

证券研究报告|公司深度
信息技术|可选消费

分众传媒（002027.SZ）：分众的 昨天、今天和明天

顾佳

Email:

gujia@cmschina.com.cn

执业号：S1090513030002

研究助理：陈永晟

Email:

chenyongsheng@cmschina.com.cn

CMS 招商证券

2022年7月21日

核心观点

摘要：

分众传媒成立于2003年，享受第一批进入梯媒市场带来的先发优势，是生活圈媒体的龙头。通过复盘分众传媒市值表现，与历史案例进行对照，我们相信公司能够实现市值反转。未来，通过与新兴行业品牌加强合作以及业务积极出海，公司将获得业绩增长新动能。

核心内容：

1、忆往昔——稳定增长的生活圈媒体龙头。2018年7月前，梯媒行业稳步发展，分众凭借先手优势带来的规模经济，市占率领先同业，且稳步上升。公司一方面抢占了较多的有效媒体资源；另一方面，实现了规模经济，具备较高边际收益能力。由于业绩水平良好，公司市值保持在高位。

2、看今朝——短期承压难掩瑜，逆境反转可为鉴。2018年下半年开始，新潮传媒的外部竞争对业绩造成扰动。2019宏观经济增速放缓，叠加熊市，公司市值走低后低谷波动，此时又迎来了2020年的新冠疫情。但是公司通过持续优化用户结构、有效控制人力成本及合理规划媒体资源，实现降本增效。此时外部竞争也开始冷却，公司稳健走出压力期，市值走势优于市场。2021年至今，受到疫情反复的冲击，公司业绩与市值双双承压，但以前期破局经验为鉴，我们预计公司业绩将修复，市值反转可期。

3、望未来——新兴行业注活力，业务出海再启航。考虑到疫后线下场景复苏，公司业绩修复顺应趋势。伴随着新兴行业崛起，分众或能带来巨大品牌价值空间。此外，分众传媒利用在国内成功的实践经验和体量积累，相继在韩国、新加坡、印度尼西亚、泰国等海外市场进行布局，有望为公司业绩增长贡献新动能。

盈利预测：分众传媒作为各品牌快速获取一二线城市关注度的线下核心媒体平台，已积累了丰富的点位和客户资源，伴随点位和客户资源持续开发，预计22-23年归母净利润36.37、63.45亿元，对应PE 24.6、14.1倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济压力、海外市场拓展不及预期、行业竞争加剧。

一、忆往昔——稳定增长的生活圈媒体龙头

1.1 分众传媒发展史

1.2 分众的昨日（2017.6-2018.7）

1.2.1 广告市场规模可观，梯媒行业稳步发展

1.2.2 先手优势带来规模经济，分众市占率领先

1.2.3 公司市占率稳步上升，媒体资源领先同业

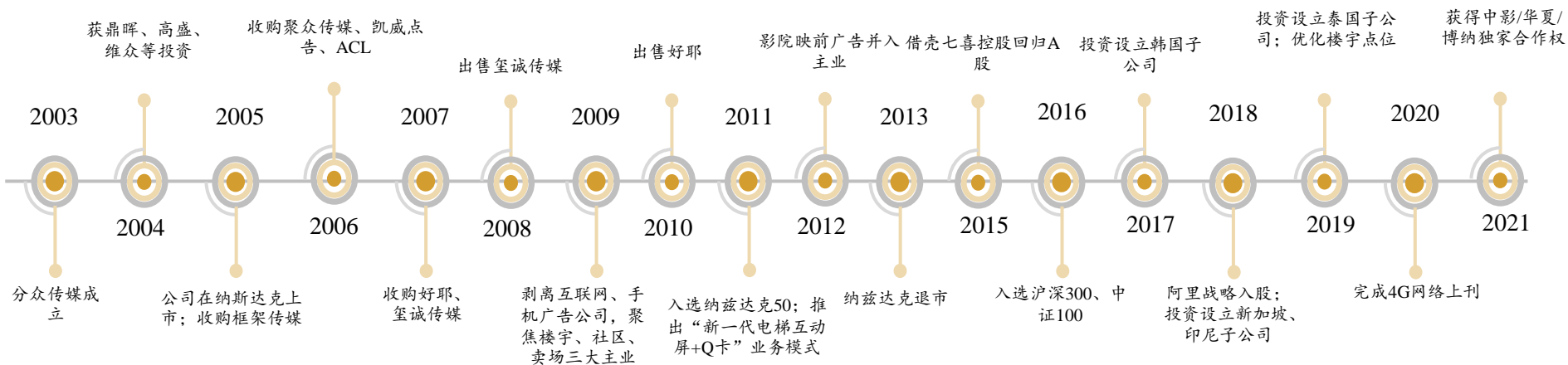
1.2.4 业绩水平良好，市值保持高位

1.1 分众传媒发展史

分众传媒成立于2003年，2005年在美国纳斯达克上市、2013年私有化后退市，2015年借壳“七喜控股”回归A股。公司发展过程可分为四个阶段：

- 1) **2003-2008年：分众首创梯媒，并购扩张业务多元。** 成立后先后获得软银、鼎晖、高盛超4000万美元投资，2005年在纳斯达克上市。上市后的2年里先后收购了框架媒介、聚众传媒、凯威点告、美国ACL、好耶、玺诚传媒等，2010年公司又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。
- 2) **2009-2014年：整合剥离非核心业务，美股退市，借壳重返A股。** 受监管环境变化导致并购后的整合不及预期以及2008年美国金融危机爆发影响，公司估值低迷。剥离互联网、手机广告，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。2013年完成美股私有化退市。两年后借壳“七喜控股”回归A股。
- 3) **2015-2019年：稳步布局海外市场，阿里战略入股，扩张梯媒点位。** 公司先后投资设立了韩国、新加坡、印尼和泰国子公司。阿里集团以约150亿元战略入股分众，分众开始大幅扩张梯媒点位。
- 4) **2020年-至今：疫情之下行业调整，公司优化点位降低成本。** 2020年初新冠疫情冲击下，公司积极调整广告主结构、优化媒体资源点位，成本大幅下降。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。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。

图：分众传媒发展历程



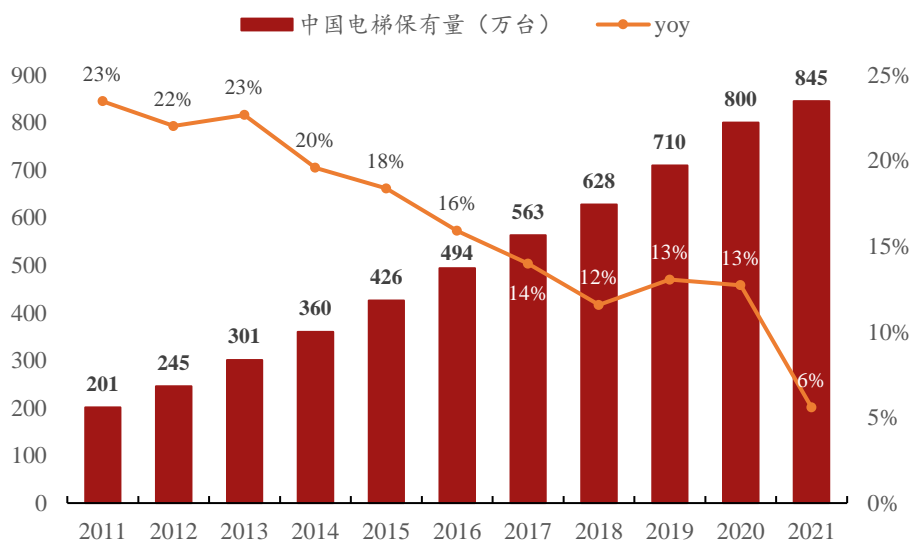
资料来源：公司公告，官网，招商传媒

1.2.1 分众的昨日：广告市场规模可观，梯媒行业稳步发展

广告业的发展依赖于经济发展状况。宏观经济与消费影响广告主对投放的判断，根据国家市场监督管理总局数据，2015-2018年广告经营额占GDP比例较为稳定。而2015-2019年中国人均GDP持续上涨，并在2017、2018年实现双位数增长，因此广告经营额也随之增长。

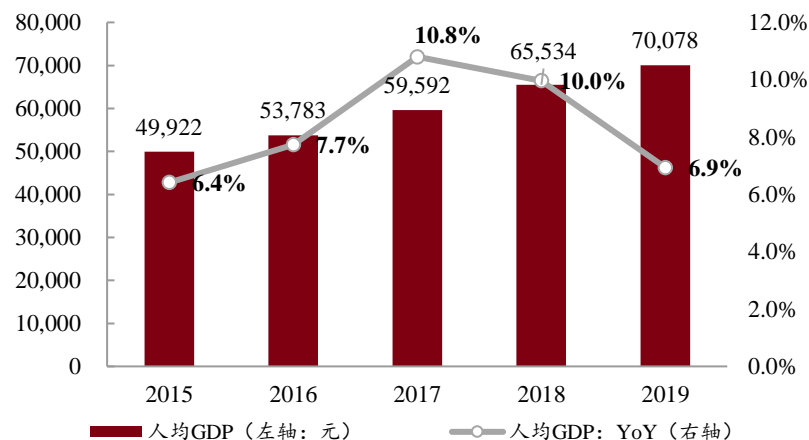
中国电梯保有量与城镇人口持续上升。截至2018年底，中国电梯保有量628万台，单台电梯服务人数为222，相较于2011年的671人有明显改善；城镇人口数达到8.64亿，相对于总人口的增长，城镇人口增长更为明显、城镇人口占比逐年升高，2018年达到62%。伴随着人口高度集中化以及社区化，其所带来的住宅、商业地产等配套设施的电梯数量增加，梯媒触达的高价值人群不断拓展。

图：2011-2021年中国电梯保有量及增速



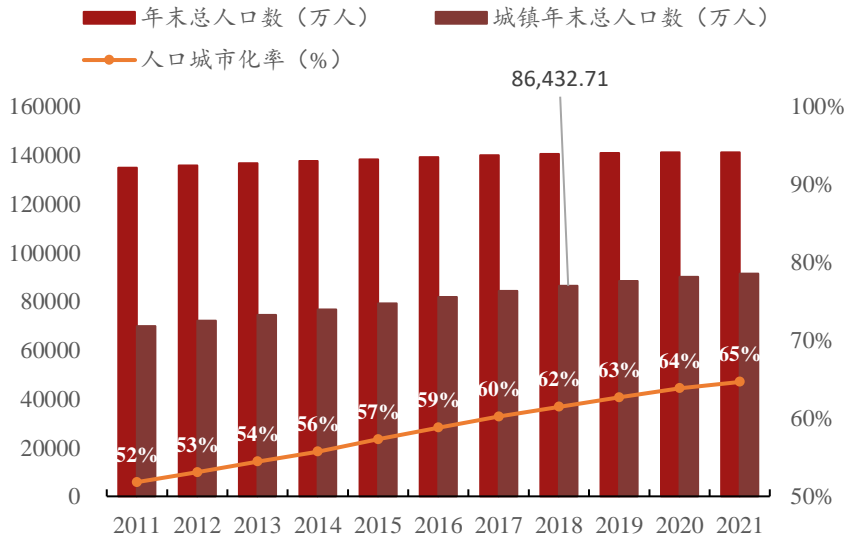
资料来源：中国电梯行业商务年鉴，招商传媒

图：2015-2019年中国人均GDP及增速



资料来源：国家统计局，同花顺iFinD，招商传媒

图：2011-2021年中国城镇人口及城市化率



资料来源：国家统计局，同花顺iFinD，招商传媒

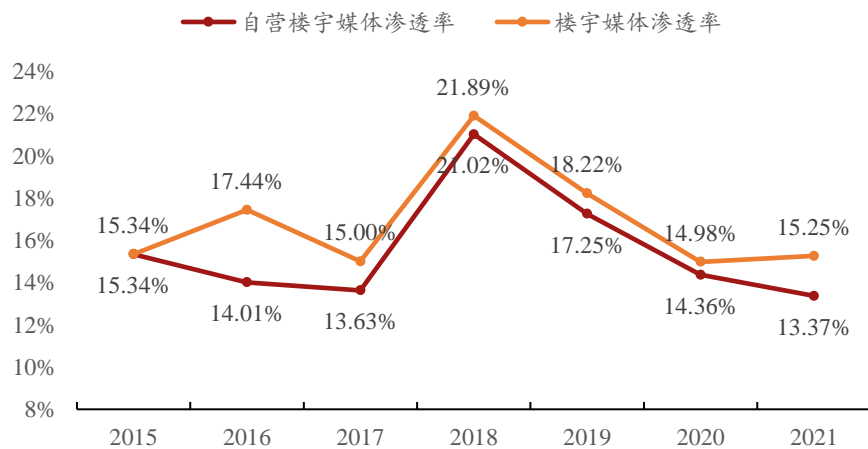
1.2.2 分众的昨日：先手优势带来规模经济，分众市占率领先

围绕楼宇广告点位获取先发优势，带来规模经济。

梯媒下游的楼宇高度分散，物业议价能力较低，相比之下，上游广告主议价能力更强。分众签署的楼宇期限以2-3年为主，以3年期为例，楼宇A在3年期合同到期后，成为竞争者可以和分众争抢的对象，而即便竞争者进入楼宇A，处在合同期内的楼宇B、C仍在分众的控制之内，而广告主更倾向于选择覆盖面最广的梯媒，因此分众成为了最优选择。

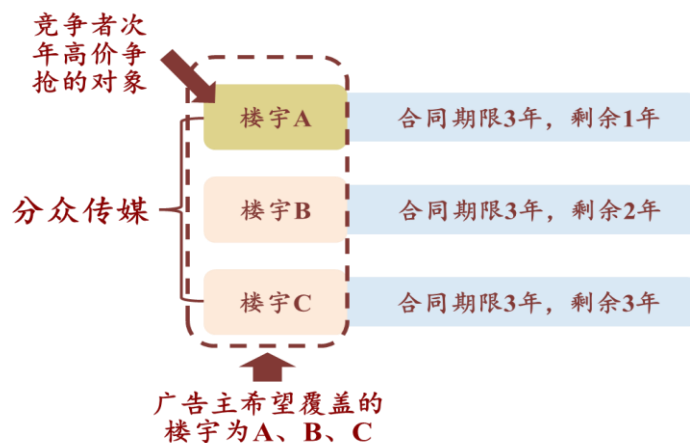
梯媒领军者，保持高效梯媒资源分配。根据中国电梯保有量及公司披露的电梯媒体资源数据，按一台电梯可安装2块广告测算，公司自营梯媒渗透率保持在13%以上，总楼宇媒体渗透率基本高于15%。且公司媒介资源集中于高线城市，精准触达高价值人群。

图：分众传媒自营楼宇媒体渗透率



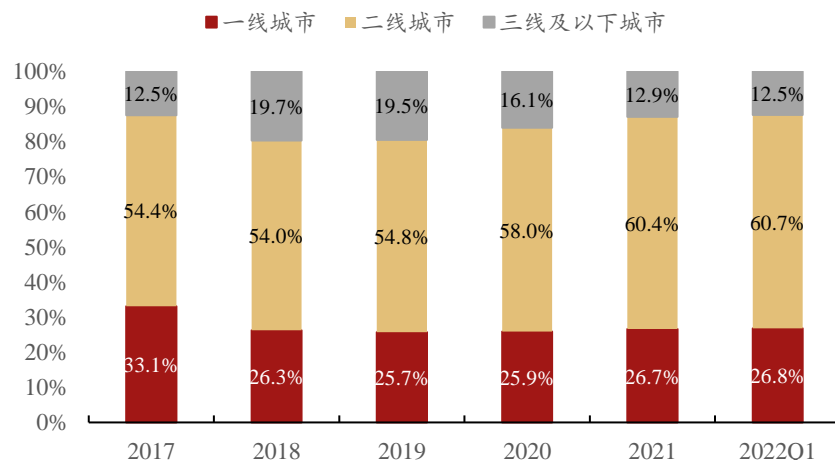
资料来源：公司公告，同花顺iFinD，招商传媒

图：分众的先手优势使得后进入者成本倍增



资料来源：招商传媒

图：分众传媒梯媒资源城市分布情况



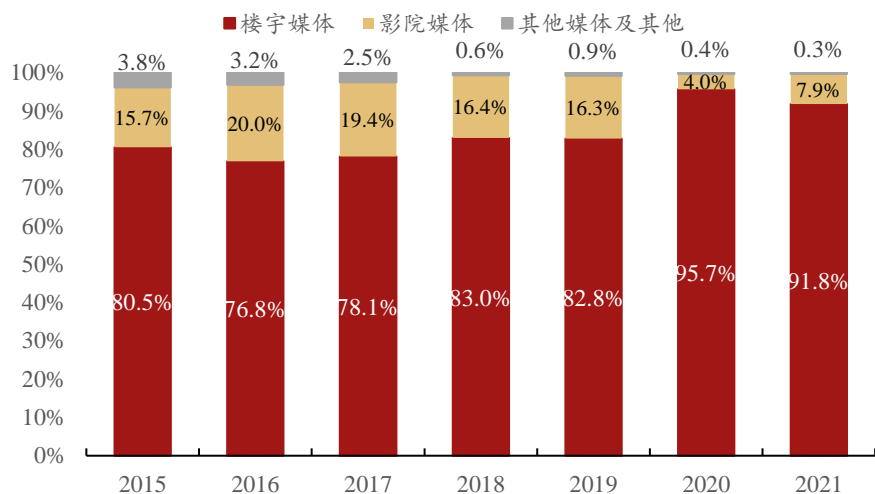
资料来源：公司公告，同花顺iFinD，招商传媒

1.2.3 分众的昨日：公司市占率稳步上升，媒体资源领先同业

市占率稳步上升，媒体资源领先同业。公司楼宇媒体及影院媒体收入占比超95%，均为广告行业内高长期增长性渠道，能较精准触达高价值人群。根据国家市场监管局披露的广告行业经营额，按其中电梯广告占比2%进行计算，分众梯媒市占率2015-2018年持续上升，2018年达到约76%，为历史高峰。公司积累了雄厚的媒体资源，截至2018年Q3，拥有自营电梯海报媒体193.8万台，签约影院1900家，自营电梯电视媒体72.7万台，媒体资源量领先。

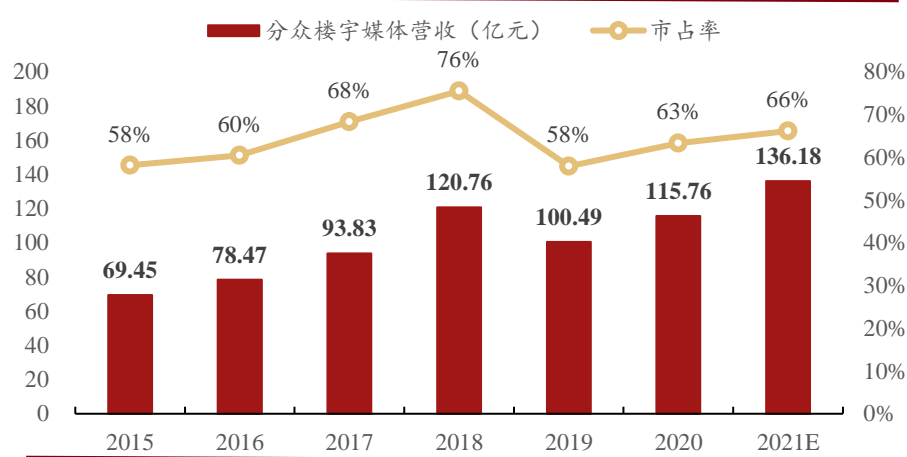
基于此，公司一方面抢占了较多的有效媒体资源；另一方面，实现了规模经济，具备较高边际收益能力，订单量越大则单位成本越低、毛利越高。

图：2015-2021年分众传媒分产品收入构成



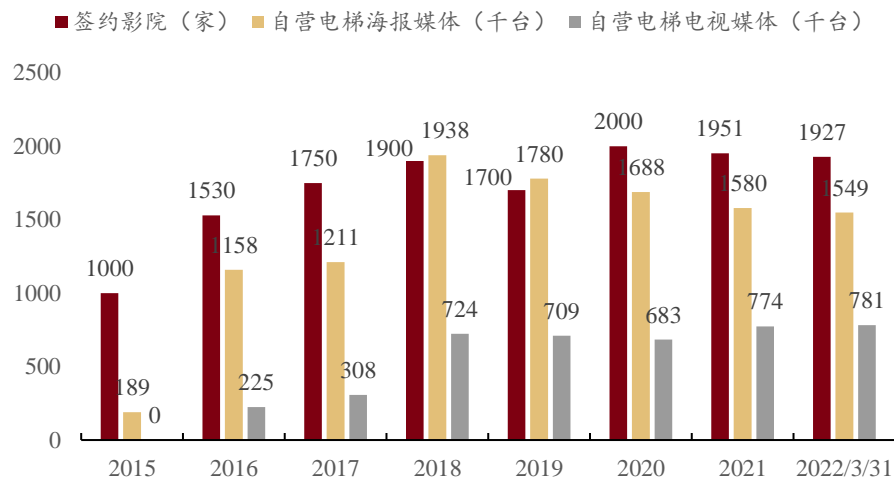
资料来源：公司公告，招商传媒

图：分众传媒电梯广告市占率估计



资料来源：国家市场监督管理总局，公司公告，招商传媒

图：分众传媒媒体资源情况

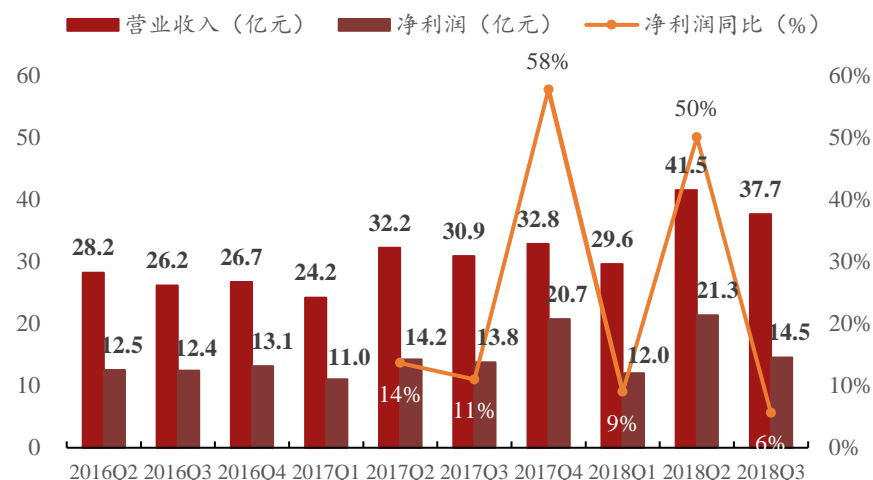


资料来源：公司公告，招商传媒

1.2.4 分众的昨日：业绩水平良好，市值保持高位

受益于良好的业绩水平与预期，公司市值保持高位。2017年6月至2018年7月，公司市值保持在1000亿元以上，最高达到1856.75亿元。2017年下半年预期良好，公司全年实现营收120.14亿元，同比增长17.6%，净利润59.73亿元，同比增长34.3%；其中Q4营收32.84亿元（yoy+23%），同比增速创新高，净利润突破20亿元（yoy+57.7%），市值拉动效果明显。2018年Q2净利润较Q1增长9.3亿元，yoy+50.1%；上半年净利润33.34亿元，市值略微下滑，但仍保持在1250亿元以上。

图：2016Q2-2018Q3营业收入、净利润及净利润增速



资料来源：公司公告，招商传媒

图：2017年6月至2018年7月分众传媒市值与上证指数走势



资料来源：同花顺iFinD，招商传媒

二、看今朝——短期承压难掩瑜，逆境反转可为鉴

2.1 2018-2021年：V字形走势复盘

2.1.1 宏观经济下行，同业竞争激烈

2.1.2 走出压力期，市值稳步恢复

2.2 上轮破局为鉴，当下逆境反转可期

2.1 2018-2021年：V字形走势复盘

高歌猛进态势遭遏制，市值走低（2018.8-2020.1）。2018年下半年起，新兴媒介公司新潮传媒“烧钱式”点位扩张，在两年内点位数由2017年的35万迅速增长到近90万。同业竞争引起点位无序扩张现象造成公司营业成本的显著飙升。而此时宏观经济下行，熊市叠加同业竞争，公司市值走低后低谷波动。

降本增效+健康的客户结构，疫情冲击下稳健走出压力期（2020.2-2021.1）。2020年起，公司优化客户结构，多管齐下实现降本增效。乘着经济复苏的春风，公司核心竞争力凸显，快速完成调整，走出压力期，市值稳步恢复。

图：2018年7月至2021年1月分众传媒市值与上证指数走势



资料来源：同花顺iFinD，公司公告，招商传媒

2.1.1 宏观经济下行，同业竞争激烈

2018年内，A股进入熊市，上证指数在2800点以下波动下行；2019年初大盘拉高，全年在2750点至3300点间波动。公司业务需求端与基本面经济强相关，基本面走低时难获投资者信心，恢复期的市场亦对市值推动效果有限。此外，2018年下半年公司业绩开始出现下滑，2018Q4至2020Q1净利润同比增速持续为负。2018H2净利润24.58亿元，yoy-28.75%；2019年净利润18.55亿元，yoy-67.97%；2020Q1净利润仅有0.3亿元，yoy-89.65%。

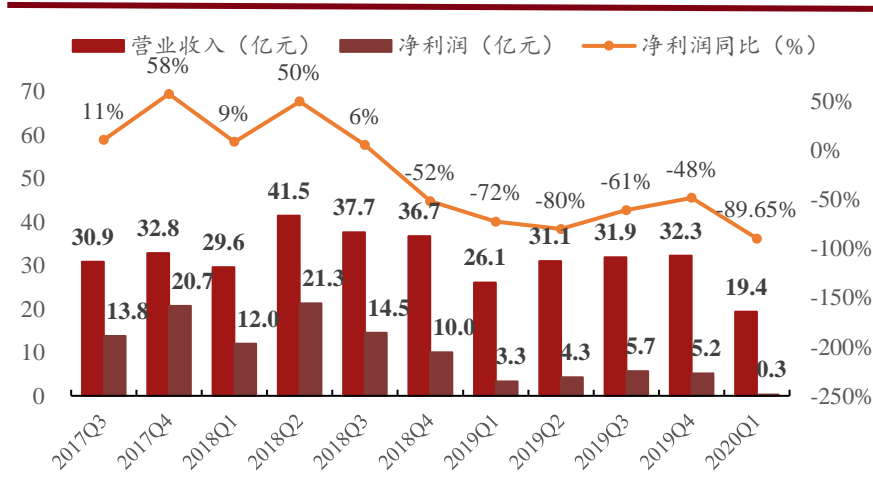
宏观经济下行，熊市叠加同业竞争，公司市值走低后低谷波动。

图：2018年7月至2020年2月分众传媒市值与上证指数走势



资料来源：同花顺iFinD，公司公告，招商传媒

图：2017Q3-2020Q1营业收入、净利润及净利润增速



资料来源：公司公告，招商传媒

2.1.1 宏观经济下行，同业竞争激烈（1/2）

2018年新潮传媒入局，加剧行业价格竞争。新潮传媒于2017至2019年完成多轮重要融资，实现“烧钱式”点位扩张。第二季度起分众传媒大幅扩张点位，全年媒体设备数同比增长66.48%。导致单屏收入降低，成本增加，2018年单屏收入同比下降22.7%。

2018年公司大幅扩张点位，成本上涨侵蚀利润。通过大规模体量实现年营业收入增长21.1%，至146亿元。但媒体资源租金、设备折旧、人工成本及运营维护等成本费用增加。公司2018Q3营业成本达13.42亿元（yoy+74%），2018Q4进一步提高至15.71亿元（yoy+83%），2019年四个季度持续高于16.5亿元。2018年毛利率从73%下降至66%。

表：2017年起新潮传媒主要融资情况

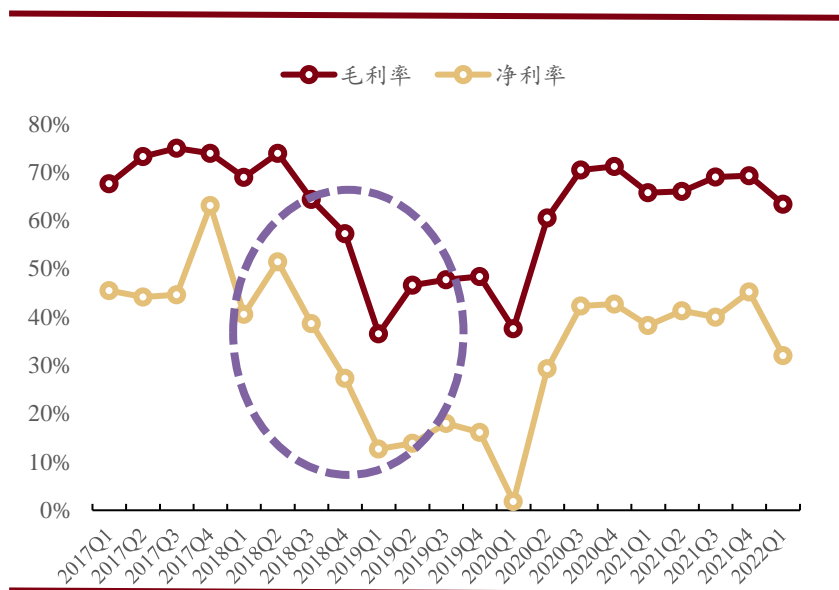
时间	轮次	投资机构	融资金额
2017.5.25	B	二三四五、百度、顾家家居等	21亿元
2017.5.26	战略投资	元璟资本、恺英网络、泛城资本等	10亿元
2018.4.9	B	成都高新区产业引导基金	20亿元
2018.9.10	D+	元璟资本、岳佑投资、泰恒投资	
2018.11.14	战略投资	百度	21亿元
2019.8.8	E	京东	约10亿元
2020.1.16	战略投资	源码资本、好未来、闻名投资等	
2021.9.21	F	京东	4亿美元
2021.9.22	战略投资	京东	4亿元

资料来源：公司公告，新潮传媒官网，招商传媒

表：媒体资源对比（截至2018年底）

公司	电梯媒体资源	业绩	全国电梯保有量
分众传媒	自营梯媒合计266.2万台	楼宇媒体营收120.76亿元	628万台
新潮传媒	近90万个点位	营收10亿元，归母净利润-10.7亿元	
城市纵横	135.77万块框架广告	营收3.4亿元，归母净利润6667.22万元	
华语传媒	128万个	2016年营收2.5亿，归母净利润2203.26万元	

资料来源：公司公告，新潮传媒官网，城市纵横招股书，招商传媒
图：2017-2022Q1分众传媒毛利率及净利率



资料来源：公司公告，招商传媒

2.1.1 宏观经济下行，同业竞争激烈（2/2）

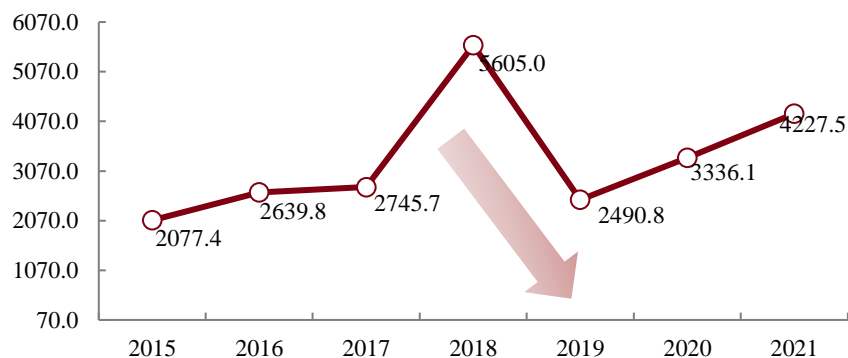
宏观经济下行导致互联网行业广告收入缩减，降低单屏收入。2019年，中国人均GDP增速放缓，受宏观经济影响，行业景气度欠佳。且2018年末贡献公司营收39%的互联网类广告主因市场融资环境等原因调减广告预算，互联网行业广告收入大幅缩减造成公司整体营收降低，互联网行业广告主贡献收入从2018年的56亿腰斩至2019年的25亿。受此影响，公司营收下滑16.6%，尽管已开始减少低效点位，单屏收入仍降低11%。

图：2015-2021单屏收入及同比变化



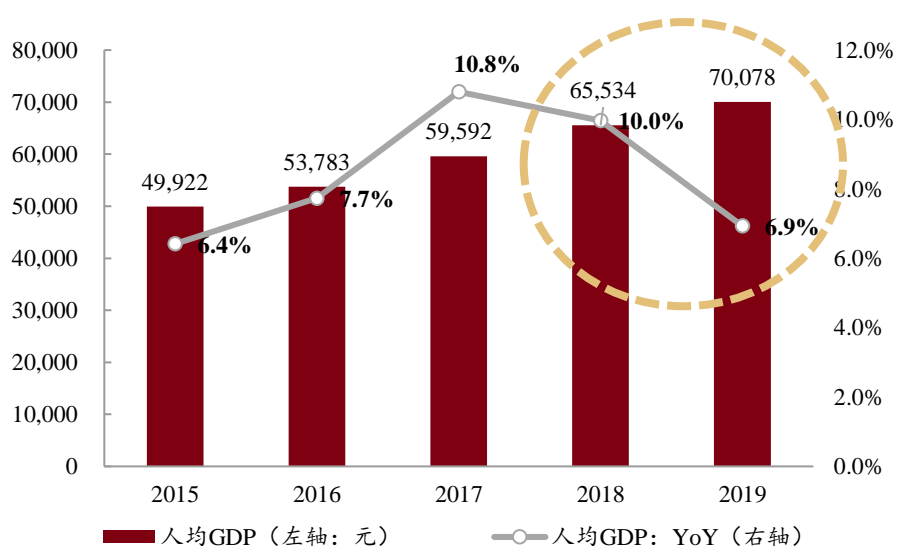
资料来源：公司公告，招商传媒

图：2015-2021年公司互联网行业广告主贡献收入（百万元）



资料来源：公司公告，招商传媒

图：2015-2019年中国人均GDP及增速



资料来源：国家统计局，同花顺iFinD，招商传媒

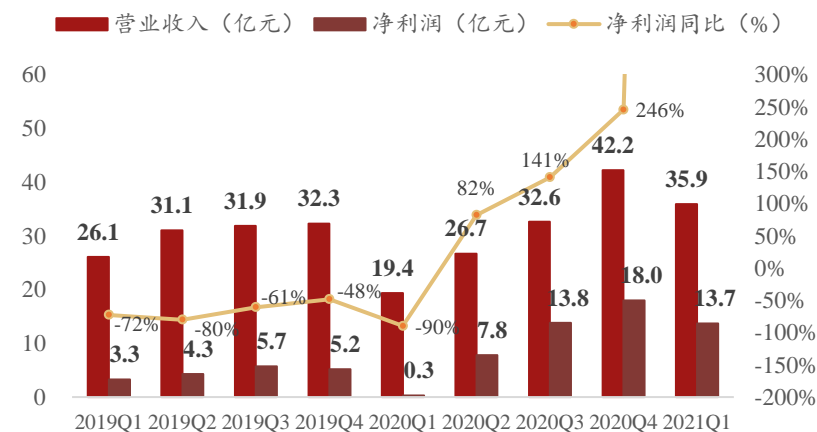
2.1.2 走出压力期，市值稳步恢复

2020年初疫情爆发，线下业务受到巨大打击，宏观经济增长乏力。公司因其良好的客户结构得以快速适应变化，叠加自身多项成本控制与提高效率举措，2020Q2起公司业绩稳中向好，从竞争与市场双重压力中走出。

2020Q2至2021Q1，公司净利润同比增速均为正且不断升高。2020年，公司实现营收121亿元，较上年仅减少0.36亿元，而净利润达到40亿元，同比增加115.67%；由于2020Q1基数较小，2021Q1同比增长高达3912%。

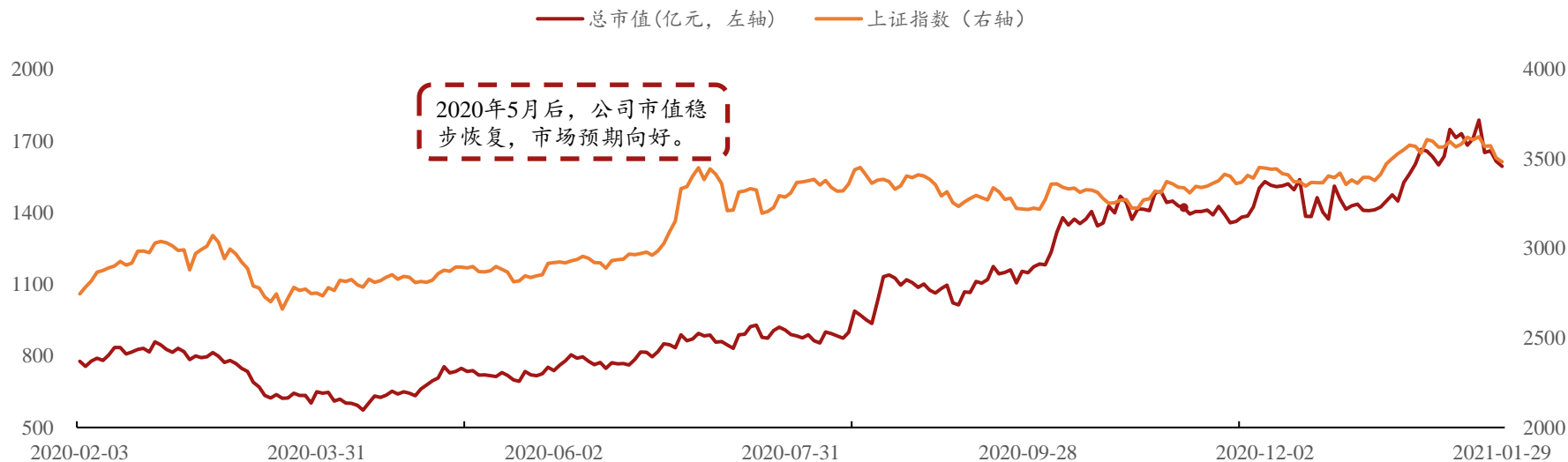
降本增效策略与健康的客户结构共同作用，公司在疫情冲击下稳健走出压力期，市值走势优于市场。

图：2019Q1-2021Q1营业收入、净利润及净利润增速



资料来源：国家统计局，同花顺iFinD，招商传媒

图：2020年2月至2021年1月分众传媒市值与上证指数走势



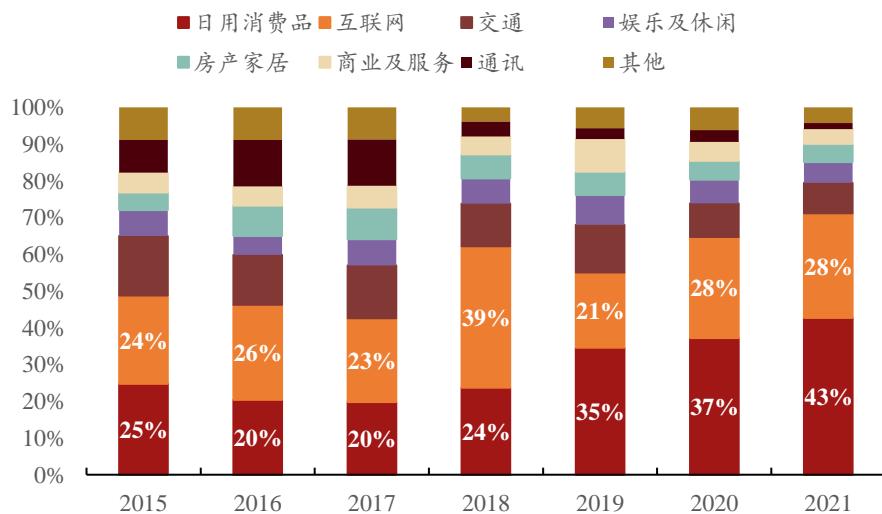
资料来源：同花顺iFinD，招商传媒

2.1.2 走出压力期，市值稳步恢复（1/3）

客户结构优化，业务趋向成熟稳定。着眼于公司收入端构成，日用消费品、互联网行业为创收最大来源。日用消费品类客户占比自2018年起持续提升，并在2021年达到42.67%，同比+14.76%；来自互联网行业的收入占比基本稳定，由于疫情对互联网行业冲击相对较小，广告需求相对旺盛，2021年互联网行业收入占比达到28.49%，同比+3.32%。

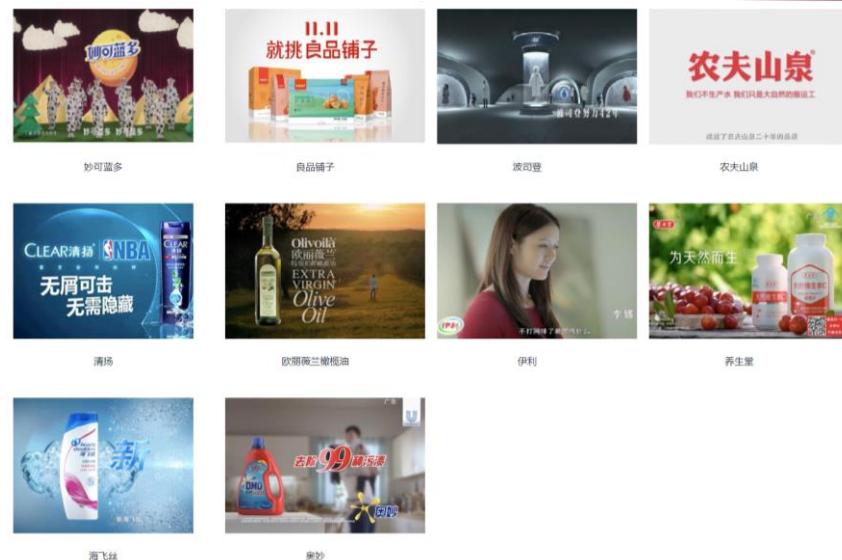
互联网与消费品类助力梯媒业务。2019年因传统行业广告主与互联网深度融合，分众传媒将其他传统行业中高度依赖于互联网的公司客户调整至“互联网”板块，并开始按楼宇媒体及其他、影院媒体两个口径分行业统计收入。疫情期间消费品、互联网类及交通类实现对分众梯媒及其他收入贡献正增长。Q2在线教育等互联网新经济企业加大广告投放力度，业绩触底反弹，2020年单屏收入同比上升20.92%。

图：2015-2021年分众传媒分行业收入构成



资料来源：公司公告，招商传媒

图：分众梯媒消费类合作案例



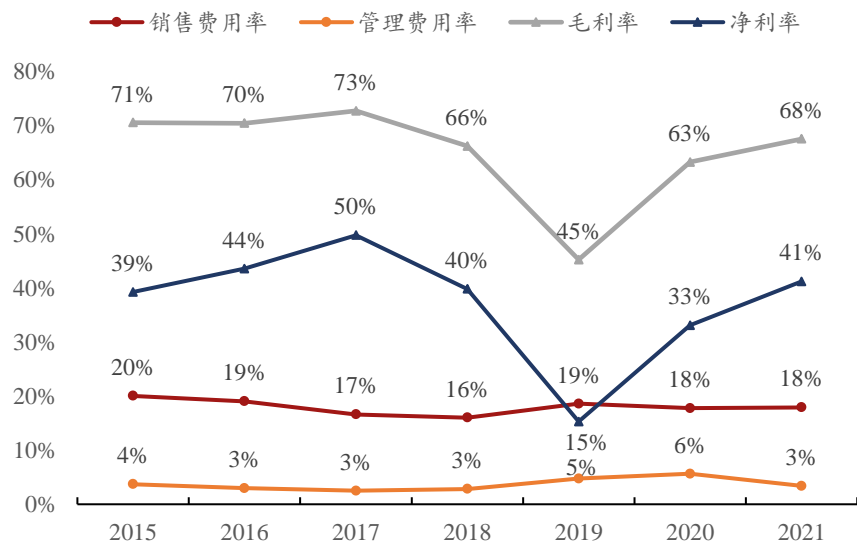
资料来源：公司官网，招商传媒

2.1.2 走出压力期，市值稳步恢复(2/3)

降本增效效果显著，加快业绩修复。

- 人力成本得到有效控制，组织效率提高。截至2020年底，除技术人员外，其他人员均较上年减少。在此阶段，公司着手优化员工结构，以数字化技术替代人力，实现人力资源及薪酬成本的合理分配。
- 合理规划媒体资源，实现降本增效。2018年内同业竞争导致的点位无序扩张在下一年显现负面影响，2019年单点租赁成本达到最高点。2020年初起，外部竞争冷却，公司对点位租金进行控制并裁撤低价值点位，公司毛利率开始回升。

图：2015-2021年分众传媒主要费用率与利润率



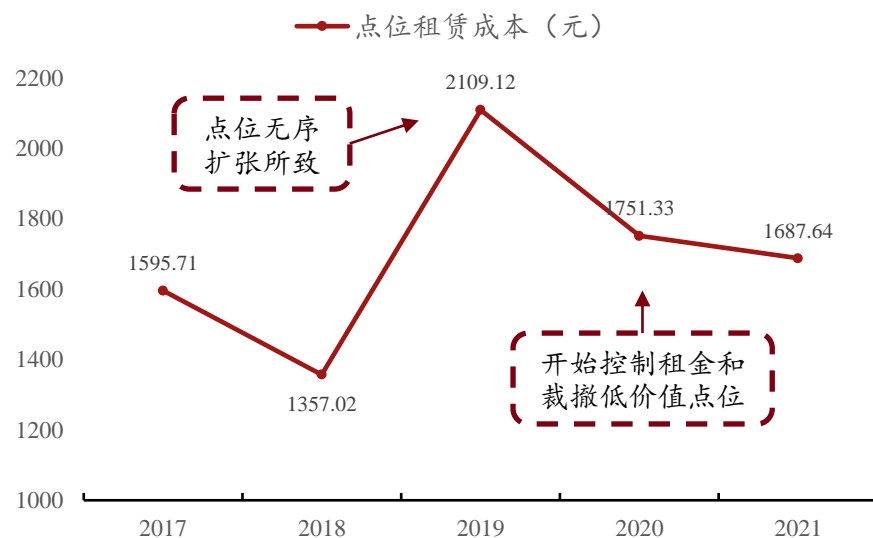
资料来源：公司公告，招商传媒

表：2017-2021年员工数量变化

类别	2017	2018	2019	2020	2021	2020年较2019年降幅
销售人员	2008	2274	2136	1,726	1,674	-19.19%
技术人员	184	216	223	233	199	4.48%
财务人员	207	230	236	200	182	-15.25%
行政人员	565	10016	721	530	541	-26.49%
开发人员	709	/	966	842	800	-12.84%
运营人员	4742	/	6723	3,248	2,476	-51.69%
合计	8415	12736	11005	6779	5,872	-38.40%

资料来源：公司公告，招商传媒

图：2017-2021年公司楼宇媒体单点位租赁成本



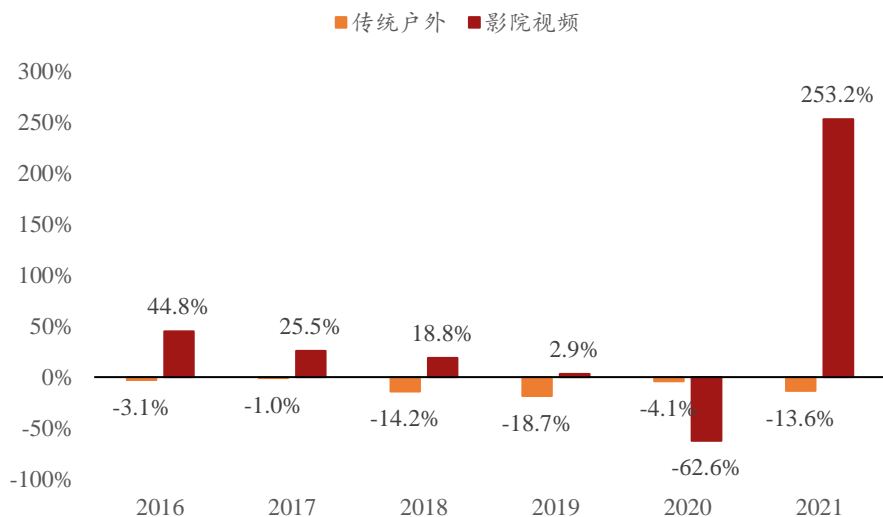
资料来源：公司公告，招商传媒

2.1.2 走出压力期，市值稳步恢复（3/3）

疫情带来在线教育行业红利，广告投放增加。根据QuestMobile数据，2020年3月，由于疫情促进远程教育，教育软件用户规模同比增长7920万。2020年2、3月，教育行业广告主月投放费用（线上+线下）同比增长分别高达751.1%、546.8%。例如在线教育网站猿辅导，2020年2月，其在电梯LCD首次投放广告；3月，便登顶当月电梯LCD广告花费top10品牌。

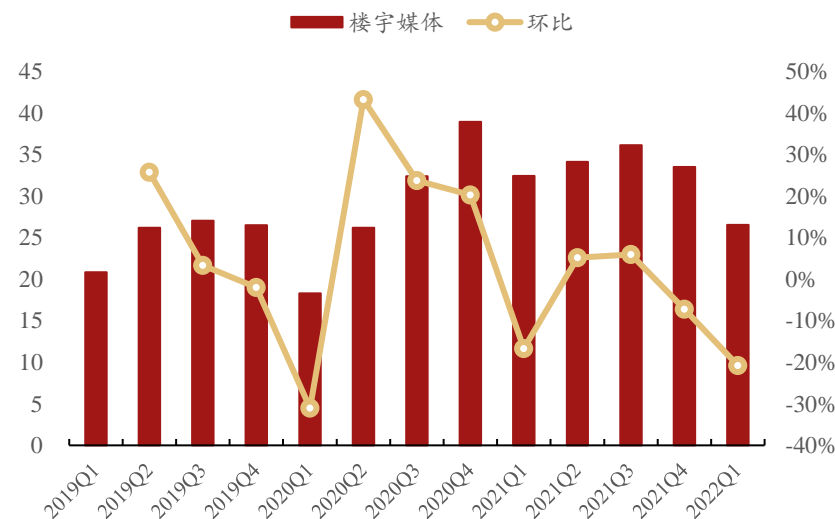
疫情好转后经济复苏，带动业绩回升。电梯作为一二线城市人们生活上班必经之处，其“主流人群、必经、高频、低干扰”的特征使得梯媒广告收入在20年Q2疫情好转后迅速回升。此外，受疫情影响，线下影院在2020年2月-6月暂停开放，随着疫情好转、防控有效逐渐恢复，影院映前广告随之复苏。着眼年度数据，传统户外渠道已连续多年同比下降，影院视频渠道除在2020年受疫情影响出现负增长以外，均为增长状态，2021年同比增幅达到253.2%。

图：2019年起传统户外与影院刊例花费年同比变化对比



资料来源：CTR，招商传媒

图：2019-2022Q1分众传媒梯媒收入及其环比变化（亿元）



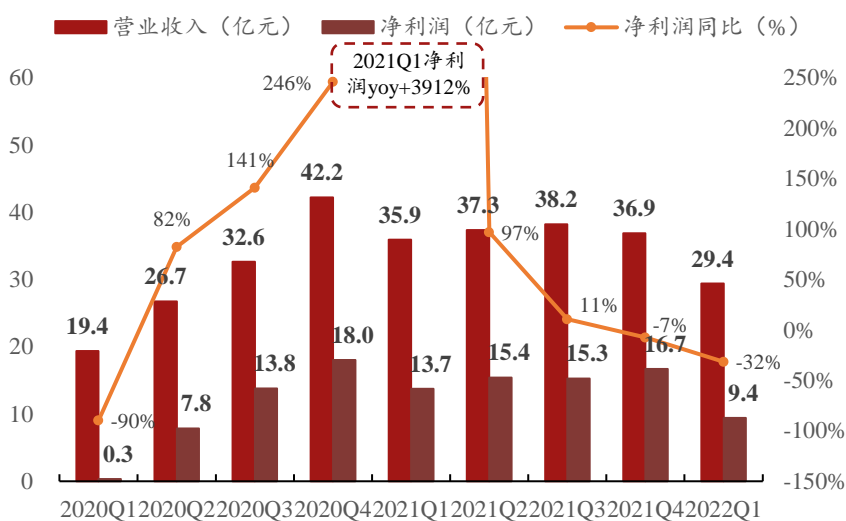
资料来源：公司公告，招商传媒

2.2 上轮破局为鉴，当下逆境反转可期

2021年下半年起，受反复的疫情影响，公司业绩增长受到抑制出现负增长。2021年公司实现营收148.36亿元，yoy+22.64%，净利润61.1亿元，yoy+52.76%，四个季度营收及净利润增幅较缓。2021Q4至2022Q1，广东、上海、吉林、北京等地疫情反复，导致净利润同比出现负数，市值再次面临较大下行压力。

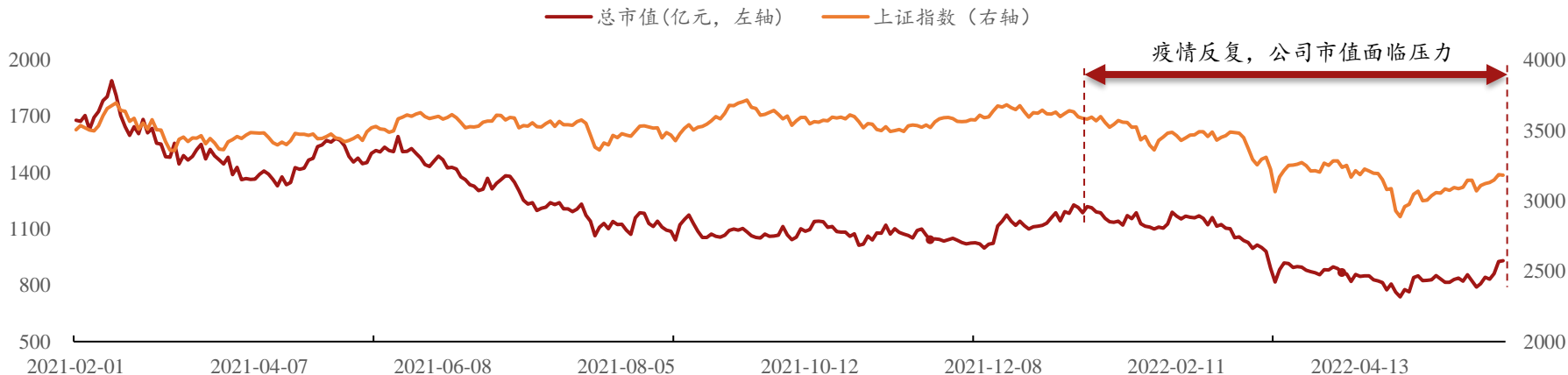
在疫情冲击和较消极的市场情绪下，公司市值于4月26日创新低（738亿元），此时正处于上海疫情高峰期。考虑到下半年“双11”等购物节与中秋、国庆等假期对市场的正向刺激利好广告业，结合公司已呈现出的稳健经营状态与高效的资源配置，我们预计公司业绩将恢复正常增长，看好长期价值。

图：2020Q1-2022Q1营业收入、净利润及净利润增速



资料来源：公司公告，招商传媒

图：2021年2月至2022年6月分众传媒市值与上证指数走势



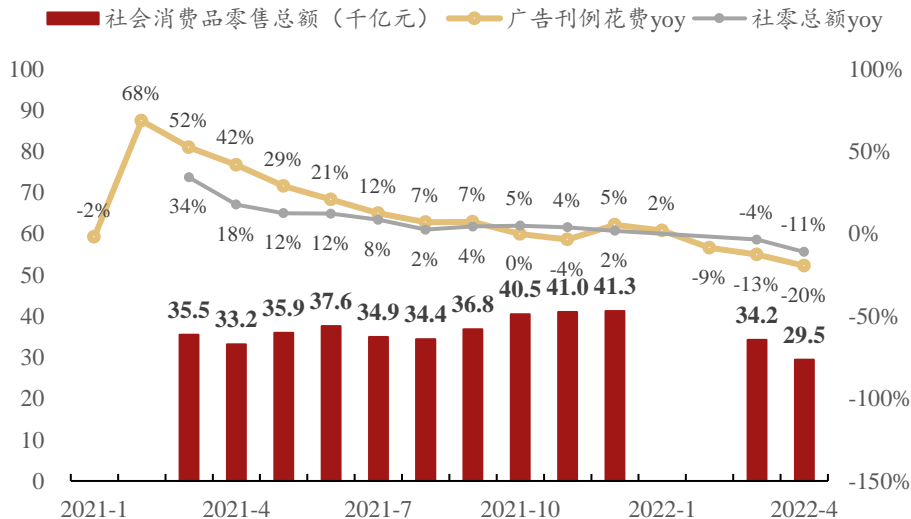
资料来源：同花顺iFinD，公司公告，招商传媒

2.2 上轮破局为鉴，当下逆境反转可期

疫情冲击造成宏观经济下行，广告市场承压。2021年下半年起，国内疫情反复，宏观经济下行叠加线下业务不确定性，市场对梯媒与影院广告行业产生广告主需求端与经营变现的担忧。2021年2月起，广告刊例花费增速逐渐走低，并在22年降至负数，社零总额增速走势与其基本一致。

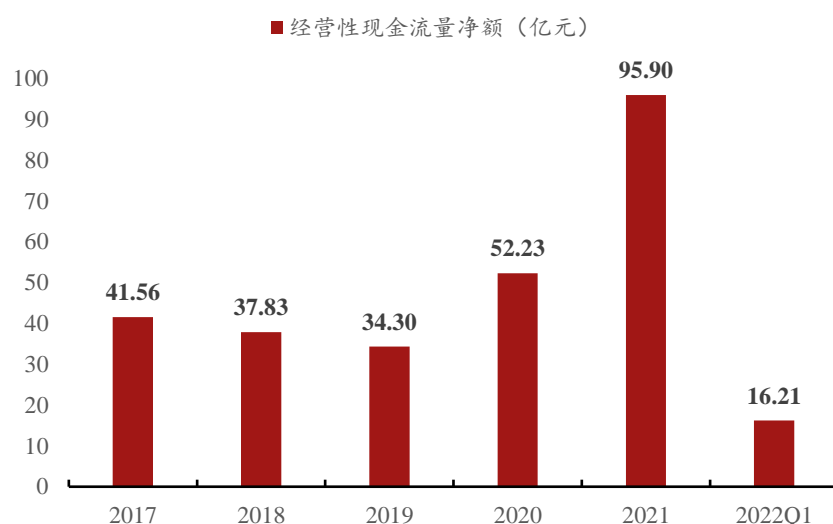
公司良好的内部管理与外部客户结构赋予逆势而上的可能性。2021年公司经营性净现金流较高，主要由于经营活动收入大幅增加，以及补助与利息收入增加和楼宇业务租赁费转入筹资活动现金流。经过提效后，2021年内四项费用率基本稳定回落，2022Q1管理费用略高，主要来自人员优化。公司来自日用消费品与互联网行业的收入占比高，其较稳定的需求有助于抵御宏观经济波动。

图：2020年1月至2022年4月社零总额与广告市场刊例花费



资料来源：同花顺iFinD，招商传媒

图：2017-2022Q1公司经营性现金流量净额



资料来源：公司公告，招商传媒

2.2 上轮破局为鉴，当下逆境反转可期

当前受到疫情冲击及宏观经济不景气的影响，公司业绩承压。与2018年下半年开启的宏观经济下滑及2020年疫情的冲击相对照，公司面临类似的困境：

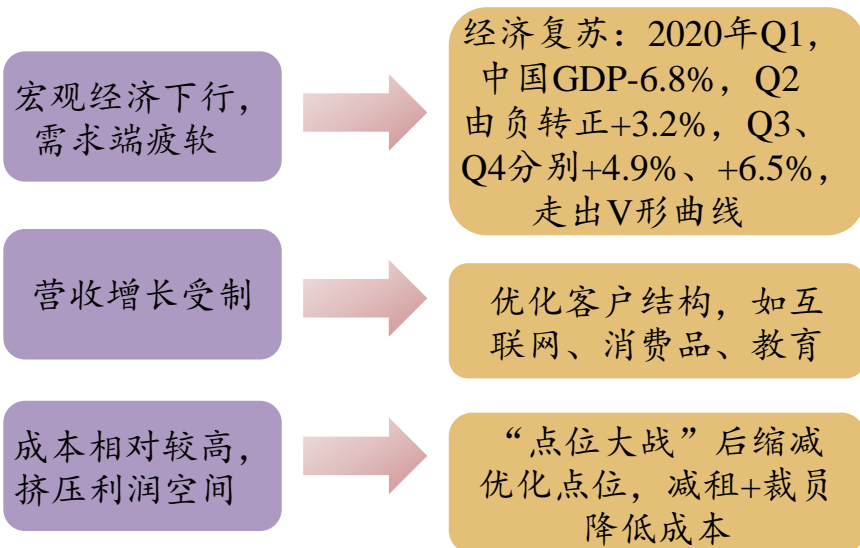
- 宏观经济下行，广告主投放力度削减
- 公司基本面业绩下滑，市值走低

面对困境，公司拥有灵活调整的能力，本轮疫情后有望迎来转折：

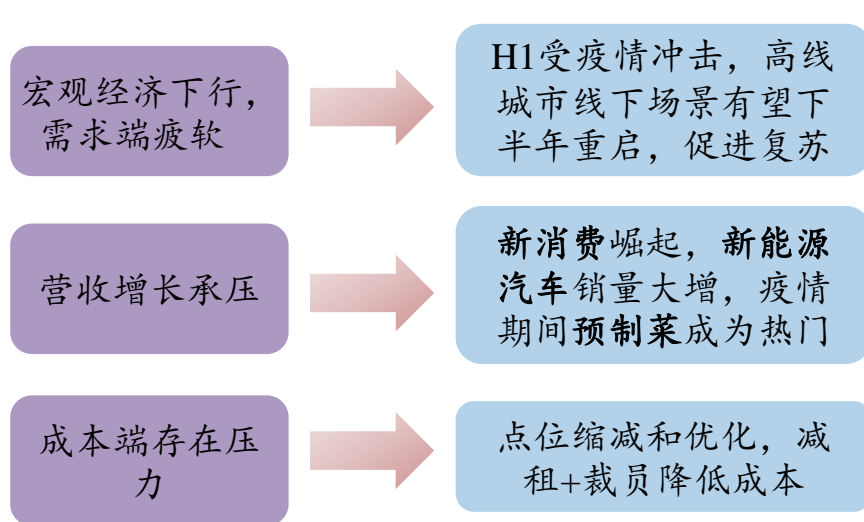
- 从租赁成本、职工薪酬、设备折旧等营业成本入手，降低成本端压力
- 从客户结构优化，合作新兴品类广告主入手，增强收入端抗风险能力

图：借鉴上一轮逆境反转，本轮疫情后有望迎来转折

上轮逆境反转



本轮逆境反转



资料来源：公司公告，招商传媒

三、望未来——新兴行业注活力，业务出海再启航

3.1 广告市场规模可观，中国梯媒发展未见顶

3.2 疫后线下场景复苏，业绩修复顺应趋势

3.3 海外布局逐步强化，驱动业绩贡献多元化

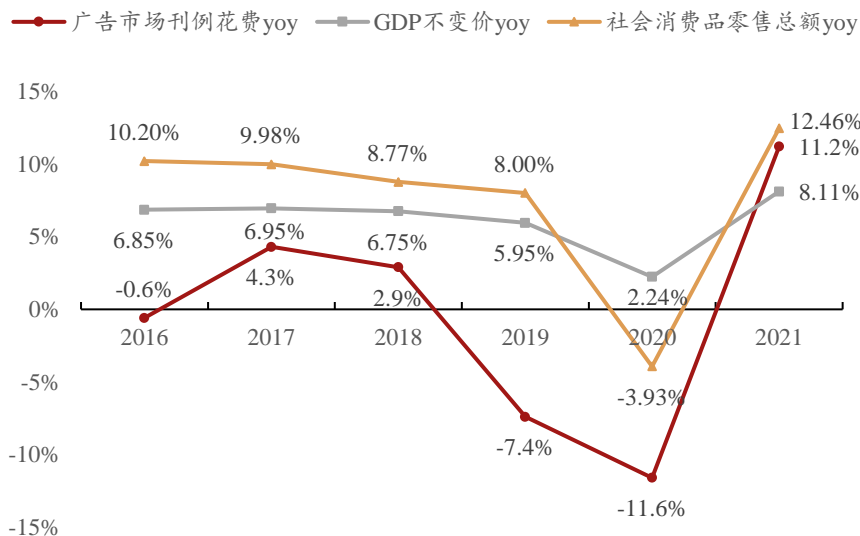
3.4 海外潜在市场广阔，梯媒模式强适配

3.5 新兴行业崛起，品牌价值待引爆

3.1 广告市场规模可观，中国梯媒发展未见顶

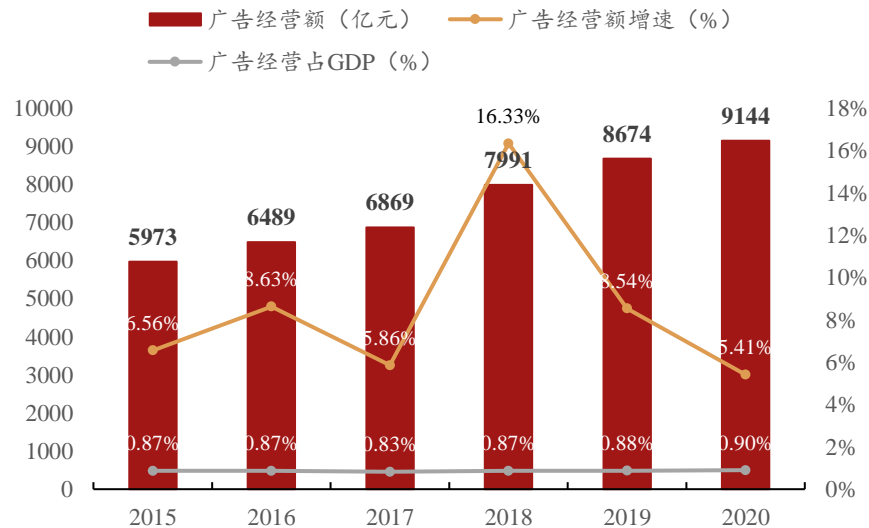
广告市场规模可观。纵观2016-2021年，广告市场刊例花费增速与GDP、社零总额增速走势基本保持一致。据国家统计局，2021年中国GDP实现11346.7百亿元。我们根据以下假设对广告业进行预测：1) 中国2022年GDP增速目标为5.5%，假设目标完成并保持同样增速至2023年；2) 广告经营额占GDP占比基本稳定，假设疫情防控实现常态稳定，2021-2023年广告营业额占GDP比重与2020年持平为0.90%。据此计算，**2023年广告行业市场空间将达到11366亿元。**

图：2016-2021年广告刊例花费、GDP及社零增速对比



资料来源：CTR，国家统计局，国家市场监督管理总局，同花顺iFinD，招商传媒

图：2015-2020年广告经营额及增速与GDP占比



资料来源：CTR，国家统计局，国家市场监督管理总局，同花顺iFinD，招商传媒

3.1 广告市场规模可观，中国梯媒发展未见顶

广告刊例全渠道与电梯渠道花费TOP10行业重合度较高。2020年电梯LCD、电梯海报花费TOP10行业中均有8个与全渠道重合，且均有3个行业投入增速高于50%；2021年电梯LCD渠道花费TOP10行业中有8个与全渠道重合，电梯海报渠道有7个，分别有6、5个行业投入增速高于50%。其中饮料行业花费稳居TOP3，增速保持在50%以上，食品同样连续两年上榜。

梯媒获消费品牌青睐。梯媒2021年，电梯LCD与电梯海报刊例花费TOP20品牌中均有10个以上品牌花费同比正增长，消费品牌居多。2021年，中国草本化妆品品牌林清轩在电梯LCD刊例花费同比增长653.4%，对应连续两年在电梯LCD渠道花费TOP的化妆品/浴室用品行业。由于梯媒主攻生活圈，具有品牌心智建立的特质优势，而消费相关的品牌更需要扩大品牌声量，梯媒获得青睐。

表：广告刊例全渠道及梯媒花费TOP行业

2020			2021		
全渠道	电梯LCD	电梯海报	全渠道	电梯LCD	电梯海报
食品	邮电通讯	商业及服务性行业	食品	饮料	商业及服务性行业
饮料	IT产品及服务	饮料	饮料	食品	饮料
邮电通讯	饮料	邮电通讯	药品	邮电通讯	IT产品及服务
药品	食品	交通	邮电通讯	化妆品/浴室用品	邮电通讯
IT产品及服务	娱乐及休闲	IT产品及服务	IT产品及服务	IT产品及服务	酒类饮品
商业及服务性行业	商业及服务性行业	食品	化妆品/浴室用品	娱乐及休闲	食品
酒类饮品	化妆品/浴室用品	酒类饮品	商业及服务性行业	个人用品	交通
娱乐及休闲	金融业	金融业	酒类饮品	酒类饮品	金融业
化妆品/浴室用品	交通	娱乐及休闲	娱乐及休闲	家居用品	衣着
交通	家居用品	衣着	个人用品	家用电器	娱乐及休闲

资料来源：CTR，同花顺iFinD，招商传媒

注：以加粗表示梯媒花费TOP行业中同时是全渠道TOP的行业，以深红色

表示当年花费增幅大于50%的行业

图：2021年梯媒刊例花费TOP品牌

2021年电梯LCD刊例花费TOP20品牌			2021年电梯海报刊例花费TOP20品牌		
排名	品牌	同比增幅	品牌	同比增幅	
1	蒙牛	358.6%	君乐宝	0.3%	
2	妙可蓝多	107.7%	苏宁	104.9%	
3	筒爱	New	蒙牛	78.3%	
4	唱吧	338.7%	贝拉米	New	
5	瓜子二手车直卖	270.5%	波司登	59.1%	
6	妙飞	New	天猫	62.4%	
7	剑南春	164.9%	饿了么	422.8%	
8	元气森林	-9.7%	中国移动通信	75.2%	
9	君乐宝	22.6%	国美	570.5%	
10	林清轩	653.4%	飞鹤	116.1%	
11	IBABY	160.2%	乌江	New	
12	天猫	59.4%	泸州	301.5%	
13	伊利	74.8%	美团	>1000%	
14	农夫山泉	107.6%	红星	183.9%	
15	SKG	New	九牧王	299.2%	
16	ULIKE	New	伊利	26.8%	
17	膜法世家	New	京东商城	-0.4%	
18	京东商城	-5.5%	还呗	New	
19	认养一头牛	New	大麦	-57.9%	
20	黑白调	New	海普诺凯1897	602.9%	

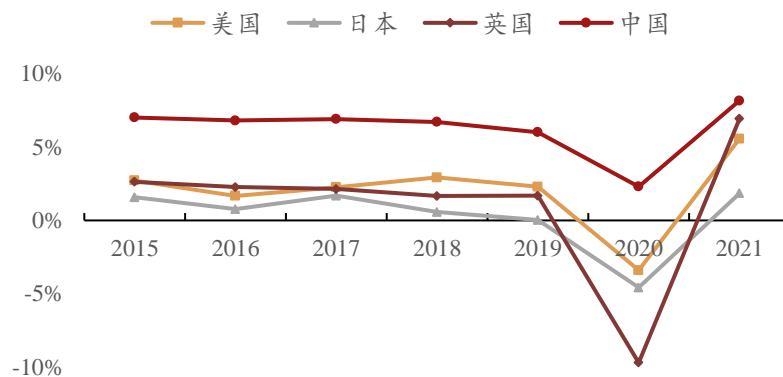
资料来源：CTR，招商传媒

3.2 疫后线下场景复苏，业绩修复顺应趋势

有效控制疫情可推动经济复苏。2020年疫情冲击后，社会消费品零售总额自8月起快速恢复。在疫情冲击下，2020年三季度、四季度GDP分别同比增长4.9%、6.5%，全年实际GDP仍然增长2.3%，全球领先。

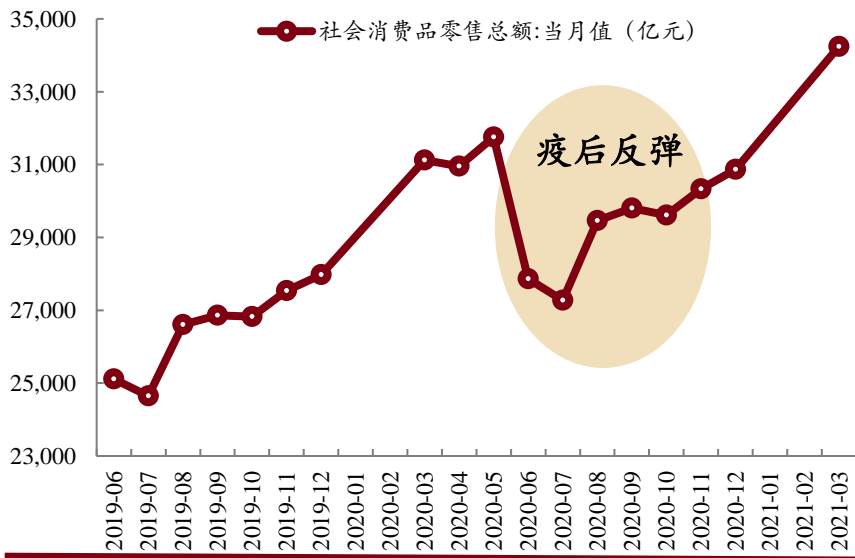
线下场景受益于疫情管控。随着疫情管控常态化，一二线城市人群将恢复日常生活及通勤，梯媒触达人群或大幅回升。全国影院营业率也将进一步回升，随着上海宣布影院于7月8日起有序恢复开放，营业率或恢复至接近疫情前水平。

图：美国、日本、英国、中国GDP增速对比



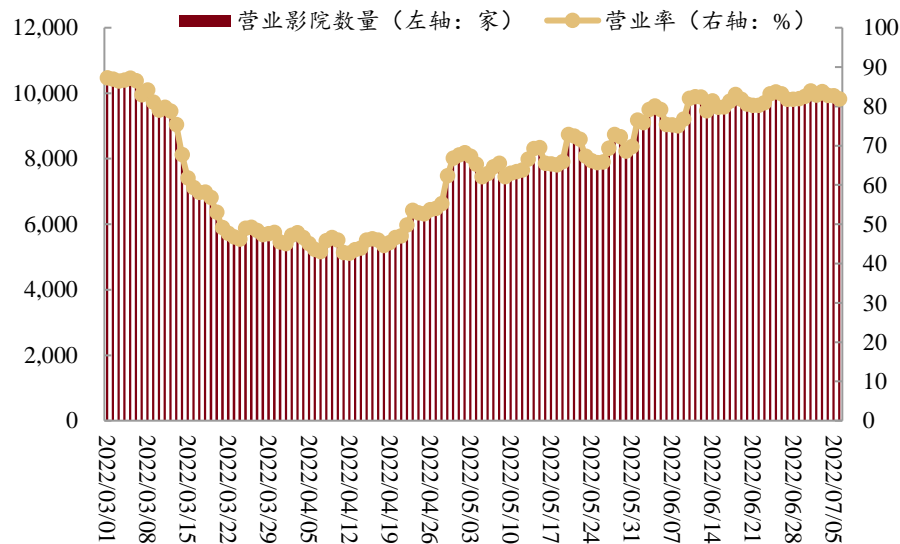
资料来源：同花顺iFinD，招商传媒

图：月度社会消费品零售总额（亿元）



资料来源：同花顺iFinD，招商传媒

图：2022年3月至今全国影院营业数量及营业率



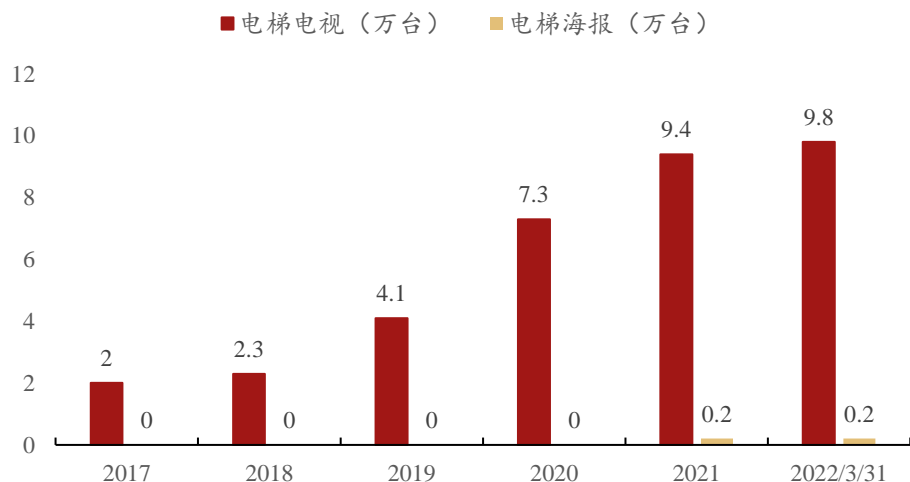
资料来源：猫眼专业版，招商传媒

3.3 海外布局逐步强化，驱动业绩贡献多元化

公司积极响应国家“一带一路”的发展战略，布局海外业务。2017年，公司投资设立韩国子公司并投入运营，将业务拓展至首尔、釜山等15个韩国主要城市；2018年已在韩国和印度尼西亚设立控股子公司，在新加坡设立联营公司拓展海外媒体资源，目前多数子公司已实现盈利，泰国子公司亏损规模缩减，有望在短时间内实现扭亏为盈。

截至2022年第一季度，公司海外梯媒合计达10万台，覆盖城市50+，进一步强化海外布局，为业绩增长带来新动能。

图：2017-2022Q1分众传媒海外媒体资源数量



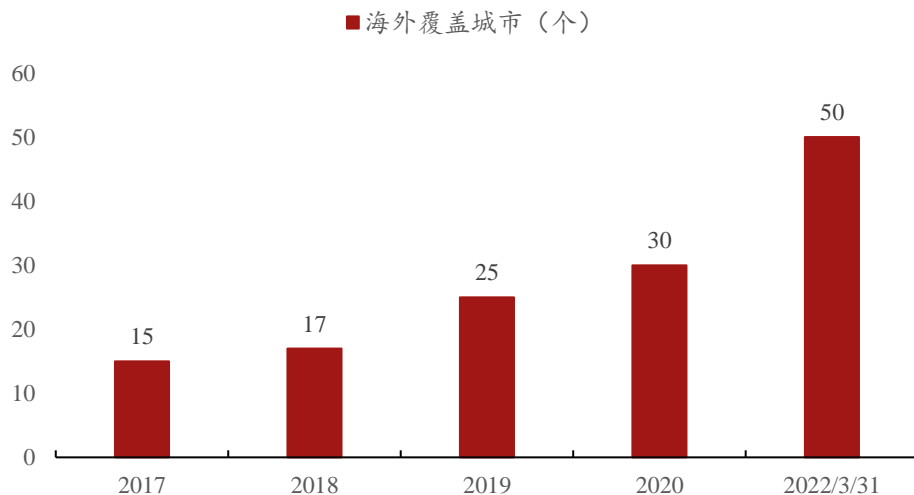
资料来源：公司公告，招商传媒

表：分众传媒海外子公司运营情况（截至2021年，单位：万元）

资产的具体内容	形成原因	资产规模	所在地	运营模式	收益状况
FM Korea 韩国电梯电视媒体广告业务	设立 持股50.4%	31,707.25	韩国	控股子公司	归母盈利 2,552.40
PT Target Media Nusantara 印度尼西亚电梯电视媒体广告业务	设立 持股51%	2,426.26	印度尼西亚	控股子公司	归母盈利 4.28
Focus Media (Thailand) Co., Ltd. 泰国电梯电视媒体广告业务	设立 持股100%	821.58	泰国	全资子公司	归母亏损 209.08
Target Media Culcreative Pte Ltd 新加坡电梯电视媒体广告业务	设立 持股27%	14,475.73	新加坡	控股子公司	归母盈利 1,261.43

资料来源：公司公告，招商传媒

图：2017-2022Q1分众传媒海外覆盖城市



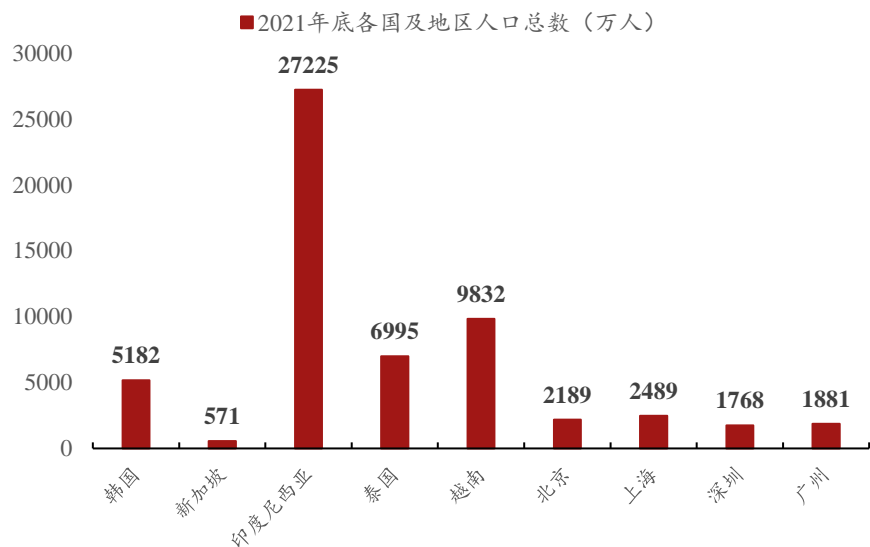
资料来源：公司公告，招商传媒

3.4 海外潜在市场广阔，梯媒模式强适配（1/3）

公司出海业务主要集中在东南亚以及韩国，均为高人口密度地区，城市化程度极高或进程积极推进中，特征与中国相似，利于公司成功模式的复制。

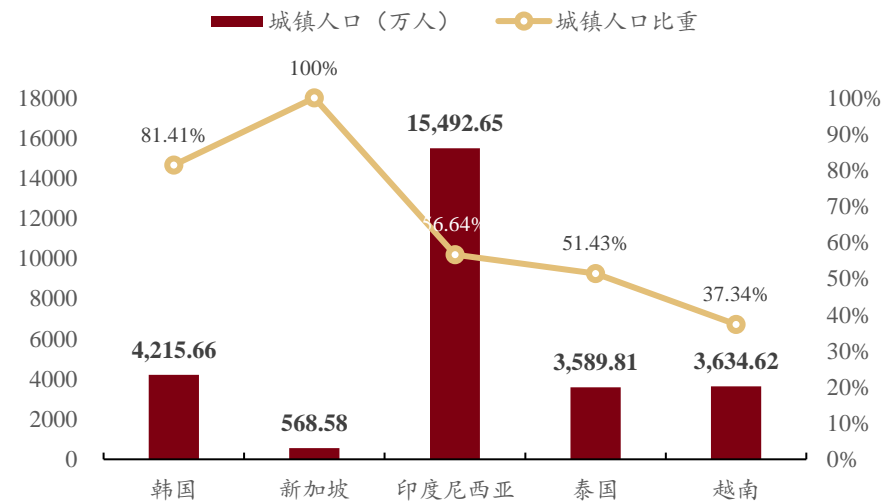
- ▶ 住宅及商业区人口密度升高、城市化进程加快催生电梯数量上涨，从而促进梯媒覆盖更多、更高价值的人群。长期来看，东南亚当前处于城镇化率快速提升的黄金阶段。以越南为例，截至2021年6月，全国城镇化率约达40.4%。根据越南政府的规划，会在2025年将越南的城镇化率提升到50%，相当于用5年的时间实现中国自2000年~2010年的发展历程。而发达国家城镇人口比重则更高。
- ▶ 截至2021年底，城市化程度极高的韩、新拥有的人口总数均大于我国一线城市人口数，印尼、泰国、越南较大人口总量也带来市场潜力。**分众模式具备在海外成功复制的客观基础。**

图：主要海外市场人口规模



资料来源：同花顺iFinD，招商传媒

图：2020年主要海外市场城镇人口规模



资料来源：同花顺iFinD，招商传媒

3.4 海外潜在市场广阔，梯媒模式强适配（2/3）

海外梯媒企业体量不足以构成竞争壁垒。海外已有的梯媒企业规模均相对较小，拥有的电梯电视点位数和电梯海报点位数均不足以在其境内构成垄断地位。同时，这些公司的注册时间也相对比较靠后，发展期相对较短，因此不足以利用其先发优势在当地形成难以跨越的竞争壁垒。

海外竞争对手业务发展对比：对比印尼主要做框架类广告的Lifty Media，2017年开始进行海外布局的分众传媒侧重于电梯电视，当年实现海外电梯电视2万台。而菲律宾的楼宇电视屏幕模仿者爱思国际2018年仅有500个点位，还处于发展初期。较高的扩张速度加之已在国内累积的成功实践经验，公司具备消除部分海外梯媒企业在当地市场先发优势带来的影响的能力。

表：海外主要竞争对手业务发展现状

公司名称	成立时间	注册地	电梯电视点位数（个）	电梯海报点位数（个）
LiftyMedia	2018	印度尼西亚	0	3000+
ChicilonMedia	2006	越南	1900+楼栋	1900+楼栋
AceInternational	2017	菲律宾	500+	0
PattisonOutdoorAdvertising	1961	加拿大	1,107	2,034

资料来源：TECHINASI官网，各公司官网，36氪，招商传媒

图：海外竞争对手主要合作品牌



资料来源：招商传媒

3.4 海外潜在市场广阔，梯媒模式强适配（3/3）

自2017年以来，公司相继在韩国、新加坡、印度尼西亚、泰国等海外市场进行布局，海外梯媒广告市场规模广阔。

- 越南人口多、密度大、地处东南亚，是较有待开发潜力的海外市场。根据国际货币基金组织预测，2026年韩国、新加坡、印度尼西亚、泰国、越南GDP分别达到新高；按发达国家广告支出/GDP的大致水平（1%）推算韩国、新加坡的广告支出额，按中国广告支出/GDP的一般水平（0.90%）推算东南亚发展中国家的广告支出额，该5个国家广告支出分别可达到232亿美元、48亿美元、151亿美元、66亿美元和57亿美元；假设其中梯媒占比2%，测算得该5国梯媒广告市场规模合计为11.06亿美元，折合人民币约74亿元。以公司2021年总营收为基数，海外梯媒广告市场或可贡献66%以上的收入增长。

表：分众传媒主要海外市场规模预测

国家	GDP (2026E) 单位：十亿美元	广告支出/GDP	广告支出 单位：十亿美元	梯媒广告占比	梯媒广告市场规模 单位：亿美元
韩国	2316.21	1%	23.16	2%	4.63
新加坡	483.45	1%	4.83	2%	0.97
印度尼西亚	1672.52	0.90%	15.05	2%	3.01
泰国	734.76	0.90%	6.61	2%	1.32
越南	630.47	0.90%	5.67	2%	1.13

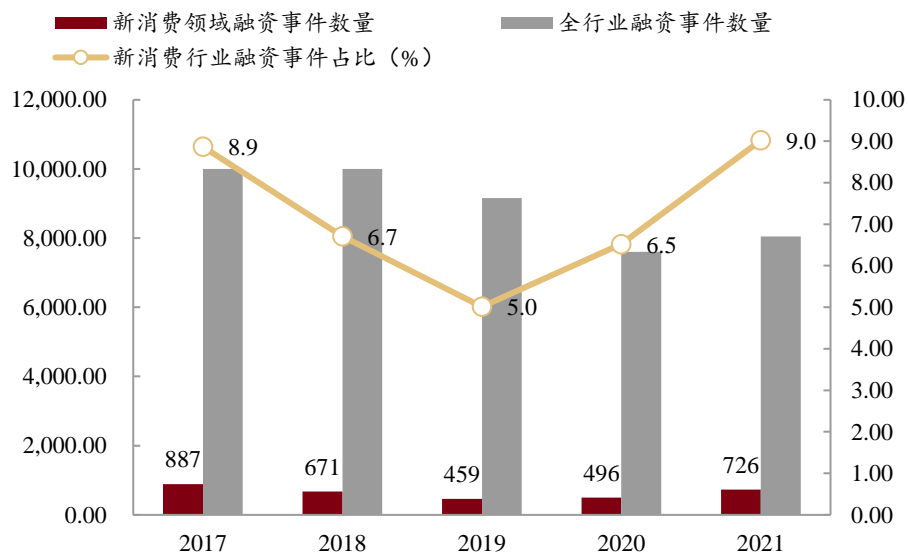
资料来源：国际货币基金组织，同花顺iFinD，招商传媒

3.5 新兴行业崛起，品牌价值待引爆

新消费品牌迅速崛起，线下广告投放需求增加。新消费的概念本质上是我国消费需求由必须型消费向美好型消费发展的消费升级。2020年9月，发改委提出到2025年，培育形成一批新型消费示范城市和领先企业，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重显著提高，“互联网+服务”等消费新业态新模式得到普及并趋于成熟。在消费升级的大背景和政策支持的风口下，一级市场景气度回升，新消费企业快速崛起并推动传统消费企业品牌焕新，广告主对于线下核心点位广告投放需求增加。

分众传媒是针对核心消费人群的重要品牌投放入口。公司线下流量核心入口的媒体价值与品牌引爆功能已被更多客户所肯定。新消费品牌的主要客户群为年轻、都市人群，而分众在这个人群中占据了影响力的主要阵地，并拥有电梯媒体的龙头地位，布置于一二线城市的核心点位覆盖人群与广告主目标受众高度重合，可以再次抓住新经济迭代中的机会。2021年上半年林清轩、简爱等新消费企业加大投放力度，助推单屏收入同比增长41.89%；妙可蓝多合作投放后，全线数据飘红，逆袭洋品牌成为市场TOP1；瑞幸咖啡、花西子、元气森林等众多品牌引爆案例，使得分众传媒在新消费行业中的影响力大幅提升。

图：2017-2021年新消费和全行业融资时间数量及占比



资料来源：易观分析，招商传媒

图：2020年度热门广告语TOP10中多个通过分众传媒投放



资料来源：益普索Ipsos《2020年中国广告语盘点》，招商传媒

3.5 新兴行业崛起，品牌价值待引爆

新能源汽车市场化程度有望提高，广告投放需求增强。在全球电动化的浪潮下，新能源汽车销量节节攀升。2022年5月，工信部等五部委联合发布《关于开展2022新能源汽车下乡活动的通知》，26家车企以及旗下共70款新能源车型参加本轮下乡活动。未来若新能源汽车销量不断攀升，市场化竞争程度的进一步提升，或将进一步带动广告投放。2022年，公司已新增新能源汽车广告主魏牌摩卡DHT-PHEV、岚图梦想家、智己L7。

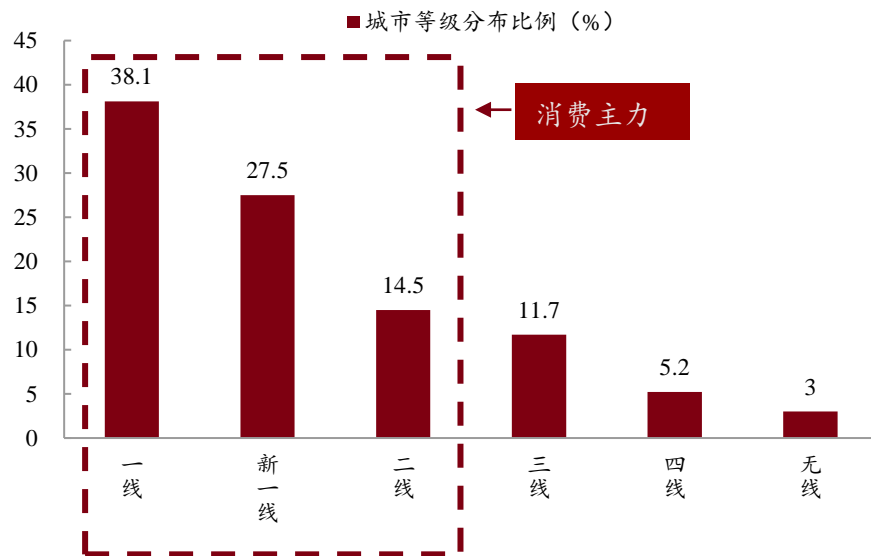
新能源汽车消费者多为高线城市高收入的高知群体，与分众受众契合度高：根据Mob研究院，截至2021年3月，全国80.1%的新能源汽车消费者集中在新一线、一线、二线城市，车主本科及以上学历占71.1%，月收入10K以上占比40.5%。而电梯作为一二线城市人们生活上班必经之处，具有“主流人群、必经、高频、低干扰”的特征，分众传媒覆盖核心点位与新能源汽车主要购买者重合度较高，契合新能源汽车厂商广告投放需求。

图：新能源汽车月销量变化



资料来源：汽车工业协会，招商传媒

图：新能源汽车车主城市等级分布



资料来源：Mob研究院，招商传媒
注：为2021年3月统计数据

四、盈利预测

核心假设与盈利预测

- **楼宇媒体**：预计公司2022年会受到疫情影响，2023-2024消费品及造车新势力的投入持续增长，推动公司楼宇媒体业务增长，2022-2024年收入分别为112.4、164.5、192.2亿元，同比增长-23.82%、46.80%、15.39%。
- **影院媒体**：预计影院媒体2022年受到疫情影响，2022-2024年收入分别为8.2、11.7、16.0亿元，同比增长-30.33%、43.21%、36.75%。
- **成本**：预计租赁成本、职工薪酬、设备折旧等营业成本在2022年疫情影响下存在一定降本增效，2023-2024稳定增长，2022-2024年的总营业成本45.3、52.3、56.4亿元。
- **总营收及利润**：综上，我们得到分众传媒2022-2024总营收分别为112.4、164.5、192.2亿元，同比增长-24.23%、46.33%、16.87%。归母净利润分别为36.37、63.45、76.95亿元，EPS为0.25、0.44、0.53。

表：分众传媒营收及利润预测表（灰色为预测值）

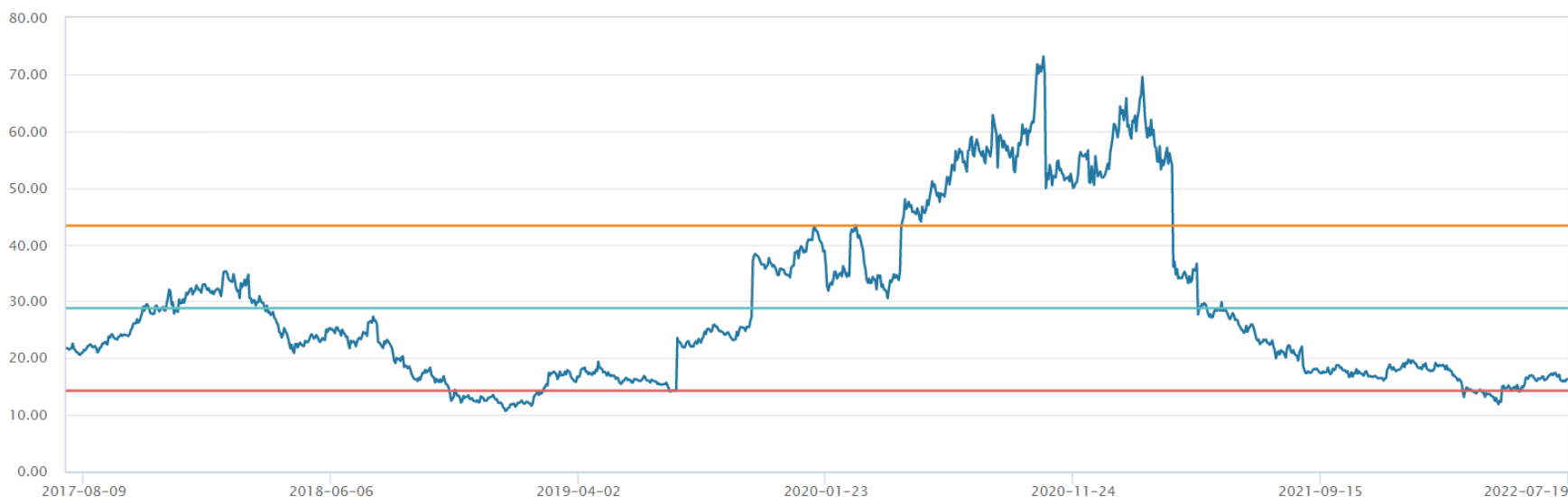
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
楼宇媒体	11575.7	13617.8	11,241.2	16,449.5	19,224.0
yoy	15.19%	17.64%	-23.82%	46.80%	15.39%
影院媒体	478.5	1172.7	817.0	1,170.0	1,600.0
yoy	-75.87%	145.08%	-30.33%	43.21%	36.75%
其他媒体及其他	42.9	46.0	50.0	50.0	50.0
yoy	-58.67%	7.15%	8.77%	0.00%	0.00%
营业收入	12097.1	14836.4	11241.2	16449.5	19224.0
yoy	-0.32%	22.64%	-24.23%	46.33%	16.87%
媒体租赁成本	2951.4	3339.9	3051.0	3654.2	3968.9
职工薪酬	532.2	499.5	518.8	565.1	605.4
设备折旧费	463.4	460.0	459.4	482.1	516.5
其他营业成本	500.0	517.5	500.0	530.0	550.0
营业成本	4446.9	4816.9	4,529.2	5,231.3	5,640.9

资料来源：Wind，招商传媒

估值分析

- 根据往年估值情况看，2017-2018年平均估值区间在25-33倍，彼时分众传媒的竞争格局较好。
- 2018年，新潮等竞争对手利用低价策略竞争，同时部分互联网及创业公司遇冷，一级市场投资减少，分众的竞争格局恶化，整体估值区间下滑到15-20倍。
- 经历2020年的新冠后，竞争对手“烧钱抢点”策略被证明为饮鸩止渴，整体市场归于良性竞争。竞争格局有所好转，叠加分众整体客户结构转为稳定的消费品。且当年度利润受到疫情一定影响，整体估值有所抬升，估值区间升至40-60，进入2021年，利润相对稳定后，整体估值区间降至17-30。
- 2022年，分众业绩同样受到新冠疫情影响，恢复后有望重塑以往估值体系，对标2020年逻辑稍弱，但至少应该恢复至25-28倍估值，对应23E约20倍估值。因此，我们认为20倍PE是对应2023E分众传媒的常态合理估值，对应合理市值约为1269亿元，合理股价为8.79元/股。

表：分众传媒2017.1-2022.7平均估值区间



资料来源：同花顺iFinD，招商传媒

估值分析

表：分众传媒近5年历史行情（百分比）



资料来源：同花顺iFinD，招商传媒

五、风险提示

5 风险提示

- 1、宏观经济下行的风险
- 2、政策监管不确定性的风险
- 3、海外市场拓展不及预期的风险
- 4、新冠疫情出现反复
- 5、行业竞争加剧的风险

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	11289	11711	13085	18793	24292
现金	4730	4296	6630	10975	15748
交易性投资	1476	3442	3442	3442	3442
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	3619	2979	2242	3281	3834
其它应收款	62	60	45	66	77
存货	5	10	5	6	7
其他	1398	924	721	1022	1184
非流动资产	10357	13845	13941	13690	14134
长期股权投资	1373	1600	1600	1600	1600
固定资产	1158	915	1032	800	1260
无形资产商誉	190	183	164	148	133
其他	7636	11147	11144	11142	11140
资产总计	21646	25555	27026	32483	38425
流动负债	4148	5770	3686	3838	3927
短期借款	50	21	0	0	0
应付账款	455	206	194	224	241
预收账款	717	799	751	868	936
其他	2926	4744	2741	2747	2750
长期负债	225	1102	1102	1102	1102
长期借款	0	0	0	0	0
其他	225	1102	1102	1102	1102
负债合计	4374	6873	4788	4940	5029
股本	334	328	328	328	328
资本公积金	(1063)	381	381	381	381
留存收益	17746	17670	21197	26450	32242
少数股东权益	255	303	332	383	445
归属于母公司所有者权益	17017	18379	21906	27159	32951
负债及权益合计	21646	25555	27026	32483	38425

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5223	9590	6665	7385	8574
净利润	4001	6112	3666	6396	7757
折旧摊销	512	3157	2800	3153	2446
财务费用	25	100	(200)	(250)	(300)
投资收益	(310)	(268)	(500)	(700)	(700)
营运资金变动	1028	309	906	(1217)	(642)
其它	(32)	181	(7)	3	12
投资活动现金流	(1959)	(2430)	(2398)	(2198)	(2198)
资本支出	(61)	(250)	(2898)	(2898)	(2898)
其他投资	(1897)	(2180)	500	700	700
筹资活动现金流	(1883)	(7551)	(1933)	(841)	(1603)
借款变动	(2065)	(9864)	(2022)	0	0
普通股增加	0	(5)	0	0	0
资本公积增加	79	1443	0	0	0
股利分配	(23)	(107)	(111)	(1091)	(1903)
其他	125	981	200	250	300
现金净增加额	1382	(391)	2334	4345	4773

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12097	14836	11241	16449	19224
营业成本	4447	4817	4529	5231	5641
营业税金及附加	63	80	60	88	103
营业费用	2150	2658	2023	2961	3460
管理费用	684	503	562	822	961
研发费用	103	89	68	99	116
财务费用	(127)	(169)	(200)	(250)	(300)
资产减值损失	(354)	(231)	0	0	0
公允价值变动收益	47	263	150	150	150
其他收益	301	586	300	500	500
投资收益	310	268	50	50	50
营业利润	5080	7745	4699	8198	9943
营业外收入	12	4	4	4	4
营业外支出	45	16	16	16	16
利润总额	5047	7733	4686	8185	9931
所得税	1046	1621	1020	1790	2174
少数股东损益	(3)	48	29	51	62
归属于母公司净利润	4004	6063	3637	6345	7695
EPS (元)	0.28	0.42	0.25	0.44	0.53

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	0%	23%	-24%	46%	17%
营业利润	115%	52%	-39%	74%	21%
归母净利润	114%	51%	-40%	74%	21%
获利能力					
毛利率	63.2%	67.5%	59.7%	68.2%	70.7%
净利率	33.1%	40.9%	32.4%	38.6%	40.0%
ROE	26.0%	34.3%	18.1%	25.9%	25.6%
ROIC	23.9%	31.2%	16.3%	24.9%	24.7%
偿债能力					
资产负债率	20.2%	26.9%	17.7%	15.2%	13.1%
净负债比率	0.3%	7.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	2.0	3.6	4.9	6.2
速动比率	2.7	2.0	3.5	4.9	6.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.4	0.6	0.5
存货周转率	1015.4	648.8	577.3	897.2	868.5
应收账款周转率	3.1	4.5	4.3	6.0	5.4
应付账款周转率	8.7	14.6	22.7	25.1	24.3
每股资料 (元)					
EPS	0.28	0.42	0.25	0.44	0.53
每股经营净现金	0.36	0.66	0.46	0.51	0.59
每股净资产	1.18	1.27	1.52	1.88	2.28
每股股利	0.00	0.01	0.08	0.13	0.16
估值比率					
PE	22.8	15.1	25.1	14.4	11.9
PB	5.4	5.0	4.2	3.4	2.8
EV/EBITDA	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0

资料来源：同花顺iFinD，招商传媒

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾佳：招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。2017年新财富第五名。2018年水晶球第三名，第一财经第二名。2019年新财富第三名，水晶球第四名。2020年新财富第四名。2021年新财富第四名，水晶球第四名。

陈永晟：招商证券研发中心传媒行业研究助理，复旦大学学士，复旦大学硕士，2年传媒互联网研究经验，曾就职于东北证券，2021年加入招商证券传媒组。所在团队获得2021年Wind金牌分析师第二名，21世纪金牌分析师第二名，卖方分析师水晶球奖第四名，十九届新财富最佳分析师第四名。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。



感谢您宝贵的时间

Thank You