

公司深度
分众传媒 (002027)
传媒 | 营销传播
经济复苏态势延续，全年业绩增长仍具较高确定性

2021年03月30日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 10.80-12.00 元
交易数据

当前价格 (元)	9.47
52 周价格区间 (元)	3.85-13.19
总市值 (百万)	138999.53
流通市值 (百万)	138999.53
总股本 (万股)	1467788.03
流通股 (万股)	1467788.03

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
分众传媒	-13.52	-1.56	121.74
营销传播	-7.71	-3.75	35.7

杨甫

 执业证书编号: S0530517110001
 yangfu@cfzq.com

曹俊杰

caojj@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理
相关报告

- 《分众传媒：分众传媒 (002027.SZ) 业绩预告跟踪：2021Q1 盈利略超预期，梯媒增长势头延续》 2021-03-29
- 《分众传媒：分众传媒(002027) 2020 三季度点评：梯媒持续高景气，收入增速及成本降幅超预期，预计 Q4 将持续》 2020-11-02
- 《分众传媒：分众传媒(002027)：半年报业绩超预期，梯媒加速回暖、向上拐点明确》 2020-08-26

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	14551.29	12135.95	12097.00	15874.20	19049.04
净利润 (百万元)	5822.97	1875.28	4004.00	5807.95	6935.85
每股收益 (元)	0.40	0.13	0.28	0.40	0.47
每股净资产 (元)	0.97	0.94	1.07	1.26	1.48
P/E	24.02	74.59	33.82	23.68	20.15
P/B	9.85	10.15	9.24	7.85	6.66

资料来源：贝格数据，财信证券

投资要点：

- **分众主营业务为电梯广告和影院广告，是线下品牌广告龙头。**从多元化探索到聚焦主业，公司坚持深耕生活圈媒体。2020Q2 以来，经济逐渐走出疫情，广告主数量增多、梯媒景气度持续回升，预计 2020 年梯媒单屏收入提高约 20%，驱动单屏毛利率增加 16pct 至 64%。
- **分众市占率较高，行业增长空间依然广阔。**1) 梯媒端。分众梯媒广告收入市占率一般稳定在 70%-80%，预计疫情冲击下的市占率提升至 80%-85%。从上而下的广告支出角度看，未来 5 年梯媒广告收入空间 182 亿元-306 亿元，假设分众市占率达到 85%，则梯媒收入规模可达 280 亿元，对应年化增速 20%。2) 影院端。分众银幕渗透率不足 20%，预计影院广告收入市占率在 40%-50%。从单银幕广告收入角度看，预计未来 5 年影院广告收入空间 80 亿元-120 亿元，假设分众市占率达到 70%，则影院广告收入规模可达 70 亿元，对应年化增速 29%。
- **经济复苏态势延续，梯媒增量看“提价+扩屏+次级点位释放价值”。**1) 需求端，经济复苏延续+国产新消费品牌崛起+客户结构改善，预计全年投放稳中有涨；2) 增长点，提价尚有超过 30%的空间+预计 2021 年点位柔性扩张 10%+智能屏在线 DSP 系统拓展下沉市场中小客户以释放次级点位价值；3) 租金降低+人工成本优化，整体成本控制良好，预计梯媒毛利率继续提高。
- **供需向好，全年影院广告有望贡献超预期利润。**1) 需求端，全年观影需求不弱，广告主投放信心逐步恢复，全年票房有望恢复至 2019 年水平；2) 供给端，竞争对手退出，“双寡头”格局基本定型，分众整合优质院线资源，市场集中度进一步提升；3) 原有合同租金成本向下调整，预计新签影院成本也有所降低，全年有望贡献超预期利润。
- **投资建议与盈利预测：**我们认为 2021 年分众业绩增长确定性较高，看好此轮消费升级背景下国产新消费品牌对公司业绩增长的驱动作用。预计公司 2021-2022 年营收分别为 158.74/190.49 亿元，归母净利润为 58.08/69.36 亿元，EPS 为 0.40/0.47 元，对应 PE 分别为 23.68/20.15 倍。以 2021 年为基准，给予公司 27-30 倍 PE，对应价格区间 10.80-12.00 元。维持“推荐”评级。
- **风险提示：宏观经济下行；政策监管风险；市场竞争加剧；广告主投放不及预期；电影票房恢复不及预期。**

内容目录

1 公司概况：聚焦生活圈媒体，线下品牌广告龙头	4
1.1 历史沿革：从多元化到聚焦主业，深耕生活圈媒体.....	4
1.2 股权架构：实控人持股比例较高，两轮员工激励计划稳军心.....	6
1.3 主营业务：梯媒景气度回升，单屏收入提升驱动毛利率修复.....	6
2 行业分析：市占率较高，增长空间依然广阔	8
2.1 市场空间.....	8
2.1.1 梯媒广告：未来5年市场空间可达300亿元.....	8
2.1.2 影院广告：未来5年市场空间有望超过100亿元.....	10
2.2 市占率.....	10
2.2.1 梯媒广告：收入市占率超70%，预计未来稳中有升.....	10
2.2.2 影院广告：银幕渗透率不足20%，提升空间广阔.....	12
3 梯媒广告：经济复苏延续，未来增量看“提价+扩屏+次级点位释放价值”	13
3.1 需求端：宏观经济复苏延续，消费升级引领新一轮广告投放增长.....	13
3.2 增长点：提价有空间，扩屏柔性化，数字化提升广告投放效率.....	15
3.3 财务分拆预测：成本控制良好，预计2021年梯媒毛利率继续提高.....	17
4 影院广告：供需向好，全年有望贡献超预期利润	18
4.1 需求端：观影需求不弱，广告主投放信心逐步恢复.....	18
4.2 供给端：竞争格局确定，市场集中度有望进一步提升.....	20
4.3 财务分拆预测：租赁成本调整，全年有望贡献超预期利润.....	20
5 投资建议与盈利预测	22
6 风险提示	22

图表目录

图 1：2005 年以来分众传媒业绩及对应市值.....	4
图 2：分众传媒发展历程.....	5
图 3：分众传媒股权结构图.....	6
图 4：楼宇媒体和影院媒体业务业绩贡献占比情况.....	7
图 5：全媒体与梯媒广告刊例花费同比增速.....	7
图 6：楼宇媒体的单屏收入、单屏成本及毛利率测算水平（含电梯 LCD 和电梯海报）.....	7
图 7：电梯 LCD 与电梯框架的单屏收入相对比估算.....	8
图 8：整体广告支出/GDP vs 梯媒广告/整体广告支出.....	8
图 9：影院单银幕广告收入水平（分众传媒，万达电影）.....	10
图 10：银幕渗透率（分众传媒，万达电影）.....	10
图 11：GDP 增速与整体广告收入增速情况.....	11
图 12：分众梯媒广告收入市占率情况.....	11
图 13：中国电梯保有量及其增速.....	12
图 14：分众传媒所覆盖电梯的市场渗透率.....	12
图 15：分众传媒影院业务情况.....	12
图 16：分众传媒影院银幕渗透率.....	12
图 17：社会消费品零售总额及当月同比变化.....	13
图 18：全媒体广告市场刊例花费增速变化.....	13
图 19：分众屏幕折射中国十年新经济发展变化.....	14

图 20: 分众屏幕上的新消费品牌不断涌现.....	14
图 21: 2014 年-2020H1 分众传媒客户结构变化情况.....	15
图 22: 2015 年-2020 年在线教育融资数量和金额.....	15
图 23: 分众传媒单屏收入及单银幕收入测算水平.....	16
图 24: 2021 年 1 月梯媒同比增速&环比增速.....	16
图 25: 分众传媒电梯 LCD 和电梯海报点位数量情况.....	17
图 26: 分众传媒电梯媒体点位的城市分布情况.....	17
图 27: 2014 年-2021 年春节档票房数据.....	19
图 28: 影院视频广告刊例花费同比增速.....	19
图 29: 影院广告毛利率逐年下滑.....	20
图 30: 影院视频广告刊例花费年度同比增速.....	20
表 1: 未来 5 年梯媒广告收入成长空间测算.....	9
表 2: 分众传媒与主要互联网平台的广告运营情况.....	9
表 3: 未来 5 年影院广告收入成长空间测算.....	10
表 4: 分众传媒及主要竞争对手情况.....	11
表 5: 分众传媒电梯媒体盈利情况拆分及预测.....	18
表 6: 分众传媒主要人员构成及梯媒人工成本预测.....	18
表 7: 2021 年国产影片&进口片的定档情况.....	19
表 8: 上海电影与分众传媒的合同调整内容.....	21
表 9: 分众传媒影院媒体盈利情况拆分及预测.....	21
表 10: 分众传媒影院媒体毛利润弹性测算.....	22

1 公司概况：聚焦生活圈媒体，线下品牌广告龙头

1.1 历史沿革：从多元化到聚焦主业，深耕生活圈媒体

分众传媒由江南春于 2003 年注册成立，前身是 1994 年 7 月创立的上海永怡传播公司。2003 年至 2004 年期间，公司完成三轮融资，前后分别获得软银/UCI、鼎晖/华盈/德丰杰等、高盛/和英国 3i 公司/维众中国等国际知名基金投资。2005 年公司于美国纳斯达克上市、2013 年完成私有化退市，2015 年借壳七喜控股登陆 A 股市场，成为中国传媒第一股。

图 1：2005 年以来分众传媒业绩及对应市值



资料来源：wind，财信证券

回顾公司发展历史，可分为以下几个阶段：

1) 2005-2008 年：高歌猛进，并购扩张做大业务矩阵。2005 年，公司提出口号“打造中国最大的数字传媒集团”。上市后的 2 年里公司先后收购了框架传媒(公寓电梯媒体)、聚众传媒(商业楼宇媒体)、美国 ACL(影院映前广告)、好耶(互联网广告)、玺诚传媒(卖场视频广告)等，2010 年公司又认购了华视传媒 15% 股权涉足公交地铁视频媒体广告业务，业务版图囊括了“电梯广告+卖场广告+影院映前广告+互联网广告+公交地铁广告”等户外媒体资源。整体来看，除框架传媒、聚众传媒等的收购相对成功外，互联网、手机广告等方面的扩张则是高速扩张的失败成果。

2) 2009-2014 年：聚焦主业，积极创新谋长远发展。监管环境的变化导致并购后的整合不及预期叠加 2008 年美国金融危机爆发，公司一次性计提无形资产摊销及商誉减值等资产减值损失，导致 2008 年全年亏损超 50 亿元。2009 年江南春回归，着手整合与剥离非核心业务，前后出售玺诚传媒、好耶广告等板块，聚焦商业楼宇、公寓及卖场三大户外广告业务场景。

随着移动互联网和智能手机的普及，移动广告市场份额占比快速提升。为此，公司在 2011 年推出“新一代互动屏+Q 卡”业务，即在原单一显示屏下方增加三块互动感应小屏，用于展示产品促销、优惠品等信息，消费者可领取并激活 Q 卡来参与附近商家的

优惠打折活动。此外，公司还开始探索基于LBS的O2O精准营销业务，2014年在电梯电视媒体设备中增加WiFi、iBeacon、NFC等技术，实现与线下手机客户端连接互动。此时，公司的重新定位是媒体公司。

3) 2013-2015年：美股退市，回归A股大幅提升市值。2011年，浑水就公司高溢价收购、关联交易、虚增液晶屏数量等方面问题发布做空报告。2013年，公司完成美股私有化退市。期间，美国证监会就公司违规出售旗下一家分公司展开调查并对公司处以5560万美元罚金。公司重整信心，2015年借壳“七喜控股”登陆A股市场，随后入选沪深300指数、中证100指数，估值水平大幅提升，平均市值水平提高约6倍。

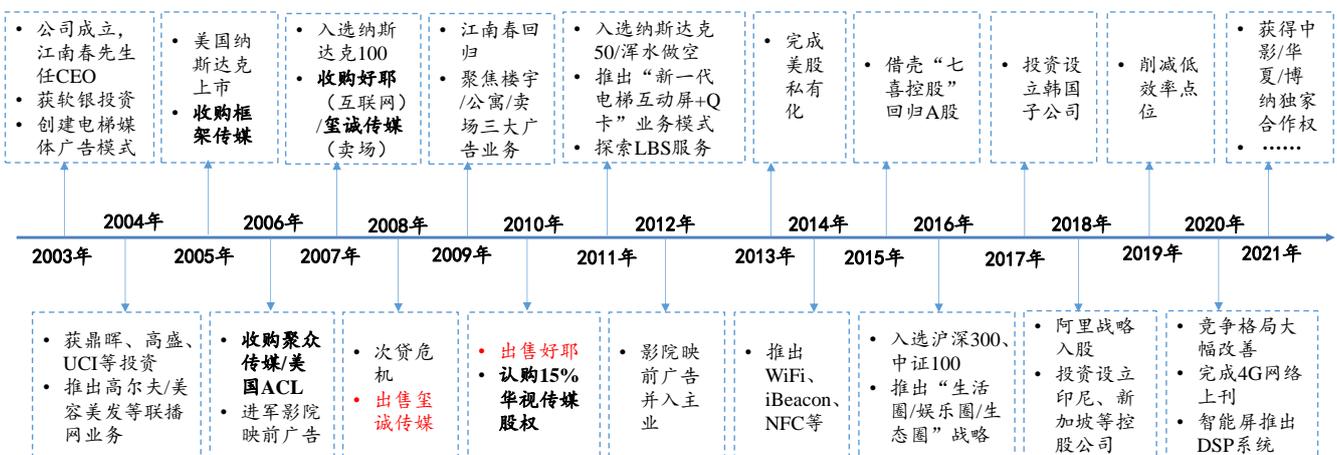
4) 2016-2019年：协同并购，经济和行业环境变化导致业绩下滑。2016年，公司延续了“内生增长+外延并购”思路，将覆盖面扩展至“生活圈+娱乐圈+生态圈”，即生活圈聚焦一二线城市媒体、加大三四线下沉城市资源覆盖，娱乐圈加大体育领域、娱乐制作等内容投资，生态圈扩展至个人贷款、金融支付等衍生业务，从而实现人与信息、人与娱乐、人与金融的互动对接。

2018年，新潮传媒入局，价格战兴起，楼宇媒体行业竞争加剧。为此，公司扩张媒体点位以保证市场份额。同年7月，公司宣布获得阿里150亿元战略投资。但此时宏观环境发生变化，广告主投放需求缩减，公司盈利状况进入两年调整期，随后逐渐剥离娱乐圈和生态圈业务，聚焦生活圈媒体板块。

5) 2020年-至今：疫情加速行业调整，公司开启新一轮成长周期。2020年初新冠疫情冲击下，新潮传媒业绩大幅下滑，公司积极调整广告主结构、优化媒体资源点位，2020Q2起业绩快速反弹，开启新一轮成长周期。

影院广告方面，2019年7月，影院映前广告竞争对手搜狐晶茂宣布破产。2020年12月，公司又获得中影、华夏、博纳等旗下影院映前广告的独家合作权。至此，中国top10影投体系中，公司独占8家，议价权大幅提升。展望明年，中国经济处在修复回升通道，公司业绩有望在经济顺周期、行业竞争格局改善、自身成本优化的三重加持下继续向上。

图 2：分众传媒发展历程



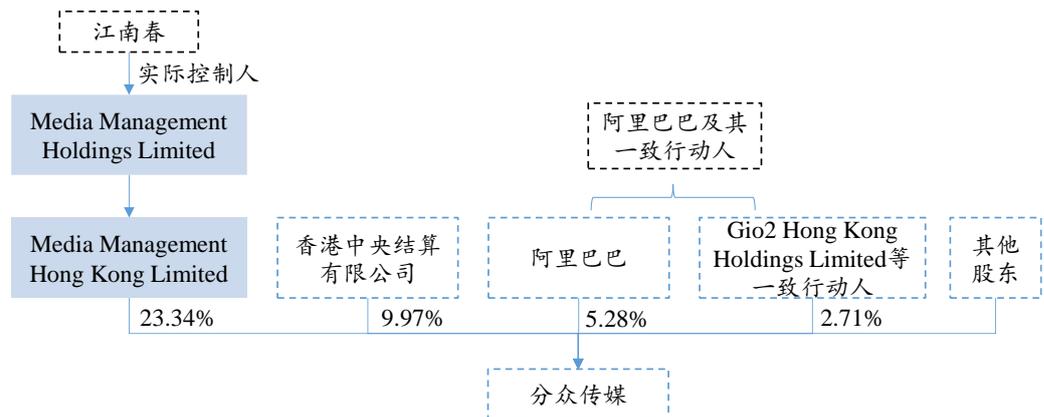
资料来源：公司公告，财信证券

1.2 股权架构：实控人持股比例较高，两轮员工激励计划稳军心

江南春作为公司创始人，对广告业务有独到的见解，对公司控制权一直较为稳定。2018年7月，公司获得阿里巴巴集团及其关联方150亿元战略投资，完成阿里线下流量入口的营销布局。截至2021年1月底，江南春持股比例23.34%，阿里及其一致行动人持股比例7.99%。此外，2020Q2起，沪深港股通的持股比例呈不断走高趋势，目前代表沪深港股通的香港中央结算有限公司的持股比例9.97%。

登陆A股后，公司共推出两轮持股计划，显示长期稳定发展信心。1) 2019年2月，公司公布第一期员工持股计划，拟针对董监高及关键岗位人员筹集资金总额不超过3亿元。2) 2020年12月15日，公司推出第二轮员工持股计划，主要对象为对2020年度公司经营业绩有突出贡献的董监高及其他核心人员，授予价格为0元/股，且不附加业绩考核条件。公司前后推出两轮持股计划，有助于在业绩低谷期提振员工信心和凝聚力，使核心员工与公司利益一致，确保公司长期稳定发展。

图3：分众传媒股权结构图

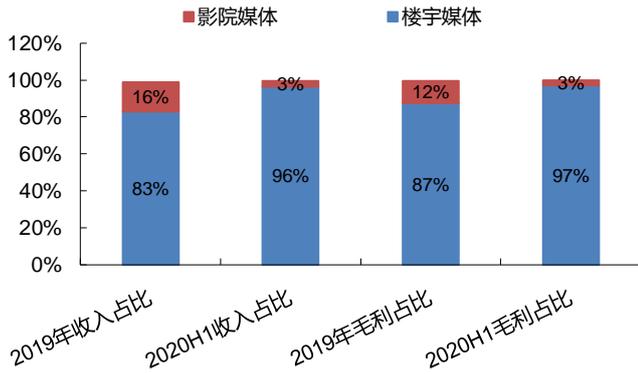


资料来源：wind，财信证券

1.3 主营业务：梯媒景气度回升，单屏收入提升驱动毛利率修复

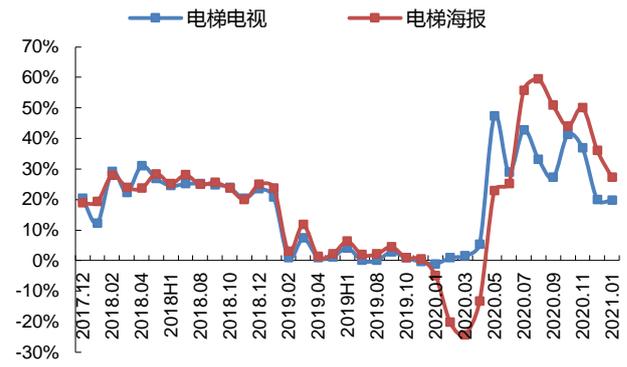
梯媒景气度回升，楼宇媒体业绩贡献占比提升至九成以上。公司以生活圈媒体为核心，一直以来楼宇媒体广告收入贡献占比位于80%-85%，影院媒体广告收入占比15-20%。年初疫情冲击下，线下经济活动受阻，而梯媒广告率先复苏。2020年2月起，电梯LCD同比恢复正增长；2020年5月起，电梯LCD和电梯框架均保持同比增速20%以上，持续维持较高景气度。此外，影院停摆6个月导致公司二季度的影院映前广告颗粒无收，全年影院媒体广告收入4.78亿元，较2019年降低76%。预计2020年，公司楼宇媒体收入和毛利占比分别达96%和97%，业绩贡献占比进一步提升。

图 4：楼宇媒体和影院媒体业务业绩贡献占比情况



资料来源：wind，财信证券

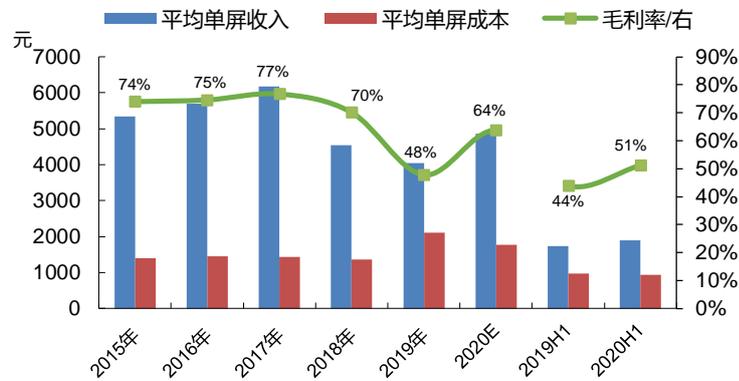
图 5：全媒体与梯媒广告刊例花费同比增速



资料来源：CTR，财信证券

梯媒单屏收入提高，驱动整体毛利水平回升。对梯媒而言，由“单屏收入=单价*折扣*点位数量*刊挂率”可知，单屏收入的高低体现了媒体点位的经营效率，同时与客户数量、刊挂率等指标成正比。根据计算，2018年新潮入局加剧行业竞争，公司为保证市场份额而大幅扩张点位，导致2018年单屏收入下降26.56%，2019年单屏成本增加55.45%，2019年毛利率下降至48%。2020年初疫情冲击下，线下经济活动暂停，竞争对手生存状况恶化，公司积极调整客户结构、优化低效点位、节省运维成本，在点位柔性扩张的假设下，预计2020年单屏收入同比增加20.39%、单屏成本下降16.32%，毛利率回升至64%，较2019年增加16pct至64%。

图 6：楼宇媒体的单屏收入、单屏成本及毛利率测算水平（含电梯 LCD 和电梯海报）



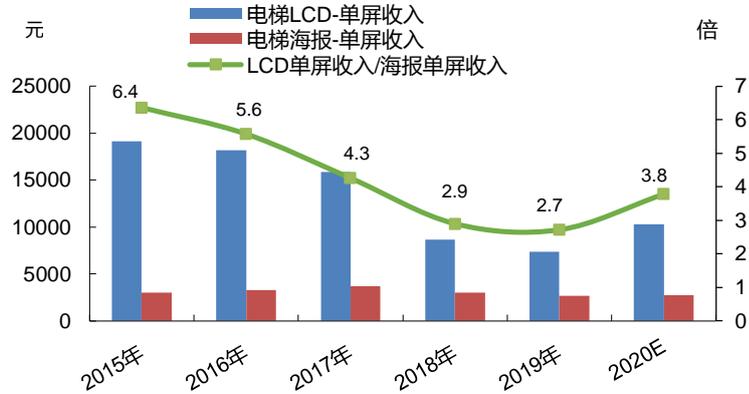
资料来源：wind，财信证券

预计 2020 年公司客户数量较 2019 年有明显增加。将梯媒分拆为电梯 LCD 和电梯框架来看，由于电梯框架在套餐内一次只能刊登一名广告主，电梯 LCD 可以刊登多名广告主；同时对于单个广告主来说，电梯框架的刊例价稍高于电梯 LCD。若将“电梯 LCD 的单屏收入/电梯框架的单屏收入”简称为“相对收入比”，可知在电梯 LCD 和电梯海报的刊例价和折扣相对变化幅度一致时，“相对收入比”可看作广告主数量的追踪指标。

根据估算，一直以来，公司电梯 LCD 媒体贡献的收入占比约 52%；2020 年疫情冲击下，电梯 LCD 实现远程推送，贡献占比提高至 60% 上下。依据以上假设计算，2018 年和 2019 年的“相对收入比”在不断下滑，说明客户数量在减少，我们认为这主要源于

行业竞争对手掀起价格战，压低实际价格的同时，抢走了部分客户。2020年“相对收入比”开始触底回升，我们预计实际价格因受疫情影响而与2019年水平基本持平，由此基本可推出，2020年公司的客户数量明显增加，后疫情时代广告主的投放需求加大。

图7：电梯LCD与电梯框架的单屏收入相对比估算



资料来源：wind，财信证券

2 行业分析：市占率较高，增长空间依然广阔

2.1 市场空间

2.1.1 梯媒广告：未来5年市场空间可达300亿元

1) 从广告支出角度看，未来5年梯媒广告收入空间182亿元-306亿元。一般而言，广告支出与国民GDP息息相关，经济复苏高涨时期，企业盈利水平提高、广告支出自然增加；经济衰退萧条时期，企业盈利恶化、广告支出率先被削减。根据历史数据，中国广告支出占GDP比例一直较为稳定，位于0.85%-0.87%。我们可采用从上而下的方法对行业成长空间进行估算，假设：①2021年GDP增速6%、2022年-2025年复合增速5%，②中国广告支出占GDP比重提高至1%；③梯媒广告收入占中国广告行业比重提高至2.5%。据此，预计2025年梯媒广告行业收入可达327亿元。

假设分众市占率达到85%，则梯媒端广告收入规模可达280亿元，对应年化增速20%。

图8：整体广告支出/GDP vs 梯媒广告/整体广告支出



资料来源: wind, 财信证券

表 1: 未来 5 年梯媒广告收入成长空间测算

2021 年 GDP 增速 6%		2025 年梯媒广告收入占中国广告行业收入比重				
		1.8%	2.0%	2.2%	2.4%	2.5%
2022 年-2025 年 GDP 复合增速	2%	210	233	256	280	291
	3%	218	242	267	291	303
	4%	227	252	277	302	315
	5%	236	262	288	314	327
	6%	245	272	299	326	340

资料来源: 根据 wind 测算, 财信证券

2) 从月活角度看, 未来 5 年分众梯媒广告收入空间 195 亿元-300 亿元。与互联网平台相比, 可将公司类比为“月活 3 亿”线下广告 app。1) 从商业模式看, 分众通过占据电梯媒体点位形成强制性广告展示; 而互联网平台通过内容留存用户, 进而向广告主售卖用户注意力。2) 从广告效率看, 分众的单 MAU 价值最高, 位于 39 元-60 元; 芒果 TV、微博、爱奇艺、B 站等互联网平台的单 MAU 价值稍低, 均不足 30 元。主要源于公司作为“线下广告 app”的 DAU 与 MAU 相差不大, 可看作用户的“使用忠诚度更高”, 同时具有高频、易触达、干扰小、强制消费等特征, 因此单用户价值更高。而互联网平台的 DAU 与 MAU 相差较大, 反映出平均消费频次并不高, 同时视频平台的盈利模式是“会员+广告”, 会员充值后可自动跳过广告, 二者属于互斥关系, 因此单 MAU 广告价值相对较低。未来, 随着分众覆盖人数增加、市场占有率提升, 单 MAU 价值会随之提升。假设未来 5 年分众覆盖“500 城、500 万终端、5 亿新中等收入群体”, 按照单 MAU 价值 39 元-60 元计算, 预计 2025 年公司梯媒收入规模可达 195 亿元-300 亿元。

表 2: 分众传媒与主要互联网平台的广告运营情况

平均月活(亿人)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2025E
分众传媒	2	2	3.1	3.1	3.1	5
芒果 TV	0.58	0.82	0.93	1.19	1.83	
爱奇艺	3.44	4.66	5.23	5.57	5.52	
微博	2.88	3.67	4.38	4.91	5.28	
B 站	0.32	0.53	0.74	1.02	1.22	
广告收入(年/亿元)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2025E
分众传媒	102	120	146	121	120 (预估)	195-300
芒果 TV	8	12	24	34	41	
爱奇艺	57	82	93	83	68	
微博	40	65	103	107	100 (预估)	
B 站	0.6	1.6	4.6	8.2	18	
年广告收入/平均月活(元)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2025E
分众传媒	51	60	47	39	39	39-60
芒果 TV	14	15	26	28	23	
爱奇艺	16	17	18	15	12	
微博	14	18	24	22	19	
B 站	2	3	6	8	15	

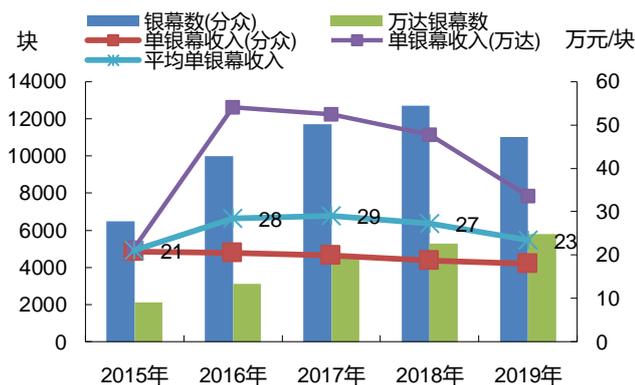
资料来源: wind, 财信证券

2.1.2 影院广告: 未来5年市场空间有望超过100亿元

从单银幕广告收入角度看, 预计未来5年影院广告收入空间80亿元-120亿元。根据“影院广告收入=全国总银幕数*渗透率*单银幕广告收入”可粗略估算出未来5年影院广告收入的市场空间。1) 全国总银幕数: 2020年全国总银幕数达75581块, 同比增速2.4%, 预计未来随着影院下沉及优质商业综合体的开发, 全国影院银幕数仍将保持缓慢增长。2) 渗透率: 当前影院广告市场由万达电影和分众传媒主导, 旗下主要覆盖龙头影投及院线公司, 二者的银幕渗透率尚不足30%。预计未来行业竞争格局不会发生大的变化, 二者合计的银幕渗透率将会随着旗下影院的扩张而逐渐提升。3) 单银幕广告收入: 参考行业龙头2015年-2019年数据, 分众传媒旗下单银幕广告收入区间15万元-20万元, 万达电影旗下单银幕广告收入区间20万元-55万元。假设未来5年全国影院银幕数年复合增速2.2%、2025年影院广告行业的银幕渗透率达60%、单银幕广告价值20万元, 预计2025年影院广告行业收入可达100亿元。

假设分众影院广告收入的市占率达到70%, 则影院端广告收入规模可达70亿元, 对应年化增速29%。

图9: 影院单银幕广告收入水平(分众传媒, 万达电影)



资料来源: wind/灯塔专业版, 财信证券

图10: 银幕渗透率(分众传媒, 万达电影)



资料来源: wind/灯塔专业版, 财信证券

表3: 未来5年影院广告收入成长空间测算

影院广告银幕渗透率达60%		2025年影院单银幕广告收入(万元)		
		20	30	40
2021年-2025年影院复合增速	2.0%	100	150	200
	2.3%	102	152	203
	3.0%	105	158	210

资料来源: wind, 财信证券

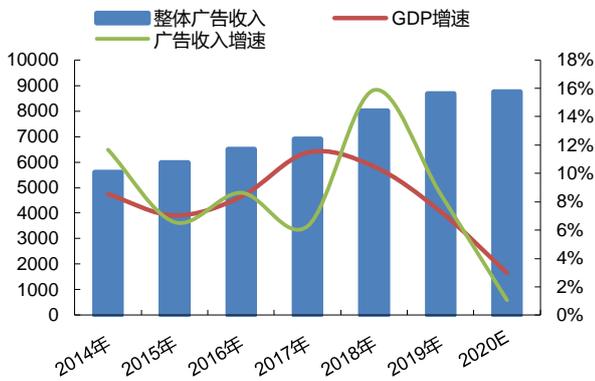
2.2 市占率

2.2.1 梯媒广告: 收入市占率超70%, 预计未来稳中有升

1) 从收入角度看, 分众梯媒广告收入市占率在70%-85%。电梯媒体广告场景最初由分众创立, 后有诸多模仿者进入。2005-2006年, 框架传媒、聚众传媒被分众整合收购;

2018年，分众通过扩屏、价格战等击败最大竞争对手新潮传媒。我们认为，在经过前期收购整合、击退竞争对手之后，分众的市占率稳定在70%-80%。2020年疫情使整体广告行业收入下滑，分众作为线下品牌广告的主渠道却保持了逆势增长，我们预计2020年分众市占率进一步提升至80%-85%。未来，我们预计随着广告主向梯媒投入的不断倾斜，分众有望成为最大的受益者，市占率仍会保持稳中有升。

图 11: GDP 增速与整体广告收入增速情况



资料来源: wind/国家市场监督管理总局, 财信证券

图 12: 分众梯媒广告收入市占率情况



资料来源: wind/国家市场监督管理总局, 财信证券

表 4: 分众传媒及主要竞争对手情况

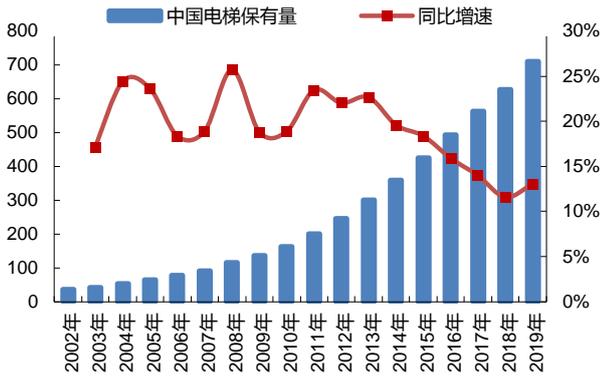
	电梯 LCD (万块)	电梯框架 (万块)	拥有电梯数 (万部)	员工人数 (人)	统计时间	收入水平
分众传媒	66.3	167.2	100-120 (估算)	预计 2021 年 6500-7000 人	2020 年 7 月	2020 年预计梯媒收入 110-115 亿元
新潮传媒	可售点位 55 万个		70	预计 2020 年 3000 人左右	2020 年 8 月	2020 年预计主营收入 10-15 亿元
华语传媒		116	—	—	2016 年底	2016 年主营收入 2.5 亿元
城市纵横		135.77	—	—	2018 年底	2018 年主营收入 3.37 亿元
精视文化		40-50 (估算)	25	—	2017 年底	2017 年主营收入 0.8417 亿元

资料来源: wind, 财信证券

2) 从电梯占有率看，未来分众所覆盖电梯的占有率可达 20%-28%。一方面，从我国电梯保有量来看，我国电梯数量仍在保持稳定增长。2002 年至 2013 年，城镇化加速下，我国电梯保有量维持高速增长；2014 年后，宏观经济增速放缓，电梯保有量增速趋于稳定，目前总量达到 710 万部。未来，随着老旧小区改造加速，预计我国电梯保有量仍有增长空间。另一方面，分众电梯覆盖率仍有提升空间。2020 中报披露，分众楼宇媒体点位数（含电梯 LCD 和电梯框架）共 233.5 万个。按照每部电梯均摊 1.8 个媒体点位（上限）和 2.5 个媒体点位（下限）估算，目前分众所覆盖电梯的占有率在 13%-18%。假设未来 5 年中国电梯保有量年均复合增速稳定在 6%、分众能覆盖至“500 万台终端”，预计 2025 年分众所覆盖电梯的占有率可达 20%-28%。

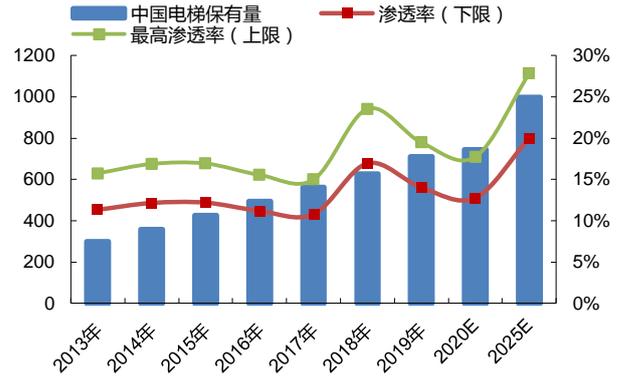
3) 从覆盖主流人群角度看，按“中国 4 亿城镇人口、3 亿看分众”计算，分众主流人群覆盖率达 75%。

图 13: 中国电梯保有量及其增速



资料来源: wind, 财信证券

图 14: 分众传媒所覆盖电梯的市场渗透率



资料来源: wind, 财信证券

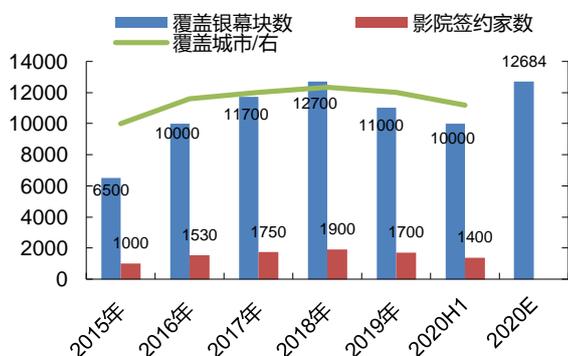
2.2.2 影院广告: 银幕渗透率不足 20%, 提升空间广阔

1) 从银幕渗透率看, 2021 年初公司银幕渗透率在 16.8% 上下。2019 年公司覆盖影院银幕 11000 块, 渗透率 15.76%。2020 年底全国影院银幕数增加 8.3% 至 75581 块, 但 2021 年初公司新增博纳、中影等映前广告独家合作协议, 银幕覆盖数同比有明显增加。根据分众晶视电影传媒公众号, 公司在 top40 成熟电影市场新增影院数超过 440 家, 按照平均单影院银幕数从 2015 年的 4.9 块增至 2020 年的 6.1 块计算, 预计 2020 年底公司银幕覆盖数 12684 块, 与 2018 年基本持平, 渗透率为 16.8%。当前, 有能力参与影院映前广告业务的公司不多, 主要由分众传媒与万达电影主导。万达电影具备自身媒体优势, 而分众则具备广告主资源及点位规模优势。因此, 我们预计未来随着影院银幕扩张及市场集中度的提升, 分众有望进一步扩充合作银幕, 提高市占率。

2) 从收入角度看, 公司覆盖影院票房收入占比能达 30%。2019 年, 可比公司万达电影拥有 5806 块银幕, 旗下影院票房占比 13.5%。2021 年按公司覆盖银幕数 13000 块计算, 对应票房收入占比能达 30%。

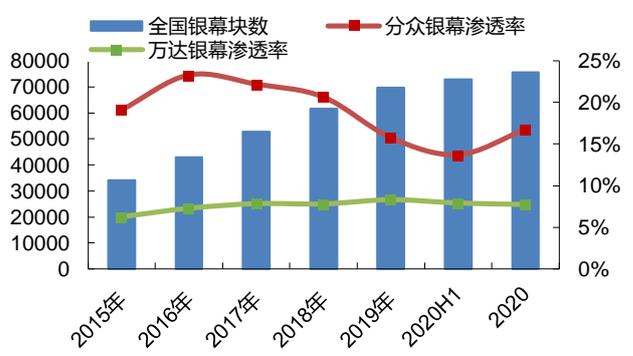
3) 从地域角度看, 2019 年全国有 128 个城市票房过亿, 2021 年公司覆盖这 128 个“票仓”城市中的 125 个, 地级以上城市的覆盖面达 90% 以上。

图 15: 分众传媒影院业务情况



资料来源: wind/灯塔专业版, 财信证券

图 16: 分众传媒影院银幕渗透率



资料来源: wind/灯塔专业版, 财信证券

3 梯媒广告：经济复苏延续，未来增量看“提价+扩屏+次级点位释放价值”

作为核心生活圈媒体，电梯广告具备高频、低干扰、强制性等消费特征。通过将资讯植入消费者的必经轨迹，达到占领心智和引爆品牌的效果。分众覆盖了 75% 以上的城市主流消费人群，是继央视之后能够达到全国性投放品牌广告的重要渠道。

3.1 需求端：宏观经济复苏延续，消费升级引领新一轮广告投放增长

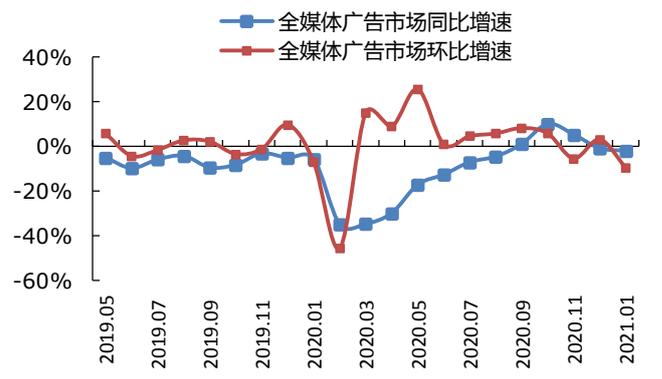
宏观经济复苏态势延续，全年广告市场增长空间可期。疫情初期，中国经济受阻、消费需求断崖式下跌，中小广告主缩减预算，广告市场应激式下滑。随着疫情防控平稳及疫苗成功推出，消费端和广告主投放需求明显回暖。2020 三季度起居民消费开始回到正常增长轨道，全媒体广告刊例花费同比增速降幅不断缩小。我们判断，一方面，2021 年宏观经济复苏态势延续，广告主投放需求有增无减；另一方面，广告市场同比增速降幅逐渐缩小反映出广告主投放信心的不断增强，基于 2019 年的低基数效应，预计全年广告市场同比增速仍有较大增长空间。

图 17：社会消费品零售总额及当月同比变化



资料来源：wind，财信证券

图 18：全媒体广告市场刊例花费增速变化



资料来源：wind，财信证券

新经济之王，线下品牌广告必选渠道。从近十年来看，公司几乎每年都能引爆出国民热度的品牌，如：2013 年移动互联网下美食、电商及出行等 to C 软件涌现；2020 年疫情冲击下，在线教育和办公协同等软件用户大幅增长。与此同时，分众的收入规模由 2013 年的 14 亿元增长至 2019 年的 120 亿元，年复合增长率超 40%。分众作为线下核心品牌广告渠道，能够抓住中国历次新经济迭代变迁的机遇，主要原因在于公司所覆盖电梯场景用户与广告主目标受众基本一致，是助力品牌强劲复苏和增长的关键流量入口，因此成为广告主线下引爆品牌的必选渠道。

图 19：分众屏幕折射中国十年新经济发展变化



资料来源：分众传媒公众号，财信证券

消费升级，国产新品牌的崛起有望成为线下广告的新增长引擎。随着我国经济的不断发展，人均消费能力提升、消费结构发生换代，Z 世代（1995-2009）人群逐渐成为消费主力。这一代的年轻人对大牌崇拜心理减弱，呈现出“爱美、爱玩、爱健康”的消费特征。与之对应，诸多国产新品牌契合消费趋势，主打“健康、高颜值、高性价比满足个性化需求”等卖点，并结合“线上种草引流+线下品牌广告投放”的营销打法快速成为出圈爆品。如：元气森林主打“0 糖、0 脂、0 卡”的苏打气泡水；完美日记、华西子等避开大牌扎堆的护肤品品类，从彩妆这一细分领域入局，并结合高颜值包装设计，满足年轻女性爱美、高性价比的需求。我们认为，在消费升级的大背景下，新品牌层出不穷、老品牌也具有升级和重新定位的需求，而分众的品牌引爆能力将会持续吸引消费行业的广告主进行投放，国产新品牌的崛起也有望成为分众线下广告的增长引擎。

图 20：分众屏幕上的新消费品牌不断涌现



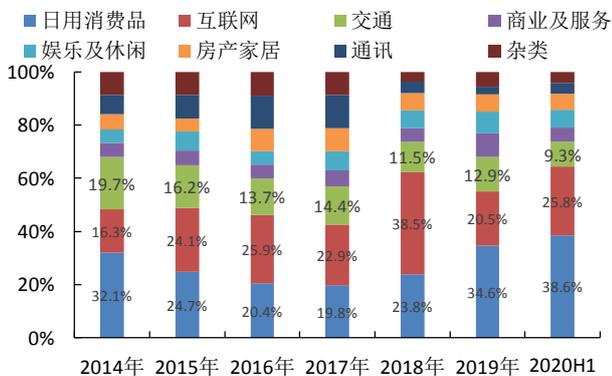
资料来源：分众传媒公众号，财信证券

客户结构明显改善，预计 2021 年整体投放稳中有涨。疫情冲击下公司紧抓在线教育、

快消等行业需求，客户结构得以调整改善。目前，快消类客户已成为公司第一大客户，占比提升至 35%-40%；以在线教育为代表的互联网类客户成为公司第二大客户，占比约 25%-35%。其余行业占比相对较小，交通类、娱乐休闲类、房产家居类和服务通讯杂类占比分别约 10%、6%、6%和 10%。从客户结构来看，快消行业的广告投放周期平稳，有利于平滑公司的业绩波动。我们预计公司 2021 年整体需求稳定，广告主投放稳中有涨。

校外培训监管力度趋严，但长期看分众作为线下核心品牌广告渠道的竞争优势仍在，业绩增长趋势不改。2021 年 3 月初，针对校外培训机构的新一轮整治率先在北京展开，主要涉及教育培训机构的教学内容、资金监管以及在线教育虚假广告营销等方面。据我们估算，2020 年在线教育广告收入占分众营收比重约 10%，市场担心教育类广告的限制会对分众短期的业绩增长带来冲击。但我们认为，一个行业的广告政策限制对分众的冲击有限，在经济复苏延续、广告主需求不弱的大背景下，分众仍牢牢占据电梯广告龙头地位，线下核心品牌广告渠道的竞争优势不减，长期业绩增长趋势不改。

图 21：2014 年-2020H1 分众传媒客户结构变化情况



资料来源：wind，财信证券

图 22：2015 年-2020 年在线教育融资数量和金额



资料来源：多鲸资本，财信证券

3.2 增长点：提价有空间，扩屏柔性化，数字化提升广告投放效率

长期来看，分众传媒的增长动力主要有三点：一是，广告主的广告预算支出与我国 GDP 的同步增长。目前，我国整体广告支出占 GDP 比重稳定，位于 0.85%-0.9%。2020 年我国 GDP 增速受疫情影响降至 2.3%，政府工作报告提出 2021 年我国 GDP 增长目标 6% 以上，预计今年整体广告支出仍维持较高速增长。二是，电梯媒体广告收入占整体广告预算比重的持续提升。作为核心生活圈媒体，梯媒具有线下引爆品牌优势，占整体广告比重由 2013 年的 1.5% 提升至 2018 年的 1.9%。未来，随着线上流量成本趋贵，作为流量价值洼地的电梯媒体有望获得更多广告主的预算分配。三是，公司市场份额的不断扩大。一方面，拓展下沉市场，把握当地中小客户；另一方面，拓展海外市场，目前公司进入了韩国、泰国、印尼、新加坡等国外市场，但受制于海外疫情影响，预计短期难以有良好表现。

从短期可操作层面来看，分众业绩驱动的主要因素有三点：

第一，提价。目前刊例价处于较低水平，预计公司提价空间仍有 20% 以上。一般来说，分众会在每年的 1 月和 7 月进行刊例价调整，向上调整幅度为 10%。2020 年受疫情

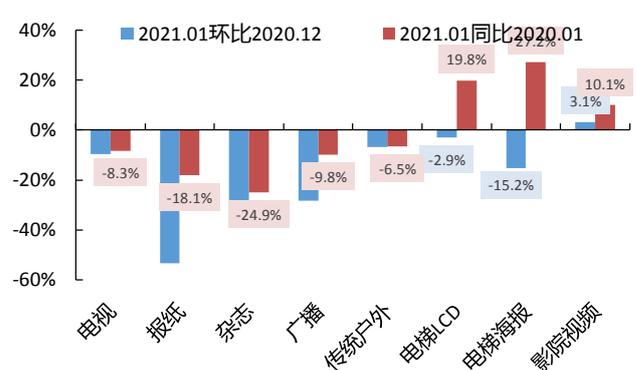
影响，我们预计公司为吸引客户投放给予了较大折扣，因此客户投放的实际价格较低。由于无法公开获知分众梯媒的刊例价，因此可用单屏收入来预测刊例价走势。根据我们预估，2020年分众的单屏收入约4860元，距离2017年最高单屏收入仍有近15%的空间。此外，从1月广告刊例花费情况来看，电梯LCD和电梯海报的环比增速虽有所下滑，但同比增速仍有20%以上，因此我们预计分众在今年1月初针对新增客户涨价的调整落地情况较好，后续公司实际价格（单价*折扣率）的提升空间仍有20%以上。

图 23：分众传媒单屏收入及单银幕收入测算水平



资料来源：wind，财信证券

图 24：2021 年 1 月梯媒同比增速&环比增速



资料来源：CTR，财信证券

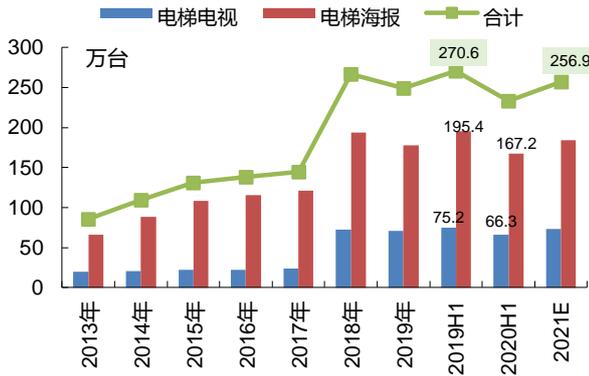
第二，扩屏。公司点位优化基本完成，预计 2021 年点位数量有小幅增长。2018 年为应对竞争者入局，公司主动大幅扩张媒体点位以抢占市场份额。但随后宏观经济环境恶化叠加广告主数量减少，2019 年下半年起公司不断收缩点位。根据 2020 年中报披露，公司点位数 233.5 万台，较 2019 年同期下降 14%。从位置来看，被优化的点位主要位于三线及以下城市，这些点位覆盖的人群消费能力较低、与广告主目标客户画像有一定偏差，因此广告价值与一二线城市的核心点位相差甚远。在疫情冲击下，我们预计公司的点位优化工作基本完成，2021 年媒体点位数或将柔性扩张 10%，电梯媒体点位总数达 256.9 万台，新增屏幕主要为智能屏，新增点位主要以一二线城市为主。

第三，数字化技术。着重挖掘次级点位价值，提高广告投放效率。我们认为，分众传媒区别于竞争对手的关键优势在于其牢牢占据着核心点位，这种价值无法通过扩充次级点位份额而被超越。一直以来，分众媒体覆盖的目标人群、点位套餐售卖等模式决定了公司以较大规模及以上客户为主，部分次级点位因所处地段、覆盖人群等因素导致其刊挂率不高，但次级点位作为核心点位的重要补充，又有着重要的战略意义。由于中小客户的广告预算一般较小，对广告触达精准度要求也更高。为此，公司大力发展数字化技术，根据不同人群兴趣爱好、楼盘位置、周边环境等标签做到“千楼千面”，为客户实现精准分发。

2020 年公司的数字化转型加速。一方面，与阿里妈妈打通后台数据，推出在线推送系统 Kuma，并打通外部互联网广告主，通过在线推送、实时监测、数据回流等提高广告投放和监测效率。另一方面，在智能屏领域逐步向授权代理商开放 DSP 系统，实现在线精准选楼和选时段、实时监测和数据回流，同时也为本地化生活服务类客户提供了基于地理位置的在线 LBS 屏幕广告服务。我们认为，数据化转型有助于公司释放广告点位

库存、拓展区域性的中小客户，有望打造收入的第二增长极。

图 25：分众传媒电梯 LCD 和电梯海报点位数量情况



资料来源：wind，财信证券

图 26：分众传媒电梯媒体点位的城市分布情况

		一线	二线	三线及以下
电梯 LCD	2018 年	19.6	40.2	10.3
	2019 年	19.3	38.3	9.2
	2020H1	18.2	35.4	7.8
电梯海报	2018 年	49.7	102.3	41.8
	2019 年	43.6	95.8	38.6
	2020H1	40.7	93.3	33.2

资料来源：wind，财信证券

3.3 财务分拆预测：成本控制良好，预计 2021 年梯媒毛利率继续提高

由于收入端受宏观经济、客户投放等不确定性因素影响较大；成本端与物业合作协议一般在 2-3 年，租金水平、媒体点位等确定性因素较强，因此我们着重从成本端来分拆公司的梯媒广告业务盈利模型。

租赁成本降低+媒体点位优化+4G 网络上刊节省运维人工成本，助力 2020 年业绩释放。据我们估算，2020 年梯媒端的营业成本约 42.02 亿元，较 2019 年的降幅约 19.93%。主要原因在于，一是疫情冲击下，楼宇媒体租金得以减免，预计单屏租赁成本较 2019 年的降幅约 13.41%；二是公司继续优化点位，预计 2020 年底楼宇媒体点位数量较 2019 年降幅约 4%；三是公司加快数字化转型，疫情冲击下全面推行 4G 网络上刊，实现在线播放和监测，由此节省运维人员数量，预计全年运维人工成本较 2019 年降幅或超 30%。

媒体点位小幅扩张，预计 2021 年梯媒营业成本小幅上行 10%。假设楼宇点位租金无大幅上行、公司全年点位数量扩幅 10%，运维人员数量较 2019 年减少 70%，梯媒租赁成本占梯媒营业成本比重为 68%，我们预计 2021 年梯媒营业成本较 2020 年小幅上行 7.84%，但较 2019 年降幅约 14.59%。

预计 2021 年梯媒毛利率继续提高。根据 CTR 数据：2016 年-2020 年，电梯 LCD 和电梯海报的广告收入年化增速分别约为 13.5% 和 14.6%。考虑到宏观复苏态势延续，梯媒增长势头不改，分众传媒作为行业龙头可享受更高的业绩增速。假设 2021 年分众来自梯媒的广告收入增速为 20%，对应毛利率约 67.7%，较 2019 年提高 3.6pct；来自梯媒的毛利润约有 94.07 亿元，较 2020 年同比增加 26.81%，对公司的毛利贡献占比达 93%。

表 5：分众传媒电梯媒体盈利情况拆分及预测

电梯媒体	2019H1	2020H1	2019 年	2020E	2021E
梯媒收入	46.98	44.44	100.49	115.76	138.91
梯媒收入 yoy		-5.41%	-16.79%	15.20%	20.00%
梯媒营业成本 (亿元)					
<含相关媒体租赁、人工成本、折旧 摊销、其他营业成本等>	26.37	21.67	<u>52.5</u>	<u>41.58</u>	<u>44.84</u>
梯媒营业成本 yoy		-17.82%	45.35%	-20.80%	7.84%
梯媒毛利率	43.9%	51.2%	47.8%	64.1%	67.7%
梯媒租赁成本 (亿元)	17.11	14.65	<u>34.13</u>	28.28	30.49
梯媒租赁成本/梯媒营业成本	65%	68%	65%	68%	68%
梯媒点位数 (万块)					
<含电梯 LCD 和电梯海报>	270.6	233.5	248.9	238.17	256.85
单屏营业收入 (元/年)	3472	3806	4037	4860	5408
单屏营业成本 (元/年)	1949	1856	2109	1746	1746
单屏租赁成本 (元/年)	1265	1255	<u>1371</u>	<u>1187</u>	<u>1187</u>
单屏租赁成本 yoy		-0.75%		-13.41%	0.00%

资料来源: wind, 财信证券; 注释: 电梯媒体营业成本包含相关媒体租赁、人工成本、折旧摊销、其他营业成本等。

表 6：分众传媒主要人员构成及梯媒人工成本预测

		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E
成本费用归集	当年领取薪酬总人数	8567	8420	8415	12736	11005	6180	6180
	总人数 yoy		-1.7%	-0.1%	51.3%	-13.6%	-43.8%	-43.8%
销售费用	销售人员	2042	2030	2008	2274	2136	2000	2000
研发费用	技术人员	143	160	184	216	223	223	223
管理费用	行政人员	575	599	565	10016	721	721	721
	财务人员	204	205	207	230	236	236	236
费用相关人数		2964	2994	2964	12736	3316	3180	3180
营业成本	开发人员	625	642	709	—	966	1000	1000
营业成本	运营人员	4978	4784	4742	—	6723	2000	2000
成本相关人数		5603	5426	5451	—	7689	3000	3000
梯媒人工成本 (亿元) <预测>		3.23	3.61	3.86	5.43	7.95	5.23	2.70
运维人员数量 (人)		4978	4784	4742	—	6723	4362	2000
运维人员年薪 (万元/人)		6.48	7.54	8.14	—	11.82	12.00	13.50
运维人员年薪同比增速			16%	8%			10%	10%

资料来源: wind, 财信证券, 注释: 2020 年预测为精简人员后的人数, 2020 全年实际领薪酬人数应高于此预测。

4 影院广告：供需向好，全年有望贡献超预期利润

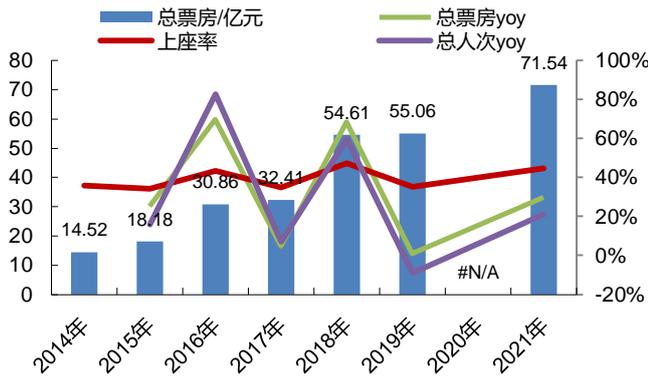
作为核心生活圈媒体，影院媒体是线下品牌广告的重要补充渠道。电影院作为特定的消费空间，能够有效覆盖年轻化、对新鲜事物接受度高、有消费能力的主流人群。因此，汽车、化妆品和珠宝等品牌是影院投放的最优选择。

4.1 需求端：观影需求不弱，广告主投放信心逐步恢复

电影市场活力凸显，带动广告主投放信心恢复。2020 年受疫情冲击，线下影院停摆

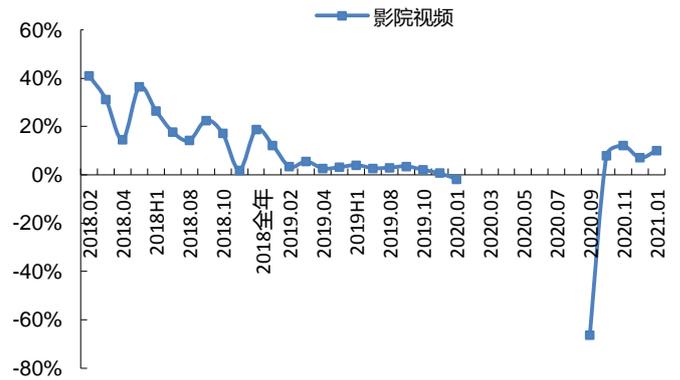
近6个月。2020年7月20日影院正式复工以来,《八佰》《妙先生》等优质内容重新将观众注意力带回影院;《我和我的家乡》、《夺冠》、《姜子牙》等头部影片重新点燃国庆档,期间票房39.59亿元,位居历史第二高位。在就地过年、前期需求被压制等影响下,2021年春节档票房达78.23亿元,创下历史新高,同时也呈现出“高观影人次、高票价、高上座率”的量价齐升态势。与此同时,影院视频广告明显回暖。根据CTR数据,2020年10月-2021年01月,影院视频广告升收入同比增速分别为8%、12%、7%和10.1%,广告主投放信心逐渐恢复。整体来看,全年观影需求不弱,已定档国产影片有看点叠加有望引进《黑寡妇》等知名进口IP,全年电影票房有望恢复至2019年水平。

图 27: 2014 年-2021 年春节档票房数据



资料来源: 灯塔专业版, 财信证券

图 28: 影院视频广告刊例花费同比增速



资料来源: CTR, 财信证券

表 7: 2021 年国产影片&进口片的定档情况

国内上映时间	片名	类型	主演	出品方
2021.3.12	阿凡达 (重映)	科幻		二十世纪福克斯
2021.3.26	哥斯拉大战金刚	动作/奇幻	亚历山大 斯卡斯加德	美国传奇影业
2021.4.2	我的姐姐	剧情/家庭	张子枫/肖央	突燃影业
2021.4.2	西游记之再续妖王	动画/传奇	边江/张磊	星皓影业
4 月份	2021.4.2	第十一回	陈建斌/周迅/大鹏	嘉博文化
2021.4.16	泰坦尼克上的中国幸存者	纪录片	詹姆斯·卡梅隆	上海罗家文化
2021.4.30	古董局中局	剧情	雷佳音/李现	英皇电影
5 月份	2021.5.1	秘密访客	郭富城/段奕宏/张子枫	悬疑/惊悚 新丽传媒
2021.5.1	阳光劫匪	奇幻/喜剧	马丽/宋佳	劳雷影业
2021.7	外太空的莫扎特	科幻/喜剧	黄渤/荣梓杉	壹同传奇
待定	2021.10	铁道英雄	张涵予/范伟	历史/战争 华谊兄弟
2021.12	忠犬八公	剧情	冯小刚/陈冲	拉近影业
北美上映时间	片名	类型	主演	出品方
2021.5	黑寡妇	科幻	斯嘉丽·约翰逊	迪士尼
2021.5	速度与激情 9	动作	范·迪塞尔	环球影业
引进	2021.6	毒液 2: 屠杀开始	汤姆·哈迪	科幻 索尼影业
时间	2021.12	蜘蛛侠: 英雄归来 3	汤姆·赫兰德	科幻 索尼影业
待定	2021.12	黑客帝国 4	基努·里维斯	科幻 华纳兄弟
2022 年	新蝙蝠侠	科幻	罗伯特·帕丁森	DC
2022 年	奇异博士 2	科幻	本尼迪克特·康伯巴奇	漫威

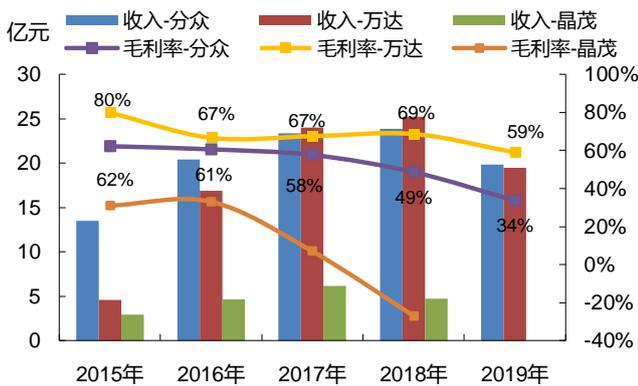
资料来源：猫眼，财信证券

4.2 供给端：竞争格局确定，市场集中度有望进一步提升

竞争格局改善，“双寡头”格局基本定型。一直以来，影院映前广告由分众传媒、万达电影、搜狐晶茂主导。受 2016 年全国电影票房增速大幅放缓（票补逐渐退出）、2019 年宏观经济下滑（广告主数量减少）等影响，影院广告收入增速也相应下滑，分众传媒、万达电影、搜狐晶茂的毛利率均被不断挤压。2019 年搜狐晶茂宣布破产重整后，影院广告行业由分众传媒和万达电影主导。我们认为，当前影院广告毛利率较最高水平已几近腰斩，后续进入机会不大，“双寡头”格局基本定型。

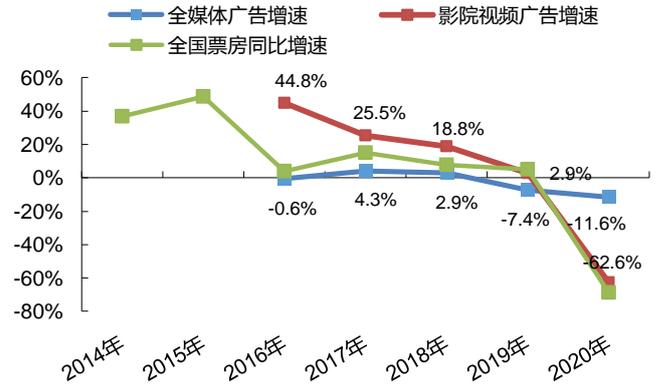
资源整合升级，市场集中度进一步提升。2021 年初，分众拿下中影和博纳旗下的优质影院银幕独家权益，至此全国 top10 影投公司中已有 8 家与分众达成了合作协议。此外，分众还取得了中影和华夏的全部进口影片贴片授权，打造全新的品牌与影片联合营销模式。我们预计，2021 年分众旗下银幕数达 13000 块，银幕占有率约 18%。此外，万达电影开放特许经营权加盟，未来旗下影院数量扩张加快。我们预计未来 5 年，二者的银幕渗透率有望从当前的 25% 提升至 60%（见图 10）。

图 29：影院广告毛利率逐年下滑



资料来源：wind，财信证券

图 30：影院视频广告刊例花费年度同比增速



资料来源：CTR，财信证券

4.3 财务分拆预测：租赁成本调整，全年有望贡献超预期利润

大部分影院广告是根据影片票房预测情况提前制定广告计划，收入端主要受全国电影票房及个别爆款影片的影响。成本端与院线签订的合作协议一般 4-5 年，租金水平、银幕数相对确定性强，我们着重从成本端来分拆公司的影院广告业务盈利模型。

原有合同租金成本调整，预计 2020 年单银幕租赁成本较 2019 年的降幅约 48%、毛利润较 2019 年降低约 70%。2020 年 8 月，上海电影发布影院广告重大合同调整协议显示，2021 年-2023 年，公司与分众的广告合同金额由原来的平均每年 1.43 亿元降低至 0.9 亿元，降幅约 37%。我们预计，由于疫情使影院广告盈利能力受到冲击，分众与旗下合作影院的原有合同租金应该均有所降低。根据 2020 年度业绩快报数据，全年影院广告租赁成本约 2.3 亿元（只发生在第一/三/四季度），由此估算出调整后的年均单银幕租赁成

本约 5.3 亿元，较 2019 年降幅约 48%。由此估算 2020 年影院广告业务实现毛利润近 2 亿元，较 2019 年降幅约 70%。

中性假设下，考虑到电影市场供需向好，影院单银幕租赁成本较 2019 年有望降低 20%-30%，我们认为 2021 年影院广告业务可贡献毛利润 6.6 亿元-8.3 亿元，较 2019 年增幅约 0-24%。

假设一（悲观）：收入端，2021 年电影票房能够恢复至 2019 年的八成水平；成本端，分众 2021 年银幕数 13000 块，新签影院成本下降，全年单银幕租赁成本较 2019 年降低 20%、影院媒体租赁成本占相应营业成本比重 80%，对应毛利润 2.6 亿元，较 2019 年降幅约 60%。对比 2020 年度影院业务盈利情况，我们认为此种情形出现可能性较小。

假设二（中性）：收入端，2021 年电影票房能够恢复至 2019 年同等水平；成本端，分众 2021 年银幕数 13000 块，新签影院成本下降，全年单银幕租赁成本较 2019 年降低 20%、影院媒体租赁成本占相应营业成本比重 80%，对应毛利润 6.6 亿元，较 2019 年基本持平；若全年单银幕租赁成本较 2019 年降低 30%，则对应毛利润 8.3 亿元，较 2019 年增幅约 24%。考虑到 2021 年电影市场供需向好，影院单银幕租赁成本较 2019 年有望降低 20%-30%，我们认为此种情形最有可能。

假设三（乐观）：收入端，2021 年电影票房较 2019 年增长 10%；成本端，分众 2021 年银幕数 13000 块，新签影院成本下降，全年单银幕租赁成本较 2019 年降低 20%、影院媒体租赁成本占相应营业成本比重 80%，对应毛利润 8.6 亿元，较 2019 年增幅约 28%；若全年单银幕租赁成本较 2019 年降低 30%，则对应毛利润 10.2 亿元，较 2019 年增幅约 52%。我们认为，在 2021 年电影市场恢复超预期的情况下，此种情形也有一定可能。

表 8：上海电影与分众传媒的合同调整内容

上海电影	2020Q4	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	支付方式
原合同金额（亿元）	0.36	1.43	1.43	1.43	——	按季度支付
新合同金额（亿元）	0.24	0.9	0.9	0.9	0.9	取消年度业务合作保底费用，按票房情况可协商影院广告溢价
较原来变化	-33%	-37%	-37%	-37%		

资料来源：wind，财信证券

表 9：分众传媒影院媒体盈利情况拆分及预测

影院媒体	2019H1	2020H1	2019 年	2020E	2021E	2021E	2021E	2021E
营业收入	9.82	1.45	19.83	4.78	19.83	19.83	19.83	19.83
影院媒体营业成本（亿元）	6.42	0.81	13.2	2.88	14.85	13.20	11.55	9.90
梯媒毛利润（亿元）	3.4	0.6	6.7	1.9	5.0	6.6	8.3	9.9
梯媒毛利润贡献占比	14%	3%	12%	2%	5%	7%	8%	10%
毛利率	34.6%	44.1%	33.7%	39.8%	25.1%	33.4%	41.8%	50.1%
影院媒体租赁成本（亿元）	6.20	0.63	12.69	2.30	11.88	10.56	9.24	7.92
影院媒体租赁成本/营业成本	97%	78%	97%	80%	80%	80%	80%	80%
影院银幕点位数（块）	12500	10000	12500	12684	13000	13000	13000	13000
单银幕营业收入（万元/年）	15.7	2.9	15.9	3.8	15.3	15.3	15.3	15.3
单银幕营业成本（万元/年）	10.3	1.6	13.7	2.0	11.4	10.2	8.9	7.6

单银幕租赁成本（万元/年）	9.9	10.0	10.2	5.3	9.1	8.1	7.1	6.1
单银幕租赁成本 yoy				-48%	-10%	-20%	-30%	-40%

资料来源：wind，财信证券；注释：影院媒体营业成本包含相关媒体租赁、人工成本、折旧摊销、其他营业成本等。

表 10：分众传媒影院媒体毛利润弹性测算

影院广告业务毛利润弹性		2021 年影院广告收入较 2019 年影院广告收入增速				
		-20%	-10%	0	10%	20%
2021 年影院银幕租赁成本较 2019 年影院银幕租赁成本增速	0	-0.7	1.3	3.3	5.2	7.2
	-10%	0.9	2.9	5.0	6.9	8.9
	-20%	2.6	4.6	6.6	8.6	10.5
	-30%	4.3	6.2	8.3	10.2	12.2
	-40%	5.9	7.9	9.9	11.9	13.9

资料来源：wind，财信证券

5 投资建议与盈利预测

长期来看，公司的增长主要来自三个方面：1) 广告主的广告预算支出与我国 GDP 的同步增长；2) 电梯媒体广告收入占整体广告预算比重的持续提升；3) 公司市场份额的不断扩大。短期来看，我们认为 2021 年分众业绩增长确定性较高，主要来自于：1) 提价；2) 扩屏；3) 数字化技术提升广告投放效率，次级点位贡献增量。

整体而言，我们看好此轮消费升级背景下国产新消费品牌对公司业绩增长的驱动作用。预计公司 2021-2022 年营收分别为 158.74/190.49 亿元，归母净利润为 58.08/69.36 亿元，EPS 为 0.40/0.47 元，对应 PE 分别为 23.68/20.15 倍。以 2021 年为基准，给予公司 27-30 倍 PE，对应价格区间 10.80-12.00 元。维持“推荐”评级。

6 风险提示

宏观经济下行；政策监管风险；市场竞争加剧；广告主投放不及预期；电影票房恢复不及预期。

财务预测摘要

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14551.29	12135.95	12097.00	15874.20	19049.04	费用率					
减:营业成本	4916.49	6649.60	4451.70	5841.71	7238.64	毛利率	0.66	0.45	0.63	0.63	0.63
营业税金及附加	431.92	282.86	63.86	288.52	297.17	三费/销售收入	0.20	0.24	0.22	0.20	0.19
销售费用	2331.00	2256.26	1983.91	2412.88	2857.36	销售净利率	0.36	0.12	0.33	0.36	0.36
管理费用	641.14	724.04	724.04	745.76	783.05	投资回报率					
财务费用	-93.66	-19.69	-12.78	-48.51	-82.08	ROE	0.41	0.14	0.26	0.31	0.32
资产减值损失	400.04	739.93	355.17	0.00	0.00	ROA	0.31	0.09	0.22	0.28	0.29
加:投资收益	168.34	218.13	0.00	0.00	0.00	ROIC	0.55	0.12	0.41	0.60	0.59
公允价值变动损益	0.00	-57.49	0.00	0.00	0.00	增长率					
营业利润	6092.69	1663.59	4531.10	6633.84	7954.90	销售收入增长率	0.21	-0.17	0.00	0.31	0.20
加:其他非经营损益	-11.36	-17.85	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-0.06	-0.73	1.78	0.46	0.20
利润总额	6081.34	1645.74	4531.10	6633.84	7954.90	EBITDA 增长率	-0.04	-0.66	1.12	0.46	0.20
减:所得税	864.65	198.09	540.48	855.89	1054.05	净利润增长率	-0.05	-0.72	1.76	0.45	0.19
净利润	5216.69	1447.66	3990.62	5777.95	6900.85	总资产增长率	0.22	-0.02	0.10	0.14	0.14
减:少数股东损益	-30.75	-20.20	-20.00	-30.00	-35.00	股东权益增长率	0.37	-0.03	0.14	0.18	0.18
归母净利润	5822.97	1875.28	4010.62	5807.95	6935.85	营运资本增长率	0.38	-0.39	-0.12	0.34	0.20
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资本结构					
货币资金	3677.69	3860.52	6892.00	9213.12	12263.19	资产负债率	0.24	0.25	0.23	0.21	0.18
应收和预付款项	6488.56	5238.25	4510.28	5085.28	5450.28	投资资本/总资产	0.65	0.53	0.47	0.49	0.48
存货	2.91	4.19	4.00	4.00	4.00	带息债务/总负债	0.20	0.18	0.17	0.17	0.16
其他流动资产	1865.04	2407.67	2407.67	2407.67	2407.67	流动比率	3.41	3.14	3.75	4.36	5.06
长期股权投资	792.53	1117.25	1117.25	1117.25	1117.25	速动比率	2.88	3.12	3.73	4.34	5.04
固定资产	1799.55	1587.61	1231.25	1226.64	1219.04	股利支付率	0.21	0.77	0.52	0.52	0.52
无形资产	196.07	213.57	213.33	213.08	212.83	收益留存率	0.79	0.23	0.48	0.48	0.48
其他非流动资产	4199.16	4258.01	4252.97	4247.93	4242.89	营运能力					
资产总计	19021.51	18687.07	20628.74	23514.97	26917.15	总资产周转率	0.76	0.65	0.59	0.68	0.71
短期借款	47.46	50.61	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	8.15	7.68	9.83	12.94	15.63
应付和预收款项	3479.81	3551.49	3682.33	3836.73	3975.73	应收账款周转率	2.90	2.82	3.3	3.8	4.2
长期借款	892.22	802.31	802.31	802.31	802.31	存货周转率	1689.55	1586.69	1112.9	1460.4	1809.7
负债合计	4623.53	4680.73	4684.64	4839.04	4978.04	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	333.66	333.66	333.66	333.66	333.66	EPS	0.40	0.13	0.27	0.40	0.47
资本公积	-514.09	-1142.10	-1142.10	-1142.10	-1142.10	BPS	0.97	0.94	1.07	1.26	1.48
留存收益	14381.57	14586.85	16494.01	19255.84	22554.02	PE	24.88	77.25	36.12	24.94	20.89
母公司股东权益	14201.14	13778.41	15685.56	18447.39	21745.57	PEG	-289.04	1.41	-112.55	0.80	1.04
少数股东权益	196.84	227.94	207.94	177.94	142.94	PB	10.20	10.51	9.24	7.85	6.66
权益合计	14397.98	14006.35	15893.51	18625.34	21888.51	PS	9.96	11.94	11.98	9.13	7.61
负债和权益合计	19021.51	18687.08	20578.14	23464.37	26866.55	EBIT	5987.38	1623.55	4518.33	6585.33	7872.82
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EV/EBIT	0.26	-0.41	-0.62	-0.55	-0.69
经营性现金净流量	3783.15	3432.38	4996.96	5182.55	6466.48	EV/EBITDA	0.25	-0.31	-0.61	-0.55	-0.69
投资性现金净流量	-1382.84	-1581.71	129.41	136.19	139.19	EV/IC	0.12	-0.07	-0.29	-0.31	-0.42
筹资性现金净流量	-2661.95	-2334.48	-2094.88	-2997.61	-3555.60	ROIC-WACC	0.55	0.12	0.40	0.59	0.59

资料来源: wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438