

传媒

2022年01月27日

分众传媒 (002027)

——本轮周期与上一轮相比，分众有何不同？

报告原因：强调原有的投资评级
买入（维持）
投资要点：
市场数据： 2022年01月26日
 收盘价(元) 7.72
 一年内最高/最低(元) 13.19/6.7
 市净率 6.7
 息率(分红/股价) 2.69
 流通A股市值(百万元) 111494
 上证指数/深证成指 3455.67/13780.30
 注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2021年09月30日
 每股净资产(元) 1.16
 资产负债率% 36.32
 总股本/流通A股(百万) 14442/14442
 流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

 《业绩及预告符合预期，梯媒韧性凸显》
 2021/11/03

 《分众传媒(002027)点评：3Q21指引符合预期，客户结构调整维持稳健增长》
 2021/08/29

证券分析师

 林起贤 A0230519060002
 linqx@swsresearch.com
 任梦妮 A0230521100005
 renmn@swsresearch.com

联系人

 任梦妮
 (8621)23297818×转
 renmn@swsresearch.com


申万宏源研究微信服务号

- **与上一轮周期相比，本轮梯媒对品牌广告预算的竞争力和分众自身的竞争力明显提升。**(1) **梯媒有望获得更多品牌广告预算。**从供给侧看，新消费等品牌竞争激烈需要持续曝光，而梯媒流量增长好于其他品牌广告媒介。当前广告主主要品牌广告预算流向梯媒、电视、互联网开屏和贴片几种广告形式。但考虑电视流量和人群价值持续下滑，《互联网广告法》和《个保法》出台后，互联网开屏和视频贴片受监管影响较大，梯媒在品牌媒介中竞争力明显增强。(2) **分众自身竞争力较上一轮提升。**分众经历18-19年的竞争和景气低谷，在**点位质量**（优化低效点位，当前主要为直投业务加密一二线智能屏）、**广告主结构**（消费类广告主占比提升至40%）和**管理水平**（搭建中台，销售考核更完善等）上均有明显提升，**经营性净现金流和现金储备**也较上轮周期更强，有能力更好的应对周期。

- **短期看，梯媒景气度有望回升。**行业上看，受20年下半年在线教育投放量大以及《个保法》等政策调整影响，互联网公司3Q广告收入降速，4Q指引下调。但从分众的季度收入增速看，尽管在线教育减投影响，但分众21年下半年通过消费品广告主增长实现快速补单，表现好于互联网广告，我们预计1Q分众高基数仍有增长，2Q22起高基数不再，景气度有望回升。

- **中长期，分众成长性还来自：1) 核心点位价值提升；2) 智能屏增量，和3) 海外增量。**
 1) 媒介碎片化趋势下，分众占据的一二线核心人群的注意力价值不断提升。分众刊例价历史上年均提升10%（仅18-19年刊例价不变，单屏实际收入下降），但长期看分众占据供给有限的一二线优质写字楼点位，对广告主不可替代性提升，未来具备稳定提价能力；
 2) 分众直投即LBS业务，主要针对中小广告主分时段售卖，我们测算收入空间50亿。分众直投针对区客和商户，与KA客户错位竞争，有望为分众国内业务带来增量收入；
 3) 海外业务短期扩点位，中期空间在50-100亿。东南亚主要广告市场分众均有布局，中期市占率可参考国内约2%大盘份额，考虑海外数字广告占比低及分众经验成熟，实现2%可能比国内更快，空间可能更大。按2%计算分众25年海外规模104亿，1%计算对应52亿。

- **投资分析意见：维持“买入”评级。**分众传媒是梯媒龙头，本轮周期与上一轮相比，自身竞争力，对品牌广告主预算的吸引力都有显著提升。我们维持原盈利预测，预计21-23E公司实现收入154.90亿、179.11亿及201.80亿，同比分别增长28.0%、15.6%及12.7%。实现归母净利润61.08亿、72.30亿及83.44亿，同比分别增长52.6%、18.4%及15.4%。对应PE18倍、15倍及13倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**内需改善不及预期导致广告主投放恢复不及预期风险；新技术改变媒介价值风险；竞争对手再次融资影响行业利润率风险。

财务数据及盈利预测

| | 2020 | 21Q1-Q3 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 12,097 | 11,148 | 15,490 | 17,911 | 20,180 |
| 同比增长率(%) | -0.3 | 41.6 | 28.0 | 15.6 | 12.7 |
| 归母净利润(百万元) | 4,004 | 4,423 | 6,108 | 7,230 | 8,344 |
| 同比增长率(%) | 113.5 | 100.8 | 52.6 | 18.4 | 15.4 |
| 每股收益(元/股) | 0.27 | 0.31 | 0.42 | 0.50 | 0.58 |
| 毛利率(%) | 63.2 | 67.0 | 69.3 | 71.2 | 72.1 |
| ROE(%) | 23.5 | 26.3 | 27.6 | 25.7 | 24.1 |
| 市盈率 | 28 | | 18 | 15 | 13 |

注：“市盈率”是指目前股价除以当年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

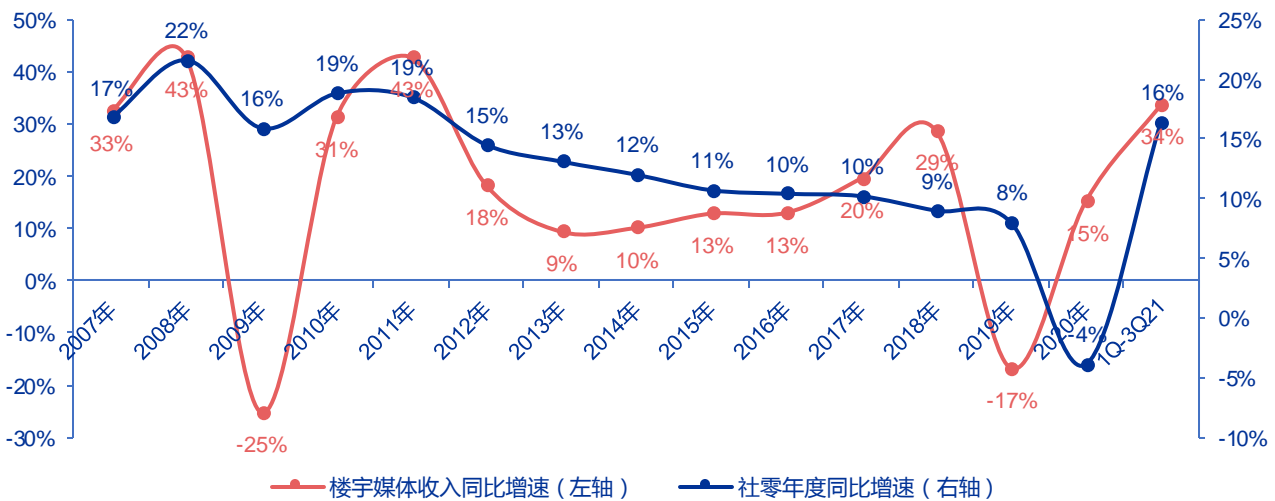
请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

1. 与上一轮周期相比，分众有何不同？

市场对品牌广告和分众自身的周期性有质疑，担心当前广告行业和消费的景气度相对平淡，对分众业绩和增长存疑。我们认为，与上一轮周期相比有两个明显变化：1) 梯媒对消费品客户品牌广告预算的竞争力明显提升；2) 分众自身的竞争实力有明显提升。

历史上，分众经历了 2009 年和 2019 年两轮明显的周期波动，但与前一轮周期相比，梯媒和分众自身竞争力有明显提升。回顾两轮明显周期：(1) 2009 年受金融危机影响。2009 年分众广告主集中在日用消费、汽车和金融行业，与社零相关性更强，受 2008 年金融危机影响很多广告主削减了 2009 年的预算；此外，分众 2008 年收购了 CGEN 卖场公司，2009 年整合公司并处置掉了大规模的点位，因此收入下滑；(2) 2019 年受流动性收紧影响。2018 年后分众广告主中投放花费依靠融资的二手车等占比高，因此受流动性影响更大。M2 增速 2017 年下半年起明显回落，2018 年下半年起一级市场明显流动性充裕度下降。

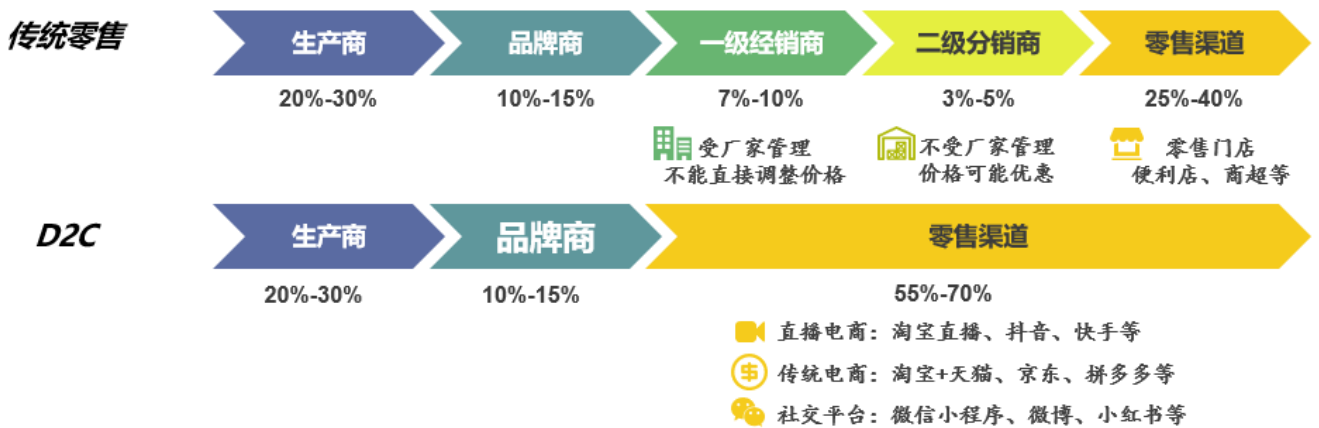
图 1：2007 年至 1Q-3Q21 分众传媒楼宇媒体收入同比增速与社零同比增速 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.1 梯媒对消费品客户品牌广告预算竞争力提升

品牌塑造价值在 D2C 模式下明显提升。D2C 即品牌方直接销售商品给消费者的商业策略，节省中间零售商、分销商和批发商的中间环节，商品从生产到触达消费者的门槛降低。D2C 模式下，品牌迭代更快，因此需要品牌基于多渠道和多元化媒介营销，迅速建立品牌认知。从渠道上，线上线下全渠道布局，不仅入驻电商平台，而且需要不断尝试小程序、短视频等方式构建私域流量；从营销上，基于多触点品牌投放与销售转化相结合，持续提升品牌价值，抢占消费者心智。目前品牌价值塑造的主流方式有两种：(1) KOL、KOC 为品牌背书，但 KOL 或 KOC 带来更多是脉冲式销售；(2) 投放品牌广告，塑造品牌价值。

图 2：D2C 缩短流通渠道提升品牌价值


资料来源：申万宏源研究

品牌广告投放随品牌收入规模扩大而增长。根据经纬创投，新品牌经历三个成长阶段——社交种草、流量收割和品牌广告。通常品牌在初期预算有限时先在社交媒体如小红书、抖音等投放种草广告，找到种子用户并积累产品口碑；当营收达到 5 亿元之后，仅通过种草的瓶颈非常明显，广告开始逐渐向品牌广告倾斜，扩大品牌认知度，新积累客户可能回流到社交媒体搜索，形成新增长阶梯。随着品牌规模扩大，品牌为了从长远建立自带流量的品牌力加大对品牌广告投放。

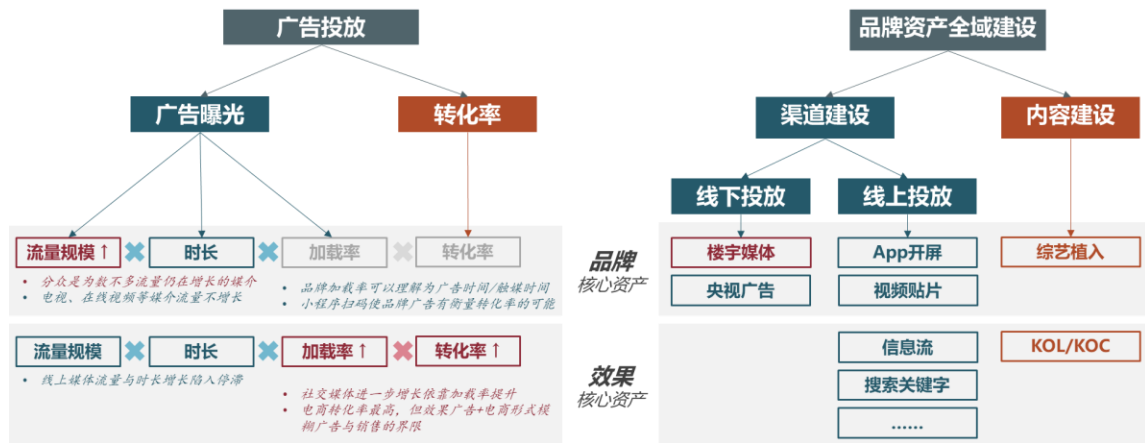
表 1：新消费品牌流量广告与品牌广告配比

| 营收范围 | 流量广告/品牌广告配比 |
|------------|-----------------|
| 5 亿元以下 | 绝大部分流量广告 |
| 5 亿~10 亿元 | 30%品牌广告 70%流量广告 |
| 10 亿~20 亿元 | 50%品牌广告 50%流量广告 |
| 20 亿元以上 | 70%品牌广告 30%流量广告 |

资料来源：经纬创投，申万宏源研究

分众作为品牌广告主流媒介，价值稀缺性对应到曝光量和单价的提升，且在监管影响下有望争夺更多广告主的品牌预算。广告投放的核心是曝光和转化，品牌更重曝光，效果更重转化，效果广告与电商打通后品效融合趋势加强。品牌广告最重要的是曝光触达，分众是为数不多覆盖人群仍有增长的品牌媒介，与电视台（央视）、互联网开屏、视频贴片和综艺植入广告同为品牌投放核心资产。但互联网开屏广告、视频贴片广告受互联网广告监管影响较大，梯媒有望争夺更多消费品广告主的品牌预算。

图 3：楼宇媒体是品牌广告投放的核心资产



资料来源：申万宏源研究

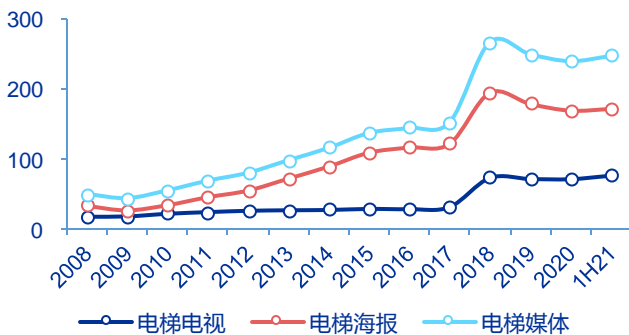
表 2：《互联网广告法》对互联网品牌广告影响

| 规定 | 影响广告类型 | 广告分类 | 相关公司 | 具体影响 | 是否已规范 |
|--------------------------|-----------------------|------|------------|--------------------------------|-------|
| 以启动播放、视频插播、弹出等形式发布的互联网广告 | 开屏 | 品牌广告 | 所有 | 主流平台已配合监管完成整改 | 已规范 |
| | 弹窗 | 品牌广告 | 所有 | 主流平台已配合监管完成整改 | 已规范 |
| | 视频贴片 | 品牌广告 | 爱奇艺 | 在线视频均有贴片广告，爱奇艺单季度广告收入 15-20 亿。 | 首次规范 |
| | (可能影响，互联网广告中占比 4%-5%) | | 腾讯视频 优酷 | 中插是否规范不确定。 | |

资料来源：申万宏源研究

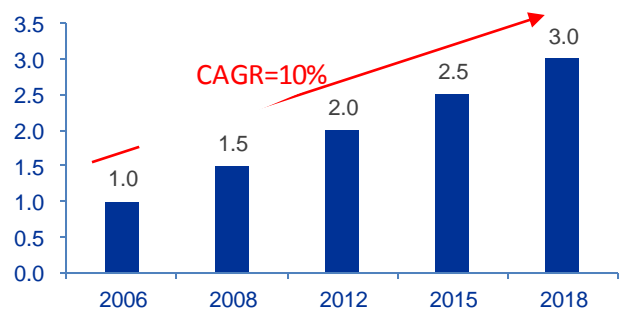
分众点位扩张+城市化提升流量覆盖，曝光增长是增速跑赢品牌媒体的核心原因。分众收入增速跑赢 GDP 和传统媒体，主要由于曝光量大幅增长，是品牌广告媒介中为数不多的流量持续增长的媒体。2006 年至今，分众点位数由 70 万左右增长至超 245 万，对应覆盖中产数由 1 亿增长到 3 亿，过去 10 年覆盖流量复合增速高达 10%。流量增长的原因是城镇化率提升下，一二线城市的写字楼和社区人口密度提升，楼宇场景的媒介价值提升；而分众传媒通过扩屏占据人流密度较高的楼宇享受了行业红利。且与其他媒介对比，分众媒体价值明显低估。

图 4：2008-1H21 自营点位数量变化（万）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：2006-2018 年分众覆盖中产数量（亿）



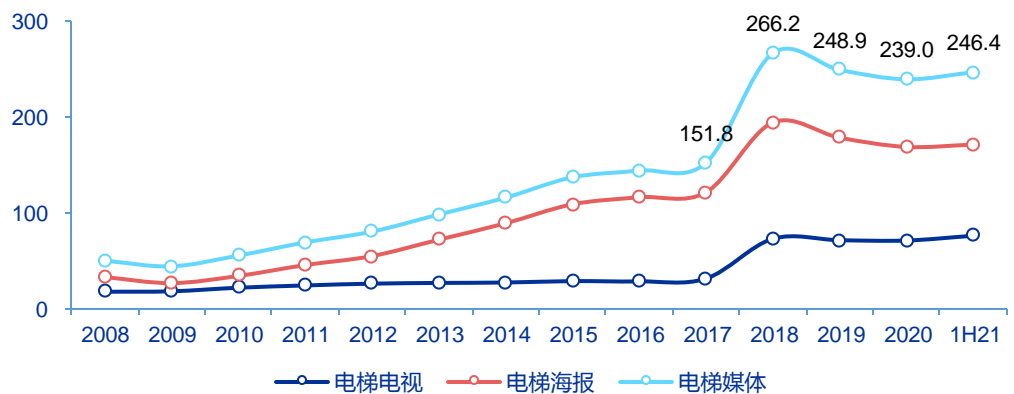
资料来源：分众传媒宣传资料，申万宏源研究

1.2 公司自身竞争实力较上一轮明显提升

除梯媒 Alpha 增强外，分众传媒自身竞争实力较上一轮明显提升，主要表现在几个方面：1) 供给侧：当前点位数量超过 245 万，但点位质量较前一轮周期明显提升；2) 需求端：积极调整客户结构，韧性强的消费品类广告主占比提升至 40%；3) 管理水平：组织架构改革，建立中台赋能销售，提升组织效率。

优质点位是梯媒商业模式核心竞争要素，当前分众点位质量好于上一轮周期。对梯媒企业，点位扩张的核心限制是扩点的质量。分众传媒在上一轮周期中大幅扩屏，点位数量由约 150 万左右扩张至 266 万，但由于扩张速度较快，部分点位质量一般。公司在 19 年下半年开启对低效点位的优化，在 2020 年优化至 239 万左右后，基于留存的优质点位开启新一轮点位扩张。点位扩张的主要方向是一二线城市加密智能屏，为 LBS 业务成规模做点位储备。我们认为从分众 19-21 年整体刊挂率水平看，公司新扩张点位质量较 19 年更能得到广告主认可。

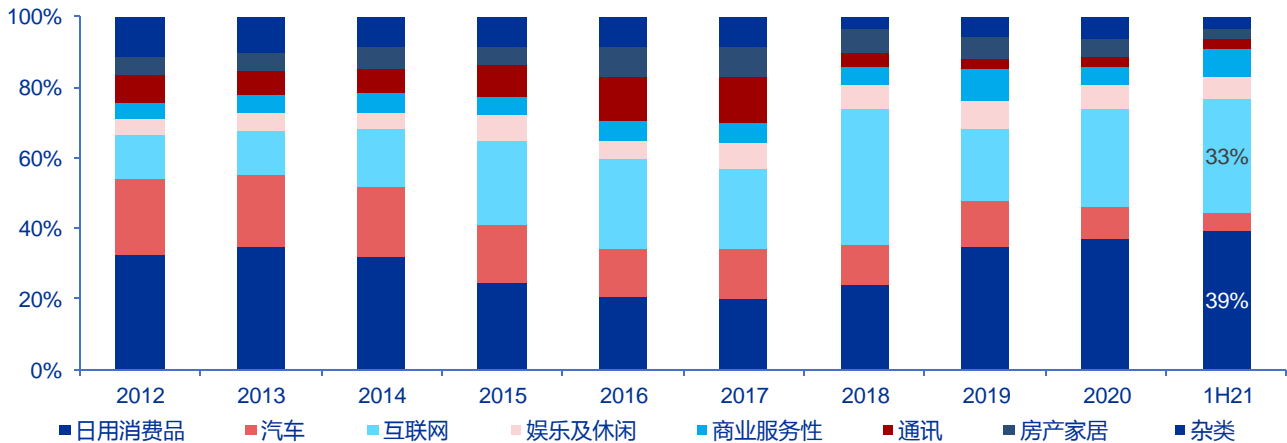
图 6：2008-1H21 自营点位数量变化（万）



资料来源：Wind，申万宏源研究

分众客户结构健康化、多元化，韧性强的消费品广告主占比近 40%，更有能力应对行业波动。历史上日用消费品始终都是分众客户结构中的重要组成，但过去分众对日用消费客户的争取程度有限导致日用消费广告主投放增速较缓，2018 年后增加明显。当前，消费类广告主占比近 40%，互联网客户中近一半是电商，投放相对稳定。此外，单一细分品类广告主投放集中度下降，客户结构相较 2017-2019 年更加积极健康。**分众传媒过往业绩波动主要症结在于过度依赖某个赛道的广告主。21 年在线教育广告主受政策影响大幅减投，分众通过消费类广告主快速补单，自身能力充分验证。**

图 7：2012-1H21 分众传媒客户结构变化 (%)



注：2018 年已经按照调整后的互联网行业真实投放数据列示

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：2005-2020 年分众重要客户及客户类型

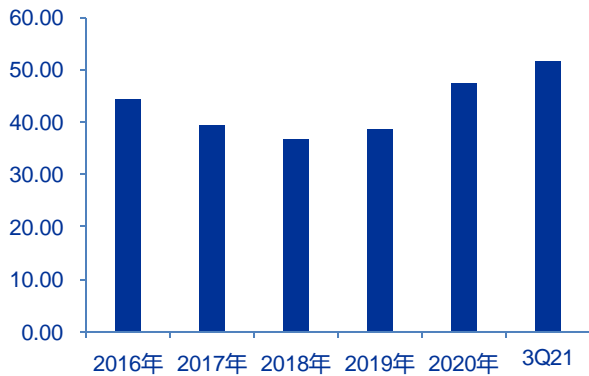
| | | | | | | | | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|-------|------|
| 2005 | 东风汽车 | 中国移动 | 三星 | 日本电气 | 摩托罗拉 | | | | | | |
| 2006 | 东风汽车 | 中国移动 | 蒙牛 | 大众 | 日清 | | | | | | |
| 2007 | 中国移动 | 东风汽车 | 马自达 | 蒙牛 | 丰田 | | | | | | |
| 2008 | 东风汽车 | 欧莱雅 | 宝洁 | 蒙牛 | 克莱斯勒 | | | | | | |
| 2009 | 宝洁 | 欧莱雅 | 马自达 | 蒙牛 | 安利 | 百胜 | 中国电信 | 东风汽车 | 克莱斯勒 | | |
| 2010 | 中国电信 | 宝洁 | 欧莱雅 | 马自达 | 伊利 | 蒙牛 | 中国移动 | 斯巴鲁 | 贝因美 | 奔驰 | |
| 2011 | 蒙牛 | 欧莱雅 | 伊利 | 宝洁 | 贝因美 | 东风起亚 | 大众上海 | 东风汽车 | 大众 | 百胜 | |
| 2012 | 京东 | 宝洁 | 贝因美 | 三星 | 联想中国 | 大众 | 中国移动 | 百胜 | 蒙牛 | 伊利 | |
| 2013 | 宝洁 | 美素奶粉 | 联合利华 | 益海嘉里 | | | | | | | |
| 2015 | 阿里巴巴 | 瑞钱宝 | 魅族 | 途牛 | 剑南春 | 宝洁 | 京东 | 资邦元达 | 三个爸爸 | 信和财富 | 汽车 |
| | 瓜子二手车 | 人人车 | 优信二手车 | 饿了么 | 蒙牛 | | | | | | 互联网 |
| 2016 | 饿了么 | 爱回收 | 瓜子二手车 | 红米 | Keep | 咕咚 | 京东金融 | 陆金所 | 魅族 | 映客 | 电子通信 |
| | 一直播 | 花椒直播 | 脉脉 | 转转 | | | | | | | 食品饮料 |
| 2017 | 瓜子二手车 | 毛豆新车网 | 人人车 | 优信二手车 | 淘宝 | 车置宝 | 西瓜视频 | 宝洁 | 知乎 | 京东 | 乳制品 |
| 2018 | 弹个车 | 瑞幸 | 肯德基 | 郎酒 | 瓜子二手车 | 拼多多 | 天猫 | 蒙牛 | 京东 | 优信二手车 | 日化 |
| 2019 | 铂爵旅拍 | 妙可蓝多 | 天猫 | 肯德基 | 瓜子二手车 | 步步高 | 京东 | 瑞幸 | 弹个车 | 新氧 | 金融 |
| 2020 | 猿辅导 | 小鹏汽车 | 君乐宝 | 京东 | 元气森林 | 铂爵旅拍 | 蒙牛 | 西贝 | 中欧基金 | 神武4 | 其他 |

资料来源：Wind，分众传媒公众号，申万宏源研究

提升管理水平，搭建中台赋能销售，提升组织效率。此前，分众是销售导向公司，但在扩张过程中公司意识到过度的扁平是有利有弊的。**经历一轮周期，公司主要有三点管理上变化：1) 新增二线团队。**为了更好的扩张二三线城市的点位和提升使用效率，成立独立新增二线城市团队，充分授权，拓展新兴广告主。**2) 强化销售末尾淘汰，多元化考核。**从仅考核业绩完成率向考核回款、售价、新客户特别是消费品客户拓展等方向转变。**3) 搭建中台赋能销售。**公司搭建研究部（众为分众消费研究院）和战略部，对于消费品类研究和数据都有更好的理解，为销售在前端获客提供有力工具。

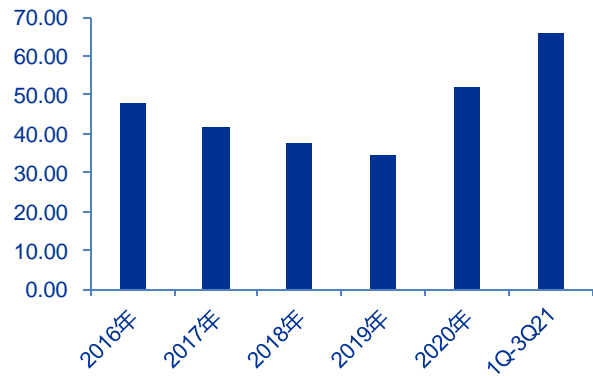
公司现金储备充足，经营性现金流表现明显好于上一轮。上一轮周期中，公司应收账款质量较差，回款和坏账影响公司经营性净现金流和货币资金，且上一轮受竞争格局变化影响公司大量扩点及预付更多租金。分众通过加强应收账款管理，按照客户行业风险和客户规模严格把控广告主账期等方式，提升应收款质量，扩张也更稳健，本轮能以更充足的现金储备和更充沛的经营性现金流应对周期。

图 9：2016 年-3Q21 分众传媒货币资金（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：2016 年~1Q-3Q21 分众传媒经营性净现金流（亿元）



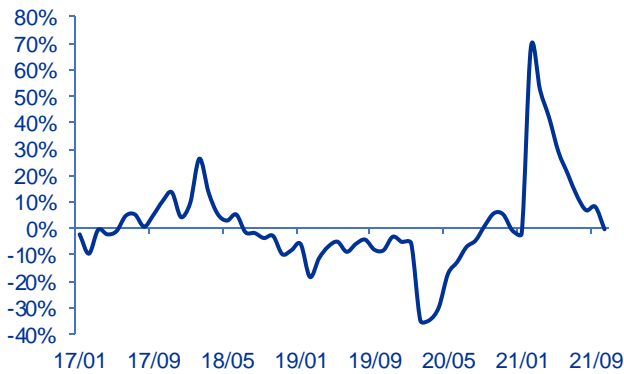
资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 如何看待短期景气度和中长期成长性？

2.1 短期看：广告景气 2022 有望改善，分众跑赢大盘

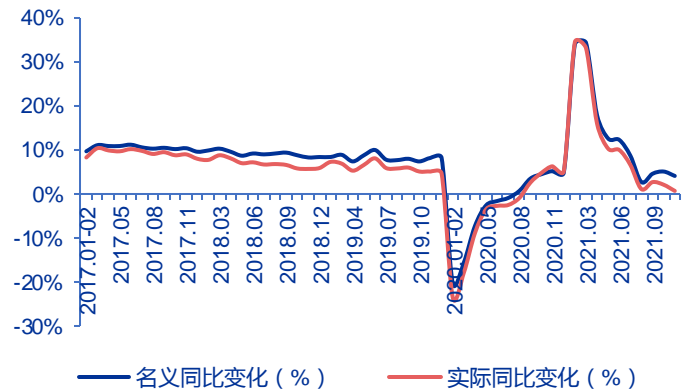
短期看，广告景气度预计 2Q22 迎来改善，分众有望持续跑赢行业。受宏观环境和政策影响，1Q22 广告行业景气度预计相对平淡，预计 2Q22 在线教育高基数影响不再，行业景气度有望改善。广告花费同比增速自 20 年 9 月同比转正，1Q21 低基数下实现高增长。21 年 8 月起，CTR 全媒体刊例花费同比增速降至 10% 以下，10 月同比增速-0.3%。宏观环境影响外，受 20 年下半年在线教育投放量大以及《个保法》等政策调整影响，互联网公司 3Q 广告收入降速，4Q 指引下调。但分众在 21 年下半年表现好于大部分进入正常增长阶段的互联网广告公司。

图 11：2017-2021 年 10 月全媒体广告刊例花费同比增速 (%)



资料来源：CTR，申万宏源研究

图 12：2017-2021 年 11 月社零总额同比增速 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 3：1Q19-3Q21 主要广告公司收入增速 (%)

| 公司 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 阿里 | 31% | 26% | 25% | 21% | 1% | 21% | 20% | 20% | 40% | 14% | 3% |
| 京东 | 27% | 24% | 29% | 29% | 17% | 39% | 24% | 30% | 48% | 35% | 35% |
| 美团 | 91% | 73% | 62% | 61% | 0% | 19% | 28% | 23% | 98% | 67% | 42% |
| 百度 | 3% | -9% | -9% | -2% | -19% | -8% | -1% | 0% | 27% | 18% | 4% |
| 微博 | 13% | 0% | 1% | -1% | -16% | -8% | 1% | 12% | 42% | 47% | 23% |
| 哔哩哔哩 | 60% | 75% | 80% | 81% | 90% | 108% | 126% | 149% | 234% | 201% | 110% |
| 快手 | | | | | | | 202% | 170% | 161% | 156% | 76% |
| 腾讯社交 | 34% | 28% | 32% | 37% | 47% | 27% | 21% | 25% | 27% | 28% | 7% |
| 腾讯媒体 | 5% | -7% | -28% | -24% | -10% | -25% | -1% | 8% | 7% | 1% | -4% |
| 爱奇艺 | 0% | -16% | -14% | -15% | -27% | -28% | -11% | -1% | 25% | 15% | -10% |
| 分众 | -12% | -25% | -15% | -12% | -26% | -14% | 2% | 31% | 85% | 40% | 17% |

资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

2.2 中长期看：公司成长性来自提价、出海和直投业务

分众梯媒价值随着网络扩张，覆盖流量增长而提升，历史上刊例价年平均提升幅度约为 10%。我们通过新闻网站搜索到分众商务楼宇媒体历史刊例价，分析发现分众刊例价基本维持年均 10% 左右的提升幅度，仅 2H18-1H20 刊例价没有提升。2H18-1H20，分众刊例价没有提升的原因是：1) 竞争加剧后 3Q18 起点位扩张产能供给过剩，2) 新经济融资热潮，广告主需求疲软；3) 18 年下半年短视频崛起线上流量增加，线上出现新流量洼地，广告主部分转移投放线上，并未把分众当作投放的必须渠道。2019 年底随着越来越多行业广告主认可楼宇媒体，同时由于线上时长增长放缓、商业化推进，线下场景媒介的相对性价比更突出，分众具备长期提价的基础。

表 4：2009-2020 年分众传媒上下屏联动刊例价涨价幅度（元，%）

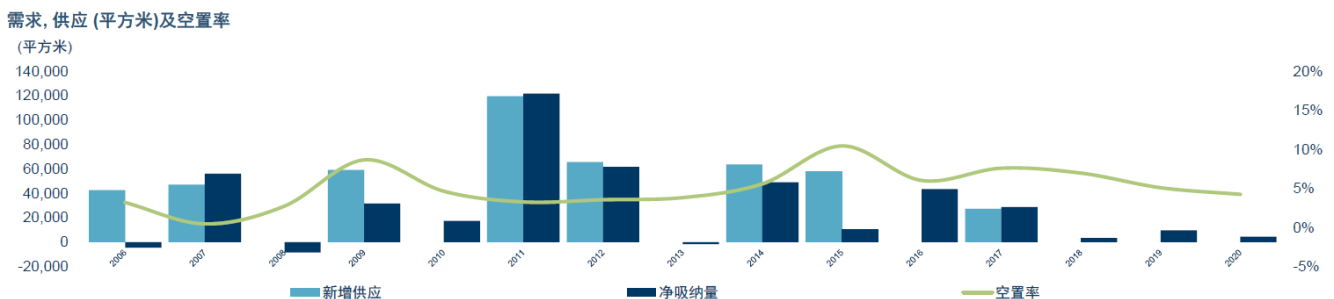
| | 2009 | 2012 | 2013 | 2016 | 2019 | 2020 | 09-12 CAGR | 13-16 CAGR | 16-20 CAGR | 09-20 CAGR |
|----|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 上海 | 351,800 | 498,000 | 658,000 | 988,000 | 1,098,000 | 1,198,000 | 12% | 15% | 5% | 12% |
| 北京 | 351,800 | 498,000 | 658,000 | 988,000 | 978,000 | 1,080,000 | 12% | 15% | 2% | 11% |
| 广州 | 255,800 | 378,000 | 438,000 | 648,000 | 678,000 | 748,000 | 14% | 14% | 4% | 10% |
| 深圳 | 238,000 | 358,000 | 438,000 | 648,000 | 678,000 | 748,000 | 15% | 14% | 4% | 11% |

注：广告套餐调整后口径有区别，19 年和 20 年采用上下屏联动 15 “+3*5” 口径，因此对比统计可能有偏差

资料来源：百度文库分众传媒报价单，申万宏源研究

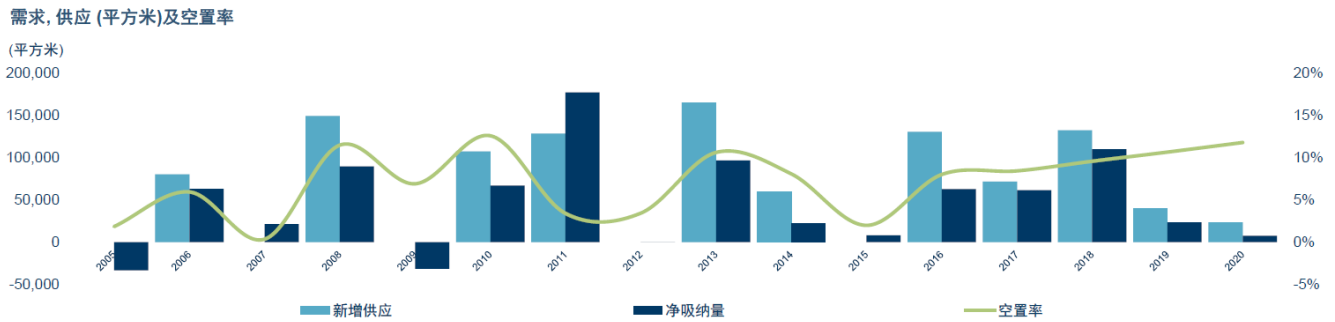
分众未来具备提价能力的基础是占据供给有限的稀缺优质写字楼点位。广告主对一二线高消费人群注意力的争夺即是对核心点位的争夺，甲级写字楼点位投放需求长期旺盛。但受物理条件约束，一二线城市优质写字楼增长有限。根据戴德梁行的调研报告，上海徐汇核心写字楼近三年几无增长，静安核心写字楼近两年增长大幅放缓，因此长期看，优质点位稀缺性必然越来越凸显，也是分众长期稳定提价的根本保障。此外，分众维持高利润率的核心逻辑之一是高价值核心点位带动长尾点位去库存，占据稀缺黄金资源也是压制竞争对手利润率提升的关键。

图 13：2005-2020 年上海徐汇核心写字楼新增供应情况



资料来源：戴德梁行，申万宏源研究

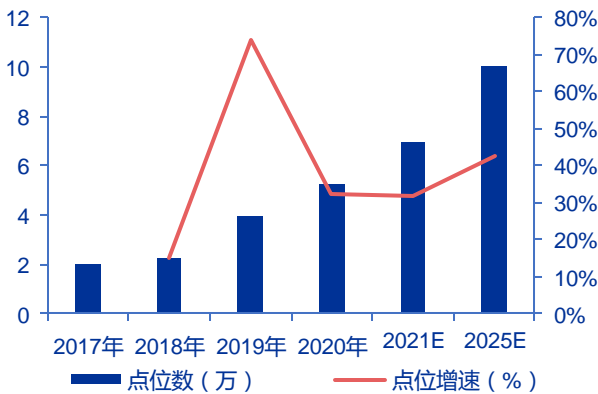
图 14 : 2005-2020 年上海静安核心写字楼新增供应情况



资料来源：戴德梁行，申万宏源研究

海外业务短期仍在市场开拓期，中期空间 50-100 亿。目前分众海外相对成熟的韩国市场，拥有 7 万点位，3 亿收入，10%左右利润率，仍在扩张初期。韩国目标收入空间 15-20 亿。但此前 LGU+ 有 2 万有效点位但没有实现盈利，说明海外梯媒运营有门槛，分众对运营熟悉有一定优势。分众海外以创业团队形式落地，主要是分众中高管拿海外公司股权，带队创业。东南亚广告市场主要市场分众均有布局，中期市占率可参考国内 2% 的大盘份额，因为海外数字广告占比比国内低+分众经验成熟，实现 2% 可能比国内更快，空间可能更大。按 2% 计算分众 25 年海外规模 104 亿，1% 计算对应 52 亿。

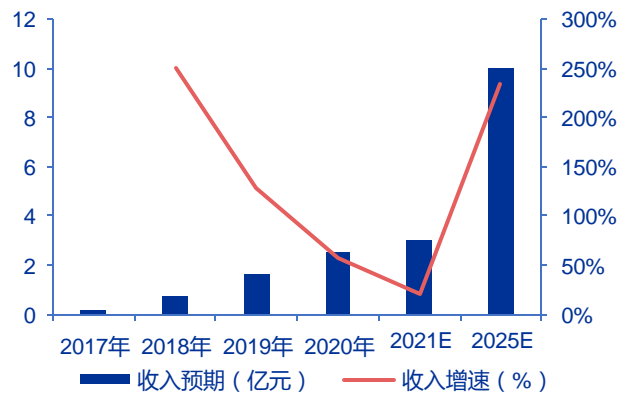
图 15 : 分众传媒韩国点位数量预期及增速预期 (万, %)



注：申万宏源研究预测

资料来源：CTR，申万宏源研究

图 16 : 分众传媒韩国收入预期及增速预期 (亿元, %)



注：申万宏源研究预测

资料来源：CTR，申万宏源研究

表 5 : 分众传媒 2025E 东南亚部分国家 (或地区) 梯媒空间情景测算

| 国家 | 25 年广告规模 (亿) | 梯媒规模 (亿元) | |
|-----|--------------|-----------|--------|
| | | 市占率=1% | 市占率=2% |
| 日本 | 3,313 | 33 | 66 |
| 印尼 | 574 | 6 | 11 |
| 香港 | 248 | 2 | 5 |
| 新加坡 | 109 | 1 | 2 |
| 泰国 | 265 | 3 | 5 |

| 国家 | 25 年广告规模 (亿) | 梯媒规模 (亿元) | |
|----|--------------|-----------|--------|
| | | 市占率=1% | 市占率=2% |
| 韩国 | 708 | 7 | 14 |
| 合计 | 5,217 | 52 | 104 |

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

分众直投依托智能屏投放更加精准，也能提升智能屏使用效率，有望成为分众国内业务第二增长曲线。分众直投是分众面向区域市场的一站式营销服务平台，主要面向区域品牌客户和商户，通过互联网推送至智能屏，流量可监控。与分众传统商务楼宇套装等相比，直投具有投放门槛更低、且可以通过直投 App 实现 LBS 选点，投放前可以查看小区人群画像，实现了品牌广告的智能化、精准化投放，更适合中小广告主。当前分众智能屏点位数量约 30 万，假设扩张至 50 万，单屏价格 25 元/周，每屏幕 16 个广告主位轮播，刊挂率 50%，则对应 50 亿收入/年。

图 17：分众直投 LBS 选点



资料来源：分众传媒公众号，申万宏源研究

财务摘要

| 百万元, 百万股 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 12,136 | 12,097 | 15,490 | 17,911 | 20,180 |
| 其中: 营业收入 | 12,136 | 12,097 | 15,490 | 17,911 | 20,180 |
| 减: 营业成本 | 6,650 | 4,447 | 4,759 | 5,166 | 5,629 |
| 减: 税金及附加 | 283 | 63 | 108 | 358 | 404 |
| 主营业务利润 | 5,203 | 7,587 | 10,623 | 12,387 | 14,147 |
| 减: 销售费用 | 2,256 | 2,150 | 2,742 | 3,099 | 3,431 |
| 减: 管理费用 | 576 | 684 | 697 | 806 | 908 |
| 减: 研发费用 | 148 | 103 | 77 | 197 | 202 |
| 减: 财务费用 | -20 | -127 | -133 | -225 | -386 |
| 经营性利润 | 2,243 | 4,776 | 7,240 | 8,510 | 9,992 |
| 加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列) | -740 | -370 | -197 | -40 | -40 |
| 加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列) | 0 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 加: 投资收益及其他 | 863 | 659 | 700 | 651 | 600 |
| 营业利润 | 2,366 | 5,080 | 7,742 | 9,121 | 10,553 |
| 加: 营业外净收入 | -18 | -33 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 2,348 | 5,047 | 7,742 | 9,121 | 10,553 |
| 减: 所得税 | 493 | 1,046 | 1,652 | 1,963 | 2,300 |
| 净利润 | 1,855 | 4,001 | 6,090 | 7,158 | 8,253 |
| 少数股东损益 | -20 | -3 | -18 | -72 | -91 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1,875 | 4,004 | 6,108 | 7,230 | 8,344 |
| 每股收益 (元) | 0.13 | 0.28 | 0.42 | 0.50 | 0.58 |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | |
|--------|-----|---------------|--------------------|
| 华东 A 组 | 陈陶 | 021-33388362 | chentao1@swhy.com |
| 华东 B 组 | 谢文霓 | 18930809211 | xiewenni@swhy.com |
| 华北组 | 李丹 | 010-66500631 | lidan4@swhy.com |
| 华南组 | 陈左茜 | 0755-23832751 | chenzuoxi@swhy.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。