

传媒

2021年03月19日

分众传媒 (002027)

——从广告需求和媒介供给两端，看分众成长性

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

投资要点:

我们 2019 年 11 月、12 月和 2020 年 7 月发布报告阐述了分众传媒的竞争优势和周期底部复苏的逻辑，当前复苏趋势已经确立并仍在延续，但市场仍担心分众传媒的周期性波动、以及短视频、电商广告的冲击，本篇报告从广告主需求和媒介供给看分众传媒的成长性。

市场数据：2021年03月18日

收盘价(元)	10.56
一年内最高/最低(元)	13.19/3.85
市净率	10.3
息率(分红/股价)	-
流通 A 股市值(百万元)	154998
上证指数/深证成指	3463.07/13963.92

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年09月30日

每股净资产(元)	1.03
资产负债率%	24.38
总股本/流通 A 股(百万)	14678/14678
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《分众传媒(002027)点评：4Q20 需求强劲，业绩预告大超预期》2020/12/20
《分众传媒(002027)点评：电商旺季推广增加，4Q 需求有望持续强劲》2020/10/22

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com

研究支持

任梦妮 A0230119060001
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

- **周期性复苏趋势已经确立并仍在延续。**1Q20 触底后，周期性复苏已经确立并仍在持续，从利润表和现金流量表看最新季度已恢复到历史较好水平。考虑到 1H20 的低基数，新消费的持续景气，线下相关广告主（休闲娱乐、商业服务等）、汽车广告主等行业景气度同比回升，预计 2H20 仍将处于复苏通道。考虑到点位扩张，我们认为公司中期复苏后对应的利润空间将达到 100 亿。
- **需求端：新消费品牌成长带来确定性，客户结构多元降低波动性。**市场担心新经济广告主投放波动大影响公司未来业绩稳定。我们认为：1) 新消费品牌成长是公司业绩增长的确定性来源。新消费品牌自 2015 年逐步兴起，但投放主要在电商体系和站外线上媒体，但随着线上获客成本提升，消费品行业广告主 2018 年后逐步加大投放分众。2) 客户结构更多元，波动性降低：2018-2019 年分众传媒收入波动大是因为单一赛道广告主投放多（如二手车），当前广告主结构更多元健康，电商、新消费、休闲娱乐广告主之外，新增了游戏、新能源车、公募基金等行业广告主，且互联网中电商游戏行业广告投放需求较为稳定。
- **供给端：电商广告、社交媒体广告增长并不挤压楼宇广告收入。**1) 电商广告类渠道，分流线下租金，实际上创造广告行业增量市场。2) 短视频增长驱动从时长转向加载率、转化效率提升（包括电商布局）。短视频分流了功能相近的媒体广告收入，布局电商打通广告和销售可能分流其他渠道收入。楼宇广告是场景媒介与线上媒体功能差异较大。3) D2C 缩短流通环节，品牌塑造抢占心智的重要性更加凸显。分众作为稀缺的品牌媒介，通过扩屏、城市化率提升，覆盖中产流量过去十年呈现增长趋势；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越来越强，未来具备稳定提价的能力。
- **经历行业低谷，公司楼宇媒体租金下降，竞争缓和；影院媒体份额提升。**
- **投资建议：维持“买入”评级。**我们维持 2020 年盈利预测，上修 2021-22E 盈利预测，新增 2023 年盈利预测。预计公司 2020-23E 实现收入 120.9 亿元、161.5 亿元、184.7 亿元及 205.1 亿元（原预测 20-22 年收入 120.9 亿元，158 亿元及 177 亿元）；20-23E 实现归母净利润 40.1 亿元、60.6 亿元、75.6 亿元及 88.7 亿元（原预测 20-22 年 40.1 亿元，57.3 亿元及 73.0 亿）。对应 PE 为 39 倍、26 倍、20 倍及 17 倍。FCFF 估值下公司内在价值 14.72 元/股，对应市值 2161 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**外部环境对线下场景价值风险；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；竞争对手再次融资风险。

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	12,136	7,875	12,087	16,147	18,472
同比增长率(%)	-16.6	-11.6	-0.4	33.6	14.4
归母净利润(百万元)	1,875	2,202	4,007	6,057	7,563
同比增长率(%)	-67.8	61.9	113.7	51.2	24.9
每股收益(元/股)	0.13	0.15	0.27	0.41	0.52
毛利率(%)	45.2	59.0	61.5	66.1	69.2
ROE(%)	13.6	14.5	23.1	26.8	26.4
市盈率	83		39	26	20

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

投资案件

投资评级与估值

我们维持 2020 年盈利预测，上修 2021-22E 盈利预测，新增 2023 年盈利预测。预计公司 2020-23E 实现收入 120.9 亿元、161.5 亿元、184.7 亿元及 205.1 亿元（原预测 20-22 年收入 120.9 亿元，158 亿元及 177 亿元）；20-23E 实现归母净利润 40.1 亿元、60.6 亿元、75.6 亿元及 88.7 亿元（原预测 20-22 年 40.1 亿元，57.3 亿元及 73.0 亿元）。对应 PE 为 39 倍、26 倍、20 倍及 17 倍。FCFF 估值下公司内在价值 14.72 元/股，对应市值 2161 亿元，维持“买入”评级。

关键假设点

(1) 楼宇媒体：预计 2020-2023E，公司楼宇媒体收入分别实现 114.35 亿元、140.49 亿元、162.35 亿元及 181.48 亿元，同比分别增长 14%、23%、16%及 12%。

(2) 影院媒体：预计 2020-2023E，分众影院收入分别为 5.35 亿，19.81 亿，21.19 亿及 22.47 亿，同比分别下滑 73%，增长 270%，7%和 6%。

有别于大众的认识

市场担心分众传媒广告主投放波动性大。我们认为新消费是品牌升级的结果、互联网赋能实体经济也是确定的产业趋势，将是广告投放的主力军。(1) 新消费品牌成长是公司业绩增长的确定性来源。新消费品牌此前投放主要在电商体系和站外线上媒体，但随着线上获客成本提升，消费品广告主 2018 年后逐步加大投放分众。(2) 客户结构更多元，波动性降低：2018-2019 年分众收入波动大是因为单一赛道广告主投放多（如二手车），当前广告主结构更多元，电商、新消费、休闲娱乐广告主之外，新增了游戏、新能源车、公募基金等行业广告主，且互联网中电商游戏行业广告投放需求较为稳定。

市场担心以电商、短视频为代表的线上广告挤压楼宇广告。我们认为，(1) 电商广告是平台分流线下门店租金，并以广告+佣金变现，实际上创造了广告行业的增量市场。

(2) 短视频为代表的社交媒体广告强调品效合一，过去靠时长增长拉动，未来靠加载率和转化效率继续拉动增长，提升转化效率的重要举措是布局电商，打造广告曝光到销售转化的交易闭环。短视频分流了功能相近的媒体广告收入，未来布局电商可能分流线下门店租金和电商平台收入。楼宇广告是场景媒介与线上媒体功能差异较大，只要中产每天需要上班、回家，作为品牌媒介的价值就依然存在。(3) D2C 缩短流通环节，品牌塑造抢占心智的重要性凸显。分众作为稀缺的品牌媒介，量价都是增长驱动。分众通过扩屏、城市化率提升，覆盖中产流量过去十年呈现增长趋势；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越来越强，未来具备稳定提价的能力。

股价表现的催化剂

新消费广告主投放超预期；更多行业广告主增投分众

核心假设风险

外部环境对线下场景价值风险；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；竞争对手再次融资风险。

目录

1. 周期性复苏趋势已经确立并仍在延续	7
2. 从需求端广告主结构看分众长期成长性	11
2.1 分众享受新消费红利，成长性大于周期性	11
2.2 新消费崛起，是分众需求增长的确定性来源	12
2.3 广告主结构更加多元均衡，将大幅减小周期性波动	17
3. 从供给端媒介价值看分众长期成长性	21
3.1 电商广告、社交媒体广告高增长并未冲击楼宇广告	21
3.2 分众占据稀缺一二线注意力，具备稳定提价能力	23
4. 竞争：凤凰涅槃，浴火重生，竞争优势增强	28
5. 盈利预测与估值	31
5.1 盈利预测	31
5.2 FCFF 估值	33
5.3 相对估值法	34
5.4 投资建议	36
6. 风险提示	37

图表目录

图 1: 2017-2020 年全媒体广告刊例花费增速 (%)	7
图 2: 2017-2020 年 9 月社零总额同比增速 (%)	7
图 3: 2008-1H20 自营点位数量变化 (万)	7
图 4: 2008-1H20 分众传媒单屏收入及增速	7
图 5: 2Q17-3Q20 分众传媒营收及净利润增速 (%)	8
图 6: 2Q17-3Q20 分众传媒毛利率及净利率 (%)	8
图 7: 1Q16-3Q20 分众传媒应收账款余额 (亿元)	8
图 8: 1Q16-3Q20 分众传媒应付账款余额 (亿元)	8
图 9: 1Q16-1Q20 分众传媒季度经营性净现金流 (亿元)	9
图 10: 2007-1H20 社零年度同比增速 (右轴) 与分众传媒楼宇媒体同比增速 (左轴)	11
图 11: 2014 年 1 月-2020 年 9 月 M1、M2 同比增速 (%)	12
图 12: 2014-2020 年 1-11 月中国股权一级市场融资金额 (亿元, %)	12
图 13: 1979-2019 年中国人均 GDP (美元)	12
图 14: 1960-1985 年日本人均 GDP (美元)	12
图 15: 我国不同阶层的差异化消费需求.....	13
图 16: 2019 年 Top100 新消费品牌榜单.....	14
图 17: 2016 年部分新品牌的媒体花费占比 (%)	15
图 18: 2012-1H20 分众传媒日用消费品客户投放金额及增速.....	15
图 19: 天猫淘宝单用户广告收入 (元)	16
图 20: 抖音、快手及分众广告 ARPU 对比 (元)	16
图 21: 三只松鼠获客成本变化 (元/人)	17
图 22: 逸仙电商 DTC 获客成本及 ROI (元, %)	17
图 23: 2018-2020 年电梯电视投放月度花费 Top10 出现次数及分布统计 (次, %)	18
图 24: 2018-2020 年电梯海报投放月度花费 Top10 出现次数及分布统计 (次, %)	18
图 25: 2018 年 vs2019 年二手车投放前十品牌上榜次数 (次)	19
图 26: 2012-1H20 分众传媒客户结构变化 (%)	19
图 27: 2005-2020 年分众重要客户及客户类型	20

图 28: 2006-2019 中国 GDP 及社零同比增速 (%)	21
图 29: 2014-18 年 A+ 中概股公司营销费用增速 (%)	21
图 30: 2019 年各电商平台整体货币化率构成 (%)	22
图 31: 抖音与快手人均单日使用时长 (分钟)	23
图 32: 短视频整体 MAU 规模 (亿)	23
图 33: 快手和抖音单用户广告 ARPU 值 (元/DAU)	23
图 34: D2C 缩短流通渠道提升品牌价值.....	24
图 35: 楼宇媒体是品牌广告投放的核心资产.....	24
图 36: 2008-1H20 自营点位数量变化 (万)	25
图 37: 2006-2018 年分众覆盖中产数量 (亿)	25
图 38: 分众与其他品牌广告覆盖流量对比 (亿)	25
图 39: 2001-2010 年及 2011-2016 年各线城市人口增速 (%)	25
图 40: 2005-2020 年上海徐汇核心写字楼新增供应情况	26
图 41: 2005-2020 年上海静安核心写字楼新增供应情况	26
图 42: Facebook 旗下多平台日活跃用户超 10 亿 (百万人)	27
图 43: Facebook 广告总曝光量与广告价格同比 (%)	27
图 44: 平均广告价格上升 (美元/千次展示)	27
图 45: 分众传媒 Forward PE.....	34
表 1: 分众传媒长期空间测算	9
表 2: 1970-1985 年日本代表性新品牌崛起.....	13
表 3: 传统品牌、新消费 1.0 与 2.0 品牌产品、渠道与营销变化.....	15
表 4: 天猫淘宝等及关联方在分众传媒投放金额	19
表 5: 2020 年猿辅导带动在线教育其他品牌投放电梯 LCD	20
表 6: 3Q18-3Q20 主要广告公司收入增速 (%)	21
表 7: 社交媒体电商 GMV.....	23
表 8: 2020 年分众及其他媒介覆盖流量及媒介价值对比.....	25
表 9: 2009-2020 年分众传媒上下屏联动刊例价涨价幅度 (元, %)	26
表 10: 楼宇媒体广告公司对比.....	28
表 11: 新旧合同对比.....	30
表 12: 合同金额变化 (元)	30

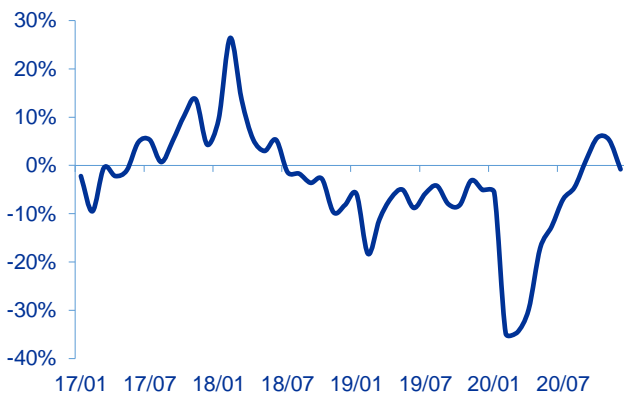
表 13: 分众传媒盈利预测简表 (百万元, %)	31
表 14: 楼宇媒体收入、成本及毛利率预测 (百万元, %)	31
表 15: 影院媒体收入、成本及毛利率预测 (百万元, %)	32
表 16: 分众传媒主要费用及费用率预测 (百万元, %)	33
表 17: 分众传媒其他收益预测 (百万元, %)	33
表 18: WACC 测算	33
表 19: 可比公司估值表 (2021 年 3 月 18 日收盘市值)	35
表 20: 可比公司估值表 (2021 年 3 月 18 日收盘市值)	36

1. 周期性复苏趋势已经确立并仍在延续

我们2019年11月、12月和2020年7月发布报告阐述了分众传媒底部复苏的逻辑，详见《分众传媒 (002027) 深度：迈过低谷，楼宇媒体价值依旧》(2019年11月；英文版：*Focus Media Information Technology Co., Ltd.(002027): Headwinds priced in*)，《分众传媒 (002027) 深度：至暗时刻已过迎接业绩复苏，看好楼宇媒体长期价值》，《分众传媒 (002027) 深度：内需改善，楼宇媒体转正在望，逐季改善确立》(2020年7月)。当前逻辑正在兑现。

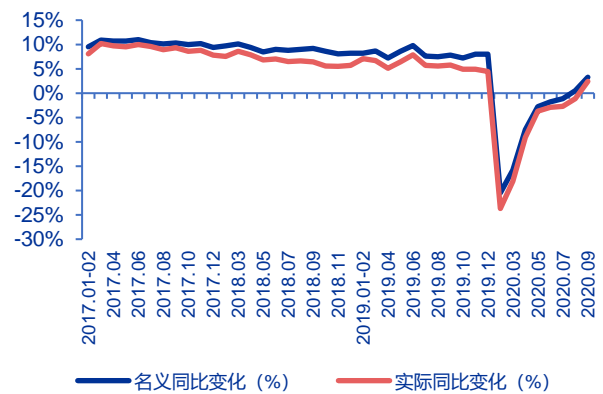
- **2018年-1Q20 竞争下的激进扩屏叠加新经济广告主投放减少，分众基本面处于低谷。**2018年部分对融资依赖较强的新经济行业投放缩减，同时为应对竞争公司自营点位数量从2017年的150万台扩张至2019年中的270万台，整体租金成本大幅提升，导致单屏收入降至十年最低。20Q1 线下广告投放受到影响导致业绩触底。

图 1: 2017-2020 年全媒体广告刊例花费增速 (%)



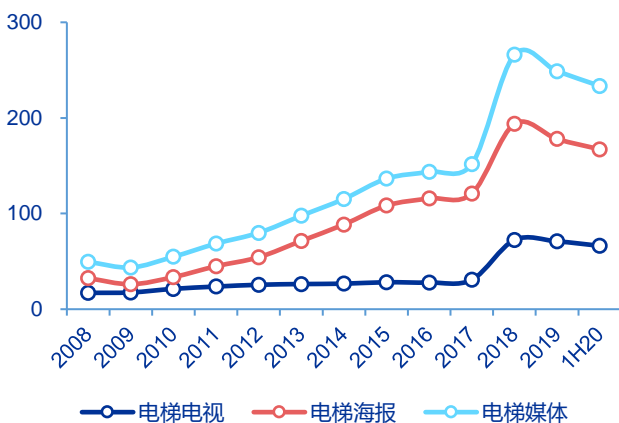
资料来源: CTR, 申万宏源研究

图 2: 2017-2020 年 9 月社零总额同比增速 (%)



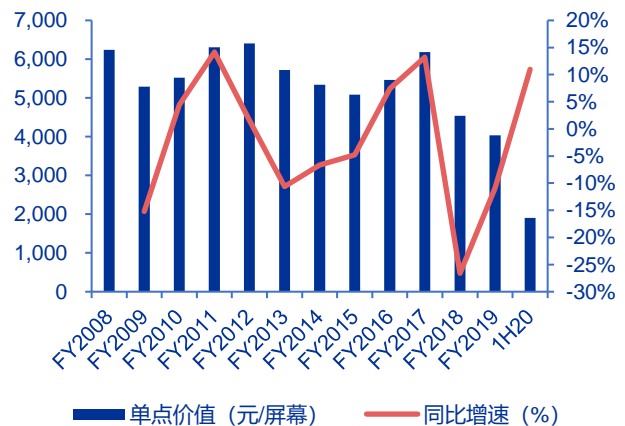
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 2008-1H20 自营点位数量变化 (万)



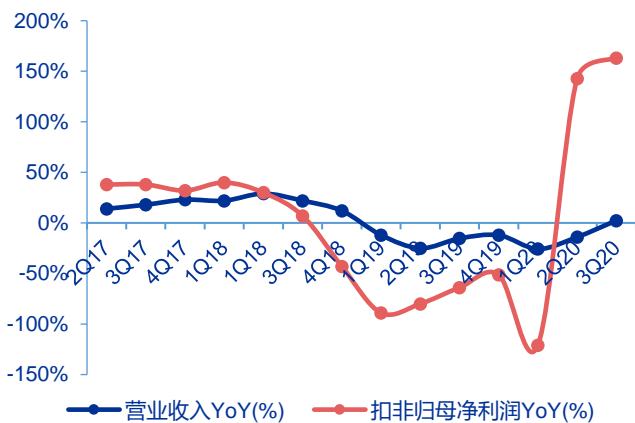
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 2008-1H20 分众传媒单屏收入及增速

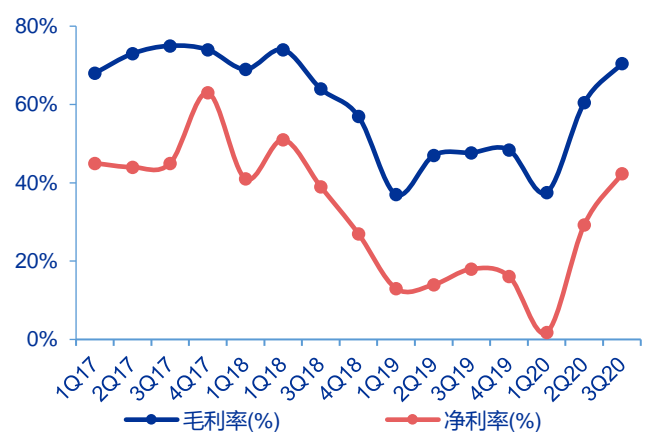


资料来源: Wind, 申万宏源研究

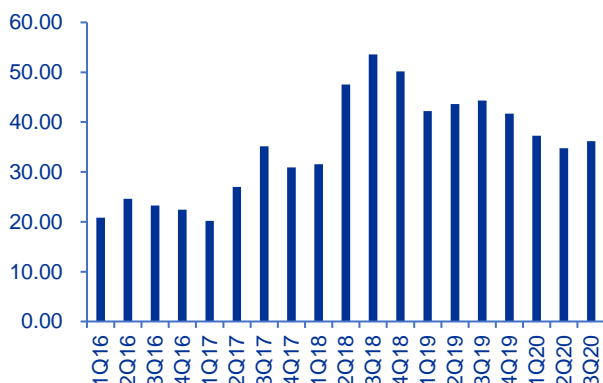
- **1Q20 触底后，周期性复苏已经确立并仍在持续，从利润表和现金流量表看已经恢复历史较好水平。**随着分众拓展更多元的广告主以及线下场景逐步恢复，2Q20起收入增长逐渐恢复，利润率方面，随着扩屏周期结束以及竞争缓和、运营效率提升，成本企稳，3Q20 净利润率 42%，接近 3Q18 水平（考虑到 3Q20 影院媒体广告投放还未恢复，楼宇媒体恢复情况更好），根据公司业绩预告 4Q20 预计实现归母净利润 16.58-20.58 亿，同比增长 20%-49%，已经达到历史较好水平（4Q17 实现归母净利润 20.88 亿）。经营现金流也说明同样的趋势。经过 18-19 年对收入确认政策和不同行业账期控制后，分众传媒信用资产减值损失风险大幅下降；此外，2020 年应付账款较 19 年底大幅增长，2020 年经营性现金流充裕。
- **考虑到 1H20 的低基数，新消费的持续景气，线下相关广告主（休闲娱乐、商业服务等）、汽车广告主等行业景气度同比回升，预计 2H20 仍将处于复苏通道。**

图 5: 2Q17-3Q20 分众传媒营收及净利润增速 (%)


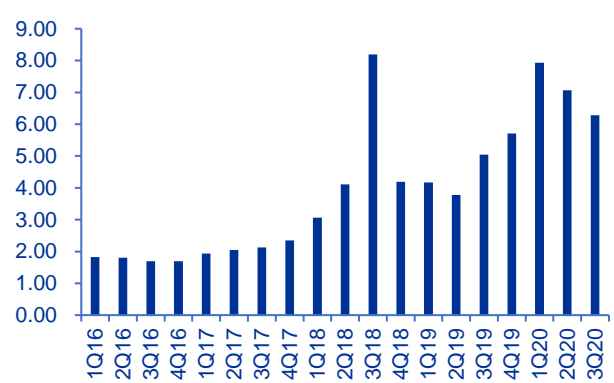
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6: 2Q17-3Q20 分众传媒毛利率及净利率 (%)


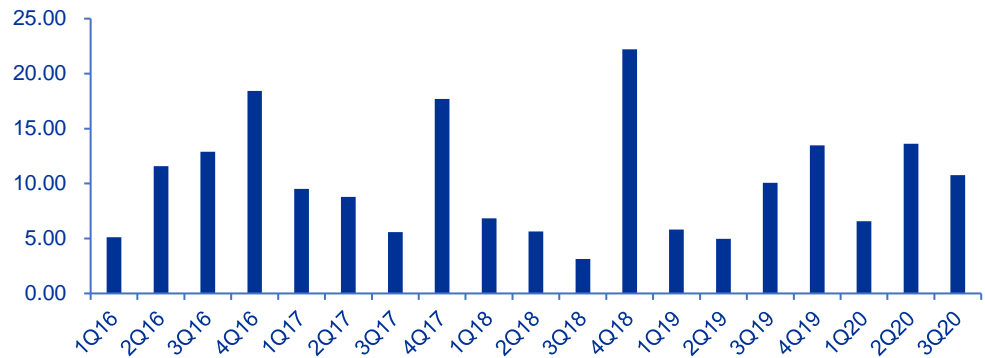
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7: 1Q16-3Q20 分众传媒应收账款余额 (亿元)


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8: 1Q16-3Q20 分众传媒应付账款余额 (亿元)


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9: 1Q16-1Q20 分众传媒季度经营性净现金流 (亿元)


资料来源: Wind, 申万宏源研究

考虑到产能扩张, 我们认为公司中期复苏后对应的利润空间将达到 100 亿。2017 年公司楼宇媒体自营点位约 150 万, 归母净利润 60 亿, 2020 年中扩屏再优化后点位约 230 万。我们测算未来小幅扩屏, 对应贡献 100 亿稳态利润, 核心假设: (1) 楼宇媒体 LCD 点位小幅扩张至 37 万, 电梯海报点位小幅扩张至 206 万, 新产品线智能屏点位扩张至 50 万, 单屏收入回升至 2017 年水平, 对应楼宇媒体收入 196 亿; 影院媒体点位小幅扩张至 1.3 万, 单屏收入回升至 2017 年水平, 对应收入 26.10 亿。(2) 楼宇媒体单屏租金成本维持稳定, 智能屏代理商返点 10%, 综合毛利率 71%。

表 1: 分众传媒长期空间测算

	2017	2018	2019	中期	测算逻辑
总收入	12,014	14,551	12,136	22,174	
楼宇媒体收入	9,383	12,076	10,049	19,564	
电梯电视 (百万元)	4,890	7,024	6,022	12,395	
LCD 点位 (万)	20.9	35	34.1	37.044	假设 LCD 点位小幅扩张
智能屏点位 (万)	7.9	35.1	32.7	50	假设智能屏点位扩张至 50 万
电梯海报 (百万元)	4,493	5,052	4,027	7,169	
一二线点位 (万)	105.9	152	139.4	161.37293	假设一二线海报扩张至 161 万
三线城市及以下点位 (万)	15.1	41.8	38.6	44.684325	假设三线城市及以下点位 45 万
影院媒体收入 (百万元)	2,333	2,382	1,983	2,610	
屏幕数量 (万)	1.2	1.3	1.1	1.3	
单屏收入 (元)	197,723	187,540	180,247	197,723	
营业成本 (百万元)	3,277	4,916	6,650	6,436	
楼宇媒体成本 (百万元)	2,186	3,612	5,250	5,336	假设智能屏代理商返点 10%。
影院媒体成本 (百万元)	989	1,224	1,315	1,100	
综合毛利润 (百万元)	8,737	9,635	5,486	15,738	
毛利率 (%)	73%	66%	45%	71%	
三项费用+营业税费等 (百万元)	2,973	3,310	3,243	3300	
补贴 (百万元)	735.608	872.486	722.901	350	
利润总额 (百万元)	7,232	6,942	2,348	12,788	
所得税率 (%)	17.40%	17%	21%	22%	
归母净利润 (百万元)	6,005	5,823	1,875	10,038	

注: 公司定期报告中披露楼宇媒体与影院媒体收入, 电梯电视机电梯海报收入为申万宏源研究测算值

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究测算

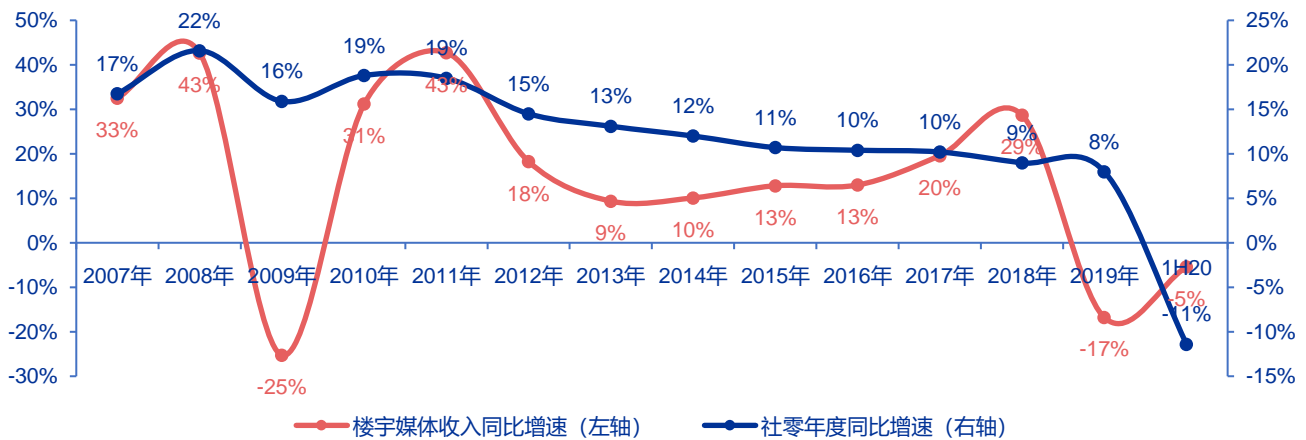
但市场还有分歧点：1) 担心公司广告收入周期性波动较大；2) 担心高增长的电商广告和社交媒体广告冲击生活媒体；3) 竞争格局变化。我们将在第二三四章详细阐述。

2. 从需求端广告主结构看分众长期成长性

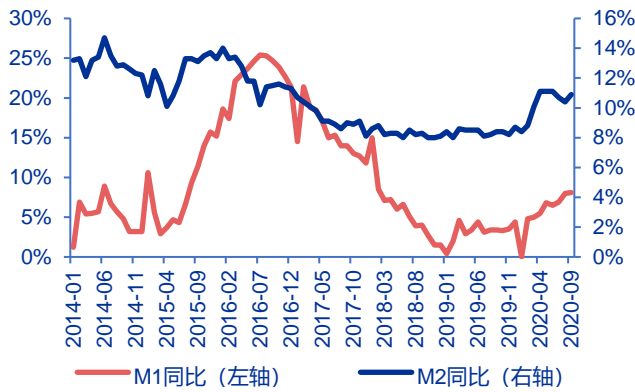
2.1 分众享受新消费红利，成长性大于周期性

除 2009 年、2019 年，分众传媒自身成长性长期大于周期性。历史上大部分情况，分众传媒自身的成长性超越了宏观环境的周期性波动，但分众经历了两轮明显的波动：（1）2009 年社零同比增由 22% 放缓至 16%，分众楼宇媒体收入同比下降 25%，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 年分众楼宇媒体收入同比下降 17%，社零同比增长 8%，分众表现明显弱于社零，主要由于 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。M1 和 M2 增速自 2018 年均明显回落，M1=M0（现金）+企业事业单位活期存款，M2=M1+企业事业单位定期存款+居民储蓄存款，M1 反应居民和企业的资金松紧，反应消费和终端市场，M2 反应投资和中间市场。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。

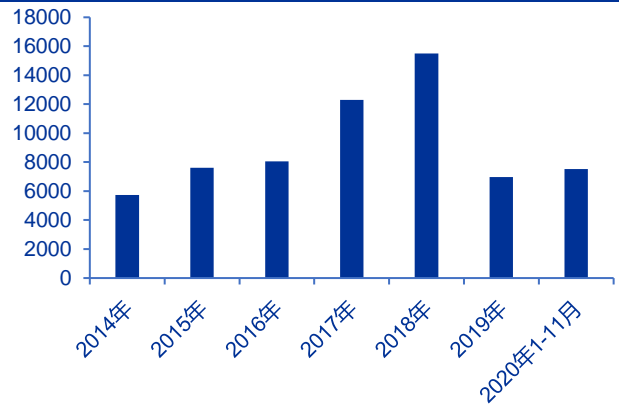
图 10：2007-1H20 社零年度同比增速（右轴）与分众传媒楼宇媒体同比增速（左轴）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11: 2014 年 1 月-2020 年 9 月 M1、M2 同比增速 (%)


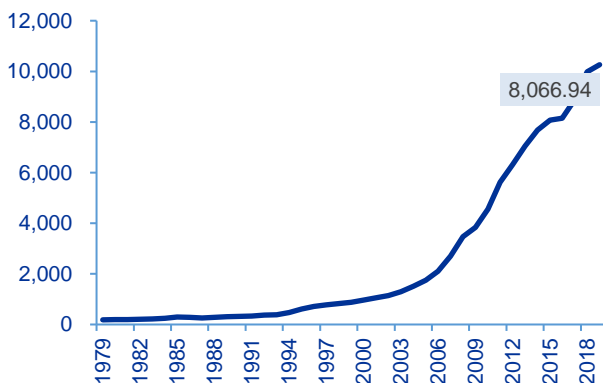
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 12: 2014-2020 年 1-11 月中国股权一级市场融资金额 (亿元, %)


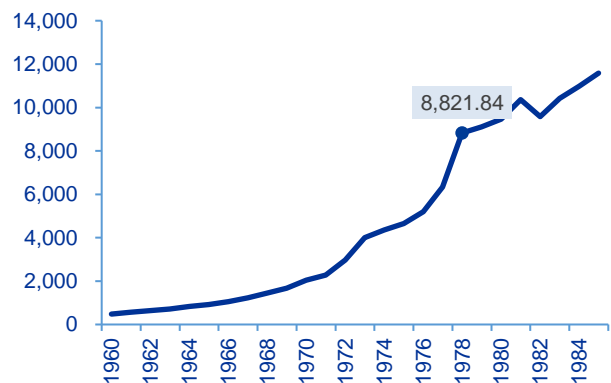
资料来源: 创业邦, 申万宏源研究

2.2 新消费崛起, 是分众需求增长的确定性来源

首先, 中产崛起+消费代际更替催生消费大爆发, 新品牌的诞生和原有品牌的升级有望增加广告投放。根据国际经验, 1840 年欧洲产业工人崛起带来欧洲消费品发展并诞生了如路易威登、雀巢咖啡及奔驰等品牌; 1900 年美国新中产阶级崛起, 诞生联合利华、阿迪达斯、菲利普斯、雅诗兰黛等美国本土品牌。日本在人均 GDP 突破 8000 美元带来的消费升级, 伴随着: 消费者的消费诉求由购买最大最好的商品, 转变为心理诉求和感性诉求, 从而催生大量本土品牌崛起。日本 1970 年后诞生大量本土品牌如无印良品和优衣库, 均是为了满足中产阶级的个性化需求和情感诉求, 也催生大量广告投放需求 (但 1985 年前数据缺失)。参考日本, 新品类爆发期集中在 1970-2000 年左右, 长达 30 年。当前, 我国正处于新中产阶级崛起+消费代际更替过程中, 2015 年人均 GDP 突破 8000 美元, 消费品牌处于大爆发时期, 表现为新品牌的诞生和原有品牌的升级, 而这将拉动广告投放需求。

图 13: 1979-2019 年中国人均 GDP (美元)


资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 14: 1960-1985 年日本人均 GDP (美元)


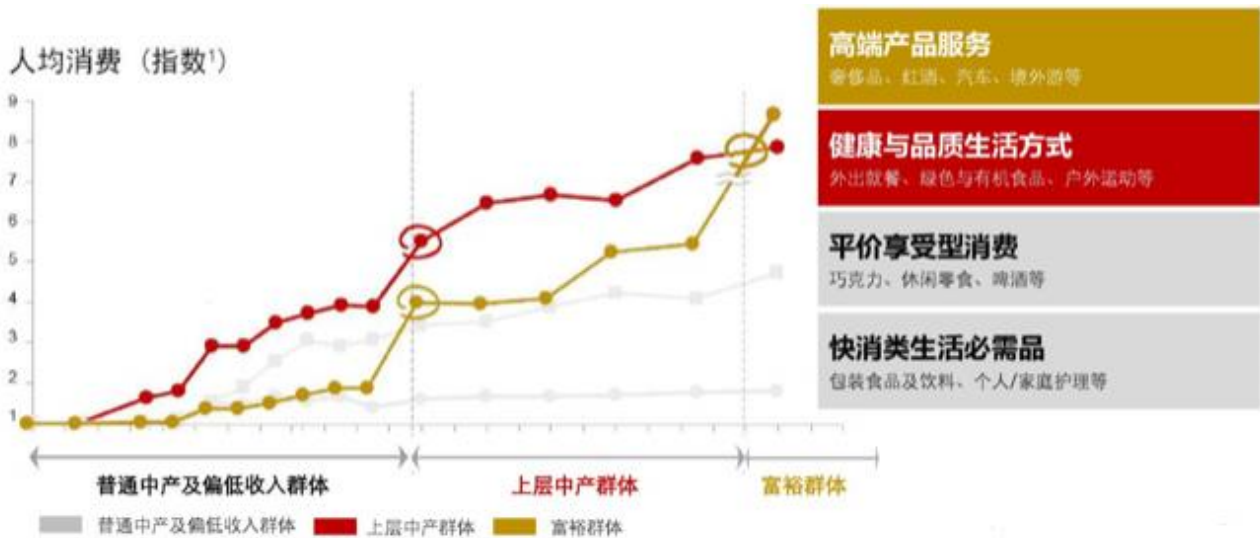
资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 2: 1970-1985 年日本代表性新品牌崛起

年份	代表品牌	品类
1971 年	三宅一生	服饰
1972 年	大创	日用品
1972 年	全家	日用品
1972 年	NITORI	家具
1978 年	东急 Hands	日用品
1979 年	索尼随身听	3C
1980 年	宝特力矿泉水	食品饮料
1980 年	无印良品	服饰
1984 年	优衣库	服饰

资料来源:《第四消费时代》, 申万宏源研究

图 15: 我国不同阶层的差异化消费需求



资料来源: 阿里研究院, 申万宏源研究

图 16: 2019 年 Top100 新消费品牌榜单

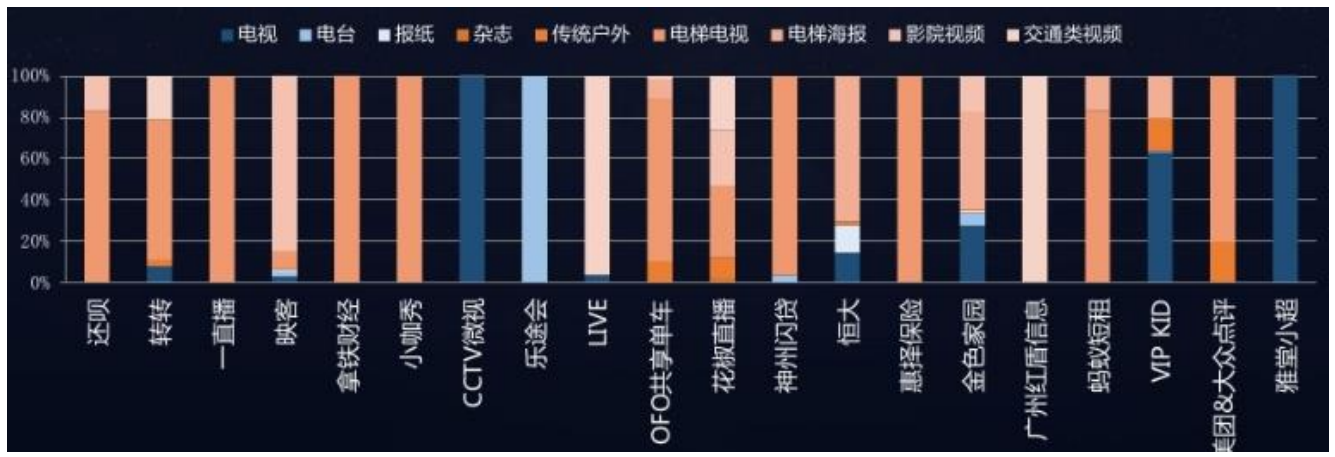
TOP 100新消费品牌榜单



资料来源：亿欧《2019 中国新消费品牌研究报告及 TOP100 榜单》，申万宏源研究

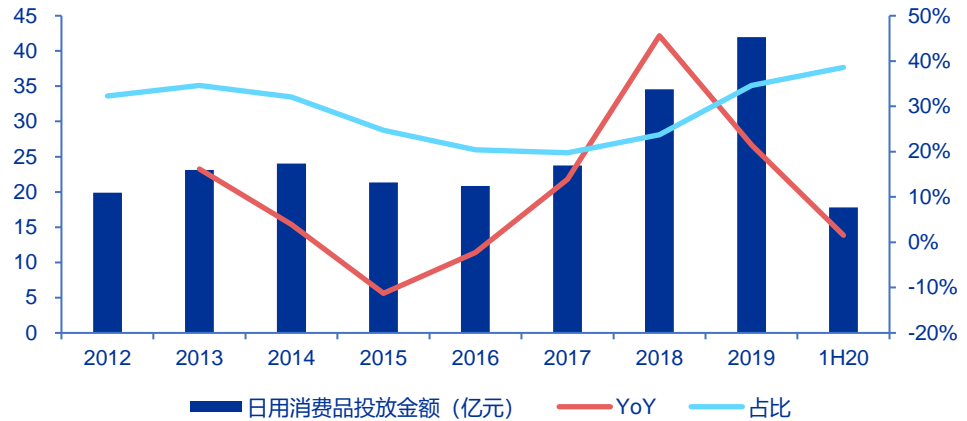
再者，新消费的投放需求增加将使分众传媒受益。新消费品牌的成长从前几年就开始，但分众传媒此前消费类广告主预算增长不够明显。据 CTR 统计，2016 年部分新品牌媒介配置中，电梯电视+电梯海报+影院视频是当年众多新品牌投放占比较高的媒介配置组合，但投放的品类集中在互联网新经济类，新消费品牌投放较少。我们判断是新消费品牌多为淘品牌，2016 年仍主要投放在淘内，随后短视频崛起进一步满足了站外广告投放需求。但是我们认为 2019 年以来新消费品广告主对分众传媒的青睐更加明显。背后主要有两个原因：

图 17: 2016 年部分新品牌的媒体花费占比 (%)



资料来源: CTR, 申万宏源研究

图 18: 2012-1H20 分众传媒日用消费品客户投放金额及增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

- **第一个原因: 新消费品牌渠道变革导致营销方式变革, 品牌价值塑造重要性凸显。** 新消费在公域+私域的全景流量上直接竞争, 渠道缩短, 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, 迅速建立消费者对品牌的认知, 否则广告投放后无法形成复购, ROI 低。新消费品牌从渠道上在线上线下全渠道布局, 不仅入驻电商平台, 而且不断尝试小程序、短视频等方式构建私域流量; 从营销上, 新消费品由传统的品牌效果投放, 转变为基于多触点品牌投放与内容营销相结合, 持续提升品牌价值, 抢占消费者心智最终形成品牌粘性 (复购)。

表 3: 传统品牌、新消费 1.0 与 2.0 品牌产品、渠道与营销变化

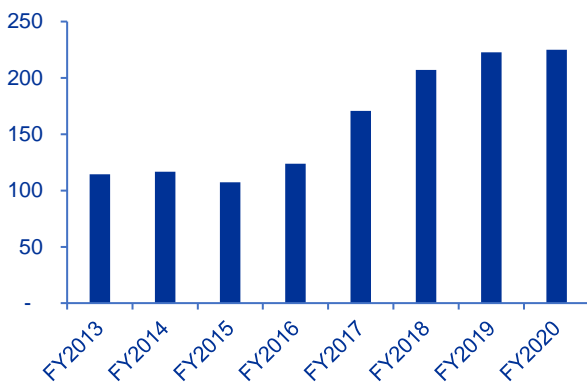
	传统品牌	新消费 1.0	新消费 2.0
设计端	自上而下, 迭代周期长	细分领域, 快速迭代	
产品端	OBM: 自产自销, 重资产	ODM/OEM, 轻资本	
渠道端	线下门店为主, 转线上	线上网点为主	线上网点+线下新零售 (提升品牌价值)

	传统品牌	新消费 1.0	新消费 2.0
营销端	重品牌 传统媒介 (广播电视户外) 提升品牌价值; 无直接提升转化	重转化 电商买量提升销售转化; 少量投放品牌	品效合一 短视频+直播+小程序+电商全域投放 提升转化; 电视+梯媒提升品牌价值

资料来源: Quest Mobile, 申万宏源研究

● **第二个原因: 随着线上流量成本的提高, 广告主将寻找更多流量价值洼地, 占据一二线城市中产注意力的场景媒介分众传媒, 也将受益于新消费的成长。**我们计算天猫淘宝每个活跃买家 (AAC) 贡献的的客户管理收入 (即广告收入) 发现, FY013-FY2019 单 AAC 广告收入不断增长, 说明商家在站内的获客成本不断增加。抖音和快手 DAU 贡献的广告收入也在逐年提升, 说明短视频买量成本也有提升。**以淘品牌典型品牌三只松鼠、线上营销典型品牌完美日记为例。**据《界面》新闻, 2016 年初三只松鼠公关经理曾提到 2013 年三只松鼠的获客成本是 25 元, 2016 年则增长到 100 元, 主要由于淘内买量成本大幅增长; 据完美日记母公司逸仙电商招股说明书, 2018-2020 年完美日记 DTC 获客成本不断增长, 2020 年前三季度 ROI 也有所下降。根据 CTR 跟踪数据, 完美日记和三只松鼠 2020 均新增在分众电梯电视上的投放。

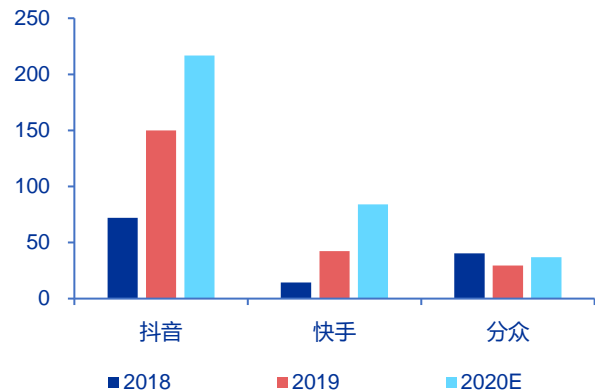
图 19: 天猫淘宝单用户广告收入 (元)



注: 单用户广告收入=Customer Management (客户管理收入) /Annual Active Users (年活跃买家数)

资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 20: 抖音、快手及分众广告 ARPU 对比 (元)

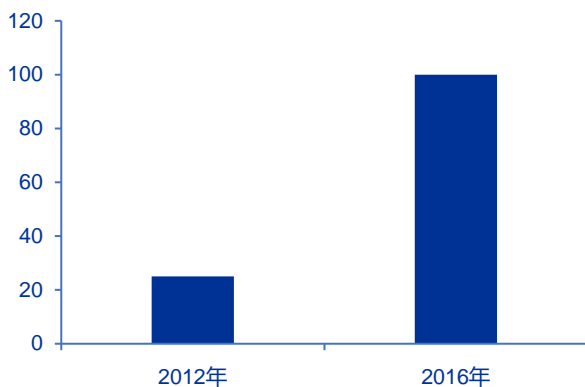


注 1: 抖音和快手 ARPU=广告收入/DAU, 分众 ARPU=楼宇媒体收入/覆盖中产人数

注 2: 抖音 2018-2020 广告收入来自晚点 LatePost, 快手 2018-2019 年广告收入来自招股书, 2020 年为申万宏源预测值, 分众 2018-2020 年覆盖中产人数来自公司官网、公众号及营销材料

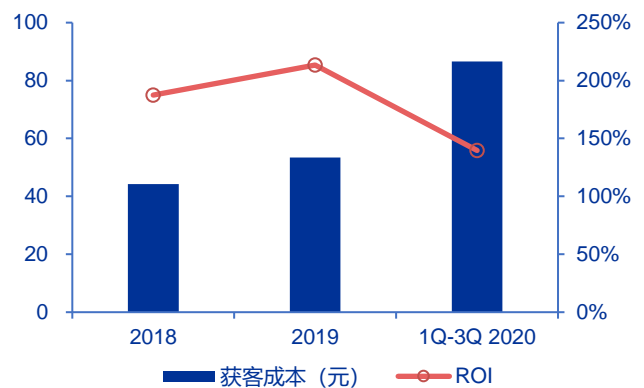
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 21: 三只松鼠获客成本变化 (元/人)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 22: 逸仙电商 DTC 获客成本及 ROI (元, %)

注: $ROI = (DTC \text{ 收入} / DTC \text{ 客户数量}) / (\text{销售费用} / DTC \text{ 客户数量})$

资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.3 广告主结构更加多元均衡, 将大幅减小周期性波动

互联网行业广告投放波动性将会减小。市场较担心分众传媒广告主多为新经济、新消费广告主, 会导致业绩不稳定。 (1) **新经济+新消费广告主是双循环下经济增长的驱动引擎, 是当前最具备增加广告投放实力的品牌。**但新消费品牌淘汰落后品牌是消费升级的必然结果, 而互联网赋能实体经济也是确定的产业趋势。 (2) **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。**我们整理了 2018-2020 年 CTR 公布的月度电梯媒体投放花费前 10 名, 并按照品牌所属行业进行归类。发现分众 2019 年收入下滑主要是因为 2018 年投放过度集中在二手车平台, 2018 年二手车行业在月度投放花费 Top10 榜单中出现 27 次排名第一, 而 2019 年二手车出现 14 次大幅下滑。 (3) **并非所有互联网广告主投放波动都较大, 电商、游戏等行业广告主收入增长较为稳健, 广告投放也相对稳定。**以电商行业为例, 复盘 2016-2019 年天猫淘宝及关联方在分众的投放在 5.6-7.1 亿区间波动。2020 年在线教育行业广告主占收入比重预估低于 10%。

图 23：2018-2020 年电梯电视投放月度花费 Top10 出现次数及分布统计 (次, %)

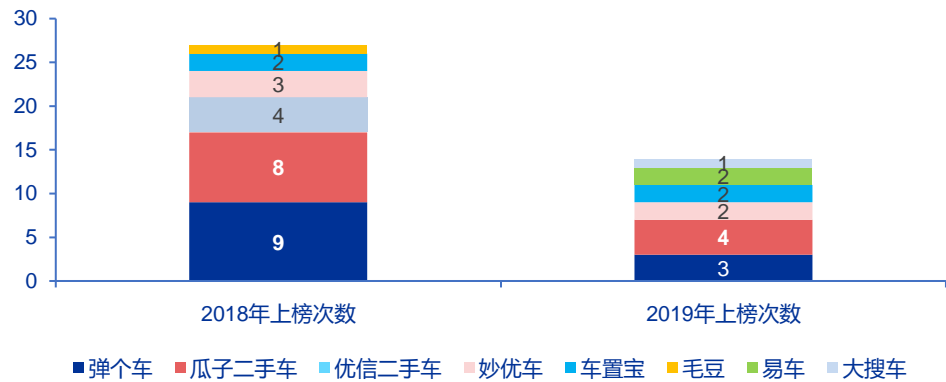
2018年				2019年				2020年			
序号	行业	出现占比	出现次数	序号	行业	出现占比	出现次数	序号	行业	出现占比	出现次数
1	二手车	23%	27	1	生活类app	14%	17	1	乳制品	16%	19
2	电商	20%	24	2	二手车	12%	14	2	教育	13%	15
3	茶饮	11%	13	3	电商	11%	13	3	生活类app	12%	14
4	酒类	9%	11	4	乳制品	10%	12	4	茶饮	10%	12
5	生活服务	8%	10	5	快餐	8%	10	5	电商	8%	10
CR5		71%	85	CR5		55%	66	CR5		58%	70
6	快餐	8%	9	6	汽车	7%	8	6	生活服务	5%	6
7	生活类app	6%	7	7	生活服务	7%	8	7	美妆医美	5%	6
8	乳制品	5%	6	8	美妆医美	5%	6	8	儿童用品	4%	5
9	电子	5%	6	9	休闲零食	5%	6	9	医药保健	4%	5
10	服装	2%	2	10	茶饮	4%	5	10	二手车	3%	4
11	医药保健	1%	1	11	电子	4%	5	11	金融	3%	4
12	日用消费	1%	1	12	酒类	4%	5	12	快餐	3%	4
13	其他	1%	1	13	其他	3%	4	13	日用消费	3%	3
14	金融	1%	1	14	服装	3%	3	14	休闲零食	3%	3
15	教育	1%	1	15	日用消费	2%	2	15	电子	3%	3
				16	儿童用品	1%	1	16	其他	3%	3
				17	金融	1%	1	17	服装	2%	2
								18	汽车	1%	1
								19	游戏	1%	1

资料来源：CTR，申万宏源研究

图 24：2018-2020 年电梯海报投放月度花费 Top10 出现次数及分布统计 (次, %)

2018年				2019年				2020年			
序号	行业	出现占比	出现次数	序号	行业	出现占比	出现次数	序号	行业	出现占比	出现次数
1	电商	20%	24	1	电商	18%	21	1	乳制品	18%	22
2	二手车	18%	21	2	乳制品	17%	20	2	生活服务	16%	19
3	休闲食品	9%	11	3	汽车	9%	11	3	教育	13%	15
4	生活服务	8%	10	4	酒类	8%	10	4	电商	11%	13
5	医药保健	8%	10	5	植发	8%	10	5	汽车	10%	12
CR5		63%	76	CR5		60%	72	CR5		68%	81
6	酒类	8%	9	6	医药保健	7%	8	6	医药保健	6%	7
7	茶饮	7%	8	7	茶饮	5%	6	7	服装	5%	6
8	乳制品	5%	6	8	生活服务	3%	4	8	茶饮	3%	4
9	家电	4%	5	9	生活类app	3%	4	9	生活类app	3%	4
10	电子	3%	3	10	休闲食品	3%	4	10	家电	3%	3
11	日用消费	3%	3	11	服装	3%	3	11	其他	3%	3
12	服装	2%	2	12	家电	3%	3	12	日用消费	3%	3
13	金融	2%	2	13	金融	3%	3	13	金融	2%	2
14	其他	2%	2	14	电子	2%	2	14	通信	2%	2
15	教育	1%	1	15	二手车	2%	2	15	快餐	1%	1
16	汽车	1%	1	16	教育	2%	2	16	美妆医美	1%	1
17	生活类app	1%	1	17	美妆医美	2%	2	17	二手车	1%	1
18	通信	1%	1	18	其他	2%	2	18	休闲食品	1%	1
				19	日用消费	2%	2	19	植发	1%	1
				20	通信	1%	1				

资料来源：CTR，申万宏源研究

图 25：2018 年 vs2019 年二手车投放前十品牌上榜次数（次）


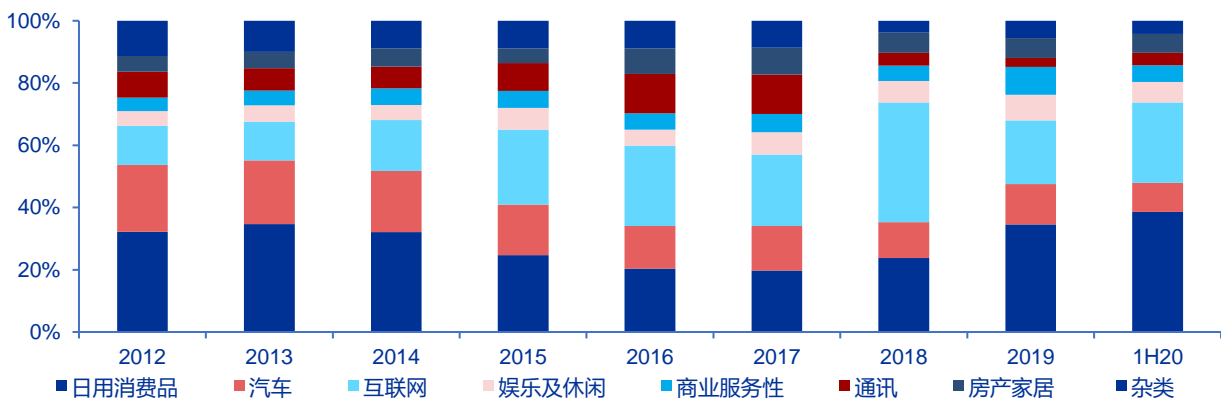
资料来源：CTR，申万宏源研究

表 4：天猫淘宝等及关联方在分众传媒投放金额

年度	投放主体	销售额
2016 年	饿了么+淘宝等	6.13 亿
2017 年	淘宝	7.14 亿
2018 年	天猫淘宝等	5.83 亿
2019 年	天猫淘宝等	5.63 亿

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2020 年分众客户结构健康化、多元化，新消费、游戏、新能源车、公募基金等行业增投分众。历史上日用消费品始终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。由于广告行业存在虹吸效应，行业龙头投放梯媒对其他公司有示范作用，新的行业广告主的进入对预期未来公司获得更多该行业广告预算是积极的信号。典型案例是在线教育行业猿辅导投放后，学而思、腾讯开心鼠、作业帮、火花思维等均加大投放；奶酪棒行业妙可蓝多带动爱氏晨曦等奶酪棒品牌在分众投放。

图 26：2012-1H20 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 27: 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	瓜子二手车	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

表 5: 2020 年猿辅导带动在线教育其他品牌投放电梯 LCD

时间	投放花费 Top10 品牌
2020 年 1 月~6 月	猿辅导
2020 年 7 月	猿辅导、 <i>腾讯开心鼠</i>
2020 年 8 月	猿辅导、 <i>学而思</i>
2020 年 9 月	猿辅导
2020 年 10 月	学而思
2020 年 11 月	<i>作业帮、火花思维</i>

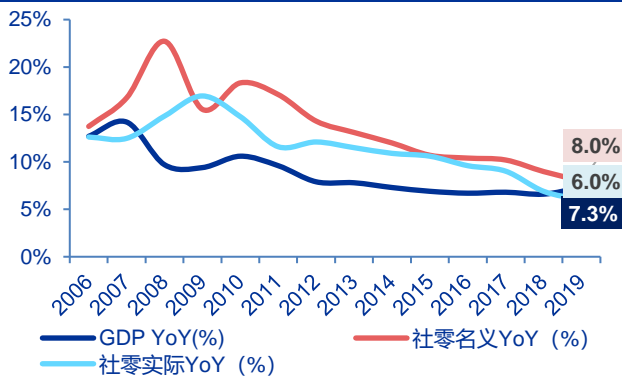
资料来源: CTR, 申万宏源研究

3. 从供给端媒介价值看分众长期成长性

3.1 电商广告、社交媒体广告高增长并未冲击楼宇广告

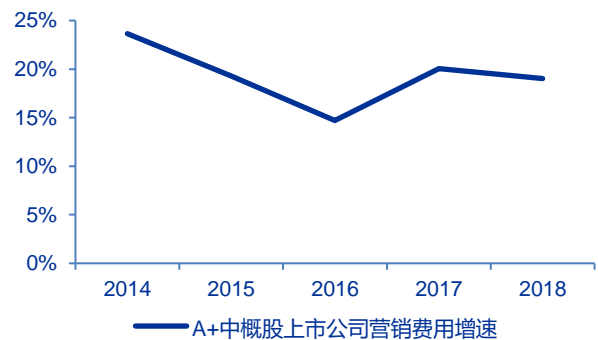
广告大盘增速实际超过 GDP 及社零，但并非所有线上广告都能实现正增长。市场担心广告大盘保持个位数低速增长，因此短视频、电商等效果广告高增长会挤压楼宇广告在内的品牌广告。我们统计上市公司销售费用中广告推广费用增速，发现 A+ 中概股营销费用增速同比在 15% 以上，实际增速远超 GDP 和社零，主要因为电商成为商家标配后，线下租金线上化创造行业增量。广告行业分化明显，并非所有效果广告、所有线上广告都实现正增长。当前明显增长的是：交易平台的电商广告；社交媒体的信息流广告（腾讯社交广告、哔哩哔哩、抖音快手）；分众传媒经历波动后 20Q3 复苏趋势较好。但是微博、百度、长视频广告有所下滑，我们认为短视频等社交媒体对其有所分流（在信息分发功能上有部分替代性）。

图 28: 2006-2019 中国 GDP 及社零同比增速 (%)



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 29: 2014-18 年 A+ 中概股公司营销费用增速 (%)



注：取 Wind 数据中“广告推广费”或“广告营销费”。
资料来源：Wind，申万宏源研究

表 6: 3Q18-3Q20 主要广告公司收入增速 (%)

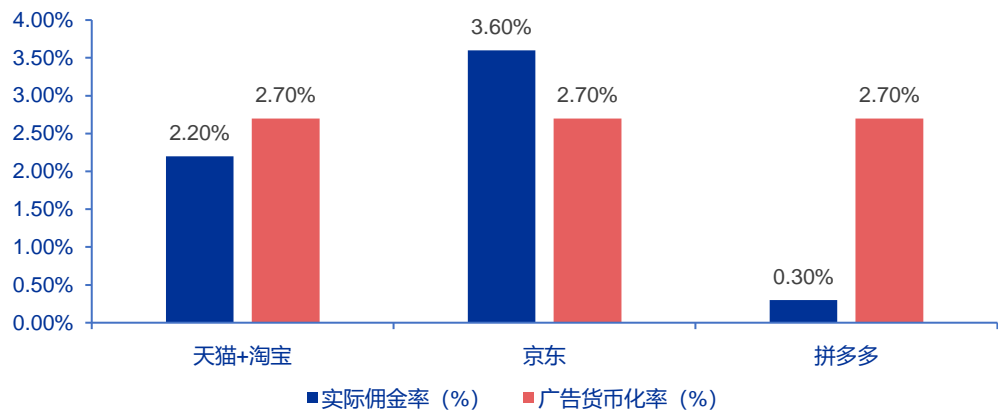
分类	公司	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
效果广告	拼多多	926%	470%	256%	173%	126%	71%	39%	71%	92%
	京东			27%	24%	29%	29%	17%	27%	24%
	美团	105%	106%	91%	73%	62%	61%	0%	19%	28%
	百度	12%	4%	3%	-9%	-9%	-2%	-19%	-8%	-1%
	微博	48%	25%	13%	0%	1%	-1%	-16%	-8%	1%
	哔哩哔哩	179%	302%	60%	75%	80%	81%	90%	108%	126%
	腾讯社交	61%	43%	34%	28%	32%	37%	47%	27%	21%
品牌广告	腾讯媒体	23%	26%	5%	-7%	-28%	-24%	-10%	-25%	-1%
	爱奇艺	-9%	3%	0%	-16%	-14%	-15%	-27%	-28%	-6%
	分众传媒	22%	12%	-12%	-25%	-15%	-12%	-12%	0%	20%

资料来源：Wind，申万宏源研究

渠道变革、电商崛起对广告行业造成两个重大影响：(1) 效果广告与电商结合实现销售闭环，广告和销售边界模糊，创造广告行业增量；(2) D2C 缩短流通环节，品牌塑造抢占心智的重要性更加凸显。

电商广告类似渠道收入，分流线下租金，但创造广告行业的增量。电商及生活服务平台过去通过替代线下零售门店创造了广告行业的一部分增量。电商平台如淘宝、天猫和拼多多、京东主要通过广告收入+交易佣金实现货币化，且 3P 收入占比更高的平台广告货币化率大于佣金率，生活增值平台美团点评类似。由于电商广告类似渠道，我们认为其主要分流了线下门店租金收入，但没有分流品牌广告，反而创造了广告行业的增量市场。

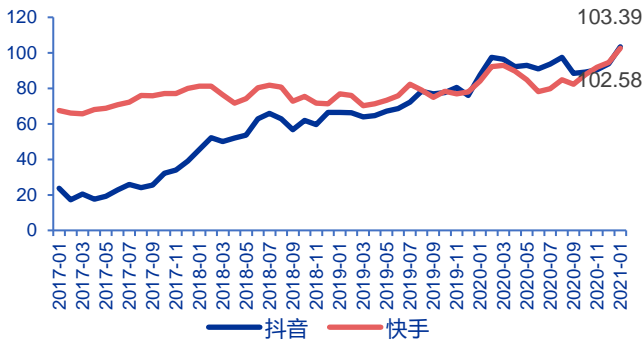
图 30：2019 年各电商平台整体货币化率构成 (%)



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

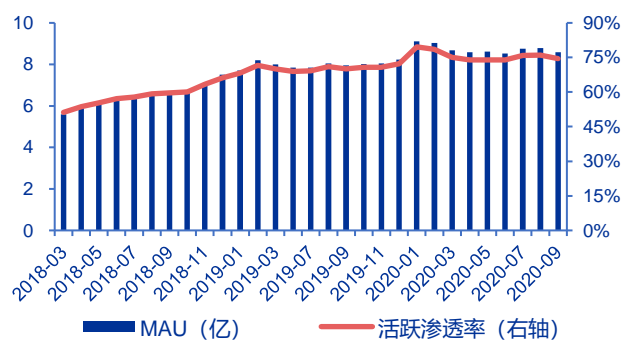
社交媒体增长由过去的流量拉动变为加载率和转化效率提升，对功能相近（信息分发）的线上广告有所分流，布局电商未来可能分流线下渠道和电商广告。 (1) **社交媒体广告增长拉动：**短视频用户规模和时长在 2018 年初爆发，20H2 之后短视频行业用户数增长放缓，流量增长对收入的边际贡献下降，进入提升加载率和转化效率驱动增长阶段。随着电商基础设施建设更加完善，广告与销售界限模糊，社交媒体通过自建电商实现广告曝光到销售的闭环。直播带货异军突起的抖音、快手也在加速自建电商，据晚点 LatePost，抖音 2020 年 10 月切断直播间外链，预计 2020 年全年 GMV 超过 5000 亿；据快手招股说明书，2020 年 1-11 月快手电商 GMV 超过 3300 亿。根据微信公开课数据，2019 年微信小程序 GMV 为 8000 亿元，同比增长超过 160%，2020 年人均使用小程序交易金额同比增长 67%，据微信开放团队官方，2020 年小程序 GMV 同比增长 100%，或达 1.6 万亿。(2) **社交媒体广告通过分流功能相近媒介的时长进而分流其广告预算，微博、百度、长视频广告收入下滑与抖快的广告分流有关。** 社交媒体积极布局电商业务，有望通过 ARPU 更高的电商广告+佣金进一步变现，可能会分流电商平台收入以及线下门店租金收入。(3) **楼宇媒体具有场景媒介特征，城市中产必须上下班、回家，楼宇媒体的价值就很难被线上媒体取代。**

图 31: 抖音与快手人均单日使用时长 (分钟)



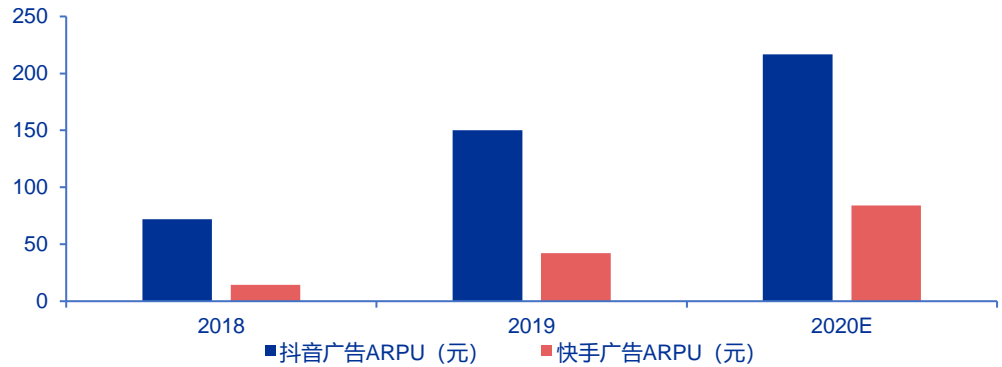
资料来源: Quest Mobile, 申万宏源研究

图 32: 短视频整体 MAU 规模 (亿)



资料来源: Quest Mobile, 申万宏源研究

图 33: 快手和抖音单用户广告 ARPU 值 (元/DAU)



注: 抖音为根据 36 氪新闻估算, 快手 20 年广告价值为 3Q20 数据年化

资料来源: QuestMobile, Wind, 36 氪, 申万宏源研究

表 7: 社交媒体电商 GMV

2020 年 GMV	
微信小程序	小程序 2020 年全年交易额 (GMV) 同比增长了 100%, 或达 1.6 万亿
抖音	抖音电商 GMV 超过 5000 亿
快手	1-11 月快手电商 GMV 超过 3300 亿

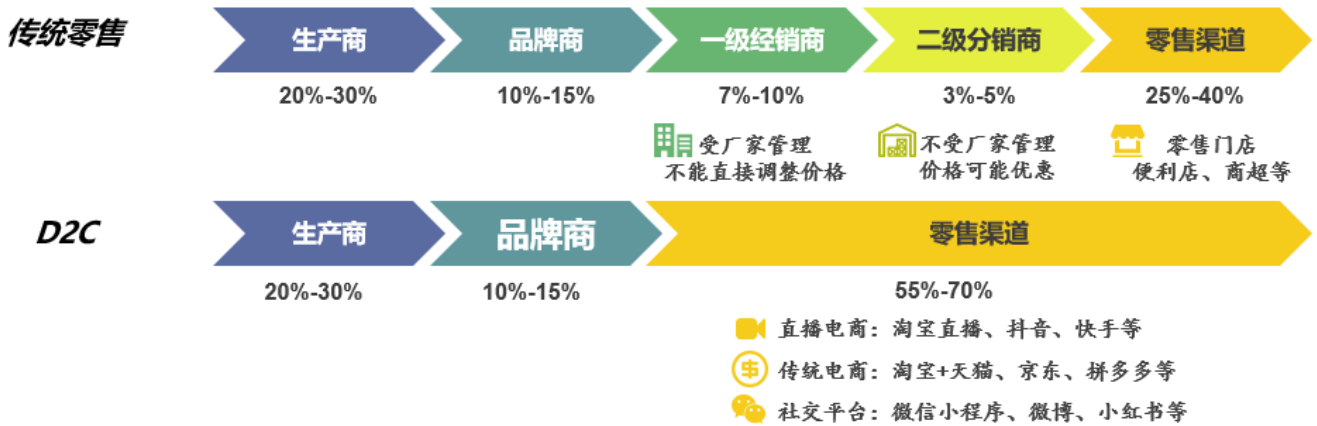
资料来源: 微信公开课, 微信开放团队, 晚点 LatePost, Wind, 申万宏源研究

3.2 分众占据稀缺一二线注意力, 具备稳定提价能力

D2C 缩短流通渠道降低商品触达消费者的门槛, 品牌塑造价值提升。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。

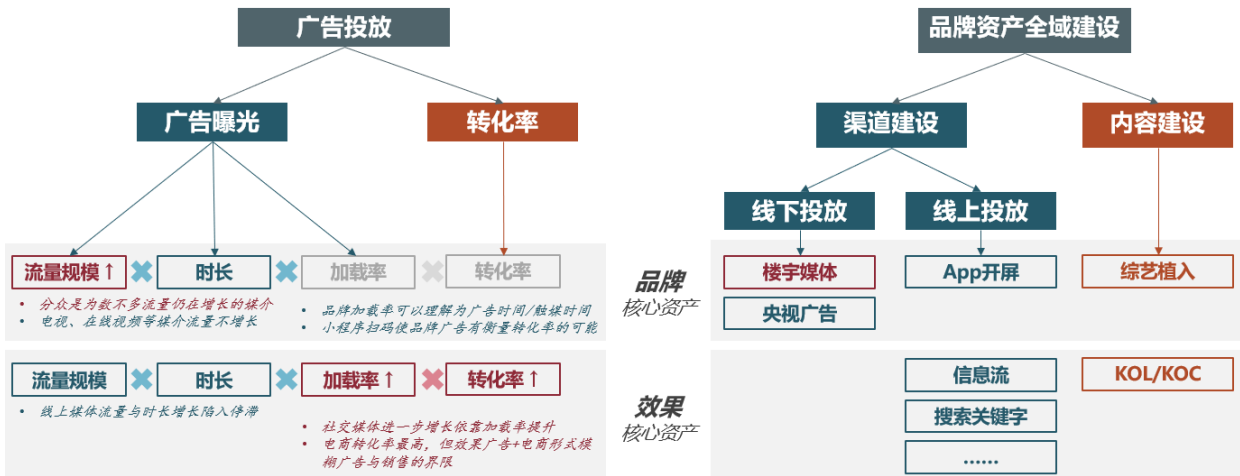
图 34: D2C 缩短流通渠道提升品牌价值



资料来源: 申万宏源研究

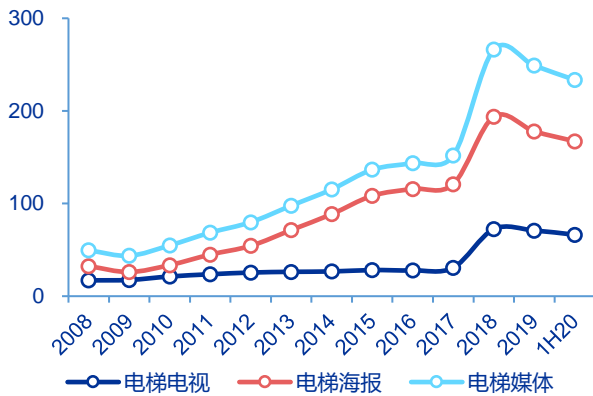
分众作为品牌广告媒介, 价值稀缺性对应到曝光量和单价的提升。广告投放的核心是曝光和转化, 品牌更重曝光, 效果更重转化, 效果广告与电商打通后品效融合趋势加强。品牌广告最重要的是曝光触达, 分众是为数不多覆盖人群仍有增长的品牌媒介, 与电视台(央视)、互联网开屏和综艺植入广告同为品牌投放核心资产。效果广告核心是流量和转化率, 当前线上媒体流量和时长增长趋于停滞, 社交媒体通过提升加载率和转化率实现收入增长。

图 35: 楼宇媒体是品牌广告投放的核心资产

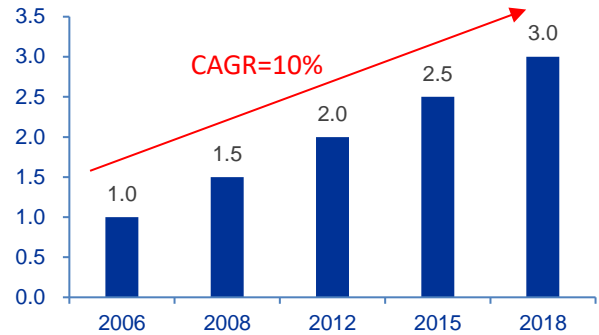


资料来源: 申万宏源研究

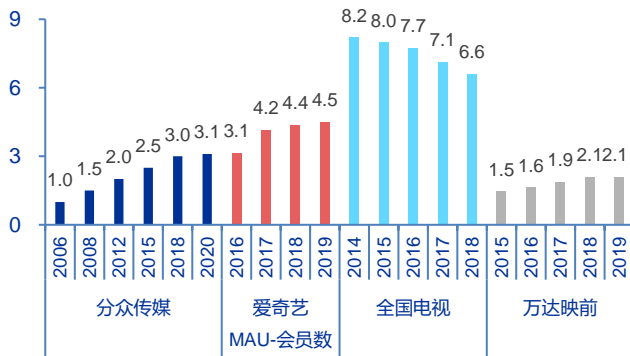
分众点位扩张+城市化提升流量覆盖, 曝光增长是增速跑赢品牌媒体的核心原因。分众收入增速跑赢 GDP 和传统媒体, 主要由于曝光量大幅增长, 是品牌广告媒介中为数不多的流量持续增长的媒体。2006 年至今, 分众点位数由 70 万左右增长至超 220 万, 对应覆盖中产数由 1 亿增长到 3 亿, 过去 10 年覆盖流量复合增速高达 10%。流量增长的原因是城镇化率提升下, 一二线城市的写字楼和社区人口密度提升, 楼宇场景的媒介价值提升; 而分众传媒通过扩屏占据人流密度较高的楼宇享受了行业红利。且与其他媒介对比, 分众媒体价值明显低估。

图 36: 2008-1H20 自营点位数量变化 (万)


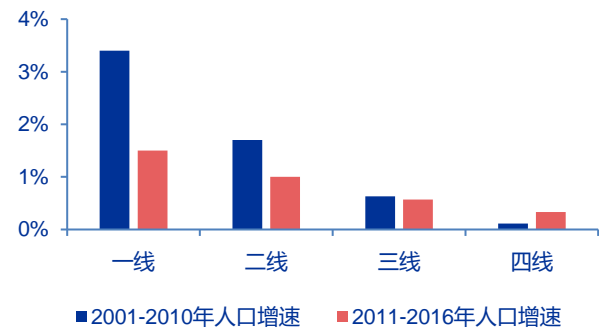
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 37: 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

图 38: 分众与其他品牌广告覆盖流量对比 (亿)


资料来源: 分众传媒宣传资料, Questmobile, Bloomberg, CMS, 申万宏源研究

图 39: 2001-2010 年及 2011-2016 年各线城市人口增速 (%)


资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

表 8: 2020 年分众及其他媒介覆盖流量及媒介价值对比

	覆盖人数 (亿)	人均单日时长 (分钟)	单用户广告收入 (元/人)	用户 1 小时广告价值 (元)
分众传媒	3.1	6.9	37	0.9
爱奇艺	1.1	74.9	59	0.1
微博	1.9	50.9	51	0.2
快手	2.1	86.3	88	0.2
百度	2.1	44.1	339	1.3

 注 1: $ARPU \text{ 值} = \text{广告收入} / \text{DAU}$;

注 2: 分众、快手 2020 年广告收入为申万预测值, 微博、百度为 3Q20 年化, 爱奇艺为 2020 年广告收入/DAU

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

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 9：2009-2020 年分众传媒上下屏联动刊例价涨价幅度（元，%）

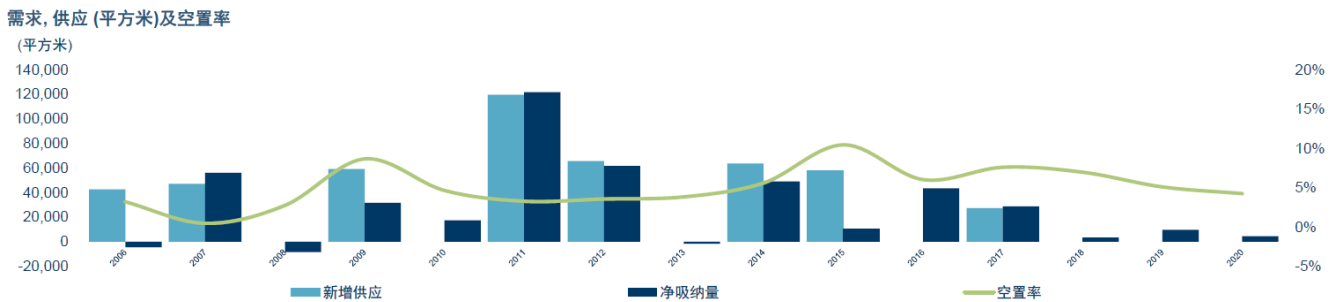
	2009	2012	2013	2016	2019	2020	09-12 CAGR	13-16 CAGR	16-20 CAGR	09-20 CAGR
上海	351,800	498,000	658,000	988,000	1,098,000	1,198,000	12%	15%	5%	12%
北京	351,800	498,000	658,000	988,000	978,000	1,080,000	12%	15%	2%	11%
广州	255,800	378,000	438,000	648,000	678,000	748,000	14%	14%	4%	10%
深圳	238,000	358,000	438,000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

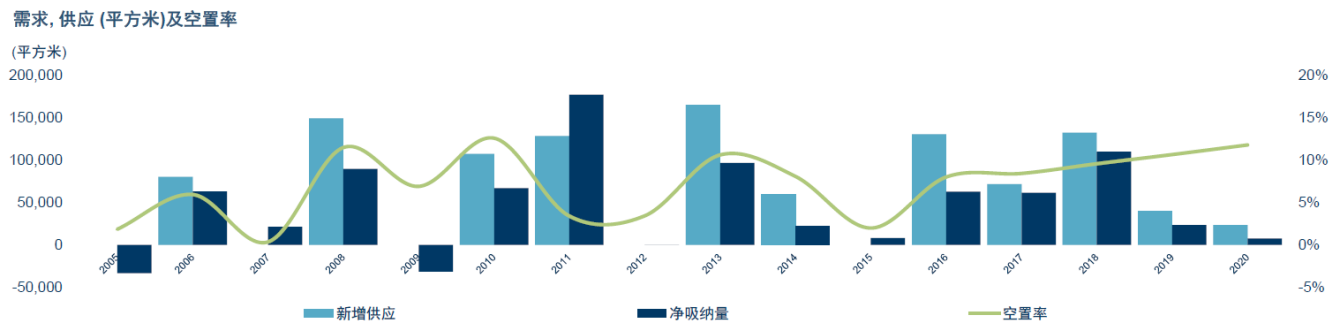
分众未来具备提价能力的基础是占据供给有限的稀缺优质写字楼点位。广告主对一二线高消费人群注意力的争夺即是对核心点位的争夺，甲级写字楼点位投放需求长期旺盛。但受物理条件约束，一二线城市优质写字楼增长有限。根据戴德梁行的调研报告，上海徐汇核心写字楼近三年几无增长，静安核心写字楼近两年增长大幅放缓，因此长期看，优质点位稀缺性必然越来越凸显，也是分众长期稳定提价的根本保障。此外，分众维持高利润率的核心逻辑之一是高价值核心点位带动长尾点位去库存，占据稀缺黄金资源也是压制竞争对手利润率提升的关键。

图 40：2005-2020 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

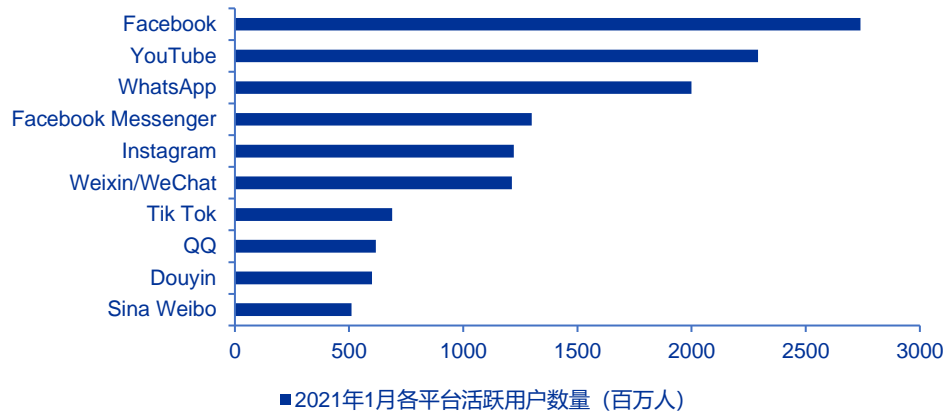
图 41：2005-2020 年上海静安核心写字楼新增供应情况



资料来源：戴德梁行，申万宏源研究

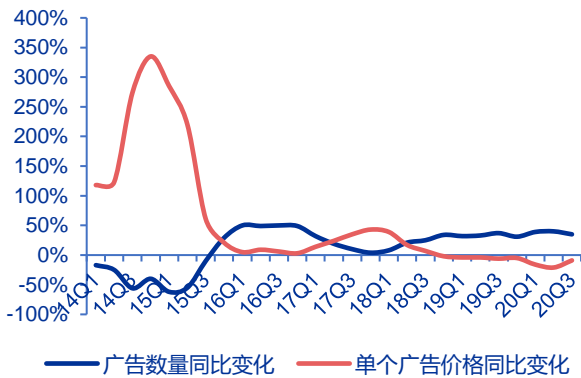
海外 Facebook 广告价格经历了提升的过程。 Facebook 打造了全球最大社交网络，旗下平台包括社交分享平台 Facebook、图片社交平台 Instagram、即时通讯软件 Messenger 和 Whatsapp 等。截至 2021 年 1 月，Facebook 日活跃用户达 27.4 亿，Whatsapp 达 20 亿，Instagram 为 12.21 亿。1Q14-3Q15，Facebook 广告总曝光量大幅下降，但总收入增长近 2.5 倍主要由于广告价格上涨。此外，Facebook 算法能力支撑转化效率的提升也是单价提升的原因之一。

图 42: Facebook 旗下多平台日活跃用户超 10 亿 (百万人)



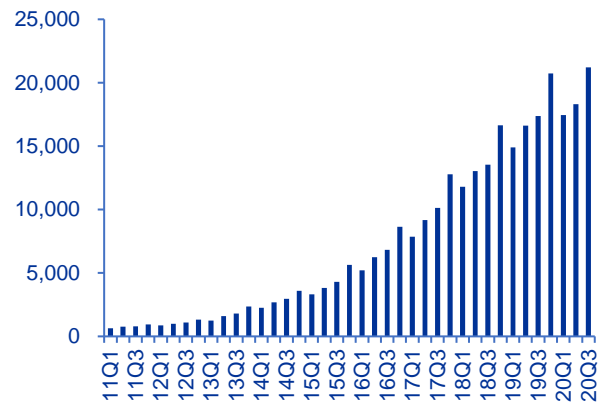
资料来源: Statista, 申万宏源研究

图 43: Facebook 广告总曝光量与广告价格同比 (%)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 44: 平均广告价格上升 (美元/千次展示)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

4. 竞争：凤凰涅槃，浴火重生，竞争优势增强

楼宇市场一超多强，分众与竞媒定位差异化。楼宇媒体市场长期存在较多的小规模、区域性竞争对手，包括一级市场持续融资的新潮传媒、城市纵横等，但规模较小扩张艰难，城市纵横已被碧桂园服务收购。这些梯媒公司利润体量和盈利能力和分众传媒差距远大于点位规模的差距，主要因为分众掌握了稀缺的写字楼媒介资源（核心受众曝光量更大）并建立了向大客户销售的能力。**分众传媒聚焦中高端品牌与一二线城市楼宇高价值人群，聚焦大客户；而新潮传媒、城市纵横、华语传媒主要分布在住宅社区，主要抢占长尾市场。**

表 10：楼宇媒体广告公司对比

公司名称	分众传媒		新潮传媒	城市纵横
成立时间	2002 年		2007 年	2010 年
产品	视频媒体	框架海报	电梯竖屏 CD	框架海报
覆盖城市数	220		103	245
点位数量	电梯电视 66.3 万	电梯框架 167.2 万	60 万部电梯智慧屏	电梯海报 214 万，点位加盟为主，其中自营点位约 4 万个
目标人群	3 亿城市新中产		中产消费人群	二三线城市消费人群
广告主客户结构	中高端客户		去客为主	中型品牌
典型客户	京东、宝洁、联合利华、金龙鱼、奔驰、宝马等		京东、支付宝、美团、饿了么、奔驰、宝马、万科、麦当劳等	一汽大众、盛世长城国际广告、凯帝珂广告、北京电通广告
收入（亿元）	2018 年收入 145 亿元 2019 年收入 121 亿元		2018 年收入约 10 亿元 2019 年收入约 20 亿元	2018 年收入 3.38 亿元 2019 年收入 3.76 亿元
净利润（亿元）	2018 年净利润 58 亿元 2019 年净利润 19 亿元		2018 年亏损 11 亿元 2019 年预计盈亏平衡	2018 年净利润 0.67 亿元 2019 年净利润 0.79 亿元

注：新潮传媒点位和广告主数据来自官网，收入和利润数据来自其股东欧普照明的财报披露和新潮官方公众号。

资料来源：Wind，申万宏源研究

分众传媒的竞争优势：

(1) 分众具备明显的先发优势和点位规模优势，且具有丰富产品线能为物业提供更高的租金包。分众已经牢牢占据一二线城市核心点位资源并形成规模，能够承接千万级以上的订单金额。经过 2018 年扩屏后，分众屏幕数量达 230 万个，且基本是经过筛选、优化的有效点位，点位规模进一步提升；分众具有多条产品线且扩屏后产品线更加饱满，主要是电梯电视（LCD 横屏+竖屏智慧屏）+电梯海报+影院媒体，一方面有能力为广告主提供多维度的消费者触达，一方面能够为物业贡献更多点位租金收入；

(2) 分众楼宇媒体客户结构较竞媒更加丰富，一方面由于写字楼场景能承接更丰富的投放主题，而社区为主的场景承载家庭消费广告主较多，另一方面由于分众点位规模大能够承接金额较大的广告订单，各行业 KA 广告主均可以在分众实现投放；

(3) 分众的现金流规模好于竞争对手。由于楼宇媒体点位租金需要预付且广告行业普遍存在账期，现金流对媒体公司至关重要。分众的客户结构多元，自身加强账期管理，盈利能力强，现金流规模具备明显优势。

(4) 分众注重培养头部销售，销售团队的激励机制完备，绑定核心员工利益。2019年8月，公司已完成第一期员工持股计划的股票购买，锁定期36个月。第一期员工持股计划参与员工包括公司董事、副总裁及董秘孔微微、监事林南以及其他核心员工合计不超过100人，分别占比6.67%、1.00%及92.33%。员工持股计划绑定了公司高管、核心员工利益，有利于优化公司股权结构，完善激励机制。此外，根据公司公告披露，销售团队负责人管理绩效提成，销售人员的业绩提成根据其签单完成的合同销售额计算，并对销售团队领导有额外的激励提成，注重头部销售的培养，销售人均业务提成72.9万元/年。

经历行业低谷，公司在楼宇广告和影院广告的竞争实力提升。

- **2020年分众楼宇媒体单屏租金下降，竞争缓和。**竞争激烈导致分众传媒激进扩屏+单屏租金提升提高了成本。但18-19年竞争对手并未通过烧钱抬高楼宇租金成本的模式较获得更高的ROE。行业低谷期，为保存实力，竞争缓和。公司2020年三季报披露，楼宇单屏租赁成本下降，楼宇媒体租赁成本同比减少4.72亿元，同比下降18.41%，主要由于租金减免以及竞争大幅缓和。
- **分众传媒在影院场景的竞争实力也有所提升，对影院的议价能力增强：**
 - (1) 搜狐晶茂破产，市场集中度提升。**鼎盛时期，搜狐晶茂曾占据国内映前广告市场40%的份额，在中国拥有1万余块电影银幕，覆盖全国200余座城市的1500多家影院资源，2019年7月搜狐晶茂申请破产清算打破了影院映前广告分众晶视、万达传媒、搜狐晶茂三强格局，份额将向分众、万达进一步集中。
 - (2) 2020年8月，分众与上海电影更新合同，取消保底费用，合同总金额减少1.75亿元。**
 - (3) 分众传媒与中影、博纳、华夏达成合作，竞争实力持续提升。**2021年1月，分众晶视获得中国电影股份有限公司北京电影发行分公司和北京华夏天赐广告有限公司进口影片贴片广告业务的代理授权，同时与中影影投、博纳影业签署独家合作协议，代理两家公司旗下影院的映前广告业务。至此，分众晶视已与中国前十大影投中的八家建立合作关系，影院广告竞争实力将持续提升。

表 11: 新旧合同对比

对比项目	新合同	原合同
合同金额	<p>a) 2020 年 1 月 24 日至 2020 年末 2020 年 1 月 24 日至 2020 年 9 月 30 日, 该期间合作金额在原合同总金额内扣除, 甲方无需支付。 2020 年 10 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日, 由于重新启动合作后票房、人次短期内仍无法恢复至疫情前的正常经营状态, 该期间合作金额调整为人民币 23,979,649 元。</p> <p>b) 2021 年度至 2024 年度 原合同项下合作影院 2021 年度至 2023 年度的合作金额调整为人民币 27,000 万元。 2024 年度的合作金额为人民币 9,000 万元。</p>	71,500 万元 结算方式: 合同所涉的本公司已开业影院合作金额的付款时间及方式为: 自 2019 年 1 月起至 2023 年 12 月 31 日止, 甲方一年四次, 按季度支付给乙方当年合同金额的 25%。
合同终止时间	2024 年 12 月 31 日	2023 年 12 月 31 日
新增条款	<ul style="list-style-type: none"> 若 2021 年全国年度电影票房、合作影院年度票房较 2019 年实际数据有明显提升, 整体电影广告市场表现优异时, 可友好协商由此产生的合作影院广告溢出价值。 自 2021 年 1 月 1 日起, 取消原合同约定的甲方向乙方支付每年度业务合作保底费用。 	

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 12: 合同金额变化 (元)

期间	合同条款	新合同期间对应金额	旧合同期间对应金额
2019 年度		143,000,000	143,000,000
2020 年 1 月 24 日至 2020 年末	2020 年 1 月 24 日至 2020 年 9 月 30 日, 该期间合作金额在原合同总金额内扣除, 甲方无需支付。	107,250,000	107,250,000
	2020 年 10 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日, 由于重新启动合作后票房、人次短期内仍无法恢复至疫情前的正常经营状态, 该期间合作金额调整为人民币 23,979,649 元。	23,979,649	35,750,000
2021 年度至 2024 年度	原合同项下合作影院 2021 年度至 2023 年度的合作金额调整为人民币 27,000 万元。	270,000,000	429,000,000
	2024 年度的合作金额为人民币 9,000 万元。	90,000,000	0
总计		634,229,649	715,000,000

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

我们维持 2020 年盈利预测，上修 2021-22E 盈利预测，新增 2023 年盈利预测。预计公司 2020-23E 实现收入 120.9 亿元、161.5 亿元、184.7 亿元及 205.1 亿元(原预测 20-22 年收入 120.9 亿元，158 亿元及 177 亿元)；20-23E 实现归母净利润 40.1 亿元、60.6 亿元，75.6 亿元及 88.7 亿元(原预测 20-22 年 40.1 亿元，57.3 亿元及 73.0 亿)。对应 PE 为 39 倍、26 倍、20 倍及 17 倍。FCFF 估值下公司内在价值 14.72 元/股，对应市值 2161 亿元，维持“买入”评级。

5.1 盈利预测

表 13：分众传媒盈利预测简表（百万元，%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,014	14,551	12,136	12,087	16,147	18,472	20,511
YoY	18%	21%	-17%	-1%	34%	14%	11%
楼宇媒体收入	9,383	12,076	10,049	11,435	14,049	16,235	18,148
YoY	20%	29%	-17%	14%	23%	16%	12%
影院媒体收入	2,333	2,382	1,983	535	1,981	2,119	2,247
YoY	14%	2%	-17%	-73%	270%	7%	6%
营业成本	3,277	4,916	6,650	4,653	5,480	5,694	5,942
毛利率 (%)	73%	66%	45%	62%	66%	69%	71%
归母净利润	6,005	5,823	1,875	4,007	6,057	7,563	8,869
YoY	35%	-3%	-68%	114%	51%	25%	17%
净利润率 (%)	50%	40%	15%	33%	38%	41%	43%

资料来源：Wind，申万宏源研究

关键假设如下：

(1) 楼宇媒体业务

收入：我们预计，2020-2023E，公司楼宇媒体收入分别实现 114.35 亿元、140.49 亿元、162.35 亿元及 181.48 亿元，同比分别增长 14%、23%、16%及 12%。（1）点位：经历 2018 年点位扩张后，2H19-2020 年公司持续优化部分低效点位。我们预计 20 年公司点位优化基本完成，21-22 年公司以消化存量点位为主，点位数量每年小幅增长 5%。（2）单屏实际收入：梯媒景气上行，公司刊例价和刊挂率同比有望实现双升，我们预计 20-23 年单屏实际收入同比分别增长 84%、22%、13%及 8%。

毛利率：我们预计，2020-2023E，公司楼宇媒体毛利率分别为 63%、69%、72%及 74%。（1）2020 年受外部环境影响，公司部分楼宇媒体点位租金减免，且公司全年在不断优化点位，我们预计 20 年成本端同比下降，毛利率较 2019 年回升。（2）2021-2022 年，由于竞争格局趋缓单屏租金成本预计同比持平，考虑公司实现互联网上刊后，运营人员优化有望带来成本下降，毛利率不断提升。

表 14：楼宇媒体收入、成本及毛利率预测（百万元，%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
楼宇媒体收入（百万元）	9,383	12,076	10,049	11,435	14,049	16,235	18,148

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
<i>yoy</i>		29%	-17%	14%	23%	16%	12%
点位总数量 (万)	147	266	249	229	240	252	265
<i>yoy</i>		81%	-6%	-8%	5%	5%	5%
单屏实际收入 (元)	3,935	2,123	1,821	3,351	4,097	4,638	5,006
<i>yoy</i>		-46%	-14%	84%	22%	13%	8%
楼宇媒体成本 (百万元)	2,186	3,612	5,250	4,213	4,291	4,505	4,730
楼宇媒体毛利率 (%)	77%	70%	48%	63%	69%	72%	74%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

(2) 影院媒体业务

收入: 我们预计 2020-2023E, 分众影院收入分别为 5.35 亿, 19.81 亿, 21.19 亿及 22.47 亿, 同比分别下滑 73%, 增长 270%, 7%和 6%。受外部环境影响, 2020 年影院暂停营业至国庆前上座率缓慢放开, 因此预计 2020 年影院媒体单屏收入同比下滑 70%, 2021 年外部环境影响不再且随着观影热情释放, 预计分众单银幕收入会升至 17 年水平。

毛利率: 2020 年影院停业期间分众传媒相应无需支付点位成本, 预计毛利率维持在 34%左右。2020 年影院媒体广告行业竞争格局变化较大, 分众晶视市占率提升, 且如前文论证, 分众对上游影院议价能力提升, 单屏成本下降。我们预计 2021-2023 年, 分众传媒影院媒体毛利率不断提升, 分别为 45%, 48%及 50%。

表 15: 影院媒体收入、成本及毛利率预测 (百万元, %)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
影院媒体收入	2,333	2,382	1,983	535	1,981	2,119	2,247
<i>yoy</i>	14%	2%	-17%	-73%	270%	7%	6%
银幕数量 (万块)	1.2	1.3	1.1	0.99	0.99	0.99	0.99
<i>yoy</i>	18%	8%	-13%	-10%	0%	0%	0%
单银幕收入 (万元)	19.8	18.8	18.0	5.4	20.0	21.4	22.7
<i>yoy</i>	-3%	-5%	-4%	-70%	270%	7%	6%
影院媒体成本	989	1,224	1,315	355	1,093	1,093	1,115
毛利率	58%	49%	34%	34%	45%	48%	50%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

(3) 费用假设

销售费用率: 我们预计 2020-2023E, 公司销售费用率分别为 17%, 15%, 15%, 15%。公司销售费用主要是销售人员的工资等, 在公司销售人数没有大幅扩张情况下, 绝对值的变化相对较小。2019 年广告主需求疲软, 收入下滑时, 销售费用率略显提升, 预计随着需求恢复, 收入增长, 2020 年有望恢复至 2017-2018 年水平。21 年后, 需求向好叠加竞争改善, 销售费用率有望下滑并维持 15%。

管理费用率: 我们预计 2020-2023E, 公司管理费用率分别为 5%, 4%, 3%, 3%。2020 年管理费用率较高, 因为实现互联网推送上刊后运维人员优化, 集中支付了一次性的

离职补偿金，后续对公司收入不再影响，预计管理费用率恢复至 17-18 年正常区间，维持在 3%左右。

表 16：分众传媒主要费用及费用率预测（百万元，%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
销售费用	1,998	2,331	2,256	2,089	2,420	2,769	3,075
销售费用率 (%)	17%	16%	19%	17%	15%	15%	15%
管理费用	302	412	576	604	613	609	615
管理费用率 (%)	3%	3%	5%	5%	4%	3%	3%

资料来源：Wind，申万宏源研究

(4) 其他收益

公司政府补助主要来源是增值税的税收返还，与上一财年收入相关。我们根据历史收入和第二年收到的政府补助预测，预计 2020E-2023E，公司其他收益金额分别为 3.5 亿、3.5 亿、4.5 亿及 5.0 亿。

表 17：分众传媒其他收益预测（百万元，%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
其他收益	736	872	723	350	350	450	500

资料来源：Wind，申万宏源研究

5.2 FCFF 估值

分众作为品牌投放的核心阵地，已逐渐成为被广告主认可的中国新消费核心资产成长的助推器，双循环下新消费、新经济长期成长的确定性是分众需求确定性的来源。我们假设半显性阶段 5 年，递减过渡阶段 5 年，WACC 值 7.39%。

加权平均资本成本假设：无风险利率为十年期国债收益率 3.4%，股票市场溢价 5.50%，Beta 取 Wind 回归值 1.10，根据 CAPM 计算股权成本 8.90%。名义债务成本根据历史水平取 5%，公司现金流稳健，目标资产负债率 30%。考虑目前公司“两免期”结束后进入“三减半”税率提升，预计长期有效税率恢复至 22.5%。公司加权平均资本成本为 7.39%。

表 18：WACC 测算

主要指标	预测值	备注
无风险利率	3.40%	申银万国证券研究所
股票市场溢价	5.50%	申银万国证券研究所
Beta	1.10	Wind 过去 3 年调整 Beta 值
股权成本(Ke)	8.90%	CAPM 公式
名义债务成本(Kd)	5.0%	根据历史平均水平预测
资产负债率	30.0%	目标资本结构
有效税率	22.5%	结合当前税率判断的长期值
WACC	7.39%	加权平均

资料来源：Wind，申万宏源研究

复杂 FCFF 关键假设

1) 半显性阶段:

a. 收入增长率: 2017-2019 年, 公司营业收入增长率分别为 18%、21%和-17%, 其中 2019 年收入下滑主要受新经济行业集中度较高影响。我们考虑公司仍处于成长期, 且积极调整客户结构, 扩展在线教育、金融、乳制品等新消费行业客户, 客户结构逐步多元化。此外, 我们考虑公司是品牌广告的核心资产, 拥有长期稳定的提价能力, 预计半显性阶段公司复合增速 10%。

b. EBIT Margin: 分众传媒 EBIT Margin 2017-2019 年分别为 59%、47%和 19%, 预计随着公司客户结构调整和广告主投放情绪恢复, 2020-2022E 分别为 40%、47 及 51%, 我们认为竞争格局回天后, 公司 EBIT Margin 将恢复至正常水平约 50%。

c. ROIC: 分众传媒属于典型轻资产公司, 2017-2019 年 ROIC 分别为 102%、63% 和 29%。2018 年, 公司扩屏导致固定资产大幅增长 ROIC 下降。随着公司经营情况好转, 预计 20-23E 分众的 ROIC 回升, 预计半显性阶段公司 ROIC 逐渐下降至 40%。

2) 永续阶段: 基于前文的论证, 我们认为 a) 分众能够持续把握国内消费升级下, 新消费+新经济的广告主成长机会, 因此收入成长性长期跑赢周期性; b) 分众具备稳定的提价能力, 因此假设永续增长率为 3.0%, EBIT Margin 假设维持 50%, ROIC 假设维持 40%。

FCFF 估值得出公司内在价值 14.72 元/股, 对应市值 2161 亿元。

5.3 相对估值法

分众历史较高估值水平突破 30 倍 Forward-PE, 反应市场对生活圈媒体景气度、分众商业模式和竞争壁垒的认可。经历一轮周期后, 分众各方面实力较此前估值较高水平时均明显提升, 当前 Forward PE 约 27 倍从历史水平看并不算贵。

图 45: 分众传媒 Forward PE



资料来源: Wind, 申万宏源研究

分众传媒典型场景是线下梯媒，需求确定性来自新消费和新经济长期成长性，且公司的一二线城市点位有稀缺性具备提价能力。因此我们对对应选取三类上市公司作为可比公司：

1) 分众的典型广告主：广告主扎实经营，收入和业绩增长是广告投放的直接来源，且业绩高增长的广告主更有加大广告投放的能力，也有望带动广告媒介的收入和业绩增长。新消费升级品牌上市公司如休闲零食类、饮料类、乳制品、小家电、化妆品等在分众投放量较大的广告主，因此占比较高的新消费广告主可以作为分众的可比公司。新消费可比公司 20-22E 复合增速为 39%，分众 20-22E 归母净利润复合增速预期为 37%，增速相近，因此可比公司较好的反应了其自身成长性带来分众广告需求的成长性。新消费可比公司 21 年平均 PE 为 44 倍。

2) 分众传媒的点位具备稀缺性，长期有稳定提价能力，可比公司选取贵州茅台，20-22 年业绩增速为 18%，21 年 PE 为 48 倍；

3) 分众传媒是市占率较高的广告公司，互联网广告公司如百度、微博和海外户外媒体巨头如德高等可以作为可比公司，剔除受外部环境影响较大导致 21 年净利润偏低，PE 倍数不具有可比性的全球大型户外媒体广告公司德高 (JCDecaux) 后，21 年平均 PE 为 26 倍，与分众 21 年 PE 倍数相近，但分众 20-22 年业绩符合增速预期为 37% 高于海外媒体的 19%。

表 19: 可比公司估值表 (2021 年 3 月 18 日收盘市值)

行业	股票名称	最新市值 (亿元)	2019 年 ROE	归母净利润				20-22E CAGR	P/E		
				2019A	2020E	2021E	2022E		2020E	2021E	2022E
新消费	三只松鼠	142	13%	2.4	2.7	3.5	4.4	28%	52	40	32
	良品铺子	201	24%	3.4	3.4	4.6	5.7	29%	59	44	35
	洽洽食品	257	17%	6.0	7.9	9.4	11.0	18%	33	27	23
	盐津铺子	147	17%	1.3	2.4	3.5	4.9	42%	61	42	30
	绝味食品	458	18%	8.0	7.7	10.2	12.8	29%	59	45	36
	农夫山泉	4,204	50%	49.5	51.6	63.8	75.8	21%	82	66	55
	新乳业	150	12%	2.4	2.9	4.0	5.1	32%	51	37	30
	妙可蓝多	231	2%	0.2	0.8	3.1	5.5	156%	275	75	42
	新宝股份	320	16%	6.9	11.2	13.8	16.5	21%	29	23	19
	北鼎股份	50	20%	0.7	1.0	1.3	1.7	31%	49	37	28
	丸美股份	207	19%	5.1	5.3	6.3	7.4	18%	39	33	28
	珀莱雅	330	19%	3.9	4.8	6.1	7.6	26%	69	54	43
	御家汇	108	2%	0.3	1.4	2.3	3.4	56%	76	48	31
	平均								39%	72	44
稳定提价	贵州茅台	26,000	30%	412.1	459.6	543.4	636.1	18%	57	48	41
媒体	百度	6,367	1%	181.8	216.2	231.6	277.9	13%	29	27	23
	Facebook	52,552	18%	1,949.4	1885.7	2117.2	2,536.8	16%	28	25	21
	微博	742	22%	44.5	32.4	39.5	44.9	18%	23	19	17
	JCDecaux	336	12%	11.1	(4.3)	4.0	7.6	-	-	85	44
	Lamar	651	32%	25.0	14.4	19.6	23.8	29%	-	33	27
	平均								19%	27	38

行业	股票名称	最新市值 (亿元)	2019年 ROE	归母净利润				20-22E CAGR	P/E		
				2019A	2020E	2021E	2022E		2020E	2021E	2022E
	平均 (剔除德 高)							19%	27	26	22
	分众传媒	1550	14%	18.8	40.1	60.6	75.6	37%	38.7	25.6	20.5

注 1: ROE 是 Wind 公式拉取的上市公司 2019 年摊薄 ROE;

注 2: 20-22 年净利润预测中, 百度、Facebook、微博、JCDecaux、Lamar 为 Bloomberg 一致预期, 其余可比公司为 Wind 一致预期。港股净利润均为 Non-GAAP 一致预期;

注 3: 分众 20-22 年归母净利润为申万预测值

资料来源: Wind, 申万宏源研究

我们认为分众同时具有: 1) 需求成长性, 2) 稳定的提价能力, 3) 且是市占率较高的媒介, 因此取上述三类公司的平均 PE 为 39 倍, 给予分众 21 年 39 倍 PE, 相对估值法下, 公司 2021 年市值 2381.16 亿元。

表 20: 可比公司估值表 (2021 年 3 月 18 日收盘市值)

	20-22E	2020E	P/E	2022E
	CAGR		2021E	
新消费	39%	72	44	33
稳定提价	18%	57	48	41
媒体	19%	27	26	22
平均		52	39	32
分众传媒	37%	39	26	20

资料来源: Wind, 申万宏源研究

5.4 投资建议

FCFF 估值法和相对估值法下, 分众传媒目标市值分别为 2161 亿元和 2381 亿元, 从谨慎角度出发, 我们取较低值即 FCFF 估值结果 2161 亿元。

维持“买入”评级。我们维持 2020 年盈利预测, 上修 2021-22E 盈利预测, 新增 2023 年盈利预测。预计公司 2020-23E 实现收入 120.9 亿元、161.5 亿元、184.7 亿元及 205.1 亿元 (原预测 20-22 年收入 120.9 亿元, 158 亿元及 177 亿元); 20-23E 实现归母净利润 40.1 亿元、60.6 亿元, 75.6 亿元及 88.7 亿元 (原预测 20-22 年 40.1 亿元, 57.3 亿元及 73.0 亿)。对应 PE 为 39 倍、26 倍、20 倍及 17 倍。FCFF 估值下公司内在价值 14.72 元/股, 对应市值 2161 亿元, 维持“买入”评级。

6. 风险提示

宏观经济下行风险：广告行业有后周期性，公司占比较高的日用消费品广告主预算与宏观经济和居民消费情况相关。但如果宏观经济进一步恶化，广告主面临销售压力，营销预算可能缩减。

流动性明显收紧的风险：公司新经济+新消费类广告主营销预算与一级市场融资相关，一级市场融资与宏观流动性环境相关，若流动性明显收紧，则贡献收入和业绩弹性的新经济+新消费广告主可能削减广告预算。

技术变革改变媒介价值风险：技术改变用户在不同媒介上的时间分配，目前线下生活圈媒体仍是必经场景，但如果技术变革后线下媒介的价值降低，线下不再是必经场景，则会影响梯媒的媒介价值和广告主预算分配。

竞争格局恶化，市场不良竞争导致重新提高点位租金成本，使市场对竞争格局转向悲观的风险。

财务摘要

合并损益表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14,551	12,136	12,087	16,147	18,472
营业收入	14,551	12,136	12,087	16,147	18,472
楼宇媒体收入	12,076	10,049	11,435	14,049	16,235
影院媒体收入	2,382	1,983	535	1,981	2,119
营业总成本	8,627	9,893	7,481	8,912	9,379
营业成本	4,916	6,650	4,653	5,480	5,694
楼宇媒体成本	3,612	5,250	4,213	4,291	4,505
影院媒体成本	1,224	1,315	355	1,093	1,093
税金及附加	432	283	40	290	320
销售费用	2,331	2,256	2,091	2,422	2,771
管理费用	412	576	604	614	610
研发费用	229	148	139	194	166
财务费用	-94	-20	-47	-87	-182
其他收益	872	723	350	350	450
投资收益	168	218	200	100	100
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-57	0	0	0
信用减值损失	0	-740	-197	-40	-40
资产减值损失	-400	0	0	0	0
资产处置收益	-12	-20	0	0	0
营业利润	6,953	2,366	4,959	7,644	9,602
营业外收支	-11	-18	-50	0	0
利润总额	6,942	2,348	4,909	7,644	9,602
所得税	1,150	493	942	1,660	2,090
净利润	5,792	1,855	3,967	5,985	7,512
少数股东损益	-31	-20	-40	-72	-52
归母净利润	5,823	1,875	4,007	6,057	7,563

资料来源: wind, 申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,792	1,855	3,967	5,985	7,512
加: 折旧摊销减值	630	1,255	487	386	403
财务费用	46	22	-47	-87	-182
非经营损失	-305	-381	-246	-148	-151
营运资本变动	-2,380	679	412	509	252
其它	0	0	119	168	185
经营活动现金流	3,783	3,430	4,692	6,813	8,019
资本开支	1,702	341	323	220	358
其它投资现金流	319	-1,241	-5,314	-2,469	-2,443
投资活动现金流	-1,383	-1,582	-5,637	-2,690	-2,801
吸收投资	40	91	0	0	0
负债净变化	47	-24	201	76	86
支付股利、利息	1,268	1,488	418	715	1,333
其它融资现金流	-1,481	-913	0	0	0
融资活动现金流	-2,662	-2,334	-217	-638	-1,246
净现金流	-257	-490	-1,162	3,485	3,972

资料来源: wind, 申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	12,034	11,511	11,498	17,023	23,111
现金及等价物	3,672	6,203	7,382	13,210	19,524
应收款项	6,495	5,238	4,042	3,737	3,507
存货净额	3	4	5	4	4
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,865	66	69	72	76
长期投资	3,695	3,809	6,857	7,009	7,169
固定资产	1,800	1,588	1,598	1,495	1,503
无形资产及其他资产	1,493	1,780	1,972	2,073	2,152
资产总计	19,022	18,687	21,925	27,600	33,936
流动负债	3,527	3,671	3,139	3,557	3,812
短期借款	47	119	53	56	59
应付款项	1,912	1,955	1,368	1,612	1,675
其它流动负债	1,568	1,596	1,718	1,890	2,079
非流动负债	1,096	1,010	1,277	1,351	1,434
负债合计	4,624	4,681	4,417	4,908	5,246
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	-514	-1,142	-1,142	-1,142	-1,142
其他综合收益	-51	-235	-235	-235	-235
盈余公积	192	269	434	683	994
未分配利润	14,240	14,553	17,930	22,937	28,675
少数股东权益	197	228	188	116	64
股东权益	14,398	14,006	17,509	22,692	28,689
负债和股东权益合计	19,022	18,687	21,925	27,600	33,936

资料来源: wind, 申万宏源研究

重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)					
每股收益	0.40	0.13	0.27	0.41	0.52
每股经营现金流	0.26	0.23	14.06	20.42	24.03
每股红利	-	-	1.39	2.40	4.54
每股净资产	0.97	0.94	51.91	67.66	85.79
关键运营指标(%)					
ROIC	63.4	28.7	68.0	118.0	159.5
ROE	41.0	13.6	23.1	26.8	26.4
毛利率	66.2	45.2	61.5	66.1	69.2
EBITDA Margin	48.6	23.4	42.6	49.0	53.0
EBIT Margin	47.1	19.2	40.2	46.8	51.0
营业总收入同比增长	21.1	-16.6	-0.4	33.6	14.4
归母净利润同比增长	-3.0	-67.8	113.7	51.2	24.9
资产负债率	24.3	25.1	20.1	17.8	15.5
净资产周转率	1.02	0.88	0.70	0.72	0.65
总资产周转率	0.77	0.65	0.55	0.59	0.54
有效税率	17.0	23.2	20.0	22.0	22.0
股息率	-	-	13.2	22.7	43.0
估值指标(倍)					
P/E	26.6	82.7	38.7	25.6	20.5
P/B	10.9	11.3	0.2	0.2	0.1
EV/Sale	10.3	12.2	11.9	8.5	7.1
EV/EBITDA	21.2	51.9	27.8	17.4	13.4

资料来源: wind, 申万宏源研究

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	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysc.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。