东兴证券 DONGXING SECURITIES

分众传媒（002027）：新模式，新估值

——传媒系列报告之 18

2020 年 10 月 29 日

强烈推荐/维持

分众传媒 | 公司报告

报告摘要：

1、产品/服务线上化是大势所趋。

（1）全球众多行业的产品/服务处于线上化过程中。To B 产品/服务线上化催生众多通用型和垂直型 SaaS 企业，例如工具软件企业 Adobe 和 Autodesk 以及电商交易 SaaS 企业 Shopify 和企业视频通讯 SaaS 企业 Zoom；To C 产品/服务线上化则诞生多家数万亿人民币市值的企业，例如电商领域的亚马逊和阿里巴巴、本地生活服务领域的美团等。

（2）线上化是对原有行业商业模式的重构。具体来说，线上化往往具有扩宽市场规模、降低运营成本以及优化自由现金流等作用。因此，实现线上化转型或创新的企业也往往能实现巨大的成长。

（3）而在楼宇媒体这个细分行业，分众传媒作为行业领头羊，正由数字化向线上数据化及程序化方向进化。2019 年 9 月，分众媒体智能广告投放及发布系统上线，标志公司由数字化进入数据化阶段，企业价值中短期具备巨大成长空间。

2、户外广告积极探索线上化。

（1）数字化驱动全球户外媒体广告收入持续增长。据 MAGNA 统计，2010 年至 2018 年，全球户外媒体广告收入年均复合增速 4.1%，2018 年达到 310 亿美元。这背后原因除了户外媒体始终覆盖受众线下生活圈，也源于全球户外媒体处于数字化进程中。

（2）中美两国的头部户外媒体广告公司基本实现数字化。美国拉马尔户外广告公司具有与国内的分众传媒相似的商业模式。2019 年，拉马尔公司户外传统广告点位 15.78 万个，实现营收 4819 万美元，数字户外广告点位约 3500 个，实现营收 5752 万美元，点位占比仅 2.2%的数字户外牌贡献 54%的营收。分众传媒也具有类似特点，2019 年分众传媒旗下电梯电视媒体点位数量占比 28%，贡献 58%的营收。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,551.2	12,135.9	11,412.7	14,873.6	17,198.2
增长率（%）	21.12%	-16.60%	-5.96%	30.33%	15.63%
归母净利润（百万	5,822.97	1,875.28	3,182.57	4,894.45	6,477.62
增长率（%）	-3.03%	-67.80%	69.71%	53.79%	32.35%
净资产收益率（%）	41.00%	13.61%	19.92%	25.16%	26.86%
每股收益(元)	0.40	0.13	0.22	0.33	0.44
PE	24.30	74.77	44.83	29.15	22.02
PB	0.23	0.24	0.20	0.17	0.13

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

分众传媒构建了国内最大的城市生活圈媒体网络。公司当前的主营业务为生活圈媒体的开发和运营，主要产品为楼宇媒体（包含电梯电视媒体和电梯海报媒体）、影院银幕广告媒体和终端卖场媒体等，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。

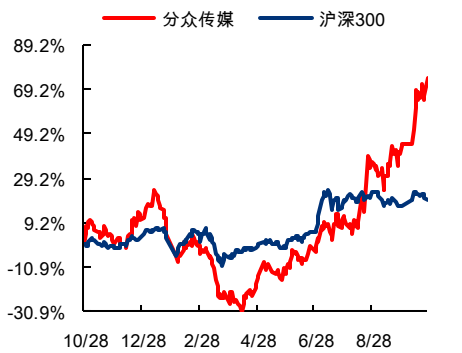
未来 3-6 个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）	9.72-5.64
总市值（亿元）	1426.69
流通市值（亿元）	1426.69
总股本/流通 A 股（万股）	1467788/1467788
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.07

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：石伟晶

021-25102907 shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518080001

研究助理：辛迪

010-66554013 xindi@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070074

（3）户外媒体线上化初有成果。2015 年至今，全球互联网巨头谷歌、户外广告巨头德高集团、清晰频道、分众传媒以及新兴的户外广告公司 Moving Walls、梯影传媒均在探索户外广告点位联网，并探索程序化购买、在线投放户外媒体资源。目前来看，楼宇媒体作为户外广告重要场景之一，分众传媒作为行业领头羊，将旗下众多点位联网化，已经率先进入数据化时代。

3、分众传媒由数字化向数据化转变。

公司完成电梯电视（硬件）更新换代以及广告投放及发布系统（软件）上线，标志公司楼宇媒体业务进入数据化阶段，原有楼宇媒体业务部分流程（售卖、上刊、监测）将实现升级优化：（1）支持分众在线监播广告投放；（2）降低点位运维成本；（3）实现千楼千面新业态。

4、分众传媒积极推动楼宇广告在线交易。

分众传媒新推出的广告投放及发布系统支持与外部互联网公司以及互联网营销公司对接，实现在线购买分众旗下楼宇媒体资源。2020 年 1 月，分众广告投放及发布系统完成与阿里妈妈（阿里巴巴旗下营销服务及数据管理平台）的深度对接，实现外部 DSP 平台在线询量；2020 年 9 月，公司广告投放及发布系统逐步向授权代理商开放 DSP 系统，让代理商在线进行精准选楼和选时间、在线投放和监测。目前分众探索的在线交易模式并没有把曝光量纳入价格体系，这是与互联网程序化竞价广告模式的主要区别之一。另一方面，公司过去电梯电视联播网套餐与海报框架套餐的实际销售价格并不统一，而现在推动在线交易则需要对按时长售卖的媒体资源进行标准化定价。

5、分众传媒新业态可类比软件行业中的 SaaS 模式。

类比计算机软件 SaaS 模式，为我们研究分众提供新的视角。SaaS 模式将软件交付模式转为在线服务模式;分众传媒则突破性将楼宇广告投放线上化，两者均属于 To B 业务的线上化。这是两者最大的相似之处。事实上，SaaS 公司业务模式也是千差万别，但优秀的 SaaS 公司确是具有共性：长周期下，公司具有良好成长性、确定性、盈利能力。对于分众而言，公司营收的增速与销售价格、广告主数量、广告主粘性三个因子呈现正相关性。目前公司正由数字化向线上数据化及程序化方向进化，单个点位的价值提升以及广告主复投率预计不会短期发生较大改变，对公司主营业务增长的最大驱动力将来自广告主数量的迅速增加。

6、盈利预测与估值

盈利预测：基于公司主营处于顺周期之中以及新业务模式驱动，我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 114.13 亿元(-6%)、148.74 亿元（+30%）、171.98 亿元（+16%）。预计 2020-2022 年的公司归母净利润分别为 31.83 亿元，48.94 亿元和 64.78 亿元，EPS 分别为 0.22 元，0.33 元以及 0.44 元。

分众传媒当前估值仍然低估。公司估值修复预计将经历两个阶段：1）业绩快速增长驱动公司估值修复；2）智能网新业态模式逐渐成熟并获得广告主认可，估值体系将从传统媒介广告渠道公司向 SaaS 公司估值转变。第一阶段，给予公司 2021 年 35 倍 PE 估值，对应股价 11.55 元；第二阶段，对标优质 SaaS 公司估值，给予公司 2021 年 50 倍 PE 估值（对应 16 倍 PS 估值），对应股价 16.50 元，维持“强烈推荐”评级。

7、风险提示

（1）广告市场复苏不及预期；（2）新业态进展不及预期；（3）竞争格局尚未显著改善；（4）广告内容违规风险；（5）媒体资源租赁变动的风险。

目 录

1. 产品/服务线上化是大势所趋 5
2. 户外广告积极探索线上化 7
3. 分众传媒由数字化向数据化转变 9
3.1 在线监播广告投放 10
3.2 降低点位运维成本 10
3.3 实现千楼千面新业态 11
4. 楼宇广告如何实现程序化交易 11
5. 分众新业态为何类比 SaaS 模式 13
6. 盈利预测与估值 15
7. 风险提示 16
相关报告汇总 18

表格目录

表 1：全球户外广告线上化进展 8
表 2：分众 32 英寸高清智能大屏参数 10
表 3：分众传媒楼宇广告业务模式 13
表 4：现有点位资源下分众传媒楼宇广告业务营收空间测算 15
表 5：2016-2022E 公司分业务营收预测 15
表 6：2016-2022E 公司营收、归母净利润及 PE 估值 16
表 7：公司与典型 SaaS 公司估值对比 16

插图目录

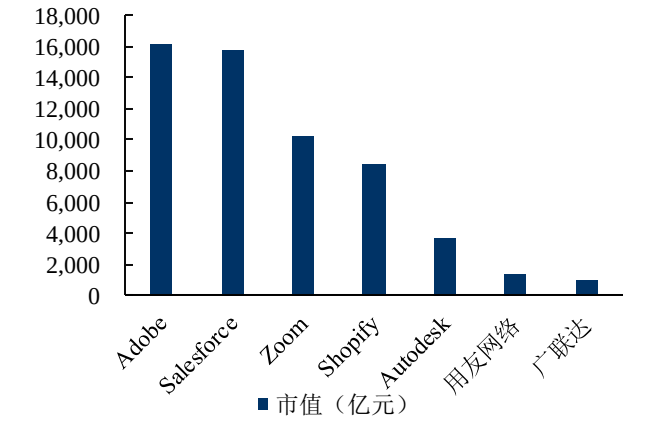
图 1：To B 产品/服务线上化代表性企业 5
图 2：To C 产品/服务线上化代表性企业 5
图 3：Salesforce 上市至今股价表现 5
图 4：用友网络 2017 年至今股价表现 6
图 5：美团上市至今股价表现 6
图 6：分众传媒由数字化向数据化及程序化方向进化 7
图 7：2012-2018 年全球数字户外广告收入占户外总收入比重 7
图 8：2015-2019 年拉马尔公司传统海报与数字海报点位与营收 8
图 9：2015-2019 年分众传媒电梯海报与电梯电视点位与营收 8
图 10：2016-2019 年公司对一二三线城市电梯电视更新换代 9

图 11：分众传媒楼宇广告发布流程 9
图 12：2016 年上半年-2020 年上半年分众传媒营业成本中员工薪酬 11
图 13：数据化助力分众传媒实现千楼千面新业态 11
图 14：互联网广告与线下楼宇媒体进化示意 12
图 15：互联网程序化广告竞价流程 12
图 16：分众传媒智能广告投放及发布系统接入外部 DSP 系统 13
图 17：分众传媒与典型 SaaS 公司的客户粘性对比 14
图 18：分众楼宇媒体大/中小广告主营收占比 14
图 19：分众楼宇媒体大/中小广告主数量比例 14

1. 产品/服务线上化是大势所趋

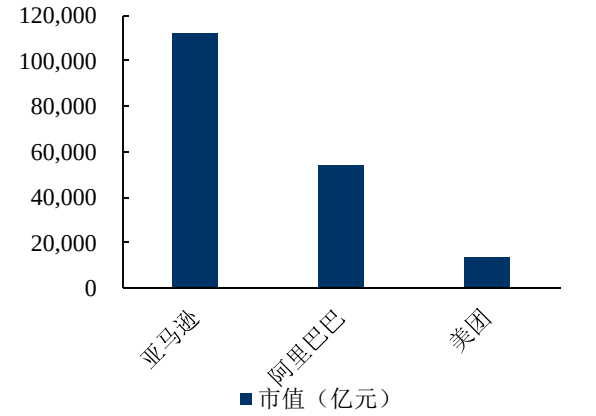
全球众多行业的产品/服务处于线上化过程中。To B 产品/服务线上化催生众多通用型和垂直型 SaaS 企业，例如工具软件企业 Adobe 和 Autodesk 以及电商交易 SaaS 企业 Shopify 和企业视频通讯 SaaS 企业 Zoom；To C 产品/服务线上化则诞生多家数万亿人民币市值的企业，例如电商领域的亚马逊和阿里巴巴、本地生活服务领域的美团等。

图 1：To B 产品/服务线上化代表性企业



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：To C 产品/服务线上化代表性企业

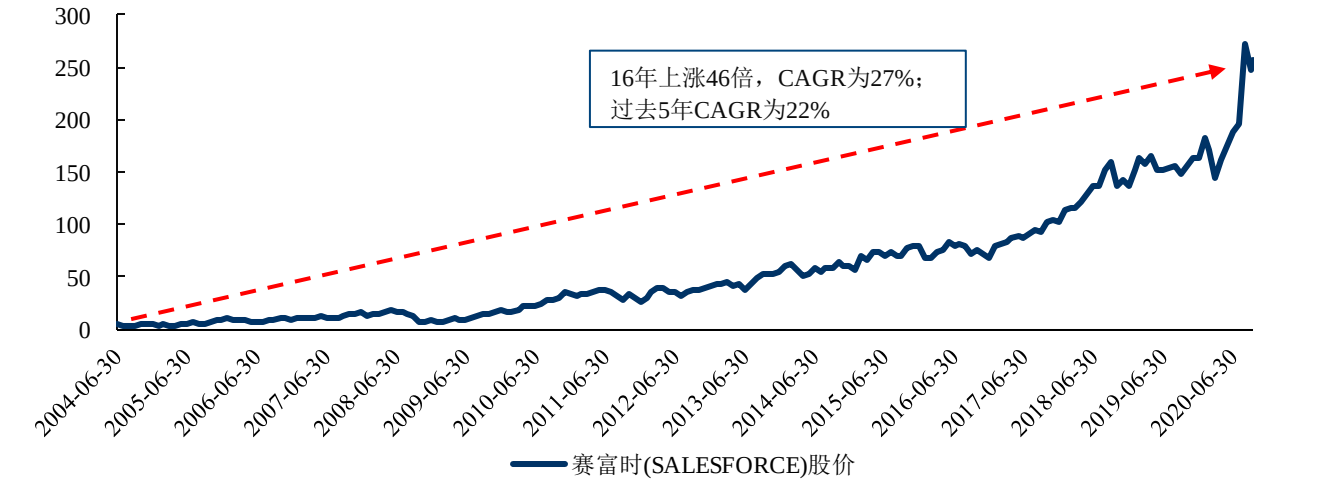


资料来源：Wind，东兴证券研究所

线上化是对原有行业商业模式的重构。具体来说，线上化往往具有扩宽市场规模、降低运营成本以及优化自由现金流等作用。因此，实现线上化转型或创新的企业也往往能实现巨大的成长。

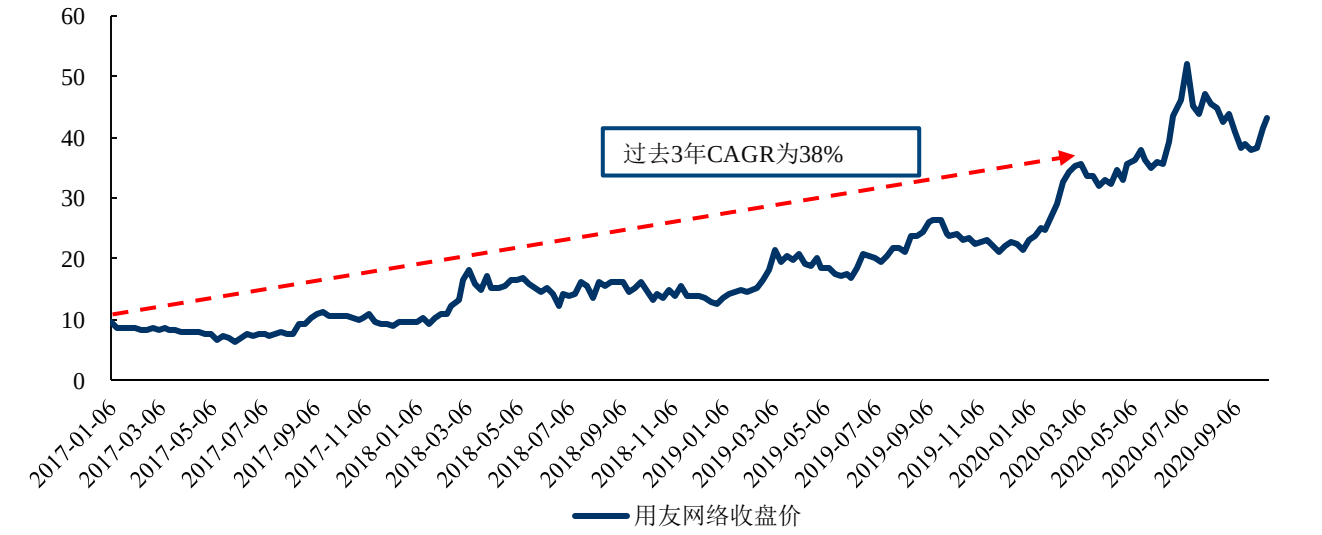
（1）SaaS 模式改变传统软件交付模式，转为在线服务模式，典型公司有美国的 Salesforce 和中国的用友网络。其中 Salesforce 在 2004-2020 年期间市值由 37 亿美元增长为超过 1700 亿美元，用友网络转型 SaaS 模式后也成长一家千亿人民币市值的企业。

图 3：Salesforce 上市至今股价表现



资料来源：Wind，东兴证券研究所

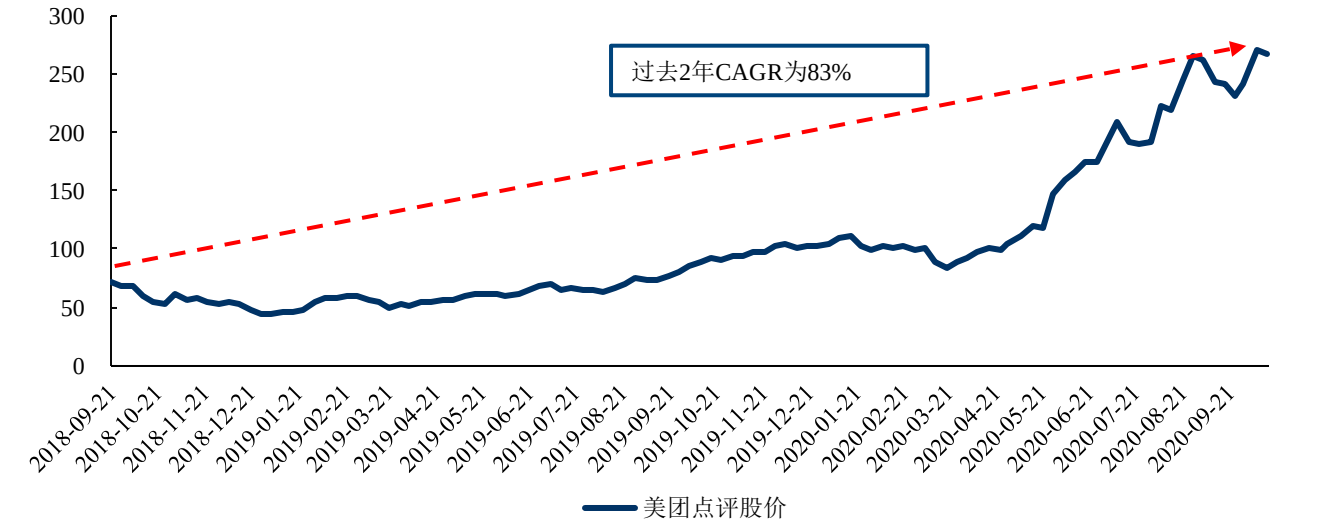
图 4：用友网络 2017 年至今股价表现



资料来源：Wind，东兴证券研究所

（2）美团模式重构传统本地生活服务模式，转为线上服务模式。2010-2020 年，美团十年间成长为市值超过 1.3 万亿人民币的互联网企业。

图 5：美团上市至今股价表现



资料来源：Wind，东兴证券研究所

而在楼宇媒体这个细分行业，分众传媒作为行业领头羊，正由数字化向线上数据化及程序化方向进化。2019 年 9 月，分众媒体智能广告投放及发布系统上线，标志公司由数字化进入数据化阶段，企业价值中短期具备巨大成长空间。

图 6：分众传媒由数字化向数据化及程序化方向进化



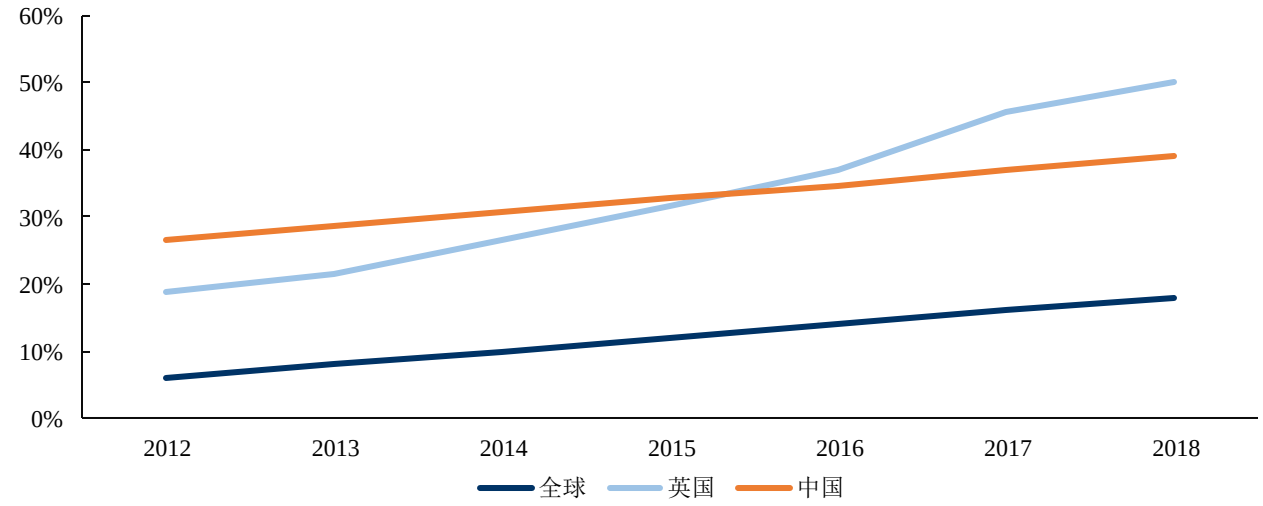
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 户外广告积极探索线上化

数字化驱动全球户外媒体广告收入持续增长。相比电视、平面、电台等媒介，户外媒体是唯一能保持广告收入增长的传统媒体类别。据 MAGNA 统计，2010 年至 2018 年，全球户外媒体广告收入年均复合增速 4.1%，2018 年达到 310 亿美元。这背后原因除了户外媒体始终覆盖受众线下生活圈，也源于全球户外媒体处于数字化进程中。2018 年，全球数字户外媒体销售额 60 亿美元，占到全球户外媒体广告销售额的 18%，2012 年这一比例约为 7%。其中，2018 年英国数字户外媒体广告占比户外总收入达到 50%，中国和美国这一比例分别为 39%和 29%。

注：户外广告数字化是指户外广告载体用数字显示屏替代传统印刷广告牌。

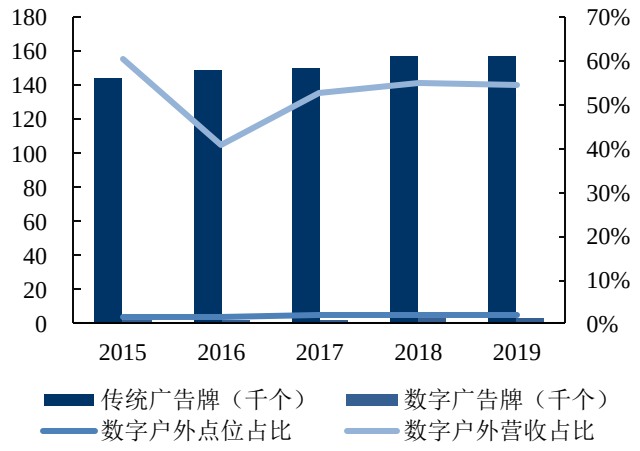
图 7：2012-2018 年全球数字户外广告收入占户外总收入比重



资料来源：PwC，WARC，东兴证券研究所

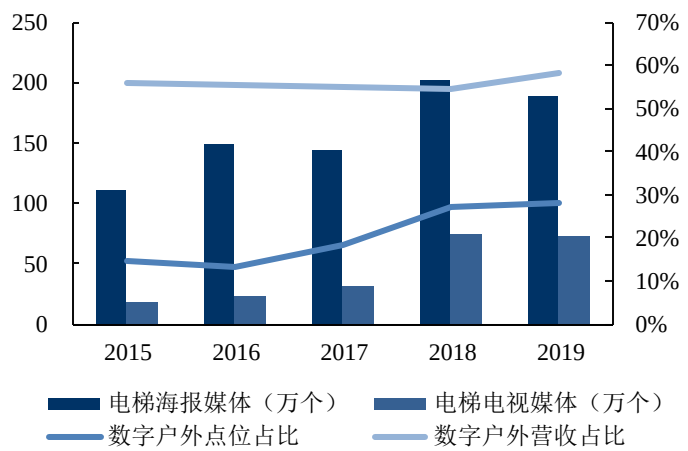
中美两国的头部户外媒体广告公司基本实现数字化。美国拉马尔户外广告公司具有与国内的分众传媒相似的商业模式。2019 年，拉马尔公司户外传统广告点位 15.78 万个，实现营收 4819 万美元，数字户外广告点位约 3500 个，实现营收 5752 万美元，点位占比仅 2.2%的数字户外牌贡献 54%的营收。分众传媒也具有类似特点，2019 年分众传媒旗下电梯电视媒体点位数量占比 28%，贡献 58%的营收。

图 8：2015-2019 年拉马尔公司传统海报与数字海报点位与营收



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 9：2015-2019 年分众传媒电梯海报与电梯电视点位与营收



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

户外媒体线上化初有成果。线下户外广告要像互联网广告一样，实现实时程序化交易，需要解决较多问题，例如点位联网、在线推送、在线监测以及按量结算等新型结算模式。2015 年至今，全球互联网巨头谷歌、户外广告巨头德高集团、清晰频道、分众传媒以及新兴的户外广告公司 Moving Walls、梯影传媒均在探索户外广告点位联网，并探索程序化购买、在线投放户外媒体资源。目前来看，楼宇媒体作为户外广告重要场景之一，分众传媒作为行业领头羊，将旗下众多点位联网化，已经率先进入数据化时代。

表 1：全球户外广告线上化进展

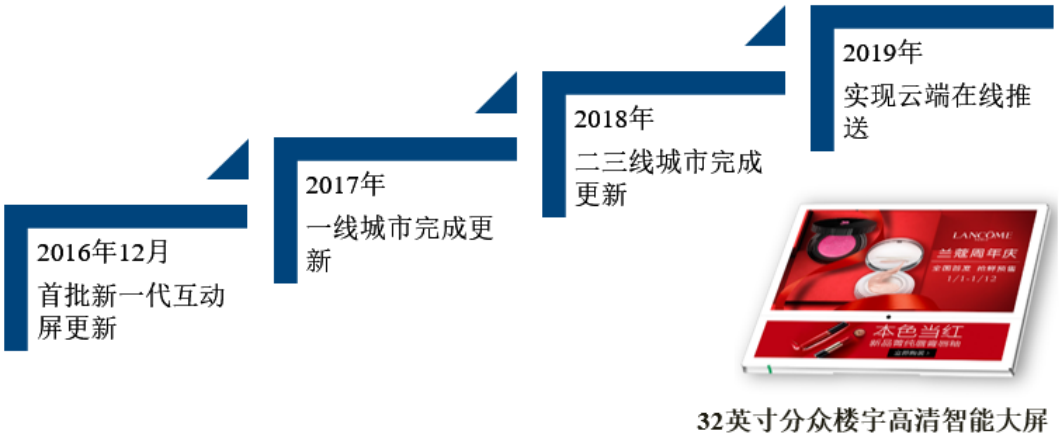
年份	国家	公司/组织	进展	具体措施
2015 年	美国	谷歌	程序化	对户外广告点位相关数据进行运算，如天气、时间、地理位置以及实时事件等，将相应广告内容投放用户附近的广告牌上
2016 年	新加坡	Moving Walls	在线交易	发布数字及静态户外媒体程序化预订平台 Moving Audiences，截至 2019 年底，超过 30,000 多种媒体资产可以在其平台交易
2016 年	英国	户外广告行业协会	数据化	对英国户外媒体资源分类，并给超过 50 万块户外广告牌唯一 10 位数字编码，发布提供存储、分类和标准化服务的数据管理 app
2018 年	法国	德高集团	在线交易	推出数字户外媒体程序化购买投放平台 Viooh 平台，提供自动交易，数据管理，内容服务及广告交互功能
2018 年	中国	梯影传媒	实时上刊	经营电梯投影媒体，以投屏方式将广告画面展现在电梯轿厢内门的正上方，并尝试线下线上数据打通，从而实现有效监测及精准推送
2019 年	美国	清晰频道	程序化	与播尚公司合作，品牌方通过播尚的程序化供应侧平台（SSP）使用清晰频道公司的户外数字媒体库存
2020 年	中国	分众传媒	云端推送	实现云端在线推送，计划将绝大部分屏幕物联网化，实现远程在线监控屏幕播放状态

资料来源：公司官网，公司年报，东兴证券研究所

3. 分众传媒由数字化向数据化转变

更新换代电梯电视，为楼宇媒体数据化奠定硬件基础。2016 年分众开始推动基于大数据精准化云端投放战略，并于 12 月底推出新一代电梯电视，首批更新覆盖北京、上海、广州和深圳四个城市，替换其原有液晶屏约 3.5 万台。截至 2019 年底，公司累计支出约 22 亿元用于购置新一代电梯电视，并完成在一、二、三线城市电梯电视的更新换代。目前公司旗下电梯电视升级为 27 寸、32 寸为主的高清智能大屏，具有联网、定位、人脸识别和支付等功能。

图 10：2016-2019 年公司对一二三线城市电梯电视更新换代



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

我们定义，分众传媒智能广告投放及发布系统上线标志公司楼宇媒体业务进入数据化阶段。过去公司楼宇媒体业务发布流程为：（1）销售部与客户洽谈投放意向并签约《广告协议书》；（2）媒介部依据合同在排片系统进行排片；（3）制作部按照排片表进行制片；（4）制片完成后制作部请媒介部进行审片；（5）媒体运营部到制作部领取 CF 卡广告片后便可在指定时间上刊；（6）聘请第三方机构 CTR 进行监测并出具监测报告提供给客户。

公司完成电梯电视（硬件）更新换代以及广告投放及发布系统（软件）上线后，原有楼宇媒体业务部分流程（售卖、上刊、监测）将实现升级优化。

图 11：分众传媒楼宇广告发布流程



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

3.1 在线监播广告投放

数据化支持分众在线监播广告投放。分众楼宇新一代电梯电视（网络版）支持无线 wifi/4G/有线网络多种方式联网。在广告监播环节，分众过去主要通过媒体运营配备巡视员，负责楼宇视频媒体广告的上刊、检查设备是否存在故障、核对广告排片是否正确；以及聘请第三方机构 CTR 进行监测并出具监测报告提供给客户。目前分众楼宇电视点位联网化，这一系列监播工作均可线上完成。

同时，分众可以在线监测广告投放效果（受众人数以及观看时长），并可对受众进行标签化处理，以及将监测数据在线回流分众后台数据库。具体实现方式是新一代电梯电视装配由高灵敏度摄像头、红外侦测系统、八核处理器及三维图像识别系统构成的视频识别系统，兼具云端控制、终端定位、感应支付、人脸识别、距离判定、手势感应互动等功能。**在线监测广告投放效果将有助于提升分众向广告主售卖楼宇媒体资源的说服力。**

表 2：分众 32 英寸高清智能大屏参数

指标	参数
尺寸	32 英寸
最高分辨率	1920*1080
CPU	T10/3128/安卓 5180（4G 模块客选）
内存	1G/2G
SD 卡	8G

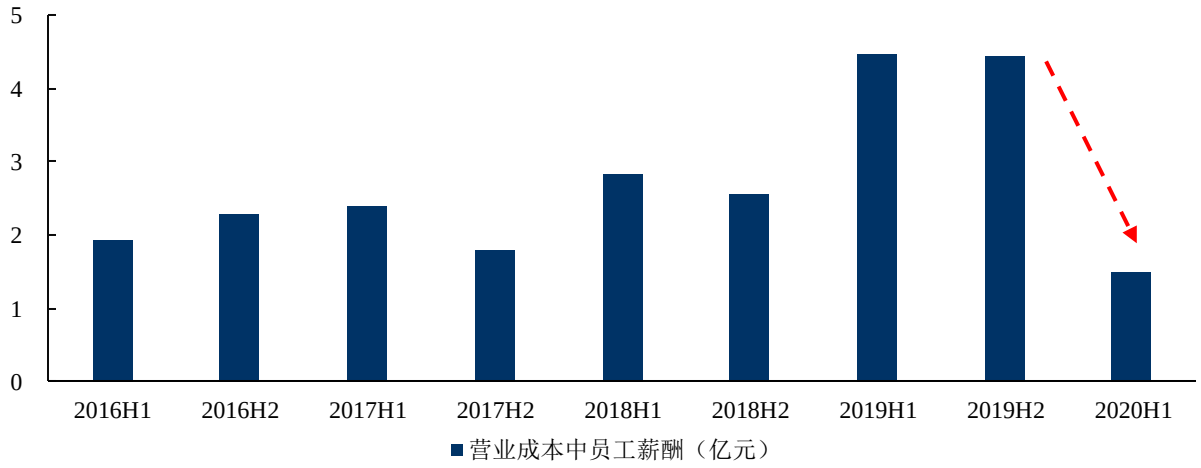
资料来源：公司官网，公司年报，东兴证券研究所

3.2 降低点位运维成本

数据化另一优势是降低分众传媒点位运维成本。未实现在线推送广告内容之前，分众传媒的电梯电视广告主要依靠线下运营人员通过 SD 插拔卡实现内容更换。在此模式下，随着点位的扩张，运维人员数量也相应增加。根据我们测算，2016 年，公司自营电梯电视点位约 22.5 万台，覆盖全国约 90 多个城市和地区，支付运维人员薪酬约 4.0 亿元；2019 年，公司自营电梯电视点位约 66.8 万台，覆盖全国约 170 个城市，支付运维人员薪酬约 8.83 亿元。

2020 年上半年，公司开始优化运维人员，从而运维人员薪酬支出显著下降。另一方面，公司 2017 年年报首次披露营业成本包含推送广告产生的运营商 4G 流量费用，2018 年报及 2019 年年报均有提示“公司使用 4G 网络推送发布并监测广告”。分众传媒运营人员薪酬支出下降以及新增流量费用印证公司在线推送已经实现商业化，以后将为公司每年节约数亿人工成本。

图 12：2016 年上半年-2020 年上半年分众传媒营业成本中员工薪酬

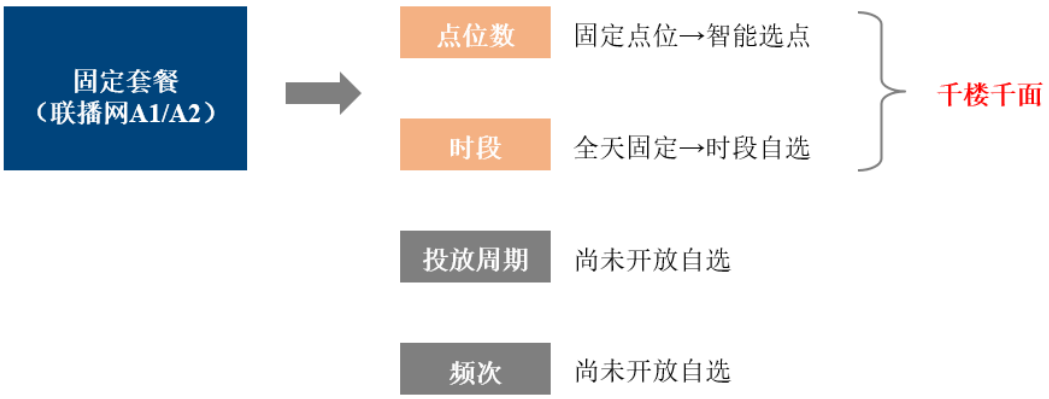


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

3.3 实现千楼千面新业态

更为重要的是，数据化助力分众传媒实现千楼千面新业态。未实现在线推送广告内容之前，分众电梯电视广告业务销售模式相对固定，广告主仅能在投放城市、投放周期等维度选择。随着分众电梯电视广告实现在线推送，点位和时段维度释放出来，可供广告主选择，继而形成“千楼千面”新业务模式。

图 13：数据化助力分众传媒实现千楼千面新业态

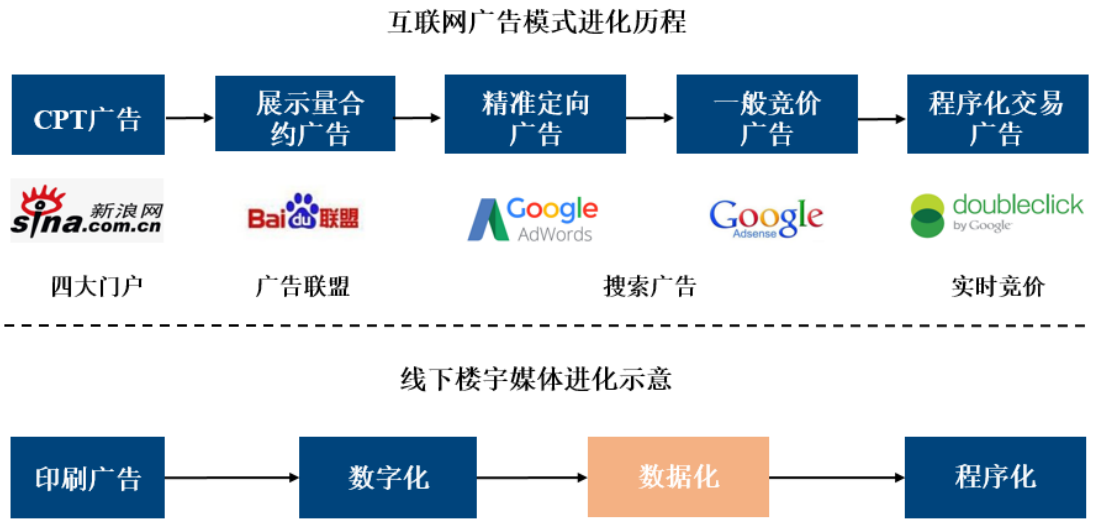


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

4. 楼宇广告如何实现程序化交易

分众楼宇广告业态还可以如何进化？2000 年-2010 年，PC 互联网广告模式由 CPT 广告、经历展示量合约广告、精准定向广告、一般竞价广告，最终实现实时竞价的程序化交易广告。相比互联网广告，线下楼宇媒体广告模式的进化明显滞后。分众传媒成立于 2003 年，与四大门户基本处于同一时间起跑线，广告商业模式也较为接近，但目前分众仍主要采用按时间段售卖的 CPT 广告模式。参照线上广告发展逻辑，楼宇媒体广告模式最终也将向在线实时程序化交易演变。

图 14：互联网广告与线下楼宇媒体进化示意

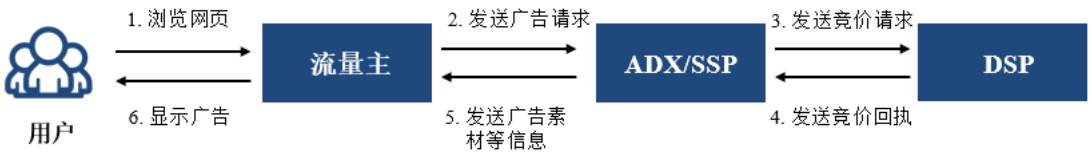


资料来源：谷歌财报，百度财报，东兴证券研究所

目前互联网程序化广告的基本逻辑是：（1）卖方（流量主）先通过程序化方式将旗下广告流量接入到广告交易平台中，并设立出售底价；（2）当某个用户浏览网页接近广告位时，网页端会产生一个广告请求，并发送给广告交易中心，由它向已经对接的买方（广告主）分发本次广告竞价请求；（3）买方根据用户标签匹配度决定是否出价以及出价价格，并发送给广告交易中心；（4）广告交易中心通过比价比量决定哪家买方竞价成功，并将竞价成功方的广告素材发送给广告点位进行广告曝光，并通知买方曝光成功并扣款。此过程在程序化方式操作下 100 毫秒内完成。

户外广告如何实现程序化投放？2015-2016 年，谷歌公司测试程序化投放户外广告。谷歌公司将其互联网端 DoubleClick 技术应用到线下户外广告，进行程序化投放。其基本逻辑是：买下一些地区的户外电子广告牌或者与户外广告公司合作；当用户出现在某电子广告牌附近时，用户的手机信号将触发谷歌公司的广告投放系统，系统根据当地天气、旅游信息、周边商铺以及用户的手机上网信息等数据，将匹配的广告内容投放在用户附近的广告牌上。目前来看，谷歌的尝试尚未获得广告主的认可，目前尚未商业化。

图 15：互联网程序化广告竞价流程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

分众传媒积极推动楼宇广告在线交易。分众传媒新推出的广告投放及发布系统支持与外部互联网公司以及互联网营销公司对接，实现在线购买分众旗下楼宇媒体资源。2020 年 1 月，分众广告投放及发布系统完成与阿里妈妈（阿里巴巴旗下营销服务及数据管理平台）的深度对接，实现外部 DSP 平台在线询量；2020 年 9 月，公司广告投放及发布系统逐步向授权代理商开放 DSP 系统，让代理商在线进行精准选楼和选时间，在

线投放和监测。目前分众探索的在线交易模式并没有把曝光量纳入价格体系，这是与互联网程序化竞价广告模式的主要区别之一。另一方面，公司过去电梯电视联播网套餐与海报框架套餐的实际销售价格并不统一，而现在推动在线交易则需要对按时长售卖的媒体资源进行标准化定价。

图 16：分众传媒智能广告投放及发布系统接入外部 DSP 系统



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

5. 分众新业态为何类比 SaaS 模式

分众智能网业务对外部 DSP 平台开放意味着什么？目前公司将选点选时段的点位单独组网成立智能网业务，与原先的联播网与海报框架形成平行业务，单独售卖。整体而言，智能网业务既有套餐形式也可让广告主自选点位和时段，覆盖颗粒度更细，单个客户的销售额更小，适合中小广告主投放。目前智能网正处于开拓期，销售模式仍处于探索阶段。我们认为，智能网业务如果对外部 DSP 平台开放，并形成成熟业务模式，则意味公司智能网广告投放及发布系统实现由内部系统到外部平台化的跨越。

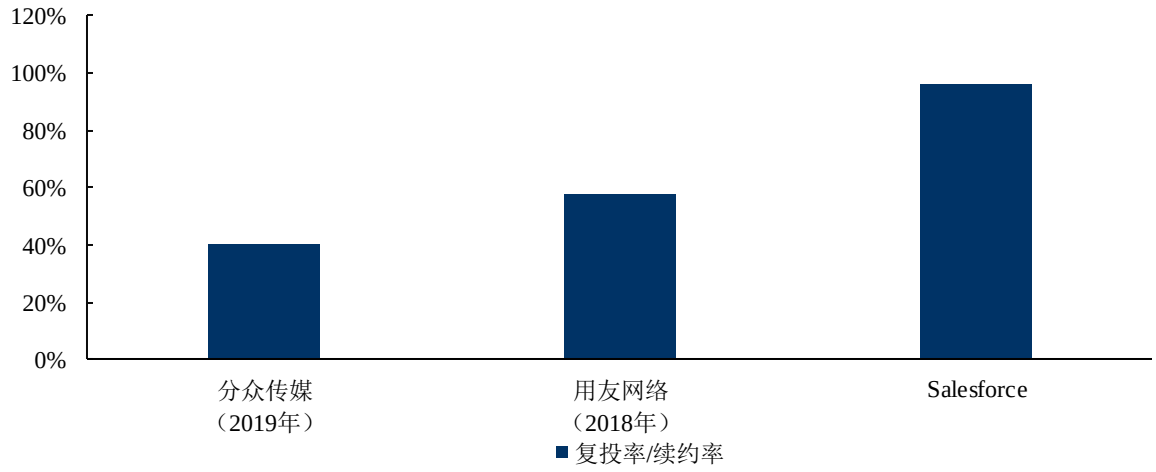
表 3：分众传媒楼宇广告业务模式

	联播网	智能网	海报框架
销售模式	**套装**	**选点选时段**	**套装**
点位数量	66.3 万台		167.2 万个
广告主	中大型广告主	中小型广告主	各类广告主
客户接受度	成熟	开拓期	成熟

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

类比计算机软件 SaaS 模式，为我们研究分众提供新的视角。全球众多行业的产品/服务处于线上化过程中，SaaS 模式将软件交付模式转为在线服务模式；分众传媒则突破性将楼宇广告投放线上化，两者均属于 To B 业务的线上化。这是两者最大的相似之处。事实上，SaaS 公司业务模式也是千差万别，但优秀的 SaaS 公司确是具有共性：长周期下，公司具有良好成长性、确定性、盈利能力。对于分众而言，公司营收的增速与销售价格、广告主数量、广告主粘性三个因子呈现正相关性。目前公司正由数字化向线上数据化及程序化方向进化，单个点位的价值提升以及广告主复投率预计不会短期发生较大改变，对公司短期业务增长的最大驱动力将来自广告主数量的迅速增加。

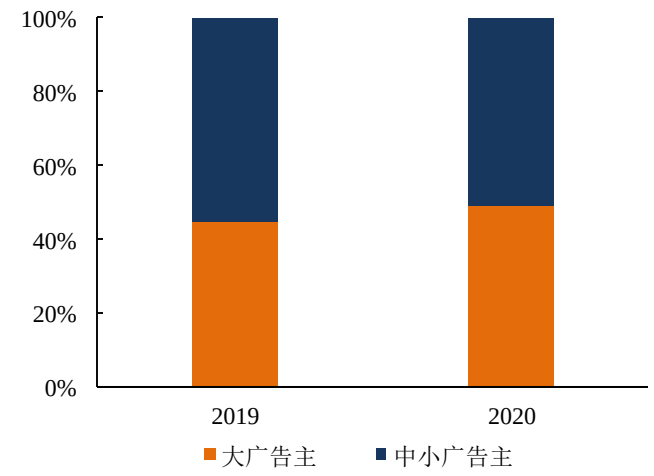
图 17：分众传媒与典型 SaaS 公司的客户粘性对比



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

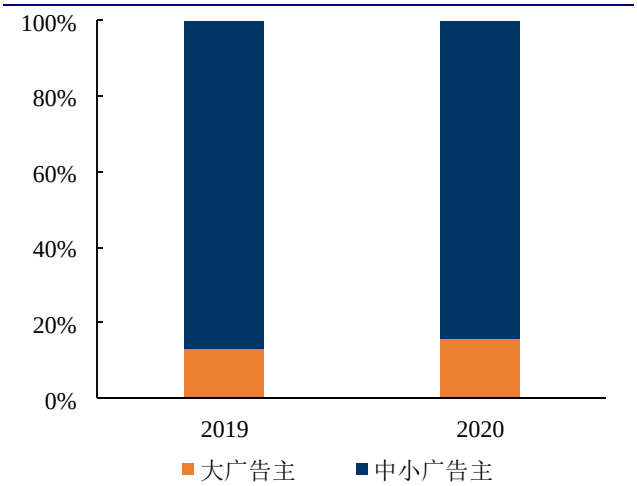
智能网业务有助于公司开拓中小广告主。根据 2019-2020 年草根积累的分众某地区广告投放数据，可以测算出，在分众电梯电视媒体联播网业务模式下，大的广告主数量占比预计 10%-15%，但贡献的营收占比接近 50%。我们预测，随着面向中小广告主的智能网业务逐步走上正轨，中小广告主对公司营收贡献度将提高，成为公司营收的新增长点。

图 18：分众楼宇媒体大/中小广告主营收占比



资料来源：草根调研及测算，东兴证券研究所

图 19：分众楼宇媒体大/中小广告主数量比例



资料来源：草根调研及测算，东兴证券研究所

公司楼宇广告业务短期增长不受点位约束，长期成长空间巨大。根据 2017 年报与 2020 年中报公司公布的楼宇广告业务收入及点位数量，可以测算，不考虑提价以及单个点位效率优化以及不扩充点位数量条件下，公司楼宇广告业务营收天花板为 164 亿元（2018-2019 公司楼宇媒体业务收入分别为 121 亿元、100 亿元）。因此，未来 2 年公司无需进行大规模点位扩张。从长期来看，2019 年中国广告市场收入 8600 多亿，其中梯媒市场约 220 亿元，基于广告主对梯媒效果认可以及数据化程序化等新业态驱动，公司长期成长空间巨大。

表 4：现有点位资源下分众传媒楼宇广告业务营收空间测算

项目	2017 年	202X 年
楼宇媒体（亿元）	**93.8**	**164.3**
楼宇视频收入（亿元）	51.7	109.5
电视自营媒体数量（万台）	31.3	66.3
单个显示器价值（万元/台）	1.7	1.7
楼宇框架收入（亿元）	42.1	54.8
海报自营媒体数量（万个）	128.6	167.2
单个框架价值（元/个）	3276	3276

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

6. 盈利预测与估值

核心假设：

（1）2020 年，一季度公司业务受疫情影响，二三四季度楼宇媒体业务迅速恢复，影院媒体业务全年平淡，整体营收预计同比下滑；

（2）2021-2022 年，公司影院媒体业务恢复常态，同时数据化驱动楼宇媒体业务实现较快增长；

根据以上假设，我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 114.13 亿元（-6%）、148.74 亿元（+30%）、171.98 亿元（+16%）。

表 5：2016-2022E 公司分业务营收预测

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10213	12013	14551	12136	11413	14874	17198
增速		*18%*	*21%*	*-17%*	*-6%*	*30%*	*16%*
楼宇媒体收入	8090	9383	12076	10049	10989	13107	15058
增速		*16%*	*29%*	*-17%*	*9%*	*19%*	*15%*
影院媒体收入	2044	2333	2382	1983	374	1717	2090
增速		*14%*	*2%*	*-17%*	*-81%*	*359%*	*22%*
其他收入	79	297	94	104	50	50	50

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

基于公司主营处于顺周期之中以及新业务模式驱动，我们上调对公司的业绩预测。因此，我们预计 2020-2022 年的公司归母净利润分别为 31.83 亿元，48.94 亿元和 64.78 亿元，EPS 分别为 0.22 元，0.33 元以及 0.44 元。

表 6：2016-2022E 公司营收、归母净利润及 PE 估值

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10213	12013	14551	12136	11413	14874	17198
增速		*18%*	*21%*	*-17%*	*-6%*	*30%*	*16%*
归母净利润	4451	6005	5823	1875	3183	4894	6478
增速		*61%*	*-3.0%*	*-67.8%*	*70%*	*54%*	*32%*
EPS（元）	0.36	0.49	0.40	0.13	0.22	0.33	0.44
PE			20	62	45	29	22

资料来源：公司公告，东兴证券研究所，20201028

我们认为，分众传媒当前估值仍然低估。公司估值修复预计将经历两个阶段：（1）业绩快速增长驱动公司估值修复；（2）智能网新业态模式逐渐成熟并获得广告主认可，估值体系将从传统媒介广告渠道公司向 SaaS 公司估值转变。第一阶段，给予公司 2021 年 35 倍 PE 估值，对应股价 11.55 元；第二阶段，对标优质 SaaS 公司估值，给予公司 2021 年 50 倍 PE 估值（对应 16 倍 PS 估值），对应股价 16.50 元，维持“强烈推荐”评级。

表 7：公司与典型 SaaS 公司估值对比

		归母净利润（亿元）			PE		
公司	市值（亿元）	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
分众传媒	1377	32	49	65	45	29	22
用友网络	1413	10	13	18	137	107	81
Salesforce	16268	237	295	369	69	55	44

资料来源：Wind，东兴证券研究所，20201028

7. 风险提示

（1）广告市场复苏不及预期；

（2）新业态进展不及预期；

（3）竞争格局尚未显著改善；

（4）广告内容违规风险；

（5）媒体资源租赁变动的风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	12034	11511	11933	15726	20795
货币资金	3672	3861	4565	7787	12190
应收账款	4823	4170	4065	4890	5654
其他应收款	95	60	57	74	85
预付款项	1374	867	637	365	254
存货	3	4	3	3	3
其他流动资产	1865	66	66	66	66
非流动资产合计	6987	7176	8858	8614	8305
长期股权投资	793	1117	1165	1165	1165
固定资产	1785	1581	1185	775	352
无形资产	47	45	58	69	79
其他非流动资产	622	623	36	36	36
资产总计	19022	18687	20791	24340	29100
流动负债合计	3527	3671	3600	3690	3803
短期借款	47	51	50	0	0
应付账款	419	571	390	460	469
预收款项	375	514	564	681	787
一年内到期的非流	0	69	69	69	69
非流动负债合计	1096	1010	1010	1010	1010
长期借款	892	802	802	802	802
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	4624	4681	4610	4700	4813
少数股东权益	197	228	208	188	168
实收资本（或股本）	334	334	334	334	334
资本公积	186	388	388	388	388
未分配利润	14240	14553	16844	20368	25032
归属母公司股东权	14201	13778	15974	19453	24119
负债和所有者权益	19022	18687	20791	24340	29100

现金流量表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3783	3430	4074	4919	6263
净利润	5792	1855	3163	4874	6458
折旧摊销	266.55	529.49	449.23	462.48	475.73
财务费用	-94	-20	-67	-128	-243
应收账款减少	0	0	105	-825	-764
预收帐款增加	0	0	50	117	106
投资活动现金流	-1383	-1582	-2640	-551	-483
公允价值变动收益	0	-57	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	-2653	-150	-100
投资收益	168	218	200	250	250
筹资活动现金流	-2662	-2334	-728	-1146	-1376
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	202	0	0	0
现金净增加额	-262	-486	705	3222	4404

利润表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14551	12136	11413	14874	17198
营业成本	4916	6650	4604	5438	5533
营业税金及附加	432	283	34	431	499
营业费用	2331	2256	2119	2672	2923
管理费用	412	576	680	520	560
财务费用	-94	-20	-67	-128	-243
研发费用	229	148	120	200	225
资产减值损失	400.04	0.00	449.44	377.22	359.57
公允价值变动收益	0.00	-57.49	0.00	0.00	0.00
投资净收益	168.34	218.13	200.00	250.00	250.00
加：其他收益	872.49	722.90	300.00	500.00	500.00
营业利润	6953	2366	3973	6113	8092
营业外收入	4.49	1.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	15.85	18.85	20.00	20.00	20.00
利润总额	6942	2348	3953	6093	8072
所得税	1150	493	791	1219	1614
净利润	5792	1855	3163	4874	6458
少数股东损益	-31	-20	-20	-20	-20
归属母公司净利润	5823	1875	3183	4894	6478

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	21.12%	-16.60%	-5.96%	30.33%	15.63%
营业利润增长	-4.02%	-65.97%	67.93%	53.86%	32.37%
归属于母公司净利	-3.03%	-67.80%	69.71%	53.79%	32.35%
获利能力					
毛利率(%)	66.21%	45.21%	59.66%	63.44%	67.83%
净利率(%)	39.81%	15.29%	27.71%	32.77%	37.55%
总资产净利润（%）	6.86%	30.61%	10.04%	15.31%	20.11%
ROE(%)	41.00%	13.61%	19.92%	25.16%	26.86%
偿债能力					
资产负债率(%)	24%	25%	22%	19%	17%
流动比率		3.14	3.32	4.26	5.47
速动比率		3.13	3.31	4.26	5.47
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.64	0.58	0.66	0.64
应收账款周转率	4	3	3	3	3
应付账款周转率	44.49	24.51	23.76	34.98	37.02
每股指标（元）					
每股收益(最新摊	0.40	0.13	0.22	0.33	0.44
每股净现金流(最	-0.79	-1.46	2.11	9.66	13.20
每股净资产(最新	42.56	41.29	47.87	58.30	72.29
估值比率					
P/E	24.30	74.77	44.83	29.15	22.02
P/B	0.23	0.24	0.20	0.17	0.13
EV/EBITDA	0.07	0.11	-0.09	-0.57	-0.97

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	传媒系列报告之 17-芒果超媒如何进化？	2020-10-20
行业深度报告	传媒系列报告之 16-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
公司普通报告	中国出版（601949）：出版主营经营稳健，下半年预计持续向好	2020-08-31
公司普通报告	掌阅科技（603533）：丰富应用产品业态，开拓多元变现模式	2020-08-30
公司普通报告	分众传媒（002027.SZ）：楼宇媒体业务迅速恢复，危机处理能力值得高估值	2020-08-23
公司普通报告	吉比特（603444.SH）：《问道》成压舱石，新品开花结果	2020-08-18
行业深度报告	传媒系列报告之 15-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	传媒系列报告之 14-字节跳动：征途是星辰大海，坚守全球化愿景	2020-08-07
公司深度报告	传媒系列报告之 13-中国出版：百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股（0700.HK）：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9- 网易游戏：520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒（002027）：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
公司深度报告	传媒系列报告之 2-光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
行业深度报告	传媒系列报告之 1-电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。4 年证券从业经验，2018 年加入东兴证券研究所。2019 年第一届新浪金麒麟新锐分析师传媒行业第四名。

研究助理简介

辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526