



2023-09-13

公司深度报告

增持/首次

分众传媒 (002027)

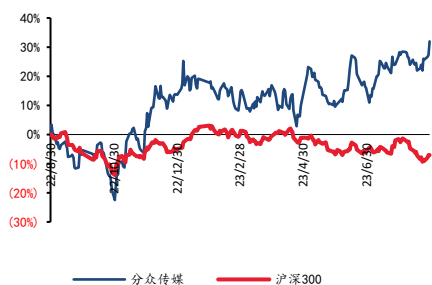
目标价: 8.50

昨收盘: 7.39

传媒互联网

梯媒龙头地位稳固，蓄势迎接产业新动能

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股): 144.42/144.42

总市值/流通(亿元): 1067.28

相关研究报告:

证券分析师: 郑磊

E-MAIL: zhenglei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523060001

➤ 公司介绍: “梯媒模式”开创者, 稳坐梯媒行业龙头

公司成立于2003年, 开创了“梯媒模式”。2015年回归A股市场后, 逐步从多元化探索到聚焦主业电梯媒体和影院媒体。公司龙头地位稳固, 主要系公司具备双边网络优势: 1) 庞大点位资源网, 公司拥有业内领先的点位数量并掌握高线城市优质点位资源, 具备规模优势。2) 庞大客群网, 公司高线城市核心点位渗透率高, 具备规模优势促使下游各行业广告主具有长期稳定的投放需求。

➤ 行业趋势: 广告行业回暖, 品效协同下梯媒价值进一步凸显

从广告行业整体来看, 广告行业属顺周期行业, 社零总额同比增长带动了刊例花费的回升, 消费复苏下整体广告行业需求回暖。从子版块梯媒来看, 随着国内互联网广告流量见顶, 广告主获客成本提升逐步压缩广告主盈利空间, 效果广告ROI持续下降。广告主需求已从主投效果广告迁移至品效协同投放策略。而梯媒的被动属性天然与品牌广告适配, 同时为效果广告提供二次拉动。因此, 随着广告主提升品牌广告投放占比, 梯媒价值日益凸显。

➤ 公司看点: 海内外点位扩张, 刊挂率与刊例价齐升贡献盈利增量

从点位增长来看, 公司国内进行点位优化, 持续提升国内高线城市点位渗透率, 主要以智能屏为主持续拓展。海外积极扩张点位, 电梯电视与电梯海报设备增长明显。我们认为, 未来点位扩张以优化为主旋律, 刊挂率与刊例价提升为核心增长点。一方面, 随着公司优化客户结构叠加AI模型赋能促进客户增量带动刊挂率稳步提升, 同时行业广告主对优质点位的竞争加剧进一步推高刊挂率和刊例价格。公司已于今年中旬向新客户上调刊例价10%, 明年起再次对全体客户上调刊例价10%。另一方面, AI模型有助于缩减运营、销售、文案员工等开支为价格提高更多弹性空间。随着刊例价提升加之人力成本缩减, 公司有望获得盈利端高弹性。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们认为，公司龙头地位稳固，海内外积极扩张优质点位，AI赋能+优化客户结构带来客户增量驱动刊挂率与刊例价齐升贡献盈利弹性。因此，我们预计公司2023/2024/2025年营业收入分别为127.3/148.9/166.2亿元，同比增长35.1%/17.0%/11.6%；归母净利润分别为48.6/59.3/67.0亿元，同比增长74.1%/22.1%/13.0%。我们给予公司2023年25x PE估值，对应目标市值为1214亿元，目标价格为8.50元。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9425.0	12734.3	14894.8	16616.8
(+/-%)	-36.5%	35.1%	17.0%	11.6%
归母净利(百万元)	2790.0	4857.2	5931.6	6702.7
(+/-%)	-54.0%	74.1%	22.1%	13.0%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.34	0.41	0.46
市盈率(PE)	38.25	21.97	17.99	15.92

资料来源：ifind，太平洋证券研究院，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

➤ 风险提示：经济增速放缓、行业竞争加剧、公司海外扩张不及预期的风险。

正文目录

1. 公司介绍：深耕行业多年，稳坐生活圈媒体龙头地位	5
1.1 历史沿革：聚焦生活圈媒体，优化客户结构	5
1.2 股权结构：股权清晰，员工持股计划稳定人才	6
1.3 业务构成：打造生活圈媒体，产品多样满足各类广告主	7
1.4 财务分析：经济复苏驱动业绩回暖，利润弹性较大	9
2. 行业分析：广告行业景气度提升，梯媒长期空间广阔	12
2.1 广告行业整体情况：市场需求回暖，新兴广告主贡献增量	12
2.2 梯媒：供需平衡，有望带来结构性变化	14
3. 公司业务：国内量价齐升，海外业务打开增量空间	16
3.1 公司龙头地位稳固，双边网络优势建立护城河	16
3.2 点位数量：国内持续优化，海外积极扩张	19
3.3 点位价格：刊挂率增长，带动刊例价仍有提升空间	21
4. 盈利预测与估值	24
4.1 盈利预测	24
4.2 可比公司估值与投资评级	26
5. 风险提示	27

图表目录

图表 1: 历史股价复盘	6
图表 2: 公司股权结构	6
图表 3: 公司员工持股计划详情	7
图表 4: 公司主营业务	7
图表 5: 公司楼宇媒体的产品特点	8
图表 6: 2022 年公司影院媒体映前广告收费模式	9
图表 7: 2018-2023H1 公司营收及同比增速	10
图表 8: 2018-2023H1 公司归母净利润及同比增速	10
图表 9: 2023H1 公司梯媒、影媒业务营收占比	10
图表 10: 2018-2023H1 楼宇媒体及公司整体毛利率	11
图表 11: 公司毛利率高于可比公司	11
图表 12: 2018-2023H1 公司期间费用（亿元）及费用率（%）	11
图表 13: 2018-2023H1 公司应收账款占收入比（%）	12
图表 14: 2018-2023 公司应收账款（亿元）	12
图表 15: 中国 GDP 同比增速/广告市场规模增速	13
图表 16: 社零总额同比及广告刊例花费同比	13
图表 17: 2022 年整体广告市场广告花费 Top50 品牌榜单	13
图表 18: 2023H1 Top10 行业广告花费变化	14
图表 19: 2020-2023 年广告投放费用占比	14
图表 20: 2017 - 2022 年电梯保有量和城镇化率	15
图表 21: 2016-2022 年广告行业刊例花费同比增速	15
图表 22: 社区受众每天乘坐电梯的频次（%）	16
图表 23: 品牌广告 VS 效果广告	16
图表 24: 2023 年公司与梯媒竞争对手对比	16
图表 25: 百强物管企业在管建筑面积及占比	17
图表 26: 物业管理行业 TOP10 集中度	17
图表 27: 上下游分散，公司处于中游	18
图表 28: 公司影媒市占率第一	18
图表 29: 2020-2023H1 自营电梯电视媒体数（万）	19
图表 30: 2020-2023H1 自营电梯电视媒体数同比	19
图表 31: 2020-2023H1 自营电梯海报媒体数（万）	20
图表 32: 2020-2023H1 自营电梯海报媒体同比	20
图表 33: 2018-2023H1 海外子公司参股已盈利情况（万）	20
图表 34: 2018-2023H1 海外自营点位数量（万个）	21
图表 35: 2018-2023H1 海外收入（亿元）	21
图表 36: 2018-2023H1 公司广告主结构	22
图表 37: “分众直投”产品功能升级	23
图表 38: 案例：妙可蓝多市占率逆袭	23
图表 39: 妙可蓝多和竞品营销对比	23
图表 40: 2018-2022 年公司单屏收入（元）及单银幕收入（万元）	24
图表 41: 公司营收测算汇总（百万元）	26
图表 42: 可比公司估值	26

1. 公司介绍：深耕行业多年，稳坐生活圈媒体龙头地位

1.1 历史沿革：聚焦生活圈媒体，优化客户结构

公司海内外业务积极扩张，持续优化客户结构。公司由江南春于2003年5月创立，2005至2007年积极扩张业务，收购多家媒体拓展主营业务。最终2009年确立由多元化到聚焦楼宇、社区、卖场三大主业。2017年开始拓展海外市场，先后投资设立了韩国、新加坡、印尼和泰国子公司，并在韩国、新加坡和印尼实现盈利。2020年，随着互联网行业监管趋严叠加疫情影响，公司调整客户结构，加大消费品广告主占比并持续拓展新兴行业广告主。

公司的整体发展可以分为以下四个阶段：

积极扩张业务阶段（2003年-2014年）：公司于2005年7月，成功在纳斯达克上市，成为首家成功赴美上市的中国传媒公司，IPO融资1.7亿美元创下当年中概股融资规模记录。2005年至2007年间先后收购多家媒体成为电梯媒体龙头。2009年，江南春回归后聚焦楼宇、社区、卖场三大主业。2014年推出新一代互动电视，增加Wi-Fi、iBeacon、NFC等技术，进入互动时代。

重回A股高速增长阶段（2015年-2017年）：2015年借壳“七喜控股”回归A股。2016年，公司将业务覆盖面扩展至生活圈（聚焦一二线城市媒体）+娱乐圈（三四线城市资源覆盖）+生态圈（拓宽金融衍生业务）。从2017年开始布局海外市场，先后投资设立了韩国、新加坡、印尼和泰国等子公司。

同业竞争阶段（2018年-2020年）：2018年新潮传媒发起“电梯价格战”加剧梯媒竞争，为此公司大规模扩张以获得更多点位导致公司业绩下滑。同年7月，公司获阿里巴巴集团及其关联方约150亿元战略入股，拓展新零售下的更多数字营销的模式。公司升级开放智能屏LBS等业务提高服务质量从而提升竞争力。

疫后优化客户结构阶段（2020年-至今）：受疫情影响宏观经济增速放缓，各行业广告主投放缩减。同时，互联网、在线教育等行业监管收紧造成广告市场受冲击。公司调整客户结构，重点关注日用品消费等行业，并持续拓展新兴行业广告主。疫后经济复苏，消费场景恢复促进消费市场回暖。而快销品、交通类、休闲娱乐类广告主作为消费市场回暖的主要受益者均加大投放提升公司盈利端收入。公司有望在经济复苏，广告主营销需求提升的背景下进一步提升盈利水平。

图表 1：历史股价复盘

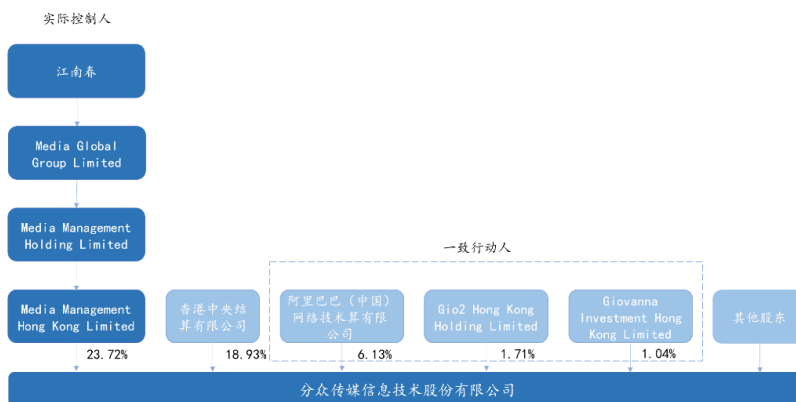


来源：太平洋证券研究院整理

1.2 股权结构：股权清晰，员工持股计划稳定人才

创始人江南春营销经验丰富，深耕梯媒 20 年。江南春于 2003 年 5 月创立公司，担任董事长和首席执行官等职位。江南春具备丰富的营销经验，曾在大学期间担任永怡传播有限公司的总经理。2003 年被评选为年度传媒人物，并获得“当代杰出广告人”称号，此后被评为“中国广告十大风雨人物”、“2018 十大年代经济人物”等众多殊荣。江南春通过丰富的梯媒和营销经验不断摸索，最终确立聚焦生活圈媒体。截至 2023Q2，江南春持股比例 23.72%，阿里巴巴与一致行动人共同持股比例占 8.88%。

图表 2：公司股权结构



来源：公司公告，太平洋证券研究院

高管及核心员工持股计划锁定人才，利于长期发展。公司于 2019 至 2020 年共开展两期员工持股计划。第一期计划于 2019 年，面向董秘孔微微女士、监事林南先生及 98 名核心员工，以员工出资认购方式，累计通过二级市场回购股票 5256 万股，约占总股本 0.36%，总金额 2.7 亿元。第二期于 2020 年 12 月，面向 4 名高管及 196 名核心技术（业务）员工，以年度奖励为主，授予股票 0 元/股，共授予 770 万股，约占总股本 0.05%。

图表 3：公司员工持股计划详情

第一期员工持股计划（2019 年）		第二期员工持股计划（2020 年）
激励对象（占比）	董事	孔微微（6.67%）
	监事	林南（1%）
	核心员工	98 人（92.33%）
认购价		5.71 元/股
总授予股份		5256.2 万股（0.3581%）

来源：公司公告，太平洋证券研究院

1.3 业务构成：打造生活圈媒体，产品多样满足各类广告主

公司构建国内最大的城市生活圈媒体网络。公司当前的主营业务为生活圈媒体的开发和运营，主要产品为楼宇媒体（包含电梯电视媒体和电梯海报媒体）、影院银幕广告媒体和其他媒体等，覆盖城市主流消费人群的工作场景、生活场景、娱乐场景和消费场景，并相互整合成为生活圈媒体网络。

图表 4：公司主营业务



来源：太平洋证券研究院整理

1) 楼宇媒体业务：布局多样产品满足各类广告主需求

公司楼宇媒体布局 LCD 联播屏、智能屏和框架海报：1) **LCD 联播屏：**公司目前在全国约自营 50 万块联播屏，并将北京、上海、广州、深圳等一线城市的所有联播屏平均拆分为 A1、A2、A3、A4 四套联播网，其他城市各自分为 3 套联播网，同一城市中的联播网每则广告单日播放频率为上百次。2) **智能屏**支持联网投放，无需人工上刊，按照算法规则随机排播。公司目前在全国自营约 40 万块智能屏。主要面向本地商户，支持广告主使用“分众直投”APP 直接投放，且根据不同时间段和楼宇区别定价。3) **框架海报**分为 1.0 版纸质框架海报以及 2.0 版数码框架海报。截至 2023 年 7 月，公司在全国共有 187 万个海报设备（含参股）。

公司产品丰富满足各类广告主需求。1) **大型企业客户**可以选用 LCD 联播屏。公司的 LCD 联播屏支持广告主自选。广告主可以选择轮播次数、单次广告时长（5 秒、8 秒、15 秒、30 秒）等。以周为基本单位，价位量级在数十万级别，不同城市网络定价差距较大。同时也可以以“年”为单位进行多城投放，预算量级为千万、亿级。因此联播网满足经营相对稳定的大型企业客户的时长、期限需求。2) **中小型广告主**可以选用智能屏和框架海报。智能屏支持使用“分众直投”APP 自助选择投放套餐。广告主享有公司的楼盘筛选、人群定向等精准投放服务。而追求性价比的广告主也可选择非保量、不定向的投放模式。智能屏套餐最小标准为单块屏幕、起投日期最短为 3 天，价格在数千元，投放门槛较低，因此满足短期活动广告和本地商户的需求。框架海报通常以打包方式签约或搭配联播网套装联动出售。由于框架海报起投门槛较低，因此满足中小型广告主的需求。

图表 5：公司楼宇媒体的产品特点

	LCD 联播屏	智能屏	框架海报
设备类型	高清液晶屏	智能屏一体机	框架海报
设备数量	约 40 万	约 30 万	181 万
投放门槛	单套联播网，一周起投	可单点投放，3 天起投	可单点投放，一周起投
轮播次数	60 次/天、120 次/天	13 次/时、26 次/时	/
单屏起投价格	十万+（周为单位）	万元以内	千元以内
广告主	大型广告主为主	中小型广告主	大型广告主、中小型广告主

来源：太平洋证券研究院整理

2) 影媒业务：打通“影院+”产品链，覆盖率业内首位

影院映前广告为主，实行流动性收费模式。影院广告分为植入式广告和映前广告，主要以映前广告为主。映前广告的最小投放标准为单屏幕，全天播放，投放周期为 2 周。单条广告时长标准为 15 秒，30 秒和 60 秒的长广告。映前广告通常按照城市打包出售，

价格通常根据城市、档期、排片、票房等因素浮动。

公司打通电影发行产业链，影院广告覆盖率稳居龙头。公司与影院深度合作，通过打通制片、发行、宣传、购票、放映的各个环节，进一步整合优化了影院媒体资源。借助资源优势，公司推出了涵盖全国银幕映前联播网、线下阵地广告（海报、LED 灯箱、智能屏等）、影片贴片授权（影片植入、影片元素授权等）的“影院+”综合产品链。并且公司通过购买影院影片放映前 5-10 分钟广告发布权组成全国银幕映前联播网，并与 1680 家影院媒体签约，约 1.2 万个影厅，覆盖国内 274 个城市的观影人群，稳居业内首位。

图表 6：2022 年公司影院媒体映前广告收费模式

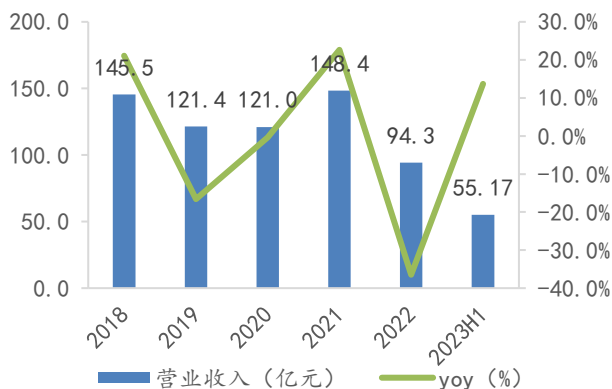
主要指标	映前广告
影院数量	1680 家
影厅数量	1.2 万
覆盖城市	274
上刊周期	周为单位，2 周起投
上刊方式	周四上刊，周三下刊，全天播放
广告时长	15 秒、30 秒、60 秒
出售方式	按城市打包出售
投放费用	根据城市、档期、排片、票房等浮动
广告主	国内外大型广告主

来源：太平洋证券研究院整理

1.4 财务分析：经济复苏驱动业绩回暖，利润弹性较大

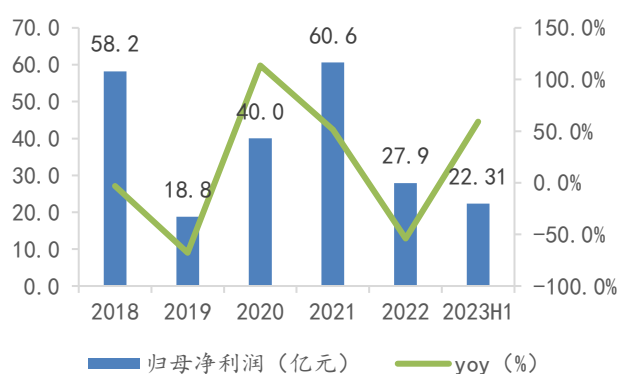
公司近年业绩呈现波动趋势，经济复苏下营收与归母净利润回升。公司近 5 年业绩波动，2019 年公司与新潮进行“电梯价格战”压缩利润空间，互联网行业增速放缓缩减广告开支导致公司营业收入同比下降 16.6%，归母净利润同比下降 67.8%。2020 年业绩维持下降趋势主要是因为在线教育、互联网等行业监管趋严影响行业广告主广告投放。2021 年公司积极扩张，在国内扩张一、二线城市核心点位，境外点位扩张数量增幅也达 34.2%，供给端增长驱动公司业绩回升。2022 年受疫情影响，广告市场需求疲软，公司经营受到疫情影响导致业绩大幅下降。随着 2022 年底疫情放开，经济复苏提高了广告主对国内消费市场回暖的预期，企业的营销预算回归正常区间。2023H1 公司实现营收 55.17 亿元，同比增长 13.69%；归母净利润 22.3 亿元，同比增长 59.0%。我们认为，公司下半年有望受益于消费复苏下广告主增投广告的红利进一步提升业绩。

图表 7：2018-2023H1 公司营收及同比增速



来源：公司公告，太平洋证券研究院

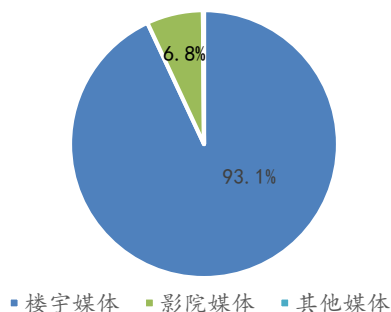
图表 8：2018-2023H1 公司归母净利润及同比增速



来源：公司公告，太平洋证券研究院

营收构成：楼宇媒体为主、影院媒体为辅。公司业务分为楼宇媒体（梯媒）、影院媒体（影媒）和其他媒体。2020 年至今，楼宇媒体营收占比稳定维持在 90% 以上；影院媒体占比在 5% 左右。其中，2023 上半年楼宇媒体营收占比为 93.1%，影院媒体占比为 6.8%，其他媒体占比为 0.1%。梯媒占比较大主要是因为公司经过多次业务调整，确立了以电梯媒体为核心，影院媒体为辅的生活圈媒体定位。

图表 9：2023H1 公司梯媒、影媒业务营收占比

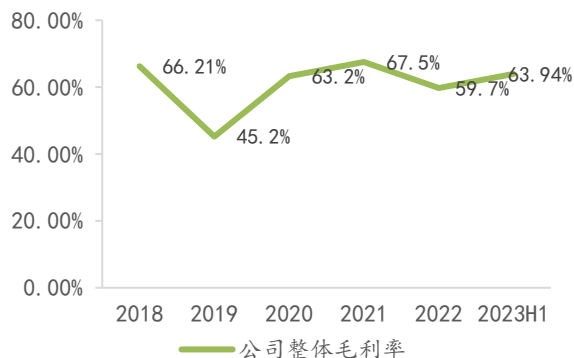


来源：公司公告，太平洋证券研究院

毛利率：处于行业内领先水平，广告需求回暖带动毛利率进一步提升。公司毛利率高于其他业内可比公司，长期维持在 60% 左右。2022 年，公司毛利率从 67.5% 下降至 59.7% 主要原因系疫情反复导致广告需求疲软，公司部分重点城市广告正常发布受限。2022 年 12 月疫情放开，国内经济活力复苏，广告市场需求逐步回暖导致 2023H1 公司整体毛利率上升至 63.9%，恢复到 2021 年水平。随着国内经济持续复苏，国内各行业广告主均增

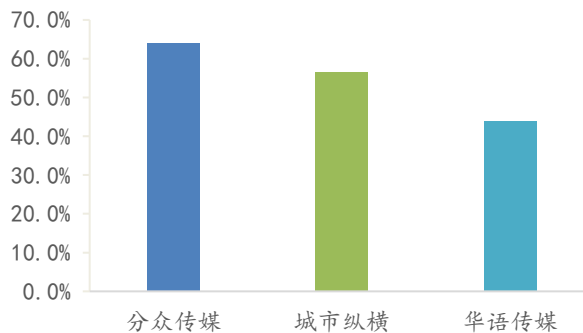
加广告预算，公司的毛利率仍有望进一步提升。

图表 10：2018-2023H1 楼宇媒体及公司整体毛利率



来源：公司公告，太平洋证券研究院

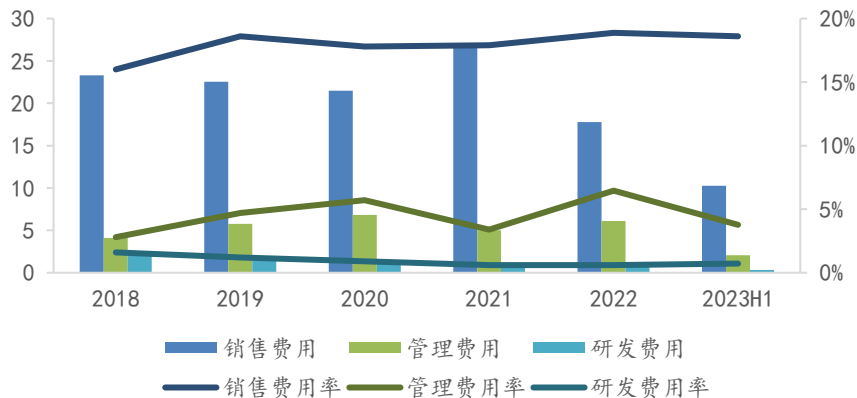
图表 11：公司毛利率高于可比公司



来源：ifind，太平洋证券研究院

费用方面：公司成本费用率控制良好。23H1 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 18.62%/3.78%/0.73%。**研发费用率：**23H1 公司研发费用率微升 0.13%，主要是因为公司合作研发 AI 营销垂直模型导致相关研发人员费用增长。**销售费用率：**公司销售费率保持稳定。23H1 公司销售费用较去年微降 0.16%，原因系与营业收入密切相关的销售人员的业务费减少。**管理费用率：**公司管理费用率下降 2.68pct，受计提优化运营人员的离职补偿金所致。

图表 12：2018-2023H1 公司期间费用（亿元）及费用率（%）

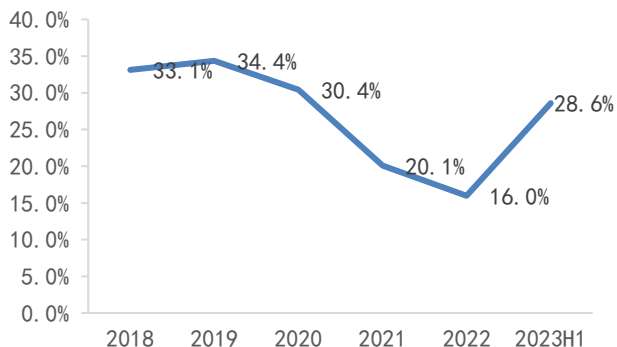


来源：公司公告，太平洋证券研究院

应收款方面：公司回款能力持续改善，但今年上半年因业绩增长导致应收款回升。公司于 2018 年-2019 年信用减值拖累公司业绩，因此公司在之后几年中持续加强账期管

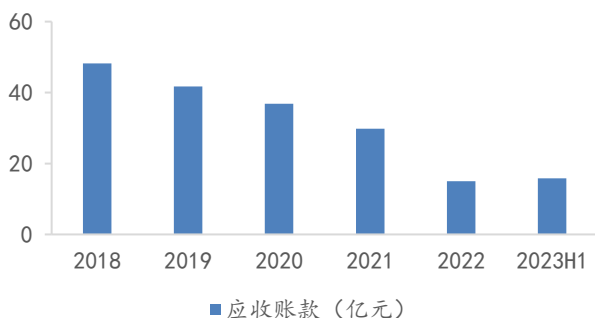
理，应收账款持续下降。2020 年起，公司客户 CR5 集中度有所上升，头部客户类型由互联网广告主向现金流稳定的快消品广告主进一步倾斜导致公司应收账款占收入比重不断下降至 16%。但是随着经济复苏，2023 年上半年公司应收账款（含合同资产）17.17 亿元，较期初上升 14.06%，主要原因系：1) 营业收入增长导致期末应收账款与合同资产余额较期初增加 1.26 亿元，增幅为 3.22%。2) 公司整体回款能力稳定，经济复苏推动预期信用损失率较初期有所下降，期末应收账款与合同资产坏账准备合计较期初减少 8533 万元。

图表 13：2018-2023H1 公司应收账款占收入比（%）



来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 14：2018-2023 公司应收账款（亿元）



来源：公司公告，太平洋证券研究院

2. 行业分析：广告行业景气度提升，梯媒长期空间广阔

2.1 广告行业整体情况：市场需求回暖，新兴广告主贡献增量

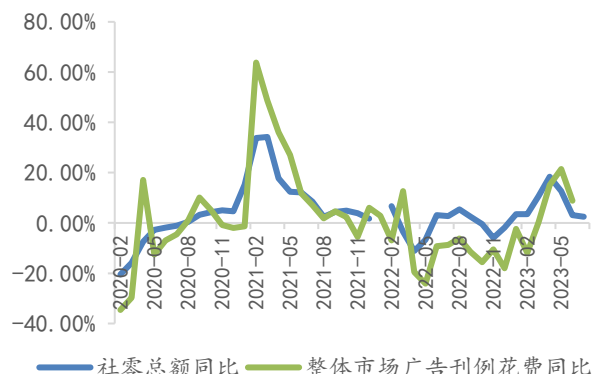
广告市场与宏观经济走向呈正相关，广告行业需求恢复。广告市场与中国 GDP 同比增速和社零总额呈一定相关性。在宏观经济不景气时，企业经营亦处于下行阶段，广告投入也将成为率先遭遇缩减开支的一项成本。2019-2020 年疫情期间广告市场规模与刊例花费增速都与宏观经济呈同比下降趋势。23 年上半年，社零总额同比增长 7.3% 带动消费需求回升，广告刊例花费也同比增长进一步验证广告行业需求恢复。

图表 15：中国 GDP 同比增速/广告市场规模增速



来源：CTR，国家统计局，太平洋证券研究院

图表 16：社零总额同比及广告刊例花费同比



来源：CTR，国家统计局，太平洋证券研究院

从广告主需求来看，消费品构成基本盘。受宏观经济和监管政策影响，2022 年整体广告市场 Top10 行业广告花费中仅有五类（食品、药品、酒精类饮品、个人用品、交通）行业实现正增长。而这五类行业中，有四类属于日用消费品。此外，根据 2022 年年整体广告市场广告花费 Top50 品牌榜单中显示，消费品占比接近 50% 构成基本盘。一方面，因为消费品广告主现金流稳定，能够持续稳定的投放广告。另一方面，因为消费品广告主更需要广告提升知名度拉动产品销量增长。由此可见，在宏观经济复苏背景下，消费品广告主稳定持续投放，构成广告行业基本盘。

图表 17：2022 年整体广告市场广告花费 Top50 品牌榜单

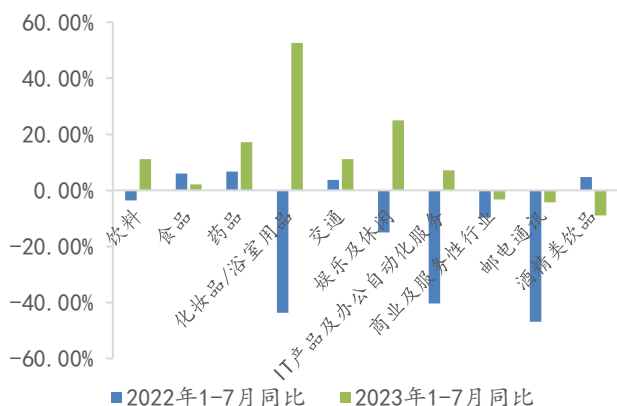
排名	品牌	同比增幅	排名	品牌	同比增幅	排名	品牌	同比增幅	排名	品牌	同比增幅	排名	品牌	同比增幅
1	伊利	-8.4%	11	易开得	152.6%	21	认养一头牛	-17.1%	31	猫人	>1000%	41	杜蕾斯	>1000%
2	德佑	>1000%	12	同温堂	-4.9%	22	元气森林	>1000%	32	鸿茅	-14.1%	42	顽皮	New
3	飞鹤	196.2%	13	外星人	>1000%	23	幸福	>1000%	33	肯德基	311.2%	43	福临门	22.7%
4	陈李济	-2.7%	14	超视立	60.4%	24	中国移动通信	0.3%	34	红旗	179.6%	44	空刻	152.0%
5	养元禄	132.9%	15	曼迪	new	25	京东商城	-0.5%	35	美团	154.1%	45	薇诺娜	>1000%
6	蒙牛	-31.0%	16	蒙奇	16.0%	26	海飞丝	102.7%	36	舒肤佳	-9.4%	46	IM智己	389.1%
7	君乐宝	-32.8%	17	农夫山泉	271.7%	27	燕小厨	128.2%	37	香丹清	100.7%	47	鲁花	23.9%
8	汤臣倍健	84.6%	18	爱通	431.5%	28	今麦郎	-37.5%	38	啄木鸟	-33.9%	48	全景	77.6%
9	妙可蓝多	-38.9%	19	天草	12.6%	29	康恩贝	-7.6%	39	泸州老窖	-4.3%	49	中国电信	17.2%
10	曹清华	74.8%	20	小猿	New	30	旺旺	-14.5%	40	倍力优	726.1%	50	天猫	-19.6%

来源：太平洋证券研究院整理

注：灰色为医疗保健、绿色为消费品、橘色为互联网

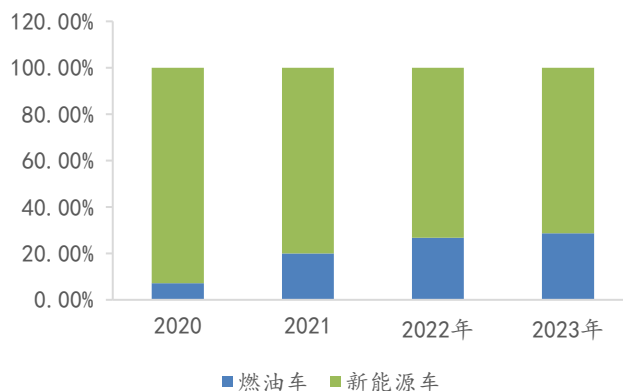
新兴行业贡献增量。随着互联网、在线教育等行业政策趋严，产业规模下降影响广告主投放意愿。同时期，新消费+新能源+新医药等行业受政策倾斜快速增长，广告主不断提升投放力度。**新消费市场**已逐渐从高速成长期进化为平稳发展期。一方面，这个阶段的新消费品牌更需要投放广告来建立品牌形象，提升品牌曝光度。另一方面，新消费市场仍有很多新兴细分品类增长空间明显，随着新一代消费者的需求进一步挖掘，将会涌现出更多新消费品牌或细分品类。**新能源市场**仍处于增长期，新能源车型发布节奏逐渐加快，这些新车型都需要借助广告打开知名度。此外，车企营销预算都逐步向新能源车倾斜，新能源广告投放占比逐年提升。因此，我们认为，在消费升级和经济复苏的趋势下，新兴行业细分赛道广告主有望加大广告投放为广告市场盈利带来增量。

图表 18：2023H1 Top10 行业广告花费变化



来源：电通国际，太平洋证券研究院

图表 19：2020-2023 年广告投放费用占比



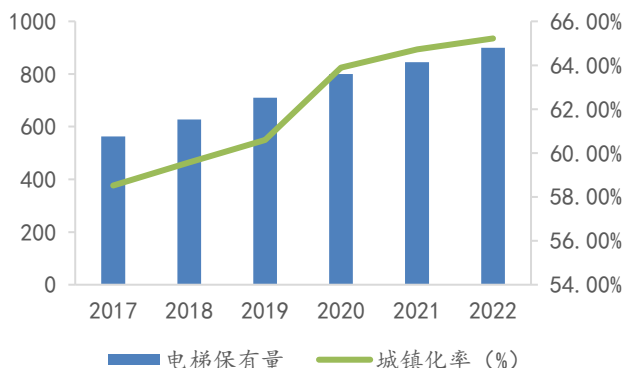
来源：QuestMobile，太平洋证券研究院

2.2 梯媒：供需平衡，有望带来结构性变化

供给侧：梯媒属于广告行业子版块，梯媒增速快且覆盖率提升，有望带来细分板块结构性变化。在各渠道中梯媒增速较快，梯媒增速快于电视、杂志、广播、传统户外等其他投放渠道。直至 2022 年，梯媒（包括电梯 LCD 和电梯海报）的广告刊例花费同比增速保持六年来连续正增长。从供给侧来看，国内城镇化率提升带动电梯数量增长，梯媒覆盖率提升。国家统计局数据及社科院预测，2022 年中国城镇常住人口已经达到 9.21 亿人，城镇化率达到 65.22%，预计 2035 年我国城镇化率将提升至 75%。城镇化率提升将推动商业住宅、写字楼、商业楼、交通等基础设施完善，从而进一步带动电梯数量增长，为电梯媒体提供更多拓展空间。根据测算，平均每部电梯配有两台电梯媒体设备。伴随着电梯数量的增长，梯媒覆盖率也将不断提升，覆盖更多城市主流人群带动梯媒价值持续

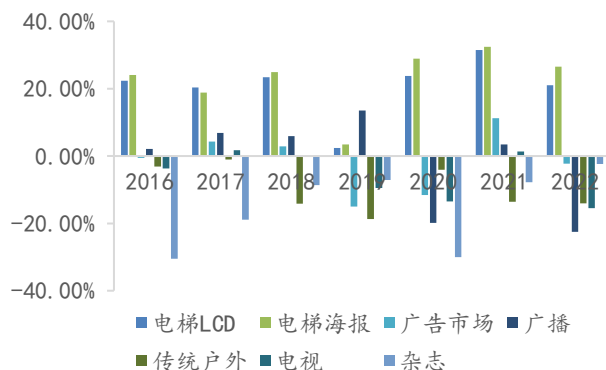
增长，有望获得细分板块结构性变化。

图表 20：2017 - 2022 年电梯保有量和城镇化率



来源：国家统计局，太平洋证券研究院

图表 21：2016-2022 年广告行业刊例花费同比增速

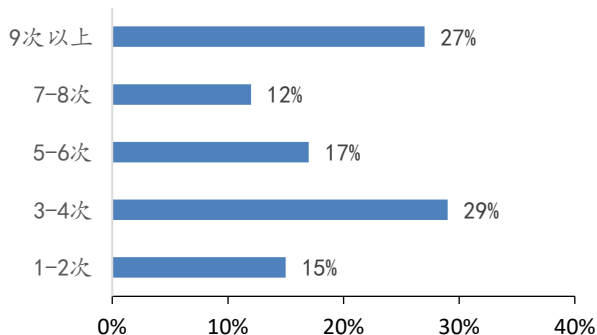


来源：ifind，太平洋证券研究院

需求侧：在互联网流量红利见顶、且近年受监管约束的背景下，广告主倾向于选择“品效协同”的投放策略。受到了信息保护法、禁止“大数据杀熟”等监管政策的影响。互联网效果广告 ROI 下滑，效果广告效用持续下降。促使大部分广告主从此前的互联网效果广告、线下传统品牌广告向“品效协同”策略持续迁移。**品牌广告**常以概括品牌核心理念为主。品牌广告通过塑造良好品牌形象吸引用户购买，从而达到增长销量和巩固口碑的目的。**而效果广告**常以较为直接的产品信息、促销活动等吸引用户购买实现短期销量转化。因此，广告主逐渐调整投放策略，迁移至“品效协同”的投放策略满足广告主不同需求提升广告投放效用。

梯媒作为品牌广告的最佳载体，广告主逐步在“品效协同”策略中扩大品牌广告投放占比带来梯媒结构性增长。梯媒属于被动媒体，具备必经、主流人群、频次高、低干扰等特点，这与品牌广告天然契合。原因系：1) 梯媒属于密闭空间，手机信号弱且广告位置明显，更适合向用户传递品牌概念从而增加广告转化率。2) 电梯作为必经场所且高频乘坐，通过不断重复的电梯广告视频来强化用户记忆，达到提升品牌知名度的目的。此外，广告主已逐步迁移至“品效协同”的投放策略，不断加大品牌广告占比，从 2019 年前的品牌广告占广告预算的 20% 提升至现在 30%-40% 的配比。随着更多广告主选择“品效协同”投放策略，梯媒也将充分享受品牌广告红利，促进稳定收益带来结构性增长。

图表 22：社区受众每天乘坐电梯的频次（%）



来源：秒针营销科学院，太平洋证券研究院

图表 23：品牌广告 VS 效果广告

	品牌广告	效果广告
投放目的	长期建设品牌形象	提升销量
特性	时间长、渗透慢	时间短、效果快
广告内容	品牌概念	产品信息、促销活动
评判标准	品牌曝光程度、目标受众浓度、总体覆盖率等	点击量、粉丝量、评论量、销售量、下载量等
投放时间	根据广告主营销活动排期，可长期、短期投放	可碎片化投放，灵活时间
价格门槛	较高	低

来源：太平洋证券研究院整理

3. 公司业务：国内量价齐升，海外业务打开增量空间

3.1 公司龙头地位稳固，双边网络优势建立护城河

公司具备先发优势，拥有业内最多点位资源。2003 年，江南春开创以梯媒为代表的生活圈媒体商业模式，此后不断扩张成为国内梯媒龙头。随着公司商业模式跑通后，不断加入了竞争对手，如新潮传媒、城市纵横、华语传媒等。公司具备先发优势，前期持续跑马圈地。不断与一、二线城市的部分核心点位签署独家合作协议，避免其他竞争对手抢占资源。随着公司多年持续扩张点位和抢占优质点位资源，其点位数量、覆盖城市等均处于业内领先地位。从点位数量来看，2023 年 H1，公司拥有电梯电视设备共计 89.2 万台，自营海报媒体设备共计 154.7 万个，显著高于其他竞争对手。从覆盖城市来看，公司覆盖国内 302 个城市领先于新潮传媒的 105 个城市和城市纵横的 245 个城市。

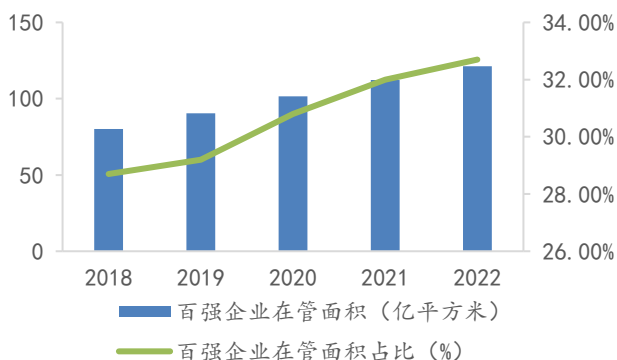
图表 24：2023 年公司与梯媒竞争对手对比

	分众传媒（A 股上市）	新潮传媒（未上市）	城市纵横（未上市）
电梯电视媒体	设备合计约 89.2 万台 (智能屏：约 40 万、LCD 联播屏：约 50 万)	合计约 66 万台 (智能屏：约 60 万、LCD 联播屏：约 6 万)	-
电梯海报媒体	设备合计约 187.8 万个 (自营设备约 154.7 万)	15 万+	-
覆盖城市	国内：约 300 个城市 国外：70 多个主要城市（韩国、泰国、新加坡和印度尼西亚等）	国内：105 个城市	国内：245 个城市
覆盖点位	商业楼、社区	以社区为主	社区为主、商业楼为辅
覆盖人群	超 3.1 亿主流人群	2 亿中产家庭人群	超 2 亿高质量消费者

来源：太平洋证券研究院整理

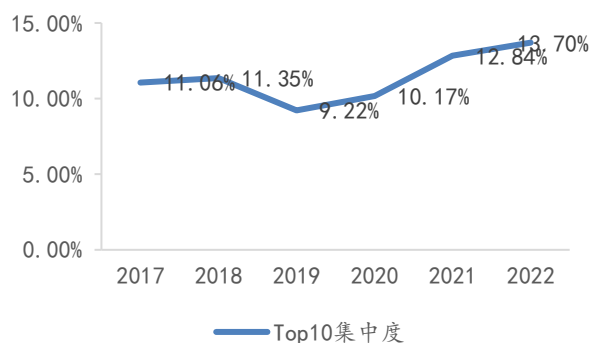
上下游分散，公司处于中游具备强议价权。1) 上游：行业上游为开发商、物业公司等。公司与这些上游公司签署租赁协议获取点位广告权，租期通常为 1-3 年。而上游物业公司众多且集中度低。目前物管行业 Top100 集中度趋缓，Top10 的集中度保持在 10% 上下，第一名的市占率仅在 2% 左右。因此单物业公司议价能力弱，公司对物业公司具有较强议价权。2) 下游：首先，下游广告主分布行业较为分散，包含消费品、互联网、交通、休闲娱乐等行业。其次，下游广告主数量众多，2021 年公司广告主数量高达 9168 个。因此，单广告主的议价能力较弱，公司对广告主的议价权较高。

图表 25：百强物管企业在管建筑面积及占比



来源：中物研协，太平洋证券研究院

图表 26：物业管理行业 TOP10 集中度



来源：中指院，太平洋证券研究院

点位资源丰富叠加上下游分散，公司双边网络优势进一步增强，稳固其龙头地位。双边网络优势即庞大点位资源网和庞大客群网。庞大点位资源网：公司点位资源丰富建立护城河，公司借助先发优势和充足的现金流持续扩张点位，与分散的物业管理公司签订庞大点位网。因此，公司点位资源丰富且掌握核心资源，能够有效触达中国超 3.1 亿主流人群远超竞争对手，从而进一步实现点位规模优势。庞大客群网，公司利用上游物业分散的特性低价组网，形成规模覆盖优势后提价卖给下游客户。而下游客户通常涵盖各个行业以及各个细分品类，这些客户都需要借助公司的规模优势进行广告投放来打造品牌形象。因此，这些客户数量众多且稳固，从而进一步增强公司客群网。公司的双边网络优势保障其持续获得更多广告主青睐，拉开与业内竞争者的差距，巩固 70% 的高市占率和龙头地位。

上游	中游				下游
商务楼或社区物业、业主	楼宇媒体 影院媒体				新经济广告主
影院、院线					传统广告主
点位/设备	电梯电视媒体 电梯海报媒体 影院广告 贴片广告				中小型广告主
硬件设备供应商	LCD触摸屏(横屏) 智能屏(竖屏) 框架 直销				国际广告主
租金/采购	写字楼/社区电梯 社区电梯内/写字楼 社区电梯 影院放映厅				
广告主类型	大型广告主 中小型广告主 中小型广告主 大型广告主				
收费模式	以各个城市的“单套联播网”的“单期投放”为基本单位，套餐最小为起投30天，单块屏幕，价格量级在数十元 以单块点位的“单期投放”为最小销售单位，通常以打包的方式成套餐约，价格量级在数百元 以周为基本单位，单块投放期为一周，贴片广告按城市打包出售，价格根据城市、档期的排片等因素浮动				订单周期一般为4-6周，大型广告主也会签订以“年”为单位的多城投放协议

影媒业务位属龙头，享有业内最多影院点位，保持高市占率。从银幕资源上，分众晶视截止 2023 年 7 月，与 1827 家影院媒体签约，拥有超 1.3 万块银幕数，占中国银幕总数的 17%，位居市场第一。从市占率上，自 2017 年起，分众晶视保持市占率 55% 左右的水平，而第二名晶茂市占率 26%，仅为分众晶视的一半左右。

公司	占比
分众晶视	55%
晶茂	26%
影时尚	13%
乐幕	6%
乐佳	0%

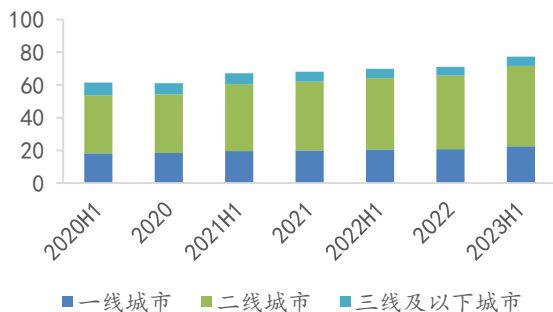
公司影媒深耕多年，布局多家优质公司合作实现多环节打通，巩固业内龙头地位。2005 年，分众晶视通过统一买断其所有的映前时段整合全国高端影院资源，形成全国高端影院广告联播网“银幕巨阵”。2020 年分众晶视与中影影投、博纳影业签署独家合作协议。从 2021 年起，在映前广告业务领域，代理两家知名公司旗下影院的映前广告业

务，并与中国前十大影投中的八家建立合作关系。在贴片广告领域，分众晶视为同时拥有中影和华夏两大进口影片发行公司贴片广告业务代理授权的影院媒体运营商。由此可见，公司影媒通过与多家核心影院、影投、影片发行等公司签订合作，抢先占据优质资源并实现制片、发行、宣传、购票、放映多环节打通，保障其龙头地位稳固。

3.2 点位数量：国内持续优化，海外积极扩张

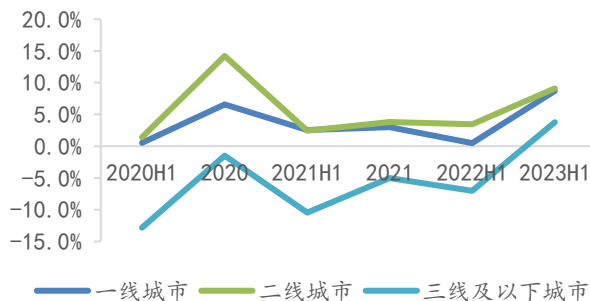
公司国内核心点位资源逐年递增，智能屏扩张势头明显。1) 电梯电视媒体：公司境内自营电梯电视媒体设备约 89.2 万台，较 2022 年底增长 8.8%，覆盖国内 80 个主要城市。其中公司自营电梯电视媒体点位主要集中在一、二线城市，覆盖城市主流人群。2023H1 一、二、三线城市点位数相较于 2022 年底均有所增长，分别增长了 8.7%/9.1%/3.8%。由此可见，公司 23H1 点位扩张明显，新增一些核心城市的优质点位提升整体点位质量。2) 电梯海报媒体设备：截止 2023H1，公司电梯海报媒体设备合计约 187.8 万个，相较于 2022 年底增长了 4.9%。自营设备约 154.7 万个，其中境内自营设备约 154.1 万台，较 2022 年底增长了 0.9%，覆盖国内 70 个主要城市。其中公司一线城市点位数量增长 2.4%。二、三线及以下城市点数数量下降 0.8%/1.5%。由此可见，公司积极扩张以智能屏为主的电梯电视媒体。在电梯海报方面优化点位，选择重点拓展或参股高线城市核心点位并淘汰一些三线及以下城市边缘点位。

图表 29：2020-2023H1 自营电梯电视媒体数（万）



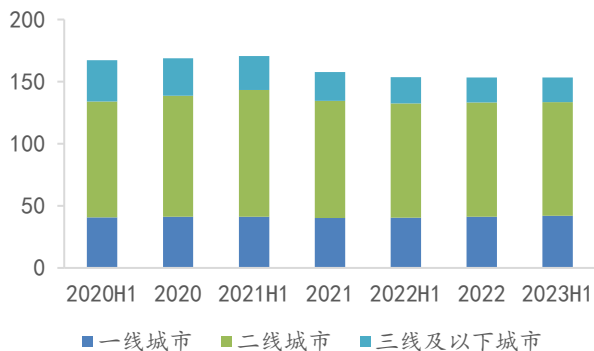
来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 30：2020-2023H1 自营电梯电视媒体数同比



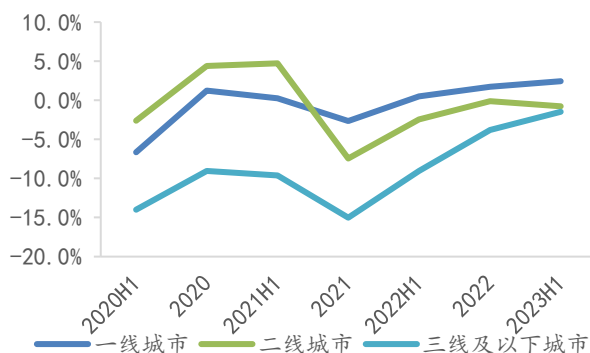
来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 31：2020-2023H1 自营电梯海报媒体数（万）



来源：公司公告，太平洋证券研究院

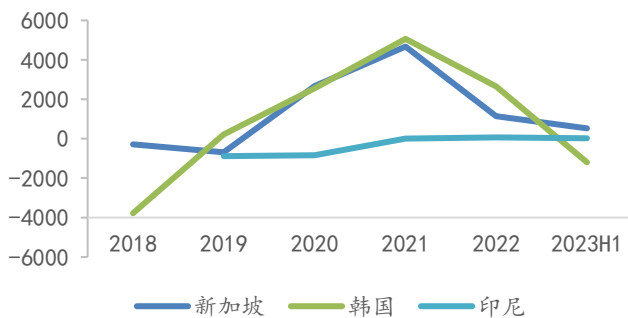
图表 32：2020-2023H1 自营电梯海报媒体同比



来源：公司公告，太平洋证券研究院

东南亚人口密集适合发展梯媒，公司积极拓展海外市场，多国已实现盈利。截至 2022 年，东南亚六国总人口达 6.7 亿元，人口密集度高适合发展梯媒业务因其能覆盖更多主流人群。公司从 2017 年正式进军海外市场。首先将目标定于韩国市场，投资成立韩国控股子公司，公司将业务拓展至首尔、釜山等 15 个韩国主要城市，拥有 2 万台电视电梯媒体 4.5 万台终端卖场媒体。后于 2018 年进军香港、印尼和新加坡，拥有电梯电视媒体 2.3 万台（香港的媒体点位计入国内数据）。又于 2019 年进军泰国市场，2020 年将新加坡联营公司变成控股子公司。2022 年设立日本业务，正式进军日本市场。公司在多国例如新加坡、韩国以及印度尼西亚等国家实现盈利。2023H1 年印度尼西亚/新加坡子公司中公司参股分别实现盈利 25.7/523.7 万元。随着梯媒模式在海外盈利后，公司可以复制海外成功经验进行多点位海外扩张获得更多盈利空间。

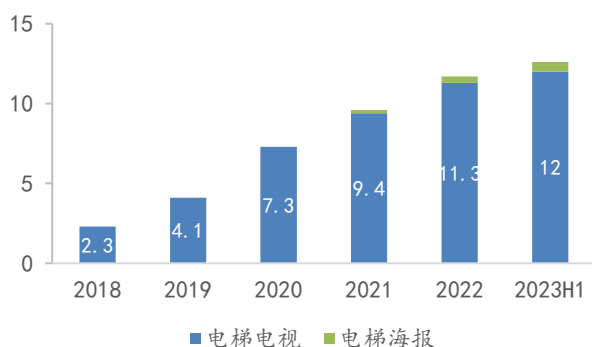
图表 33：2018-2023H1 海外子公司参股已盈利情况（万）



来源：公司公告，太平洋证券研究院

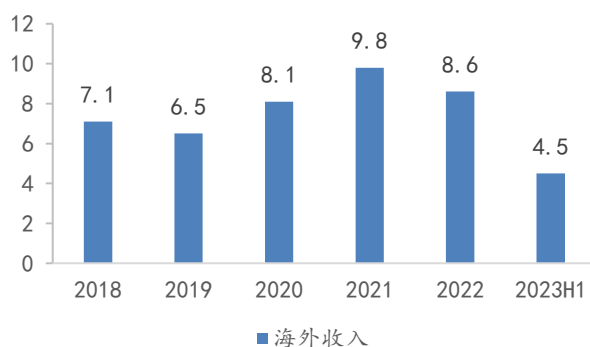
海外市场收入仍有增长空间，促进公司海外点位持续扩张。2019 年-2021 海外收入逐年递增，2022 年因东南亚面临疫情反复、公共卫生体系不够健全等因素整体经济低迷原因，公司海外业务收入下降。23 年上半年随着疫情好转，收入与点位情况已有好转。公司 2023H1 境外子公司电梯设备数量达到 12 万台、较去年增长 6.2%。电梯海报设备数量 0.6 万台，较去年增长 50%，并覆盖韩国、新加坡、印尼等国 70 多个主要城市。随着海外经济好转，海外业务收入有望持续增长促进海外点位持续扩张。

图表 34：2018-2023H1 海外自营点位数量（万个）



来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 35：2018-2023H1 海外收入（亿元）



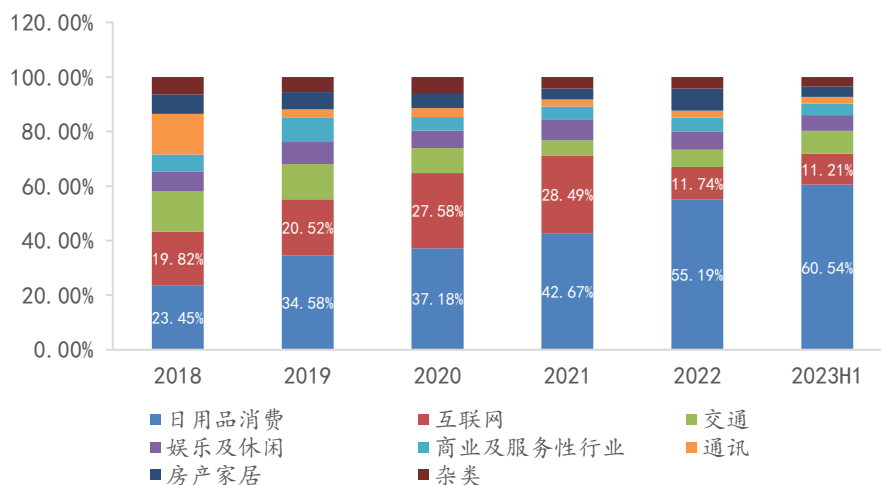
来源：公司公告，太平洋证券研究院

3.3 点位价格：刊挂率增长，带动刊例价仍有提升空间

广告数量增长成为刊挂率稳步提升的关键，带动刊例价具备提价空间。刊例价通常受刊挂率影响，而刊挂率与广告数量之间存在正向关系。刊挂率的提升说明广告主对广告需求增长，客户对优质点位的竞争加剧造成了广告主供不应求的情况，公司则具备提价的能力。因此，广告数量增长是公司进行提价的关键之一。

消费快速迭代背景下公司优化广告主结构，客户数有望增长。随着消费复苏，Z 时代的需求快速更迭，消费品的更新换代频率提升以及细分品类的挖掘层出不穷进一步增长了消费品对广告的需求。公司优化客户结构，聚焦日用品消费广告主，2023H1 公司日用品消费占比从 22 年底的 55.19% 提升至 23H1 的 60.54%，并减少互联网广告主的占比，从 22 年底的 11.74% 降低至 11.21%。此外，公司持续挖掘新兴行业提升广告主数量，例如提升交通类、休闲娱乐类广告主占比。因此，公司有望在消费快速迭代的背景下持续优化客户结构，不断挖掘新兴行业客户增长广告数量。

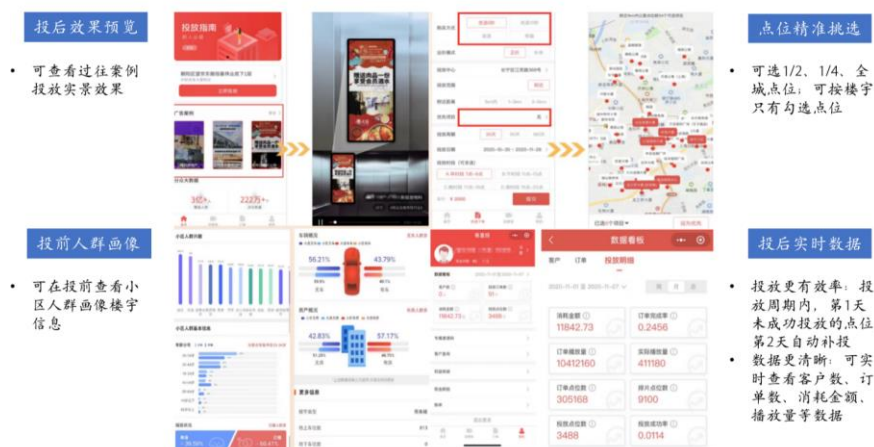
图表 36：2018-2023H1 公司广告主结构



来源：公司公告，太平洋证券研究院

直投平台+AI 赋能提升服务能力利于拓展各类型广告主,有望获得客户增量。近年,公司升级服务,于20年9月公司向代理商开放LBS智能屏,21年9月品牌升级至“分众直投”,其具备投放门槛低、LBS精准选点、锁定目标商圈和楼宇、智能屏系统推送、投后流量监控等功能。功能更新帮助品牌锁定目标人群,实现精准营销。近期与国内知名开源大模型厂商北京智谱合作开发营销垂直大模型。模型通过输入一万个精选的广告语以及范式培养语感,输出相关广告投放策略、文案创意、图片设计等。**一方面**,AI模型帮助分众提升中大型广告主服务能力,协助品牌方更加高效和精准的捕捉目标群体,在广告投放策略、创意生成等方面最大化投放效用。**另一方面**,AI语言模型帮助中小企业解决投放标语、海报设计、目标人群选定难的等问题。随着服务能力的提升,后期将吸引更多新的大型广告主和其他中小型广告主,获得增量客户。

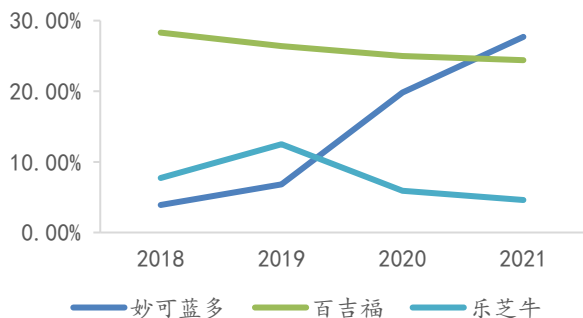
图表 37：“分众直投”产品功能升级



来源：太平洋证券研究院整理

公司引爆品牌案例众多，各行业广告主竞争加剧。多家食品饮料、美妆、家具等品牌方与公司合作后，市场份额与用户数量不断攀升。其中，自妙可蓝多在2019年2月投放公司后，其搜索指数直线上升，并超过当时的竞争对手百吉福数倍。在搜索指数提升后，妙可蓝多持续加码投入公司，在19年上半年与全国106个城市的公司电梯终端投放广告，并在2019年前三季度的电视电梯花费排行中位于榜首，同年1-4月销量同比增长500%。随后，与公司始终保持深度合作，且比其他竞争对手投放力度大。最终妙可蓝多营业收入由19年的17.44亿逐年增长，2021年市占率达30.9%，逆袭成为国内奶酪市场第一品牌。随着多个品牌成功引爆的案例，行业广告主对公司的品牌广告认可度提升促使广告主投放需求增长，导致各行业广告主对优质点位刊挂的竞争加剧。

图表 38：案例：妙可蓝多市占率逆袭



来源：欧睿，太平洋证券研究院

图表 39：妙可蓝多和竞品营销对比

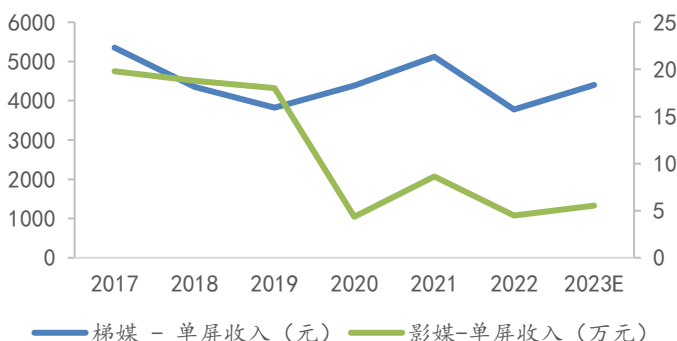
品牌名称	电梯广告
妙可蓝多	与分众深度合作
百吉福	无
安佳	无
乐芝牛	无
蒙牛爱氏晨曦	无
伊利(奶酪棒)	无
妙飞	与分众初步合作
吉士汀	与分众初步合作

来源：太平洋证券研究院整理

刊挂率提升带动公司刊例价格稳步提升，公司单屏营收有望回升。消费迭代+广告主

投放需求增长的背景下，行业广告主对优质点位的竞争加剧进一步提升刊挂率。刊挂率的提升有望带动刊例价格的持续提升。价格方面，公司表示于 2023 年 7 月 1 日对新客户上调 10% 的刊例价，预计明年 1 月 1 日对新老客户同时进行 10% 的刊例价提价。此外，公司的单屏营收是由广告数量×广告价格决定的，随着刊挂率与刊例价的同步提升，单屏营收将有望持续恢复带动营收稳步增长。

图表 40：2018-2022 年公司单屏收入（元）及单银幕收入（万元）



来源：公司公告，太平洋证券研究院

AI 模型进入内测阶段，公司有望在降本增效下贡献价格弹性。AI 模型的广告语生成、图片设计生成、投放策略生成等功能缩减了人力资源。AI 模型解决了人工生成创意服务效率慢的问题，通过 AI 模型，销售人员与文案人员可以在 AI 生成的基础上进行修改减少时间与人力成本同时提升效率提供更优质的服务给广告主。另外，AI 模型配有投放策略和图片生成，避免了人工上刊，缩减人工运维和设计成本。随着 AI 模型的进一步完善，公司运营层面达到降本增效的效果，为公司刊例价格端贡献更多弹性空间。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

核心假设：

1、楼宇媒体业务：

1) 点位数量：2023 年公司国内持续扩张一二线城市的核心点位巩固优势，并扩大智能屏的投入。海外方面也积极扩张新点位打开第二成长曲线。我们预计 2023-25 年随着经济复苏的影响，楼宇媒体对优质点位回归正常扩张节奏。预计其点位数量为 283/285/288 万个。

2) 单点位收入: 广告主需求增长带动行业广告主竞争加剧, 逐步提升刊挂率。其次, 公司每年按照惯例提高刊例价 5%-10%, 刊挂率和刊例价稳步提升放大收入弹性。因此, 我们预计 23-25 年楼宇媒体单点位收入为 0.42、0.48、0.54 万元。

3) 单点位成本: 单屏租赁成本由于公司通常与物业公司签约长期租赁合同并持续优化点位。因此, 单点位成本相对稳定。我们预测 23-25 年楼宇媒体单点位成本为 0.15、0.17、0.19 万元。

2、影院媒体业务:

1) 屏幕数量: 2023 年线下影院媒体恢复强劲, 但是影院媒体相较于梯媒有一定的滞后性。因此, 影业屏幕数量缓慢恢复中。随着滞后性的影响进一步减弱, 预计 23 年下半年点位数量逐步扩张。因此, 我们预测 23-25 年影院媒体电影屏幕数为 1.30、1.35、1.40 万块。

2) 单屏幕收入: 随着国内线下消费进一步恢复, 暑期档创下多个中国影史记录, 电影市场将迎来重振。我们预计 23-25 年影媒单屏幕收入为 5.77、6.70、7.83 万元。

3) 单屏幕成本: 在影院市场回暖的背景下, 公司部分影院媒体业务仍享受 2022 年租金折扣的优惠。因此, 2023 年整体租金成本有所减缓。但随着租金优惠结束叠加线下恢复后租金涨价等因素, 公司的单屏幕成本将有所提升。因此, 我们预计 2023-2025 年单屏幕成本为 3.01、3.67、4.02 万元。

图表 41：公司营收测算汇总（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计	14836.4	9425.0	12734.3	14894.8	16616.8
YoY	22.6%	-36.5%	35.1%	17.0%	11.6%
毛利率	67.5%	59.7%	64.1%	64.5%	63.8%
楼宇媒体					
收入	13617.8	8875.5	11970.3	13934.7	15492.6
YoY	17.6%	-34.8%	34.9%	16.4%	11.2%
毛利率	71.0%	58.70%	65.2%	65.7%	64.9%
影院媒体					
收入	1,172.7	537.6	749.8	942.0	1099.1
YoY	145.1%	-54.2%	39.5%	25.6%	16.7%
其他媒体					
收入	46.0	11.9	14.1	18.2	25.2
YoY	7.1%	-74.0%	18.2%	28.6%	38.8%

来源：太平洋证券研究院整理

4.2 可比公司估值与投资评级

广告行业的商业模式目前已相对成熟，在广告市场需求回暖叠加广告主品效协同的背景下，未来广告行业有望持续增长。因此，我们采用 PE 估值方法，选取了蓝色光标、浙文互联、三人行、兆讯传媒和天下秀作为可比公司，根据 ifind 一致预期，2023-2025 年可比公司 PE 平均值分别为 30.24x/22.28x/18.06x。

图表 42：可比公司估值

证券代码	公司简称	收盘价（元）	总市值 （亿元）	净利润（亿元）			PE（倍）		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300058.SZ	蓝色光标	7.68	191.04	6.20	7.50	9.14	30.50	25.23	20.68
600986.SH	浙文互联	5.66	84.19	2.69	3.24	3.79	30.80	25.56	21.80
605168.SH	三人行	68.75	101.09	10.26	13.30	15.39	9.80	7.56	6.54
301102.SZ	兆讯传媒	20.56	59.62	2.19	3.10	4.07	27.06	19.10	14.58
600566.SH	天下秀	6.28	113.53	2.13	3.33	4.31	53.06	33.97	26.68
平均值							30.24	22.28	18.06

来源：太平洋证券研究院整理，可比公司采用 ifind 一致预期，股价取 2023 年 9 月 13 日收盘价

我们认为，公司龙头地位稳固，公司占据业内最多点位资源且高线城市核心点位的渗透率高具备规模优势促进客户资源稳定。从点位数量来看，公司国内点位持续优化，占据一、二线城市优质资源，海外点位持续扩张获得收入增量。从价格方面来看，公司受益于品效协同的投放策略，消费快速迭代的背景下，广告主需求持续增长带动刊挂率

稳步提升，行业广告主对优质点位的竞争进一步提升刊例价格为营收贡献弹性。我们认为，公司掌握核心点位资源叠加刊例价仍有提升空间，预计公司 2023/2024/2025 年营业收入分别为 127.3/148.9/166.2 亿元，同比增长 35.1%/17.0%/11.6%；归母净利润分别为 48.6/59.3/67.0 亿元，同比增长 74.1%/22.1%/13.0%。我们给予公司 2023 年 25x PE 的估值，对应目标市值为 1214 亿元。首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

- 1) **经济增速放缓的风险**：不排除宏观经济增速放缓，从而导致广告主减少广告投放的风险。
- 2) **行业竞争加剧的风险**：不排除梯媒行业竞争格局再次加剧，公司市占率下降的风险。
- 3) **公司海外扩张不及预期的风险**：不排除公司在海外受法律、市场竞争等外部因素，海外点位拓展慢于预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4295.6	3280.2	3858.0	6375.9	8692.4
应收和预付款项	3354.9	1754.4	3368.3	3939.7	4395.2
存货	10.3	13.4	10.2	11.8	13.4
其他流动资产	3990.3	7400.0	6191.3	6451.6	6659.1
流动资产合计	11710.6	12488.0	13484.5	16845.3	19834.1
长期股权投资	1600.1	1880.1	2131.4	2382.7	2634.1
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	3873.9	3505.3	2587.8	1670.0	751.9
在建工程	4.5	4.7	5.9	4.1	2.3
无形资产开发支出	14.8	11.9	5.7	-0.6	-6.8
长期待摊费用	12.8	22.0	11.0	0.0	0.0
其他非流动资产	8338.5	7326.7	7326.7	7326.7	7326.7
资产总计	25555.3	25238.8	25552.9	28228.2	30542.2
短期借款	20.8	12.2	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	205.9	138.3	276.3	319.8	363.5
长期借款	813.0	742.7	529.0	328.2	141.1
其他负债	5543.5	6821.7	5732.8	6624.3	7457.9
负债合计	6872.5	7942.7	6766.0	7500.2	8190.4
股本	328.3	328.3	328.3	328.3	328.3
资本公积	380.7	380.7	380.7	380.7	380.7
留存收益	17670.4	16239.9	17690.7	19582.9	21151.3
归母公司股东权益	18379.4	16948.9	18399.7	20291.9	21860.4
少数股东权益	303.3	347.1	387.2	436.1	491.4
股东权益合计	18682.7	17296.0	18786.9	20728.0	22351.8
负债和股东权益	25555.3	25238.8	25552.9	28228.2	30542.2

现金流量表(百万)

经营性现金流	9590.4	6699.0	4215.4	6614.6	7404.5
投资性现金流	-2429.7	-2909.0	13.2	146.4	218.4
融资性现金流	-7551.4	-4701.4	-3650.8	-4243.1	-5306.3
现金增加额	-394.2	-891.3	577.8	2517.9	2316.6

利润表(百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14836.4	9425.0	12734.3	14894.8	16616.8
营业成本	4816.9	3797.4	4566.7	5286.8	6008.2
营业税金及附加	79.6	178.3	67.5	76.0	74.8
销售费用	2658.3	1779.2	2241.2	2533.6	2675.3
管理费用	502.5	608.9	547.6	583.9	633.1
财务费用	-168.7	-110.0	18.6	2.9	-15.0
资产减值损失	-71.1	16.2	-8.0	-9.3	-10.4
投资收益	268.2	555.5	377.8	377.8	377.8
公允价值变动	263.3	-493.6	107.0	278.0	395.4
营业利润	7745.0	3506.8	6033.7	7329.4	8320.6
其他非经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	7732.9	3499.6	6016.3	7312.0	8303.2
所得税	1621.2	660.4	1119.0	1331.5	1545.2
净利润	6111.6	2839.2	4897.3	5980.5	6758.0
少数股东损益	48.5	49.3	40.1	48.9	55.3
归母股东净利润	6063.2	2790.0	4857.2	5931.6	6702.7

预测指标

毛利率	67.5%	59.7%	64.1%	64.5%	63.8%
销售净利率	41.2%	30.1%	38.5%	40.2%	40.7%
营业收入增长率	22.6%	-36.5%	35.1%	17.0%	11.6%
EBIT 增长率	53.7%	-55.2%	78.0%	21.2%	13.3%
净利润增长率	51.4%	-54.0%	74.1%	22.1%	13.0%
ROE	33.0%	16.5%	26.4%	29.2%	30.7%
ROA	23.7%	11.1%	19.0%	21.0%	21.9%
ROIC	60.0%	27.8%	65.9%	69.0%	82.5%
EPS (X)	0.4	0.2	0.3	0.4	0.5
PE (X)	17.60	38.25	21.97	17.99	15.92
PS (X)	7.19	11.32	8.38	7.17	6.42
PB (X)	5.81	6.30	5.80	5.26	4.88
EV/EBITDA (X)	10.13	13.57	13.87	11.42	9.98

资料来源: ifind、太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锐	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。