

证券研究报告

公司研究

公司点评

分众传媒 (002027. SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

冯翠婷 传媒互联网及海外 首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

分众传媒：同美团双方达成意向合作，推进低线城市电梯视频媒体开发运营

2024年7月15日

事件：分众传媒7月11日单日跌幅为4.65%，我们认为与上午美团于官方微信公众号发布招募电梯媒体广告加盟商的消息有关，市场担心美团入局梯媒市场将对分众传媒的市场构成竞争。盘后分众传媒回复互动易投资者问及证券时报讯，分众传媒及美团双方已达成意向合作，充分发挥各自优势，合作展开包括三四线城市在内的下线城市电梯视频媒体的开发及运营，为中小客户提供优质服务。

根据“美团外卖合作城市”微信公众号，美团下沉市场发展部致力于美团核心本地商业下沉市场的发展与经营。目前美团计划在下沉城市招募电梯媒体广告加盟商（视频梯媒）。美团侧将提供设备和业务支持；加盟商侧负责铺设设备、销售和制作广告等事宜，加盟商条件包括有：

- 1.目前正在从事线下广告业务，至少2年以上经验，有梯媒经验更佳。
- 2.在全国任意下沉城市拥有社区/商圈物业楼宇资源、广告客户、广告销售、广告售卖经验等，以快速拓展梯媒业务。
- 3.具备充足的启动资金和公司实力，有意愿在单一城市铺设500个以上的视频梯媒点位。

证券时报讯，分众传媒与美团达成意向合作，将加速推进低线城市电梯视频媒体的开发及运营。在加快建设国内大循环背景下，为能够向更多的中小客户提供优质服务，结合目前市场实际需求，分众传媒与美团积极探索，充分发挥各自优势，合作展开包括三四线城市在内的下线城市电梯视频媒体的开发及运营。为了实现双方合作的路径和形式，分众与美团将首先选取部分城市作为此次合作的试点，未来，根据试点城市的经营情况，逐步推广覆盖。

我们认为，此次合作的达成，将促进分众传媒与美团展开协作联动。通过合作双方能够在下沉市场打通线上线下的营销渠道，提高各自在低线城市的渗透率，为低线城市中小企业提供更好的服务。分众亦能充分发挥自身内容放大器的强大优势作用，扩大A1人群，有效提升线上的进店率、流转率和转化率，为以本地生活服务为代表的中小广告客户提供高质量赋能，在规模化与结构化优势中持续推高企业竞争壁垒。

点评：

➤ 我们认为，分众传媒与美团后续合作更为合理，关注中期分红高回报投

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

资机会:

(1) 公司 4 月 29 日公告指出，中期利润分配条件为归母净利润为正，现金分红上限为利润的 80%。经测算，我们预计分众传媒 24Q2 单季度净利润有望达 23.6 亿元，即二季度单季度净利润增长预计在+5.8%。24 年归母净利润预期对应当前市值股息率超 5%。

(2) 我们认为，分众提供低线城市点位、美团提供低线城市中小客户广告需求，系目前较为合理的利用双方优势的合作形式。相较一二线城市，低线城市在过去梯媒的竞争体现较低的广告价值，在当前市场环境占据双方较高 CAPEX 开支并不合理，我们假设低线城市单点位成本为 3000 元/年，则对应当前分众传媒 30 万低线城市点位 9 亿运营成本。分众在互动易指出加强中小企业服务，背后反映的是其 KA 客户贡献强于中小客户的广告主结构。根据分众投资者关系活动记录表，分众过去数年年投放亿元级别的客户留存率超过 90%，而 1000-5000 万元的客户留存率约为 70%以上。美团的本地商家中拥有较多的中小商家，双方合作或能较好将美团的商家资源从美团的线上转化为分众的线下投放。根据 CTR 媒介智讯的数据显示，2024 年 1-2 月广告市场同比上涨 7.5%，2 月较 1 月增幅扩大，电梯 LCD 和电梯海报渠道表现亮眼，分众传媒渠道优势稳固。

图 1: 分众传媒各线城市点位覆盖表 (单位: 万个)

媒体类型	媒体覆盖范围		2024/3/31 占比	2024/3/31 媒体数量	2023/12/31 媒体数量	2022/12/31 媒体数量	2022/12/31 至 2024/3/31 变动幅度
电梯电视媒体	自营媒体	一线城市	23.5%	26.2	25.3	20.7	26.60%
		二线城市	50.4%	56.3	55.3	45.1	24.80%
		三线及以下城市	6.5%	7.2	6.4	5.3	35.80%
		境外	13.8%	15.4	13.6	10.7	43.90%
	加盟		5.8%	6.5	5.1	5	30.00%
	小计		100.0%	111.6	105.7	86.8	28.60%
电梯海报媒体	自营媒体	一线城市	22.2%	43.6	43.2	41.1	6.10%
		二线城市	46.8%	91.9	91.6	91.3	0.70%
		三线及以下城市	10.1%	19.9	20	20.3	-2.00%
		境外	0.9%	1.8	1.6	0.4	350.00%
	参股		19.9%	39	39.4	29.1	34.00%
	小计		100.0%	196.2	195.8	182.2	7.70%
合计			307.8	301.5	269	14.40%	

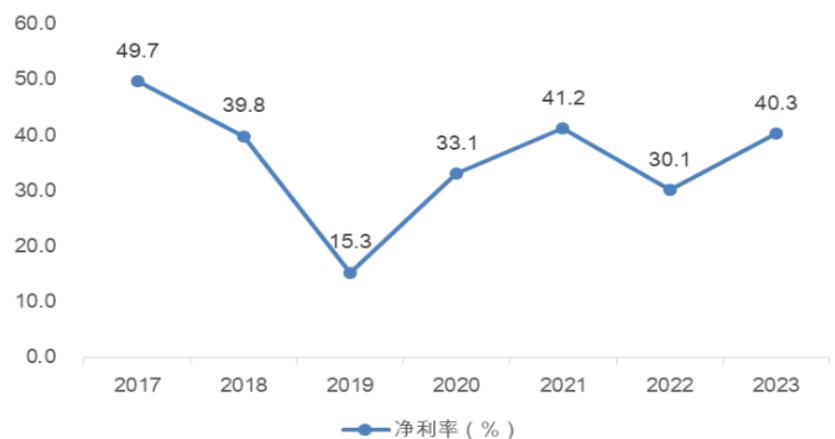
资料来源: 分众传媒公司公告, 信达证券研发中心

(3) 美团公开招募低线城市加盟商，是其在下沉市场营销策略的一部分，有助于实现线上线下营销渠道的打通，提升用户渗透率，特别是对于线上渗透率低的群体，如低线城市老年人消费群体，并帮助下沉市场商户拓展用户范围。同时，未有证据显示美团将亲自下场做梯媒，梯媒入场的“跑马圈地”铺设点位模式将会有大量的初始资金投入。截至 23 年 5 月，梯媒新进入者新潮传媒从天使轮至今累计融资约 90 亿元，其中投资者不乏京东、顾家家居、欧普照明等知名企业。我们认为，梯媒看似高利润率的商业模式，也需要长期稳定的下游客户培育（点位重要，但稳定的客户更重要），和稳定的现金流回报上游渠道（短期的成本竞争看似上游短期受益，但长期会为带来续约、违约等问题）。

表 1: 新潮传媒历年融资情况

时间	融资轮次	融资金额	投资方
2014.12	天使轮	6000 万元	/
2015.08	A 轮	/	朋锦资产
2017.05	战略融资	10 亿元	天娱数科、恺英、欧普照明、顾家家居、二三四五
2018.04	战略融资	20 亿元	成都高新区产业引导基金
2018.09	战略融资	/	元璟资本、岳佑投资等
2018.11	战略融资	21 亿元	百度、闻名投资
2019.08	战略融资	约 10 亿元	京东
2021.04	战略融资		宁波梅山保税港区万梯视鑫企业管理合伙企业等
2021.09	战略融资	4 亿美元	京东领投
2022.01	战略融资	/	合富晟投资
2023.05	股权融资	/	芜湖闻名泉泓基金

资料来源：企查查、信达证券研发中心

表 2: 分众传媒历年利润率


资料来源：iFind、信达证券研发中心（注：新潮传媒融资后 18-19 年进入行业跑马圈地时期拉低行业利润率）

投资建议：我们预计分众传媒 2024-2026 年营业收入分别为 133.64/146.16/158.89 亿元，同比+12.3%/+9.4%/8.7%；实现归母净利润分别为 51.99/54.65/59.22 亿元，同比+7.7%/+5.1%+8.3%。截至 2024 年 7 月 15 日，对应 PE 分别为 16.55/15.75/14.54 倍，维持“买入”评级。

➤ 风险因素：线下消费恢复增速不及预期、广告主投放预算不及预期

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	9,425	11,904	13,364	14,616	15,889
增长率 YoY %	-36.5%	26.3%	12.3%	9.4%	8.7%
归母净利(百万元)	2,790	4,827	5,199	5,465	5,922
增长率 YoY%	-54.0%	73.0%	7.7%	5.1%	8.3%
毛利率%	59.7%	65.5%	63.9%	63.6%	63.9%
净资产收益率ROE%	16.5%	27.3%	30.1%	31.9%	33.9%
EPS(摊薄)(元)	0.19	0.33	0.36	0.38	0.41
市盈率 P/E(倍)	30.85	17.83	16.55	15.75	14.54
市净率 P/B(倍)	5.08	4.86	4.98	5.02	4.93

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 07 月 15 日收盘价

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	12,488	11,112	12,531	12,901	13,285	
货币资金	3,280	3,493	3,891	3,151	3,573	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,472	1,821	2,474	3,307	3,014	
预付账款	107	108	121	106	115	
存货	13	9	28	23	33	
其他	7,615	5,681	6,017	6,315	6,550	
非流动资产	12,751	13,249	13,007	12,942	13,234	
长期股权投资	1,880	2,133	2,433	2,733	3,033	
固定资产 (合计)	592	503	361	199	185	
无形资产	12	66	64	62	67	
其他	10,266	10,547	10,149	9,949	9,949	
资产总计	25,239	24,361	25,538	25,844	26,519	
流动负债	6,972	5,203	6,533	6,823	7,072	
短期借款	12	69	99	129	134	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	138	137	80	275	66	
其他	6,822	4,997	6,354	6,420	6,872	
非流动负债	971	1,117	1,317	1,417	1,467	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	971	1,117	1,317	1,417	1,467	
负债合计	7,943	6,320	7,850	8,240	8,539	
少数股东权益	347	348	400	455	515	
归属母公司股东 权益	16,949	17,693	17,288	17,148	17,465	
负债和股东权益	25,239	24,361	25,538	25,844	26,519	
重要财务指标		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	9,425	11,904	13,364	14,616	15,889	
同比(%)	-36.5%	26.3%	12.3%	9.4%	8.7%	
归属母公司 净利润	2,790	4,827	5,199	5,465	5,922	
同比(%)	-54.0%	73.0%	7.7%	5.1%	8.3%	
毛利率(%)	59.7%	65.5%	63.9%	63.6%	63.9%	
ROE(%)	16.5%	27.3%	30.1%	31.9%	33.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.19	0.33	0.36	0.38	0.41	
P/E	30.85	17.83	16.55	15.75	14.54	
P/B	5.08	4.86	4.98	5.02	4.93	
EV/EBITDA	15.16	10.79	11.96	11.59	10.95	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	9,425	11,904	13,364	14,616	15,889	
营业成本	3,797	4,109	4,831	5,321	5,731	
营业税金及附加	178	236	200	219	191	
销售费用	1,779	2,203	2,687	2,879	3,093	
管理费用	609	443	523	576	634	
研发费用	69	62	69	77	85	
财务费用	-110	-73	-97	-65	2	
减值损失合计	16	-39	15	16	17	
投资净收益	555	411	668	585	636	
其他	-167	496	610	536	487	
营业利润	3,507	5,792	6,443	6,747	7,292	
营业外收支	-7	2	-10	-11	-12	
利润总额	3,500	5,793	6,433	6,736	7,280	
所得税	660	993	1,181	1,215	1,299	
净利润	2,839	4,800	5,252	5,520	5,981	
少数股东损益	49	-27	53	55	60	
归属母公司净利润	2,790	4,827	5,199	5,465	5,922	
EBITDA	6,333	8,438	7,159	7,467	7,869	
EPS(当年)(元)	0.19	0.33	0.36	0.38	0.41	
现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	6,699	7,678	6,485	5,568	6,860	
净利润	2,839	4,800	5,252	5,520	5,981	
折旧摊销	3,014	3,084	1,277	1,187	929	
财务费用	112	126	78	90	97	
投资损失	-555	-411	-668	-585	-636	
营运资金变动	536	44	493	-689	345	
其它	753	36	54	44	143	
投资活动现金流	-2,909	1,724	-175	-348	-396	
资本支出	-94	-273	-336	-427	-524	
长期投资	-1,769	2,585	-600	-600	-500	
其他	-1,045	-589	760	679	629	
筹资活动现金流	-4,701	-9,257	-5,848	-5,960	-6,042	
吸收投资	6	25	0	0	0	
借款	0	67	30	30	5	
支付利息或股息	-1,900	-6,086	-6,078	-6,090	-6,097	
现金净增加额	-891	154	462	-741	422	

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有 5 年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道。2023 年加入信达证券研发中心，目前主要专注于美股研究以及结合海外映射对 A 股、港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 ±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。