

分众传媒 (002027)

3年草根看业绩持续改善，国货品牌崛起助力王者归来

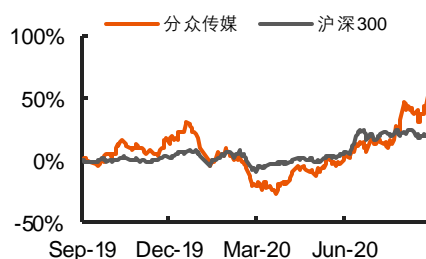
强烈推荐 (首次)

现价：8元

主要数据

行业	传媒
公司网址	www.focusmedia.cn
大股东/持股	Media Management Hong Kong Limited/23.34%
实际控制人	江南春
总股本(百万股)	14,678
流通A股(百万股)	14,678
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	1,174.23
流通A股市值(亿元)	1,174.23
每股净资产(元)	0.93
资产负债率(%)	29.2

行情走势图



证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号
S1060520050001
YIYONGJIAN176@PINGAN.COM.CN



平安观点：

- **3年草根数据看业绩将持续改善：**1) 扣除影院和楼宇减租免租的影响，公司通过点位优化的方式已将主营成本同比缩减15%左右，单季度主营成本将从高峰期的16.7亿降为稳态情况下的14亿左右。2) 根据我们的草根数据，2020年1-8月份(扣除疫情高发期)单城市单联播网的每周上刊品牌均值为14.65个，比2019年同期多1.3个品牌数。7月份之后每周上刊品牌数持续优于去年同期数据，并且广告主的质量较高(如在线教育龙头等)，此类广告的投放量大且持续时间预计较长，我们对公司Q3和Q4的楼宇业务保持乐观预期。
- **业绩可突破历史峰值：**1) 根据国际咨询机构MAGNAGlobal的预测，国内广告市场2021年增速回归至+6.8%，传统广告在分众生活圈渠道预计触底反弹。2) 2017-18年二手车和购物平台板块性投放带动分众业绩高速增长，2019年公司缺乏此类新品牌大规模投放，但是2020年开始在线教育、食品饮料等细分行业有集体品牌投放的趋势，投放周期可持续性较长，预计对公司业务带动明显。3) 酒水饮料、奶粉、化妆品等国货消费品牌正在崛起，分众作为线下品牌传播工具有望持续收益。
- **再议市场格局：**1) 碧桂园服务收购城市纵横后自有点位规模有限(约17万个)，单城市物业项目仅有9.1个，与头部梯媒的差距较大。2) 尽管物业管理行业的市占率在不断提升，但是单物业公司市占率低(最高尚不足2%，未来难突破5%)，其点位发散&单城市覆盖率低，可预期时间范围之内难以冲击现有梯媒市场格局。3) 新潮已优化点位和人员规模，现阶段以做收入为主，我们认为梯媒市场竞争环境比前两年有明显改善。
- **盈利预测：**我们预测公司2020-22年的营收分别为99.85亿、141.62亿、160.78亿，净利润分别为26.04亿、41.46亿、54.17亿，对应目前股价的PE分别为45倍、28倍、22倍。给予未来两年30倍PE，对应目标价为11.1元，尚有近40%的空间。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 疫情反复；2) 竞争恶化；3) 竞争对手上市；3) 营收不及预期；4) 大股东减持；5) 实际控制人脱离管理和业务；6) 资产减值。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14551	12136	9985	14162	16078
YoY(%)	21.1	-16.6	-17.7	41.8	13.5
净利润(百万元)	5823	1875	2604	4146	5417
YoY(%)	-3.0	-67.8	38.8	59.2	30.7
毛利率(%)	66.2	45.2	53.6	61.4	66.0
净利率(%)	40.0	15.5	26.1	29.3	33.7
ROE(%)	40.2	13.2	15.7	20.0	20.7
EPS(摊薄/元)	0.40	0.13	0.18	0.28	0.37
P/E(倍)	20.2	62.6	45.1	28.3	21.7
P/B(倍)	8.3	8.5	7.2	5.7	4.5

正文目录

一、	3年草根数据看业绩持续改善	5
1.1	成本确定性改善	5
1.2	3年草根数据看公司营收的回归	6
二、	业绩突围逻辑：传统广告触底反弹，国货品牌崛起	8
2.1	投放分众渠道的三大类广告	8
2.2	传统广告将触底反弹	9
2.3	2020年再现新品牌集体性投放，在线教育品牌投放可持续	9
2.4	国货崛起带动品牌投放，分众渠道不可或缺	12
三、	再议市场格局：物业难搅局，竞争显著改善	14
3.1	论述碧桂园服务入局梯媒市场	14
3.2	物业公司入局分析：点位发散&单城市覆盖率低，可做增值业务难独立发展	16
3.3	竞争者新潮近况跟踪：现阶段以降本增效为主	18
四、	盈利预测与估值	19
五、	风险提示	20

图表目录

图表 1	公司季度主营成本显著下降（2015 至今）	5
图表 2	公司主营成本构成（2018-2019）	5
图表 3	2020H1 点位显著优化（万个）	5
图表 4	分众楼宇点位规模（2017-2020H1）	6
图表 5	新潮点位规模（2017-2020H1）	6
图表 6	分众楼宇 LCD 单城单网上刊品牌数跟踪--每周上刊数（1-8 月）	6
图表 7	影院正在逐步恢复（9 月 8 日）	7
图表 8	大片陆续定档	7
图表 9	公司归母净利润预计持续回升	7
图表 10	分众渠道上刊的三大类广告	8
图表 11	2019 年分众梯媒 LCD 单网单城的广告品牌投放周次统计	8
图表 12	预计 2021 年各主要经济体广告行业全面复苏	9
图表 13	公司历史业绩峰值期各行业营收占比	9
图表 14	梯媒广告花费 TOP10（2017-2018）	9
图表 15	二手车平台融资历程	10
图表 16	2012-18 年二手车相关行业投融资情况	10
图表 17	二手车电商广告投放情况（2014-2018）	10
图表 18	2019 年分众楼宇广告缺乏板块性集体投放	11
图表 19	2020 年以来分众上海楼宇 LCD 全部广告品牌投放规模	11
图表 20	两大 K12 在线教育机构业务高增长	12
图表 21	头部 K12 在线教育机构 2020 年暑期营销费用	12
图表 22	以洽洽小黄袋为代表的国货休闲食品广告	12
图表 23	以元气森林为代表的国货酒水饮料广告	12
图表 24	以飞鹤为代表的国货奶粉广告	12
图表 25	以润百颜为代表的国货化妆品广告	12
图表 26	2015 年中国人均 GDP 才超过 8000 美元	13
图表 27	消费对国内 GDP 增长的贡献稳定在 60%左右	13
图表 28	中国消费品牌发展的新契机	13
图表 29	国货消费品牌崛起绕不开分众的生活圈媒体	14
图表 30	内外资婴配奶粉市场份额（2008-2018）	14
图表 31	本土大众化妆品日渐崛起	14
图表 32	碧桂园服务收购城市纵横对价不超过 15.12 亿	15
图表 33	城市纵横营收及利润规模	15
图表 34	城市纵横点位情况	15
图表 35	碧桂园服务并购后自有点位与分众的差距	15
图表 36	梯媒间接采购模式没有定价权	15

图表 37	自有点位和间接采购点位年产值对比（元·年）	16
图表 38	物业公司可收购梯媒路径推演	16
图表 39	梯媒格局及梯队分析	16
图表 40	物业管理行业市占率情况	17
图表 41	部分物业公司市占率	17
图表 42	2020H1 物业公司入驻城市和在管项目	17
图表 43	2020H1 物业公司单城市项目数量	17
图表 44	分众传媒联播网在一线城市的点位规模	18
图表 45	2019 年分众前五大供应商采购金额	18
图表 46	分众 LCD 和新潮点位在各级城市的占比	18
图表 47	2019 年碧桂园销售项目城市分布（销售口径）	18
图表 48	新潮点位降本增效	19
图表 49	新潮减员增效	19

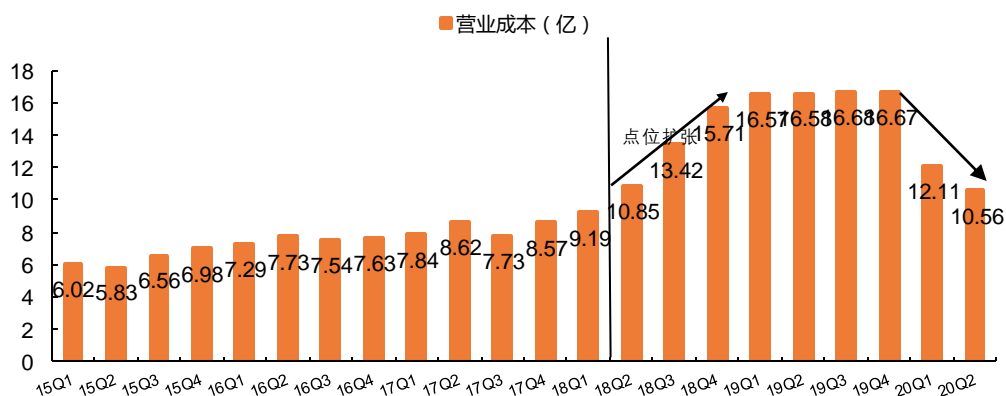
一、3年草根数据看业绩持续改善

1.1 成本确定性改善

公司成本主要由点位租金、职工薪酬和设备折旧构成，2019年三者的成本占比分别为70.61%、13.28%和7.02%。如果不对点位进行大幅度的增减，从季度的角度来说，公司的成本是相对固定的。2018年Q2开始公司大幅扩张点位并且增加智能屏的规模，扩张周期持续到2019Q1，在此期间单季度主营成本由近10亿增长至16亿多。

扩张点位经过2019年的经营打磨，基本上已将边缘低效的点位筛选并在2020年H1优化，加上疫情期间点位减租免租和运维人员的缩减，公司主营成本得到大幅减少，2020Q1和Q2的单季度主营成本分别降至12.11亿元和10.56亿元。扣除影院和楼宇点位减租免租的影响，我们预计公司通过点位优化的方式已将主营成本同比缩减15%左右，因此公司单季度的主营成本将从高峰期的16.7亿降为稳态情况下的14亿左右。

图表1 公司季度主营成本显著下降（2015至今）



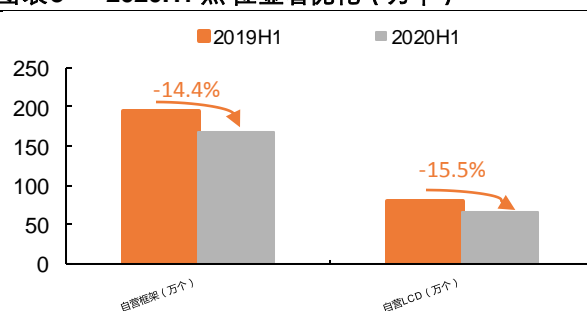
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表2 公司主营成本构成（2018-2019）

项目	2019年		2018年	
	金额 (亿)	占比	金额 (亿)	占比
租赁成本	46.95	70.61%	35.38	71.96%
职工薪酬	8.83	13.28%	6.03	12.27%
设备折旧	4.67	7.02%	2.07	4.22%
其他	6.05	9.09%	5.68	11.55%

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表3 2020H1 点位显著优化 (万个)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

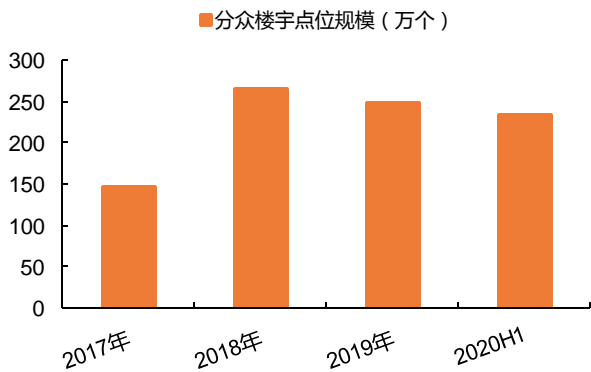
■ 中短期来看点位企稳为主，再次大幅扩张的概率极小

根据分众财报和新潮传媒宣传资料，两家公司均在2018年大幅扩张点位，新潮点位从2017年的35万个暴增至2018年的近90万个，分众楼宇点位2018年也增长了81%。但是大规模点位扩张并没有在短期内带来产能的快速释放，其中部分原因是2019年宏观转冷，还有部分原因是扩张点位质量

的良莠不齐（广告主为优质点位流量付费），因此 2019 年和 2020H1 两家公司都在缩减优化次要点位。

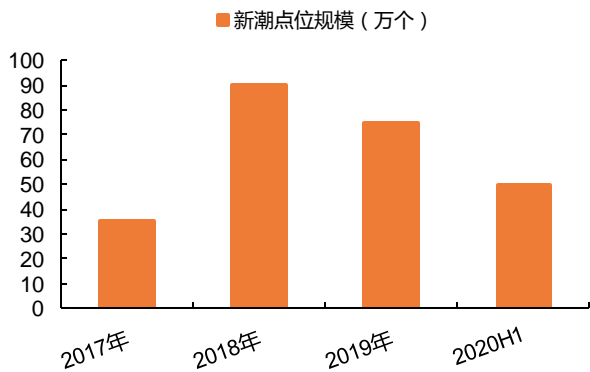
从中期维度来看（2-3 年），优质楼宇电梯的增量供给有限，两家公司再次大幅扩张的基础不强，另外二者现阶段的重点是将 2018 年扩张的点位实现产能释放，点位创收才是重点。

图表4 分众楼宇点位规模（2017-2020H1）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 新潮点位规模（2017-2020H1）

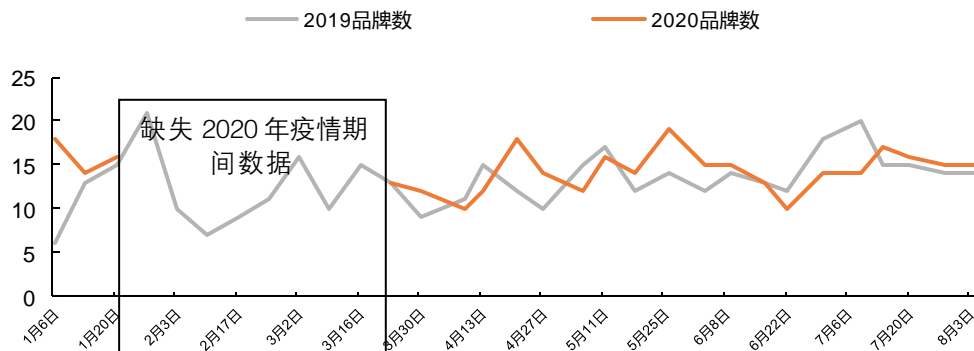


资料来源：公开资料整理，平安证券研究所

1.2.3 草根数据看公司营收的回归

楼宇业务：从 2018 年开始，我们每周对公司楼宇 LCD 广告进行跟踪，2019 年上刊的广告品牌数比 2018 年弱，特别是以二手车为主的互联网品牌减少投放。但是进入 2020 年之后数据并没有恶化，而是企稳回升的态势，2020 年 1-8 月份（扣除疫情高发期）单城市单联播网的每周上刊品牌均值为 14.65 个，比 2019 年同期多 1.3 个品牌数。7 月份之后每周上刊品牌数持续优于去年同期数据，并且广告主的质量较高（如在线教育龙头、京东金融等），此类广告的投放量大且持续时间预计较长，因此我们对公司 Q3 和 Q4 的楼宇业务保持乐观预期。

图表6 分众楼宇 LCD 单城单网上刊品牌数跟踪-每周上刊数（1-8 月）



资料来源：平安证券研究所跟踪整理，备注：该数据不代表公司全部点位上刊及营收

影院业务：1) 7 月 20 日开始各地影院有序恢复开放营业，尽管有上座率控制，但是行业触底反弹的趋势确定，并且复工后首部新片《八佰》取得了较好票房收入（截止到 9 月 9 日超 24 亿），为影院的复工复产开了好头，观影人次持续回流。从目前定档片单来看，国庆档已经确定有《夺冠》、《姜

子牙》等大片上映，对观影人次的带动预计较为乐观，因此我们认为 Q4 可能也是公司映前广告逐步恢复贡献收入的新起点。2) 由于疫情的不可控性，公司在疫情期间基本没有影院租金成本支出，某种程度上来说，也可以认为公司对上游物业具有较强的定价权，一旦后期影院复工映前广告可能不及往年，但是成本的把控是可以实现的，仍然可以做到盈利状态，预计不会出现映前广告增收不增利的现象。

图表7 影院正在逐步恢复 (9月8日)

全国复工影院总数	全国复工影院较前日变化数	全国影院复工率
9869	-16	91.2%

复工率TOP5省份	
1 江西省	100.0%
2 广西	100.0%
3 西藏	100.0%
4 青海省	97.7%
5 河南省	97.5%

资料来源：灯塔专业版, 平安证券研究所

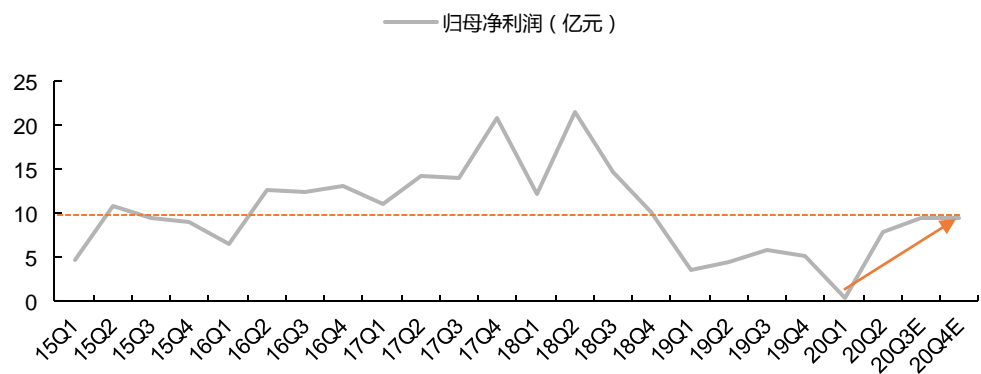
图表8 大片陆续定档

	夺冠 剧情 巩俐 黄渤 吴刚 2020-09-30 中国大陆上映	1,908,752人想看
	姜子牙 动画 动作 冒险 郑希 杨凝 图特哈蒙 2020-10-01 中国大陆上映	1,788,888人想看
	花木兰 剧情 冒险 刘亦菲 安柚鑫 甄子丹 2020-09-11 中国大陆上映	1,141,952人想看

资料来源：灯塔专业版, 平安证券研究所

有望未来 6 个季度的净利润持续好转：随着公司点位优化后主营成本逐步稳定以及人效提高和营收端的回暖，我们预计公司未来 3 个季度甚至 6 个季度的归母净利润能够保持同比增长，单季度利润回归 10 亿+将很快出现。

图表9 公司归母净利润预计持续回升



资料来源：wind, 平安证券研究所

二、业绩突围逻辑：传统广告触底反弹，国货品牌崛起

2.1 投放分众渠道的三大类广告

上刊分众各类渠道的广告均为品牌广告，大致分为三类：

- 1) 第一类：抢占“心智”为目的的新品牌**，上刊的周期长，每周播放频率高，例如 2017-18 年的优信二手车、瓜子二手车等，2019 年上刊的洽洽食品、妙可蓝多、伯爵旅拍等，都属于典型的 KA 客户。其投放分众渠道的原因是抢占“心智”&引爆效果，特别是针对城市白领消费群体的品牌。
- 2) 第二类：强化大品牌战略**，持续投放周期长且稳定，单周播放频率略低于第一类，但是其投放的年限比第一类长，比如 KFC、啤酒等，这类广告以代理投放为主，分众所覆盖的场景流量是这类大品牌不可或缺的选择。
- 3) 第三类：活动周期型广告和地方广告**，投放周期不高但长尾效应大（品牌多），比如视频平台的新节目或新剧宣传、夏季活动、地方专科医院、区域酒水广告等。

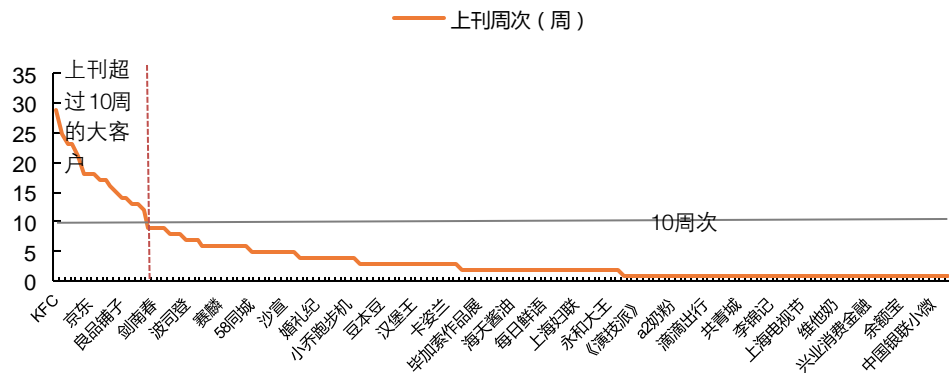
图表10 分众渠道上刊的三大类广告

	新品牌（抢占心智）	常规大品牌（策略）	活动或区域品牌
餐饮	西贝	KFC、麦当劳、必胜客	地方餐饮连锁
食品饮料	元气森林、瑞幸、洽洽小黄袋	郎酒、勇闯天涯、雪花等	丰谷酒等地方酒厂
互联网	二手车、在线教育等	天猫、京东等	爱奇艺节目视频宣传
车类	小鹏	上汽大众、广汽等	地方购车活动
投放特点	前期高频大投放，后期逐步减弱	长期稳定投放	种类多，投放短频快
投放目的	快速锁定中消费群体	多渠道投放策略，不可或缺	区域打品牌和获客
决定投放因素	行业变革、产业发展	偏宏观周期	偏宏观周期

资料来源：平安证券研究所跟踪整理

三类广告品牌的投放差异大，观察 2019 年楼宇 LCD 全年的数据可知头部品牌的播放频次高，但品牌数占比小，前两大类广告集中在头部，单客价值高，因此如果有新兴产业品牌集体投放，则公司营收端很容易催化反弹；而、长尾品牌频次低而数量多，单客价值相对可控。

图表11 2019 年分众梯媒 LCD 单网单城的广告品牌投放周次统计



资料来源：平安证券研究所跟踪整理

2.2 传统广告将触底反弹

2020年疫情对宏观经济造成一定的负面冲击，企业经营层面也受到一定的压力，传统广告预算在此背景下会有所缩减或者投向短期更有转化效果的效果广告渠道，因此2020年上半年是品牌广告的低谷期。但是疫情管控的有效进展和疫苗的逐步面世，预计下半年和2021年宏观经济逐步回暖，企业经营有望全面恢复，传统广告预算也有望回归正常。

根据国际咨询机构MAGNA Global的预测，2020年中国广告市场增速为-6%，而2021年增速回归至+6.8%，市场回归正常，生活圈媒体的广告预算也将回归正常。常规大品牌、活动或区域品牌，这两类广告品牌与宏观环境正相关性较高，传统广告的触底修复客观上也将带动这两类广告在分众投放的反弹。

图表12 预计2021年各主要经济体广告行业全面复苏

	2019年	2020E	2021E
澳大利亚	1.0%	-8.3%	6.9%
巴西	7.9%	-4.7%	4.0%
加拿大	5.5%	-5.9%	4.8%
中国	8.4%	-6.0%	6.8%
法国	4.7%	-13.1%	7.8%
德国	2.0%	-10.5%	7.8%
印度	10.6%	2.3%	8.6%
意大利	0.4%	-14.5%	8.8%
日本	1.6%	-14.2%	11.1%
巴西	5.6%	-7.1%	6.5%
西班牙	1.7%	-14.3%	9.1%
英国	10.1%	-8.9%	7.7%

资料来源：MAGNA(2020年6月)，平安证券研究所

2.3 2020年再现新品牌集体性投放，在线教育品牌投放可持续

二手车和购物平台的集体投放带动公司2017-18年的业务高增长：回顾公司2017-2018年的广告主结构，其中互联网、日用消费品、交通和通讯四大行业营收占公司总营收比例约为70%。如果细化到具体广告品牌，2017年和2018年梯媒广告花费最大的品牌主要是二手车（优信、瓜子、弹个车）、购物平台（天猫、京东、苏宁易购、拼多多）和传统食品饮料（肯德基、蒙牛、郎酒、瑞幸）。

图表13 公司历史业绩峰值期各行业营收占比

行业	2017年	2018年
日用消费品	19.8%	23.5%
互联网	22.9%	19.8%
交通	14.4%	14.9%
通讯	12.6%	14.9%
杂类	8.7%	6.4%
房产家居	8.6%	7.2%
娱乐休闲	7.2%	7.0%
商业服务	5.9%	6.3%

资料来源：2018年公司财报数据，平安证券研究所

图表14 梯媒广告花费TOP10（2017-2018）

排名	2017年		2018年	
	品牌	品牌	品牌	品牌
	电梯电视	电梯海报	电梯电视	电梯海报
1	优信二手车	优信二手车	瓜子二手车	幸福西饼
2	京东	京东	肯德基	天猫
3	天猫	神州	天猫	京东
4	瓜子二手车	天猫	瑞幸	瑞幸
5	肯德基	瓜子二手车	郎酒	弹个车
6	农夫山泉	幸福西饼	弹个车	优信二手车
7	蒙牛	苏宁	拼多多	广誉远
8	简一	小米	蒙牛	苏宁易购
9	人人车	苏宁易购	京东商城	金六福
10	金立	蒙牛	优信二手车	飞鹤

资料来源：CTR，平安证券研究所

2017-18年是二手车电商平台快速发展期，三大平台优信、瓜子、人人车两年内分别融了 7.25 亿美元、15.6 亿美元、5 亿美元，融资用途除了搭建中后台之外最大的用途就是前端广告获客。从艾瑞咨询跟踪的数据来看，二手车电商平台 2017 和 2018 年广告投放天次分别翻了 2.32 倍和 1.96 倍，由于分众的生活圈媒体覆盖了 3 亿多主流消费人群，与汽车用户人群画像极度匹配，因此二手车电商平台的广告预算有很大一部分流入了分众渠道。

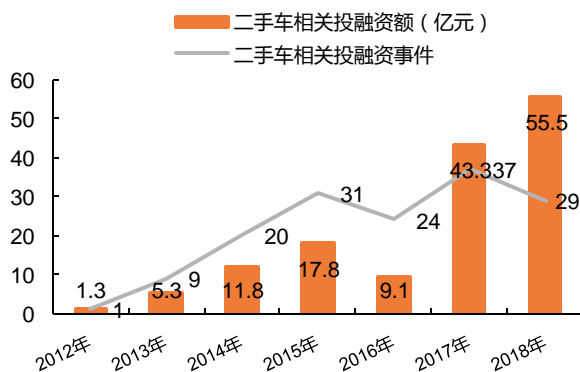
另外 2017-18 年也是电商品牌下沉发展高峰期，一方面受制于线上流量不断高企的成本，电商品牌逐步由纯线上获客走向线上线下结合获客，典型如阿里妈妈的“全域营销”概念；另外一方面，下沉电商品牌拼多多异军突起，2017-18 年融资超过 30 亿美元，其获客方式从早期微信好友裂变获客转至线上线下结合获客，对其他电商产生了一定的冲击，在此背景下天猫、京东、苏宁易购均加大了对线下的广告获客预算，特别是在 618 和双 11 电商活动期的集中投放。

图表 15 二手车平台融资历程

优信二手车		瓜子二手车		人人车	
融资日期	融资金额	融资日期	融资金额	融资日期	融资金额
2013 年 4 月	A 轮 3 千万美元	2015 年 11 月	天使轮 6 千万美元	2014 年 7 月	A 轮 5 百万美元
2014 年 9 月	B 轮 2.6 亿美元	2016 年 9 月	A 轮超 2.5 亿美元	2014 年 12 月	B 轮 2 千万美元
2015 年 3 月	C 轮 1.7 亿美元	2017 年 6 月	B 轮超 4 亿美元	2015 年 8 月	C 轮 8.5 千万美元
2016 年 1 月	D 轮 4 亿美元	2017 年 10 月	B+轮超过 1.8 亿美元	2016 年 9 月	D 轮 1.5 亿美元
2017 年 1 月	E 轮 5 亿美元	2018 年 3 月	C 轮 8.18 亿美元	2017 年 9 月	战略融资 2 亿美元
2018 年 6 月	IPO 上市 2.25 亿美元	2018 年 10 月	C+轮 1.62 亿美元	2018 年 4 月	战略融资 3 亿美元
2019 年 5 月	战略融资 2.3 亿美元	2019 年 2 月	D 轮 15 亿美元		
		2020 年 5 月	D+轮 2 亿美元		

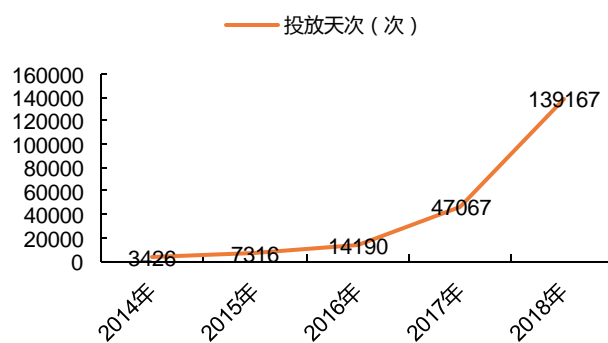
资料来源：天眼查，平安证券研究所

图表 16 2012-18 年二手车相关行业投融资情况



资料来源：艾瑞咨询，平安证券研究所

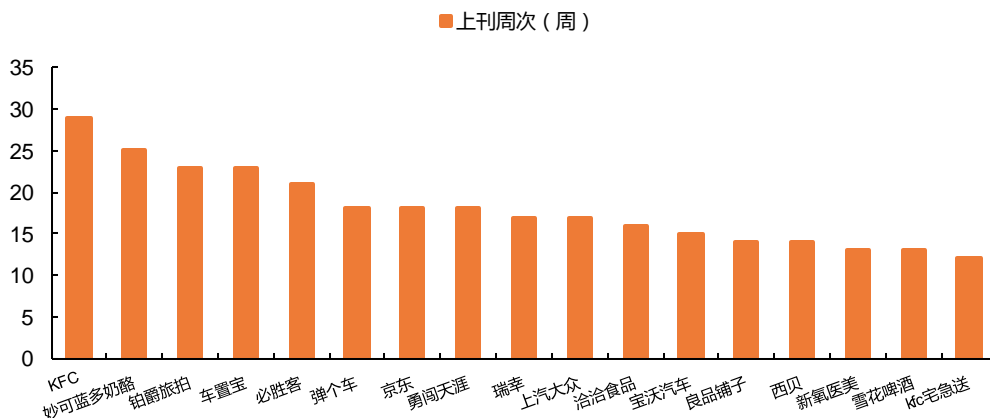
图表 17 二手车电商广告投放情况 (2014-2018)



资料来源：艾瑞咨询，平安证券研究所

2019 年缺少新品牌的板块性投放：从我们跟踪楼宇 LCD 广告数据 (单城单网) 来看，公司 2019 年缺乏板块性的集体投放，投放周期最长的前十大品牌分别是 KFC、妙可蓝多、铂爵旅拍、车置宝、必胜客、弹个车、京东、勇闯天涯、瑞幸、上汽等，缺少像二手车这种集体投放。从公司披露的前五大客户来看，尽管单客户的占比仅有低个位数，但是销售额绝对值高 (前五大客户销售额均超过 2 亿)，因此在缺乏板块性大单的情况下公司业务容易出现波动。

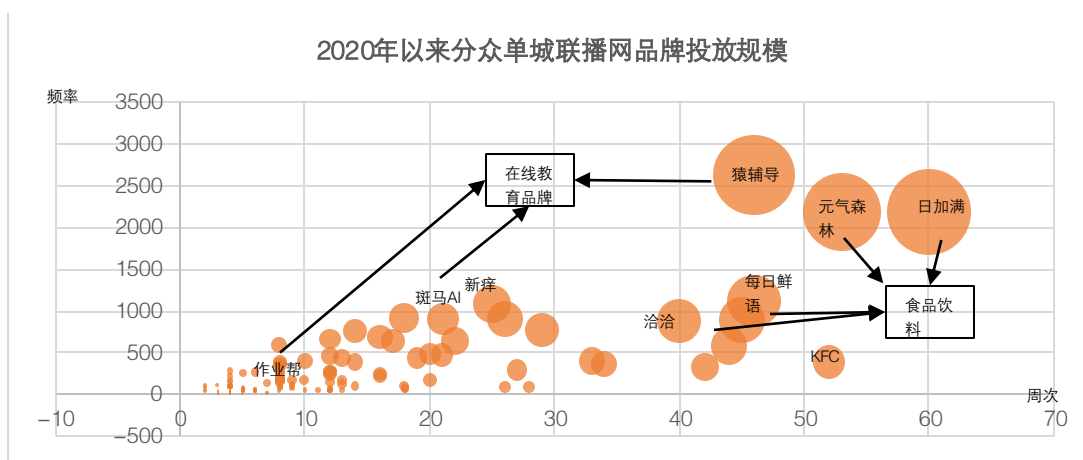
图表 18 2019 年分众楼宇广告缺乏板块性集体投放



资料来源：平安证券研究所跟踪整理

2020 年在线教育和食品饮料新品牌逐渐释放：我们将分众楼宇 LCD 全部 4 套联播网 2020 年以来所有投放的广告品牌进行汇总分析，全网有效统计了 156 个广告品牌，在线教育和国产食品饮料品牌具有明显的板块性投放现象。其中在线教育品牌有猿辅导、斑马 AI 课、作业帮和学而思网校，其中猿辅导的投放量较大；食品饮料行业的日加满、元气森林、每日鲜语、洽洽都是大规模投放。我们认为这两个行业的大规模投放是公司楼宇业务在疫情逆势环境下实现营收“抗压”的主要原因。

图表 19 2020 年以来分众单城楼宇 LCD 全部广告品牌投放规模

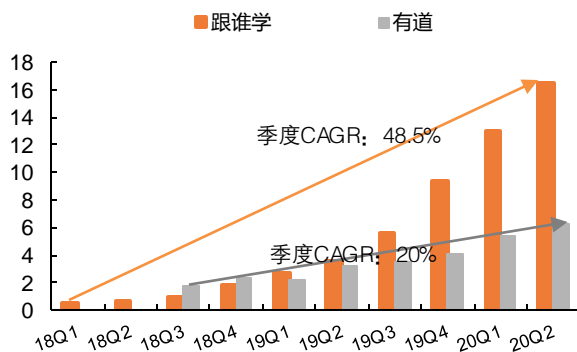


资料来源：公司网站，平安证券研究所跟踪整理

在线教育整个板块处于上升期，品牌广告具有较强的延续性：从几家在线教育公司披露的数据来看，学而思网校 2021Q1 营收增长 133%、跟谁学 2020H1 营收增长 373.3%、新东方在线 K12 部分 2020 财年增长 85.4%、有道 2020H1 增长 112.32%。另外未上市的猿辅导、作业帮等在线机构都取得了高速增长，招生均有倍数级的增长。于此同时，在线教育机构花“重金”在获客，2020 年暑期行业整体对外营销推广费用预计超过 60 亿元，而 2019 年暑期合计为 40 亿左右。

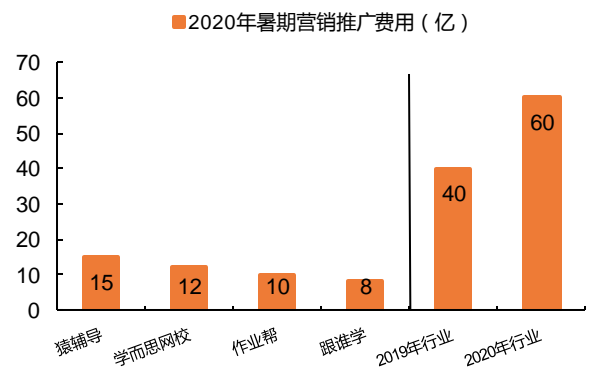
K12 在线教培市场是一个数千亿级别的大市场，目前尚处于高速发展期，各家机构能够在近 1-2 年内维持高收款状态，现金流能够在较长时间内维持良性运转（大规模预收款模式）。另外在线教育的产品处于快速迭代中，整个行业不可能出现快速“凋零”的现象，因此我们对该行业在户外维持高广告投放保持乐观预期。

图表20 两大 K12 在线教育机构业务高速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21 头部 K12 在线教育机构 2020 年暑期营销费用



资料来源：子弹财经，平安证券研究所

2.4 国货崛起带动品牌投放，分众渠道不可或缺

从近两年我们的跟踪来看，食品饮料、奶粉、化妆品等国产消费品牌在分众渠道上刊曝光的规模和频率有明显提高。例如，休闲食品类有洽洽小黄袋、良品铺子、溜溜梅等；酒水饮料有剑南春、郎酒、元气森林、日加满等；奶粉类有飞鹤、君乐宝、贝因美、伊利等；化妆品类有卡姿兰、润百颜、fan beauty 等。消费类产业均是 2C 商业模式，前端广告投放是企业必不可少“共性”行为，这也容易形成行业板块共同投放现象，分众的生活圈渠道则将成为其中必不可少的媒体环节。

图表22 以洽洽小黄袋为代表的国货休闲食品广告



资料来源：子弹财经，平安证券研究所整理

图表23 以元气森林为代表的国货酒水饮料广告



资料来源：子弹财经，平安证券研究所整理

图表24 以飞鹤为代表的国货奶粉广告



资料来源：子弹财经，平安证券研究所整理

图表25 以润百颜为代表的国货化妆品广告

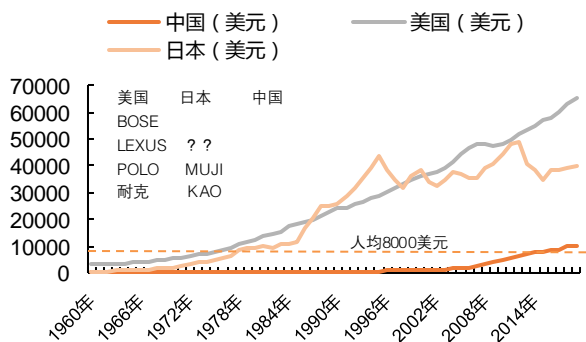


资料来源：子弹财经，平安证券研究所整理

国产消费品牌崛起背后逻辑：

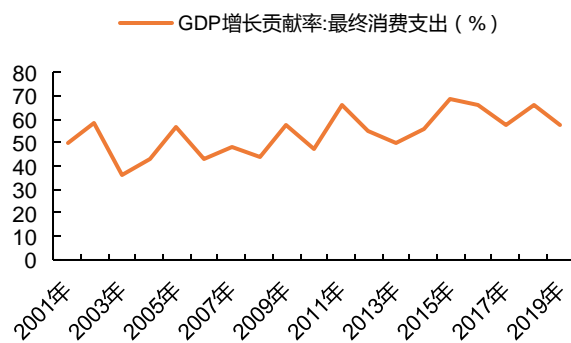
- 1) 消费能力提升和消费升级**，2015年国内人均GDP达到8000美元，与1976年的美国和1978年的日本人均GDP相当，此时两国消费品牌大爆发，诞生了耐克、星巴克、大王、雅马哈等消费品牌。国内消费水平的提高是国产消费品牌“迸发”的先决条件，消费需求也在寻求品牌的差异化和升级。
- 2) 消费渠道的多元化和短距离化为国产品牌提供了可能**，传统消费品的传播路径依赖地面开店，品牌的树立和宣传方式单一，客观上局限了消费品、新品牌的“突围”。随着互联网的快速发展，新品牌的建立和传播变的更为多元化，传播路径更短，消费群体被分割成多个维度也为品牌多元化提供了天然土壤。
- 3) 政策引导**，2015年底中央定调“着力加强供给侧结构性改革”，着力点在于供给和需求端结构升级，发挥品牌引领作用。2017年起，国务院决定将每年的5月10日定位“中国品牌日”，助力国内品牌闪耀世界。
- 4) 文化担当**，国内经济迅速增长，国家地位日益提高，中国品牌秉承民族传承和工匠精神，努力实现新时代文化担当。

图表26 2015年中国人均GDP才超过8000美元



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表27 消费对国内GDP增长的贡献稳定在60%左右



资料来源: wind, 平安证券研究所

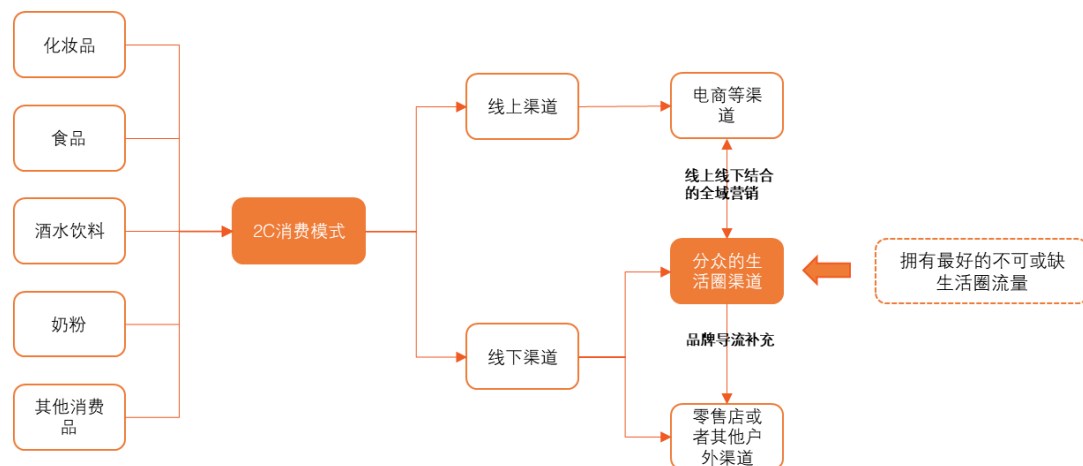
图表28 中国消费品牌发展的新契机



资料来源: 阿里研究院, 平安证券研究所

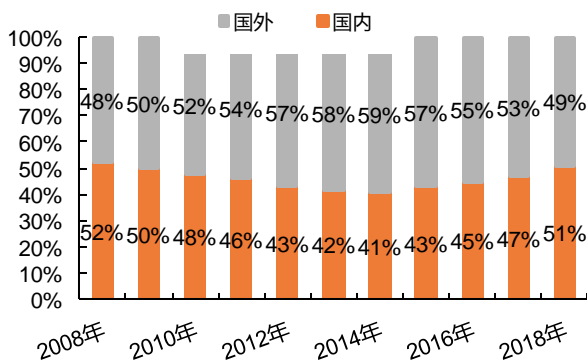
国货消费品牌崛起，但绕不开分众的生活圈媒体渠道：部分纯线上的国货品牌休闲食品、化妆品在早期可以通过电商新模式获得快速发展，但是线上流量红利期结束后逐步向线下流量整合，从早期的效果转化转向品牌定位；而走线下为主的国货品牌如洽洽小黄袋等天然就需要生活圈媒体渠道。无论是早期的纯线上品牌还是线下品牌，都是 2C 的消费模式，最终都是面向中产及以上的消费群体，而分众所掌握的生活圈媒体渠道是最优质的中产流量，是消费品牌无法绕过的媒体形态。

图表29 国货消费品牌崛起绕不开分众的生活圈媒体



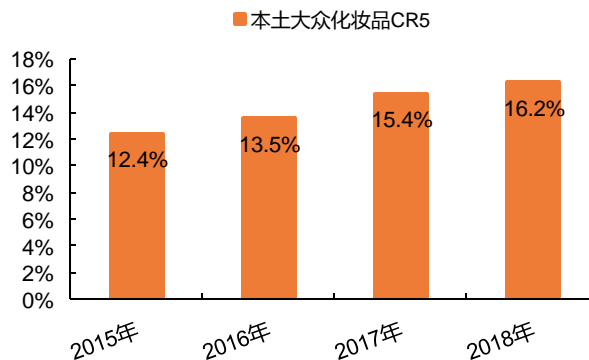
资料来源:平安证券研究所

图表30 内外资婴配奶粉市场份额 (2008-2018)



资料来源:欧睿咨询,平安证券研究所

图表31 本土大众化妆品日渐崛起



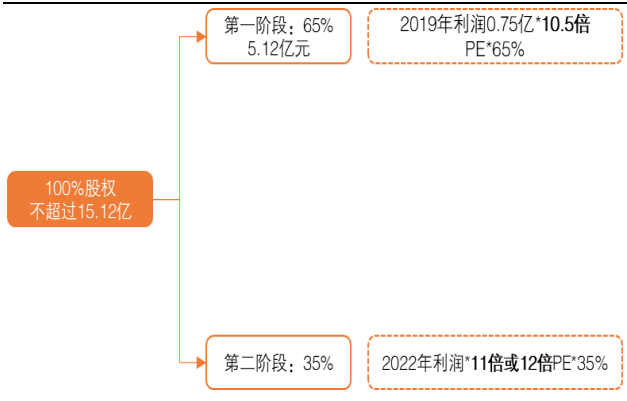
资料来源:欧睿咨询,平安证券研究所

三、再议市场格局：物业难搅局，竞争显著改善

3.1 论述碧桂园服务入局梯媒市场

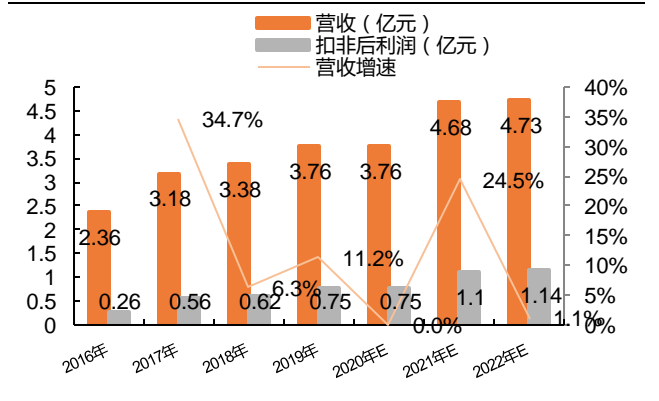
7月30日碧桂园服务公告收购梯媒公司城市纵横100%股权，理论对价合计不超过15.12亿元。预计未来3年城市纵横营收分别为3.76亿、4.68亿和4.73亿，对应扣非后净利润分别为0.75亿、1.1亿和1.14亿，综合城市纵横历史数据来看，未来三年营收复合增速为8%。

图表32 碧桂园服务收购城市纵横对价不超过 15.12亿



资料来源: 碧桂园服务公告, 平安证券研究所

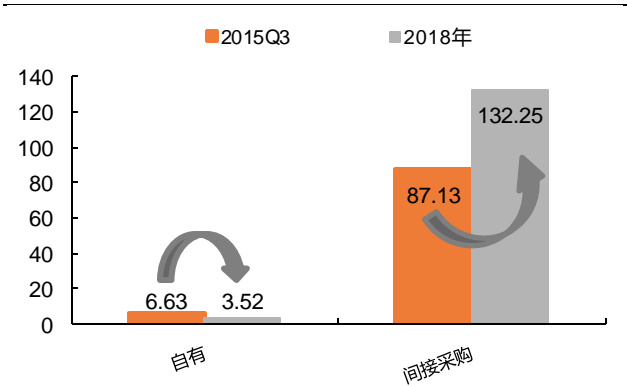
图表33 城市纵横营收及利润规模



资料来源: 城市纵横及碧桂园服务公告, 平安证券研究所

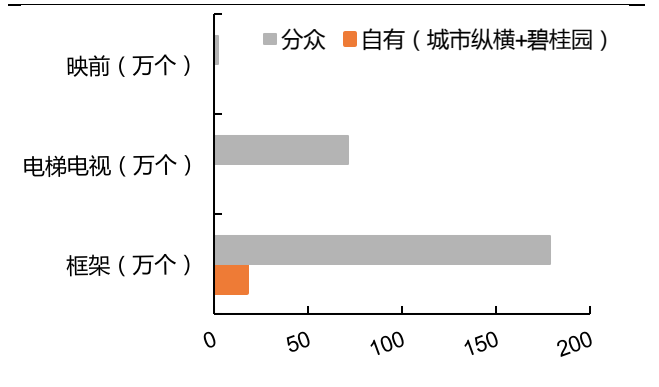
点位情况: 从城市纵横披露的招股书数据来看, 2018年其运营点位数量为 135.77 万个, 其中 3.52 万个为自有 (最新调研显示其运营点位约为 200 万个, 4 万个自有), 自有点位占比仅有 2.6%, 绝大部分都是间接采购点位。碧桂园服务全国自有物业覆盖 4.4 万台电梯, 折合点位约为 13 万个, 收购城市纵横之后自有点位合计约为 17 万个, 自有点位规模不及新潮 (约 50 万个), 更远低于分众。

图表34 城市纵横点位情况



资料来源: 城市纵横公告, 平安证券研究所

图表35 碧桂园服务并购后自有点位与分众的差距

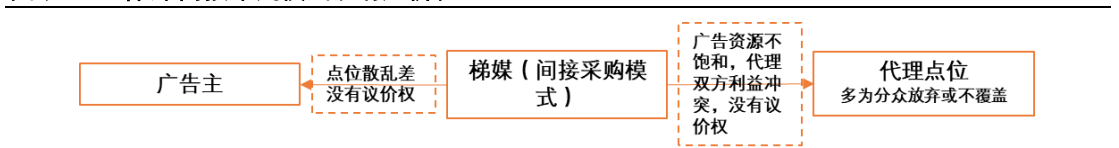


资料来源: 城市纵横及碧桂园服务公告, 平安证券研究所

间接采购点位集中于三线及以下城市: 从已披露的信息和调研的信息来看, 城市纵横自有的 3.52 万个点位全部集中在北上广深, 与分众点位基本不重叠, 而间接采购的 132.25 万个点位为二、三线城市, 为分众非重点覆盖区域, 分散于各地小梯媒公司。

间接采购模式无定价权, 该模式下的梯媒点位资源“散乱”, 根据订单需求而临时采购, 不属于买断式代理, 点位可以与城市纵横、华语传媒等都签订代理采购协议。在此基础之上形成的点位资源并不能作为城市纵横自有资源打包“出售”, 而对于广告主而言, 点位资源质量本来就偏弱, 而且规模不够, 因此议价权较弱。

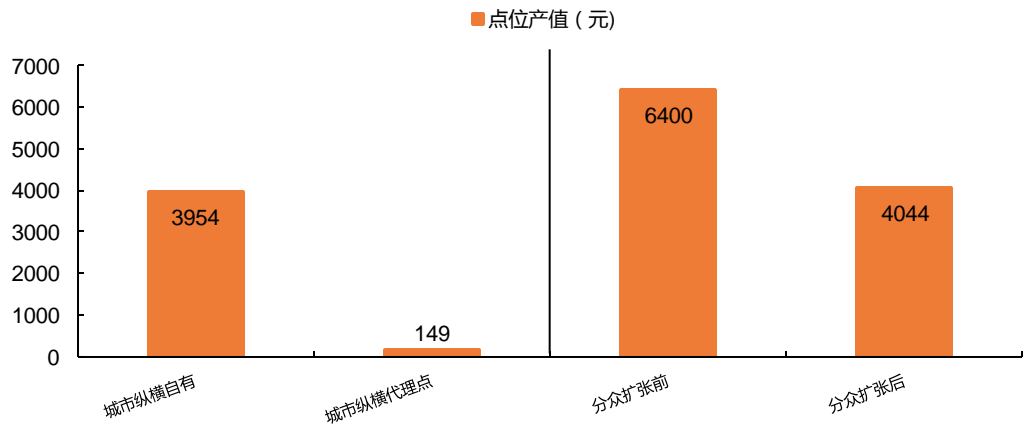
图表36 梯媒间接采购模式没有定价权



资料来源: 平安证券研究所

间接采购模式没有规模效应，间接采购模式的梯媒既不掌握下游点位资源，又不掌握广告主资源，本质上就是一个简单临时撮合功能，其价值有限。尽管城市纵横可运营点位规模有一百多万个（差不多是分众的一半），但是整体营收 2019 年尚不足 5 亿（是分众的 1/20）。分拆城市纵横自有和间接采购点位的创收，其自有点位创收年 3954.09 元，间接采购点位创收仅为 149.35 元，自有点位创收能力尽管比分众弱，但是远高于间接采购点位。

图表 37 自有点位和间接采购点位年产值对比（元·年）

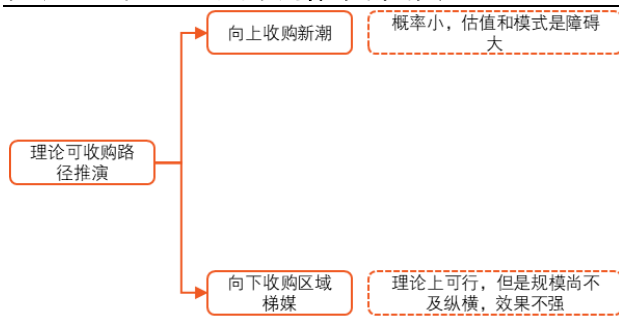


资料来源：公司公告，平安证券研究所，分众数据为整个楼宇点位创收均值

碧桂园服务通过再并购方式搅局的概率小：碧桂园服务理论上两条收购路线，1) 向下收购体量更小的区域梯媒，但是体量和质量都较弱，无法构成实际性的规模效应（效应不如收购纵横）；2) 向上收购新潮，但是估值和模式冲突是极大的障碍，我们认为成功概率较小。

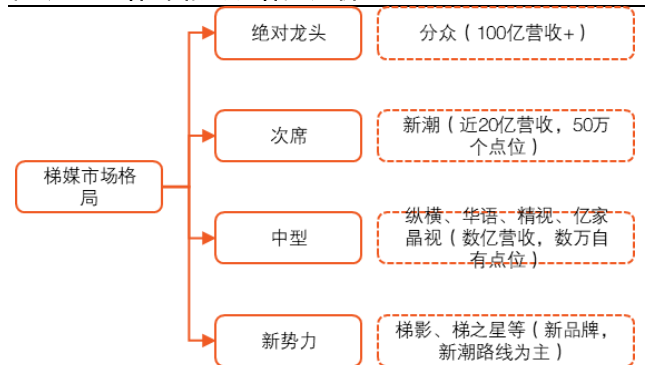
梯媒市场格局（除分众之外市场）：1) 新潮传媒，2019 年营收近 20 亿元，自有点位约 50 万个，现处于亏损状态，估值 120 亿（2019 年京东投后估值）。2) 中型梯队，华语、精视体量和模式与纵横基本一致。3) 新势力，如梯影、梯之星，都是以社区住宅为场景目标，以视频显示为媒体形式，本质上就是“小新潮”。

图表 38 物业公司可收购梯媒路径推演



资料来源：平安证券研究所整理

图表 39 梯媒格局及梯队分析



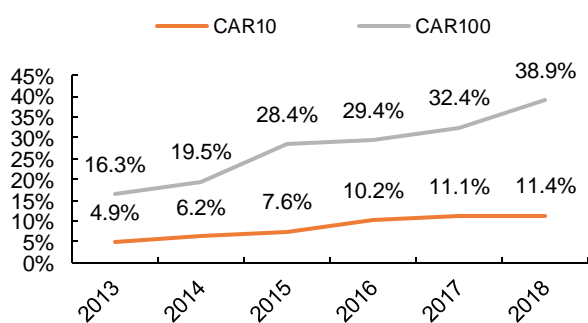
资料来源：平安证券研究所整理

3.2 物业公司入局分析：点位发散&单城市覆盖率低，可做增值业务难独立发展

受房地产龙头逐步集中和物业公司并购潮影响，物业管理行业的集中度近年来稳步提升，百强物业公司市占率从 2013 年的 16.3% 提升至 2019 年的 43.6%。CAR10 也逐步提升（从 2013 年的 4.9% 提升至 2018 年的 11.4%）。

但是单物业公司的市占率依然不高（TOP10 平均市占率 1% 左右），其中碧桂园 2019 年市占率约为 1.26%（在管面积口径统计）。理想情况下，单物业公司市占率达到 5%，1）根据调研访谈，碧桂园服务、万科这类物业巨头未来目标市占率 5% 左右；2）北美最大的物业公司市占率 5% 左右。

图表 40 物业管理行业市占率情况



资料来源：中指院，平安证券研究所

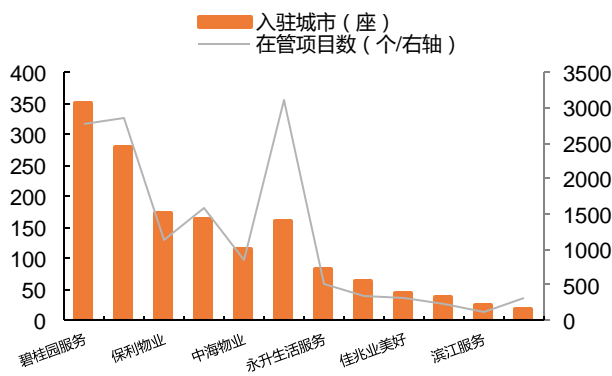
图表 41 部分物业公司市占率（单位：万㎡）

物业公司	2018 年在管面积	市占率	2019 年在管面积	市占率
碧桂园服务	18150.8	0.86%	27610	1.26%
绿城服务	17040	0.81%	21240	0.97%
中海物业	14090	0.67%	165140	0.69%
雅生活服务	13811.96	0.66%	23399	1.07%

资料来源：城市纵横公告，平安证券研究所

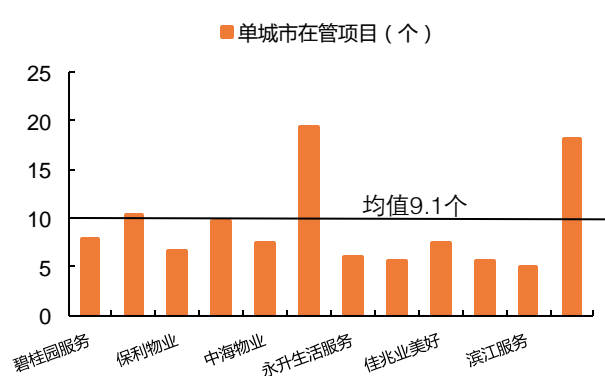
物业公司的点位是发散式，单城市覆盖率不高，尽管龙头物业公司的市占率在提升，但是其管辖的物业项目分散在全国（2019 年 TOP100 的管理项目数量平均 212 个），平均每个城市一般仅有几个项目，单城市的广告点位数量非常有限。根据碧桂园服务披露的 2020H1 数据，其管理物业项目入驻 350 多个城市，单个城市平均仅有 7.9 个项目，点位资源在单个城市的人流覆盖很有限。

图表 42 2020H1 物业公司入驻城市和在管项目



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 43 2020H1 物业公司单城市项目数量



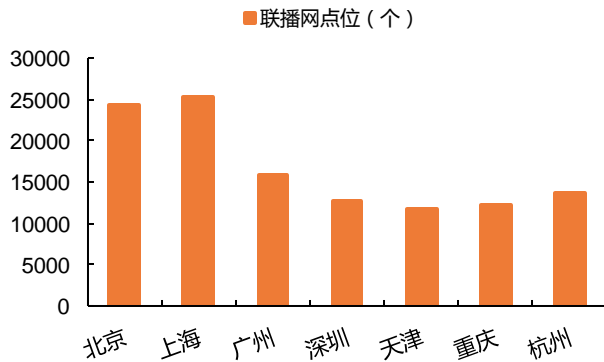
资料来源：公司公告，平安证券研究所

分众联播网（楼宇 LCD）在各大城市是全域渗透式分布，只有这样品牌广告才能起到“引爆”效果，以上海 4 套联播网为例，全城约 2.5 万个楼宇 LCD，单套网都能覆盖内环、中环及外环，核心优质点位基本被分众独占。

单物业公司也难以对分众形成租金压制：从分众供应商角度来看，其主要采购对象为物业公司（楼宇点位需要）和影院（映前广告需要），公司披露的前五大供应商名单中，采购物业公司的成本金额

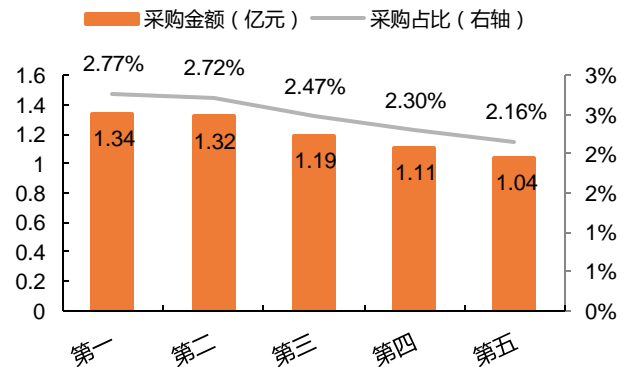
和集中度非常低，远不如采购影院的成本（2014年前五大中4个是院线1个是家乐福）。因此也可以看出，单个物业公司对分众的影响比较有限。

图表44 分众传媒联播网在一线城市的点位规模



资料来源：平安证券研究所整理测算

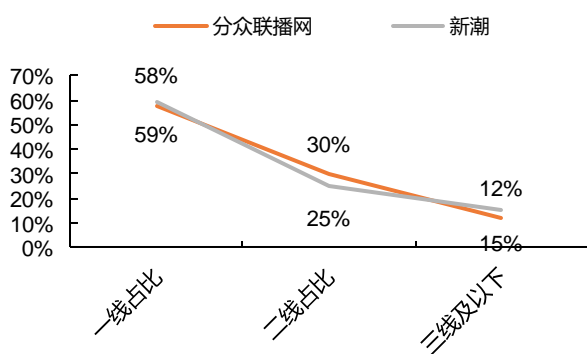
图表45 2019年分众前五大供应商采购金额



资料来源：公司公告，平安证券研究所

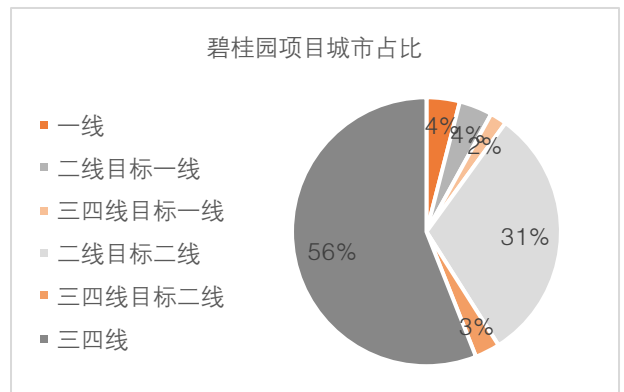
点位背后的逻辑其实就是流量，有两层含义，一是流量的广度，作为广告渠道其首要就是要广触达，这就要求自有点位规模要足够大，显然理想市占率状态下的物业龙头的点位规模不可能超过分众；二是流量的质量，广告触达须是有效用户。参考分众联播网和新潮点位在各级城市的分布，一、二线占比超过80%，而三线及以下为少数，主流城市消费人群被分众覆盖，而物业公司单城市覆盖率不足且大部分住宅物业位于三线及以下城市。

图表46 分众LCD和新潮点位在各级城市的占比



资料来源：平安证券研究所整理

图表47 2019年碧桂园销售项目城市分布（销售口径）



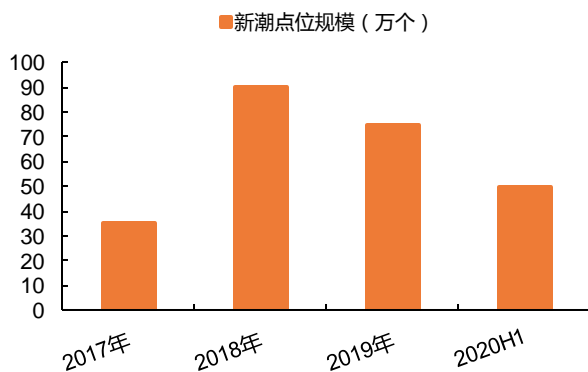
资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3 竞争者新潮近况跟踪：现阶段以降本增效为主

从公开可跟踪的信息来看，公司在2018-19年分别获得了两轮规模较大的战略投资，期间大规模扩充点位和人员，点位规模从2017年的35万左右快速扩充至2018年的近90万，人员规模2019年高峰期超过6000人。

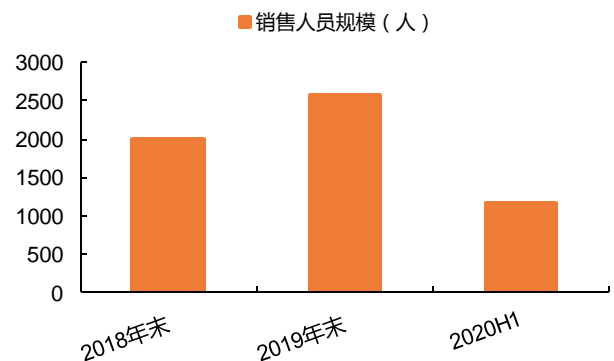
目新潮传媒已过规模投入期，经过2019年宏观转冷和竞争激化，公司经营现金流存在一定的压力，因此公司的重心是需要扩大上刊率增加创收。另外公司已经逐步将上刊率较差的点位进行优化，整体人员规模也有明显缩减。

图表48 新潮点位降本增效



资料来源：平安证券研究所整理

图表49 新潮减员增效



资料来源：平安证券研究所整理

新潮传媒 2014 年 12 月获得第一笔天使轮融资，2015 年 8 月获得 A 轮融资，此后获得多次战略投资，从投资退出周期的角度来看，PE/VC 已到产品结转期，需寻找退出方式。另外新潮经过 2018-19 年的激烈竞争，对市场已经有了较为充分的理解，非理性投入竞争的概率极小，因此我们认为未来 3-5 年梯媒市场将迎来和谐发展期，竞争格局有望明显改善。

四、盈利预测与估值

首先成本端方面，公司点位有明显优化（2020H1 楼宇点位同比缩减近 15%），部分上刊率不足的点位被果断减除，租金和运维成本得到明显改善。期间费用主要是人员薪酬，随着经营环境的不断改善，费用占比有望得到持续优化。

营收方面，国内疫情得到有效控制，疫苗有望面世，宏观预期转暖必将带到广告主预算回升。中短期的维度来看，我们认为在线教育的行业品牌投放将延续 2 年以上，食品饮料为主的国产消费品牌在产业变革中预计为梯媒带来明显的板块性投放利好。因此我们对公司楼宇广告营收的持续改善保有较为乐观的预期，而映前广告方面将在 Q4 正式迎来复苏。

盈利预测：我们预测公司 2020-22 年的营收分别为 99.85 亿、141.62 亿、160.78 亿，净利润分别为 26.04 亿、41.46 亿、54.17 亿，对应目前股价的 PE 分别为 45 倍、28 倍、22 倍。

我们认为：1) 公司利润有望 6 个季度以上持续改善；2) 竞争格局未发生重大改变，事实证明分众龙头地位没有被撼动；3) 从产能角度来看，公司点位增长本质上是产能的扩充，核心城市联播网从原来的 2 套扩至 4 套，意味着这些地区的产能扩张了一倍，公司产能天花板在 2018 年的基础上有量级的突破。整体而言，我们短期看好公司利润的持续改善，中长期看好国产消费品牌和新产业变革带来的品牌投放。**我们认为公司有望重回 2017-18 年的营收峰值并在此基础上实现突破，给予未来两年 30 倍 PE，对应目标价为 11.1 元。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。**

五、 风险提示

- 1、疫情反复带来广告主未来预期悲观，进而导致广告预算减少，对于品牌广告而言影响更为明显。
- 2、竞争对手的非理性竞争，以烧钱的方式“抢”点位，以极低的价格分流广告预算。
- 3、竞争对手成功上市带来的情绪影响。
- 4、大股东减持，特别是战略投资大股东减持影响。
- 5、股权投资失败带来的减值影响。
- 6、营收增速不及预期。
- 7、实际控制人脱离业务和管理。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11511	12172	18308	20274
现金	3861	4358	4273	8654
应收票据及应收账款	4170	3227	7264	4646
其他应收款	60	139	144	178
预付账款	867	948	1627	1297
存货	4	0	0	0
其他流动资产	2549	3500	5000	5500
非流动资产	7176	7824	8464	9109
长期投资	1117	1117	1117	1117
固定资产	1581	1230	880	529
无形资产	45	37	29	22
其他非流动资产	4434	5440	6437	7441
资产总计	18687	19996	26772	29383
流动负债	3671	2566	5356	2710
短期借款	51	51	1218	51
应付票据及应付账款	571	92	700	89
其他流动负债	3049	2423	3437	2571
非流动负债	1010	843	683	523
长期借款	802	642	481	321
其他非流动负债	208	202	202	202
负债合计	4681	3409	6039	3233
少数股东权益	228	228	228	228
股本	334	334	334	334
资本公积	388	388	388	388
留存收益	14822	17402	21504	26867
归属母公司股东权益	13778	16359	20505	25922
负债和股东权益	18687	19996	26772	29383

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3430	1581	779	6994
净利润	1855	2604	4146	5417
折旧摊销	515	377	378	368
财务费用	-20	-95	-48	-128
投资损失	-218	-100	-100	-100
营运资金变动	679	-1203	-3597	1436
其他经营现金流	618	-1	0	-0
投资活动现金流	-1582	-1082	-1919	-1413
资本支出	343	-352	-360	-355
长期投资	-729	0	0	0
其他投资现金流	-1968	-1434	-2279	-1768
筹资活动现金流	-2334	-2	-112	-33
短期借款	3	0	0	0
长期借款	-90	-160	-160	-160
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	202	0	0	0
其他筹资现金流	-2450	159	48	128
现金净增加额	-490	497	-1252	5548

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12136	9985	14162	16078
营业成本	6650	4630	5463	5463
营业税金及附加	283	0	283	322
营业费用	2256	1728	2542	2834
管理费用	576	378	604	648
研发费用	148	139	185	217
财务费用	-20	-95	-48	-128
资产减值损失	0	300	300	300
其他收益	723	250	250	250
公允价值变动收益	-57	0	0	0
投资净收益	218	100	100	100
资产处置收益	-20	0	0	0
营业利润	2366	3255	5183	6772
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	19	0	0	0
利润总额	2348	3255	5183	6772
所得税	493	651	1037	1354
净利润	1855	2604	4146	5417
少数股东损益	-20	0	0	0
归属母公司净利润	1875	2604	4146	5417
EBITDA	2804	3535	5488	6998
EPS(元)	0.13	0.18	0.28	0.37

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-16.6	-17.7	41.8	13.5
营业利润(%)	-66.0	37.6	59.2	30.7
归属于母公司净利润(%)	-67.8	38.8	59.2	30.7
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	45.2	53.6	61.4	66.0
净利率(%)	15.5	26.1	29.3	33.7
ROE(%)	13.2	15.7	20.0	20.7
ROIC(%)	12.3	14.7	18.3	20.0
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	25.0	17.0	22.6	11.0
净负债比率(%)	-20.9	-21.1	-11.6	-31.1
流动比率	3.1	4.7	3.4	7.5
速动比率	2.8	4.0	2.8	6.4
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	2.6	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	13.4	14.0	13.8	13.8
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.18	0.28	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.11	0.05	0.48
每股净资产(最新摊薄)	0.94	1.11	1.40	1.77
估值比率	-	-	-	-
P/E	62.6	45.1	28.3	21.7
P/B	8.5	7.2	5.7	4.5
EV/EBITDA	40.1	31.6	20.4	15.1

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033