

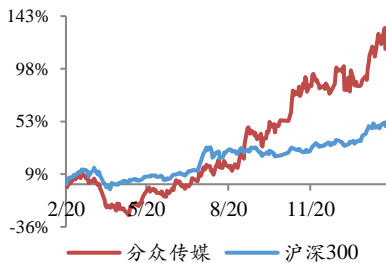
分众传媒深度系列一：从下游角度看分众收入的确定性

投资评级：增持（首次）

报告日期：2021-01-29

收盘价(元)	11.30
近12个月最高/最低(元)	12.18/3.86
总股本(百万股)	14,678
流通股本(百万股)	14,678
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	1,659
流通市值(亿元)	1,659

公司价格与沪深300走势比较



分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

历史观点：

● 主要观点

我们本篇报告聚焦于分众的收入端分析，总结了历史上营收的波动，以及对未来的营收从下游客户的角度进行判断。我们之所以选择讨论公司营收是因为，我们认为营收是跟踪分众最重要的指标，一方面梯媒的商业模式决定了其成本刚性，利润端随着营收的增加有较大弹性，另一方面当我们回看2017年至今的股价变化，虽然2018年下半年开始扩点位带来的成本增加与2020年收缩点位带来的成本下降对净利润影响同样重大，但公司市值基本与季度收入线性外推获得的年度收入正相关。

在厘清上述问题后，我们需要分析公司营收与哪些因素相关，我们认为有以下几点：

1、公司经营的稳定性，护城河是否安在；2、行业格局变化，是否有竞争者分一杯羹；3、广告主的投放意愿。

追溯分众发展的历史，我们认为其护城河是对高质量点位的独占，护城河的构成可以描述为：创新性发现市场（先发优势）——抢占优质点位——发展优质客户——证明梯媒价值——发展更多点位，并以此循环。其核心还是点位的独占，尤其是优质的点位，在此基础上才有愿意支付溢价的大客户，才有高的刊挂率。

就目前而言，我们认为公司护城河安在，并且行业龙头地位无虞。在2018、2019年与新潮传媒的竞争中，公司对核心竞争力有清晰的认知并做出了正确的回应——拉低毛利率扩点位保证覆盖率，2020年的收缩点位更像是打扫战场的行为。

那么我们认为现阶段最需要关注的是广告主投放的意愿，本报告分析了互联网行业与日用消费品行业这两个合计贡献公司60%营收的行业的情况。我们认为，在线教育、社区团购等互联网细分赛道的激烈竞争与消费迭代背景下新消费品牌的不断涌现带来的广告持续投放将是未来驱动公司营收增长的动能，2021年公司营收增长具有较大的确定性。

● 投资建议

我们认为在公司点位优势、行业竞争格局等方面暂无重大变化之际，看好下游客户持续投放给公司未来收入端带来的确定性。预计公司2020年至2022年营业收入分别为119.72亿元、159.91亿元、190.77亿元，归母净利润分别为40.39亿元、56.75亿元、72.02亿元，EPS分别为0.28元、0.39元、0.49元，对应PE分别为35.87X、25.53X、20.12X。首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济环境恢复不及预期；在线教育公司广告投放情况不及预期；传统消费品类公司新品推出及新经济类消费品牌推出不及预期；影院恢复不及预期；疫情反复风险；行业竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12136	11972	15991	19077
收入同比 (%)	-16.6%	-1.4%	33.6%	19.3%
归属母公司净利润	1875	4039	5675	7202
净利润同比 (%)	-67.8%	115.4%	40.5%	26.9%
毛利率 (%)	45.2%	63.7%	64.3%	66.2%
ROE (%)	13.6%	22.7%	24.2%	23.5%
每股收益 (元)	0.13	0.28	0.39	0.49
P/E	49.00	35.87	25.53	20.12
P/B	6.67	8.13	6.17	4.72
EV/EBITDA	-0.31	-0.78	-1.41	-2.00

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

引言	7
1 互联网+日用品驱动公司营收增长	7
1.1 行业结构的“变”与“不变”	7
1.1.1 “不变”：互联网+日用品贡献六成总营收	7
1.1.2 “变”：2019 年互联网行业营收大幅下滑，日用品营收及占比持续提升	9
1.2 互联网行业营收增长的波折与动力	9
1.2.1 波折：营收与互联网行业 PE/VC 融资情况息息相关	10
1.2.2 动力之一：20 与 21 年营收增长看点在 K12 在线教育	12
1.2.3 动力之二：社区团购线下营销活动有望迎来爆发	17
1.3 日用品行业营收增长的动能与展望	19
1.3.1 动能：消费迭代背景下，新消费品牌涌现催生投放需求	19
1.3.2 展望：正反馈效应作用下，投放平台会呈现强者愈强态势	28
2 从产品结构看，影院媒体营收将恢复	29
2.1 产品结构：楼宇媒体 82%+影院媒体 18%	29
2.2 2021 年影院媒体营收有望恢复	30
3、盈利预测与投资建议	32
风险提示:	32
财务报表与盈利预测	33

图表目录

图表 1 日用消费品、互联网和交通行业收入占公司总营收近七成	8
图表 2 2014-2018 年公司营收持续增长, 在 2019 年出现大幅下滑	8
图表 3 从 2019 年开始互联网行业营收占比大幅下滑, 日用消费品营收及占比持续提升	9
图表 4 分众未曾缺席互联网行业细分赛道的营销大战	10
图表 5 2018 年开始, 中国 PE/VC 市场募资环境不理想, 新成立基金数量及认缴规模双双连续下跌	10
图表 6 2018 年以来, 中国 PE/VC 市场投资情况全面回调, 总交易规模与投资案例数双双下降	11
图表 7 中国互联网行业 PE/VC 融资金额与融资案例数量自 2018Q4 之后大幅下降	12
图表 8 在 2020H1 中国 PE/VC 投资市场交易规模 TOP 9 行业中, 教育培训行业同比增速表现亮眼	12
图表 9 K12 在线教育行业 2020 年 1-10 月融资金额超过过去四年融资金额总和	13
图表 10 2020 年一些 K12 教育独角兽公司获得大额融资	13
图表 11 教育行业广告主线上投放费用持续增长	14
图表 12 K12 在线教育行业线上广告投入持续增加	14
图表 13 K12 在线教育行业广告支出增加, 分众传媒受益	14
图表 14 2020 年 6 月-11 月学科类综合网课品牌月均活跃用户数 (万)	15
图表 15 2020 年 6 月-11 月启蒙类综合网课品牌月均活跃用户数 (万)	15
图表 16 我国在线教育用户规模持续增长	15
图表 17 我国居民教育文化娱乐支出不断增长	15
图表 18 在线教育领域, K12 教育类产品使用率最高	16
图表 19 预计 2020-2022 年 K12 在校学生数将持续增长	16
图表 20 教育行业融资轮次逐渐向后迁移	16
图表 21 教育行业融资金额向头部公司聚集	16
图表 22 2020 年社区团购公开披露金额金额迅猛增长, 超过过去六年总和 (截止 2020 年 12 月 16 日)	17
图表 23 疫情后社区团购相关企业融资持续加码	17
图表 24 2020 年互联网巨头纷纷入局社区团购赛道	18
图表 25 滴滴旗下社区团购平台橙心优选已在分众投放广告	19
图表 26 2020 年年度新消费品牌价值 TOP100 榜单品牌按行业分类数量情况	20
图表 27 2020 年天猫新品消费增长迅猛, 是大盘成交的核心驱动力	20
图表 28 新消费品牌层出不穷	21
图表 29 2020 年消费领域已披露融资金额主要集中在服饰鞋配、美妆护肤、食品及保健品行业 (单位: 亿元)	22
图表 30 2020 年消费领域已披露融资事件主要集中在食品及保健品、美妆护肤和服饰鞋配行业 (单位: 件)	22
图表 31 2020 年融资金额在亿元以上的新消费品牌主要集中于食品、饮料、彩妆、个护行业	22
图表 32 新消费品牌不断涌现的核心在消费者需求	24
图表 33 Z 世代已经成为新时代消费领域的焦点人群	25
图表 34 Z 世代人口 (1995-2009 年出生) 约 2.6 亿	25
图表 35 Z 世代用户规模持续成长, 到 2020 年 11 月已达 3.2 亿, 占比近三成	26
图表 36 Z 世代用户具备较高的消费能力	26
图表 37 Z 世代用户具备较高的消费意愿	26
图表 38 Z 世代用户为美妆品牌主流用户群体	27
图表 39 在奶茶饮料类微信小程序中 Z 时代用户占比超 50%	27

图表 40 相较于品牌, Z 世代用户更注重追求性价比与消费体验	27
图表 41 从 Z 世代用户对电商 APP 的偏好程度来看, Z 世代用户消费更追求性价比	27
图表 42 公司日用消费品客户数量逐渐增加, 消费迭代类品牌投放数量持续增长	28
图表 43 2018-2020 年江南春微博发布的公司日用消费品客户数量统计情况 (单位: 家)	29
图表 44 受新冠疫情影响, 影院媒体收入骤降	30
图表 45 2016-2019 年影院媒体贡献营收近 20 亿	30
图表 46 从各项数据来看, 到 2020 年 12 月我国电影市场复苏程度超九成	31

引言

我们本篇报告聚焦于分众的收入端分析，总结了历史上营收的波动，以及对未来的营收从下游客户的角度进行判断。我们之所以选择讨论公司营收是因为，我们认为营收是跟踪分众最重要的指标，一方面梯媒的商业模式决定了其成本刚性，利润端随着营收的增加有较大弹性，另一方面当我们回看 2017 年至今的股价变化，虽然 2018 年下半年开始扩点位带来的成本增加与 2020 年收缩点位带来的成本下降对净利润影响同样重大，但公司市值基本与季度收入线性外推获得的年度收入正相关。

在厘清上述问题后，我们需要分析公司营收与哪些因素相关，我们认为有以下几点：

- 1、公司经营的稳定性，护城河是否安在；
- 2、行业格局变化，是否有竞争者分一杯羹；
- 3、广告主的投放意愿。

追溯分众发展的历史，我们认为其护城河是对高质量点位的独占，护城河的构成可以描述为：创新性发现市场（先发优势）——抢占优质点位——发展优质客户——证明梯媒价值——发展更多点位，并以此循环。其核心还是点位的独占，尤其是优质的点位，在此基础上才有愿意支付溢价的大客户，才有高的刊挂率。在此过程中，由于梯媒上游媒体资源与下游广告主都较为分散的特点，分众在不断扩宽护城河的循环中，逐步构建了其作为整合上下游分散资源的唯一平台，因此长期享受 70% 左右的高毛利（与之相对的是影院媒体，虽然下游较为分散，但是上游影院较为集中，故毛利率低于梯媒）。就目前而言，我们认为公司护城河安在，并且行业龙头地位无虞。在 2018、2019 年与新潮传媒的竞争中，公司对核心竞争力有清晰的认知并做出了正确的回应——拉低毛利率扩点位保证覆盖率，2020 年的收缩点位更像是打扫战场的行为。

那么我们认为现阶段最需要关注的是广告主投放的意愿，本报告分析了互联网行业与日用消费品行业这两个合计贡献公司 60% 营收的行业的情况。我们认为，在线教育、社区团购等互联网细分赛道的激烈竞争与消费迭代背景下新消费品牌的不断涌现带来的广告持续投放将是未来驱动公司营收增长的动能，2021 年公司营收增长具有较大的确定性。

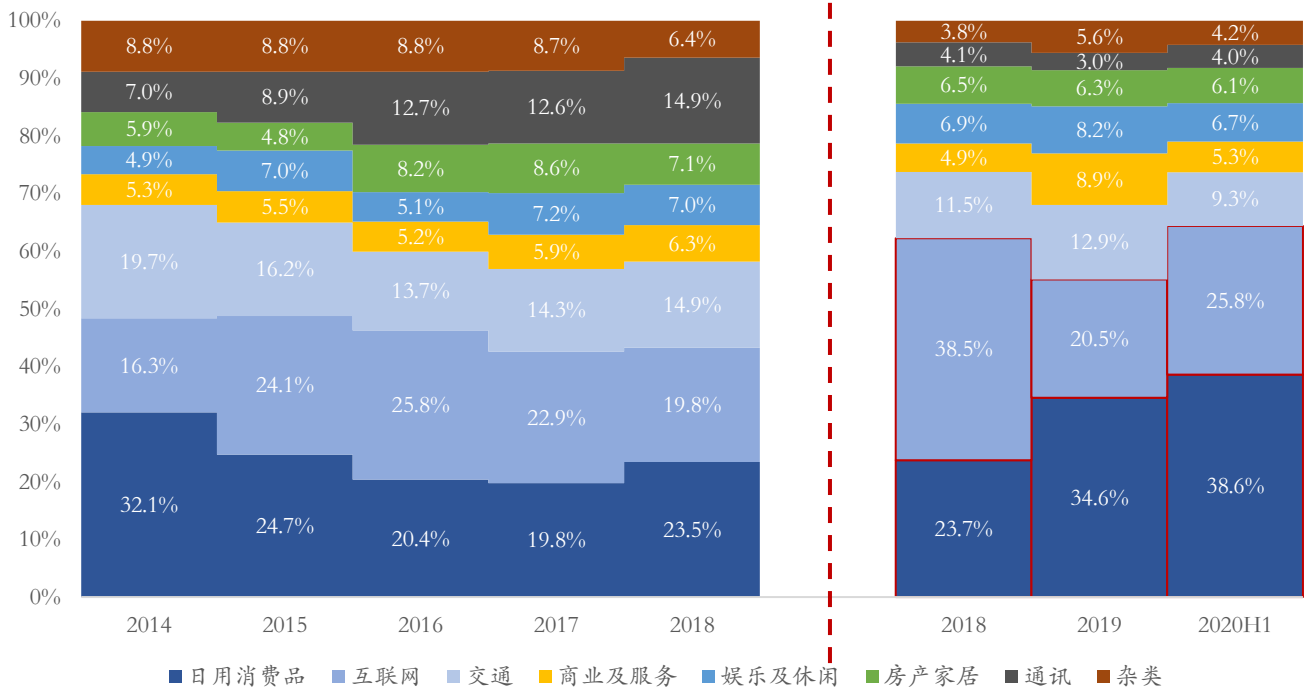
1 互联网+日用消费品驱动公司营收增长

1.1 行业结构的“变”与“不变”

1.1.1 “不变”：互联网+日用消费品贡献六成总营收

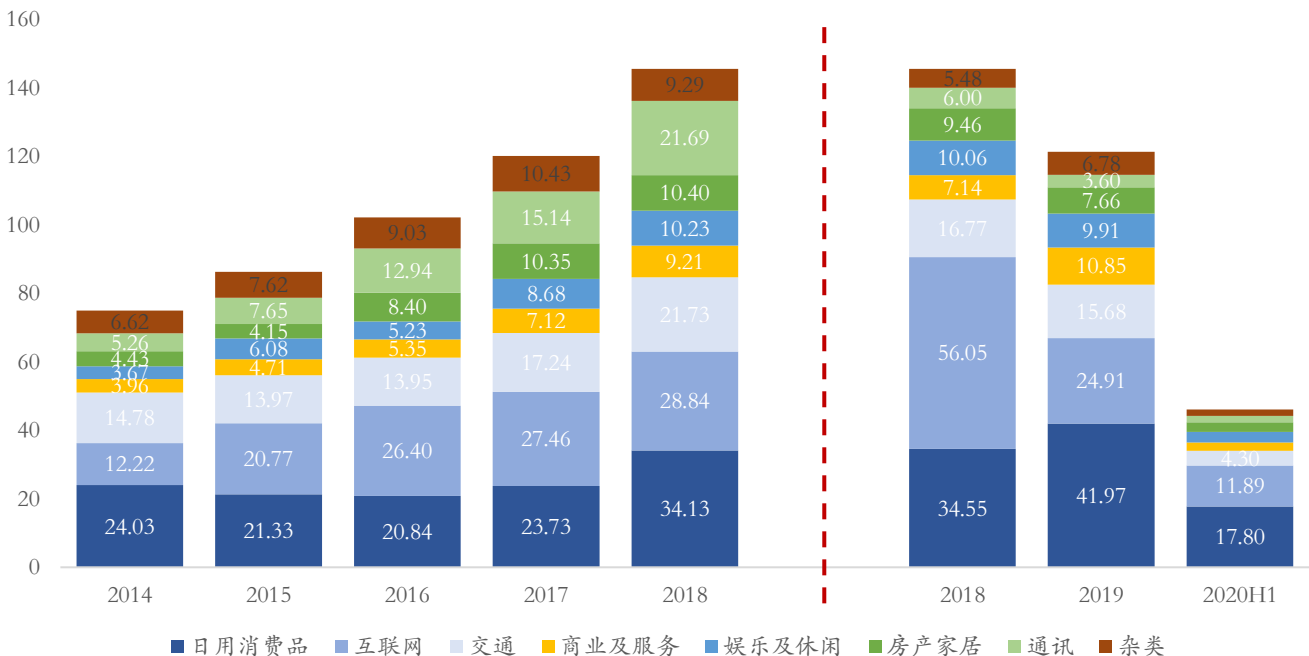
从客户行业结构来看，日用消费品和互联网行业投放占公司总营收近六成。2015 年-2018 年，日用消费品、互联网与交通这三个行业占公司营收比重最大，合计占比近六成；自公司调整统计口径后（2019 年公司重新对行业划分统计口径进行调整，将其他传统行业中高度依赖于互联网的公司客户调整至互联网板块），从 2018 年到 2020H1，日用消费品与互联网行业占公司营收比重分别为 62.2%、55.1%、64.4%。事实上，若按照 2019 年重新更改的行业统计口径倒推，我们基本可以判断，近六年互联网与日用消费品合计贡献约 60%。可以说公司营收主要由这两个行业投放增长来驱动。

图表 1 日用消费品、互联网和交通行业收入占公司总营收近七成



备注：2019 年开始公司对行业划分统计口径调整，将其他传统行业中高度依赖于互联网的公司客户调整至“互联网”板块
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 2014-2018 年公司营收持续增长，在 2019 年出现大幅下滑



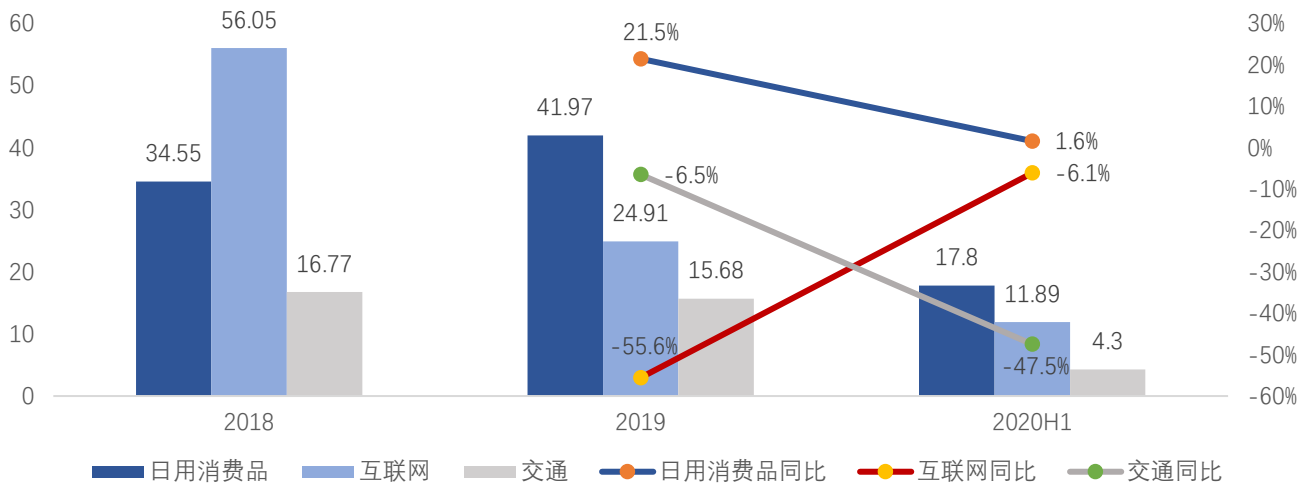
备注：2019 年开始公司对行业划分统计口径调整，将其他传统行业中高度依赖于互联网的公司客户调整至“互联网”板块
资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.1.2 “变”：2019 年互联网行业营收大幅下滑，日用消费品营收及占比持续提升

自 2019 年开始，互联网行业收入占比大幅下滑，日用消费品营收及占比持续提升。从单个行业占比变动情况来看，2019 年互联网行业营收占比大幅下降，从 2018 年的 56.1 亿元降至 2019 年的 24.9 亿元，减少约 31 亿元，同比下降 55.6%；而日用消费品占公司营收比重持续提升，2019 年同比增长 21.5%。到 2020 年，互联网行业投放仍未完全回血，2020H1 互联网行业营收 11.89 亿元，同比下降 6.1%，占比 25.8%，相比 2019 年提升 5.3pct，距离 2018 年占比 38.5% 仍有较大差距。

下面我们分别从互联网以及日用消费品行业来分析其历史波动与未来判断。

图表 3 从 2019 年开始互联网行业营收占比大幅下滑，日用消费品营收及占比持续提升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 互联网行业营收增长的波折与动力

作为公司营收两大贡献来源之一的互联网行业，其营收与一级市场融资情况息息相关，而一级市场的投融资情况又与相关互联网企业所处的细分行业的发展前景和发展阶段紧密相连。我们认为公司互联网行业营收波动主要受以下因素影响：

- 1、一级市场整体融资环境；
- 2、互联网行业细分赛道的发展前景及所处发展阶段，投放量与赛道体量正相关；
- 3、其他因素，如细分行业监管等。

结合以上三条因素，当融资环境宽松，行业监管未紧缩，细分赛道正处于爆发期或者行业格局未定之时，互联网行业投放是持续增长的。

我们认为，品牌化是企业发展的必由之选，线下广告是新经济打造品牌的必经之路。从历史上看，2014-2018 年公司互联网行业营收持续增长，分众长期受益于新经济领域里细分赛道的爆发，比如打车软件领域、二手车网站、协同办公等领域。但是，由于 2018 年资管新规限制了一级市场募资来源，使得整个一级市场在 2019 年融资环境开始变得不理想，其影响也传导至互联网行业，使得相关互联网公司的融资额及融资数量大幅下滑，相应的营销推广费用亦大幅缩减，而这就是公司互联网行业营收所面临的问题。

疫情催生互联网行业细分赛道新机会。虽然自 2019 年开始一级市场整体的融资情况下滑，但是在互联网行业的细分赛道中仍有许多投资机会，比如在 2020 年由于新冠

疫情的爆发，线上教育与社区团购业务在疫情期间均获得较好发展，使得这两个细分赛道在 2020 年获得大量投资。从上述三条因素的角度来看，在线教育与社区团购均处于行业爆发期，从市占率来看并没有绝对的龙头，各路选手仍在烧钱圈地的阶段，虽然社区团购近期存在行业监管风险，但我们认为处于可控状态，这两个互联网细分领域，是公司 2021 年实现互联网行业营收增长的动力所在。

图表 4 分众未曾缺席互联网行业细分赛道的营销大战

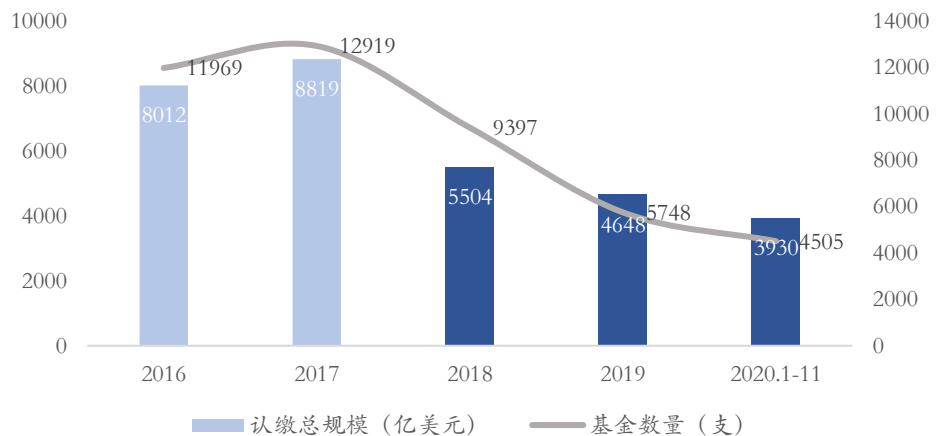


资料来源：分众传媒公众号，华安证券研究所

1.2.1 波折：营收与互联网行业 PE/VC 融资情况息息相关

受资管新规影响，2018 年开始中国 PE/VC 市场募资环境一直不理想。2018 年我国资管新规的实施，监管限制了各类资金的入场通道，对市场资管产品存在的多层嵌套、刚性兑付等情况进行了整治，VC/PE 行业进入募资困难期。参考 CVSource 投中数据，从 2018-2020 年 11 月，中国 PE/VC 市场新成立基金数量及认缴规模均连续下跌。

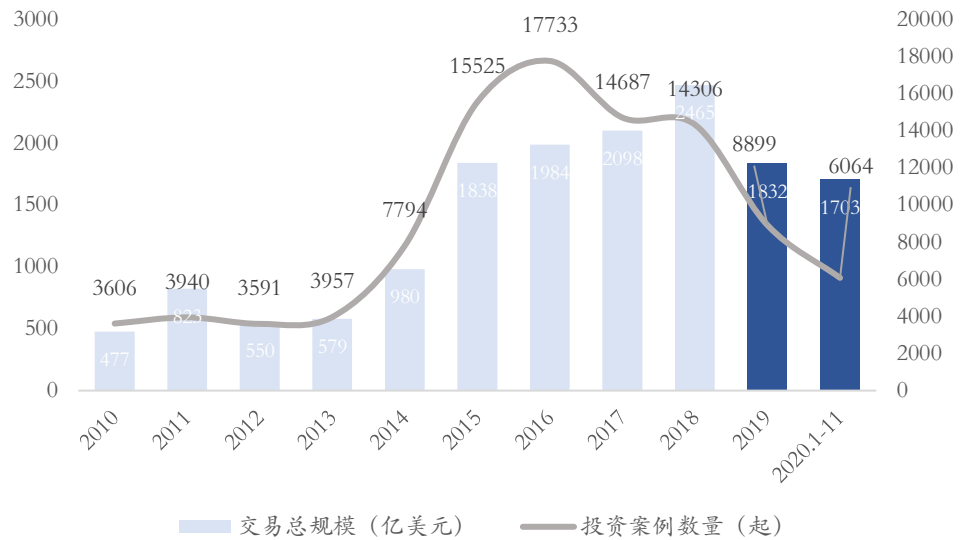
图表 5 2018 年开始，中国 PE/VC 市场募资环境不理想，新成立基金数量及认缴规模双双连续下跌



资料来源: CVSource 投中数据, 华安证券研究所

募资环境的不理想, 使得 2018 年以来中国 PE/VC 市场投资情况开始全面回调。参考 CVSource 投中数据, 从 2018 年-2020 年 11 月, 中国 PE/VC 市场交易总规模与投资案例数量持续呈下降趋势, 系自 2018 年以来我国监管趋严、资管新规出台、金融去杠杆发挥效力等影响。

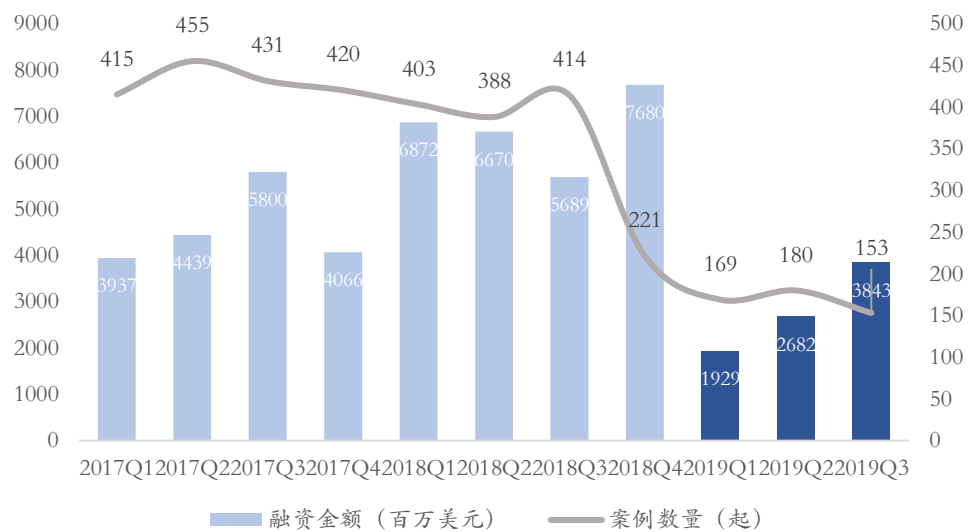
图表 6 2018 年以来, 中国 PE/VC 市场投资情况全面回调, 总交易规模与投资案例数双双下降



资料来源: CVSource 投中数据, 华安证券研究所

受 PE/VC 市场投资情况回调影响, 中国互联网行业 PE/VC 融资金额与融资案例数量自 2018Q4 之后大幅下降, 相应公司的营销推广费用亦会受到影响。而对于互联网行业公司来说, 在一级市场的融资规模, 与其后续在营销费用上的投入力度息息相关。根据 CVSource 投中数据, 在 2018Q4 之后, 我国在互联网行业的单季度 PE/VC 融资金额与融资案例数量骤然下降, 2019 年前三个季度, 融资金额同比下降 56%、融资案例数量同比减少 58%。随着互联网行业 PE/VC 融资规模的大幅减少, 会使得相应公司的广告营销费用发生削减。

图表 7 中国互联网行业 PE/VC 融资金额与融资案例数量自 2018Q4 之后大幅下降



资料来源: CVSource 投中数据, 华安证券研究所

我们认为, 公司来自互联网行业客户的营收与互联网行业 PE/VC 融资情况息息相关。2019 年公司互联网行业广告营收大幅下降, 是因为受到了 2018 年以来我国资管新规出台、金融去杠杆和监管加强的影响。因为这些规定的颁布直接影响到我国 PE/VC 市场募资情况, 募资环境的不理想会进一步传导至整个互联网行业 PE/VC 投资市场。随着我国互联网行业 PE/VC 市场投资总规模与投资案例数量双双下降, 使得相关互联网企业能获取的融资减少。随着资金来源的减少, 相关公司通常会开始削减营销推广开支。

1.2.2 动力之一: 20 与 21 年营收增长看点在 K12 在线教育

与其他行业相比, 2020 年我国教育培训行业获得了 PE/VC 市场大量资金支持, 其中又以在线教育为主。首先从一级市场整体投资情况来看, 2020 年上半年众多行业 PE/VC 投资均有不同程度的减少。但具体到行业, 从融资规模来看, 根据 CVSource 投中数据, 受疫情影响, 2020H1 我国 PE/VC 投资市场对教育培训行业投资力度加大, 同比增速高达 82%。简单来说, 在疫情的催化下, 在线教育需求猛增, 由此导致了细分赛道融资规模在整体大盘下降的情况下获得了结构性的高增长。

图表 8 在 2020H1 中国 PE/VC 投资市场交易规模 TOP 9 行业中, 教育培训行业同比增速表现亮眼

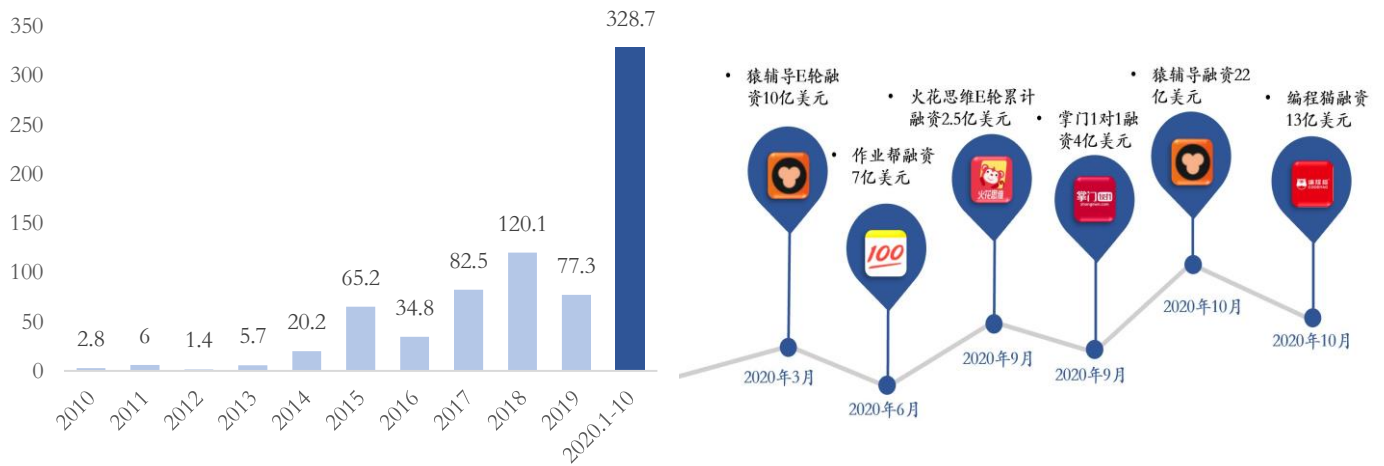
	交易规模 (亿美元)	交易规模同比	交易规模占比	案例数量 (起)
制造业	135.55	91.0%	21.5%	238
教育培训	30.66	82.0%	4.9%	111
人工智能	46.05	7.0%	7.3%	117
医疗健康	94.13	2.0%	14.9%	298
互联网	74.69	-3.0%	11.9%	245

IT 及信息化	73.57	-20.0%	11.7%	281
消费升级	13.59	-33.0%	2.1%	91
金融	23.86	-59.0%	3.8%	83
文化传媒	21.31	-77.0%	3.4%	74

资料来源: CVSource 投中数据, 华安证券研究所

教育培训行业中, K12 在线教育在 2020 年融资规模最大, 超过过去四年融资金额总和。根据 Trustdata 数据, 截止 2020 年 10 月, 我国 K12 在线教育融资金额已接近 330 亿元, 而 2016-2019 年四年累计融资 314.7 亿元, 2020 年前 10 个月 K12 教育行业融资规模就超过过去四年融资总额。除了上市企业之外, 在 2020 年资本大举押注 K12 教育独角兽, 比如猿辅导、作业帮、掌门一对一、火花思维、编程猫等均获得大额融资。

图表 9 K12 在线教育行业 2020 年 1-10 月融资金额超过过去四年融资金额总和 图表 10 2020 年一些 K12 教育独角兽公司获得大额融资



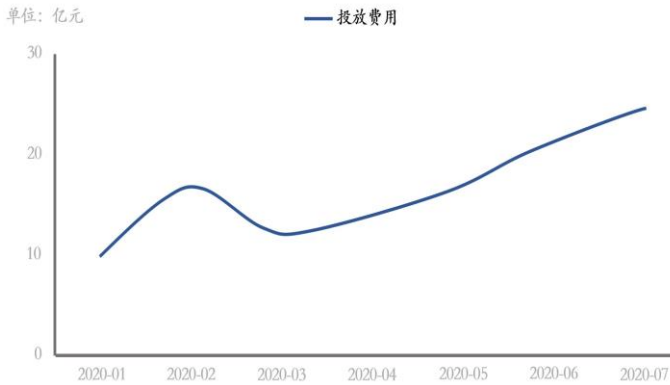
资料来源: Trustdata, 华安证券研究所

资料来源: Trustdata, 华安证券研究所

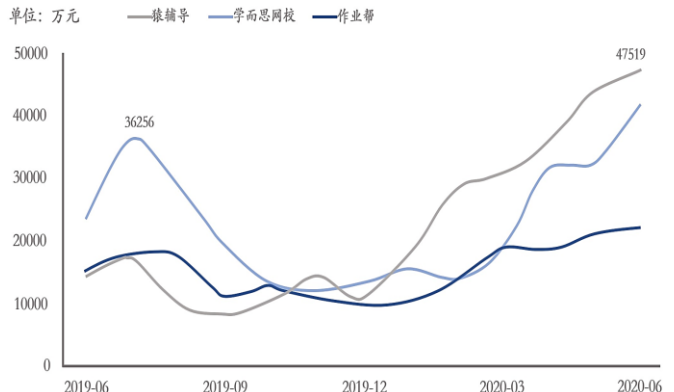
2020 年 K12 教育培训行业广告支出持续走高, 线下广告龙头分众受益。根据 QuestMobile 数据, 2020 年前 9 个月, 作业帮、猿辅导、好未来旗下学而思网校的投放总额已经达到约 55 亿元, 达到去年同期的两倍。虽然没有 K12 教育培训行业在线下投放广告的相关数据, 我们参考 QuestMobile 统计的 2019 年 6 月到 2020 年 6 月 K12 教育培训行业相关公司在线上广告投放趋势, 可以观察到从 2020 年开始, K12 教育培训行业相关公司对线上广告投入逐步加大, 那么可以推测其线下广告投入也是呈现持续增长的态势。而分众传媒作为线下梯媒广告的龙头, 有望受益于 K12 教育培训行业营销推广费用的增长。同时, 根据公司披露的情况, 可以验证我们的推测, 公司披露“2020 年第三季度, 互联网广告主投放恢复正增长, 占比 28%, 主要受益于在线教育、在线医疗等细分行业的广告投放增加”, 相较于 2020H1 互联网行业 25.8% 的营收占比而言, 提升了 2 个 Pct。

图表 11 教育行业广告主线上投放费用持续增长

图表 12 K12 在线教育行业线上广告投入持续增加



注: 1.教育行业为线下“教育培训”机构及线上“学习教育”平台构成; 2.不含搜索等广告, 主要为线上硬广



注: 以上排序按照2020年6月线上广告投放费用降序排序

资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

图表 13 K12 在线教育行业广告支出增加, 分众传媒受益



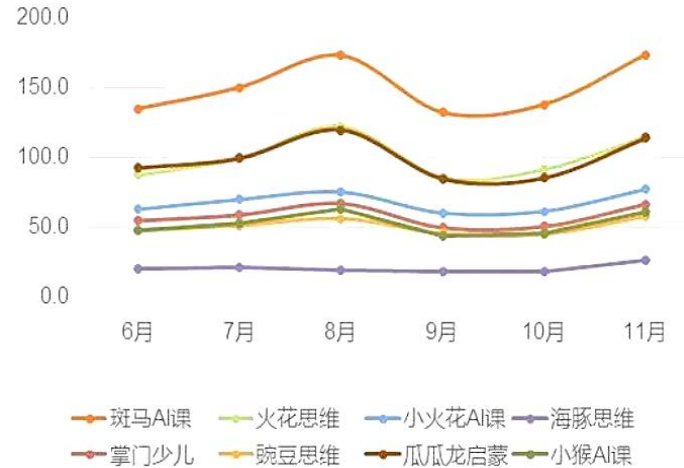
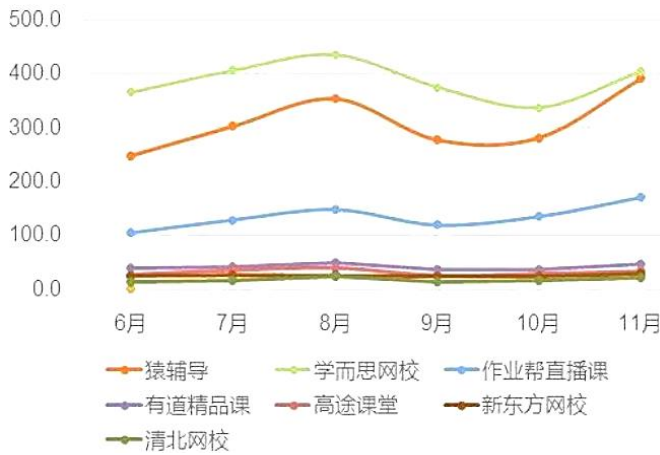
资料来源: 分众传媒, 华安证券研究所

目前来看, 在线教育行业仍处于爆发期, 不存在绝对的行业龙头, 各家企业仍在烧钱圈地的阶段。从在线教育品牌月均活跃用户数来看, 头部品牌之间差异并不大, 中腰部品牌差距较小。根据 CTR 数据, 在学科类网课方面, 猿辅导与学而思网校居学科类综合网课品牌月均用户用户数前两名, 但二者之间用户量的差异正逐步缩小, 到 2020

年 11 月猿辅导的月均用户数逐渐接近学而思网校，竞争相当激烈；而诸如有道精品课、高途课堂等中腰部的网课品牌之间差异不大。同时，在启蒙类网课方面，除了斑马 AI 课、火花思维以及小火花 AI 课之外，其他的网课品牌之间月均活跃用户数差异并不明显。

图表 14 2020 年 6 月-11 月学科类综合网课品牌月均活跃用户数 (万)

图表 15 2020 年 6 月-11 月启蒙类综合网课品牌月均活跃用户数 (万)



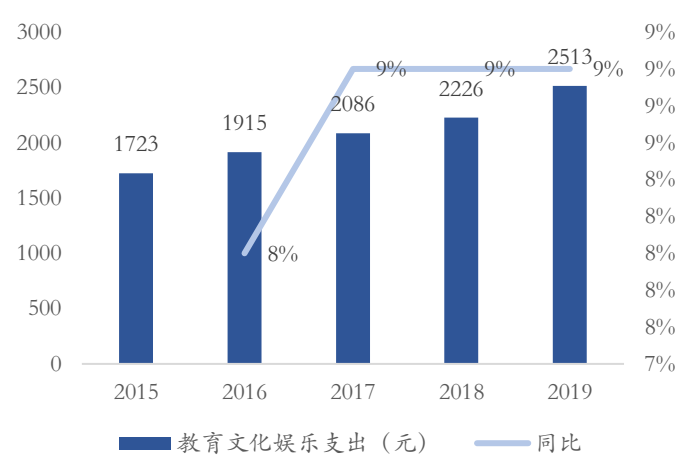
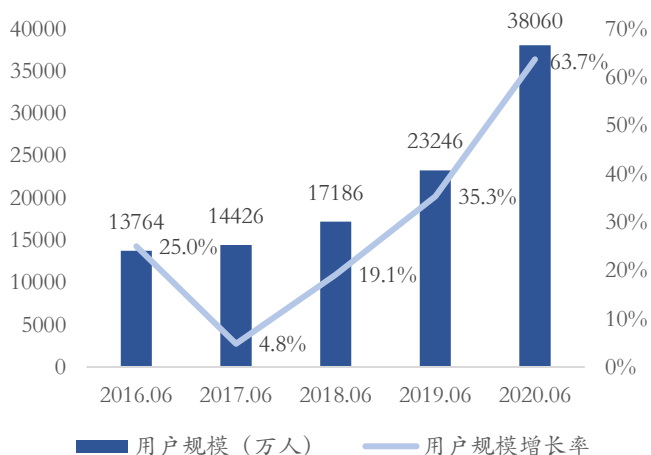
资料来源: CTR, 华安证券研究所

资料来源: CTR, 华安证券研究所

随着我国居民的教育文化娱乐支出不断增长，预计我国在线教育市场将持续处于快速增长阶段。根据 CNNIC 数据称，2016-2020 年我国在线教育用户规模同比增速持续增加，其中 2019 年 6 月至 2020 年 6 月我国在线教育用户规模同比增长 63.7%，增速创下历年新高，根据其他行业用户增长的历史数据来看，在线教育用户数屡创新高远未到达渗透率的天花板。同时，根据国家统计局数据，2015-2019 年我国居民的教育文化娱乐支出持续增长，2017-2019 年同比增速一直保持在 9% 左右，也为教育行业持续增长提供底层驱动。

图表 16 我国在线教育用户规模持续增长

图表 17 我国居民教育文化娱乐支出不断增长



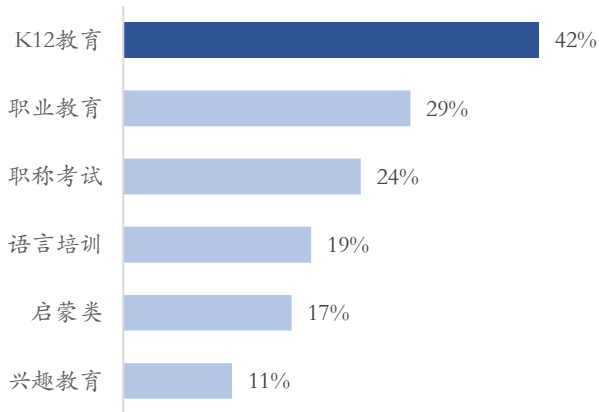
资料来源: CNNIC, 华安证券研究所

资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

在线教育各领域中，K12 在线教育发展空间尤其广阔。参考 CTR 数据，2020 年我

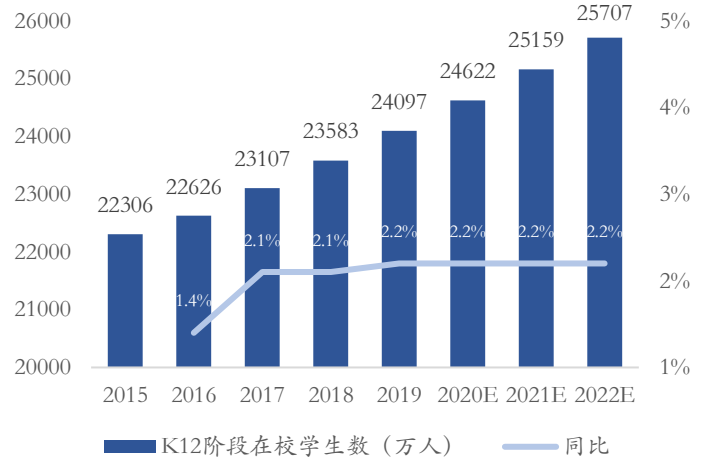
国在线教育领域用户中，K12 在线教育类产品以 42% 的使用频率领先于其他品类，但我国 K12 在线教育在目标人群渗透率仍处于较低水平，仅为 17%。而且中小用户作为现阶段在县教育行业最大目标客群，其规模仍在持续增长，根据国家统计局与 CTR 数据称，预计 2020-2022 年我国 K12 在校学生数将以 2.2% 的增长率持续增长。

图表 18 在线教育领域，K12 教育类产品使用率最高



资料来源：CTR，华安证券研究所

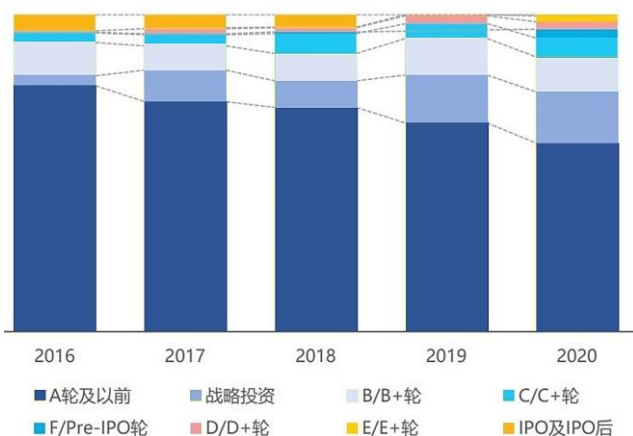
图表 19 预计 2020-2022 年 K12 在校学生数将持续增长



资料来源：国家统计局，CTR，华安证券研究所

资本助力下，在线教育行业竞争将愈加激烈。预计 2021 年在线教育行业仍处于营销驱动阶段，分众有望持续受益。从在线教育行业融资轮次来看，根据艾瑞咨询数据，从 2016-2020 年，教育行业融资轮次逐渐往后迁移，这表明前期投资的企业逐渐成长壮大，间接体现出了企业的规模效应开始显现。同时，从在线教育行业融资规模来看，根据艾瑞咨询数据，2020 年在线教育融资总额约 1034 亿元，其中好未来和猿辅导分别融资 48 亿美元 (约 333 亿元)、35 亿美元 (约 243 亿元)，二者就占到总融资的五成以上，教育行业融资金额向头部公司聚集。随着在线教育头部企业逐渐壮大，叠加大资金支持的背景下，可以预计 2021 年在线教育行业的竞争会更加激烈。而在线教育行业，短期靠营销，长期靠产品体验与效果。我们判断，现阶段在线教育行业仍处于营销驱动阶段，作为线下龙头的分众将持续受益。

图表 20 教育行业融资轮次逐渐向后迁移



图表 21 教育行业融资金额向头部公司聚集

2020 年教育行业头部玩家融资情况			
	公司	融资金额	融资方式
已上市	好未来	48 亿美元	定增：25 亿美元普通股 + 23 亿美元可转债
	新东方	115 亿港元	二次上市
	跟谁学	8.7 亿美元	定增：25 亿美元普通股 + 23 亿美元可转债
未上市	猿辅导	35 亿美元	一级市场股权融资
	作业帮	23.5 亿美元	
	火花思维	2.8 亿美元	
	美术宝	2.5 亿美元	
	豌豆思维	1.8 亿美元	

资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

1.2.3 动力之二: 社区团购线下营销活动有望迎来爆发

2020 年疫情后社区团购平台获得大量资本助力, 一大波互联网巨头入局社区团购赛道。2020 年疫情之后, 社区团购吸引各方资本入局, 根据企查查数据统计, 截止 2020 年 12 月 16 日, 我国社区团购行业共募资约 171.7 亿元, 同比增长 356%, 超过过去六年募资金额总和。一方面传统社区团购平台持续获得一级市场资金支持, 如十荟团更是在 2020 年三度获得投资, 共计融资近 2.5 亿美元; 另一方互联网巨头纷纷入局社区团购赛道, 如腾讯参投兴盛优选、阿里设立盒马优选事业部、美团设立美团优选、拼多多设立多多买菜、滴滴设立橙心优选、京东设立友家铺子、顺丰设立“丰伙台”。

图表 22 2020 年社区团购公开披露金额金额迅猛增长, 超过过去六年总和 (截止 2020 年 12 月 16 日)



备注: 统计口径为产品简介包含“社区团购”, 以及产品简介包含“社区电商”且包含“生鲜”
资料来源: 企查查, 华安证券研究所

图表 23 疫情后社区团购相关企业融资持续加码

融资时间	团购平台	融资轮次	融资金额	投资方
2020 年 1 月	十荟团	B 轮	8830 万美元	愉悦资本、启明创投、阿里巴巴、真格基金等
	源小鲜	天使轮	未披露	未披露
2020 年 5 月	十荟团	C 轮	6140 万美元	GGV 纪源资本、愉悦资本、启明创投等
2020 年 6 月	考拉买菜	战略投资	数百万美元	盐城高新区投资集团、盐城创新创业投资
	蓬莱网	B+ 轮	1.55 亿元	美菜网、河南省内国有基金公司
	同城生活	C 轮	2 亿美元	欢聚时代、同城资本、金沙江创投、君联资本、亦联资本
2020 年 7 月	好菜摊	种子轮	500 万美元	个人投资者
	同城生活	C+ 轮	数千万美元	襄禾资本、贝塔斯曼、元禾资本

兴盛优选	C+轮	8 亿美元	KKR、腾讯投资、红杉资本、天一资本
十荟团	C+轮	8000 万美元	鼎暉投资、GGV 纪源资本、民银国际
2020 年 8 月 谊品生鲜	C 轮	25 亿元	腾讯、今日资本等

资料来源：天眼查，新浪财经，华安证券研究所

图表 24 2020 年互联网巨头纷纷入局社区团购赛道

互联网企业	入场方式	入场时间	产品名称	成立时间
滴滴	并购	2020-05-28	橙心优选	2018-04-12
美团	内部孵化	2020-07-07	美团优选	2020-09-15
	内部孵化	2020-08-31	多多买菜	2020-08-31
拼多多	自建	2020-03-06	快团团	2020-03-06
	内部孵化	2020-02	小七拼	-
京东	并购	2020-12-06	美家买菜	2015-08-25
	投资	2020-12-11	兴盛优选	2018-01-12
阿里	自建	2020-09	盒马集市 (原盒马优选)	2020-09
	-	2020-04	菜鸟驿站-驿发购	-
	-	2020-07	饿了么-社区购	-
快手	-	2020-12	直播买菜 (同程生活)	-
哈啰单车	内部孵化	2020-02	哈啰惠生活	-

资料来源：企查查，华安证券研究所

从目前社区团购客户在分众上广告投放情况来看，已有朴朴买菜和橙心优选在分众上进行广告投放。虽然目前社区团购在 2020 年 12 月份获得国家喊话有所平静，但我们认为社区团购平台竞争仍将持续，社区团购赛道的这轮融资热潮亦将带来社区团购平台在营销领域的投放热潮，分众有望受益。同时，从行业竞争角度来说，目前社区团购赛道玩家众多，不仅滴滴这样跨界进入的选手，也有腾讯、阿里、美团、拼多多、京东这样的流量巨头，在线上推广难以取得差异化的优势时，分众独特且唯一的线下流量渠道会获得更大的重视。

图表 25 滴滴旗下社区团购平台橙心优选已在分众投放广告



资料来源：分众传媒，华安证券研究所

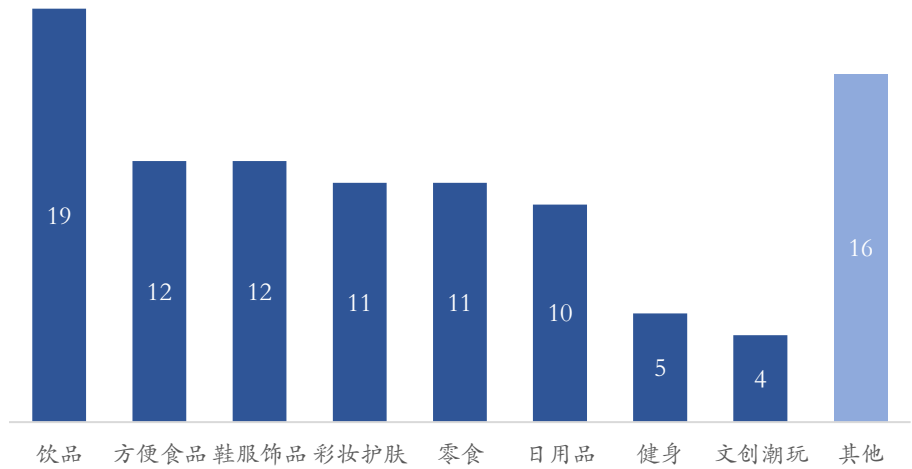
1.3 日用消费品行业营收增长的动能与展望

虽然消费类投放占比在 19 年获得大幅提升，一方面是 19 年互联网类下滑公司的补救之举，但更多是我们看到不停的有新消费品牌的出世，以及老品牌的转型。我们认为消费类投放长期增长是有其内在逻辑，即沿着人口结构的变迁历程，新增日用消费品牌的消费需求将逐渐切换为 Z 世代主导。新消费品牌不断涌现的背后，对应的是消费者消费需求的变化，而消费需求的变化就来自于消费者结构的变化。而且我们判断这种变化对新消费品牌所产生的影响将是长期且可持续的，而梯媒精准的中产人群覆盖是新经济类品牌投放的必经之路，在长期新消费转型的趋势下，分众有望持续受益。

1.3.1 动能：消费迭代背景下，新消费品牌涌现催生投放需求

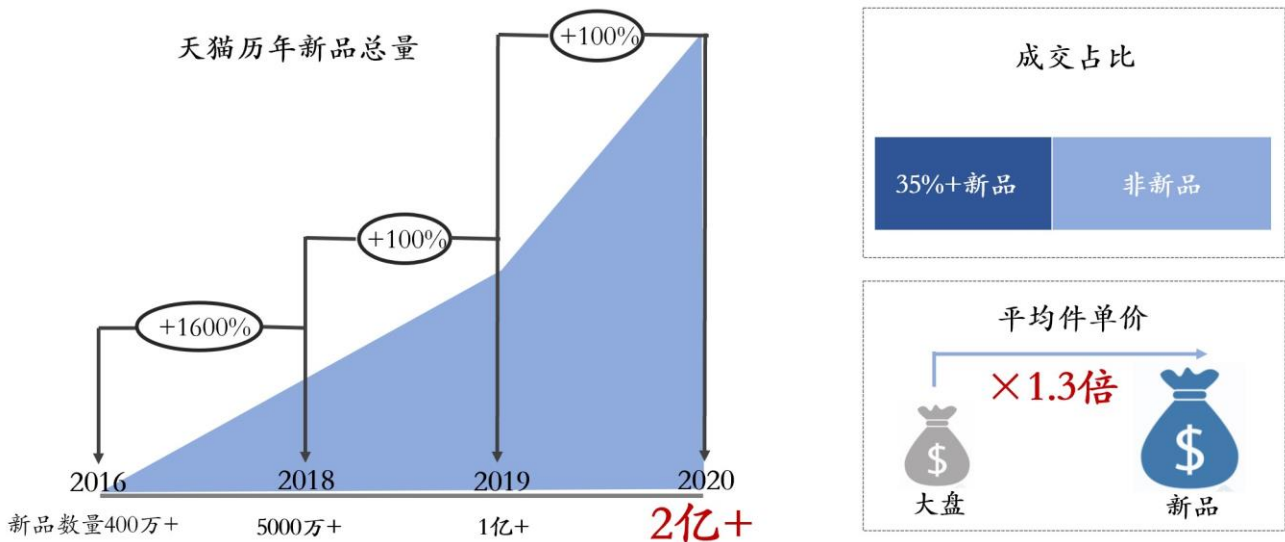
新消费品牌层出不穷，饮品类、彩妆类、方便食品和鞋服饰品表现亮眼。按照行业分类，根据三声数据，在 2020 年年度新消费品牌价值 top100 榜单中，可以发现在饮品类、彩妆类、方便食品和鞋服饰品这极大行业中新消费品牌表现突出，占据了榜单品牌总量的 55%。其中既有类似李宁、太平鸟、百雀羚等老品牌进行年轻化运营，也有诸如喜茶、完美日记等新品牌涌现。而且在数据端我们可以看到，从 2016 年到 2020 年天猫历年新品数量持续高速增长，到 2020 年新品数量已超两亿，其中新品成交占比超 35%、平均占比是大盘的 1.3 倍。而且 2020 年天猫十一中以完美日记、蕉内、三顿半、小奥汀、COLORKEY、云鲸等为代表的 16 个新品牌成交额突破亿、有 360 个新品牌拿下细分品类第一。

图表 26 2020 年年度新消费品牌价值 top100 榜单品牌按行业分类数量情况



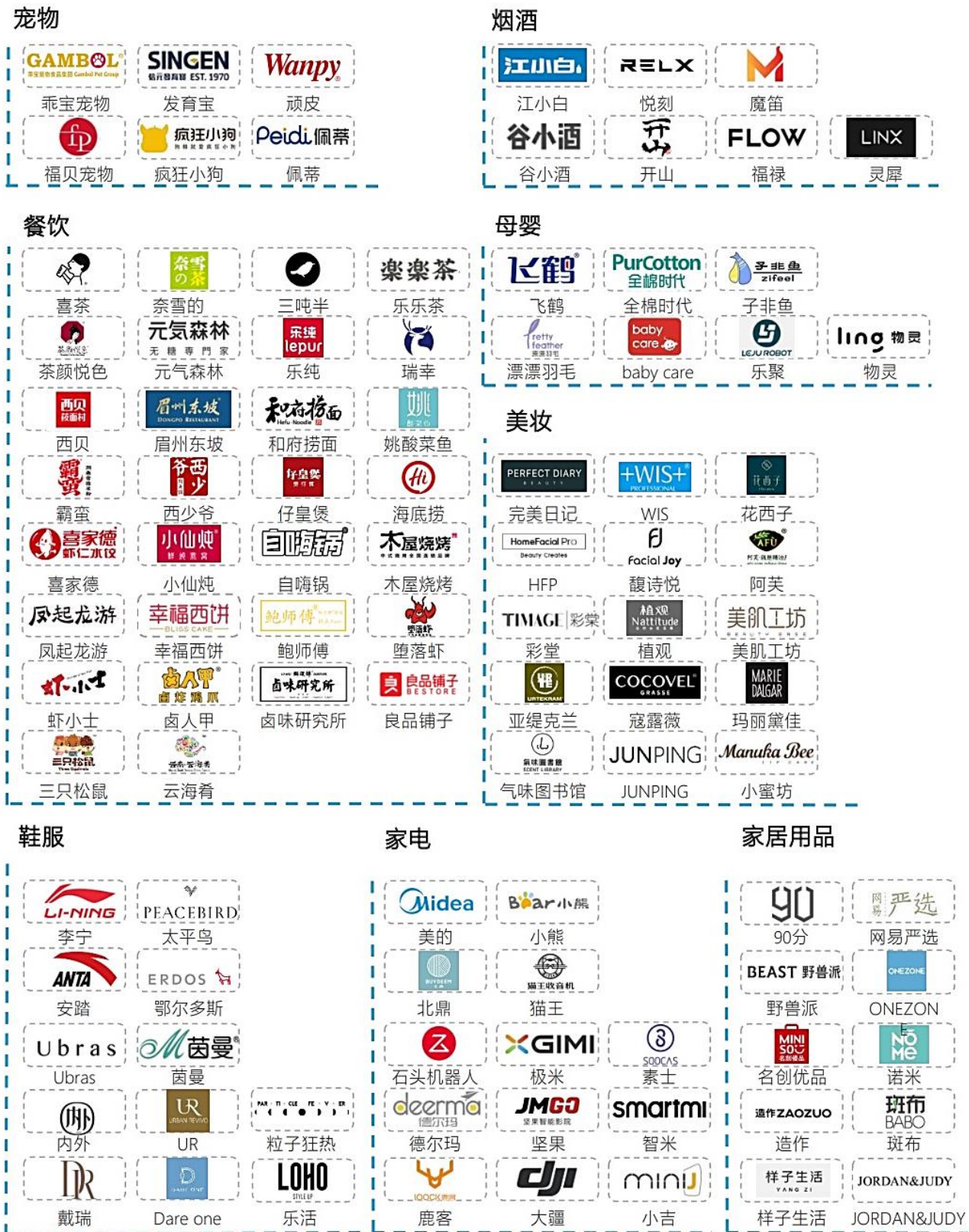
资料来源：三声，华安证券研究所

图表 27 2020 年天猫新品消费增长迅猛，是大盘成交的核心驱动力



资料来源：《2020 线上消费新品趋势报告》阿里研究院，华安证券研究所

图表 28 新消费品牌层出不穷



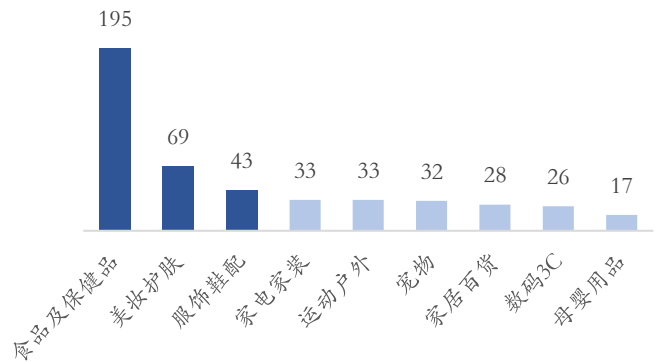
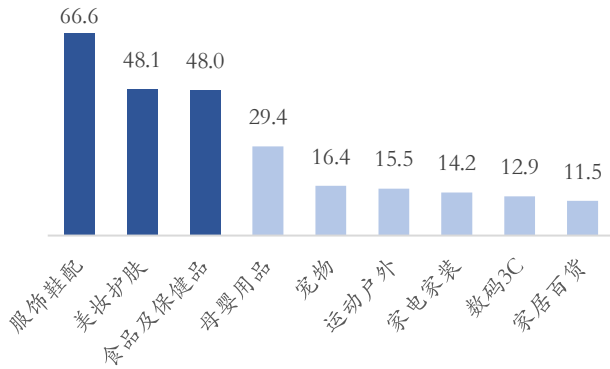
资料来源：亿欧智库，华安证券研究所

2020 年消费领域已披露融资金额与融资事件主要集中在服饰鞋配、美妆护肤、食

品及保健品行业，其中食品、饮料、彩妆、个护行业获得近亿融资的公司最多。根据烯牛数据，2020年消费领域已披露融资金额中服饰鞋配、美妆护肤、食品及保健品行业位居前三，分别融资66.6亿元、48.1亿元、48.0亿元；消费领域已披露融资事件中食品及保健品、美妆护肤、服饰鞋配的融资事件最多，分别为195件、69件、43件。同时，根据新消费日报披露的2020年融资的新消费品牌，我们统计分析发现融资金额在亿元以上的公司主要集中于食品、饮料、彩妆、个护行业。

图表 29 2020 年消费领域已披露融资金额主要集中在服饰鞋配、美妆护肤、食品及保健品行业 (单位: 亿元)

图表 30 2020 年消费领域已披露融资事件主要集中在食品及保健品、美妆护肤和服饰鞋配行业 (单位: 件)



资料来源: 烯牛数据, 华安证券研究所

资料来源: 烯牛数据, 华安证券研究所

图表 31 2020 年融资金额在亿元以上的新消费品牌主要集中于食品、饮料、彩妆、个护行业

细分赛道	公司/品牌	轮次	金额	时间	投资方
健康食品	田园主义	天使轮	未披露	12月	北京元气森林饮料有限公司
健康食品	王饱饱	C轮	数亿人民币	12月	经纬中国领投, 高瓴创投、黑蚁资本、源码资本、祥峰投资
健康食品	王饱饱	B轮	近亿人民币	4月	黑蚁资本领投, 源码资本、祥峰投资、德迅投资
健康食品	HON Life 好麦多	战略投资	1.5亿人民币	12月	众为资本领投, 前海母基金、清科母基金、星陀资本、琢石投资
健康食品	HON Life 好麦多	战略投资	未披露	5月	前海母基金、星陀资本、琢石投资
健康食品	星期零	天使轮	数千万人民币	3月	预约资本、经纬中国、New Crop Capital、云九资本领投、愉悦资本、经纬中国
健康食品	星期零	A轮	千万级美元	8月	云九资本领投、愉悦资本、经纬中国
健康食品	简爱酸奶	A轮	4亿人民币	5月	经纬中国, 黑蚁资本, 麦星投资, 中信农业
酒	开山白酒	B轮	1亿人民币	6月	原生资本, 高瓴创投, 源码资本
饮料	汉口二厂	A轮	亿级人民币	9月	清流资本、高瓴创投、碧桂园创投
饮料	汉口二厂	A+轮	亿级人民币	9月	顺为资本领投
茶饮	7分甜	A轮	1.5亿人民币	10月	顺为资本领投, 内向基金

茶饮	沪上阿姨	A 轮	近亿人民币	11 月	嘉御基金
茶饮	茶里	B 轮	亿元级人民币	11 月	温氏投资, 碧桂园创投, 易凯资本
方便食品	自嗨锅	C 轮	5000 万美元	10 月	中金资本, 经纬中国
方便食品	自嗨锅	B 轮	亿级人民币	5 月	经纬中国
休闲零食	a1 零食研究所	B+轮	近 2 亿元人民币	4 月	中金文化消费基金领投, ROC 跟投, 今日资本等跟投
彩妆	完美日记	IPO 上市	6.17 亿美元	11 月	公开发行
彩妆	完美日记	战略融	1.4 亿美元	9 月	华平投资、凯雷投资、正心谷资本
彩妆	完美日记	战略融 资	1 亿美元	4 月	Tiger Global Management、厚朴投资、博裕资本
护肤	林清轩	A 轮	数亿人民币	11 月	SIG 海纳亚洲创投基金领投、头头是道基金、碧桂园创投
护肤	优萃生物	E 轮	3.5 亿人民币	11 月	凯辉基金领投
护肤	优萃生物	战略投 资	未披露	3 月	天壹资本
洗护/个护	左点	A+轮	过亿元人民币	12 月	高瓴创投领投、清流资本、天图投资、同创伟业、碧桂园创投
洗护/个护	AMIRO	B 轮	1 亿人民币	11 月	达晨财智、弘晖资本、凯尔特亚洲、蒙牛资本、顺为资本
洗护/个护	素士	Pre-IPO 轮	1.75 亿元	8 月	远翼投资领投、恒旭资本、弘晖资本、浙商创新资本联合投资、昆仲资本和云沐资本追投
服装	bosie 伯喜	B 轮	2 亿人民币	11 月	元生资本领投, 金沙江创投
服装	Bananain 蕉内	A 轮	数亿元	11 月	元生资本
内衣	Ubras	B+轮	数亿人民币	9 月	红杉资本中国, 今日资本
用品	红色小象	天使轮	5 亿人民币	11 月	雅戈尔投资有限公司、北京旭日紫金投资管理有限公司、上海盈辅企业管理合伙企业
用品	bebebus	股权融 资	未披露	5 月	道口投
用品	bebebus	A 轮	未披露	10 月	天图投资
用品	bebebus	A+	近亿元人民币	10 月	高榕资本、经纬中国、天图投资
玩具	布鲁可	A 轮	3.3 亿人民币	12 月	源码资本、君联资本、高榕资本

资料来源: 新消费日报, 华安证券研究所

新消费品牌不断涌现, 表面上变化的是产品, 实质上变化的是需求、是消费者结构。面对我国新消费品牌不断涌现的现象, 我们梳理与分析了美国和日本消费崛起的时代背景。我们研究发现, 美国在 80 年代消费崛起主要原因有三: 一是宏观经济增速换挡, 消费成为经济增长新动能; 二是社保制度完善, 个人储蓄率不断下降; 三是“婴儿潮”一代成长为主要消费力量。同时, 日本在 80 年代消费崛起的主要背景分别是: 首先, 日本亦面临经济增速换挡, 消费和科技产业崛起; 然后, 劳动力人口见顶, 中老年人口

占比不断提高,并成为主要消费群体;最后是居民所拥有的金融资产和房地产价格上涨提升了消费能力与强化了消费意愿。虽然美国和日本消费崛起代表的是整个大类消费环境,不同于我国新消费品牌在细分领域的爆发,但是我们可以从中提炼出可供借鉴的主要逻辑,就是在需求端都涌现了一批新增消费人群,而且他们具有一定的消费能力,并在整个社会消费中居主导地位。同时,我们通过研究新消费品牌中比较有代表性的行业品牌,总结了三个特征:一是新消费类品牌品类极致细分,比如自嗨锅就定位于一人食的“单身经济”、内外内衣主打无钢圈设计;二是产品包装颜值高,比如元气森林的日系包装、三顿半的简约桶形包装等;三是产品追求性价比,比如完美日记的彩妆产品与高端产品同质,但低价位定位。以上的这些产品特征,在表观意义上是消费产品或形态、或品类、或价格定位的变化,但在实质上是对消费者需求的响应。

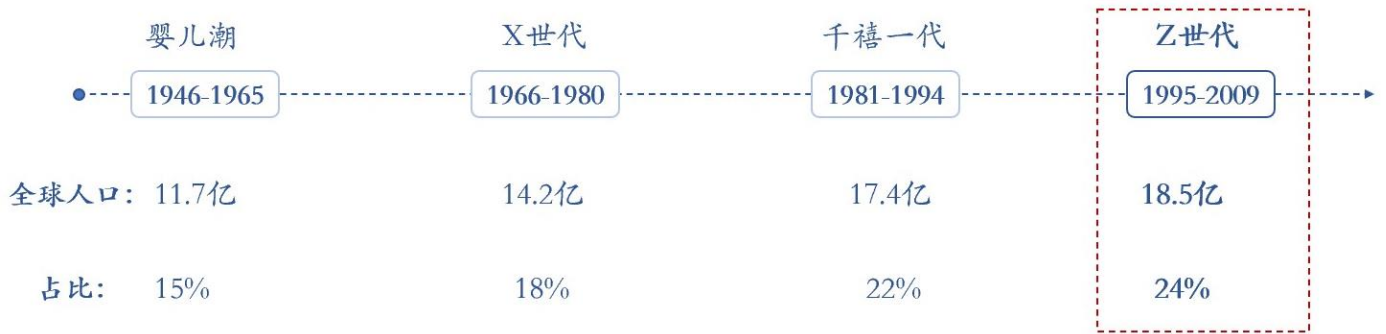
图表 32 新消费品牌不断涌现的核心在消费者需求



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

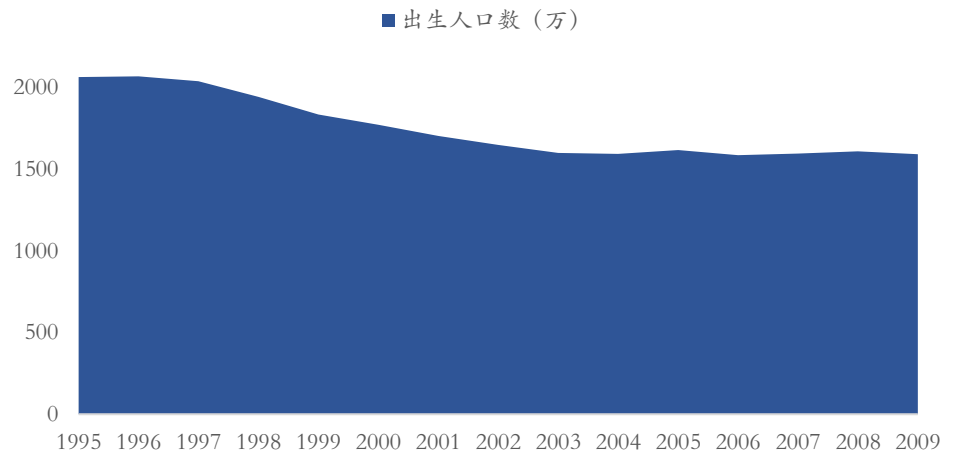
Z世代已经成为新时代消费领域的焦点人群。根据 CBNDATA 数据可以看到, 全球人口结构经历了“婴儿潮→X世代→千禧一代”这一过程, 目前人口结构正切换为 Z世代为主导的时期, 全球 Z世代人口近 18.5 亿, 占比达到 24%。同时, 根据彭博商业周刊的市场调研结果来看, 在 2030 年前, 95 后和 00 后是全世界最大的消费群体, 这在中国消费市场尤为明显。根据企鹅智库披露我国 Z世代人口约 2.6 亿人来看, 我国 Z世代人口约占全球总人口的 3.4%, 同时按照我国 14 亿人来算 Z世代占比约为 18.6%。

图表 33 Z 世代已经成为新时代消费领域的焦点人群



资料来源: CBN DATA《2020Z世代消费态度洞察报告》, 华安证券研究所

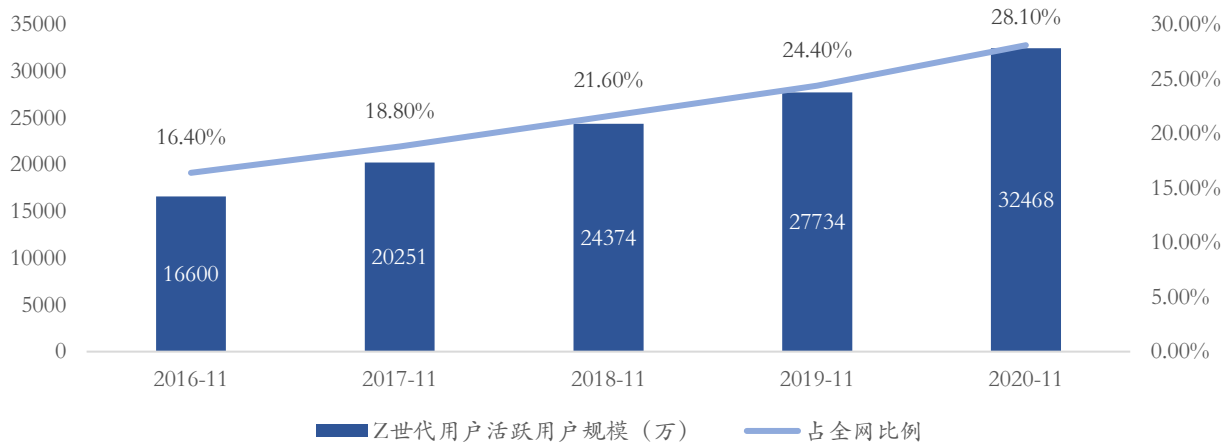
图表 34 Z 世代人口 (1995-2009 年出生) 约 2.6 亿



备注: 计算公式: (年末人口+年初人口) X 当年出生率; 未包括港澳台地区和海外华侨
资料来源: 企鹅智库《2019年Z世代消费力白皮书》, 华安证券研究所

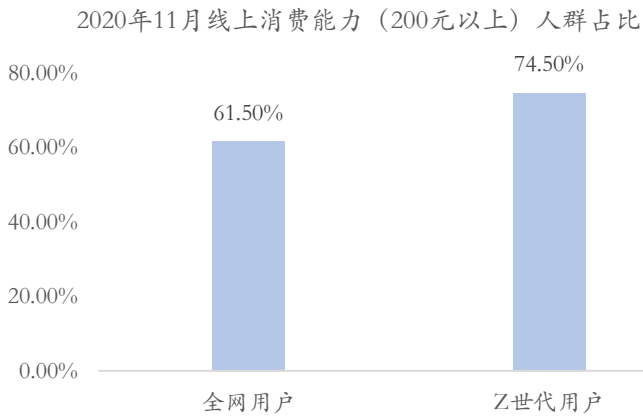
一代人有一代人的品牌追求, Z世代用户有望催生新品不断涌现。Z世代(95后+00后)用户规模已成, 且具备消费能力与意愿, 意味着新的消费需求空间将打开。根据 QuestMobile 数据显示, 到 2020 年 11 月 Z 世代活跃移动互联网用户规模已经达到 3.2 亿, 占移动互联网网民比重近三成。同时, 根据 QuestMobile 数据称, 相较于全网用户, Z 世代用户具有更强的消费意识与消费能力, Z 世代线上消费能力在 200 元以上人群占比为 74.5%, 高于全网用户 61.5% 的占比; Z 世代线上消费意愿 (中高层) 为 82.3%, 高过全网用户 10% 以上。

图表 35 Z 世代用户规模持续成长，到 2020 年 11 月已达 3.2 亿，占比近三成

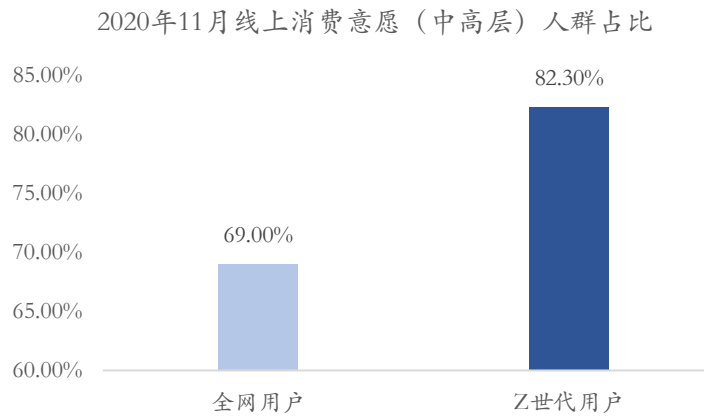


资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

图表 36 Z 世代用户具备较高的消费能力



图表 37 Z 世代用户具备较高的消费意愿



资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

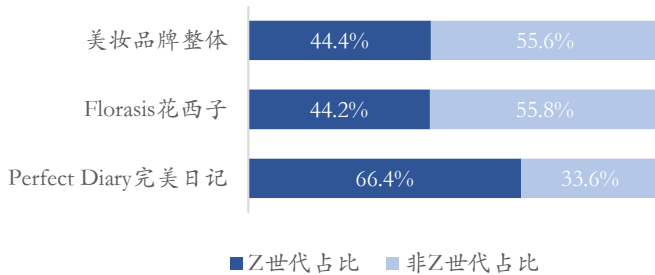
资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

Z 世代更加注重颜值消费。一方面在为颜值消费的国货美妆品牌中，Z 世代用户为主流群体。根据 QuestMobile 数据显示，截止 2020 年 11 月，在美妆品牌整体受众中，Z 世代用户占比高达 44.4%。以品牌关注度 TOP2 的品牌为例，在国货品牌花西子的受众群体中，Z 世代用户占比达 44.2%；在完美日记的受众中，Z 世代用户占比达 66.4%。另一方面在具备高颜值、拍照分享等特色的消费品牌深受 Z 世代用户欢迎。根据 QuestMobile 数据称，截止 2020 年 11 月，在奶茶饮料类微信小程序中近半数以上的消费人群为 Z 时代用户。

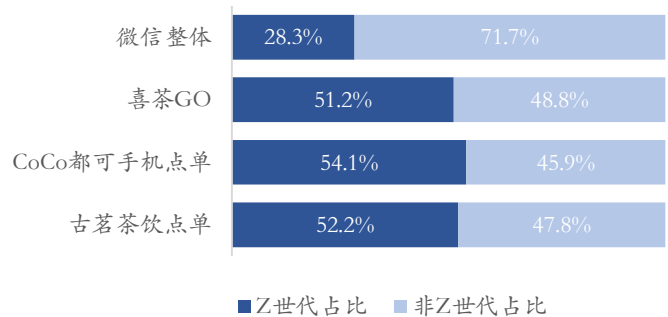
图表 38 Z 世代用户为美妆品牌主流用户群体

图表 39 在奶茶饮料类微信小程序中 Z 时代用户占比超 50%

2020年11月典型美妆品牌受众用户画像



2020年11月典型奶茶饮料类微信小程序用户画像



资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

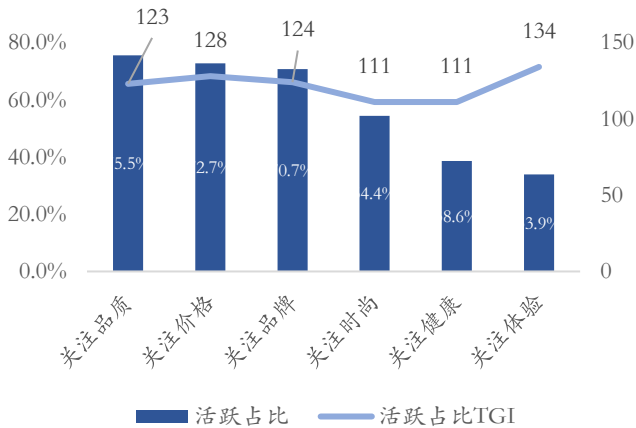
资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

Z 世代用户更注重追求性价比与消费体验。根据 QuestMobile 数据, 截止 2020 年 11 月, 可以观察到 Z 世代用户最关注品质>价格>品牌, 相应的活跃占比分别为 75.5%、72.7%、70.7%。而且相较于全网用户而言, Z 世代用户非常关注消费体验, 关注度超全网用户。同时, 根据艾瑞咨询数据, 在电商 APP 中, 拼多多最受 Z 世代用户欢迎, 其次是蘑菇街和闲鱼, 可以看出 Z 世代用户消费追求实惠, 是性价比至上。

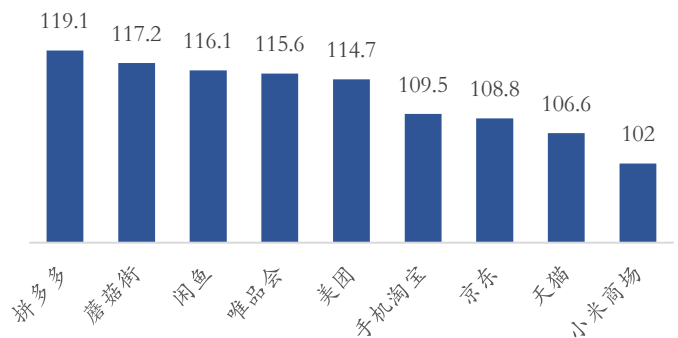
图表 40 相较于品牌, Z 世代用户更注重追求性价比与消费体验

图表 41 从 Z 世代用户对电商 APP 的偏好程度来看, Z 世代用户消费更追求性价比

2020年11月Z世代用户 消费关注点占比



2020年6月中国移动网民中Z时代用户对电子商务APP的偏好度



备注: 活跃占比 TGI=Z 世代用户某个标签属性的月活跃占比/全网具有该标签属性的月活跃占比*100

备注: 目标设备数大于 1000 万

资料来源: 艾瑞咨询数据, 华安证券研究所

资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

我们认为随着 Z 世代消费规模已成, 我国消费市场将进入迭代周期。不论是新经济品牌的出现, 还是原有老品牌升级年轻化, 本质都是在做消费迭代。随着新经济类品牌逐渐崭露头角, 在消费者心中树立品牌意识将是企业发展的必经之路, 而线下广告是新经济类品牌的好朋友, 在资本的加持下, 分众有望持续受益。我们通过梳理 2018-2020 年江南春在新浪微博上发布的日用消费品类广告可以看到, 公司日用消费品客户数量逐渐增加, 消费迭代类品牌投放数量持续增长。其中, 既有新经济的黑马品牌, 如小仙炖、

完美日记、花西子等，又有传统老品牌如海澜之家、飞鹤奶粉等为年轻化升级进行的投放广告。

图表 42 公司日用消费品客户数量逐渐增加，消费迭代类品牌投放数量持续增长

	2018 年	2019 年	2020 年	
日用消费品	酒精类	雪花勇闯天涯 superX、小郎 酒	剑南春、长城葡萄酒、青花郎	泸州老窖、酒鬼酒、红星 1949 白酒、 长城五星葡萄酒、孔雀令、江小白、 衡昌烧坊、青花汾酒
	食品饮料	露露热饮、金 龙鱼阳光葵花 籽油、华夏幸 福食品、燕之 屋、飞鹤奶粉、 加多宝、百岁 山、幸福西饼、 良品铺子、蟹 太太、味千拉 面、竹叶青	燕庄芝麻油、竹叶青、南国椰子营 养粉、佳贝艾特羊奶粉、三全食品、 飞鹤奶粉、Neolac 悠蓝有机奶粉、 延中盐汽水、光明莫斯利安、钟薛 高、洽洽每日坚果、兰雀欧洲原装 进口纯牛奶、西贝莜面村、百岁山、 溜溜梅、老乡鸡、雅培菁挚有机鲜 奶、太太乐原味鲜酱油、龙牡壮骨 颗粒、小仙炖鲜炖燕窝、悦鲜活牛 乳、桃花姬阿胶糕、福临门	味库海鲜、飞鹤奶粉、光明乳业、冠 益乳、农夫山泉、竹叶青、良品铺子、 王老吉刺柠吉、蓝河羊奶粉、每日鲜 语鲜牛奶、伊利植选植物奶、小仙炖 鲜炖燕窝、优诺、吉士汀奶酪、喜小 茶、凤祥股份、洽洽、自嗨锅、好记 酱油、康师傅冰红茶、八马茶业、海 普诺凯 1897 奶粉、蟹都汇、华祥苑 国缤茶、钟薛高、锅圈食汇、a1 零 食研究所、鲜面传、中粮福临门米面、 红牛安奈吉饮料、烤匠麻辣烤鱼、白 象汤好喝、理象国、华祥苑国缤茶
	化妆品	玛丽黛佳、娇 韵诗	云南白药面膜、林清轩、海豚家、“薇 诺娜”舒敏特护霜	麦吉丽 Mageline、自然堂、润百颜、 林清轩、华熙生物、花西子、雅诗兰 黛、“薇诺娜”舒敏特护霜、完美日记
	服装	安踏、波司登	波司登、海澜之家、红豆绒柔软型 内衣、小蓝象儿童排汗睡衣	衣邦人、i-baby 恒温睡袋、红豆居 家、报喜鸟、九牧王、ERDOS (善)、 波司登、利郎、暴龙眼镜
	清洁用品 类	云南白药牙 膏、片仔癀牙 膏	斑布、Tempo 得宝纸巾、云南白药 牙膏	马丁古龙香氛洗护系列、飘柔免洗护 发素、斑布、Tempo 得宝纸巾、好易 康生物溶菌牙膏、Soulman 极男洁面、 养元青、麦迪康
	医药保健			颐圣堂、杜蕾斯、朗迪钙、诗碧曼、 草晶华

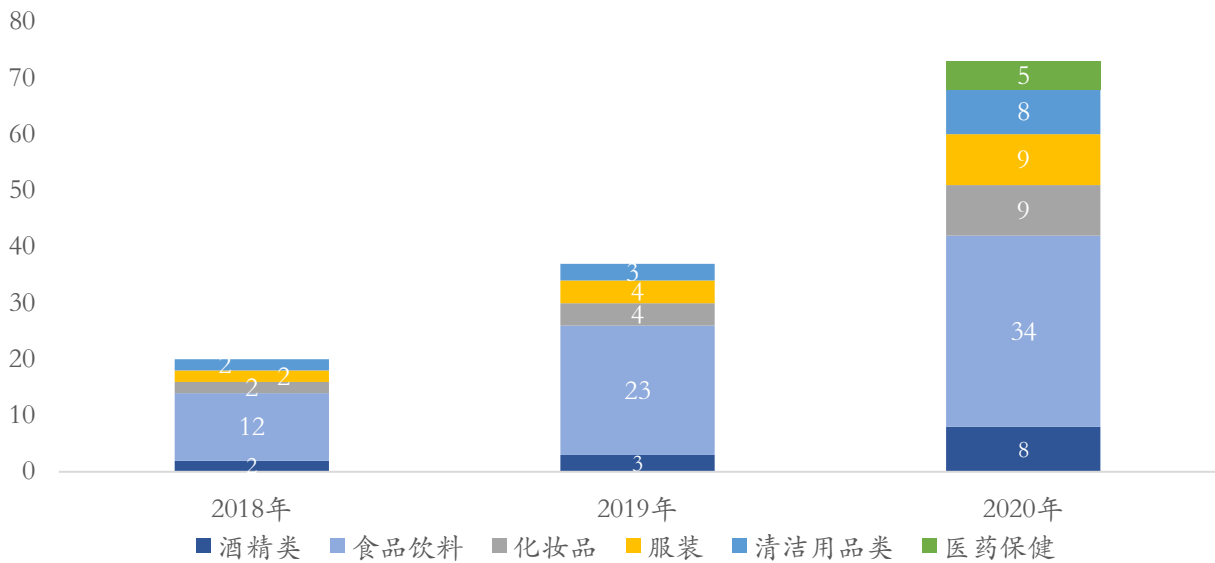
资料来源：华安证券研究所整理（根据分众传媒董事长江南春个人认证微博整理）

1.3.2 展望：正反馈效应作用下，投放平台会呈现强者愈强态势

广告主对投放渠道的选择，符合正反馈机制。无论任何渠道的广告投放效果，最终均是反映在广告主的营收上。所以，对于投放效果好的渠道，广告主会继续投放；对于投放效果差的渠道，广告主会重新选择投放平台，这在商业模式上符合正反馈的机制。

2018-2020 年公司日用消费品客户数持续增长，食品饮料行业当先。我们通过梳理 2018-2020 年江南春在新浪微博上发布的日用消费品类广告发现，从 2018 年开始，公司日用消费品类广告投放数量持续增长，2018-2020 年日用消费品类广告投放数量分别为 20 家、37 家、73 家。其中，食品饮料客户占比最高，占比近五成，2018-2020 年食品饮料相关客户投放数量分别为 12 家、23 家、34 家。

图表 43 2018-2020 年江南春微博发布的公司日用消费品客户数量统计情况 (单位: 家)



资料来源: 华安证券研究所整理 (根据分众传媒董事长江南春个人认证微博整理)

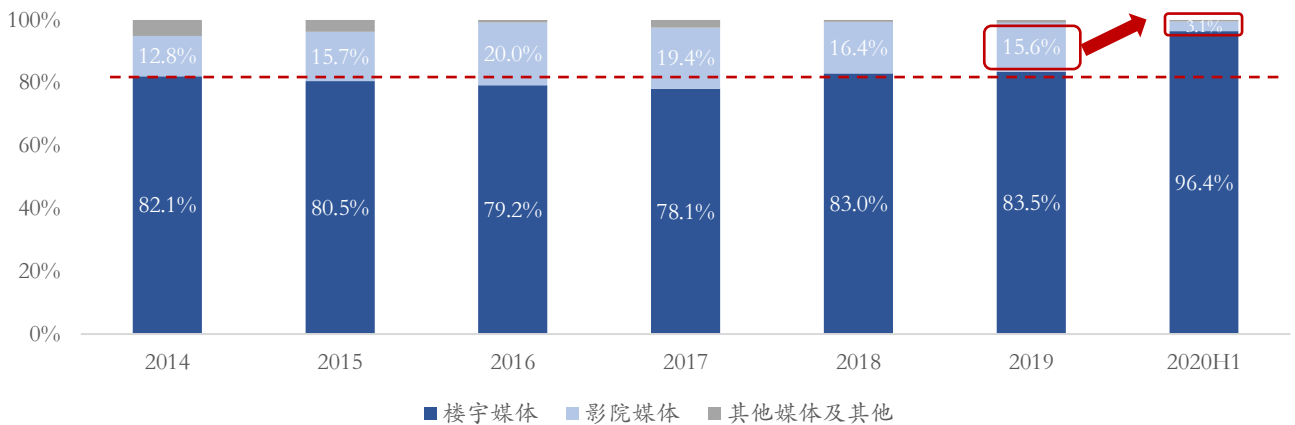
我们认为, 广告主对广告投放渠道的选择符合正反馈机制, 在其作用下, 投放平台会呈现强者愈强的态势。而从分众传媒在日用消费品类客户数持续增长的情况, 我们可以看出公司众多品牌引爆案例对公司客户的吸引力逐步增强。我们判断, 日用消费类客户投分众的趋势将有望延续。同时, 在消费迭代背景下, 新消费品牌不断有黑马涌现, 而且原有的老消费类品牌也在推陈出新、打造年轻化新品, 分众有望持续受益。

2 从产品结构看, 影院媒体营收将恢复

2.1 产品结构: 楼宇媒体 82%+影院媒体 18%

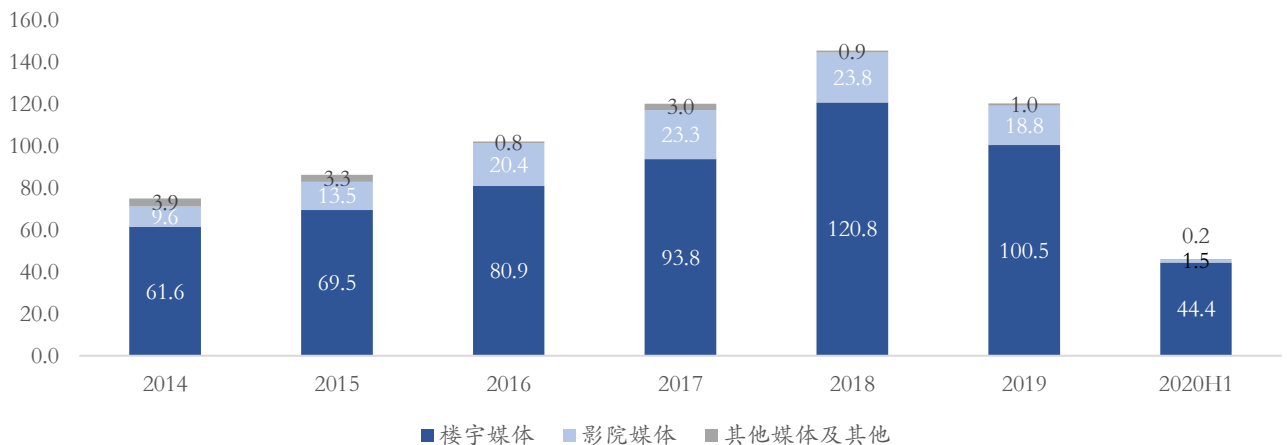
从历史营收情况来看, 楼宇媒体占营收比重约 82%, 影院媒体占营收比重约 18%。根据公司公告数据, 2014-2019 年, 楼宇媒体占公司营收比重一直维持在 80%左右、影院媒体占公司总营收比重在 15%左右。受疫情影响, 影院媒体收入骤降。由于防疫工作需要, 我国电影市场从 2020 年 1 月 24 日开始休业到 7 月 19 日, 累计休业 178 天。因为影院停业, 到 2020H1, 公司影院媒体收入骤降至 1.5 亿元, 占比也下滑至 3.1%。

图表 44 受新冠疫情影响，影院媒体收入骤降



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 45 2016-2019 年影院媒体贡献营收近 20 亿



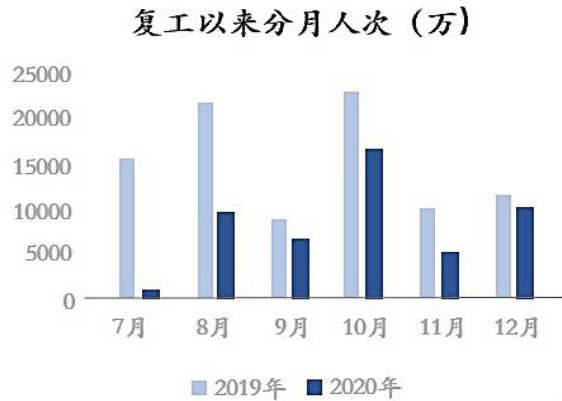
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 2021 年影院媒体营收有望恢复

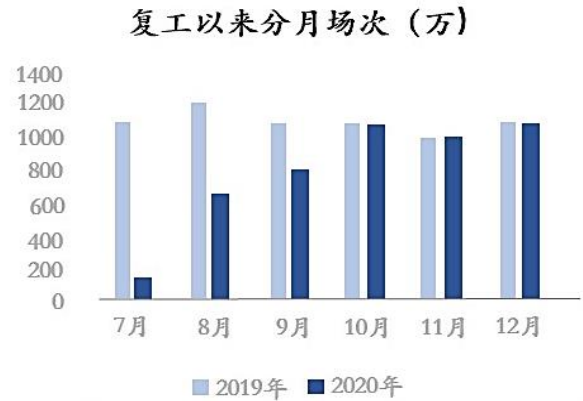
影院媒体收入与影院恢复情况息息相关，就目前情况来看，我们认为 2021 年影院媒体收入恢复是大概率事件。从各项数据来看，自 2020 年 7 月影院全面复工以来，到 2020 年 12 月我国影院市场复苏程度超九成。根据猫眼数据，到 2020 年 12 月，我国电影市场观影人次、场均观影人次、放映场次、票房与票价等均达到 2019 年同期的 90% 及以上，说明我国电影市场综合恢复程度已超九成。

虽然进入冬季以来，疫情出现有所反复的迹象，但我们认为仍无需过度担心，首先疫情并未大范围爆发，中高风险地区仍是极少数，并且国家发改委于 1 月 27 日下发的《关于做好人民群众就地过年服务保障工作的通知》中也提到，“低风险的地区影剧院等演出和娱乐场所接纳人数不能超过核定人数的 75%”，消除了市场对于需求端的担忧，我们认为 2021 年春节档仍可保障。至 2021Q2 后，我们认为电影市场将全面正常化，伴随着优质供给，我们看好产品大年下影市全面复苏且相比 2019 年有正增长，分众的影院广告也随之受益。

图表 46 从各项数据来看, 到 2020 年 12 月我国电影市场复苏程度超九成



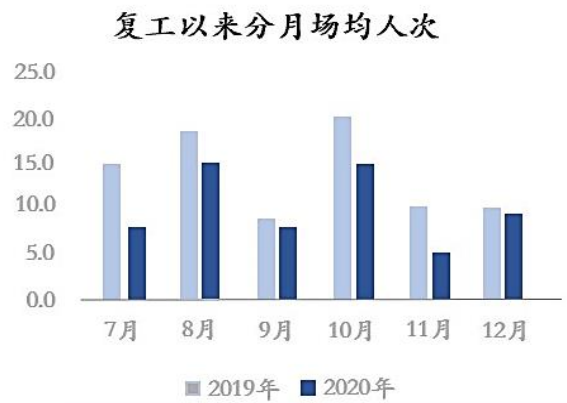
12月人次达到去年同期90%



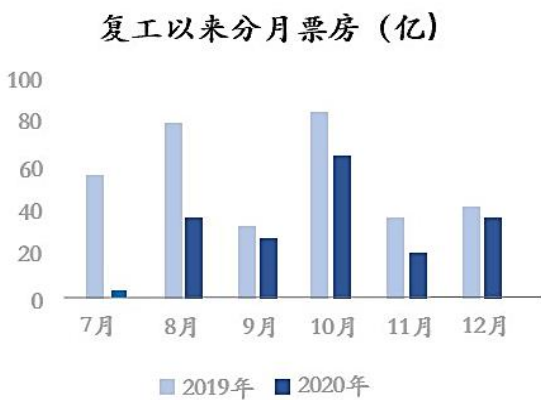
12月场次达到去年同期95%



12月平均票价达到去年同期103%



12月场均人次达到去年同期95%



12票房达到去年同期92%



12月新片数量与去年同期持平

资料来源: 猫眼娱乐《2020 电影市场数据洞察》, 华安证券研究所

3、盈利预测与投资建议

我们认为在公司点位优势、行业竞争格局等方面暂无重大变化之际，看好下游客户持续投放给公司未来收入端带来的确定性。预计公司 2020 年至 2022 年营业收入分别为 119.72 亿元、159.91 亿元、190.77 亿元，归母净利润分别为 40.39 亿元、56.75 亿元、72.02 亿元，EPS 分别为 0.28 元、0.39 元、0.49 元，对应 PE 分别为 35.87X、25.53X、20.12X。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：

宏观经济环境恢复不及预期；在线教育公司广告投放情况不及预期；传统消费品类公司新品推出及新经济类消费品牌推出不及预期；影院恢复不及预期；疫情反复风险；行业竞争加剧；社区团购行业监管风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	11511	15159	21929	29846	营业收入	12136	11972	15991	19077
现金	3861	7831	13013	19767	营业成本	6650	4341	5705	6442
应收账款	4170	3936	5257	6272	营业税金及附加	283	279	373	445
其他应收款	60	59	79	95	销售费用	2256	2226	2973	3547
预付账款	867	781	1027	1160	管理费用	576	479	640	763
存货	4	3	4	4	财务费用	-20	-77	-157	-260
其他流动资产	2549	2549	2549	2549	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	7176	7014	6851	6689	公允价值变动收益	57	0	0	0
长期投资	1117	1127	1137	1147	投资净收益	218	177	262	297
固定资产	1581	1413	1246	1079	营业利润	2366	5076	7128	9038
无形资产	45	30	16	2	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	4434	4443	4452	4461	营业外支出	19	0	0	0
资产总计	18687	22173	28780	36535	利润总额	2348	5076	7128	9038
流动负债	3671	3147	4123	4737	所得税	493	1066	1497	1898
短期借款	51	51	51	51	净利润	1855	4010	5631	7140
应付账款	571	373	490	553	少数股东损益	-20	-29	-44	-61
其他流动负债	3049	2724	3583	4133	归属母公司净利润	1875	4039	5675	7202
非流动负债	1010	1010	1010	1010	EBITDA	2738	4644	6252	7794
长期借款	802	802	802	802	EPS (元)	0.13	0.28	0.39	0.49
其他非流动负债	208	208	208	208					
负债合计	4681	4157	5133	5747					
少数股东权益	228	199	155	94					
股本	334	334	334	334					
资本公积	388	388	388	388					
留存收益	13057	17095	22770	29972					
归属母公司股东权益	13778	17817	23492	30694					
负债和股东权益	18687	22173	28780	36535					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	3430	3824	4958	6501	成长能力				
净利润	1875	4039	5675	7202	营业收入	-16.6%	-1.4%	33.6%	19.3%
折旧摊销	515	183	183	183	营业利润	-66.0%	114.5%	40.4%	26.8%
财务费用	22	0	0	0	归属于母公司净利	-67.8%	115.4%	40.5%	26.9%
投资损失	-218	-177	-262	-297	获利能力				
营运资金变动	679	-202	-612	-549	毛利率 (%)	45.2%	63.7%	64.3%	66.2%
其他经营现金流	1753	4223	6261	7713	净利率 (%)	15.5%	33.7%	35.5%	37.8%
投资活动现金流	-1582	146	224	253	ROE (%)	13.6%	22.7%	24.2%	23.5%
资本支出	-341	-12	-19	-25	ROIC (%)	11.8%	18.6%	19.5%	19.0%
长期投资	-744	-20	-20	-20	偿债能力				
其他投资现金流	-496	178	263	298	资产负债率 (%)	25.0%	18.7%	17.8%	15.7%
筹资活动现金流	-2334	0	0	0	净负债比率 (%)	33.4%	23.1%	21.7%	18.7%
短期借款	3	0	0	0	流动比率	3.14	4.82	5.32	6.30
长期借款	-90	0	0	0	速动比率	2.90	4.57	5.07	6.05
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	202	0	0	0	总资产周转率	0.65	0.54	0.56	0.52
其他筹资现金流	-2450	0	0	0	应收账款周转率	2.91	3.04	3.04	3.04
现金净增加额	-490	3970	5182	6754	应付账款周转率	11.65	11.65	11.65	11.65
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.13	0.28	0.39	0.49
					每股经营现金流薄)	0.23	0.26	0.34	0.44
					每股净资产	0.94	1.21	1.60	2.09
					估值比率				
					P/E	49.00	35.87	25.53	20.12
					P/B	6.67	8.13	6.17	4.72
					EV/EBITDA	-0.31	-0.78	-1.41	-2.00

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 姚天航, 传媒行业高级研究员, 中南大学本硕。三年传媒上市公司经验, 曾任职于东兴证券、申港证券, 2020 年加入华安证券研究所。

联系人: 郑磊, 传媒行业高级研究员, 英国萨里大学银行与金融专业硕士, 三年买方传媒行业研究经验, 两年传媒上市公司内容战略和投资经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。