

分众传媒 (002027) 深度研究报告

周期*竞争*成长，再看分众的三个视角

- ❖ **引言:** 广告是变现注意力的生意，媒体平台的收入是品牌方为获得注意力而让渡的部分利润，天然具有顺周期的特点。作为全球最大的线下媒体平台之一的分众，是如何分享中国消费变迁的红利，是否具有商业模式上的壁垒，又是否具有超越周期的成长性？在本篇报告中，我们回答这些问题。
- ❖ **周期: 顺周期是底色，但消费类广告主占比提升在淡化周期性。** 广告是自然增长的周期性行业，周期性是分众的底色。回A股上市以来，除了19年受到新潮竞争的影响，导致2020年出现超越广告行业beta的修复外，公司收入增速与宏观经济保持同向变动。但18年以来，日用消费品广告主在分众收入中的占比持续提升，拆分发现乳制品、饮用水、酒类等必选消费品是主要投放的垂类赛道，这类企业的销售费用比较刚性，因此分众周期性在逐渐淡化。
- ❖ **竞争: 壁垒深厚，环境改善。** 分众的优势在于绑定了电梯和影院场景，具有可替代性低、信息传递效率高、自然筛选高价值量受众的特点。加之其在一二线城市核心点位的高覆盖率、高占有率，分众得以获得大比例的线下品牌广告投放预算，并且有容量承接优质、大体量、投放稳定的全国性广告主。而物理设备的客观条件+点位长租约的特点，导致电梯媒体大规模重置的成本极高，先发优势很大。复盘新潮崛起过程，其正好满足了新产品形式+大额融资的挑战先发者“入场条件”。当前随着行业增速放缓+物理空间减少+新潮案例，预计后续再满足上述条件的难度加大，后续竞争环境有望改善。
- ❖ **成长: 产业变革卖铲人，紧跟每一轮变迁，往后更看消费基本盘。** 广告自然成长，梯媒更高景气。我们认为过去基本每轮产业变革，如15-18年的互联网、新经济，20-21年的在线教育，22年的新能源车和当前的新国货，都产生了较大的广告投放需求，分众作为梯媒龙头获益。市场担心分众未来成长性，我们认为，疫情疤痕效应尚未褪去，经济仍处在往中低速换挡的过渡期，分众作为社会销售费用的体现，百亿体量之后增速放慢也在情理之中，但分众龙头地位稳固，享受梯媒高景气，同时基本盘更稳健，新客户景气较高；中长期还可享受出海红利。具体看：
 - **基本盘: 展望现有垂类拓客，潜力赛道挖掘和库存稳健增长。** 需求端白酒、乳制品等现有垂类投放意愿强、转化率高，展望横向拓客；婴幼儿护理、小家电、保健品等细分品类景气度较高，且龙头实力较强的潜力赛道仍可挖掘。广告库存提质增效结构性增长，预计总量维持中低速增长状态。
 - **景气度: 新兴企业的品类塑造需求，成熟企业预算加大或迁移。** 1) 新兴品类遇冷？一级阶段性平淡，但悦己消费、精神消费或仍是大势所趋。2) 大牌投放固化？成熟品牌投放预算同时受到多因素影响，行业竞争加剧、发展战略迁移或事件驱动的景气度变化均有望为分众带来增量。3) 海外业务或有百亿体量市场空间。
- ❖ **盈利预测与投资建议:** 我们维持对公司2024-2026年收入预测127/140/149亿元，YOY+7%/10%/7%；维持归母净利润预测53/58/62亿元，YOY+10%/9%/7%，对应当前市值PE20/18/17x。我们给予公司2025年目标PE22x，对应目标市值1270亿元，目标价8.80元，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示:** 宏观经济波动、行业竞争加剧、点位开拓不及预期。

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	11,904	12,720	13,958	14,899
同比增速(%)	26.3%	6.9%	9.7%	6.7%
归母净利润(百万)	4,827	5,317	5,775	6,168
同比增速(%)	73.0%	10.1%	8.6%	6.8%
每股盈利(元)	0.33	0.37	0.40	0.43
市盈率(倍)	22	20	18	17
市净率(倍)	6.0	5.8	5.5	5.2

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2024年11月14日收盘价

推荐 (维持)

目标价: 8.80元

当前价: 7.29元

华创证券研究所

证券分析师: 刘欣

电话: 010-63214660

邮箱: liuxin3@hcyjs.com

执业编号: S0360521010001

证券分析师: 廖志国

邮箱: liaozhiguo@hcyjs.com

执业编号: S0360523060003

证券分析师: 刘文轩

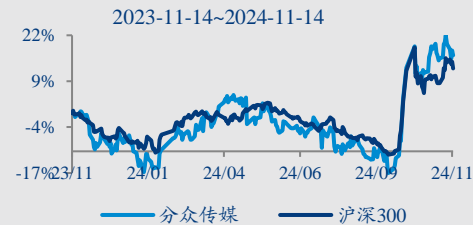
邮箱: liuwenxuan@hcyjs.com

执业编号: S0360524010004

公司基本数据

总股本(万股)	1,444,219.97
已上市流通股(万股)	1,444,219.97
总市值(亿元)	1,052.84
流通市值(亿元)	1,052.84
资产负债率(%)	28.69
每股净资产(元)	1.09
12个月内最高/最低价	7.65/5.28

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《分众传媒 (002027) 2024 年三季度点评: 业绩符合预期, 彰显经营韧性》

2024-11-06

《分众传媒 (002027) 2024 年中报点评: 利润超预期再显经营韧性; 中期分红回报股东》

2024-08-11

《分众传媒 (002027) 2023 年报及 2024 年一季报点评: 符合预期, 大比例分红回报股东, 点位重启扩展》

2024-05-02

投资主题

报告亮点

本文志在基于周期、竞争和成长的视角回答三个问题：分众是如何分享中国消费变迁的红利，是否具有商业模式上的壁垒，又是否具有超越周期的成长性？

投资逻辑

周期：顺周期是底色，但消费类广告主占比提升在淡化周期性。广告是自然增长的周期性行业，周期性是分众的底色。回A股上市以来，除了19年受到新潮竞争的影响，导致2020年出现超越广告行业beta的修复外，公司收入增速与宏观经济保持同向变动。但18年以来，日用消费品广告主在分众收入中的占比持续提升，拆分发现乳制品、饮用水、酒类等必选消费品是主要投放的垂类赛道，而这类企业的销售费用比较刚性，因此分众的周期性在逐渐淡化。

竞争：壁垒深厚，环境改善。分众的优势在于绑定了电梯和影院场景，具有可替代性低、信息传递效率高、自然筛选高价值受众的特点。加之其在一二线城市核心点位的高覆盖率、高占有率，分众得以获得大比例的线下品牌广告投放预算，并且有容量承接优质、大体量、投放稳定的全国性广告主。而物理设备的客观条件+点位长租约的特点，导致电梯媒体大规模重置的成本极高，先发优势很大。复盘新潮崛起过程，其正好满足了新产品形式+大额融资的挑战先发者“入场条件”。当前随着行业增速放缓+物理空间减少+新潮案例，预计后续再满足上述条件的难度在加大，后续行业竞争环境有望改善。

成长：产业变革卖铲人，紧跟每一轮变迁，往后更看消费基本盘。广告自然成长，梯媒更高景气。我们认为过去基本每轮产业变革，如15-18年的互联网、新经济，20-21年的在线教育，22年的新能源车和当前的新国货，都产生了较大的广告投放需求，分众作为梯媒龙头获益。市场担心分众未来成长性，我们认为，疫情疤痕效应尚未褪去，经济仍处在往中低速换挡的过渡期，分众作为社会销售费用的体现，百亿体量之后增速放慢也在情理之中，但分众龙头地位稳固，享受梯媒高景气，同时基本盘更稳健，新客户景气较高；中长期还可享受出海红利。具体看：

- **基本盘：展望现有垂类拓客，潜力赛道挖掘和库存稳健增长。**需求端白酒、乳制品等现有垂类投放意愿强、转化率高，展望横向拓客；婴幼儿护理、小家电、保健品等细分品类景气度较高，且龙头实力较强的潜力赛道仍可挖掘。广告库存提质增效结构性增长，预计总量维持中低速增长状态。
- **景气度：新兴企业的品类塑造需求，成熟企业预算加大或迁移。**1) 新兴品类遇冷？一级阶段性平淡，但悦己消费、精神消费仍是大势所趋。2) 大牌投放固化？成熟品牌投放预算同时受到多因素影响，行业竞争加剧、发展战略迁移或事件驱动的景气度变化均有望为分众带来增量。3) 海外业务有或百亿体量市场空间。

关键假设、估值与盈利预测

我们维持对公司2024-2026年收入预测127/140/149亿元，YOY+7%/10%/7%；维持归母净利润预测53/58/62亿元，YOY+10%/9%/7%，对应当前市值PE20/18/17x。我们给予公司2025年目标PE22x，对应目标市值1270亿元，目标价8.80元，维持“推荐”评级。

目 录

一、 股价复盘：再看分众，周期×竞争×成长.....	6
（一） 美股时期：从激进扩张到聚焦核心主业，历经完整周期	6
（二） A股时期：在波动和竞争中谋稳健增长.....	7
二、 周期视角：顺周期是底色，但消费类广告主占比提升在淡化周期性.....	10
（一） 广告是自然增长的周期性行业，顺周期是分众的底色	10
（二） 日用消费品行业广告主占比提升，周期性有所淡化	10
三、 竞争视角：壁垒深厚，环境改善.....	13
（一） 点位质量、数量与场景特殊性构建起分众传媒的壁垒	13
1、 商业模式：设立广告位，变现电梯、映前场景的自然流量	13
2、 分众的生意好在哪里？优质场景+大量优质点位	14
（二） 头部地位稳健，竞争环境边际改善，后续利润有继续释放空间.....	17
四、 成长视角：产业变革卖铲人，往后更看消费基本盘.....	20
（一） 广告行业自然成长，分众不止β，也有α	20
（二） 现有垂类横向拓客，潜力赛道仍可挖掘	20
（三） 景气度：新兴企业的品类塑造需求+成熟企业的预算加大或迁移	21
1、 新兴品类转冷？一级阶段性平淡，但悦己消费大势所趋	21
2、 大牌投放固化？竞争×政策×战略，广告预算或迁移/加大	24
3、 出海：稳步扩张，百亿体量市场空间	25
（四） 广告库存提质增效、重启增长，预计后续总量维持中低速增长状态.....	26
五、 盈利预测与投资建议.....	29
六、 风险提示.....	32

图表目录

图表 1 美股时期分众传媒的收入、归母净利润、季度股价和名义 GDP 增速情况.....	7
图表 2 美股时期分众传媒 PE-TTM.....	7
图表 3 A 股时期分众传媒的收入、归母净利润、季度股价和名义 GDP 增速情况.....	8
图表 4 A 股时期分众传媒 PE-Forward.....	9
图表 5 A 股时期分众传媒 PE-TTM.....	9
图表 6 2014-2023 年广告市场全媒体刊例花费同比增速与现价 GDP 同比增速对比.....	10
图表 7 2014-2023 年广告市场全媒体刊例花费同比增速与名义社零同比增速对比.....	10
图表 8 2017-2023 年公司收入、GDP 现价、全媒体刊例花费同比增速对比.....	10
图表 9 2024 年上半年收入行业结构.....	11
图表 10 2014 年-2024 年上半年广告主结构变化.....	11
图表 11 2020 年-2023 年电梯 LCD 刊例投放排名靠前品牌（标红为消费品）.....	11
图表 12 2020 年-2023 年电梯海报刊例投放排名靠前品牌（标红为消费品）.....	11
图表 13 2014-2023 年部分消费品公司销售费用率.....	12
图表 14 2014-2023 年部分消费品公司营业收入及销售费用 CAGR.....	12
图表 15 2015 年-2024 年上半年日用消费品行业收入增速及占比、总收入增速.....	12
图表 16 分众传媒的商业模式.....	13
图表 17 分众传媒商业模式与利润表的关系.....	13
图表 18 分众传媒当前主要的三种电梯媒体设备：智能屏、电梯海报和电梯电视.....	14
图表 19 公司主要媒体产品简介.....	14
图表 20 例如 2013-2020 年互联网广告市场规模与移动互联网用户规模同步增长 I.....	15
图表 21 例如 2013-2020 年互联网广告市场规模与移动互联网用户规模同步增长 II.....	15
图表 22 2016-2023 年中国广告市场整体及细分领域刊例花费同比变化（下滑以红色标注）.....	15
图表 23 报纸、期刊总印数均在 2012 年触顶后逐步下架.....	16
图表 24 电视观众人均每日收视时间在 2012 年前后开始下降，广播节目制作也在随后几年放缓.....	16
图表 25 公司旗下绝大多数点位位于一二线城市.....	16
图表 26 公司三类媒体产品均覆盖较多城市.....	17
图表 27 各个地区收入贡献也相对均衡，具有全国性经营特征.....	17
图表 28 大部分的电梯媒体公司都是区域自营.....	17
图表 29 上市后分众通过两次收购达成了全国性覆盖.....	18
图表 30 新潮传媒发展历程（加粗为主要融资）.....	18
图表 31 1H16-1H24 预付款项及自营屏幕点位数量.....	19

图表 32 1H16-1H24 单点位归母净利润	19
图表 33 提示品牌&销售商品的广告需求更持续	20
图表 34 基于投放意愿和转化率梳理分众下游客户群	21
图表 35 分众屏幕上的新消费品牌不断涌现	22
图表 36 2014-2023 互联网服务行业收入及增速	22
图表 37 23 年起新消费投融资降温，食品饮料是大头	22
图表 38 拼多多缩小与阿里收入差距，市值直追阿里	23
图表 39 储蓄率 19 年起持续上升，买房/车讨论度骤降	23
图表 40 家具、汽车等大额支出消费减弱，但文娱保持	23
图表 41 日本动画播出数及新增数在 90 年代保持高增	24
图表 42 旅游客单价较 2019 年仍然降低	24
图表 43 2023 年各个代际都在增加国货消费	24
图表 44 2021-2023 年食品饮料减少电视广告刊例花费	24
图表 45 2016-2024 年上半年大陆以外地区收入、增速及占比	25
图表 46 2017-2024 年 7 月大陆以外地区点位数量	25
图表 47 境外业务净利润情况（单位：亿元）	25
图表 48 海外市场空间测算（单位：亿元）	26
图表 49 2014 年-2024 年上半年公司点位数量及增速	27
图表 50 电梯电视 2018 年以来的城市细分变化（万个）	27
图表 51 电梯海报 2018 年以来的城市细分变化（万个）	27
图表 52 2002-2023 年中国电梯保有量及增速	28
图表 53 2004-2024 年 3 月房屋开工、竣工面积累计同比变化趋势（MA3）	28
图表 54 收入预测表（百万元）	29
图表 55 点位预测表（万个）	29
图表 56 核心假设表	30
图表 57 盈利预测及估值表（百万元）	31
图表 58 可比公司表	31

一、股价复盘：再看分众，周期×竞争×成长

我们认为对于分众传媒，市场主要关注在于三点：周期（买中国宏观经济 beta）、竞争（买超额利润）、成长（买中长期 EPS 中枢提升）。

总的来说，成长是分众美股时期（05-13 年）的关键词，无论是 08 年前的外延并购，还是 10 年以后的内生聚焦；竞争和周期是次要因素。

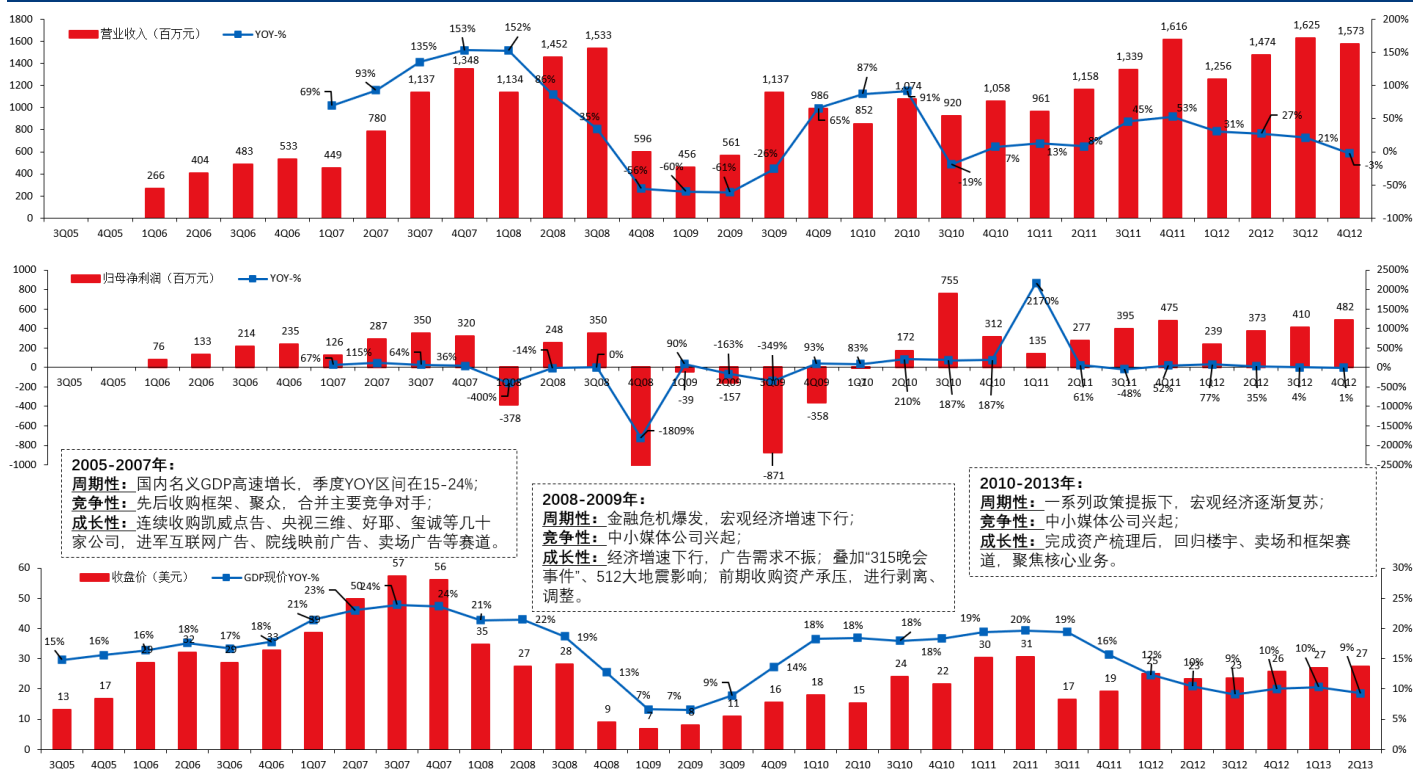
而回到 A 股之后（16 年至今）周期和竞争是关键词，成长则在聚焦核心业务的策略下维持稳定状态。

（一）美股时期：从激进扩张到聚焦核心主业，历经完整周期

分众传媒于 2005 年在美股纳斯达克上市，2013 年 5 月完成私有化退市。在美股的近 8 年时间里，无论是在经营层面还是在股价层面，分众传媒都经历了一轮完整的“扩张-衰退-复苏”流程，具体而言：

- **2005~2007 年的激进扩张期：宏观经济高速增长，兼并竞争对手，外延并购多赛道布局。**1) 周期性，也即宏观经济层面，国内 GDP 正处于高速增长期，季度 YOY 增速在 15-24% 区间；2) 竞争性&成长性：上市后至 2008 年前，分众共进行了几十次收购，一方面对主要竞争对手框架、聚众进行了兼并，一方面通过投资凯威点告（也就是此后的分众无线）、央视三维、好耶、玺诚等同业公司，完成了对互联网广告、院线映前广告、卖场广告等细分赛道的布局。——周期、竞争、成长都展望乐观，估值 PE-TTM 一直维持在 40x 以上。
- **2008-2009 年的衰退调整期：金融危机叠加黑天鹅事件，外延并购资产相继承压，开启梳理调整。**1) 周期性：金融危机爆发，国内宏观经济增速下行；2) 竞争性：中小媒体公司兴起，例如前 CEO 谭智加入的城市纵横；3) 成长性：宏观经济波动下广告主预算降低，叠加“315 晚会事件”、“512 大地震”等黑天鹅的影响，前期大规模收购的资产开始承压；开启对资产和业务分部的剥离和调整。——周期、竞争、成长同时转为负面，股价从 07 年 11 月的高点到 09 年 3 月的低点下跌超过 90%。
- **2010-2013 年的调整结束后复苏期：宏观经济复苏，调整结束后聚焦主业，回归增长轨道。**1) 周期性：宏观经济在一系列政策的提振下开始复苏，1Q10-2Q13 我国名义 GDP 季度 YOY 达到 10-20% 区间；2) 竞争性：中小媒体公司兴起的趋势不变，例如 13 年新潮传媒从杂志领域转型到社区电梯广告行业，但核心点位的价值凸显；3) 成长性：09 年完成对资产梳理后，回归楼宇、卖场和框架三大核心业务，10-12 年收入 CAGR 回到 32%，在擅长的赛道上重拾成长性。——周期、竞争、成长再次同时转为正面，股价自 09 年低点反弹至 11 年 5 月高点，但 PE-TTM 在 15-20x 波动。

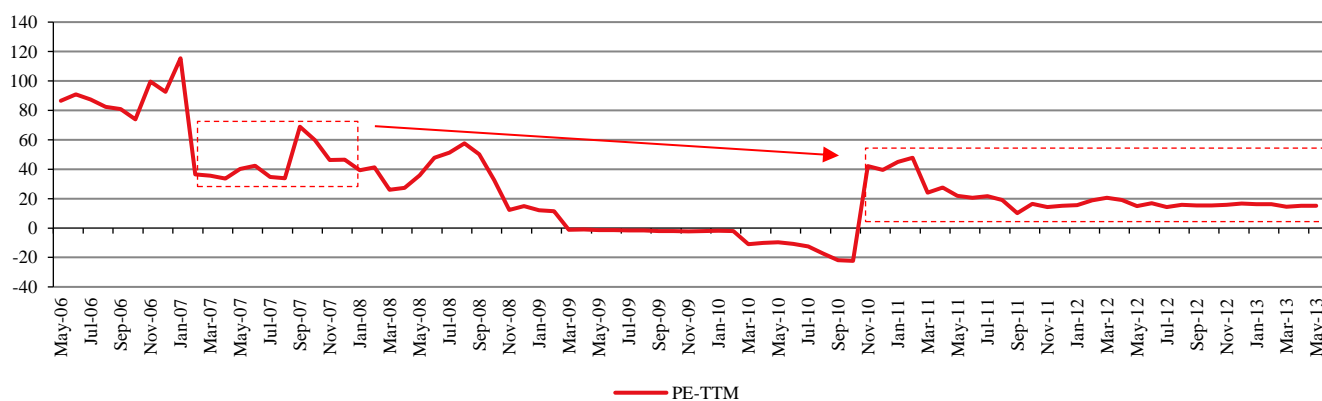
图表 1 美股时期分众传媒的收入、归母净利润、季度股价和名义 GDP 增速情况



资料来源: 公司公告、Wind、TechWeb、搜狐财经、每经网、新浪科技等, 华创证券整理绘制

估值层面, 随着外延并购拓展的剥离并回归核心主业, PE-TTM 从约 40x 下修到 15-20x。在 07 年的快速扩张期, 分众的 PE-TTM 大致在 40x 上下波动; 而在 11 年以来, 调整结束、聚焦主业稳步增长的阶段, 分众的 PE-TTM 大致在 15-20x 波动。

图表 2 美股时期分众传媒 PE-TTM



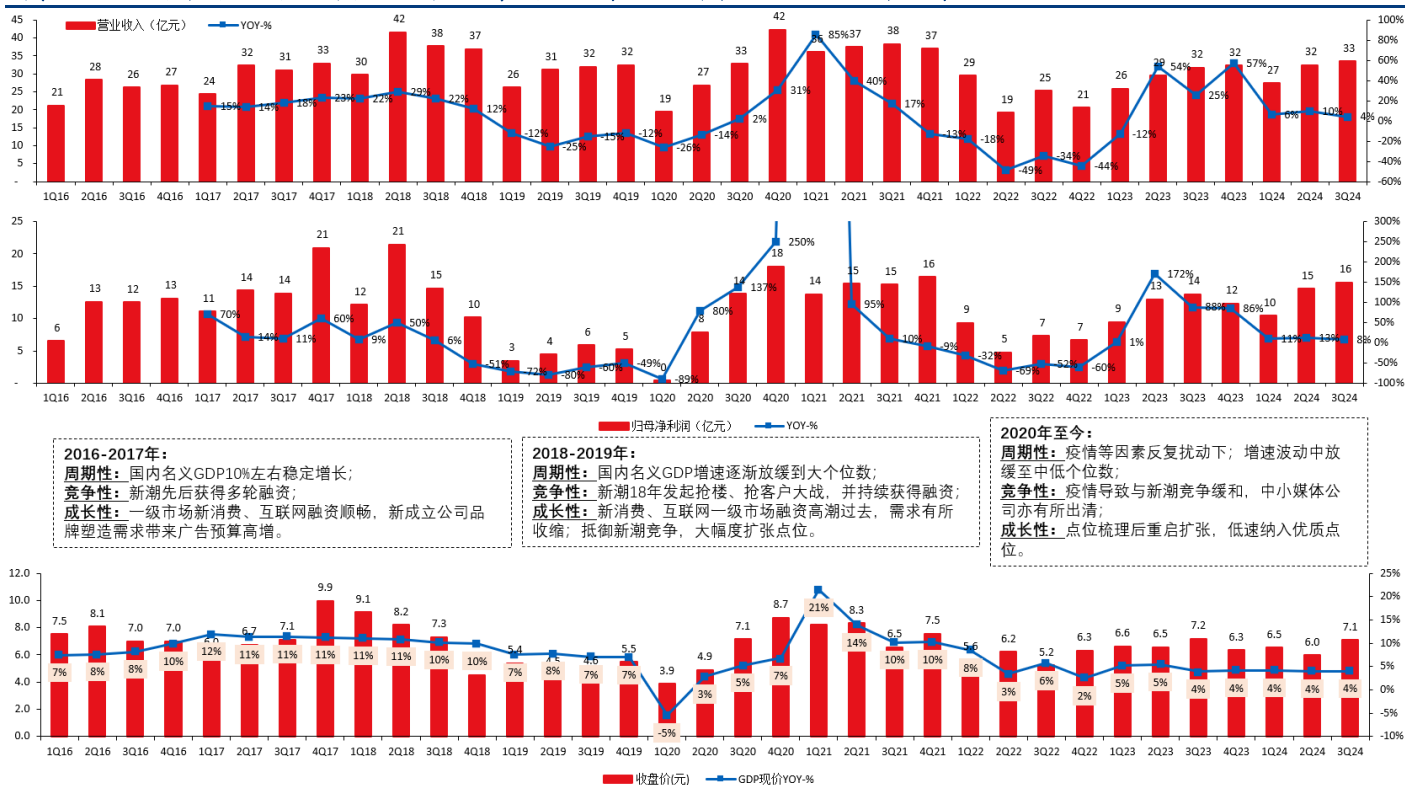
资料来源: 公司公告, 华创证券

(二) A 股时期: 在波动和竞争中谋稳健增长

2015 年 12 月, 分众传媒借壳七喜控股回归 A 股上市, 此后先后经历了互联网、新消费一级市场融资潮的 16-17 年, 贸易摩擦、新潮竞争的 18 年-19 年, 疫情及疫后复苏的 20 年至今; 总的来说, 延续了 10 年以来聚焦主业的发展思路, 持续提升内生经营效率, 成长上维持了相对稳健, 但 18 年以来宏观经济、黑天鹅事件以及新潮冲击, 使得周期和竞争是这一时期的关键词。具体来看:

- **2016-2017年：宏观经济平稳增长，新潮竞争尚未体现，一级市场融资高景气带来增量需求。** 1) 周期性：国内名义GDP季度YOY维持在10%上下稳定增长；2) 竞争：新潮获得多轮融资，开始筹划全国性扩张，但直接影响尚不明显；3) 成长性：受益于互联网新消费在一级市场融资顺畅，新成立企业有较强的品牌塑造需求，带来广告预算的扩张。——周期、竞争相对平缓，成长性较为正面。
- **2018-2019年：宏观经济放缓叠加竞争加剧，阶段性承压。** 1) 周期性：受到贸易摩擦等因素的影响，国内经济增速有所放缓；2) 竞争性：新潮2018年向分众发起抢楼、抢客户大战，竞争格局短期显著恶化；3) 成长性：一方面为了抵御新潮竞争，大幅度扩张点位，供给显著增加，另一方面一级市场融资开始预冷，需求有所下降，剪刀差叠加宏观不景气，利润有所承压。——周期、竞争、成长同时转为负面。
- **2020年至今：疫情扰动宏观增速波动中放缓，竞争缓和，成长性修复。** 1) 周期性：疫情等因素反复扰动项，名义GDP季度增速波动中放缓至中低个位数；2) 竞争性：疫情导致与新潮竞争放缓，叠加部分中小媒体公司出清，市场格局有所好转；3) 成长性：点位梳理后重启扩张，低速纳入优质点位。——周期仍然较为负面，但竞争、成长均转为正面。

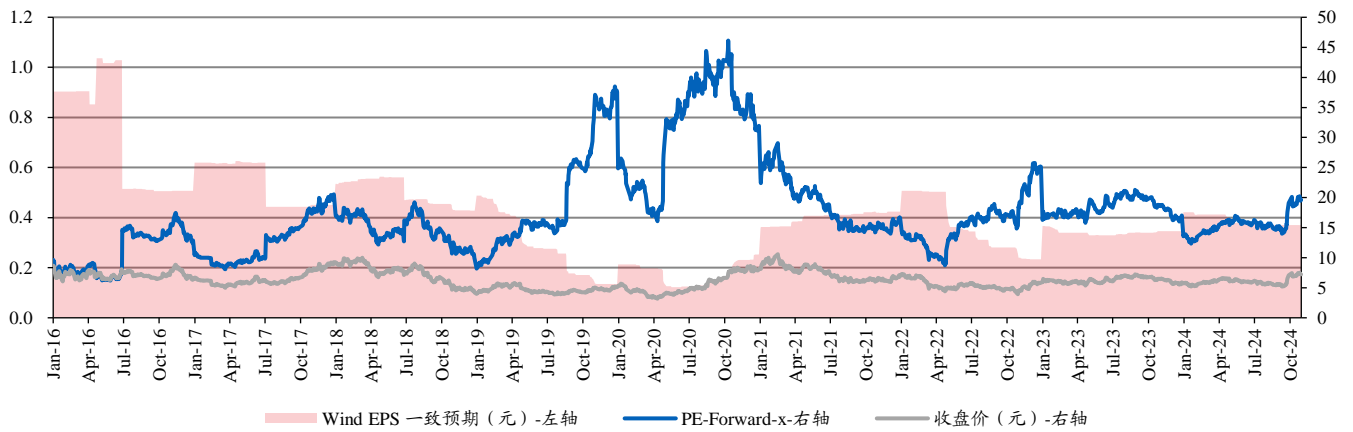
图表3 A股时期分众传媒的收入、归母净利润、季度股价和名义GDP增速情况



资料来源：公司公告、Wind，华创证券整理并绘制

估值方面，延续美股时代后期的发展大逻辑“聚焦主业”，PE-Forward在10-20x之间波动。严格意义上，A股时期的分众传媒，是10年之后美股分众传媒的延续——聚焦主业，稳健增长。因此除了疫情期间异常高估外（推断是因为市场定价疫情为一次性冲击因素，而分众的业务基本盘较为稳健，因此跳过疫情影响大的2020年，以未来年份的EPS来估值），A股上市以来，分众的PE-Forward（以Wind当年的EPS预期为分母）除了疫情期间，基本在10-20x之间波动。

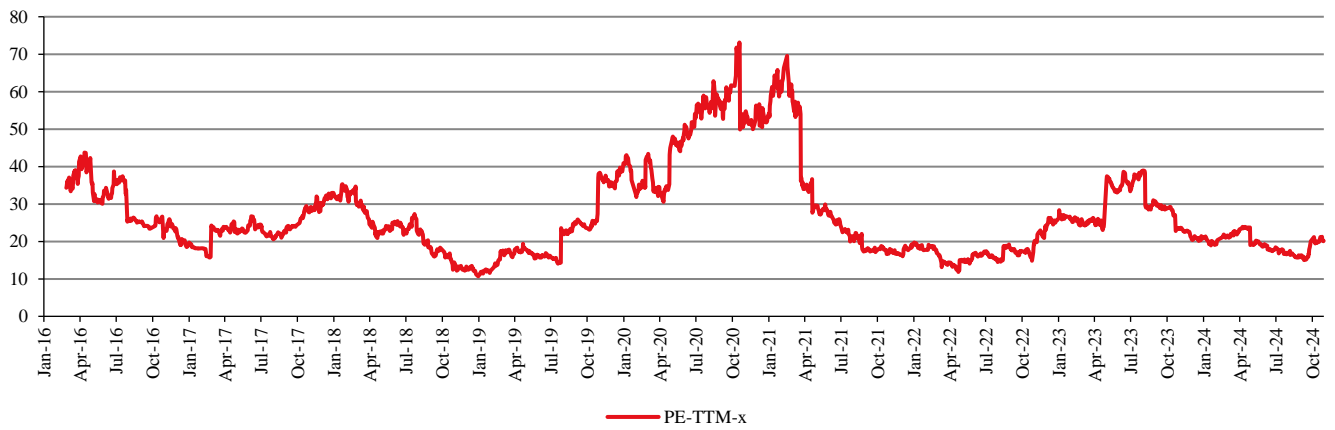
图表 4 A 股时期分众传媒 PE-Forward



资料来源: Wind, 华创证券整理并绘制

注: 从一年的第一个交易日开始, 转为以当年的 EPS Consensus 估值。

图表 5 A 股时期分众传媒 PE-TTM



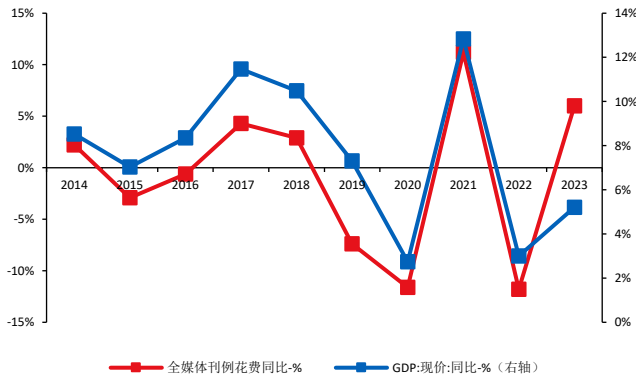
资料来源: Wind, 华创证券

二、周期视角：顺周期是底色，但消费类广告主占比提升在淡化周期性

(一) 广告是自然增长的周期性行业，顺周期是分众的底色

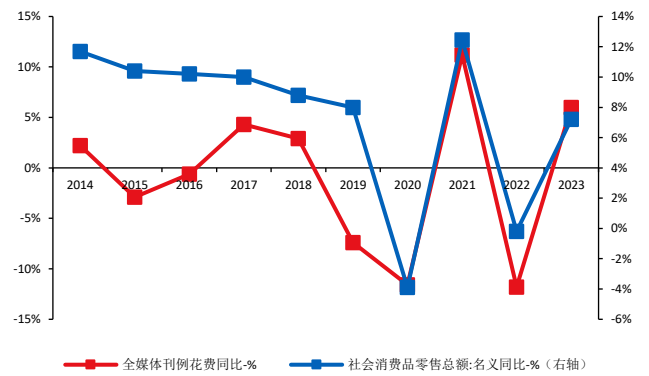
广告是自然增长的周期性行业。广告产业和宏观经济同向变动，体现周期性，且伴随收入的提高，广告主的投放规模相应提高，因此广告也是自然增长的生意。

图表 6 2014-2023 年广告市场全媒体刊例花费同比增速与现价 GDP 同比增速对比



资料来源：国家统计局、CTR 官网、公众号，CTR 《2022 广告主营销趋势报告》转引自 199IT 等，华创证券

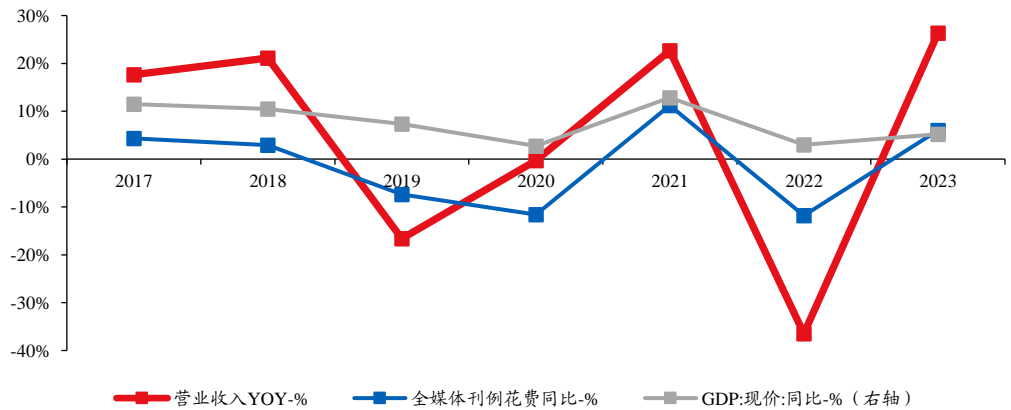
图表 7 2014-2023 年广告市场全媒体刊例花费同比增速与名义社零同比增速对比



资料来源：国家统计局、国家统计局、CTR 官网、公众号，CTR 《2022 广告主营销趋势报告》转引自 199IT 等，华创证券

周期性是分众的底色，除了 2019 年的同比增速受到新潮竞争的影响，2020 年出现超越广告行业 beta 的修复外，公司营业收入增速与宏观经济同向变动，且波动幅度更大。

图表 8 2017-2023 年公司收入、GDP 现价、全媒体刊例花费同比增速对比

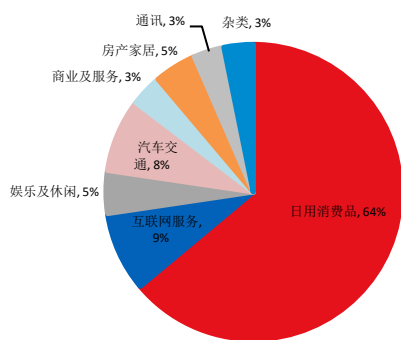


资料来源：国家统计局、CTR、公司公告，华创证券

(二) 日用消费品行业广告主占比提升，周期性有所淡化

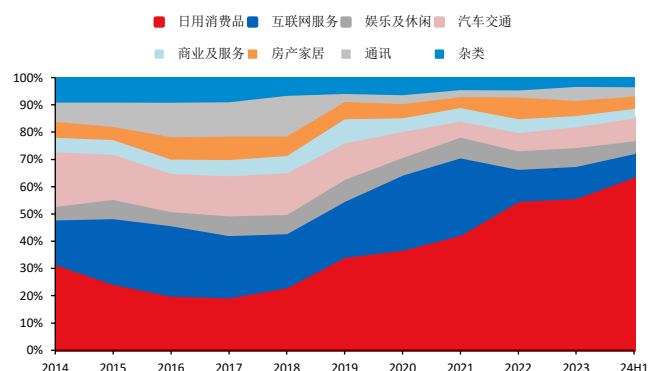
日用消费品行业是当前分众的基本盘。2024 年上半年收入口径的广告主结构中，日用消费品占比 64% 为第一大下游行业，第二大行业互联网服务占比 9%，经历几年的持续下降，已经产生了较大差距。2014 年至今，日用消费品行业占比经历了一个先下降再上升的趋势，16-17 年让位于互联网，2018 年以来占比稳步提升。

图表 9 2024 年上半年收入行业结构



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 10 2014 年-2024 年上半年广告主结构变化



资料来源: 公司公告, 华创证券

乳制品、饮用水、酒类等必选消费品是主要投放的垂类赛道。消费品占据了过去三年电梯电视、电梯海报刊例投放金额 TOP10 品牌的绝大多数, 主要细分垂类包含: 乳制品 (蒙牛、妙可蓝多、君乐宝、飞鹤等)、饮用水 (农夫山泉)、酒类 (剑南春、红星、泰山等)、口味饮品 (元气森林、外星人、冠芳)、服装 (波司登、泰兰尼斯等)、美妆个护 (德祐、林清轩)。上述细分赛道和广告主也较为符合品牌广告投放的逻辑: 消费者选品多以品牌导向而非参数导向, 此外以必选消费品为主。

图表 11 2020 年-2023 年电梯 LCD 刊例投放排名靠前品牌 (标红为消费品)

排名/年份	2020	2021	2022	2023
1	斑马 AI 课	蒙牛	妙可蓝多	农夫山泉
2	元气森林	妙可蓝多	蒙牛	易开得
3	猿辅导	简爱	君乐宝	小猿
4	妙可蓝多	唱吧	小罐茶	德佑
5	铂爵旅拍	瓜子二手车直卖	泰兰尼斯	飞鹤
6	京东金融	妙飞	康恩贝	三只小山羊
7	君乐宝	剑南春	伊利	外星人
8	58 同城	元气森林	有棵树	汤臣倍健
9	西贝	君乐宝	泰山	蒙牛
10	京东商城	林清轩	认养一头牛	元气森林

资料来源: CTR, 华创证券

图表 12 2020 年-2023 年电梯海报刊例投放排名靠前品牌 (标红为消费品)

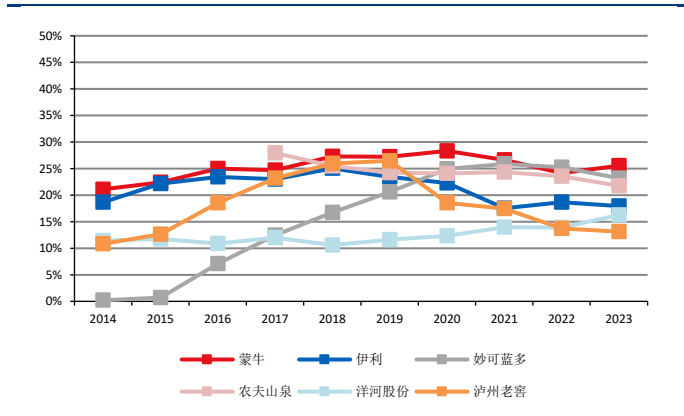
品牌	2020	2021	2022	2023
1	君乐宝	君乐宝	啄木鸟	伊利
2	大麦	苏宁	伊利	啄木鸟
3	学而思	蒙牛	君乐宝	美团
4	斑马 AI 课	贝拉米	蒙牛	君乐宝
5	蒙牛	波司登	红星	云南白药
6	苏宁	天猫	波司登	波司登

7	波司登	饿了么	美团	红星
8	石榴云医	中国移动通信	蔓迪	农夫山泉
9	天猫	国美	朴朴超市	东郊到家
10	京东商城	飞鹤	广汽丰田	冠芳

资料来源: CTR, 华创证券

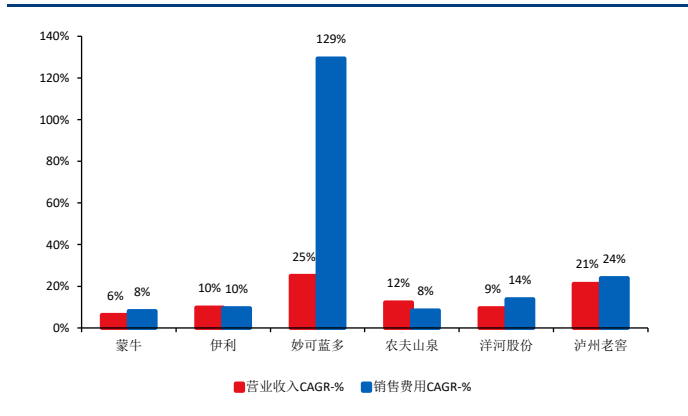
必选消费品的销售费用投放波动较小。必选消费品通常销售费用率较为稳定, 拉长来看, 销售费用的复合增长率基本与收入的复合增长率相当, 而必选消费品收入增长受经济周期波动影响又较小, 因此销售费用的增长也相对波动较小。

图表 13 2014-2023 年部分消费品公司销售费用率



资料来源: 各公司公告, 华创证券

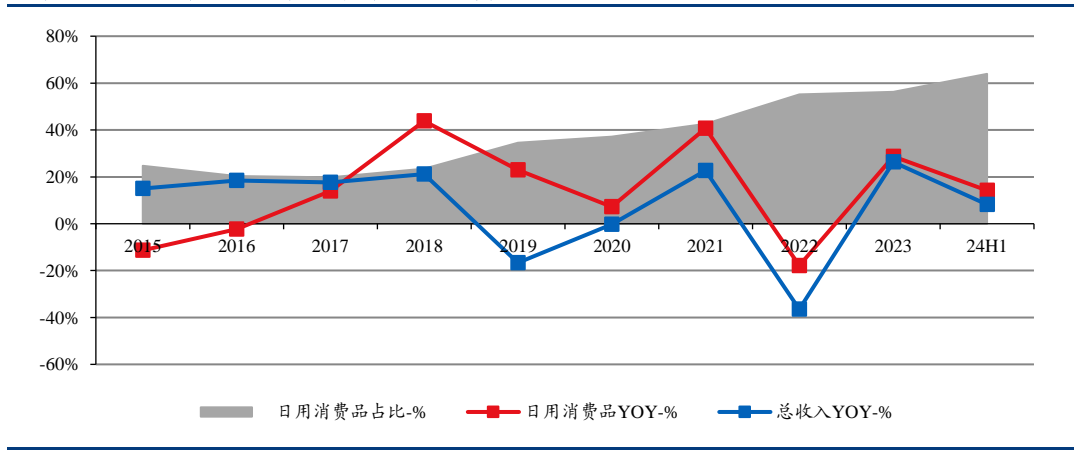
图表 14 2014-2023 年部分消费品公司营业收入及销售费用 CAGR



资料来源: 各公司公告, 华创证券

随着日用消费品行业广告收入占比的提升, 总收入的周期性在慢慢减弱。2018 年以来, 随着日用消费品行业广告主贡献的收入在总收入占比中的提升, 日用消费品行业收入的同比增速中枢、波动都领先于整体收入, 是目前收入的压舱石。

图表 15 2015 年-2024 年上半年日用消费品行业收入增速及占比、总收入增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

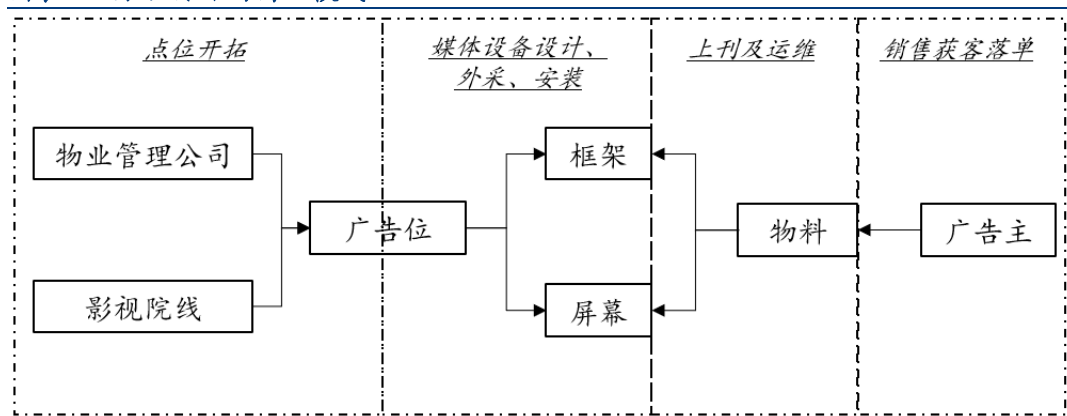
三、竞争视角：壁垒深厚，环境改善

(一) 点位质量、数量与场景特殊性构建起分众传媒的壁垒

1、商业模式：设立广告位，变现电梯、映前场景的自然流量

分众传媒通过设立广告位，对电梯、电影映前场景的自然流量进行变现。公司是国内最大的电梯媒体和头部的映前媒体，商业模式可以简单概括为：一方面从物管公司、电影院线租赁点位，设计、外采并安装媒体设备，形成可供刊挂的广告位；另一方面，承接品牌方在某一时间段、某一地理区域的广告投放需求，将符合需求的广告位“租赁”给品牌方，并完成对品牌方广告物料的刊挂和后续运维。

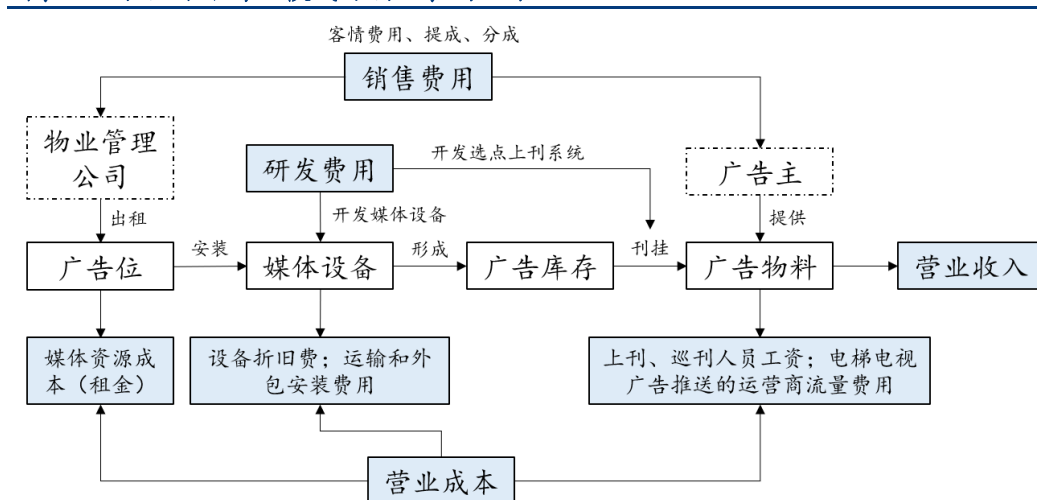
图表 16 分众传媒的商业模式



资料来源：华创证券绘制

财务特征：成本费用端较为固定，具有很强的经营杠杆。在这个过程中，品牌方为使用广告位所付出的“租金”形成公司的营业收入；公司向物业管理公司租赁点位的开支、制作和推送广告物料的支出、上刊和巡刊人员的工资、以及媒体设备的折旧开支形成营业成本；选点系统、上刊系统及媒体设备的开发形成研发费用；客情费用、销售人员提成形成销售费用。由于成本、费用端大部分相对固定，因此公司具有很强的经营杠杆。

图表 17 分众传媒商业模式与利润表的关系



资料来源：华创证券绘制

当前分众在电梯场景主要提供三类媒体产品：1) LCD 联播屏，位于中高端写字楼电梯等待区，多屏联动滚动循环播放视频形式广告物料；2) 智能屏，位于写字楼、优质公寓楼电梯口或电梯内，可以全屏或分屏，循环播放视频或图片形式的广告物料；3) 电梯海报，位于住宅社区的电梯厢内，可放置 1-3 块，刊载纸质广告物料。此外，公司亦提供院线映前广告媒体，覆盖观众入场入座后等待电影播放的时间段。

图表 18 分众传媒当前主要的三种电梯媒体设备：智能屏、电梯海报和电梯电视



智能屏

电梯海报 (框架)

电梯电视 (联播屏)

资料来源：公司官网，华创证券

图表 19 公司主要媒体产品简介

媒体名称	LCD 联播屏	智能屏	电梯海报	映前广告
设备规格	电梯电视主要安放在电梯口，滚动循环播出；一个电梯间可以放置 1-4 块	放置在电梯口或电梯内，全屏或分屏、视频或画面，根据创意随心组合	要位于电梯内，一个电梯可以放置 1-3 块	影片放映前 5-10 分钟
针对场景	中高档写字楼	写字楼、优质公寓楼	主要位于社区电梯内	影院
点位数量 (自营)	110 万个		155 万个	合作影院 1835 家，约 1.3 万个影厅
覆盖城市 (自营)	国内超过 110 个主要城市、香港特别行政区以及韩国、泰国、新加坡、印度尼西亚、马来西亚、越南、印度和日本等国约 100 个主要城市		国内约 70 个主要城市、香港特别行政区以及泰国、马来西亚和印度的主要城市	国内 270 个城市

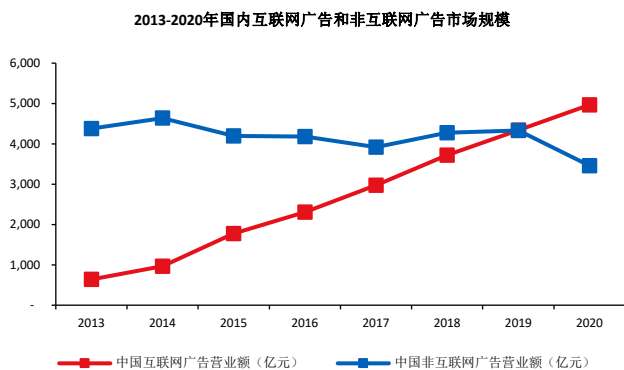
资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

注：截止 2024 年 7 月 31 日

2、分众的生意好在哪里？优质场景+大量优质点位

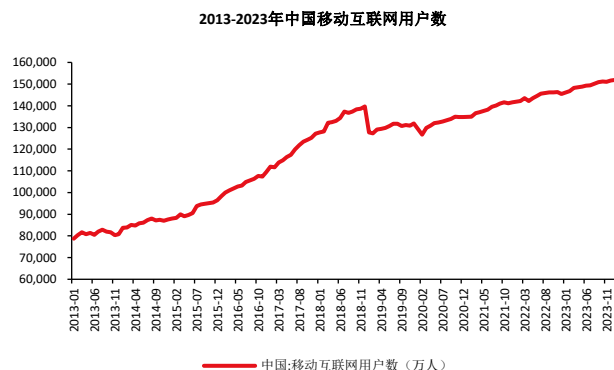
广告是变现注意力的生意，线下媒体平台的核心竞争力在其绑定的场景。与线上广告媒体平台通过社交、内容等方式，先积累流量再变现不同，线下广告媒体面对的流量，在绝大多数情况下是自然流量，与场景相绑定。而随着居民生活方式随时代的变迁，注意力也会在不同的媒体平台之间迁移，进而形成广告行业下各个细分板块景气度交替。因此，线下媒体平台，实现长期稳定增长的核心竞争力，是其场景所绑定的自然流量的稳定性和价值量。

图表 20 例如 2013-2020 年互联网广告市场规模与移动互联网用户规模同步增长 I



资料来源: 国家市场监督管理总局、CNNIC 转引自中商产业研究院、中商情报网, 前瞻产业研究院, 华创证券

图表 21 例如 2013-2020 年互联网广告市场规模与移动互联网用户规模同步增长 II



资料来源: 工信部、Wind, 华创证券

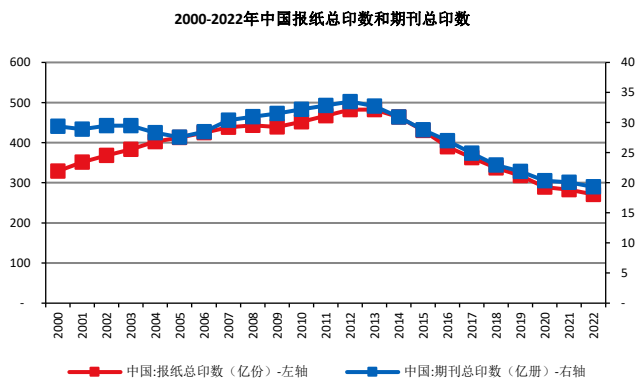
电梯和影院场景可替代性低、信息传递效率高, 可获取的自然流量稳定性强且价值量大。回顾 2016 年至今的品牌广告市场, 电视、报纸、杂志、广播、传统户外等非互联网的媒体平台均出现了明显的投放下降, 而其背后对应的流量迁移基本与移动互联网兴起 (大致为 2013 年) 相匹配。而电梯电视、电梯海报和影院视频则相对稳定增长, 原因一方面在于电梯、影院的场景难以被移动互联网兴起所替代; 另一方面在于其锚定的场景具有封闭性、抗干扰、接收强制性的特点, 信息传递效率高。此外, 写字楼和电影院的场景还自然的筛选出了价值量较高的受众群体。

图表 22 2016-2023 年中国广告市场整体及细分领域刊例花费同比变化 (下滑以红色标注)

	全媒体	电梯电视	电梯海报	影院视频	互联网	电视	报纸	杂志	广播	传统户外
2016	-0.6%	22.4%	24.1%	44.8%	18.5%	-3.7%	-38.7%	-30.5%	2.1%	-3.1%
2017	4.3%	20.4%	18.8%	25.5%	12.4%	1.7%	-32.5%	-18.9%	6.9%	-1.0%
2018	2.9%	23.4%	24.9%	18.8%	7.3%	-0.3%	-30.3%	-8.6%	5.9%	-14.2%
2019	-7.4%	2.4%	3.4%	2.9%	-5.2%	-9.5%	-24.8%	-7.1%	-13.5%	-18.7%
2020	-11.6%	23.8%	28.9%	-62.6%	-18.8%	-13.5%	-28.2%	-30.0%	-19.9%	-4.1%
2021	11.2%	31.5%	32.4%	253.2%	-4.3%	1.3%	-22.0%	-7.8%	3.4%	-13.6%
2022	-11.8%	3.6%	4.3%	-57.9%	11.9%	-14.6%	-30.2%	-14.1%	-13.0%	-29.6%
2023	6.0%	21.0%	16.5%	21.9%	-2.5%	-0.2%	-10.6%	-19.1%	-12.1%	0.2%

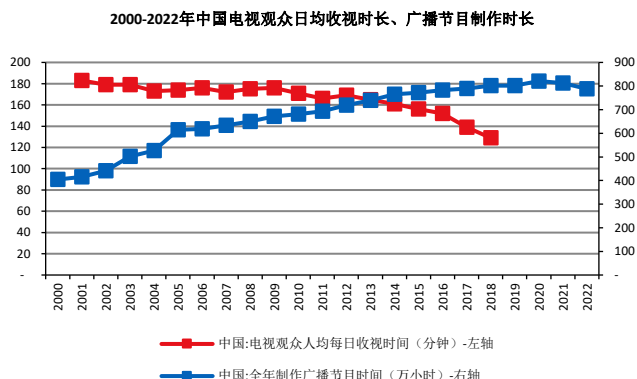
资料来源: CTR 《2021 年中国广告市场回顾》转引自铺数聚, CTR 媒介动量公众号, CTR 媒介智 转引自 AdTime, 华创证券

图表 23 报纸、期刊总印数均在 2012 年触顶后逐步下架



资料来源: 国家统计局、Wind, 华创证券

图表 24 电视观众人均每日收视时间在 2012 年前后开始下降, 广播节目制作也在随后几年放缓



资料来源: 国家统计局、中国电视收视年鉴、Wind, 华创证券

广告以目的不同, 可以分为两类: **品牌广告和效果广告**。品牌广告的目的是塑造品牌、打响知名度, 是以触达目标用户的数量大为导向; 效果广告目的主要是获取销售线索、达成商品销售、达成应用下载等, 是以 ROI (Ratio of Investment, 投资回报率, 即每一块钱广告预算可以撬动的销售收入) 高为导向。

公司媒体产品提供品牌广告投放服务; 广告主预算分配遵循“二八定律”, 主要集中在一二线城市。分众所提供的媒体产品属于品牌广告。而品牌广告的投放遵循“二八定律”: 在核心受众上消耗绝大多数的广告预算, 而不是平均分配。例如, 对于全国性品牌而言, 其投放通常按照“预算主要集中在 1、2 线城市, 低线城市通过口碑传播”的逻辑进行。

分众旗下点位集中于一二线城市, 主要覆盖城市中产、白领群体, 且点位市占率领先, 因此可以获得大比例的投放需求。公司旗下约 90% 的电梯电视、电梯海报点位位于一、二线城市, 其中面向写字楼场景的电梯电视覆盖了全国绝大多数的高端写字楼。在受众方面, 主要覆盖城市中产和白领, 绝大多数受众的年龄介于 20-50 岁之间, 收入较高。此外, 从占有率角度考虑, 根据 21 年报引述沙利文报告, 公司所覆盖的点位数量、电梯数量, 均在写字楼、住宅楼领域排名第一, 且较大幅度的领先同业友商。

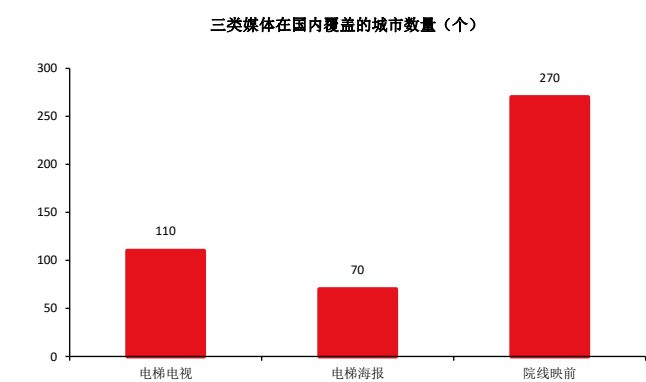
图表 25 公司旗下绝大多数点位位于一二线城市

媒体类型	总数量 (万台)	1/2 线城市数量 (万台)	占比-%
国内自营电梯电视	94.1	84.8	90%
国内自营电梯海报	153	133.7	87%

资料来源: 公司公告, 华创证券
注: 截止 2024 年 7 月 31 日。

加之覆盖城市多, 地理区划广阔, 公司有容量承接优质、大体量的全国性广告主的投放需求。此外, 由于媒体网络覆盖地理区域范围较广 (境内约 300 个城市、境外约 70 个城市), 公司有足够的容量去承接全国性品牌的投放需求。而全国性品牌主相较于地区的中小微广告主有更好的投放持续性, 抗风险能力也更强。

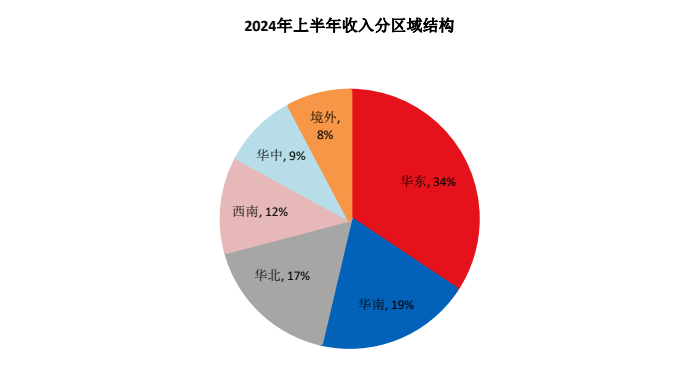
图表 26 公司三类媒体产品均覆盖较多城市



资料来源: 公司公告, 华创证券

注: 截止 2024 年 7 月 31 日

图表 27 各个地区收入贡献也相对均衡, 具有全国性经营特征



资料来源: 公司公告, 华创证券

(二) 头部地位稳健, 竞争环境边际改善, 后续利润有继续释放空间

电梯媒体生意的质变点在于从区域性走向全国性。开展电梯媒体业务并不是一个门槛很高的事情, 尤其是小规模开展。因此, 实际上国内有较多的区域型公司, 根据江南春在 2020 年 5 月在业绩会上的发言, 约 300 多家市场参与者。难点主要在于大规模全国性的开展业务。

图表 28 大部分的电梯媒体公司都是区域自营

厂商名称	产品类型	服务区域	收入规模
新潮传媒	智能屏	覆盖 110 座城市 (2021 年), 一至四线城市均有布局, 拥有电梯智能屏 63.6 万个。(2023 年)	10 亿元 (2018 年)
华商智汇	电梯海报	自有媒体覆盖重庆、福州、兰州、湖州、海南、长春、佛山、长沙等八个重点省市; 代理媒体 153 个城市, 媒体点位超过 100 万块。(2018 年)	4.1 亿元 (2017 年)
城市纵横	电梯海报	北上广深主要通过直接采购的方式, 各二、三线城市主要通过间接采购的模式; 在全国 147 个城市的 3.23 万个商业楼宇及社区内拥有可调度的框架广告展位资源已达到约 135.77 万块。(2018 年)	3.8 亿元 (2019 年)
华语传媒 (停止运营)	电梯海报	北京、上海、广州、深圳等一线城市, 和成都、武汉、南京、杭州、东莞等九个客户投放需求较为密集的核心城市; 代理媒体包含全国 111 个大中城市约 70 万块电梯展板资源。(2015 年)	2.5 亿元 (2016 年)
精视文化	电梯海报	杭州、成都、南京、济南等二线城市中心地带, 拥有近 8 万个楼宇电梯广告点位资源。(2014 年)	1.3 亿元 (2013 年)

资料来源: 各公司公告, 华夏网, 经济观察网, Morketing, 商业新知, 前瞻眼, 华创证券

分众传媒在行业早期的 05-06 年, 通过对框架媒介和聚众传媒的收购, 完成了行业整合和全国性布局, 并且形成了先发优势。分众早期业务模式主要为联播屏, 2003 年开始在上海扩张, 2005 年在美国上市后, 完成了对已经整合完毕国内电梯海报市场的框架媒介的收购; 此后 2006 年初, 分众又完成了对成立初期跑马圈地阶段的竞争对手、当时的国内第二大梯媒公司, 聚众传媒的收购。

图表 29 上市后分众通过两次收购达成了全国性覆盖

标的名称	收购时间	被收购前状态
框架媒介	2005 年	2005 年借助多家风险投资支持，成功整合了原框架媒介、朗媒传播、信诚四海等 9 家电梯平面媒体公司，并在此基础上与其他 30 余主要城市形成策略联盟，进而拥有了中国主要城市 90% 以上的电梯平面媒体资源， 基本已经完成对国内电梯海报市场的整合。
聚众传媒	2006 年	根据 2005 年 CTR 报告，在全国 13 个城市覆盖楼宇数量上，分众传媒份额 70%，聚众传媒份额 28%，两者合计占比 98%， 两者形成电梯电视媒体的双寡头格局。

资料来源: TechWeb、搜狐财经, 华创证券

物理设备的客观条件+点位长租约的特点，导致电梯媒体大规模重置的成本极高，先发优势较大。与互联网媒体平台不同，线下媒体有物理点位，因此后发者追赶要么开发新的产品形式，例如新潮传媒的箱内竖屏广告设备、梯影传媒的电梯投影广告设备；要么付出溢价“抢点位”，但点位租约通常是多年的，到期时间参差不齐，一旦开启价格战就需要持续较长时间，而且会被先发者发现并抵抗，导致重置成本高、时间周期长；而且在抢点位的时期，后发者可用点位数量较少，难以承接全国性大客户订单，导致就算抢到位点，在竞争环境中上刊率也较低，利润率低、现金压力大。

复盘新潮崛起过程，其正好满足了新产品形式+大额融资的挑战先发者“入场条件”。新潮传媒由四川媒体人张继学创立，前身《新潮》周刊、新潮网分别经营杂志广告、互联网广告业务，2013 年转型梯媒，开发出电梯厢内 LCD 联播屏“智能屏”。2017 年，随着获得欧普照明、顾家家居领投的 10 亿元投资，新潮开启从区域性梯媒平台向全国性梯媒平台的突破。2018 年，新潮发起了对分众，从销售端的客户预算抢夺到供给端点位抢夺的全方位竞争，于年底达到 70 万自营点位；途中相继获得了成都高投、百度、红星美凯龙等的投资。2019 年，双方进入拉锯阶段，新潮再获京东投资。但此后 2020 年，疫情开始，双方进入自保模式，此后哪怕 2021 年新潮再次获得京东追投，也并未开始新一轮的激进抢楼。

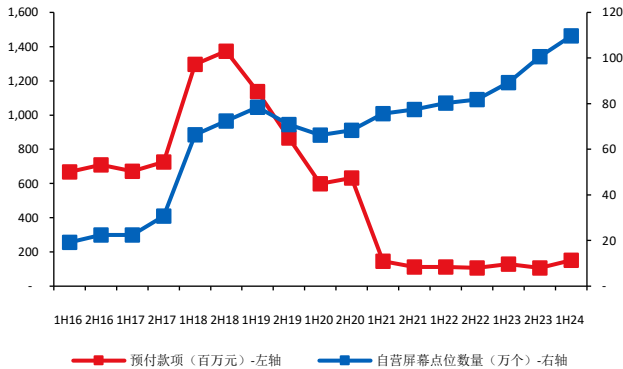
图表 30 新潮传媒发展历程（加粗为主要融资）

年份	事件
2004	新潮传媒的前身《新潮》生活周刊成立
2008	新潮网正式推出，主营互联网广告平台与广告投放
2013	从杂志领域转型到社区电梯广告行业，开始探索社区电梯内电视媒体新场景
2014	获得首笔总额为六千万元人民币的天使轮融资
2015	完成与声画传媒的并购
2017	获得了总额为 10 亿元人民币的投资，领投方包括欧普照明、顾家家居等。 主要市场从西部地区扩张到北京、上海等全国市场。 总营收突破 2 亿元人民币，在营收数据上一跃成为中国社区媒体行业第二
2018	新潮传媒内部发出抢夺客户函，以广告补贴的方式抢夺分众金额超过 1 亿元的客户。 4 月，获得成都高新区产业引导基金 20 亿元人民币投资 9 月，获得泛城资产、泰恒投资、红星美凯龙、元璟资本、岳佑投资等机构投资 11 月，获得百度领投共 21 亿元投资
2019	获得京东领投近 10 亿元人民币融资
2021	获得京东领投的 4 亿美元融资，京东对新潮传媒持股比例增加至 18.47%，领先于新潮传媒董事长张继学的 10.69%，百度作为新潮传媒第三大股东，持股 8.99%。

资料来源: 公司官网、企查查、投资界、搜狐财经、北青网、经济观察网等, 华创证券整理

分众通过推出同样的智能屏产品+价格战的方式，使得新潮难以盈利，但自身的联播屏和框架具有先发优势和盈利能力，从而成功抵御住了新潮的竞争。出于与新潮抢占点位的竞争，分众将原有的电梯厢内竖式数码海报（即所谓的框架 2.0），替换为了智能屏一体机，并于 2019 年上半年基本完成替换。根据经济观察报引述新潮传媒联合创始人、高级副总裁曾健的数据，截止 2023 年 4 月新潮、分众分别拥有 63.6 万、43.1 万块智能屏，两者数量差距实际并没有那么大。此外，他指出分众正在与新潮进行价格战，导致智能屏市场利润率微薄。但分众仍然可以通过联播屏、框架海报盈利。

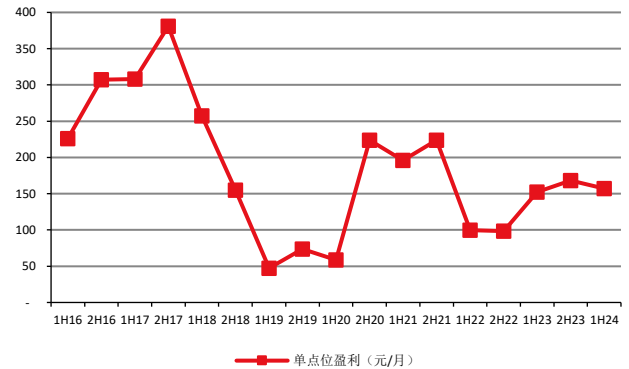
图表 31 1H16-1H24 预付款项及自营屏幕点位数量



资料来源：公司公告，华创证券

注：预付款项主要由租金和设备采购款项构成，其余额基本可以反映公司开发点位的边际变化

图表 32 1H16-1H24 单点位归母净利润



资料来源：公司公告，华创证券

注：分母为自营点位数量，虽然这种计算方法会一定程度上忽略点位结构的变化，但是单点位盈利下台阶还是可以作证智能屏价格战。

行业增速放缓+物理空间减少+新潮案例，预计后续行业竞争趋缓。展望未来，我们认为，在广告市场增速逐步放缓的大背景下，随着电梯空间中可供开发的广告空间越来越少，加之新潮的竞争展示了分众的防御能力，预计后续行业竞争格局会趋于平稳。

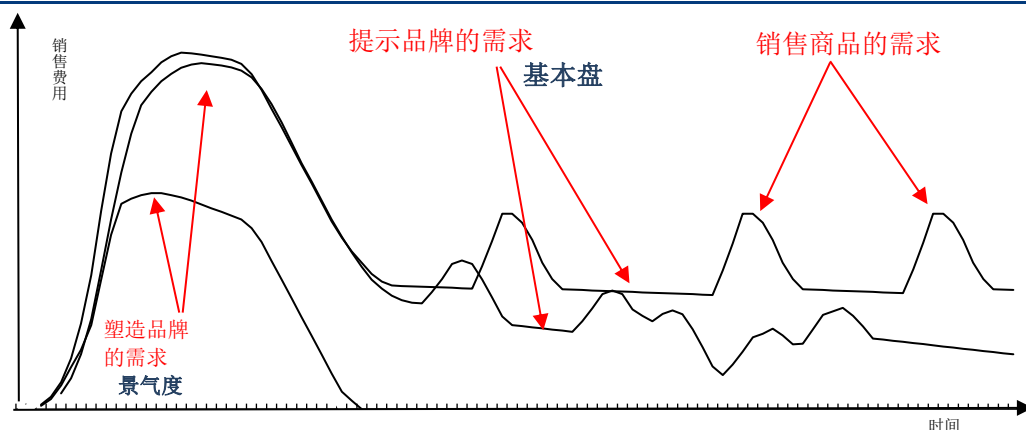
四、成长视角：产业变革卖铲人，往后更看消费基本盘

（一）广告行业自然成长，分众不止 β ，也有 α

广告自然成长，梯媒更高景气。分众作为梯媒龙头，不仅享受行业高景气，同时基本盘越发稳健，新客户景气度较高。重回 A 股后，公司下游广告主以消费品+互联网为主，18 年起公司主动调整广告主结构，消费类广告重新成为主力，当前占比近 6 成，这类客户存在提示品牌&销售商品的稳定投放需求，如乳制品、白酒、软饮料、服装，消费品的同质化、冲动性购买、品牌导向而非参数导向等特征，使得广告投放几乎成为刚需，占据了过去三年电梯电视、电梯海报刊例投放金额 TOP10 的绝大多数。

此外，我们认为公司有望从每一轮产业变革中收获收入端弹性，如 15-18 年的互联网、新经济，20-21 年的在线教育，22 年的新能源车和近两年的新国货。

图表 33 提示品牌&销售商品的广告需求更持续



资料来源：华创证券整理（注：上图三条黑线为三个不同产品的情形假设，①塑造品牌，需求主要产生在品牌成立初或广告主行业竞争加剧期；②提示品牌，需求主要来自于成熟期的广告主，反复唤起消费者对品牌的认知；③销售商品，需求产生于重大营销时间点之前，如年货/618/双11/双12；）

（二）现有垂类横向拓客，潜力赛道仍可挖掘

从下游受众看，基本盘客户的投放意愿和转化率缺一不可，只取其一往往是短期景气。

品类角度：决定转化率。中低客单价、产品同质化程度较高，即时冲动消费品类往往转化率更高。典型是乳制品、饮料，这两大品类通常是分众的典型客户，此外，高增速的景气品类在初期渗透率提升阶段转化率也较高。相反的是，需要参数测评、体验的高客单价品类如数码电器、汽车往往转化率较低。

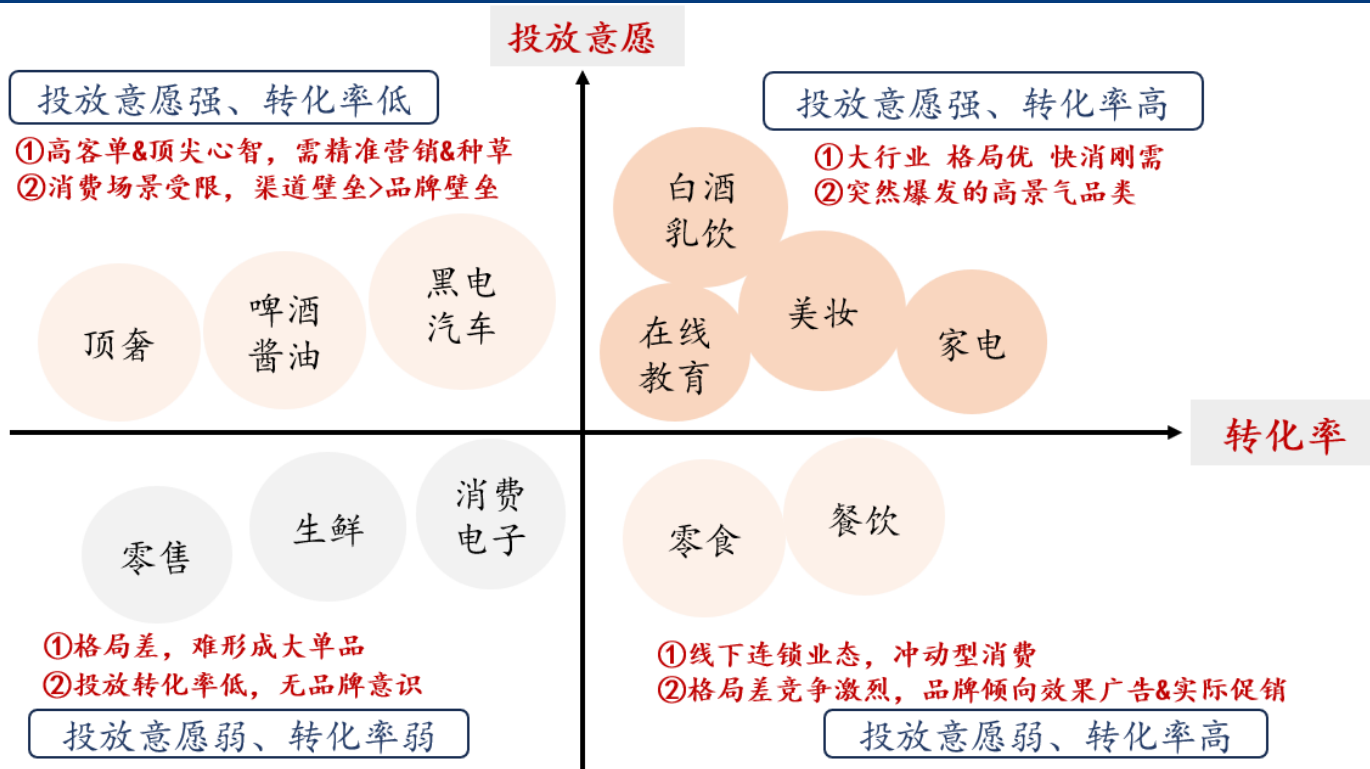
品牌角度：决定投放意愿。实力强、格局优、盈利水平稳定或稳中有升的龙头才可能持续投放。典型是白酒、乳饮、美护、家电龙头；与之相反的是，经营波动大、盈利薄弱、格局散乱的中小型企业，难以负担稳定的高投放费，品牌广告的投放意愿往往较低。

- **第一象限（投放意愿和转化率都高）：**商业模式佳、格局优、竞争力强的龙头企业。白酒、乳饮、家电（白电+部分小家电）、个护美妆等刚需龙头构筑分众的基本盘。典型客户是洋河、蒙牛、伊利、美团、京东，剑南春、泸州老窖、德祐、韩束等。
- **第二象限（投放意愿强、转化率弱）：**有钱但可能不愿意投，一是渠道壁垒>品牌壁垒，例如啤酒、酱油；二是高科技高客单产品如相机、投影仪、汽车甚至宠物食品，消费决策前需详细对比参数，更适合精准营销种草；三是顶奢，例如 LV 等。
- **第三象限（投放意愿弱、转化率低）：**品类认知>品牌，比如生鲜、水果、预制菜。

➢ **第四象限 (投放意愿弱、转化率较高):** 场景能及时转化, 例如**餐饮、零食、即时零售**, 但受限格局差、盈利弱, 品牌主往往难以持续大规模的投放分众, 更偏好通过效果广告&促销触达消费者, 品牌广告更多作为补充的角色。

基于上述分析, 结合消费各品类的景气度、格局和生意属性, 我们认为一是现有垂类仍可以横向拓展客户, 二是**婴幼儿护理、香水、小家电 (洗碗机&吸尘器)、保健品 (运动营养&减重)、厕所护理、即饮咖啡、乳酪等细分品类景气度较高, 且龙头实力较强, 预计是分众未来基本盘潜在的可挖掘客户。**

图表 34 基于投放意愿和转化率梳理分众下游客户群



资料来源: 华创证券整理

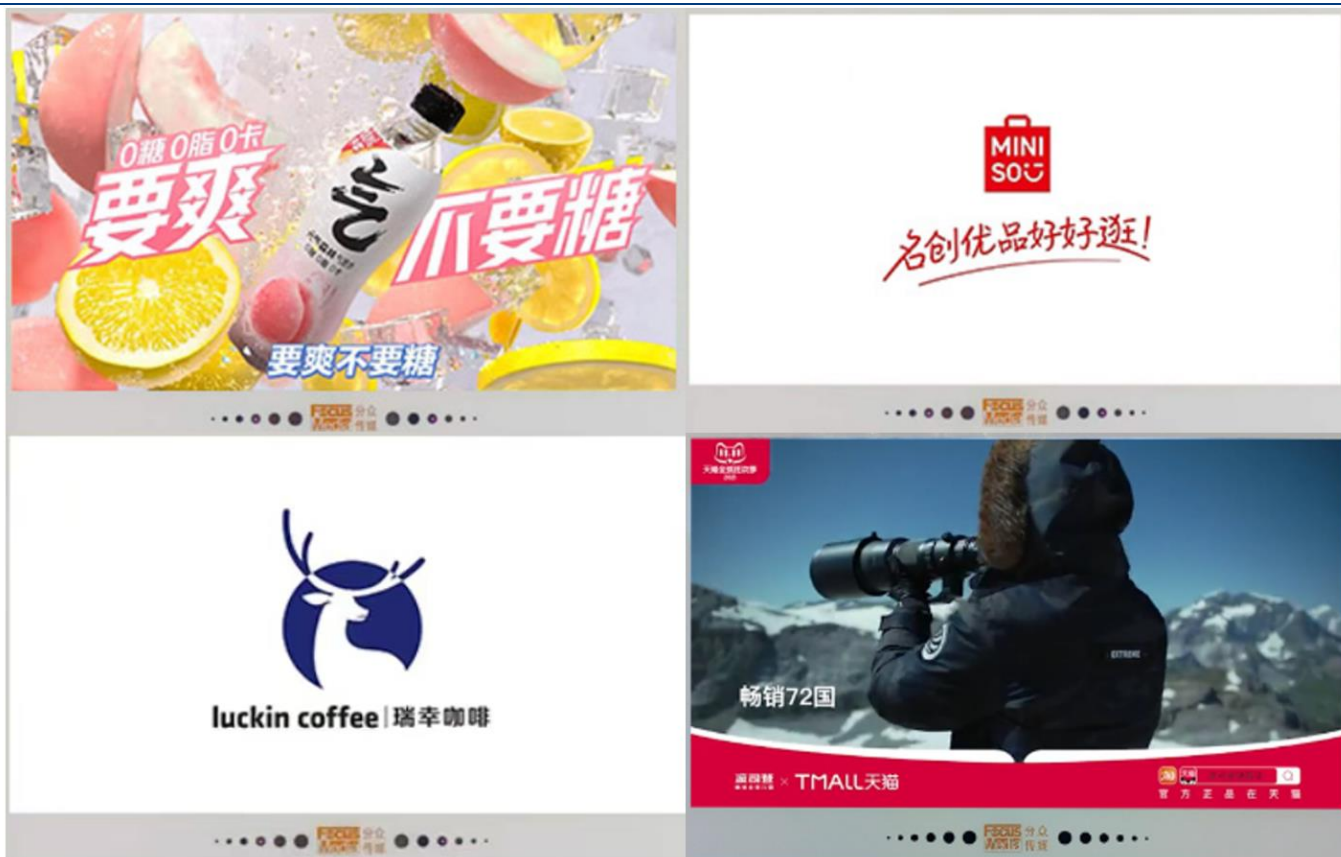
(三) 景气度: 新兴企业的品类塑造需求+成熟企业的预算加大或迁移

分众的短期高景气度赛道通常由两种情况产生: 1) **新兴公司的品牌塑造需求**, 通常由股权融资市场推动; 2) **成熟品牌投放预算的加大&迁移**, 通常源于行业竞争加剧、事件驱动的景气度的突然变化, 或公司战略升级主动延伸主流受众群体。前者需求萎缩、后者不可预测是市场对于分众成长性的普遍担心, 但我们认为悦己&兴趣出发的新消费、家电、汽车、新国货等成熟品牌投放下, 1-2年维度分众的景气度或有所支撑。

1、新兴品类转冷? 一级阶段性平淡, 但悦己消费大势所趋

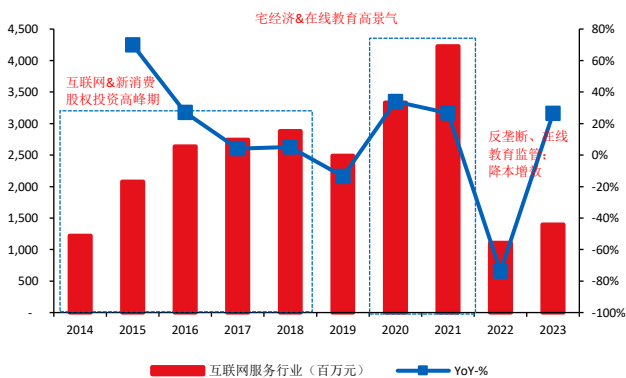
新消费、互联网经济是分众的弹性来源, 当前一级投融资确实回归平淡。2014-2018年, 分众互联网服务行业的收入取得了近两倍的增长, 对应国内新消费、互联网股权投资最活跃的一段时期, 随着2018年一级市场转冷, 2019年收入走弱; 2020年疫情后, 相对宽松的货币环境+宅经济红利, 以在线教育为代表的广告主投放带动垂类收入创新高。23年起步入后疫情时代, 新消费投融资普遍遇冷, 代表性品牌也回归平淡。

图表 35 分众屏幕上的新消费品牌不断涌现



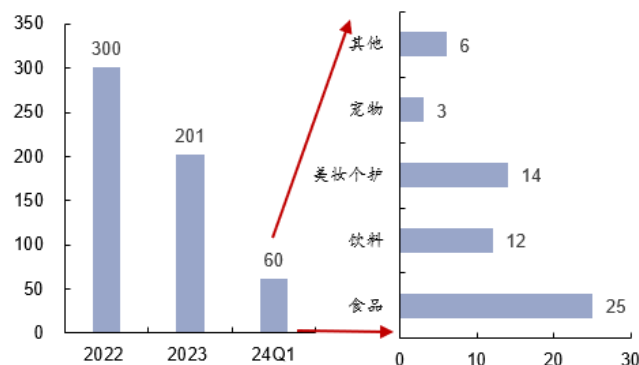
资料来源：澎湃新闻、公司官网、分众案例小程序，华创证券整理

图表 36 2014-2023 互联网服务行业收入及增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 37 23 年起新消费投融资降温，食品饮料是大头



资料来源：氩消费《一季度新消费投融资盘点：寒气依旧，蜕变加速》，华创证券

注：左右图均为一级市场新消费融资数量，单位为个。

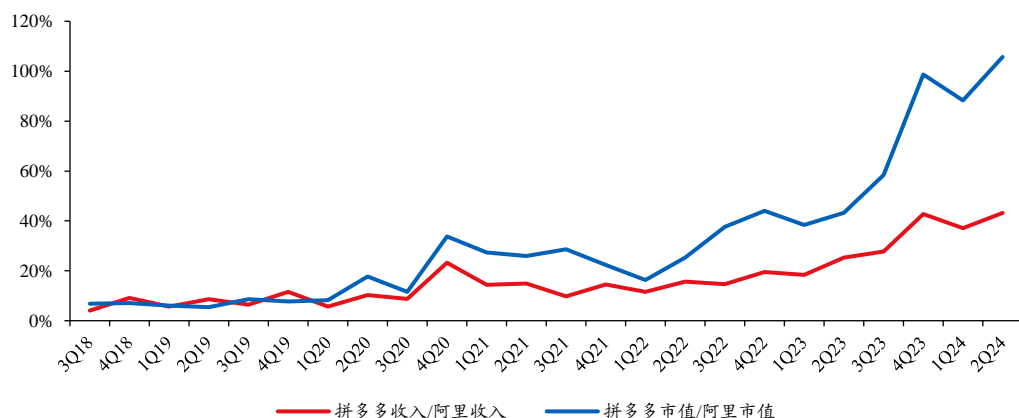
即便如此，从高速发展转向成熟的消费型社会，仍不乏结构性亮点。从全面小康向共同富裕转型的社会，预计消费对象也从纯粹的物质产品转向更多购买精神、服务、体验，这样的时期若叠加支出意愿下行，会带来特殊的现象——该省省，该花花：一方面，在部分满足基本效用的消费上，消费者决策更理性，追求更高性价比；另一方面，在悦己、兴趣和自我消费上，消费者或愿意给予更大的支付权重，享受生活的小确幸。

➢ 性价比消费的品牌广告投放需求并不高，且往往集中在初期，复购靠真实消费体

支撑。性价比消费大部分时候本身不创造新的需求，而是原有供给在效率导向下产品、品牌、渠道的重构，线上抖拼快等平台高增，承接传统电商流量下滑；根据新浪新闻，二手置换平台咸鱼日均 GMV 达 10 亿。线下社区团购、零食量贩等兴起，商超明显被分流，主打高性价比的品牌表现更优，如零食（万辰、盐津、劲仔、甘源），软饮料（瑞幸、东鹏等）。除瑞幸外，大部分品牌方倾向于投放效果广告而非品牌广告。

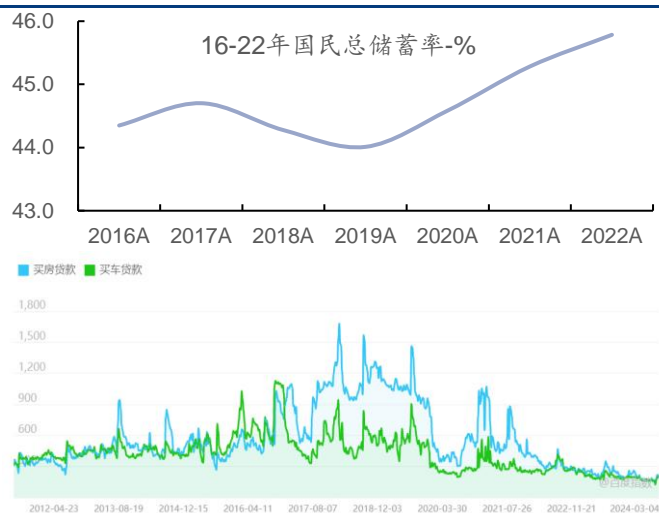
- **悦己&兴趣消费是消费升级在性价比时代的效用最大化体现，相对偏好品牌广告。** 奋斗前置、享乐后置或是高增长背景下更容易产生的人生哲学，但中低速增长阶段，卷度提升的效用下降，效用函数中人与社会、人与他人的权重下降，人与自然、人与自我的权重上升，尤其是买房买车不再成为刚需，个人当下的精神愉悦&享乐效用更高，悦己&兴趣消费兴起，追求更美（功效性护肤/生美/医美/情绪型洗护家居），更快乐（旅游/演出/游戏），更健康（保健食品&大健康相关），典型如德祐、易开得、汤臣倍健等是分众 2023 年电梯 LCD 前十品牌主；东郊到家等是分众 2023 年电梯海报前十品牌主。

图表 38 拼多多缩小与阿里收入差距，市值直追阿里



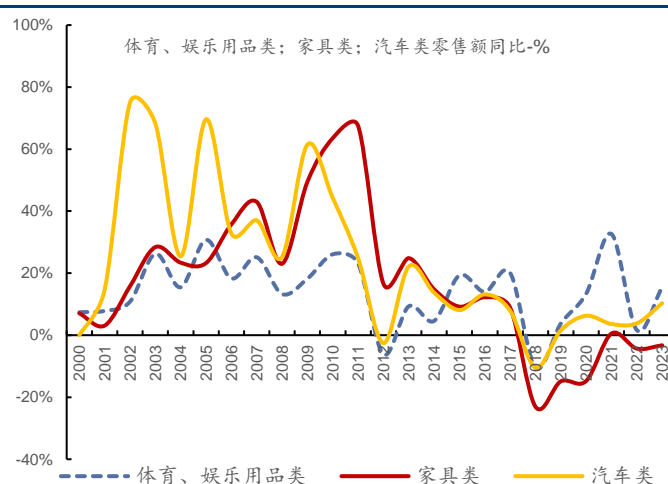
资料来源: Wind, 华创证券

图表 39 储蓄率 19 年起持续上升，买房/车讨论度骤降



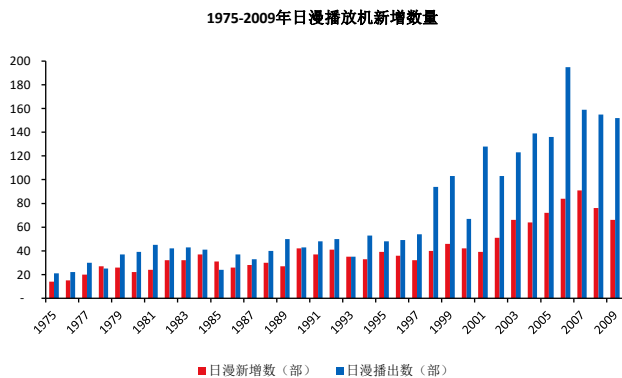
资料来源: Wind, 华创证券

图表 40 家具、汽车等大额支出消费减弱，但文娱保持



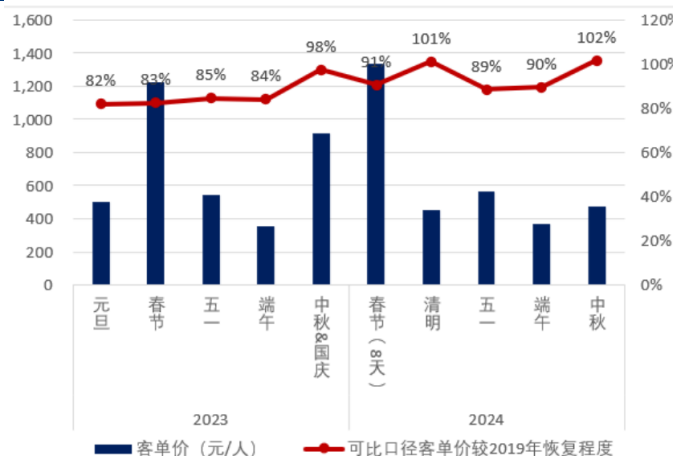
资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 日本动画播出数及新增数在 90 年代保持高增



资料来源: 日本动画协会, Wind, 华创证券

图表 42 旅游客单价较 2019 年仍然降低



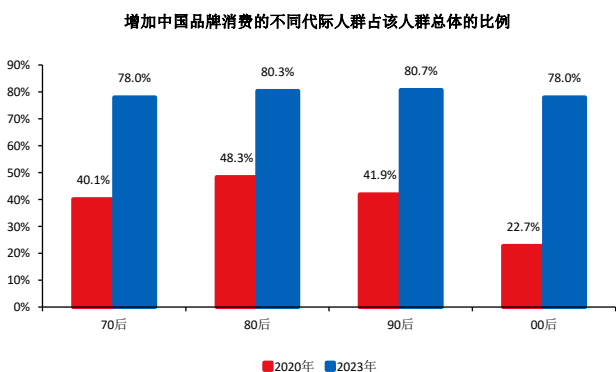
资料来源: 国家文旅局, 华创证券

2、大牌投放固化? 竞争×政策×战略, 广告预算或迁移/加大

成熟品牌发展战略稳定, 且具备知名度, 广告投放存在惯性, 通常加大品牌广告投放有以下三种情况: 一是竞争加剧要抢份额, 奶酪棒 21 年竞争加剧加大投放, 新能源汽车 24Q1 在小米入局后加大投放; 二是政策刺激品类景气提升, 24 年 3 月以旧换新政策出台后家电投放需求激增; 三是企业战略主动转型, 典型代表有飞鹤 (2017) “更适合中国宝宝体质” 实现国产突围; 波司登 (2018) 起一连串品牌升级动作, 化解竞争困局, 重回行业领导地位。更近的则是白象为代表的的新国货品牌, 在野性消费需求高景气后, 着手深化品牌建设, 加大品牌广告投放。

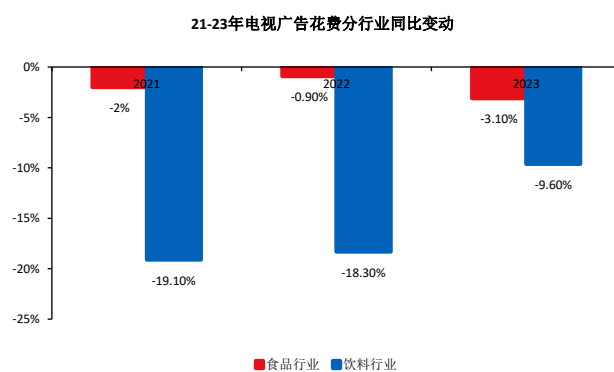
家电/家居/汽车以旧换新, 新国货在景气周期下延续投放, 至少年内有望支撑分众弹性。一方面, 政策驱动汽车、家电、家装开启以旧换新, 有望带来短期景气度。另一方面, 对比 2020 年, 2023 年各个年龄段, 增加国货消费的人群占比都有显著的提升, 而作为国货主要领域的食品和饮料行业 (另一大领域为化妆品), 21-23 年电视广告的投放金额普遍下滑。故在国货本身的景气周期下, 广告预算或从其他媒体迁移至电梯, 而对比新兴品牌在资源约束下本身是集中投放的, 成熟品牌的费用投放分散 (伊利 vs 妙可, 分众占广告宣传费比分别为 2%/50%), 新国货或更有潜力为分众持续贡献收入弹性。

图表 43 2023 年各个代际都在增加国货消费



资料来源: 知萌转引自新潮传媒, 华创证券

图表 44 2021-2023 年食品饮料减少电视广告刊例花费

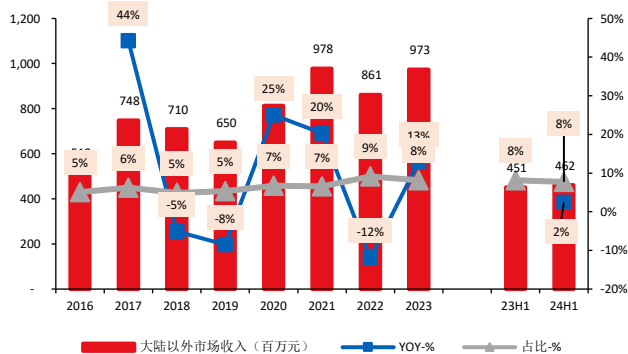


资料来源: CTR 媒介动量公众号, 华创证券
注: 行业口径均为 CTR 标准

3、出海：稳步扩张，百亿体量市场空间

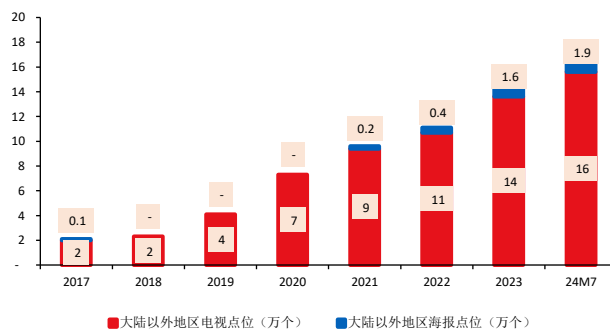
大陆以外地区点位持续扩张，收入稳步增长。2023 年公司于大陆以外市场实现收入 9.7 亿元，YOY+13%，接近 2021 年时历史新高的水平；点位数量上，2019 年以来增速显著提升，2023 年总点位数 YOY+37% 来到 15 万个，2024 年 7 月进一步提升至 18 万个，绝大多数是电梯电视广告位。

图表 45 2016-2024 年上半年大陆以外地区收入、增速及占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 46 2017-2024 年 7 月大陆以外地区点位数量



资料来源：公司公告，华创证券

近年来逐步拓展中国内地周边国家及地区，大部分区域仍处于投入期。2017 年以来，从最早的韩国开始，公司的海外业务逐渐渗透了中国香港、印尼、新加坡、泰国、马来西亚、日本、越南、印度等亚洲国家和地区。除了过去稳定盈利但 2023 年因为点位扩张陷入亏损的韩国地区外，中国香港地区的户外广告业务、新加坡市场也均已经实现稳定盈利，其他区域还处于投入期。

图表 47 境外业务净利润情况 (单位：亿元)

业务名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
韩国电梯楼宇广告业务	-1,140	-3,779	222	2,551	5,064	5,253	-6,498	-3,462
中国香港户外广告业务		-517	-586	-251	-304	1,272	1,304	1,963
印度尼西亚电梯电视媒体广告业务		-223	-885	-835	8	129	2	-105
中国香港电梯电视媒体广告业务		-95	-389	-798	-731	-530	-1,214	-1,112
新加坡电梯电视媒体广告业务		-291	-691	2,644	4,672	4,241	3,098	1,726
泰国电梯电视媒体广告业务			-52	-324	-209	-574	-1,824	-1,457
马来西亚电梯电视媒体广告业务						-386	-1,101	-1,506
日本电梯电视媒体广告业务						-7	-390	-360
越南电梯电视媒体广告业务							-744	-2,259
印度电梯电视媒体广告业务							-279	-639
阿联酋电梯电视媒体广告业务								-49

资料来源：公司公告，华创证券

注：同一国家/地区下若有两公司，则数据加总处理。

2023 年国内广告市场规模占 GDP 约 1%，而分众占广告市场 0.8%。考虑到分众在梯媒市场较高的市占率，我们假设梯媒市场规模占广告市场约 1%。进而我们可以测算出，亚洲地区的扩张有望为分众贡献百亿体量的市场空间。

图表 48 海外市场空间测算（单位：亿元）

国家	2023 GDP	广告市场规模（1%GDP）	梯媒市场规模（1%广告市场）
日本	301,063	3,011	30
印度	259,317	2,593	26
韩国	124,067	1,241	12
印度尼西亚	102,301	1,023	10
泰国	37,162	372	4
新加坡	36,085	361	4
阿联酋	32,485	325	3
菲律宾	31,610	316	3
越南	31,442	314	3
马来西亚	31,263	313	3
合计			99

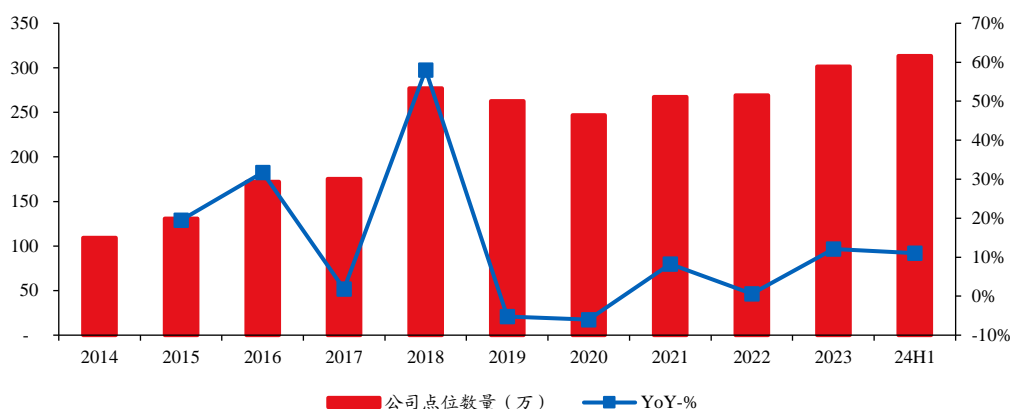
资料来源：各国央行、WB、IMF 等，华创证券

（四）广告库存提质增效、重启增长，预计后续总量维持中低速增长状态

总量层面，23 年下半年后重启增长。对公司点位总量和开拓节奏而言，近 10 年中有两个重要节点：2018 年新潮、分众“抢楼大战”，和 2020-2022 年的疫情。前者使得分众在短时间内“加速成长”，提前兑现了部分未来的拓展空间，并进入了“高位+低增速”的调整期；后者对线下媒体公司的经营效率提出了更高的要求，也在一定层面上降低了再一次“抢楼大战”的可能性，总量基本稳定。2023 年上半年三线及以下城市的电梯电视和电梯海报点位基本不再下降，意味着调整结束，下半年点位重启增长。具体可以分为几个阶段：

- 2018 年前，总量中高速增长；
- 2018 年，提出“500 城、500 万终端、5 亿中产”，加之面对新潮抢楼竞争上线竞品智能屏，总量大幅度提升，尤其是二线、三线及以下城市的自营点位；
- 2019 年-2023 年，抢楼告一段落，叠加疫情开始，开启存量梳理，总数基本稳定；
- 2023 年下半年至今，总量回归 10%YOY 上下增长，以屏幕点位，尤其是中低线城市的屏幕点位增长为主。

图表 49 2014 年-2024 年上半年公司点位数量及增速

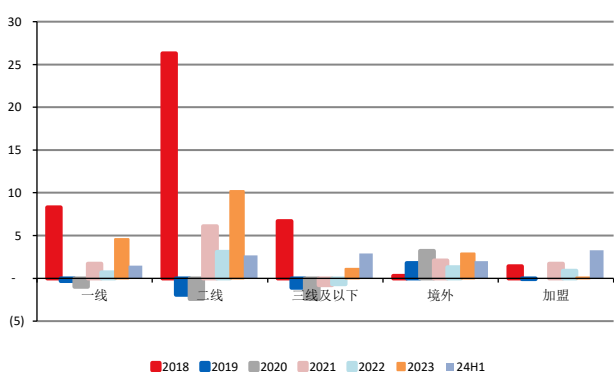


资料来源：公司公告，华创证券

电梯电视：本轮扩张主要动力，各城市条线、境外均有发力。 1) 19-20 年梳理期，国内自营点位，无论城市线级均出现了数量的下降，我们推测是对于 18 年新拓展点位中，长期低上刊率、效果不佳者的集中清理。2) 21 年至 23 年上半年，国内主要增长来自于二线城市、其次一线，我们推测是源于新一轮拓点中智能屏起量；3) 23 年下半年以来，国内三线及以下城市，及海外市场点位扩张速度也开始加快。

电梯海报：自营点位数量相对稳定，结构优化为主。 相比于电梯电视的扩张，自营电梯海报数量基本稳定。作为对比，截止 2024 年 7 月，一线城市、二线城市、三线及以下城市的自营框架数量分别为 43/91/19 万，而这一数字在 2017 年底为 38/68/15 万，除了二线城市以外，较 2018 年拓展之前数量差别不大，主要变动在于参股外购比例的提升 (24H1 约为电梯海报总量的 20%)。

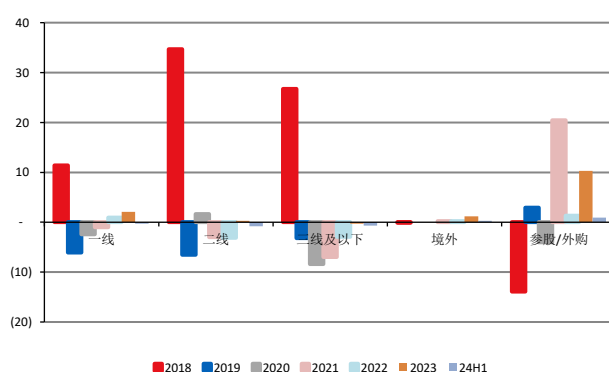
图表 50 电梯电视 2018 年以来的城市细分变化 (万个)



资料来源：公司公告，华创证券

注：截止 24 年 7 月。

图表 51 电梯海报 2018 年以来的城市细分变化 (万个)

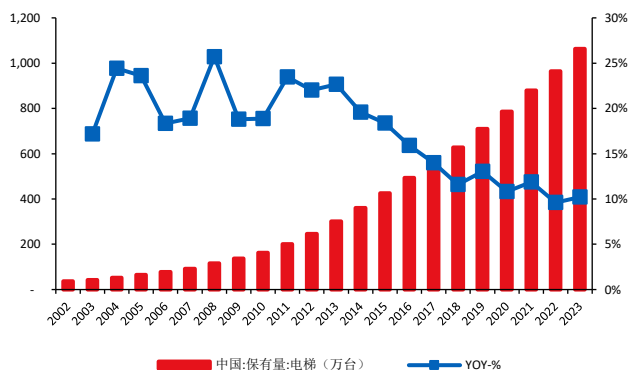


资料来源：公司公告，华创证券

注：截止 24 年 7 月。

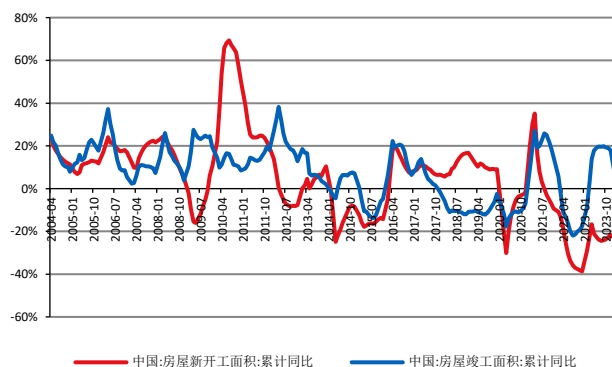
新增电梯保有量与新增房地产正相关，预计后续增速继续放缓至 10% 以内。 根据国家市场监管总局的数据，2023 年国内电梯保有量 1063 万台，增速 10%。电梯保有量增速自 13 年的 YOY+23% 以来，基本保持着 1-2pct 的降幅；长周期来看与房地产正相关，随着当前房屋开工、竣工面积增速的放缓，预计电梯保有量增速将在后续回落至 10% 以内。

图表 52 2002-2023 年中国电梯保有量及增速



资料来源: 国家市场监督管理总局, Wind, 华创证券

图表 53 2004-2024 年 3 月房屋开工、竣工面积累计同比变化趋势 (MA3)



资料来源: 国家统计局, 华创证券

预计广告库存侧, 后续以结构性增长、提质增效为核心叙事, 总量维持中低速增长状态。考虑到新增楼宇速度持续放缓, 存量点位 2018 年以来已经深度挖掘、梳理, 我们认为后续点位增长或偏结构性, 包括少量的一二线城市新增点位、智能屏渗透率提升、中低线城市优质点位的自营开拓、中低线城市与区域性梯媒公司的加盟合作, 增速或维持当前的中低速状态。

五、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年实现收入 127/140/149 亿元，YOY+7%/10%/7%，以体现复苏和稳健增长。具体而言：

- 预计梯媒实现收入 118/130/138 亿元，YOY+6%/10%/7%，我们的基准假设是：1) 供给端，保持自营点位的高效开拓；2) 需求端，宏观经济稳中向好，消费品广告主投放稳定。
- 预计院线媒体实现收入 9.1/9.8/10.4 亿元，YOY+18%/8%/7%，我们预计在后续内容供给改善的背景下，院线媒体刊挂率持续复苏，带动收入提升。

图表 54 收入预测表 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
收入	11,904	12,720	13,958	14,899
YOY-%	26%	7%	10%	7%
其中：				
楼宇媒体	11,119	11,798	12,967	13,844
YOY-%	25%	6%	10%	7%
院线媒体	769	909	979	1,043
YOY-%	43%	18%	8%	7%

资料来源：公司公告，华创证券测算

图表 55 点位预测表 (万个)

	2023	2024E	2025E	2026E
屏幕点位合计	106	127	137	143
YOY-%	22%	20%	7%	5%
自营	101	116	123	127
YOY-%	23%	15%	6%	4%
一线	25	27	29	30
二线	55	60	63	65
三线及以下	6	11	12	13
境外	14	18	19	20
加盟	5	11	13	15
YOY-%	2%	120%	20%	15%
框架合计	196	205	214	221
YOY-%	7%	5%	4%	3%
自营	156	158	160	161
YOY-%	2%	1%	1%	1%
一线	43	45	48	50
二线	92	92	92	92
三线及以下	20	19	19	18
境外	2	2	2	2

参股/外购	39	47	54	60
YOY-%	35%	20%	15%	10%
合计	302	332	351	364
YOY-%	12%	10%	5%	4%
自营	257	274	283	289
YOY-%	9%	7%	3%	2%
加盟及参股	45	59	68	75
YOY-%	30%	31%	16%	11%

资料来源：公司公告，华创证券测算

我们预计在点位优化下，公司运营效率持续提升、刊挂率保持高位；行业竞争维持在缓和状态下，点位续约价格稳定；加之随着前期大规模扩张的固定资产折旧结束，毛利率仍然有缓慢提升空间。

图表 56 核心假设表

	2023	2024E	2025E	2026E
GPM-%	65.5%	66.9%	67.2%	67.4%
销售费用率-%	18.5%	18.6%	18.1%	17.8%
管理费用率-%	3.7%	3.7%	3.7%	3.6%
研发费用率-%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%

资料来源：公司公告，华创证券测算

基于上述核心假设，我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 53/58/62 亿元，YOY+10%/9%/7%，对应 PE 20/18/17x。

考虑到公司已经稳定盈利，我们采用 PE 法为公司估值。选取 A 股上市公司兆讯传媒（国内最大的高铁媒体之一）、美股上市公司拉马尔户外广告公司（北美最大户外广告公司之一）、泛欧巴黎交易所上市公司德高集团（欧洲最大的户外广告公司之一），三家户外媒体集团作为可比公司，可比公司 PE-25E 均值 20x。

我们认为户外媒体公司的核心竞争力是其控制点位所绑定的自然流量的稳定性与价值量，而公司在高价值量的写字楼、住宅电梯单位具有高渗透率、占有率，加之产业链格局给予其稳定的提价能力、下游客户结构给予其更强的经营稳定性，我们给予行业估值水平均值一定溢价到 PE-25E 22x，对应目标市值 1270 亿元，目标价 8.80 元，维持“推荐”评级。

图表 57 盈利预测及估值表 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润	4,827	5,317	5,775	6,168
YOY-%	73%	10%	9%	7%
归母净利润率-%	41%	42%	41%	41%
PE-x	21.8	19.8	18.2	17.1
目标 PE-X			22	
目标市值 (亿元)	1270			
空间-%	21%			

资料来源: 公司公告, Wind, 华创证券测算; 注: 截止 2024 年 11 月 14 日收盘价。

图表 58 可比公司表

代码	公司名称	当前市值 (亿元)	净利润-24E (亿元)	净利润-25E (亿元)	PE-24E	PE-25E	PE-TTM
301102.SZ	兆讯传媒	46	1.3	1.8	38.3	26.1	38.9
LAMR.O	Lamar Advertising	945	36.6	41.9	25.8	22.5	27.6
DEC.PA	JC Decaux SA	233	19.2	21.7	12.1	10.7	15.0
				平均值	25.4	19.8	27.2

资料来源: Wind, 彭博, 华创证券
 注: 截止 2024 年 11 月 14 日收盘价。

六、风险提示

宏观经济波动风险：广告是顺周期行业，周期性也是分众的底色，若宏观经济波动，可能会造成公司业绩表现不及预期风险；

行业竞争加剧风险：若行业竞争加剧，可能会造成公司成本上升、收入下降，进而在经营杠杆的作用下，大幅度影响利润率水平；

点位开拓不及预期风险：若公司点位开拓进度和效果不及预期，可能会拉低整体的刊挂率，进而影响公司利润率表现。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,493	2,269	3,063	3,572
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,821	2,554	2,502	2,577
预付账款	108	231	152	173
存货	9	9	12	13
合同资产	6	91	74	61
其他流动资产	5,675	6,758	7,090	7,486
流动资产合计	11,112	11,914	12,892	13,882
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	2,133	2,133	2,133	2,133
固定资产	503	402	421	423
在建工程	0	0	0	0
无形资产	66	73	80	89
其他非流动资产	10,547	10,557	10,561	10,566
非流动资产合计	13,249	13,164	13,195	13,210
资产合计	24,361	25,078	26,086	27,092
短期借款	69	69	69	69
应付票据	0	0	0	0
应付账款	137	226	190	200
预收款项	0	0	0	0
合同负债	857	916	1,005	1,073
其他应付款	1,081	1,081	1,081	1,081
一年内到期的非流动负债	2,237	2,237	2,237	2,237
其他流动负债	823	888	963	1,022
流动负债合计	5,203	5,416	5,544	5,682
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,117	1,117	1,117	1,117
非流动负债合计	1,117	1,117	1,117	1,117
负债合计	6,320	6,533	6,661	6,799
归属母公司所有者权益	17,693	18,244	19,185	20,101
少数股东权益	348	300	241	191
所有者权益合计	18,041	18,544	19,425	20,293
负债和股东权益	24,361	25,078	26,086	27,092

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,678	3,956	5,809	5,877
现金收益	5,076	5,478	5,865	6,256
存货影响	4	0	-2	-1
经营性应收影响	-311	-832	152	-77
经营性应付影响	-83	89	-36	10
其他影响	2,991	-779	-170	-311
投资活动现金流	1,724	-147	-198	-167
资本支出	-314	-167	-219	-193
股权投资	-252	0	0	0
其他长期资产变化	2,290	20	20	25
融资活动现金流	-9,257	-5,032	-4,817	-5,202
借款增加	238	0	0	0
股利及利息支付	-6,086	-4,834	-5,251	-5,608
股东融资	25	25	25	25
其他影响	-3,434	-223	409	381

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11,904	12,720	13,958	14,899
营业成本	4,109	4,214	4,572	4,858
税金及附加	236	254	279	298
销售费用	2,203	2,365	2,521	2,645
管理费用	443	476	515	542
研发费用	62	52	57	61
财务费用	-73	-32	-28	-15
信用减值损失	48	-180	-20	-20
资产减值损失	-39	-25	-20	-20
公允价值变动收益	-4	-100	-60	-60
投资收益	411	750	450	450
其他收益	456	490	480	480
营业利润	5,792	6,331	6,877	7,345
营业外收入	10	5	5	5
营业外支出	9	5	5	5
利润总额	5,793	6,331	6,877	7,345
所得税	993	1,083	1,176	1,256
净利润	4,800	5,249	5,701	6,089
少数股东损益	-27	-68	-74	-79
归属母公司净利润	4,827	5,317	5,775	6,168
NOPLAT	4,739	5,222	5,678	6,076
EPS(摊薄) (元)	0.33	0.37	0.40	0.43

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	26.3%	6.9%	9.7%	6.7%
EBIT 增长率	26.3%	6.9%	9.7%	6.7%
归母净利润增长率	68.8%	10.1%	8.7%	7.0%
获利能力	73.0%	10.1%	8.6%	6.8%
毛利率				
净利率	65.5%	66.9%	67.2%	67.4%
ROE	40.3%	41.3%	40.8%	40.9%
ROIC	27.3%	29.1%	30.1%	30.7%
偿债能力	171.6%	217.5%	202.2%	188.0%
资产负债率				
债务权益比	25.9%	26.1%	25.5%	25.1%
流动比率	19.0%	18.5%	17.6%	16.9%
速动比率	2.1	2.2	2.3	2.4
营运能力	2.1	2.2	2.3	2.4
总资产周转率				
应收账款周转天数	0.5	0.5	0.5	0.5
应付账款周转天数	50	62	65	61
存货周转天数	12	16	16	14
每股指标(元)	1	1	1	1
每股收益				
每股经营现金流	0.33	0.37	0.40	0.43
每股净资产	0.53	0.27	0.40	0.41
估值比率	1.23	1.26	1.33	1.39
P/E				
P/B	22	20	18	17
EV/EBITDA	6	6	6	5

传媒组团队介绍

组长、首席分析师：刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020），从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名，2016 年水晶球评选第三名，2016 年金牛奖第三名，2017 年水晶球第五名，2017 证券时报金翼奖第一名，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名等。

联席首席分析师：廖志国

莫纳什大学硕士。2021 年加入华创研究所。

分析师：刘文轩

威斯康星大学麦迪逊分校硕士，2024 年加入华创研究所，曾任职于德邦研究所。2023 年所在团队获得 21 世纪金牌分析师传媒互联网第五名，港股及海外市场第五名。

分析师：赵海楠

复旦大学硕士。曾任职于浙商证券研究所，2023 年所在团队获得 Wind 第 11 届金牌分析师传媒第二名。2024 年加入华创证券研究所。

研究员：郭子萱

哥伦比亚大学硕士。曾任职于瑞银证券，2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴婧

上海交通大学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com
	招莉	销售经理		zhaoli1@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522