

分众传媒 (002027.SZ)

从企业需求和发展阶段解析楼宇广告渠道价值

公司评级

买入

当前价格

5.09 元

合理价值

6.14 元

前次评级

买入

报告日期

2020-05-12

核心观点:

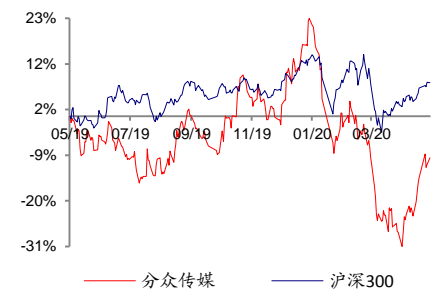
- **行业特性以及企业发展阶段决定广告主投放需求不同。**行业特性维度来看,同质化严重的细分领域需要不断推出新品,重视持续性的广告投放。在产品推出初期会更偏向于投放大规模的品牌广告,实现品牌告知。成熟产品线则会持续稳定的广告投放,以进一步推动品牌渗透,维持品牌形象。乳制品广告主以及美妆日化类广告主较为典型。从发展阶段维度来看,我们认为可以分成三个方面来看:当传统企业进行品牌形象升级以及产品结构升级的时候;当互联网企业初创阶段;当互联网企业线上获客增速放缓之后;以上阶段的广告主通常会选择电视广告或者楼宇广告等媒介进行大范围的广告投放。
- **投资建议:楼宇广告已经成为品牌告知以及品牌渗透的重要一环,维持对分众传媒“买入”评级。**从广告主在电视广告以及楼宇广告上的预算分配比例来看,楼宇广告的占比和电视广告差距明显,但楼宇广告已经逐渐成为广告主各阶段投放中的重要一环。而基于目前铺设的点位资源的规模,我们认为分众传媒已经是品牌曝光和线下获客的重要场景。根据我们的分析,日用消费品广告主是品牌曝光需求最强的广告主类型之一,并且广告费率相对稳定。随着分众传媒加强对日用消费品广告主的开拓,分众传媒整体刊挂率有望持续回暖。短期分众传媒业绩受疫情有一定影响,但长期来看,我们不改对楼宇广告这个渠道价值的认可,楼宇广告是品牌主品牌建设、形成品牌知名度的重要投放渠道。我们预计公司 20-22 年分别实现归母净利润 20/36/54 亿元, EPS 分别为 0.14/0.25/0.37 元/股。我们维持对分众传媒的估值判断,认为分众传媒的当前的合理价值为 6.14 元/股,维持“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济不景气;行业竞争加剧。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,551	12,136	11,079	14,696	18,079
增长率(%)	21.1%	-16.6%	-8.7%	32.6%	23.0%
EBITDA(百万元)	6,461	2,738	2,507	4,136	6,024
归母净利润(百万元)	5,823	1,875	2,003	3,626	5,419
增长率(%)	-3.0%	-67.8%	6.8%	81.0%	49.4%
EPS(元/股)	0.40	0.13	0.14	0.25	0.37
市盈率(P/E)	13.21	49.00	37.30	20.61	13.79
市净率(P/B)	5.42	6.67	4.73	3.85	3.01
EV/EBITDA	11.48	32.48	27.39	15.81	9.91

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

叶敏婷



SAC 执证号: S0260519110001



021-60759783



yeminting@gf.com.cn

请注意,叶敏婷并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

分众传媒(002027.SZ):疫情 2020-04-28

影响短期业绩,楼宇广告龙头

价值不改

分众传媒(002027.SZ):19 2020-02-28

年净利同比下滑 65.68%,疫

情影响下 20Q1 投放有所缩减

分众传媒(002027.SZ):营收 2019-12-31

及毛利率有望回升,关注消费

品投放增长

目录索引

一、行业特性及发展阶段决定广告主的投放逻辑	4
（一）行业特性以及发展阶段决定投放策略	4
（二）楼宇广告是广告主品牌渗透和品牌建设的重要一环	13
二、投资建议：维持分众传媒“买入”评级	14
三、风险提示	16

图表索引

图 1: 2019 年 A 股 TOP100 广告主行业分布	4
图 2: 2019 年 A 股 TOP100 广告主各行业平均广告宣传费 (亿元)	5
图 3: 广告宣传费 TOP100 的 A 股公司广告宣传费/营业收入	5
图 4: 乳制品产品同质化严重	7
图 5: 乳制品主要投放集中在综艺冠名、体育赛事赞助、影视剧植入	8
图 6: 化妆品行业价值链分布-广告费用率通常在 20-30%	9
图 7: 头部美妆企业雅诗兰黛毛利率与净利率较大差异主要来自于销售费用	10
图 8: 实体企业战略转型阶段广告曝光增加明显	11
图 9: 拼多多销售费用 (亿元)	11
图 10: 拼多多 DAU 增长	12
图 11: 猿辅导春节以及疫情期间的品牌广告投放	13
图 12: 分众典型广告主变迁	14
图 13: 阿里巴巴+分众传媒全域营销	15
表 1: 部分广告主广告花费列举 (亿元)	6
表 2: 部分广告主广告宣传花费/营业收入列举	6
表 3: 拼多多 2018 年高强度的综艺冠名及赞助	12

一、行业特性及发展阶段决定广告主的投放逻辑

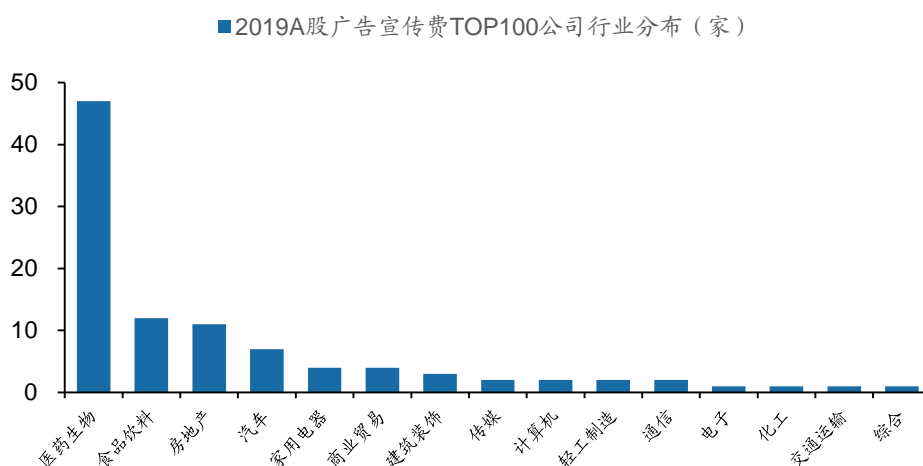
我们2019年9月15日发布了报告《品牌广告：广度、深度、强度三维度定义价值，持续看好楼宇广告及大屏广告》，定义了品牌广告主，并且自上而下地分析了楼宇广告在整个广告大盘中能占到的份额。本篇跟踪报告我们将从广告主（品牌方）的角度去看投放需求，从需求端分析广告主自身不同发展阶段的投放策略。

（一）行业特性以及发展阶段决定投放策略

1. 行业特性：同质化越重的行业，品牌认知传达以及品牌建设方面的投放会更大

我们认为行业特性以及企业的发展阶段决定了公司当下的广告投放策略。为分析行业特性在其中的影响，我们挑选了A股2019年广告宣传费TOP100的公司，从行业分布来看，医药生物企业数量最多（47家），其次是食品饮料公司（12家）、房地产公司（11家）以及汽车类公司（7家）。

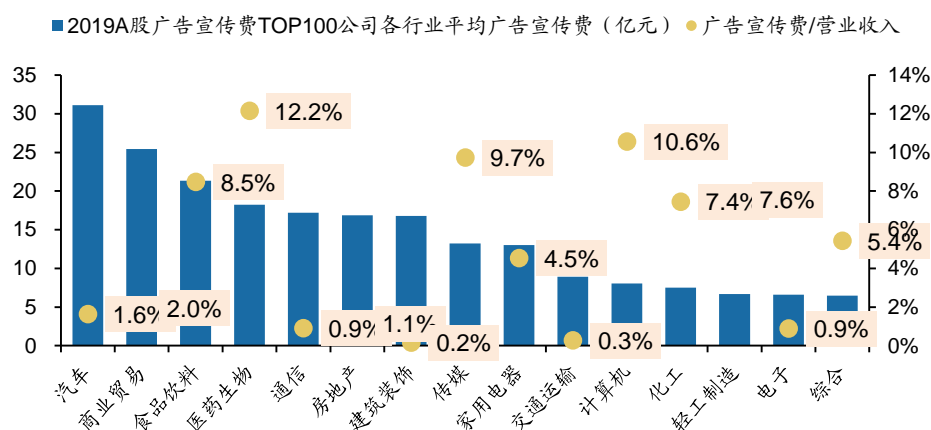
图 1：2019年A股TOP100广告主行业分布



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

对不同行业的公司计算平均广告宣传费，可以看到，花费最大的为汽车类公司，其次是商业贸易公司、食品饮料公司、医药生物公司以及通信公司。从具体的广告费率可以看到，医药生物、计算机、传媒、食品饮料等行业广告主平均广告费率更高。

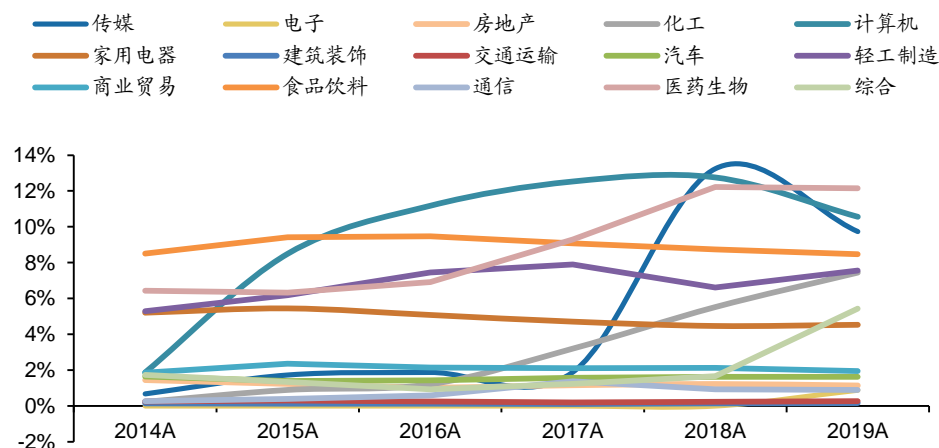
图 2：2019年A股TOP100广告主各行业平均广告宣传费（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从广告费率的逐年变化情况可以看到，食品饮料、家用电器、汽车类、商业贸易、地产类广告主销售费用率相对比较稳定。A股2019年广告花费TOP100的广告主当中，食品饮料类广告主近几年的广告费率稳定在8%~10%；家电类广告主广告费率稳定在4%~6%；汽车类广告主稳定在1.4%~2%；商业贸易类稳定在1%~2.5%；地产类广告主则稳定在1%~2%。从行业维度对比可以看到，不同行业的广告主投放区别较大，从投放规模到投放费率的稳定性均有较大差别。

图 3：广告宣传费TOP100的A股公司广告宣传费/营业收入



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（注：行业分类按照申万一级行业）

不同类别的上市公司广告花费统计口径有一定区别，我们认为广义的广告费通常可以包含三个部分，市场费用、电商费用（以电商平台广告费为主，不包含佣金）以及渠道费用。我们挑选了典型食品饮料公司、酒精类企业、零售类企业以及日化美妆类企业来说明不同行业广告主的投放策略。横向对比来看，乳制品公司广告费率略高于其他食品饮料公司，酒精类企业以及零售类企业广告费率略低，而日化美妆类企业是我们挑选的典型公司中广告费率最高的类别。

表 1：部分广告主广告花费列举（亿元）

公司	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	项目包含
食品饮料						
中国飞鹤		4.88	8.33	11.67		广告费用
洽洽食品	1.79	1.95	2.25	2.97	3.67	广告促销费
妙可蓝多		0.12	0.48	0.89	2.01	广告促销费
蒙牛乳业	40.85	53.34	50.83	70.06	85.00	广告及宣传费用
伊利股份	72.76	76.34	82.06	109.55	110.41	广告营销费
酒品类						
五粮液	32.51	43.40	32.71	32.82	43.49	销售综合费（含市场开发费、形象宣传费、打造费用、职工薪酬等）
洋河股份	8.02	8.21	12.11	14.92	15.67	广告促销费
零售类						
良品铺子	1.92	2.31	3.18	3.40	6.25	促销费用主要包括影视作品、电视节目冠名广告以及线上佣金、平台推广费等
三只松鼠		2.61	2.87	3.93	6.60	平台服务及推广费
来伊份	1.04	0.98	1.39	1.52	1.58	包含商品促销费及广告宣传费
日化美妆类						
珀莱雅		3.15	3.57	5.00	8.39	形象宣传推广费
丸美股份		3.38	2.90	3.90	3.72	广告宣传费
上海家化	13.23	16.83	20.16	20.76	24.01	营销类费用
御家汇		2.39	3.38	5.46	6.62	品牌宣传费+平台推广服务费+线下推广服务费
拉芳家化				1.83	1.87	广告费+市场开发费用+电商平台费用

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：部分广告主广告宣传花费/营业收入列举

公司	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	项目包含
食品饮料						
中国飞鹤		13.1%	14.2%	11.2%		广告费用
洽洽食品	5.4%	5.6%	6.3%	7.1%	7.6%	广告促销费
妙可蓝多		2.3%	4.9%	7.2%	11.5%	广告促销费
蒙牛乳业	8.3%	9.9%	8.4%	10.2%	10.8%	广告及宣传费用
伊利股份	12.2%	12.7%	12.1%	13.9%	12.3%	广告营销费
酒品类						
五粮液	15.0%	17.7%	10.8%	8.2%	8.7%	销售综合费（含市场开发费、形象宣传费、打造费用、职工薪酬等）
洋河股份	5.0%	4.8%	6.1%	6.2%	6.8%	广告促销费
零售类						
良品铺子	6.1%	5.4%	5.9%	5.3%	8.1%	促销费用主要包括影视作品、电视节目冠名广告以及线上佣金、平台推广费等
三只松鼠		5.9%	5.2%	5.6%	6.5%	平台服务及推广费
来伊份	3.3%	3.0%	3.8%	3.9%	3.9%	包含商品促销费及广告宣传费
日化美妆类						
珀莱雅		19.4%	20.0%	21.2%	26.9%	形象宣传推广费
丸美股份		28.0%	21.5%	24.7%	20.6%	广告宣传费
上海家化	22.6%	31.6%	31.1%	29.1%	31.6%	营销类费用

御家汇	20.4%	20.5%	24.3%	27.5%	品牌宣传费+平台推广服务费+线下推广服务费
拉芳家化			19.0%	19.4%	广告费+市场开发费用+电商平台费用

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

首先从乳制品公司来看，伊利以及蒙牛广告花费常年稳定在一个相对高位，伊利近几年的广告费率在12%~14%之间，蒙牛则在8%~11%，相比其他食品饮料类公司广告费率略高。我们认为主要原因在于：从产品特性来看，乳制品产品同质化明显，产品的生命周期比较短，乳制品企业为了维持增速必须不断推出新品，推出新品后的品牌告知以及品牌渗透，就需要进行大规模的广告曝光。伊利的金典以及蒙牛的特仑苏作为高端奶，虽然相对生命周期较长，但高端奶的市场需求主要在送礼场景，为维持送礼场景的价位段需求，也需要持续广告曝光来维持产品的高端定位。

图 4：乳制品产品同质化严重



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

从乳制品公司的投放来看，比较典型的投放渠道是体育赛事赞助、综艺节目冠名、影视剧植入等。体育赛事赞助上，伊利在2008年就开始与中国奥运代表团签下合约，连续12年成为中国奥运代表团指定乳品。奥运代表团赞助之外，伊利还先后成为了天津全运会乳制品供应商、西甲皇家马德里的官方营养乳制品和北京2022年冬奥会官方乳制品合作伙伴。蒙牛方面，在2018年以5000万美金拿下俄罗斯世界杯全球官方赞助商。乳制品企业看中大型体育赛事的赞助，主要在于奥运会、世界杯等全球范围赛事，同时段观看的观众量级达到几十亿，赞助商品牌能够短时间高强度的曝光。同时，大型体育赛事赞助也能够给到品牌一定背书，增强品牌在消费者心中的信任感。高强度曝光配合落地营销，整体的传播效果能够进一步放大。

体育节目之外，伊利以及蒙牛在各大综艺节目也持续以冠名以及赞助的方式进行曝光。在2020Q2的综艺节目中，伊利旗下金典冠名了浙江卫视《天赐的声音》，舒化奶冠名湖南卫视《笑起来真好看》，安慕希冠名了浙江卫视《奔跑吧2020》；蒙牛旗下的中华滋养酸奶冠名了浙江卫视的《新生请指教》，纯正小蛮腰冠名了腾讯视频的《创造营2020》，特仑苏延续上一季继续冠名《向往的生活》。可以看到，为了维持品牌的稳定曝光，以及新产品的品牌告知，乳制品企业在品牌广告上的投放

量级相对较大。

图 5：乳制品主要投放集中在综艺冠名、体育赛事赞助、影视剧植入

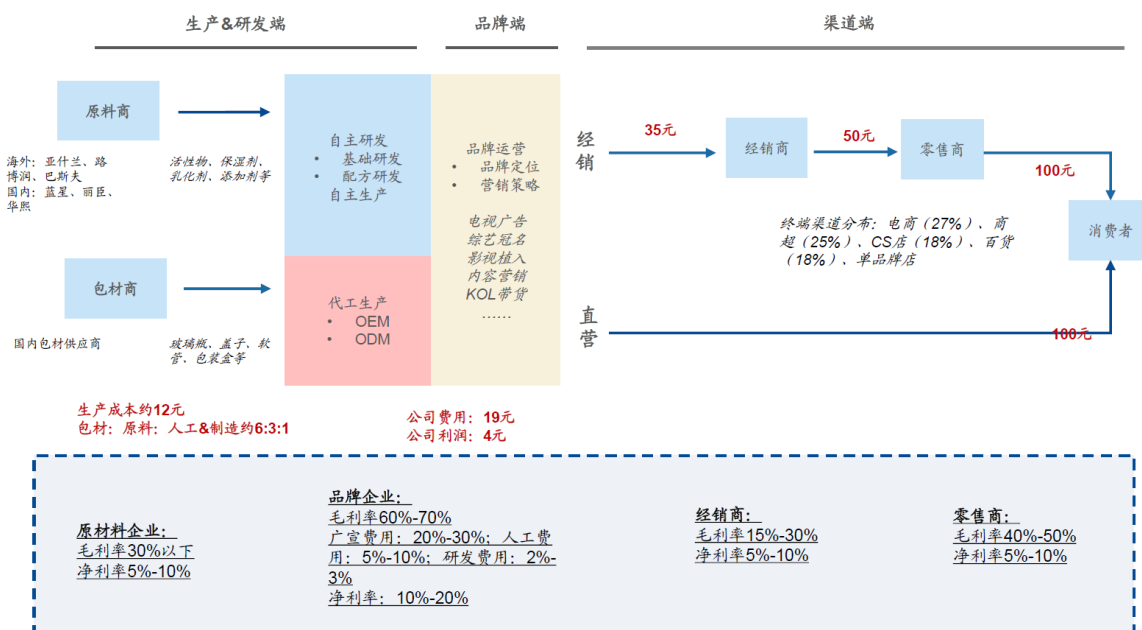


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

同样的，美妆日化类企业也有品牌同质化的问题，高客单价的支撑主要来自品牌溢价。并且相比乳制品公司，美妆日化市场集中度更低，这也是为什么日化美妆企业的广告费率远高于头部乳制品公司。对于美妆企业来说，单一品牌或者品类也容易存在天花板，需要不断的收购以及推出新的产品体系以维持增长。对于美妆日化企业来说，长期目标是塑造品牌，传导品牌定位、特征、价值观，强化品牌在消费者心智中的地位，足够强大的品牌会成为消费者决策的第一要素。化妆品品牌溢价高、品牌特征明显、产品迭代迅速等特点使得营销至关重要。从美妆日化产品近几年的增长来看，逐渐成为广告投放的主力军之一。

图 6：化妆品行业价值链分布-广告费用率通常在20-30%

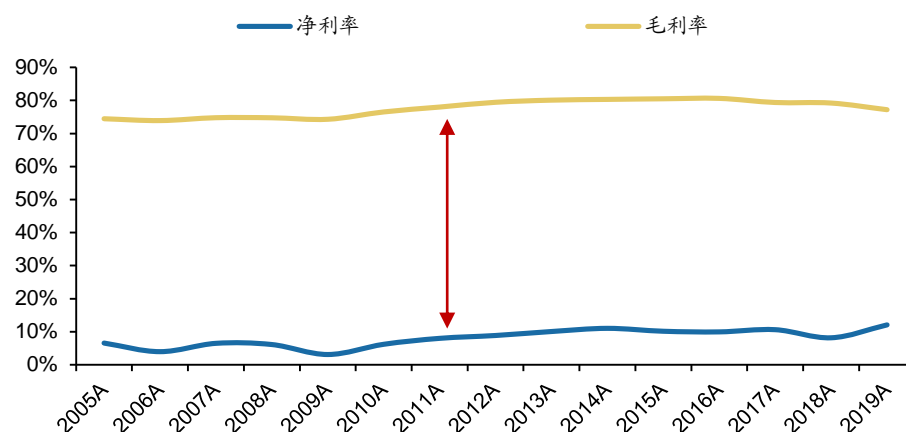
生产成本到终端价格加价倍数可达10X，品牌商享有最高溢价和定价能力，渠道端分配利润最多。



数据来源：广发证券研发中心商贸零售组，广发证券发展研究中心

相比乳制品和日化美妆类企业，头部白酒公司通常销售费用率不高。根据广发证券研发中心食品饮料组在《以预收款和现金流判断白酒行业拐点，以ROE判断公司竞争力》报告中的观点，名优白酒品牌具有产品单一且难以复制的特点，无需大量重复营销使得费用投放具有规模效应。高端化妆品和名优白酒实际上有着类似的行业属性，均属于快速消费品，且化妆品本身的生产成本也较低，两者之间有着同样的高毛利率，如雅诗兰黛、欧莱雅等高端化妆品企业毛利率均在70%-80%左右，相当于高端和次高端白酒的水平，但头部化妆品品牌销售费用率仍然较高，主要是因为高端化妆品具有很强的时尚属性且相互之间容易模仿，需要企业不断更迭产品并重复的营销以维持住原有客户并拓宽新客户，而这与名优白酒品牌有着本质的不同。名优白酒产品单一，目前的茅台酒与几十年前的茅台酒并无明显不同，且不同的名优白酒之间均难以互相复制，产品由当地环境以及工艺决定。因此，白酒产品的单一性和不可复制性决定了其无需大量重复营销，名优白酒数量不会再生，只会减少不会增加，这就决定了未来白酒的低销售费用率能够长期维持。

图 7：头部美妆企业雅诗兰黛毛利率与净利率较大差异主要来自于销售费用



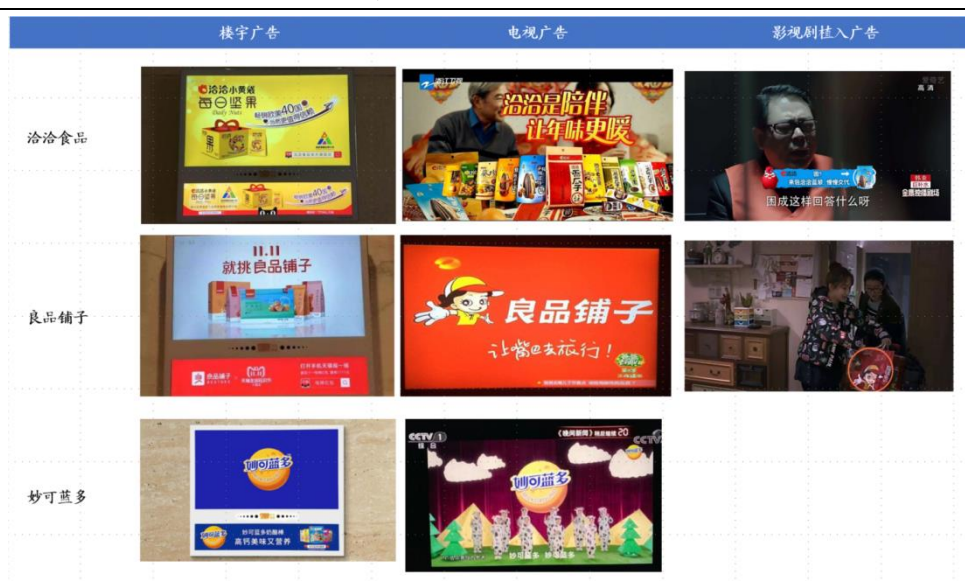
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

不同行业横向对比可以看到，同质化更重的行业需要不断推出新品，并通过品牌营销传达品牌，进行品牌告知，这也是为什么伊利蒙牛等作为多年的乳制品龙头企业，即使市场集中度不断提升，仍在持续做大额的广告投放。并且同质化更重的产品拉开价格带宽的主要支撑在于品牌溢价，即使是生命周期较长的产品线也需要做持续的品牌曝光，例如日化美妆类产品。

2.行业特性之外，企业发展以及产品生命周期的不同阶段，投放策略也有差异

继续以以上典型公司为例，行业特性之外，我们说明同一公司在不同发展阶段的广告投放花费情况。从良品铺子、妙可蓝多、洽洽食品近几年的广告费率变化可以看到，近一两年公司的广告花费相比之前有了明显提升，相比同行也有增长。对比同处于小食品行业的三只松鼠与良品铺子可以看到，2019年良品铺子广告费率同比提升明显，主要是因为2018年末开始公司实行品牌升级战略，在2019年年货节等各类电商节日期间投入了较大金额的宣传资源。同样的，妙可蓝多在2018-2019年广告费率同比大幅提升，也主要是为了配合公司2019年开始的新品牌建设规划。而洽洽食品，2018年以来不断进行品牌强化，在主营的瓜子产品基础之上，推动坚果产品体系的布局，“洽洽小黄袋”等产品线在2019年投入了较多宣传花费。从以上例子看到，在品牌形象升级阶段，品牌方通常会加大广告投入，从良品铺子、妙可蓝多、洽洽食品的投放策略来看，能够实现大范围曝光的电视广告以及楼宇广告是主要投放渠道。

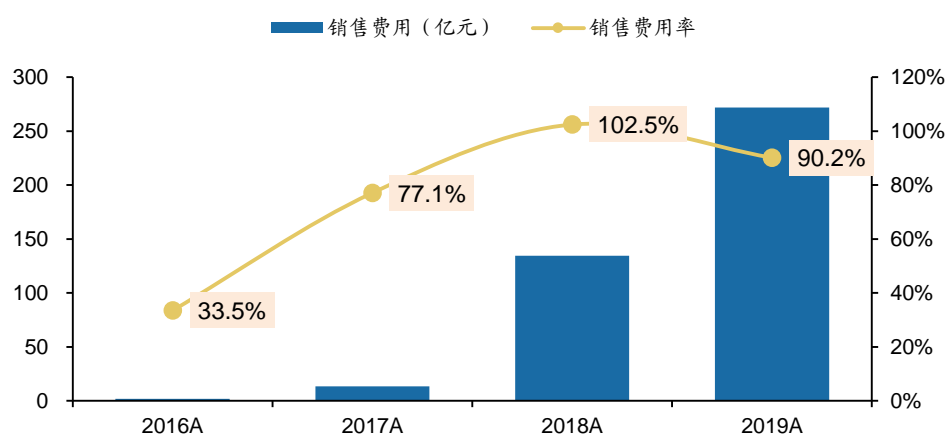
图 8：实体企业战略转型阶段广告曝光增加明显



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

拼多多初期通过大规模品牌广告以建立品牌国民性。除了实体企业之外，互联网企业的投放策略也跟随企业发展阶段变化。对于流量为王的互联网企业来说，初期如果能够建立品牌国民性的话，对于短时间的用户积累具有非常强的推动作用。以拼多多为例来看，2018年以来投入了大量的广告花费，冠名赞助了超过10个以上的综艺。2018年高强度的曝光，极大推动了拼多多国民知名度的建立。初期用户对于拼多多平台的质疑比较多，拼多多选择电视综艺作为主要投放地，依靠平台公信力给自己做背书。也正是这一个阶段，拼多多用户量快速增长，品牌知名度覆盖高低线城市。

图 9：拼多多销售费用（亿元）



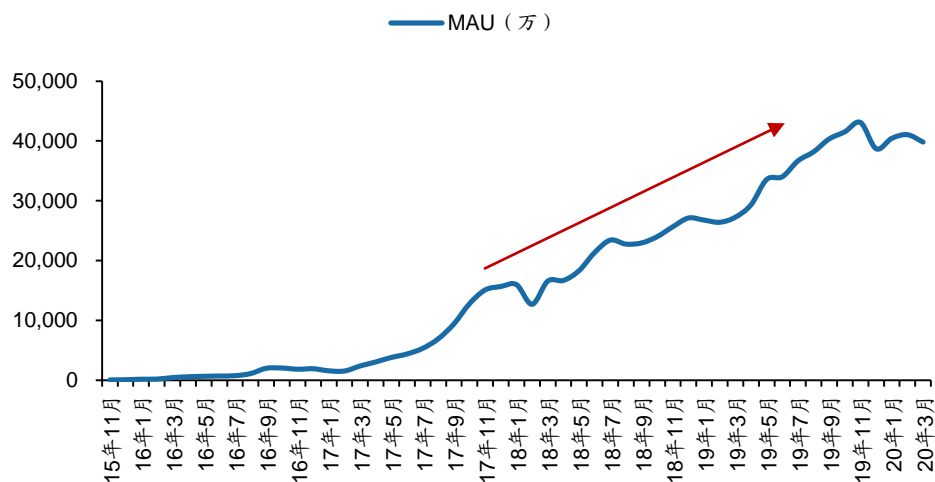
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 3: 拼多多2018年高强度的综艺冠名及赞助

节目名称	播出平台	赞助方式
欢乐喜剧人 4	东方卫视	独家冠名
我是大侦探	湖南卫视	首席合作伙伴
奔跑吧 2	浙江卫视	独家冠名
极限挑战 4	东方卫视	特约赞助
无限歌谣	江苏卫视	特约赞助
青春同学会	东方卫视	特约赞助
我家那小子	湖南卫视	独家冠名
中餐厅 2	湖南卫视	首席合作伙伴
我们在行动 2	东方卫视	独家冠名
亲爱的客栈 2	湖南卫视	首席合作伙伴
下一站传奇	东方卫视	广告植入
非诚勿扰	江苏卫视	独家冠名
快乐大本营	湖南卫视	首席合作伙伴
是真的吗	CCTV2	独家冠名

数据来源: 影视产业观察, 广发证券发展研究中心

图 10: 拼多多DAU增长



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

在线教育行业竞争进入新阶段, 线上获客渠道之外开始拓宽线下获客渠道。现阶段的在线教育企业广告投放与2018年拼多多、抖音、快手的广覆盖投放有一定相似之处。以猿辅导为例, 今年以来, 在品牌广告上的投放预算逐渐加重。疫情爆发之前, 猿辅导就敲定了在央视上的广告投放并且广告还登陆了春晚; 疫情期间, 公司联合头条系全平台合作打造“猿辅导春节放映厅”, 欢喜传媒旗下13部免费放映影片均插入了猿辅导的品牌贴片广告; 同时公司还在楼宇广告进行了密集投放。从猿辅导的投放策略来看, 从注重效果已经切换到“效果+品牌”合一的阶段, 甚至品牌的预算更重。K12在线教育头部机构已经进入品牌认知建设、建立品牌国民性的阶段。

一旦建立品牌认知之后，获取生源可以依靠品牌效应，同时品牌溢价能支撑客单价上涨。品牌建设是K12在线教育机构发展必经之路。

除了品牌建设需求之外，猿辅导的广告投放从线上到线下，我们认为还有另外一个驱动，就是在线教育的线上流量红利在逐渐消退，在线教育机构需要进行更大范围的获客。去年暑假开始，K12在线教育机构开始大规模的烧钱营销，投放地主要是抖音、微信朋友圈等线上渠道，主要投放效果广告。线上获客的优势在于能够根据各平台的用户标签进行精准投放，并且进行精准归因。初期能够快速触达目标人群，但随着目标客户一轮一轮被筛选，线上渠道可触达的目标客户池范围在缩小，线上获客逐渐进入瓶颈。而进行大规模的线下投放，对于在线教育机构来说其实也是换一个流量池进行获客。

图 11：猿辅导春节以及疫情期间的品牌广告投放



数据来源：多知网，猿辅导微信公众号，广发证券发展研究中心

（二）楼宇广告是广告主品牌渗透和品牌建设的重要一环

从行业特性以及发展阶段不同对企业广告投放的影响可以看到，行业特性维度来看，同质化严重的细分领域重视持续性的广告投放，行业同质化严重，需要不断推出新品，在产品推出初期会更偏向于大规模的投放品牌广告，通过品牌广告进行大范围的品牌告知。成熟产品线则会持续稳定的做广告投放，以进一步推动品牌渗透，维持品牌形象。这类型的广告主我们认为未来广告费率通常稳定在一定水平，典型行业包括快消、汽车等广告主。

从发展阶段维度来看，可以分成三个方面来看：当传统企业进行品牌形象升级以及产品结构升级的时候；当互联网企业初创阶段；当互联网企业线上获客增速放缓之后；以上阶段的广告主通常会选择电视广告或者楼宇广告等线下媒介进行大范围的广告投放。我们曾经在《品牌广告：广度、深度、强度三维度定义价值，持续看好楼宇广告及大屏广告》报告中通过覆盖的广度、触达的深度、刺激的强度三个维度定义品牌广告的价值，当广告主有大范围的品牌形象告知需求的时候，我们认为电视广告以及楼宇广告是最合适的渠道。但从广告主在电视广告以及楼宇广告上的预算分配比例来看，长期我们认为楼宇广告的占比难和电视广告抗衡，但楼宇广告已经逐渐成为品牌方在发展各阶段中广告投放的重要一环。

二、投资建议：维持分众传媒“买入”评级

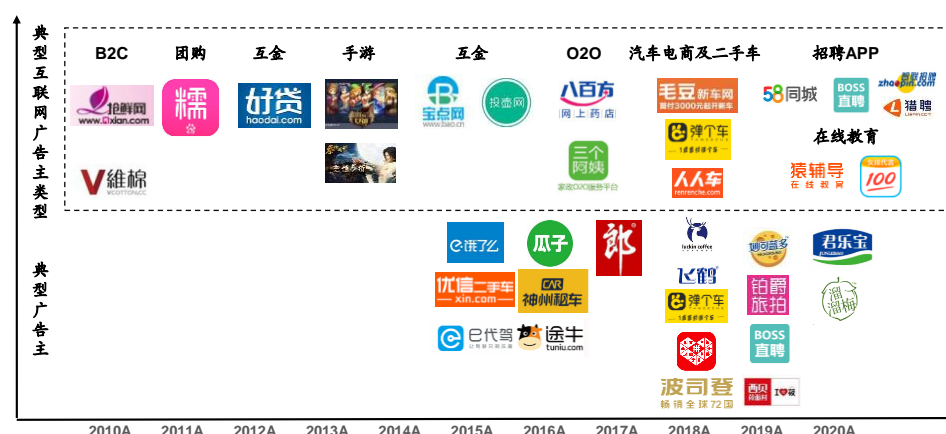
结合上一章对品牌方投放需求的分析来看，同质化严重的行业，大规模的品牌广告投放目的在于品牌告知以及品牌定位的维持；处于品牌转型阶段的广告主，也需要通过广告投放以告知消费者新的品牌形象，并做新产品系列的品牌渗透；互联网广告主，在初创和后期获客阶段，都把线下媒体（尤其是电视广告以及楼宇广告）作为品牌大范围曝光以及线下流量获取的重要渠道。而基于目前铺设的点位资源的规模，我们认为分众传媒已经是品牌曝光和线下获客的重要场景。

1. 品牌曝光的重要场景

从分众传媒的广告主结构变迁来看，分众传媒在2010~2018年期间享受了互联网商业模式不断发展更迭的红利，互联网发展每个阶段的热门产品都在分众传媒上划分了一定比例的投放预算（2010年的团购、2013年的手游、2015年的O2O、2018年的互联网金融、2020年的在线教育）。对于互联网广告主而言，产品一推出，商业模式被模仿的可能性较大，所以初期的流量获取以及品牌认知建立非常重要。分众的价值就在于能够精准触达互联网平台的目标受众并且能够实现对于该目标受众广泛的覆盖，为广告主带来大范围的品牌曝光，快速建立品牌认识。

当前阶段，受宏观经济影响，曾经贡献主要营收的互联网广告主受融资收紧影响，广告投放缩量明显。而传统快消品广告主不断推进品牌形象升级的战略，快消品广告主未来品牌曝光的需求仍将持续释放。在验证了对互联网广告主品牌曝光的作用之后，快消类广告主有望增加在分众传媒楼宇媒介上的投放。

图 12：分众典型广告主变迁



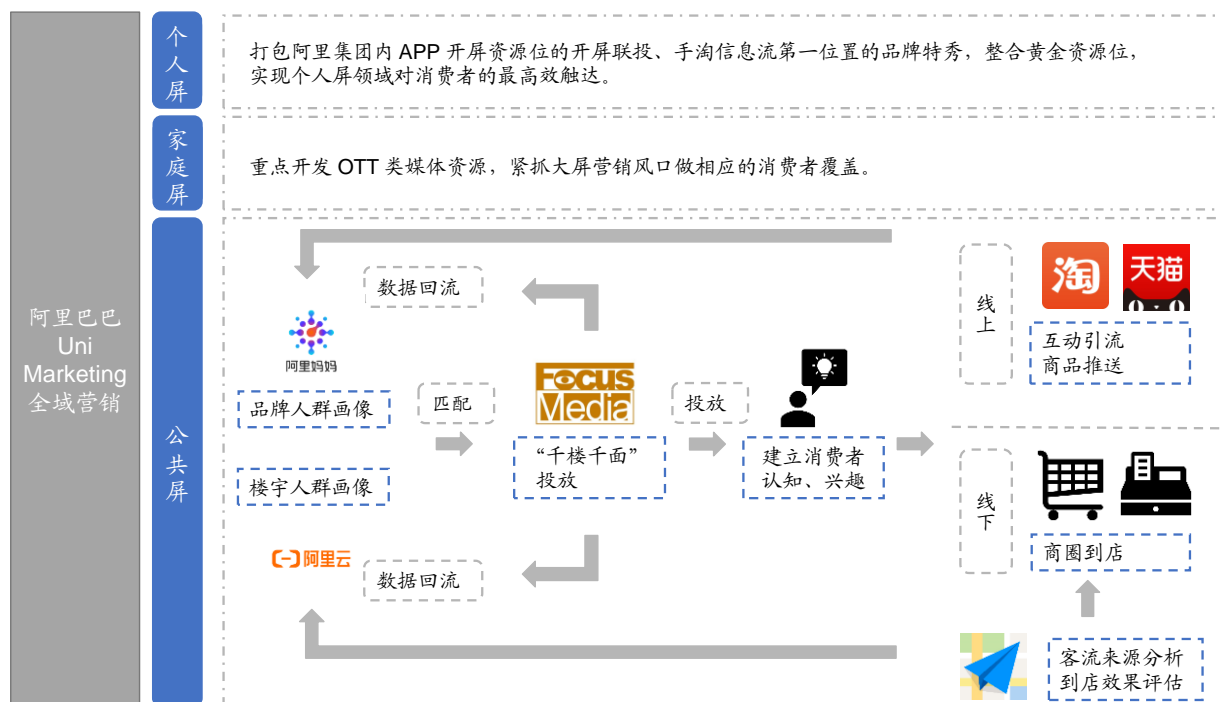
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 线下获客的重要场景

线上流量获取进入瓶颈之后，为持续增长，广告主尤其是互联网广告主以及部分电商平台起家的消费类广告主通常会扩大投放范围，增加在线下渠道的投放，以获取线下流量。线下媒介中，我们认为电视广告以及楼宇媒体是能够最大范围触达用户

的媒介。先前广告主在投放电视广告以及楼宇媒体时，主要质疑点在于以上媒介是否能够尽可能准确的触达目标客户，是否能够形成一定的投放数据反馈。而随着电视广告软广观众标签的丰富化以及精细化，以及分众传媒的楼宇媒体逐渐与线上数据打通。线下流量的价值变得可挖掘。疫情期间，分众传媒80%以上的LCD屏幕以及智能屏已经实现云端投放，未来线上线下数据全面打通之后。阿里系的线上数据以及分众传媒的线下数据有望相互赋能，分众传媒线下广告投放的精准度也有望加强。

图 13：阿里巴巴+分众传媒全域营销



数据来源：阿里妈妈，广发证券发展研究中心

投资建议：进入2019年以来，分众传媒营收增长的主要驱动力已经逐渐切换为日用消费品广告主，而根据我们的分析，日用消费品广告主是品牌曝光需求最强的广告主类型之一，并且广告费率相对稳定。随着分众传媒加强对日用消费品广告主的开拓，分众传媒整体刊挂率有望持续回暖。长期来看，我们不改对楼宇广告这个渠道价值的认可，楼宇广告是品牌主品牌建设、形成品牌知名度的重要投放渠道。我们预计公司2020-2022年分别实现归母净利20.03、36.26、54.19亿元，EPS分别为0.14、0.25、0.37元/股。我们维持对分众传媒的估值判断，认为分众传媒的当前的合理价值为6.14元/股，维持“买入”评级。

三、风险提示

- (一) 宏观经济不景气
- (二) 户外广告市场竞争加剧，新进入者加剧竞争
- (三) 电影票房不及预期
- (四) 回款放缓，账龄结构恶化或会导致信用减值损失

资产负债表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	12,034	11,511	14,267	18,280	24,384	
货币资金	3,672	3,861	6,931	10,178	15,855	
应收及预付	6,393	5,037	4,595	5,407	5,785	
存货	3	4	6	5	6	
其他流动资产	1,966	2,609	2,735	2,689	2,737	
非流动资产	6,987	7,176	6,936	6,772	6,652	
长期股权投资	793	1,117	1,117	1,117	1,117	
固定资产	1,785	1,581	1,341	1,178	1,059	
在建工程	14	7	7	7	7	
无形资产	47	45	44	43	42	
其他长期资产	4,348	4,427	4,427	4,427	4,427	
资产总计	19,022	18,687	21,203	25,051	31,036	
流动负债	3,527	3,671	4,198	4,449	5,061	
短期借款	47	51	0	0	0	
应付及预收	795	1,085	835	1,062	1,275	
其他流动负债	2,685	2,535	3,363	3,386	3,786	
非流动负债	1,096	1,010	1,010	1,010	1,010	
长期借款	892	802	802	802	802	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	204	208	208	208	208	
负债合计	4,624	4,681	5,208	5,459	6,071	
股本	334	334	334	334	334	
资本公积	186	388	388	388	388	
留存收益	14,432	14,822	16,825	20,451	25,869	
归属母公司股东权益	14,201	13,778	15,781	19,407	24,826	
少数股东权益	197	228	214	186	140	
负债和股东权益	19,022	18,687	21,203	25,051	31,036	

利润表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14,551	12,136	11,079	14,696	18,079
营业成本	4,916	6,650	5,633	6,677	7,270
营业税金及附加	432	283	318	400	478
销售费用	2,331	2,256	2,200	2,778	3,399
管理费用	412	576	499	661	814
研发费用	229	148	172	213	254
财务费用	-94	-20	-32	-71	-124
资产减值损失	400	0	1	0	1
公允价值变动收益	0	-57	0	0	0
投资净收益	168	218	164	241	282
营业利润	6,953	2,366	2,435	4,421	6,658
营业外收支	-11	-18	0	0	0
利润总额	6,942	2,348	2,435	4,421	6,658
所得税	1,150	493	446	824	1,286
净利润	5,792	1,855	1,989	3,598	5,372
少数股东损益	-31	-20	-14	-28	-46
归属母公司净利润	5,823	1,875	2,003	3,626	5,419
EBITDA	6,461	2,738	2,507	4,136	6,024
EPS (元)	0.40	0.13	0.14	0.25	0.37

现金流量表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,783	3,430	3,008	3,060	5,489
净利润	5,792	1,855	1,989	3,598	5,372
折旧摊销	230	515	249	169	160
营运资金变动	-2,380	679	892	-515	185
其它	141	381	-121	-192	-227
投资活动现金流	-1,383	-1,582	146	219	220
资本支出	-1,702	-341	-18	-21	-62
投资变动	-900	-744	0	0	0
其他	1,220	-496	164	241	282
筹资活动现金流	-2,662	-2,334	-84	-32	-32
银行借款	47	84	-51	0	0
股权融资	40	91	0	0	0
其他	-2,750	-2,509	-33	-32	-32
现金净增加额	-257	-490	3,071	3,247	5,677
期初现金余额	3,914	3,658	3,861	6,931	10,178
期末现金余额	3,658	3,168	6,931	10,178	15,855

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	21.1%	-16.6%	-8.7%	32.6%	23.0%
营业利润增长	-4.0%	-66.0%	2.9%	81.6%	50.6%
归母净利润增长	-3.0%	-67.8%	6.8%	81.0%	49.4%
获利能力					
毛利率	66.2%	45.2%	49.2%	54.6%	59.8%
净利率	39.8%	15.3%	18.0%	24.5%	29.7%
ROE	41.0%	13.6%	12.7%	18.7%	21.8%
ROIC	33.9%	11.8%	10.9%	15.8%	18.3%
偿债能力					
资产负债率	24.3%	25.0%	24.6%	21.8%	19.6%
净负债比率	32.1%	33.4%	32.6%	27.9%	24.3%
流动比率	3.41	3.14	3.40	4.11	4.82
速动比率	3.02	2.90	3.11	3.80	4.55
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.65	0.52	0.59	0.58
应收账款周转率	3.02	2.91	3.25	3.65	4.06
存货周转率	5,001	2,896	1,757	2,820	2,949
每股指标 (元)					
每股收益	0.40	0.13	0.14	0.25	0.37
每股经营现金流	11.34	10.28	9.02	9.17	16.45
每股净资产	0.97	0.94	1.08	1.32	1.69
估值比率					
P/E	13.21	49.00	37.30	20.61	13.79
P/B	5.42	6.67	4.73	3.85	3.01
EV/EBITDA	11.48	32.48	27.39	15.81	9.91

广发传媒行业研究小组

- 旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017 年 3 月加入广发证券，2011-2017 年 2 月，供职于中银国际证券，带领团队荣获 2019 年新财富传播与文化行业第一名。
- 朱 可 夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。