

2017年03月07日

公司研究

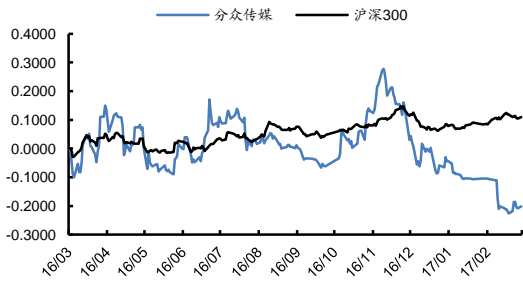
评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003
联系人：陶斯然 S0350114090005
联系人：邵伟 S0350115070032
18817875606 shaow@ghzq.com.cn

新分众享消费升级，文体生活媒体新平台 ——分众传媒（002027）深度报告（上）

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
分众传媒	-10.8	-22.5	-18.0
沪深 300	2.4	-0.8	11.0

市场数据 2017/03/07

当前价格（元）	12.11
52 周价格区间（元）	11.51 - 19.77
总市值（百万）	105803.05
流通市值（百万）	42909.06
总股本（万股）	873683.35
流通股（万股）	354327.50
日均成交额（百万）	213.49
近一月换手（%）	19.22

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- **有别于市场的观点：**1) 我们预测公司 2016-2018 年归母净利润复合增速可达 25%；2) 因盈利增速和公司盈利质量，公司合理 PE 估值为 25 倍；3) 无需担心巨量解禁，估值合适即可积极配置。
- **公司业务主要为生活圈媒体，细分为楼宇媒体、影院媒体以及其他。楼宇媒体分为电梯电视和电梯海报媒体，特点如下：**1) 具有场景优势：属于生活圈被动型媒体，具有“强制观看”属性，效果好；2) 受众精准优质：主要是一二线城市主流强消费能力人群。**影院映前广告特点有：**1) 公司市场份额第一，按票房口径达到 55%；2) 该类广告具有场景优势：封闭空间、大屏专注；
- **登陆美股以来，公司持续增长，2015 年最终完成登陆 A 股，奠定新阶段发展基础。**2005-2016 年公司业绩稳步增长，楼宇视频、楼宇框架、影院映前广告营收占比分别达到 2016 年营业收入（预测值）的 39%、37%、21%，毛利率总体上稳步上扬升至 2016 年的约 72%。此外，在核心业务数据上，刊挂率稳步上扬、平均单屏幕广告营收趋于上涨，主要的广告主客户为新经济公司（如互联网、生活服务、消费升级类、互联网金融等），体现了公司生活圈媒体业务持续良性发展。
- **未来增长点：我们认为公司未来仍具有较大成长空间。**根据 CTR 数据，2016 年中国广告市场整体刊例下降 0.6%，传统广告市场刊例下滑 6%。传统广告市场中报纸和杂志刊例分别下降 38%、30%，电视刊例下降 3.7%。相比下，电梯电视、电梯海报刊例分布同比增长 22.4%、24.1%，互联网刊例增长 18.5%，其中影院视频刊例增幅最大 44.8%，分众传媒所拥有的广告媒体均处于广告细分类别中正增长且增长迅速的类别中。未来 1) 我们认为未来楼宇显示器数量仍将在楼宇数量的增长下稳步保持 5% 左右的增长，楼宇框架媒体数量为 10%-20% 增长，影院媒体数量维持 22%-58% 的增长；2) **涨价：**鉴于公司目前一线城市 30 秒广告 CPM 较电视端仍然低至 17%-45%，且公司广告效果更好，涨价空间未存在瓶颈；3) **文娱产业拓展、广告玩法升级、消费者观影习惯养成、银幕数量增长，也将有助于公司业务增长。**
- **盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予“买入”评级。**我们认为公司是 A 股稀缺的高质地生活圈媒体标的，正文从细分行业发展前景、

公司成长空间、公司竞争优势均证实上述判断。我们预计公司 2017-2018 年将实现净利润 55.29/66.25 亿元(其中包括已属“类经常性”的政府返税,具体分业务测算见正文“盈利预测与评级”章节),对应 EPS 分别为 0.63/0.76 元,对应 PE 分别为 19.14/15.97 倍,PEG 小于 1。尽管解禁确有可能造成短期冲击,但我们认为公司股价已达相对低估区间,若短期因素造成股价持续在低位徘徊,建议积极配置,2017 年合理 PE 估值为 25 倍,12 个月目标价 15.75 元。首次覆盖,给予“买入”评级。

- **风险提示:** 限售股解禁带来的短期冲击风险;广告、文体行业下滑风险;宏观经济风险;新技术冲击使得公司广告价值下降风险;楼宇、影院建设放缓或人流减少风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	8627	10740	13261	15953
增长率(%)	72%	24%	23%	20%
净利润(百万元)	3389	4448	5529	6625
增长率(%)	51319%	31%	24%	20%
摊薄每股收益(元)	10.78	0.51	0.63	0.76
ROE(%)	71.56%	31.40%	28.10%	25.21%

资料来源:公司数据、国海证券研究所

内容目录

1、有别于市场的观点.....	5
1.1、公司近三年复合增速 25%左右.....	5
1.2、公司可给予 25 倍 PE 估值.....	6
1.3、无需担心巨量解禁，估值合适即可积极配置.....	7
2、分众回归之路，借 A 股资本平台享新阶段成长.....	7
2.1、美股上市，短期波折，长期业绩持续增长.....	7
2.2、回归 A 股，奠定新阶段发展基础.....	8
3、当之无愧的生活圈媒体巨头.....	9
3.1、公司的业务结构.....	9
3.2、楼宇媒体：电梯电视+电梯海报.....	11
3.3、影院映前广告：享观影人次提升红利，市占率仍具成长性.....	18
3.4、其他业务：卖场媒体、文娱板块等具有较大潜力.....	20
4、公司的竞争优势.....	21
5、盈利预测与评级.....	23
6、风险提示.....	24

图表目录

图 1: 2000-2016 年中国电梯产量单位 (万台)	5
图 2: 2015 年中国电梯销售分布占比	6
图 3: 公司在美股的营业收入/毛利/净利润图 (2005-2012)	7
图 4: 分众传媒在美股的 PE 图 (2005-2012)	7
图 5: 分众传媒美股上市期间历史大事记 (2004-2013)	8
图 6: 分众传媒当前股权结构	9
图 7: 分众传媒业务类别	9
图 8: 2008-2018E 分众传媒历史业绩增长情况及预测	10
图 9: 2016E 预测分众传媒业务结构	10
图 10: 2011-2016 年中国传统广告刊例花费同比增速	10
图 11: 2016 年中国各媒介广告刊例花费变化	11
图 12: 2016 年中国各媒体广告增长贡献量	11
图 13: 2015 年楼宇液晶电视市场份额	12
图 14: 分众传媒的楼宇视频媒体举例	12
图 15: 分众传媒楼宇媒体中电梯海报市场简述	13
图 16: 分众传媒的楼宇框架媒体举例	13
图 17: 2015 年电梯海报一线城市楼栋覆盖率 (单位: %)	14
图 18: 2015 年电梯海报二线城市楼栋覆盖率 (单位: %)	14
图 19: 2014Q4 中国户外电子屏广告细分市场收入份额	14
图 20: 分众传媒集团部分广告客户	15
图 21: 2015A-2020E 年分众楼宇框架刊例挂刊率及刊挂率增长	16
图 22: 互动屏营销案例 (雪佛兰、蒙牛)	17
图 23: 中国影院映前广告代理商代表企业	18
图 24: 2015 年媒体广告总体效果分布, 影院映前广告领先	19
图 25: 影院映前广告投放转化效果	19
图 26: 2010-2016 年中国影院映前广告市场分析	20
图 27: 2012-2016 年中国城市院线电影观影人次	20
图 28: 分众传媒终端卖场市场分布及市占率	20
图 29: 卖场消费者至少每周一次卖场购物, 每次约 50 分钟	21
图 30: 2016 年电梯电视广告花费 top10 品牌增幅	22
图 31: 2008-2016 公司主要业务毛利率虽有波折, 但主要处于上升趋势	22
表 1: 分众传媒盈利质量相对较好 (2016 年前三季度)	6
表 2: 楼宇液晶电视媒体效果 (按 CPM 计算)	16
表 3: 2014-2015 年新经济占公司营收比例很大	22
表 4: 广告营销类公司应收账款周转率对比, 分众传媒领先	22
表 5: 2010-2018E 分众传媒盈利分业务预测表	23
表 6: 分众传媒盈利预测表	25

1、有别于市场的观点

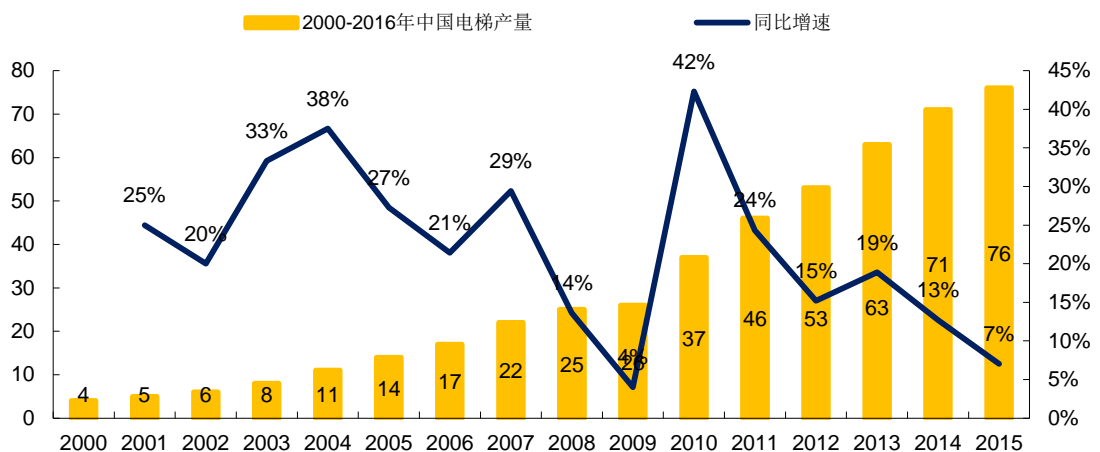
1.1、公司近三年归母净利润复合增速 25%左右

我们认为公司 2016-2018 年归母净利润具有 25%左右的复合增速，主要原因如下，具体参见下文我们对公司的盈利预测。

1) **楼宇和影院数量增长**。随着城镇化的推进，楼宇数量仍不断增长，越来越多的城市或地区符合了分众内部所定义的一二线城市，公司仍将在这些新兴城市进行及时快速布局，使得公司占比近 80%的业务仍有成长空间。

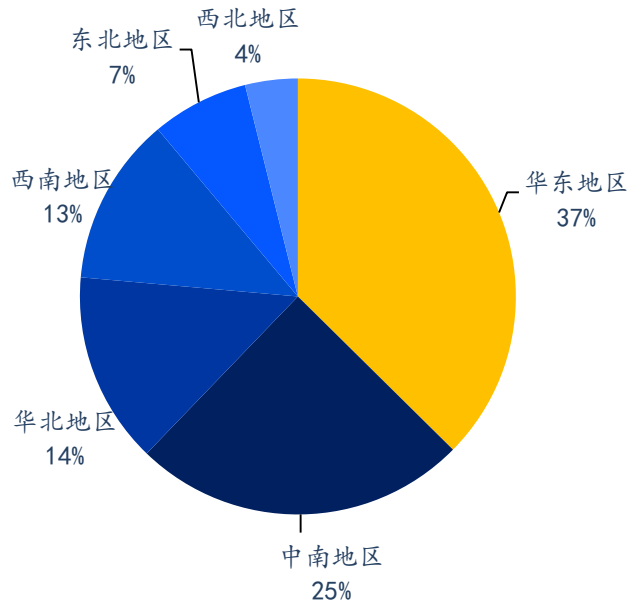
此外，随着经济的发展，影院也在持续推进之中，渠道下沉、三四线城市消费提升使得除一二线城市之外的影院票房快速增长，由于公司的广告银幕数量在全国的占比约为 20%左右（票房占比 55%），未来在市占率上将有比楼宇广告更大的空间。

图 1：2000-2016 年中国电梯产量（单位：万台）



资料来源：中国产业信息网、国海证券研究所

图 2: 2015 年中国电梯销售分布占比



资料来源: 中国产业信息网、国海证券研究所

2) 文娱板块协同效应强。公司已经开始通过投资布局体育等文娱内容领域。公司由于占据了全国主流强消费能力人群的注意力,因此通过自身的渠道影响力配合优质的内容的营销很容易瞬间引爆该内容影响力,形成爆款。

3) 互联网金融业务空间大。公司 2016 年 1 月投资数禾科技 70% 股权,数禾科技主要产品为“拿铁财经”、“还呗”等,分别对应“智能投顾”、“信用卡分期代还等业务”具有较大的成长潜力。

1.2、公司可给予 25 倍 PE 估值

公司是传媒行业稀缺的垄断型媒体类公司,具有绝佳的盈利能力和现金流,盈利质量高,应给予估值溢价。如下表所示,公司经营活动产生的现金流量净额、资产现金回收率均处于龙头广告营销公司前列,主要由于公司业务模式为垄断型的广告媒体,具有独占性和议价能力。

此外,我们认为 2016-2018 年公司净利润复合增速将达到约 25%(见盈利预测),公司 2017 年合理 PE 应为 25 倍,即 2017 年 15.75 元/股。

表 1: 分众传媒盈利质量相对较好 (2016 年前三季度)

公司简称	经营活动产生的现金流量净额/营业收入	全部资产现金回收率	总市值 (亿元)	2016PE	2017PE
分众传媒	39.21%	29.74%	1,058.03	23.77	19.14
蓝色光标	-5.00%	-2.50%	211.86	31.69	21.47
利欧股份	-0.32%	-0.15%	239.23	42.62	28.01
联建光电	10.73%	2.85%	145.13	36.23	26.13

资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 2017 年 PE 数据除分众传媒外均为 Wind 一致预期

1.3、无需担心巨量解禁，估值合适即可积极配置

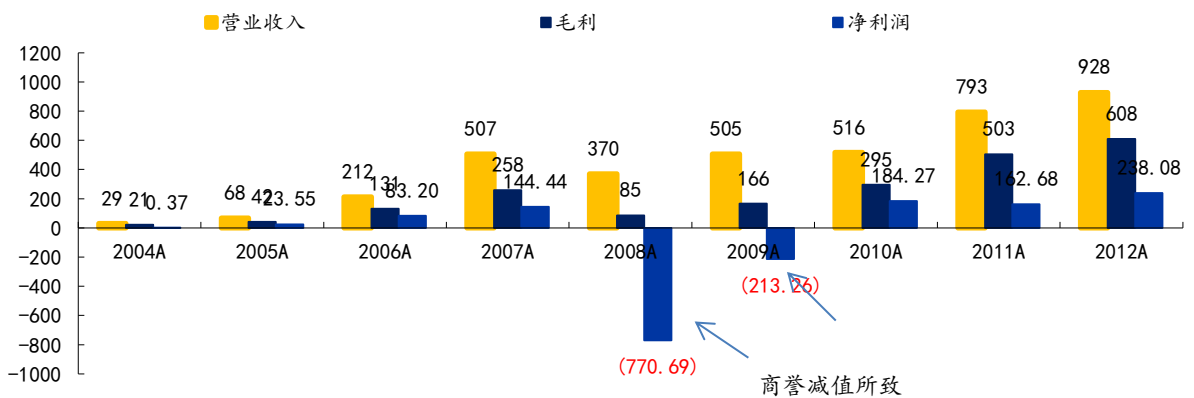
市场担心 2016 年底至 2017 年 4 月份公司解禁市值过大，造成短期冲击风险。我们认为：当前估值可能已经基本反映了市场对公司解禁压力的谨慎预期。另一方面，公司估值已经达到合理偏低的位置，此处虽确实存在抛售压力，但下行空间不大，适合长期投资者积极配置。

2、分众回归之路，借 A 股资本平台享新阶段成长

2.1、美股上市，短期波折，长期业绩持续增长

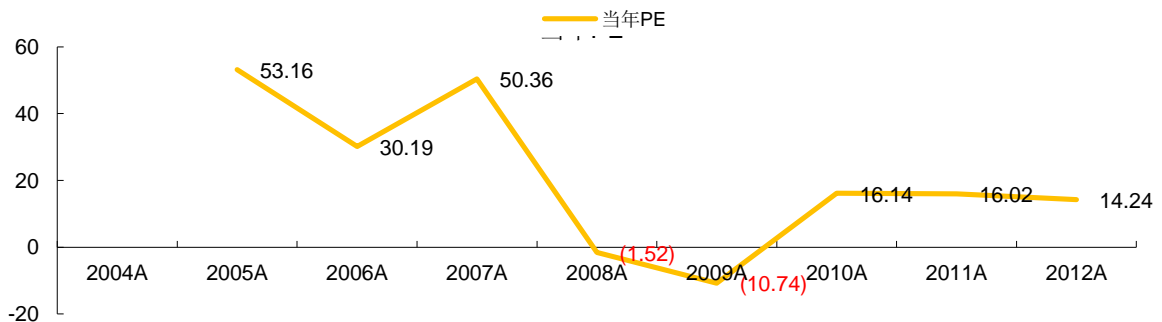
分众传媒成立于 2003 年，曾于 2005 年成功在 NASDAQ 上市，成为首家登陆 NASDAQ 的中国传媒广告公司。美股上市期间，除 2008-2009 年因并购商誉减值、全球经济危机等因素造成业绩大幅下滑之外，大多年景业绩保持持续增长。2013 年，分众传媒完成美股退市，开启 A 股公共回归之路。

图 3：公司在美股的营业收入/毛利/净利润图（2005-2012）



资料来源：Wind、国海证券研究所

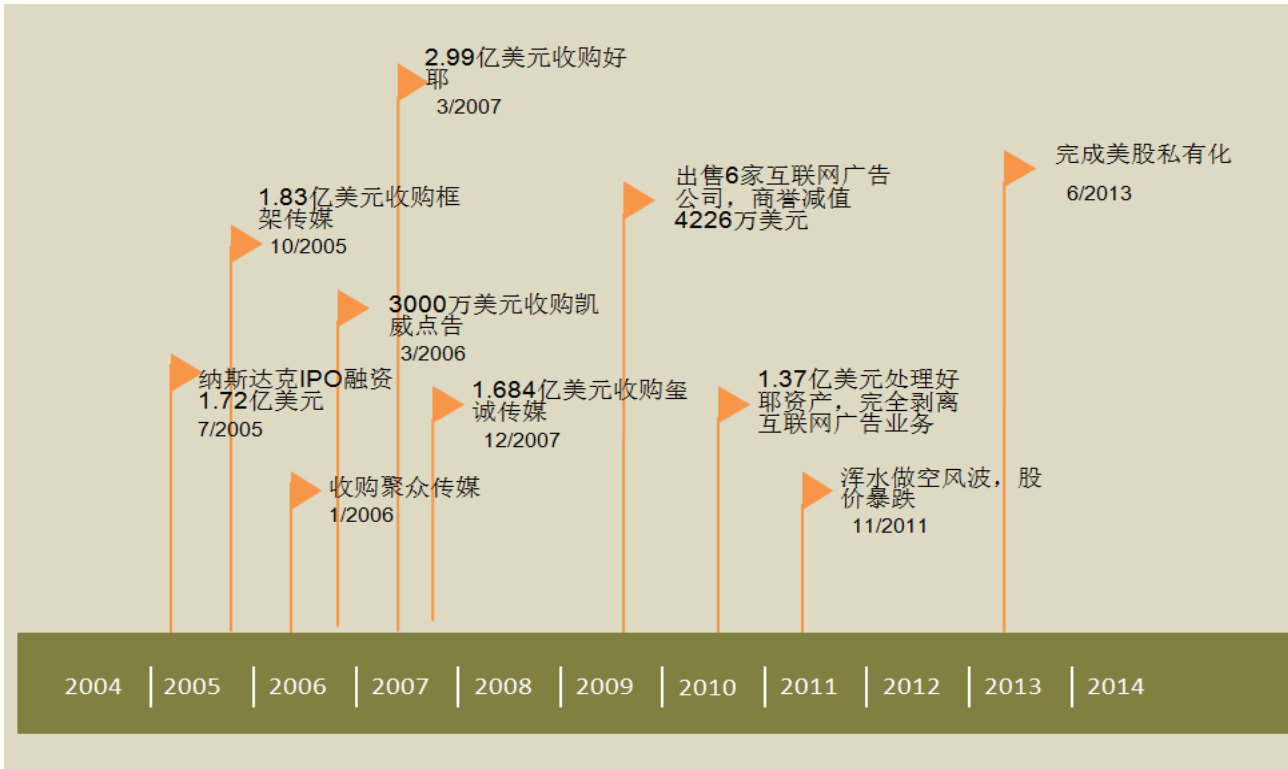
图 4：分众传媒在美股的 PE 图（2005-2012）



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：当年 PE 算法为当年 12 月 31 日总市值/当年净利润

图 5: 分众传媒美股上市期间历史大事记 (2004-2013)



资料来源: Wind、国海证券研究所

2.2、回归 A 股，奠定新阶段发展基础

2015 年 11 月分众传媒借壳上市获得有条件通过，2016 年 4 月份完成借壳上市最后步骤。具体方案为：

- 1) 重大资产置换：七喜控股以置出资产 8.8 亿的对价与分众传媒 100% 股权（作价 457 亿）等值部分进行置换；
- 2) 发行股份及支付现金购买资产：置入资产与置出资产的差额部分由七喜控股以发行股份及支付现金方式向分众传媒全部股东处购买，其中，向分众传媒股东 FMCH 支付 49.302 亿现金，并以 10.46 元/股的价格向除 FMCH 外的股东发行 381,355.64 万股。
- 3) 募集配套资金：公司以 11.38 元/股的底价发行股份募资不超过 50 亿元，实际发行价为 19.80 元（经过送转和分红对应调整股价为 9.775 元/股），共发行 252,525,252 股。

2016 年 4 月 18 日公司简称由“七喜控股”变更为“分众传媒”。至此，公司完成借壳上市。

图 6: 分众传媒当前股权结构

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)
1	Media Management Hong Kong Limited	-	2,039,177,844	0	23.3400
2	Power Star Holdings(Hong Kong)Limited	-	751,688,050	0	8.6000
3	Glossy City(HK)Limited	新进	666,041,572		7.6200
4	Giovanna Investment Hong Kong Limited	-	646,398,712	0	7.4000
5	Gio2 Hong Kong Holdings Limited	-	646,398,712	0	7.4000
6	珠海融悟股权投资合伙企业(有限合伙)	-	285,659,504	0	3.2700
7	上海箬菁投资管理合伙企业(有限合伙)	-	190,439,670	0	2.1800
8	易贤忠	减持	187,516,384	-7,000,000	2.1500
9	珠海晋汇创富壹号投资企业(有限合伙)	-	171,247,174	0	1.9600
10	HGPLT1 Holding Limited	-	159,221,504	0	1.8200
	合计	-	5,743,789,126		65.7400

资料来源: Wind、国海证券研究所

3、当之无愧的生活圈媒体巨头

3.1、公司的业务结构

公司主要业务为生活圈媒体的开发和运营,公司构建了国内最大的城市生活圈媒体网络,正致力于成为国内领先的 LBS 和 O2O 媒体集团。公司主要产品为楼宇媒体(楼宇视频媒体+框架媒体)、影院银幕广告媒体、卖场终端视频媒体等其他媒体类型,因此覆盖了城市主流消费人群的工作场景、生活场景、娱乐场景、消费场景,并相互整合成为生活圈媒体网络。

图 7: 分众传媒业务类别



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

截至 2016 年上半年,公司楼宇媒体、框架媒体、影院银幕广告媒体的市场占有率分别为 95%、70%、55%,媒体资源数量分别达到 19.2 万台、121 万台、8300 块,卖场终端视频媒体显示器数量 5.9 万台(2015 年 5 月 31 日数据),分别均体现出较大的市场占有率。

2016年中国广告市场整体刊例下降0.6%，传统广告市场营收下滑6%。传统广告市场中报纸和杂志刊例分布下降38%、30%，电视刊例下降3.7%。相比之下，电梯电视、电梯海报刊例分布同比增长22.4%、24.1%，互联网刊例增长18.5%，其中影院视频刊例增幅最大44.8%，分众传媒所拥有的广告媒体均处于广告细分类别中正增长且增长迅速的类别中。

公司主要营业收入来自于楼宇媒体（2015年占比80.50%）、影院媒体（2015年占比15.68%）以及其他媒体。未来公司在影院媒体以及其他媒体、文娱内容方面仍有成长空间。

图 8：2008-2018E 分众传媒历史业绩增长情况及预测

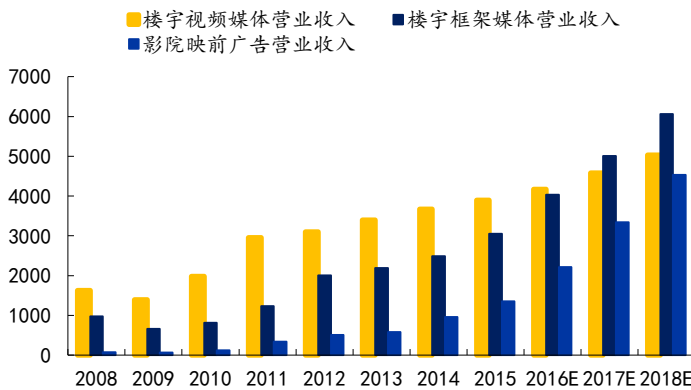
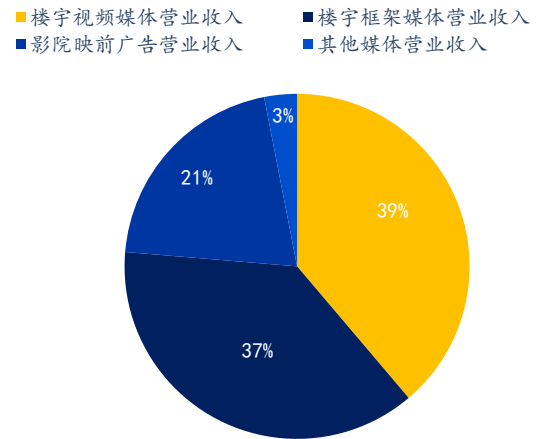


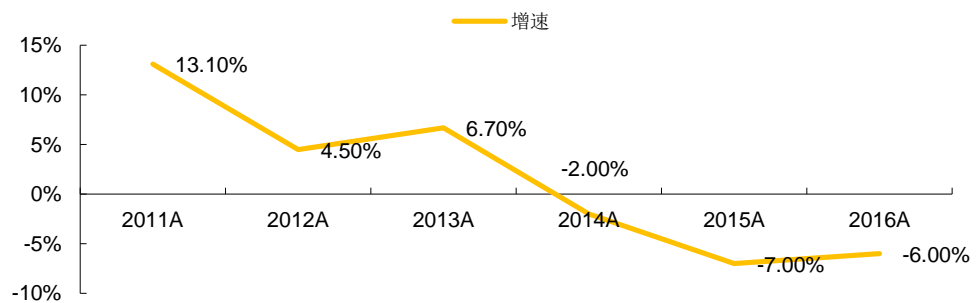
图 9：2016E 预测分众传媒业务结构



资料来源：Wind、国海证券研究所

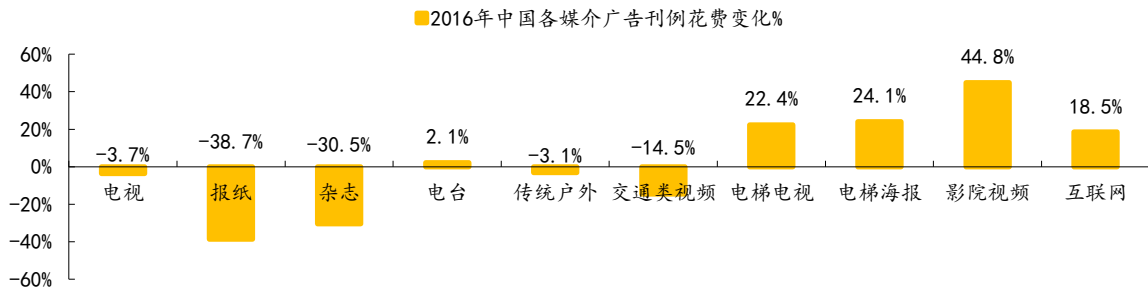
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 10：2011-2016 年中国传统广告刊例花费同比增速



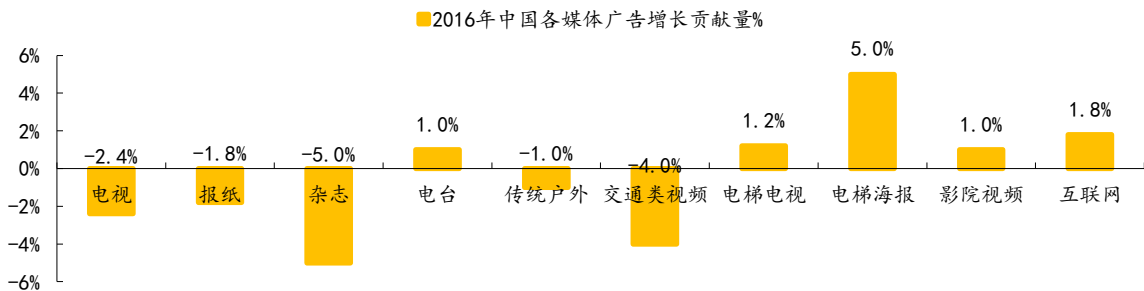
资料来源：CTR、国海证券研究所绘制

图 11: 2016 年中国各媒介广告刊例花费变化



资料来源: CTR、国海证券研究所

图 12: 2016 年中国各媒体广告增长贡献量



资料来源: CTR、国海证券研究所

3.2、楼宇媒体: 电梯电视+电梯海报

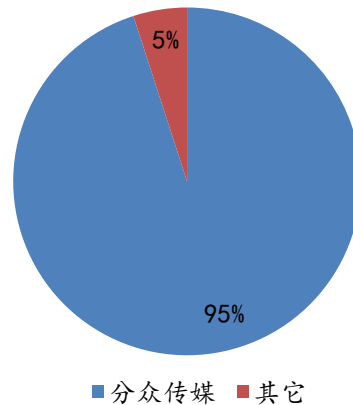
3.2.1、场景优势: 生活圈被动型媒体, 具有“强制”观看属性

分众传媒在楼宇媒体的核心优势即是占据了楼宇媒体电梯电视和电梯海报等 95% 的市场份额, 且主要覆盖在高价值的一二线城市。这块业务还细分为楼宇视频媒体和楼宇框架媒体两类媒体类型。

1) 楼宇视频媒体: 品牌宣传效果好, 价格较贵, 玩法更多

楼宇视频媒体主要悬挂于电梯内或电梯等候厅的墙壁上, 主要采用液晶屏幕或等离子显示器, 滚动播放广告视频。截至 2016 年 6 月 30 日, 分众传媒拥有自营楼宇视频媒体约 19.2 万台, 覆盖全国约 90 多个城市和地区, 占据了 95% 的市场份额。

图 13: 2015 年楼宇液晶电视市场份额



资料来源: IPSOS、国海证券研究所

分众传媒在 2011 年推出了新一代楼宇视频媒体形式——互动屏，在原有的楼宇视频媒体设备的基础上、在其单个液晶屏幕的下方增加了三个互动小屏，三个互动小屏与大屏组合，在大屏发布广告片的同时，小屏可以显示产品的具体功能、促销信息、赞助活动等详细信息，有助于受众更详细地了解广告产品以达到更好的营销效果。目前互动屏正在全国经济最活跃的城市如北上广深覆盖。

楼宇视频媒体一方面广告的表现形式多样，另一方面，通过 Wifi、iBeacon、AI 等新技术丰富广告的互动性等玩法，可大大提升屏幕广告价值。

图 14: 分众传媒的楼宇视频媒体举例



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

2) 楼宇框架媒体: 促销效果好, 价格较便宜

框架媒体存在于封闭的电梯空间中或电梯等候厅的墙壁上, 分众传媒的框架媒体又包括 2 种形式, 分别是框架电梯传统平面媒体 (简称框架 1.0) 和框架电梯液晶平面媒体 (简称框架 2.0), 前者采取纸质广告的形式展示广告内容 (一个点位一个客户位), 后者采取电子海报的形式展示广告内容 (一个点位包含若干客户位)。截至 2016 年上半年, 公司框架媒体保有量超过 121 万块, 覆盖全国约 46 个城市, 市场占有率 70%, 主要位于社区电梯内, 在必经的封闭狭小的电梯

空间内形成强制性收视，每周上下超 20 次，每周收视时间超 10 分钟，对电梯海报广告信息有充分的收视时间，使品牌与受众形成了深度的沟通。78%的受众在 20-50 岁之间，71%的受众家庭月收入在 10000 元以上，利于广告主精准营销。

图 15: 分众传媒楼宇媒体中电梯海报市场简述



资料来源：公司官网、国海证券研究所

图 16: 分众传媒的楼宇框架媒体举例



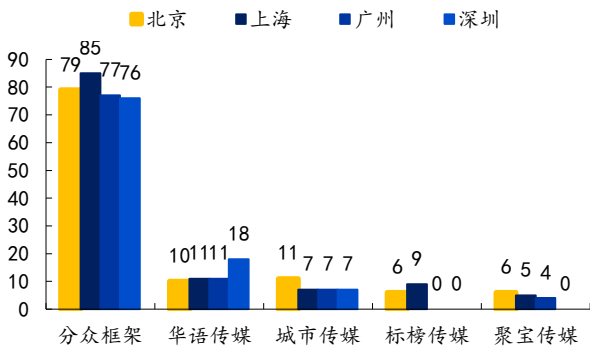
资料来源：公司公告、国海证券研究所

此外，公司自 2012 年建立基于物业（楼龄、楼价、商圈位置、楼宇入住人群）的 LBS 大数据分析和投放系统，未来将引入基于不同经纬度上不同物业的搜索数据和基于不同物业的电商送货数据，进而建立楼宇和社区公寓的商品品类需求指数大数据库。将现有生活圈信息平台全面升级为 LBS 精准信息平台，利于广告主实现对不同楼宇针对性的精准广告投放。

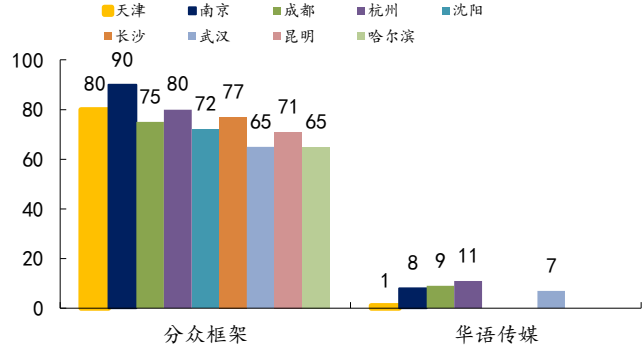
下图显示一线城市中分众传媒电梯框架占有绝对领先的城市楼宇覆盖率，据益普

索数据显示 2015 年公司在全国电梯框架媒体领域市场占有率约为 70%。

图 17: 2015 年电梯海报一线城市楼栋覆盖率(单位:%) 图 18: 2015 年电梯海报二线城市楼栋覆盖率(单位:%)



资料来源: 尼尔森、国海证券研究所

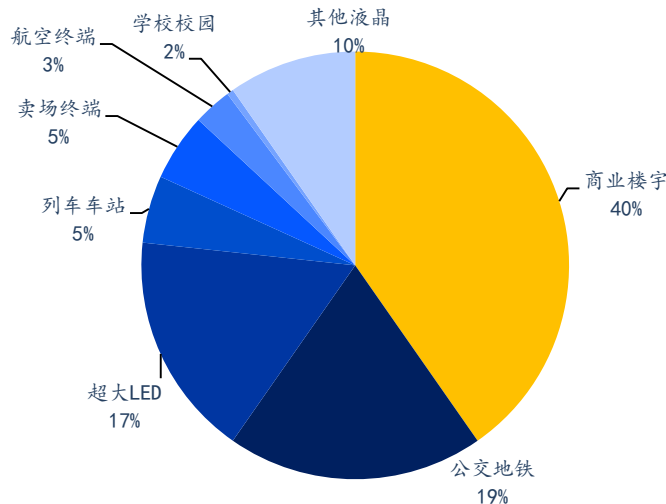


资料来源: 尼尔森、国海证券研究所

3) 总结: 楼宇媒体场景具有“强制观看”属性, 相较传统媒体更“便宜”

楼宇媒体具备的“强制观看”属性, 无需购买内容吸引注意力、观看频次高、品牌引爆效果更好。公司创造性、前瞻性占据了生活圈媒体主要的市场份额, 该类媒体的主要优势在于, 由于受众主要是在等待电梯或者在电梯中的无聊时间进行观看, 因此无需像电视台、纸媒、视频网站等媒体一样需要购买内容吸引受众的注意力。此外, 受众每天进出电梯的频次很高, 公司的广告形式也十分简单容易记住, 因此对于品牌的引爆能力十分显著。从下图也可以看出广告主对商业楼宇广告的偏好。

图 19: 2014Q4 中国户外电子屏广告细分市场收入份额



资料来源: 易观智库、国海证券研究所

3.2.2、受众精准优质: 一二线城市主流强消费能力人群

楼宇媒体的主要受众集中于代表中国主流消费能力的都市上班族。中国 4 亿城市人口中, 2 亿人口每天观看分众旗下的电梯电视、电梯海报、影院视频等广告, 日均 5 亿人次到达, 而且根据 CTR 的数据, 这些人群贡献了 70%-80% 的都市

消费力。此外，根据北京华通明略信息咨询有限公司出具的调研报告显示：楼宇视频媒体的受众集中于 25-44 岁，占比 72%；大专及以上学历人群占比 77%，企业或公司职员占比 84%，受众人群的家庭月平均收入在 10000 元以上的占比 68%；楼宇视频媒体受众人群七成以上是家庭消费品类购买决策者。因此，公司楼宇视频媒体所覆盖的人群为中国主流的最有消费能力、受良好教育的高广告价值人群。

精确对接体验经济目标用户，三五千元以上收入人群是分众主流受众。当前中国一二线城市正在进行深刻的消费升级，功能性经济正在向体验经济转变，消费者开始对体验以及品牌更加青睐，而这部分人群正好精确符合分众传媒的受众人群中的大部分人（即 20-45 岁月收入至少三五千元以上的群体），正好是互联网新经济品牌消费的核心群体。从 CTR 检测中也可知，阿里、京东、腾讯、滴滴，以及我们过去所观察的互联网金融、共享单车等高速发展的公司或行业等超过 5000 多个品牌都选择分众。在 WPP 集团 2015 年中国品牌 TOP100 榜单中，有 81 个品牌选择了分众传媒进行广告投放。

图 20：分众传媒集团部分广告客户



资料来源：公司官网、国海证券研究所

3.2.3、未来成长空间：强议价权控制成本、广告填充率提升、文娱产业拓展、广告玩法升级

1) 涨价：相较传统媒体更为便宜，因此仍具有涨价空间

分众传媒电梯电视的市场垄断优势凸显，带来市场定价与成本控制能力。分众电梯电视覆盖 120 个城市，18 万块电梯电视占全国电梯电视 95%，市场垄断优势凸显。分众传媒电梯电视触达用户年龄在 20-45 岁之间占比 71%的，68%的受众家庭收入在 1 万元以上是中国财富最主要的创造者和消费者，目标人群每日平均接触电梯电视 2.76 次，平均每次接触时长约为 2.5 分钟。基于电梯媒介“被动式+封闭式”的独特触媒场景，广告主在电梯媒介投放广告费用从 2015 年的 17%增至 2016 年 22.4%。其中主要消费品分众传媒受众消费量占比中私人住房占比高达 83%、私人旅行占比 81%。分众传媒凭借渠道的领先优势和媒体资源的稀缺性，获得较高的行业定价权，可推动广告刊例价的逐步上涨，为企业带来营收增长空间。同时分众媒介的千人到达成本相对其他媒体较低，目前一线城市

30 秒广告 CPM 较电视端低至 17%-45%，性价比得到广告主认可，也保证了分众未来提价空间。

表 2: 楼宇液晶电视媒体效果 (按 CPM 计算)

一线城市	focus media 单个广告 CPM	当地电视广告 CPM	3000+focus media 单个广告 CPM	3000+当地电视广告 CPM
北京	49	129	56	3391
上海	29	162	33	2948
广州	39	90	47	2959
深圳	42	150	48	968

资料来源: CTR、国海证券研究所

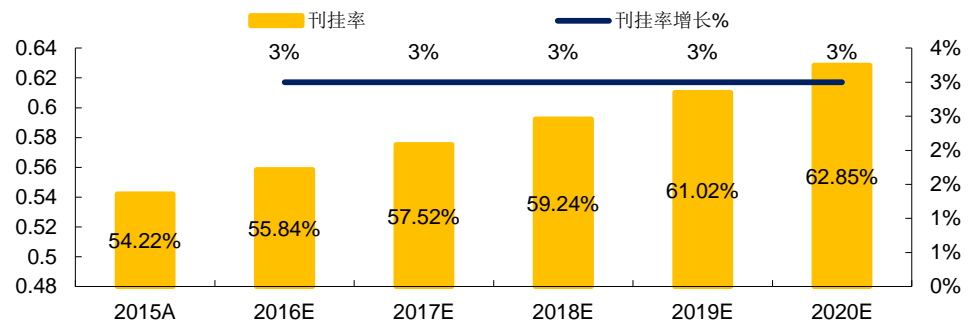
*CPM= (节目广告单价*1000) / (总人口*电视普及率*节目收视率)

2) 成本相对下降及刊挂率提升: LCD 液晶屏价格下降、框架媒体采购价格稳定

2015 年分众传媒的楼宇视频媒体数量增加约 1.5 万台, 框架媒体版位数增加约 20 万个。楼宇电视媒体 LCD 购置及更换支出随着近几年 LCD 液晶屏采购单价的逐年下降, 2015 年楼宇视频媒体的平均采购单价下降至 1800 元人民币左右; 海报框架的硬件采购费用平均采购单价约为 80 元左右。

此外, 随着公司市场份额的提升、广告主客户群体的增多 (尤其是新经济广告主)、一二线城市白领阶层收入增长, 公司刊挂率有所上升。截至 2015 年 5 月 31 日, 分众传媒在一线和主要二线城市的框架媒体刊挂率大多在 40%-55% 之间, 未来仍有较大的提升空间。

图 21: 2015A-2020E 年分众楼宇框架刊例挂刊率及刊挂率增长



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

3) 文娱板块的引爆式营销正在推进

公司通过在文化、体育等内容领域以及其他互联网领域延伸, 有望进一步拓宽自身的媒介价值, 获得内容收益+广告收益双收益。

4) 新技术驱动单屏幕广告价值提升

新一代互动屏引入 Wifi、NFC、iBeacon、AI 等新功能, 广告价值提升。分众传媒将预先存储了内容的 Wi-Fi 盒子或 iBeacon 置于 LCD 设备中或卖场终端液晶屏旁, Wi-Fi 盒子或 iBeacon 的信号覆盖半径约为 5-50 米, 当用户接近 LCD

或卖场终端液晶屏时,用户根据分众传媒媒体屏幕上显示的操作提示打开手机中指定的应用程序并完成“摇一摇”等类似的指令以后,手机屏幕上便弹出相应的营销界面,用户便可进行下载、参与互动或购买等各类操作。

公司拟在 2016 年 12 月底推出新一代互动屏。互动屏的首批更新将历时 4 个月左右,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。公司通过在其设备中置入 Wi-Fi、iBeacon、NFC 接入互联网及移动互联网,使屏幕升级为智慧终端实现云到屏、屏到端的精准互动,成为 O2O 互动的线下流量入口,并可以此为平台嫁接促销活动、营销活动、支付手段、社交娱乐、金融服务等。新一代互动屏实现了屏幕广告表现力,可呈现更多广告创意,吸引更多观看者视线,强效增加用户互动与黏度。

分众传媒已在全国 20 多个城市部署了约 11.5 万个具有 Wi-Fi 热点或 iBeacon 网络的媒体资源点位,构成了 O2O 互动营销的媒体网络平台,通过布局新广告技术,使得广告价值提升。

图 22: 互动屏营销案例(雪佛兰、蒙牛)



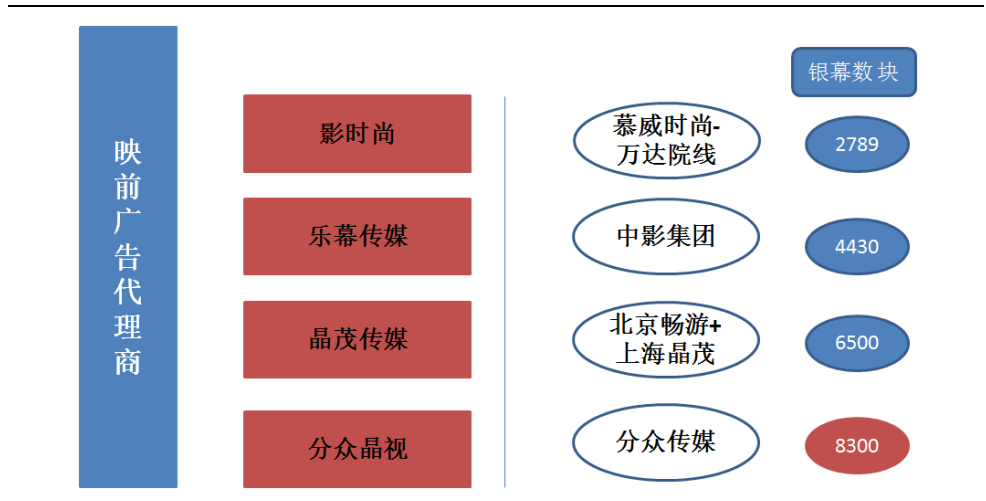
资料来源:公司公告、国海证券研究所

基于大数据的云到屏广告精准投放：分众传媒作为生活圈媒体，其产品覆盖了受众工作、生活、消费、娱乐等生活所必经的核心场景，其楼宇视频媒体和框架媒体和卖场终端媒体所在的位置，具有天然的地理位置特征，分众传媒根据楼宇社区的居住、工作人群类型、楼龄、楼价高低、租金高低和商圈位置等信息统计出楼宇的数据库，再与百度等互联网公司的基于搜索、购买信息、快递地址等的数据库结合，便可以进一步精确楼宇中受众对商品的品类购买需求和品牌倾向，帮助客户在大数据平台上实现以楼宇为单位的云到屏的广告精准投放。

3.3、影院映前广告：享观影人次提升红利，市占率仍具成长性

3.3.1、影院映前广告公司市场份额第一

图 23：中国影院映前广告代理商代表企业



资料来源：公司公告、艺恩、国海证券研究所

电影市场广告业务主要由影院映前广告、电影贴片广告及电影植入广告组成。其中电影映前广告和贴片广告是电影放映前规定时间内播放的视频广告。影院映前广告市场主要有如下参与者，其中，分众传媒旗下的分众晶视市场占有率第一：

1) **影时尚：**万达电影院线股份有限公司全资子公司慕威时尚文化传播（北京）有限公司旗下品牌“影时尚传媒”（影时尚）自 2016 年 1 月 1 日起，为期五年拥有万达电影院线全部万达影城内的银幕广告独家代理权。截止 2016 年 6 月 30 日万达院线拥有的已开业的影院 320 家，银幕是 2789 块。

2) **乐幕传媒：**上海乐幕文化传媒有限公司是中影集团旗下影院前包月广告全国独家代理公司，专注为品牌提供电影渠道营销，目前已经拥有超过 200 多个城市的全国映前包月广告网络，覆盖各个城市优质商业圈星级电影院。截止 2016 年 6 月 30 日中影银幕广告已覆盖 172 个城市，627 家影院，4430 块银幕。

3) **晶茂传媒：**北京畅游晶茂电影文化传媒有限公司和上海晶茂文化传播有限公司统称晶茂，是国内电影院线广告领域领先服务商。坚持以映前广告为核心提供

微创新产品服务，晶茂在中国拥有 6500 块电影屏幕，覆盖全国 200 多个城市的 900 多家优势影院资源，已经 1600 多个知名品牌提供电影营销方案，占整个映前广告市场 35% 份额。

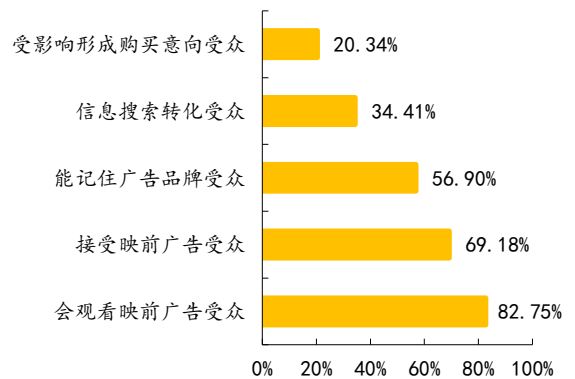
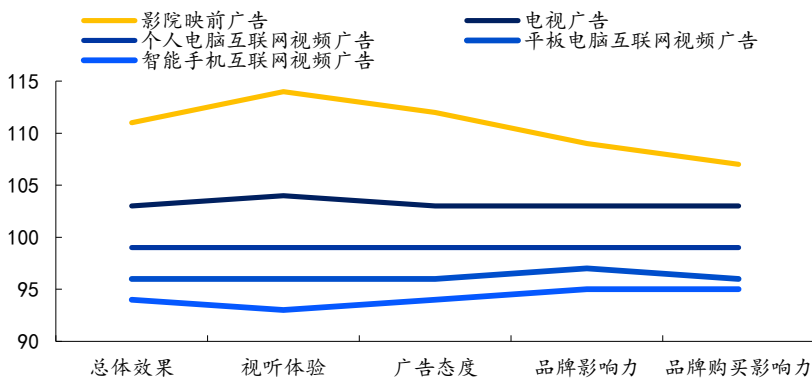
4)分众晶视: 公司前身是 1998 年由张庆永成立的央视三维公司，央视三维 1995 年运作中国第一条电影广告，2005 年借用影片《黑客帝国》的元素推出“银幕巨阵”，2006 年与分众集团整合并纳入分众生活圈媒体。在建立行业领导地位后 2015 年正式更名“分众晶视电影传媒”。截止 2016 年 6 月 30 日，分众共签约影院 1270 多家，合同覆盖银幕超过 8300 块，占全国银幕总数的 20.2%。

3.3.2、场景优势：封闭空间、大屏专注

在移动互联网大潮下，信息碎片化及信息聚焦关注度下移，广告商家品牌触达用户并让用户记住所花的成本变高。在影院被动及封闭场景中因其不可选择性、较高广告播放效果、强制性使得广告主的媒体传播价值凸显，且广告受众为 mainstream 消费群体具有强针对性。2012-2016 年五年中国城市院线观影人次复合增速达到 24.30%，据益普索数据显示媒体广告效果分布中影院映前广告总体效果位于第一，主要源自较好试听体验、广告态度、品牌形象影响力。

图 24：2015 年媒体广告总体效果分布，影院映前广告领先

图 25：影院映前广告投放转化效果



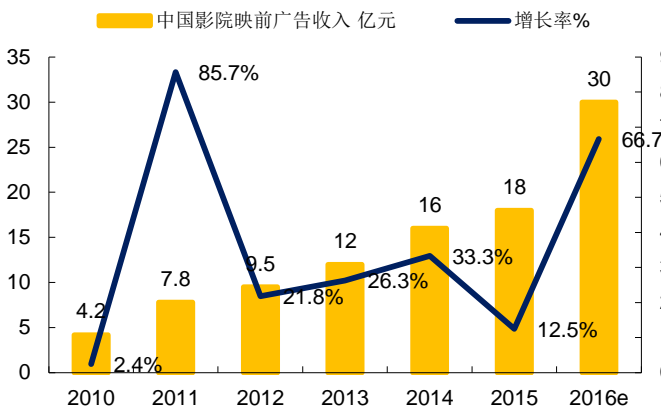
资料来源：ipsos、艺恩、国海证券研究所绘制

*观影观众对映前广告投放转化效果选取样本 4000 份

3.3.3、成长空间：观影习惯日盛，银幕数量持续增长

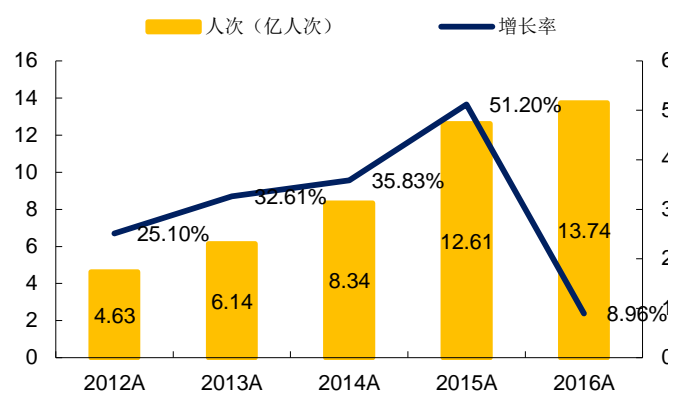
2010-2016 年中国影院映前广告市场复合增速 26.3%，2016 年中国影院广告市场规模达到 30 亿元，占广告市场总规模的 1.06%。

图 26: 2010-2016 年中国影院映前广告市场分析



资料来源: 艺恩、国海证券研究所

图 27: 2012-2016 年中国城市院线电影观影人次



资料来源: 艺恩、国海证券研究所

映前广告市场进入门槛及话语权主要取决于媒体和影院资源的掌控。2010-2015 年中国影院映前广告市场收入的 CAGR 26.3%，据艺恩研究预计，2016 年全国影院映前广告收入或达近 30 亿元，其中分众晶视收入或达 17 亿元以上占比 56.6%，未来中国影院银幕数向三四线城市扩容也引出映前广告的增量市场。

2016 年观影人次增速同比下滑主要受制影院票房整体市场增速下滑至 3.7%，随着 2017 年电影市场逐渐规范运营，系列大片陆续定档催化内容质量提升进而带动影视票房重回增速轨道，观影频次有望提升。同时，分众晶视已有影院银幕约为 8300 块，占据目前 4.11 万块银幕的 20%，且所合作的银幕上票房占比超过 50%，分众晶视市场份额领先，且仍有增长空间。

3.4、其他业务：卖场媒体、文娱板块等具有较大潜力

1) 卖场媒体

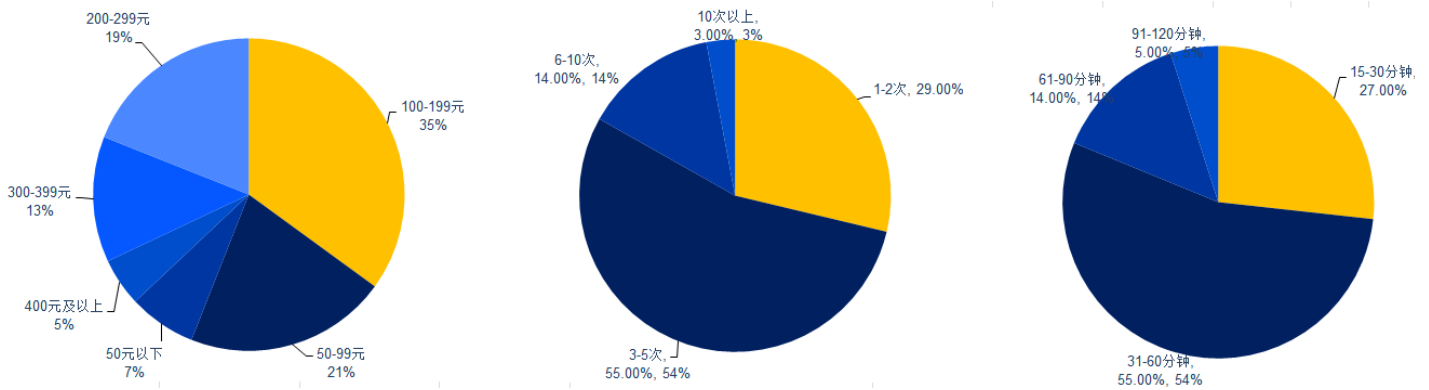
截至 2015 年年报公司终端视频媒体 5.9 万台拥有分布沃尔玛、家乐福等大型卖场及超市 2000 多家。

图 28: 分众传媒终端卖场市场分布及市占率



资料来源: 公司官网、国海证券研究所

图 29: 卖场消费者至少每周一次卖场购物, 每次约 50 分钟



资料来源: IPSOS、国海证券研究所

在中国新零售模式下, 线上与线上融合更加密切, 线下终端卖场的智能化也将是大势所趋, 进而带动了分众终端卖场媒体资源的增量空间。

2) 文化体育娱乐消费等

公司在 2016 年 6 月后陆续与各创投成立基金, 在保证主营业务发展的前提下, 借鉴合作方的专业投资并购经验为公司资本运作提供更有效的支持。

(1) 2016 年 7 月公司拟分别与清科投资、沸点资产、汇添富医健和达晨创投设立最高募集 5 亿元的投资基金, 四只基金中, 公司都将认购总计不高于 50%、最高 2.5 亿元金额。基金投资方向为从事涉及互联网、高科技、消费升级、文化娱乐体育教育旅游或服务升级的产品或服务的非上市企业之股权投资。

(2) 2016 年 12 月公司拟与苏州锦天前程投资管理中心(有限合伙)+苏州琨玉前程投资管理有限公司共同设立投资基金, 最高募集不超 4 亿元, 公司通过子公司现金方式将认购总计不高于 50% 最高人民币 2 亿元。投资领域涉及互联网、高科技、传媒、消费升级的产品或服务的非上市企业之股权投资。

(3) 2016 年 12 月公司对境外直投的窗口上海时众进行增资 10 亿元提升公司在境外资金实力和推动公司整体战略发展规划。

(4) 目前外延部分投资包括体育(咕咚)以及分众传媒借助平台中活跃的城市主流消费人群其对于借贷、理财, 透支等具有金融方面的需求进而切入财经咨询领域的(拿铁财经)及金融服务(还呗)。

4、公司的竞争优势

1) 拥抱新经济, 精准对接广告主目标受众

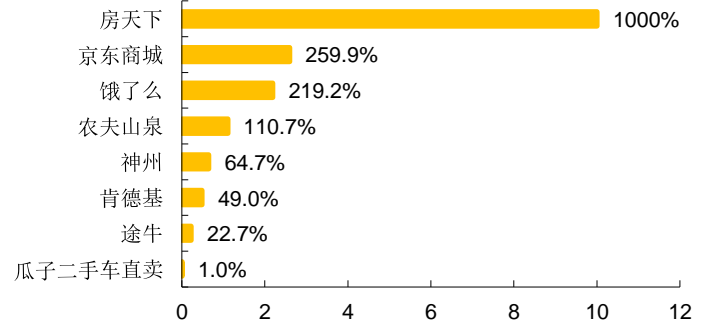
公司的广告主大多属于互联网、生活服务、娱乐休闲、消费升级等快速发展的新

经济领域，该类行业的公司增速快、竞争激烈、对广告性价比要求高，且主要目标消费者正好为公司精准对接的中国一二线城市白领阶层，因此公司的楼宇广告、影院广告受到了广告主的喜爱。

表 3: 2014-2015 年新经济占公司营收比例很大

	2015 年		2014 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	8,627,411,561.61	100%	7,497,256,418.79	100%	15.07%
分行业					
日用消费品	2,132,564,307.03	24.72%	2,403,385,006.02	32.06%	-11.27%
互联网	2,077,380,979.77	24.08%	1,221,876,003.06	16.30%	70.02%
汽车	1,397,005,208.91	16.19%	1,478,385,903.71	19.72%	-5.50%
娱乐及休闲	607,669,968.80	7.04%	366,556,100.92	4.89%	65.78%
商业及服务	471,000,203.58	5.46%	395,570,800.99	5.28%	19.07%
通讯	765,242,642.70	8.87%	526,359,101.32	7.02%	45.38%
房产家居	414,666,155.19	4.81%	443,465,101.10	5.92%	-6.49%
杂类	761,882,095.63	8.83%	661,658,401.67	8.83%	15.15%

图 30: 2016 年电梯电视广告花费 top10 品牌增幅



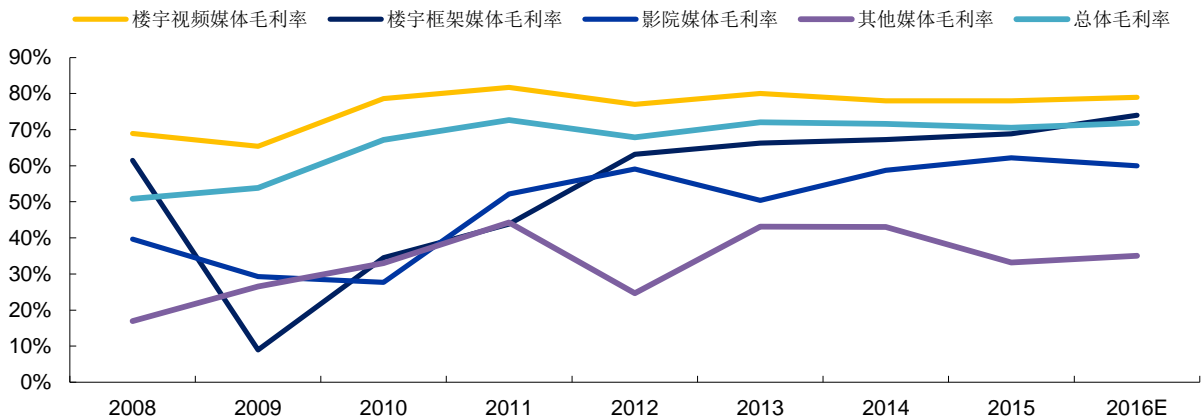
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

资料来源: CTR、国海证券研究所

2) 市场份额大, 议价能力强

随着公司市场份额的逐步增大, 公司的议价能力也在逐步增强, 体现为毛利率的上涨, 此外公司的议价能力还体现在应收账款的回收能力上。

图 31: 2008-2016 公司主要业务毛利率虽有波折, 但主要处于上升趋势



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

注: 2012 年之后的楼宇视频和楼宇框架媒体毛利率公告中为合并计算, 我们在此基于我们的预测分开计算

表 4: 广告营销类公司应收账款周转率对比, 分众传媒领先

公司简称	应收账款周转率 (2015A)	应收账款周转率 (2016 前三季度)
分众传媒	3.2285	7.4573
蓝色光标	2.0216	2.8588
利欧股份	2.1012	2.4552
联建光电	2.5803	3.1347

资料来源: Wind、国海证券研究所

5、盈利预测与评级

表 5：2010-2018E 分众传媒盈利分业务预测表

楼宇视频媒体	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,980.66	2,957.02	3,097.54	3,400.00	3,672.00	3,892.32	4,167.45	4,584.20	5,032.20
YOY	42.55%	49.30%	4.75%	9.76%	8.00%	6.00%	7.07%	10.00%	9.77%
营业成本	424.35	539.59	711.11	680.00	807.84	856.31	875.16	916.84	1,006.44
毛利率	78.58%	81.75%	77.04%	80.00%	78.00%	78.00%	79.00%	80.00%	80.00%
楼宇框架媒体	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	811.14	1,234.07	2,006.72	2,192.11	2,483.92	3,052.89	4,029.81	5,009.06	6,060.96
YOY	23.17%	52.14%	62.61%	9.24%	13.31%	22.91%	32.00%	24.30%	21.00%
营业成本	531.04	693.73	739.71	738.99	812.74	952.05	1,047.75	1,252.26	1,454.63
毛利率	34.53%	43.79%	63.14%	66.29%	67.28%	68.81%	74.00%	75.00%	76.00%
影院映前广告	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	120.41	338.28	503.40	581.17	956.10	1,353.17	2,213.37	3,338.59	4,531.01
YOY	91.77%	180.93%	48.81%	15.45%	64.51%	41.53%	63.57%	50.84%	35.72%
营业成本	87.05	161.87	206.15	288.05	394.38	511.60	885.35	1,402.21	1,993.64
毛利率	27.71%	52.15%	59.05%	50.44%	58.75%	62.19%	60.00%	58.00%	56.00%
其他媒体	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	523.61	704.60	555.38	501.23	385.23	329.03	329.03	329.03	329.03
YOY	-1.60%	34.57%	-21.18%	-9.75%	-23.14%	-14.59%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本	350.99	392.72	418.50	285.00	219.51	219.80	213.87	213.87	213.87
毛利率	32.97%	44.26%	24.65%	43.14%	43.02%	33.20%	35.00%	35.00%	35.00%
总计	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	2,624.68	3,999.90	4,156.32	4,482.40	5,013.33	8,627	10,739.67	13,260.87	15,953.20
YoY	32.27%	52.40%	3.91%	7.85%	11.84%	72.09%	24.48%	23.48%	20.30%
营业成本	862.39	1,094.19	1,335.76	1,253.05	1,421.73	2,540	3,022.13	3,785.18	4,668.58
毛利率	67.14%	72.64%	67.86%	72.05%	71.64%	70.56%	71.86%	71.46%	70.74%

资料来源：公司公告、国海证券研究所

*注：本表格 2012 年之前的营业收入、营业成本数据为经过从美元调整至人民币，且重新将 5.5% 的营业税差异考虑进的数据（公司在美股的财报营业收入剔除了营业税），因此跟 Wind 提供数据有差异。

我们认为公司是 A 股稀缺的高质地生活圈媒体标的，全文从细分行业发展前景、公司成长空间、公司竞争优势均证实上述判断。我们预计公司 2017-2018 年将实现净利润 55.29/66.25 亿元（其中包括已属“类经常性”的政府返税，具体分业务测算见上表），对应 EPS 分别为 0.63/0.76 元，对应 PE 分别为 19.14/15.97 倍，PEG 小于 1。尽管解禁确有可能造成短期冲击，但我们认为公司股价已达相对低估区间，若短期因素造成股价持续在低位徘徊，建议积极配置，2017 年合理 PE 估值为 25 倍，12 个月目标价 15.75 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

6、风险提示

- 1) 限售股解禁带来的短期冲击风险;
- 2) 广告、文体行业下滑风险;
- 3) 宏观经济风险;
- 4) 新技术冲击使得公司广告价值下降风险;
- 5) 楼宇、影院建设放缓或人流减少风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	8627	10740	13261	15953
增长率(%)	72%	24%	23%	20%
净利润(百万元)	3389	4448	5529	6625
增长率(%)	51319%	31%	24%	20%
摊薄每股收益(元)	10.78	0.51	0.63	0.76
ROE(%)	71.56%	31.40%	28.10%	25.21%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 6: 分众传媒盈利预测表

证券代码:	002027.SZ				股价:	12.11	投资评级:	买入	日期:	2017/03/07
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标					
ROE	72%	31%	28%	25%	EPS	10.78	0.51	0.63	0.76	
毛利率	71%	72%	71%	71%	BVPS	14.63	1.61	2.24	3.00	
期间费率	27%	26%	26%	26%	估值					
销售净利率	39%	41%	42%	42%	P/E	1.12	23.78	19.14	15.97	
成长能力					P/B	0.83	7.53	5.41	4.04	
收入增长率	72%	24%	23%	20%	P/S	0.44	9.85	7.98	6.63	
利润增长率	51319%	31%	24%	20%						
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
总资产周转率	0.69	0.49	0.48	0.46	营业收入	8627	10740	13261	15953	
应收账款周转率	1.21	1.21	1.21	1.21	营业成本	2540	3022	3785	4669	
存货周转率	—	—	—	—	营业税金及附加	310	386	477	574	
偿债能力					销售费用	1729	2153	2658	3198	
资产负债率	62%	36%	29%	24%	管理费用	436	537	663	798	
流动比	1.44	2.65	3.30	4.06	财务费用	(129)	(230)	(303)	(396)	
速动比	1.44	2.65	3.30	4.06	其他费用/(-收入)	(243)	(320)	(300)	(300)	
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	3498	4552	5680	6811	
现金及现金等价物	3176	10965	14436	18850	营业外净收支	470	646	780	930	
应收款项	7146	8895	10984	13214	利润总额	3968	5198	6460	7741	
存货净额	0	0	0	0	所得税费用	582	763	948	1136	
其他流动资产	808	1006	1242	1494	净利润	3386	4435	5513	6605	
流动资产合计	11130	20866	26661	33558	少数股东损益	(3)	(13)	(17)	(20)	
固定资产	301	281	263	246	归属于母公司净利润	3389	4448	5529	6625	
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
无形资产及其他	0	0	12	24	经营活动现金流	2630	2671	3381	4331	
长期股权投资	49	0	0	0	净利润	3386	4435	5513	6605	
资产总计	12502	22099	27788	34587	少数股东权益	(3)	(13)	(17)	(20)	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	136	30	28	27	
应付款项	235	315	394	485	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	350	436	538	647	营运资金变动	(888)	(2113)	(2506)	(2682)	
其他流动负债	7137	7137	7137	7137	投资活动现金流	(621)	138	118	110	
流动负债合计	7722	7888	8070	8269	资本支出	(121)	20	18	16	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(49)	49	0	0	
其他长期负债	43	43	43	43	其他	(451)	69	100	93	
长期负债合计	43	43	43	43	筹资活动现金流	5779	4996	(5)	(6)	
负债合计	7766	7932	8113	8313	债务融资	(20)	0	0	0	
股本	314	8737	8737	8737	权益融资	8	5000	0	0	
股东权益	4736	14167	19675	26274	其它	5791	(4)	(5)	(6)	
负债和股东权益总计	12502	22099	27788	34587	现金净增加额	7788	7805	3494	4434	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【传媒与互联网组介绍】

孔令峰，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，独立、客观地出具报告。

陶斯然，同济大学传媒本科，香港浸会大学工商管理硕士，香港城市大学金融学硕士，有 3 年传媒、上市公司工作经验，对传媒行业理解深刻，现为 TMT 组传媒、互联网行业组长。

邵伟，计算机科学学士，上海财经大学金融硕士，有 1 年资产管理工作经验，2015 年加入国海证券研究所，现为从事传媒、互联网行业研究。

【分析师承诺】

孔令峰，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。