

品牌广告长逻辑向好，把握产业变化成长机遇

——分众传媒首次覆盖报告

核心观点

- **宏观经济、零售渠道构建、用户时长分配是影响梯媒需求的核心要素。我们认为后两个因素对品牌广告主的预算抢占已经趋缓，梯媒作为品牌广告的细分市场有望受益于这一长期趋势。从渠道来看，在零售渠道快速构建的时期，品牌广告需求被抑制。而21年以来线上线下零售渠道增长趋缓，品牌广告需求有望持续释放。从用户时长分配来看，互联网围绕用户娱乐时长竞争，梯媒隶属商务和生活圈广告，时长稳定，依然是品牌广告重要阵地之一。分众的品牌性和时长独立性的特征，有望受益于品牌广告负面冲击减缓和宏观经济的向上弹性。**
- **长周期看宏观因素，分众1-2年预判更依赖中观产业变化。结合产业发展阶段与客户结构，日用消费品、互联网、社会服务业是公司的核心板块。日用消费品行业增长稳定，结构上竞争激烈，21年以来各细分行业保持10%以上的增长，22疫情复苏下该板块收入高增长可延续。互联网行业增长稳定，进入头部平台跨领域竞争阶段，广告投放需求稳定。商业服务和休闲娱乐板块当前占比低，疫情后复苏以及品牌化形成阶段，品牌需求有望提升，公司结合服务业特点推出分众直投产品，满足中小企业局部分散的点位投放需求。**
- **客户结构优化后稳定性提升，淡季刊挂率影响大可持续跟踪。我们预计公司进入稳定增长期，18/19年的需求冲击后，收入增长和毛利率预计较为稳定。持续关注淡季刊挂率指标，旺季点位填充率维持在高位，淡季波动更大。20年以来客户数量的丰富有助提升刊挂率，推动单点收入持续复苏，点位价值提升空间充裕。**
- **国内点位空间有限，大陆外市场积极拓展。从国内城镇人口和电梯保有量数据来看，点位规模高增长长期结束，进入稳定增长阶段，增长更多依赖于点位收入提升。大陆外市场分国家地区详细测算，市场空间在120亿左右，长期增长有赖于地区经济增长，分众当前市占率较低，区域拓展巩固公司成长属性。**

盈利预测与投资建议

- **业务发展过渡稳定增长期，结构调整积极有效，互联网广告并未对点位广告价值产生根本影响，我们预测公司2021-2023年收入分别为152.91、169.07、190.18亿元，归母净利润分别为60.98、69.90、80.07亿元，可比公司22PE为19x，对应目标价9.05元/股，首次覆盖给予“买入”评级。**

风险提示

- **宏观经济波动；行业竞争加剧；广告市场需求不确定性；坏账计提减值风险；区域市场假设变化对结果产生影响**

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,136	12,097	15,291	16,907	19,018
同比增长(%)	-16.6%	-0.3%	26.4%	10.6%	12.5%
营业利润(百万元)	2,366	5,080	7,670	8,790	10,067
同比增长(%)	-66.0%	114.7%	51.0%	14.6%	14.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,875	4,004	6,098	6,990	8,007
同比增长(%)	-67.8%	113.5%	52.3%	14.6%	14.5%
每股收益(元)	0.13	0.28	0.42	0.48	0.55
毛利率(%)	45.2%	63.2%	70.3%	70.4%	71.4%
净利率(%)	15.5%	33.1%	39.9%	41.3%	42.1%
净资产收益率(%)	13.4%	26.0%	30.3%	26.2%	23.4%
市盈率	59.5	27.8	18.3	16.0	13.9
市净率	8.1	6.6	4.8	3.7	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入(首次)

股价(2022年02月24日)	7.72元
目标价格	9.05元
52周最高价/最低价	11.17/6.7元
总股本/流通A股(万股)	1,444,220/1,444,220
A股市值(百万元)	111,494
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2022年02月25日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.86	-5.97	6.93	-26.12
相对表现	3.77	1.15	14.16	-3.18
沪深300	-7.63	-7.12	-7.23	-22.94



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860517020003 香港证监会牌照: BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyujqi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520050001 香港证监会牌照: BQP135
吴丛露	wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520020003 香港证监会牌照: BQJ931
詹博	021-63325888*3209 zhanbo@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860521110001

联系人

韩旭	hanxu3@orientsec.com.cn
----	-------------------------

目录

前言	5
1. 宏观层面：渠道和时长分流减弱，梯媒广告需求有望复苏	5
1.1 渠道构建：零售渠道变革或是被忽视的重要变量	6
1.1.1 对比中美两国：渠道快速建设期都抑制品牌广告需求	6
1.1.2 总结：渠道竞争关系逐步减弱，宏观经济成为重要影响	8
1.2 用户注意力：商务时长稳定，梯媒差异化定位保持高增长	9
2. 中观层面：产业发展阶段与板块增长紧密相关	10
2.1 客户结构调整积极，减轻对互联网行业的依赖	10
2.2 日用消费品板块抗周期能力强，增速持续高于行业	11
2.3 互联网板块反映产业变迁，格局决定广告投入	13
2.4 商业服务和休闲娱乐有望受益疫情复苏贡献收入增量	14
2.5 房产家居板块负面因素持续，交通板块迎来边际改善	16
3. 经营层面：增长稳定性提升，刊挂率波动反映需求	17
3.1 18/19 年结构调整后，有望修复进入稳定增长阶段	17
3.2 淡季刊挂率波动大，是反映需求的重要指标	18
3.3 应收账款周期性显著，回款逐步恢复常态	19
4. 成长空间：国内依赖城镇化推进，大陆外市场强化成长性	21
4.1 国内加密提升点位质量，城镇化空间相对有限	21
4.2 大陆外市场发力拓展，强化成长属性	21
盈利预测与投资建议	22
盈利预测	22
投资建议	23
风险提示	23

图表目录

图 1: 分众分析框架.....	5
图 2: 1919 年-2007 年美国广告占 GDP 比例（左轴）及名义 GDP 增速（右轴）.....	6
图 3: 连锁杂货店快速发展（A&P 门店数量）.....	7
图 4: 超市门店数量和日用消费品份额.....	7
图 5: 渠道变化与广告强度（广告/名义 GDP）.....	7
图 6: 线上线下社会零售规模及增长.....	8
图 7: 年度宏观经济指标与广告行业增速.....	8
图 8: 互联网广告中品牌和效果占比.....	8
图 9: 头部电商平台 GMV 增速.....	8
图 10: 2017 年中国媒介时间花费与广告花费.....	9
图 11: 行业主要参与者资源情况.....	10
图 12: 行业主要参与者收入情况.....	10
图 13: 电梯电视行业 top20 广告主中消费品占比.....	11
图 14: 分众各板块收入占比.....	11
图 15: 分众日用消费品板块收入（百万元）及增速.....	11
图 16: 日用消费品板块收入（百万元）占比变化.....	11
图 17: 分众日用消费板块收入与宏观经济指标对比.....	12
图 18: 食品制造行业收入增速.....	12
图 19: 啤酒行业收入增速.....	12
图 20: 乳制品和白酒行业收入增速.....	12
图 21: 分众互联网板块收入（百万人民币）.....	13
图 22: 分众团购业务板块收入占比.....	13
图 23: 分众电子商务板块收入占比.....	13
图 24: 电商平台 GMV 结构（亿元）.....	13
图 25: 头部互联网平台时长占比达到 70%（TOP 600）.....	14
图 26: 商业服务板块收入（百万）及增速.....	14
图 27: 娱乐休闲板块收入（百万）及增速.....	14
图 28: 万达广场信息.....	15
图 29: 楼宇信息.....	15
图 30: 点位单价.....	15
图 31: 房产家居板块收入（百万）及增速.....	16
图 32: 交通板块收入（百万）及增速.....	16
图 33: 房产家居上市公司广告支出与商品房销售面积.....	16
图 34: 交通行业上市公司广告支出与乘用车销量.....	17

图 35: 供需周期.....	18
图 36: 单点周期.....	18
图 37: 单点收入 (万元)	19
图 38: 点位结构占比.....	19
图 39: 年度应收账款/当前收入	20
图 40: 15Q4 以来应收账款/TTM 收入.....	20
图 41: 坏账准备余额变动结构分析 (百万元)	20
图 42: 核销金额占比.....	20
图 43: 城镇化率和城镇人口增速.....	21
图 44: 电梯保有量 (万台)	21
图 45: 大陆外城市及媒体资源数量	21
图 46: 大陆外子公司的归母净利润 (万元)	21
表 1: 主要时期广告强度特征 (结合图 1/4 划分)	9
表 2: 分众直投 CPM 测算.....	15
表 3: 点位刊挂率	19
表 4: 大陆外市场空间	22
表 5: 可比公司估值表	23

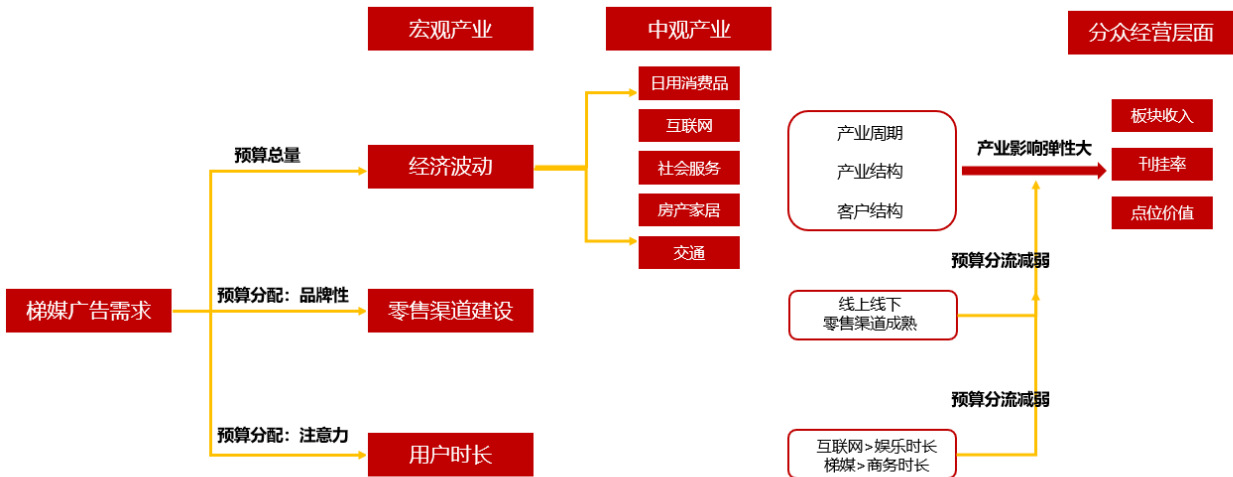
前言

我们尝试从宏观、中观到经营层面对分众的成长性进行分析，宏观层面关注广告主预算总量和分配的基本逻辑，中观层面从产业周期和结构形成中短期的预判，公司层面短期关注各板块收入、点位价格和刊挂率的波动。

- **宏观层面：**经济波动决定广告主预算总量，经济上行期间广告预算更加充足，同时零售渠道和用户时长的竞争决定了广告主预算分配的倾向，边际来看线上线下的成熟以及商务时长的独立性特征，保证了分众点位价值，宏观经济的波动对分众收入波动弹性影响更大。
- **中观层面：**产业周期和产业结构影响大，产业成长期和竞争强度提升广告主预算都会提升，从历史来看中观产业波动可以清楚的反映在分众的收入结构中，日用消费品的稳定增长以及互联网头部平台的竞争构筑分众收入的基本盘，社会服务渠道化和品牌化以及新能源汽车板块的增长有望带动公司的收入弹性。
- **公司层面：**经过 18/19 年的客户结构调整，需求冲击减弱下，公司逐步恢复到了稳定增长阶段，毛利率和单点收入有望维持在高位。预计 21 年单点收入达到 0.57 万元，同比显著修复，淡季刊挂率是持续跟踪的重要指标。

总的来看，结合宏观变量和自身结构的调整来看，品牌媒介认可度提升下，点位价值有望实现稳定增长，在国内点位总量增长放缓下，成为公司收入稳定增长核心驱动力。

图 1：分众分析框架



数据来源：东方证券研究所

1. 宏观层面：渠道和时长分流减弱，梯媒广告需求有望复苏

本章探讨影响分众的中长期因素，经济波动影响广告主预算总量，零售渠道建设和用户时长分配决定广告主预算配比。分众处于梯媒的细分赛道，品牌性受益于线上线下零售渠道构建进入成熟期，以及商务时长的独立性，因此在预算分配的竞争上挤压因素放缓，作为品牌广告的重要阵地之一的梯媒需求有望复苏。

- **品牌性特征：零售渠道构建成熟下，品牌广告有望回升，**对比中美两国历史广告强度波动，我们发现渠道建设同样会对广告投入形成替代效应，线上零售渠道快速发展期，效果广告可视为渠道投入，因此对品牌广告形成抑制。当前线上零售渠道构建成熟下，品牌广告在预算集中的价值得到提升。
- **娱乐和商务时长相对独立：**互联网用户时长实际上更多从娱乐时长对该广告主预算侵占，传媒电视等娱乐媒体收到的冲击较大，而分众作为商务时长主要驱动力来自城镇化和商务活动的增加，可以看到公司的点位价值，已经实现显著提升。

综上，预算分配中关键的渠道竞争和时长竞争要素的负面影响已经减弱，宏观经济波动对分众收入的影响可以进一步通过中观产业的跟踪进行预判。

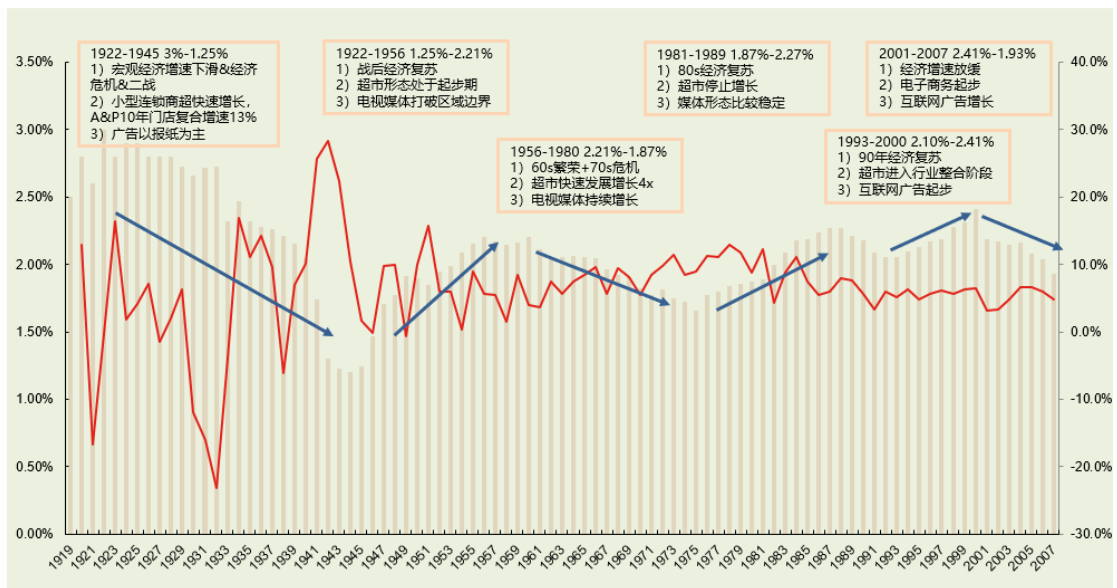
1.1 渠道构建：零售渠道变革或是被忽视的重要变量

我们尝试从美国 1919 年以来的数据和国内 1990 年以来的数据进行回溯，探讨广告强度的影响变量。宏观经济波动、线下零售渠道的建设以及品牌广告媒介形式都对广告强度产生了影响。从国内的发展阶段来看，电商作为 2012 年以后的重要零售渠道，增加了以效果广告形式为核心的广告投入，品牌广告的比例或反映线上零售渠道快速建设期的特征。站在当前时点，我们认为线上+线下零售渠道已经成熟，渠道投入稳定下，边际上品牌投放受到的挤压将减弱，后期品牌投入有望加强。

1.1.1 对比中美两国：渠道快速建设期都抑制品牌广告需求

通过对美国 1919 年以来广告行业数据回溯，我们发现宏观经济、零售渠道的变革以及品牌媒介的形式对品牌广告的投入影响显著，其中零售渠道快速构建的时期我们都看到广告市场占宏观 GDP 比例的下降，反映渠道建设与广告投入的竞争关系。

图 2：1919 年-2007 年美国广告占 GDP 比例（左轴）及名义 GDP 增速（右轴）



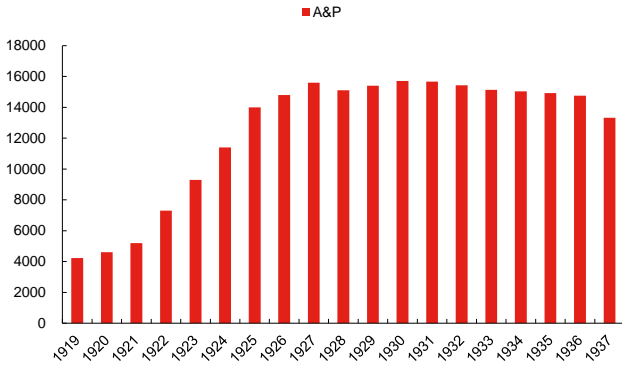
数据来源：wind、公开资料整理、《The Evolution of the Supermarket Industry: From A&P to Walmart》、东方证券研究所

宏观经济影响居首，零售渠道和媒介形式次之。总结来看，当宏观经济上行或者下行周期，广告强度基本处于同向波动。其次在零售渠道快速发展的时期，广告强度呈现整体下行，具体时期为

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

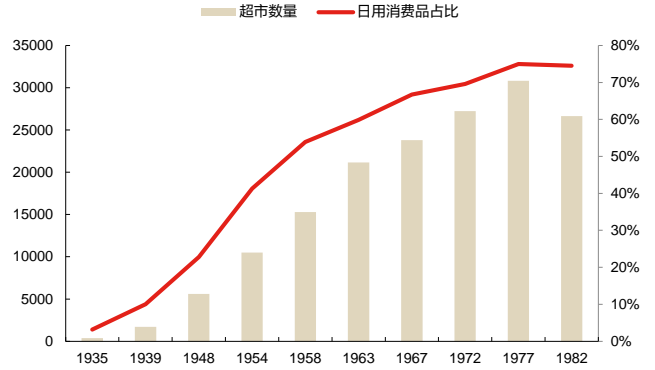
1920 年代的连锁杂货店以及 1950 年代开始的超市体量的快速增长。而品牌广告的形式更多体现为媒介的更替，对整体品牌广告投入影响不大。

图 3：连锁杂货店快速发展（A&P 门店数量）



数据来源：《The Evolution of the Supermarket Industry: From A&P to Walmart》、东方证券研究所

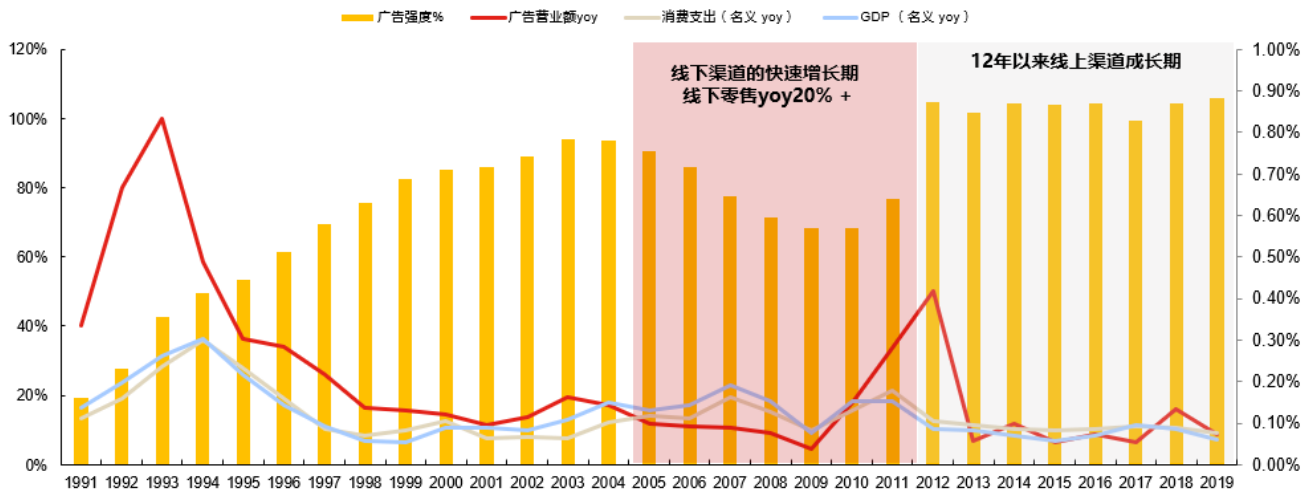
图 4：超市门店数量和日用消费品份额



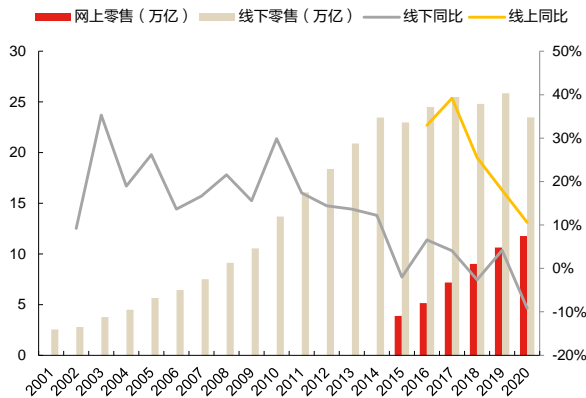
数据来源：《The Evolution of the Supermarket Industry: From A&P to Walmart》、东方证券研究所

国内市场同样可以观察到线下零售渠道构建的时期，广告强度的下滑。在 04-10 年这一时期，广告行业增速逐步下降，但是无论是名义 GDP 还是名义最终消费支出增速都显著高于广告行业增速，反映入世之后地区经营壁垒放开，区域品牌在成为全国性品牌的过程中加大线下零售渠道构建投入，代替了品牌广告的作用。

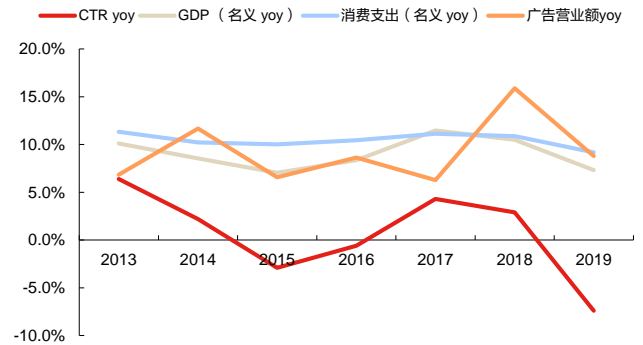
图 5：渠道变化与广告强度（广告/名义 GDP）



数据来源：国家工商总局、国家统计局、东方证券研究所

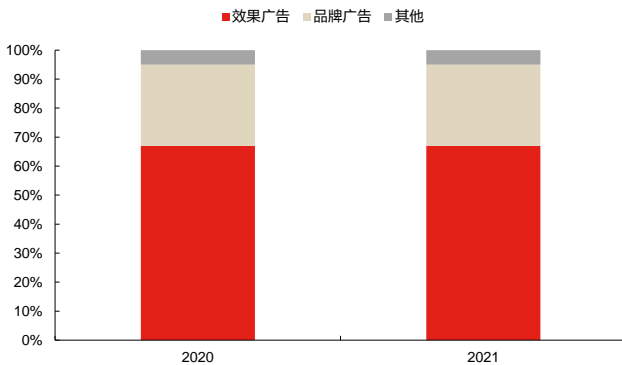
图 6：线上线下社会零售规模（万亿）及增长


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

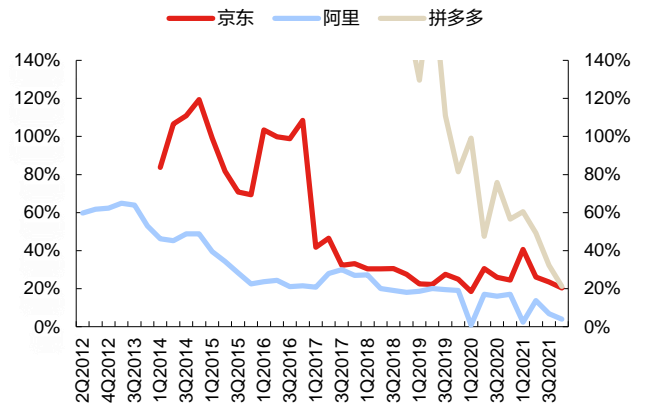
图 7：年度宏观经济指标与广告行业增速


数据来源：CTR、国家统计局、东方证券研究所

电商渠道的铺设导致重效果广告轻品牌广告，21 年以来电商业务进入成熟期。2012 年以来线上消费渗透率开始逐步提升，效果广告实际上可以理解为线下租金的替代，效果广告与线上销量捆绑，进一步挤占了品牌广告的投入，结合《中国互联网广告数据报告》，线上效果广告占比 67%，品牌广告占比 28%，20/21 两年结构上已经较为稳定。21 年以来线上增速放缓，2021 年 12 月当月实物商品网上零售额同比增速为 1.4%，线上零售渠道已经进入成熟期，渠道投入放缓下，品牌广告需求有望回升。

图 8：互联网广告中品牌和效果占比


数据来源：Questmobile、《中国互联网广告数据报告》、东方证券研究所

图 9：头部电商平台 GMV 增速


数据来源：公司公告、东方证券研究所

1.1.2 总结：渠道竞争关系逐步减弱，宏观经济成为重要影响

基于上述宏观周期的回溯，我们尝试对品牌广告投入需求的中长期影响因素进行推演。无论是中国还是美国，线下零售渠道快速建设的时期（观察下表的蓝色区域），品牌广告的广告强度都是下降的，进一步如果我们把线上效果广告投入作为租金等渠道的来看待，也可以看到近年来对品牌广告投入的挤压。而站在当前时点，线上渠道大规模投入期已经进入尾声，边际的挤压效应将减缓，品牌广告投放需求将更加显著的受宏观经济波动影响。

表 1：主要时期广告强度特征（结合图 1&2 划分）

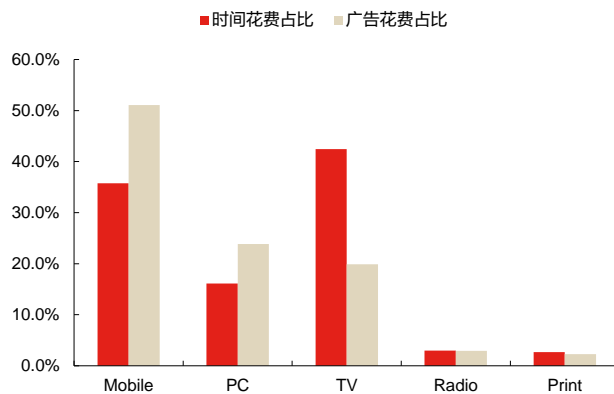
	宏观经济	零售渠道	媒介形式	品牌广告强度
美国				
1922-1945 年	下行	连锁杂货店快速发展	稳定	下行
1946-1956 年	上行	超市模式起步	电视增长	上行
1956-1982 年	先上行后下行	超市快速发展	电视增长	下行
1982-1989 年	上行	超市行业下行	稳定	上行
1990-1992 年	下行	超市行业整合	稳定	下行
1993-1999 年	上行	超市行业整合	互联网广告增长	上行
2000-2001 年	下行	电商起步	互联网广告增长	下行
2001-2007 年	下行	电商起步	互联网广告增长	下行
中国				
1991-2003 年	上行	线下零售起步	传统品牌广告	上行
2004-2010 年	上行	全国品牌铺设线下渠道	传统品牌广告	下行
2011-2021 年	增速放缓	线上渠道快速增长	互联网广告	下行

数据来源：东方证券研究所

1.2 用户注意力：商务时长稳定，梯媒差异化定位保持高增长

用户媒介市场花费与广告费用成正比，互联网抢占娱乐时长，对商务时长冲击小。根据中关村互动营销实验室的数据，2021 互联网广告与营销市场规模达到 11608 亿，是广告市场的重要组成部分。规模背后逻辑，来自于对娱乐时长的挤占，线上娱乐时长占比提升，导致传统的电视广告显著下降，2020 年传统广播电视广告收入 789.58 亿元。**梯媒不瞄准于娱乐时间受互联网广告冲击小，商务活动是核心场景。**梯媒更多存在于商务楼宇、社区、电梯中，其中商务楼宇商业人群活动和商业价值更高，受益于城镇化进程中，企业劳动人员的增长，商务活动的场景越发丰富，梯媒整体保持了较为高速的增长

图 10：2017 年中国媒介时间花费与广告花费

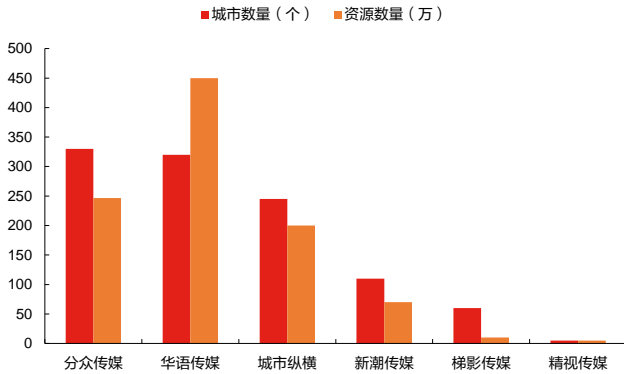


数据来源：emarketer、艾瑞咨询、东方证券研究所

梯媒行业属细分市场，分众市占率绝对领先。2019 年整体广告行业营业额为 8674.28 亿，预计梯媒行业头部参与者 200 亿左右，占比 2.31%，仅为广告行业的细分市场。但从格局来看，全国接近 800 万的电梯基本已经实现了点位的高覆盖。分众收入遥遥领先于其他参与者，同时网点以自营为主，点位资源的控制能力、广泛度、集中度好于同业。

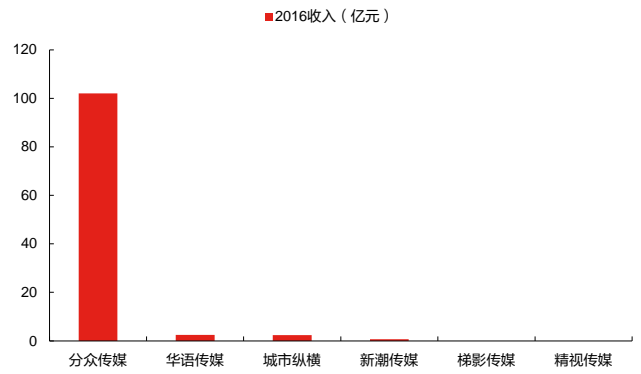
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 11：行业主要参与者资源情况



数据来源：公司官网、东方证券研究所（华语、城市以框架海报为主）

图 12：行业主要参与者收入情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

综上，梯媒具有品牌广告和商务时长两个显著的广告特征。首先从时长特征来看，梯媒聚焦的时长，与娱乐时长不同，受到互联网广告时长的冲击较小，差异化定位保证了点位广告价值。从品牌广告的成长周期来看，线上渠道已经逐步成熟，效果广告对品牌广告的冲击减弱下，品牌广告在宏观经济的复苏下更具有弹性，具体从分众的收入结构来跟踪，中观产业的周期是分众收入增长的前置指标。

2. 中观层面：产业发展阶段与板块增长紧密相关

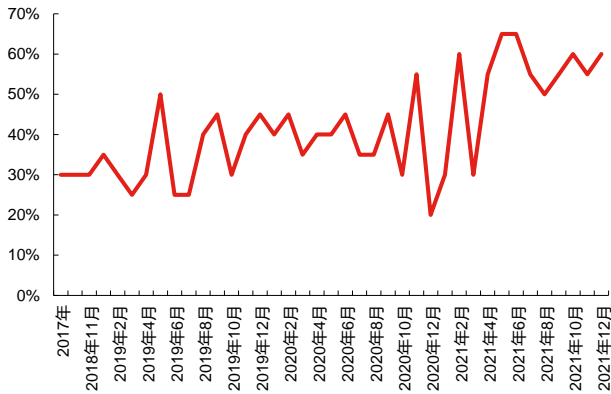
产业发展阶段主要由产业周期和产业结构构成，产业处于成长期广告投入需求提升，产业结构分散或者集中度快速变化时期，广告需求也会提升，回顾分众板块收入的波动可以清晰的看到中观产业对分众收入的影响。结合分众自身的客户结构，日用消费品、互联网、社会服务影响公司收入增长的核心行业。

- **日用消费板块：**板块收入 21H1 占比 39%，产业增长稳定，新品牌迭代下，产业内部竞争激烈，广告投入需求强烈。
- **互联网板块：**板块收入 21H1 占比 33%，产业处于成熟期，头部平台多领域竞争，头部平台广告投放需求强烈。
- **商业服务与休闲娱乐板块：**板块收入 21H1 占比 14%，产业全国渠道构建和品牌化早期，成长期广告投入需求起步。
- **房产家居和交通板块：**板块收入 21H1 占比 8%，产业总量下滑，结构上新能源汽车和小家电行业处于成长期广告投入需求较强。

2.1 客户结构调整积极，减轻对互联网行业的依赖

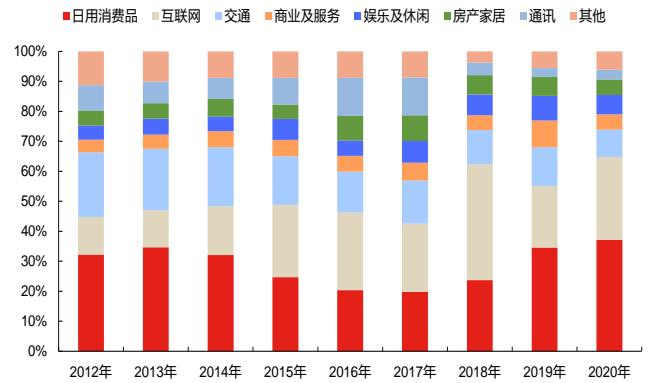
经历 18/19 年结构阵痛后，公司加强日用消费品的获客。截止 2021H1，公司日用消费品收入为 28.8 亿（占比 39%），互联网收入为 24 亿（占比 33%），可以看到客户集中在快消品等大客户和互联网大平台，这些客户投放的稳定性和持续性。从 CTR 的数据也可以观察到，互联网类的公司有所减少，主要集中在头部平台公司，消费品公司占比显著提升。

图 13: 电梯电视行业 top20 广告主中消费品占比



数据来源: CTR、东方证券研究所

图 14: 分众各板块收入占比



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

进一步来说，分众结构调整对收入增长稳定性至关重要，我们后文结合产业周期和结构对行业投放能力进行定性判断，其中产业周期和结构变化为两个核心变量。

- **产业周期：**当产业周期上行，企业整体收入提升带动广告支出意愿增强，行业整体投放向上。日常消费品、互联网行业以及商业服务充分体现了产业周期向上的特征，房地产与交通产业周期向下。
- **产业结构：**产业集中度分散和加速集中度过程中，行业也会倾向加大广告投入。日常消费品行业自身竞争激烈，新品牌迭代速度快；社会服务行业处于连锁化率提升的阶段；新能源汽车行业打破行业格局，都带动投放的增长。而房地产企行业集中度提升后进入稳定阶段，行业结构固化下投入能力难有起色。

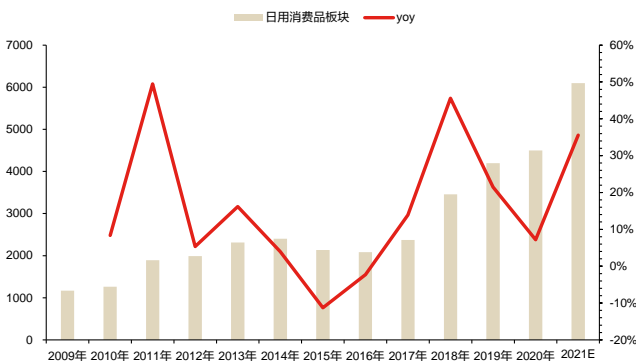
基于这一思路，我们来看对分众各板块的收入增长动力进行历史性的回溯，尝试总结出各板块收入增长核心跟踪的中观指标。

2.2 日用消费品板块抗周期能力强，增速持续高于行业

消费品实际上一直为分众的基本盘。从增长趋势来看，可以看到分众的日常消费品的增长具有很强的持续性，09年以来的年复合增速为14.7%，显著高于09年来名义GDP和社会零售的增长，边际上21年受益于传统企业的持续投入和新品牌的成长，在21年实现预计同比30%+的增长。

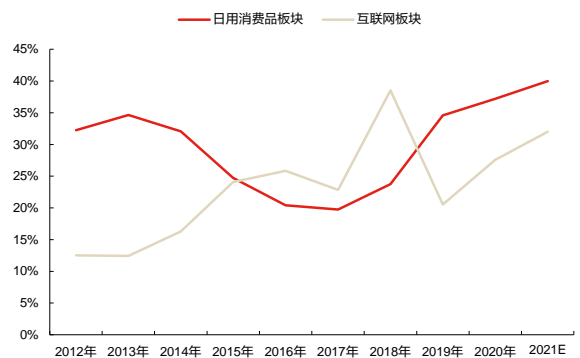
从结构来看，日常消费品板块收入占比低点为2015-2017年的20%-25%，主要由宏观经济周期以及互联网行业的挤压所致，截止21年上半年日常消费品板块占比39%，接近历史峰值。

图 15: 分众日用消费品板块收入 (百万元) 及增速



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

图 16: 日用消费品板块收入 (百万元) 占比变化

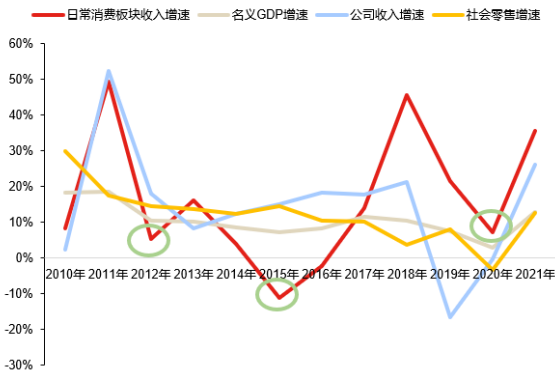


数据来源: 公司公告、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

日用消费品行业增长稳定性强，底部阶段可通过行业跟踪预判。对公司日用消费品增长波动的认知，来自中观产业。分众日用消费品板块收入下滑，主要有三次，分别在2012/2015/2020年的三次探底，这三次下滑都可以结合中观产业数据进行判断，**其中15年最为显著——广告主行业增长大幅放缓下，收入出现大幅波动。**根据国家统计局数据，食品、乳制品和酒类收入增速在2015年断崖式下滑，同时15年以来互联网行业主要细分市场激烈，分众将点位资源向互联网倾斜，最终导致15年的负增长。20年以来经过疫情波动后，21年行业增长复苏，各个细分行业同比增长都在21年实现了强劲的反弹，有力带动了分众在21年日用消费板块30%+的增长。

图 17：分众日用消费板块收入与宏观经济指标对比



数据来源：公司公告、国家统计局、东方证券研究所

图 18：食品制造行业收入增速



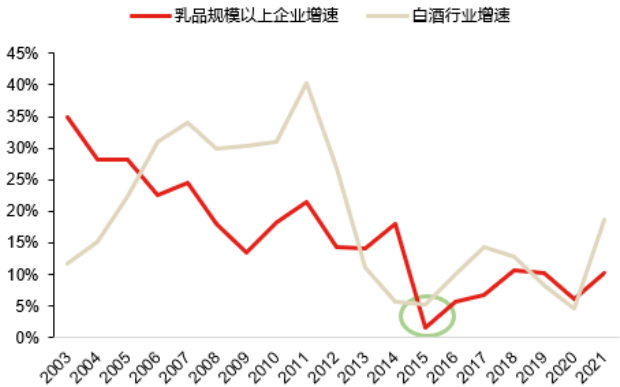
数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图 19：啤酒行业收入增速



数据来源：国家统计局、公司公告、东方证券研究所

图 20：乳制品和白酒行业收入增速



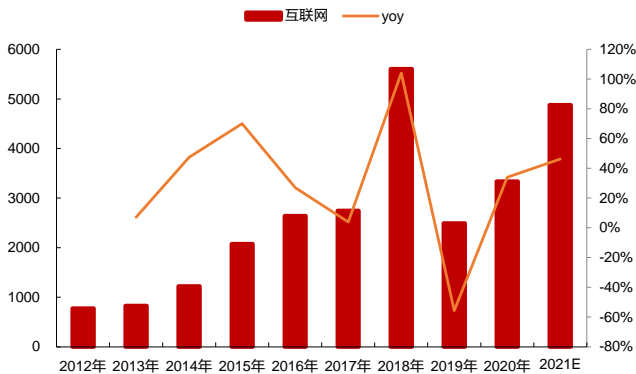
数据来源：国家统计局、东方证券研究所

综上，长周期来看，日用消费品行业特点呈现代际变化的新品牌和新产品的不断推陈出新，产业周期线上结构分散竞争，新消费品牌成长以及作为新进入者的威胁持续存在，整体品牌主投放在线下+线上零售渠道构建基本完成的情况下，品牌广告需求具有非常强的持续性。**落实到分众的广告投放，中观产业的变化是分众收入增长的重要跟踪指标，短期来看 22 年不存在投放大幅缩减可能性，渠道效率的变化以及新消费品的竞争充分保证了该板块向上的弹性，即使出现行业增长失速也可以根据中观产业及时反馈有效的规避和预判波动。**

2.3 互联网板块反映产业变迁，格局决定广告投入

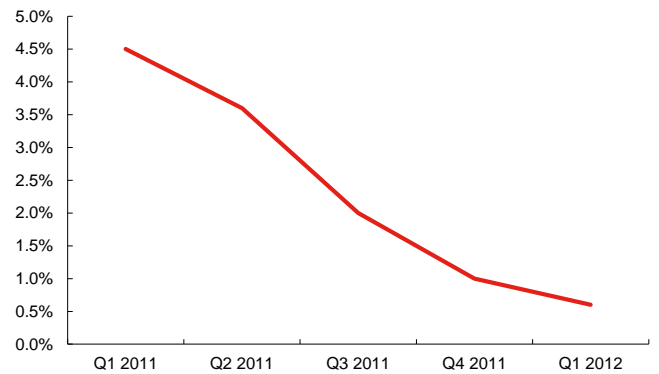
产业结构和周期的变化，互联网增长与结构变化最为显著。互联网产业经历高速发展，分众受益显著，分众互联网板块收入 12-18 年复合增速 40%。新的产品创新不断迭代，市场格局稳态前，分众一直是新经济的营销重地，2010-2012 年的团购竞争，2014-2015 年的打车竞争，2015-2016 外卖竞争，在形成头部公司之后，营销投放就会显著降低。分众历史上的团购数据充分反映这一点，随着行业竞争终局的到来，收入占比从峰值的 4.5% 下降到 0.5%。

图 21：分众互联网板块收入（百万人民币）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

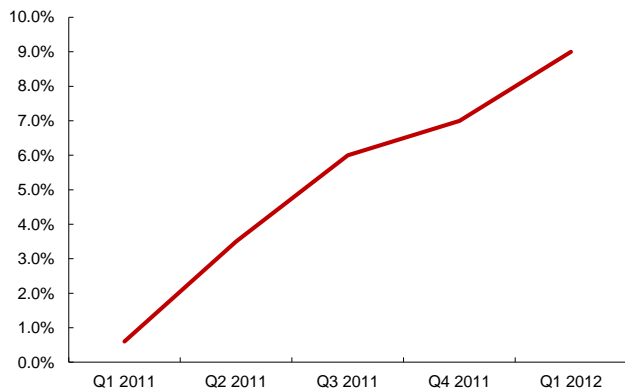
图 22：分众团购业务板块收入占比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

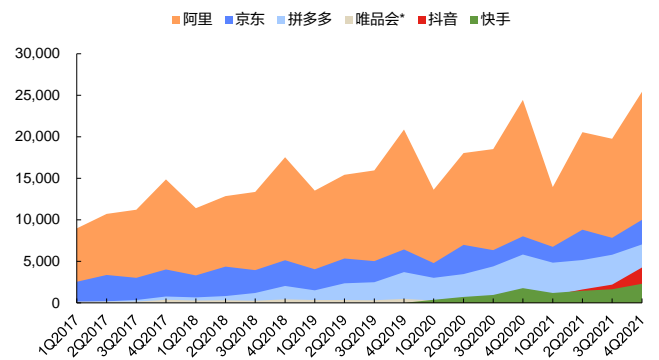
电商平台的竞争一直较为激烈，成为分众稳定的投入基本盘。11 年开始电子商务在平台中的收入占比持续提升逐步成为平台的基本盘，19/20 阿里分别在分众投入 5.63 和 6.02 亿元，占比互联网板块收入的 22%/18%，若考虑其他电商平台的投放，预计占比在 30% 以上。拼多多以及内容电商的崛起，行业竞争加剧，双十一期间分众都是核心电商企业必然争夺的品宣平台，竞争加剧下平台预算有望持续增长。

图 23：分众电子商务板块收入占比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 24：电商平台 GMV 结构（亿元）



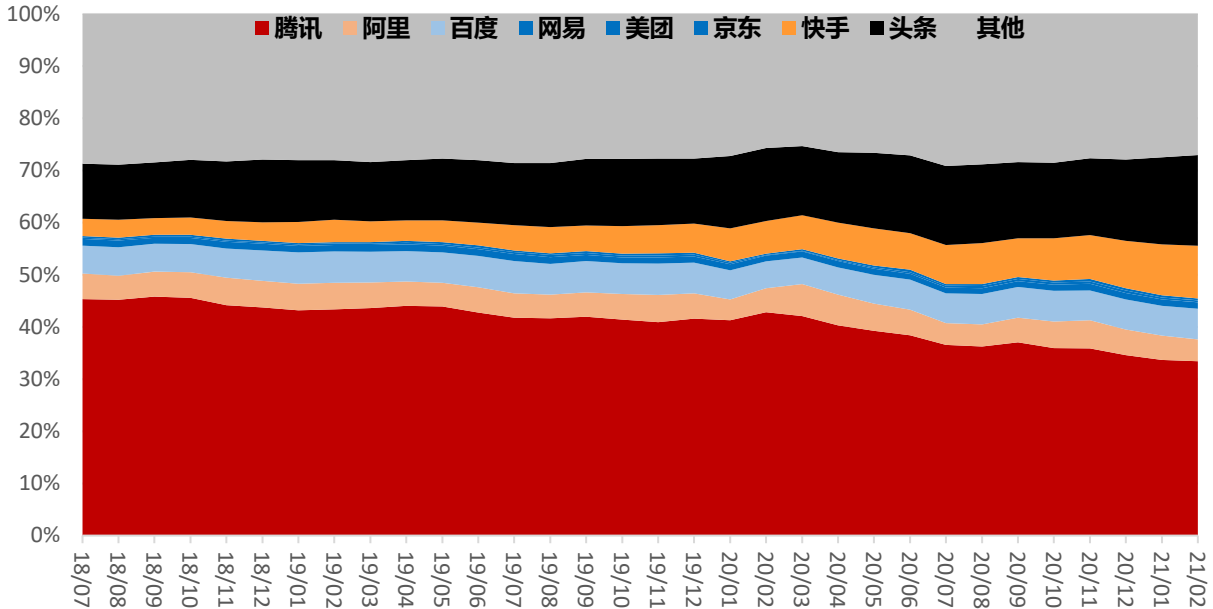
数据来源：公司公告、东方证券研究所

互联网行业从优胜劣汰逐步走向平台竞争，内容平台激化行业竞争。优胜劣汰：15-18 年分众受益于互联网各个细分领域的激烈竞争，中小互联网平台对分众收入产生了重要贡献，但随着细分市场格局稳定，头部公司形成，中小互联网公司逐步出清，头部平台时长占比 70%。当前已经进入平台竞争阶段，字节快手作为平台企业的后起之秀，快速在用户消费时长获得较高占比，并从 19 开始的商业化的进程中，逐步向广告、直播、电商、本地服务进行拓展，整体加剧了行业

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

的竞争性，预计头部大平台在分众投放将较为稳定。

图 25：头部互联网平台时长占比达到 70%（TOP 600）

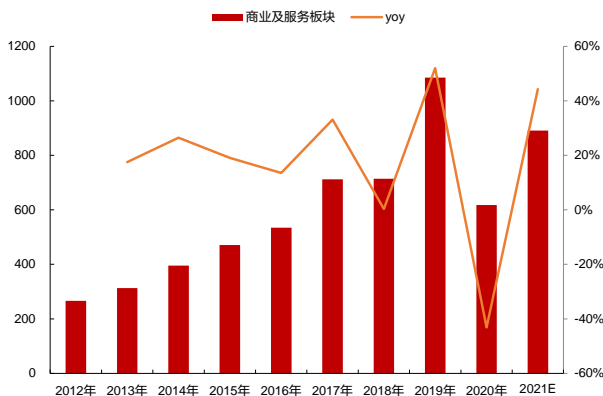


数据来源：Questimobile、东方证券研究所

2.4 商业服务和休闲娱乐有望受益疫情复苏贡献收入增量

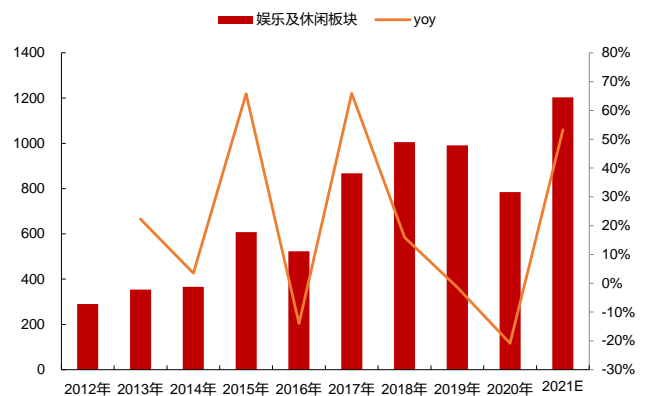
商业服务板块受疫情冲击大，但展现充足的韧性。公司服务业板块在 20 年疫情后呈现了强劲的复苏，娱乐休闲和商业服务 21 年上半年分别环比增长 14%和 18.6%，同比在疫情低基数下实现高速增长。从产业周期来看，商业服务和娱乐休闲处于品牌化的发展早期，餐饮行业连锁化率 2020 年仅为 5.1%，新品牌不断推陈出新下，产业广告需求预计会持续增长。

图 26：商业服务板块收入（百万）及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 27：娱乐休闲板块收入（百万）及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

分众直投服务中小服务业企业，提升填充率。在产品定位方面，分众直投以城市服务业为服务群体，以精细化投放为服务特点，在供给端主要释放空余的社区和写字楼的智能海报点位，商家可以结合实际需求定点在周围进行投放，更加满足区域服务属性，实现定向的广告宣传。同时分众强化了数据分析能力，提供了完整的入住率、覆盖人群、人群标签和楼宇类型等选择范围。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 28：万达广场信息

项目名称：万达广场		
项目ID：2460	项目地址：建国路93号	
项目类型：商务楼	智能屏点位数：55	项目规模：2万 - 10万平米
入住率：100%	总户数：2000	预估覆盖人群数：20000 ②
楼层数：30	租金：7.7 元/平方米/天起	开盘时间：2003-06-25
车位：地上1个，地下600个	楼龄：18年	
禁忌关键词：工商		
禁忌品牌：暂无		

数据来源：分众直投、东方证券研究所

在点位定价方面，直投价格统一，高峰期价格提升，投入成本可控。成本投入适合中小企业，在北京万达广场内部点位连续投放 30 天时长为 15 秒的广告，仅需 4680 元便可达到于晚高峰时段（17:00-20:00）每小时播放 13 次的效果。与价格较高的刊例价相比，分众直投的定价则有利于直接服务中小服务业企业，灵活性更高。

表 2：分众直投 CPM 测算

	具体指标
点位覆盖人数	20000
高峰期人员流动次数	2
平均观看广告次数/次	2
高峰期曝光人次	80000
高峰时段时长/分钟	180
单次广告时长/分钟	0.25
广告总时长/分钟	9.75
广告曝光率	5.4%
点位总价（元）	4680
广告持续时间/天	30
高峰期广告曝光人数	4333
CPM（元/千次）	36

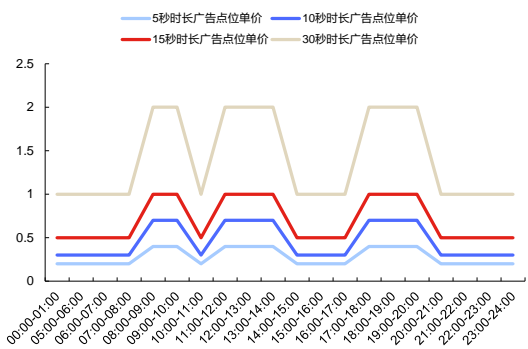
数据来源：分众直投、东方证券研究所

图 29：楼宇信息



数据来源：分众直投、东方证券研究所

图 30：点位单价



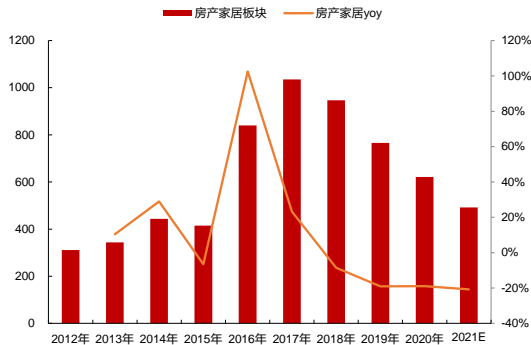
数据来源：分众直投、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2.5 房产家居板块负面因素持续，交通板块迎来边际改善

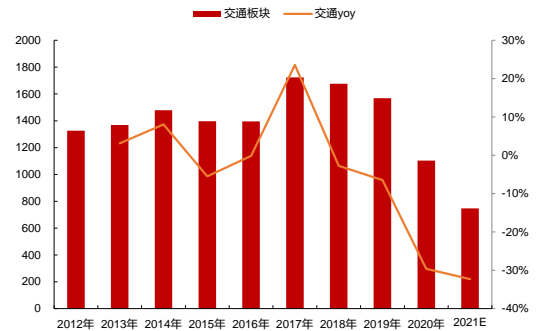
周期主导下，板块收入持续下行。分众的房产家居和交通两大板块在 18 年收入分类调整后持续下滑，收入占比持续下降截止 2021H1 占比分别为 5%和 3%。从实体产业来看，产业周期房地产和汽车行业销量增长已经进入了产业中后期，产业结构上边际产生了新的变化，小家电和新能源汽车有望带来结构性修复。

图 31: 房产家居板块收入（百万）及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

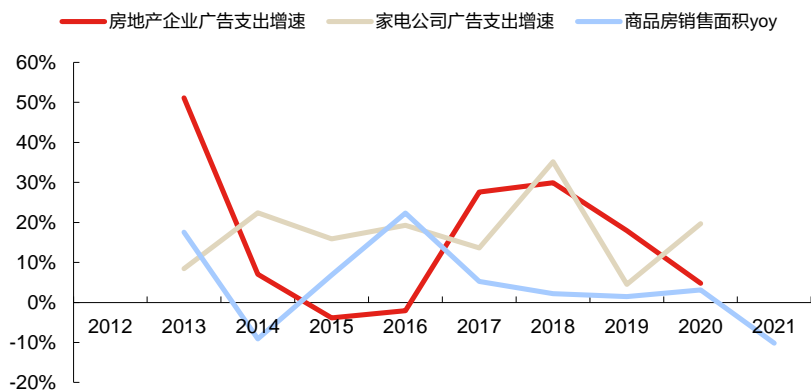
图 32: 交通板块收入（百万）及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

房产家居板块整体受制于房地产销量，边际上家电新品投放需求增强。房地产销售面积从 16 年开始增速持续下滑，18-19 年房地产高周转对销售速度追求以及 18 年家电家居对 16 年后周期反馈，导致板块广告支出在加大。这一波结构性的竞争是 19 年分众房产家居板块收入（剔除互联网相关企业后），较 15 年显著增长的基础。20 年以来，小家电市场增长迅速带动了广告需求的回升，但行业不景气仍然较为持续，该板块收入预计将持续收缩。

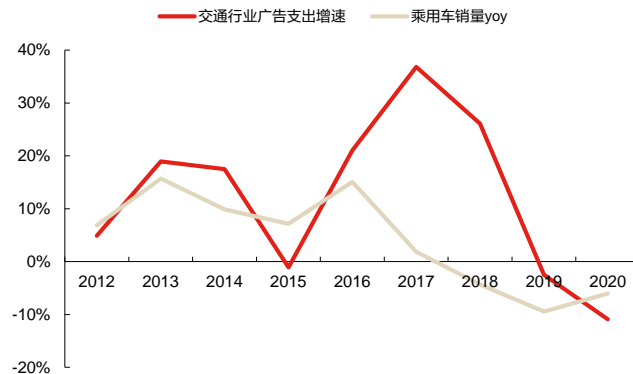
图 33: 房产家居上市公司广告支出与商品房销售面积



数据来源：公司公告、国家统计局、东方证券研究所

汽车消费峰值已过，新能源汽车有望带动广告预算提升。乘用车销量 18 年以来持续下滑，21 年新能源汽车增长显著,2021 年新能源汽车占比 14%，行业周期对广告行业的影响将逐步被产业结构所减缓，蔚来汽车、小鹏智能汽车等新能源车企都已与分众合作，随着新能源汽车产业的持续增长，交通板块的收入回稳确定性高。

图 34：交通行业上市公司广告支出与乘用车销量



数据来源：公司公告、中汽协、东方证券研究所

3. 经营层面：增长稳定性提升，刊挂率波动反映需求

承接上文，从中短期的需求来看，日用消费品、互联网和社会服务板块品牌广告需求具有持续性，但是在大的宏观周期面前，分众的确有增长的波动。本章从历史复盘的周期性、单点价值的波动要素归结公司周期性的变化要素。

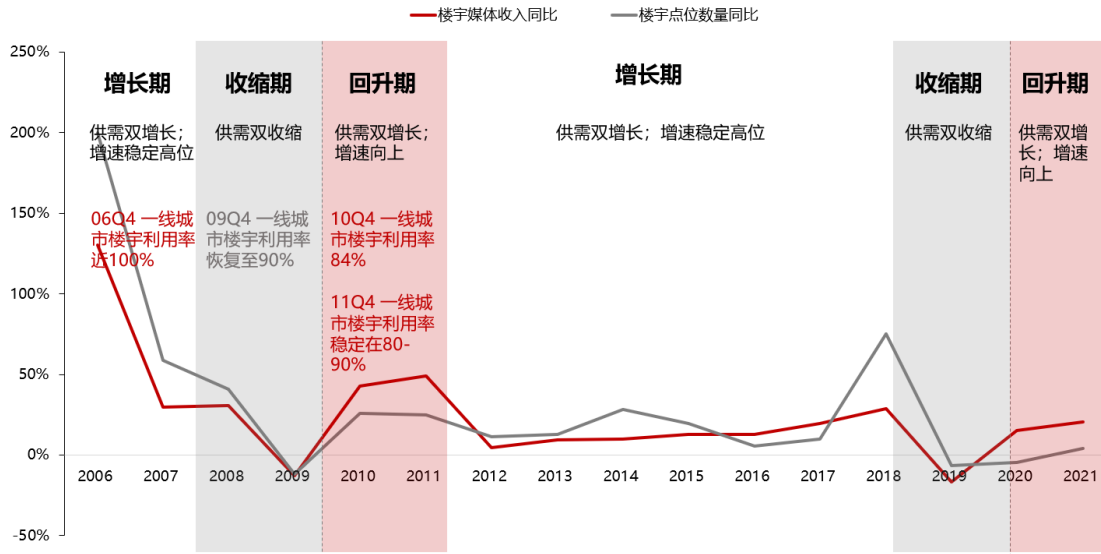
- **周期性：**18/19 年客户结构调整完成后，需求冲击放缓，公司收入有望恢复到稳定的增长期，期间毛利率和单点收入维持在修复。
- **点位价值：**我们预计 2021 年单点收入 0.57 万元，同比提升显著，淡季点位的刊挂率将决定点位价值提升的持续性。

因此，短期来看，处于稳定的增长周期中，跟踪淡季刊挂率是决定分众点位价值的重要指标，能够更好的反映的公司经营情况。

3.1 18/19 年结构调整后，有望修复进入稳定增长阶段

根据供给（楼宇点位数量）和需求（楼宇媒体收入、楼宇点位利用率）特征，可将公司楼宇媒体业务分为三个主要周期：增长期、收缩期和回升期。增长期内，供需双增长，增速稳定于高位水平，08 年之前和 12-17 年均属于这一阶段；收缩期内，供需双收缩，即 08-09 年和 18-19 年；回升期内，供需双增长，增速稳定向上，10-11 和 20 年至今均属于这一阶段。考虑到竞争格局烈度放缓，22 年稳增长基调确定，后续增长有望进入较为稳定增长期。

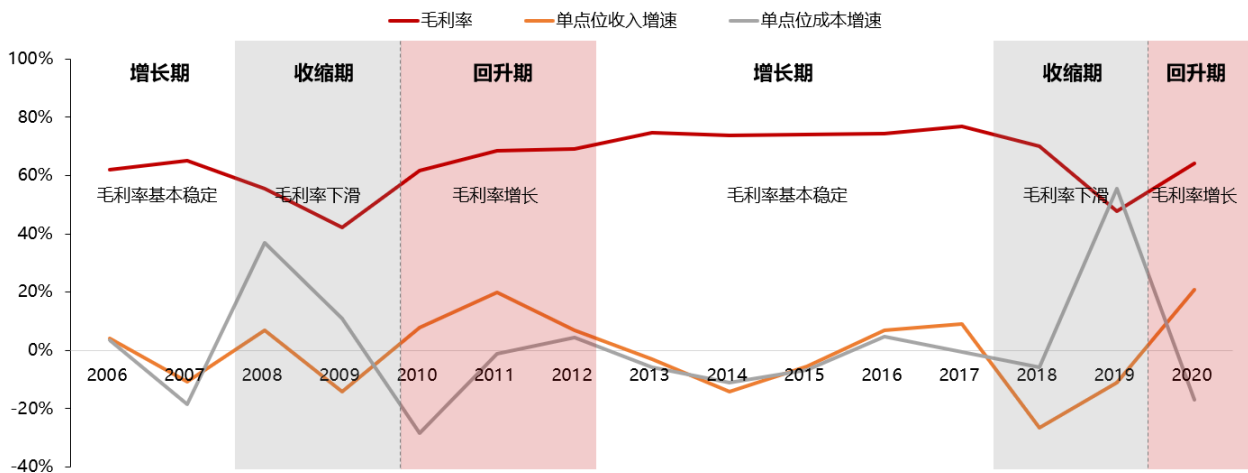
图 35：供需周期



数据来源：公司公告、东方证券研究所

楼宇媒体业务的周期性同样反映在毛利率水平上：毛利率在增长期基本稳定，于收缩期出现下滑，在回升期向上增长。结合单点收入和单点成本分析，12-17 年为产品力成熟阶段，单点收入增速逐渐超过单点成本增速，毛利率稳步提升，公司对上游议价能力提升；18-19 年为产能扩张阶段，公司面临新潮竞争采取大幅扩点策略，导致单点收入增速下滑而单点成本迅速上升，毛利率下降；20 年至今为结构调整阶段，摆脱互联网依赖，消费行业占比提升，产能利用率提升下，单点收入增长快于成本增长，毛利率提升。结论上与前段类似，盈利能力将在 22 年保持较高的稳定性。

图 36：单点周期



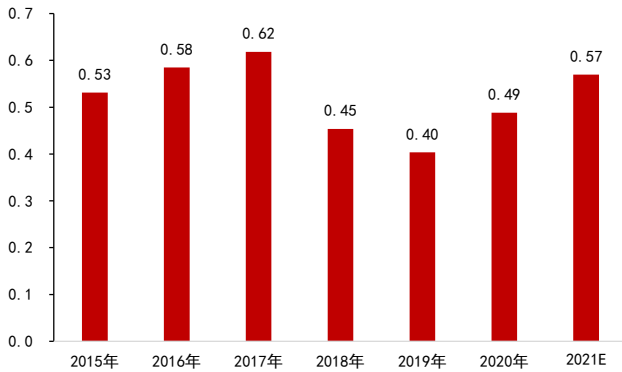
数据来源：公司公告、东方证券研究所

3.2 淡季刊挂率波动大，是反映需求的重要指标

公司是否已经进入到增长瓶颈？我们认为 18-19 年固然有经济周期的影响，但同时公司客户对互联网行业依赖度提升也是波动加大的原因，随着公司在日用消费品的占比提升，收入结构的有效调整，经历收缩和回升期后，恢复到自然周期后，稳定增长带动单点收入回升。

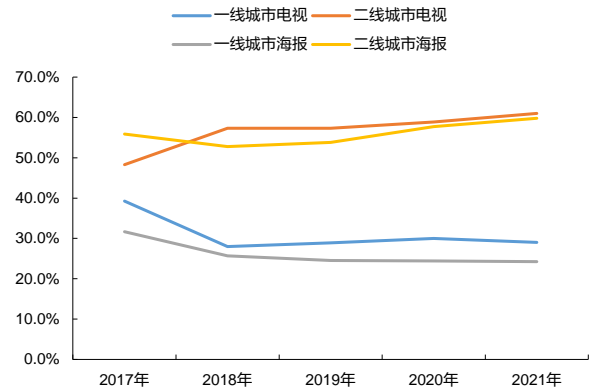
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 37: 单点收入 (万元)



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

图 38: 点位结构占比



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

旺季阶段刊挂率保持峰值，淡季刊挂率和城市结构反映需求变化。公司单点收入的周期性来自于淡季和城市结构，可以看到历史上一轮经济危机后的复苏到 12 年的短期衰退，公司在 Q4 依然可以保持 90% 的刊挂率，而淡季刊挂率波动性更大，影响全年点位收入。另外公司网点结构一线城市占比在 17 年以来是显著下降的，低线城市稀释单点收入，且低线城市刊挂率更低，波动性更大。因此当需求上行的时候，更多的是通过带动淡季点位刊挂率的提升，实现收入提升。

表 3: 点位刊挂率

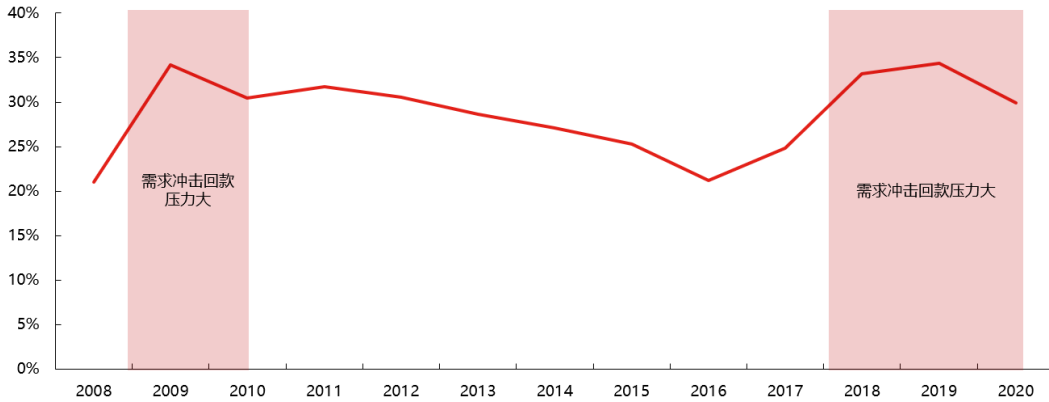
	2009	2010	2011	2012	波动性大
			一线城市		
Q1		70%	62%	60%	高
Q2		88%-90%	68%	50%+	高
Q3		80-85%	80%	65%-70%	高
Q4	90%	84%	80%-90%		低
			二线城市		
Q1		20%	40%	30%	高
Q2		50-55%	45-50%	40%	高
Q3		65%	55%	35%-40%	高
Q4		64%	40% - 55%		低

数据来源: 公司财报、东方证券研究所

3.3 应收账款周期性显著，回款逐步恢复常态

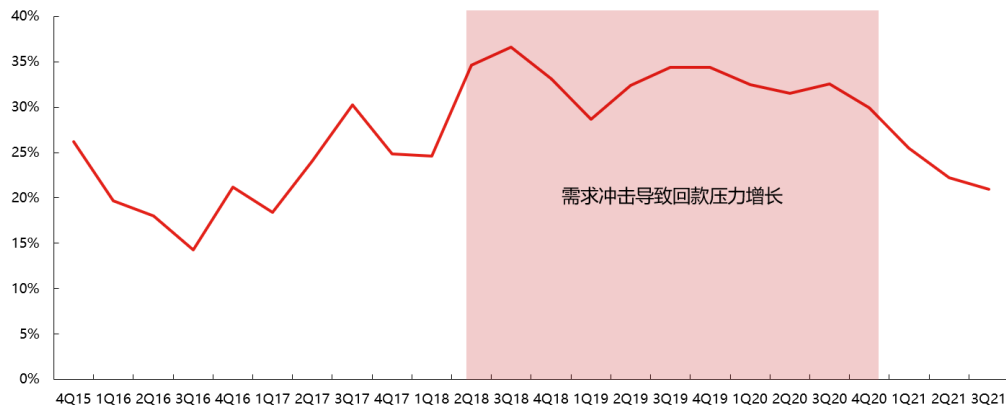
应收账款也呈现了明显的周期性。08/09 年的金融危机以及 18/19 年的经济下行，年度应收账款占收入峰值分别达到 34.2% 和 34.4%。从季度来看，从 18 年公司面对竞争加大投入和放宽收款条件下，开始积累较高的应收账款，直至 20 年末逐步进入回款高峰，应收账款占比开始下降。

图 39：年度应收账款/当前收入



数据来源：公司公告、东方证券研究所

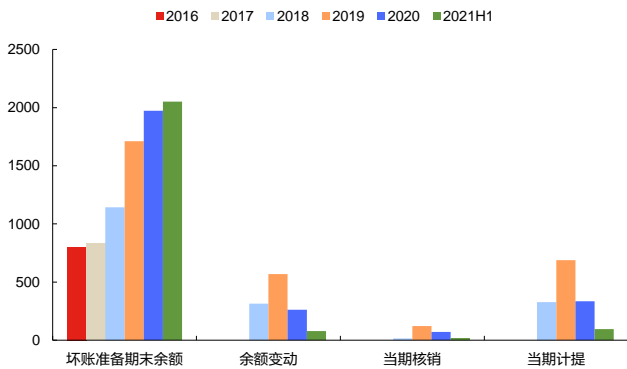
图 40：15Q4 以来应收账款/TTM 收入



数据来源：公司公告、东方证券研究所

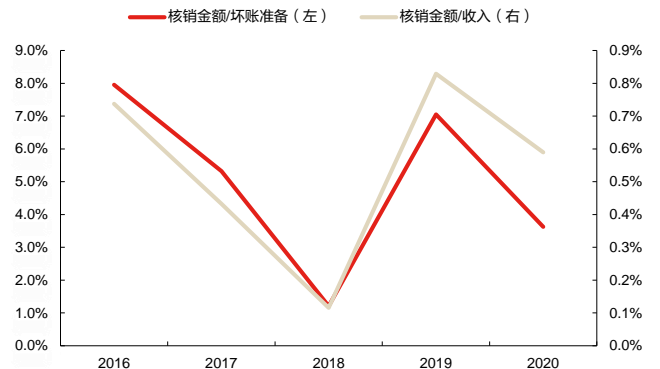
回款周期缩短下，信用减值对利润冲击减小。应收账款采用备抵法计量，当应收账款增量放缓，坏账准备余额减少，对应当期信用减值损失将显著减少。事实上，19年后公司展现良好的收款能力，具体来看18年以来实际核销坏账金额占比收入远小于1%，动用储备也低于10%，坏账核销也远小于信用减值损失在利润表的确认。

图 41：坏账准备余额变动结构分析（百万元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 42：核销金额占比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

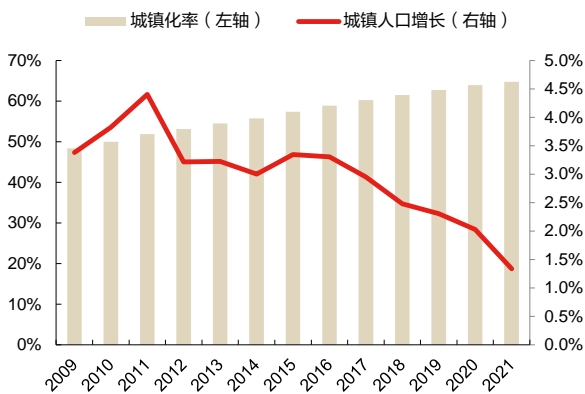
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

4. 成长空间：国内依赖城镇化推进，大陆外市场强化成长性

4.1 国内加密提升点位质量，城镇化空间相对有限

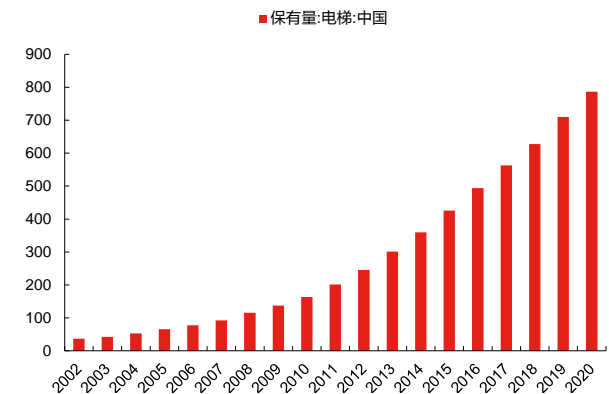
覆盖城镇人口能力成为自身抵御行业冲击的长期增长动力。从前期数据来看，互联网广告对单点收入影响有限，分众单点收入已经在2021年反弹，同时边际上互联网广告个人数据保护法的出台降低了互联网广告的效率，分众的广告价值边际在竞争压力下趋缓。以点位价值为基础，公司持续优化点位覆盖，城镇人口和电梯保有量的持续增长，保证了国内增长的持续性，但增长动力更多来自点位价值的提升。

图 43：城镇化率和城镇人口增速



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图 44：电梯保有量（万台）

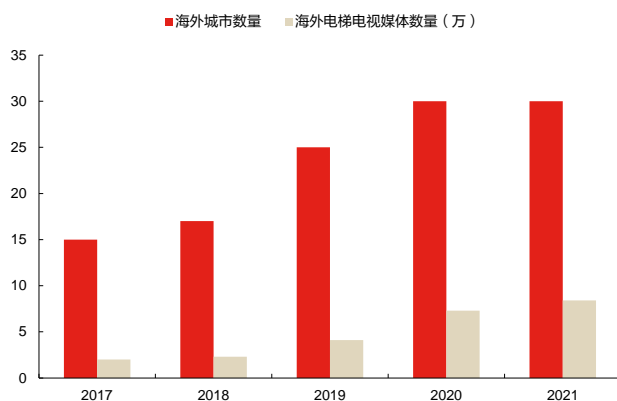


数据来源：wind、东方证券研究所

4.2 大陆外市场发力拓展，强化成长属性

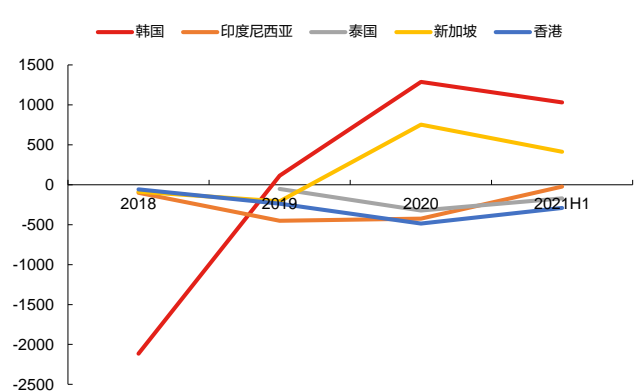
17年开始拓展大陆外市场，已经布局核心区域。截止2021年7月覆盖了韩国、泰国、新加坡和印度尼西亚等国的30多个主要城市，电梯电视媒体数量达到8.4万（较20年末yoy+15.1%），并已经在新加坡韩国实现盈利。未来公司将持续目标覆盖日本、印度、马来西亚、菲律宾、越南等国家。

图 45：大陆外城市及媒体资源数量



数据来源：公司公告、东方证券研究所（21年准确数未披露，以30代替）

图 46：大陆外子公司的归母净利润（万元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

我们对大陆外城市人口进行拆分，市场点位空间与国内相当，受经济发展水平的差异的影响，当前市场空间接近 120 亿。在点位空间的计算，城市分线级和城镇化率是重要测算参数，点位密度参照国内分众各线城市密度，测算下来略高于分众国内的体量。在单点收入上，以分众单点收入 0.6 万为基础，不同城市和国家经过人均 GDP 调整，由于印度、菲律宾、越南等国家人均 GDP 相对较低，单点收入按照人均 GDP 进行调整，综合计算来看市场空间在 120 亿左右，市场空间的增长有赖于当地经济发展。

表 4：大陆外市场空间

国家/地区	城市人口/ 万	媒体点位数/万台	收入空间/ 亿	单点收入/ 万元	现有点位/万台
韩国	4958.44	33.33	20	0.6	5
泰国	2734.92	18.8	6.3	0.3	1
印尼	15229.38	57.0	11.27	0.2	1
新加坡	398.68	3.5	2.11	0.6	2
中国香港	740	6.5	3.92	0.6	/
印度	48198.03	78.4	7.9	0.1	
日本	8305.18	73.4	44.0	0.6	
马来西亚	2497.36	6.8	11.3	1.7	
菲律宾	5195.02	38.2	6.7	0.2	
越南	3634.62	26.7	4.0	0.1	
总计	91891.6	342.5	117.5	0.3	

数据来源：各国家统计局、东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们就公司 2021-2023 年盈利预测做如下核心假设：

- 1) 点位扩张重启：考虑公司已经将现有点位优化精简完毕，点位资源重新回到稳健增长阶段，预计 2021-2023 年公司楼宇媒体点位数量分别达到 246.4、258.7、271.7 万个，预计 2021-2023 年公司签约银幕数量分别达到 1.43、1.47、1.55 万个。
- 2) 单点位收入增加：考虑公司已经将现有点位优化精简完毕，且行业竞争格局趋于缓和，预计 2021-2023 年公司楼宇媒体单屏综合收入分别为 0.57、0.60、0.64 万元，预计 2021-2023 年公司影院媒体单银幕收入分别达到 7.83、8.06、9.68 万元。
- 3) 毛利率提升：考虑行业竞争趋缓，且公司租金成本降低，预计 2021-2023 年公司楼宇媒体毛利率分别为 71.5%、71.4%、72.2%，预计 2021-2023 年公司影院媒体毛利率分别为 57.74%、58.97%、64.10%
- 4) 销售费用率、管理费用率降低：考虑租金成本降低，人力成本降低，预计 2021-2023 年公司销售费用率分别为 17.4%、17.4%、17.4%，预计 2021-2023 年公司管理费用率分别为 3.75%、3.74%、3.73%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
楼宇媒体					
销售收入（百万元）	10,049.4	11,575.7	14,085.6	15,616.0	17,407.7
增长率	-16.8%	15.2%	21.7%	10.9%	11.5%
毛利率	47.8%	64.1%	71.5%	71.4%	72.2%
影院媒体					
销售收入（百万元）	1,982.7	478.5	1,119.7	1,187.9	1,496.7
增长率	-16.8%	-75.9%	134.0%	6.1%	26.0%
毛利率	33.7%	41.5%	57.7%	59.0%	64.1%
其他业务					
销售收入（百万元）	103.8	42.9	85.8	103.0	113.3
增长率	10.9%	-58.7%	100.0%	20.0%	10.0%
毛利率	17.7%	66.1%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	12,135.9	12,097.1	15,291.0	16,906.8	19,017.7
增长率	-16.6%	-0.3%	26.4%	10.6%	12.5%
综合毛利率	45.2%	63.2%	70.3%	70.4%	71.4%

投资建议

我们选取的可比公司包括蓝色光标、华扬联众、微博、百度，以上 4 家企业均以广告业务为主要收入来源，与公司业务具有相似性。我们预测公司 2021-2023 年收入分别为 152.91、169.07、190.18 亿元，归母净利润分别为 60.98、69.90、80.07 亿元，可比公司 22PE 为 19x，对应目标价 9.05 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值表

公司	代码	市值（亿元）	归母净利润（百万元）		PE	
		2022/2/24	2021E	2022E	21E	22E
蓝色光标	300058.SZ	193	685	840	28.2	23.0
华扬联众	603825.SH	50	242	371	20.7	13.5
微博	WB.O	434	2952	3854	14.7	11.2
百度	BIDU.O	3224	13630	11733	23.7	27.5
均值					21.8	18.8
分众传媒	002027.SZ	1115	6098	6990		

数据来源：wind、东方证券研究所（美元兑人民币 6.33，2022 年 2 月 25 日）

风险提示

- 宏观经济波动

广告行业周期与经济周期基本同步。若宏观经济持续下行，广告主投放将会减少，对公司收入产生不利影响。

- **行业竞争加剧**

短期内竞争格局比较稳固，但不排除存量市场后续出现资源抢夺和竞争加剧情况，竞争加剧或对公司营收与利润增长造成负面影响。

- **广告市场需求不确定性**

当前市场环境下广告渠道类型多样化趋势显著，若广告主偏好发生改变，或产生不确定性。

- **坏账计提减值风险**

新消费品牌客户多为初创型企业，若后续发展情况不佳，或形成坏账影响公司利润。

- **区域市场假设变化对结果产生影响**

大陆外市场空间测算依据点位收入，密度等系列假设得出，存在假设变化对结果产生影响的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,861	4,730	8,569	15,794	23,376	营业收入	12,136	12,097	15,291	16,907	19,018
应收票据、账款及款项融资	4,311	3,802	4,055	4,483	5,043	营业成本	6,650	4,447	4,534	5,011	5,430
预付账款	867	632	1,112	1,107	1,207	营业税金及附加	283	63	356	394	443
存货	4	5	3	4	5	营业费用	2,256	2,150	2,661	2,942	3,309
其他	2,468	2,120	2,314	1,891	1,975	管理费用及研发费用	724	787	703	776	871
流动资产合计	11,511	11,289	16,053	23,278	31,605	财务费用	(20)	(127)	(129)	(239)	(387)
长期股权投资	1,117	1,373	1,373	1,373	1,373	资产、信用减值损失	740	355	173	(76)	(0)
固定资产	1,581	1,158	1,258	1,243	1,170	公允价值变动收益	(57)	47	122	37	69
在建工程	0	0	5	10	15	投资净收益	218	310	246	246	246
无形资产	45	22	25	28	31	其他	702	302	310	407	400
其他	4,434	7,805	8,640	8,636	8,633	营业利润	2,366	5,080	7,670	8,790	10,067
非流动资产合计	7,176	10,357	11,301	11,291	11,221	营业外收入	1	12	3	3	3
资产总计	18,687	21,646	27,354	34,569	42,827	营业外支出	19	45	14	14	14
短期借款	51	50	49	50	50	利润总额	2,348	5,047	7,659	8,779	10,055
应付票据及应付账款	571	455	413	467	519	所得税	493	1,046	1,532	1,756	2,011
其他	3,049	3,643	3,365	3,538	3,739	净利润	1,855	4,001	6,127	7,023	8,044
流动负债合计	3,671	4,148	3,828	4,054	4,307	少数股东损益	(20)	(3)	29	33	38
长期借款	802	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,875	4,004	6,098	6,990	8,007
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.13	0.28	0.42	0.48	0.55
其他	208	225	0	0	0						
非流动负债合计	1,010	225	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	4,681	4,374	3,828	4,054	4,307		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	228	255	284	317	355	成长能力					
实收资本(或股本)	334	334	334	334	334	营业收入	-16.6%	-0.3%	26.4%	10.6%	12.5%
资本公积	(1,142)	(1,063)	(1,063)	(1,063)	(1,063)	营业利润	-66.0%	114.7%	51.0%	14.6%	14.5%
留存收益	14,822	17,896	23,971	30,927	38,893	归属于母公司净利润	-67.8%	113.5%	52.3%	14.6%	14.5%
其他	(235)	(150)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	14,006	17,272	23,526	30,515	38,519	毛利率	45.2%	63.2%	70.3%	70.4%	71.4%
负债和股东权益总计	18,687	21,646	27,354	34,569	42,827	净利率	15.5%	33.1%	39.9%	41.3%	42.1%
						ROE	13.4%	26.0%	30.3%	26.2%	23.4%
						ROIC	12.2%	24.3%	29.5%	25.2%	22.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	25.0%	20.2%	14.0%	11.7%	10.1%
净利润	1,855	4,001	6,127	7,023	8,044	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	199	216	281	350	416	流动比率	3.14	2.72	4.19	5.74	7.34
财务费用	(20)	(127)	(129)	(239)	(387)	速动比率	3.13	2.72	4.19	5.74	7.34
投资损失	(218)	(310)	(246)	(246)	(246)	营运能力					
营运资金变动	2,711	1,117	(1,479)	193	(580)	应收账款周转率	2.4	2.7	3.7	3.8	3.9
其它	(1,097)	326	(864)	(113)	(69)	存货周转率	1,872.9	1,015.4	1,138.1	1,350.6	1,249.8
经营活动现金流	3,430	5,223	3,690	6,968	7,178	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
资本支出	33	277	(383)	(340)	(346)	每股指标(元)					
长期投资	2,647	(256)	(57)	0	0	每股收益	0.13	0.28	0.42	0.48	0.55
其他	(4,262)	(1,980)	468	383	415	每股经营现金流	10.28	15.65	11.06	20.88	21.51
投资活动现金流	(1,582)	(1,959)	28	43	68	每股净资产	0.95	1.18	1.61	2.09	2.64
债权融资	(22)	(861)	16	9	(11)	估值比率					
股权融资	(628)	79	0	0	0	市盈率	59.5	27.8	18.3	16.0	13.9
其他	(1,685)	(1,102)	105	205	347	市净率	8.1	6.6	4.8	3.7	2.9
筹资活动现金流	(2,334)	(1,883)	121	214	336	EV/EBITDA	40.7	20.0	13.2	11.6	10.3
汇率变动影响	(3)	(8)	-0	-0	-0	EV/EBIT	44.1	20.9	13.7	12.1	10.7
现金净增加额	(490)	1,373	3,839	7,225	7,582						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有分众传媒(002027)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn