



# 分众传媒 (002027.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 收购扩渠道，携手支付宝打通转化链 路，看好后续增长

海外和传媒互联网组

分析师：易永坚 (执业 S1130525020001)

yyijongjian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：7.28 元

目标价 (人民币)：8.70 元

相关报告：

1. 《分众传媒公司点评：业绩稳健，高分红回馈股东》，2025.4.29
2. 《分众传媒公司点评：业绩稳步增长，符合预期》，2024.10.29
3. 《分众传媒公司点评：经营稳健，业绩符合预期，拟中期分红》，2024.8.10

### 投资逻辑

**1、收购新潮传媒的影响：完成后公司将从 3 方面受益。**1) 二者点位、覆盖人群重合度低，满足的客户需求也有差异，收购整合完成后，更能满足广告主多样化需求。公司点位覆盖全面，至 25 年 3 月底，电梯电视媒体覆盖境内超 230 个主要城市，设备数量约 126 万台；新潮侧重户外视频广告，锁定写字楼外的中产社区，至 24 年 9 月底，其运营了约 74 万部电梯智能屏。客户：公司积累了大量大型、优质客户，而新潮深耕下游长尾市场，单屏收入较公司低 2000 元/年。2) 收购新潮后，公司龙头地位进一步巩固。3) 二者分别与阿里、京东+百度深度合作推进品效合一，收购完成有望打通数据，更好实现品效合一。

**2、分众+支付宝碰一碰，打通广告展示-消费转化链路，深化品效合一。**6月24日，“支付宝碰一下”进入公司电梯渠道，用户通过手机碰一下设备小蓝环即可领红包、优惠券或跳转店铺/购买页面，二者的合作打通广告-支付转化的链路，有望解决传统梯媒渠道难以归因的难题，同时深化与大股东阿里在数据等方面的合作，进一步打开电梯广告的市场空间。支付宝碰一下 24 年 6 月推出，后快速推广，现用户破亿，其线下推广场景与公司渠道高度贴合。

**3、新消费趋势的影响：有望为梯媒投放带来增量。**主要基于 3 点：1) 通过对近 10 年广告市场投放、消费趋势变化的分析，我们认为消费趋势变化会催生新行业或品牌，在此过程中前期的跑马圈地、竞争白热化中的稳固地位均会促进投放增加，比如互联网、在线教育等行业。以潮玩、茶饮为代表的消费竞争均趋于激烈，品牌认知度是决胜的关键因素之一，尤其对于更易同质化的产品类别而言。2) 效果广告投放价格会随投放量的增加而上升，加投的边际效果会同步减弱，品牌广告的价格优势会更突出。3) 新消费公司盈利水平相对较高，且行业仍在扩容，预计广告预算较充足。

### 盈利预测、估值和评级

预计 25-27 年归母净利润 54.5/57.6/61.9 亿元, PE 为 19/18/17X。给予 25 年 PE 23X, 目标价 8.7 元, 维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济发展不及预期, 下游新兴赛道投放不及预期, 市场竞争加剧, 收购新潮传媒不及预期。



### 主要财务指标

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,904	12,262	12,962	13,627	14,244
营业收入增长率	26.30%	3.01%	5.71%	5.13%	4.53%
归母净利润(百万元)	4,827	5,155	5,453	5,763	6,185
归母净利润增长率	73.02%	6.80%	5.78%	5.67%	7.33%
摊薄每股收益(元)	0.334	0.357	0.378	0.399	0.428
每股经营性现金流净额	0.53	0.46	20.94	16.97	18.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.28%	30.28%	30.44%	30.68%	28.81%
P/E	18.91	19.69	19.04	18.02	16.79
P/B	5.16	5.96	5.80	5.53	4.84

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、收购新潮传媒，看好覆盖面扩大后议价能力提升.....	4
1.1、补全点位分布、人群覆盖，更满足品牌多样化投放需求.....	4
1.2、龙头地位有望进一步巩固，议价能力有望提高.....	5
1.3、数据进一步打通，更好实现品效合一.....	6
二、分众+支付宝碰一碰，打通广告展示-消费转化链路，深化品效合一.....	7
三、新消费趋势明确，有望为梯媒投放带来增量.....	8
3.1、消费业态变化对投放影响复盘：竞争加剧、跑马圈地，促进投放增加.....	8
3.2、新消费竞争趋于激烈+效果广告价格提升，梯媒预算增长可期.....	11
四、盈利预测.....	13
4.1、盈利预测.....	13
4.2、投资建议.....	14
五、风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1：分众电梯电视媒体分布：一二线城市为主，三线及以下近 2 年占比有所增加.....	4
图表 2：分众电梯海报媒体分布：一二线城市为主，三线及以下占比缓慢下降.....	4
图表 3：分众传媒及新潮传媒单媒体设备收入测算.....	5
图表 4：梯媒行业竞争激烈时期，公司单媒体收入、梯媒业务毛利率均显著下滑，单媒体租赁成本也有所提升.....	5
图表 5：中国户外广告市场分散，分众、新潮为 TOP10.....	6
图表 6：阿里为公司大股东.....	6
图表 7：京东、百度为新潮传媒大股东.....	7
图表 8：分众传媒和支付宝碰一下合作.....	8
图表 9：中国第三方互联网支付市场份额：支付宝占第二，仅次于银联商务.....	8
图表 10：广告市场规模整体稳步增长，投放行业结构性变化与消费业态变化息息相关.....	9
图表 11：互联网普及率：15 年超过 50%，17-20 年，普及加速，20 年至今有所放缓.....	9
图表 12：在线教育：21 年“双减”意见引发，市场规模缩水，22-24 年重新恢复增长.....	9
图表 13：近 3 年化妆品进口额下滑，国产化妆品市占率超过 50%.....	10
图表 14：2017-24 年梯媒广告投放 TOP10 品牌梳理：与前述行业变化息息相关.....	10
图表 15：分众传媒收入结构变化-按行业：日用消费品行业逐渐成为公司基本盘.....	11
图表 16：近 4 年中国潮玩市场规模 CAGR 超 35%.....	11
图表 17：近 4 年中国现制茶饮市场规模 CAGR 超 23%.....	11



图表 18: 中国现制茶饮门店数量: 近 2 年重回正增长.....	12
图表 19: 中国现制茶饮竞争格局——“一超多强” .....	12
图表 20: 品牌化妆品 (申万 III 级) 销售费用变化: 2020-24 年持续加投.....	12
图表 21: 品牌化妆品 (申万 III 级) 销售费率 VS 净利率: 2020-24 年销售费率持续提升, 但 24 年净利率显著下滑.....	12
图表 22: 化妆品上市公司销售费用、归母净利率变化情况: 近 4 年持续加投, 多数 23-24 年销售费率提升明显, 而归母净利率有所下滑.....	13
图表 23: 代表性新消费上市公司营收、销售费率及盈利水平梳理: 整体盈利水平较高.....	13
图表 24: 分众传媒收入拆分 (单位: 百万元) .....	14
图表 25: 公司期间费率预测.....	14
图表 26: 近 5 年公司 PE Bands: PE 中枢大概为 20X.....	15



## 一、收购新潮传媒，看好覆盖面扩大后议价能力提升

4月9日公司发布公告称，拟以发行股份及支付现金的方式购买张继学、重庆京东、百度在线等50个交易对方持有的新潮传媒100%的股权。本次交易完成后，新潮传媒将成为公司全资子公司。收购整合完成后，公司有望从3方面受益：1) 公司和新潮点位重合度、覆盖人群重合度低，所满足的客户需求也有差异，收购完成后，点位分布、人群覆盖更广，更能满足广告主多样化需求。2) 公司龙头格局有望进一步巩固，议价能力更强。3) 二者分别与不同的互联网大厂建立深度合作，且均重视品效合一的推进，收购完成后，数据可以进一步打通，有望进一步促进品效合一。

### 1.1、补全点位分布、人群覆盖，更满足品牌多样化投放需求

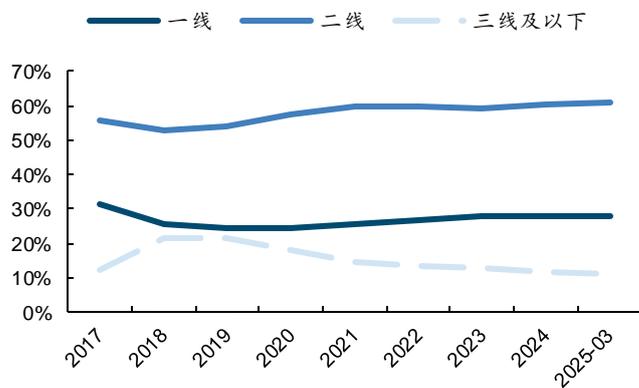
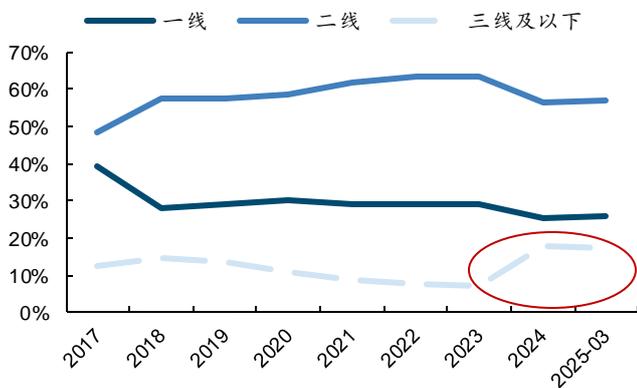
■ 分众、新潮点位分布各有侧重，重合度低，收购完成后点位布局将进一步完整。

1) 分众传媒点位覆盖全面度较高。据分众传媒2024年报，公司电梯媒体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，覆盖全面度较高。据公司财报，至2025年3月底，公司电梯电视媒体网络覆盖境内超230个主要城市，包括中国香港，同时覆盖韩国、泰国、新加坡等国，设备数量约126万台；电梯海报媒体覆盖境内超120个主要城市，设备数量约180万个（包括参股公司设备约37.4万个）；影院媒体合作影院2459家，1.7万个影厅，覆盖国内约300个城市的观影人群。2017年以来，公司电梯媒体布局均以一二线城市为主，合计占比超过80%，近2年三线及以下城市点位占比有所提升，预计主要系消费者对性价比的重视度提升，低线城市于公司布局的战略定位有所提升。

2) 相较于分众传媒的全面性覆盖，新潮传媒则侧重于户外视频广告业务，将目标锁定在写字楼之外的中产社区。新潮的资源点位与上市公司重合度较低，通过灵活动态的智能投放方式服务数量庞大的中小广告主，深耕下游长尾市场。新潮传媒以社区为核心场景，多媒介、多频次触达目标用户。截至2024年9月30日，新潮传媒电梯媒体平台在约200个城市运营了约74万部智能屏，其中约64万个智能屏投放于约4.5万个住宅小区。

图表1：分众电梯电视媒体分布：一二线城市为主，三线及以下近2年占比有所增加

图表2：分众电梯海报媒体分布：一二线城市为主，三线及以下占比缓慢下降



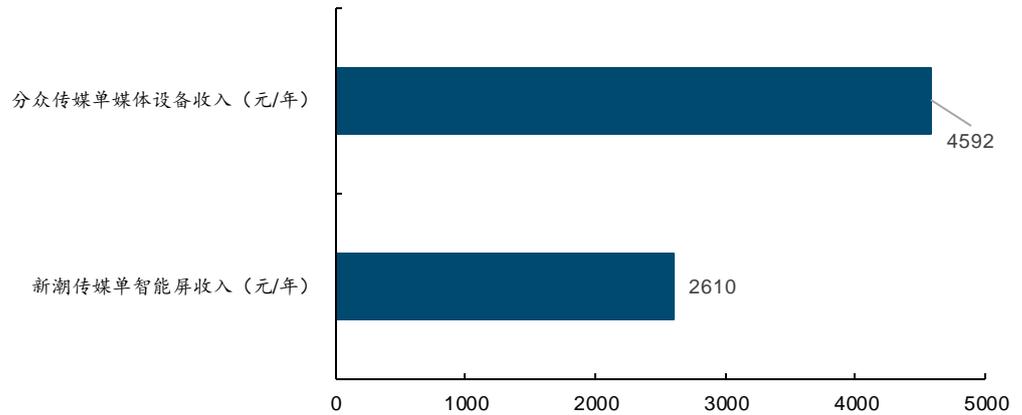
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 分众经过长期运营积累了大量大型、优质客户，而新潮深耕下游长尾市场，收购整合完成有望提升单屏收入。我们大致测算了分众及新潮的单屏收入，2024年分众梯媒单媒体收入约4600元（包括电视和海报梯媒），新潮单智能屏收入约2600元，后者提升空间较大，预计主要系分众点位覆盖度更高、服务的客户群体更大型优质，而新潮服务了数量庞大的中小广告主，前者的议价能力、谈广告预算的能力更高。收购整合完成后，分众的点位覆盖度、人群覆盖面进一步扩大，增加的新潮的点位在分众的赋能下有望发挥出更大的效用，单屏收入有望提升。



图表3: 分众传媒及新潮传媒单媒体设备收入测算

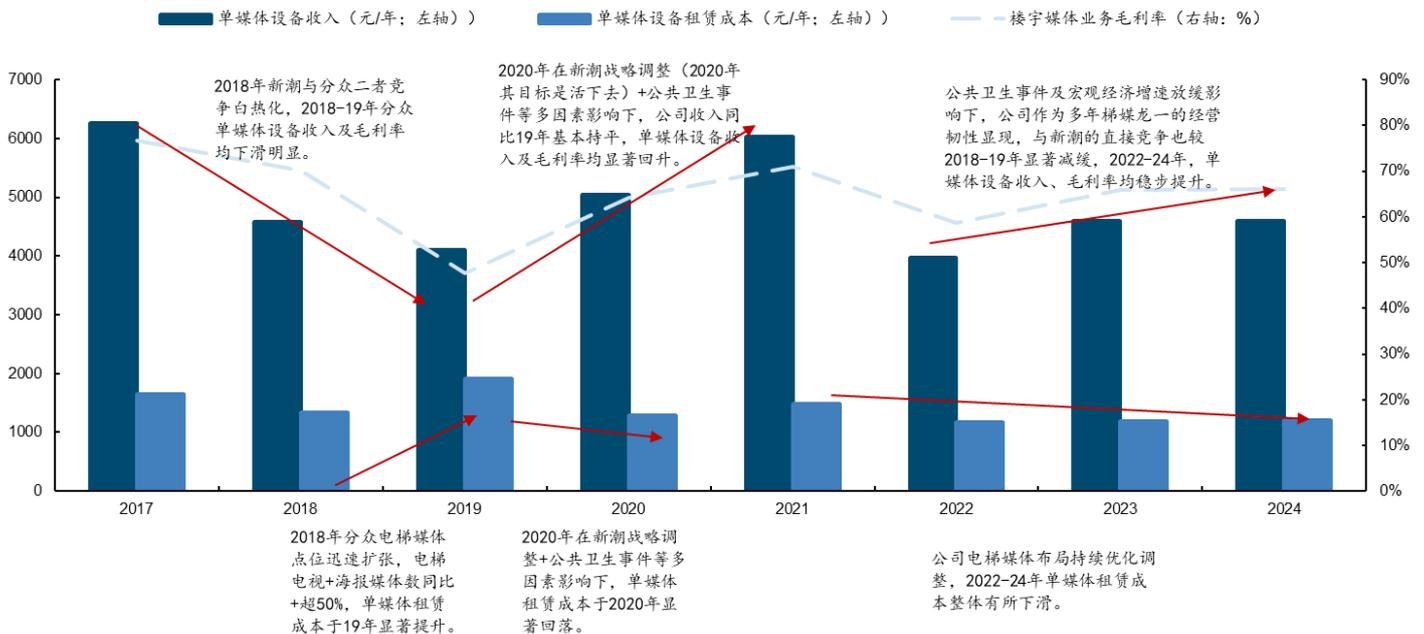


来源: 公司公告, 国金证券研究所测算, 注: 分众传媒单媒体设备收入=2024 楼宇媒体收入 / (2024 电梯电视媒体+电梯海报媒体数量), 不包含境外媒体设备, 新潮传媒单智能屏收入=2023 年营业收入 / 截至 2024 年 9 月智能屏数量

1.2、龙头地位有望进一步巩固，议价能力有望提高

■ 复盘公司与新潮的激烈竞争时期，公司点位迅速扩张，但单点位收入下滑、租金等成本提升，激烈的竞争对利润率显著造成压力。2018 年新潮与公司竞争白热化，与公司于客户获取等环节直接竞争，为实现中长期战略目标，公司自 18 年 Q2 起大幅扩张电梯类媒体资源，截至 18 年末，公司自营电梯电视媒体较 17 年末增长 134.6%，自营电梯海报点位较 17 年末增长 60.2%，媒体资源规模大幅扩张导致租金、设备折旧、人工成本及运营维护成本等同比均较大幅度增长，受此影响，虽然公司 18 年营收实现 21.1% 的增长，但盈利水平有所下滑；19 年公司梳理点位，但由于 18 年快速扩张点位，租金成本仍高企。2020 年公共卫生事件爆发，正面竞争显著放缓，公司龙头地位进一步巩固，21 年单设备收入较 19 年提升高速增长，利润率显著提升，但未达到 17 年水平，22-24 年受公共卫生事件反复及宏观经济增速放缓的影响，广告主投放更加谨慎，收入规模及楼宇媒体毛利率低于 21 年，但 22-24 年整体表现稳健。

图表4: 梯媒行业竞争激烈时期，公司单媒体收入、梯媒业务毛利率均显著下滑，单媒体租赁成本也有所提升

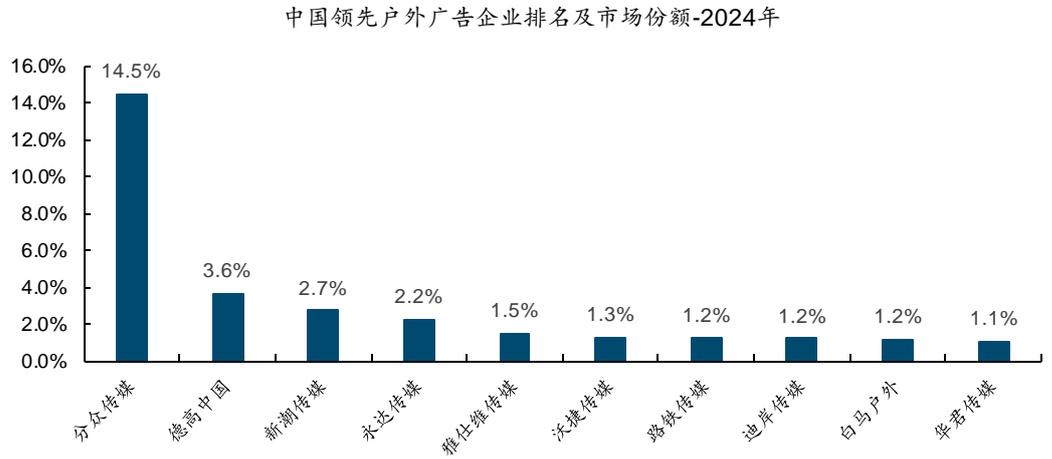


来源: 公司公告, 澎湃新闻, 国金证券研究所, 注: 单媒体设备收入=当年楼宇媒体收入 / (当年电梯电视媒体+当年电梯海报媒体), 不包括境外媒体; 单媒体设备租赁成本=当年媒体租赁成本 / (当年电梯电视媒体+当年电梯海报媒体), 不包括境外媒体



- 收购完成后,和新潮的竞争停止,此前对租金成本、单点位收入的负面影响或将消退,同时覆盖人群扩大。1) 新潮仍然是中国户外广告企业的头部公司,梯媒赛道的市场地位领先,收购有利于公司电梯媒体的龙头地位进一步巩固。2) 公司目前已覆盖超过4亿中国城市主流人群,新潮传媒覆盖了1.8亿城市家庭人群,收购完成后,预计覆盖人群将进一步扩大,进而扩大广告主投放的辐射范围。

图表5: 中国户外广告市场分散,分众、新潮为TOP10



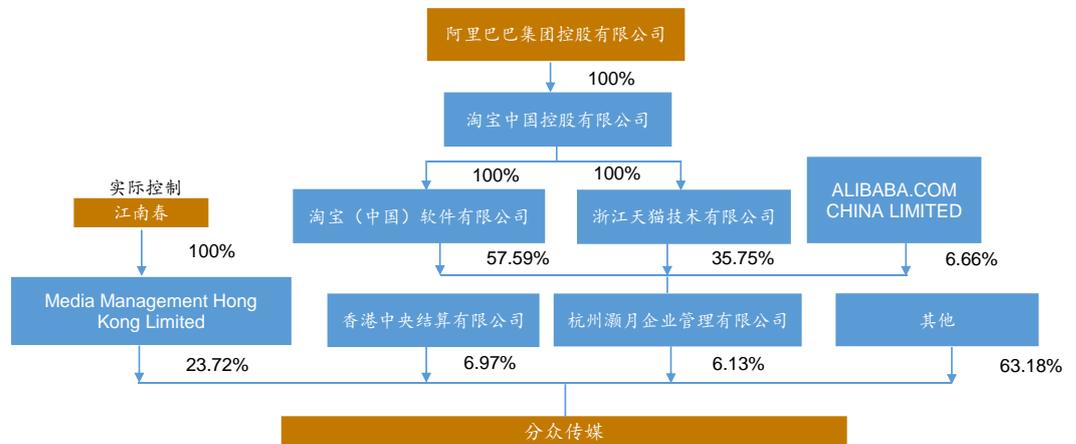
来源: 中国广告协会《2024年全球及中国户外广告市场报告》, 国金证券研究所

### 1.3、数据进一步打通,更好实现品效合一

- 公司与新潮所积累的数据有望在收购完成后实现整合打通,更好实现品效合一、更好满足广告主的投放需求。二者均于梯媒投放行业经营多年,自身投放系统均沉淀出大量数据,且因点位不同、服务客户有差异,预计数据有一定互补性;二者分别引入阿里、京东和百度的战略投资,于线上数据等方面达成合作,合作的互联网大厂不同,预计此方面二者所积累的数据也有所不同。

1) 阿里为公司大股东,自18年起二者在数据、业务、云等层面深度合作,助力公司完善投放后链路,推进品效合一。2018年7月,阿里及其关联方以约150亿元人民币战略入股,借助阿里的新零售基础设施能力和大数据能力,及公司广泛的线下触达网络,共同探索新零售大趋势下数字营销的模式创新。公司已实现网络可推送、实时可监测、洞察可回流、效果可评估,通过数字化改造,公司成为融入品牌全域营销、提升品牌消费者资产的核心平台,可协助品牌精准投放,屏与端流量互动,助力品牌在数字时代提升销售转化率。

图表6: 阿里为公司大股东



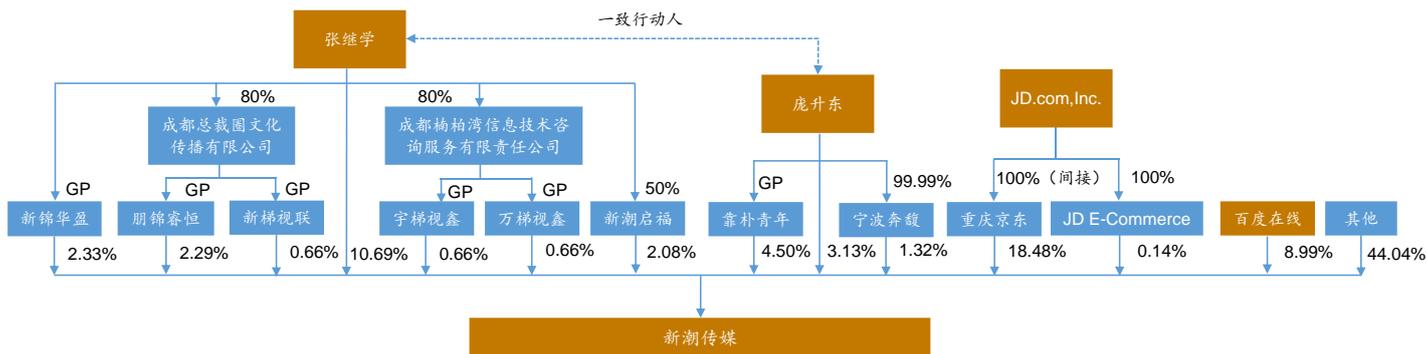
来源: ifind, 国金证券研究所, 注: 上图仅列示持股比例5%以上的股东

2) 京东、百度为新潮大股东。新潮与其在数据等方面达成深度合作,并通过多年经营沉淀了大量投放数据。①18年11月14日,百度宣布战略投资新潮传媒,新潮传媒此轮融资



资共计 21 亿元人民币，由百度领投，双方建立战略合作伙伴关系后，新潮传媒的社区线下智能终端将与百度线上数据做深度融合，为企业和品牌提供更加精准的媒体流量方案，新潮传媒也正式成为百度聚屏的媒体联盟伙伴新成员，与此同时，百度还将以大数据算法和人工智能赋能新潮传媒线下媒体，共同打造“AI+梯媒”的线上线下媒体融合的流量平台。②19 年 8 月，京东战略投资新潮传媒，达成深度战略合作之后，京东与新潮传媒将借助大数据、AIoT 等技术，细化线下广告投放颗粒度，实现线下广告“人、货、场、时”的精准匹配，以期进一步提升线下广告触达的效果，并不断优化和赋能合作品牌及商家生态，21 年 9 月，京东再度领投新潮。③此外，新潮传媒于 18 年 8 月发布蜜蜂智能投放系统 (BITS)，通过大数据+人工智能技术，提供基于社区电梯智能设备的程序化系统产品，将对新潮传媒智能终端实现程序化投放，为广告主提供一站式的智能营销服务。

图表7: 京东、百度为新潮传媒大股东



来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、分众+支付宝碰一碰，打通广告展示-消费转化链路，深化品效合一

■ 6 月 24 日，公司官方微信公众号发文称，分众传媒和支付宝碰一碰合作，“支付宝碰一下”进入电梯。分众传媒和支付宝碰一碰的合作，有望打通梯媒投放后链路，更好实现梯媒渠道的品效合一，投放效果更易量化后有望吸引更多广告主、更多预算。

1) 分众电梯点位+支付宝碰一碰有望打通“观看广告-即时互动-消费转化”链路。当用户在电梯里看到支付宝碰一下设备时，用户解锁手机，碰一下设备小蓝环即可领取红包、优惠券或跳转至店铺/购买页面。二者的合作打通了从广告到支付转化的链路，有望解决传统梯媒渠道难以归因的难题，进而进一步打开电梯广告的市场空间。

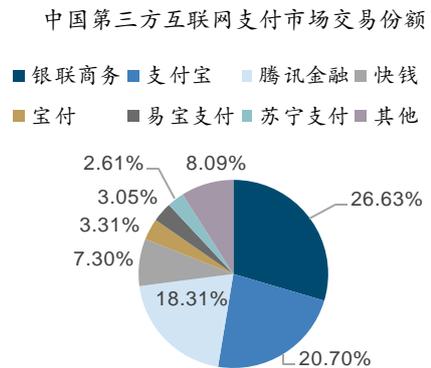
2) 与阿里合作进一步深化，预计数据方面的合作更加深入，品效更合一。结合前文分析，阿里于 18 年战略投资公司，二者合力对梯媒渠道进行了数字化改造，推进品效合一。此次合作的支付宝本身用户数、市场份额较大，据 Quest Mobile, 2024 年 Q4 支付宝月活 9.2 亿，支付宝碰一下用户数仍有较大增长空间，易观千帆数据显示，2024 年中国第三方互联网支付市场中，支付宝占 20.7%，仅次于银联商务；且“支付宝碰一下”推出后快速铺开，2024 年 6 月，首笔交易诞生，其使用 NFC 技术，用户解锁手机后，不用打开支付宝 App，碰一下小蓝环就能支付，至 2025 年 4 月“支付宝碰一下”生态大会，“碰一下”已布局全国超 400 个城市，5000+品牌、千万商家接入，场景也从支付延伸至点餐、开门、骑行、入住等共计 300 种细分场景，“支付宝碰一下”用户数已破亿，一半是 30 岁以下年轻人。我们认为，此次与支付宝碰一碰合作，合作过程将产生更多消费行为、消费者画像等数据，有望对双方业务形成反哺。



图表8: 分众传媒和支付宝碰一下合作



图表9: 中国第三方互联网支付市场份额: 支付宝占第二, 仅次于银联商务



来源: 支付宝微信公众号, 国金证券研究所

来源: 易观千帆, 国金证券研究所

### 三、新消费趋势明确, 有望为梯媒投放带来增量

新消费趋势有望为梯媒投放带来增量, 主要基于以下 3 点判断: 1) 通过对近 10 年广告市场投放变化、大的消费趋势变化的分析, 我们认为消费趋势变化会催生新的行业或品牌, 在此过程中前期的跑马圈地、竞争白热化中的稳固地位均会促进投放增加, 比如互联网、在线教育等行业。以潮玩、茶饮为代表的新消费行业的竞争均趋于激烈, 品牌认知度是决胜的关键因素之一, 尤其是对于更易同质化的产品类别而言。2) 因竞价机制, 效果广告投放价格会随投放量的增加而上升, 加投的边际效果也会同步减弱, 从价格来讲, 品牌广告的性价比会更加突出。3) 新消费公司整体盈利水平相对较高, 且行业处于扩容过程, 预计能拿出的广告预算较为充足。

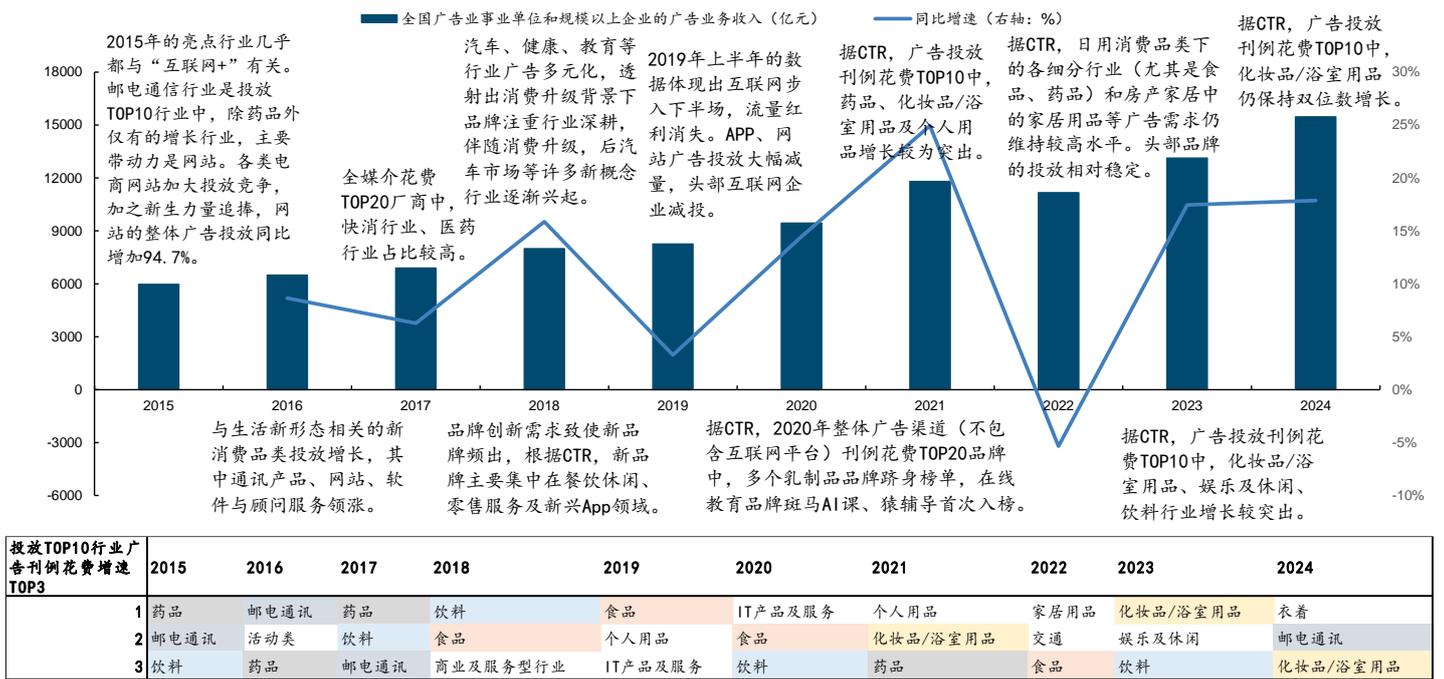
#### 3.1、消费业态变化对投放影响复盘: 竞争加剧、跑马圈地, 促进投放增加

■ 复盘近 10 年广告市场投放变化与大的消费趋势变化, 我们选择互联网、在线教育、化妆品三个出现明显变化的行业, 结合广告投放的结构性变化进行分析。我们认为, 消费业态的变化会催生新的行业, 一部分新品牌会崛起, 在此过程中会带来广告投放增量, 比如互联网、后汽车市场、在线教育、低热量食品/饮料等行业或某一品类大单品的出现。其中, 新品牌跑马圈地阶段、竞争白热化时期是增投的两个重要阶段。

1) 互联网: 以 2019 年为界, 19 年后互联网平台投放较此前缩减明显。2015 年互联网普及率超过 50%, 据 CTR, 当年广告投放的亮点行业几乎都与互联网+有关, 邮电通信行业是投放前十行业中, 除药品外仅有的增长行业, 增长的主要带动力是网站, 各类电商网站加大投放竞争, 淘宝、苏宁易购在 2015 年前三季度的电视投放花费同比分别增加 1.3 倍、1.1 倍, 唯品会更是涨了 10 倍。再加上蘑菇街、土巴兔、阿里旅行去啊等新生力量的追捧, 网站的整体广告投放同比增加 94.7%。2017-20 年, 互联网普及率增长有所加速, 20 年至今渗透放缓, 互联网行业广告投放也随之发生变化, 2016-18 年间, 通讯、网站(包括电商等)投放均较为靠前, 至 19 年上半年, 互联网步入下半场, APP、网站广告投放大幅减量, 头部互联网企业也减投。同时, 互联网媒体快速成长为新的线上广告投放渠道。



图表10：广告市场规模整体稳步增长，投放行业结构性变化与消费业态变化息息相关



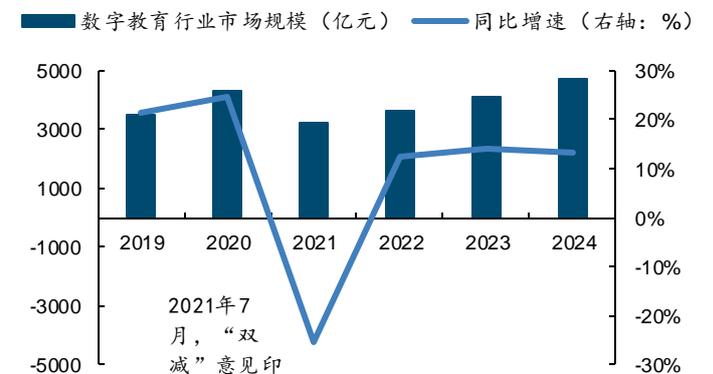
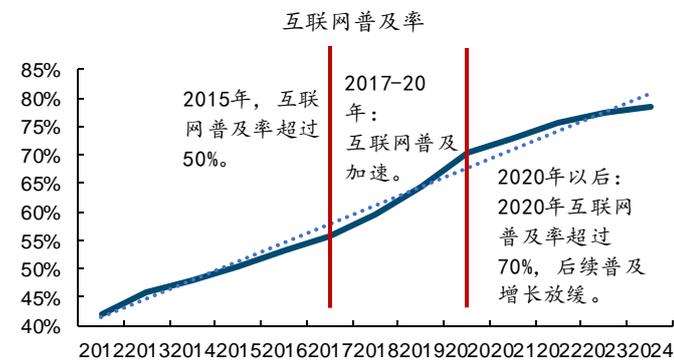
来源：国家市场监督管理总局，CTR，公司公告，国金证券研究所整理，注：2017-2018年为投放TOP5行业广告刊例花费增速top3

2) 在线教育：以2021年为界（2021年7月，双减意见发布），市场规模增长趋势发生变化，广告投放也发生变化。据网经社数据，2019-20年数字教育市场规模同比增速均超过20%，CTR数据显示，2020年整体广告渠道（不包含互联网平台）刊例花费TOP20品牌中，在线教育品牌斑马AI课、猿辅导首次入榜，2021-23年未有在线教育品牌入榜，24年小猿再次入榜。

3) 化妆品：近几年国产化趋势明显，行业投放有所增加。2022-24年，化妆品进口额持续下滑，据《2024中国化妆品蓝皮书》，23年国产化妆品市占率超过50%。CTR数据显示，2021、2023、2024年，化妆品/浴室用品均为投放TOP10行业中广告刊例花费增速最快的3个行业之一。

图表11：互联网普及率：15年超过50%，17-20年，普及加速，20年至今有所放缓

图表12：在线教育：21年“双减”意见引发，市场规模缩水，22-24年重新恢复增长

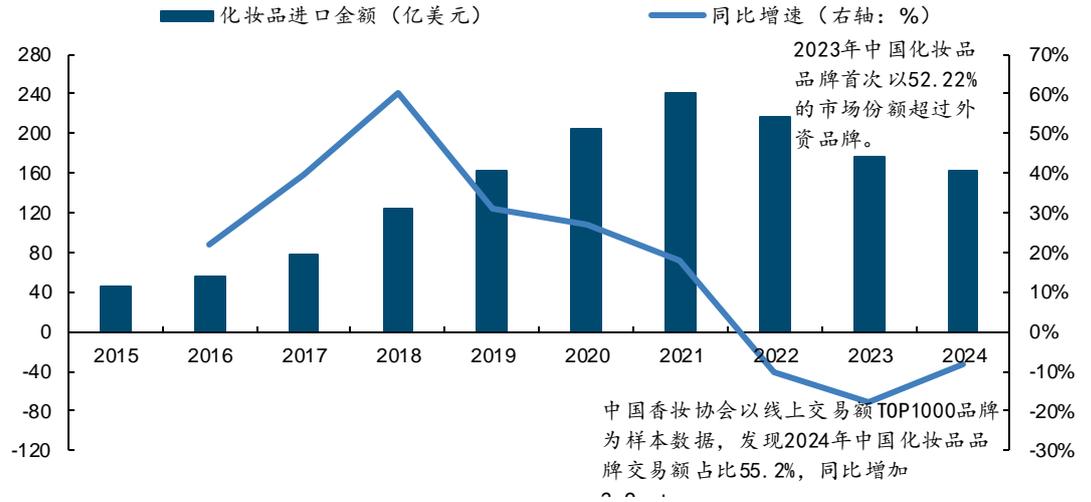


来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：网经社，中国政府网，国金证券研究所



图表13: 近3年化妆品进口额下滑, 国产化妆品市占率超过50%



来源: 海关总署, 《2024 中国化妆品蓝皮书》, 中国香妆协会, 国金证券研究所

- 梯媒渠道作为重要的生活圈媒体渠道, 前述行业变化所带来的投放变化同样也有所体现。2017-18年, 互联网行业投放较为突出, 尤其是电商平台京东、天猫, 2020年以来主要为消费品品牌, 尤其是食品饮料行业, 我们认为主要系其产品同质化较为严重, 品牌调性的打造、品牌心智的培养对于保持中长期的优势很重要, 且头部公司盈利水平较高、较稳定, 广告预算相对充足。分众的收入结构也呈现出相同的结构性变化, 2015-16年, 互联网行业广告贡献快速增长, 19年显著缩水, 18-21年, 日用消费品行业收入贡献显著提升, 成为公司基本盘。

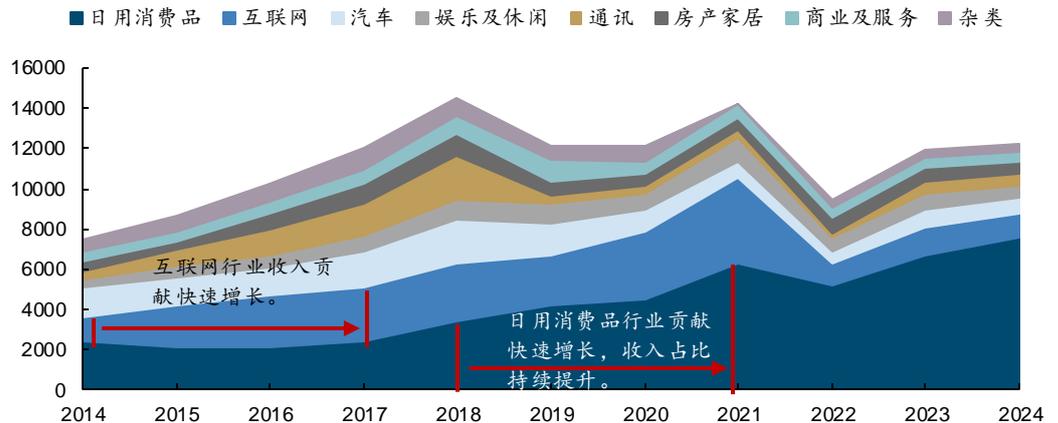
图表14: 2017-24年梯媒广告投放TOP10品牌梳理: 与前述行业变化息息相关

	电梯电视广告花费TOP10品牌						户外广告刊例花费TOP10
	2017	2018	2020	2021	2022	2023	
1	优信二手车	瓜子二手车直卖	斑马AI课	蒙牛	妙可蓝多	农夫山泉	天猫
2	京东商城	肯德基	元气森林	妙可蓝多	蒙牛	易开得	小猿
3	天猫	天猫	猿辅导	简爱	君乐宝	小猿	南极人
4	瓜子二手车直卖	瑞幸	妙可蓝多	唱吧	小罐茶	德佑	京东商城
5	肯德基	郎	铂爵旅拍	瓜子二手车直卖	泰兰尼斯	飞鹤	君乐宝
6	农夫山泉	弹个车	京东金融	秒飞	康恩贝	三只小山羊	蓝月亮
7	蒙牛	拼多多	君乐宝	剑南春	伊利	外星人	农夫山泉
8	简一	蒙牛	58同城	元气森林	有棵树	汤臣倍健	伊利
9	人人车	京东商城	西贝	君乐宝	泰山	蒙牛	东鹏
10	金立	优信二手车	京东商城	林清轩	认养一头牛	元气森林	珍酒
电梯电视广告花费TOP10品牌							
	2017	2018	2020	2021	2022	2023	
1	优信二手车	幸福	君乐宝	君乐宝	啄木鸟	伊利	
2	京东商城	天猫	大麦	苏宁	伊利	啄木鸟	
3	神州	京东商城	学而思	蒙牛	君乐宝	美团	
4	天猫	瑞幸	斑马AI课	贝拉米	蒙牛	君乐宝	
5	瓜子二手车直卖	弹个车	蒙牛	波司登	红星	云南白药	
6	幸福	优信二手车	苏宁	天猫	波司登	波司登	
7	苏宁	广誉远	波司登	饿了么	美团	红星	
8	小米	苏宁易购	石榴云医	中国移动通信	蔓迪	农夫山泉	
9	苏宁易购	金六福	天猫	国美	朴朴超市微信 公众号	东邻到家微信 公众号	
10	蒙牛	飞鹤	京东商城	飞鹤	广汽丰田	冠芳	

来源: CTR, 国金证券研究所整理, 注: 2019、2024年CTR未单独披露电梯电视、电梯海报广告花费TOP10品牌数据



图表15: 分众传媒收入结构变化-按行业: 日用消费品行业逐渐成为公司基本盘



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.2、新消费竞争趋于激烈+效果广告价格提升, 梯媒预算增长可期

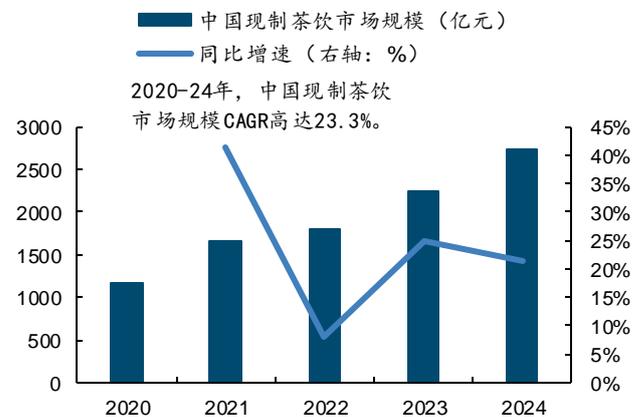
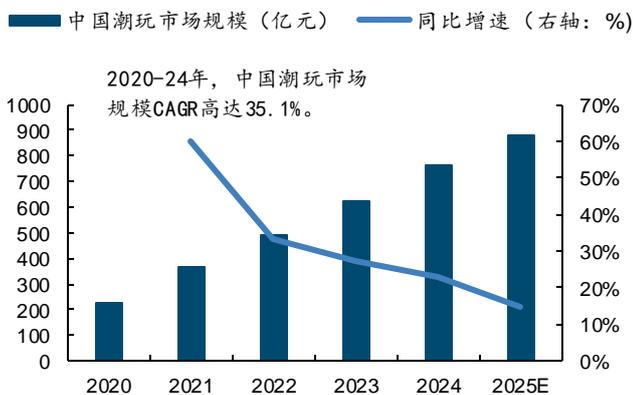
近1-2年, 潮玩、茶饮、美护等新消费行业崛起, 结合前文消费业态变化对广告投放影响的复盘, 我们认为, 当新消费品牌产品趋于同质化, 竞争加剧时, 品牌广告预算有望增长, 而梯媒作为重要的线下生活圈媒体, 有望受益。

■ 新消费是新一轮消费业态变化, 当前处于快速增长、竞争趋于激烈的阶段。新消费相较于传统消费最大的不同在于悦己、情绪价值的满足, 所消费产品的实际功能性有所减弱, MobTech 研究院发布的《情绪经济消费人群洞察报告(2024)》显示, 2024年, 为情绪价值和兴趣买单成为年轻人消费的首要理由, 占比超过40.1%。以泡泡玛特、卡游、布鲁可为代表的潮玩、谷子, 平价茶饮代表蜜雪冰城, 以及古法黄金品牌老铺黄金, 其高速增长、爆火背后都能看到悦己的体现。以潮玩、茶饮市场为例看新消费增速及竞争格局变化:

1) 潮玩: 近4年市场规模 CAGR 超 35%, 正步入千亿级产业, 高速增长的同时伴随着更多玩家进入。据中商产业研究院数据, 2020-2024年中国潮流玩具市场规模从229亿元增长至763亿元, 期内年均复合增长率达35.1%, 其预测, 2025年中国潮流玩具市场规模将达到877亿元; Statista 数据显示, 2024年中国潮玩消费者规模已达4000万, 市场规模为764亿元, 并预计到2026年将突破1100亿元, 年复合增长率达20%。高速增长的市场也吸引了大量新进入者, 天眼查专业版数据显示, 目前全国现存在业、存续状态的潮玩经济相关企业超5万家。其中, 2025年新增注册相关企业约3100家。从区域分布来看, 广东省以9200余家潮玩经济相关企业位居首位, 占全国企业总数的18.3%; 排在其后的是河南省、福建省、山东省和海南省。

图表16: 近4年中国潮玩市场规模 CAGR 超 35%

图表17: 近4年中国现制茶饮市场规模 CAGR 超 23%



来源: 弗若斯特沙利文, 中商产业研究院, 国金证券研究所

来源: 霸王茶姬公司公告, 观研天下, 国金证券研究所

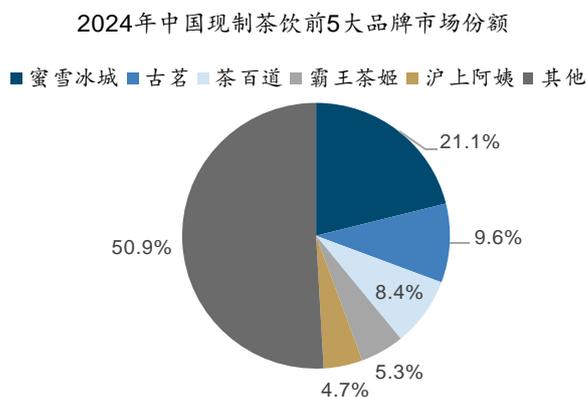
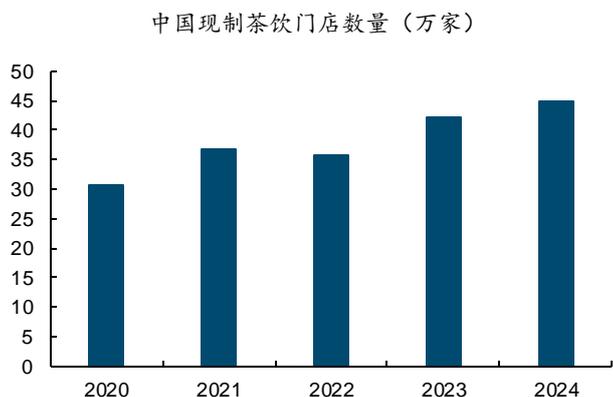
2) 茶饮: 近4年现制茶饮市场规模 CAGR 超 23%, 近2年门店数量恢复增长, 竞争格局呈



现“一超多强”的态势，竞争激烈。据霸王茶姬招股说明书，我国现制茶饮市场规模保持较快增长，2024年现制茶饮市场规模约2727亿元，相比于整个茶饮行业增长更快，同时，竞争也较为激烈：①从现制茶饮门店数量变化看，公共卫生事件直接影响消退后，23-24年，门店数量重回正增长，24年达到44.8万家，较22年增长约9万；②从竞争格局看，我国现制茶饮集中度较高，行业CR5接近一半，其中蜜雪冰城市场份额显著高于其他4家，古茗、茶百道市占率较为接近，为9%左右，霸王茶姬、沪上阿姨市占率为5%左右，呈现“一超多强”的格局，此外，茶颜悦色、喜茶等茶饮品牌也广为人知，品牌竞争较为激烈。

图表18: 中国现制茶饮门店数量: 近2年重回正增长

图表19: 中国现制茶饮竞争格局——“一超多强”



来源: 观研天下, 国金证券研究所

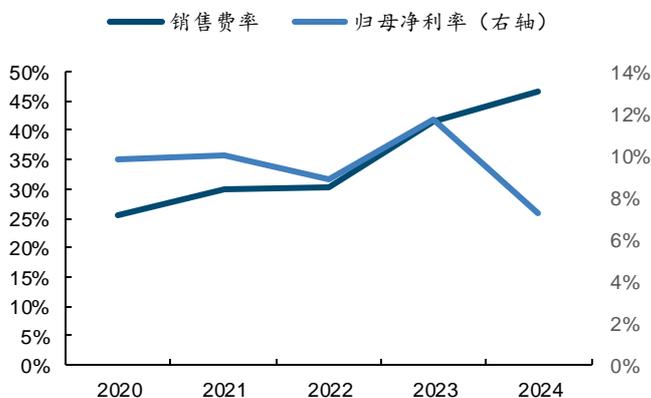
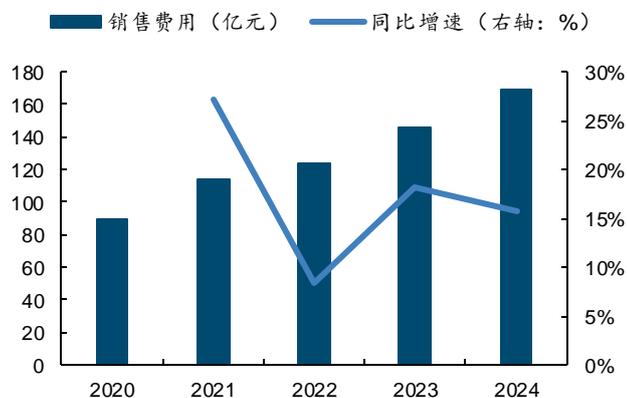
来源: 观研天下, 国金证券研究所

■ 结合前文消费业态变化对广告投放的分析，我们认为新消费有望为梯媒带来投放增量，主要基于以下3个角度考虑：

- 1) 行业竞争激烈时，品牌认知度是决胜的关键因素之一，有望增加投放，尤其是对于更易同质化的产品类别而言。而以潮玩、茶饮为代表的新消费行业的竞争均趋于激烈。
- 2) 因竞价机制，效果广告投放价格会随投放量的增加而上升，加投的边际效果也会同步减弱，从价格来讲，品牌广告性价比会更加突出。同时，效果广告虽然可以直接量化投放效果，但品牌打造是明确定位、长期主义的事情，对于品牌而言，效果广告投放较难沉淀出品牌调性。以品牌化妆品（申万Ⅲ级）行业为例，2020-24年，销售费用持续增加，销售费率从25.6%增至46.5%，而归母净利率在24年出现明显下滑；我们选取5家头部品牌化妆品公司，20201-24年销售费用持续增加，除珀莱雅外的其他公司销售费率于24年均同比有所提升，而归母净利率均同比有所下滑，其中2家公司的24年归母净利率是20-24年最低的。

图表20: 品牌化妆品 (申万Ⅲ级) 销售费用变化: 2020-24年持续加投

图表21: 品牌化妆品 (申万Ⅲ级) 销售费率VS净利率: 2020-24年销售费率持续提升, 但24年净利率显著下滑



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所



图表22：化妆品上市公司销售费用、归母净利率变化情况：近4年持续加投，多数23-24年销售费率提升明显，而归母净利率有所下滑

	销售费用同比增速				销售费率					归母净利率				
	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
巨子生物	118.54%	104.03%	64.86%	72.46%	13.31%	22.30%	29.87%	33.04%	36.26%	69.42%	53.34%	29.44%	41.19%	37.23%
珀莱雅	33.03%	39.88%	42.59%	29.93%	53.07%	60.13%	62.21%	57.96%	34.81%	12.69%	12.43%	12.80%	13.41%	14.40%
贝泰妮	51.81%	21.84%	27.43%	9.83%	41.99%	41.79%	40.84%	47.26%	49.97%	20.61%	21.45%	20.97%	13.70%	8.77%
丸美生物	31.41%	14.15%	41.65%	36.38%	32.33%	41.48%	48.86%	53.86%	55.04%	26.61%	13.87%	10.06%	11.66%	11.50%
敷尔佳	-0.47%	47.70%	36.44%	40.53%	16.75%	16.01%	22.05%	27.53%	37.09%	40.87%	48.85%	47.89%	38.76%	32.78%

来源：ifind，国金证券研究所，注：上表公司主要为品牌化妆品公司，非品牌化妆品公司完全列举

3) 新消费公司整体盈利水平相对较高，且行业处于扩容过程，预计能拿出的广告预算较为充足。我们从潮玩、茶饮、黄金珠宝、美护、宠物赛道分别选取2家代表性新消费上市公司，多数公司近2年收入增速超过20%，是增速相对较高的公司，其中，泡泡玛特、布鲁可、老铺黄金24年收入同比翻倍；毛利率端，潮玩、美护行业的4家公司毛利率较高，近3年基本均超过50%，巨子生物、毛戈平近3年毛利率甚至始终高于80%；净利率端，茶饮标的基本在15%以上，美护公司基本在20%以上，泡泡玛特近3年净利率提升明显，24年接近24%，而布鲁可虽然亏损，但亏损明显收窄；销售费率端，美护行业巨子生物、毛戈平的销售费率高于所选取的其他行业标的，基本高于30%，销售费率较低的是茶饮行业的2家标的。结合前述数据，我们认为新消费行业公司收入仍处于快速增长的时期，同时多数表现出较不错的盈利水平和良好的边际变化趋势，销售费用有增投空间。

图表23：代表性新消费上市公司营收、销售费率及盈利水平梳理：整体盈利水平较高

所属行业	证券名称	证券代码	总市值(亿元)	近3年营业收入(亿元)			近3年营收同比增速			近3年毛利率			近3年归母净利率			近3年销售费率		
				2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
潮玩	泡泡玛特	9992.HK	3,265.04	46.17	63.01	130.38	2.82%	36.46%	106.92%	57.49%	61.32%	66.79%	10.30%	17.18%	23.97%	31.85%	31.82%	28.00%
	布鲁可	0325.HK	320.95	3.26	8.77	22.41	-1.27%	169.28%	155.61%	37.91%	47.33%	52.60%	-128.97%	-23.51%	-17.90%	71.53%	21.59%	12.63%
茶饮	蜜雪集团	2097.HK	1,779.43	135.76	203.02	248.29	31.15%	49.55%	22.29%	28.34%	29.55%	32.46%	14.71%	15.45%	17.87%	5.70%	6.49%	6.44%
	古茗	1364.HK	554.13	55.59	76.76	87.91	26.81%	38.07%	14.54%	28.11%	31.31%	30.57%	6.59%	14.07%	16.82%	4.82%	4.39%	5.45%
黄金珠宝	老铺黄金	6181.HK	1,587.32	12.94	31.80	85.06	2.34%	145.67%	167.51%	41.89%	41.89%	41.16%	7.30%	13.09%	17.32%	22.96%	18.22%	14.54%
	周大福	1929.HK	1,207.36	802.25	828.42	1,007.91	35.41%	3.26%	21.67%	22.58%	22.36%	20.50%	6.78%	5.69%	5.98%	10.64%	10.53%	8.75%
美护	巨子生物	2367.HK	563.50	23.64	35.24	55.39	52.30%	49.05%	57.17%	84.38%	83.63%	82.09%	29.44%	41.19%	37.23%	29.87%	33.04%	36.26%
	毛戈平	1318.HK	484.13	18.29	28.86	38.85	15.96%	57.78%	34.61%	83.83%	84.83%	84.37%	19.25%	22.94%	22.67%	52.62%	48.94%	49.01%
宠物	乖宝宠物	301498.SZ	461.65	33.98	43.27	52.45	31.94%	27.36%	21.22%	32.59%	36.84%	42.27%	7.86%	9.91%	11.91%	16.05%	16.66%	20.11%
	中宠股份	002891.SZ	196.90	32.48	37.47	44.65	12.72%	15.37%	19.15%	19.79%	26.28%	28.16%	3.26%	6.22%	8.82%	9.33%	10.33%	11.09%

来源：ifind，国金证券研究所，注：营收同比增速、毛利率、归母净利率、销售费率数据格式的最小值设定分别为20%、30%、10%、30%

## 四、盈利预测

### 4.1、盈利预测

- 我们预计公司2025-2027年营业收入分别为129.6/136.3/142.4亿元，同比+5.7%/+5.1%/+4.5%，归母净利润分别为54.0/57.6/61.1亿元，分别同比+4.7%/+6.8%/+6.0%。主要假设如下：
  - 营业收入：
    - 1) 楼宇媒体业务：虑及楼宇媒体市场目前发展相对成熟，公司牢牢把握高线城市点位，大范围、高质量的布局构建起竞争壁垒，收购新潮后点位数量将直接增加，龙头优势进一步巩固，但当前收购尚未完成，故暂时不考虑收购完成的影响，展望后续，日用消费品行业基本盘稳固，新消费竞争趋于激烈有望为公司带来增量，此外AI等其他新兴行业的崛起或将带来增量；同时，和支付宝碰一碰的合作有望打通后链路，提升品效合一的效果，利于公司争取到更多广告预算，但公司楼宇媒体业务收入体量已较大，故估计2025-27年楼宇媒体收入稳步增长，分别同比+5.6%、+5.2%、+4.7%。
    - 2) 影院媒体业务：该业务与票房关联度较大，虑及今年Q1票房创历史新高，但Q2以来进入淡季，表现不及往年，因而预计2025年该业务收入同比小幅增长，同比+7.0%，展望2026-27年，基于对票房稳步增长的假设，预计该业务收入稳步增长，分别同比+4.1%、2.1%。


**图表24：分众传媒收入拆分（单位：百万元）**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	11,903.72	12,262.10	12,961.76	13,626.76	14,243.60
同比%	26.30%	3.01%	5.71%	5.13%	4.53%
其中：					
楼宇媒体	11,118.91	11,549.20	12,197.49	12,830.49	13,430.00
同比%	25.28%	3.87%	5.61%	5.19%	4.67%
影院媒体	769.25	689.00	737.08	767.20	783.50
同比%	43.10%	-10.43%	6.98%	4.09%	2.12%
其他媒体	15.56	23.90	27.19	29.07	30.11
同比%	30.30%	53.59%	13.77%	6.88%	3.58%
综合毛利率	65.48%	66.26%	67.27%	67.86%	68.35%

来源：ifind，公司公告，国金证券研究所

- 毛利率：**预计 2025-27 年综合毛利率为 67.3%、67.9%、68.4%。公司主要营业成本为媒体租赁、职工薪酬、折旧，预计媒体租赁成本随着点位数量增加而增加，但公司的龙头地位稳固，假设单点位成本每年小幅提升，但增速慢于收入增长；职工薪酬方面，公司并无招兵买马扩张计划，且行业也较为成熟，预计随收入增长有所摊薄；折旧方面，预计随点位增加，设备增加，而有所增长，但该项成本支出也相对刚性，预计也将随收入增长而摊薄。因而预计公司 2025-27 年毛利率稳步提升。
- 费率：**1) 销售费率：主要由销售业务费、职工薪酬等构成，预计随收入增长而有所摊薄，25-27 年销售费率分别为 18.54%、18.28%、18.04%。2) 管理费率：管理费用主要由职工薪酬、房租及物业费、折旧及摊销、专业服务费等组成，预计 25-27 年随收入增长而稳中有降，分别为 4.32%、4.12%、4.07%。3) 研发费率：支出较少，预计 2025-27 年依然较低，整体稳定在 0.4% 左右。

**图表25：公司期间费率预测**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费率	18.51%	18.49%	18.54%	18.28%	18.04%
管理费率	3.72%	4.09%	4.32%	4.12%	4.07%
研发费率	0.52%	0.41%	0.40%	0.40%	0.39%

来源：ifind，公司公告，国金证券研究所

## 4.2、投资建议

- 预计公司 2025-2027 年归母净利润 54.5/57.6/61.9 亿元，分别同比+5.8%/+5.7%/+7.3%，PE 为 19/18/17X。**由于公司主营业务为梯媒广告投放，A 股和港股上市公司中的广告营销公司多为广告代理公司，与公司可比性较低，因而我们根据公司近 5 年 PE 水平，给予公司估值，近 5 年公司 PE 中枢为 20X，虑及公司收购新潮传媒、与支付宝碰一碰合作的动作，以及新消费等行业的崛起，给予公司 25 年 23X PE，对应市值 1254.2 亿元，目标价 8.7 元，维持“买入”评级。



图表26：近5年公司PE Bands：PE中枢大概为20X



来源：ifind，国金证券研究所，注：数据截至日期为2025年7月1日

## 五、风险提示

- 宏观经济发展不及预期风险。公司所从事的广告行业与宏观经济走势有较高相关性若宏观经济发展不及预期，客户在广告投放的预算可能会继续收缩，从而对公司业绩产生不利影响。
- 下游新兴赛道投放不及预期风险。潮玩、茶饮、宠物等新消费赛道景气度相对较高，目前发展速度相对较快，有望为公司贡献增量。若高景气行业发展不及预期，或对梯媒的重视度不够，则公司的增量空间也会收缩。
- 广告市场竞争加剧风险。公司的竞争对手不仅仅是线下媒体，线上互联网媒体也会抢走广告主预算，若广告主预算被移动互联网媒体抢走，则公司将受到负面影响。
- 收购新潮传媒不及预期风险。本次交易尚需公司董事会再次审议通过后提交公司股东会审议，并经相关监管机构批准或注册后方可正式实施，本次交易能否取得上述批准或注册以及获得相关批准或注册的时间均存在不确定性。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
<b>主营业务收入</b>	<b>9,425</b>	<b>11,904</b>	<b>12,262</b>	<b>12,962</b>	<b>13,627</b>	<b>14,244</b>	货币资金	3,280	3,493	3,537	5,580	6,295	9,015	
增长率	26.3%	3.0%	3.0%	5.7%	5.1%	4.5%	应收款项	1,654	2,002	2,560	2,786	2,867	3,151	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,797</b>	<b>-4,109</b>	<b>-4,137</b>	<b>-4,242</b>	<b>-4,379</b>	<b>-4,508</b>	存货	13	9	8	17	18	19	
%销售收入	40.3%	34.5%	33.7%	32.7%	32.1%	31.7%	其他流动资产	7,540	5,607	5,542	5,742	5,924	5,977	
<b>毛利</b>	<b>5,628</b>	<b>7,794</b>	<b>8,125</b>	<b>8,720</b>	<b>9,248</b>	<b>9,735</b>	流动资产	12,488	11,112	11,647	14,126	15,105	18,162	
%销售收入	59.7%	65.5%	66.3%	67.3%	67.9%	68.3%	%总资产	49.5%	45.6%	51.1%	55.1%	57.0%	61.4%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-178</b>	<b>-236</b>	<b>-245</b>	<b>-251</b>	<b>-263</b>	<b>-275</b>	长期投资	5,591	5,721	6,169	6,349	6,399	6,449	
%销售收入	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	固定资产	597	508	644	745	768	791	
<b>销售费用</b>	<b>-1,779</b>	<b>-2,203</b>	<b>-2,268</b>	<b>-2,403</b>	<b>-2,491</b>	<b>-2,570</b>	%总资产	2.4%	2.1%	2.8%	2.9%	2.9%	2.7%	
%销售收入	18.9%	18.5%	18.5%	18.5%	18.3%	18.0%	无形资产	202	214	266	325	328	330	
<b>管理费用</b>	<b>-609</b>	<b>-443</b>	<b>-501</b>	<b>-560</b>	<b>-562</b>	<b>-579</b>	非流动资产	12,751	13,249	11,151	11,513	11,401	11,398	
%销售收入	6.5%	3.7%	4.1%	4.3%	4.1%	4.1%	%总资产	50.5%	54.4%	48.9%	44.9%	43.0%	38.6%	
<b>研发费用</b>	<b>-69</b>	<b>-62</b>	<b>-50</b>	<b>-52</b>	<b>-54</b>	<b>-56</b>	<b>资产总计</b>	<b>25,239</b>	<b>24,361</b>	<b>22,799</b>	<b>25,639</b>	<b>26,506</b>	<b>29,559</b>	
%销售收入	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	短期借款	2,068	2,306	2,147	2,339	2,308	2,395	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>2,992</b>	<b>4,850</b>	<b>5,061</b>	<b>5,453</b>	<b>5,878</b>	<b>6,256</b>	应付款项	3,328	1,223	1,151	2,412	2,414	2,567	
%销售收入	31.7%	40.7%	41.3%	42.1%	43.1%	43.9%	其他流动负债	1,576	1,674	1,194	1,681	1,694	1,807	
<b>财务费用</b>	<b>110</b>	<b>73</b>	<b>18</b>	<b>130</b>	<b>75</b>	<b>129</b>	流动负债	6,972	5,203	4,492	6,433	6,416	6,768	
%销售收入	-1.2%	-0.6%	-0.1%	-1.0%	-0.5%	-0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>信用及资产减值损失</b>	<b>-371</b>	<b>9</b>	<b>-141</b>	<b>-193</b>	<b>-191</b>	<b>-199</b>	其他长期负债	971	1,117	986	996	1,012	1,029	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-494</b>	<b>-4</b>	<b>-97</b>	<b>-21</b>	<b>-55</b>	<b>-57</b>	负债	<b>7,943</b>	<b>6,320</b>	<b>5,478</b>	<b>7,429</b>	<b>7,428</b>	<b>7,797</b>	
<b>投资收益</b>	<b>555</b>	<b>411</b>	<b>707</b>	<b>642</b>	<b>706</b>	<b>769</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>16,949</b>	<b>17,693</b>	<b>17,027</b>	<b>17,916</b>	<b>18,784</b>	<b>21,467</b>	
%税前利润	15.9%	7.1%	11.7%	9.8%	10.2%	10.3%	其中：股本	328	328	328	328	328	328	
<b>营业利润</b>	<b>3,507</b>	<b>5,792</b>	<b>6,041</b>	<b>6,566</b>	<b>6,928</b>	<b>7,436</b>	未分配利润	16,726	17,507	16,293	17,132	17,970	20,623	
营业利润率	37.2%	48.7%	49.3%	50.7%	50.8%	52.2%	少数股东权益	347	348	293	294	295	295	
<b>营业外收支</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>25,239</b>	<b>24,361</b>	<b>22,799</b>	<b>25,639</b>	<b>26,506</b>	<b>29,559</b>	
<b>税前利润</b>	<b>3,500</b>	<b>5,793</b>	<b>6,038</b>	<b>6,567</b>	<b>6,927</b>	<b>7,434</b>	<b>比率分析</b>		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润率	37.1%	48.7%	49.2%	50.7%	50.8%	52.2%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-660</b>	<b>-993</b>	<b>-967</b>	<b>-1,113</b>	<b>-1,164</b>	<b>-1,249</b>	每股收益	0.193	0.334	0.357	0.378	0.399	0.428	
所得税率	18.9%	17.1%	16.0%	16.9%	16.8%	16.8%	每股净资产	1.174	1.225	1.179	1.241	1.301	1.486	
<b>净利润</b>	<b>2,839</b>	<b>4,800</b>	<b>5,072</b>	<b>5,454</b>	<b>5,763</b>	<b>6,185</b>	每股经营现金净流	0.464	0.532	0.460	20.938	16.966	18.422	
少数股东损益	49	-27	-84	1	1	1	每股股利	0.420	0.330	0.330	0.350	0.380	0.400	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,790</b>	<b>4,827</b>	<b>5,155</b>	<b>5,453</b>	<b>5,763</b>	<b>6,185</b>	<b>回报率</b>							
净利率	29.6%	40.6%	42.0%	42.1%	42.3%	43.4%	净资产收益率	16.46%	27.28%	30.28%	30.44%	30.68%	28.81%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	11.05%	19.81%	22.61%	21.37%	22.01%	21.41%	
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	12.39%	19.57%	21.65%	21.83%	22.66%	21.44%	
净利润	2,839	4,800	5,072	5,454	5,763	6,185	<b>增长率</b>							
少数股东损益	49	-27	-84	1	1	1	主营业务收入增长率	-36.47%	26.30%	3.01%	5.71%	5.13%	4.53%	
非现金支出	3,385	3,075	3,225	768	590	591	EBIT 增长率	-55.27%	62.10%	4.34%	7.74%	7.80%	6.42%	
非经营收益	-62	-240	-434	-606	-568	-731	净利润增长率	-53.99%	73.02%	6.80%	5.78%	5.67%	7.33%	
营运资金变动	536	44	-1,221	1,257	-215	2	总资产增长率	-1.24%	-3.48%	-6.41%	12.46%	3.38%	11.52%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>6,699</b>	<b>7,678</b>	<b>6,642</b>	<b>6,874</b>	<b>5,570</b>	<b>6,048</b>	<b>资产管理能力</b>							
资本开支	-94	-273	-317	-660	-280	-310	应收账款周转天数	86.2	50.5	61.8	75.0	73.0	73.0	
投资	-1,769	2,585	102	-100	-100	-100	存货周转天数	1.1	1.0	0.8	1.5	1.5	1.5	
其他	-1,045	-589	2,823	642	706	769	应付账款周转天数	16.5	12.2	10.2	14.0	14.0	14.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,909</b>	<b>1,724</b>	<b>2,609</b>	<b>-118</b>	<b>326</b>	<b>359</b>	固定资产周转天数	22.9	15.4	18.9	20.8	20.4	20.1	
股权募资	6	25	32	0	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	-9	57	40	192	-32	7	净负债/股东权益	-33.94%	-36.30%	-23.28%	-32.04%	-34.62%	-42.93%	
其他	-4,699	-9,339	-9,205	-4,670	-4,965	-3,561	EBIT 利息保障倍数	-27.2	-66.5	-280.0	-42.1	-78.9	-48.5	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-4,701</b>	<b>-9,257</b>	<b>-9,133</b>	<b>-4,478</b>	<b>-4,997</b>	<b>-3,554</b>	资产负债率	31.47%	25.94%	24.03%	28.64%	27.14%	24.67%	
<b>现金净流量</b>	<b>-891</b>	<b>154</b>	<b>113</b>	<b>2,278</b>	<b>899</b>	<b>2,854</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所



**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究