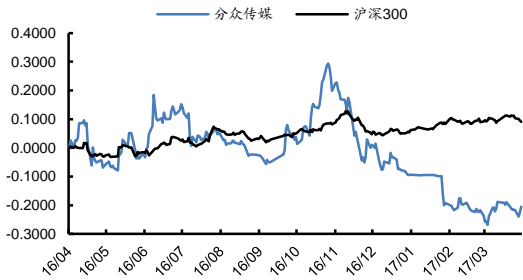


研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003
联系人：邵伟 S0350115070032
18817875606 shaow@ghzq.com.cn
微信公众号：mysteryspoon

消费升级最先受益者，如何看待分众千亿市值之后的新征程？——分众传媒（002027）深度报告（下）

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
分众传媒	4.3	-12.3	-19.5
沪深300	-0.6	2.7	9.0

市场数据

2017-04-19

当前价格（元）	11.92
52周价格区间（元）	10.90 - 19.77
总市值（百万）	104143.06
流通市值（百万）	48256.04
总股本（万股）	873683.35
流通股（万股）	404832.55
日均成交额（百万）	229.14
近一月换手（%）	27.29

相关报告

《分众传媒（002027）深度报告（上）：新分众享消费升级，文体生活媒体新平台（买入）*传媒*孔令峰》——2017-03-07

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：

- **重申看好理由：**1) 当前估值低，对应2017-2018年分别为18.36倍、15.32倍；2) 涨价+独占性验证公司壁垒高；3) 线下流量变现，推进受众变用户，消费升级趋势率先受益者；4) 主业仍有巨大空间，投资构建金融、体育、娱乐、社交等生态圈流量变现空间大。
- **生活圈媒体市场规模仍有空间，中期可扩张至300亿。**1) **楼宇媒体：**一线城市北、上、深三地未来四五年甲级写字楼增量分别为408万平方米、312万平方米及788万平方米，楼宇数量增长以及电梯数量的增长扩大了公司的媒体资源规模，实际上分众市占率虽大，但仍然仅覆盖10%左右的电梯，随着三四线城市的发展、一线城市人口的回流，三四线城市生活圈媒体的广告价值加大，中长期来看若20%-30%的电梯得到开发，仍有额外100亿的市场空间可以开拓。2) **影院映前广告：**我们进行粗略估算可以发现，假设未来远期人均观影次数达到2次/年，则全国观影人次约为30亿，那么在单人次广告收入为3元（即万达院线水平的1/3）的情况下，影院映前广告市场约为90亿元，若全国观影人次和单人广告收入高于我们的估算，那么，影院映前市场具有上百亿的潜力；3) **公司的长逻辑是类“茅台”的涨“价”+独占性高壁垒业务模式：**分众是消费升级的先行指标标的，实际上是一支代表着城市人群消费能力的消费股，假如我们认为城市人口的消费能力仍将持续向上，且消费升级趋势持续进行，新品牌的营销支出应该持续增长；以及认为持续看好中国的经济增长，且认为VR/AR在短期还未成颠覆楼宇和影院的气候，那么我们认为买入分众是享受趋势性红利的最优选择。
- **从2016年至今的情况来看，广告主预算向场景化的生活圈媒体转移。**我们认为这背后隐藏着一项重要的消费升级趋势。我们发现，电梯电视、电梯海报、影院映前广告的受众均是城市中具有一定消费能力的群体，而这部分群体也是最先启动消费升级的群体。此外，推动生活圈媒体刊例花费在2016年迎来大幅上升的主要原因为生活圈媒体对应的高质量人群和新经济品牌的不谋而合。
- **公司能够成为行业龙头得益于时代背景与公司战略选择：**时代背景则取决于分众所关注、所面对的广告受众，也就是全国超4亿城市人口的消费升级；公司战略优势体现在，由于早早地上市，完成了重要竞争对手的收购，公司上游市场分散议价能力低也有助于公司的独占性优势。**细分业务上：**在经历了大量的横向并购探索之后，我们根

据公司 2016 年的投资行为，判断公司未来将以纵向布局为主，在金融、体育、娱乐内容、直播等新兴业态上布局，进行线下流量变现。

- **盈利预测和投资评级：**维持“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，我们结合第一篇深度报告和本篇报告，对公司的历史、现状、将来、行业、市场空间、财务、并购等做了详细的研究，我们认为分众是率先最为受益于消费升级趋势和经济回暖的城市人口消费指标股。公司发布的 2017Q1 业绩预告显示，2017Q1 净利润增速达到 61.7%-77.1%，剔除政府补助之后净利润增速分别为 13.96%-30%之间，取中值约 22%，已经体现一定程度的高速增长。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），对应 EPS 分别为 0.63/0.76 元，对应 PE 分别为 18.36/15.32 倍，PEG 小于 1。我们认为公司股价已达相对低估区间，建议积极配置，未来诸如解禁压力等股价压制因素逐一消除影响之后，估值有望回至合理估值，我们认为 2017 年合理 PE 估值为 25 倍，12 个月目标价 15.75 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 公司楼宇、影院的建设放缓、租金上涨、人流减少等风险；2) 新兴行业广告预算不及预期致使广告投放需求不及预期风险；3) 新技术冲击使得公司广告价值下降风险；4) 市场竞争格局变化、行业发展低于预期风险；5) 广告政策层面不确定性影响；6) 限售股解禁带来的短期冲击风险；7) 宏观经济风险；8) 未来政府补助的不确定性风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	8627	10740	13261	15953
增长率(%)	15%	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、 重申坚定看好	6
2、 中长期可见的市场规模仍可扩张至 300 亿	6
2.1、 楼宇媒体：长期空间及短期落地	6
2.2、 影院映前广告：长期空间及短期落地	10
2.3、 公司的长逻辑：类“茅台”的涨“价”+独占性	11
3、 买分众就是买全国主流消费人群的未来	11
3.1、 2016 至今广告主预算向场景化的生活圈媒体倾斜	11
3.2、 生活圈媒体大幅上升源自新兴品牌投放大增	12
4、 从财务角度进一步佐证分众长逻辑	15
4.1、 十四年成长路，得益于时代背景与公司战略选择	15
4.2、 楼宇媒体：市占率高、市场格局稳、稳定增长	17
4.3、 影院映前广告：快速成长长期业务	18
4.4、 公司历史成长全梳理	19
4.5、 历史上的收购	25
4.6、 政府返税的影响	26
5、 竞争对手在哪里？	29
6、 下一步，分众会成为什么？	30
6.1、 线下流量平台持续流量变现，受众向用户转变	30
6.2、 消费升级率先受益	31
7、 盈利预测与评级	31
8、 风险提示	33

图表目录

图 1: 1999-2017/2 住宅销售、开工、竣工面积 (万平方米)	7
图 2: 1999-2017/2 办公楼销售、开工、竣工面积 (万平方米)	7
图 3: 2016-2017 年中国一二线典型城市甲级写字楼市场趋势	7
图 4: 2003-2020E 北京核心商圈甲级写字楼新增供应量、净吸纳量及新增供应量情况	8
图 5: 2017-2021 年上海四大新兴商圈未来供应	8
图 6: 2017-2021E 年深圳甲级写字楼未来供应量	9
图 7: 2011-2021 年中国电梯需求量 (单位: 万台)	9
图 8: 2015-2016 年各媒介广告刊例花费变化	12
图 9: 户外生活圈媒体汇聚了相对高端的消费人群, 是新经济的最先尝试者	13
图 10: 2016 年新经济行业新品牌的媒体选择更多往场景类媒体倾斜	13
图 11: 2016 年三大快消品在电视渠道的广告花费大幅下降	13
图 12: 2016 年邮电通讯行业为生活圈媒体贡献了重要增量	13
图 13: 2016 年新经济品牌在生活圈媒体大举投入, 且主要为新品牌	14
图 14: 移动生活高需求, 新经济推动移动互联网 APP 类产品继续高速增长, 其中新增 582 个的品牌中产生了 44.4% 的品类花费	14
图 15: 旅游/区域形象类广告在生活圈媒体这类媒体中广告花费增速最高	14
图 16: 2017 年 1-2 月新经济行业新品牌在场景类媒体的投放仍然维持强劲	15
图 17: 2007-2018E 分众传媒营业收入及增速 (百万元)	15
图 18: 2007-2018E 分众传媒三块主要业务营收占比	15
图 19: 2012-2015 公司的客户结构变化, 2015 年日用消费品占比下降互联网占比上升	16
图 20: 2012-2015 公司的客户结构变化, 2015 年日用消费品占比下降互联网占比上升	16
图 21: 2012-2015 公司各行业客户营业收入绝对值变化 (百万元)	17
图 22: 2007-2018E 分众传媒楼宇视频营收及增长率	17
图 23: 2007-2018E 分众传媒楼宇视频毛利率	17
图 24: 2007-2018E 分众传媒楼宇框架营收及增长率	18
图 25: 2007-2018E 分众传媒楼宇框架毛利率	18
图 26: 2007-2018E 分众传媒净利润及其增速 (百万元)	18
图 27: 2007-2018E 分众传媒影院映前营收及增长率	18
图 28: 2007-2018E 分众传媒影院映前毛利率	18
图 29: 2009-2015 公司所收到的政府补助 (百万元)	26
图 30: 2007-2018E 分众传媒净利润及增速 (百万元)	26
图 31: 2007-2018E 分众传媒扣除政府补助后净利润及增速	26
图 32: 2016 年中国院线市场份额饼图	30
图 33: 2010-2018E 分众传媒业务拆分预测表	32
表 1: 万达院线银幕、人次、总票房、影院映前广告等相关数据	10
表 2: 预计 2020 年影院映前广告市场收入近 63 亿元	10
表 3: 2017 年 1-2 月各媒介刊例花费变化等, 生活圈媒体仍然延续 2016 年的趋势维持正增长	12
表 4: 2007-2012 分众传媒主要客户及其营收占比	17
表 5: 2007 VS 2006 公司营业收入、营业成本、毛利率的变化原因分析 (单位: 亿人民币)	19
表 6: 2008 VS 2007 公司营业收入、营业成本、毛利率的变化原因分析 (单位: 亿人民币)	20
表 7: 2009 VS 2008 公司营业收入、营业成本、毛利率的变化原因分析 (单位: 亿人民币)	21

表 8: 2010 VS 2009 公司营业收入、营业成本、毛利率的变化原因分析 (单位: 亿人民币)	22
表 9: 2011 VS 2010 公司营业收入、营业成本、毛利率的变化原因分析 (单位: 亿人民币)	23
表 10: 2012 VS 2011 公司营业收入、营业成本、毛利率的变化原因分析 (单位: 亿人民币)	24
表 11: 2007-2012 年公司投资并购及资产处置事项	25
表 12: 2012-2015 财政补助项目、金额及其变化原因	27
表 13: 分众传媒的政府补助相关政策条文及补助可持续性说明	28
表 14: 分众传媒在金融、体育、娱乐及平台类业务的布局.....	31

1、重申坚定看好

本报告是我们深度解析分众传媒的第二篇深度报告，回顾在第一篇深度报告中，我们之所以敢于在当时的价位对分众传媒进行推荐，主要在于对公司当时的估值和未来的成长以及公司的质地有很强的信心。在本文起始，我们继续重申对分众传媒的投资逻辑：

- 1) 当前估值仍然较低，相当于 2017-2018 年分别为 18.36/15.32 倍，配置性价比高；
- 2) 涨价+独占性构筑公司高壁垒，几乎无有力的竞争对手进行竞争。
- 3) 线下流量变现，推进受众变用户，消费升级趋势率先受益者
- 4) 主业仍有巨大空间，投资构建金融、体育、娱乐、社交等生态圈流量变现空间仍然巨大。

下文我们将从市场空间、历史研究、财务等方面对分众继续进行详细的阐述。

2、中长期可见的市场规模仍可扩张至 300 亿

我们下文将分三个方向对公司的市场规模潜力进行测算，以对公司的成长潜力有一个直观的了解。长期看，我们认为公司目前所在的三个细分业务领域楼宇视频、楼宇框架（楼宇视频、楼宇框架均统一分类为楼宇媒体）、影院映前广告的市场规模潜力分别约为 200 亿、100 亿元，而公司已经在楼宇媒体市场中占据了垄断地位，而在快速成长的影院映前广告市场中目前已经具有先发优势，并已取得了市场份额第一的市场地位。

2.1、楼宇媒体：长期空间及短期落地

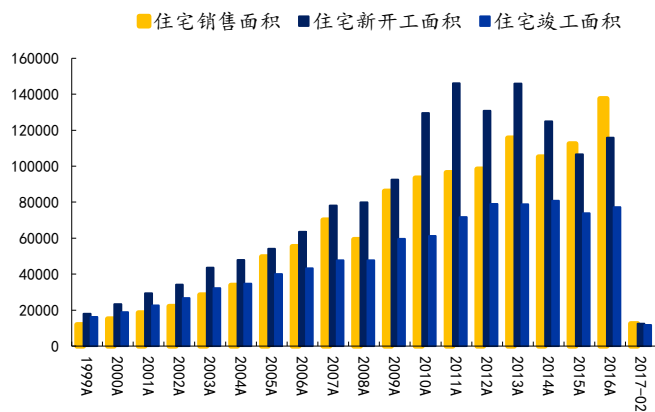
公司的楼宇媒体主要包括楼宇视频媒体和楼宇框架媒体。楼宇视频主要在写字楼的电梯等待区、电梯内进行设置，并同时辅以楼宇框架媒体作为补充。此外，楼宇框架媒体更多比例配置在居民区等场景。我们判断楼宇媒体市场空间还有大幅增长空间主要根据一二线城市楼宇数量的增长，以及随着城镇化加深，三四五线城市的楼宇数量的增长。

（一）全国来看，楼宇供应数量还在持续上升

如下图所示，从全国的视角来看，住宅的新开工在 2010-2014 年持续维持在历史高位，而住宅的销售面积持续增长，其中 2016 年住宅销售面积达到历史新高。办公楼的新开工面积在 2011 至今一直维持在历史较高水平，竣工和销售基本保持稳定增长的趋势。

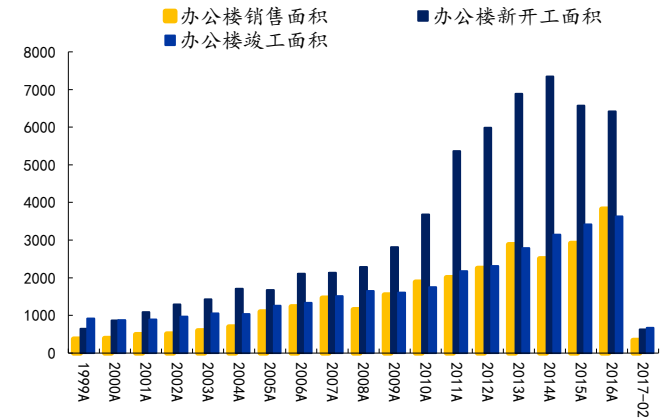
此外，一线城市北、上、深三地未来四五年甲级写字楼增量分别为 408 万平方米、312 万平方米及 788 万平方米。2017 年北京增量商业写字楼增速 45%、2018 年深圳为 21%。长期看楼宇视频增长空间：从以下北京、上海及深圳等重点城市角度看，在楼宇视频覆盖率已达到 90%+ 的一线城市，中长期楼宇视频的增量空间将取决于城市甲级写字楼市场的增量空间。2016-2017 年全国大多城市的甲级写字楼处于完工交付阶段，短期内带来的楼宇视频广告招标的增量市场可期。

图 1: 1999-2017/2 住宅销售、开工、竣工面积 (万平方米)



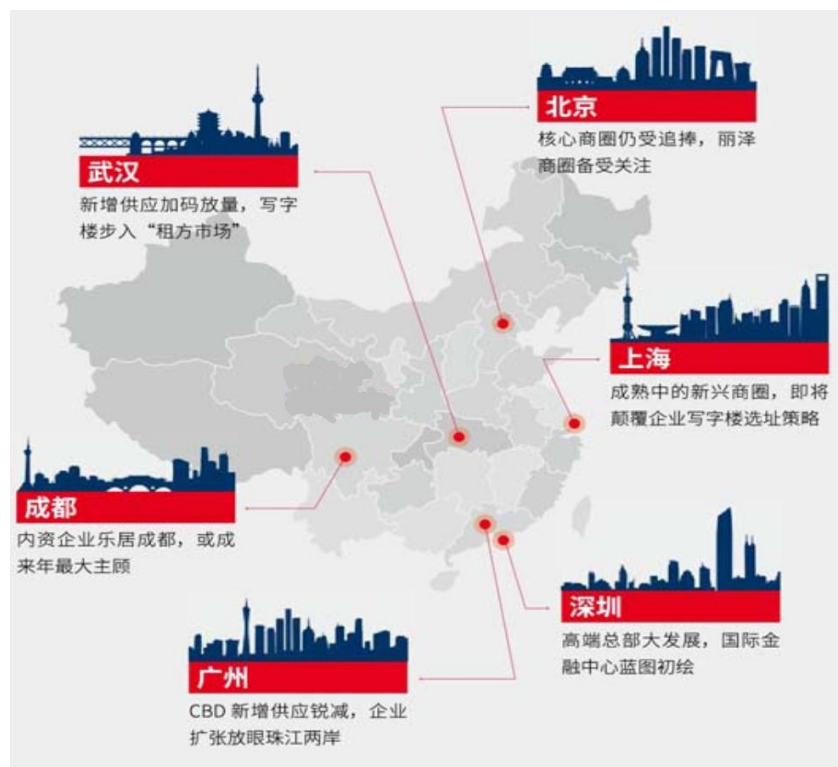
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 2: 1999-2017/2 办公楼销售、开工、竣工面积 (万平方米)



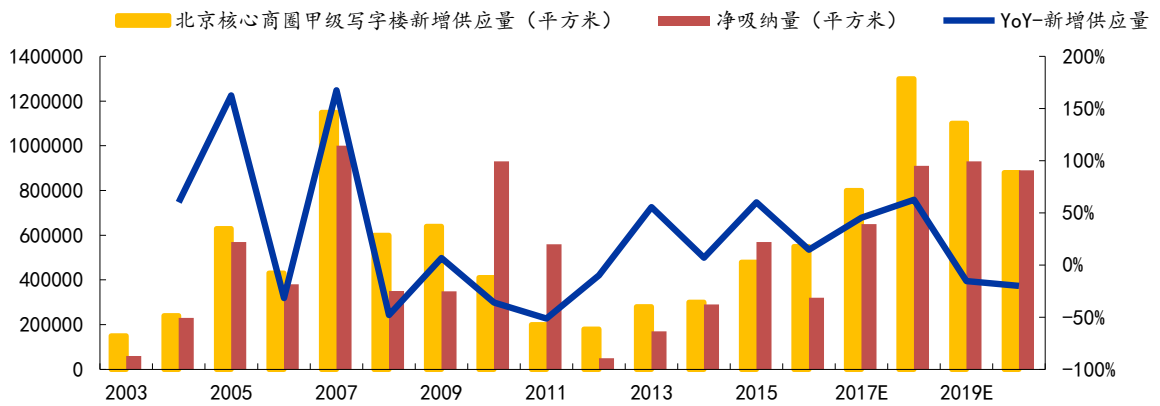
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 3: 2016-2017 年中国一二线城市典型城市甲级写字楼市场趋势



资料来源: Cushman&wakefield, 国海证券研究所

图 4: 2003-2020E 北京核心商圈甲级写字楼新增供应量、净吸纳量及新增供应量情况



资料来源: 戴德梁行, 国海证券研究所

图 5: 2017-2021 年上海四大新兴商圈未来供应

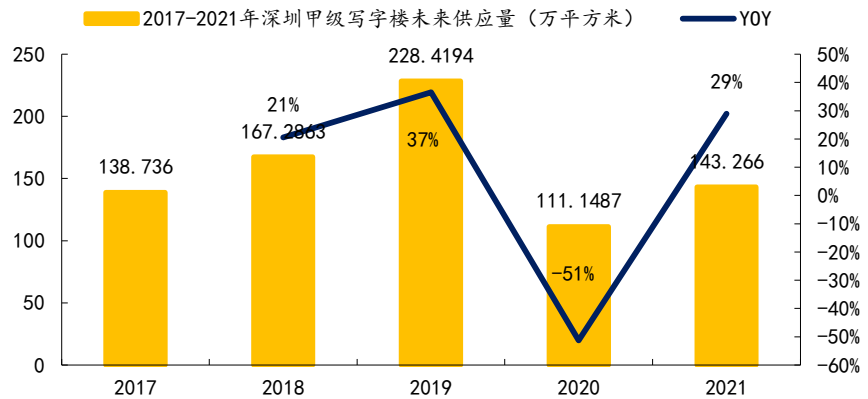


资料来源: Cushman&wakefield, 国海证券研究所

除北京未来四年将供应约 **408 万平方米** 甲级商业写字楼外, 上海也将增加在北外滩、前滩、徐汇滨江、大虹桥四大新兴商圈未来 5 年总供应 **311.5 万平方米**。

2017 年深圳金融业的发展带来甲级写字楼需求和投资, 除已建成的太平金融大厦、华安保险总部大厦等金融物业之外, “深圳前海国际金融城” 战略下也将增加金融总部物业, 大量在建项目也预示中短期甲级写字楼的庞大供应量。未来五年深圳甲级写字楼新增供应量或超过 **788 万平方米**, 其中金融类物业约为 35%。

图 6：2017-2021E 年深圳甲级写字楼未来供应量



资料来源：Cushman&wakefield, 国海证券研究所

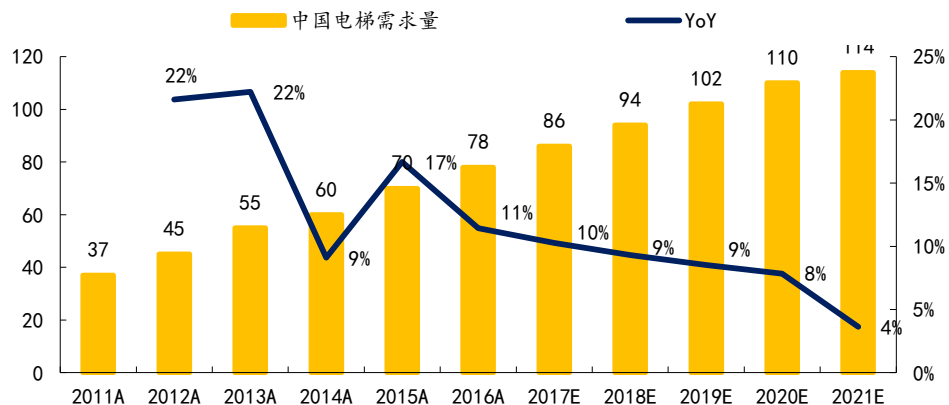
2015 年楼宇框架营收增速高达 21.5%，主要由于公司提前对二三线城市框架媒体资源的提前布局。

电梯框架媒体广告是动态受众群体与静态广告内容有机结合，它弥补了现有主打媒体电视和报纸的不足，最大限度地发挥了广告发布在点、线、面、图、文等全方位的信息传播效应。

(二) 电梯这一最直接的广告资源位需求正在扩大，中长期若 20-30% 电梯资源获得开发则仍有 100 亿的广告市场可供开拓

近年来我国房地产行业的高层建筑投资比例在增加，加速了电梯的需求量。中国电梯需求从 2012 年的 52.9 万台提升至 2014 年的 70 万台，预计 2021 年我国电梯需求量将在 114 万台左右。电梯楼宇框架的增量空间在于国内电梯需求量的增长，一般而言进行广告投放的电梯每部安置 2 块，剔除不适合投放的电梯部数，2017-2020 年楼宇电梯广告版位的增量分别约为 172、188、204、220 万块，每年同比增速在 8-9% 之间。

图 7：2011-2021 年中国电梯需求量 (单位：万台)



资料来源：中国产业信息网, 国海证券研究所

此外，从我们产业调研来看，全国当前约有 500 万部存量电梯，而即使市场规

模为第一的分众传媒所占据的电梯也才占有所有存量电梯的 10%。随着三四线城市的发展、一线城市人口的回流，三四线城市生活圈媒体的广告价值加大，中长期来看若 20%-30%的电梯得到开发，仍有额外 100 亿的市场空间可以开拓。

2.2、影院映前广告：长期空间及短期落地

映前广告是以中高收入者为目标消费人群的商家广告投放的必然选择。电影消费群主要为 20-45 岁实力人群占总人口比例约为 65.6%，其特点为收入较高、学历较高、消费能力强，所以映前广告以中高收入者为目标消费人群的商家广告投放的必然选择。CTR 数据显示，94%的观众看过电影广告，电影媒体广告到达率极高，保障了广告的发布效果，具体参见我们上一篇报告《分众传媒(002027)深度报告(上)：新分众享消费升级，文体生活媒体新平台》。

中国影院映前广告市场空间有望达到【上百亿】。我们根据万达院线公告所披露的相关数据，对其进行量化统计和参考。根据如下的数据我们进行粗略估算可以发现，假设未来远期人均观影次数达到 2 次/年，则全国观影人次约为 30 亿，那么在单人次广告收入为 3 元（即万达院线水平的 1/3）的情况下，影院映前广告市场约为 90 亿元，若全国观影人次和单人广告收入高于我们的估算，那么，影院映前市场具有上百亿的潜力。

表 1：万达院线银幕、人次、总票房、影院映前广告等相关数据

年份	影院数	银幕数	观影人次 (百万人次)	总票房 (百万元)	广告收入	单银幕广告 收入(元)	单人次广告 收入(元)	单银幕人次 (人次)
2011A	N. A.	693.00	40.86	1,785.00	62.31	89,906.20	1.52	58,961.04
2012A	N. A.	975.00	58.41	2,456.00	77.14	79,113.13	1.32	59,907.69
2013A	N. A.	1,247.00	77.80	3,161.00	157.25	126,102.25	2.02	62,389.74
2014A	182.00	1,616.00	101.74	4,210.00	264.30	163,554.71	2.60	62,957.92
2015A	292.00	2,557.00	151.00	6,300.00	463.32	181,196.71	3.07	59,053.58
2016A	404.00	3,573.00	185.00	7,600.00	1,691.65	473,453.68	9.14	51,777.22

资料来源：万达院线公司公告、国海证券研究所

如下表所示，在我们假设单人次广告收入从 3 元/人次年均保持 6.6%增长，观影人次保持 7%增长的前提下，预计 2020 年影院映前市场规模达到 63 亿元。但值得注意的是，以万达院线为代表的优秀龙头公司创造了单人次广告收入远高于行业平均水平的成绩，我们暂时没有分众所布局映前广告影院的人次数据，但倾向于认为分众晶视也具有同样甚至更强的广告变现能力（基于分众更大的市场份额和更专业的广告营销能力），那么我们认为此种效率优势下，未来的市场份额会越来越往效率高的公司集中，分众有望在当前占据 60%以上市场份额的情况下继续扩大市场份额。

表 2：预计 2020 年影院映前广告市场收入近 63 亿元

年份	中国影院映前广告收入(亿元)	YOY	观影人次 (百万)	观影人次 覆盖率	覆盖观影人次 (百万)	单人次广告收入
2010	4.20	2.44%	—	—	178	2.36
2011	7.80	85.71%	—	—	231	3.38
2012	9.50	21.79%	—	—	306	3.10

2013	12.00	26.32%	499.76	0.79	393	3.05
2014	16.00	33.33%	809.35	0.67	539	2.97
2015	18.00	12.50%	1,247.25	0.55	689	2.61
2016	30.00	66.67%	1,370.90	0.73	1000	3.00
2017E	35.18	17.26%	1,466.86	0.75	1100	3.20
2018E	42.80	21.67%	1,569.54	0.80	1256	3.41
2019E	51.87	21.19%	1,679.41	0.85	1427	3.63
2020E	62.65	20.77%	1,796.97	0.90	1617	3.87

资料来源:艺恩网、国海证券研究所预测

注:假设单人次广告收入2017年开始每年增速6.6%(与GDP保持一致),观影人次年增速约7%

2.3、公司的长逻辑:类“茅台”的涨“价”+独占性

我们提出,分众是消费升级的先行指标标的,实际上是一支代表着城市人群消费能力的消费股。原因如下:

1) 为什么分众的媒体可以持续涨价?除了垄断性这一重要的原因之外,还在于其背后庞大的一二线城市人群,其消费能力的持续提升映射至分众,也就是广告媒体价值的提升;

反之,分众的风险之一在于,若城市人群的消费能力相对于三四线人群下降,而分众未顺应趋势紧紧抓住三四线城市,那么相对的议价能力可能被动削弱。

2) 为什么分众的楼宇媒体具有独占性?从事实来讲,分众楼宇媒体具有独占性的原因在于上游市场格局分散议价能力弱,且公司市占率高,大型广告主想要全国性地曝光其品牌,选择范围并不是很多。此外重要的是,公司的媒体形式不易被颠覆。对于影院媒体来说,上游市场格局相对楼宇更为集中(但仍属于分散范畴),行业存在较强实力的竞争者,因此独占性稍差。

反之,分众的风险之一在于,若上游媒体资源开始集中整合,或者集中议价;以及人们上班再也不在办公室、上楼再也不乘电梯、去影院看电影的行为模式被颠覆,那么分众的独占性将会降低(我们认为未来VR/AR的发展有可能产生该影响,但短期几无影响)。

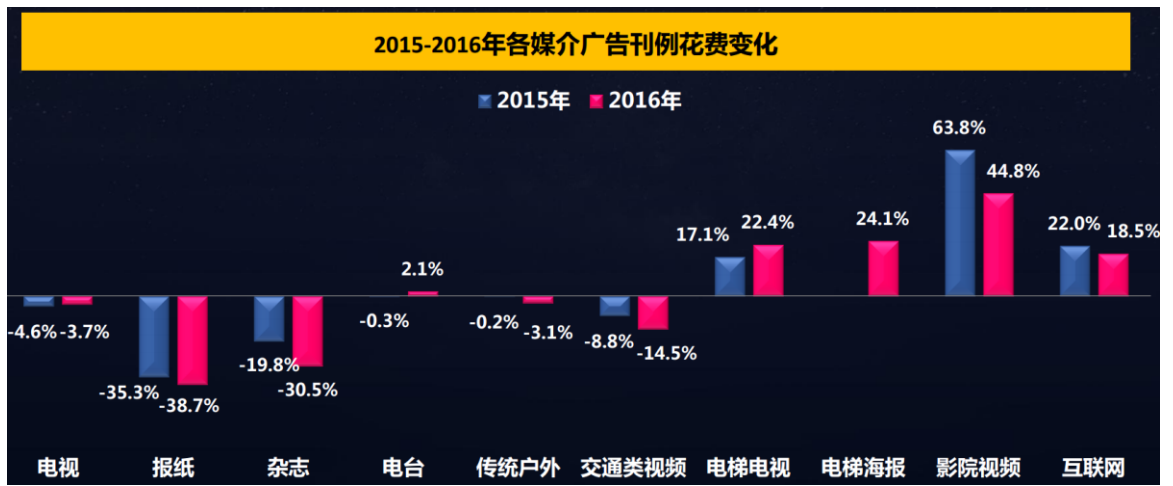
3) 因此,假如我们认为城市人口的消费能力仍将持续向上,且消费升级趋势持续进行,新品牌的营销支出应该持续增长;以及认为持续看好中国的经济增长,且认为VR/AR在短期还未成颠覆楼宇和影院的气候,那么我们认为买入分众是享受趋势性红利的最好选择。

3、买分众就是买全国主流消费人群的未来

3.1、2016至今广告主预算向场景化的生活圈媒体倾斜

2016年，多个媒体类别中，只有场景化的媒体如电梯电视、电梯海报、影院映前广告以及新兴的互联网的广告刊例花费获得了较大的正增长。背后隐藏着一项重要的消费升级趋势。我们发现，电梯电视、电梯海报、影院映前广告的受众均是城市中具有一定消费能力的群体，而这一部分群体也是最先启动消费升级的群体。

图 8：2015-2016 年各媒介广告刊例花费变化



资料来源：CTR，国海证券研究所

表 3：2017 年 1-2 月各媒介刊例花费变化等，生活圈媒体仍然延续 2016 年的趋势维持正增长

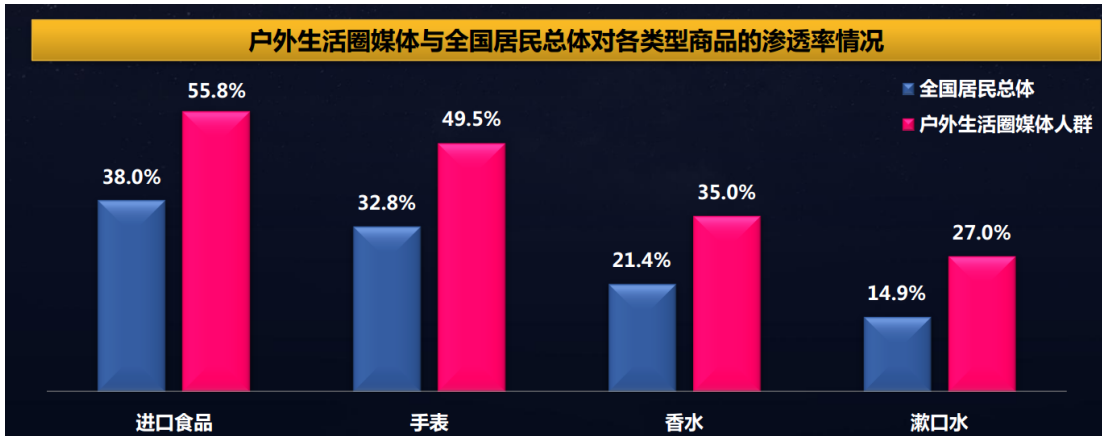
媒介	刊例花费同比		资源量同比	
	2017 年 1 月	2017 年 2 月	2017 年 1 月	2017 年 2 月
电视	-3.60%	-11.50%	-4.40%	-10.40%
报纸	-42.50%	-13.60%	-33.20%	-6.30%
杂志	-22.40%	-31.50%	-28.10%	-34.10%
电台	3.50%	1.10%	-3.70%	-7.50%
传统户外	-8.30%	-10.30%	-8.00%	-9.60%
电梯电视	24.00%	1.50%		
影院视频	13.70%	8.70%		
交通类视频	-12.40%	-31.10%		
电梯海报	8.30%	2.10%		

资料来源：CTR、国海证券研究所

3.2、生活圈媒体大幅上升源自新兴品牌投放大增

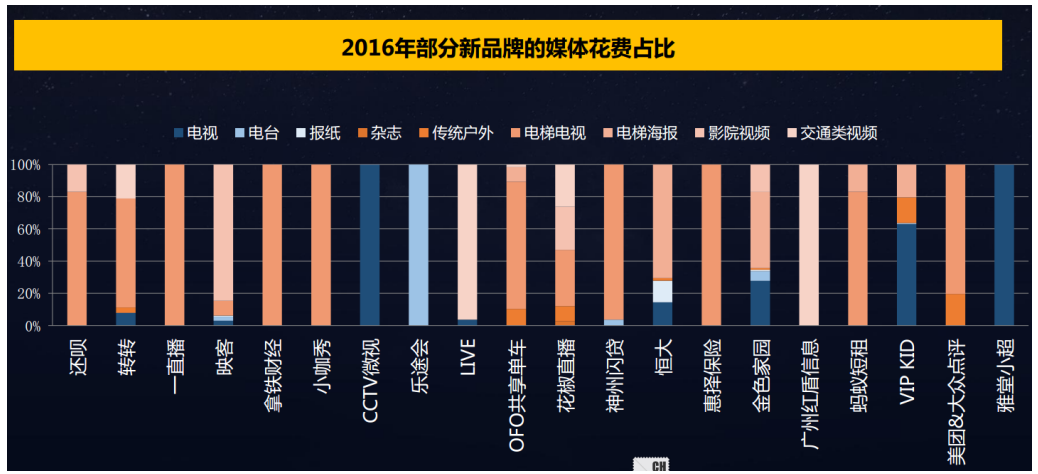
推动生活圈媒体刊例花费在 2016 年迎来大幅上升的主要原因为生活圈媒体对应的高质量人群和新经济品牌的不谋而合。从分众的广告主结构来看，互联网广告主是 2015 年收入重要的拉动者，预计 2016 年互联网以及消费类广告主将仍贡献较大的增量。而分众所触达的 2 亿城市人口正好是这部分的广告主的积极踊跃的用户或消费者。

图 9: 户外生活圈媒体汇聚了相对高端的消费人群, 是新经济的最先尝试者



资料来源: CTR, 国海证券研究所

图 10: 2016 年新经济行业新品牌的媒体选择更多往场景类媒体倾斜



资料来源: CTR, 国海证券研究所

图 11: 2016 年三大快消品在电视渠道的广告花费大幅下降

媒体级别	饮料	食品	化妆品/浴室用品
中央级	-17.6%	-14.4%	-0.5%
省级卫视	-13.1%	12.6%	-7.1%
省级地面台	-11.2%	-7.9%	-14.9%
省会城市台	-37.4%	-38.9%	-43.3%
其他	-14.3%	2.5%	-8.7%

资料来源: CTR, 国海证券研究所

图 12: 2016 年邮电通讯行业为生活圈媒体贡献了重要增量

媒介类型	在该媒体的花费增幅	对该媒体增长的贡献量 (百分点)
电梯电视	99.1%	22.8
电梯海报	43.8%	12.1
影院视频	73.6%	9.2

资料来源: CTR, 国海证券研究所

图 13: 2016 年新经济品牌在生活圈媒体大举投入, 且主要为新品牌

品牌	品牌	品牌	品牌
还呗	LIFE金融街	花椒直播	名医主刀
转转	KEEP	神州闪贷	吾爱米
一直播	智慧长沙	恒大	标点家装
映客	康御优厨	惠择保险	每日优鲜
拿铁财经	长江云	金色家园	益学堂
小咖秀	巴士头条	广州红盾信息	澳洲玛旅游
CCTV微视	民生乐购	蚂蚁短租	什么值得买
乐途会	给乐生活	VIP KID	阿里旅行
LIVE	蜜芽	美团&大众点评	银发无忧
OFO共享单车	蜜LIVE	雅堂小超	意时

在生活圈媒体广告花费较高的新品牌包括: 金融、直播、共享经济、租赁、教育、旅游、医疗、电商等, 均是快速发展、代表消费升级新趋势的行业

电梯电视		电梯海报		影院视频	
品牌	增幅	品牌	增幅	品牌	增幅
京东商城	292.0%	LIVE	New	天猫	80.5%
瓜子二手车直卖	1.0%	润	56.6%	小米	>1000%
饿了么	207.3%	转转	New	优酷&土豆	>1000%
房天下	>1000%	爱国者	New	VIVO	95.9%
途牛	22.7%	叮当快药	-29.2%	陆金所	293.5%
天猫	-0.3%	巴士头条	New	中国移动通信	116.2%
美团	New	给乐生活	New	联想	New
步步高	New	华视	548.7%	华为	-20.3%
安居客	146.0%	我拍	-61.8%	唯品会	198.9%
猎聘	82.7%	职钱	New	爱奇艺	190.5%

2016 年邮电通讯行业在生活圈媒体中投放前十品牌

资料来源: CTR, 国海证券研究所

下图我们可以明确看出, 分众传媒所投资的还呗、一直播、拿铁财经、小咖秀等已经登上了公司广告媒体渠道, 公司庞大的线下流量+优质的移动互联网应用有望加速“受众”到“用户”的转变, 帮助流量获得更大的变现价值。

图 14: 移动生活高需求, 新经济推动移动互联网 APP 类产品继续高速增长, 其中新增 582 个的品牌中产生了 44.4% 的品类花费

图 15: 旅游/区域形象类广告在生活圈媒体这类媒体中广告花费增速最高

花费排名	品牌	花费增幅
1	还呗	New
2	钉钉	48%
3	转转	New
4	一直播	New
5	映客	New
6	纷享销客	-9%
7	拿铁财经	New
8	今日头条	>1000%
9	小咖秀	New
10	飞贷	>1000%

旅游/区域形象在各媒体投放情况	
媒介类型	花费增幅
电视	16.3%
报纸	-30.2%
电台	9.9%
交通类视频	-42.6%
传统户外	32.8%
影院视频	59.9%
电梯电视	61.9%
电梯海报	32.9%
杂志	-34.0%

资料来源: CTR, 国海证券研究所

资料来源: CTR, 国海证券研究所

图 16: 2017 年 1-2 月新经济行业新品牌在场景类媒体的投放仍然维持强劲

2017年01月电梯电视媒体刊例花费前五品牌榜单					2017年01月电梯海报媒体投放量前五行业同比变化					2017年01月影院视频媒体刊例花费前五品牌榜单				
本月排名	上月排名	品牌	同比	环比	本月排名	上月排名	品牌	同比	环比	本月排名	上月排名	品牌	同比	环比
1	-	金立	>1000%	New	1	1	京东商城	213.50%	-0.80%	1	51	百事	388.90%	601.90%
2	46	神州买买车	New	>1000%	2	2	神州	349.50%	40%	2	23	还呗	New	251.10%
3	2	京东商城	153.30%	-45.80%	3	-	长隆	New	New	3	3	VIVO	>1000%	27.40%
4	24	农夫山泉	New	332.30%	4	8	天猫	-50.90%	96.10%	4	86	韩后	New	>1000%
5	-	长隆	New	New	5	17	1号店	92.30%	220.20%	5	275	上海通用别克	25.30%	>1000%
6	13	天猫	166.10%	125.70%	6	12	苏宁	147.90%	98.30%	6	38	暴龙	-30.10%	196.60%
7	195	美赞臣	113.20%	>1000%	7	31	欧丽薇兰	10.20%	341.80%	7	55	别克	New	245.40%
8	7	同程旅游	New	0.40%	8	49	肯德基	105.70%	432.6%	8	5	鸿星尔克	22.80%	-22.70%
9	-	养生堂	>1000%	New	9	15	京东到家	New	54.70%	9	-	阿迪达斯	New	New
10	5	同一	New	-33.70%	10	20	西王	-28.70%	79.30%	10	15	东风标致	>1000%	7.10%
11	18	小天才	-7.80%	89.70%	11	47	金龙鱼	-70.20%	294.90%	11	17	爱思特	537.10%	10.60%
12	20	步步高	85.40%	83.40%	12	5	同程	New	-33.40%	12	-	苹果	New	New
13	17	蒙牛	78%	62.10%	13	-	飞鹤	New	New	13	49	博世	597.80%	137.30%
14	8	肯德基	-48.70%	-35.10%	14	-	白云山	New	New	14	19	天猫	-67.10%	-20%
15	-	欧丽薇兰	-35.90%	New	15	-	惠氏	66.70%	New	15	18	凯迪拉克	56.60%	3.30%

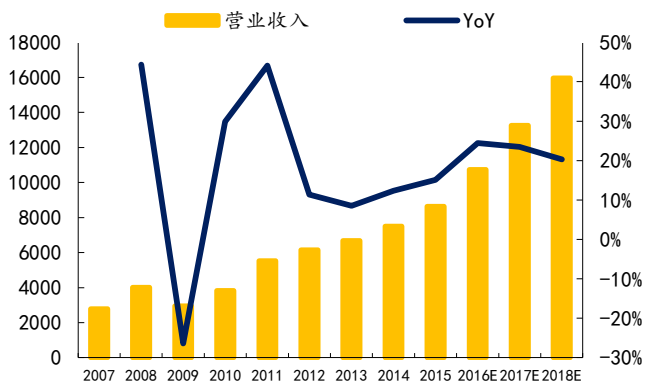
2017年02月电梯电视媒体刊例花费前五品牌榜单					2017年02月电梯海报媒体刊例花费前五品牌榜单					2017年02月影院视频媒体刊例花费前五品牌榜单				
本月排名	上月排名	品牌	同比	环比	本月排名	上月排名	品牌	同比	环比	本月排名	上月排名	品牌	同比	环比
1	27	瓜子二手车直卖	56.40%	>1000%	1	2	神州	172.10%	-46.60%	1	17	融手	New	264.10%
2	-	优信二手车	New	New	2	1	京东商城	>1000%	-75.20%	2	4	韩后	98.30%	43.40%
3	2	神州买买车	New	-44.60%	3	5	1号店	-0.50%	-53.80%	3	28	荣威	779.70%	332.00%
4	24	还呗	New	222.30%	4	-	瓜子二手车直卖	New	New	4	3	VIVO	142.80%	15.80%
5	-	58同城	4.90%	New	5	-	蜜芽宝贝	New	New	5	5	上海通用别克	-11.40%	58.20%
6	20	黄金钱包	New	126.90%	6	408	智联招聘	442.60%	>1000%	6	43	浪琴	325%	366.30%
7	-	房天下	-18.30%	New	7	-	上汽通用别克	New	New	7	1	百事	859.30%	-27.30%
8	3	京东商城	>1000%	-50.20%	8	-	诺心	New	New	8	6	暴龙	35.80%	28.90%
9	14	肯德基	-8.30%	45.50%	9	33	雍和	626.30%	21.50%	9	15	凯迪拉克	343.10%	106.30%
10	18	广誉远	New	63.20%	10	25	轻松芽	New	-2%	10	16	广汽菲克吉普	New	100.80%
11	16	神州闪贷	New	19.70%	11	-	东风悦达起亚	New	New	11	18	支付宝	New	98.10%
12	72	闪送	New	>1000%	12	36	奥迪	>1000%	3.80%	12	-	雪佛兰	>1000%	New
13	31	一直播	New	150%	13	64	立白	New	115%	13	22	上汽通用别克	New	103%
14	36	麦当劳	>1000%	195.10%	14	46	华美	198.80%	15%	14	30	秒卡	New	155.50%
15	11	小天才	-26.60%	-33.40%	15	-	微众银行	New	New	15	37	百威	69.70%	182.80%

资料来源: CTR, 国海证券研究所

4、从财务角度进一步佐证分众长逻辑

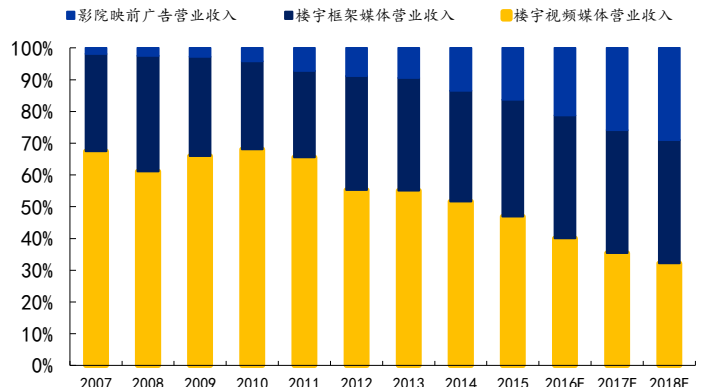
在纳斯达克上市以来至今, 我们观察到公司的几个拐点, 分别是 2009 年左右营业收入大幅下跌, 2011-2012 年营业收入增速大幅下降, 公司的业务结构变化等。下文我们将结合数据进行详细阐述。

图 17: 2007-2018E 分众传媒营业收入及增速 (百万元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 18: 2007-2018E 分众传媒三块主要业务营收占比

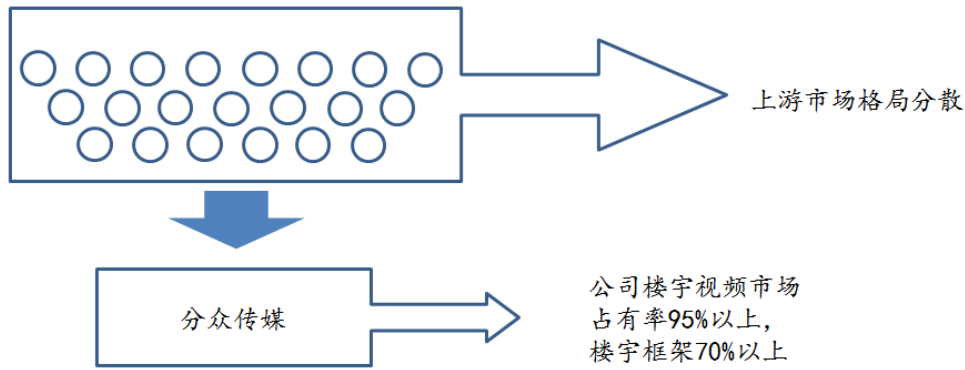


资料来源: Wind, 国海证券研究所

4.1、十四年成长路, 得益于时代背景与公司战略选择

分众传媒是怎么成为龙头的？我们认为公司本身优秀的基因和时代背景均起到了十分重要的作用。公司本身的因素无外乎团队优秀，以及公司上市较早使得早早地收购了其最有力的竞争对手们，从而占据了生活圈媒体近乎垄断的地位。此外，上游分散的市场格局也对公司的垄断性布局十分有优势。

图 19: 2012-2015 公司的客户结构变化, 2015 年日用消费品占比下降互联网占比上升

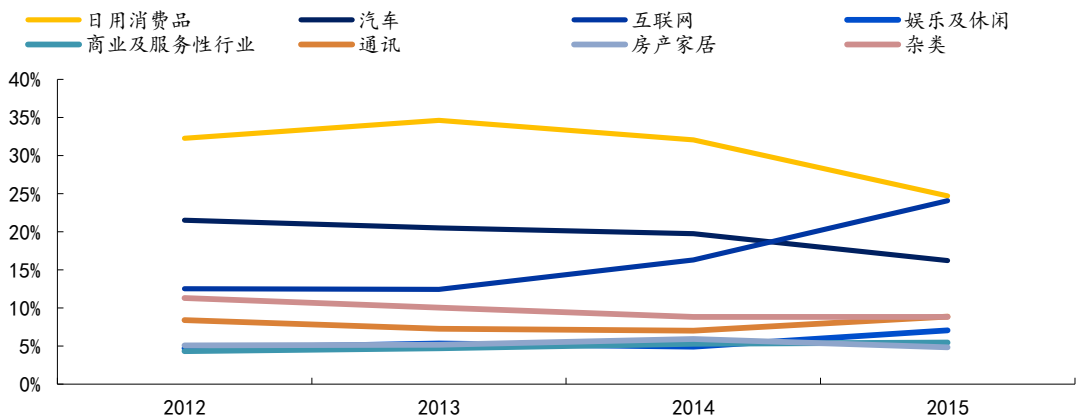


资料来源: 国海证券研究所

时代背景则取决于分众所关注、所面对的广告受众, 也就是全国超 4 亿城市人口的消费升级。如下面两幅图所示, 列出了分众传媒客户结构 (按百分比和按营业收入绝对值) 在 2012-2015 年的变化。

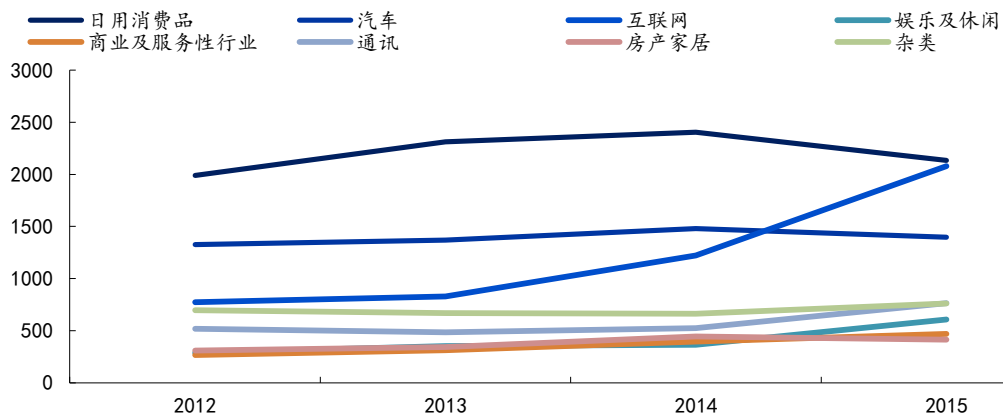
可以说, 2015 年之前, 是日用消费品撑起了分众传媒最大的广告收入来源, 而 2015 年之后, 是互联网、娱乐休闲、商业及服务性行业等更高层级的消费升级的增长带动了公司整体营收的增长。未来, 我们认为城市人口和三四线城市人口的消费升级将共同带动分众在更大的市场中获取更多的收入。

图 20: 2012-2015 公司的客户结构变化, 2015 年日用消费品占比下降互联网占比上升



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 21: 2012-2015 公司各行业客户营业收入绝对值变化 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

表 4: 2007-2012 分众传媒主要客户及其营收占比

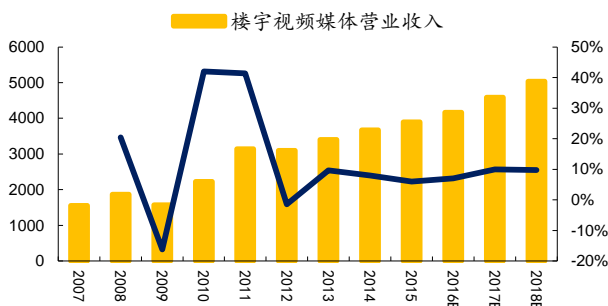
年份	分众传媒主要广告客户	主要广告客户营收占比
2007	中国移动, 东风汽车, 马自达, 蒙牛, 丰田	9.40%
2008	东风汽车, 欧莱雅中国, 宝洁中国, 蒙牛, 克莱斯勒中国	8.00%
2009	主要分布于快消品、汽车、乳制品、邮电通讯等行业的龙头企业	19.00%
2010	主要分布于快消品、汽车、乳制品、邮电通讯等行业的龙头企业	18.50%
2011	蒙牛, 欧莱雅中国, 伊利, 宝洁中国, 贝因美, 东风悦达, 上汽大众, 东风汽车, 一汽大众, 百胜中国	14.20%
2012	京东, 宝洁中国, 贝因美, 三星中国, 联想中国, 一汽大众, 中国移动, 百胜中国, 蒙牛, 伊利	18.00%

资料来源: 公司 F-20 文件、国海证券研究所

4.2、楼宇媒体: 市占率高、市场格局稳、稳定增长

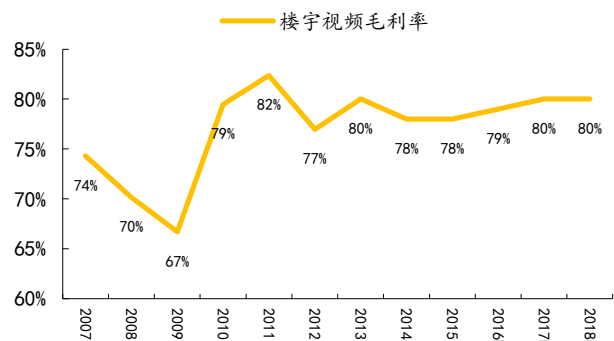
如下图所示, 我们寻找公司楼宇视频媒体和楼宇框架媒体的增长拐点, 试图寻找其增长的驱动因素以及业务特点, 先列图, 由下文说明。

图 22: 2007-2018E 分众传媒楼宇视频营收及增长率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 23: 2007-2018E 分众传媒楼宇视频毛利率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 24: 2007-2018E 分众传媒楼宇框架营收及增长率

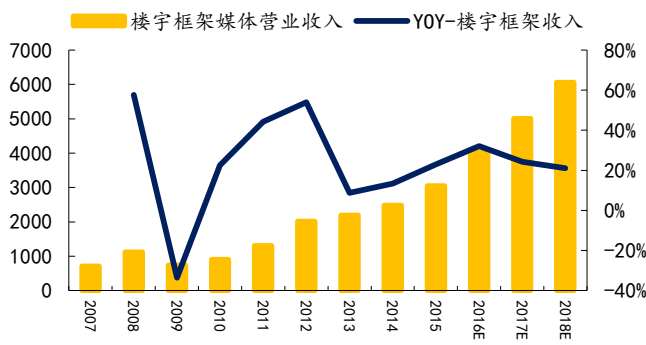
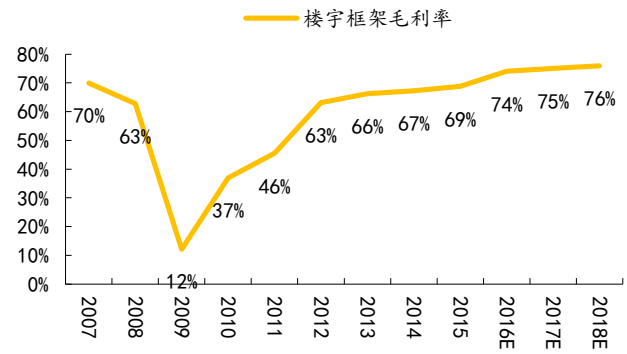


图 25: 2007-2018E 分众传媒楼宇框架毛利率

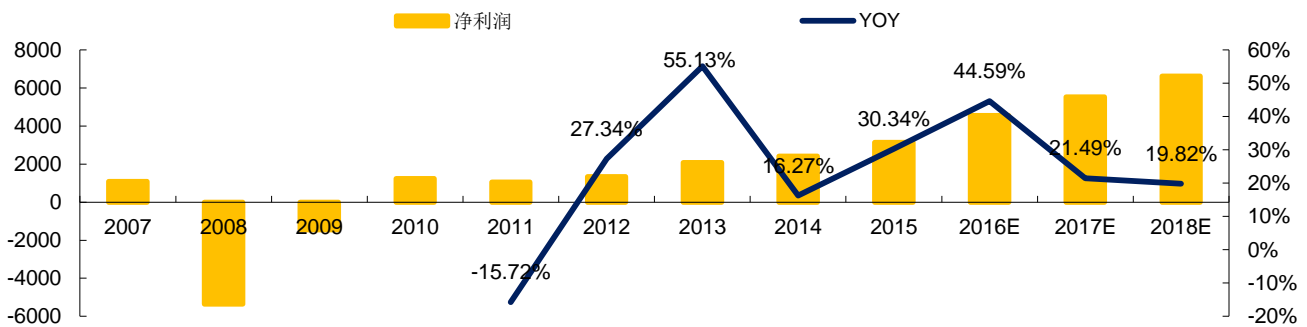


资料来源: Wind, 国海证券研究所

资料来源: Wind, 国海证券研究所

*注: 由于公司纳斯达克上市期间披露的 F-20 文件至 2012 年为止, 而 A 股披露文件中未区分楼宇视频和楼宇框架收入, 因此 2013 年之后楼宇视频和楼宇框架媒体的具体营收数据为我们的估计数据。

图 26: 2007-2018E 分众传媒净利润及其增速 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

*注: 2007 年-2011 年的净利润数据取自公司在纳斯达克上市期间披露的 F-20 文件中的净利润数据以及历史汇率参考转换为人民币计值, 可能因两地会计准则不同而有口径不一的情况, 在此我们暂忽略该差异

4.3、影院映前广告: 快速成长期业务

先列图, 由下文说明。

图 27: 2007-2018E 分众传媒影院映前营收及增长率

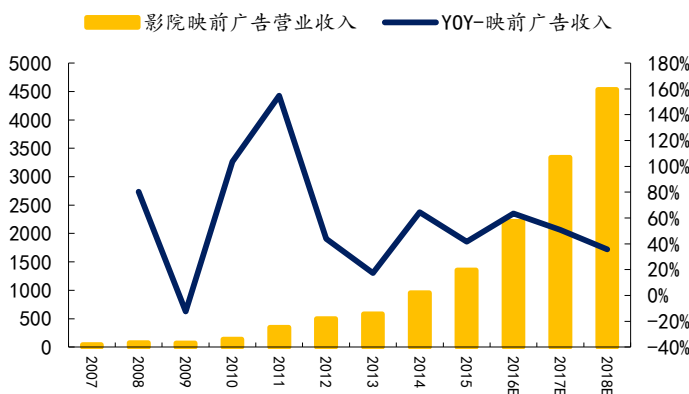
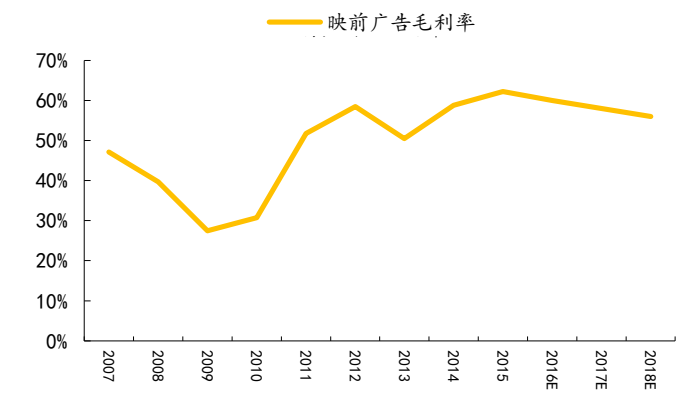


图 28: 2007-2018E 分众传媒影院映前毛利率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

资料来源: Wind, 国海证券研究所

4.4、公司历史成长全梳理

2009年，公司营业收入、毛利率均大幅下降，主要源自于宏观经济的下滑导致广告需求的不足。于此同时，公司处置了之前收购的卖场媒体 CGEN 公司，并处理了一些性价比不高的海报框架等设点节约成本，使得公司的营业收入大幅下降，相应的，毛利率也有了较大的下降。

2010年公司营业收入、毛利率以及净利润都有所回升，主要基于经济回暖，公司旗下媒体广告投放价格都有较大幅度的增长。此外，公司在卖场媒体的数量有了增长，海报框架媒体的刊挂率也在增长（从 29% 上升至 37%），票房的高速增长带动了影院广告的增长。总体来看，2010年毛利的增长主要是基于公司核心业务的售价、刊挂率、媒体资源数量的大幅增长。

2011年业务继续大幅增长，延续上一年的趋势，公司主要的媒体资源售价、刊挂率都有较大幅度增长，如 LCD 显示屏广告、卖场广告售价增长 20%-30%，LCD 显示屏屏幕利用率从 52% 达到了 56%，海报框架广告刊挂率从 37.8% 增长到了 45%。此外，成本的增加低于营业收入的增长，因此公司的毛利率维持增长。

2012年，LCD 显示屏增速放缓，主要由于宏观经济再度放缓，而租金成本维持刚性；卖场广告由于某些大型客户（如国内一些奶制品生产生）广告支出减少，以及宏观因素的影响，再者卖场广告用户群集中，因此影响较大。海报框架收入则大幅增长，主要是由于框架媒体的数量增长，并且经济不景气反而提升了海报媒体投放促销广告的吸引力。这一年，公司继续缩减传统户外广告业务，将其定位为非核心业务。

此后，公司楼宇视频媒体和楼宇框架媒体均进入稳定增长，影院映前广告业务则随着电影观影人次的快速增长而水涨船高。

表 5: 2007 VS 2006 公司营业收入、营业成本、毛利率的变化原因分析（单位：亿人民币）

	LCD 显示屏	卖场广告	海报框架广告	移动手机广告	互联网广告
收入变化原因	1、越来越多的广告客户继续接受公司的媒体；2、公司媒体网络的稳步扩张，包括公司网络上的 LCD 显示屏和 LED 广告牌数量；3、销售量身定制的广告套餐，包括通过公司的商业定位网络上的七个专业渠道，并针对广告客户要求的特定建筑物列表进行广告宣传。	增幅归功于网络广告业务的销售稳步增长	由于销售额强劲，装机总数翻了一番以上	由于手机广告业者广泛接受电信业务和手机业务持续增长	2007年3月，公司收购了 Allyes 后，公司开始提供互联网广告服务和软件解决方案。
2007 年收入	14.06 (+33.52%)	2.07 (-3.27%)	6.48 (+98.77%)	3.56(+342.23%)	9.47

成本变化原因	1、公司在这两个时期之间的商业定位网络的广告服务业务大幅增长,包括由于公司进入展示位置协议的商业地点数量大幅增加,包括公司在公司的门牌广告牌业务中运营的公司的位置成本大幅增加;2、2007年底,公司持有并经营的平板显示器数量有所增加,平板显示折旧费用增加;3、在此期间,公司收购了8家区域分销商,与维护网络相关的其他直接成本增加,与公司的路边LED广告牌租赁相关的付款以及电影院的屏幕时间。	店内网络的安装和维护相关的位置费用和折旧费用。	这归因于与公司网络上的海报框架的安装和维护相关的位置成本和折旧费用,因为公司显著增加了公司网络上的传统海报框架,并于2007年6月开始招致与公司的数字海报框架相关的位置费用。	这些成本主要是由移动运营商收取的消息成本。	这些费用主要是由相关网站收取的广告空间租赁费用。
成本	3.98 (+16.72%)	1.7 (+18.06%)	2.13 (+97.22%)	1.76 (+262.14)	7.06
毛利变化原因	毛利润由2006年的1.305亿美元增长至2007年的2.581亿美元,同比增长了97.8%。由于增加了互联网广告服务,公司整体毛利同期从61.6%下降至51.0% 2007年上半年,公司的海报框架,手机和互联网广告业务收购带来的利润率较低,无形摊销费用较高。				
毛利	10.7	0.37	4.35	1.8	2.41

资料来源:公司F-20文件、国海证券研究所整理

*注:上述收入、成本、毛利率数据为根据当年平均汇率折算,单位为人民币

表6: 2008 VS 2007 公司营业收入、营业成本、毛利率的变化原因分析(单位:亿人民币)

	LCD 显示屏	卖场广告	海报框架广告	互联网广告	影院和传统户外广告
收入变化原因	公司的媒体网络稳步扩张,包括公司网络上的液晶平板显示器和LED广告牌的数量;	达到2,570万美元。主要是由于公司未能整合公司的店内网络销售队伍	收入增长主要是由于销售量增长,因为2007年12月31日的总装机容量从190,468台大幅增加截至2008年12月31日的324,364台,其中包括2008年公司推出的34,195台数码相框。	增长主要是由于宏观经济状况良好,广告商在中国接受互联网作为有效媒体。	1) 运营传统广告牌业务的华光和托佳在2007年上半年被收购。巩固2007年的收入只有在收购完成后,而在2008年,公司巩固了全年收入;和(2)公司的电影院客户数量从2007年的71个增加到2008年的141个。
2008年收入	16.64 (+18.35%)	4.21(+103.38%)	10.19 (+57.25%)	10.18 (+7.5%)	5.36 (+106.97%)

成本变化原因	(1) 公司网络的显著扩张。截至2007年12月31日, 公司拥有并经营的液晶显示屏数量直接从107,553台增加到2008年12月31日的122,597台。因此, 2008年的位置成本, 折旧费用和 network 维护费用比2007年多。和(2)2008年发生的固定资产减值准备1560万美元。	这主要是由于公司收购了 CGEN, 这是公司在店内广告业务中最大的竞争对手。	这归因于与公司网络上的海报框架的安装和维护有关的位置成本和折旧费用增加	这主要是由于网站所有者的广告空间的购置成本提高所致。	主要是由于(1)公司收购华光, 该公司是2007年传统广告牌业务的子公司。公司将华光的业绩在收购完成后才开始运营, 而在2008年, 公司整合了全年的收入成本; (2) 广告牌数量由2007年的492个增加到2008年的542个, 以应对更大的客户需求; 和(3) 由于公司在网络租赁的剧院数量从2007年的10,930增加到2008年的27,164个, 电影院屏幕上租用的时间增加了租赁成本。
成本	5.53 (+38.94%)	4.29 (+152.35%)	4.15 (+94.83%)	6.19 (-12.32%)	3.95 (+99.6%)
毛利变化原因	(1) 店内, 互联网, 电影院和传统户外广告牌等固有利润率较低的业务, 2008年的收入比例高于2007年; (2) 液晶显示网络产生的固定资产减值费用; (3) 网络扩张快速造成的租金和折旧增长放缓了收入的增长。				
毛利	11.11	-0.08	6.04	3.99	1.41

资料来源: 公司 F-20 文件、国海证券研究所整理

*注: 上述收入、成本、毛利率数据为根据当年平均汇率折算, 单位为人民币

表 7: 2009 VS 2008 公司营业收入、营业成本、毛利率的变化原因分析 (单位: 亿人民币)

	LCD 显示屏	卖场广告	海报框架广告	互联网广告	影院和传统户外广告
收入变化原因	主要是由于广告商在不利的宏观经济条件下的需求。在2008年底开始的金融危机中, 来自汽车和金融服务等行业的广告商在2009年大幅度减少了广告预算。	这一下降主要是由于2008年12月公司对 CGEN 的重组。2008年1月, 公司收购了 CGEN, 这是公司最大的竞争对手在店内广告片段。随后, 2008年12月10日, 公司宣布处理从 CGEN 收购的部分店内广告业务, 并终止 CGEN 收购协议。	这个收入下降主要是由于广告商在不利的宏观经济条件下的需求, 竞争对手的更强烈的定价压力和公司的处置的前两年收购的子公司。	主要原因是广告商在不利的宏观经济条件下的需求	这主要是由于公司在2009年4月处理了传统户外广告牌业务的子公司。
2009 年收入	14.21 (-14.60%)	2.07 (-50.83%)	6.76 (-33.60%)	7.37 (-27.6%)	2.55 (-52.45%)

成本变化原因	这一下降是由于公司在2009年第二季度拆除了上海某些商业区安装的一些LED屏幕,因此,不再招致位置租赁。	主要是由于2008年1月收购的CGEN重组,而由于公司的成本降低自2008年年底以来采取的措施。	增长主要是由于(1)公司闲置固定资产(主要是数字海报框架)的2,700万美元的减值损失。及(2)由于年初的数码海报架数量大幅增加,2009年租金和折旧增加,以及竞争对手对于理想建筑物放置海报框架的更激烈竞争。		主要是由于公司在传统户外广告牌业务中处置了一家子公司。
成本	5.18 (-6.32%)	1.65 (-61.54%)	6.52 (+57.11%)	6.7 (+8.24%)	3.08(-22.03%)
毛利变化原因	(-48.29%)从2008年的2.951亿美元下降到2009年的1.659亿美元。公司整体毛利同期从2008年的45.9%下降至32.8%,主要是由于收入大幅下降 从公司的LCD显示网络和海报框架网络,以及对公司的闲置设备的显着损失费用。				
毛利	9.03	0.42	0.24	0.67	-0.53

资料来源:公司F-20文件、国海证券研究所整理

*注:上述收入、成本、毛利率数据为根据当年平均汇率折算,单位为人民币

表 8: 2010 VS 2009 公司营业收入、营业成本、毛利率的变化原因分析 (单位: 亿人民币)

	LCD 显示屏	卖场广告	海报框架广告	影院广告	传统户外广告
收入变化原因	增长主要由以下原因所致: a) 公司对客户的平均售价在公司的一线城市增加了约30%, 2010年的二线城市增长了10%~15%, 这比较了到2009年;和b)液晶显示网络容量的平均利用率(1)从2009年的39%大幅上升到2010年的52%。	这一增长主要是由于a)公司收取的客户平均售价在2010年增加了约10%,与2010年相比2009年和b)公司已经扩大了公司的店内网络,因为沃尔玛已经在2010年4月添加到公司的店内网络	与液晶显示网络类似,2010年与2010年相比,公司的海报框架网络的广告收入也反弹,特别是对于周边行业如汽车,金融服务和个人用品。因此,公司网络容量的年平均使用率从2009年的前四大城市的29%上升到2010年的37%。	这个媒体的成效越来越受到客户的认可,特别是那些汽车,电信,日记和个人产品的客户。	这部分归功于传统户外广告牌广告业务中四家新收购的实体占11.4%公司经营的传统户外广告牌网络的扩张。
2010年收入	20.11 (+41.52%)	2.55 (+23.19%)	7.64 (+13.12%)	1.22 (+180.7%)	2.77 (+35.9%)
成本变化原因	主要是由于:租赁,位置维护,公用事业和运输成本,与2009年相比,薪金和福利增加了约950万美元	店内网络设备的折旧费用减少了约100万美元,因为公司2005年装机的设备已经全部于2010年贬值。	收入的增加成本主要是由于: a) 租金成本增加1180万美元,主要是由增加的装机数量和平均租金成本引起;和b) 其他费用,包括薪金和福利以及位置维护费用,增加约490万美元。	主要由于电影院网络大幅扩张	主要原因是公司在传统户外广告牌业务中处置了一家子公司。
成本	4.6 (-11.20%)	1.58 (-4.24%)	5.72 (-12.27%)	0.26 (+96.1%)	2.19(-14.8%)
毛利变	(+96.03%)主要是由于: a) 利用率提高 以及公司核心业务(即液晶显示网络,店内网络和海报框架网络)				

化原因 的平均售价，导致这些核心业务的广告服务成本相对较高的利润率较高；和 b) 2010 年长期资产没有减值准备，而 2009 年，液晶显示网络和海报框架网络收入成本中包含的减值费用分别为 1270 万美元和 2700 万美元。

毛利	15.51	0.97	1.92	0.96	0.58
----	-------	------	------	------	------

资料来源：公司 F-20 文件、国海证券研究所整理

*注：上述收入、成本、毛利率数据为根据当年平均汇率折算，单位为人民币

表 9：2011 VS 2010 公司营业收入、营业成本、毛利率的变化原因分析（单位：亿人民币）

	LCD 显示屏	卖场广告	海报框架广告	影院广告	传统户外广告
收入变化原因	增长主要来自：a) 与 2011 年相比，2011 年公司一线和二线城市的平均售价比公司客户增加了约 20%-30%和 b) 液晶显示网络容量的平均利用率 (1) 从 2010 年的 52% 上升到 2011 年的 56%。	这一增长主要是由于以下因素：a) 销售的大型超市销售总数，公司的店内网络收入来源于比 2010 年大约 10.8% 和 b) 大型超市的平均单价销售价格比 2010 年上涨了 30% 以上。	与液晶显示网络类似，2011 年与 2010 年相比，公司的海报框架网络的广告收入也反弹，特别是对于那些周边行业如汽车，金融服务和个人用品。因此，公司网络容量的年平均使用率从 2011 年的 37.8% 上升到 2011 年前四名城市的 45.0%。	这个媒体的成效越来越受到客户的认可，特别是那些汽车，电信，日记和个人产品的客户。	这部分归功于传统户外广告牌广告业务中四家新收购的实体占 11.4% 公司经营的传统户外广告牌网络的扩张。
2011 年收入	28.7 (+42.72%)	3.84 (50.59%)	11.98 (+56.81%)	3.28 (+168.85%)	3.59 (26.71%)
成本变化原因	主要是由于：a) 由于 2011 年媒体平台发展及平均租金成本增加，租金成本增加 780 万元；和 b) 与 2010 年相比，位置维护，公用事业和运输，工资和福利增加了约 850 万美元。	主要是由于店内网络设备的折旧费用减少约 190 万美元，作为设备公司于 2006 年安装在 2010 年全面贬值。	主要是由于店内网络设备的折旧费用减少约 190 万美元，作为设备公司于 2006 年安装在 2010 年全面贬值。	主要是由于店内网络设备的折旧费用减少约 190 万美元，作为设备公司于 2006 年安装在 2010 年全面贬值。主要是由于：a) 租金成本增加了 2150 万美元，这是由于增加的框架安装和平均租金成本；和 b) 其他费用，包括薪金和福利以及位置维护费用，增加了约 440 万美元。	原因是传统户外广告牌网络的扩张以及与 2011 年四家实体相关的额外约 430 万美元的成本。
成本	5.54 (+20.43%)	1.33 (-15.82%)	7.13 (+24.65%)	1.66 (+78.49%)	3.04 (+38.81%)
毛利变化原因	(+69.64%) 主要是由于利用率和平均水平的提高在公司的核心业务（即液晶显示网络，店内网络，海报框架网络和电影院网络）中的销售价格，导致更高的利润，因为这些核心业务的广告服务成本一般不变。				
毛利	23.16	2.51	4.85	1.62	0.55

资料来源：公司 F-20 文件、国海证券研究所整理

*注：上述收入、成本、毛利率数据为根据当年平均汇率折算，单位为人民币

表 10: 2012 VS 2011 公司营业收入、营业成本、毛利率的变化原因分析 (单位: 亿人民币)

	LCD 显示屏	卖场广告	海报框架广告	影院广告	传统户外广告
收入增长原因	主要是由于宏观经济放缓, 影响了广告客户对品牌广告的胃口	主要是由于某些大型客户 (如国内某些奶制品生产商) 的广告支出减少所致, 以及不利的宏观环境。由于公司的店内网络客户群通常比其他业务部门更为集中, 主要客户的支出波动对于这一业务部门的影响总体来说可能会有更大的影响。	这一显著增长主要是由于: a) 宏观经济不景气使得受众更倾向于促销广告而非品牌广告, 海报框架媒体是相对更具吸引力的促销方式; b) 公司扩展海报框架网络。例如, 截至 2011 年 12 月 31 日, 公司的框架 1.0 相框数量从 445, 126 增加到 2012 年 12 月 31 日的 505, 571; 及 c) 与中国其他海报架构运营商的竞争格局更为稳定。	主要是由于中国电影院线的快速增长, 这种媒体越来越被更多的客户所认可。	这主要是由于公司实施了缩小这一业务部门的战略决策, 以将资源集中在核心业务上。公司战略性地将这一业务部门视为公司整体业务的非核心部分, 而且一般情况下, 其利润率相对较低。
2012 年收入	29.37 (+2.33%)	3.26 (-15.10%)	19.31 (+61.19%)	4.83 (+47.26%)	1.95 (-44.44%)
成本增长原因	主要是由于: a) 由于 2012 年媒体平台发展, 租金成本增加了 1390 万美元, 增幅平均租金成本; 和 b) 由于维持公司扩展网络的增量成本, 与 2011 年相比, 位置维护, 公用事业和运输, 工资和福利增加了约 1070 万美元。	这一增长是由于平均租金成本增加。	这一增长主要是由于: a) 租赁成本增加了 750 万美元, 这是由于安装的帧数增加和增加平均租金成本; 和 b) 其他费用, 包括薪金和福利以及位置维护费用, 增加约 490 万美元。	这一增长主要是由于公司的扩张电影院广告网络。	这一下降主要是由于公司决定缩减这一业务板块, 而且与 2011 年相比, 2012 年的广告牌数量减少了
成本	7.12 (+28.52%)	1.35 (+1.50%)	7.42 (+4.07%)	2.16 (+30.12%)	2.18 (-28.29%)
毛利增长原因	(+17.74%) 主要是由于在公司的海报框架网络平均销售价格上涨和利润率上升。				
毛利	22.25	1.91	11.89	2.67	-0.23

资料来源: 公司 F-20 文件、国海证券研究所整理

*注: 上述收入、成本、毛利率数据为根据当年平均汇率折算, 单位为人民币

4.5、历史上的收购

分众在美股上市期间另外一系列重要动态就是前期大量的收购。我们经过分析了解，认为公司在美股上市初期大量的并购虽出现了不少的失败案例（最终处置出售），但分众也成功收购了框架传媒（Framedia）、聚众传媒（Target Media）等竞争对手以及分众无线（Focus Media Wireless）而迅速扩展了市场占有率。

表 11：2007-2012 年公司投资并购及资产处置事项

年份	并购	处置
2007	2007 年 3 月 28 日，公司收购互联网广告公司 Alleys，金额为 700 万现金和 15428.11 万美元的普通股。公司收购 10 个户外电视广告服务公司，金额为 636.24 万美元。	——
2008	2008 年 1 月公司收购了卖场广告公司 CGEN，金额为 168.4 百万美元的现金和 14.2 百万的负债。2008 年，收购六个框架广告公司，金额为 1.2 百万美元，无形资产价值 7.9 百万，商誉 0.4 百万。	2008 年 12 月 10 号，公司出售 CGEN 给第三方，损失无形资产 39.5 百万美元的注销和商誉的 145.6 百万美元的注销。
2009	——	2009 年 8 月到 12 月，公司处置六个经营不佳公司。交易对手是子公司的原经营者。处置期间，公司获得净收入 127.6 百万美元，税前损失 45.4 百万美元。处置完成后，损失 44.1 百万美元。2009 年，公司处置了 5 个框架广告公司，LCD 屏幕广告以及传统户外广告公司。
2010	2010 年，公司收购五个框架广告公司，金额为 5.3 百万美元。	2010 年，公司处置互联网广告公司 Allyes38% 的股份，金额为 13.3 百万美元的。6 月 30 号，把剩余的 62% 的股份卖给了投资公司 Sliver Lake，金额为 124 百万美元。处置期间互联网广告净收入 80.6 百万美元，税前利润 5.2 百万美元。处置利得为 79 百万美元。
2011	——	——
2012	——	2012 三四季度，公司处置了之前收购的四个传统广告公司，处置完成，实现商誉减值损失 907776 美元，实现组合处置利得 479447 美元。

资料来源：公司 F-20 文件、国海证券研究所

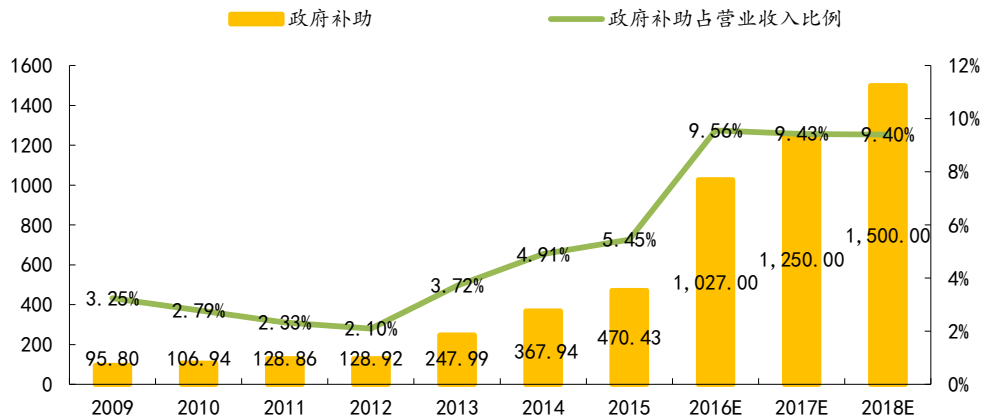
经历了多项失败和成功的收购之后，公司在户外媒体、互联网营销、卖场媒体均有所涉猎。2009 年之后，随着市场的变化和对行业趋势的判断，公司将非核心业务进行剥离，专注于生活圈媒体这一范畴。目前来看，生活圈媒体在稳健增长的同时具有独占性，当时的果断处置体现了前瞻性。

从公司 2016 年的动向来看，我们认为公司将会更加谨慎地对待其他媒体类型，投资战略从横向布局转向纵向布局。持续在移动互联网、互联网金融、体育内容、娱乐等新兴领域进行产业链形式的布局，加速流量变现。

4.6、政府返税的影响

分众传媒自 2009 年以来，每年均有一定程度的政府补助。其中，2009-2012 年营业收入占比分别基本在 2%-3.3% 之间浮动，政府补助在 2013-2015 年相对主营业务收入占比达到 3.72%、4.91%、5.45%，占比呈逐年上升趋势，我们预计 2016、2017、2018 年的政府补助占主营业务收入比例约为【9.4%-9.5%】。

图 29：2009-2015 公司所收到的政府补助（百万元）

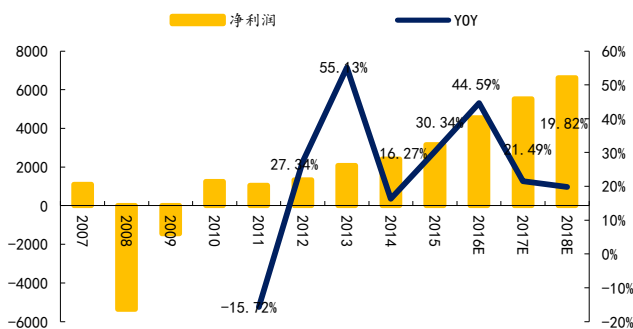


资料来源：公司公告，国海证券研究所

注：2009-2011 年采取公司在纳斯达克上市期间披露的 F-20 数据，2012-2015 年为公司 A 股上市期间披露数据，F-20 公告数据与 A 股公告数据可能因种种原因口径并非一致

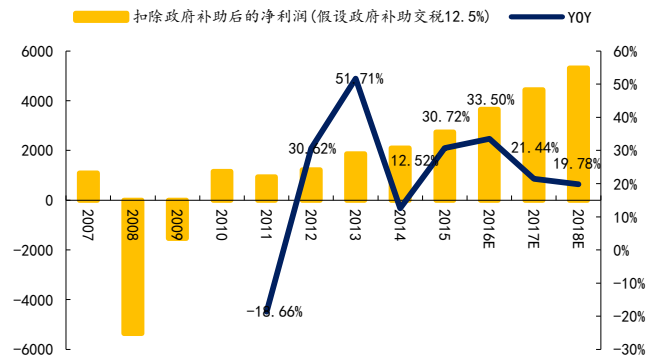
实际上，公司的政府补助基本上为政府返税，主要是当地政府为了鼓励高新技术企业在本地设立而在一定期限内给予的补助政策。历年来看，政府补助对利润的贡献基本上与净利润的增速相匹配，我们特此将下面两幅图列出即可清楚的看出，剔除政府补助影响后，净利润的增速并没有较大的影响。

图 30：2007-2018E 分众传媒净利润及增速（百万元）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 31：2007-2018E 分众传媒扣除政府补助后净利润及增速



资料来源：公司公告，国海证券研究所

此外，我们对公司 2012-2015 年的财政补助项目做了统计和对比，并将其数额的变化进行了研究。我们认为，2013 年财政补助金额较 2012 年有较大的增长的主要原因为收到崇明县人才发展专项资金 4000 余万元，以及一次性收到分众

在美国退市带来的员工股权期权所缴纳个人所得税 100%的资金扶持。而 2014 年比 2013 年财政补助金额有所增长，主要在于子公司上海驰众广告的税收大幅增长使得退税额大幅增长，以及首次获取宁波大榭开发区的财政扶持款。2015 年除自然增长之外，还归功于 2014 年下半年首次获取的宁波大榭开发区财政扶持款在 2015 年到位。2016 年政府补助主要也是来自于旗下子公司缴纳的税收大幅增长所致，其余具有可持续性，此外，大部分的政府补助均在近几年具有可持续性。

表 12: 2012-2015 财政补助项目、金额及其变化原因

补助项目 (百万元)	2012	2013 较上一年变化的原因	2013	2014 较上一年变化的原因	2014
崇明县招商财政扶持	61.98	收到人才发展专项资金 40.13 百万元	103.09	自然增长	117.10
长宁区商委财政扶持	17.32	一次性收到分众在美国退市带来的员工股权期权所缴个人所得税 100%资金扶持	61.16	自然增长	46.91
成都高新园区财政扶持	15.97	自然增长	46.02	自然增长	40.40
闸北区大宁路街道扶持	7.60	自然增长, 一次性奖励 1 百万元	8.79	上海驰众广告缴纳区级税收大幅增长	38.11
张江高科技园区财政扶持	20.02	自然增长	13.21	自然增长	39.46
宁波大榭开发区财政扶持	0.00		0.00	首次获取财政扶持	73.71
营改增财政扶持	2.00	——	7.52	——	5.53
其他零星政府补助	4.04	——	8.20	——	6.72
合计	128.92		247.99		367.94
补助项目(百万元)	2014	2015 较上一年变化的原因	2015	2016 较上一年变化的原因	2016
崇明县招商财政扶持	117.10	自然增长	94.59	——	0.42
长宁区商委财政扶持	46.91	自然增长	30.99	我们推测为子公司业绩大幅增长使得缴税额大幅增长	479.95
成都高新园区财政扶持	40.40	自然增长	35.27	子公司业绩大增	102.41
闸北区大宁路街道扶持	38.11	自然增长	6.15	已结束	——
张江高科技园区财政扶持	39.46	自然增长	51.24	已结束	——
宁波大榭开发区财政扶持	73.71	包括上年下半年的财政扶持	243.50	鼓励开发新兴媒体业务, 以及财政扶持款	333.03
营改增财政扶持	5.53	——	8.70	——	——
其他零星政府补助	6.72	——	8.70	——	0.45

合计	367.94	479.13	916.26
----	--------	--------	--------

资料来源:公司公告、国海证券研究所

注: 2016 年补助数据部分来自于我们根据公司公告已披露数据所做的测算和估计, 可能未统计尚未公告的部分数据

表 13: 分众传媒的政府补助相关政策条文及补助可持续性说明

地区	政府补助政策	补助可持续性说明
崇明县	<p>A、根据崇明县招商局工作联席会议办公室 2013-3 号《关于核准对分众传媒(中国)控股有限公司所属子公司财政扶持的事宜》的招商工作联席会议纪要:</p> <p>a、2012 年度对分众传媒(中国)控股有限公司 24 家子公司中 2009 年前成立的企业形成的地方财力部分给予 45%扶持(不含个人所得税), 2009 年后成立的企业形成的地方财力部分给予 40%扶持(不含个人所得税), 同时以财政扶持形式支付给企业地方实得 25% 的宣传广告经费(不含个人所得税)。</p> <p>b、2012 年度个人所得税纳入财政扶持计算范围, 2012 年度印花税总额超过 100 万元以上纳入财政扶持计算范围, 扶持比例遵照崇明县统一招商财政扶持比例执行</p>	<p>可持续, 补助金额区分 2009 年前成立的公司和 2009 年之后成立的公司</p>
长宁区	<p>A、根据上海市长宁区商务委员会(投资促进办公室)与上海分众广告传播有限公司、上海分众广告有限公司、上海新分众广告传播有限公司、分众多媒体技术(上海)有限公司、上海分众数码信息技术有限公司、上海定向广告传播有限公司的会谈备忘录, 2012 年产业政策和个人所得税扶持政策如下:</p> <p>a、根据上述公司增加值、营业收入、企业利润总额所形成的税收(区财力实得部分)在 2,523.00 万元以下, 无专项资金政策扶持; 税收(区财力实得部分)在 2,523.00 万—4,000.00 万元之间, 按 60%比例给予专项资金扶持; 税收(区财力实得部分)在 4,000.00 万元以上, 按 80%比例给予专项资金扶持。</p> <p>b、个人所得税形成的区财力实得部分按 60%的比例给予专项资金扶持。</p> <p>2015 年 5 月 31 日, 公司收到长宁区招商中心通知, 称分众公司(上海分众广告传播有限公司、上海分众广告有限公司、上海新分众广告传播有限公司、分众多媒体技术(上海)有限公司、上海分众数码信息技术有限公司、上海定向广告传播有限公司、上海分众软件技术有限公司)符合长宁区产业发展导向, 维持对分众公司的产业扶持政策不变(其中新成立的上海分众软技术有限公司享受的扶持政策与其他分众公司一样), 政策过渡期为三年。</p>	<p>可持续(至 2018 年),</p>
成都高新园区	<p>根据成都高新技术产业开发区管理委员会与上海分众德峰广告传播有限公司 2011 年签订的《投资合作协议》, 上海分众德峰广告传播有限公司在成都高新区设立独立法人企业—分众文化传播有限公司, 注册资本为 1 亿元人民币, 在成都高新区实际经营期限不低于 10 年, 自分众文化传播有限公司运营年度起 5 年内, 企业所得税地方留成部分的 100%给予企业扶持(目前企业所得税地方留成比例为纳税额的 36%), 营业税地方留成部分的 90%给予企业扶持(目前企业所得税地方留成比例为纳税额的 58.5%)。</p>	<p>至少可以持续至 2017 年</p>
闸北区 大宁路	<p>A、根据 2012 年上海市闸北区投资促进中心第六分中心与分众传媒(中国)控股有限公司签订的协议书, 2012 年至 2014 年对上海驰众广告传播有限公司和上海传瑞广告有限公司两家在闸北区注册成立的公司扶持政策如下:</p> <p>a、营业税、增值税、企业所得税区级税收统计口径在 2,000.00 万元以下, 给予企业街道实得 75%的扶持返还;</p> <p>b、营业税、增值税、企业所得税区级税收统计口径在 2,000.00 万元—3,000.00 万元, 给予企业街道实得 80%的扶持返还;</p> <p>c、营业税、增值税、企业所得税区级税收统计口径在 3,000.00 万元以上, 给予企业街道实得 85%的扶持返还;</p>	<p>持续至 2014 年, 目前已结束, 2015 年所收到的金额为上年未收取部分。</p>

	<p>B、根据上海市闸北区财政局闸财预第 255 号《关于上海驰众广告传播有限公司实施财政扶持政策的通知》，对上海驰众广告传播有限公司缴纳的个人所得税小于 6,000.00 万元（含 6,000.00 万元，区税 1,320.00 万元），按个人所得税形成财政收入的区得部分的 70% 给予财政专项奖励；对个人所得税大于 6,000.00 万元的，按个人所得税形成财政收入的区得部分的 75% 给予财政专项奖励。</p>	
张江高科技园区	<p>1、根据上海市张江高科技园区管理委员会张江园管扶认字[2013]第 0496 号《张江高科技园区财政扶持资格认定通知书》，分众（中国）信息技术有限公司符合《园区企业发展扶持办法》政策关于“符合园区产业导向”的规定，已获得张江高科技园区财政扶持资格。扶持期限为 2012 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日。</p> <p>2、上海市张江高科技园区管理委员会浦张江园管扶认字[2014]第 0001 号《浦东新区财政扶持资格认定通知书》，分众（中国）信息技术有限公司符合《浦东新区促进总部经济发展财政扶持办法》政策关于“新认定的区域性总部”的规定，已获得浦东新区财政扶持资格。扶持期限为 2013 年 1 月 31 日至 2015 年 12 月 31 日。</p> <p>3、根据上海市张江高科技园区管理委员会张江园管扶认字[2013]第 0427 号《张江高科技园区财政扶持资格认定通知书》，驰众信息技术（上海）有限公司符合《园区企业发展扶持办法》政策关于“新引进、新认定”的规定，已获得张江高科技园区财政扶持资格。扶持期限为 2013 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日。</p>	至 2015 年为止，目前已结束
宁波大榭开发区	<p>1、根据 2013 年 10 月宁波大榭开发区投资合作局与分众多媒体技术（上海）有限公司签订的《会谈备忘录》：</p> <p>（1）、新公司在宁波大榭开发区注册当年按企业实际缴纳的税费，营业税补贴 100%，企业所得税补贴 40%，文化事业费补贴 100%；</p> <p>（2）、第二年起，年纳税总额在 300 万以上，按照企业实际缴纳的税费，营业税补贴 100%，企业所得税补贴 40%，文化事业费补贴 100%。第四年起，营业税补贴 80%，企业所得税补贴 32%，文化事业费补贴 80%。</p> <p>（3）、年纳税总额是指增值税（不含营改增的增值税）、营业税（包括营改增的增值税）、企业所得税、文化事业费合计。</p>	可持续。

资料来源：公司公告、国海证券研究所

5、竞争对手在哪里？

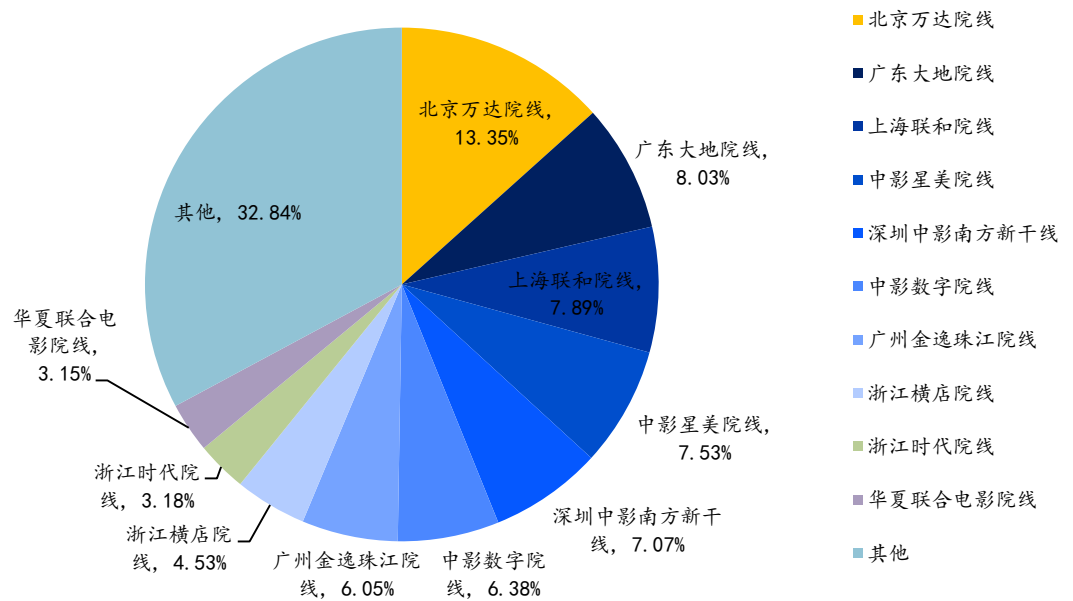
经历了早年的发展，分众已然成为具有垄断性优势的线下流量平台，拥有足够的议价能力，良性发展使得毛利率保持稳定上涨的趋势。投资者在心里可能会为其脑补出无数的竞争对手。例如，对于楼宇媒体来说，是否存在一个竞争对手，迅速融资迅速打价格战，使得分众的市场份额节节败退？是否可能存在地产商们联合起来，自行组建广告代理公司，做自有物业媒体资源的代理的可能？例如，对于影院映前广告来说，是否会存在院线系映前广告代理公司抱团的可能？

我们认为上述情况均有可能。但我们认为当前竞争因素对公司的影响较低。对于楼宇媒体来说，其市场规模潜力虽大，但相对于地产商来说仍然是较小的市场（例如万科 2016 年营业收入 2400 多亿，净利润约 284 亿），进入该市场的紧迫性较低。并且，并非所有的楼宇均适合投放广告，因此，对地产商来说第三方的公司也许是更好的选择。

对于影院映前市场来说，正如美国的 National CineMedia 公司，其主要为北美

前三大院线联合成立,作为影院广告的具体执行单位代理上述影院内的广告资源。但,北美的院线集中度远高于中国的院线集中度。如下图,中国院线前四名的总和也仅占据了市场 36.8%的份额,前 10 名占据 67.16%的份额,即便未来几大龙头进行联合,也暂时不会集聚比分众更大的市场话语权。而分众旗下的分众晶视作为第三方,占据了 55%以上的市场份额,且广告代理效率更高,在此种市场格局下有望继续获得竞争优势。

图 32: 2016 年中国院线市场份额饼图



资料来源: Wind、国海证券研究所

对于新进入者和资本来说,还将不得不考虑的一个问题是投资的回报率问题。生活圈媒体早已过了“0-1”的阶段,进入了分众垄断阶段。投资进入的门槛已经越来越高,并且在任何一个角度切入均要面临如何与分众竞争的问题。对于资本来说,成功的风险较大,而相应的行业增速已经趋于稳定使得回报率相对不高,因此通过外部资本快速扩张的市场时机早已过去。

因此,综合来看,强劲的对手目前对于分众来说或许还只是一个想象中的角色。

6、下一步,分众会成为什么?

6.1、线下流量平台持续流量变现,受众向用户转变

分众传媒线下流量平台变现潜力巨大。城市主流消费群体 4 亿人口中,2 亿触达分众,而分众的媒体日均触达 5 亿人次的城市主流人群,从用户规模的角度,比肩全国前十五互联网公司的用户规模。而如此庞大的用户群体目前仅为其广告“受众”,而非其产品的“用户”。过去 1 年以来分众在将“受众”转为“用户”上,我们可以明显的看出正呈加速布局态势。

1000 亿市值，2 亿用户（假设其对应为互联网公司中的日活/月活），单用户估值 500 元，单用户营业收入约 50 元，单用户净利润约 25 元。以上测算是假设公司的 2 亿受众均映射为互联网平台的用户而估算，我们认为随着公司持续外延消费升级、金融、体育、娱乐内容等领域，受众转化为用户，单用户产生的营业收入和净利润将仍有大量的挖掘空间。

表 14：分众传媒在金融、体育、娱乐及平台类业务的布局

布局时间	标的名称	领域
2016 年 12 月 6 日	一下科技	短视频、直播
2016 年 8 月 17 日	分众小贷	小额贷款
2016 年 7 月 29 日	英雄体育 8.242% 股权	体育
2016 年 6 月 13 日	咕咚	运动社交平台
2016 年 6 月 13 日	WME/IMG	体育娱乐赛事运营，体育明星、艺人经纪
2016 年 1 月 29 日	数禾科技 70% 股权	互联网金融

资料来源：公司公告、国海证券研究所

注：上述投资部分为公司直接投资，部分为公司参股的产业基金所投资

6.2、消费升级率先受益

从上文对 2016 年的广告主预算变化的分析我们可以得出结论：1) 分众的受众是中国最主流的消费群体，对生活品质较高，也同样是消费升级的率先实践者；2) 新兴品牌在选择引爆品牌的决策上，将分众列为了最主要的投放平台之一，因此分众将率先受益于新兴品牌崛起中营销支出的增加。

7、盈利预测与评级

我们认为公司是 A 股稀缺的高质地生活圈媒体标的，我们结合第一篇深度报告和本篇报告，对公司的历史、现状、将来、行业、市场空间、财务、并购等做了详细的研究，我们认为分众是率先最为受益于消费升级趋势和经济回暖的城市人口消费指标股。公司发布的 2017Q1 业绩预告显示，2017Q1 净利润增速达到 61.7%-77.1%，剔除政府补助之后净利润增速分别为 13.96%-30% 之间，取中值约 22%，已经体现一定程度的高速增长。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），对应 EPS 分别为 0.63/0.76 元，对应 PE 分别为 18.36/15.32 倍，PEG 小于 1。我们认为公司股价已达相对低估区间，建议积极配置，未来诸如解禁压力等股价压制因素逐一消除影响之后，估值有望回至合理估值，我们认为 2017 年合理 PE 估值为 25 倍，12 个月目标价 15.75 元，维持“买入”评级。

图 33: 2010-2018E 分众传媒业务拆分预测表

人民币百万	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,833.05	5,522.19	6,152.20	6,674.51	7,497.26	8,627.41	10,739.67	13,260.87	15,953.20
YoY	29.88%	44.07%	11.41%	8.49%	12.33%	15.07%	24.48%	23.48%	20.30%
营业成本	1,500.75	1,838.41	2,016.43	1,992.04	2,234.47	2,539.76	3,022.13	3,785.18	4,668.58
YoY	-8.86%	22.50%	9.68%	-1.21%	12.17%	13.66%	18.99%	25.25%	23.34%
毛利润	2,332.30	3,683.79	4,135.78	4,682.48	5,262.78	6,087.65	7,717.53	9,475.69	11,284.61
YoY	78.78%	57.95%	12.27%	13.22%	12.39%	15.67%	26.77%	22.78%	19.09%
毛利率	60.85%	66.71%	67.22%	70.15%	70.20%	70.56%	71.86%	71.46%	70.74%
净利润	1,247.46	1,051.38	1,338.83	2,076.94	2,414.83	3,147.50	4,551	5,529	6,625
YOY		-15.72%	27.34%	55.13%	16.27%	30.34%	44.59%	21.49%	19.82%
净利润率	32.54%	19.04%	21.76%	31.12%	32.21%	36.48%	42.38%	41.70%	41.53%
人民币百万	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
楼宇视频媒体 (市占率95%)									
楼宇视频媒体营业收入	2,224.77	3,144.67	3,099.64	3,400.00	3,672.00	3,892.32	4,167.45	4,584.20	5,032.20
YoY-楼宇视频收入	41.98%	41.35%	-1.43%	9.69%	8.00%	6.00%	7.07%	10.00%	9.77%
营业成本	457.04	554.83	713.80	680.00	807.84	856.31	875.16	916.84	1,006.44
楼宇视频毛利润	1,767.74	2,589.84	2,385.84	2,720.00	2,864.16	3,036.01	3,292.29	3,667.36	4,025.76
YoY-楼宇视频毛利润增速	69.17%	46.51%	-7.88%	14.01%	8.00%	6.00%	8.44%	11.39%	9.77%
楼宇视频毛利率	79.46%	82.36%	76.97%	80.00%	78.00%	78.00%	79.00%	80.00%	80.00%
楼宇视频媒体数量增速	6.51%	18.03%	10.80%	-2.93%	9.14%	41.36%	5.00%	5.00%	5.00%
显示器价值增速	33.30%	19.75%	-11.04%	13.00%	-1.05%	-25.01%	1.97%	4.76%	4.55%
楼宇框架媒体 (市占率70%)									
楼宇框架媒体营业收入	907.76	1,309.07	2,016.19	2,192.11	2,483.92	3,052.89	4,029.81	5,009.06	6,060.96
YoY-楼宇框架收入	22.41%	44.21%	54.02%	8.73%	13.31%	22.91%	32.00%	24.30%	21.00%
营业成本	571.94	713.32	742.51	738.99	812.74	952.05	1,047.75	1,252.26	1,454.63
楼宇框架毛利润	335.81	595.75	1,273.68	1,453.13	1,671.18	2,100.84	2,982.06	3,756.79	4,606.33
YoY-楼宇框架毛利润增速	273.55%	77.41%	113.79%	14.09%	8.00%	6.00%	41.95%	25.98%	22.61%
楼宇框架毛利率	36.99%	45.51%	63.17%	66.29%	67.28%	68.81%	74.00%	75.00%	76.00%
楼宇框架媒体数量增速	34.19%	29.36%	12.38%	26.43%	31.52%	11.10%	20.00%	13.00%	10.00%
框架价值增速	-8.78%	11.48%	37.05%	-14.00%	-13.84%	10.62%	10.00%	10.00%	10.00%
影院映前广告 (市占率票房口径55%，银幕数量口径20%)									
影院映前广告营业收入	135.36	344.70	495.63	581.17	956.10	1,353.17	2,213.37	3,338.59	4,531.01
YoY-映前广告收入	103.53%	154.66%	43.78%	17.26%	64.51%	41.53%	63.57%	50.84%	35.72%
营业成本	93.75	166.44	206.07	288.05	394.38	511.60	885.35	1,402.21	1,993.64
映前广告毛利润	41.61	178.26	289.56	293.12	561.72	841.57	1,328.02	1,936.38	2,537.36
YoY-映前广告毛利润增速	127.87%	328.45%	62.43%	1.23%	8.00%	6.00%	57.80%	45.81%	31.04%
映前广告毛利率	30.74%	51.71%	58.42%	50.44%	58.75%	62.19%	60.00%	58.00%	56.00%
银幕数量增速		41.02%	24.66%	44.69%	26.33%	30.26%	58.38%	38.00%	22.67%
银幕价值增速		80.59%	15.34%	-18.96%	30.23%	8.65%	3.28%	9.30%	10.64%
银幕数市场占有率	24.82%	23.58%	20.81%	21.47%	20.53%	20.01%	25.00%	30.00%	32.00%
其他媒体 (如卖场终端视频媒体等, 不是业务重点)									
其他媒体营业收入	565.16	723.75	540.75	501.23	385.23	329.03	329.03	329.03	329.03
YoY	-1.93%	28.06%	-25.28%	-7.31%	-23.14%	-14.59%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本	378.02	403.81	354.05	285.00	219.51	219.80	213.87	213.87	213.87
其他媒体毛利润	187.14	319.93	186.70	216.23	165.73	109.23	115.16	115.16	115.16
YoY-其他媒体毛利润增速	23.55%	70.96%	-41.64%	15.82%	8.00%	6.00%	5.43%	0.00%	0.00%
其他媒体毛利率	33.11%	44.20%	34.53%	43.14%	43.02%	33.20%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源: 分众传媒 F-20 文件、Wind、国海证券研究所

*注: 2012 年 (不含) 之前的营业收入数据取自公司 F-20 文件, 由于两地会计准则等差异, 原营业收入是扣除营业税之后的净额, 本表格中的营业收入数据已经在原数据基础上加上营业税调整。

8、风险提示

- 1) 公司楼宇、影院的建设放缓、租金上涨、人流减少等风险;
- 2) 新兴行业广告预算不及预期致使广告投放需求不及预期风险;
- 3) 新技术冲击使得公司广告价值下降风险;
- 4) 市场竞争格局变化、行业发展低于预期风险;
- 5) 广告政策层面不确定性影响;
- 6) 限售股解禁带来的短期冲击风险;
- 7) 宏观经济风险;
- 8) 未来政府补助的不确定性风险

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	8627	10740	13261	15953
增长率(%)	15%	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%

表 1: 分众传媒盈利预测表

证券代码:	002027.SZ				股价:	11.92	投资评级:	买入	日期:	2017-04-19
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	1.08	22.82	18.36	15.32	
成长能力					P/B	0.79	7.23	5.19	3.88	
收入增长率	15%	24%	23%	20%	P/S	0.42	9.45	7.66	6.36	
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	N.A	N.A	N.A	N.A	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。

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、展示或以其他任何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。