

分众传媒 (002027.SZ)

高频触达主流人群的媒体平台，多角度拆解公司未来发展空间

一、分众传媒是覆盖主流消费人群的媒体平台，持续受益消费升级趋势。公司媒体资源规模大、覆盖面广、市占率高，媒体具有覆盖主流人群、高频、必经、低干扰等特征，楼宇及影院媒体价值越发受到广告主认可。公司收入利润保持稳定较快增长，毛利率净利率维持高位。

二、楼宇广告增长空间分析：收入端，我们推演出楼宇媒体广告收入公式：广告收入=销售单价(刊例价*折扣率)*有效广告位数量(广告点位*刊挂率)。
销售单价：鉴于优质媒体属性，未来2年刊例价有望保持10%左右上涨，以北京地区为例，过去5年楼宇视频刊例价复合增长率约17%，楼宇框架刊例价复合增长率约12%。同时折扣率保持稳定。**有效广告位数量：**有望稳步提升，未来增量来自新增楼宇建设。**成本端：**媒体租赁成本占营业成本70%以上，基于公司强势地位，对分散的楼宇物业方有较强议价能力，能够有效控制媒体租赁成本，维持毛利率稳定。

三、影院广告增长空间分析：收入端：公司过去影院业务增长主要来自于新签约影院增加和刊例价涨价。按银幕数计算，分众渗透率不到25%，由于公司是第三方广告公司，身份中立，未来市场渗透率仍有提升空间。影院广告单用户产出水平较低，未来存在较大提升空间。**成本端：**影院广告行业4家主要参与公司均背靠大公司，预估行业竞争将加剧。行业竞争加剧，下游院线集中度提升议价能力增强，毛利率预计有所下滑但总体可控。

四、广告之外，分众新生态：娱乐体育、金融、国际化。分众传媒积极布局人与金融、人与体育娱乐两大新战略领域的投资。公司未来三大业务属性是媒体平台、娱乐体育内容平台、金融平台。

五、维持“买入”评级：1、公司是领先的生活圈媒体平台型公司，占据主流消费人群的必经场景，持续受益消费升级和广告主预算迁移；**2、**公司在楼宇广告、影院映前广告领域具有较高市占率以及较强市场定价权，行业竞争格局稳定且景气度较高，公司未来有望稳定增长，是营销板块绩优白马股；**3、**公司核心业务拥有较强的盈利能力和经营性现金流，财务质量较高。**4、**此外积极布局金融、体育娱乐等新业态。盈利预测基本假设：未来增长主要来自刊例价、广告位数量提升，以及影院等新业态成长，成本端维持稳定。预计公司17~18年净利润55亿、65亿，对应EPS为0.63元、0.74元，当前股价对应估值20倍、17倍。

六、风险提示：广告行业增速放缓风险，限售股解禁减持风险，影院媒体竞争加剧风险，新兴竞争对手对公司业务冲击，未来政府补贴的不确定性风险
盈利预测：

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,627 | 10,213 | 12,156 | 14,377 | 16,816 |
| 增长率(%) | 15% | 18% | 19% | 18% | 17% |
| 净利润(百万元) | 3,389 | 4,451 | 5,471 | 6,507 | 7,538 |
| 增长率(%) | 40% | 31% | 23% | 19% | 16% |
| EPS(元/股) | 0.39 | 0.51 | 0.63 | 0.74 | 0.86 |
| 市盈率(P/E) | 32 | 24 | 20 | 17 | 14 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

| | |
|------|------------|
| 当前价格 | 12.42元 |
| 报告日期 | 2017-05-09 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 8,737/4,048 |
| 流通A股市值(百万元) | 108511 |
| 每股净资产(元) | 1.12 |
| 资产负债率(%) | 62.12 |
| 一年内最高/最低(元) | 35.77/10.96 |

相对市场表现



分析师： 旷实 S0260517030002
 1010-59136610
 kuangshi@gf.com.cn

相关研究：

分众传媒(002027)：16年 2017-04-29
 收入首次破百亿，拟高比例
 分红回馈股东

联系人： 沈明辉 0755-23942150
 shenminghui@gf.com.cn

目 录

| | |
|--|----|
| 核心观点 | 5 |
| 一、分众传媒：领先媒体平台型公司，营销行业绩优白马股 | 7 |
| 1、公司是国内第一家楼宇广告媒体公司，已成长为生活圈媒体龙头 | 7 |
| 2、分众传媒是 A 股传媒行业龙头白马股 | 7 |
| 3、公司 16 年收入首次破百亿，利润增长 31%，毛利率 70.4%，股息率 3.2% | 8 |
| 4、江南春为公司实际控制人 | 9 |
| 二、分众传媒是代表主流消费人群的媒体平台，持续受益消费升级趋势 | 11 |
| 1、公司是生活圈媒体龙头，持续受益场景化媒体价值提升 | 11 |
| 2、分众在楼宇视频媒体、楼宇框架媒体、影院媒体处于领先地位 | 13 |
| 3、分众旗下媒体持续受益消费升级，近几年保持快速增长 | 14 |
| 4、楼宇广告最大的 4 个核心特征是：主流人群、高频、必经、低干扰。 | 14 |
| 5、新经济广告主及传统品牌广告主越发认可楼宇及影院媒体价值 | 16 |
| 三、楼宇广告增长空间分析：基于收入成本拆分，预计未来将保持稳定增长 | 18 |
| 1、广告收入=销售单价（刊例价*折扣率）*有效广告位数量（广告点位*刊挂率） | 18 |
| 2、定价权：公司在楼宇广告领域处于领先地位，掌握楼宇广告定价权 | 19 |
| 3、销售价格：刊例价稳步提升，折扣率基本稳定 | 20 |
| 4、有效广告位数量：媒体数量逐年增长，刊挂率仍有提升空间 | 20 |
| 5、未来增长空间：广告预算向楼宇广告转移，新增楼宇建设带来媒体增量 | 21 |
| 6、成本端：拥有极强的成本控制能力，毛利率有望维持高位 | 23 |
| 四、影院广告增长空间分析：渗透率及单用户收入有提升空间 | 24 |
| 1、收入端：影院广告是增长最高的细分广告领域，分众在其中占据 55% 市场份额 | 25 |
| 2、公司过去影院业务增长主要来自于新签约影院增加和刊例价涨价 | 26 |
| 3、未来增长空间：影院广告渗透率提升，单用户广告产出提升 | 27 |
| 4、成本端：行业竞争加剧，下游院线集中度提升议价能力增强，签约院线成本预期升高，毛利率预计有所下滑但总体可控 | 28 |
| 五、广告之外，分众新生态：娱乐体育、金融、国际化 | 29 |
| 1、分众传媒未来三大业务属性是媒体平台、内容平台、金融平台 | 29 |
| 2、娱乐体育内容平台：投资头部内容，把头部内容和分众的广告相结合 | 29 |
| 3、金融平台：发挥媒体流量优势，孵化金融新业态，打造新的利润增长点 | 30 |
| 4、国际化方向：加快海外媒体布局，优先考虑海外人口大国 | 31 |
| 六、投资建议 | 31 |
| 七、风险提示： | 31 |

| | |
|---|----|
| 图 1、分众传媒发展历程..... | 7 |
| 图 2、公司 2012~2016 年营收及利润情况..... | 8 |
| 图 3、公司单季度营收及利润情况..... | 8 |
| 图 4、公司整体及分业务毛利率情况..... | 9 |
| 图 5、公司 2012~2016 年费用率情况..... | 9 |
| 图 6、公司股权结构（截止 2017 年 1 季报）..... | 10 |
| 图 7、楼宇视频媒体（左图为普通屏，右图为互动屏）..... | 11 |
| 图 8、框架媒体（左图为框架 1.0，右图为框架 2.0）..... | 11 |
| 图 9、分众传媒所处行业产业链..... | 12 |
| 图 10、分众传媒主营业务情况..... | 12 |
| 图 11、公司 2012~2016 年不同媒体收入占比..... | 13 |
| 图 12、2012~2017 年新兴媒体刊例花费同比增长率..... | 14 |
| 图 13、2007~2017 年传统媒体刊例花费同比增长率..... | 14 |
| 图 14、楼宇广告 4 大核心特征：主流人群、高频、必经、低干扰..... | 15 |
| 图 15、分众楼宇电视媒体受众 71%在 25~44 岁..... | 15 |
| 图 16、分众楼宇框架媒体受众 78%在 25~50 岁..... | 15 |
| 图 17、分众楼宇电视受众 85%个人收入在 3 千元以上..... | 15 |
| 图 18、分众楼宇框架受众 67%家庭月收入在 1 万以上..... | 15 |
| 图 19、电梯是封闭的低干扰环境，30~60 秒的窗口时间足够广告有效植入记忆..... | 16 |
| 图 20、分众电梯电视日均触达频次..... | 16 |
| 图 21、互联网、通讯、房产家居广告主成为公司主要收入增长点..... | 17 |
| 图 22、楼宇广告收入模型拆分..... | 18 |
| 图 23、分众传媒占据楼宇视频媒体 95%市场份额..... | 19 |
| 图 24、分众传媒占据楼宇框架媒体 73%市场份额..... | 19 |
| 图 25、分众楼宇业务收入保持稳定增长..... | 19 |
| 图 26、公司楼宇业务毛利率稳定，应收账款占比下降反映出公司的议价能力增强..... | 19 |
| 图 27、楼宇视频刊例价复合增长率约 17%..... | 20 |
| 图 28、楼宇框架刊例价复合增长率约 12%..... | 20 |
| 图 29、楼宇视频数量有望维持每年 5%左右增长..... | 21 |
| 图 30、楼宇框架有望维持每年 10%左右增长..... | 21 |
| 图 31、预计分众传媒刊挂率变化情况..... | 21 |
| 图 32、历年住宅竣工及销售面积（万平方米）..... | 22 |
| 图 33、历年办公楼竣工及销售面积（万平方米）..... | 22 |
| 图 34、北京甲级写字楼未来供应量（万平方米）..... | 22 |
| 图 35、深圳甲级写字楼未来供应量（平方米）..... | 22 |
| 图 36、中国 2016 年电梯保有量接近 500 万部（万部）..... | 22 |
| 图 37、分众营业成本结构：媒体租赁成本占 70%以上..... | 23 |
| 图 38、映前广告在电影开始前第 10-5 分钟、贴片广告在电影开始前 5-0 分钟..... | 24 |
| 图 39、公司影院媒体业务收入快速增长..... | 24 |
| 图 40、2015 年影院映前广告媒体市场份额..... | 26 |
| 图 41、90%的受众会观看影院映前广告..... | 26 |

| | |
|--|----|
| 图 42、分众覆盖银幕数 12~16 年复合增长率 38.3%..... | 26 |
| 图 43、影院广告刊例价 12~15 年复合增长率 42.6%..... | 26 |
| 图 44、2016 年中国观影人次达到 13.7 亿..... | 26 |
| 图 45、2016 年中国电影银幕达到 4.12 万块..... | 26 |
| 图 46、电影市场单人次广告收入约 2.2 元/人次..... | 27 |
| | |
| 表 1、分众传媒与其他白马股主要指标对比（截止 2017 年 5 月 3 日）..... | 7 |
| 表 2、历年政府补助金额以及对净利润的影响..... | 9 |
| 表 3、分众的媒体覆盖主流受众人群每天必经场景，广告价值巨大..... | 12 |
| 表 4、公司媒体资源情况..... | 13 |
| 表 5、分众前 5 大客户占比分散，不存在大客户依赖..... | 17 |
| 表 6、分众传媒主要媒体形式的销售模式..... | 18 |
| 表 7、分众传媒营业成本构成情况..... | 23 |
| 表 8、中国电影映前广告和贴片广告的主要代理商..... | 24 |
| 表 9、分众传媒主要媒体形式的销售模式..... | 24 |
| 表 10、映前广告与贴片广告对比分析..... | 25 |
| 表 11、影院广告市场主要公司情况..... | 27 |
| 表 12、万达院线广告收入情况：单银幕广告收入、单人次广告收入快速提升..... | 28 |
| 表 13、2016 年国内 TOP10 院线市场份额合计 72%..... | 28 |
| 表 14、分众传媒在体育、娱乐等内容领域的布局..... | 29 |
| 表 15、分众传媒在金融领域的布局..... | 30 |

核心观点

一、分众传媒成立于2003年，是国内第一家楼宇广告媒体公司，已成长为中国生活圈媒体龙头。公司主要产品为楼宇媒体（视频、框架）、影院媒体、卖场终端视频媒体等，覆盖城市主流消费人群的工作、生活、娱乐、消费场景，并相互整合成为生活圈媒体网络。

公司收入利润保持稳定较快增长，毛利率净利率维持高位。公司2016年营业收入102.13亿元，同比增长18.4%；归母净利润44.51亿元，同比增长31.3%。2016年毛利率70.4%，管理费用率和销售费用率持续下降，净利润率43.6%。2016年高比例分红回馈股东，分红率80%，股息率约3.2%。公司预计2017年1~6月归母净利润24.5~25.5亿，同比增长28.9%~34.1%。对应2017年2季度净利润13.43~14.43亿，同比增长7.3%~15.3%。

二、分众传媒是覆盖主流消费人群的媒体平台，持续受益消费升级趋势。根据益普索艺恩咨询等机构统计，公司楼宇视频媒体、楼宇框架媒体、影院媒体的市场占有率分别为95%、73%、55%。该类媒体受众均是城市中的主流消费人群，而这部分群体最先启动消费升级，该人群的消费能力提升将直接带动相关媒体的价值提升。

公司媒体资源规模大、覆盖面广、市占率高。**楼宇媒体：**截至2016年末公司自营楼宇屏幕媒体约为22.5万台，加盟楼宇屏幕媒体约1.1万台，自营框架平面媒体约115.8万个，外购合作框架平面媒体约32.8万块；**影院媒体**的签约影院超过1530家、银幕超过10000块；**卖场终端视频媒体**约5.4万台。

楼宇广告最大的4个核心特征是主流人群、高频、必经、低干扰。新经济广告主及传统品牌广告主越发认可楼宇及影院媒体价值。互联网、通讯等新兴广告客户的大量投放带动公司收入的增长。

三、楼宇广告增长空间分析：我们详细拆分公司了楼宇广告的收入及成本结构，基于拆分来分析楼宇广告业务的成长空间。楼宇媒体包括楼宇视频媒体和框架媒体。2016年楼宇媒体收入78.47亿，同比增长13.0%，占总收入76.8%；毛利率74.5%，同比增长0.5个百分点。

收入端，我们推演出楼宇媒体广告的收入公式：广告收入=销售单价（刊例价*折扣率）*有效广告位数量（广告点位*刊挂率）。经过对各项目进行拆分分析，预计收入端将保持稳定增长，主要受益刊例价上涨、广告点位数增长，折扣率、刊挂率稳定等因素影响。

销售单价（刊例价*折扣率）：公司每年都会根据市场情况对广告刊例价进行调整，鉴于公司优质媒体属性，预计未来2年刊例价有望保持10%左右上涨，以北京地区为例，过去5年楼宇视频刊例价复合增长率约17%，楼宇框架刊例价复合增长率约12%。同时折扣率保持稳定。

有效广告位数量（广告点位*刊挂率）有望稳步提升，未来增量来自新增楼宇建设。预计楼宇视频广告点位未来2年有望保持5%增长，楼宇框架媒体数量未来2年保持10%~15%增长。刊挂率有望稳步提升。

成本端：营业成本主要包括媒体租赁成本、职工薪酬（与媒体直接相关的职工）、设备折旧及其他营业成本（如制作费用、物料消耗、物流运输、差旅、外购媒体成本等）。

其中媒体租赁成本是营业成本中占比最大的组成部分，占比超过70%。基于公司强势地位，对分散的楼宇物业方具有较强的议价能力，能够有效控制租赁成本，预计毛利率维持稳定。

四、影院广告增长空间分析：公司与影院合作的模式为购买影院映前广告全部或部分时段的招商权和发布权、购买贴片广告的独家或非独家结算权和发布权、或几种方式组合。2016年影院媒体收入20.44亿，同比增长51.1%，占总收入20.0%；毛利率60.6%，同比下滑1.6个百分点。

收入端：公司过去影院业务增长主要来自于新签约影院增加和刊例价涨价。按银幕数计算，分众渗透率不到25%，由于公司是第三方广告公司，身份中立，目前占据影院广告市场55%左右市场份额，未来市场渗透率仍有提升空间。从行业看，影院广告单用户产出水平较低，未来存在较大提升空间，市场规模未来有望达到70亿以上。

成本端：影院广告行业4家主要参与公司均背靠大公司，资本和渠道资源雄厚，在格局未定的情况下，预估行业竞争将加剧。下游院线集中度提升议价能力增强，签约院线成本预期升高，毛利率预计有所下滑但总体可控。

五、广告之外，分众新生态：娱乐体育、金融、国际化。分众传媒积极布局人与金融、人与体育娱乐两大新战略领域的投资。先后参与多只投资基金，借助专业投资机构的经验、能力和资源，加快公司外延式发展的步伐。通过自建、参股或兼并收购等多种方式拓宽LBS和O2O的媒体广度和深度，进入体育娱乐领域和互联网金融科技领域。

分众传媒未来三大业务属性是媒体平台、娱乐体育内容平台、金融平台。媒体平台仍是公司主业，目前正在打造自己的金融平台、娱乐体育内容平台。基于公司庞大的广告推广能力，有望培育孵化更多元的业务产品。

六、维持“买入”评级：1、公司是领先的生活圈媒体平台型公司，占据主流消费人群的必经场景，持续受益消费升级和广告主预算迁移；

2、公司在楼宇广告、影院映前广告领域具有较高的市场占有率以及较强的市场定价权，行业竞争格局稳定且景气度较高，公司未来有望获得持续稳定增长，是营销板块绩优白马股；

3、公司核心业务拥有较强的盈利能力和经营性现金流，财务质量较高。

4、此外积极布局金融、体育娱乐等新业态，业务线有望拓宽。

盈利预测基本假设：未来增长主要来自刊例价、广告位数量提升，以及影院等新业态成长，成本端维持稳定。我们预计公司17~18年净利润55亿、65亿，对应EPS为0.63元、0.74元，当前股价对应估值20倍、17倍。

七、风险提示：广告行业增速放缓风险，限售股解禁减持风险，影院媒体竞争加剧风险，新兴竞争对手对公司业务冲击，未来政府补贴的不确定性风险

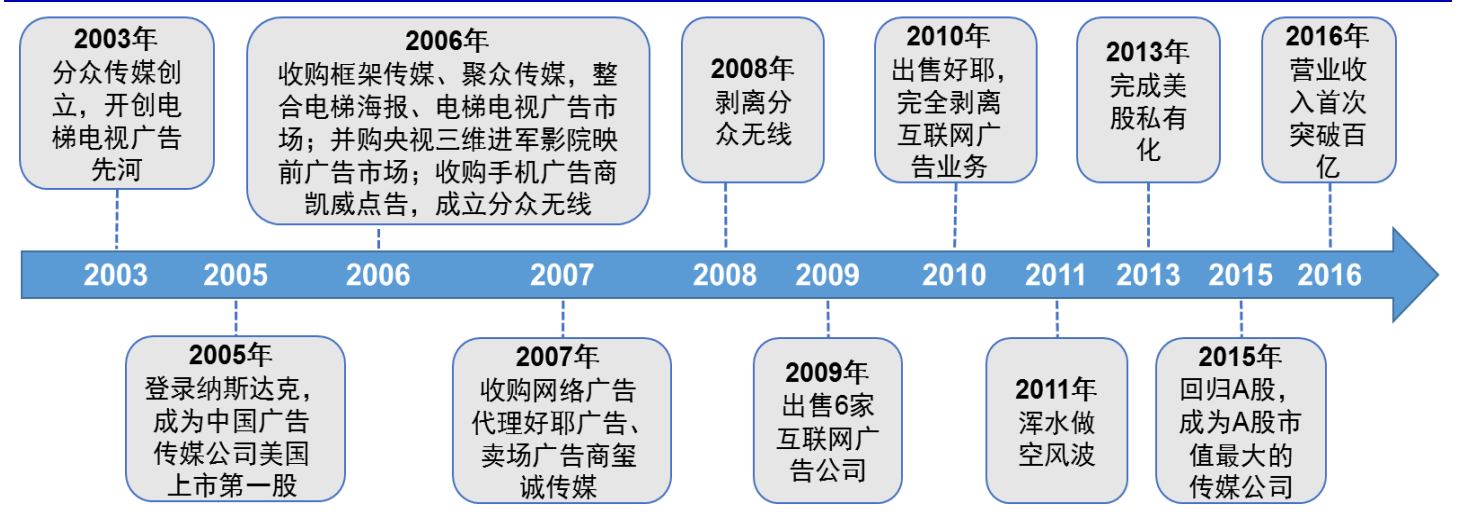
一、分众传媒：领先媒体平台型公司，营销行业绩优白马股

1、公司是国内第一家楼宇广告媒体公司，已成长为生活圈媒体龙头

分众传媒成立于2003年，是国内第一家楼宇广告媒体公司，已成长为中国生活圈媒体龙头。公司主要产品为楼宇媒体（视频、框架）、影院媒体、卖场终端视频媒体等，覆盖城市主流消费人群的工作、生活、娱乐、消费场景，并整合成为生活圈媒体网络。

分众传媒于2005年登陆纳斯达克，成为中国广告传媒公司美股上市第一股，2013年完成私有化并退市，2015年11月分众传媒借壳七喜控股获得有条件通过，2016年4月份完成借壳上市。

图 1、分众传媒发展历程



资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2、分众传媒是 A 股传媒行业龙头白马股

分众传媒目前是A股传媒行业上市公司中市值最大的公司，截止2017年5月5日收盘公司总市值1085亿，在A股全市场中市值排名第63位。分众营收及净利润均保持较快增长，基于公司竞争力及行业情况，公司未来增长可持续。

表 1、分众传媒与其他白马股主要指标对比（截止2017年5月3日）

| 证券简称 | 总市值 | 近3个月涨跌幅 | 营收增长率 | | 归母净利润增长率 | | 毛利率 | | 16年ROE(加权) | 股息率(近12个月) | 预测PE | | 基金17年1季度持股比例 |
|------|-------|---------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|------------|------------|------|-----|--------------|
| | | | 16N | 17Q1 | 16N | 17Q1 | 16N | 17Q1 | | | 17E | 18E | |
| 贵州茅台 | 5,246 | 21.3% | 20.1% | 35.7% | 7.8% | 25.2% | 91.5% | 91.5% | 24.4% | 1.5% | 25 | 21 | 3.1% |
| 上汽集团 | 3,252 | 9.7% | 12.8% | 6.0% | 7.4% | 4.1% | 14.0% | 14.6% | 17.5% | 4.6% | 9 | 8 | 2.2% |
| 美的集团 | 2,275 | 17.7% | 14.7% | 55.4% | 15.6% | 11.4% | 27.7% | 25.3% | 26.9% | 2.3% | 13 | 12 | 4.8% |
| 格力电器 | 1,964 | 26.6% | 9.5% | 19.7% | 23.0% | 27.0% | 33.8% | 35.1% | 30.4% | 4.6% | 11 | 10 | 7.7% |
| 五粮液 | 1,705 | 21.4% | 13.3% | 15.1% | 9.9% | 23.8% | 70.2% | 70.5% | 15.0% | 1.8% | 21 | 18 | 6.6% |
| 分众传媒 | 1,119 | -5.5% | 18.4% | 15.0% | 31.3% | 70.4% | 70.4% | 67.6% | 70.7% | 1.0% | 20 | 17 | 1.6% |

| | | | | | | | | | | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|----|----|-------|
| 伊利股份 | 1,109 | -0.9% | 0.4% | 3.0% | 22.2% | 11.6% | 38.2% | 37.9% | 26.6% | 2.5% | 18 | 16 | 9.0% |
| 青岛海尔 | 799 | 29.7% | 32.6% | 69.7% | 17.0% | 8.9% | 31.0% | 30.1% | 20.4% | 1.6% | 13 | 11 | 2.3% |
| 复星医药 | 703 | 19.1% | 16.0% | 20.3% | 14.1% | 16.3% | 54.1% | 55.3% | 14.3% | 1.0% | 22 | 19 | 4.3% |
| 泸州老窖 | 644 | 36.3% | 20.3% | 20.3% | 30.9% | 34.5% | 62.4% | 70.3% | 17.8% | 1.7% | 26 | 20 | 9.4% |
| 福耀玻璃 | 572 | 19.5% | 22.5% | 17.7% | 20.7% | 18.8% | 43.1% | 44.2% | 18.6% | 3.3% | 15 | 13 | 3.6% |
| 东阿阿胶 | 418 | 17.5% | 15.9% | 13.0% | 14.0% | 11.1% | 67.0% | 70.8% | 24.1% | 1.3% | 19 | 17 | 11.0% |
| 索菲亚 | 337 | 31.4% | 41.8% | 48.3% | 44.7% | 46.8% | 36.6% | 32.4% | 22.6% | 1.0% | 35 | 26 | 31.1% |

资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3、公司16年收入首次破百亿, 利润增长31%, 毛利率70.4%, 股息率3.2%

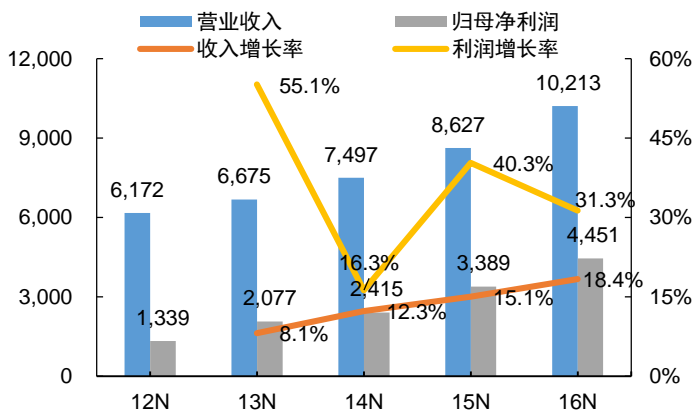
公司2016年收入首次破百亿, 净利润继续保持较快增长。公司2016年营业收入102.13亿元, 同比增长18.4%; 归母净利润44.51亿元, 同比增长31.3%。公司2017年1季度营业收入24.20亿元, 同比增长15.0%; 归母净利润11.07亿元, 同比增长70.4%。

2016年高比例分红回馈股东, 分红率80%, 股息率约3.2%。2016年度向全体股东每10股派发现金4.08元(含税), 现金分红金额35.6亿元。以资本公积金向全体股东每10股转增4股。转增完成后, 公司总股本由87.4亿股变更为122.3亿股。

2017年1季度受益政府财政补贴影响, 归母净利润增长70%。2017年1季度归属母公司净利润11.07亿元, 同比增长70.4%; 扣非后归母净利润7.65亿元, 同比增长22.8%。公司2017年1季度获得4.13亿政府财政扶持款项(主要是税收返还), 扣除捐款、所得税等项目后, 贡献1季度非经常损益3.42亿。

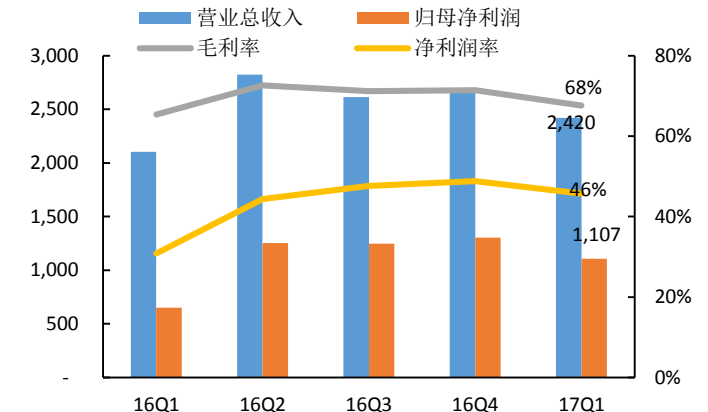
公司预计2017年1~6月归母净利润24.5~25.5亿, 同比增长28.9%~34.1%。对应2017年2季度净利润13.43~14.43亿, 同比增长7.3%~15.3%。

图 2、公司2012~2016年营收及利润情况



资料来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 3、公司单季度营收及利润情况



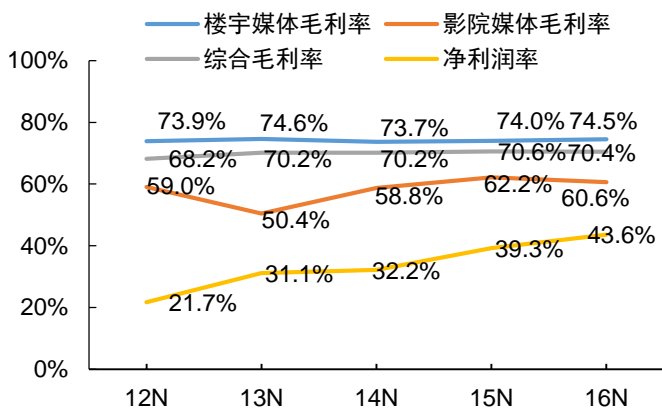
资料来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

公司毛利率、净利润率维持高位, 2016年毛利率70.4%, 净利润率43.6%。通过对媒体资源租赁成本、人力成本和其他成本费用的有效控制, 2016年公司实现毛利率70.4%, 较上年略微下降0.1%。2016年净利润率较2012年提高21.9个百分点。

公司规模经济优势逐渐凸显，管理费用率和销售费用率持续下降提升公司净利率。公司的销售费用率由2012年的27.1%下降至2016年的19.0%，管理费用率由9%降至4.6%。2016年期间费用占主营业务收入的比例为22.2%，较上年下降1.4个百分点。

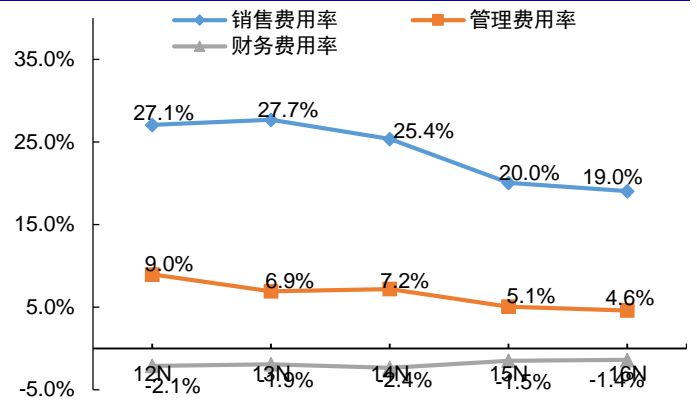
2016年经营活动产生的现金流量净额48.0亿元，同比增长82.5%。销售回款情况良好，销售商品、提供劳务收到的现金较上年增长18.3%，基本与营业收入的增长18.4%同步。收到其他与经营活动有关的现金较上年增长65.8%，主要是得益于2016年度当年收到的政府补贴。

图 4、公司整体及分业务毛利率情况



资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 5、公司2012~2016年费用率情况



资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2012~2016年政府补助贡献税后净利润占归母净利润8%~18%，已成为经常性项目，未来政府补助贡献有望持续。公司自2009年以来，每年均会获得来自政府的补助。政府补助主要为营业税、所得税等返还，主要是地方政府为了鼓励特定行业在本地设立而给予的补助政策。一般与政府签订3年左右的优惠政策协议，基于目前地方政府竞争，以及对于大企业税收的重视，预计未来政府补助将长期存在。

表 2、历年政府补助金额以及对净利润的影响

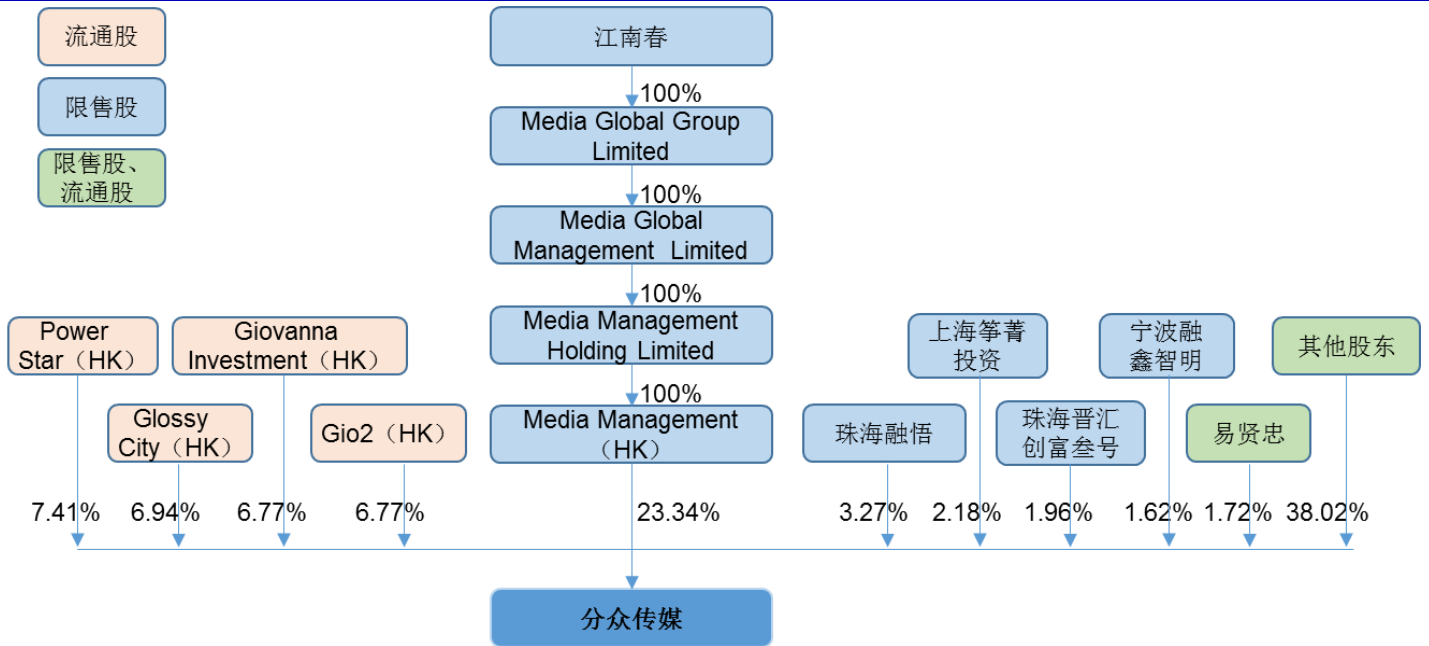
| | 12N | 13N | 14N | 15N | 16N |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 政府补助 | 129 | 248 | 368 | 470 | 1,037 |
| 所得税影响额 | -31 | -53 | -83 | 107 | 191 |
| 贡献税后净利润 | 111 | 192 | 290 | 320 | 820 |
| 归属母公司净利润 | 1,339 | 2,077 | 2,415 | 3,389 | 4,451 |
| 政府补助贡献税后净利占归母净利润比例 | 8.3% | 9.3% | 12.0% | 9.4% | 18.4% |

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

4、江南春为公司实际控制人

江南春通过Media Management (HK) 持有分众传媒23.3%股权，为公司实际控制人。

图 6、公司股权结构（截止2017年1季报）



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

二、分众传媒是代表主流消费人群的媒体平台，持续受益消费升级趋势

1、公司是生活圈媒体龙头，持续受益场景化媒体价值提升

公司是生活圈媒体龙头公司，持续受益场景化媒体价值提升。公司主要产品为楼宇媒体（视频、框架）、影院媒体、卖场终端视频媒体等，其中核心业务楼宇和影院媒体广告收入占总营收95%以上。覆盖城市主流消费人群的工作、生活、娱乐、消费等场景生活圈媒体网络。

楼宇视频媒体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。2011年推出互动屏，互动屏在其单个液晶屏幕的下方增加了三个互动小屏，在大屏发布广告片的同时，小屏可显示产品的具体功能、促销信息、赞助活动等详细信息。

框架媒体悬挂于电梯内或电梯等候厅的墙壁上，分众传媒的框架媒体有2种形式，分别为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）。框架1.0采用纸质海报的形式展示广告内容，一个点位即一个客户位；框架2.0采用电子海报的形式展示广告内容，一个点位可以包含若干个客户位。

公司于2016年12月底推出新一代互动屏。该新一代互动屏属于楼宇屏幕媒体业务，新一代互动屏幕功能更趋全面，拥有感应支付功能，给观看者强大的沉浸式互动体验。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4个城市，替换其原有液晶屏约3.5万台。

图 7、楼宇视频媒体（左图为普通屏，右图为互动屏）



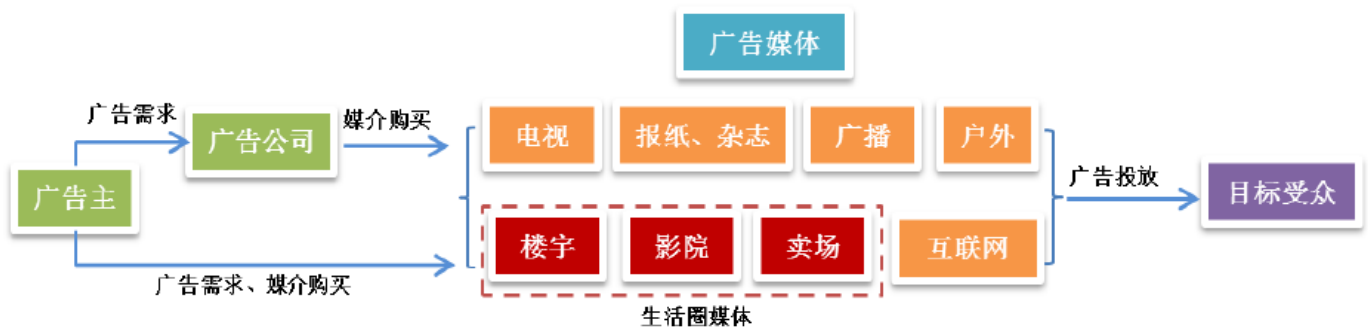
资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 8、框架媒体（左图为框架 1.0，右图为框架 2.0）



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 9、分众传媒所处行业产业链



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 10、分众传媒主营业务情况



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

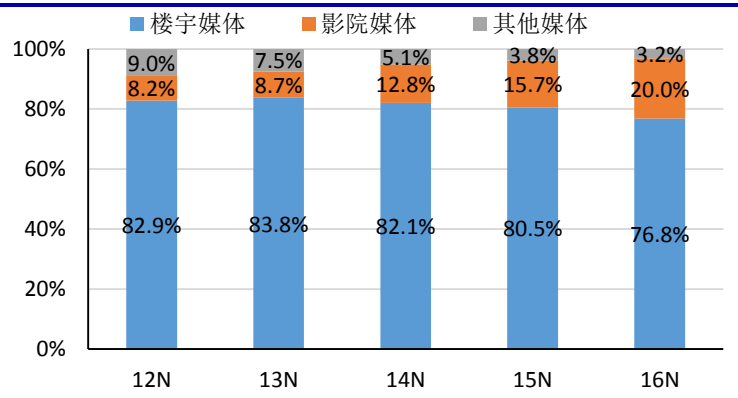
表 3、分众的媒体覆盖主流受众人群每天必经场景，广告价值巨大

| 场景 | 时间 | 特征 |
|------|--------------|-----------------|
| 楼宇广告 | 等电梯处，封闭的电梯空间 | 等电梯及电梯内，30~60 秒 |
| 影院广告 | 封闭放映厅 | 放映前 5~10 分钟 |
| 卖场广告 | 消费场景 | 与消费同时 |

资料来源：广发证券发展研究中心

楼宇媒体广告收入是公司主要收入来源；影院媒体收入占比持续提升，成为公司重要增长点。楼宇媒体：2016年收入78.47亿，同比增长13.0%，占总收入76.8%；毛利率74.5%，同比增长0.5个百分点。影院媒体：2016年收入20.44亿，同比增长51.1%，占总收入20.0%；毛利率60.6%，同比下滑1.6个百分点，说明影院广告市场竞争有所加剧。

图 11、公司 2012~2016 年不同媒体收入占比



资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2、分众在楼宇视频媒体、楼宇框架媒体、影院媒体处于领先地位

公司楼宇视频媒体、楼宇框架媒体、影院媒体的市场占有率分别为95%、73%、55%，处于领先地位。据益普索、艺恩咨询等机构统计，公司在楼宇视频媒体领域市场占有率约为95%，是楼宇视频媒体领域的开创者和龙头。在框架媒体领域的市场占有率约为73%，全国影院映前广告领域市场占有率约为55%，与超过5000家广告主及广告代理公司建立长期稳定合作。

公司媒体资源规模大、覆盖面广、市占率高。截至2016年末公司已形成覆盖全国约290多个城市的生活圈媒体网络，楼宇媒体中，自营楼宇屏幕媒体约为22.5万台，覆盖全国约90多个城市 and 地区，加盟楼宇屏幕媒体约1.1万台，覆盖31个城市和地区；自营框架平面媒体约115.8万个，覆盖全国48个城市，外购合作框架平面媒体覆盖61个城市，约32.8万块媒体版位；影院媒体的签约影院超过1,530家、银幕超过10,000块，覆盖全国约290多个城市的观影人群；卖场终端视频媒体约5.4万台，主要分布于华润万家、家乐福、物美等大型卖场及超市约2,000家。

表 4、公司媒体资源情况

| 具体类型 | 12N | 13N | 14N | 15N | 16N |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 楼宇视频媒体 | | | | | |
| 自营楼宇屏幕媒体（含平面数码海报）（万台） | 12.6 | 12.3 | 13.4 | 18.9 | 22.5 |
| 1、液晶屏视频播放媒体 | 12.6 | 12.3 | 13.4 | 14.6 | 14.6 |
| 2、平面数码海报 | | | | 7.7 | 7.9 |
| 平面数码海报（2015年并入） | | | | 4.3 | 4.5 |
| 带液晶屏框架海报（2016年并入） | | | | 3.4 | 3.4 |
| 加盟楼宇屏幕媒体（万台） | | | | | 1.1 |
| 楼宇框架媒体 | | | | | |
| 自营框架平面媒体（万个） | 57.7 | 73 | 96.0 | 108.4 | 115.8 |
| 外购合作框架平面媒体（万个） | | | | | 32.8 |
| 影院媒体 | | | | | |
| 影院数量（家） | 370 | 590 | 770 | 1,000 | 1,530 |
| 屏幕数量（块） | 2,730 | 3,950 | 4,990 | 6,500 | 10,000 |
| 卖场终端视频媒体（万台） | | | | 5.9 | 5.4 |

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：1、为更清晰地定义媒体形态，2016 年公司原将原框架平面媒体中 3.4 万台(2015 年末：3.4 万台)带有液晶屏的框架数码海报划分至楼宇屏幕媒体。2、截至 2016 年末，自营楼宇屏幕媒体包含 14.6 万台液晶屏视频播放媒体（2015 年末：14.6 万台）以及约 7.9 万台平面数码海报（2015 年末：7.7 万台，含从原框架平面媒体中重分类的 3.4 万台框架数码海报），合计为 22.5 万台。3、2016 年末，公司拥有自营框架平面媒体约 115.8 万块（2015 年：108.4 万块），已剔除重分类的框架数码海报。

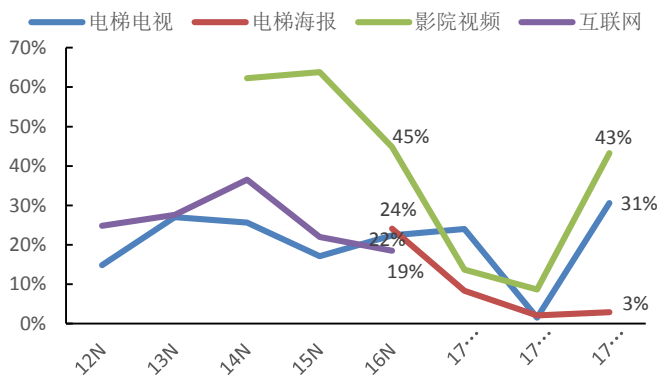
3、分众旗下媒体持续受益消费升级，近几年保持快速增长

分众传媒所拥有的广告媒体均属于增长迅速的细分广告类别。分众抓住了主流人群的核心场景：**电梯**。广告主认可场景化媒体价值，楼宇及影院媒体保持较快增长，场景化媒体承接广告主预算转移。2014~2016 年传统媒体广告花费分别下滑 2% 7.2% 6%。只有场景化媒体如电梯电视、电梯海报、影院映前广告以及互联网的广告刊例花费实现较大正增长。2016 年电梯电视、电梯海报、影院视频刊例花费分别同比增长 22.4%、24.1%、44.8%，互联网刊例增长 18.5%，分众传媒所拥有的广告媒体均属于增长迅速的细分广告类别。

场景化媒体广告更贴近主流消费人群，持续受益消费升级趋势。电梯电视、电梯海报、影院映前广告等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。分众覆盖 20~45 岁的主流消费人群，该阶层是消费需求最为旺盛的群体，热爱高品质生活，愿意为品牌付出溢价。

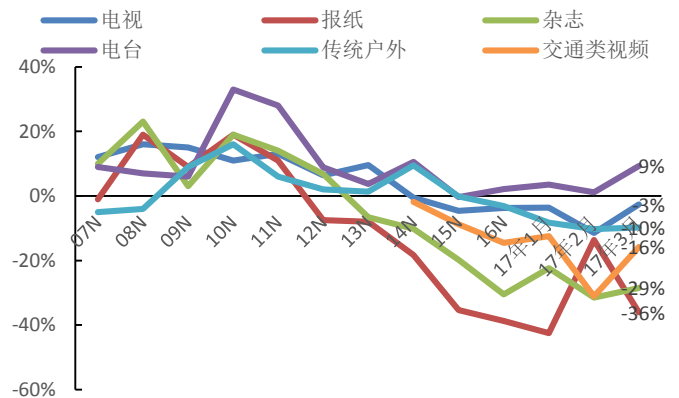
移动互联网媒体对于楼宇广告的冲击影响处在可控范围。即使在移动互联网广告发展最为鼎盛的 2013~2015 年，楼宇广告依然保持较快增长，移动互联网广告对楼宇广告的冲击影响处在可控范围。

图 12、2012~2017 年新兴媒体刊例花费同比增长率



资料来源：CTR，广发证券发展研究中心

图 13、2007~2017 年传统媒体刊例花费同比增长率



资料来源：CTR，广发证券发展研究中心

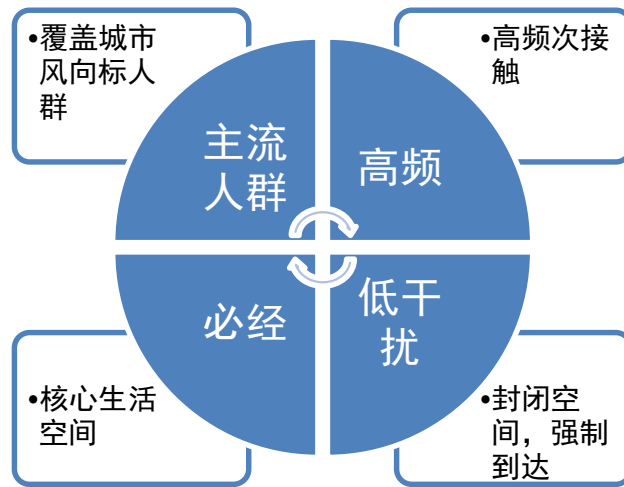
4、楼宇广告最大的 4 个核心特征是：主流人群、高频、必经、低干扰。

广告效果=精准触达目标人群x观看有效时间x观看频次，我们从这3个方面拆解分析楼宇广告的价值，分析为什么楼宇媒体广告收入能在广告市场整体下滑的情况下实现增长。

1、主流人群：覆盖2亿城市主流消费人群，消费需求旺盛，愿意为品牌付出溢价。中国4亿城市人口中，2亿人每天观看分众旗下的电梯电视、电梯海报、影院视频等媒体广告，2亿人群主要是城市人口中的白领、金领、商务人群及社区家庭。根据华通明略的电梯电视调研报告显示：楼宇视频媒体71%受众集中在25-44岁；85%受众人群的

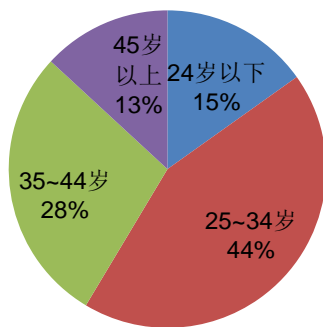
个人收入在3000元以上。因此公司楼宇视频媒体所覆盖的人群为中国主流的最有消费能力、受良好教育的高广告价值人群。

图 14、楼宇广告4大核心特征：主流人群、高频、必经、低干扰



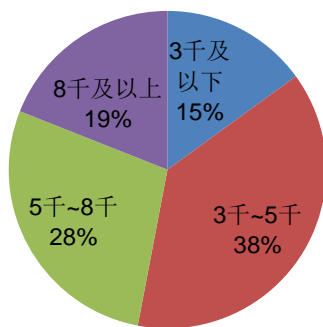
资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 15、分众楼宇电视媒体受众 71%在 25~44 岁



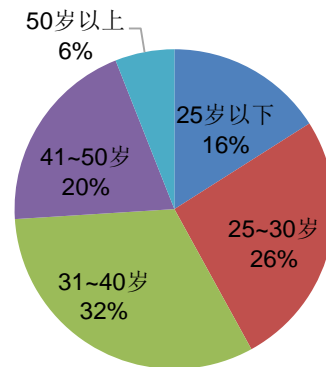
资料来源：华通明略，广发证券发展研究中心

图 17、分众楼宇电视受众 85%个人收入在 3 千元以上



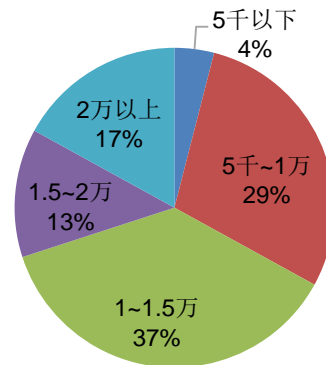
资料来源：华通明略，广发证券发展研究中心

图 16、分众楼宇框架媒体受众 78%在 25~50 岁



资料来源：尼尔森，广发证券发展研究中心

图 18、分众楼宇框架受众 67%家庭月收入在 1 万以上



资料来源：尼尔森，广发证券发展研究中心

2、观看有效时间：电梯是封闭的低干扰环境，广告具有“强制性”，30~60秒的窗口时间足够广告有效植入记忆。电梯内是一个封闭环境，手机信号较差，移动媒体干扰减弱，使观看广告具有一定“强制性”；等电梯以及电梯内的30~60秒无聊时间，足够广告进行有效植入记忆，而框架广告中嵌入二维码等形式可以有效提升转化和购买，最大限度地提升广告宣传效果。根据尼尔森统计，框架传媒的广告有50%的几率促成广告购买。移动互联网广告虽然增长较快，但由于屏幕内容资讯选择较多，消费者注意力分散，难以形成有效记忆。

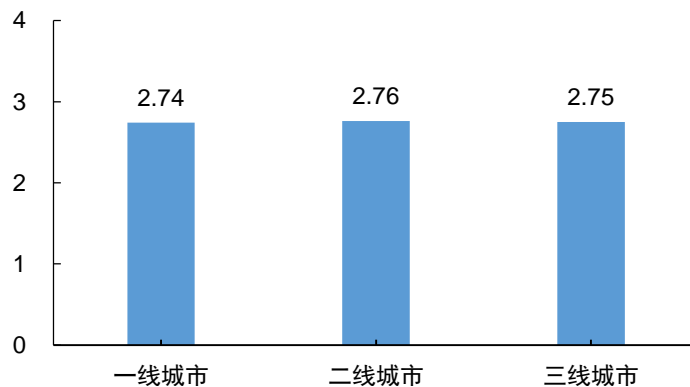
图 19、电梯是封闭的低干扰环境，30~60秒的窗口时间足够广告有效植入记忆



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

3、每日必经的频次高媒体：2亿城市人口人均每日触达电梯媒体约2.75次，合计日均5亿人次到达。电梯是城市主流人群生活工作每日必经的场景，每日出入至少一次，每日触达约2.75次，楼宇媒体以高频次使受众加强对广告的记忆，提升受众的品牌认知。

图 20、分众电梯电视日均触达频次



资料来源：华通明略，广发证券发展研究中心

5、新经济广告主及传统品牌广告主越发认可楼宇及影院媒体价值

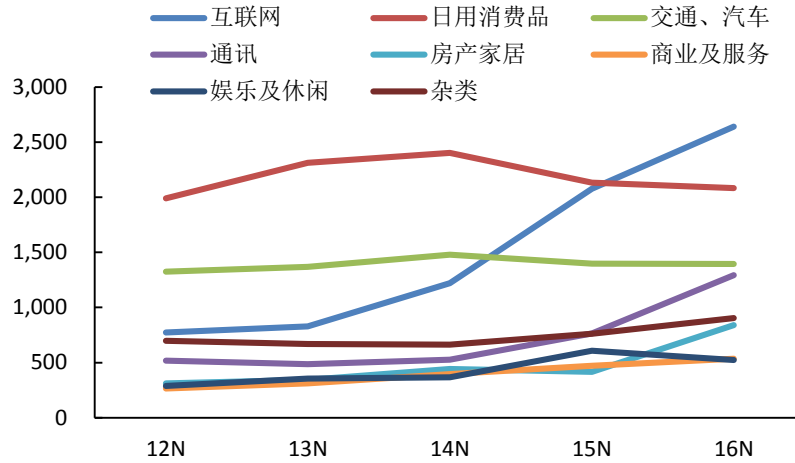
广告主急需寻找新的大体量媒体承载广告预算，在消费者中引爆品牌。主流人群媒体习惯变化，风向标人群与电视媒体渐行渐远。而移动互联网媒体信息碎片化，信息聚焦不集中，品牌不易凸显。

新经济广告主及传统品牌广告主越发认可楼宇及影院媒体价值。目前一二线城市消费者进入消费升级阶段，消费者开始对体验以及品牌更加青睐，品牌广告主也越发加强广告营销力度；分众传媒正好覆盖该类人群（20~45岁的中高收入群体），楼宇及影院媒体价值越发受到广告主认可。在WPP集团2015年中国品牌TOP100榜单中，有81个

品牌选择分众传媒进行广告投放。

互联网、通讯等新兴广告客户的大量投放带动公司收入的增长。新兴行业客户增长快、行业竞争激烈、广告投入大。

图 21、互联网、通讯、房产家居广告主成为公司主要收入增长点



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 5、分众前5大客户占比分散, 不存在大客户依赖

| 12N | | 13N | | 14N | | 15N | | 16N | |
|------------|--------------|-----------|--------------|-----------|--------------|-----------|--------------|-----------|--------------|
| 名称 | 占比 | 名称 | 占比 | 名称 | 占比 | 名称 | 占比 | 名称 | 占比 |
| 第一名 凯帝珂广告 | 9.6% | 凯帝珂广告 | 6.1% | 凯帝珂广告 | 8.0% | 第一名 | 4.6% | 第一名 | 5.5% |
| 第二名 电通广告 | 3.4% | 恒美广告 | 4.0% | 博视得广告 | 4.7% | 第二名 | 4.2% | 第二名 | 4.9% |
| 第三名 李奥贝纳广告 | 3.1% | 博视得广告 | 3.0% | 恒美广告 | 2.8% | 第三名 | 4.1% | 第三名 | 4.3% |
| 第四名 盛世长城广告 | 2.6% | 电通广告 | 2.9% | 京东 | 2.0% | 第四名 | 3.8% | 第四名 | 3.5% |
| 第五名 贝因美科工贸 | 2.1% | 电通广告 | 2.6% | 宝洁 | 1.9% | 第五名 | 3.4% | 第五名 | 3.1% |
| 合计 | 20.8% | 合计 | 18.7% | 合计 | 19.3% | 合计 | 20.0% | 合计 | 21.3% |

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

三、楼宇广告增长空间分析：基于收入成本拆分，预计未来将保持稳定增长

1、广告收入=销售单价（刊例价*折扣率）*有效广告位数量（广告点位*刊挂率）

我们详细拆分了公司楼宇广告的收入及成本结构，基于拆分来分析楼宇广告业务的成长空间。楼宇媒体包括楼宇视频媒体和框架媒体。2016年楼宇媒体收入78.47亿，同比增长13.0%，占总收入76.8%；毛利率74.5%，同比增长0.5个百分点。

收入端，我们推演出楼宇媒体广告的收入公式： $广告收入 = 销售单价(刊例价 * 折扣率) * 有效广告位数量(广告点位 * 刊挂率)$ 。经过对各项目进行拆分分析，预计收入端将保持稳定增长，主要受益刊例价上涨、广告点位数增长，折扣率、刊挂率稳定等因素影响。

销售单价（刊例价*折扣率）：公司每年都会根据市场情况对广告刊例价进行调整，鉴于公司优质媒体属性，预计未来2年刊例价有望保持10%左右上涨。以北京地区为例，过去5年楼宇视频刊例价复合增长率约17%，楼宇框架刊例价复合增长率约12%。北京地区2017年楼宇视频刊例价同比涨幅约19%，2017年楼宇框架1.0和2.0刊例价涨幅分别为16.4%、20.4%。同时折扣率保持稳定。

有效广告位数量（广告点位*刊挂率）：有望稳步提升，未来增量来自新增楼宇建设。预计楼宇视频广告点位未来2年有望保持5%增长，楼宇框架媒体数量未来2年保持10%~15%增长。刊挂率有望稳步提升。

成本端：媒体租赁成本是营业成本中占比最大的组成部分，占比超过70%。基于公司强势地位，对分散的楼宇物业方具有较强的议价能力，能够有效控制租赁成本，预计毛利率维持稳定。

图 22、楼宇广告收入模型拆分

$$广告收入 = 销售单价（刊例价 * 折扣率） * 有效广告位数量（广告点位 * 刊挂率）$$

资料来源：广发证券发展研究中心

表 6、分众传媒主要媒体形式的销售模式

| 媒体形式 | 主要销售模式 |
|----------|--|
| 楼宇视频媒体 | 每则广告片基本按照 60 次/天或 30 次/天或其他频率销售 |
| 楼宇框架 1.0 | 互动屏 可四屏联动，也可三屏联动 |
| 楼宇框架 2.0 | 以点位为单位，每块框架 1.0 即为一个客户位。以一个自然周（七天）为周期，每周六为周期的起算点，下周五结束 |
| | 自由组合：每个框架 2.0 展示屏包括若干个客户位，轮流展示广告画面；每周一为周期的起算点，每周六结束。 |

套装组合：以城市为单位进行销售，每个城市包含特定数量的点位，客户自行选择广告需投放的城市，每个框架 2.0 展示屏包括若干个客户位，轮流展示广告画面；每周一为周期的起算点，每周六结束

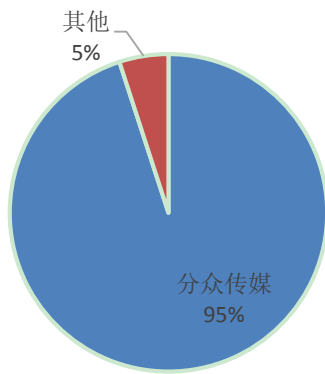
周日风暴套装组合：套装版位由分众传媒指定，发布周期为每周日；每个展示屏由客户自定义画面数量，最多 20 幅，可任选时长 5 秒、10 秒、15 秒、20 秒、25 秒、30 秒自行组合

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2、定价权：公司在楼宇广告领域处于领先地位，掌握楼宇广告定价权

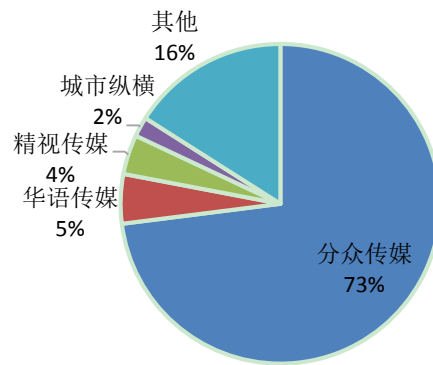
掌控定价权：优质楼宇媒体资源具有位置独占性，公司在楼宇广告市场处于领先地位，掌控楼宇媒体广告定价权，可实现广告刊例价的每年逐步提价，为公司带来营收增长空间。公司楼宇业务毛利率稳定在74%左右，应收账款占比下降反映出公司的议价能力增强。公司占据楼宇视频媒体90%以上的市场份额，占据框架平面媒体70%以上的市场份额，拥有市场领先优势。电梯视频及框架媒体广告效果优质，广告主预算向楼宇媒体迁移，能够接受提价。

图 23、分众传媒占据楼宇视频媒体 95% 市场份额



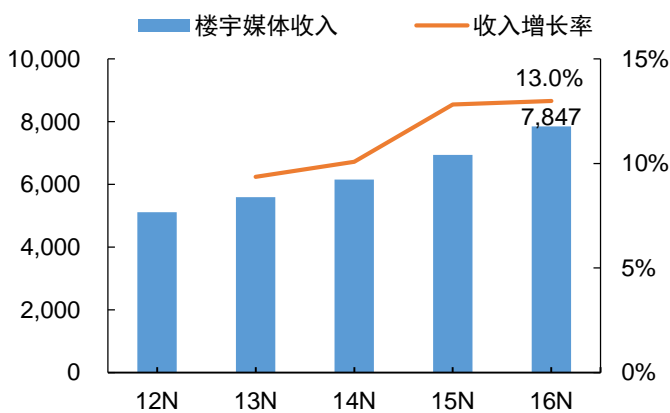
资料来源：益普索，广发证券发展研究中心

图 24、分众传媒占据楼宇框架媒体 73% 市场份额



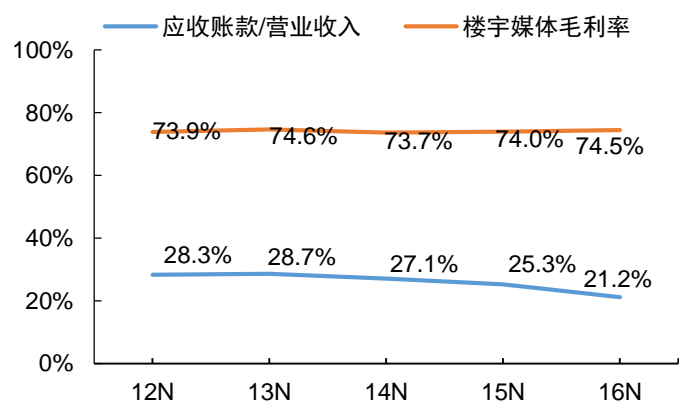
资料来源：益普索，广发证券发展研究中心

图 25、分众楼宇业务收入保持稳定增长



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 26、公司楼宇业务毛利率稳定，应收账款占比下降反映出公司的议价能力增强



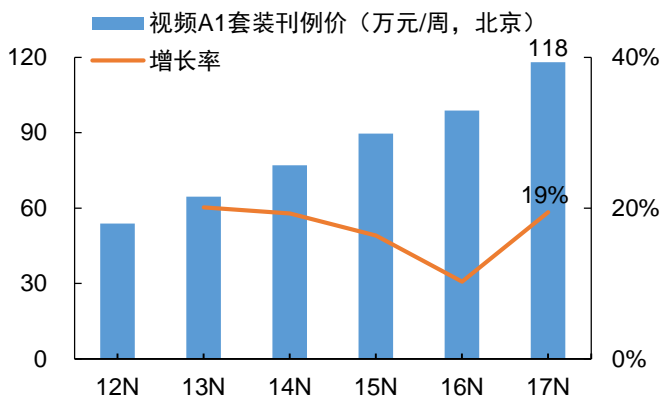
资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3、销售价格：刊例价稳步提升，折扣率基本稳定

公司每年都会根据市场情况对广告刊例价进行调整，以北京地区为例，过去5年楼宇视频刊例价复合增长率约17%，楼宇框架刊例价复合增长率约12%。分众传媒每年1月1日、7月1日有2次调价窗口。北京地区2017年楼宇视频刊例价同比涨幅约19%，2017年楼宇框架1.0和2.0刊例价涨幅分别为16.4%、20.4%。

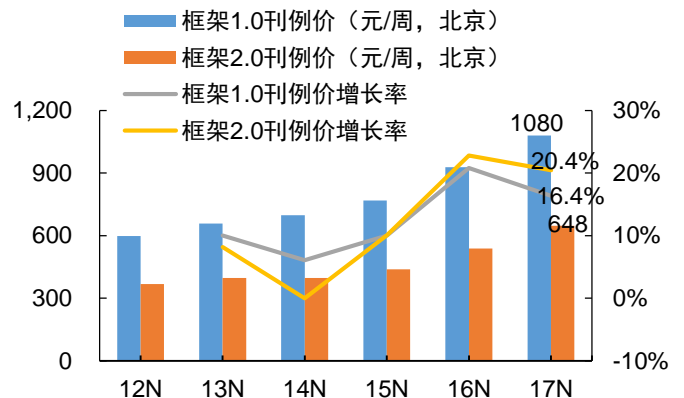
折扣率是根据不同客户设定的优惠价格比率，一般整体折扣率相对稳定。每年刊例价对外是统一的，但根据不同客户的投放体量、投放时间等因素会给予一定折扣，一般折扣从6折到3~4折不等，投放量越大折扣越低。同一客户不同年份之间的折扣率相对稳定。

图 27、楼宇视频刊例价复合增长率 17%（北京地区）



资料来源：公司公告，草根调研数据，广发证券发展研究中心

图 28、楼宇框架刊例价复合增长率 12%（北京地区）



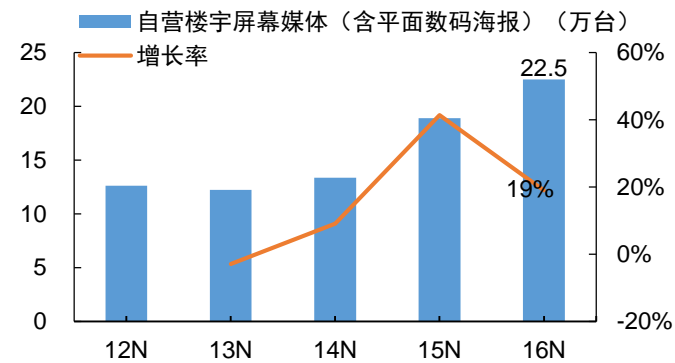
资料来源：公司公告，草根调研数据，广发证券发展研究中心

4、有效广告位数量：媒体数量逐年增长，刊挂率仍有提升空间

分众楼宇视频媒体和框架媒体数量逐年稳定增加，为收入增长提供基础。截至2016年末，公司拥有自营楼宇屏幕媒体约为22.5万台，加盟楼宇屏幕媒体约1.1万台；自营框架平面媒体约115.8万个，外购合作框架平面媒体约32.8万块。公司的自营楼宇视频媒体数目和框架媒体数目增加较为稳定。

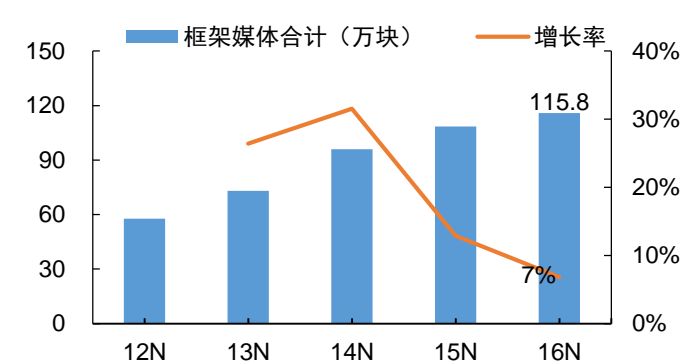
刊挂率保持稳定增长，未来依然有较大提升空间。截至到2015年5月31日分众传媒在一线和主要二线城市的框架媒体刊挂率大多在40%-55%之间，未来随着广告客户群体增长，以及品牌广告主加大一二线城市投入，刊挂率还有较大的提升空间。

图 29、楼宇视频数量有望维持每年 5%左右增长



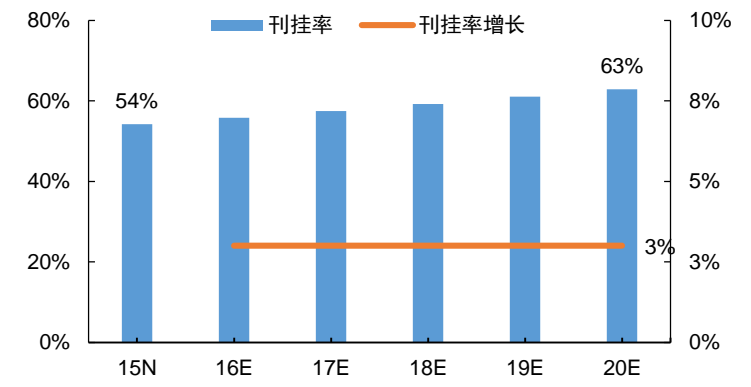
资料来源：公司公告，草根调研数据，广发证券发展研究中心
注：2015~2016 年快速增长主要由于统计口径调整，2016 年公司
将原框架平面媒体中 3.4 万台带有液晶屏的框架数码海报划分
至楼宇屏幕媒体。

图 30、楼宇框架有望维持每年 10%左右增长



资料来源：公司公告，草根调研数据，广发证券发展研究中心

图 31、预计分众传媒刊挂率变化情况



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

5、未来增长空间：广告预算向楼宇广告转移，新增楼宇建设带来媒体增量

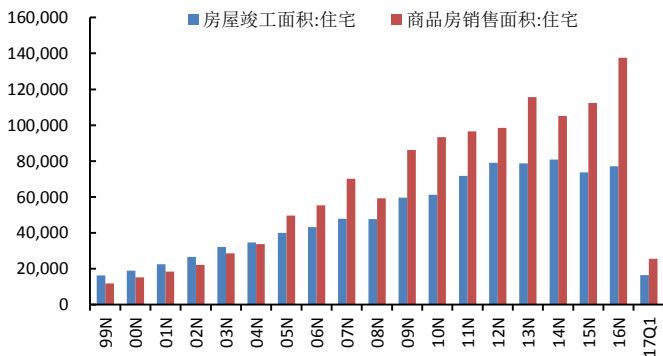
品牌广告主希望能在短时间内引爆品牌的媒体，预算向楼宇广告转移。移动互联网媒体碎片化、资讯过多分散广告注意力，品牌不易凸显；电视媒体由于受众流失，已经呈现下滑趋势。广告主急需有效媒体来承载大体量广告预算，而楼宇广告成为重要选择，预计广告品牌投放向楼宇媒体迁移的趋势将长期持续。

目前分众传媒市场份额占比主要是指已开发市场，未来增量空间来自新增楼宇建设。目前全国无论办公楼还是住宅的供应数量还在持续上升，当年新竣工的楼宇随着入住率提升，将在1~2年后成为有商业价值的楼宇，未来分众市场依然有较大拓展空间。
办公楼：过去10年办公楼竣工及销售面积持续增长，2017年中国主要城市即将入市的甲级写字楼供应量将达到580万平方米。一线城市北、上、深三地未来4~5年甲级写字楼增量分别为408万平方米、312万平方米、788万平方米。到2020年北京全市写字楼存量或将是现有存量的1.5倍。
住宅：2010年以来住宅的竣工及销售面积持续增长，维持在历史较高水平。

全国电梯保有量接近500万部，分众传媒现有媒体渗透率依然较低。截止2016年全国电梯保有量接近500万部。2016年末分众自营楼宇屏幕媒体约为22.5万台，加盟楼宇屏幕媒体约1.1万台；自营框架平面媒体约115.8万个，外购合作框架平面媒体约32.8万块

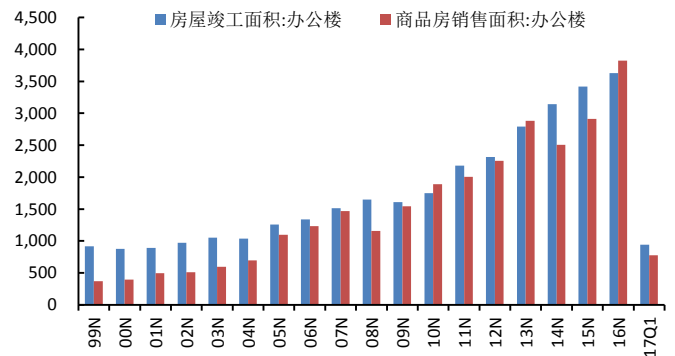
版位, 据此推算分众覆盖电梯数量约占全国电梯保有量的10%左右, 渗透率依然较低, 未来存在较大提升空间。

图 32、历年住宅竣工及销售面积 (万平方米)



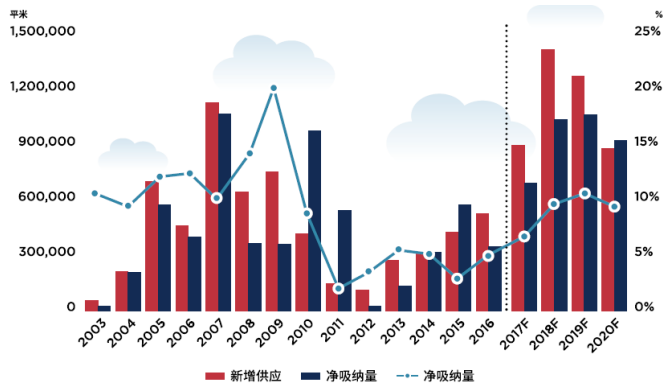
资料来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 33、历年办公楼竣工及销售面积 (万平方米)



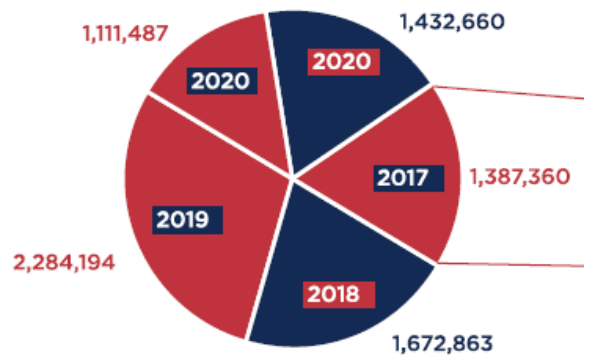
资料来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 34、北京甲级写字楼未来供应量 (万平方米)



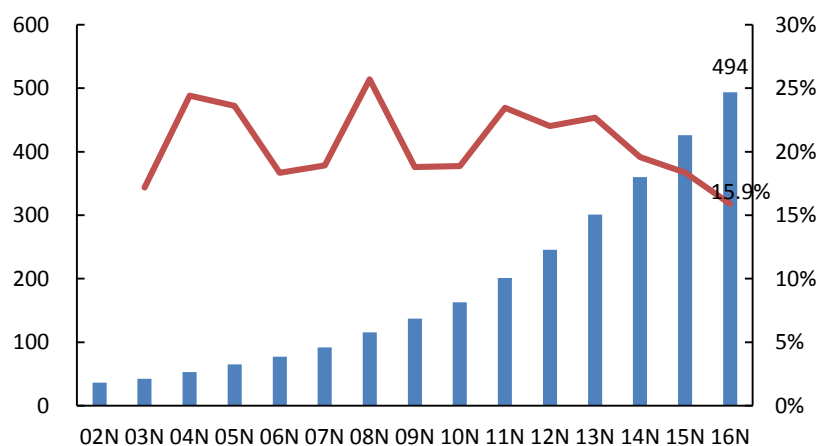
资料来源: 戴德梁行, 广发证券发展研究中心

图 35、深圳甲级写字楼未来供应量 (平方米)



资料来源: 戴德梁行, 广发证券发展研究中心

图 36、中国2016年电梯保有量接近500万部 (万部)



资料来源: 国家质检总局, 广发证券发展研究中心

从收入端来看, 分众居于行业领导地位, 拥有较强的议价能力和行业定价权, 能够保持未来刊例价的涨价空间, 加上伴随新建楼宇开发带来的媒体数量增长, 以及折扣率和刊挂率的稳定, 未来楼宇广告收入将保持稳定增长。

6、成本端：拥有极强的成本控制能力，毛利率有望维持高位

公司营业成本主要项目包括媒体租赁成本、职工薪酬（与媒体直接相关的职工）、设备折旧及其他营业成本（如制作费用、物料消耗、物流运输、差旅、外购媒体成本等）。

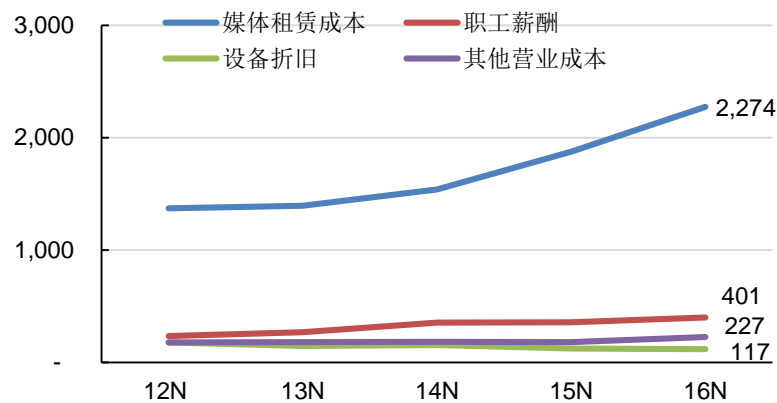
媒体租赁成本：主要是支付给楼宇物业、影院的租赁成本，媒体租赁成本是营业成本中占比最大的组成部分，占营业成本比重超过70%。2016年媒体租赁成本达到22.74亿，占比75.3%，同比增长21.2%。其中楼宇媒体租赁成本13.56亿，同比增长10.8%，同期楼宇媒体收入增长13%。一般楼宇的媒体租赁主要和楼宇物业公司谈判（极少数社区和业主委员会谈判），合同时效多为1~3年，2年期为主。由于楼宇相对分散，公司处于龙头地位，对楼宇物业有较强的议价能力，能够较好控制媒体租金成本上升幅度。

媒体屏幕设备成本及折旧：分众设备折旧金额12年以来稳步下降，由2012年的1.8亿，下降至16年的1.2亿，占成本的比重由9.1%下降至3.9%。主要由于近2年较少新增采购单价的液晶屏，部分楼宇屏幕已经提足5年折旧。目前LCD液晶屏价格下降、框架媒体采购价格稳定。预计楼宇视频媒体的平均采购单价下降至1000元人民币左右；框架媒体硬件采购费用平均单价约80元左右。媒体资产使用年限平均法折旧，折旧年限为5年。

职工薪酬：主要包括与媒体设备运营维护直接相关的员工薪酬，增长相对稳定，增速低于媒体租赁成本增速。

其他影院成本：2016年其他营业成本同比上涨4,707.5万元，主要是楼宇屏幕业务技术服务费同比较上年上升所致。

图 37、分众营业成本结构：媒体租赁成本占70%以上



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 7、分众传媒营业成本构成情况

| | 15N | | 16N | | 同比增减 |
|--------|------|--------|------|--------|-------|
| | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 | |
| 媒体租赁成本 | 1876 | 73.9% | 2274 | 75.3% | 21.2% |
| 职工薪酬 | 358 | 14.1% | 401 | 13.3% | 11.8% |
| 设备折旧 | 125 | 4.9% | 117 | 3.9% | -6.3% |
| 其他营业成本 | 180 | 7.1% | 227 | 7.5% | 26.2% |
| 合计 | 2540 | 100.0% | 3019 | 100.0% | 18.9% |

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

四、影院广告增长空间分析：渗透率及单用户收入有提升空间

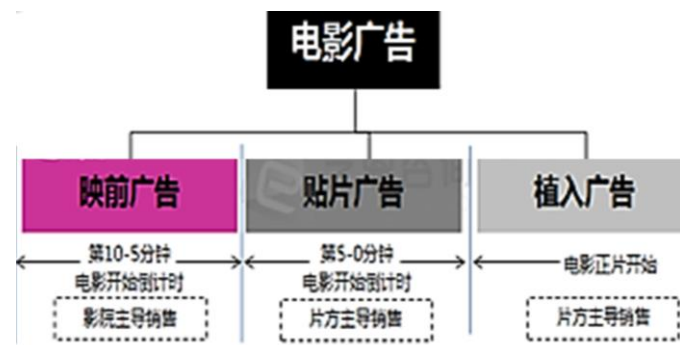
我们详细拆分了公司影院广告的收入及成本结构，基于拆分来分析影院广告业务的成长空间。

影院银幕媒体：公司与影院合作的模式为购买影院映前广告全部或部分时段的招商权和发布权、购买贴片广告的独家或非独家结算权和发布权、或几种方式组合。2016年影院媒体收入20.44亿，同比增长51.1%，占总收入20.0%；毛利率60.6%，同比下滑1.6个百分点。

收入端：公司过去影院业务增长主要来自于新签约影院增加和刊例价涨价。按银幕数计算，分众渗透率不到25%，由于公司是第三方广告公司，身份中立，目前占据影院广告市场55%左右市场份额，未来市场渗透率仍有提升空间。从行业看，影院广告单用户产出水平较低，未来存在较大提升空间，市场规模未来有望达到70亿以上。

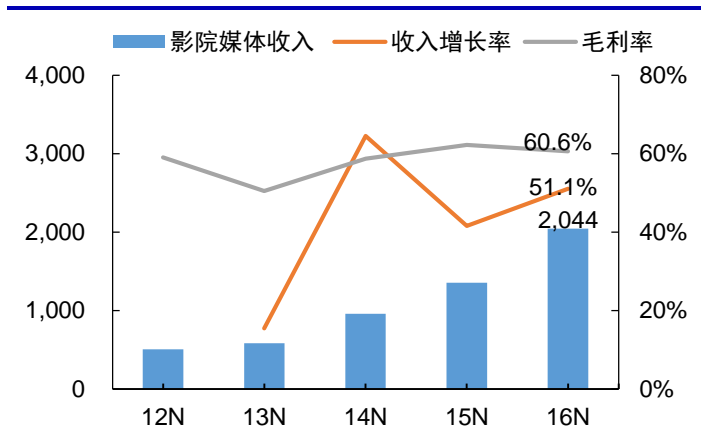
成本端：影院广告行业4家主要参与公司均背靠大公司，资本和渠道资源雄厚，在格局未定的情况下，预估行业竞争将加剧。下游院线集中度提升议价能力增强，签约院线成本预期升高，毛利率预计有所下滑但总体可控。

图 38、映前广告在电影开始前第10-5分钟、贴片广告在电影开始前5-0分钟



资料来源：艺恩咨询，广发证券发展研究中心

图 39、公司影院媒体业务收入快速增长



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 8、中国电影映前广告和贴片广告的主要代理商

| 项目 | 主要代理商 |
|------------|-----------------|
| 映前+贴片广告代理商 | 分众晶视、晶茂传媒、中影银幕 |
| 映前广告代理商 | 万达传媒、乐幕传媒、无限映画 |
| 贴片广告代理商 | 幕威时尚、绎春秋广告、基美传媒 |

资料来源：艺恩咨询，广发证券发展研究中心

表 9、分众传媒主要媒体形式的销售模式

| 媒体形式 | 主要销售模式 |
|--------|--|
| 影院银幕媒体 | 以城市为单位进行销售，客户自行选择广告需投放的城市，单个广告基本时长为 15 秒，也可安排 30 秒、60 秒等长版本的投放，也可安排 5 秒、7.5 秒、10 秒等短版本的项目；每周四为周期的起算点，每周三结束 |

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 10、映前广告与贴片广告对比分析

| 对比维度 | 映前广告 | 贴片广告 |
|-------|--|---|
| 广告运营方 | 代理商+影院 院线自营 | 片方+影院 |
| 理论位置 | 正片开始，龙标出现前 10 分钟 | 正片开始，龙标出现前 5 分钟 |
| 投放终端 | 随影院投放 | 随影片投放 |
| 投放周期 | 以周（7 天的倍数）为基本投放周期，为争取周五至周日的强观影轮次，一般广告为周四上刊，周三下刊。 | 随影片上刊而统一上刊，但下刊时间不固定，根据各影院场次消耗而定。一般为影片投放后的 14 天左右，会全部下刊。（影片上映前两周一一般为观影人次最为集中的周期） |
| 投放方式 | 灵活、可自由选择投放周期（7 天、14 天、28 天等）、城市以及影院。 | 先选择影片，再选择总投放场次（一般为 4 万-6 万场），可选择全国贴片和区域贴片。 |
| 投放费用 | 同等场次情况下，映前广告投放费用要低与贴片广告，这与广告位置、投放范围、投放档期、影片是否有强票房号召力、广告主以及银幕资源等因素密切相关。 | |
| 优点 | 灵活、低风险、相对低价格、可准确配合投放营销周期。 | 广告与影片贴合度较高，容易引起观影者共鸣。贴片一般投放的都是具有强票房号召力的影片，广告覆盖人次容易达到最佳。 |
| 缺点 | 广告与影片关联度得不到保证，受众共感程度低；广告位置相对不佳，覆盖不到所有的进场观众。 | 操作周期长，配合复杂，好片投放机会少而且成本高。高风险，高投入，一旦影片改档，投放整体营销计划会被耽误，具有巨额损失。 |
| 变量 | 位置，如某些大片没有贴片广告时，映前广告就可以占据贴片广告的最佳投放位置，离正片更近，看到的观影者也就越多。 | |

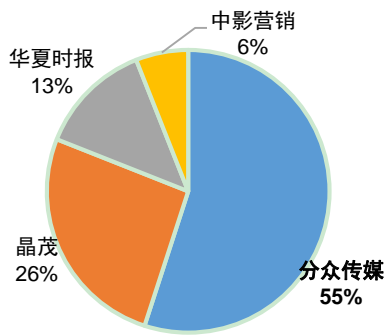
资料来源：公开资料，广发证券发展研究中心

1、收入端：影院广告是增长最高的细分广告领域，分众在其中占据 55% 市场份额

影院广告处于封闭空间，视觉冲击力强，广告效果极佳，是增长最为迅速的广告细分市场。电影消费群主要为 20~45 岁的主流消费人群，整体收入较高、消费能力强，是广告主最希望获取的人群。影院密闭、舒适的环境、富有视觉冲击力的大银幕和震撼的音响效果带来的影音效果满足了受众的视听体验，吸引受众眼球使其更愿意投入观看广告内容。从而使得影院广告形成了最高可达 90% 的到达率。影院数、屏幕数以及观影人数的增加亦有助于提高影院媒体的效果，促进影院媒体广告的发展。

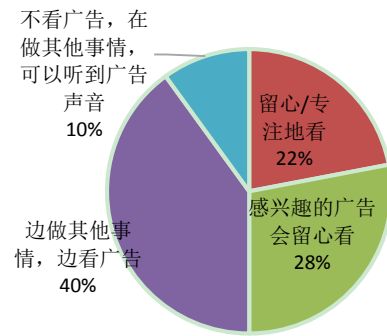
分众晶视背靠分众传媒，身份中立，拥有众多广告主资源，目前占据影院广告市场 55% 左右市场份额，未来有望保持较高市场份额。分众晶视背靠分众传媒，没有院线公司背景，是第三方广告公司，身份中立，容易进入自身没有广告业务的院线影院；借助分众传媒强大的广告客户资源，未来有望保持并提升市场份额。截止 2016 年末，分众影院媒体的签约影院超过 1,530 家、银幕超过 10,000 块，覆盖全国约 290 多个城市的观影人群，银幕渗透率不到 25%，未来仍有提升空间。

图 40、2015年影院映前广告媒体市场份额



资料来源：艺恩咨询，广发证券发展研究中心

图 41、90%的受众会观看影院映前广告

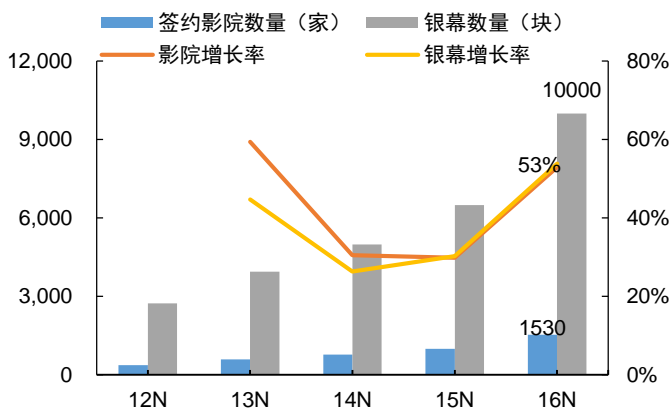


资料来源：益普索，广发证券发展研究中心

2、公司过去影院业务增长主要来自于新签约影院增加和刊例价涨价

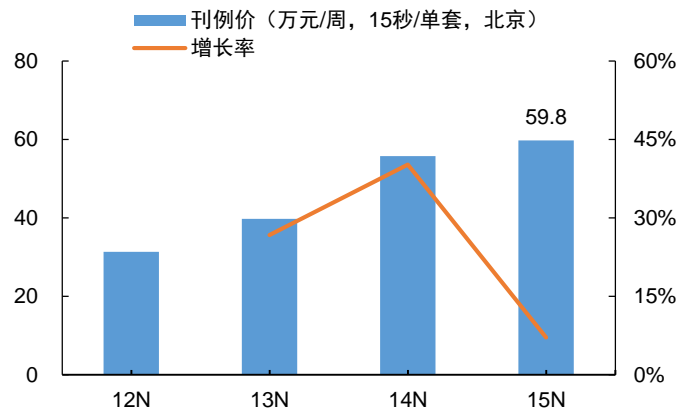
公司过去影院业务增长主要来自于新签约影院增加和刊例价涨价。分众覆盖银幕数 2012~2016年复合增长率为38.3%，2016年签约影院数达到1530家，同比增长53%，签约银幕数达到10000块，同比增长54%。刊例价（北京为例）2012~2015年复合增长率为42.6%，2015年北京刊例价达到59.8万元（周/15秒/单套）。

图 42、分众覆盖银幕数12~16年复合增长率38.3%



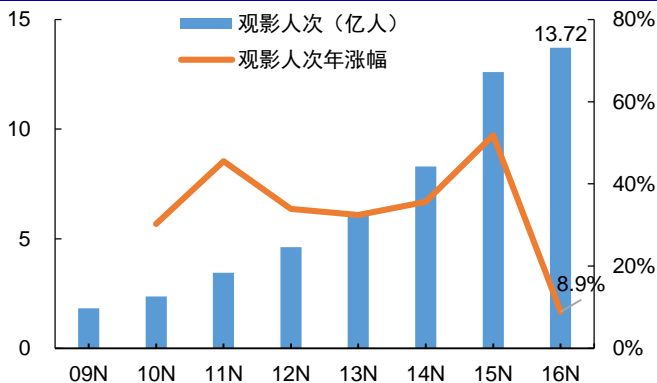
资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 43、影院广告刊例价12~15年复合增长率42.6%



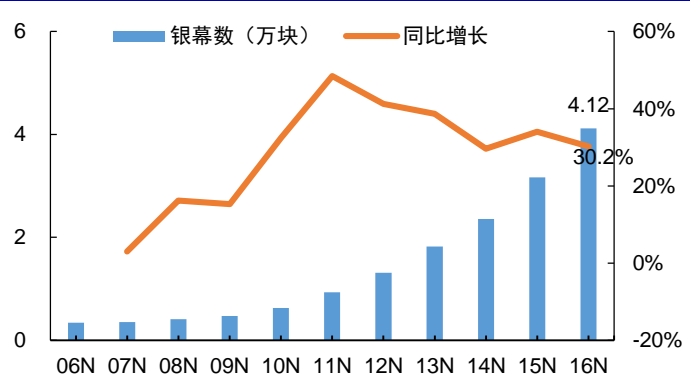
资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 44、2016年中国观影人次达到13.7亿



资料来源：艺恩咨询，广发证券发展研究中心

图 45、2016年中国电影银幕达到4.12万块



资料来源：艺恩咨询，广发证券发展研究中心

3、未来增长空间：影院广告渗透率提升，单用户广告产出提升

按银幕数计算，分众渗透率不到25%，由于公司是第三方广告公司，身份中立，未来市场渗透率仍有提升空间。目前4家行业领先企业合计覆盖银幕数2.46万块(未去重)，约占2016年末全国银幕数的60%，其中分众覆盖1万块，渗透率约24.3%，由于公司是第三方广告公司，身份中立，未来市场渗透率仍有提升空间。

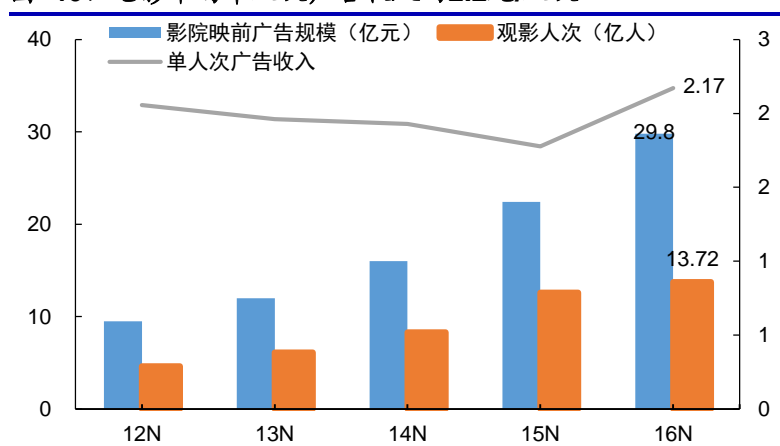
表 11、影院广告市场主要公司情况

| | 影院数 | 银幕数 | 银幕数占比 | 公司背景 |
|--------------|-------|--------|-------|---|
| 分众晶视 | 1,530 | 10,000 | 24.3% | 前身是央视三维公司，2015年更名分众晶视 |
| 中影银幕 | 668 | 4,469 | 10.9% | 中影旗下广告平台 |
| 万达传媒 | 405 | 3,582 | 8.7% | 万达电影全资子公司，整合慕威时尚（影时尚）、propaganda GEM、Val Morgan等广告业务，自2016年1月起拥有为期5年全部万达影城内的银幕广告独家代理权 |
| 晶茂传媒 | 900 | 6,500 | 15.8% | 搜狐畅游（NASDAQ:CYOU）的全资子公司 |
| 四家合计（未去重） | 3,503 | 24,551 | 59.6% | |
| 2016年末电影行业合计 | 7,730 | 41,179 | | |

资料来源：公司公告，公开资料，广发证券发展研究中心

影院广告单用户产出存在较大提升空间，市场规模未来有望达到70亿以上。目前国内影院单人次广告收入约为2.2元/人次，万达院线12~16年平均单人次广告收入为3.6元/人次，假设未来国内单人次广告收入达到3.6元/人次；16年中国观影人次13.7亿次，假设每年增长10%至2020年达到20亿人次，中国影院映前广告规模有望达到70亿以上。

图 46、电影市场单人次广告收入约2.2元/人次



资料来源：艺恩咨询，广发证券发展研究中心

表 12、万达院线广告收入情况：单银幕广告收入、单人次广告收入快速提升

| 年份 | 11N | 12N | 13N | 14N | 15N | 16N |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|--------|
| 银幕数(块) | 693 | 975 | 1247 | 1616 | 2557 | 3573 |
| 观影人数(百万人) | 40.9 | 58.4 | 77.8 | 101.7 | 151.0 | 185.0 |
| 广告收入(百万元) | 62.3 | 77.4 | 157.3 | 264.3 | 463.3 | 1691.7 |
| 单银幕广告收入(万元) | 9.0 | 7.9 | 12.6 | 16.4 | 18.1 | 47.3 |
| 单人次广告收入(元) | 1.52 | 1.32 | 2.02 | 2.60 | 3.07 | 9.14 |

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

4、成本端：行业竞争加剧，下游院线集中度提升议价能力增强，签约院线成本预期升高，毛利率预计有所下滑但总体可控

影院广告行业4家主要参与公司均背靠大公司，资本和渠道资源雄厚，在格局未定的情况下，预估行业竞争将加剧。行业主要参与者分众晶视背靠分众传媒，覆盖1530家影院和10000块银幕；中影银幕背靠中国电影，覆盖668家影院和4469块银幕；万达传媒背靠万达电影，覆盖405家影院和3582块银幕。

据推算，单银幕预估每年采购成本(租赁成本)约在8万元左右。分众传媒签约覆盖的影院数量从2015年末的1000家影院、接近6500个银幕，增至2016年末的超过1530家影院、超过10000块银幕，因此影院媒体的租赁成本上升58.9%，增长2.82亿元。不考虑原有影院租金上涨因素，新增单银幕采购成本(租赁成本)约为8万元/年。

院线行业进入整合时代，在院线集中度提升的情况下，分众影院业务毛利率将承压。目前分众晶视与多家知名院线建立映前广告采购合同，包括星美、幸福蓝海、广州金逸等，一般合约期限为2~3年。公司与部分知名院线签订的合约预计将于2018年到期，预计续约的租赁成本可能会升高。

表 13、2016年国内TOP10院线市场份额合计72%

| 排名 | 院线 | 票房(亿) | 市场份额 |
|----|---------------|------------|--------------|
| 1 | 万达院线 | 60.88 | 13.9% |
| 2 | 大地院线 | 36.69 | 8.4% |
| 3 | 上海联合院线 | 36.69 | 8.4% |
| 4 | 中影星美 | 35.69 | 8.1% |
| 5 | 中影南方新干线 | 34.50 | 7.9% |
| 6 | 中影数字院线 | 32.38 | 7.4% |
| 7 | 广州金逸珠江 | 29.50 | 6.7% |
| 8 | 横店院线 | 20.71 | 4.7% |
| 9 | 浙江时代 | 14.53 | 3.3% |
| 10 | 华夏联合 | 14.44 | 3.3% |
| | 前10名合计 | 316 | 72.1% |

资料来源：艺恩咨询，广发证券发展研究中心

五、广告之外，分众新生态：娱乐体育、金融、国际化

1、分众传媒未来三大业务属性是媒体平台、内容平台、金融平台

分众传媒积极布局人与金融、人与体育娱乐两大新战略领域的投资。先后参与多只投资基金，借助专业投资机构的经验、能力和资源，加快公司外延式发展的步伐。通过自建、参股或兼并收购等多种方式拓宽LBS和O2O的媒体广度和深度，进入体育娱乐领域和互联网金融科技领域。

分众传媒未来三大业务属性是媒体平台、娱乐体育内容平台、金融平台。媒体平台仍是公司主业，目前正在打造自己的金融平台、娱乐体育内容平台。基于公司庞大的广告推广能力，有望培育孵化更多元的业务产品。

2、娱乐体育内容平台：投资头部内容，把头部内容和分众的广告相结合

娱乐体育内容平台：分众以投资的方式入股、收购头部内容，把头部内容和分众的广告相结合，使公司的广告资源在头部内容上分发获利。公司积累大量广告主资源，广告主需要将广告投放在消费者生活空间媒体和头部内容中，以此融入到消费者最核心的生活中去，而最有广告价值的内容是火爆的电视节目、栏目、电视剧、电影、体育等。

在打造娱乐平台上，分众传媒与头部内容的国内外公司合作，从电影到综艺栏目，把公司的广告进行有效分发。以电影公司为例，分众传媒与电影公司合作既可以帮助它们增加电影的广告收入，又可以大幅降低电影宣发成本。

表 14、分众传媒在体育、娱乐等内容领域的布局

| 布局时间 | 标的 | 投资方式 | 主要业务 |
|----------|------------|------------------------|-------------|
| 2016年4月 | 分众方源体育有限合伙 | 公司出资1亿美元占50% | 体育投资基金 |
| 2016年6月 | WME/IMG | 分众方源体育有限合伙投资6,750万美元 | 体育赛事运营，明星经纪 |
| 2016年6月 | 咕咚 | 分众方源体育有限合伙领投3000万美元 | 跑步移动社交社区 |
| 2016年7月 | 英雄体育 | 全资子公司分众创享投资3亿元占8.2%股权 | 移动电竞 |
| 2016年12月 | 一下科技 | 公司参投的光控众盈投资一下科技6200万美元 | 短视频、直播平台 |

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

分众传媒基金首个投资项目落地咕咚。2016年5月，分众传媒与方源资本合资成立4亿美元“分众方源体育有限合伙”投资基金，基金首个投资项目以3000万美元领投咕咚C轮融资（其中公司出资1,500万美元）。咕咚是中国最大的跑步社交社区，目前咕咚的用户数已经超过5000万，国内市场占有率也较高，已是国内最大的运动社交平台。每天响应全球87个国家的数千万次运动需求。

公司领投WME|IMG，看好体育消费产业。2016年6月，“分众方源体育有限合伙”投资基金向美国娱乐体育竞技公司和独立体育节目制作者“WME|IMG（WME Entertainment Parent及WME IMG China, LP）”投资6,750万美元（其中公司出资3,375

万美元)的投资。WME|IMG是世界最知名的娱乐与体育投资公司，在世界范围内掌握有娱乐领域核心明星及体育赛事资源，具有巨大的影响力。主要运作温布尔登网球锦标赛、汇丰杯高尔夫球赛等大型赛事。WME是美国最大的艺人经纪公司；IMG不仅是体育界最大的经纪公司，也是全球最大的独立体育节目制作者，每年为200多家主要体育组织及体育赛事制作超过52000小时的体育节目。WME|IMG目前在中国开展的体育与娱乐事业跨越多个领域，包括赛事活动、媒体、演艺经纪、特许经营等业务。

公司领投英雄体育，布局电竞产业。2016年7月，分众传媒全资子公司分众创享以3亿元领投英雄互娱旗下子公司英雄体育，交易完成后分众创享将持有英雄体育8.2%的股权。英雄体育是亚洲领先的移动电竞运营商，旗下拥有《皇室战争》官方赛、《球球大作战》官方赛，TGA腾讯移动游戏大奖赛、HPL英雄联盟赛，《王者荣耀》职业联赛等。分众传媒与英雄体育双方互利共赢，实现1+1大于2。1、对于英雄体育来讲，英雄体育通过分众传媒能在用户必经的生活场景上形成对主流电竞用户的影响力优势，也能实现与主流广告主的对接，提升盈利能力。2、对分众传媒来说，可加入体育赛事的解决方案，从而为广告主提供全方位的品牌传播方案。电竞面向的群体主要是15~25岁人群，与分众传媒以往针对的22~45岁都市白领鲜有重叠，能帮助公司充分渗透影响年轻用户群体。待“90后”、“00后”逐渐成熟后，广告的商业价值将得到释放，形成良性循环。

3、金融平台：发挥媒体流量优势，孵化金融新业态，打造新的利润增长点

表 15、分众传媒在金融领域的布局

| 布局时间 | 标的 | 投资方式 | 主要业务 |
|---------|------|---|-------|
| 2016年3月 | 数禾科技 | 公司出资1亿投资70%股权 | 互联网金融 |
| 2016年8月 | 分众小贷 | 公司下属全资子公司 FOCUS MEDIA HONGKONG INVESTMENT LIMITED 出资5000万美元设立 | 小额贷款 |

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司已经布局“还呗”，未来还将布局机器人理财、智能投顾、手机app放款等。2016年上半年，分众传媒完成了对上海数禾信息科技有限公司的投资，总额1亿元人民币，占数禾科技70%的股份。数禾科技主要产品“拿铁财经APP”的目标客户群体与公司现有渠道覆盖人群高度匹配，有助于公司把目标高收入人群覆盖从线下拉到线上、从而加长在公司屏幕群里的停留时间、丰富公司的广告资源给广告客户带来更精准效果。通过终端的垂直打造和智慧化升级，来完成已有接入口与金融、生活、娱乐体育板块的无缝对接，把原本只能接受广告的“被动流量”，变成可以主动参与、主动获取的“主动用户”。此次交易也为公司构造金融分销渠道打下基础。

还呗：通过手机帮助用户还信用卡贷款。下载还呗APP，填写基本资料，例如身份证，人脸识别，手机验证，手机服务密码等基本信息，便可在线上完成审批，最快3分钟即可完成借款程序。通过审核，3秒钟即可到账。首次申请获得额度之后，用户每月再次借款，便不再需要经过审核，系统就会自动放款。目前在还呗可申请到的最高额度是3万元，在使用一段时间后，若用户信用状况良好，还可申请提升额度。成功申请到额度以后，还呗会代替还上信用卡，恢复信用卡额度，客户只需要在还呗进行还款，您只需要选择您想要进行还款的期数，有3、6、9期的选择。

拿铁财经：提供理财和咨询的APP。根据诺贝尔经济学奖得主马科维茨的“现代资产组

合理理论”，经过复杂的数学计算和风险度量模型，穷尽一切资产组合，得出所有收益可能，从而给客户展现出风险和收益平衡的最优选择。从拿铁财经app上可以看到历史和预期收益的可视化图，客户可以根据自己的风险偏好去选择保守，稳健和激进型产品配比，每一种资产配置组合都是所面临风险程度下的最大的收益。再为客户提供投资组合动态平衡调整的服务，相较传统理财服务，动辄上百万元的资产门槛和高昂的管理费用，拿铁财经具有低门槛、易操作、智能化等特点。

4、国际化方向：加快海外媒体布局，优先考虑海外人口大国

海外楼宇广告的布局方面，分众传媒会优先考虑印度、印尼等人口大国。分众在国际化的过程中对于不同国家，会区分对待。香港、新加坡等地，地产比较集中，议价难度高。分众更看好印尼、印度等国家，这些国家人口较多，印度和印尼的人口分别为10亿和2亿，但电梯数量相对较少，这意味着等待时间更长，接触楼宇广告的时间更长，有利于分众媒体广告的展示。

六、投资建议

维持“买入”评级：1、公司是领先的生活圈媒体平台型公司，占据主流消费人群的必经场景，持续受益消费升级和广告主预算迁移；

2、公司在楼宇广告、影院映前广告领域具有较高市场占有率以及较强的市场定价权，行业竞争格局稳定且景气度较高，公司未来有望获得持续稳定增长，是营销板块的绩优白马股；

3、公司核心业务拥有较强的盈利能力和经营性现金流，财务质量较高。

4、此外积极布局金融、体育娱乐等新业态，业务线有望拓宽。

盈利预测基本假设：未来增长主要来自刊例价、广告位数量提升，以及影院等新业态成长，成本端维持稳定。我们预计公司17~18年净利润55亿、65亿，对应EPS为0.63元、0.74元，当前股价对应估值20倍、17倍。

七、风险提示：

广告行业增速放缓风险，限售股解禁减持风险，影院媒体竞争加剧风险，新兴竞争对手对公司业务冲击，未来政府补贴的不确定性风险

| 至12月31日 | 单位: 百万元 | | | | |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产 | 11,130 | 9,872 | 11,527 | 13,789 | 21,484 |
| 货币资金 | 3,176 | 4,445 | 5,602 | 6,934 | 13,459 |
| 应收及预付 | 3,298 | 3,061 | 3,251 | 3,836 | 4,493 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 4,656 | 2,365 | 2,674 | 3,019 | 3,531 |
| 非流动资产 | 1,372 | 2,257 | 2,247 | 2,269 | 2,235 |
| 长期股权投资 | 49 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 301 | 266 | 173 | 115 | 80 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期资产 | 1,022 | 1,991 | 2,074 | 2,153 | 2,154 |
| 资产总计 | 12,502 | 12,129 | 13,774 | 16,058 | 23,719 |
| 流动负债 | 7,722 | 3,904 | 4,126 | 4,553 | 9,283 |
| 短期借款 | 0 | 652 | 652 | 652 | 0 |
| 应付及预收 | 537 | 626 | 761 | 961 | 1,142 |
| 其他流动负债 | 7,185 | 2,626 | 2,712 | 2,940 | 8,140 |
| 非流动负债 | 43 | 71 | 76 | 83 | 83 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 43 | 71 | 76 | 83 | 83 |
| 负债合计 | 7,766 | 3,975 | 4,202 | 4,636 | 9,366 |
| 股本 | 4,116 | 8,737 | 8,737 | 8,737 | 8,737 |
| 资本公积 | 202 | 183 | 183 | 183 | 183 |
| 留存收益 | 4,082 | 7,431 | 8,856 | 10,712 | 12,996 |
| 归属母公司股东权益 | 4,599 | 7,991 | 9,415 | 11,271 | 14,211 |
| 少数股东权益 | 137 | 163 | 157 | 151 | 142 |
| 负债和股东权益 | 12,502 | 12,129 | 13,774 | 16,058 | 23,719 |

| 至12月31日 | 单位: 百万元 | | | | |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 8,627 | 10,213 | 12,156 | 14,377 | 16,816 |
| 营业成本 | 2,540 | 3,019 | 3,625 | 4,370 | 5,192 |
| 营业税金及附加 | 310 | 359 | 413 | 474 | 555 |
| 销售费用 | 1,729 | 1,944 | 2,188 | 2,444 | 2,775 |
| 管理费用 | 436 | 469 | 535 | 618 | 706 |
| 财务费用 | (129) | (142) | (3) | (55) | 0 |
| 资产减值损失 | 243 | 261 | 200 | 240 | 240 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | (1) | 0 | 1 | 2 | 2 |
| 营业利润 | 3,498 | 4,302 | 5,199 | 6,287 | 7,350 |
| 营业外收入 | 477 | 1,040 | 1,300 | 1,400 | 1,550 |
| 营业外支出 | 7 | 26 | 30 | 40 | 40 |
| 利润总额 | 3,968 | 5,316 | 6,469 | 7,647 | 8,860 |
| 所得税 | 582 | 868 | 1,003 | 1,147 | 1,329 |
| 净利润 | 3,386 | 4,448 | 5,466 | 6,500 | 7,531 |
| 少数股东损益 | (3) | (3) | (5) | (7) | (8) |
| 归属母公司净利润 | 3,389 | 4,451 | 5,471 | 6,507 | 7,538 |
| EBITDA | 3,368 | 4,286 | 5,300 | 6,301 | 7,397 |
| EPS (元) | 0.39 | 0.51 | 0.63 | 0.74 | 0.86 |

| 至12月31日 | 单位: 百万元 | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 经营活动现金流 | 2,630 | 4,800 | 5,264 | 5,994 | 11,788 |
| 净利润 | 3,389 | 4,451 | 5,471 | 6,507 | 7,538 |
| 折旧摊销 | 0 | 0 | 104 | 69 | 47 |
| 营运资金变动 | 0 | 0 | (268) | (504) | 4,212 |
| 其它 | (759) | 349 | (44) | (77) | (8) |
| 投资活动现金流 | (621) | (2,905) | (65) | (70) | (12) |
| 资本支出 | 0 | 0 | (10) | (10) | (12) |
| 投资变动 | (621) | (2,905) | (55) | (60) | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (460) | (513) | (4,042) | (4,592) | (5,251) |
| 银行借款 | 0 | 0 | 0 | (0) | 0 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (460) | (513) | (4,042) | (4,592) | (5,251) |
| 现金净增加额 | 1,549 | 1,382 | 1,156 | 1,332 | 6,526 |
| 期初现金余额 | 4,884 | 3,176 | 4,445 | 5,602 | 6,934 |
| 期末现金余额 | 3,176 | 4,445 | 5,602 | 6,934 | 13,459 |

主要财务比率

| 至12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力(%) | | | | | |
| 营业收入增长 | 15% | 18% | 19% | 18% | 17% |
| 营业利润增长 | 36% | 23% | 21% | 21% | 17% |
| 归属母公司净利润增长 | 40% | 31% | 23% | 19% | 16% |
| 获利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 71% | 70% | 70% | 70% | 69% |
| 净利率 | 39% | 44% | 45% | 45% | 45% |
| ROE | 74% | 56% | 58% | 58% | 53% |
| ROIC | 61% | 40% | 43% | 44% | 44% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 62.1% | 32.8% | 30.5% | 28.9% | 39.5% |
| 净负债比率 | 0.0% | 5.4% | 4.7% | 4.1% | 0.0% |
| 流动比率 | 1.4 | 2.5 | 2.8 | 3.0 | 2.3 |
| 速动比率 | 1.4 | 2.5 | 2.8 | 3.0 | 2.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 4.1 | 4.7 | 5.0 | 4.9 | 4.9 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.39 | 0.51 | 0.63 | 0.74 | 0.86 |
| 每股经营现金流 | 0.30 | 0.55 | 0.60 | 0.69 | 1.35 |
| 每股净资产 | 0.53 | 0.91 | 1.08 | 1.29 | 1.63 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 32.0 | 24.4 | 19.8 | 16.7 | 14.4 |
| P/B | 23.6 | 13.6 | 11.5 | 9.6 | 7.6 |
| EV/EBITDA | 9.7 | 7.6 | 6.2 | 5.2 | 4.4 |

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨琳琳：资深分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第2名（团队）。
- 杨艾莉：联系人，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 沈明辉：联系人，华南理工大学管理学硕士、广告学学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 杨晓峰：联系人，北京大学计算机技术硕士，湖南大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 朱可夫：联系人，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

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

广发证券—公司投资评级说明

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

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|------|----------------------------|----------------------------|-------------------------|--------------------------|
| 地址 | 广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401 | 深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼 | 北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼 |
| 邮政编码 | 510620 | 518000 | 100045 | 200120 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | |
| 服务热线 | | | | |

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

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

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。