰国	全资子公司	亏损 209.08 万元 分众亏损 209.08 万元	0.04%
Target Media Culcreative Pte. Ltd. 新加坡电梯电视媒体广告业务	设立 持股 27%	14,475.73	新加坡	控股子公司	盈利 4,671.95 万元 分众盈利 1,261.43 万元	0.79%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

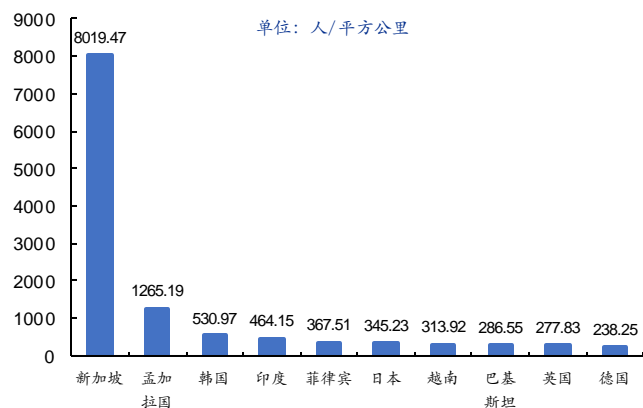
境外融资平台正在筹备中，有望加速海外业务布局。根据公司公告，分众拟于港交所申请上市，而旗下韩国子公司拟申请于韩国证券交易所上市，目前相关工作正在筹备中。我们认为公司作为最早在美股上市的中国传媒股之一，具备较为成熟的海外融资经验，此次再次寻求港交所上市，将帮助公司拓宽融资渠道，更重要的是更具国际化影响力的港交所平台公司品牌影响力，有助于海外业务的拓展。而韩国子公司作为公司布局最早、盈利能力最强的境外子公司，其寻求在韩国本土上市将作为其进一步融入本土的标志之一，也有助于提高其在本地的影响力，从而更好地开展业务拓展。

6.2. 拓展海外业务的客观条件具备优势，市场前景广阔

高人口密度地区具备落地梯媒广告的天然优势。电梯是在城市化进程中因人口密度逐步提升而对高层建筑物、住宅的需求增加的背景下产生的，随着人口密度的增加，电梯的广告价值将逐步显现，一方面在高层楼宇中用户等电梯与乘坐电梯的时间相对较长，可以保证广告曝光时长；另一方面，较高的人口密度也可以保证乘坐电梯的用户较多，使广告触达范围广泛。

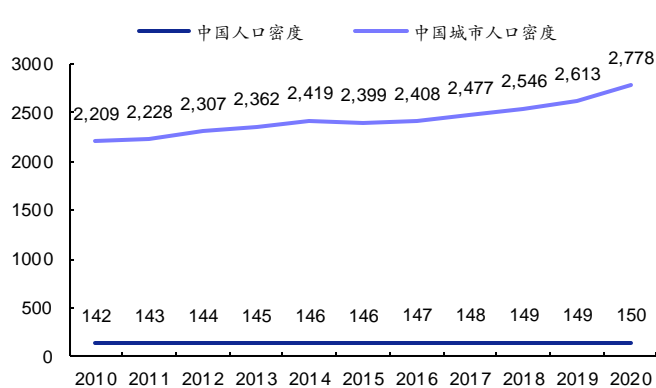
以亚洲高人口密度国家为切入点，具备复制中国梯媒模式的客观条件。分众主要选择亚洲地区作为当前海外业务布局的重点区域，对应国家均具有较高的人口密度，其中新加坡、韩国人口密度分别为 8019.47 人/平方公里、530.97 人/平方公里，分别居于全球第一、第三。根据公司公告，未来公司将加速海外业务的布局，目标覆盖日本、印度、菲律宾、越南等国家，其人口密度依次为 345.23 人、464.15 人、367.51 人、313.92 人，均系人口密度较高的国家。对比中国的数据来看，以上国家的人口密度均高于中国，且新加坡人口密度远高于中国城市人口密度，因此我们判断分众传媒在中国成熟的梯媒模式具备复制到海外的客观条件。

图 29：2020 年全球人口密度最高的前十大国家



资料来源：世界银行，安信证券研究中心

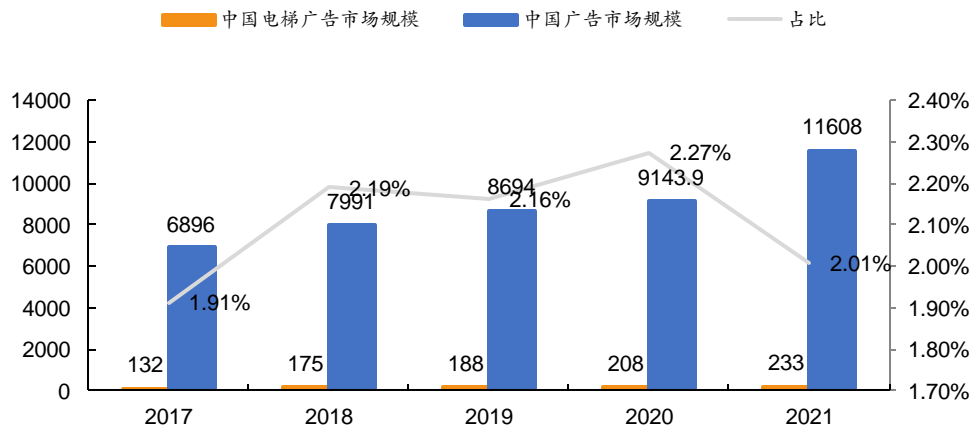
图 30：2010-2020 年中国人口密度及城市人口密度



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心 (单位：人/平方公里)

参考国内数据推测，梯媒广告占整体广告的比重约为 2%左右。在 2003 年分众传媒首创了梯媒广告场景至今，中国的电梯广告已经发展近二十年，处于相对成熟的状态，因此我们认为中国电梯广告市场占整体广告的比重在一定程度上代表了梯媒广告的市场份额。根据艾媒数据测算，2017-2021 年中国电梯广告市场规模为 132 亿、175 亿、188 亿、208 亿、233 亿，约占中国整体广告市场的比重为 1.91%、2.19%、2.16%、2.27%、2.01%，基本维持 2%左右，处于相对稳定的状态。

图 31：2017-2021 年中国电梯广告市场规模及占比



资料来源：艾媒数据、国家市场监督管理总局、Questmobile、智研咨询、安信证券研究中心

预计海外市场空间为 70-120 亿，成长前景广阔。我们根据东南亚各国的整体广告支出为基数，分别假设梯媒广告占整体广告市场的比重为 1.5%、2%、2.5%进行测算，得出预计包括韩国、新加坡、泰国、日本在内的 8 个国家的梯媒广告市场规模合计分别为 10.91 亿美元、14.54 亿美元、18.18 亿美元，对应人民币约为 72-121 亿元左右，大约相当于分众传媒 2021 年收入的 49%-82%。因此我们认为公司所重点布局的包含韩国、泰国、新加坡等国在内的海外地区的电梯媒体广告的长期市场空间在百亿上下，而现阶段仅处于开拓期，成长空间广阔，我们预计在未来几年海外市场有望为公司贡献较大的增长弹性。

表 13：测算分众海外地区电梯广告市场规模

	整体广告支出 (亿美元)	梯媒广告市场规模 (假设占比为 1.5%)	梯媒广告市场规模 (假设占比为 2%)	梯媒广告市场规模 (假设占比为 2.5%)
韩国	94.8	1.42	1.90	2.37
新加坡	16	0.24	0.32	0.40
泰国	24	0.36	0.48	0.60
日本	424.6	6.37	8.49	10.62
马来西亚	12.1	0.18	0.24	0.30
印度	104.6	1.57	2.09	2.62
印度尼西亚	33.3	0.50	0.67	0.83
菲律宾	17.8	0.27	0.36	0.45
合计	727.20	10.91	14.54	18.18
合计 (人民币)	4850.42	72.76	97.01	121.26

资料来源：eMarketer，安信证券研究中心（注：以 2019 年东南亚各国媒体广告支出为基础测算；美元兑人民币汇率为 6.67）

7. 投资建议

1) 核心假设

公司短期业绩虽受疫情扰动存在一定不确定性，但我们认为经历了前期的竞争与调整，公司从客户结构、产品力、数字化能力等方面都得到了重塑与升级，成长为更具经营韧性的公司，同时公司的媒体价值已获得市场认可，业绩基本盘较为稳定。

我们对公司进行盈利预测的核心依据如下：

- 营业收入：公司目前在点位上保持相对稳定的扩张节奏，不会出现较大的增长；收入的增长更多主要来自于稳定提价与刊挂率的提升，反映在单点位收入的增长上。但考虑到 2022 年疫情影响时间相对较长，预计 2022 年单点位收入将有所下滑，随着疫情逐渐得到控制，预计后续将迎来反弹。综合来看，我们预计 2022-2024 年公司营业收入增速分别为-8.2%、20.1%、24.7%；
- 毛利率：预计短期内行业内竞争不会加剧，公司的媒体租赁成本将维持在相对稳定的状态；由于推动人员优化，预计毛利率会较此前略有提升，后续将整体维持稳定的状态，预计 2022-2024 年公司的毛利率将稳定在 70% 的水平；
- 费用率：公司整体经营趋于稳定，我们预计其费用率将保持相对稳定的状态；
- 海外业务：我们测算公司所布局的海外地区的电梯广告市场空间广阔，预计将为公司贡献长期业绩弹性，但由于当前仍处于业务拓展阶段，相对于公司国内业务来看体量较小，故在 2022-2024 年盈利预测中暂不考虑海外业务的影响。

我们预计公司 2022 年-2024 年将实现归母净利润为 54.89/68.32/86.24 亿，对应 EPS 为 0.38/0.47/0.60 元。

表 14：盈利预测核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	12,097.1	14,836.4	13,620.7	16,353.1	20,388.8
YoY (%)	-0.3%	22.6%	-8.2%	20.1%	24.7%
毛利率 (%)	63.2%	67.5%	70.0%	70.0%	70.0%
销售费用率 (%)	17.8%	17.9%	17.8%	17.8%	17.9%
管理费用率 (%)	5.7%	3.4%	4.1%	4.1%	3.9%
研发费用率 (%)	0.8%	0.6%	0.9%	0.8%	0.8%
归母净利润（百万）	4,003.8	6,063.2	5,488.9	6,832.0	8,624.6
YoY (%)	113.5%	51.4%	-9.5%	24.5%	26.2%
归母净利润率 (%)	33.1%	40.9%	40.3%	41.8%	42.3%
EPS (元)	0.28	0.42	0.38	0.47	0.60

资料来源：Wind，安信证券研究中心

我们采用相对估值法进行测算，我们认为分众传媒的本质是一家媒体平台公司，与微博、百度所具备的媒体属性更类似，也参考 A 股营销公司蓝色光标、华扬联众进行测算，得出以上四家公司 2022 年 PE 平均值为 15.82 倍。公司作为梯媒行业龙头具备估值溢价，给予 2022 年 20 倍 PE，6 个月目标价为 7.6 元，维持“买入-A”的投资评级。

表 15: 可比公司估值

	证券代码	市值	归母净利润 (亿)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
媒体型公司								
微博	WB.O	346.89	5.16	6.17	6.82	9.53	7.98	7.22
百度	BIDU.O	2781.23	106.08	157.16	186.58	25.23	17.03	14.34
平均						17.38	12.51	10.78
营销公司								
蓝色光标	300058.SZ	137.01	7.83	9.28	10.48	17.87	15.08	13.36
华扬联众	603825.SH	36.91	3.56	4.63	4.85	10.64	8.19	7.82
平均						14.26	11.64	10.59
整体平均						15.82	12.07	10.69

资料来源: Wind, 安信证券研究中心 (注: 市值截止日期为 2022.05.07, 采用 2022 年 5 月 7 日美元兑人民币汇率 6.65)

8. 风险提示

疫情影响超预期: 疫情下一方面宏观经济承压可能导致广告主预算缩减; 另一方面, 受疫情影响线下封控会影响广告发布, 从而影响公司业绩。

广告主预算增长不及预期: 公司的收入主要来自于广告主的营销预算, 受到疫情影响、客户行业竞争格局变化、产品上线节奏等多方面影响, 可能导致广告主缩减预算, 会导致公司收入受到影响。

行业竞争加剧: 梯媒公司最核心的资源在于媒体点位, 如果行业竞争加剧可能导致点位租赁成本增加, 甚至造成资源流失, 会影响公司的核心竞争力。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,097.1	14,836.4	13,620.7	16,353.1	20,388.8	成长性					
减:营业成本	4,446.9	4,816.9	4,086.2	4,905.9	6,116.6	营业收入增长率	-0.3%	22.6%	-8.2%	20.1%	24.7%
营业税费	63.4	79.6	72.2	86.7	108.5	营业利润增长率	114.7%	52.5%	-10.2%	24.8%	26.3%
销售费用	2,150.3	2,658.3	2,430.8	2,918.4	3,643.5	净利润增长率	113.5%	51.4%	-9.5%	24.5%	26.2%
管理费用	684.3	502.5	558.0	667.3	785.9	EBITDA 增长率	90.5%	41.5%	-7.9%	20.4%	19.2%
研发费用	102.5	89.3	121.2	127.5	154.4	EBIT 增长率	109.4%	46.1%	-9.2%	22.1%	25.8%
财务费用	-126.6	-168.7	-327.6	-585.2	-780.0	NOPLAT 增长率	111.8%	52.5%	-12.5%	22.1%	25.7%
资产减值损失	14.5	-71.1	-28.3	-49.7	-39.0	投资资本增长率	-21.7%	-62.2%	260.3%	-75.8%	342.2%
加:公允价值变动收益	47.0	263.3	-22.1	109.3	284.5	净资产增长率	23.3%	8.2%	16.0%	16.9%	17.8%
投资和汇兑收益	309.7	268.2	265.3	281.1	271.5						
营业利润	5,080.0	7,745.0	6,951.5	8,672.6	10,954.8	利润率					
加:营业外净收支	-32.7	-12.2	-20.9	-21.9	-18.3	毛利率	63.2%	67.5%	70.0%	70.0%	70.0%
利润总额	5,047.4	7,732.9	6,930.6	8,650.7	10,936.5	营业利润率	42.0%	52.2%	51.0%	53.0%	53.7%
减:所得税	1,046.5	1,621.2	1,448.4	1,805.0	2,286.8	净利润率	33.1%	40.9%	40.3%	41.8%	42.3%
净利润	4,003.8	6,063.2	5,488.9	6,832.0	8,624.6	EBITDA/营业收入	45.4%	52.4%	52.5%	52.7%	50.4%
						EBIT/营业收入	41.3%	49.2%	48.6%	49.5%	49.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	41	25	17	3	-3
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	41	9	37	36	39
货币资金	4,730.3	4,295.6	6,356.1	12,548.9	12,648.1	流动资产周转天数	339	279	378	418	412
交易性金融资产	1,476.0	3,442.1	3,420.0	3,529.4	3,813.8	应收帐款周转天数	118	82	112	104	99
应收帐款	3,680.6	3,038.3	5,409.1	4,004.6	7,200.4	存货周转天数	0	0	0	0	0
应收票据	-	-	73.5	14.7	34.2	总资产周转天数	600	573	691	641	599
预付帐款	631.6	112.3	1,016.1	239.2	1,160.4	投资资本周转天数	119	58	80	65	55
存货	4.6	10.3	8.3	3.3	12.0						
其他流动资产	766.1	812.0	595.0	724.4	710.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	23.5%	33.0%	25.7%	27.3%	29.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	18.5%	23.9%	20.5%	21.7%	23.8%
长期股权投资	1,372.9	1,600.1	1,600.1	1,600.1	1,600.1	ROIC	87.9%	171.2%	396.0%	134.3%	698.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,158.0	915.2	386.0	-143.3	-242.8	销售费用率	17.8%	17.9%	17.8%	17.8%	17.9%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	5.7%	3.4%	4.1%	4.1%	3.9%
无形资产	21.6	14.8	10.5	6.1	1.7	研发费用率	0.8%	0.6%	0.9%	0.8%	0.8%
其他非流动资产	7,804.5	11,314.4	7,834.1	8,971.4	9,367.6	财务费用率	-1.0%	-1.1%	-2.4%	-3.6%	-3.8%
资产总额	21,646.2	25,555.3	26,708.9	31,498.7	36,306.0	四费/营业收入	23.2%	20.8%	20.4%	19.1%	18.7%
短期债务	50.3	20.8	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	2,010.8	1,550.8	1,582.5	2,414.7	2,317.4	资产负债率	20.2%	26.9%	18.8%	19.5%	17.8%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	25.3%	36.8%	23.2%	24.2%	21.6%
其他流动负债	2,087.2	4,198.6	2,936.0	3,119.7	3,394.2	流动比率	2.72	2.03	3.74	3.81	4.48
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.72	2.03	3.73	3.81	4.48
其他非流动负债	225.4	1,102.3	511.8	613.2	742.4	利息保障倍数	-39.43	-43.23	-20.22	-13.82	-13.05
负债总额	4,373.7	6,872.5	5,030.2	6,147.6	6,454.0	分红指标					
少数股东权益	255.4	303.3	296.9	310.3	334.8	DPS(元)	0.12	0.21	8.08	9.66	12.64
股本	333.7	328.3	328.3	328.3	328.3	分红比率	41.5%	49.5%	48.3%	46.4%	48.1%
留存收益	18,363.5	18,215.9	21,053.5	24,712.5	29,189.0	股息收益率	2.0%	3.6%	141.4%	169.3%	221.3%
股东权益	17,272.4	18,682.7	21,678.7	25,351.1	29,852.0						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	4,000.9	6,111.6	5,488.9	6,832.0	8,624.6	EPS(元)	0.28	0.42	0.38	0.47	0.60
加:折旧和摊销	511.6	489.8	533.7	533.7	103.9	BVPS(元)	1.18	1.27	65.13	76.27	89.91
资产减值准备	-14.5	71.1	-	-	-	PE(X)	20.6	13.6	15.0	12.1	9.6
公允价值变动损失	-47.0	-263.3	-22.1	109.3	284.5	PB(X)	4.8	4.5	0.1	0.1	0.1
财务费用	25.3	100.4	-327.6	-585.2	-780.0	P/FCF	20.0	8.1	2.6	0.2	0.4
投资损失	-309.7	-268.2	-265.3	-281.1	-271.5	P/S	6.8	5.6	0.1	0.1	0.1
少数股东损益	-2.9	48.5	-6.7	13.6	25.0	EV/EBITDA	-1.9	-1.8	-2.1	-2.6	-2.2
营运资金的变动	-2,082.8	-1,725.8	-497.1	1,943.5	-4,443.9	CAGR(%)	19.6%	12.3%	43.5%	19.6%	12.3%
经营活动产生现金流量	5,223.4	9,590.4	4,903.7	8,565.9	3,542.6	PEG	1.1	1.1	0.3	0.6	0.8
投资活动产生现金流量	-1,958.5	-2,429.7	644.0	6.6	-371.7	ROIC/WACC	8.3	16.2	37.6	12.7	66.2
融资活动产生现金流量	-1,883.3	-7,551.4	-3,487.1	-2,379.8	-3,071.6	REP	-0.4	-0.7	-0.1	-1.5	-0.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034