

## 营销传播行业专题报告

# 品牌广告 vs 效果广告——流量费用的激增与品牌广告的反转 增持（首次）

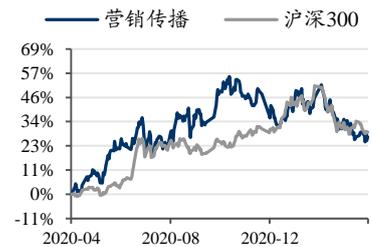
2021年04月17日

证券分析师 张良卫  
执业证号: S0600516070001  
021-60199793  
zhanglw@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **广告是天然具备成长属性的生意**: 探究广告业 105 年的历史, 广告的输出增长与人均支出的增长保持同步, 当人们收入水平提高后, 广告主愿意花费更多的广告支出将人们的收入转化为对产品和服务的实际消费, 所以只要经济在增长, 广告的预算规模就会提高。因此广告是自然增长的生意。
- **品牌广告和效果广告都是商业发展的必须, 只有在特定经济情况下的选择, 不是相互替代的关系**。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)。品牌广告主要在前四个阶段发挥作用, 是消费者形成认知的基础, 而效果广告主要在于最后一环——购买行为的促进。因此, 品牌广告与效果广告相辅相成。
- **效果广告投放 ROI 持续下滑, 品牌广告杠杆效应凸显**: 效果广告具有独特优势, 博得了广告主越来越多的预算, 资本市场因此而认为品牌广告有持续被替代的趋势。但是 2020 年下半年开始, 我们看到了主要的品牌广告媒体出现了广告预算的反转。单纯追求效果的反馈, 导致效果广告投放的 ROI 持续下滑, 终于使得品牌广告的性价比突显。我们从游戏类广告和电商类广告的数据中均看到单纯效果广告的 ROI 下降, 使得广告预算开始重新往品牌广告挤出。
- **楼宇媒体成为重要的品牌广告投放阵地, 传统媒体受互联网快速增长冲击背景下, 楼宇媒体不降反增**: 随着互联网的崛起, 传统媒体的广告预算纷纷转移至互联网渠道, 但楼宇媒体却展现出强大的生命力。从 CTR 数据和分众传媒的年报中, 我们可以看到, 即使到疫情影响严重的 2020 年, 楼宇媒体的广告主预算投放仍处在上涨的通道中。按照全媒介的角度来看, 分众楼宇媒介占广告主整体预算的比重在不断攀升, 由 2005 年的 0.3%, 逐步增长为 2018 年的 1.51%, 虽 2019 年受一级市场融资缩减影响而降低, 但 2020 年有望恢复, 这一增长趋势还在延续。
- **楼宇媒体的预算增长具有持续性**: 与市场认为楼宇媒体的预算投放仅仅展现周期性波动的观点不同, 我们已经从数据中看到了楼宇媒体的成长性, 结合广告主预算开始从效果向品牌广告的切分趋势, 以及我们对于广告主投放广告 ROI 核算的研究, 我们认为楼宇媒介的预算增长具有持续性, 因此推荐分众传媒。
- **风险提示**: 宏观环境超预期下滑, 应收账款回款不利, 竞争加剧

### 行业走势



### 相关研究

表 1: 重点公司估值 (2021.04.16)

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
002027	分众传媒	1,347.43	9.18	0.26	0.41	0.47	35.53	22.60	19.69	买入

资料来源: wind, 东吴证券研究所

## 内容目录

<b>1. 广告的持续成长属性及不同媒介的预算变化</b>	<b>4</b>
1.1. 广告是天然具备成长属性的生意	4
1.2. 不同媒介预算涨跌互现，楼宇媒体展现增长趋势	5
<b>2. 品牌广告 vs 效果广告：流量费用的激增与品牌广告的反转</b>	<b>6</b>
2.1. 品牌广告和效果广告都是商业发展的必须	6
2.2. 流量费用的激增在降低单纯效果广告的投入产出比	6
2.2.1. 从游戏广告主看效果广告 ROI 变化	7
2.2.2. 从电商平台商户看效果广告 ROI 变化	7
2.2.3. 大型电商平台的获客成本持续走高	8
2.3. 品牌广告具备杠杆效应	8
2.4. 流量费用的激增让品牌广告投放开始反转，楼宇媒体成为越来越重要的品牌广告投放阵地	9
<b>3. 从广告主 ROI 核算角度探讨楼宇媒体的长期增长逻辑</b>	<b>11</b>
<b>4. 相关标的</b>	<b>12</b>
4.1. 分众传媒：广告主预算比重持续增加，经营景气向上，教育政策收紧不改公司发展态势	12
4.1.1. 教育培训机构广告投放受政策收紧影响	13
4.1.2. 盈利预测	13
<b>5. 风险提示</b>	<b>13</b>

## 图表目录

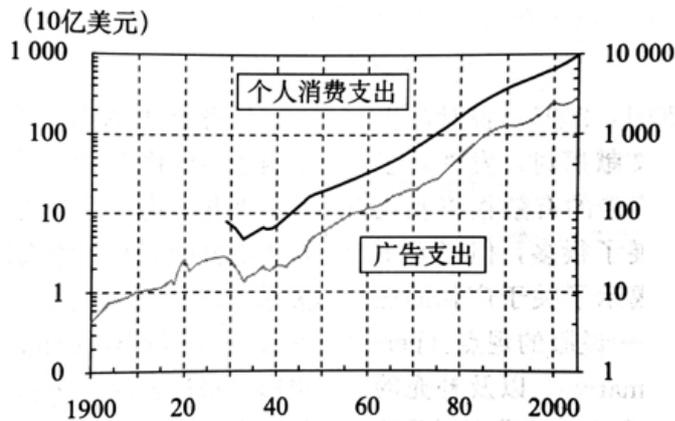
图 1: 全球广告支出与经济增长同步 .....	4
图 2: 各主要发达国家广告支出占 GDP 的比重 (2016) .....	5
图 3: 各媒介刊例花费变化情况 .....	5
图 4: 消费者从接触营销信息到购买行为的发生所经历的阶段 .....	6
图 5: 从三七互娱的销售费用率变化看效果广告的价格趋势 (%) .....	7
图 6: 拼多多、阿里巴巴货币化率 .....	8
图 7: 淘系、拼多多获客成本持续提高 (元/人) .....	8
图 8: 淘系、拼多多留存成本持续提高 (元/人) .....	8
图 9: 中国飞鹤销售费用率杠杆效应显现 .....	9
图 10: 分众传媒营业收入情况 (百万元) .....	10
图 11: 分众传媒归母净利润情况 (百万元) .....	10
图 12: 腾讯媒体广告收入 (亿元) .....	10
图 13: 楼宇 LCD 对品牌的提升作用 .....	11
图 14: 分众传媒楼宇媒体收入在品牌广告中的占比 (亿元) .....	11
图 15: 不同媒介的广告收入规模及分众楼宇媒体的预算占比情况 (亿元) .....	12
表 1: 重点公司估值 .....	1

## 1. 广告的持续成长属性及不同媒介的预算变化

### 1.1. 广告是天然具备成长属性的生意

下图为全球广告市场历史规模数据，长达 105 年的跨度，这段跨越 105 年的历史说明了两件事：一是广告支出的规模与经济发展水平息息相关，广告支出是随着 GDP 的增长而增长的（消费支出随 GDP 增长）；二是 105 年的历史足以见证一个产业的兴衰，但是我们却看到广告支出却扶摇直上（注意下图是对数尺度，中间的波动也因此被平滑），极少有行业能长期跑赢 GDP 的增长速度，就如同极少有基金能长期跑赢指数一样，但广告支出的增长却能与之比肩。我们看到在这么长的历史中，广告支出也曾出现大幅回调，它曾在 1930 年大萧条时期出现过显著的下跌（这个跌幅在 40% 左右，对数尺度而不直观），我们甚至可以从其任意一个历史阶段观察到明显的上下波动特征，但这并不妨碍广告支出的规模屡创新高，也没有阻碍其跟随经济增长而增长的步伐。

图 1: 全球广告支出与经济增长同步

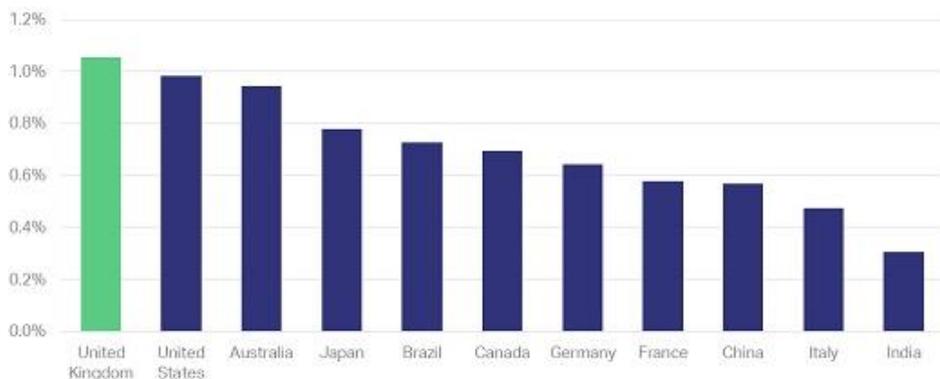


注：纵轴为对数尺度，左轴对应广告支出规模，右轴对应个人消费支出规模；横轴为时间  
数据来源：Entertainment Industry Economics, 8<sup>th</sup>, Harold L. Vogel, 东吴证券研究所

广告支出规模能如此增长的内在机理十分简单明了，就是因为当人们收入水平提高后，广告主愿意花费更多的广告支出将人们的收入转化为对产品和服务的实际消费，所以人们收入提高，广告主的投放规模就会提高。因此，广告是一个自然增长的生意。广告支出在特定阶段可能受经济影响而波动，但总能在经济企稳后达到新高，总体上表现为持续增长。

而当前，我国整体广告支出占 GDP 的比重相对于其他发达国家而言仍然偏低，也就意味着，国内广告整体增长速度依然有望在较长的时间内快于 GDP 的增长。

图 2: 各主要发达国家广告支出占 GDP 的比重 (2016)

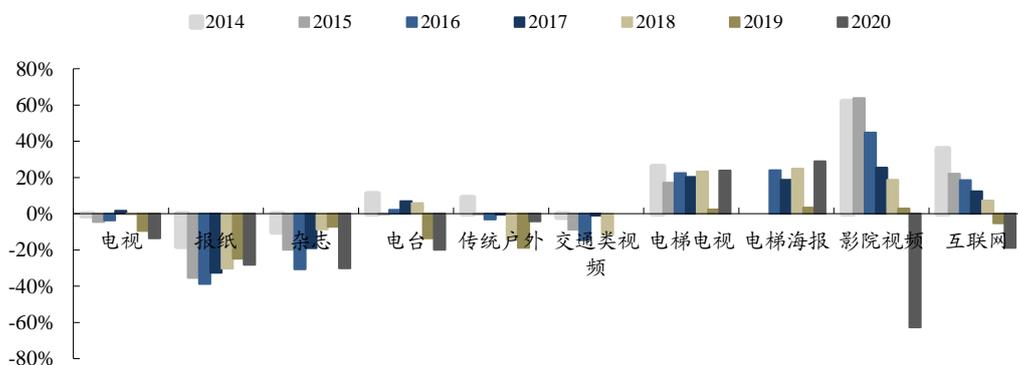


数据来源: WARC, 东吴证券研究所

## 1.2. 不同媒介预算涨跌互现, 楼宇媒体展现增长趋势

图 3 为各媒介刊例花费的增长率情况, 从媒介的细分形式来看, 不同媒体又展现出不同的生命力。在互联网快速增长, 不断转移传统媒介预算的大背景下, 可以看到, 楼宇媒介不仅没有出现预算缩减的情况, 反而在持续增加。从 CTR 数据和分众传媒的年报中, 我们都可以看到, 即使到疫情影响严重的 2020 年, 楼宇媒体的广告主预算投放仍处在上涨的通道中。我们按照全媒介的角度来看, 分众楼宇媒介占广告主整体预算的比重在不断攀升, 由 2005 年的 0.3%, 逐步增长为 2018 年的 1.51% (2019 年因互联网广告主预算缩减影响, 我们预计 2020 年依然将恢复至较高的投放占比), 这一趋势还在延续。那么为什么楼宇媒体依然延续强势的增长趋势? 造成这一结果的原因, 我们首先从品牌广告和效果广告的各自特点中获得启示。

图 3: 各媒介刊例花费的增长率变化



数据来源: CTR, 东吴证券研究所

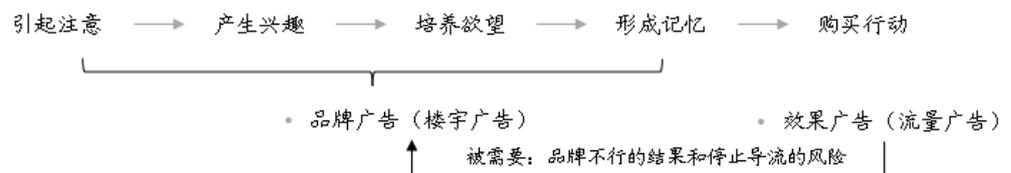
## 2. 品牌广告 vs 效果广告：流量费用的激增与品牌广告的反转

品牌广告旨在树立品牌形象，深入消费者心智，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，而结果一般也难以衡量。效果广告通常在最接近消费者购买行为的阶段投放，广告主无需关心传统品牌广告系统中复杂的过程管理。

### 2.1. 品牌广告和效果广告都是商业发展的必须

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)。品牌广告主要在前四个阶段发挥作用，是消费者形成认知的基础，而效果广告主要在于最后一环——购买行为的促进。

图 4：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

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。并且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。所以品牌广告和效果广告都是商业发展的必须，二者相互促进，只有在特定经济情况下的选择，不应该是相互替代的问题。

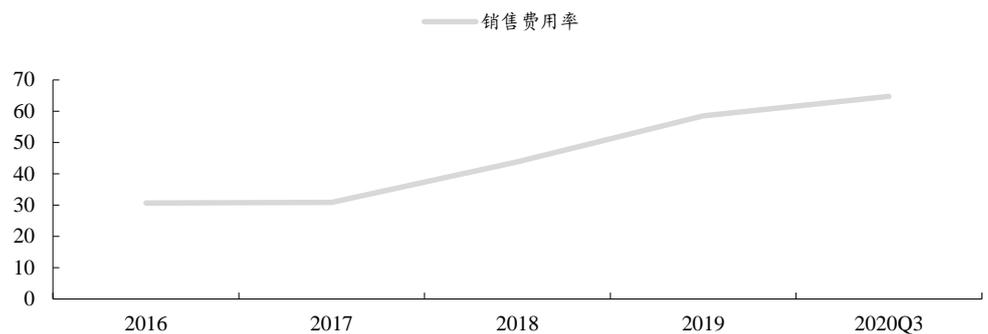
### 2.2. 流量费用的激增在降低单纯效果广告的投入产出比

但效果广告作为新兴广告形式，处于快速增长的阶段，由于其投放结果反馈的即时性，目标受众的精准性博得了广告主越来越多的预算，资本市场因此而认为品牌广告有持续被替代的趋势。但是 2020 年下半年开始，我们看到了主要的品牌广告媒体出现了广告预算的反转。广告主与对手在使用效果广告竞争时，只要尚未形成品牌效应，就只能通过持续的竞价来获得流量，这样的行为使得效果广告价格不断提高，最终广告主面临的成本压力也会随之提高。单纯追求效果的反馈，导致效果广告投放的 ROI 持续下滑，终于使得品牌广告的性价比突显。

### 2.2.1. 从游戏广告主看效果广告 ROI 变化

长期以来，游戏类广告多为效果广告，其中三七互娱又是买量运营的典范，我们从三七互娱最近几年的销售费用率中可以观测出效果广告持续变贵的端倪。下图中可以看到，三七互娱的销售费用率持续走高，也就是说，产生相同收入所需的流量费用越来越高，因此，广告投放的 ROI 在持续走低。这是纯效果广告投入产出比持续下滑的典型例证。根据公司 2021 年一季度的业绩预告，公司预计 2021Q1 归母净利润同比下滑 83.54%-89.02%，主要原因就在于销售费用率的大幅提升所致。

图 5: 从三七互娱的销售费用率变化看效果广告的价格趋势 (%)



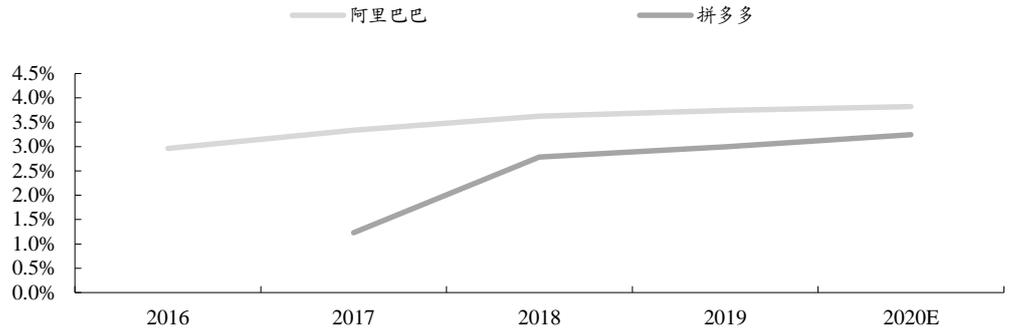
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

效果广告的 ROI 降低导致米哈游等顶尖游戏公司开始将预算转移至线下，《原神》于 2020 年下半年登录楼宇媒体，游戏公司逐步在改变单一买量的模式。

### 2.2.2. 从电商平台商户看效果广告 ROI 变化

效果广告的一个明显优势就是起投点很低，即使是非常小的商家也能负担得起效果广告的投放，而在众多传统媒体上，投放广告需要很高的起投金额，将众多中小广告主挡在门外，因此效果广告扩大了广告主的范围。尤其在淘系、拼多多这些平台上，中小商家的广告投放撑起了互联网平台的收入规模，而且平台上的广告又以效果广告的形式呈现，平台货币化率（货币化率=平台收入/GMV）的变化可以衡量广告主投放效果广告的效率变化。

图 6: 拼多多、阿里巴巴货币化率



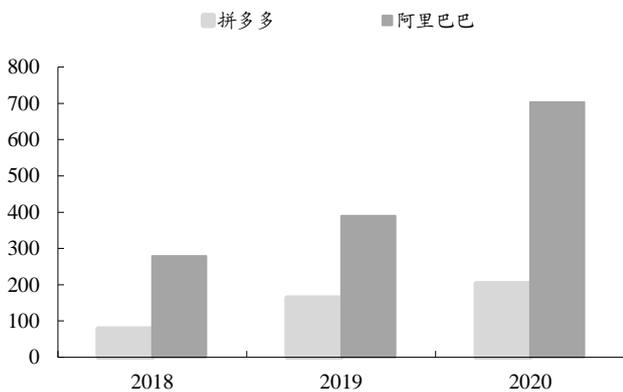
注：阿里巴巴为财年数据，2020 对应阿里巴巴 2021 财年，该年为我们预测数据  
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

如上图所示，淘系与拼多多的货币化率是持续提升的，表明对于商户来说，产生每一单位的 GMV 所需的效果广告投放金额是越来越多的，也表明了效果广告投入产出比逐步降低的趋势。

### 2.2.3. 大型电商平台的获客成本持续走高

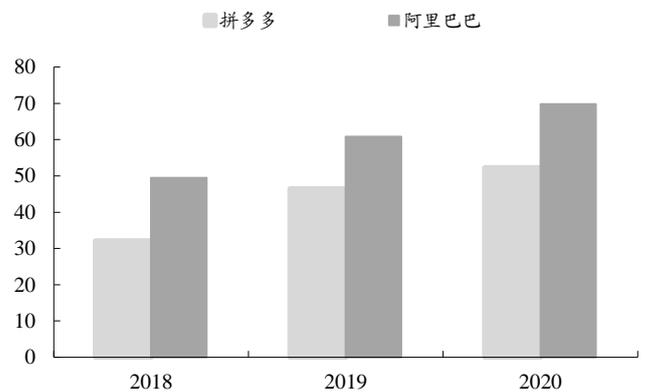
此外，对于大的互联网平台来说，其获客的成本也呈现越来越高的走势，我们用销售费用÷用户增量作为获客成本的衡量指标，销售费用÷用户总量作为留存成本的衡量指标。基于此，可以看到两大互联网电商平台的获客和留存成本持续提升的情况。

图 7: 淘系、拼多多获客成本持续提高 (元/人)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 8: 淘系、拼多多留存成本持续提高 (元/人)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

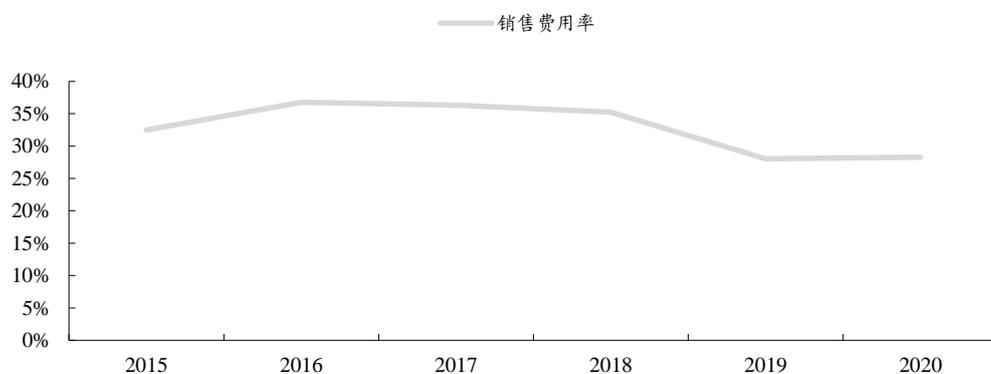
### 2.3. 品牌广告具备杠杆效应

从上文的分析可以看到，单纯的效果广告由于仅能在“购买行动”这一阶段产生刺激，导致费用的支出呈现一次性的行为，无法产生持续积累的效果，广告主有投放就可能获得短期收益，但长期却需要承担因流量费用越来越贵导致的投入产出比下滑，从而

对公司的盈利水平产生负面影响。而品牌广告属于长期建设，并非一次性的“购买行动”刺激，品牌广告树立品牌形象，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。因此，投放品牌广告能够产生规模经济效应。

下图为中国飞鹤的销售费用率变化情况，中国飞鹤注重品牌建设，2015-2019 年超过 70%的预算投放品牌广告，其中又以楼宇媒体作为主要投放渠道。我们从下图中国飞鹤的销售费用率变化中可以看到不同于纯品牌广告投放的变化趋势，品牌广告的规模效应明显，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。

**图 9：中国飞鹤销售费用率杠杆效应显现**

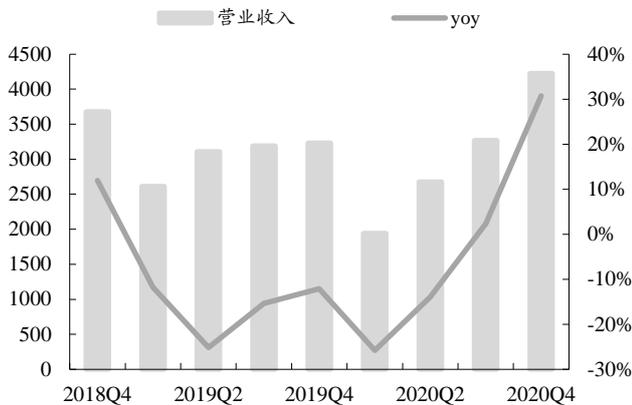


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 2.4. 流量费用的激增让品牌广告投放开始反转，楼宇媒体成为越来越重要的品牌广告投放阵地

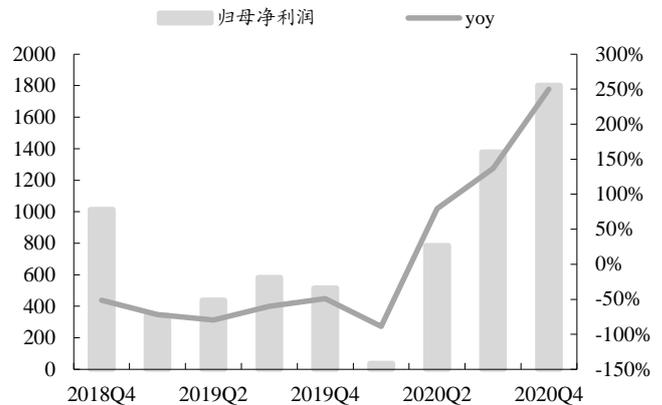
根据前述的分析，品牌广告在经历了连续两年的下滑后（20 年因为疫情影响），随着效果广告成本的持续提高，我们看到 2020 年下半年品牌广告开始崛起的趋势。分众传媒作为品牌广告越来越重要的投放阵地，去年下半年以来收入实现快速增长，营业收入逐级改善，业绩大超市场预期。与此同时，腾讯广告收入中，主要经营品牌广告的媒体广告收入，在经历了连续 6 个季度的下滑后，也在 2020 下半年迎来了恢复性增长。

图 10: 分众传媒营业收入情况 (百万元)



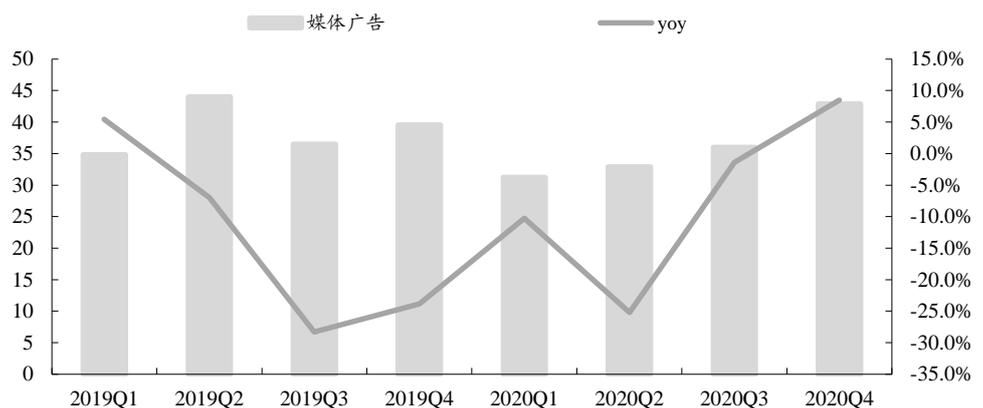
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 11: 分众传媒归母净利润情况 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

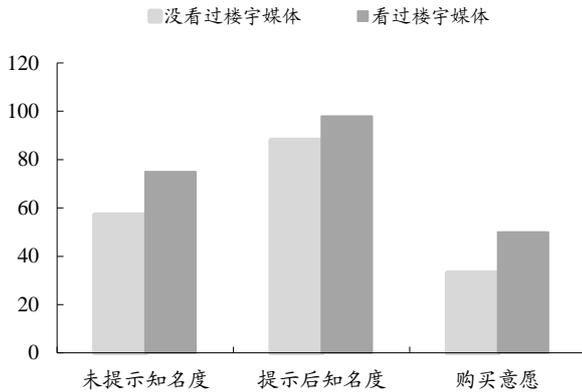
图 12: 腾讯媒体广告收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

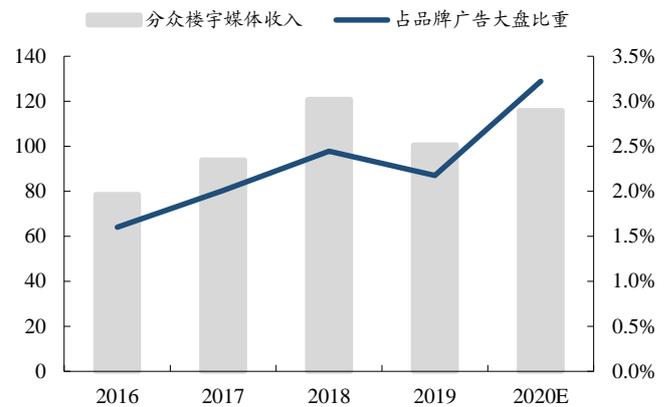
而在众多品牌广告的投放媒介中, 楼宇媒体逐渐发挥越来越重要的作用。下图 Millward Brown 的统计数据中, 未提示知名度, 是指在未经任何提示的前提下, 主动记忆且第一提及某品牌或广告的消费者占有所有消费者的比例。例如想到白酒就会想到茅台。而提示后知名度是指, 提到白酒时未必立刻想到某个品牌, 但这时告诉消费者古井贡, 大家也知道是白酒中的著名品牌, 业绩持续攀升。可以看到在广覆盖和强曝光下显示的效果提升。楼宇媒体能够通过长期的重复对抗消费者的遗忘。然而, “要使人们相信一个概念或一个实物的方法, 就是不断重复 (诺贝尔经济学奖得主康纳曼)”。与互联网社交媒体相比, 尽管楼宇媒体的趣味性及其信息量较小, 但其能够在公寓楼、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。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, 且占品牌广告大盘的比重在持续提升。

图 13: 楼宇 LCD 对品牌的提升作用



数据来源: Millward Brown, 东吴证券研究所

图 14: 分众传媒楼宇媒体收入在品牌广告中的占比 (亿元)



数据来源: 公司财报, 广告统计年鉴, 东吴证券研究所

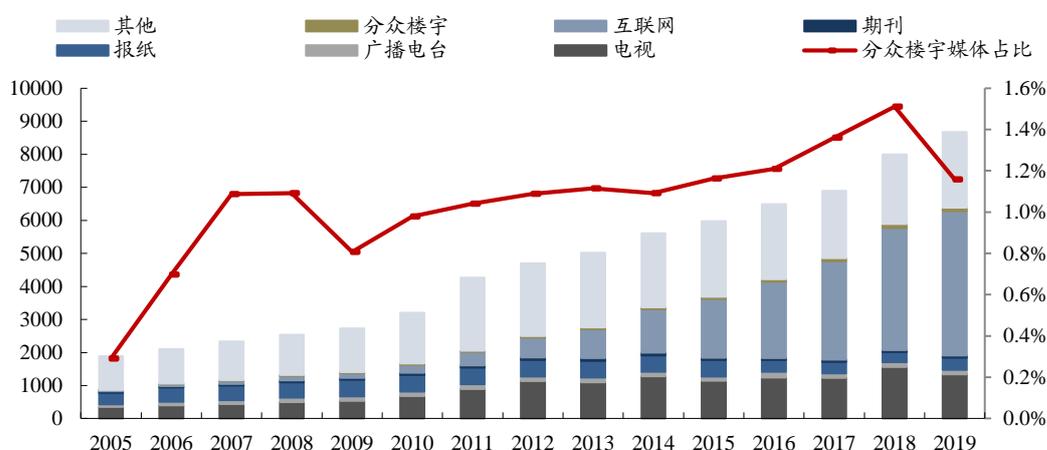
### 3. 从广告主 ROI 核算角度探讨楼宇媒体的长期增长逻辑

由于在互联网上投放广告, 广告主可以观测到访问量、点击率、转化率等等指标, 投资者便普遍认为互联网上的广告效果是可衡量的, 而楼宇媒体等传统媒体没有跟踪衡量的方法, 因此楼宇媒体被互联网新型媒体替代只是时间的问题。但是这一论断实际存在误区: 大型广告主往往在多个媒介投放广告, 虽然一个点击发生在互联网上, 但是如何判断这次点击是因为消费者在其他媒介上看到了广告才在来到互联网上发生了这次点击, 还是因为仅仅在互联网上浏览从而产生了点击呢? 我们会发现, 由于广告主在多个媒介上均投放了广告, 导致消费者的曝光是多媒介的, 但是核算互联网广告投放效果的时候实际上包含了由其他媒介引来的流量, 从而导致互联网广告效果核算的不准确。因此除非广告主仅仅在互联网单一媒介上投放广告, 否则互联网渠道的广告效果也是无法衡量的。

所以, 我们可以把单个媒介效果可衡量的想法放在一边, 根据我们调研的部分大型广告主的情况, 来研究一下大型广告主的广告效果核算方式: 广告主会将预算分配到多种媒介上, 例如电视、互联网、楼宇媒体等各投一定的预算比重, 然后会获得一个总的产出, 便会形成一个总的 ROI (投入产出比), 广告主的目标就是通过不同媒介上预算比重的调整, 使得这个总体的 ROI 最大化 (有多种衡量方式, 例如实现 3 次以上的到达率付出的成本是多少, 成本越低, ROI 就越高)。如果提高电视媒介的预算, 广告主发现总体 ROI 降低, 那么广告主便会把增加的预算缩减回来, 同时找到合适的投放比例; 如果提高楼宇媒介的预算, 总体 ROI 也跟着提高, 那么楼宇媒介的预算比重就会相应上升。因此, 广告预算在不同媒介的分配是动态调整的结果, 也是一个缓慢变化的过程, 最终取决于总体 ROI 如何变化。我们在这里就看到了品牌广告和效果广告的融合, 并非非此即彼的关系。

这种广告效果核算的方法对我们理解单一媒介预算比重的上升就十分重要。如果某个媒介的广告预算比重持续提升，那也就意味着增加该媒介的预算占比，总体的 ROI 就会增加，其实也就印证了该媒介的广告是有效果的。正如我们在上图看到的那样，楼宇媒体占整体广告预算的比重持续提升，其实就是这样一种结果。而驱动预算占比增加的底层原因就是受众，正如我们在《从历史中寻找真相——分众传媒市场关注问题解读》中所探讨的那样，覆盖受众的不断增加，是楼宇媒体逐渐分得更多预算的核心原因，而受众增加的趋势依然在持续；反观广告主之所以将更多的预算从电视等媒体上转移开，就是因为受众在不断流失，从而造成相同预算的总体 ROI 降低，这样广告主就不得不缩减电视媒介上的预算占比。因此楼宇媒体占预算比重增加是长期增长逻辑。

图 15：不同媒介的广告收入规模及分众楼宇媒体的预算占比情况（亿元）



数据来源：广告统计年鉴，东吴证券研究所

## 4. 相关标的

### 4.1. 分众传媒：广告主预算比重持续增加，经营景气向上，教育政策收紧不改公司发展态势

公司发布 2020 年业绩快报及 2021 年一季度业绩快报。公司 2020 年实现收入 120.97 亿元，较 2019 年同比下降 0.32%；实现归母净利润 40.04 亿元，同比上升 113.55%；其中 2020Q4 实现收入 42.22 亿元，同比增长 30.69%，实现归母净利润 18.02 亿元，符合市场预期。此外，公司预计 2021Q1 实现归母净利润 12.2-13.8 亿元，同比大幅增长 3,120.08%-3,542.39%，好于预期。

公司影院媒体由于疫情期间全国影院暂停营业，2020 年实现营业收入 4.78 亿元，较上年同期减少 75.90%，其中 Q4 实现收入 3.27 亿。楼宇媒体业务自 2020Q2 起快速反弹，全年实现营业收入 115.76 亿元，较上年同期增长 15.19%，其中 Q4 达到 38.95 亿元，同比增长 47.04%。

楼宇广告业务景气度好于预期，持续受益于广告预算向头部充分集中的趋势，且消费类广告主盈利新高，品牌推广预算充足，叠加新消费赛道本身的高增长，楼宇媒体收入具有持续的推动力。另外，受益于竞争趋缓，和 2020 年租金下滑的逐季分摊，2021 年的楼宇租金成本也将维持较低的水平。因此收入增长带来的业绩弹性依然明显。

#### 4.1.1. 教育培训机构广告投放受政策收紧影响

因教育培训机构广告投放受政策影响出现收紧，市场预期分众在线教育广告主广告投放受到负面影响，影响公司收入，分众传媒股价因此调整。但公司收入结构多元，在线教育类广告主虽占据一定营收比重，但分众在持续加大各个行业广告主的开发力度，预计短期影响有限。回顾 2020 年，公司收入增长大超预期，是因为新消费、金融类、游戏类等不同行业广告主的加大投放所致，甚至新消费、基金类广告主的出现都是之前未曾预料到的。宏观经济回暖带来众多行业广告主盈利情况改善是加大楼宇媒体等品牌广告投放的重要原因。

根据广告统计年鉴数据，截止 2019 年，电视、广播、报纸、杂志等传统媒体占广告主预算比重依然高达 22%，而投放给分众楼宇媒体的预算比重仅 1.16%，各行业广告主依然有充分的预算转移空间。品牌化是长期趋势，能够支撑公司业绩的持续增长。

#### 4.1.2. 盈利预测

我们维持公司业绩预测，预计公司 2021/2022 年收入分别为 152.40/172.40 亿元，同比增长 26.0%/13.1%，归母净利润分别为 59.63/68.42 亿元，同比增长 48.9%/14.8%，对应 2021 年 4 月 16 日收盘价 PE 分别为 22.60/19.69 倍。当前线上效果广告价格持续提升，广告主线上广告投放的 ROI 持续下降，品牌广告性价比开始突显，楼宇媒体作为越来越重要的品牌广告投放渠道持续收益，公司业务景气度向上，动力强劲。我们维持公司“买入”评级。

## 5. 风险提示

- 1、宏观环境超预期下滑。公司收入受宏观环境影响大，若宏观经济出现超预期下滑，则会对公司业绩造成重大影响；
- 2、应收账款回款不利。公司应收账款减值问题曾在 2019 年对公司业绩造成了较大的影响，随公司加大催收力度及当前经济情况的好转，应收账款问题略有缓解，但依然应重点关注；
- 3、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。

## 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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

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

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>

