

分众传媒 (002027.SZ)

买入(首次评级)

坐拥4亿高频线下流量，业绩即将迎来拐点

当前价格： 6.67 元
 目标价格： 10.6 元

投资要点：

回顾分众传媒近几年增长，核心动能来自行业客户的竞争。如18年的互联网行业、21年的新消费行业，18年、21年营收同增分别21%、23%，扣非后归母净利润同增分别3.6%、184%。利润端波动，主要因成本刚性，如18年期间点位大幅扩张，导致当年和次年的利润承压，21年点位未扩张则有充分的经营杠杆释放。

短期：展望2023年，疫情后顺周期修复+行业客户竞争的增量投放+成本提升有限，看好利润弹性释放。我们预计，从23Q2起，营收、利润将同比大幅转正，1)收入端：Q1因经济影响传导的滞后性(约1个月)，预计收入端同比有所下降，但随着两会召开、刺激经济发展政策推出，各行业陆续推出新产品上市，营销投放将有显著恢复。疫情3年内多数品牌出于谨慎考虑，营销预算收窄，品牌引爆需求也将在23年释放。2)成本端：优化点位质量，加密核心点位(边际成本低)、清理低效点位，广告到达度增加但成本增幅有限。

长期：1)经营壁垒：公司铺设了辐射并高频触达国内4亿核心人群的媒体点位，成功打造了多个客户转型增长的showcase，作为线下流量节点稀缺性凸显，龙头地位稳固。2)市场拓展：海外业务有望打造第二成长曲线。公司持续拓展海外点位，逐步形成规模效应，海外点位相较于国内点位有更强盈利能力。据22H1财报，韩国、新加坡、香港、印尼市场均已盈利，泰国与马来西亚微幅亏损。3)客户拓展：公司持续开拓战略客户，投放量级高的客户有更高的留存率与抗风险能力，更多战略客户有望拓展公司的经营基本盘。

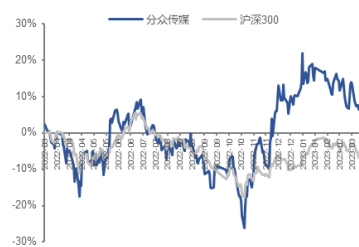
盈利预测与估值：我们预计2022-2024年公司营收CAGR为24%；归母净利润CAGR为50%。参照可比公司估值，考虑公司楼宇媒体行业中处于龙头地位，给予公司23年30倍PE，对应目标市值为1533亿元，给予目标价至10.6元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，海外点位拓展慢于预期，新客户拓展慢于预期。

基本数据

总股本/流通股(百万股)	14442/14442
总市值/流通市值(百万元)	96329/96329
每股净资产(元)	1.15
资产负债率(%)	24.00
一年内最高/最低(元)	7.24/4.39

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈泽敏
 执业证书编号：S0210522050002
 邮箱：czm3779@hfzq.com.cn

分析师 杨岚
 执业证书编号：S0210522110001
 邮箱：yanglan@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,097	14,836	10,060	13,401	15,580
增长率	0%	23%	-32%	33%	16%
净利润(百万元)	4,004	6,063	2,832	5,109	6,342
增长率	114%	51%	-53%	80%	24%
EPS(元/股)	0.28	0.42	0.20	0.35	0.44
市盈率(P/E)	24.1	15.9	34.0	18.9	15.2
市净率(P/B)	5.7	5.2	4.5	3.7	3.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

假设 1: 假设 22-24 年分众传媒楼宇媒体点位分别为 262/260/259 万个，影院媒体点位分别为 1.24/1.36/1.43 万个。其中 22-24 年国内楼宇媒体点位分别为 252/248/244 万个，国外楼宇媒体点位分别为 10/12/15 万个。

假设 2: 假设 22-24 年分众传媒楼宇媒体单点收入分别为 0.35/0.45/0.51 万元，影院媒体单点收入分别为 6/12/17 万元。22-24 年分众传媒楼宇媒体单点成本分别为 0.12/0.14/0.16 万元，影院媒体单点成本分别为 4/6/7 万元。

假设 3: 假设 22-24 年分众传媒总费用率分别为 24%/20%/19%。

我们区别于市场的观点

关于行业客户，市场认为多数行业的竞争格局已相对稳定，影响广告投放意愿；认为 23 年与 20 年疫情后的修复可比度不够——1) 收入端：重点投放行业如互联网、新消费都因监管或行业发展因素，降低了投放预算；2) 成本端：疫情后的成本减免不复存在。我们认为，23 年新能源汽车行业销售端竞争激烈，汽车行业有望带来显著增量；新消费行业有层出不穷的新客户可挖掘、老字号品牌的品牌焕新亦是常态（每年有新增量），且此前投放的老客户依然会有复投，22 年被压抑的复投需求 23 年释放。成本端，资源使用费虽有上行但会缓慢恢复。

股价上涨的催化因素

宏观经济和公司经营数据恢复超预期。

估值和目标价

目前行业内可比公司平均估值为 2023 年 30 倍 PE（在线营销板块受益近期 AI+ 带动估值提升），考虑公司在线下营销场景的稀缺性卡位+龙头地位，在长期的运营中占据一二线城市大部分核心点位，积累了大量优质客户，我们给予与可比公司平价估值，2023 年 30 倍 PE，对应市值 1533 亿元，目标价为 10.6 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济复苏不及预期，海外点位拓展慢于预期，新客户拓展慢于预期。

正文目录

一、	电梯场景高频触达，打造城市生活圈媒体龙头	5
1.1	聚焦梯媒，构建国内最大城市生活圈媒体网络	5
1.2	股权清晰，创始人有 30 年营销经验	6
1.3	持股计划+现金分红，增强员工激励与股东回报	7
1.4	商业模式：高经营杠杆，顺周期下利润弹性大	7
二、	点位优势构造经营壁垒，客户多元保障议价能力	12
2.1	占据一二线城市核心点位，规模优势打造经营壁垒	12
2.2	客户多元抗周期风险，公司拥有持续提价能力	13
三、	品牌引爆力持续吸引客户，疫后广告投放需求将提升刊挂率	14
3.1	主流人群高频触达，形成核心竞争力	14
3.2	疫后经济回暖，广告投放需求提升	15
3.3	客户行业竞争加剧，进一步刊挂率	16
四、	海外市场扭亏为盈，第二成长曲线未来可期	17
4.1	海外市场空间广阔，点位数扩张	17
4.2	扭亏为盈，验证分众模式可复制性	18
五、	盈利预测与估值	18
5.1	盈利预测	18
5.2	相对估值	19
六、	风险提示	20

图表目录

图表 1:	15-22H1 分众传媒电楼宇媒体点位数量 (万)	5
图表 2:	18-22H1 分众传媒分业务营收 (亿元)	6
图表 3:	18-22H1 分众传媒整体与楼宇媒体毛利率	6
图表 4:	分众传媒股权穿透图	6
图表 5:	分众传媒员工持股计划情况 (截至 2022 年 11 月)	7
图表 6:	分众传媒近 3 年权益分派情况	7
图表 7:	17-22Q3 分众传媒营业收入及变化	8
图表 8:	17-22Q3 分众传媒归母净利润及变化	8
图表 9:	17-22Q3 分众传媒营业成本 (亿元)	8
图表 10:	17-22Q3 分众传媒毛利与毛利率	8
图表 11:	2018-2021 分众传媒成本结构	9
图表 12:	2018-2021 分众传媒成本拆分 (亿元)	9
图表 13:	17-22H1 分众传媒电梯媒体点位数	9
图表 14:	17-22H1 分众传媒影院媒体点位数	9
图表 15:	分众传媒电梯电视媒体点位分布 (万个)	10
图表 16:	分众传媒电梯海报媒体点位分布 (万个)	10
图表 17:	分众传媒楼宇媒体点位数与单点收入成本	10
图表 18:	分众传媒楼宇媒体单点成本拆分 (元)	10
图表 19:	分众传媒影院媒体点位数与单点收入成本	11
图表 20:	分众传媒影院媒体单点成本拆分 (万元)	11
图表 21:	分众传媒销售人员数及人均创收	11
图表 22:	17-22Q3 分众传媒期间费用率	11
图表 23:	17-22Q3 分众传媒应收应付账款周转天数	12
图表 24:	17-22Q3 分众传媒经营性现金流净额	12

图表 25: 各公司楼宇媒体覆盖人群数.....	12
图表 26: 各公司楼宇媒体覆盖城市数.....	12
图表 27: 2021 年分众传媒商务楼和公寓楼渗透率.....	13
图表 28: 2021 年分众传媒楼宇和影院媒体市占率.....	13
图表 29: 2017-22H1 万达&分众影院数 (个)	13
图表 30: 2017-22H1 万达&分众银幕数 (个)	13
图表 31: 2017-22H1 分众传媒营收分行业占比	14
图表 32: 分众传媒部分重要客户	14
图表 33: 2017-2021 年分众传媒前 5 名大客户占比	14
图表 34: 2019-2021 年分众传媒获奖作品	15
图表 35: 不同时期广告主偏好变化趋势.....	15
图表 36: 效果类投放 ROI 随周期变化情况	15
图表 37: 广告市场规模与社零、GDP 同步性较强.....	16
图表 38: 2020-2022 年消费者信心指数.....	16
图表 39: 2021-2022 年分月市场广告花费变化.....	16
图表 40: 2022 年电梯 LCD 广告 TOP10 行业花费变化.....	17
图表 41: 2022 年电梯海报广告 TOP10 行业花费变化.....	17
图表 42: 2018-2022 年 7 月公司海外电楼宇媒体数量.....	17
图表 43: 2017-22H1 分众传媒海外业务盈亏 (万元)	18
图表 44: 分众传媒 2018-2024E 营业收入拆分及预测.....	19
图表 45: 分众传媒 2018-2024E 成本费用预测.....	19
图表 46: 分众传媒可比公司估值表	20

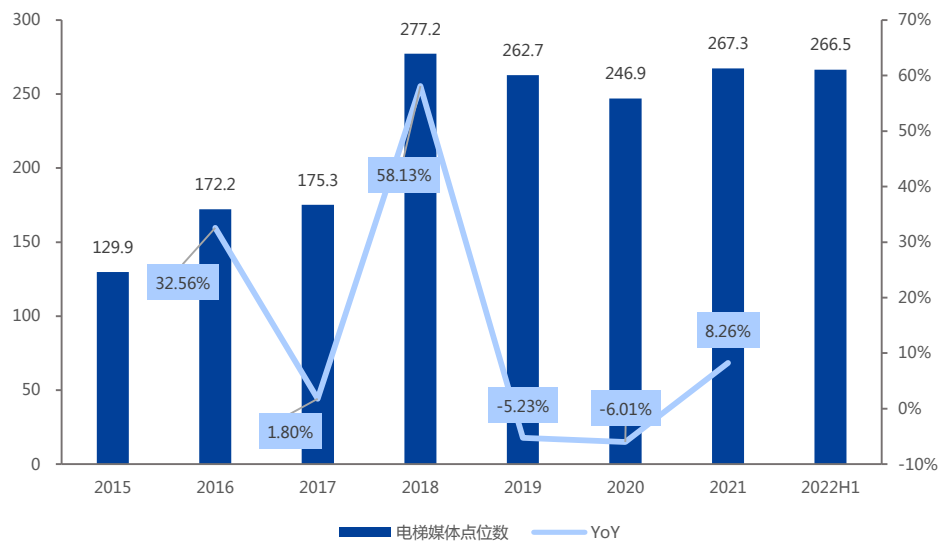
一、 电梯场景高频触达，打造城市生活圈媒体龙头

1.1 聚焦梯媒，构建国内最大城市生活圈媒体网络

公司诞生于 2003 年，2005 年在美国纳斯达克上市，成为首家在美上市的中国广告传媒股，2007 年入选纳斯达克 100 指数，2013 年私有化在美退市。2015 年分众传媒借壳“七喜控股”回归 A 股。近年来，公司先后获得纽约广告节“最具价值媒体大奖”、澳门国际广告节“年度中国最具影响力传播公司”大奖、伦敦国际奖“最佳创新市场营销奖”、改革开放与广告业恢复 40 年“十大卓越贡献新媒体”大奖及釜山国际广告节“最创新数字化媒体平台”等重量级荣誉。

公司聚焦楼宇媒体，是生活圈媒体龙头。公司当前的主营业务为生活圈媒体的开发和运营，主要产品为楼宇媒体（包含电梯电视媒体和电梯海报媒体）和影院银幕广告媒体。公司覆盖城市主流消费人群的工作场景、生活场景、娱乐场景和消费场景，并且已经构建了国内最大的城市生活圈媒体网络，经过多年的发展已成为主流广告媒体渠道，根据益普索 Ipsos 报告显示，2021 年 84% 的流行广告语来源于楼宇媒体。根据公司 2022 年半年报显示，公司的生活圈媒体网络已经覆盖了国内主要的 302 个城市以及香港特别行政区，拥有 266.5 万个终端，日覆盖总人口超 4 亿。

图表 1：15-22H1 分众传媒电梯楼宇媒体点位数量（万）



注：22H1 的数据为截止至 2022 年 7 月 31 日。其余各期数据截至当年 12 月 31 日

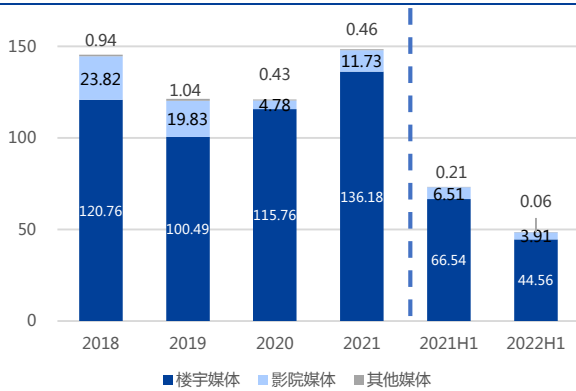
数据来源：公司财报、华福证券研究所

楼宇媒体为公司第一大业务，占总营收比重为 9 成左右。楼宇媒体包括电梯电视媒体和电梯海报媒体。截至 2022 年 7 月 31 日，公司电梯电视媒体自营设备约 80.2 万台（包括境外子公司的媒体设备约 10.3 万台），覆盖国内 86 个主要城市以及海外 50 多个城市和地区，加盟电梯电视媒体设备约 4.6 万台，覆盖国内 123 个城市和地区；公司电梯海报媒体自营设备约 153.9 万个，覆盖国内 75 个主要城市以及马来西亚的主要城市，参股公司电梯海报媒体设备约为 27.8 万个，覆盖国内 62 个城市。22H1，楼宇媒体营收 44.56 亿元，YoY-33.04%，占总营收比重为 91.82%、毛利率

58.61%。

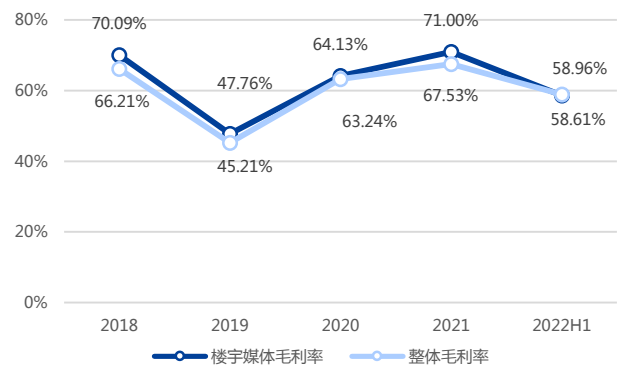
影院银幕广告媒体是继楼宇媒体后第二大业务。2020年以前影院媒体占总营收比重稳定在16%-20%之间，2020年之后受疫情影响，影院的营业时长、排片数量、接客规模在客观上受较大限制，该部分收入占总营收比重下降至3%-9%。在娱乐至上、内容为王的年代，影院是娱乐消费时代的核心阵地和流行时尚文化的主流频道，广告主通常用影院广告来树立高品质的品牌形象和实现品牌溢价。公司影院媒体签约影院1812家，1.3万个影厅，超过13000块电影屏幕，覆盖国内278个城市的观影人群。22H1，影院媒体营收3.91亿元，YoY-39.96%，占总营收比重为8.06%。

图表 2: 18-22H1 分众传媒分业务营收 (亿元)



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 3: 18-22H1 分众传媒整体与楼宇媒体毛利率

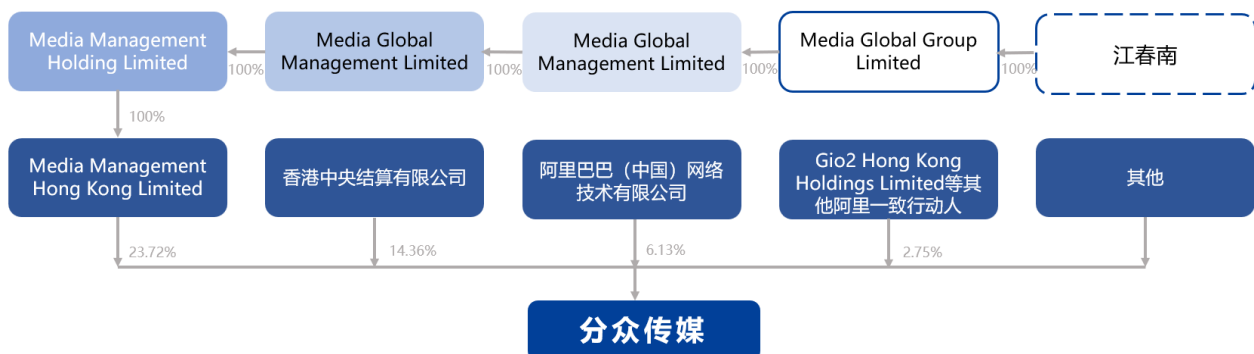


数据来源: Wind、华福证券研究所

1.2 股权清晰，创始人有 30 年营销经验

分众传媒的创始人、掌舵人江春南是广告界的老兵，创设了梯媒广告场景，当前依然是公司重要的灵魂人物。江南春为公司目前的实控人、控股股东，持有公司 23.72% 股份，并担任公司董事长、总裁、首席执行官。江南春在大学时期已展露出众的营销天赋和演讲水平，曾拿下上海淮海路商圈楼宇广告、大三时即成为上海永怡传播有限公司总经理。2003 年，上海永怡传播有限公司更名为分众传媒。江南春凭借敏锐的商业嗅觉，挖掘了“生活化媒体”广告场景，曾获“中国当代杰出广告人”、“中国广告四十年纪念代表人物”奖、“2018 十大经济年度人物”等殊荣。

图表 4: 分众传媒股权穿透图



数据来源: Wind、华福证券研究所 (截至 22Q3 财报)

1.3 持股计划+现金分红，增强员工激励与股东回报

两次员工持股计划，增强激励。为了充分调动核心员工的积极性和创造性，提高员工凝聚力和公司竞争力，公司在2019年8月和2021年1月完成了两次员工持股计划，参与者分别为包括董事、副总裁、董秘孔微微和监事林南在内的不超100人的核心员工和包括董事孔微微、嵇海荣、监事杭璇、林南在内的不超200人的核心员工。其中第二次过户类型为非交易过户。

图表5：分众传媒员工持股计划情况（截至2022年11月）

	第一期员工持股计划		第二期员工持股计划	
对象及持股比例	核心骨干：孔微微（董事、副总裁、董秘）、林南（监事）	7.67%	核心骨干：孔微微（董事）、嵇海荣（董事）、杭璇（监事）、林南（监事）	9.87%
	其他核心员工（不超过98人）	92.33%	其他核心员工（不超过196人）	90.13%
股数（万股）	5256.24		770.00	
成交均价（元）	5.16		-	
占总股本比例	0.36%		0.05%	
完成日期	2019年8月		2021年1月	

数据来源：公司员工持股计划公告、华福证券研究所

近三年公司连续高现金分红，增强股东回报。公司近3年权益分派均采取了现金股利的方式进行，2020年、2021年股利支付率分别约为42%、80%；根据公司公布的2022年前三季度利润分配预案，公司将向全体股东每10股派发现金1.40元（含税），按截至22Q3末总股本144.42亿股计算，预计此次现金股利分配金额为20.22亿元，约占前三季度净利润93%。尽管受疫情和宏观经济影响，公司短期业绩承压，但从权益分派政策来看，公司现金流情况较好，高现金分红提升股东的绝对收益回报率。

图表6：分众传媒近3年权益分派情况

单位：亿 CNY	分配方案	分红金额
2022年前三季度	每10股派发现金1.40元（含税）	20.22
2021年度	每10股派发现金1.30元（含税）	18.77
2021年半年度	每10股派发现金2.08元（含税）	30.53
2020年度	每10股派发现金1.15元（含税）	16.61

数据来源：公司权益分派公告、华福证券研究所

1.4 商业模式：高经营杠杆，顺周期下利润弹性大

分众传媒的经营模式呈现高经营杠杆特性。收入端：点位数×刊挂率×刊例价×折扣率；成本端：主要为布局广告点位带来的媒体资源成本，占成本比重近7成，取决于点位数和租赁价格，不随营收提高而增加；其余成本中，职工薪酬因相关维护人员优化绝对值和占收比有望改善，设备折旧费和其他营业成本相对固定。随着营收恢复，成本刚性将使毛利率提升更多，利润增速更快。**点位数不增加的情况下，收入端的刊挂率、刊例价提升/折扣率下降，将有效带动利润增长。**

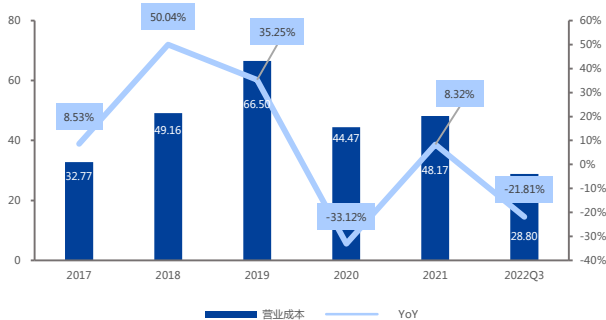
图表 7: 17-22Q3 分众传媒营业收入及变化


数据来源: Wind、华福证券研究所

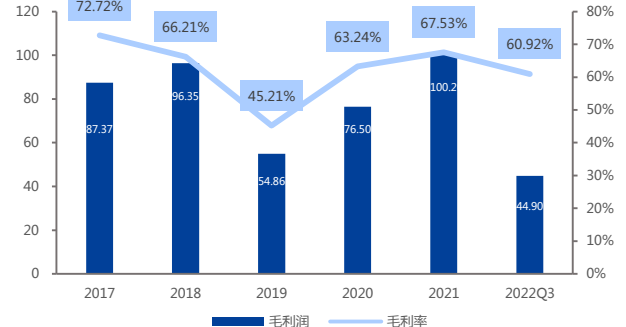
图表 8: 17-22Q3 分众传媒归母净利润及变化


数据来源: Wind、华福证券研究所

回顾近 5 年分众传媒的经营表现, 可发现: 1) 行业客户的增量投放需求带动增长, 疫情多为短期因素; 2) 成本刚性, 带来正向或负向的杠杆效应, 19H2 起不必再担心负向杠杆。收入端, 17 年受益于广告大盘回暖, 18 年受益互联网行业的客户大幅投放, 20Q1 受疫情短暂影响后, 20Q2 起受新消费等行业客户带动再度迎来增长, 22 年因全年的疫情因素影响收入再度低迷。成本端, 18Q2 起大幅扩张低线城市点位, 在互联网客户的脉冲式投放后 (19 年收缩), 低线城市广告位上刊率不足, 导致 18-19 年利润承压, 19H2 起清理低效点位资源后, 结合收入端的增长修复, 20 年展现出较大的收入弹性。

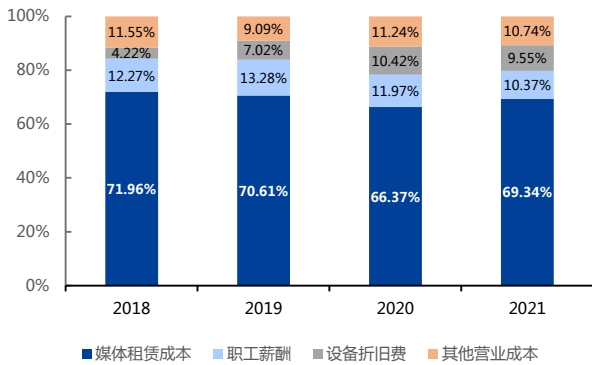
图表 9: 17-22Q3 分众传媒营业成本 (亿元)


数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 10: 17-22Q3 分众传媒毛利与毛利率


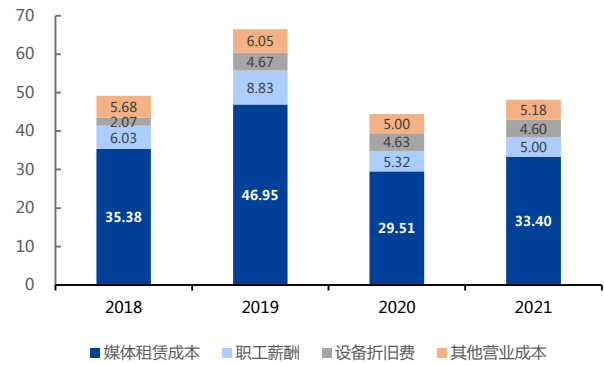
数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 11: 2018-2021 分众传媒成本结构



数据来源: 公司财报、华福证券研究所

图表 12: 2018-2021 分众传媒成本拆分 (亿元)



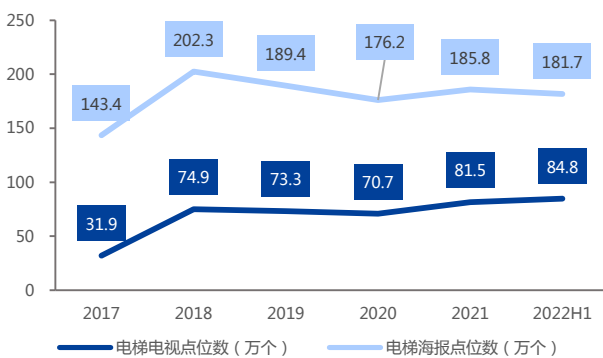
数据来源: 公司财报、华福证券研究所

分众的经营成果, 可以回落到点位的表现上。

1) 点位的扩张

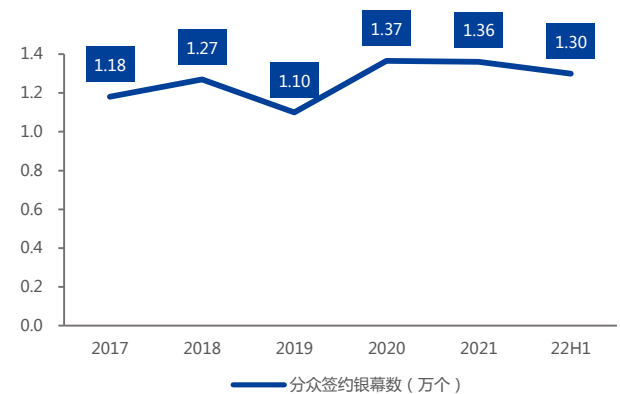
公司点位于 2018 年迅速扩张后进入调整期, 2021 年起有小幅增长, 但中长期看国内点位规模不再扩张, 主要做结构性优化。从 18H2 开始, 因行业客户对于覆盖低线城市的需求, 公司扩展点位, 电梯电视、电梯海报和影院媒体点位数均有较大提升, 2018 年点位数 YoY 分别 134.80%、41.07% 和 7.63%。点位调整从 19H2 开始, 电梯媒体和影院点位下降分别持续到 2020 年和 2019 年, 电梯媒体点位从 2021 年恢复小幅增长, 影院媒体点位在 2020 年小幅增长后保持稳定。

图表 13: 17-22H1 分众传媒电梯媒体点位数



数据来源: 公司财报、华福证券研究所

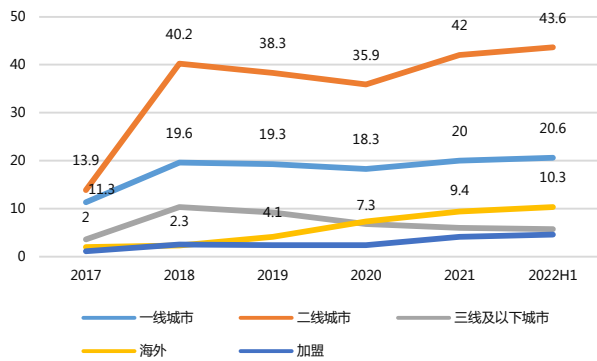
图表 14: 17-22H1 分众传媒影院媒体点位数



数据来源: 公司财报、华福证券研究所

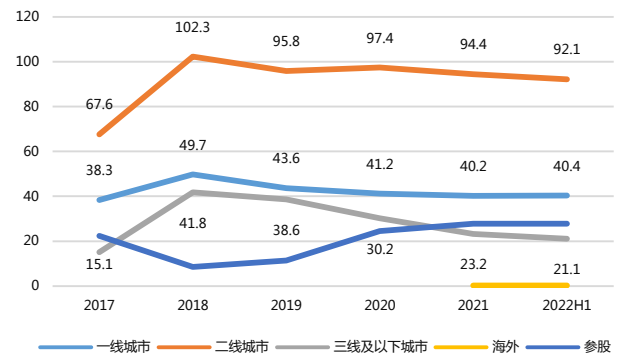
经过点位调整, 电梯媒体点位分布更加合理, 海外优质点位仍有扩展空间。2018-2021 年, 国内一二线城市点位有所增加, 三线及以下城市的点位持续减少, 海外点位快速扩张。通过点位加密, 同一物业下点位增加的边际成本上涨有限, 但收入会线性增长, 从而带来更大的利润空间。

图表 15: 分众传媒电梯电视媒体点位分布 (万个)



数据来源: 公司财报、华福证券研究所

图表 16: 分众传媒电梯海报媒体点位分布 (万个)



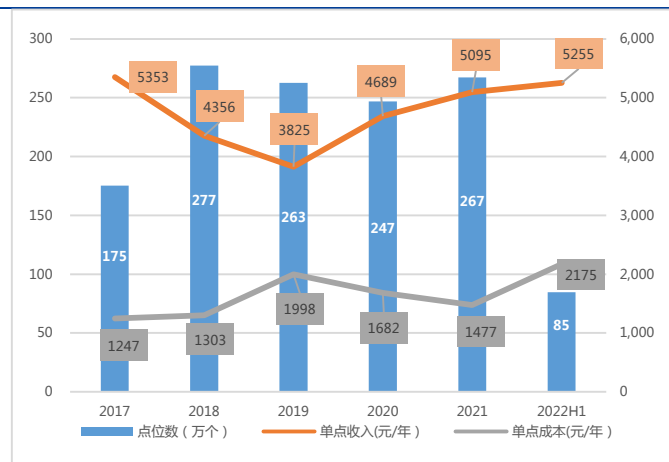
数据来源: 公司财报、华福证券研究所

2) 单点位的收入爬坡, 进而带动盈利能力改善

2018-2019 年公司低效点位的扩张, 降低了单点收入, 推高了单点成本。公司 18Q2 起至 19H1 大幅扩张楼宇媒体点位, 18 年点位数从 175 万增加至 277 万, YoY 达 58.13%。2017-2019 的点位扩张使并未带来规模效应, 反而由于新引入的点位效率不佳, 使得公司单点收入下降, 单点成本上升。

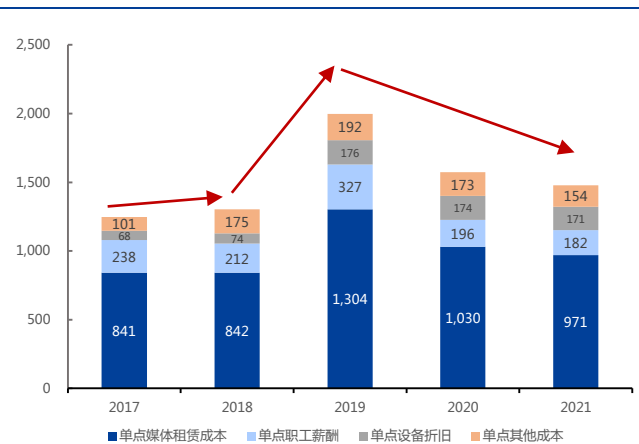
2020-2021 点位优化改善了楼宇媒体的单点收入和成本, 2021 年楼宇媒体单点毛利率提升至 71.00%, 相对 2019 年+23.24pct。2021 年, 公司在优化三线及以下楼宇媒体点位的同时, 拓展了二线城市及海外的点位, 使得楼宇媒体总数自 2021 年开始回升, 规模效应进一步助推了降本增效。随着疫情恢复和低效点位进一步优化, 叠加二线城市和海外规模效应的增强, 单点毛利率有望持续提高。

图表 17: 分众传媒楼宇媒体, 点位数与单点收入成本



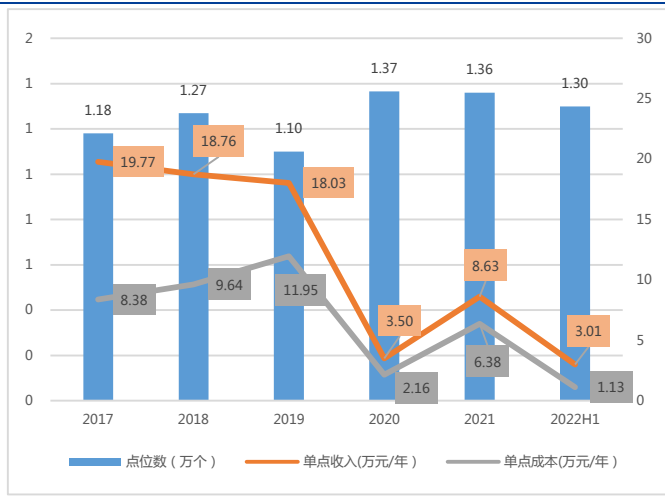
数据来源: 公司财报、华福证券研究所

图表 18: 分众传媒楼宇媒体单点成本拆分 (元)

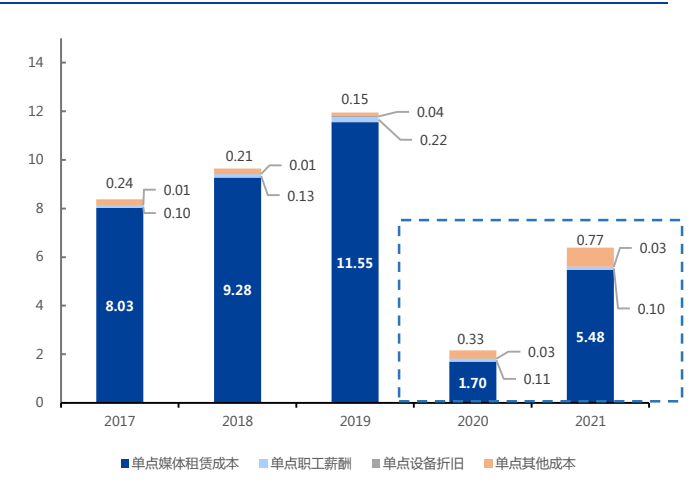


数据来源: 公司财报、华福证券研究所

影院媒体点位数相对稳定, 单点收入和成本的波动主要来自疫情对影院营业的冲击, 随疫情恢复将逐步回到正常水平。公司影院媒体的营业成本主要是媒体租赁成本, 2019 年媒体租赁成本占总成本 96.6%。随着政策放开, 影院恢复营业, 媒体租赁成本将逐步回升。预计单点收入和成本都将逐步恢复正常水平, 毛利率亦将随收入提升而恢复。

图表 19: 分众传媒影院媒体点位数与单点收入成本


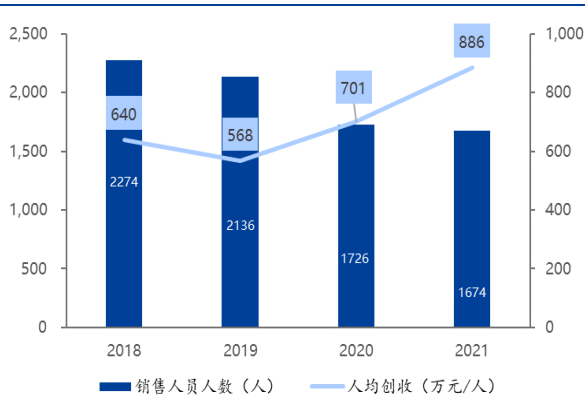
数据来源: 公司财报、华福证券研究所

图表 20: 分众传媒影院媒体单点成本拆分 (万元)


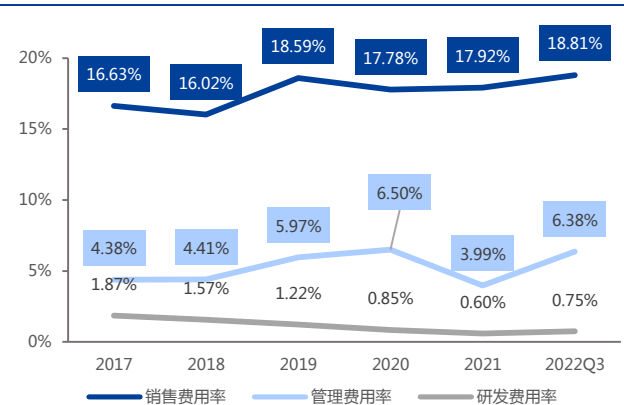
数据来源: 公司财报、华福证券研究所

费用率控制良好, 归母净利润 20 年同步恢复。在营收承压期间, 公司有效控制费用支出, 归母净利率与毛利率同步变化, 均于 2020 年开始恢复, 领先于营收的复苏速度。稳定的费用率, 将是疫后盈利能力恢复的保障。

公司的费用率中, 主要考虑销售费用率。公司自 2018 年以来持续减少销售人员数量, 并未影响销售活动正常进行, 反而提高了人均创收。2018-2021 年, 销售人员数量持续下降, 从 2274 人削减至 1674 人; 人均创收先降后升, 从 640 万/人提升至 886 万/人。销售人员人均创收的提升, 一方面体现了公司对销售人员依赖度下降, 职工薪酬有进一步下降的空间; 另一方面体现了点位优化的有效性, 人效提升明显。

图表 21: 分众传媒销售人员数及人均创收


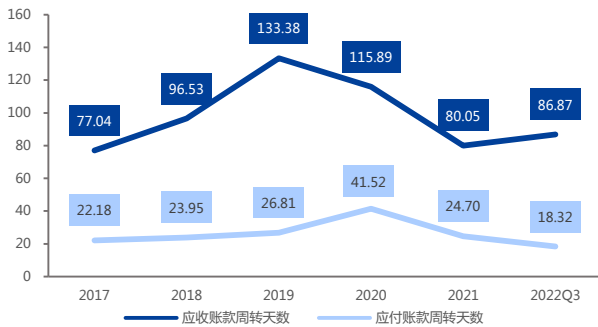
数据来源: 公司财报、华福证券研究所

图表 22: 17-22Q3 分众传媒期间费用率


数据来源: 公司财报、华福证券研究所

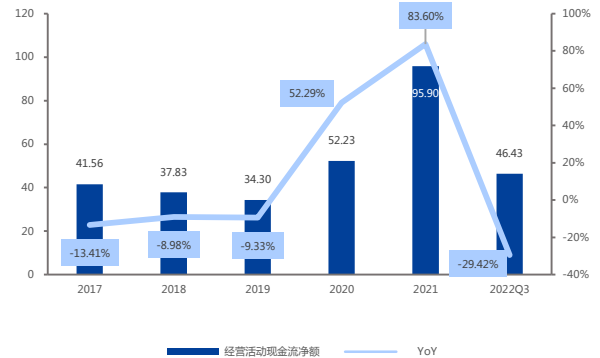
回款能力改善, 现金流健康。应收账款周转天数自 2020 年开始下降, 22Q1-3 虽因疫情而稍有回升, 但仍低于 18-19 年水平, 说明 18 年点位扩张对公司回款能力的影响基本消化完成。特别是 20 年疫情期间, 应收账款周转天数上升的同时, 应付账款周转天数上升, 体现了公司对上下游的现金流的把控能力。经营性现金流净额从 20 年开始提升, 早于营收恢复的 21 年, 说明 20 年公司对现金流的管理卓有成效。

图表 23: 17-22Q3 分众传媒应收应付账款周转天数



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 24: 17-22Q3 分众传媒经营性现金流净额



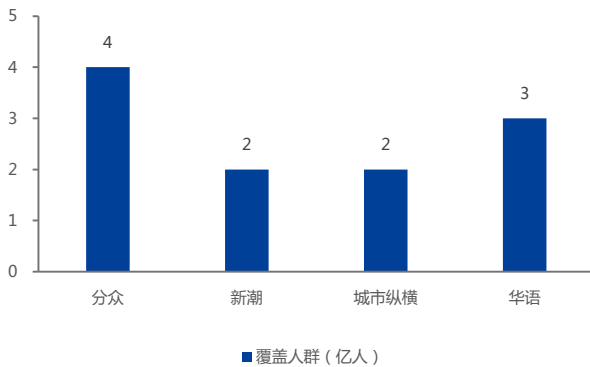
数据来源: Wind、华福证券研究所

二、 点位优势构造经营壁垒，客户多元保障议价能力

2.1 占据一二线城市核心点位，规模优势打造经营壁垒

分众拥有的楼宇媒体资源远超行业内其他竞争对手。公司官网 23 年 3 月数据显示，分众电梯媒体覆盖超过 230 个城市，260 万个终端，4 亿总人口。根据沙利文的报告，截至 2021 年底，以楼宇媒体点位数和覆盖电梯数计，公司在写字楼和住宅楼领域均排名第一，楼宇媒体点位市场份额遥遥领先于 2 至 5 位竞争对手之和 1.8 倍。

图表 25: 各公司楼宇媒体覆盖人群数

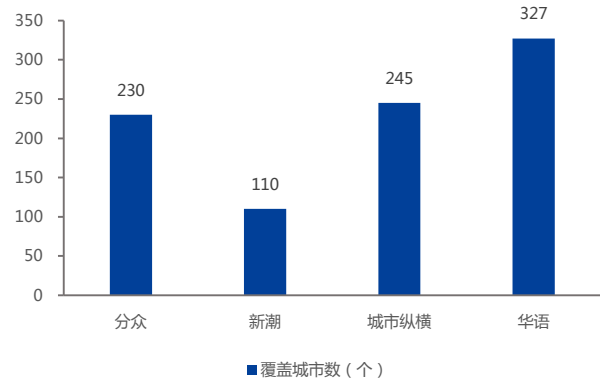


注: 分众传媒数据截至 2022 年 7 月 31 日, 其他公司数据观测节点:

2023 年 3 月 21 日。

数据来源: 各公司官网、分众传媒财报、华福证券研究所

图表 26: 各公司楼宇媒体覆盖城市数



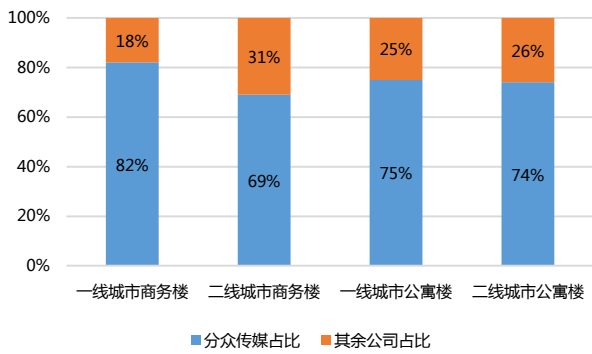
注: 分众传媒数据截至 2022 年 7 月 31 日, 其他公司数据观测节点:

2023 年 3 月 21 日。

数据来源: 各公司官网、分众传媒财报、华福证券研究所

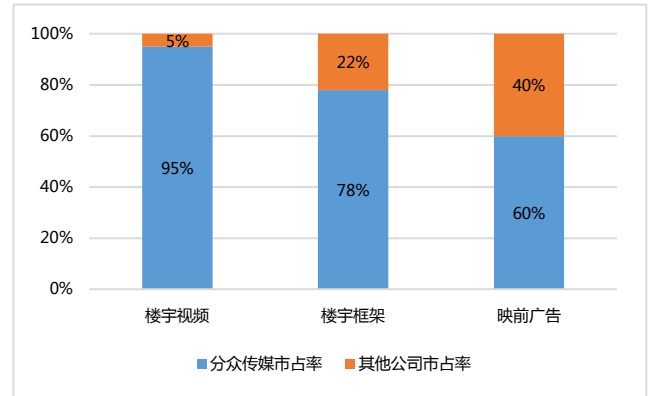
分众在一二线城市核心点位的渗透率有绝对优势，规模优势带来经营壁垒。分众直投公众号数据显示，2021 年公司在二线城市，商务楼渗透率分别为 82%和 69%，公寓楼渗透率分别为 75%和 74%；公司楼宇视频、楼宇框架和映前广告市占率分别为 95%、78%和 60%。可以看出公司在一线城市商务楼和楼宇视频领域优势最大，有稳固的经营壁垒，规模优势使得竞争者难以取得足够的份额，进而无法撼动公司的领先优势。

图表 27: 2021 年分众传媒商务楼和公寓楼渗透率



数据来源: 分众直投公众号、华福证券研究所

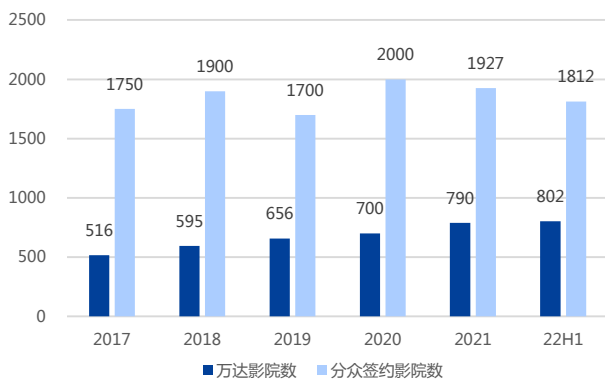
图表 28: 2021 年分众传媒楼宇和影院媒体市占率



数据来源: 分众直投公众号、华福证券研究所

公司影院媒体点位数一家独大, 签约影院数和银幕数均为行业最多。自搜狐晶茂破产以后, 影院银幕媒体行业基本形成了以分众晶视和万达电影两家独大的垄断竞争局势。万达的银幕的扩张目前仍主要依赖于直营影院的布局, 而分众晶视主要采取签约的方式, 相较于万达本公司的方式更灵活, 同时从历史数据来看, 近 5 年公司签约的影院数与银幕数均远超过万达, 因此随着国内消费者观影意愿的回升, 电影行业回暖, 我们看好公司影院媒体业务收入增长空间。

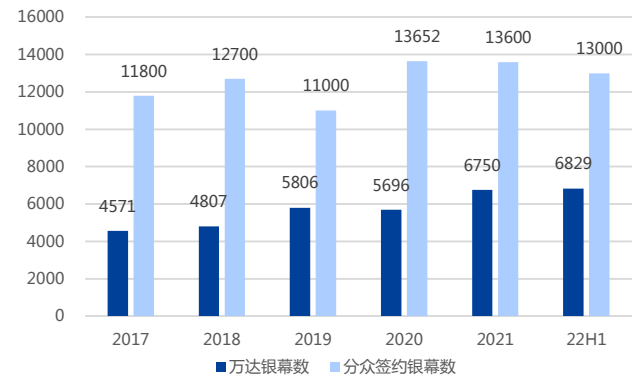
图表 29: 2017-22H1 万达&分众影院数 (个)



数据来源: 各公司财报、华福证券研究所

注: 万达 22H1 数据截至 2022.6.30, 分众 22H1 数据截至 2022.7.31。

图表 30: 2017-22H1 万达&分众银幕数 (个)



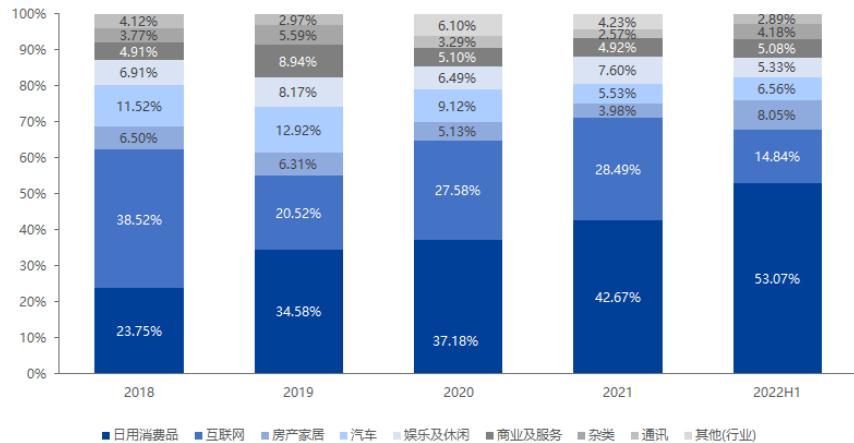
数据来源: 各公司财报、华福证券研究所

注: 分众 2020 年末披露签约银幕数, 通过其他几年银幕数/影院数取均值后乘 2020 年分众签约影院数推算得来。

2.2 客户多元抗周期风险, 公司拥有持续提价能力

消费品客户占比提升, 公司抗周期能力得到进一步增强。日用消费品和互联网一直是公司两大行业客户, 日用消费品收入占比从 2017 年开始持续提高, 22H1 占比已超 50%, 由于日用消费品行业随周期波动影响较小, 稳定投放客户占比的提高, 可以帮助公司提升抗周期能力。随着国内宏观经济的整体回暖, 新消费品赛道高速增长, 公司在新消费行业的崛起浪潮中占据了十分重要的位置。同时, 公司在新能源汽车领域的客户也持续增加, 如上汽 (智己、飞凡等)、广汽、一汽、比亚迪、岚图等, 有望成为 23 年重要的业绩增量。

图表 31: 2017-22H1 分众传媒营收分行业占比



数据来源: Wind、华福证券研究所

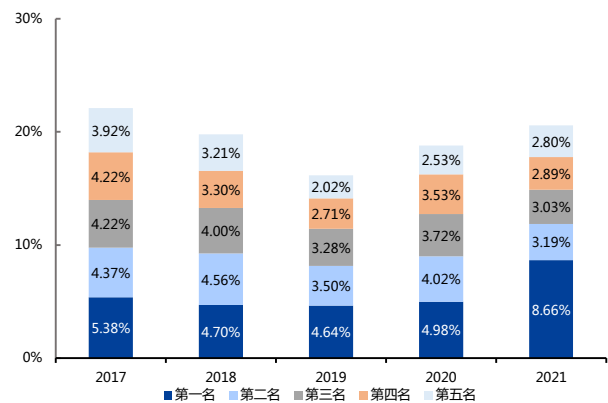
公司客户多元,且广受国货品牌认可,保障了对下游议价能力。公司的客户数量多且分布广泛,包含阿里、腾讯、京东、滴滴、宝洁、联合利华等 5400 多个品牌。BrandZ 的调研数据显示,中国 TOP100 品牌中 87%是分众的客户。前 5 大客户销售额占年度销售总额比例一直保持在 20%左右,最大客户占比不超过 10%,说明公司并不依赖于某一大客户。广泛的下游客户保障了公司的议价能力,通常情形下,公司每年 1 月 1 日和 7 月 1 日会上调刊例价。这一惯例尽管在 22 年以来的疫情期间未能实施,但随着经济回暖,减少折扣来提升单点收入的确定性将提升。

图表 32: 分众传媒部分重要客户



数据来源: 公司官网、华福证券研究所

图表 33: 2017-2021 年分众传媒前 5 名大客户占比



数据来源: 公司财报、华福证券研究所

三、品牌引爆力持续吸引客户,疫后广告投放需求将提升刊挂率

3.1 主流人群高频触达,形成核心竞争力

公司通过电梯场景对城市主流人群形成高频次有效触达,进而形成了强大的品牌引爆力。楼宇电梯是城市的基础设施,楼宇电梯这个最日常的生活场景代表着四个词:主流人群、必经、高频、低干扰,而这四个词正是今天引爆品牌的核心资源。公司占据核心资源,通过规模和体量效应所形成的品牌集中引爆能力,持续为广告主提供更有效和精准的广告投放,从而提升广告主对公司媒体价值的认可。

公司打造众多品牌引爆经典案例，专业能力获行业认可。分众品牌引爆力强，在各行各业均打造了经典案例，比如新消费领域的妙可蓝多和元气森林；传统消费行业的飞鹤和波司登等。公司凭借丰富的广告经验和全面的服务能力，在业内取得众多奖项，被评为“中国广告最具品牌引爆力媒体”。

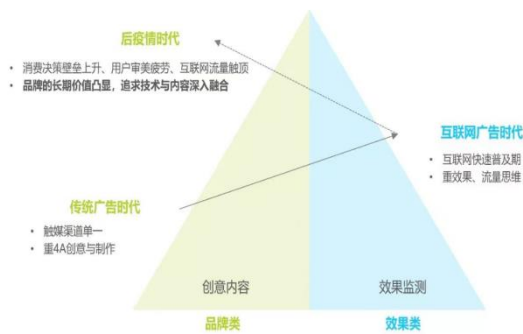
图表 34：2019-2021 年分众传媒获奖作品

时间	获奖作品	奖项
2021 年	认养一头牛	第 28 届中国国际广告节·广告主盛典年度内容营销金案
2021 年	简爱	第 28 届中国国际广告节·广告主盛典年度整合营销金案
2021 年	布鲁可	CAMA 中国广告营销大奖 “年度创意策划金奖”
2021 年	福临门	CAMA 中国广告营销大奖 “年度营销创新品牌”
2020 年	剑南春	中国国际广告节·广告主奖·年度深度营销案例金奖
2019 年	快狗打车	第八届 ADMEN 国际大奖 “实战金奖”

数据来源：公司官网、华福证券研究所

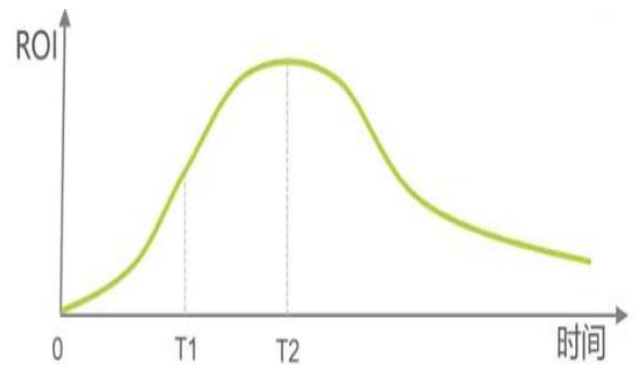
后疫情时代，品牌广告前景良好，品牌引爆力将带来更多客户。在新冠疫情影响下，线下流量腰斩，同时线上流量红利不再，获客成本持续上升。效果类广告虽然在短期内能获得较高的 ROI，但随着时间的推移 ROI 会回归于低正常值。面对当下的大环境，企业更应思考如何使自己的品牌具有独特的价值，赢得人心。品牌广告从扩大知名度、培育认知度，到建立美誉度，能够在消费者心中深植购买的欲望，其重要性再一次被提升。未来，楼宇媒体和影院银幕广告不可替代的媒体价值和品牌引爆能力将会赢得越来越多客户的认可和选择，成为各行业品牌营销的标配。

图表 35：不同时期广告主偏好变化趋势



数据来源：艾瑞咨询、华福证券研究所

图表 36：效果类投放 ROI 随周期变化情况

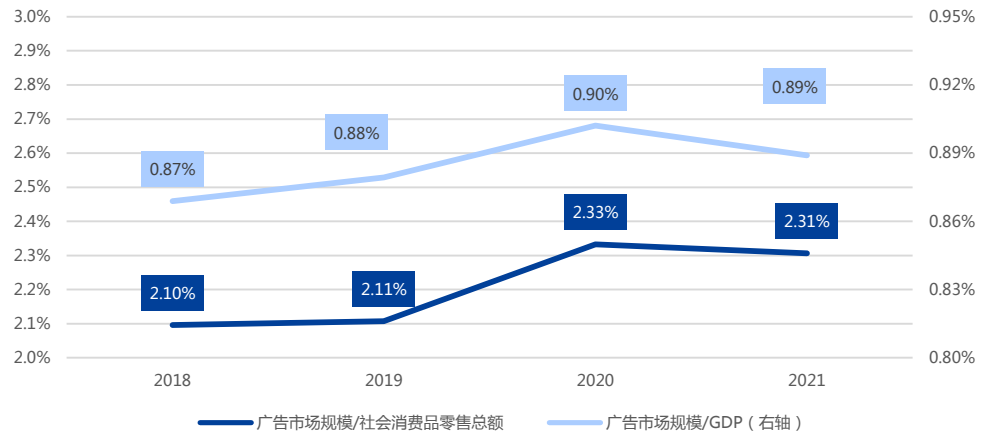


数据来源：艾瑞咨询、华福证券研究所

3.2 疫后经济回暖，广告投放需求提升

广告支出与社零和 GDP 同步性较强。广告市场规模与社零总额和 GDP 比值较为稳定，其中 2020 年发生了小幅的跳增，主要是 2020 年上半年受疫情影响后，广告主希望通过投放广告快速拉动消费，催化经济回暖，体现了广告行业的恢复弹性。

图表 37: 广告市场规模与社零、GDP 同步性较强



数据来源: Wind、华福证券研究所

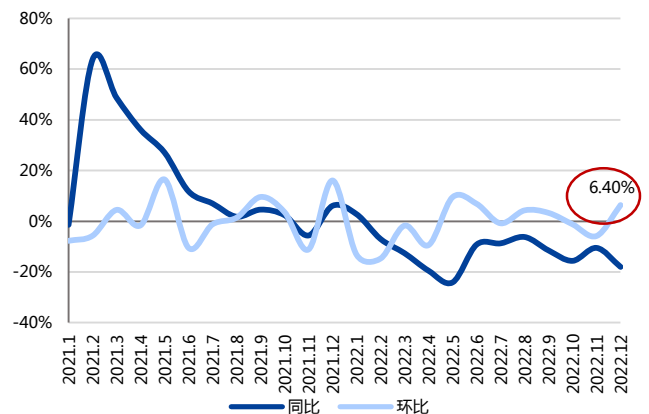
2022 年 12 月消费者信心指数和市场广告花费开始环比回升, 广告市场复苏可期。根据 CTR 调查显示, 2022 年广告主普遍认为公司经营情况有所恶化, 对市场信心有所下降, 导致中国广告行业总体陷入低靡状态。自 2022 年 2 月起, 国内广告花费持续走低, 到 5 月同比降幅达到最大后开始逐渐收窄, 同时, 8、9 月环比出现增长。随着国务院联防联控机制综合组制定《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》, 各地文化和旅游行政部门保障文化和旅游活动正常开展, 经济形式出现好转, 广告主和消费者重拾对市场信心, 广告市场将逐步回暖, 公司须静待业绩恢复拐点的出现。拐点出现后, 我们认为公司会有较大的业绩回弹。

图表 38: 2020-2022 年消费者信心指数



数据来源: Wind、国家统计局、华福证券研究所

图表 39: 2021-2022 年分月市场广告花费变化



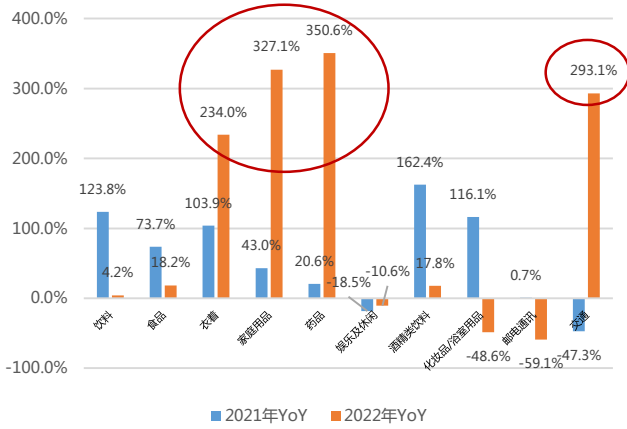
数据来源: CTR、华福证券研究所

3.3 客户行业竞争加剧, 进一步提升刊挂率

新消费与新能源汽车客户行业竞争激烈, 有望增加广告投放贡献业绩增量。根据 CTR 的统计数据, 2022 年在衣着、家庭用品、药品和交通 4 个行业在电梯 LCD 广告投放增速迅猛, 食品、交通和药品 3 个行业在电梯海报广告增速较快。衣着、家庭用品和食品属于消费行业, 传统消费大品牌投放稳定, 而新消费公司注重营销, 是公司未来业绩重要的增量来源。新能源汽车行业竞争愈发激烈, 也将继续增加广告投放。

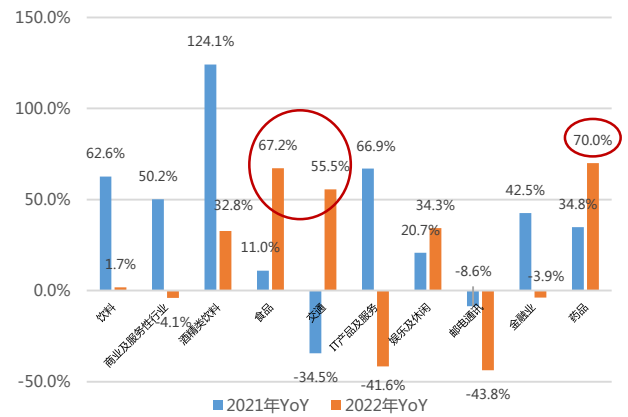
根据 2022H1 财报数据，消费和汽车行业客户对公司营收贡献占比约 60%，新消费和新能源汽车的客户增量将提高公司整体刊挂率。

图表 40：2022 年电梯 LCD 广告 TOP10 行业花费变化



数据来源：CTR、华福证券研究所

图表 41：2022 年电梯海报广告 TOP10 行业花费变化



数据来源：CTR、华福证券研究所

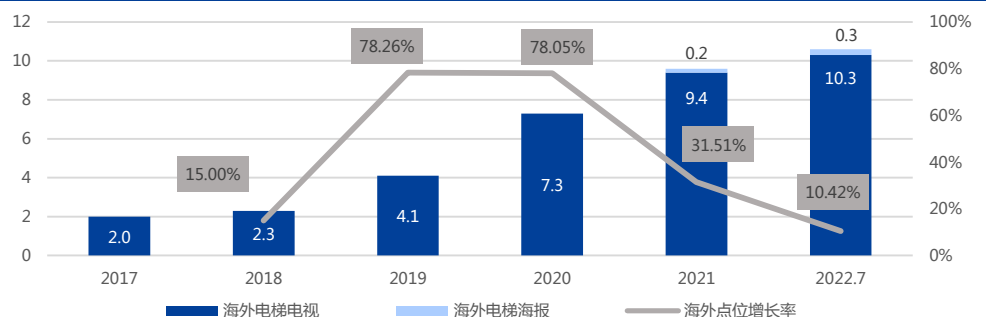
综上，疫后经济形势回暖+行业客户竞争加剧+点位优化质量提升，将共同带来刊挂率的提升，公司强大的议价能力和稳定的点位数保障高刊挂率转化为高营收。公司每年在 1 月 1 日和 7 月 1 日有两次调整刊例价的机会，随着刊挂率的提升，公司可以在 23 年 7 月 1 日上调刊例价，虽然刊例价不等于执行价，但是公司对下游客户强大的能力可以保障单点收入提升。公司目前对国内点位调整的重点不是数量而是质量，主要使用高质量点位替代低质量点位。点位总数预计保持相对稳定，叠加单点收入的提升，将带来营收增长。

四、 海外市场扭亏为盈，第二成长曲线未来可期

4.1 海外市场空间广阔，点位数扩张

公司持续拓展海外点位，逐步形成规模效应。公司自 2017 年起布置海外业务，截至 2022 年 7 月 31 日，公司海外市场覆盖了韩国、泰国、新加坡、印度尼西亚和马来西亚等国的 50 多个主要城市。公司 2019-2020 年快速铺设海外点位，随着体量增大 2021 年开始增速有所放缓。2022 年公司设立日本分公司，并申请分拆韩国业务上市，体现了公司进一步海外扩张的战略。预计未来公司将有序拓展海外优质资源点位，随着规模效应缩减扩张成本，海外各地业务都有望逐步实现盈利。

图表 42：2018-2022 年 7 月公司海外电梯宇媒体数量

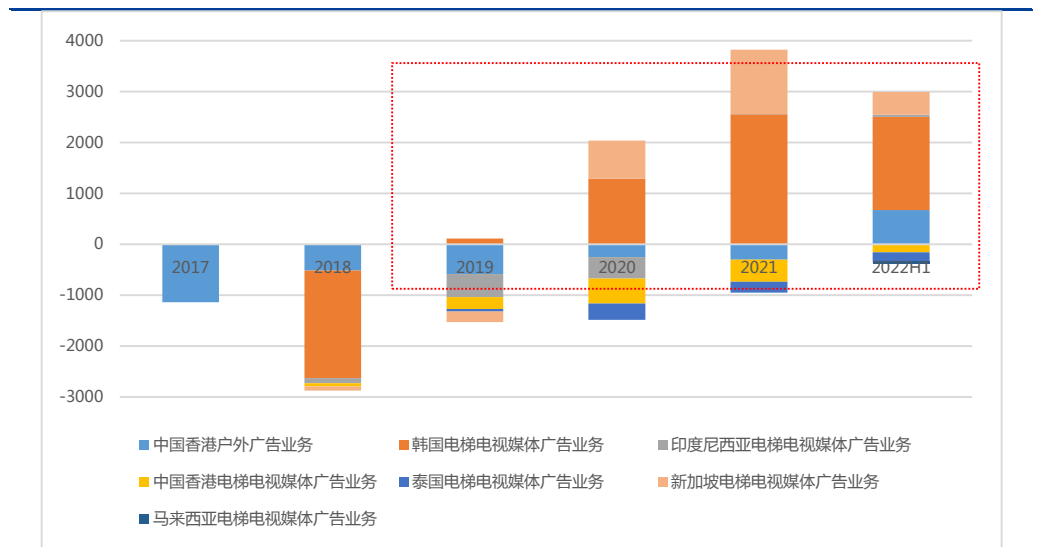


数据来源：公司财报、华福证券研究所

4.2 扭亏为盈，验证分众模式可复制性

海外各点位相继扭亏为盈，证明了分众模式在海外市场可以复制，海外业务将持续带来利润流入。2019-2021年，公司在韩国、新加坡和印尼的电梯电视媒体广告业务相继实现盈利，中国香港户外广告业务也于22H1开始盈利，尚未盈利的区域亏损也在逐步缩小。在东亚和东南亚各市场均能取得稳定盈利，充分验证了分众模式的可复制性，随着海外点位的持续扩张，海外业务将带来更多利润，并在净利润中占更大比重，第二增长曲线未来可期。

图表 43：2017-22H1 分众传媒海外业务盈亏（万元）



数据来源：公司财报、华福证券研究所

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

点位数：公司点位调整结束恢复扩张，预计楼宇媒体点位数略有下降，影院媒体点位数小幅增长。假设 22-24 年分众传媒楼宇媒体点位分别为 262/260/259 万个，影院媒体点位分别为 1.24/1.36/1.43 万个。

收入端：疫情恢复提升线下广告投放需求，公司营收逐步恢复到疫情前水平。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别增长-32%/33%/16%，具体如下。

1) 楼宇媒体：22 年疫情反复大城市封控，导致楼宇媒体业绩下滑，随着疫情恢复将在 23-24 年迎来反弹。预计 2022-2024 年收入分别增长-32%/28%/11%。

2) 影院媒体：22 年疫情期间影院停业，导致影院媒体业务暂时缩减，23-24 影院媒体收入将随着影院正常营业而恢复增长。预计 2022-2024 年收入分别增长-32%/98%/52%。

3) 其他业务：其他业务占比较小，受疫情影响后恢复较慢，预计 2022-2024 年收入分别增长 0%/2%/2%。

图表 44：分众传媒 2018-2024E 营业收入拆分及预测

单位:亿元	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	145.52	121.36	120.97	148.37	100.60	134.02	155.80
YoY	21.14%	-16.60%	-0.32%	22.65%	-32.20%	33.21%	16.26%
楼宇媒体收入	120.76	100.49	115.76	136.18	92.14	117.69	131.19
YoY	28.70%	-16.79%	15.20%	17.64%	-32.34%	27.74%	11.47%
影院媒体收入	23.82	19.83	4.78	11.73	8.01	15.85	24.13
YoY	2.10%	-16.75%	-75.90%	2.82%	-31.75%	98.00%	52.25%
其他业务收入	0.94	1.04	0.43	0.46	0.46	0.47	0.48
YoY	-68.35%	10.64%	-58.65%	7.14%	0.00%	2.00%	2.00%

数据来源：公司财报、华福证券研究所

成本费用端：1) 将成本拆分成媒体资源成本、职工薪酬、设备折旧费和其他成本。由于职工薪酬持续下降以及成本刚性，随着营收恢复,毛利率有望持续提升，22-24 年预计毛利率分别 57%/62%/65%。

2) 期间费用率：公司注重降本增效，且重心从规模增长到用户增长和收入增长并重，营销费用的投入力度将会减小，管理费用和研发费用于 22Q4 到达峰值后将开始下降。

图表 45：分众传媒 2018-2024E 成本费用预测

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	66.21%	45.21%	63.24%	67.53%	57.20%	62.15%	64.57%
营销费用率	16.02%	18.59%	17.78%	17.92%	19.00%	18.00%	17.00%
管理费用率	4.41%	5.97%	6.50%	3.99%	5.80%	3.50%	3.50%
研发费用率	1.57%	1.22%	0.85%	0.60%	0.80%	0.70%	0.70%

数据来源：公司财报、华福证券研究所

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 101/134/156 亿元人民币；归母净利润分别 28/51/63 亿元。

5.2 相对估值

我们选取天下秀、兆讯传媒、三人行、蓝色光标、浙文互联、易点天下作为可比公司，受益于近期“AI+”带来的估值提升，板块估值升至 30X（当前市值/2023 年净利润），考虑分众传媒作为线下营销龙头的稀缺价值、龙头地位，给予公司平价于可比公司的估值倍数，即 23 年 30 倍 PE，对应目标市值为 1533 亿元，给予目标价至 10.6 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 46：分众传媒可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价	市值 (亿元)	PE (倍)				净利润 (亿元)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600556.SH	天下秀	8.11	146.61	60.83	52.06	37.91	29.40	2.41	2.82	3.87	4.99
301102.SZ	兆讯传媒	35.85	71.70	29.75	32.91	20.24	14.80	2.41	2.18	3.54	4.85
605168.SH	三人行	137.83	139.77	40.99	19.10	13.65	10.49	3.41	7.32	10.24	13.32
300058.SZ	蓝色光标	9.20	229.18	44.24	(34.02)	41.11	33.29	5.18	(6.74)	5.57	6.88
600986.SH	浙文互联	6.20	81.99	26.88	112.32	32.80	20.19	3.05	0.73	2.50	4.06
301171.SZ	易点天下	28.45	134.25	51.93	43.45	34.54	26.53	2.59	3.09	3.89	5.06
平均 PE						30.04					
PE						30.00					
目标市值 (亿元)						1532.68					
目标价 (元)						10.61					

数据来源：Wind、华福证券研究所；注：行情日截至 23 年 3 月 19 日收盘，净利润预测来自 wind 一致预期。

六、 风险提示

宏观经济复苏不及预期。广告行业与宏观经济强相关，宏观经济预期不明朗或恢复慢于预期，则影响广告主的信心和投放预算，进而影响公司业绩。

海外点位拓展慢于预期。随着海外点位盈利能力增强，公司计划进一步拓展海外点位，并分拆 FM Korea 至韩国上市。若公司在海外法律、资金、政策、市场竞争等方面受到不利因素影响，海外点位拓展将慢于预期，减缓利润增速。

新客户拓展慢于预期。随着各行业步入平稳发展期，构成收入基本盘的 KA 客户将更为重要，若这类客户的拓展慢于预期，公司或许呈现收入波动性。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn