

# 分众传媒 (002027)

## 流量见顶下优质场景承接者，新一轮 AIGC 浪潮下迎产业机遇

买入 (维持)

2023 年 08 月 16 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书: S0600521070001  
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	9,425	12,484	14,156	15,524
同比	-36%	32%	13%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	2,790	4,912	6,202	7,070
同比	-54%	76%	26%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.19	0.34	0.43	0.49
P/E (现价&最新股本摊薄)	37.74	21.44	16.98	14.89

关键词: #第二曲线

### 投资要点

- **流量见顶下品效协同的楼宇媒体为最优质承接场景，顺周期背景下分众高经营杠杆商业模式有望在利润端彰显弹性：**随着互联网流量红利结束，流量见顶下获客成本递增降低了效果广告的投入产出比，因此广告预算迁移至性价比更高的品牌广告逐渐成为广告主共识。而楼宇媒体是品牌广告最主要的投放阵地，凭借着用户必经和低干扰的优势长期扎根消费者心智。分众构建了国内最大的城市生活圈楼宇媒体网络，核心点位渗透率占据绝对优势。随着消费回暖趋势明确，各政策出台刺激经济复苏，顺周期逻辑下分众高经营杠杆模式有望在利润端持续彰显弹性。
- **新一轮 AIGC 的产业周期下，分众将作为流量见顶承接者随行业竞争加剧加大广告投入而充分受益：**复盘历史上 16-18 年“互联网+”和 20-21 年“新消费+教育+互联网”的多轮产业周期，分众的收入都在产业周期上行过程中快速增长。而在新一轮 AIGC 主导的产业周期下，B 端和 C 端都将产生由 AI 赋能的新产品，随着行业 and 产品的洗牌将加速竞争节奏，通过加大广告预算来增强品牌价值。例如以“AI+教育”为主的智能硬件赛道将为分众创造显著收入增量，以此为鉴，AI 产业周期持续下，各行业的 AI 新产品的品效协同将为分众贡献新一轮业绩增量。
- **AI 营销垂直模型进入内测阶段，解决中小企业内容创意困境，一站式服务开启第二增长曲线：**分众 AI 营销垂直模型进入内测阶段，将丰富广告语生成、文生图、图生图、投放策略制定、投放优化、数据分析等多方面综合能力，通过高质量内容创意生成成为平台引爆能力赋能。分众利用智能屏云端自助投放、分时段、LBS 的分发能力强化精准投放，在供给端已能服务中小企业；而 AI 产品的一站式广告服务将解决中小企业因制作成本、制作周期等痛点无法承接分众服务的困境，加强梯媒投放需求，真正实现从 5000+到 50000+客户增长路径，开启收入新增量。
- **盈利预测与投资评级：**我们将 2023-2025 年的 EPS 由 0.35/0.43/0.49 元调整至 0.34/0.43/0.49 元，2023-2025 年对应当前 PE 分别为 21.44/16.98/14.89 倍。我们建议短期内关注公司顺周期下高杠杆经营释放利润端弹性，中长期关注 AIGC 产业周期释放公司业绩以及使用 AI 产品对中小客户需求端赋能情况。当前公司业绩持续恢复，有望受益于短期和中长期驱动因素估值提升，因此我们给予公司 2024 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 12.9 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济恢复不及预期，垂直模型功能迭代不及预期，行业竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	7.29
一年最低/最高价	4.24/7.65
市净率(倍)	6.95
流通 A 股市值(百万元)	105,283.64
总市值(百万元)	105,283.64

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	1.05
资产负债率(% ,LF)	32.12
总股本(百万股)	14,442.20
流通 A 股(百万股)	14,442.20

### 相关研究

《分众传媒(002027): 2023Q2 业绩中报点评: 点位持续扩张, 消费类客户占比历史新高》

2023-08-11

《分众传媒(002027): 2023Q2 业绩预告点评: 二季度业绩强劲恢复, 三季度刊例价上调将带动持续修复》

2023-07-12

## 内容目录

<b>1. 品牌广告 vs 效果广告：流量见顶与品牌广告的反转</b> .....	<b>4</b>
1.1. 楼宇媒体增长趋势不变，效果广告和品牌广告相辅相成.....	4
1.2. 流量见顶下获客成本递增，这将降低效果广告的投入产出比.....	5
1.3. 品牌广告具备杠杆效应，楼宇媒体成为越来越重要的投放阵地.....	6
1.4. 分众是流量见顶下品牌广告最优质的承接者，也是品效协同的连接者.....	8
<b>2. 预计国内经济情况改善将拉动公司业绩和股价增长，经营杠杆得到进一步放大</b> .....	<b>9</b>
2.1. 整体广告市场随着国内经济回暖有所恢复.....	9
2.2. 高经营杠杆的商业模式有望在利润端彰显弹性.....	12
<b>3. 新一轮 AIGC 产业周期浪潮下，流量见顶承接者即为终局受益者</b> .....	<b>13</b>
3.1. AIGC 大趋势下行业重启竞争开拓需求空间，从历史产业周期展望收入增量空间.....	13
3.2. AIGC 浪潮有望复刻前几轮产业周期上行机遇，将再次打开分众收入上行通道.....	17
<b>4. AI 营销垂直模型进入内测，解决中小企业内容创意痛点，一站式广告服务开启第二增长曲线</b> .....	<b>19</b>
4.1. AI 产业先行者，营销垂直模型已进入内测，功能将持续迭代.....	19
4.2. 拥抱 AI，解决中小企业内容创意痛点，一站式广告服务正式进入供需匹配阶段.....	20
<b>5. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>22</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

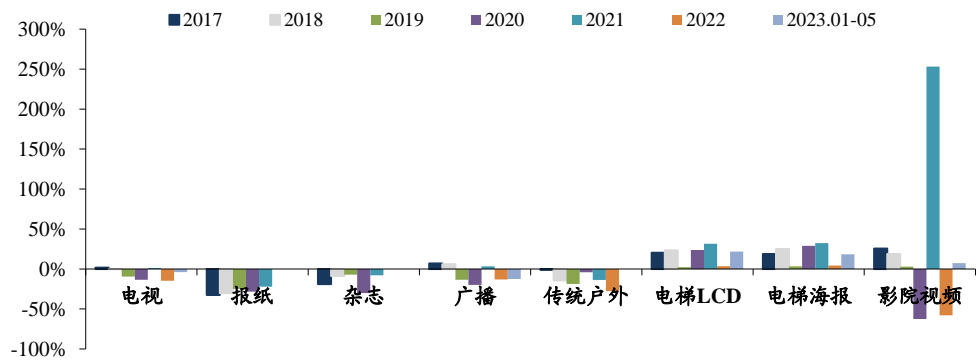
图 1:	各媒介广告花费的增长率变化.....	4
图 2:	消费者从接触营销信息到购买行为的发生所经历的阶段.....	5
图 3:	2020-2023 年中国移动互联网用户规模及增速.....	6
图 4:	互联网用户月人均单日使用时长及单日使用次数.....	6
图 5:	消费品公司的营收来源.....	7
图 6:	楼宇媒体对品牌的提升作用.....	7
图 7:	分众传媒楼宇媒体收入在线下广告中的占比.....	7
图 8:	2021 年分众传媒在商务楼和公寓楼的渗透率.....	8
图 9:	2021 年分众传媒楼宇媒体和影院媒体的市占率.....	8
图 10:	2019 年分众和阿里共同推进“U 众计划”.....	9
图 11:	“天攻智投”系统精准挑楼.....	9
图 12:	GDP 和广告市场刊例花费对比.....	9
图 13:	社会消费品零售总额和广告市场刊例花费对比.....	9
图 14:	分众营收波动大于宏观经济波动.....	10
图 15:	当月社零增速与分众股价密切相关.....	10
图 16:	2018-2022 年分众传媒广告客户结构.....	11
图 17:	高经营杠杆的商业模式.....	12
图 18:	分众营收受广告市场花费同比驱动保持同频.....	13
图 19:	2015-2019 年互联网行业营销投入趋势.....	14
图 20:	2015-2022 年分众互联网客户营收及同比增速.....	14
图 21:	2015-2022 年互联网行业代表企业销售费用变化.....	14
图 22:	认养一头牛百度搜索指数热度.....	15
图 23:	2020-2022 年新消费赛道融资金额及次数.....	16
图 24:	2015-2022 年分众日消客户营收及同比增速.....	16
图 25:	2019-2022 年教育行业营销投入趋势.....	16
图 26:	2019-2022 年互联网行业营销投入趋势.....	16
图 27:	2015-2022 年教育行业代表企业销售费用变化.....	16
图 28:	2019-2022 年电梯 LCD 广告花费 TOP8 行业花费同比变化.....	17
图 29:	2019-2022 年电梯海报广告花费 TOP10 行业花费同比变化.....	17
图 30:	AI 学习机产品矩阵.....	18
图 31:	猿辅导小猿学练机海报.....	18
图 32:	科大讯飞 AI 学习机霸屏分众电梯海报.....	18
图 33:	分众传媒——创客贴 AI 工具视图.....	21
图 34:	公司 PE-Band 变动.....	22
表 1:	品牌广告和效果广告的主要特点对比.....	4
表 2:	近三次政治局会议有关扩大内需和提振消费的表述.....	11
表 3:	近年来分众传媒营业成本持续下降.....	12
表 4:	分众传媒——垂直模型迭代功能.....	19
表 5:	营收预测（百万元）.....	22
表 6:	可比公司对比（2023/8/16，蓝色光标和浙文互联为 wind 一致预期数据）.....	23

## 1. 品牌广告 vs 效果广告：流量见顶与品牌广告的反转

### 1.1. 楼宇媒体增长趋势不变，效果广告和品牌广告相辅相成

从各媒介的细分形式来看，传统媒体式微，楼宇媒体增长趋势不变。CTR 数据可以观察到，即使在疫情影响严重的 2020 年和 2021 年，电梯 LCD、电梯海报、影院视频的 广告花费依旧在同比上涨。2022 年受疫情反复的影响，广告主投入愈发谨慎，包括楼宇 媒体在内的线下广告增长趋势都有所放缓，但是随着 2023 年宏观经济回暖，电梯 LCD、 电梯海报、影院视频的增长均明显恢复，分别同比+21.7%/+18.3%/+7.4%。

图1：各媒介广告花费的增长率变化



数据来源：CTR，东吴证券研究所

关于楼宇媒体依然延续强劲的增长趋势，我们可以从品牌广告和效果广告的各自特点中寻找答案。品牌广告是为了建立顾客的长期认知，主要信息是传递选择品牌的理由，旨在树立品牌形象，深入消费者心智，所以多选择可强制触达的媒介，如电视、电梯、影院等，为此需要大量资金的投入，持续的广告曝光，以使得消费者形成记忆。但由于其距离消费者最终的购买行为比较远，其过程控制异常复杂，结果一般也难以衡量。效果广告多以互联网媒体为主，以刺激消费者快速决策的信息为主，其目的在于直接促成用户点击或购买，很难让消费者深入了解品牌。

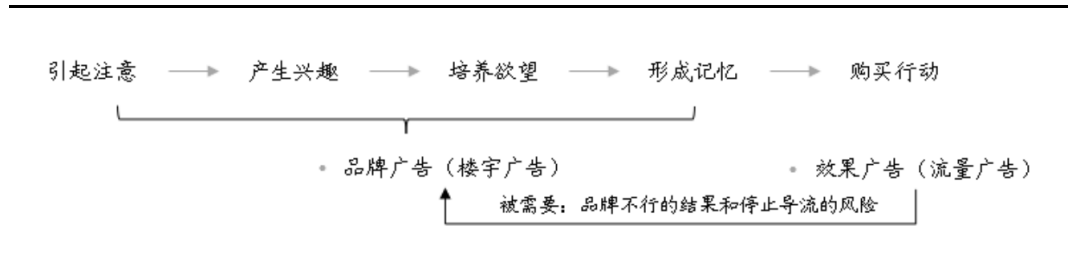
表1：品牌广告和效果广告的主要特点对比

	品牌广告	效果广告
主要媒介	电视、电梯、影院、传统户外	搜索、电商、短视频、图文信息流
目的	建立品牌形象，深入消费者心智	促使用户点击/购买
作用消费阶段	引起注意、产生兴趣、培养欲望、形成记忆	购买行动
付费方式	CPM/CPT	CPC/CPA
效果周期	长	短
优点	品牌认知具备积累属性，广告投入具备杠杆效应	效果直接且易反馈，投放方式和投放金额灵活易调整；目标受众在算法优化下越来越精准
缺点	效果难以监测	持续竞价导致广告价格上升，投放 ROI 下降

数据来源：新浪财经，东吴证券研究所

消费者从接触到营销信息到发生购买行为之间，大致要经历 5 个心理阶段：引起注意(ATTENTION)，产生兴趣(INTEREST)，培养欲望(DESIRE)，形成记忆(MEMORY)，购买行动(ACTION)。品牌广告因其主要输出品牌的差异化价值信息，主要在前四个阶段发挥作用，而效果广告的内容往往包含引导购买的信息，更侧重于服务最后一环——购买行为的促进。

图2：消费者从接触营销信息到购买行为的发生所经历的阶段



数据来源：AIDMA 法则，东吴证券研究所

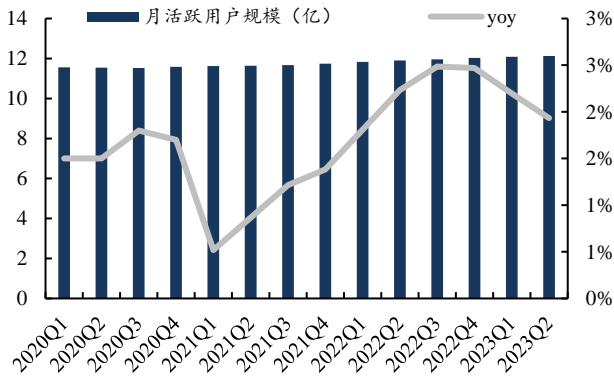
品牌广告和效果广告都是商业发展的必须，二者相辅相成。相对于品牌商品，没有品牌认知的产品即使购买流量广告，其转化效果也不会比有品牌产品的效果好。正如分众传媒董事长江南春所说，“通过流量加持快速崛起，往往是速生的，也是速朽的。没有品牌广告去积累，固化品牌的认知与信任，销量是不可持续的。”效果广告不具有持续性，一旦产品停止效果广告的投放，其销售可能出现大幅下滑。而品牌是具有累积的属性的，商品一旦建立起强大的品牌，进入消费者的心智，就会拥有较强的持续性，此时如果搭配效果广告的引流，就会拥有高于同业的转化率。二者相辅相成，只有在特定经济情况下的选择，不应该是相互替代的问题。

## 1.2. 流量见顶下获客成本递增，这将降低效果广告的投入产出比

从广告主预算分配的策略来看，选择效果广告还是品牌广告本质是投入产出比问题。广告的目的是建立条件反射和认知定式，广告主投放广告实际上是在为每一次触达消费者的机会付费，广告主总是倾向于优先把最大的预算分配到覆盖目标受众最多的媒介上。最少的花费，最多的目标受众，从而获得最大的投入产出比。

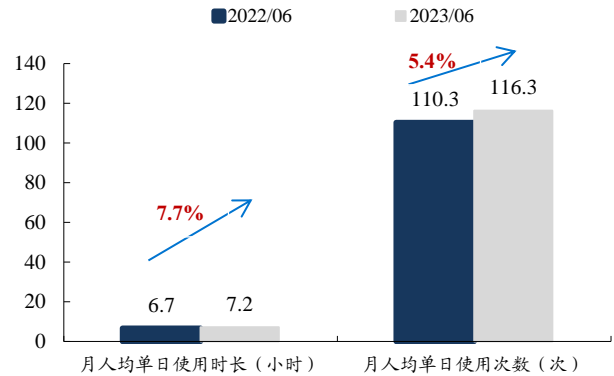
近年来互联网流量红利逐渐消失。根据 Questmobile 数据，2023Q2 中国移动互联网用户达到 12.13 亿，同比增速 1.93%，用户渗透率和用户时长增长见顶，2023 年 6 月月人均单日使用时长和次数分别同比提升 7.7%和 5.4%，提升空间有限。

图3：2020-2023 年中国移动互联网用户规模及增速



数据来源：Questmobile，东吴证券研究所

图4：互联网用户月人均单日使用时长及单日使用次数



数据来源：Questmobile，东吴证券研究所

**互联网流量见顶，持续竞价使得效果广告投放的 ROI 下滑。**由于效果广告投放效果周期很短，广告主只能通过持续的广告竞价来获得用户流量。但是在互联网流量见顶的背景下，一旦争抢精准目标人群的广告主增多，就会导致流量价格水涨船高，而泛流量的转化率较低。即使算法优化可以提高目标受众的精准性，但是广告主必须花费越来越多的费用才能继续触达精准人群，最终效果广告投放的 ROI 必然持续下滑，此时品牌广告的性价比凸显。

**过于依赖效果广告也会让广告主陷入“信息茧房”和不促不销的困境。**第一，“营销之父”菲利普·科特勒说过，“品牌必须打动五种人群：购买者、决策者、影响者、体验者、传播者。”品牌既要影响购买者，也要影响购买者背后的其他人群。而精准的算法一直在致力于寻找购买者，忽视了其他人群，导致品牌陷入“信息茧房”，很有可能错失在更大范围人群中推广市场的机会。第二，互联网平台往往要求商家打折低价促销，但是长此以往，会导致消费者认为产品就值这个价格，造成不促不销，甚至当竞争加剧会出现促也不销的局面。

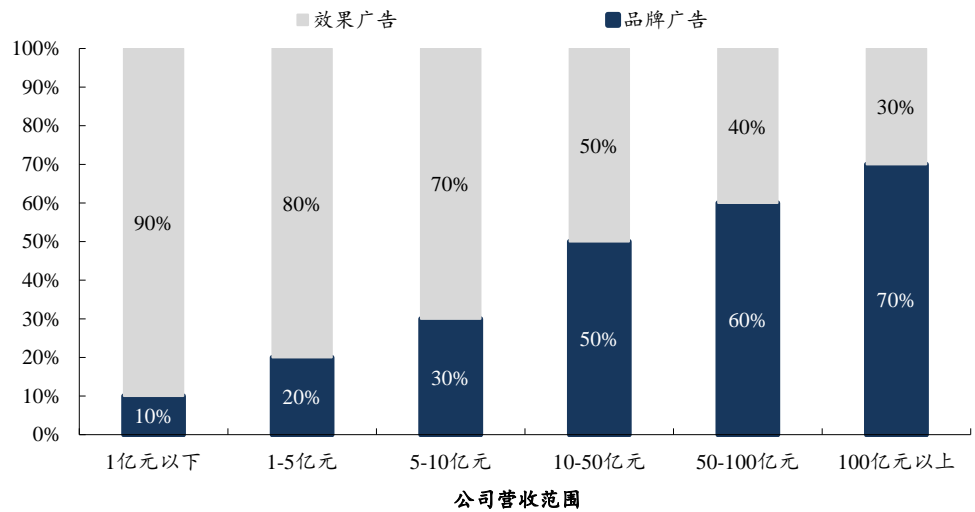
### 1.3. 品牌广告具备杠杆效应，楼宇媒体成为越来越重要的投放阵地

**相较于效果广告，品牌广告具备杠杆效应，并非一次性的“购买行动”刺激，树立品牌形象，长期扎根于消费者的心智。**“算准人心、让品牌在消费者心智中牢牢驻扎，才是更高级的算法（分众传媒董事长江南春）。”随着中国的人口红利逐渐消失，竞争从生产端、渠道端逐渐转移至心智端。对于广告主而言，抢占市场必须将品牌印刻于消费者心智，一旦在消费者心智中扎根，销售费用就能显示出杠杆效应，撬动越来越多的商品销售额。

**当前品效广告占比大约三七开，而广告投放的终极黄金比是品效七三开，中国品牌广告大有可为。**全球极具影响力的市场研究公司凯度的报告指出，100 亿元营收规模的消费品公司 70%的营收来自品牌，来自消费者的指名购买，只有 30%的营收来自促销和

流量。分众传媒董事长江南春则表示，“做到品牌广告和流量广告比例 7:3 之际，就是企业品牌真正成熟之时，是广告投放的终级黄金比。”如果把线下广告算作品牌广告，互联网广告算作效果广告，Questmobile 数据显示，2021 年品牌广告占比约为 36%，对比广告投放黄金比下品牌广告投放占比达到 70%，中国品牌广告市场在经历品牌培育阶段进入成熟阶段后成长空间巨大。

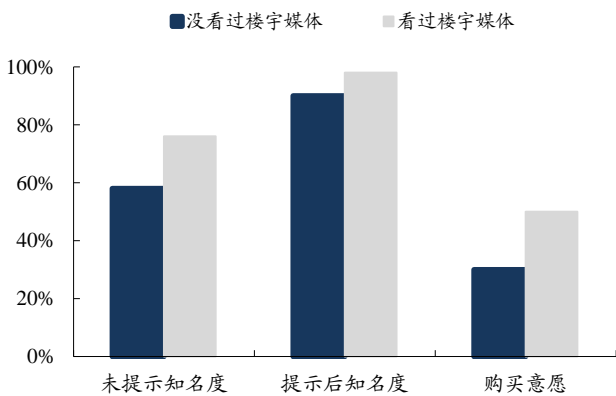
图5：消费品公司的营收来源



数据来源：凯度，东吴证券研究所

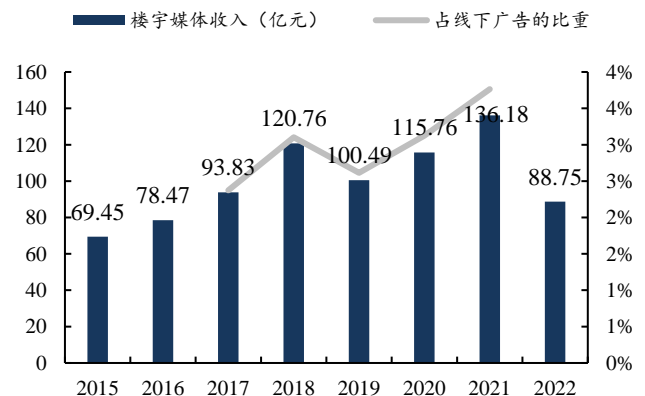
在众多品牌广告的广告投放媒介中，楼宇媒体逐渐发挥越来越重要的作用。Millward Brown 的统计数据显示，楼宇媒体能够在公寓楼、写字楼等消费者频繁经过的生活场景中重复投放广告，从而加深消费者对于品牌的认知。楼宇媒体的覆盖场景是受众的必经之地，只要工作与生活的方式不变，楼宇媒体就不会失去受众的基础，从而不会丧失媒体的广告价值。这是相比于其他媒介，楼宇媒介的护城河之所在，因此即便品牌广告的大盘近年有所减少，但楼宇媒体的收入整体向上。

图6：楼宇媒体对品牌的提升作用



数据来源：Millward Brown，东吴证券研究所

图7：分众传媒楼宇媒体收入在线下广告中的占比

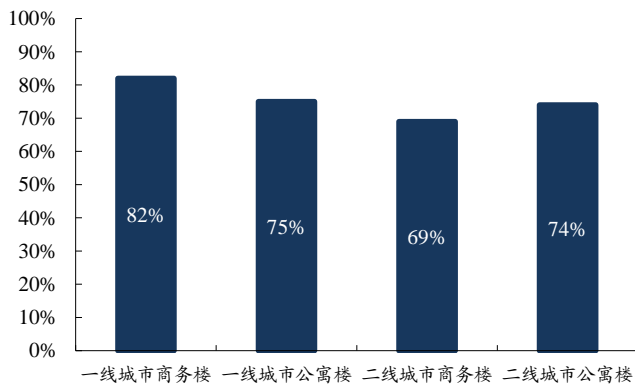


数据来源：公司财报，Questmobile，东吴证券研究所

### 1.4. 分众是流量见顶下品牌广告最优质的承接者，也是品效协同的连接者

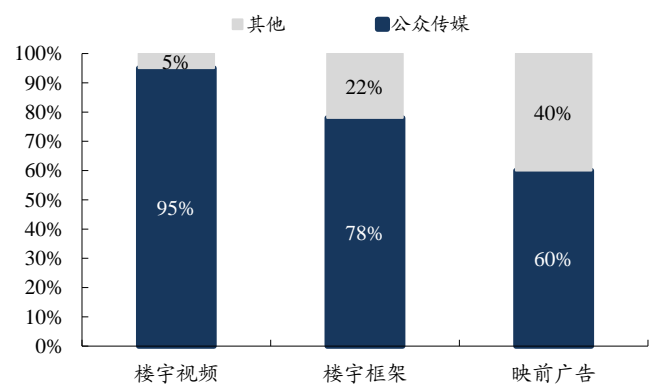
**分众传媒是流量见顶下品牌广告最优质的承接者。**相较于其他广告媒体，分众在楼宇媒体的核心点位渗透率占据绝对优势。截止 2023Q1，公司拥有电梯电视媒体自营设备约 83.3 万台，电梯海报媒体自营设备约 152.5 万个，合作影院覆盖 1.2 万个影厅。分众直投公众号数据显示，2021 年分众传媒在一、二线城市，商务楼渗透率分别为 82% 和 69%，公寓楼渗透率分别为 75% 和 74%；在楼宇视频、楼宇框架和映前广告市占率分别为 95%、78% 和 60%。高人群覆盖带来分众楼宇媒体占线下广告大盘的比重不断攀升，2021 年分众传媒楼宇媒体收入占整个线下广告市场份额为 3.76%。分众将受益于互联网流量红利结束的背景下广告预算逐渐迁移至性价比更高的品牌广告的趋势，公司营收和利润有望相应提升。

图8：2021 年分众传媒在商务楼和公寓楼的渗透率



数据来源：分众直投公众号，东吴证券研究所

图9：2021 年分众传媒楼宇媒体和影院媒体的市占率



数据来源：分众直投公众号，东吴证券研究所

**分众是品效合一协同的连接者。**分众与阿里巴巴的独家合作帮助凸显品效协同价值，主要体现在阿里云赋能的云端极速分发、天猫数据银行全域营销赋能的投放效果定量评估、高德地图赋能的客流来源分析和品牌人群画像与楼宇人群画像的精准匹配。通过以上合作，分众实现了“在线可分发，数据可回流，效果可评估，投放可精准”，品牌广告投放效果难以评估的劣势得到很大程度的缓解，对产品销量的促进作用更加直接。

**2019 年分众和阿里巴巴共同宣布推进“U 众计划”。**广告主在分众投放广告后，数据回流至天猫数据银行，品牌可在站内二次追投运营，不仅从后链路数据角度验证分众的广告投放效果，而且极大缩短了品牌广告与销售效果之间的时间周期。“U 众计划”能够极大的帮助广告主在淘宝二次进行追投之际，帮助他们提升效果广告的点击率和整体 ROI 的效果。

此外，分众与高德共同开创了“天攻智投”系统。该系统可根据客户在天猫数据银行中的受众标签，挑选潜在客户浓度最高的分众楼宇进行千楼千面的精准投放。天猫数据银行中产品购买用户的兴趣爱好、场景标签、基础信息、生活作息等信息可以和楼宇人群画像进行精准匹配，帮助分众实现精准挑楼，提高广告受众的精准度。



图10: 2019年分众和阿里共同推进“U众计划”



数据来源: 阿里巴巴官网, 东吴证券研究所

图11: “天攻智投”系统精准挑楼



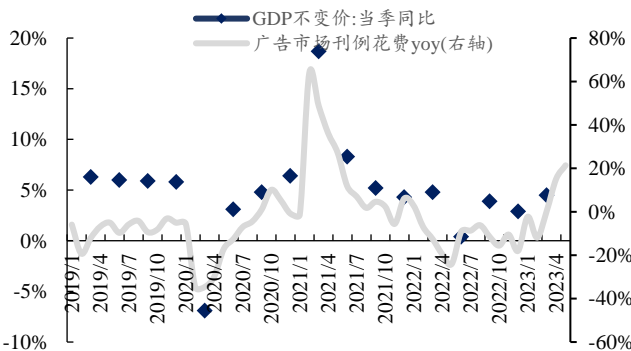
数据来源: 阿里云帮助中心, 东吴证券研究所

## 2. 预计国内经济情况改善将拉动公司业绩和股价增长, 经营杠杆得到进一步放大

### 2.1. 整体广告市场随着国内经济回暖有所恢复

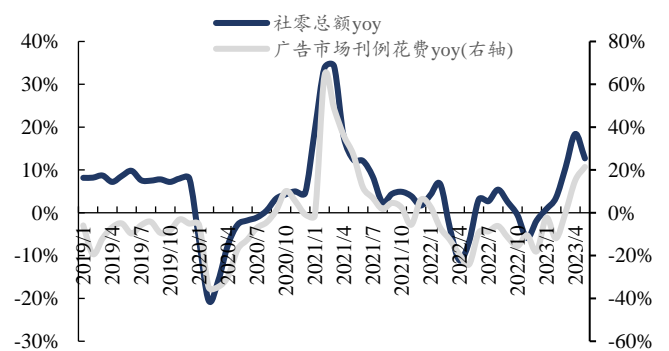
作为经济晴雨表, 广告市场及时反映宏观经济变动和社会消费需求, 近年来整体广告市场花费与 GDP、社会消费品零售总额的增速同步变化: 伴随着企业电子化率的提升, 决策效率得到了大幅提高, 广告投放的滞后性得到了优化。目前社零增速、GDP 增速与整体广告市场花费增速同步变化, 呈现很强的相关性。预计国内经济情况改善与消费的持续修复将拉动分众传媒业绩和股价的增长。

图12: GDP 和广告市场刊例花费对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

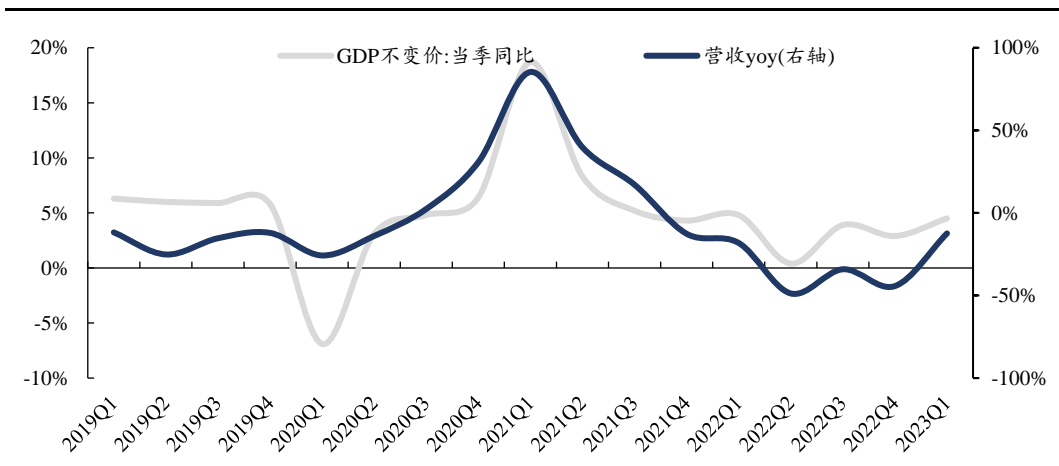
图13: 社会消费品零售总额和广告市场刊例花费对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

分析分众传媒的历史数据可以发现，2019年以来公司营收与GDP增速同步变化。分众传媒营业收入从2019年开始增速放缓，2020年疫情爆发后，二者相关性更加明显。而且公司收入较宏观经济更具弹性，这主要是由品牌广告的性质决定的，经济低迷时，品牌广告是容易被砍掉的预算，经济好转后也会迅速增加。一旦经济回暖，分众将迎来明显的业绩改善。

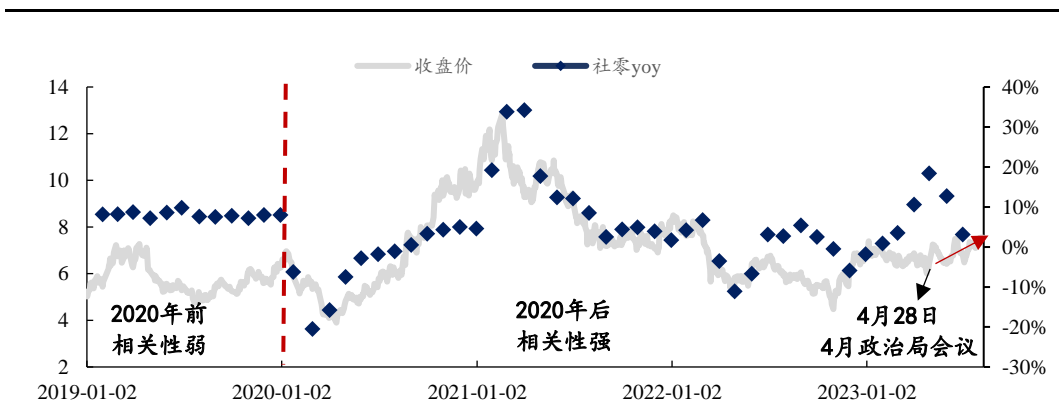
图14: 分众营收波动大于宏观经济波动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

从公司股价来看，2020年后股价变化与当月社零增速高度相关。社零增速能反映消费复苏的程度，通过影响分众传媒广告主的收入进而影响他们广告投放的意愿，最终反映在公司股价层面。此外，积极的经济政策向投资者传达着国内经济向好的预期，4月28日政治局会议召开后，强调提振民营经济、加大科技创新、稳定新能源汽车消费将成为二季度乃至下半年扩内需的三条政策主线，这一积极的市场信号也拉动股价进一步上涨。

图15: 当月社零增速与分众股价密切相关

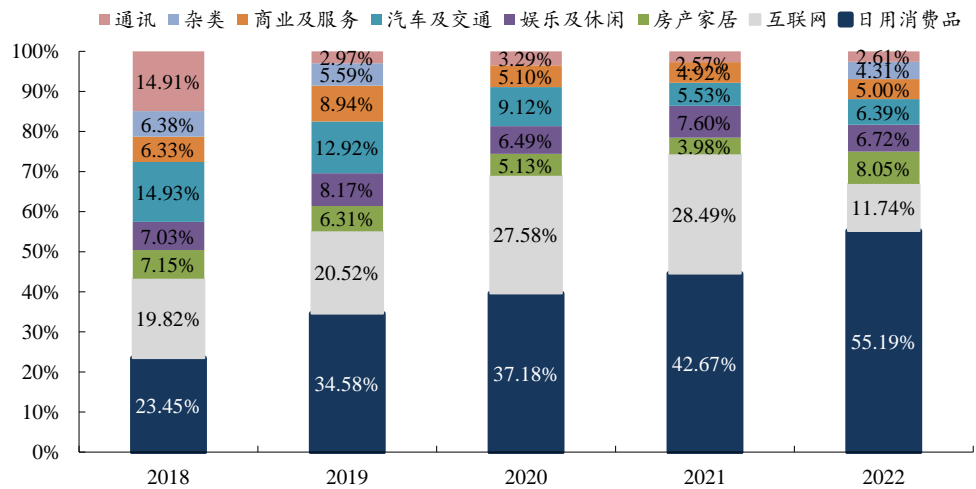


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

分众股价与社零之间的强相关关系与公司客户结构不断优化有关，预计消费类客户将持续贡献收入增量。2022年分众传媒日用消费品广告主收入占比从不足25%逐渐提升至55%左右，社会消费对公司业绩的影响越来越大，传导到股价上显示为2020年后

股价变化与当月社零增速高度相关。细分子品类来看，公司日用消费品客户收入主要由饮料类、食品类、酒类、化妆品和个人护理类所贡献，前五大品类总计占快消品预计 90% 左右。互联网客户收入占比 12% 左右，之中大部分也为电商消费型企业，房产家居类客户以家居零售为主，汽车及交通类客户也以汽车尤其是新能源汽车零售为主。预计消费类客户将持续贡献收入增量，国内经济情况改善与消费的持续修复将拉动分众传媒业绩和股价的增长。

图16: 2018-2022 年分众传媒广告客户结构



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

**政治局会议定调积极，消费类广告主信心有望加强。**7月政治局会议对下半年宏观经济政策的定调是要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。分众传媒有望受益于消费客户需求的恢复，广告主投放广告的信心有望进一步加强。

表2: 近三次政治局会议有关扩大内需和提振消费的表述

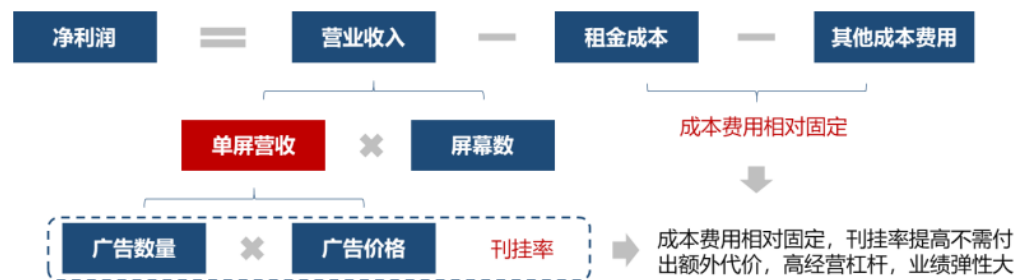
	2022 年 12 月	2023 年 4 月	2023 年 7 月
内需	要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。	要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。	发挥消费拉动经济增长的基础性作用，提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。
民营经济	要坚持真抓实干，激发全社会干事创业活力，让干部敢为、地方敢闯、企业敢干、群众敢首创。	持续提振经营主体信心，帮助企业恢复元气。要推动平台企业规范健康发展，鼓励头部平台企业探索创新。	切实优化民营企业发展环境，要坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派，解决政府拖欠企业账款问题。
产业政策	产业政策要发展和安全并举；要加快建设现代化产业体系，提升产业链供应链韧性和安全水平。	要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。	推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进人工智能安全发展推动平台企业规范健康发展。

数据来源：新华社，东吴证券研究所

## 2.2. 高经营杠杆的商业模式有望在利润端彰显弹性

而在众多顺周期标的中，分众传媒能够凭借着高经营杠杆的商业模式释放更多的利润增长空间。不论是楼宇媒体还是影院媒体，一块屏幕铺设的成本是固定成本，在之后长达几年的使用期内除了维护费用这块屏幕的投入费用不会发生任何改变。这也就意味着一块屏幕上多一则广告产生的收入，几乎全部贡献为纯毛利，广告收入的边际成本几乎为零，播放广告数量越多（刊挂率越高），利润率就会越高。

图17: 高经营杠杆的商业模式



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

竞争态势趋缓分众转变扩屏的策略，营业成本下降降低盈亏平衡点，利润弹性因而更大。疫情导致竞争格局改善，竞争对手意识到自己依然无法成为主要媒体，改变了以往大幅扩屏的策略，分众的应对策略也不再激进。而且疫情之后物业意识到点位租金的稳定性相比短期租金高低更为重要，二者综合导致楼宇媒体租金成本下滑，且竞争格局的改善也会使得未来租金成本难以提升。2020年以来，公司营业成本的大幅下降，降低了分众的盈亏平衡点，利润弹性因而更大。

表3: 近年来分众传媒营业成本持续下降

单位: 百万元	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业成本	1341.7	1570.9	1656.9	1658.1	1667.8	1666.8	1210.6	1055.9	963.9	1216.5
环比增加额	257.0	229.2	86.0	1.3	9.7	-0.9	-456.2	-154.7	-92.0	252.6
QoQ	23.7%	17.1%	5.5%	0.1%	0.6%	-0.1%	-27.4%	-12.8%	-8.7%	26.2%
单位: 百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
营业成本	1231.5	1268.3	1183.7	1133.4	1076.6	914.9	888.9	917.1	982.9	1006.5
环比增加额	15.0	36.7	-84.5	-50.4	-56.8	-161.7	-26.0	28.3	65.8	23.5
QoQ	1.2%	3.0%	-6.7%	-4.3%	-5.0%	-15.0%	-2.8%	3.2%	7.2%	2.4%

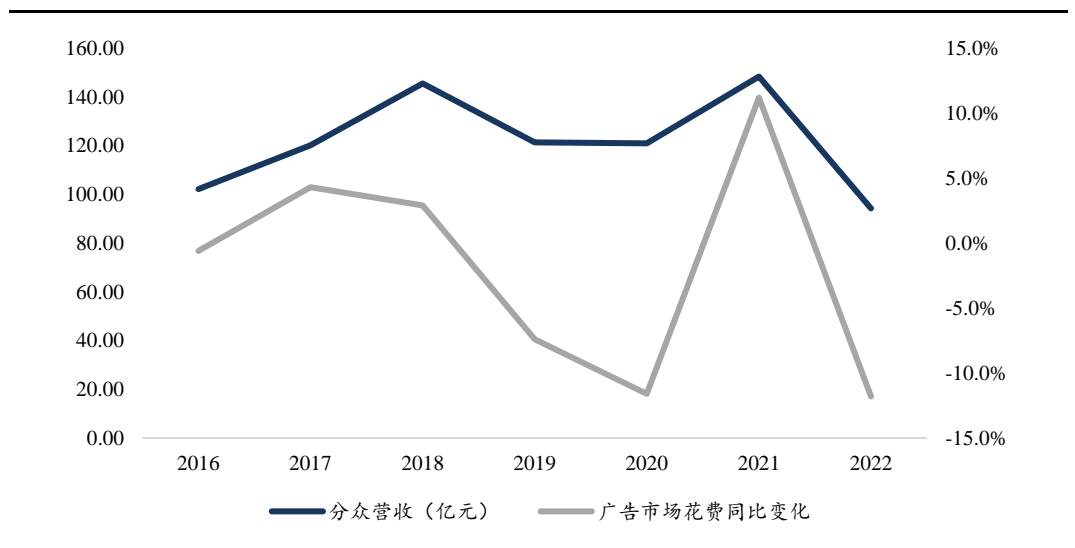
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

### 3. 新一轮 AIGC 产业周期浪潮下，流量见顶承接者即为终局受益者

#### 3.1. AIGC 大趋势下行业重启竞争开拓需求空间，从历史产业周期展望收入增量空间

AIGC 为分众带来机遇，各行业有望打开需求空间从而重启竞争。AIGC 的应用推动数字化浪潮进一步发展，不论是互联网大厂、大模型初创企业亦或是受益于技术提升的垂类模型应用场景，都有望打开行业需求空间。随着需求空间的开拓，预计各行业将加速竞争，而加大营销投入是竞争环节中最直观的方式。

图18: 分众营收受广告市场花费同比驱动保持同频

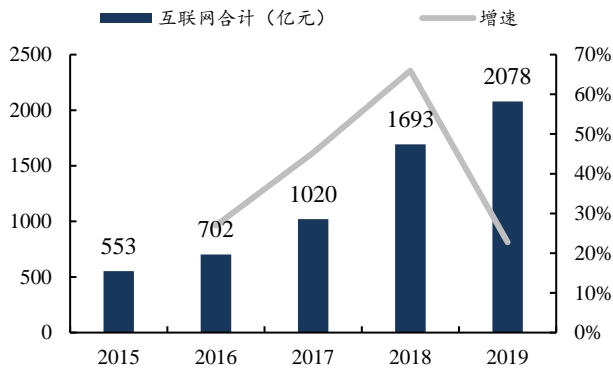


数据来源: CTR, 公司年报, 东吴证券研究所

复盘历史性的产业机会，我们发现每一轮的产业上行周期中，分众都随着行业的竞争加剧而充分受益。以史为鉴，本文从分众 A 股 2015 年上市后两轮上涨行情的产业周期机会复盘来验证 AIGC 浪潮下分众的收入增量空间逻辑。

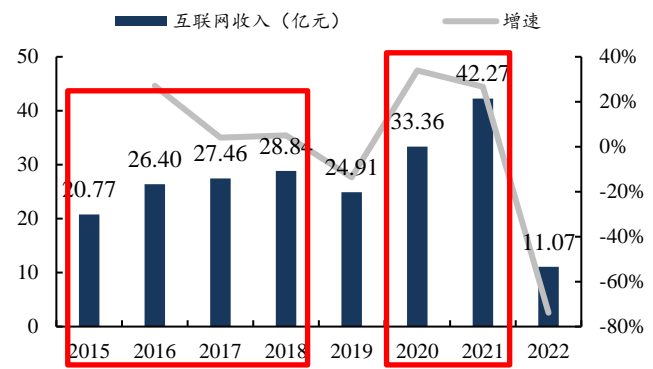
(1) 2016-2018 年主要来自“互联网+”所带来的产业机会。2016-2018 年移动互联网经历了快速的发展和变革，移动互联网软硬件普及使得一批拥有“产品+技术+赛道”的互联网各细分领域趁势而起，包括互联网金融、短视频、打车、外卖和社交电商等。各细分领域百花齐放，主要模式都是通过跑马圈地获得用户数量，通过大量广告投入来建立自身的品牌影响力。

图19: 2015-2019 年互联网行业营销投入趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 2015-2022 年分众互联网客户营收及同比增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

互联网行业的营销投放与行业景气度高度相关, 我们认为营销费用的变化趋势与销售费用 (营销费用+人力成本) 变化趋势大体一致, 因此可以通过销售费用同比变化来大致判断互联网企业 16-18 年的营销投放力度。我们在这里选择以互联网大厂数家公司的销售费用合计同比变化代表互联网行业的广告投放力度作为整体趋势的衡量。以销售费用同比幅度衡量我们发现 16-18 年互联网整体的营销投入增速高速上行, 并在 19 年断崖式下滑, 从 64% 的增速下跌至 23%。除去互联网行业的线上广告投放外, 我们认为该趋势与分众互联网客户收入变化相符。

图21: 2015-2022 年互联网行业代表企业销售费用变化

亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
互联网合计	553	702	1020	1693	2078	2916	4078	3982
增速		27%	45%	66%	23%	40%	40%	-2%
腾讯控股	80	121	177	242	214	338	406	306
阿里巴巴	113	163	273	398	507	815	1198	1203
拼多多		2	13	134	272	412	448	557
京东	77	106	149	192	222	272	387	387
美团	71	83	109	159	188	209	407	399
微博	8	10	18	36	32	30	38	34
汽车之家	11	15	16	24	31	32	28	30
快手			14	43	99	266	442	367
百度	145	124	101	154	155	131	186	171
哔哩哔哩		1	2	6	12	35	58	49
唯品会	21	28	30	32	33	43	51	43
美图				10	3	3	4	4
携程				96	93	44	49	43
同程旅行	8	19	11	18	38	34	44	42
网易			55	69	75	107	122	134
小米	19	30	52	80	104	145	210	213

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

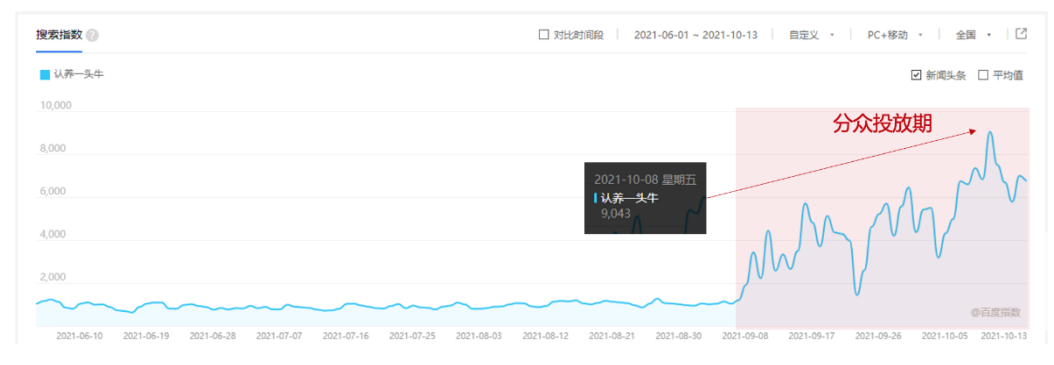
19 年后随着 P2P 的爆雷、互联网的流量逐步见顶, 互联网行业放缓前进步伐使营销投入增速放缓, 同年分众的互联网客户收入也降至 24.91 亿元, 同比下降 13.6%。最终伴随着与竞争对手“电梯大战”持续带来的成本结构恶化, 分众本轮产业周期机会结束。

(2) 2020-2021 年主要来自“新消费+互联网+教育”多轮驱动所带来的产业机会。

先是疫情扰动延缓了流量见顶颓势，带动互联网行业重现生机，大量的线下活动向线上转移带动了社区电商、在线教育等互联网多细分赛道飞速发展。在线教育在 20 年处于刚需性的火热，从营销趋势能够看出在 20 年迎来了爆发性的增长，营销趋势同比增速达到 70%，互联网企业营销投入加大也促进了分众互联网领域收入上升，20 年收入达到 33.36 亿元，同比增速由下跌回升，达 33.9%；21 年互联网领域收入达历史最高值，为 42.27 亿元。

**20-21 年引发消费周期的新消费赛道火热则是另一助推器。**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，20-21 年一级市场新消费赛道投融资热情高涨，20-21 年新消费赛道投资数量为 286/826 起，融资金额达到 450/831 亿元。期间涌现出以元气森林、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。新消费的火爆直接带动日用消费品连年成为分众收入占比第一大客户，并且品牌营销后的优质数据进一步推动日消客户比例连年上升，在 20-21 年为分众创造收入 44.98 和 63.31 亿元，占比 37.18%和 42.67%。例如成立于 16 年的新锐乳业品牌认养一头牛，在 21 年 9 月登陆分众传媒，覆盖超 8 个一二线城市的高端主流人群，将品牌理念深深植入消费者心智中，最终在 21 年双 11 销售额突破 1 亿，卫冕双十一乳品旗舰店销量第一。

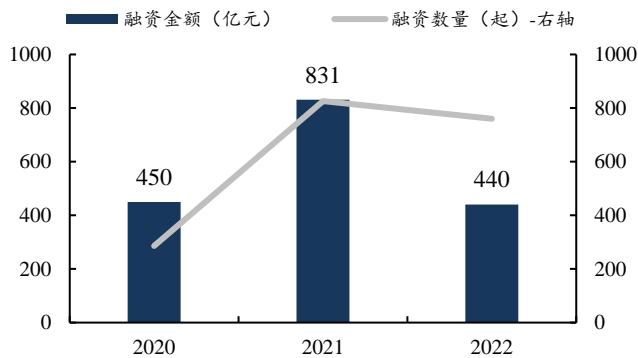
图22: 认养一头牛百度搜索指数热度



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

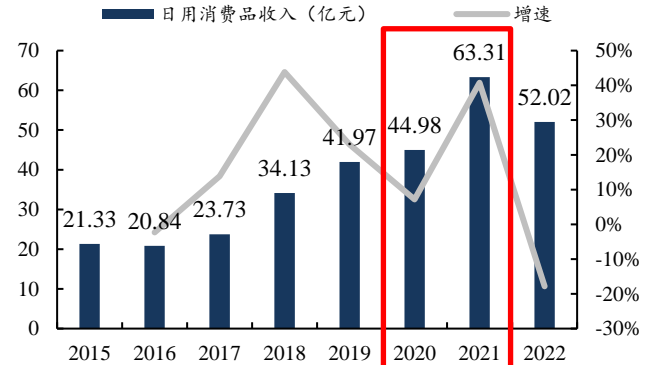
**政策监管趋严伴随疫情迭代影响产业趋势下行。**随着 21 年市场监管总局与商务部共同联合发布规范社区电商秩序的行政指导会议、国务院颁布双减政策、以及互联网反垄断法等多项举措出台，互联网领域受到严重影响，行业规模增势暂停，导致分众互联网领域客户投入骤减。同时随着新消费赛道 21 年下半年遇冷，市场逐步趋于理性，同样影响了新锐消费品牌的投放意愿。可以看到教育和互联网的营销投入变化在 22 年下降 32%和 2%，同时分众在 22 年日消和互联网收入同比下降 17.8%和 73.8%，预示分众本轮产业周期机会结束。

图23: 2020-2022年新消费赛道融资金额及次数



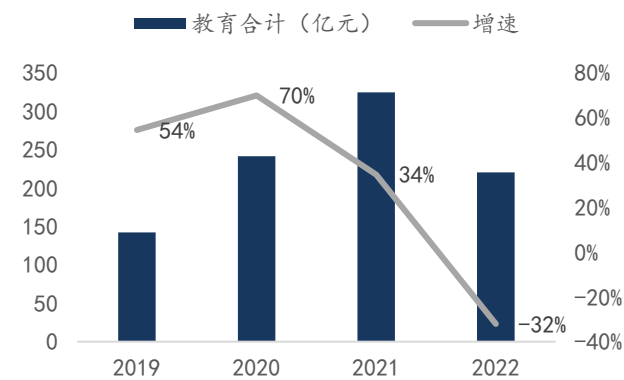
数据来源: 联商网, 东吴证券研究所

图24: 2015-2022年分众日消客户营收及同比增速



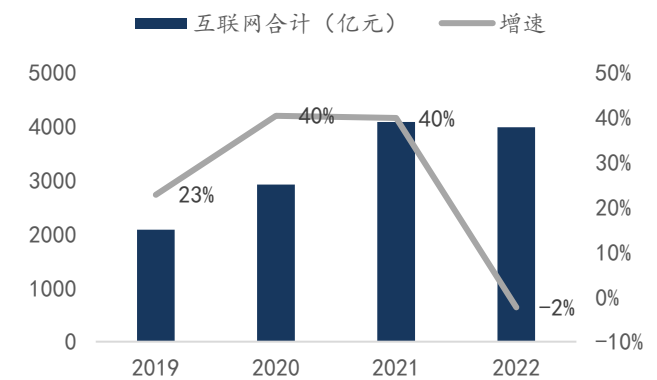
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图25: 2019-2022年教育行业营销投入趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 2019-2022年互联网行业营销投入趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 2015-2022年教育行业代表企业销售费用变化

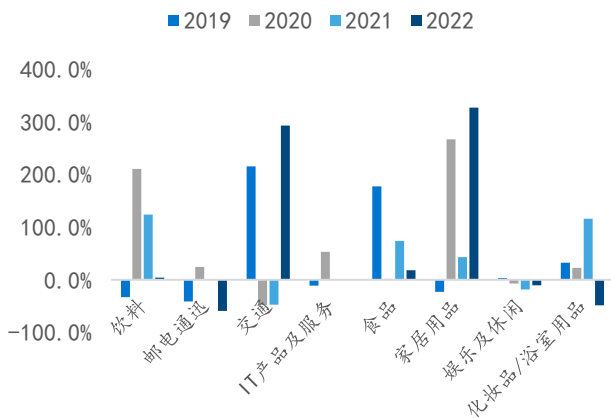
亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
教育合计	28	37	58	92	142	241	324	220
增速		32%	57%	59%	54%	70%	34%	-32%
新东方	12	13	16	21	26	31	40	30
好未来	10	15	26	42	71	114	191	149
高途集团			1	1	10	58	51	12
中公教育	1	1	2	11	15	18	21	15
传智教育		1	1	1	1	1	1	1
学大教育		1	2	2	2	2	2	1
粉笔					1	4	7	5
昂立教育	2	3	4	5	6	5	3	2
豆神教育	1	2	3	4	3	2	1	2
开元教育	1	0	2	4	6	5	5	2
行动教育	1	1	1	1	1	1	2	1

数据来源: Wind, 东吴证券研究所



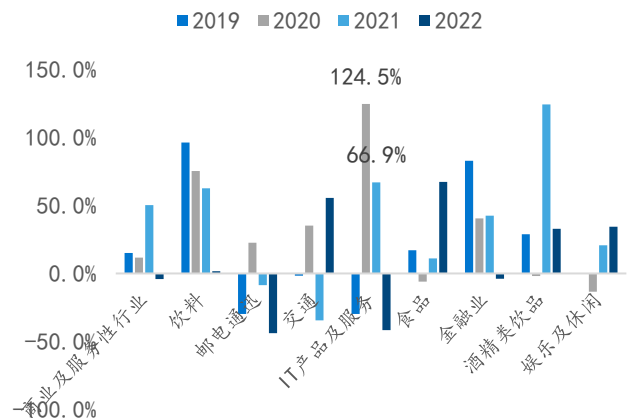
梯媒场景投放力度与产业周期保持强相关，是投放的主要媒介之一。关注 20-21 年间在技术和消费周期双重叠加下，我们发现梯媒整体的广告花费同比增长幅度剧烈。20 年互联网、消费中的饮料、家居用品等细分行业的广告花费同比均超过 100%，21 年也有饮料、化妆品/浴室用品、酒精类饮品进一步稳固梯媒投放，同比增速仍超 100%。两轮周期加持下，既有互联网带来的短期飙升，也有强韧性、多样性的日用消费品稳定基本盘。

图28: 2019-2022 年电梯 LCD 广告花费 TOP8 行业花费同比变化



数据来源: CTR, 东吴证券研究所

图29: 2019-2022 年电梯海报广告花费 TOP10 行业花费同比变化



数据来源: CTR, 东吴证券研究所

### 3.2. AIGC 浪潮有望复刻前几轮产业周期上行机遇，将再次打开分众收入上行通道

AIGC 下的技术周期，分众既是 AI 产业的送水者，也将是 AI 产业的先行者，将充分受益于新一轮的行业和产品洗牌。我们认为 AIGC 赋能下产品端将形成新的产品路径，并且 AIGC 能应用于各行业将使产品更具多样性，预计将重启新一轮更加激烈的行业竞争，打开分众收入上行通道。分众梯媒投放集中两大场景，社区居民电梯及写字楼电梯，这意味着分众对于 C 端和 B 端都能够进行精准人群投放。例如，分众会将消费类产品如元气森林、妙可蓝多、飞鹤奶粉等投放于生活类社区场景，将企业微信、钉钉、腾讯会议等优先投放于写字楼电梯中助力品牌崛起和用户数上升。AIGC 时代下，万物皆可智能化，不论是 B 端还是 C 端，都将会有新的 AI 产品面向市场，开启新一轮新的市场竞争打响品牌，抢占市占率。新一轮的 AI 技术周期将改变众多行业原有的广告预算，分众将迎来新一轮的产业周期机会。

“AI+教育”先发制人，AI 相关产品显著的广告增量已开始贡献业绩。以学习机为例，受“双减”政策和新冠疫情对教育行业的影响，教育智能硬件赛道异军突起，成为众多科技和教育领域玩家布局的重要赛道。AI 学习机是其中的代表产品，终极形态能实现因材施教，主要覆盖 3-18 岁人群，能够有效吸纳约 2.7 亿人口的 K12 场景人群。AI 赋能后的学习机将成为全新的产品，开启新一轮的产品洗牌。1) 例如猿辅导过去是分众在教育领域的最大客户，当前旗下的小猿学练机推出后也已开始部署在分众投放。我们预计猿辅导 AI 教育产品后续将为分众创造显著的收入增量。2) 此外，科大讯飞的 AI

学习机在 2022 年发布后也加大广告预算投放，集中火力霸屏分众媒体，抓住暑期及开学季两大关键时间节点，引爆品牌势能，助力销量和品牌保持高增速。科大讯飞的 AI 学习机在 22 年上半年在京东、天猫的 GMV 同比增长超 170%，销量同比增长 100%，并在 618 大促中获得了京东、天猫、抖音等各电商平台品类冠军。随着搭载星火大模型的 T20 Pro 在 23 年 2 月发布后，科大讯飞继续加大营销投入刺激销量上升，在 23 年 6 月 1 日到 8 日期间，讯飞的 AI 学习机系列激活量同比增长 214%。AI 产业周期的持续加大了竞争，各行业的 AI 新产品的品效协同将为分众贡献新一轮业绩增量。

图30: AI 学习机产品矩阵

公司	2023年学习机产品	发布时间	官方定价	特色	销售表现
好未来	学而思学习机Xpad	2月1日	6+128G定价4799元 8+256G定价5199元	主打学而思体系与资源 AI讲题机器人“小元”；5月11日开启学习机“AI助手”内测，涵盖作文助手、口语助手、阅读助手、数学助手等功能	首发当日销量超过6000台
科大讯飞	AI学习机T20 Pro	2月6日	256G 7499元 PRO 512G 8999元	搭载星火认知大模型；正式关注学龄前阶段	6月1日到8日，讯飞AI学习机系列激活量同比增长214%
京东方	小课屏A1灵动版	2月	6+128G定价4599元 6+256G定价5199元	增加更多内容资源，如原版 Raz-Kids 分级阅读绘本、5W 内容成长体系、校内课程同步学等	
	小课屏E3灵动版护眼学习机	4月24日	6+128G定价4799元 6+256G定价5399元	全国首款“人因级智慧调光”的护眼学习机，配有原版RAZ-Kids 分级绘本及52周中文阅读训练，精细化家长管控	
作业帮	学习平板产品	4月25日	4GB+128GB定价2699元 8GB+256GB定价3299元	内置“AI老师一对一”模式，AI老师会从摸底测试、制定计划、全程跟踪、督促学习四个环节，引导学生个性化学习。	
猿辅导	小猿学练机	5月30日	4299元	主打墨水屏和学练一体	公司预计今年下半年计划场面出20-30万台，销售额总共会超过10亿元
百度	小度Z20高思豪华版学习平板	6-7月	4899元	搭载百度文心大模型，AI老师1V1、口语陪练、中/英文作文辅导、作业批改、AI精准学	
步步高	AI学习机C35	7月	4198元	AI学习规划师、AI精准学、AI组卷等功能	
步步高	学习机S7	8月	5699元	AI老师引导预习、1对1辅导作业、1对1推荐内容	
网易有道	AI学习机X20	预计8月发布		搭载有道「子曰」教育大模型，功能包括作文批改、数学解析、英文阅读理解等	

数据来源：各家公司官网及官方公众号，东吴证券研究所

图31: 猿辅导小猿学练机海报



数据来源：ZAELE 知容，东吴证券研究所

图32: 科大讯飞 AI 学习机霸屏分众电梯海报



数据来源：分众传媒公众号，东吴证券研究所

分众将在这一轮产业周期中成为 AI 技术下的送水人。本文以 AI 学习机作为案例，介绍了 AIGC 对产品端的赋能形态。对于这样一款全新的产品，需要进行大量营销投入

来抢占用户心智，需要通过推广来打造品牌。AI 学习机的受众群体为学生，那么最好的广告铺设场景就是集中于社区居民楼电梯与学校。以小见大，我们认为未来凡是通过 AI 升级后的新产品都将替代旧时缺乏智能化产品，各品牌将重新进入竞争池中进行洗牌，各行业的智能化产品都将加大营销投入，率先建立品牌者将赢得先机，而分众有望承接这部分的营销投入（预计能够承担大部分的线下营销投入），将来有望形成自身新的收入增量。

## 4. AI 营销垂直模型进入内测，解决中小企业内容创意痛点，一站式广告服务开启第二增长曲线

### 4.1. AI 产业先行者，营销垂直模型已进入内测，功能将持续迭代

分众成为 AI 产业先行者，已开始内测营销垂直模型，以高质量内容创作为平台引爆能力赋能。公司与智谱开展合作，通过使用其开源的 300 亿参数大模型基座，将全国最权威的广告专家所推荐的 300 本书籍导入模型进行训练，微调后进行独属于分众方法论（分众过去一千多亿的广告以及一万多条广告语）的思维训练和专业的人工标注反馈（来自于客户的销冠及忠诚客户反馈），丰富其在广告语生成、文生图、图生图、投放策略制定、投放优化、数据分析等多方面的综合能力。最终客户按照分众所要求的格式输出前置信息，再进行精准的内容创作，并且会对创作内容进行标准化评分。随后通过定期更新训练数据对模型进行不断迭代，分众将通过模型所带来的批量高质量内容创作夯实自身的平台价值，赋能自身的引爆能力。

表4: 分众传媒——垂直模型迭代功能

功能	介绍	进展
广告语生成	帮助企业主智能生成更符合消费者记忆逻辑及兴趣逻辑的广告语。目前已在西安的比亚迪广告和简爱酸奶都有案例，在广告语的通顺程度和逻辑合理性上强于 GPT4.0	已完成一轮迭代，第二轮迭代尚在进行中
文生图、图生图	投放创意素材生成，通过指令智能化快速生成图片及视频，满足不同场景对于视觉素材的需求，使得平面内容创作更加轻松自如，营销效率显著提升。缓解客户在制作成本和制作周期上的焦虑而无法使用 LBS 服务	尚处于内测阶段，还未形成产品化界面
广告投放策略生成	延伸广告主服务能力，通过积累的大量数据自动化为广告主提供智能的投放方案，能够有效服务中小企业客户，提升服务广度和深度	预计后续迭代中推出
广告数据分析	分析社交媒体指数、天猫银行回流数据来评估广告投放策略，快速调整适合的广告投放策略	预计后续迭代中推出

数据来源：公司官网，调研纪要，东吴证券研究所

公司广告语具备业内显著优势，使得垂直模型天然适配泛化场景，为各行业广告主创意赋能。分众作为业内广告龙头，沉淀的历史数据本身就具备三大优势：1) 优质的广告语。公司设计的广告语主要定位在于展示“产品优势+竞争对手差异化+直击消费者痛点”。这一类思维训练将帮助垂直模型在客户和销售的角度来设计内容方案。2) 公司内部拥有完善的广告评估体系，并且存有优质沉淀的广告数据集。3) 公司广告数据可持续迭代。每周都有大量的广告和新广告在投放的过程，这些新的数据集都将帮助垂直模型进一步的迭代以及逻辑验证。最终通过全行业最优质的数据训练，其迭代结果一定是越来越适配公司客户的场景，并且具备泛化的能力，支持更多的广告主类型。

#### 4.2. 拥抱 AI，解决中小企业内容创意痛点，一站式广告服务正式进入供需匹配阶段

高质量内容自动生成将进一步拓展中小企业客户渠道，提高需求实现供需匹配，自动化一站式能力为中小企业准确定位和寻找空位机会。供给端，分众在过去已经推出了分众直投小程序为客户提供自助投放能力，同时通过自身开发的 LBS 自主投放系统完成时空精细化分发，打造智能屏赋能中小企业，针对目标人群精准投放。分众将在当前已有的 50 万块智能屏的基础上继续实施积极扩张战略，继续创造有利于中小客户的拓客工具。我们认为，越是预算有限的中小企业，越是需要分众的精准定位投放；通过有限的聚焦人群、聚焦区域、聚焦渠道提高自身品牌的认知优势，无需大传播也能赋能企业成长。

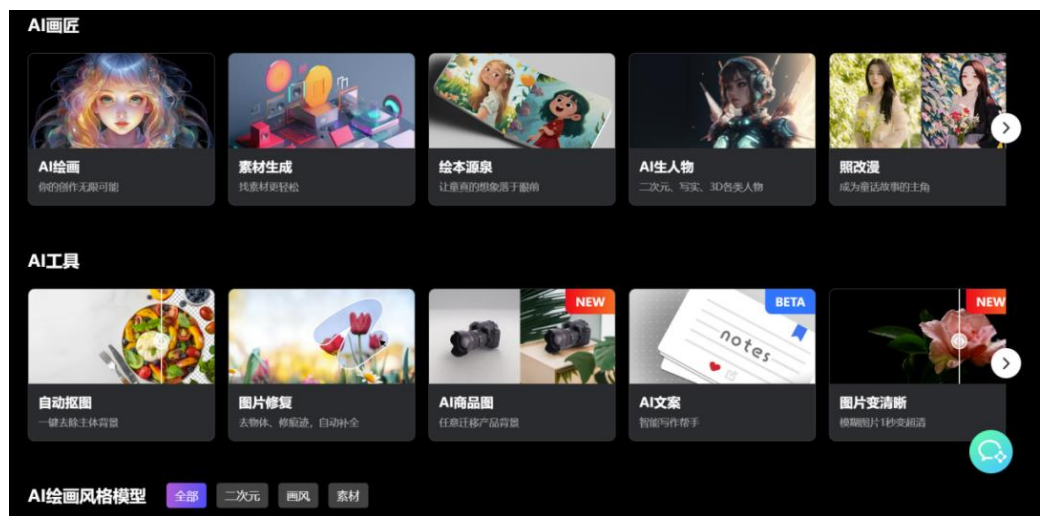
需求端，分众过去受制于高质量创作的产能有限使得无法为所有客户进行创意制作从而导致客户需求无法跟上。而中小企业的痛点在于缺乏成熟营销体系，创意生成能力薄弱，导致其营销素材常无法引起关注，导致中小企业客户无法承接分众的自助式服务。而面对中小企业普遍的营销困境，分众的营销垂直模型无疑将解决当下中小企业面临的窘境。而且除自身积极部署垂直模型外，分众也联合了创客贴，接入创客贴 API 网关，通过 AI 赋能创意素材解决创意内容的创作难题。当前主要具备三大功能：

(1) AI 文案：分众直投通过 AI 技术，可以实现生成、仿写等技术，赋能广告创意，帮助企业主智能生成更符合消费者记忆逻辑及兴趣逻辑的广告语，解决广告创意的灵魂问题。

(2) AI 图片：分众直投联合优质创意内容技术服务商——创客贴，共同通过 AI 赋能视觉设计，通过指令智能化快速成图，满足不同场景对于视觉素材的需求，使得平面内容创作更加轻松自如，营销效率显著提升。

(3) AI 视频：分众直投未来通过 AI 赋能视频创意制作，通过文案及指令，自动生成标准视频，优质高效解决企业主的问题。

图33: 分众传媒——创客贴 AI 工具视图



数据来源：分众直投公众号，东吴证券研究所

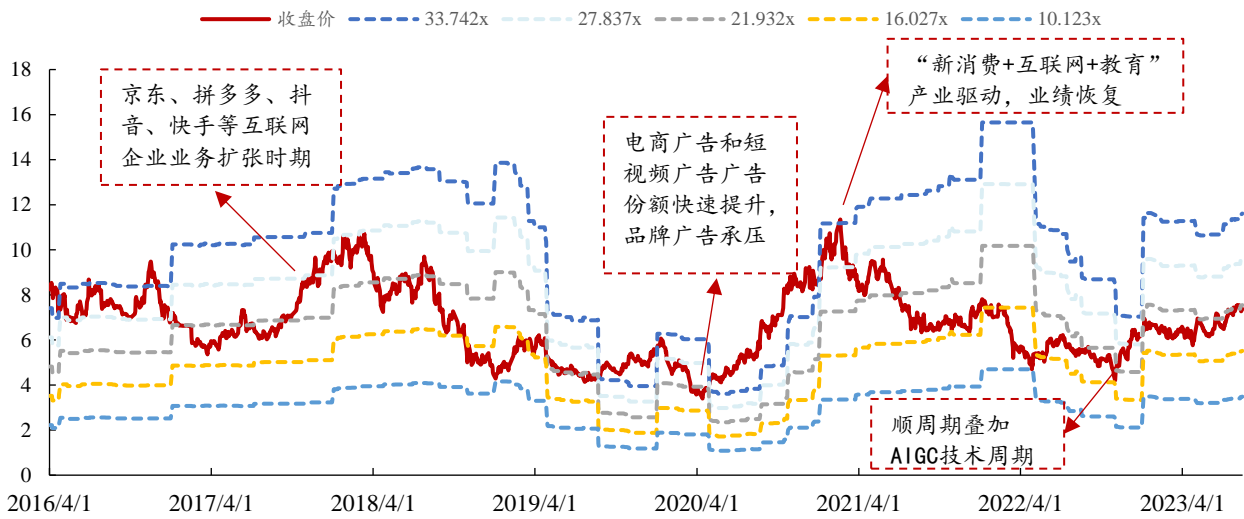
分众是 AI 产业先行者，将结合自身优势形成从创意生成到消费者触达的一站式广告服务，减轻中小企业的营销创意难、制作成本高、制作周期长三大困境。先通过 AI 技术快速进行创意内容制作，随后设计广告投放策略智能方案，最终通过分众独特的分时段、LBS（基于位置服务）等分发能力，在智能屏上进行精准营销。智能内容的生成系统实现服务边际成本趋近于 0，这对于中小企业来说，既不需要花费过高成本进行走量投入，也能将成熟的营销方案附着在高转化场景中。之后分众将进一步强化自身的服务能力，通过训练 AI 的智能推荐等功能，为不同场景下的客户进行适配，更高效的生成对目标受众素材，为不同规模的广告主提供平等的广度和深度的服务能力。

我们认为只要分众能够通过 AI 赋能在中小企业中打造出爆款案例，就有机会获取大量的中小客户资源，成为中小商家本地服务的引流者，为收入增量创造第二增长曲线。由于分众本身品效协同的场景属性，过去的客户主要集中在品牌用户中，客户本身就建立了品牌意识，AIGC 应用对这类客户来说仅是降本增效；而对于尚未被挖掘的那些缺乏有效营销能力的中小企业来说，AIGC 赋能的一站式服务真正能够实现在可控成本情况下有效的广告投放，随着互联网投放效率的下降带来的流量费用增长使得客户 ROI 日渐式微，“高效营销工具+优质投放场景”将使得中小企业更愿意拥抱分众，助力分众真正有望实现从 5000+客户拓展至 50000+客户的扩张路径中。同时，随着分众模式在海外市场验证可行，此类中小客户拓展模式在海外也将行之有效。收入增量逻辑主要为：中小客户签约数量上升，带来点位和挂杆率同步提升（有望继续拓展点位，模式可行后进入海外市场），最终带动收入提升。

分众有望受益于品牌广告反转、顺周期逻辑以及 AIGC 浪潮获得收入增量和估值提升。我们复盘分众的 PE-Band 变动发现，技术周期叠加消费周期往往是分众实现戴维斯双击的重大机会。我们看好流量见顶背景下分众作为品牌广告最优质的承接者以及品效协同的连接者的估值催化机会，也期望顺周期逻辑下高经营杠杆模式带来业绩与估值

共振。同时分众既是 AI 产业的送水者，也是 AI 产业的先行者，在这一轮的 AIGC 技术浪潮下，分众将成为双重受益者，有望实现戴维斯双击。

图34: 公司 PE-Band 变动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 核心假设:

**楼宇媒体业务:** 该业务是公司收入占比最大的业务, 受益预流量见顶下品牌广告反转、顺周期逻辑下的消费复苏以及 AIGC 技术浪潮, 分众作为品牌广告最优质的承接者以及 AI 产业的送水者和先行者, 有望获得收入增量和估值提升。基于此, 我们预计 2023-2025 年楼宇媒体业务营收增速分别为 32%/14%/10%。

**影院媒体业务:** 截至 2023 年 7 月 31 日, 分众影院媒体合作影院 1827 家, 覆盖 1.3 万个影厅。2022 年该业务在疫情反复的影响下, 收入同比大幅下滑。同时由于影院广告为纯品牌广告, 其恢复速度慢于宏观经济的复苏, 基于此, 我们预计 2023-2025 年影院媒体业务营收增速分别为 31%/8%/7%。

**其他业务:** 2022 年该业务收入占比仅为 0.13%, 收入主要来源于其他媒体广告收入和政府补助, 基于此, 我们预计 2023-2025 年其他业务营收增速分别为 285%/0%/0%。

表5: 营收预测 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
楼宇媒体业务收入	8875.46	11735.16	13350.62	14664.18
增长率	-34.82%	32.22%	13.77%	9.84%
占比	94.17%	94.00%	94.31%	94.46%
毛利率	61.77%	68.79%	70.28%	72.01%

影院媒体业务收入	537.56	703.24	759.52	813.37
增长率	-54.16%	30.82%	8.00%	7.09%
占比	5.70%	5.63%	5.37%	5.24%
毛利率	28.92%	25.48%	24.87%	26.15%
其他业务收入	11.94	45.97	45.97	45.97
增长率	-74.03%	285.01%	0.00%	0.00%
占比	0.13%	0.37%	0.32%	0.30%
收入总计	9424.96	12484.36	14156.11	15523.53
增长率	-36.47%	32.46%	13.39%	9.66%
成本总计	3797.38	4186.50	4538.07	4704.79
增长率	-21.17%	10.25%	8.40%	3.67%
毛利率	59.71%	66.47%	67.94%	69.69%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 盈利预测及投资建议：

我们将 2023 -2025 年的 EPS 由 0.35 /0.43/0.49 元调整至 0.34 /0.43/0.49 元，2023-2025 年对应当前 PE 分别为 21.44 /16.98/14.89 倍。我们建议短期内关注公司顺周期下高杠杆经营释放利润端弹性，中长期关注 AIGC 产业周期释放公司业绩以及使用 AI 产品对中小客户需求端赋能情况。当前公司业绩持续恢复，有望受益于短期和中长期驱动因素估值提升。

我们根据商业模式相似性，选取同为 AI 广告融合标的蓝色光标和浙文互联作为可比公司。可比公司 2023 年 PE 平均估值为 30.6 倍，而分众传媒 2023 年 PE 估值仅为 21.4 倍，显著低于可比公司估值。我们认为分众传媒有望受益于流量见顶下品牌广告反转、顺周期下消费复苏以及 AIGC 产业机会，迎来业绩估值双增长。其次，分众传媒高经营杠杆商业模式下毛利率更高，商业模式更加优越能获得更高的估值溢价。2023 年公司业绩仍处于恢复过程中，对估值参考有一定影响，不能反映公司真实的盈利水平，因此我们给予公司 2024 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 12.9 元，维持“买入”评级。

表6：可比公司对比（2023/8/16，蓝色光标和浙文互联为 wind 一致预期数据）

股票代码	公司名称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300058	蓝色光标	214	6.5	7.9	9.7	33.0	27.0	22.1
600986	浙文互联	79	2.8	3.4	4.1	28.3	23.3	19.4
	平均值					30.6	25.2	20.7
301171	分众传媒	1,053	49.1	62.0	70.7	21.4	17.0	14.9

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 6. 风险提示

经济恢复不及预期。国内经济恢复不及预期，居民消费恢复不及预期抑制广告主投

放预算及投放意愿。

**垂直模型迭代不及预期。**若公司 AI 营销垂直模型功能迭代不及预期，AIGC 渗透率未能如期提升、应用场景受限，潜在市场规模或无法释放。

**行业竞争加剧。**竞争者的出现会推高行业租金成本，导致公司盈利能力的恢复进度不达预期。



## 分众传媒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>12,488</b>	<b>15,900</b>	<b>22,595</b>	<b>30,021</b>	<b>营业总收入</b>	<b>9,425</b>	<b>12,484</b>	<b>14,156</b>	<b>15,524</b>
货币资金及交易性金融资产	7,937	8,801	14,754	21,446	营业成本(含金融类)	3,797	4,186	4,538	4,705
经营性应收款项	1,722	4,042	4,684	5,305	税金及附加	178	75	85	93
存货	13	53	54	54	销售费用	1,779	1,592	1,755	1,894
合同资产	33	150	170	186	管理费用	609	502	433	419
其他流动资产	2,783	2,854	2,933	3,029	研发费用	69	112	120	132
<b>非流动资产</b>	<b>12,751</b>	<b>12,412</b>	<b>12,248</b>	<b>12,062</b>	财务费用	(110)	(11)	(19)	(92)
长期股权投资	1,880	1,880	1,880	1,880	加:其他收益	715	300	340	342
固定资产及使用权资产	3,505	3,139	2,948	2,728	投资净收益	555	287	326	373
在建工程	5	5	5	5	公允价值变动	(494)	50	60	65
无形资产	12	20	25	35	减值损失	(371)	(550)	(250)	(350)
商誉	168	168	168	168	资产处置收益	(1)	1	1	2
长期待摊费用	22	22	24	27	<b>营业利润</b>	<b>3,507</b>	<b>6,116</b>	<b>7,721</b>	<b>8,804</b>
其他非流动资产	7,159	7,179	7,199	7,219	营业外净收支	(7)	(10)	(12)	(16)
<b>资产总计</b>	<b>25,239</b>	<b>28,313</b>	<b>34,843</b>	<b>42,083</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,500</b>	<b>6,106</b>	<b>7,709</b>	<b>8,788</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,972</b>	<b>5,162</b>	<b>5,525</b>	<b>5,735</b>	减:所得税	660	1,221	1,542	1,758
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,068	2,068	2,068	2,068	<b>净利润</b>	<b>2,839</b>	<b>4,884</b>	<b>6,167</b>	<b>7,030</b>
经营性应付款项	138	663	731	775	减:少数股东损益	49	(27)	(35)	(40)
合同负债	852	251	318	329	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,790</b>	<b>4,912</b>	<b>6,202</b>	<b>7,070</b>
其他流动负债	3,914	2,180	2,409	2,563	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.19	0.34	0.43	0.49
非流动负债	971	971	971	971	EBIT	3,320	6,017	7,225	8,281
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	6,333	6,534	7,666	8,651
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	59.71	66.47	67.94	69.69
租赁负债	743	743	743	743	归母净利率(%)	29.60	39.34	43.81	45.54
其他非流动负债	228	228	228	228	收入增长率(%)	(36.47)	32.46	13.39	9.66
<b>负债合计</b>	<b>7,943</b>	<b>6,132</b>	<b>6,495</b>	<b>6,705</b>	归母净利润增长率(%)	(53.99)	76.04	26.27	14.00
归属母公司股东权益	16,949	21,860	28,062	35,132					
少数股东权益	347	320	285	245					
<b>所有者权益合计</b>	<b>17,296</b>	<b>22,180</b>	<b>28,348</b>	<b>35,378</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,239</b>	<b>28,313</b>	<b>34,843</b>	<b>42,083</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,699	744	5,886	6,682	每股净资产(元)	1.17	1.51	1.94	2.43
投资活动现金流	(2,909)	0	(62)	(125)	最新发行在外股份(百万股)	14,442	14,442	14,442	14,442
筹资活动现金流	(4,701)	(30)	(30)	(30)	ROIC(%)	12.94	21.35	20.59	19.11
现金净增加额	(891)	714	5,793	6,527	ROE-摊薄(%)	16.46	22.47	22.10	20.12
折旧和摊销	3,014	517	441	370	资产负债率(%)	31.47	21.66	18.64	15.93
资本开支	(94)	(167)	(266)	(374)	P/E(现价&最新股本摊薄)	37.74	21.44	16.98	14.89
营运资本变动	536	(3,104)	(778)	(732)	P/B(现价)	6.21	4.82	3.75	3.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>