



买入（首次）

所属行业：广告营销
当前价格(元)：6.80

证券分析师

马笑

资格编号：S0120522100002

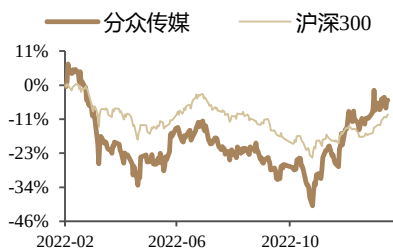
邮箱：maxiao@tebon.com.cn

研究助理

刘文轩

邮箱：liuwx@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.76	30.81	52.29
相对涨幅(%)	-1.25	18.80	34.21

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

分众传媒（002027.SZ）首次覆盖报告：当风轻借力，一举入高空

投资要点

- 分众传媒：梯媒龙头，历久弥新。**分众传媒成立于2003年，是国内电梯媒体市场的开创者和龙头。当前公司的主营业务聚焦于电梯和电影映前视频两大场景的媒体运营。其中，前者是公司主要的收入来源，其商业模式是公司租赁电梯厢内、电梯等候厅中的媒体点位，安装框架和屏幕形成广告库存，再向广告主出租，刊载其广告物料赚取收入；影院媒体业务商业模式相似，公司通过向院线采购电影映前时长获取广告位，再出租给广告主播放广告物料赚取收入。
- 广告是短期视角下的顺周期行业和长期视角下的成长行业，并且公司处于因场景特殊性而形成的高景气度细分赛道中。**在短期视角下，广告是宏观经济的顺周期行业；而在长期视角下，广告行业规模在GDP中的占比稳定，能够持续的分享宏观经济发展的成果，保持成长性。诚然，2015年以来非互联网广告市场规模基本稳定，但受益于场景的特殊性，电梯电视、电梯海报、影院视频三大公司涉足的细分赛道仍然稳定贡献结构性增量，维持高景气度。
- 高线城市核心点位的高渗透率是公司在梯媒细分赛道的核心竞争力。**由于受物理空间的限制，点位是线下广告的核心资源。公司在2018年大幅度扩充了点位数量，并且自2019年以来进入了存量点位的梳理期。从总量上看，公司在住宅、写字楼点位数上的市场份额均大幅度领先；而在结构上，通过对国内电梯资源的梳理，我们认为公司在高线城市对潜在空间有更高的渗透率，隐含着对于高线城市主流消费群体的更强触达能力。考虑到广告主对于预算的分配符合“二八定律”，我们认为这是分众可以获得长期稳定投放需求的核心竞争力。
- 复苏周期的起点，经营杠杆释放，利润端高弹性可期。**从短期经营的角度上看，收入端波动较大，而成本端则相对刚性，在经营杠杆的作用下，利润端具有高弹性。而由于短期内点位数量相对稳定，当前影响收入端的核心变量是周期性，而周期本身尚处于恢复的初期，修复空间显著。此外，虽然成本端相对刚性，但在单点位视角下，自营框架覆盖的城市数量减少带来的单点位工资成本下降，以及新设备折旧逐步完成带来的单点位折旧成本下降，亦会从成本端提供毛利率优化的动力。在两者的综合作用下，经营杠杆释放，利润高弹性可期。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司2022-2024年实现营业收入97/127/153亿元，同比-35%/+31%/+20%；实现归母净利润28/48/63亿元，同比-54%/+71%/+31%，对应净利润率29%/38%/41%。我们给予公司2024年目标PE 21x，并且以10%的贴现率贴现至2023年，对应2023年目标市值1202亿元，对应目标价8.32元。我们认为当前公司股价安全垫足，上行空间可以预期，首予公司“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动风险；行业竞争加剧风险；海外拓展进度不及预期风险。

股票数据

总股本(百万股):	14,442.20
流通A股(百万股):	14,442.20
52周内股价区间(元):	4.39-7.90
总市值(百万元):	98,206.96
总资产(百万元):	25,030.23
每股净资产(元):	1.29

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,097	14,836	9,700	12,698	15,270
(+/-)YOY(%)	-0.3%	22.6%	-34.6%	30.9%	20.3%
净利润(百万元)	4,004	6,063	2,805	4,791	6,297
(+/-)YOY(%)	113.5%	51.4%	-53.7%	70.8%	31.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.28	0.42	0.19	0.33	0.44
毛利率(%)	63.2%	67.5%	61.7%	66.6%	69.1%
净资产收益率(%)	23.5%	33.0%	14.5%	21.7%	24.7%

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 分众传媒：梯媒龙头，历久弥新.....	6
1.1. 公司简介：国内电梯媒体市场的开创者和龙头	6
1.2. 财务状况速览：具有周期性特征的收入，与相对刚性的成本、费用	7
2. 广告：万亿规模顺周期行业，梯媒+影院媒体贡献结构性增长	9
3. 楼宇广告：竞争优势稳固，修复空间显著	12
3.1. 媒体点位：巩固优势，提升效率	13
3.2. 对于高线城市点位的高渗透率是分众的核心竞争力	17
3.3. 下游需求端：逆周期的韧性与顺周期的弹性	22
3.4. 单点位视角：收入端修复空间显著，成本端仍可优化	24
3.5. 境外业务：商业模式可复制性已经证明，规模稳步扩张	29
4. 影院媒体：困境反转，展望复苏	30
5. 盈利预测与投资建议	32
5.1. 盈利预测	32
5.2. 估值及投资建议	34
6. 风险提示	34

图表目录

图 1: 股权结构图	6
图 2: 分众传媒商业模式	7
图 3: 近 6 年全年及近 3 年前三季度营业收入及增速	8
图 4: 16Q1-22Q3 单季度收入情况 (单位: 亿元)	8
图 5: 近 6 年全年及近 3 年上半年三大场景的收入贡献	8
图 6: 近 6 年全年及近 3 年前三季度毛利率	9
图 7: 近 6 年全年及近 3 年前三季度三大费用率	9
图 8: 近 6 年全年及近 3 年前三季度归母净利润、增速及利润率	9
图 9: 2011 年-2021 年国内广告市场营业额及增速	10
图 10: 2011 年-2021 年国内广告市场细分领域营业额	10
图 11: 2010-2021 年全国报纸、期刊总印刷数	10
图 12: 2010-2018 年全国电视观众人均每日收视时间	10
图 13: 2009-2021 年 14 城甲级写字楼总存量及中国电梯保有量	11
图 14: 2013-2021 年国内电影放映场次和电影观影人次	11
图 15: 2014-2021 年中国广告市场全媒体刊例花费与现价 GDP 同比增速	11
图 16: 2014-2021 年中国广告市场全媒体刊例花费与名义社零同比增速	11
图 17: 2000-2021 年中国广告市场营业额占现价 GDP、居民部门最终消费支出、最终消费支出的比例	12
图 18: 近 6 年全年及近 3 年上半年楼宇媒体收入及增速	12
图 19: 电梯媒体业务的运行流程及与利润表的关系	13
图 20: 截止 2014 年-2022 年 6 月公司梯媒点位及增速	14
图 21: 2014 年-2022 年 6 月公司梯媒点位自营及加盟/采购占比	14
图 22: 分众提供的三种媒体设备	14
图 23: 2014 年-2022 年 6 月屏幕点位、框架点位数量及增速	15
图 24: 2014 年-2022 年 6 月屏幕点位、框架点位数量结构	15
图 25: 2014 年-2022 年上半年屏幕点位数量拆分 (单位: 万个)	15
图 26: 2014 年-2022 年上半年框架点位数量拆分 (单位: 万个)	16
图 27: 16Q1-20Q4 预付款项及增速	16
图 28: 屏幕点位 2018-2020 年拓展与收缩复盘 (单位: 万个)	17
图 29: 框架点位 2018-2020 年拓展与收缩复盘 (单位: 万个)	17
图 30: 屏幕点位 2021 年-2022 年上半年再次扩张复盘 (单位: 万个)	17
图 31: 框架点位 2021 年-2022 年上半年再次扩张复盘 (单位: 万个)	17

图 32: 2002-2021 年国内电梯保有量及增速	18
图 33: 2016-2022H1 各下游行业收入占比	23
图 34: 2019H1-2022H1 日用消费品行业在梯媒收入中的贡献	23
图 35: 日用消费品上市公司销售费用及增速	23
图 36: 2012-2021 年中国新消费领域投资交易事件和投资交易金额	23
图 37: 2018-2024E 部分互联网公司的销售费用绝对值及预期 (单位: 百万元)	24
图 38: 16H1-22H1 期末资源点位数量、平均单点位收入与成本	25
图 39: 17H1-22H1 全市场刊例价花费变化趋势与公司平均单点位收入	26
图 40: 17 年 1 月-22 年 11 月全市场广告刊例价花费变化趋势	26
图 41: 16H1-22H1 单点位成本结构 (单位: 元/周)	27
图 42: 2015 年 1 月至今全国二手房租赁价指数	27
图 43: 2016-2021 年公司员工总人数与单点位平均职工薪酬成本	28
图 44: 2016 年以来自营屏幕、框架所覆盖的城市数量	28
图 45: 16Q1-22Q3 固定资产及购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (单位: 百万元)	29
图 46: 2014-2021 年楼宇每天设备折旧费及单点位平均设备折旧费成本	29
图 47: 2017-2022 上半年海外业务归属分众盈亏情况 (单位: 万元)	30
图 48: 2017-2022 年上半年境外屏幕点位数量及增速	30
图 49: 2015-2022 年上半年院线媒体收入及增速	31
图 50: 16H1-22H1 期末签约影院数量及增速	31
图 51: 16H1-22H1 期末签约屏幕数量及增速	31
图 52: 2014 年至 2021 年在国内电影院屏幕中的渗透率	31
图 53: 2015-2022 年国内电影观影人次及票房收入	32
图 54: 2014-2021 年平均单屏幕收入测算	32
表 1: 公司重要事件年表	6
表 2: 管理层简介	7
表 3: 2016-2021 年中国广告市场整体及细分领域刊例花费同比变化 (同比下滑标红)	10
表 4: 一线城市住宅电梯保有量测算	18
表 5: 国家、成都市、广州市商务写字楼客梯配置标准	19
表 6: 一线城市写字楼电梯保有量测算	19
表 7: 新一线城市电梯保有量测算	19
表 8: 二线城市电梯保有量测算	20

表 9: 三线城市电梯保有量测算	20
表 10: 国内电梯保有量分城市、分品类测算结果	21
表 11: 市均情况	21
表 12: 分众传媒于各个城市线的电梯渗透率测算	21
表 13: 2021 年全体居民人均可支配收入排名前二十的城市	22
表 14: 16H1-22H1 梯媒半年度单点位收入成本测算表 (单位: 元/周)	25
表 15: 截止 2022H1 公司主要境外资产情况	29
表 16: 总收入测算表	32
表 17: 楼宇媒体点位测算表	32
表 18: 梯媒单点位视角下的收入、成本、毛利润测算	33
表 19: 影院媒体点位及单点位收入预测	33
表 20: 核心假设及利润测算表	34
表 21: PE 法估值表	34
表 22: 可比公司估值表 (单位: 亿元)	34

1. 分众传媒：梯媒龙头，历久弥新

1.1. 公司简介：国内电梯媒体市场的开创者和龙头

分众传媒是国内电梯媒体市场的开创者和龙头，由江南春于 2003 年创立，并在 2005 年于纳斯达克上市。上市后，2006 年公司完成了对彼时国内最大的电梯平面媒体“框架媒介”、国内楼宇视频广告市场最大竞争对手“聚众传媒”的收购，并且并购了影院映前广告公司“央视三维”，进入该细分领域，形成了延续至今的业务基础结构：楼宇电梯广告媒体+院线映前广告媒体的开发和运营。

2013 年，公司在纳斯达克完成私有化退市，并于 2015 年借壳七喜控股完成 A 股上市。2017 年以来，公司开始东亚、东南亚区域的海外业务拓展，并且在 2018 年获得阿里巴巴的战略投资入股。2020 年，公司持续优化客户结构，并入选福布斯全球数字经济 100 强榜单。

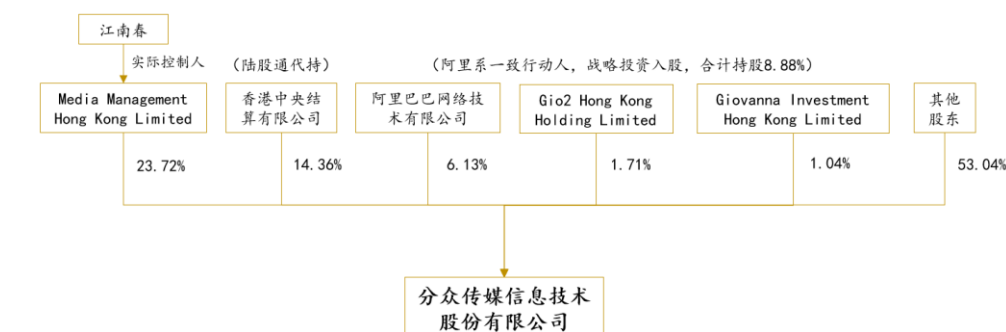
表 1：公司重要事件年表

时间	事件
2003 年	分众传媒成立
2003-2004 年	获得软银、鼎辉、高盛超过 4000 万美元投资
2005 年	于纳斯达克上市
2006 年	以超过 1 亿美元的价格收购国内最大的电梯平面媒体框架媒介；以 3.25 亿美元收购国内最大的竞争对手聚众传媒；并购央视三维，进军影院映前广告市场
2007 年	入选纳斯达克 100 强指数股
2013 年	从纳斯达克完成私有化退市，推出向上云计算战略
2015 年	借壳七喜控股完成 A 股上市
2017 年	开启海外拓展，投资成立韩国控股子公司
2018 年	阿里巴巴战略入股；投资成立香港控股子公司、印尼控股子公司、新加坡联营公司
2019 年	投资成立泰国全资子公司
2020 年	持续优化客户结构，入选福布斯全球数字经济 100 强

资料来源：公司官网、公司公告、TechWeb 等，德邦研究所

股权结构较为分散，创始人江南春为公司实控人，阿里巴巴为第二大股东。公司的第一大股东为 Media Management Hong Kong Limited(持股比例 23.72%)，为公司创始人江南春的间接全资控股公司，因此江南春也为公司的实际控制人；第二大股东为 2018 年战略投资入股的阿里巴巴及其一致行动人（合计持股比例 8.88%）；各方持股比例均较低，股权结构较为分散。

图 1：股权结构图



资料来源：公司公告、证券时报，德邦研究所

注：截止 2022 年 10 月 14 日

高管团队广告行业经验丰富，创始人持续参与一线经营活动。创始人江南春

任公司董事长、总裁和首席执行官，至今仍然持续参与公司的一线经营活动；副总裁、首席财务官、董事会秘书孔微微有丰富的金融市场从业经验；副总裁、首席营销官嵇海荣于 2005 年加入公司，曾任上海交通大学讲师，历任分众传媒市场公关部总监、副总裁、高级副总裁。

表 2：管理层简介

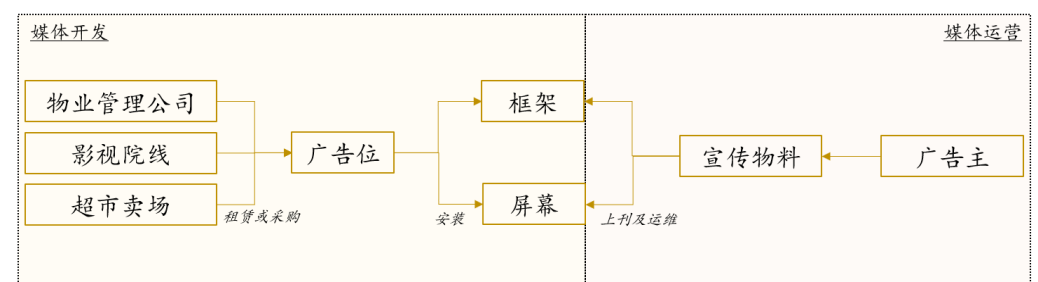
姓名	职位	履历
江南春	董事长、总裁、首席执行官	分众传媒创始人，华东师范大学中文系毕业。2003 年创办分众传媒；2006 年，获选《财富》中国最具影响力的 25 位商界领袖；2007 年，获安永企业家奖；2010 年，获 APEA2010 中国亚太企业精神奖“年度青年企业家”大奖；2011 年，获《中国广告》“影响中国广告 30 年人物荣誉大奖”；2018 年，获 2017 年度新时代商业领袖奖；2019 年，获 2018 年中国经济年度人物。
孔微微	副总裁、首席财务官、董事会秘书	中国人民大学管理学学士学位及中国社会科学院经济学硕士学位。历任招商银行总行公司银行部产品经理、中银基金研究部研究员、招商证券研究中心高级分析师、工银瑞信基金研究部高级研究员。
嵇海荣	副总裁、首席营销官	华东师范大学文学学士学位和日本国立爱媛大学文学硕士学位。曾任上海交通大学讲师。2005 年加入公司，历任分众传媒市场公关部总监、副总裁、高级副总裁。

资料来源：公司官网、公司公告，德邦研究所

1.2. 财务状况速览：具有周期性特征的收入，与相对刚性的成本、费用

分众传媒主营业务为生活圈媒体的开发和运营，主要覆盖电梯、影院映前以及终端卖场三大场景，其中电梯场景为主要的收入来源。具体商业模式为：公司向物业管理公司、影视院线、超市卖场租赁或采购广告位，安装框架或显示屏等媒体设备，上刊并运维广告主的宣传物料并进而获取收入。

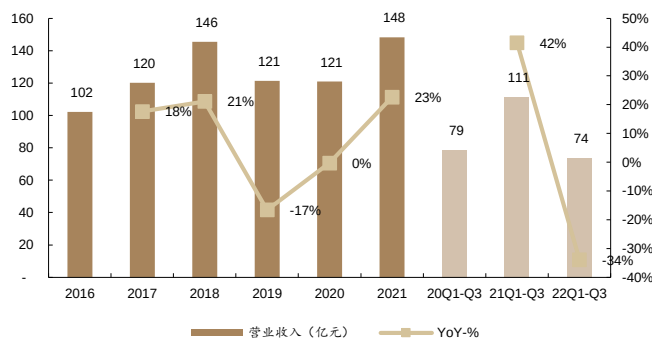
图 2：分众传媒商业模式



资料来源：公司公告，德邦研究所绘制

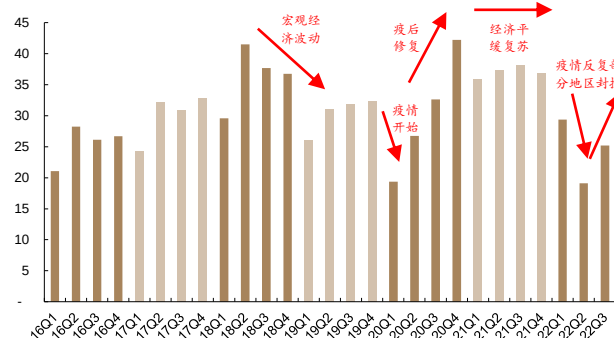
收入端：2019 年以来点位数量进入梳理优化期，受宏观经济景气度和疫情的影响具有周期性。2019 年以来，随着与新潮传媒的竞争逐渐趋于平缓，公司开始对存量广告点位进行优化和梳理。在“量”的因素相对稳定、甚至有所降低的情况下，收入端主要受宏观经济景气度、疫情等外部因素的影响，进而有所波动。

图 3：近 6 年全年及近 3 年前三季度营业收入及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

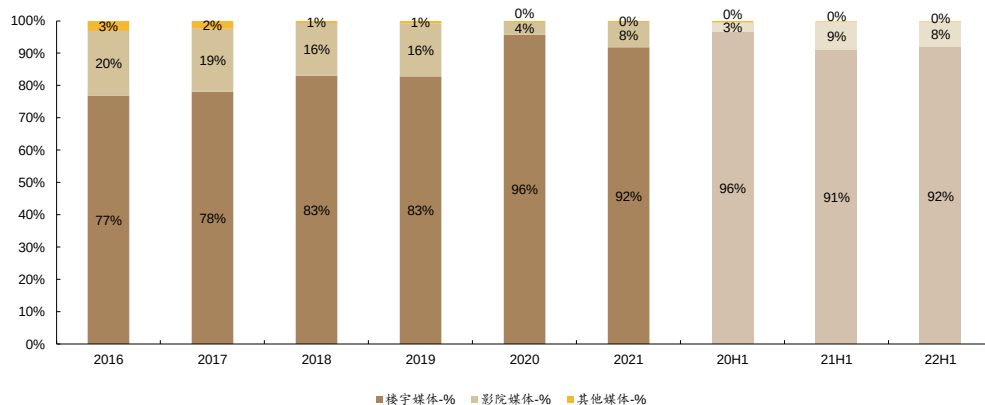
图 4：16Q1-22Q3 单季度收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

收入结构：电梯媒体贡献绝大部分收入，影院映前广告提供补充。电梯媒体长期以来贡献了公司收入中的绝大部分，2020 年由于疫情导致院线暂停营业，收入贡献比例一度达到 96%，后续随着院线场景的逐步恢复，占比回落至 2022 年上半年的 92%。影院媒体过往贡献 16-20% 的收入，当前仍然在 8%，仍处于线下场景尚未完全恢复的状态。

图 5：近 6 年全年及近 3 年上半年三大场景的收入贡献



资料来源：公司公告，德邦研究所

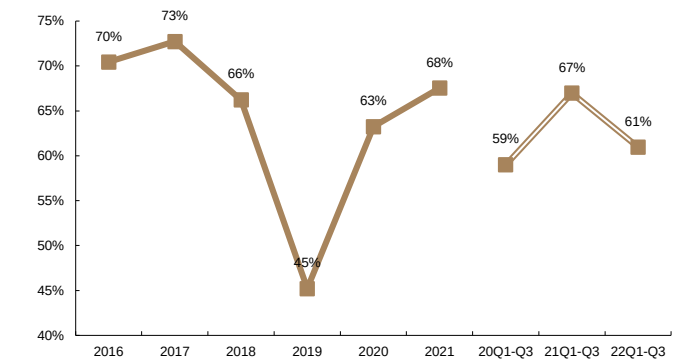
注：财报中电梯媒体收入披露为楼宇媒体收入。

成本端：相对刚性，体现经营杠杆，毛利率受到收入规模的影响。公司的商业模式决定了其主要的成本源于：1) 广告位的租赁、采购费用支出；2) 广告点位开发、运维人员的工资支出；3) 媒体设备的折旧等。上述成本均较为“刚性”，故公司具有较长的经营杠杆，因此收入规模的变化会引起毛利率的波动。而 2019 年公司则同时面对收入端的疲软，和 2018 年下半年以来大幅度扩张的点位资源（主要因为与新潮传媒的竞争），因此毛利率显著较低。

费用端：管理费用、研发费用相对刚性；销售费用主要由销售员提成构成，故销售费用率相对稳定。1) 销售费用率大幅度高于研发费用率和管理费用率，但时间序列上来看相对稳定。因为销售费用主要的组成部分为销售业务费（销售人员提成），2021 年占到 84%，与收入绝对值强相关，提成比例不发生大幅度变化的情况下，预计销售费用率将相对稳定。2) 管理费用中绝大多数分项偏刚性，相对最具有弹性的部分是管理人员薪酬，而管理人员数量与点位数基本成正比。因此在现阶段点位数量基本稳定的情况下，管理费用较为刚性，管理费用率跟收入规模反向变化。3) 研发费用主要源于研发人员工资支出（2021 年占 89%），相

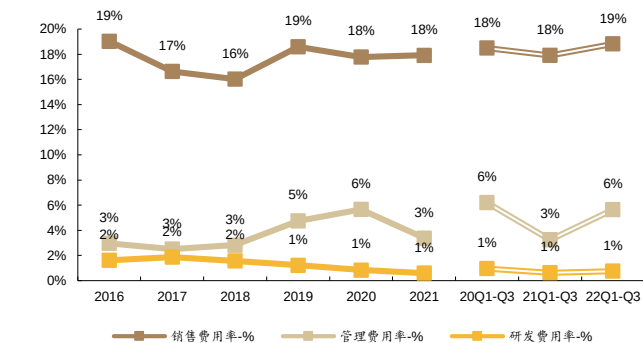
对刚性，但是本身绝对值较小。

图 6：近 6 年全年及近 3 年前三季度毛利率



资料来源：公司公告，德邦研究所

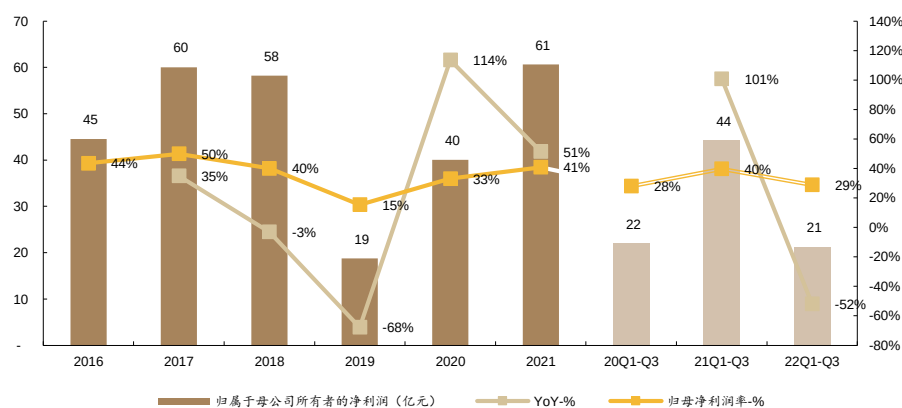
图 7：近 6 年全年及近 3 年前三季度三大费用率



资料来源：公司公告，德邦研究所

利润端：由于当前收入具有周期性，成本、费用端具有一定的刚性，利润率随收入规模波动而波动。在成本、管理费用、研发费用相对刚性的情况下，公司归母净利润率随着收入规模的波动而波动。

图 8：近 6 年全年及近 3 年前三季度归母净利润、增速及利润率

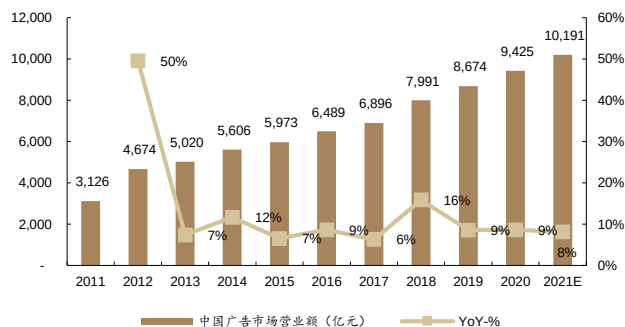


资料来源：公司公告，德邦研究所

2. 广告：万亿规模顺周期行业，梯媒+影院媒体贡献结构性增长

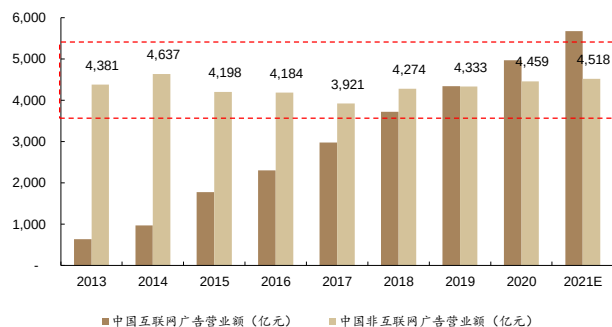
2021 年国内广告市场预计达到万亿规模，但非互联网细分板块 2015 年后整体规模处于波动状态。根据国家市场监管总局数据，2011 年-2020 年国内广告市场营业额从 3126 亿元增长至 9425 亿元，并有望在 2021 年达到 10191 亿元，突破万亿规模，对应十年间 CAGR 13%（若剔除增速较高的 2011-2012 年，则 CAGR 为 9%）。具体到细分领域上，主要分为互联网广告以及非互联网广告两大板块，前者是市场规模扩张的主要驱动力，后者在 2014 年规模触顶后处于波动状态。

图 9：2011 年-2021 年国内广告市场营业额及增速



资料来源：国家市场监督管理总局、中商产业研究院、中经未来产业研究院、前瞻产业研究院、德邦研究所
注：2021 年数据为 2020 年时的预测。

图 10：2011 年-2021 年国内广告市场细分领域营业额



资料来源：国家市场监督管理总局、中商产业研究院、中经未来产业研究院、前瞻产业研究院、CNNIC、德邦研究所
注：2021 年数据为 2020 年时的预测；非互联网广告主要包含传统媒体（电视台、广播电台、报社、期刊社）及户外广告。

电梯电视、电梯海报、影院视频三大赛道贡献非互联网广告细分领域中的结构性增量，是非互联网广告板块中最具有景气度的部分。而更进一步细分后，根据 CTR 国内广告市场刊例花费同比变化数据，在非互联网版块里，电梯电视、电梯海报、影院视频三块公司主营的细分赛道，均显著的优于其他非互联网的细分赛道，甚至优于互联网广告和广告市场大盘数据。

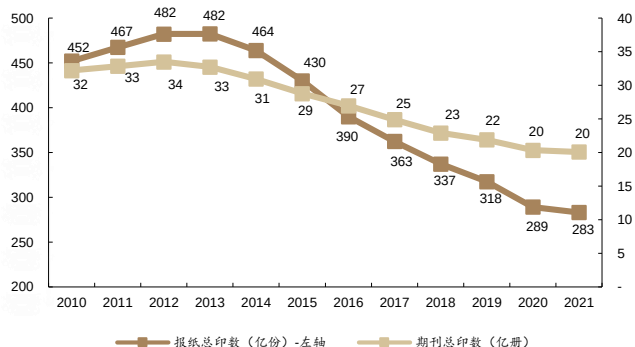
表 3：2016-2021 年中国广告市场整体及细分领域刊例花费同比变化（同比下滑标红）

	全媒体	互联网	电视	报纸	杂志	广播	传统户外	电梯电视	电梯海报	影院视频
2016	-0.6%	18.5%	-3.7%	-38.7%	-30.5%	2.1%	-3.1%	22.4%	24.1%	44.8%
2017	4.3%	12.4%	1.7%	-32.5%	-18.9%	6.9%	-1.0%	20.4%	18.8%	25.5%
2018	2.9%	7.3%	-0.3%	-30.3%	-8.6%	5.9%	-14.2%	23.4%	24.9%	18.8%
2019	-7.4%	-5.2%	-9.5%	-24.8%	-7.1%	-13.5%	-18.7%	2.4%	3.4%	2.9%
2020	-11.6%	-18.8%	-13.5%	-28.2%	-30.0%	-19.9%	-4.1%	23.8%	28.9%	-62.6%
2021	11.2%	-4.3%	1.3%	-22.0%	-7.8%	3.4%	-13.6%	31.5%	32.4%	253.2%

资料来源：CTR 央视市场研究，德邦研究所

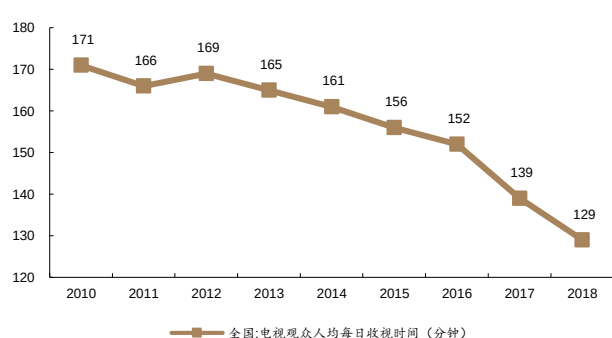
我们于哔哩哔哩-W 的深度报告中分析到，广告是变现注意力的生意，中长期中用户的注意力大规模的在媒体平台中转换，会引起子赛道收入结构性的变化。如上表中刊例花费持续同比下滑的报纸、期刊杂志、电视子赛道，随着总印刷数、日均收视时间的下降，其所获得的用户注意力本身在过去的十年中就在持续下降。

图 11：2010-2021 年全国报纸、期刊总印刷数



资料来源：国家统计局、Wind，德邦研究所

图 12：2010-2018 年全国电视观众人均每日收视时间



资料来源：中国电视收视年鉴、Wind，德邦研究所

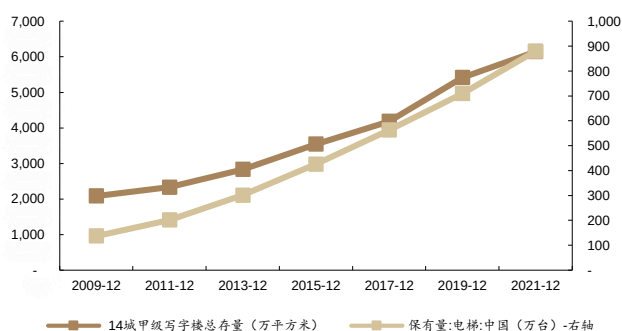
但电梯电视、电梯海报子赛道具有特殊性：1）城镇化驱动下，电梯保有量本

身在增长：随着城镇化进程的推进、08年后房地产投资规模的增长，国内电梯写字楼、住宅的数量同步提升，电梯保有量本身处于扩张期。**2) 功能性足够强导致替代效应很弱，场景封闭导致注意力获取效率高：**而电梯场景——无论是电梯厅等待电梯，还是厢内乘坐电梯——的特点是上下楼的“必经之路”，很难被新的上下楼方式所取代，功能性导致其替代效应非常弱。并且，相对封闭、独立的空间，和周期性的高人员密集度，使得电梯媒体获取注意力的效率很高。

影院视频赛道也是同样的道理，疫情之前持续增长的放映场次和观影人次；提前验票进场导致的“必经之路”；放映厅中相对封闭、独立的空间，人员密集度较高。

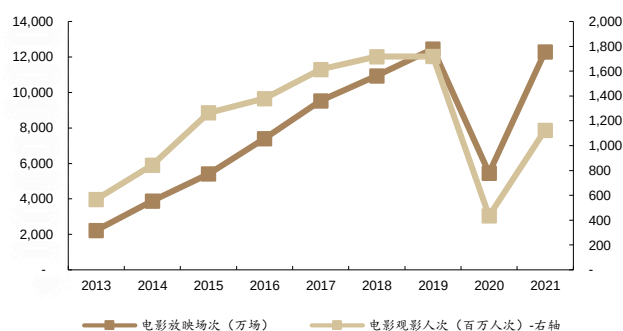
此外，电梯和影院场景，因为本身网络信号覆盖较差，以及社交压力的原因，受到移动互联网挤压较小，**广告预算迁移的压力也更低。**

图 13：2009-2021 年 14 城甲级写字楼总存量及中国电梯保有量



资料来源：国家质检总局、Wind，德邦研究所

图 14：2013-2021 年国内电影放映场次和电影观影人次

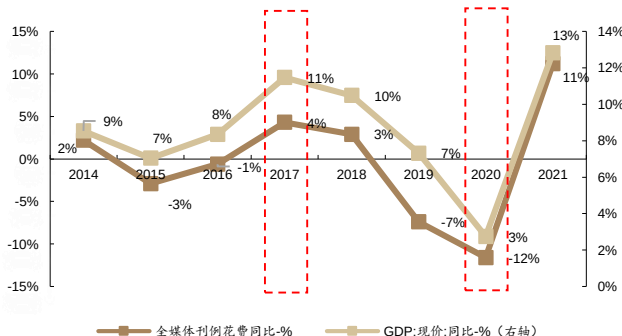


资料来源：国家新闻出版广电总局，德邦研究所

另一方面，广告主的推广费用支出与其当期收入、未来收入预期相关，进而在自上而下的视角中，广告行业整体营业额与宏观景气度相关，会直观反映为下述两个现象：

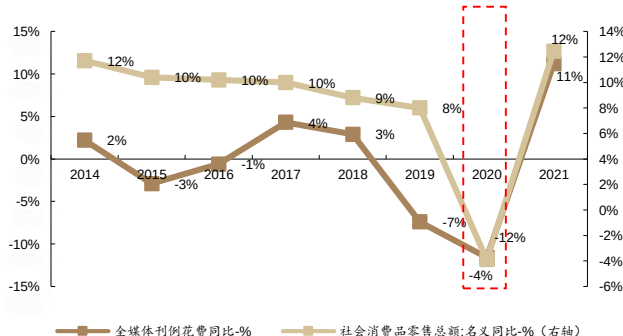
在短期内（几年维度）广告是宏观经济的顺周期行业。国内广告市场的全媒体刊例花费同比增速与名义 GDP 同比增速有较强的正相关性，且无论是正向的波动或负向的波动都有反馈；而对名义社零同比增速也有一定相关性，但反馈整体不如名义 GDP 敏感。

图 15：2014-2021 年中国广告市场全媒体刊例花费与现价 GDP 同比增速



资料来源：CTR 央视市场研究、国家统计局，德邦研究所

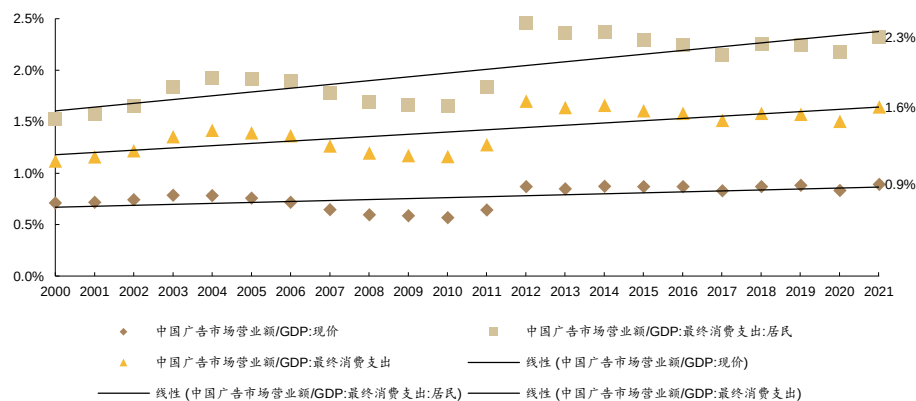
图 16：2014-2021 年中国广告市场全媒体刊例花费与名义社零同比增速



资料来源：CTR 央视市场研究、国家统计局，德邦研究所

在长期（几十年维度）广告行业稳定的分享宏观经济发展的成果，是长期的成长行业。2000 年-2021 年，中国广告市场营业占名义 GDP 的比重相对稳定，均值为 0.8%；占最终消费支出（无论是居民部门+政府部门，还是单纯居民部门）比例有所提升，但提升的过程主要发生在 2000-2012 年，2012 年之后则相对平稳。

图 17：2000-2021 年中国广告市场营业额占现价 GDP、居民部门最终消费支出、最终消费支出的比例

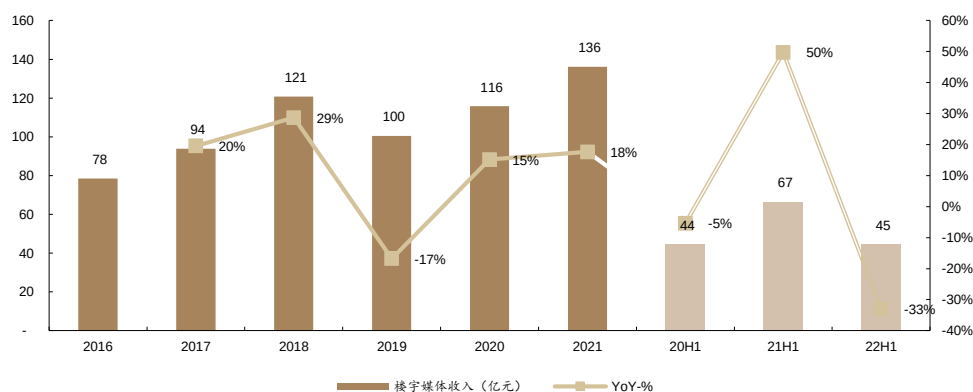


资料来源：国家市场监督管理总局、中商产业研究院、中经未来产业研究院、前瞻产业研究院、国家统计局，德邦研究所

3. 楼宇广告：竞争优势稳固，修复空间显著

电梯媒体，包含电梯电视媒体和电梯海报媒体，是公司的核心业务和主要收入来源。过往五年中，除了 2019 年受国内宏观经济波动、存量点位梳理优化的影响，收入同比均维持一个相对稳定的增速，中枢约为 20%。

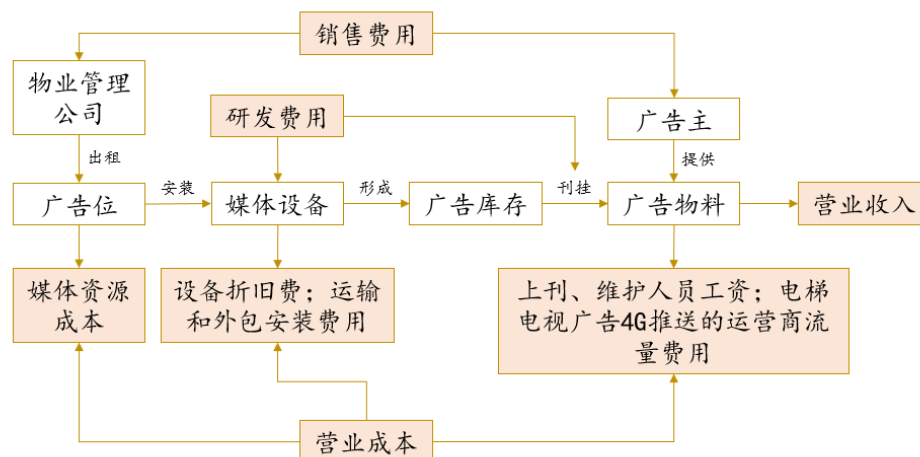
图 18：近 6 年全年及近 3 年上半年楼宇媒体收入及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所
注：财报中电梯媒体收入披露为楼宇媒体收入。

其商业模式简而言之就是，租用物业公司的广告位，安装媒体设备，再出租给广告主刊挂其广告物料。公司的开发部门与物业管理公司谈判，租赁获得小区、写字楼内电梯间、电梯厢内广告位；于所获得的广告位安装框架、电梯电视、智能屏等媒体设备，形成广告位；通过刊挂广告主提供的广告物料到广告位上实现收入。

图 19：电梯媒体业务的运行流程及与利润表的关系



资料来源：公司公告，德邦研究所绘制

而具体到收入端上，其主要的影响因素在量和价两个方面。量的角度上，首先是广告库存，即可供出售的广告位，这是公司可以通过点位开发主观控制的部分，是供给端。其次是刊挂率，决定实际出售的广告位数量，主要受所在城市、成交价格（即刊例价及折扣）、媒体设备类型、宏观经济环境等多个因素所决定，是需求端。在价的角度上，则主要是刊例价和实际折扣，均是公司可以基于实际经营状况做出调整的参数，严格意义上也算需求端。简而言之，可以用如下的公式表达：

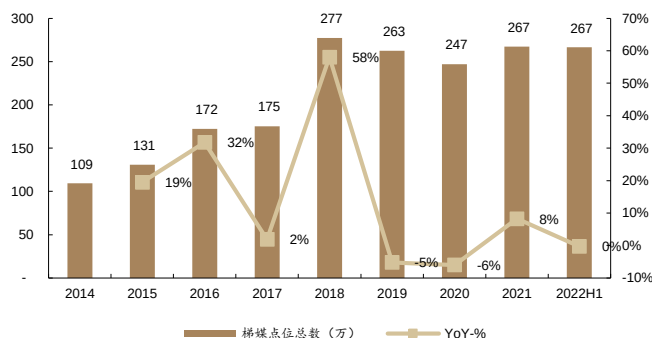
$$\text{梯媒收入} = \text{广告库存（供给端）} * \text{刊挂率} * \text{刊例价} * \text{折扣（需求端）}$$

3.1. 媒体点位：巩固优势，提升效率

总量层面：2018 年与新潮传媒竞争期间大幅度扩充点位数量，2019 年后进入优化梳理期，至今点位总数基本维持稳定。截止 2022 年 6 月，公司共计拥有 267 万个电梯媒体点位，覆盖国内主要的 302 个城市以及我国香港特别行政区，以及韩国、泰国、新加坡、印度尼西亚和马来西亚等国的 50 多个主要城市；其中绝大多数为自营点位（自主开发、部署、运维），占比 88%。

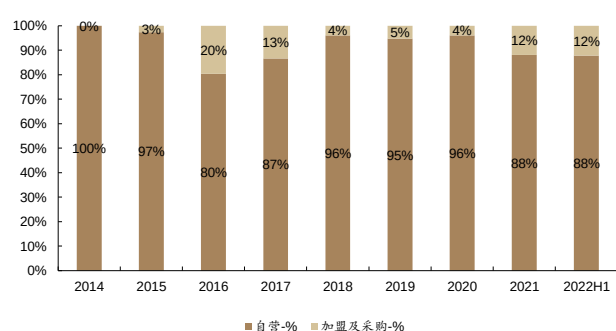
2018 年二季度以来，由于与新潮传媒的竞争，公司大幅度增加了点位数量，年底点位数量同比增长 58% 达到 277 万——增长约 100 万个点位。此后，随着竞争的趋缓，2019 年公司开始对点位数量进行优化、梳理，2021 年以来重回增长但幅度不大，点位总数基本维持稳定。

图 20: 截止 2014 年-2022 年 6 月公司梯媒点位及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所
注：均为期末数据

图 21: 2014 年-2022 年 6 月公司梯媒点位自营及加盟/采购占比



资料来源：公司公告，德邦研究所
注：均为期末数据

在各个媒体点位上，当前公司主要提供三种媒体设备：电梯电视（联播屏）、智能屏与框架，其中前两者共同构成财报口径中的“电梯电视媒体设备”，后者为“电梯海报媒体设备”。

1) 电梯电视（联播屏）：安装于电梯等候区，播放视频广告物料；以周为投放周期，每个城市的联播屏分为多个套餐，每个套餐包含该城市一部分电梯电视，广告主仅能以套餐为单位进行投放；由于套餐类似于电视的频道概念，故称为联播屏。

2) 智能屏：安装于电梯楼层按键的对侧和电梯等待区的竖屏屏幕，播放视频广告物料；投放较为灵活，用户可以通过“分众直投”平台进行单点位分时段投放；2018 年二季度开始大规模安装，主要用于替换竖式数码海报（即框架 2.0）。

3) 框架：安装于电梯厢内的三面侧壁上，刊挂海报广告物料；以周为单位投放，纸质海报，需要人工上下刊。

图 22: 分众提供的三种媒体设备

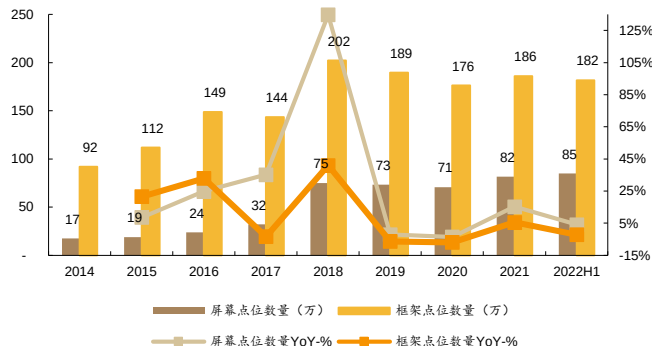


资料来源：公司官网，德邦研究所
注：框架 2.0 为竖式数码海报，已被智能屏所替代；框架 1.0 和 3.0 的差别在于尺寸、边框材质。

框架、屏幕点位数三七开，屏幕占比稳步提升。截止 2022 年上半年，公司

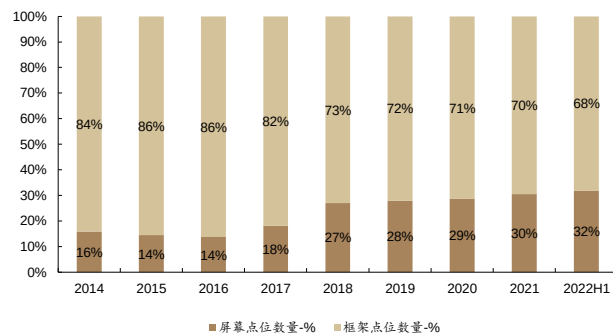
共计拥有屏幕点位 85 万个，框架点位 182 万个，占比约三七开。2018 年屏幕点位数量大幅度增长 135%，主要源于公司 18Q2 开始引入的智能屏；此后，于 2019 年至今的点位梳理期中，屏幕点位的绝对数量仍然在稳步提升；而框架点位数量则从 202 万下降至 182 万个。

图 23：2014 年-2022 年 6 月屏幕点位、框架点位数量及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

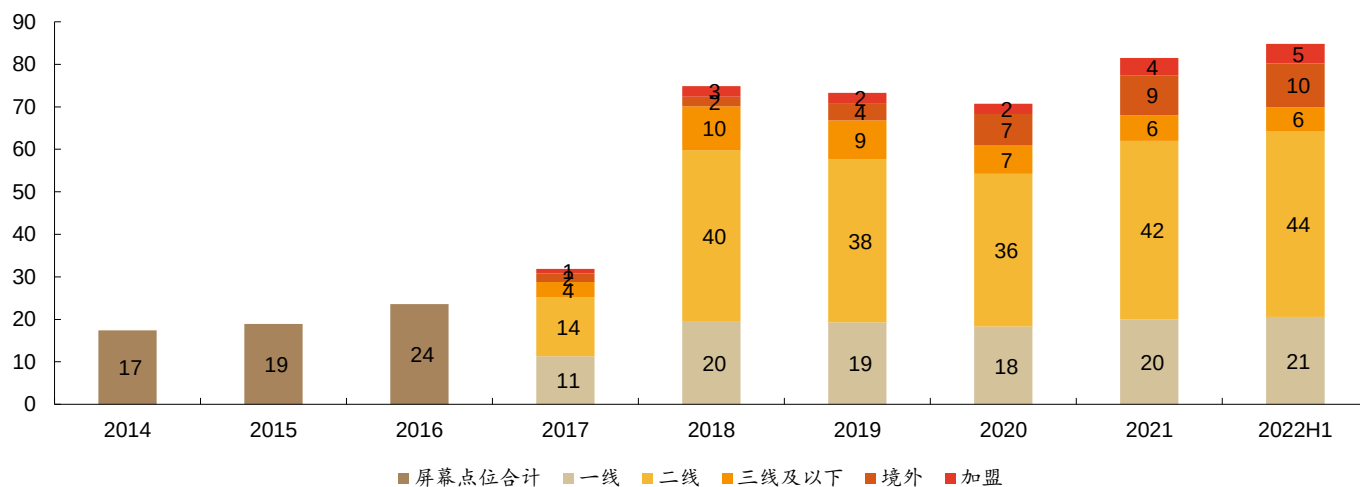
图 24：2014 年-2022 年 6 月屏幕点位、框架点位数量结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

屏幕点位数量 2021 年以来重启增长，二线城市扩张速度大于一线城市、三线城市及以下收缩。2020 年以来，屏幕点位数量重启增长，特点为：1）一线城市点位数量维持稳定，扩张幅度不及二线城市；2）三线及以下城市点位收缩，同时伴随着加盟点位的增长；3）境外自营点位随着海外业务拓展的进度稳步增长。

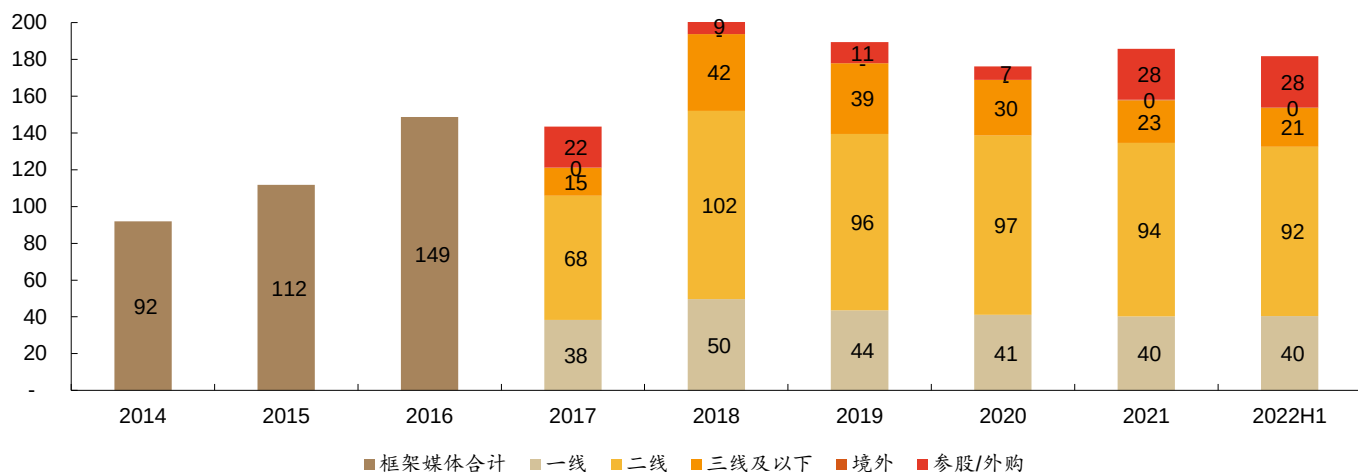
图 25：2014 年-2022 年上半年屏幕点位数量拆分（单位：万个）



资料来源：公司公告，德邦研究所

框架点位数量上，低线城市收缩大于高线城市，参股外购点位数量提升。框架点位数量虽然于 2021 年恢复增长，但 2022 年上半年基本维持持平；具体到城市线级上，一线城市数量基本稳定，二线、三线及以下城市规模收缩，且越低线收缩幅度越大。另一方面，2021 年以来参股及外购点位数量规模大幅度增长。

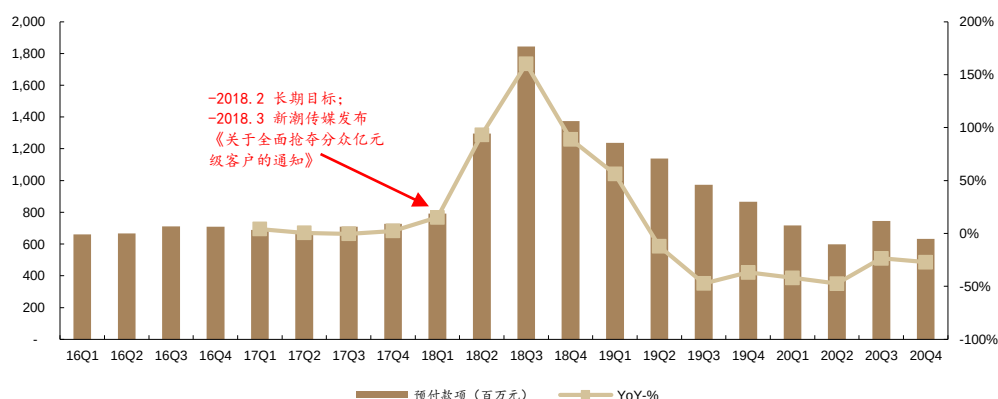
图 26：2014 年-2022 年上半年框架点位数量拆分（单位：万个）



资料来源：公司公告，德邦研究所

回顾近几年公司点位的变化，由于 1) 梯媒广告位受到物理空间的限制具有排他性，2018 年与新潮传媒开展竞争，客观上需要提升点位数量；2) 2018 年 2 月，15 周年年会上提出的“500 城、500 万终端、5 亿中产”的长期目标，公司在 2018 年开始大量的进行点位拓展。

图 27：16Q1-20Q4 预付款项及增速

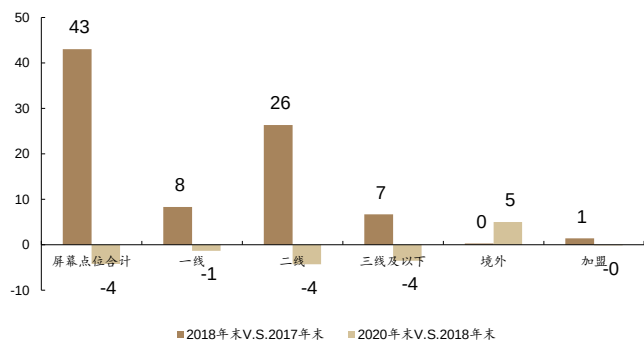


资料来源：公司公告，德邦研究所

注：主要包含媒体资源租金、设备采购的预付款项，所以可以直观的反映公司进行点位扩张的进度；2021 年一季度起会计政策调整，故数据截止于 2020 年四季度。

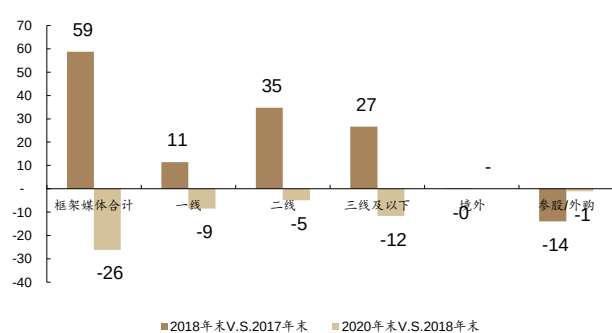
2018-2020 年的扩张与梳理：二线城市点位规模净增长最大，一线城市框架、三线及以下城市框架&屏幕点位扩张后数量回撤明显。2018 年的扩张具体体现为：1) 通过智能屏拓展一、二线城市的屏幕点位（我们的判断依据是：一二线城市本身联播屏点位渗透率较高，且新潮传媒主要产品即为智能屏，需要拓展点位予以竞争），以及对于三线及以下城市的联播屏部署；2) 二线、三线及以下城市的自营框架点位部署。此后，随着竞争趋缓，2019 年-2020 年，公司基于刊挂率、广告效果，主要对三线及以下城市的自营屏幕点位和一线、三线及以下城市的自营框架点位进行了收缩。

图 28：屏幕点位 2018-2020 年拓展与收缩复盘（单位：万个）



资料来源：公司公告，德邦研究所

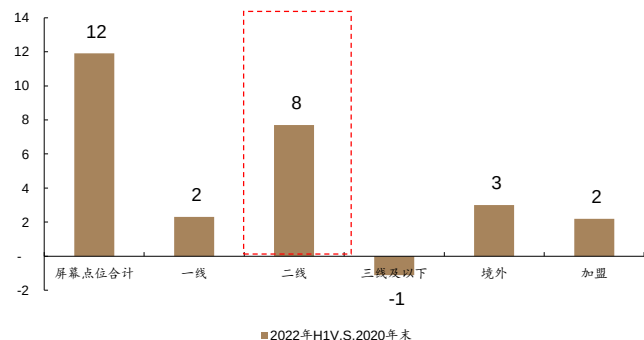
图 29：框架点位 2018-2020 年拓展与收缩复盘（单位：万个）



资料来源：公司公告，德邦研究所

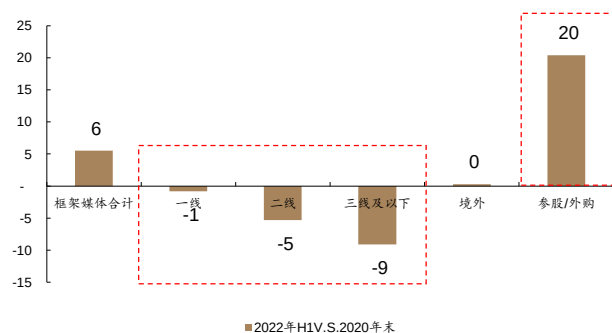
2021 年公司点位重启扩张，但至今整体扩张幅度显著的小于 2018 年，并且具有结构性变化的特征。屏幕点位方面，一线城市略有增长，二线城市贡献了三分之二的增量，三线及以下城市点位数量略有下降。框架点位方面，自营点位数量在一、二、三线及以下城市均有减少，且市场越下沉，下降幅度越大；另一方面，参股/外购点位数量较大幅度增长，公司进一步扩大与覆盖区域网络、在当地影响力较大的公司的合作。

图 30：屏幕点位 2021 年-2022 年上半年再次扩张复盘（单位：万个）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 31：框架点位 2021 年-2022 年上半年再次扩张复盘（单位：万个）



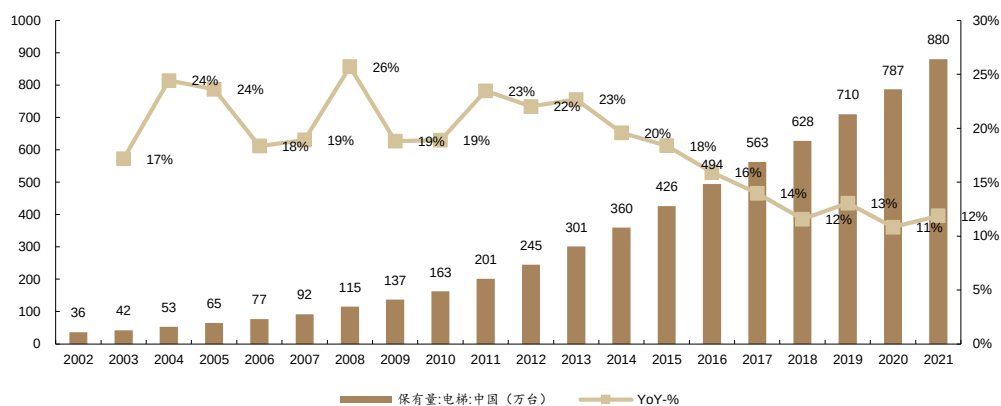
资料来源：公司公告，德邦研究所

总而言之，我们认为公司在 2018 年大幅度扩张点位后，当前仍然处于持续的梳理、优化中，进一步巩固一、二线城市的屏幕点位的优势，尝试逐步渗透更多的二线城市；并且优化框架广告位，尤其是下沉市场的框架广告位的效率，引入更多的参股/外购点位。

3.2. 对于高线城市点位的高渗透率是分众的核心竞争力

根据国家质检总局，截止 2021 年末国内电梯保有量约为 880 万，较 2020 年同比增长 12%，且近几年基本维持在该增速上。但实际上这一保有量数据包含了客梯、货梯、自动扶梯、自动人行道等多种“电梯”设备，若直接通过这一口径直接去计算，会低估公司的点位渗透率。因此，我们首先对国内电梯保有量的结构进行拆解：

图 32：2002-2021 年国内电梯保有量及增速



资料来源：国家质检总局、Wind，德邦研究所

预计一线城市电梯保有量约为 89.5 万台，其中住宅电梯保有量约为 44.8 万台，占比 50%。根据上海市电梯行业协会所发布的《2015 年上海市电梯行业分析报告》，住宅电梯在电梯存量中的占比约为 50%-60%。而根据北京市质监局，住宅电梯在北京市电梯存量中的占比约为 49%（2016 年 6 月）、48%（2018 年 12 月），略低于区间下沿且基本保持稳定。我们认为这反映了北京市相对全国均值更为繁荣的商业场景，因此具有更高的商业楼宇电梯占比，压缩了住宅电梯占比。而同理，我们认为北、上、广、深四座一线城市也适用于这一比例（统一假设为 50%）。进而，根据四座城市市场监管局的数据，我们预计一线城市电梯保有量约为 89.5 万台，其中住宅电梯保有量约为 44.8 万台。

表 4：一线城市住宅电梯保有量测算

城市	电梯存量 (万台)	*50%=住宅电梯保有量 (万台)
北京 (2021 年底)	26.8	13.4
上海 (2021 年底)	29.3	14.7
广州 (2021 年底)	15.0	7.5
深圳 (2022 年 6 月)	18.4	9.2
合计	89.5	44.8

资料来源：北京市质监局、北京日报、北京市市场监督管理局、上海市市场监督管理局、深圳市市场监督管理局、广州日报，德邦研究所测算

注：上述测算包含不同时间点数据，但是考虑到一线城市电梯保有量变化并不剧烈，认为是可以容忍的误差；此外，我们统一假设了住宅电梯保有量在四座一线城市中为 50%；测算数据仅供参考。

对于写字楼点位，我们参考 2020 年国家市场监管总局、国家标准化管理委员会所发布的《商务楼宇等级划分要求 GB/T 39069-2020》，以及成都市商务局 2018 年发布的《成都市商务写字楼等级划分标准 DB510100/T 082-2012》，2019 年广州市市场监管局发布的《商务楼宇等级评定规范 DB4401/T 30-2019》两则市级标准。上述标准均要求写字楼所配备的客梯数量与其建筑面积相关，并且不同等级有不同标准。以国家标准为例，甲级写字楼每部客梯服务不超过 4500 平方米，乙级写字楼则为不超过 5000 平方米。

表 5：国家、成都市、广州市商务写字楼客梯配置标准

国家标准		成都市标准		广州市标准	
等级	每部客梯服务的建筑面积 (平方米)	等级	每部客梯服务的建筑面积 (平方米)	分值 (满分 3 分)	每部客梯服务的建筑面积 (平方米)
超甲级写字楼	4000	超甲级写字楼	4500	3 分	4500
甲级写字楼	4500	甲级写字楼	5000	2 分	5000
乙级写字楼	5000	乙级写字楼	5000	1 分	6000

资料来源：《成都市商务写字楼等级划分标准 DB510100/T 082-2012》、《商务楼宇等级评定规范 DB4401/T 30-2019》、《商务楼宇等级划分要求 GB/T 39069-2020》，德邦研究所

预计一线城市写字楼客梯数量约 5.95 万台，占比约 7%。根据中指研究院所公布的北上广深四地的甲级、乙级写字楼存量面积，我们按照国家标准测算，预计北、上、广、深四地分别有写字楼电梯数量 2.16、1.9、0.99、0.91 万台，合计 5.95 万台。

表 6：一线城市写字楼电梯保有量测算

城市	甲级写字楼存量 (万平方米)	乙级写字楼存量 (万平方米)	合计写字楼存量 (万平方米)	甲级写字楼客梯数量 (万台)	乙级写字楼客梯数量 (万台)	合计写字楼客梯数量 (万台)
北京	4,247	5,454	9,701	0.94	1.21	2.16
上海	3,909	4,626	8,535	0.87	1.03	1.90
深圳	2,558	1,914	4,471	0.57	0.43	0.99
广州	2,553	1,525	4,079	0.57	0.34	0.91
合计	13,267	13,519	26,785	2.95	3.00	5.95

资料来源：中指研究院、《商务楼宇等级划分要求 GB/T 39069-2020》，德邦研究所测算

注：由于未找到更新的数据，我们测算所基于的写字楼存量数据截止 2020 年 6 月，或与当前的数据难以避免有一定误差。

基于相似的逻辑，我们可以测算出 15 座新一线城市的客梯存量情况。

1) 预计新一线城市电梯保有量为 202.9 万。根据各城市市场监管局，我们统计出了除西安、长沙、宁波、佛山外 11 座新一线城市 2021 年全市电梯保有量。对于西安、长沙，我们分别统计到了 2019 年 10 月、2020 年 12 月的保有量数据，考虑到近年来国内电梯保有量增速在 10%-15% 区间，我们保守假设其每年同比增长 10% 至 2021 年。对于宁波、佛山，我们假设其常住人口/电梯保有量等于其余十三座新一线城市的均值 (99 人/电梯)，进而拟合出其 2021 年末电梯保有量。

2) 其中，写字楼客梯保有量约 9 万台，占电梯保有量的 4.4%。根据中指研究院所公布的甲级、乙级写字楼存量面积，我们采用上文的方法测算出了除了东莞、宁波、佛山外 12 座新一线城市写字楼客梯保有量。这 12 座新一线城市写字楼客梯占全市电梯存量的均值是 4.6%，我们进而假设东莞、宁波、佛山三座城市的电梯数量结构与其他新一线城市一致，拟合出其 2021 年末的写字楼客梯存量。

3) 此外，我们假设住宅客梯保有量占比为 55%，高于一线城市的 50%，进而计算出新一线城市住宅客梯存量约为 111.6 万台。

表 7：新一线城市电梯保有量测算

城市	2021 年末常住人口 (万人)	2021 年电梯保有量 (万台)	常住人口/电梯保有量	写字楼客梯保有量 (万台)	占比-%	住宅客梯保有量 (万台)	占比-%
成都	2,119	17.0	125	0.9	5.1%	9.4	55%
重庆	3,212	23.1	139	0.7	3.0%	12.7	55%
杭州	1,220	16.7	73	0.8	4.7%	9.2	55%
西安*	1,316	11.0	120	0.5	4.6%	6.0	55%
武汉	1,369	14.7	93	1.1	7.3%	8.1	55%
苏州	1,285	19.2	67	0.3	1.4%	10.6	55%

郑州	1,274	14.0	91	0.7	5.1%	7.7	55%
南京	942	12.7	74	0.6	4.6%	7.0	55%
天津	1,373	12.9	106	0.6	4.4%	7.1	55%
长沙*	1,024	10.4	99	0.5	4.4%	5.7	55%
合肥	947	9.0	105	0.6	7.0%	5.0	55%
青岛	1,026	9.3	111	0.3	3.4%	5.1	55%
东莞*	1,054	13.5	78	0.6	4.6%	7.4	55%
宁波*	954	9.7	99	0.4	4.6%	5.3	55%
佛山*	961	9.8	99	0.4	4.6%	5.4	55%
合计	20,077	202.9	99	9.0	4.4%	111.6	55%

资料来源：各城市市场监管局、中指研究院、《商务楼宇等级划分要求 GB/T 39069-2020》、各城市统计局等，德邦研究所

注：1) 西安市 2021 年保有量为根据 2019 年数据推算；2) 长沙市 2021 年保有量为根据 2020 年数据推算；3) 宁波、佛山市 2021 年电梯保有量数据为根据其他新一线城市特征与常住人口数推算；4) 东莞、宁波、佛山市写字楼客梯保有量为根据其他新一线城市特征推算；5) 由于未找到更新的数据，我们测算所基于的写字楼存量数据截止 2020 年 6 月，或与当前的数据难以避免有一定误差；6) 新一线城市划分依据参考“2022 城市商业魅力排行榜”。

预计二线城市电梯保有量为 228 万台，其中写字楼客梯保有量和住宅客梯保有量分别为 7.96 万台和 136.85 万台。对于二线城市，由于各个城市电梯保有量数据相对难以获得，我们采用自上而下的方法做整体的测算。根据各个二线城市统计局，2021 年末二线城市常住人口为 2.25 亿人，参考新一线城市常住人口/电梯保有量比重，预计二线城市电梯保有量为 228 万台。此外，我们进一步假设写字楼客梯占比为 3.5%，以反映相较于新一线城市更低的写字楼保有量；进而假设住宅客梯保有量占比为 60%，以反映更高的住宅电梯占比。

表 8：二线城市电梯保有量测算

2021 年末常住人口 (万人)	2021 年电梯保有量 (万台)	常住人口/电梯保有量	写字楼客梯保有量 (万台)	占比-%	住宅客梯保有量 (万台)	占比-%
22,527	228	99	7.96	3.5%	136.53	60%

资料来源：各城市统计局，德邦研究所测算

注：相较于一线城市、新一线城市的测算方法更为粗糙，可能包含更大的误差。

预计三线城市电梯保有量为 360 万台，其中写字楼客梯保有量和住宅客梯保有量分别为 10.79 万台和 215.76 万台。对于三线及以下城市，我们同样会面临上述的数据获取问题，因此我们先倒算出三线及以下城市的电梯保有量约为 360 万台，并进一步假设住宅客梯保有量占比、写字楼客梯保有量占比分别为 60%、3%，以反映较二线城市更低的写字楼保有量，并进而得出写字楼客梯保有量 11 万台、住宅客梯保有量 216 万台。

表 9：三线城市电梯保有量测算

2021 年电梯保有量 (万台)	写字楼客梯保有量 (万台)	占比-%	住宅客梯保有量 (万台)	占比-%
360	10.79	3%	215.76	60%

资料来源：国家质检总局，德邦研究所测算

注：相较于一线城市、新一线城市的测算方法更为粗糙，可能包含更大的误差。

综上，我们可以得到四个结论：

1) 国内电梯保有量中约有 62% 是公司主要拓展的住宅客梯、写字楼客梯。当前国内 880 万台电梯保有量中，公司主要拓展为梯媒点位的是住宅客梯、写字楼客梯两种，合计约有 543 万台，约占 62%。

2) 其中 94% 是住宅客梯，但主要位于新一线、二线、三线及以下城市。在 543 万台可以被拓展的电梯中，住宅客梯占比超过 94%；分布上，一线、新一线、二线、三线及以下城市的比例约为 1:2:3:4。

3) 剩余 6% 的写字楼客梯在一线城市、新一线城市中具有更高的密度。一线城市电梯保有量占全国 10%，但写字楼客梯保有量占比 18%；新一线城市电梯保有量占比 23%，但写字楼客梯保有量占比 27%。

表 10：国内电梯保有量分城市、分品类测算结果

城市等级及数量（座）	电梯保有量（万台）	占全国比例-%	住宅客梯保有量（万台）	占全国比例-%	写字楼客梯保有量（万台）	占全国比例-%
一线城市（4）	90	10%	45	9%	6	18%
新一线城市（15）	203	23%	112	22%	9	27%
二线城市（30）	228	26%	137	27%	8	24%
三线及以下城市（288）	360	41%	216	42%	11	32%
合计（337）	880	100%	509	100%	34	100%

资料来源：各城市市场监管局、国家质检总局、中指研究院等，德邦研究所测算

4) 越高线城市，单个城市电梯保有量越大，开拓梯媒市场的规模效应越强。不同城市的市均电梯保有量有较大差别，呈现随城市等级下沉而递减的趋势，尤其是写字楼客梯保有量。考虑到单个城市搭建运营、销售、开发团队等的固定成本，城市线越高，单个城市梯媒业务的规模效应就越强。

表 11：市均情况

城市等级	市均电梯保有量（万台/市）	市均住宅客梯保有量（万台/市）	市均写字楼客梯保有量（万台/市）
一线城市	22.38	11.20	1.49
新一线城市	13.53	7.44	0.60
二线城市	7.60	4.56	0.27
三线及以下城市	1.25	0.75	0.04
合计	2.61	1.51	0.10

资料来源：各城市市场监管局、国家质检总局、中指研究院等，德邦研究所测算

对于分众而言，从总量的角度上，在住宅、写字楼点位数上的市场份额均大幅度领先，市占率高。根据沙利文的研究报告，截至 2021 年底，以楼宇媒体点位数计，公司拥有的媒体点位数量在写字楼和住宅楼领域均排名第一，市场份额领先于 2 至 5 位竞争对手之和的 1.8 倍；以覆盖电梯数计，分众传媒在写字楼和住宅楼领域均排名第一。

而从结构的角度上，公司在高线城市对潜在空间有更高的渗透率，隐含着对于高线城市居民的更强触达能力。公司当前于一线、二线、三线及以下城市的电梯渗透率分别为 54%、23%、6%。考虑到部分潜在空间由于地理位置偏远、楼宇过于老旧、高端小区/物业准入限制等因素，实际上公司的渗透率可能会较我们测算的更高。

表 12：分众传媒于各个城市线的电梯渗透率测算

城市线	点位（万个）	点位/电梯*	对应电梯（万台）	潜在电梯量空间（万台）	渗透率-%
一线	69	2.5	27	51	54%
二线	156	2.5	62	265	23%
三线及以下	33	2.5	13	227	6%
合计	258	2.5	103.1	543	19%

资料来源：公司公告、各城市市场监管局、国家质检总局、中指研究院等，德邦研究所测算

注：此处我们将参股、外购及加盟的点位按数量分配给了各个城市线；点位/电梯=2.5 为我们的假设；公司披露口径中新一线属于二线范畴，故后续讨论中，新一线城市视作二线城市；点位数量采用 2021 年底数据。

一、二线城市聚集了主流消费群体，加之品牌影响力天然具有从高线城市向

低线城市传导的趋势，其居民具有较高的广告价值，通常是广告主的目标人群。一、二线城市居民通常具有更高的人均收入（2021 年人均可支配收入前 20 的城市有 18 座为一、二线城市），且聚集了主流的消费群体（根据艾瑞咨询，2021 年中国 87.7% 的白领生活在一、二线城市），具有较高的广告价值。

表 13：2021 年全体居民人均可支配收入排名前二十的城市

全国排名	城市	线级	2021 年全体居民人均可支配收入（元）
1	上海	一线	78,027
2	北京	一线	75,002
3	深圳	一线	70,847
4	广州	一线	68,853
5	苏州	新一线	68,191
6	杭州	新一线	67,709
7	南京	新一线	66,140
8	宁波	新一线	65,436
9	厦门	二线	64,362
10	无锡	二线	63,014
11	绍兴	二线	62,509
12	东莞	新一线	62,126
13	佛山	新一线	61,703
14	珠海	二线	61,390
15	舟山	四线	60,848
16	嘉兴	二线	60,048
17	温州	二线	59,588
18	中山	二线	57,901
19	湖州	三线	57,498
20	常州	二线	56,879

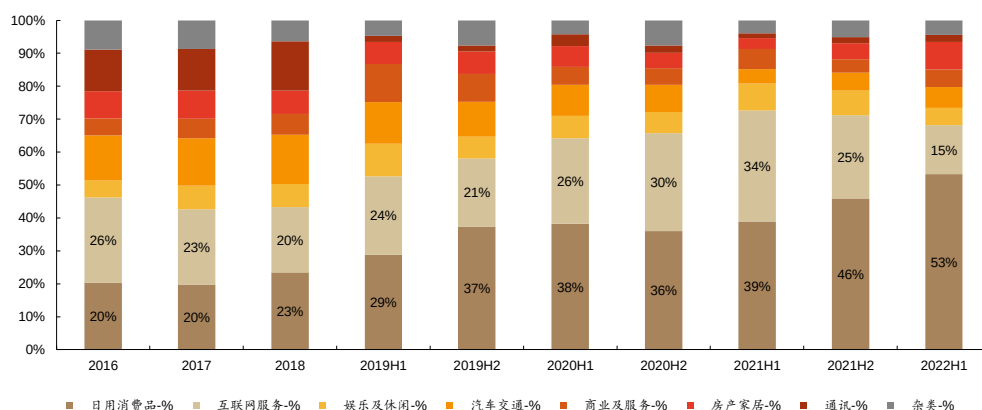
资料来源：各城市统计局、腾讯网，德邦研究所

因此广告主对于预算的分配符合“二八定律”，对于一、二线城市电梯的高渗透率是分众可以获得长期稳定投放需求的核心竞争力。由于强调性价比的消费下沉与品牌溢价并不具有很好的兼容性，品牌广告主通常在一、二线城市倾斜更多的广告投放费用进行品牌建设，以更多的面向目标人群曝光，再通过自然渗透的方式，寻求低线城市的品牌建设，符合“二八定律”。梯媒本身具有受物理空间限制的特点，广告主出于对覆盖范围的考量，在一、二线城市具有高渗透率的分众是广告主“难以避开”的投放渠道，进而为分众带来稳定的投放需求。

3.3. 下游需求端：逆周期的韧性与顺周期的弹性

日用消费品与互联网服务行业贡献过去几年的主要收入。在下游的需求端，公司 2016 年以来收入占比最高的两个下游行业，分别为日用消费品和互联网服务。2019 年以来，宏观经济的波动以及接连而至的疫情，造成了汽车交通、房产家居、通讯等行业投放意愿的下滑，日用消费品、互联网服务行业收入占比逐步提升，收入结构开始调整。2021 年下半年以来，随着互联网服务行业的景气度下降，厂商开启降本增效，投放意愿边际收缩；但日用消费品行业投放仍然稳健，收入贡献进一步提升至 2022 年上半年的 53%。

图 33：2016-2022H1 各下游行业收入占比

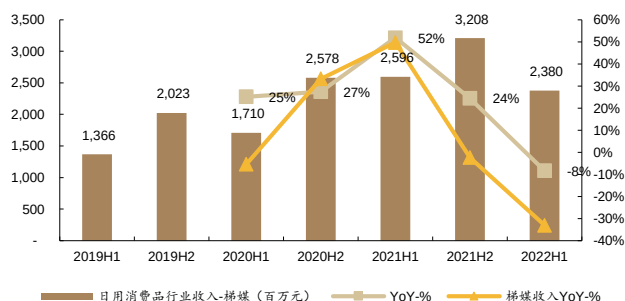


资料来源：公司公告，德邦研究所

注：2019H1-2022H2 为楼宇媒体的收入结构，而 2016-2018 年则为整体收入结构，但由于楼宇媒体收入占比较高，仍然能反映趋势。

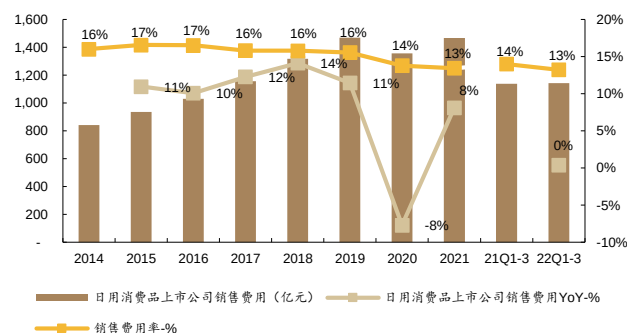
作为压舱石，日用消费品行业中的成熟企业投放规模稳定、具有持续性，而新消费等新崛起的细分赛道贡献弹性。日用消费品行业 19H1-22H1 的收入增速基本都领先于梯媒收入整体的增速，一方面是成熟的日用消费品行业上市公司，本身具有较为稳定的销售费用率，即使在经济不景气的大环境下，仍然会维持一个相对稳定的投放规模；另一方面，2020 年-2021 年的新消费一级市场投资兴起，使得诸多新消费品牌获得融资，进行广告投放和品牌建设，对冲了部分成熟企业的投放下滑。

图 34：2019H1-2022H1 日用消费品行业在梯媒收入中的贡献



资料来源：公司公告，德邦研究所

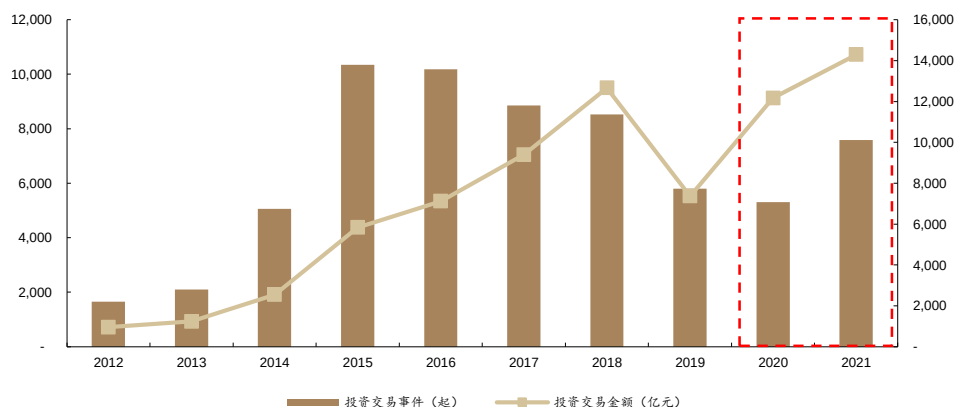
图 35：日用消费品上市公司销售费用及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

注：此处日用消费品上市公司=CS 食品饮料+CS 品牌服饰；此处所选上市公司销售费用率=所选上市公司总销售费用/所选上市公司总收入

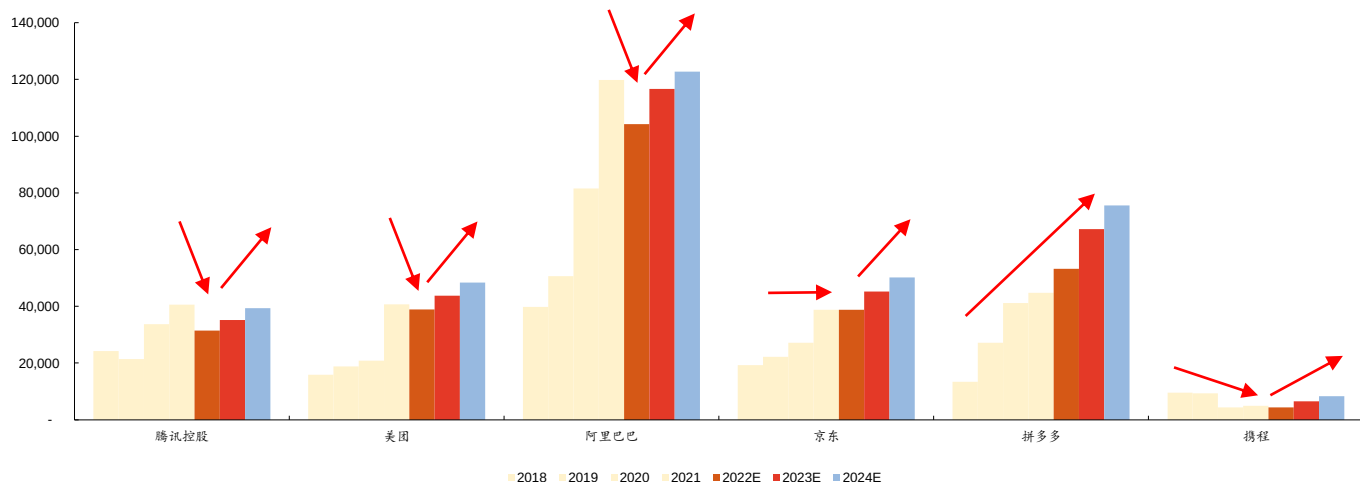
图 36：2012-2021 年中国新消费领域投资交易事件和投资交易金额



资料来源：IT 桔子，德邦研究所

互联网行业投放意愿有望边际回暖。由于行业性的监管，及互联网行业本身顺周期属性，主要的互联网公司于 2021 年下半年-2022 年均进入了收入、利润端增速阶段性放缓/下滑的阶段，并基本上相继开启了“降本增效”，削减销售费用投入。而随着国内疫情管控政策的调整，宏观经济复苏，叠加行业监管环境的边际宽松，基本面修复下销售费用的投放有望回暖。

图 37：2018-2024E 部分互联网公司的销售费用绝对值及预期（单位：百万元）



资料来源：各公司公告、彭博，德邦研究所

注：2022E-2024E 数据为彭博一致预期，截止 2022 年 1 月 9 日；阿里巴巴采用财年制。

日用消费品行业占比提升与大客户高留存率，使得分众具有更强逆周期时的韧性；展望互联网等行业投放复苏驱动顺周期收入端弹性。由于其中成熟企业投放规模稳定，随着日用消费品行业在公司收入贡献中的提升，加之大客户本身较强的投放粘性，公司整体收入端在经济周期下行时，韧性有望加强。而收入占比比较高的互联网行业投放规模的边际复苏，亦将在顺周期时强化公司收入端的表现。

3.4. 单点位视角：收入端修复空间显著，成本端仍可优化

公司楼宇广告业务的成本主要分为四个部分：1) **媒体租赁成本：**为点位交付的租金，租赁合同通常为 1-3 年；2) **职工薪酬：**支付给上下刊、巡检等媒体运营人员，及负责点位拓展的媒体开发人员的工资；3) **设备折旧费用：**公司在媒体点位上所安装的设备（包括屏幕、框架）的折旧费用；4) **其他成本：**主要包括电梯海报的画面印刷费用、媒体设备的运输和外包安装费用、安装维修的物料消耗费用及电梯电视广告内容 4G 推送的运营商流量费用等。

公司仅在 2014-2015 年披露了楼宇媒体、影院媒体及其他媒体三个细分场景具体的成本结构，在 2016 年缩减披露范围至各自的媒体租赁成本，并自 2017 年起停止上述成本结构的披露。

但另一方面，公司自 2014 年起便持续的披露每年上述四种成本各自的总和。因此如果我们假设 1) 各媒体场景成本结构基本稳定；2) 其他业务毛利率基本稳定，就可以拆分出楼宇广告后续几年的成本结构，并且进一步根据公司历年所披露的点位数量，计算出每个半年度，单点位单周的平均收入、成本情况：

表 14: 16H1-22H1 梯媒半年度单点位收入成本测算表 (单位: 元/周)

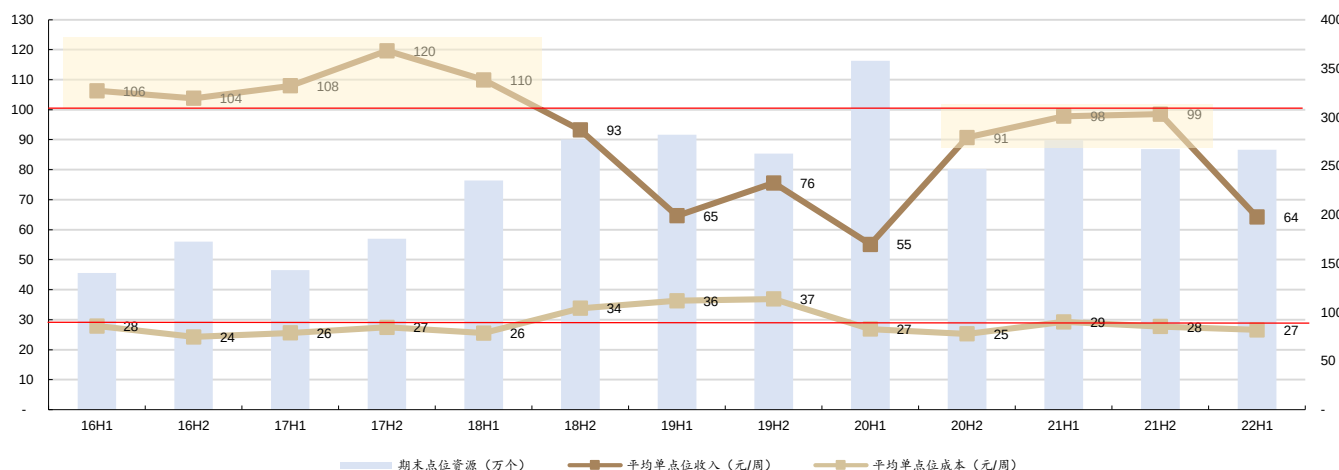
	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1	19H2	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1
平均单点位收入	106	104	108	120	110	93	65	76	55	91	98	99	64
平均单点位成本	28	24	26	27	26	34	36	37	27	25	29	28	27
平均单点位媒体租赁成本	19	16	17	18	16	22	24	24	18	17	19	18	18
平均单点位职工薪酬成本	5	4	5	5	4	5	6	6	3	3	4	3	3
平均单点位设备折旧费成本	1	1	1	1	1	2	3	3	3	3	3	3	3
平均单点位其他营业成本	3	2	3	3	4	5	4	4	3	3	4	3	3
平均单点位毛利润	78	80	82	92	84	59	28	39	28	65	69	71	38
平均单点位毛利率%	74%	77%	76%	77%	77%	64%	44%	51%	51%	72%	70%	72%	59%

资料来源: 公司公告, 德邦研究所测算

注: 此处分母为相邻半年度的总点位数, 如 1H18 数据分母为截止 2017 年 12 月 31 日与截止 2018 年 6 月 30 日点位数量的均值; 点位数量包含自营、加盟及参股、及境外数据。

收入端波动较为剧烈, 是引起毛利率变化的主要因素。此外, 在经过 2018-2019 年与新潮的竞争、疫情以及自身的媒体点位和设备调整后, 形成了一个更低的单点位创收能力, 但是更多可上刊点位的组合。

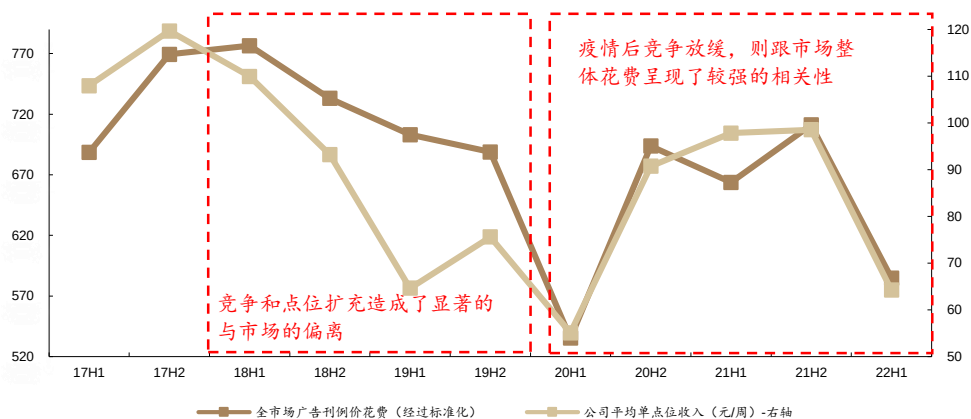
图 38: 16H1-22H1 期末资源点位数量、平均单点位收入与成本



资料来源: 公司公告, 德邦研究所测算

当前影响收入端的核心变量是周期性。单点位的平均收入基本可以理解为单点位的平均刊例价*平均折扣*平均刊挂率。其中刊例价是相对稳定的变量, 公司通常于每年 1 月和 7 月上调刊例价, 但在市场竞争激烈或宏观经济不景气时, 则会维持刊例价不变; 实际执行价相对于刊例价的折扣, 以及刊挂率, 则与广告主的需求变化强相关, 体现公司经营的周期性特点。2020 年以来, 随着行业竞争的逐步趋缓, 我们观察到平均单点位的收入与市场刊例花费, 呈现出了较 2018-2019 年竞争时期更强的相关性, 意味着周期性或在短期内主导公司的收入端表现。

图 39: 17H1-22H1 全市场刊例价花费变化趋势与公司平均单点收入



资料来源: CTR、公司公告, 德邦研究所测算

注: CTR 仅披露同比、环比变化数据, 此处我们假设 22 年 11 月为 100 进行标准化。

全市场投放规模短期仍有压力, 但恢复空间显著, 分众的单点收入修复可期。全市场的广告刊例花费于 22Q3 连续环比回升, 但 10 月、11 月则由于部分地区的疫情反复再度环比回调, 12 月则由于疫情在全国各大城市的扩散, 仍有下行压力。但从长期趋势来看, 随着国内疫情管控政策的调整宏观经济有望在 2023 年走向复苏。当前全市场投放规模仍处于长期运行区间的下沿, 修复空间显著。

图 40: 17 年 1 月-22 年 11 月全市场广告刊例价花费变化趋势

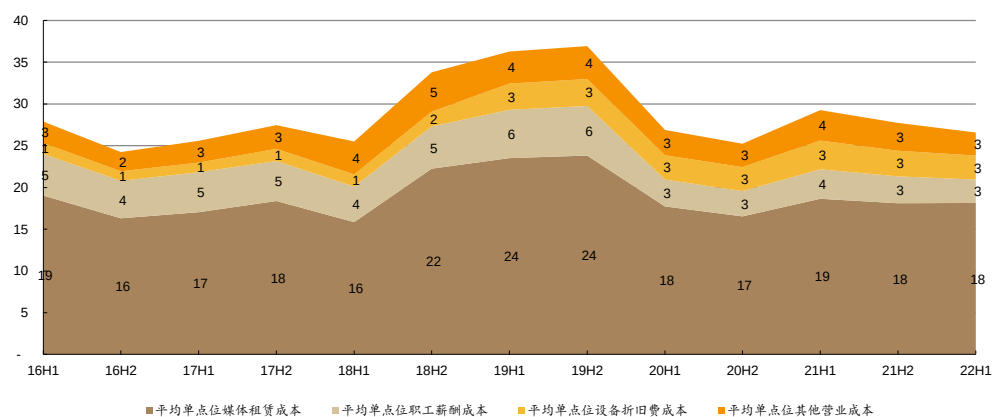


资料来源: CTR, 德邦研究所测算

注: CTR 仅披露同比、环比变化数据, 此处我们假设 22 年 11 月为 100 进行标准化。

成本端长期以来较为平稳, 且后续仍有继续优化的空间。单点平均成本仅在竞争最为激烈的 18H2-19H2 三个半年度超过了 30 元/周, 其余时间均在 25-30 元/周区间内波动, 具体而言:

图 41: 16H1-22H1 单点位成本结构 (单位: 元/周)



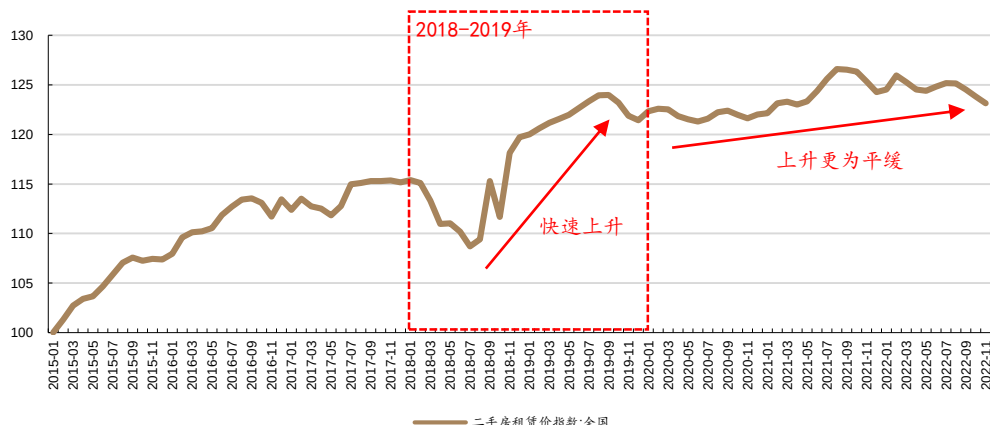
资料来源: 公司公告, 德邦研究所测算

1) 媒体租赁成本: 近几年主要受点位竞争、疫情、房屋租金的影响, 后续有望在一个相对稳定的速度下增长。在与新潮竞争最为激烈的 2018-2019 年单点位单周平均租金一度达到 24 元 (测算数据)。一方面, 由于点位租赁市场需求上升而供给较为稳定, 单点位租金大概率有所增长; 另一方面, 二手房租赁市场 2018-2019 年本身成交价格也经历了较快的上涨。

而进入 2020 年后租金成本快速回落至 18 元 (测算数据), 与 2018H1 前基本持平且维持稳定, 主要由于: a) 受疫情影响, 部分无法正常发布广告的租赁成本得以减免; b) 随着竞争的缓和, 以及房租本身增长的趋缓, 部分竞争期间签署的高价合约到期, 续约价格或有所回落; c) 公司亦主动对部分低效点位进行了调整。

展望未来, 在当前相对缓和的点位拓展竞争态势、疫情影响的逐步消退、和房屋租金稳步增长的背景下, 预计媒体租赁成本后续会以一个相对稳定的速度提升。

图 42: 2015 年 1 月至今全国二手房租赁价指数



资料来源: 国信达, 德邦研究所

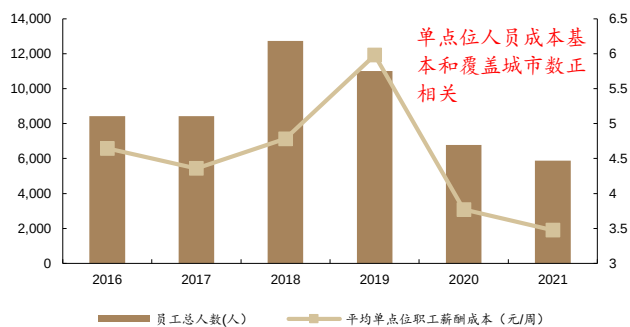
2) 职工薪酬成本: 人效基本与自营, 尤其是框架自营, 覆盖的城市数量成负相关。单位员工可以覆盖的点位数量是影响这项成本的核心变量, 以 2019 年为界分为两个时期: 2019 年 9 月公司正式上线了物联网智能广告 KUMA 系统, 实现了屏幕媒体点位的远程上下刊, 大幅度提升了媒体运维人效, 也同步进行了人

员优化；而在 2019 年及以前，屏幕、框架媒体点位均需要人工上下刊。

但另一方面，如上文点位拆分的结论，一、二线城市点位数量多，且分布较为密集，单个城市建立媒体运维团队规模效应明显。但随着覆盖城市数量的增长，不可避免的需要点位总数少，分布较为分散的城市建立队伍，用较小的人数分摊成立团队的固定成本。

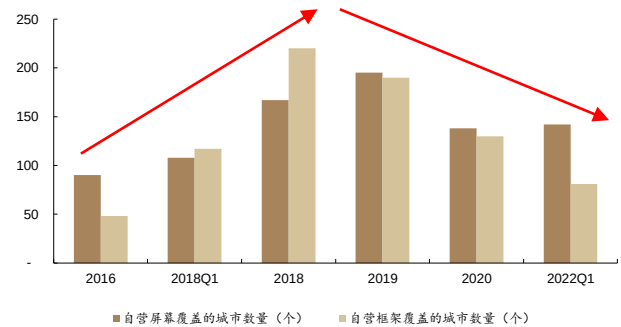
因此，即使在当前屏幕上下刊可以远程进行的情况下，框架的上下刊人员、屏幕的巡检人员，甚至包括媒体开发人员，基本也符合这一规律，即平均单点位职工薪酬成本基本与自营覆盖的城市数量成正相关。公司 2020 年以来显著的减少了自营的框架媒体数量，并增加了自营屏幕点位的覆盖城市数量，使得单点位人效得以进一步提升，且将部分的员工成本转嫁到了其他成本中（加盟点位分成计入其他成本）。展望未来，我们认为在自营城市、点位进一步优化下，人员成本仍有优化的空间；但随着公司向中长期目标迈进，扩展自营城市规模，单点位平均职工薪酬成本仍然有上升的可能。

图 43：2016-2021 年公司员工总人数与单点位平均职工薪酬成本



资料来源：公司公告，德邦研究所测算

图 44：2016 年以来自营屏幕、框架所覆盖的城市数量

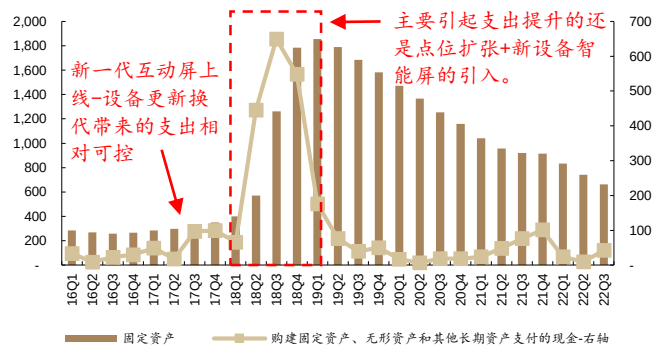


资料来源：公司公告，德邦研究所

3) 设备折旧费：随着 2018-2019 年扩展的固定资产折旧逐步完成，后续有下降空间。有根据公司的折旧规则，媒体资产采用年限平均法折旧，折旧年限 3-5 年，若折旧期结束后公司仍在相关媒体设备，则以残值计账面价值，不再提取折旧成本。2016 年是公司楼宇媒体业务近几年设备折旧费成本较低的一年，当时部分楼宇屏幕媒体已经计提完 5 年折旧，且当年未发生大规模的设备更新。

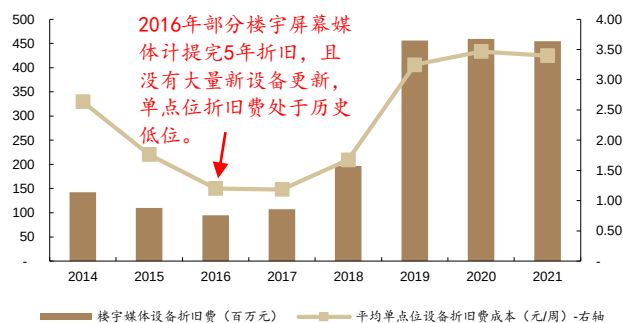
而 2018 年-2019 年的点位扩张、智能屏的引入、电梯电视的更新，造成了大量的新增固定资产，以及每年的较高水平折旧成本。展望未来，预计随着这批设备 5 年折旧期相继达成，平均单点位设备折旧费成本后续仍有下降空间。

图 45: 16Q1-22Q3 固定资产及购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 46: 2014-2021 年楼宇每天设备折旧费及单点位平均设备折旧费成本



资料来源: 公司公告, 德邦研究所测算

注: 2016-2021 年数据为测算所得, 方法见前文

3.5. 境外业务: 商业模式可复制性已经证明, 规模稳步扩张

境外部分, 公司主要在东亚及东南亚区域的韩国、印尼、泰国、新加坡、马来西亚及中国香港开展境外电梯电视媒体广告业务, 并在中国香港也开展户外广告业务。此外, 截止 2022 年 6 月 30 日, 中国香港的户外广告业务, 以及韩国、印尼、新加坡的电梯电视媒体广告业务均已实现盈利。

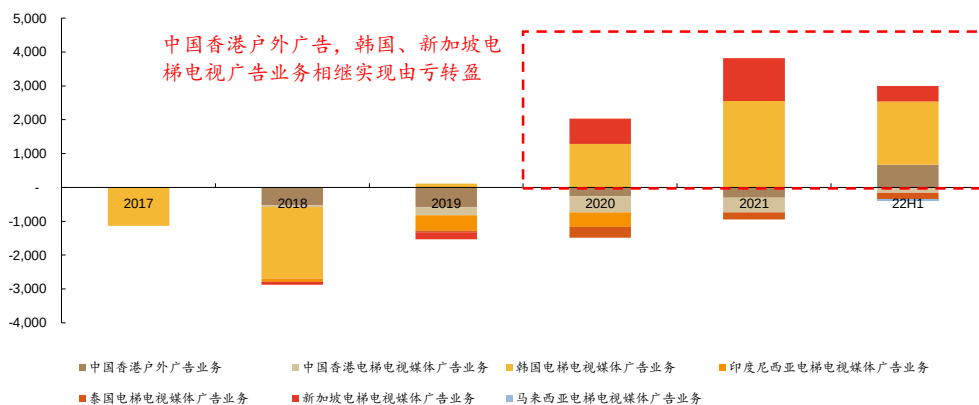
表 15: 截止 2022H1 公司主要境外资产情况

资产的具体内容	持股比例	资产规模(万元)	所在地	运营模式	收益状况	境外资产占公司净资产的比重
分众传媒发展有限公司 中国香港户外广告业务	100%	129,081	中国香港	全资子公司	盈利 671.54 万元, 分众盈利 671.54 万元	6.51%
Target Media Hong Kong Limited 中国香港电梯电视媒体广告业务	62.1%	1,216	中国香港	控股子公司	亏损 257.86 万元, 分众亏损 160.05 万元	0.06%
FM Korea 韩国电梯电视媒体广告业务	50.4%	33,692	韩国	控股子公司	盈利 3,634.98 万元, 分众盈利 1,832.03 万元	1.70%
PT Target Media Nusantara 印度尼西亚电梯电视媒体广告业务	51.0%	3,179	印度尼西亚	控股子公司	盈利 77.28 万元, 分众盈利 39.41 万元	0.16%
Focus Media (Thailand) Co., Ltd. 泰国电梯电视媒体广告业务	100.0%	824	泰国	全资子公司	亏损 178.98 万元, 分众亏损 178.98 万元	0.04%
Target Media Culcreative Pte. Ltd. 新加坡电梯电视媒体广告业务	27.0%	13,372	新加坡	控股子公司	盈利 1,670.61 万元, 分众盈利 451.06 万元	0.67%
Target Media Sdn. Bhd. 马来西亚电梯电视媒体广告业务	70.0%	168	马来西亚	控股子公司	亏损 64.51 万元, 分众亏损 45.16 万元	0.01%

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

梯媒的商业模式在东亚具有可复制性已经证明, 韩国、新加坡梯媒业务相继由亏转盈, 境外业务利润贡献稳步提升。2020 年以来公司的海外业务已经开始贡献利润, 主要驱动因素在于布局较早的韩国、新加坡屏幕梯媒由亏转盈。而截止 2022 年上半年, 较为成熟的韩国、新加坡屏幕梯媒利润规模稳步扩张, 中国香港地区的户外广告、印尼的屏幕梯媒也开始由亏转盈, 其余的地区亏损规模也逐步缩减, 展现公司在梯媒领域丰富的 know-how 积累和商业模式的复制性。

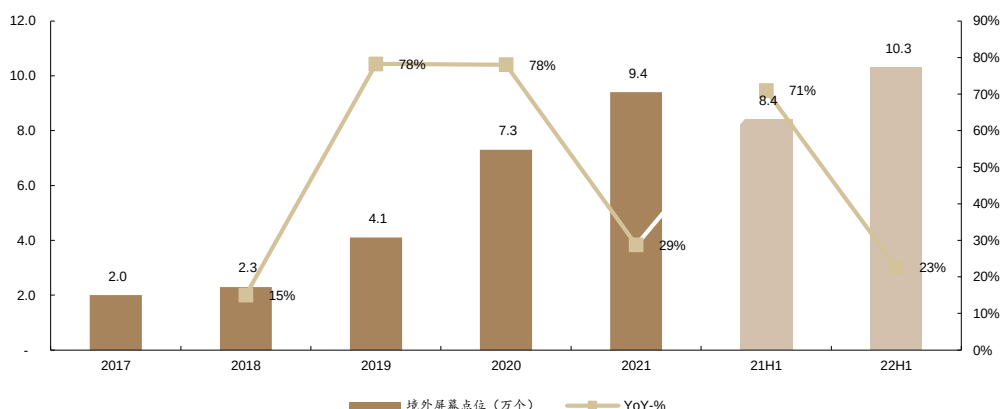
图 47：2017-2022 上半年海外业务归属分众盈亏情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

海外点位数量稳步扩张，2022 年正式进军日本市场。公司海外业务的大规模扩展主要集中在 2019-2020 年，而截止 2022 年上半年，公司在境外自营 10.3 万块屏幕点位，较 2021 年同期提升 23%，增速有所放缓，但仍维持稳步扩张。此外，2022 年，分众于日本设立分公司，正式进军日本市场；并于 9 月向韩国交易所提交了分拆韩国业务上市的申请。展望未来，我们认为境外、尤其是东亚和东南亚区域仍有较大的拓展空间，海外业务有望稳步扩张，贡献新的增长点。

图 48：2017-2022 年上半年境外屏幕点位数量及增速

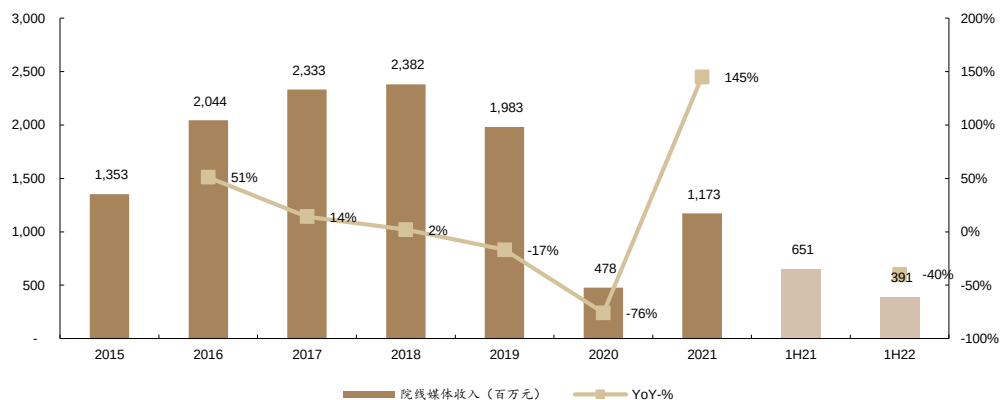


资料来源：公司公告，德邦研究所

4. 影院媒体：困境反转，展望复苏

专注映前视频广告，疫情影响下经营承压，关注后疫情时代的困境反转。公司的院线媒体业务聚焦映前视频广告位，通过像影院采购映前时长，刊挂广告主视频广告素材赚取收入。2020 年以来在疫情影响下，线下观影场景大幅度缩减，业务经营承压，2020 年、2021 年收入端仅有 2019 年的 24%、59%。随着国内疫情影响的逐步消退，院线媒体业务有望走向复苏。

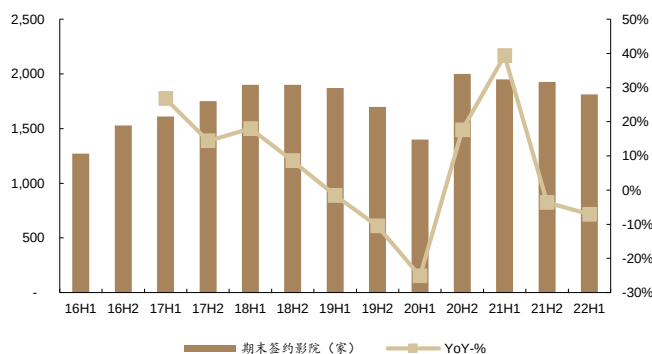
图 49：2015-2022 年上半年院线媒体收入及增速



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

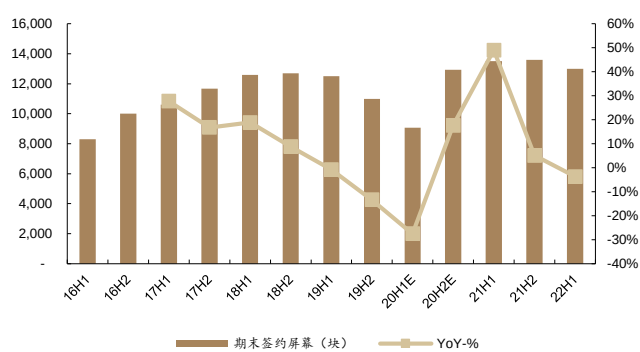
签约影院、覆盖屏幕点位数量均较为稳定，截止 2021 年末屏幕渗透率约为 17%。截止 2022 年上半年，公司合计签约影院 1812 家，覆盖屏幕约 13000 块，两者在数量上都基本保持稳定，2019 年下半年-2020 年上半年曾短暂连续下滑，后在 2020 年下半年电影院线恢复营业后快速恢复至疫情前的水平并保持至今。此外，公司在国内电影院屏幕中的渗透率保持在 20% 上下，较为稳定。

图 50：16H1-22H1 期末签约影院数量及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

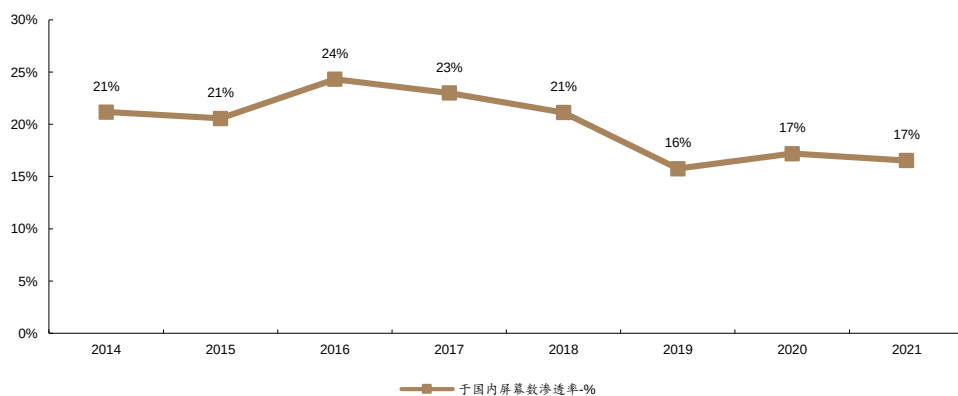
图 51：16H1-22H1 期末签约屏幕数量及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

注：2020 年数据未披露，我们假设单个院线提供 6.5 块屏幕进行测算，为 2019 年末数据对应的比例。

图 52：2014 年至 2021 年在国内电影院屏幕中的渗透率

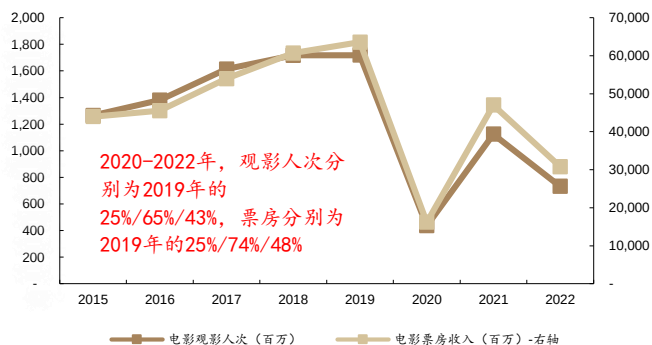


资料来源：公司公告、国家统计局，德邦研究所

展望 2023 年影院媒体业务的收入、毛利率同步回升。2020-2022 年在疫情的影响下，国内电影市场观影人数及票房表现均承压，而叠加宏观经济波动造成

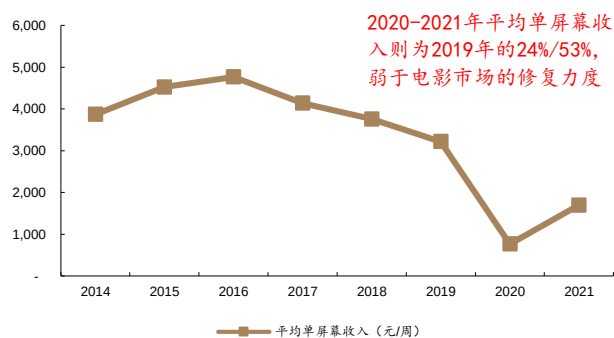
的广告主投放需求走弱，公司的院线媒体业务平均单屏幕收入复苏程度弱于电影市场。展望 2023 年，随着国内疫情管控政策的放开，线下电影观影场景进一步恢复，加之疫情期间各电影公司储备的产品相继定档，以及广告主投放意愿的边际修复，单屏幕收入有望走入持续的复苏通道，释放经营杠杆，达成业务的收入、毛利率同步回升。

图 53：2015-2022 年国内电影观影人次及票房收入



资料来源：国家新闻出版广电总局，德邦研究所

图 54：2014-2021 年平均单屏幕收入测算



资料来源：公司公告，德邦研究所测算

注：测算方式与上文梯媒单点位测算类似，采用区间内的点位数量均值作为分母，区间收入作为分子。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

在收入端，我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 97/127/153 亿元，同比-35%/+31%/+20%。预计 2022 年在疫情和宏观经济波动的双重影响下，公司经营短期承压，但随着疫情管控调整以及宏观经济的持续边际恢复，在 2023 年走入复苏。

表 16：总收入测算表

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,836	9,700	12,698	15,270
YoY-%	23%	-35%	31%	20%
其中：				
楼宇媒体收入	13,618	8,873	11,473	13,737
YoY-%	18%	-35%	29%	20%
影院媒体收入	1,173	814	1,211	1,520
YoY-%	145%	-31%	49%	25%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

其中，我们预计楼宇媒体实现收入 89/115/137 亿元，同比-35%/+29%/20%。我们预计结构性点位调整将持续：电梯电视渗透具有高广告价值且尚有空间的经济发达二线城市；电梯海报则减少自营点位，更多引入加盟及参股点位。但整体点位数量基本维持稳定，预计 2022-2024 年分别增长 1%/2%/1%。

表 17：楼宇媒体点位测算表

	2021A	2022E	2023E	2024E
期末梯媒点位数量（万）	267	269	273	277
YoY-%		1%	2%	1%
其中：				
自营	235	229	229	231

YoY-%		-3%	0%	1%
加盟及参股	32	40	43	46
YoY-%		24%	10%	5%
其中:				
电梯电视点位数量 (万)	82	91	98	104
YoY-%		12%	8%	6%
电梯海报点位数量 (万)	186	178	174	172
YoY-%		-4%	-2%	-1%

资料来源:公司公告, 德邦研究所测算

在单点位视角下,我们维持前文的观点:1)收入端短期内主要受周期性影响,而周期本身尚处于恢复初期,后续空间显著。不确定性主要在于国内宏观经济修复的斜率尚需观察,其将会决定广告主的投放意愿,和公司收入、利润的修复弹性。总的来说,在当前时间点,我们对未来的假设较为中性;2)成本端:租赁成本在 2022 年处于低位后续将重回增长轨道,人效随着覆盖城市的优化会同步提升,设备折旧费用尚需一定时间消化,加盟及参股点位的占比提升将会转嫁一部分租赁成本至其他营业成本。

表 18: 梯媒单点位视角下的收入、成本、毛利润测算

	2021A	2022E	2023E	2024E
平均单点位收入 (元/周)	102	64	81	96
平均单点位成本 (元/周)	30	24	25	27
平均单点位媒体租赁成本 (元/周)	19	15	17	18
平均单点位职工薪酬成本 (元/周)	3	3	3	3
平均单点位设备折旧费成本 (元/周)	3	3	3	2
平均单点位其他营业成本 (元/周)	4	3	3	3
平均单点位毛利润 (元/周)	72	40	56	69

资料来源:公司公告, 德邦研究所测算

注:具体测算方法见 3.4 节

此外,我们预计影院媒体业务实现收入 8.1/12.1/15.2 亿元,同比 -31%/49%/25%。预计随着防疫政策切换,线下观影场景恢复,电影行业整体景气度上行,在签约数维持基本稳定的背景下,单屏幕收入回升驱动整体收入增长。

表 19: 影院媒体点位及单点位收入预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
期末签约影院 (家)	1,927	1,773	1,826	1,863
YoY-%		-8%	3%	2%
期末签约屏幕 (块)	13,600	12,762	13,408	13,950
YoY-%		-6%	5%	4%
单屏幕收入 (元/周)	1,696	1,187	1,780	2,136
YoY-%		-30%	50%	20%

资料来源:公司公告, 德邦研究所测算

综上,在表 20 所示的核心假设下,我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 28/48/63 亿元,同比-54%/+71%/+31%,对应归母净利润率 29%/38%/41%。公司在成本端有较长的经营杠杆,收入波动会带来显著的利润端弹性。2022 年,在疫情造成部分城市间歇性封控,和宏观经济波动的双重影响下,公司受到上下刊受阻,和广告主投放需求走弱的负面影响,收入在供需两端均承压。随着国内防疫政策的调整,宏观经济走向复苏,公司有望在 2023 年借助经营杠杆实现利润端的反弹。

表 20：核心假设及利润测算表

	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利率-%	68%	62%	67%	69%
销售费用率-%	18%	18%	17%	17%
管理费用率-%	3%	5%	5%	4%
研发费用率-%	1%	1%	1%	1%
归母净利润	6,063	2,805	4,791	6,297
YoY-%	51%	-54%	71%	31%
归母净利润率-%	41%	29%	38%	41%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

5.2. 估值及投资建议

考虑到公司已经可以稳定的产生净利润，两项细分业务经营逻辑较为相似，我们采用 PE 法为公司估值。综合可比公司估值情况，我们给予公司 2024 年目标 PE 21x，并且以 10%的贴现率贴现至 2023 年，对应 2023 年目标市值 1202 亿元，对应目标价 8.32 元。

随着宏观经济的复苏，公司将释放经营杠杆，在利润端表现出较强的弹性。虽然当前估值已经部分定价了上述预期，但我们认为公司在梯媒核心点位的高渗透率，仍将使公司在这一细分市场上具有竞争优势。综上，我们认为当前公司股价安全垫足，上行空间可以预期，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 21：PE 法估值表

	2021A	2022E	2023E	2024E
归母净利润（亿元）	61	28	48	63
对应当前市值 PE-x	16.7	35.0	20.5	15.6
目标 PE-x			25.1	21.0
贴现率-%				10%
目标市值（亿元）			1,202	
目标价（元）			8.32	

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

注：数据截止 2023 年 2 月 1 日收盘

表 22：可比公司估值表（单位：亿元）

代码	标的名称	市值	归母净利润				PE-x			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600556.SH	天下秀	137	3.5	3.1	4.3	5.7	38.8	44.9	31.6	24.2
300058.SZ	蓝色光标	139	5.2	(0.3)	6.6	8.3	26.6	-	21.1	16.8
605168.SH	三人行	113	5.0	7.3	10.2	13.3	22.3	15.4	11.0	8.5
301102.SZ	兆讯传媒	78	2.4	2.2	3.5	4.8	32.3	35.7	22.0	16.1
301171.SZ	易点天下	94	2.6	3.1	3.8	5.0	36.2	30.5	24.5	18.7
			均值				31.2	31.6	22.1	16.9

资料来源：Wind，德邦研究所

注：数据截止 2023 年 2 月 1 日收盘，归母净利润为 Wind 一致预期。

6. 风险提示

宏观经济波动风险：公司经营状况显著受到宏观经济周期的影响，若宏观经济出现波动，公司经营将受到影响；

行业竞争加剧风险：虽然公司在核心点位的渗透率具有优势，但若行业竞争加剧，可能会推高点位租赁成本，甚至形成价格战的局面，对公司的利润端表现会产生影响；

海外拓展进度不及预期风险：点位拓展具有先投入，再变现的特征，若公司海外业务的拓展进度不及预期，将会拖累公司整体的业绩表现。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.19	0.33	0.44
每股净资产	1.27	1.34	1.53	1.76
每股经营现金流	0.66	0.17	0.25	0.46
每股股利	0.34	0.14	0.18	0.20
价值评估(倍)				
P/E	19.51	35.01	20.50	15.60
P/B	6.44	5.09	4.45	3.85
P/S	0.15	0.23	0.18	0.15
EV/EBITDA	11.38	23.34	16.36	11.96
股息率%	4.1%	2.1%	2.6%	2.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	67.5%	61.7%	66.6%	69.1%
净利润率	41.2%	29.1%	37.9%	41.4%
净资产收益率	33.0%	14.5%	21.7%	24.7%
资产回报率	23.7%	11.0%	16.5%	19.2%
投资回报率	26.1%	14.1%	18.2%	21.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	22.6%	-34.6%	30.9%	20.3%
EBIT 增长率	55.2%	-43.9%	45.8%	31.4%
净利润增长率	51.4%	-53.7%	70.8%	31.4%
偿债能力指标				
资产负债率	26.9%	23.2%	22.7%	21.3%
流动比率	2.0	2.4	2.7	3.1
速动比率	1.9	2.2	2.5	2.9
现金比率	0.7	0.9	1.1	1.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	80.0	109.8	101.9	97.2
存货周转天数	0.6	0.6	0.6	0.6
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.5
固定资产周转率	16.2	13.2	18.0	21.1

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	6,063	2,805	4,791	6,297
少数股东损益	48	14	24	32
非现金支出	3,393	304	153	159
非经营收益	-254	269	-418	-449
营运资金变动	340	-1,008	-989	561
经营活动现金流	9,590	2,383	3,561	6,600
资产	-246	-21	-17	-85
投资	-308	75	-518	-515
其他	-1,876	-145	540	571
投资活动现金流	-2,430	-91	4	-28
债权募资	-36	-23	-7	-12
股权募资	5	0	0	0
其他	-7,520	-1,991	-2,135	-3,002
融资活动现金流	-7,551	-2,014	-2,142	-3,014
现金净流量	-394	278	1,422	3,559

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 1 日
资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,836	9,700	12,698	15,270
营业成本	4,817	3,716	4,244	4,718
毛利率%	67.5%	61.7%	66.6%	69.1%
营业税金及附加	80	226	296	356
营业税金率%	0.5%	2.3%	2.3%	2.3%
营业费用	2,658	1,736	2,197	2,565
营业费用率%	17.9%	17.9%	17.3%	16.8%
管理费用	503	529	673	649
管理费用率%	3.4%	5.5%	5.3%	4.3%
研发费用	89	68	83	92
研发费用率%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%
EBIT	7,111	3,990	5,818	7,646
财务费用	-169	-58	-70	-126
财务费用率%	-1.1%	-0.6%	-0.5%	-0.8%
资产减值损失	-71	3	4	3
投资收益	268	199	272	306
营业利润	7,745	3,579	6,105	8,020
营业外收支	-12	-12	-12	-12
利润总额	7,733	3,567	6,092	8,008
EBITDA	10,268	4,132	5,809	7,643
所得税	1,621	748	1,277	1,679
有效所得税率%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
少数股东损益	48	14	24	32
归属母公司所有者净利润	6,063	2,805	4,791	6,297

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,296	4,574	5,996	9,555
应收账款及应收票据	2,979	2,772	4,087	3,832
存货	10	1	12	3
其它流动资产	4,426	4,231	4,661	4,859
流动资产合计	11,711	11,578	14,756	18,249
长期股权投资	1,600	1,869	2,120	2,369
固定资产	915	737	704	723
在建工程	5	4	3	1
无形资产	15	11	10	17
非流动资产合计	13,845	13,986	14,257	14,588
资产总计	25,555	25,563	29,013	32,837
短期借款	21	6	-9	-29
应付票据及应付账款	206	434	330	440
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	5,543	4,405	5,173	5,458
流动负债合计	5,770	4,845	5,494	5,869
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	1,102	1,094	1,102	1,110
非流动负债合计	1,102	1,094	1,102	1,110
负债总计	6,873	5,939	6,596	6,979
实收资本	328	328	328	328
普通股股东权益	18,379	19,307	22,076	25,485
少数股东权益	303	317	341	373
负债和所有者权益合计	25,555	25,563	29,013	32,837

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022 年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5 年多二级研究经验，2 年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券 TMT 组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018 年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020 年 wind 金牌分析师。

刘文轩，2021 年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。