

分众传媒 (002027)

生活圈媒体龙头，确定性成长叠加低估值迎来布局良机

买入 (维持)

2017年5月31日

■ **生活圈媒体龙头，身处景气度最高细分广告领域。**公司产品包括楼宇视频媒体、楼宇框架媒体和影院媒体等，其媒体资源覆盖城市主流消费人群工作场景、生活场景、娱乐场景和消费场景。经过 13 年的发展，公司已成为国内生活圈媒体的绝对龙头。2016 年中国广告市场整体刊例下降 0.6%，但影院媒体、楼宇视频媒体、楼宇框架媒体刊例分别同比增长 44.8%、22.4%、24.1%，高于互联网刊例增速 18.5%，分众传媒所拥有的广告媒体均属于广告细分类别中正增长且增长迅速的类别。

■ **分众传媒核心壁垒在于先发优势下超高市场占有率。**公司是楼宇广告行业开创者，通过一系列并购奠定了楼宇广告绝对龙头的行业地位。广告媒体运营商所拥有的媒体资源数量规模直接决定了其广告播出网络的范围、层次以及广告传播效果，是广告主衡量广告运营商的重要因素。公司楼宇媒体市场占有率超高使得其面对广告主具有很强的议价能力，因而可以取得较之同行更高的单媒体产出，较高的单媒体产出使得公司可以承受更高的楼宇租赁成本，因而在抢占楼宇资源上具备明显优势。

■ **楼宇媒体成长空间仍然巨大，一线城市具备提价基础。**公司框架媒体（框架 1.0+框架 2.0）资源数约为 123.7 万，主要覆盖 46 个城市，覆盖市区人口合计约 2.14 亿。根据我们的统计，目前全国市区人口在 100 万以上的城市共有 221 个，总计人口约 5.09 亿，即使不考虑渗透提升，公司仍然有 171 万个尚未开发的框架空间，成长潜力无虞。公司楼宇媒体刊例价每年提价两次，年化提价幅度在 10% 以上，经过我们的调研和分析，公司楼宇媒体实际执行价并不具备如此涨幅，一线城市由于租金上涨、挂刊率较高等原因具备提价基础，二三线城市挂刊率较低并不具备提价基础。

■ **影院媒体渐成公司新主业，依然享有较大增长空间。**根据英国的经验，映前广告规模占广告市场总规模的比例为 1.2%，基于此，2020 年我国映前广告对应规模有望达到 98.2 亿，假设分众晶视市场占有率不变（近 3 年稳定在 60% 左右），2017-2020 年公司影院媒体业务 GAGR 有望达到 30.3%，保持快速增长。

■ **对比国际可比公司德高集团，公司被低估可能性大。**德高集团是全球户外广告龙头公司，业务可持续性较强，利润稳定，2007-2016 年公司中位数 PE 为 29 倍，远高于分众传媒目前估值水平。分众传媒成长性更强、上下游议价能力更强、广告达到率更高，但估值更低。公司被低估可能性较大，具备较大的投资价值。

■ **投资建议：公司 2016 年营收 102.13 亿，实现净利润 44.51 亿，预计 2017-2018 年营收分别为 120.90、143.44 亿。净利润分别为 53.80 亿、63.40 亿。2016-2018 年公司 EPS 分别为 0.51、0.62、0.73，对应当前股价 PE 分别为 25、21、18 倍。解禁压力让公司股价处于超跌位置，公司业务壁垒强，成长性确定且估值较低，给予“买入”评级。**

■ **风险提示：解禁压力；广告主缩减预算；媒体资源数扩张不达预期；楼宇租赁成本增速加快；影院媒体业务竞争加剧。**

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码: S0600516070001

联系电话: 021-60199740

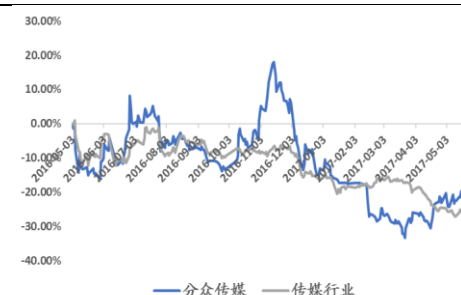
zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李磊

联系电话: 0755-82558404

lilei@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	12.88
一年最低价/最高价	10.90/19.77
市净率 (倍)	12.6
流通 A 股市值 (百万元)	50880

基础数据

每股净资产 (元)	1.04
资本负债率 (%)	28.20
总股本 (万元股)	8737
流通 A 股 (百万股)	4048

相关研究

1. 20170502-分众传媒年报点评: 增长动力强劲, 分红力度大超预期

目录

1. 生活圈媒体龙头，回归 A 股迎来二次起航.....	5
1.1. 被动式广告龙头，全方位占领主流人群生活圈	5
1.2. 多次并购奠定龙头地位，回归 A 股再上征途	5
1.3. 营利稳步增长，楼宇广告营收占比达 77%.....	6
2. 行业趋势：疲软广告市场中靓丽风景线.....	7
2.1. 楼宇、影院媒体景气度高，刊例花费逆势高速增长	7
2.2. 三大因素铸就被动式广告高景气度	9
3. 公司壁垒：市场占有率超高，上下游分散.....	13
4. 楼宇媒体：稳健经营，开采空间仍巨大.....	15
4.1. 无需过度忧虑天花板，下沉+渗透均有空间	15
4.2. 实际执行价折扣力度大，一线城市具备提价基础	16
4.3. 楼宇媒体业绩驱动因素分析	17
4.4. 楼宇视频媒体业务营收预测模型	17
4.5. 楼宇框架媒体业务营收预测模型	18
5. 影院媒体：高速成长期，渐成公司新主业.....	18
5.1. 合作银幕数量快速扩张，影院媒体渐成新主业	18
5.2. 三大特点合力，影院媒体具备超高广告价值	19
5.3. 映前广告市场规模可达 98 亿，享有巨大增长空间	20
5.4. 上游院线市场分散，分众晶视龙头地位突出	21
6. 毛利率将迎来下滑、规模效应下三费管控能力继续加强.....	22
7. 借力人工智能，精准营销从楼宇走向个人.....	23
7.1. 物业云、百度云、电商云“三云合一”打造公司精准营销能力	23
7.2. 借力人工智能，精准营销走向极致化	24
8. 投资布局：利用渠道优势进军互联网金融，打造体育娱乐平台覆盖下一代主流人群.....	25
8.1. 利用自身流量优势，进军互联网金融.....	26
8.1.1. 投资数禾科技下的“拿铁财经”和“还呗”	26
8.1.2. 设立分众小贷.....	27
8.2. 扩张体育领域投资，打造体育娱乐生态圈.....	27
8.2.1. 投资英雄体育，拓展受众年龄结构.....	27
8.2.2. 联手方源资本投资咕咚.....	28

8.2.3. 参投体育娱乐时尚公司 WME/IMG	29
9. 跨国比较：公司估值较之可比公司偏低.....	30
10. 解禁安排	32
11. 盈利预测与投资建议	33
12. 风险提示	33

图表目录

图表 1: 分众传媒业务介绍.....	5
图表 2: 分众传媒框架媒体.....	5
图表 3: 分众传媒视频媒体.....	5
图表 4: 分众传媒影院媒体.....	5
图表 5: 分众传媒公司历史.....	6
图表 6: 2012-2016 年分众传媒营收及净利润.....	7
图表 7: 2012-2016 年分众传媒营收构成.....	7
图表 8: 2012-2016 年分众传媒各业务增速.....	7
图表 9: 2016 年中国各媒介广告刊例花费变化.....	8
图表 10: 2016 年中国各媒介广告增长贡献量.....	8
图表 11: 各广告媒介特点.....	9
图表 12: 三大因素打造被动式广告超高景气度.....	9
图表 13: 分众传媒占据主流人群生活圈.....	10
图表 14: 楼宇媒体受众年龄分布.....	10
图表 15: 楼宇媒体受众家庭税前月收入.....	10
图表 16: 楼宇媒体超高达到率.....	11
图表 17: 公司楼宇媒体经典案例.....	11
图表 18: 2014-2016 公司广告客户行业分布.....	12
图表 19: 公司广告主一览.....	12
图表 20: 公司 2012-2016 楼宇视频媒体（液晶显示屏）资源数.....	13
图表 21: 公司 2012-2016 楼宇框架媒体（框架 1.0+框架 2.0）资源数.....	13
图表 22: 公司业务波特五力模型分析.....	14
图表 23: 楼宇广告行业集中度自然提升.....	14
图表 24: 分众各城市框架数量及对应人口.....	15
图表 25: 分众各城市框架数量及对应人口.....	15
图表 26: 2011-2016 年视频媒体刊例价（周，每天 60 次，每次 15 秒）.....	16
图表 27: 2012-2017 年框架媒体刊例价（元/周，北京）.....	16
图表 28: 楼宇视频媒体业绩驱动因素.....	17
图表 29: 楼宇视频媒体收入预测模型.....	17
图表 30: 楼宇框架媒体收入预测模型.....	18
图表 31: 2012-2016H1 公司覆盖银幕数量.....	18
图表 32: 2012-2015 公司映前广告刊例价变化（北京地区）.....	18
图表 33: 媒体广告效果比较.....	19

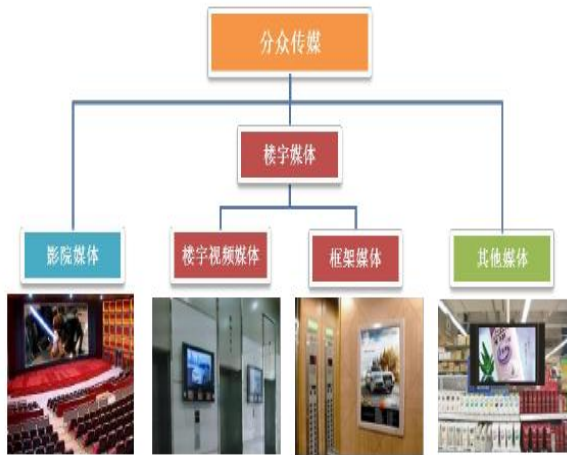
图表 34: 银幕播放广告时受众行为	19
图表 35: 2017-2020 我国电影票房预测值	20
图表 36: 2017-2020 我国广告市场规模预测值	20
图表 37: 映前广告增速超过票房增速	20
图表 38: 分众晶视市场占有率	20
图表 39: 影院媒体收入预测模型	21
图表 40: 2016 年各院线市场份额	21
图表 41: 影院媒体市场格局	22
图表 42: 2012-2016 分众传媒各业务毛利率变化	22
图表 43: 公司毛利率显著高于其他电梯广告公司	22
图表 44: 2012-2016 分众传媒三费变化情况	23
图表 45: 公司收入预测假设	23
图表 46: 公司云端数据来源	24
图表 47: 分众传媒新一代互动显示屏	24
图表 48: 分众传媒投资布局一览	25
图表 49: 拿铁财经手机界面	27
图表 50: 还呗电梯广告	27
图表 51: 英雄互娱电竞游戏阵容	28
图表 52: 英雄互娱阶梯化赛事体系	28
图表 53: “咕咚”发展脉络	28
图表 54: 2016 年运动类 APP 活跃用户排行 (万人)	29
图表 55: “咕咚”用户城市分布	29
图表 56: WME/IMG 发展大事件	30
图表 57: WME/IMG 管理体育赛事	30
图表 58: WME/IMG 签约体育艺人	30
图表 59: JCDecaux 城市广告	31
图表 60: JCDecaux 机场广告	31
图表 61: 2010-2016 年德高集团营收及净利润情况	31
图表 62: 德高集团营收构成	31
图表 63: 德高集团分地区营收 (百万欧元)	31
图表 64: 德高集团现金流稳定且质量高	32
图表 65: 德高集团历史估值水平	32
图表 67: 公司股票后期解禁安排	33

1. 生活圈媒体龙头，回归 A 股迎来二次起航

1.1. 被动式广告龙头，全方位占领主流人群生活圈

分众传媒当前的主营业务为生活圈媒体的开发和运营，主要产品为楼宇媒体（包含楼宇视频媒体和楼宇框架媒体）、影院媒体、卖场终端视频媒体等。生活圈媒体属于广告行业中细分子行业之一，全方位覆盖城市主流消费者住宅领域、工作领域以及休闲领域，从生活各个方面对广告受众进行广告影响。

图表 1：分众传媒业务介绍



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：分众传媒框架媒体



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3：分众传媒视频媒体



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：分众传媒影院媒体



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

1.2. 多次并购奠定龙头地位，回归 A 股再上征途

分众传媒成立于 2003 年，先后获得软银、鼎辉、高盛等共 4000 万美元的投资，在全球范围首创电梯媒体。2005 年 7 月，公司成为首家在美国纳斯达克上市的中国广告传媒股。同年 10 月，公司以 1.83 亿美元收购框架传媒，并在 2006 年 1 月以 3.25 亿美元收购国内第二大楼宇视频媒体运营商聚众传媒，从而奠定了公司在楼宇广告市场上的霸主地位。2007

年，公司入选纳斯达克 100 强指数股，成为首个入选该指数的中国传媒股。2008 年，美国遭遇次贷危机，身处纳斯达克的分众传媒也难逃被波及的命运，当年市值最低时仅为原有市值 10%。2009 年，江南春重回分众传媒一线，并宣布新的战略布局，拓展楼宇广告、公寓广告，以及卖场广告等三大业务板块。2011 年，公司涉入“浑水”事件，被裁定涉嫌虚增 LCD 显示屏数量、收购 BVI 公司而资金去向不明、有内部交易等有损股东权益的情况，导致股票大跌。2012 年 8 月，公司宣布收到由董事长江南春牵头并联合凯雷亚洲、中信资本、光大控股、复兴国际、鼎辉投资、方源资本等机构提出的私有化要约。同年，公司推出新一代互动电梯电视，内置 wifi 和 iBeacon，实现业务逆转。2015 年，公司借壳七喜控股回归 A 股，重新踏上起航之路。

图表 5：分众传媒公司历史

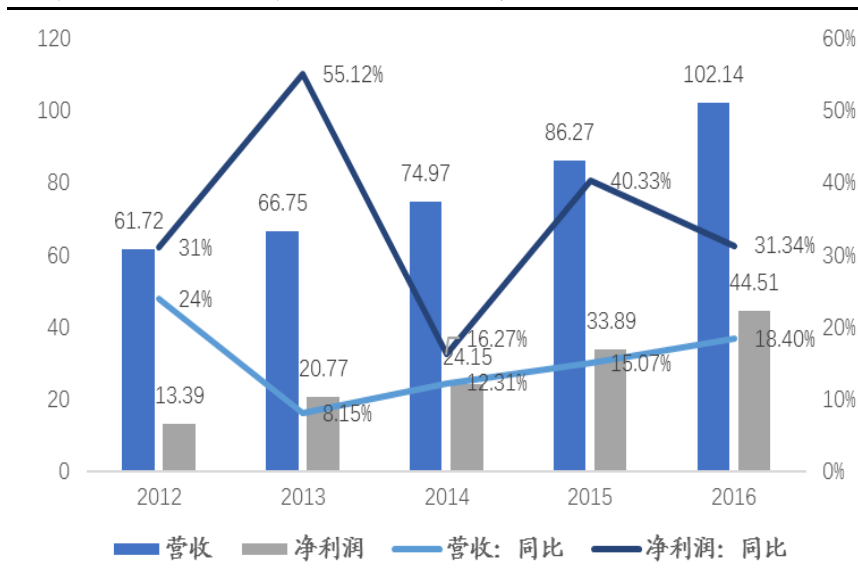
2003年5月，分众传媒创立，获得软银的投资，开始展开“圈地圈楼”运动	2004年，获鼎辉、高盛等共4000万美元投资
2005年7月，在美国纳斯达克上市，成为中国广告传媒第一股	2005年10月，完成对框架传媒的收购
2006年1月，收购聚众传媒，成为电梯媒体绝对领导者	2006年8月，收购影院广告公司ACL，进军影院映前广告市场
2007年，入选纳斯达克100强指数股，成为首个入选该指数的中国传媒股	2007年，收购好耶（互联网广告业务）、玺诚传媒（卖场广告业务）
2008年，遭受次贷危机波及，市值最低时为原有的10%，出售玺诚传媒	2009年，江南春重回一线，宣布未来三大块业务楼宇广告、公寓广告、卖场广告
2010年，银湖投资支付1.24亿美元以交换分众传媒所持好耶的股权，分众进军互联网失败	2011年，“浑水事件”
2012年，推出新一代互动电梯电视，内置wifi和iBeacon	2012年，实现业务逆转，全年盈利2.381亿美元
2013年5月，完成美股私有化	2013年，推出向上云计算战略，以物业云、百度云为组合，实现更精准的投放
2015年12月，借壳七喜控股回归A股市场，成为首家回归A股的中概股，市值突破1000亿元	2016年4月，上市公司正式更名为分众传媒
2016年，入选沪深300，中证100指数股，成为中国市值最大的文化传媒股	

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 营利稳步增长，楼宇广告营收占比达 77%

公司营业收入及净利润稳步增长，2012-2016 年营业收入分别达到 61.72 亿、66.75 亿、74.97 亿、86.27 亿、102.14 亿元，净利润分别达到 13.39 亿、20.77 亿、24.15 亿、33.89 亿、44.51 亿元。

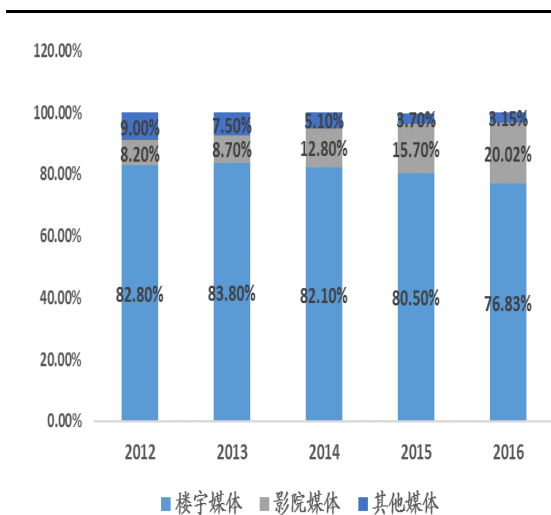
图表 6: 2012-2016 年分众传媒营收及净利润



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

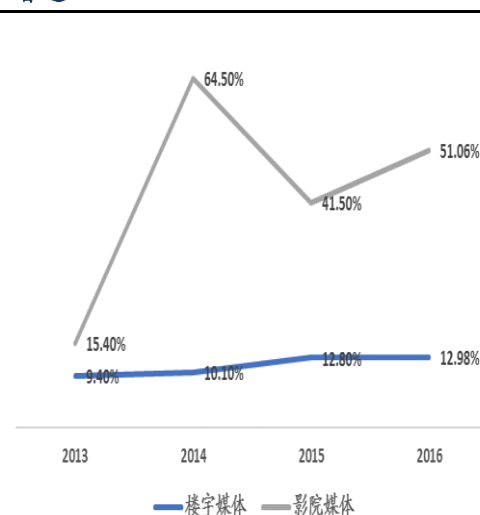
楼宇媒体是分众传媒主要营收来源, 2012-2016 年, 楼宇媒体占公司营收占比分别达到 82.8%、83.8%、82.1%、80.5%、76.83%。近年来, 楼宇媒体营收占比有所下滑的背后是公司影院媒体业务的快速扩张, 2012-2016, 公司影院媒体营收占比分别达到 8.2%、8.7%、12.8%、15.7%、20.02%。

图表 7: 2012-2016 年分众传媒营收构成



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 8: 2012-2016 年分众传媒各业务增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

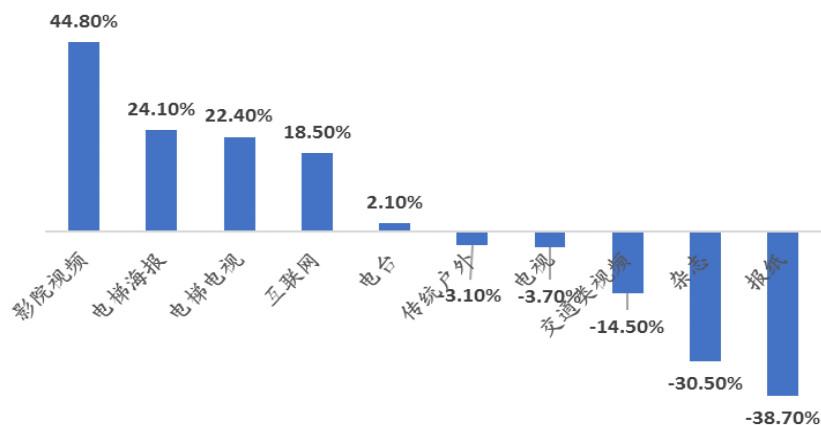
2. 行业趋势: 疲软广告市场中靓丽风景线

2.1. 楼宇、影院媒体景气度高, 刊例花费逆势高速增长

楼宇媒体和影院媒体行业景气度较高, 在广告市场整体疲软背景下依然取得了高速增长。2016 年中国广告市场整体刊例下降 0.6%, 传统广

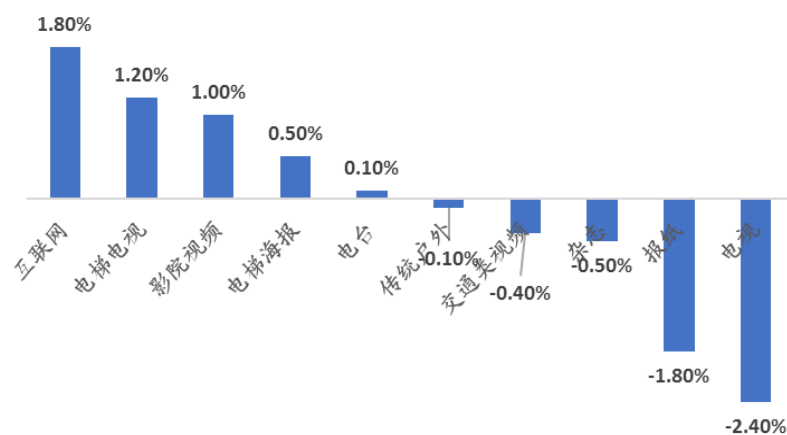
告市场中报纸、杂志、电视刊例分别下降 38.7%、30.5%、3.7%。相比之下，电梯电视、电梯海报、影院媒体刊例分别同比增长 22.4%、24.1%、44.8%，甚至高于互联网刊例同比增长 18.5%。由此可见，分众传媒所拥有的广告媒体均处于广告细分类别中正增长且增长最为迅速的类别中。

图表 9: 2016 年中国各媒介广告刊例花费变化



资料来源: CTR, 东吴证券研究所

图表 10: 2016 年中国各媒介广告增长贡献量



资料来源: CTR, 东吴证券研究所

图表 11: 各广告媒介特点

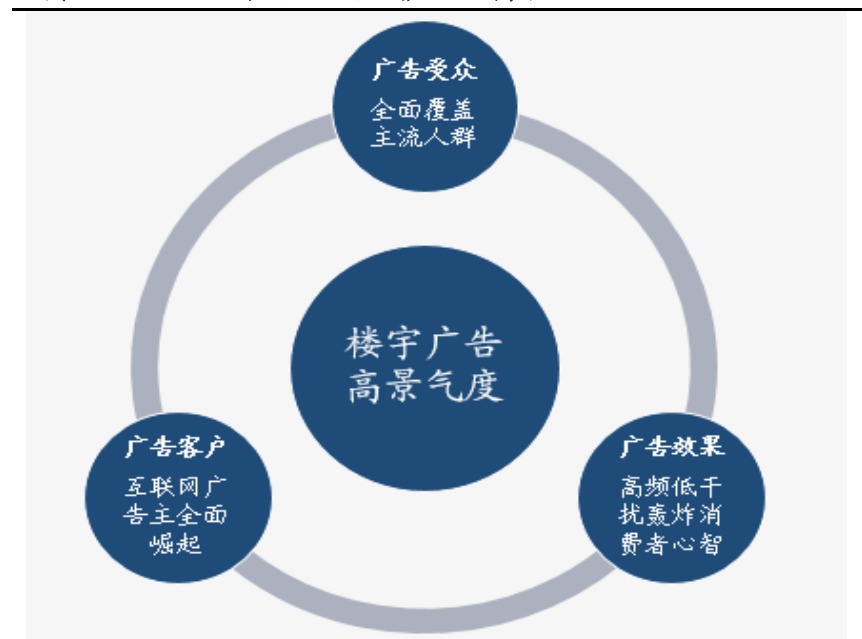
电视媒体	表现力强, 声音、图像到达率高、适应面广、受众层次广、广告效果得到普遍认可	制作费用很高、广告发布费用昂贵、广告发布时间短, 干扰性强(观众通常在广告时频繁换频道)
报纸媒体	包含信息量大, 到达率较高、设计制作灵活	广告图画质量欠佳, 画面冲击力不够, 选择受众对象能力差, 广告展示时间短
杂志媒体	印刷精美、图文并茂、选择受众对象能力强, 可以反复阅读和长久保存	出版周期长、版面狭小, 广告受众少
大型户外媒体	强大的广告画面, 冲击力展示时间长, 媒体费用与千人成本低	主要为平面广告形式, 地理位置固定、承载信息量少: 受地方政府行政干预较多
互联网媒体	通过选择不同类型的网页媒介, 能够实现目标受众的精准投放; 视觉效果较好, 投放成本较低	承载信息量少
电梯媒体	广告画面冲击力较强; 选择受众对象能力强、到达率较高; 展示时间长、可以反复阅读; 主要为平面广告形式承载信息量大、媒体费用低	地理位置固定, 覆盖范围相对集中, 从而受众层次与消费偏好类型相对集中

资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

2.2. 三大因素铸就被动式广告高景气度

在整体广告市场较为疲软的背景之下, 楼宇媒体依然保持着较高的景气度, 核心原因在于楼宇媒体强制性覆盖主流人群、高频低干扰攻击受众两大特征。这两大基本特征决定了楼宇广告在塑造品牌上超强优势, 是楼宇广告高景气度的基石。

图表 12: 三大因素打造被动式广告超高景气度



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

(1) 广告受众：覆盖主流人群必经之处

分众所经营的楼宇媒体和影院媒体占据了主流人群生活圈，覆盖主流人群工作、家中、购物、周末休闲等核心生活场景，途径其必经之处。公司楼宇广告 78%的受众在 20-50 岁之间、67%的受众家庭月收入在 10000 元以上、70%的受众拥有大专以上学历。

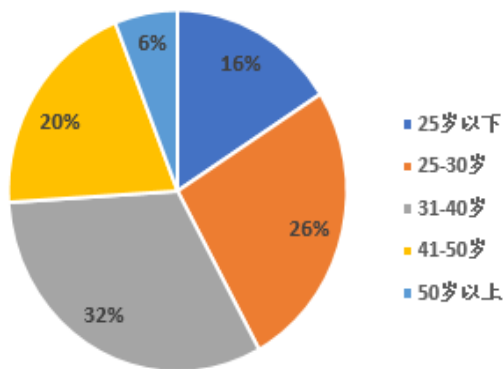
移动互联网时代，广告受众注意力极为分散，楼宇媒体是少有可以一站式全面覆盖城市主流消费人群的广告媒介，天然受到广告主青睐。

图表 13：分众传媒占据主流人群生活圈



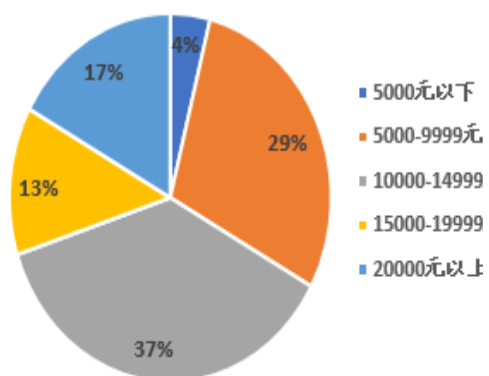
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 14：楼宇媒体受众年龄分布



资料来源：尼尔森，东吴证券研究所

图表 15：楼宇媒体受众家庭税前月收入



资料来源：尼尔森，东吴证券研究所

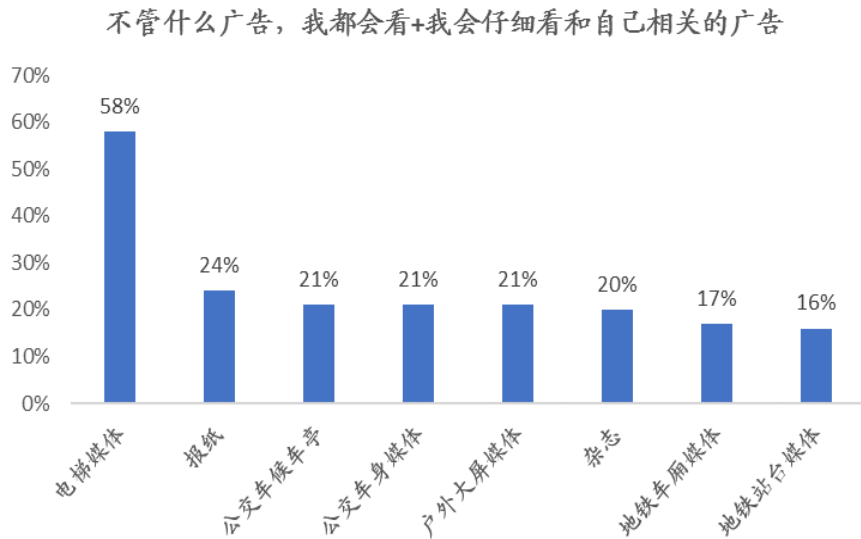
(2) 广告效果：高频低干扰传播

电梯海报主要位于社区电梯内，在必经的封闭狭小空间内形成强制性收视，在乘坐的无聊时间形成极高的广告关注度。电梯内环境干扰度极低，品牌与受众可以形成深度的沟通，从而大幅提升了品牌广告主真

正意义上有效的到达率和回忆率。

高频传播是广告品牌攻陷消费者心智的利器，尤其是当某个新出现的细分品类还没有被受众足够认知的时候，高频攻击往往会收到出人意料的效果。饿了么、瓜子二手车通过楼宇媒体高频轰炸，在部分受众认知中几乎等同于其所在品类（外卖就用饿了么、买二手车就上瓜子二手车）。神州租车下注楼宇广告后快速从业内第三跃升为业内第一，饿了么投放楼宇广告八周，增长超过五倍。

图表 16: 楼宇媒体超高达率



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 17: 公司楼宇媒体经典案例

<p>下注电梯媒体 从屈居第三到遥遥领先</p> 	<p>投放八周，增长五倍，鼎力第一</p> 	<p>投放半年，超越数千对手，晋升第一阵营</p> 
--	--	---

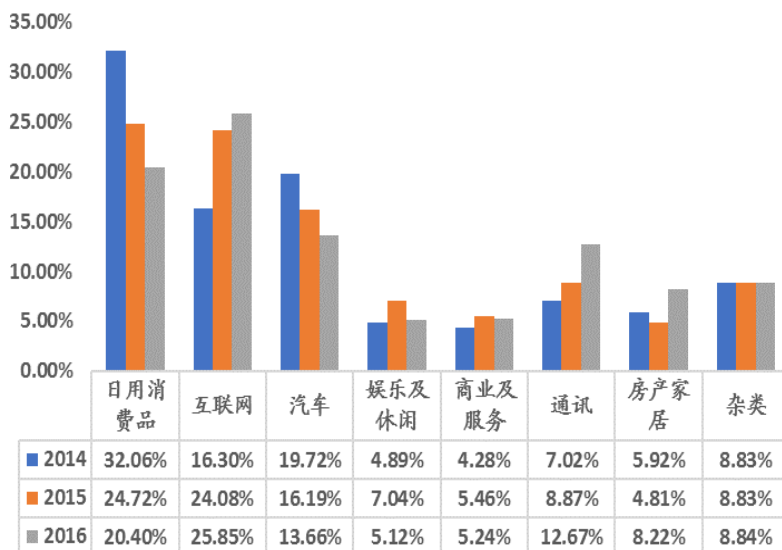
资料来源：公司官网，东吴证券研究所

(3) 广告客户：互联网广告主快速崛起

公司客户结构随社会经济结构、各行业发展阶段不同而不同，2014年公司广告客户为宝洁、联合利华等日用消费品公司，占比达到 32.06%。2016 年，互联网一跃成为公司最大广告主来源，占比从 2014 年的 16.30% 跃升至 2016 年的 25.85%。2015 年年底，公司正在履行的重大销售合同前五里有三家是互联网公司，分别是阿里巴巴、途牛、神州租车。2016 年年底，公司正在履行的重大销售合同前五里同样有三家是互联网公司，分别是阿里巴巴、淘宝、饿了么。

广告客户主变迁是楼宇广告高景气度重要推手，过去几年，楼宇媒体受到了互联网广告主极大青睐，公司客户中互联网公司占比越来越多。究其原因主要有三个：一是互联网经济本身发展速度较快，在经济发展中越来越重要；二是线下推广是互联网公司品牌或产品推广的重要补充，甚至是很多互联网公司营销的主要战场；三是互联网经济行业格局尚不稳定，很多领域甚至处于卡位的关键阶段，互联网公司 to C 的特征使得其广告要求覆盖足够多的人群并快速打响品牌，这些要求都和楼宇广告的特征吻合。

图表 18: 2014-2016 公司广告客户行业分布



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 19: 公司广告主一览



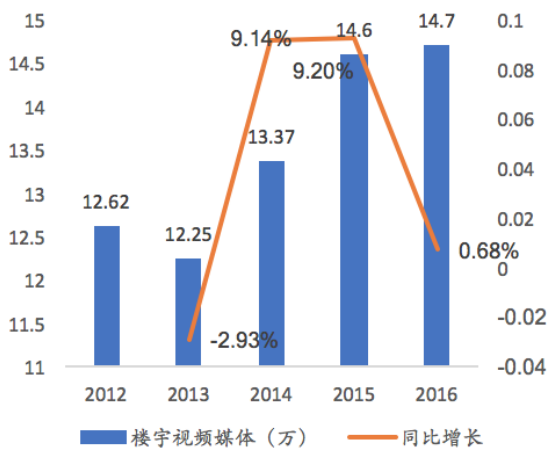
资料来源：公司官网，东吴证券研究所

3. 公司壁垒：市场占有率超高，上下游分散

公司在全国楼宇视频媒体领域市场的垄断优势十分明显。截至 2016 年年底，分众传媒拥有楼宇视频媒体（液晶显示屏）资源数 14.7 万个，框架媒体资源数 123.7 万个（其中包括框架 1.0 传统海报 115.8 万个以及框架 2.0 平面数码海报 7.9 万个），均享有很高的市场占有率。

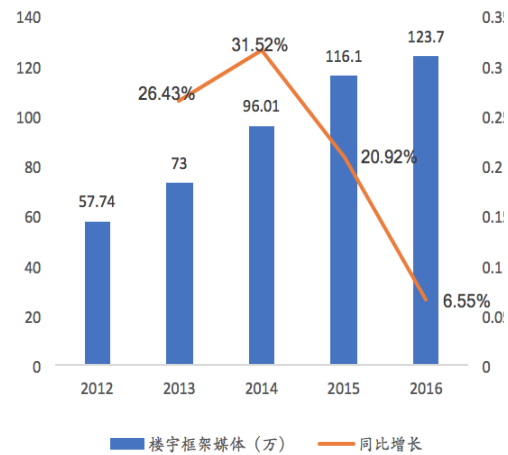
分众传媒楼宇资源可分为楼宇视频媒体以及楼宇框架媒体，其中框架媒体分为框架 1.0 传统平面纸质海报，以及框架 2.0 平面数码海报。由于平面数码海报在某种意义上更类似于液晶屏视频资源，2015 年年报中，一部分框架 2.0 媒体资源（3.4 万个）被归分到视频资源中。2016 年年报中，框架 2.0 全部资源（7.9 万个）被规划到视频资源中。经过拆分整理，公司楼宇资源历年具体情况如下：

图表 20: 公司 2012-2016 楼宇视频媒体（液晶显示屏）资源数



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

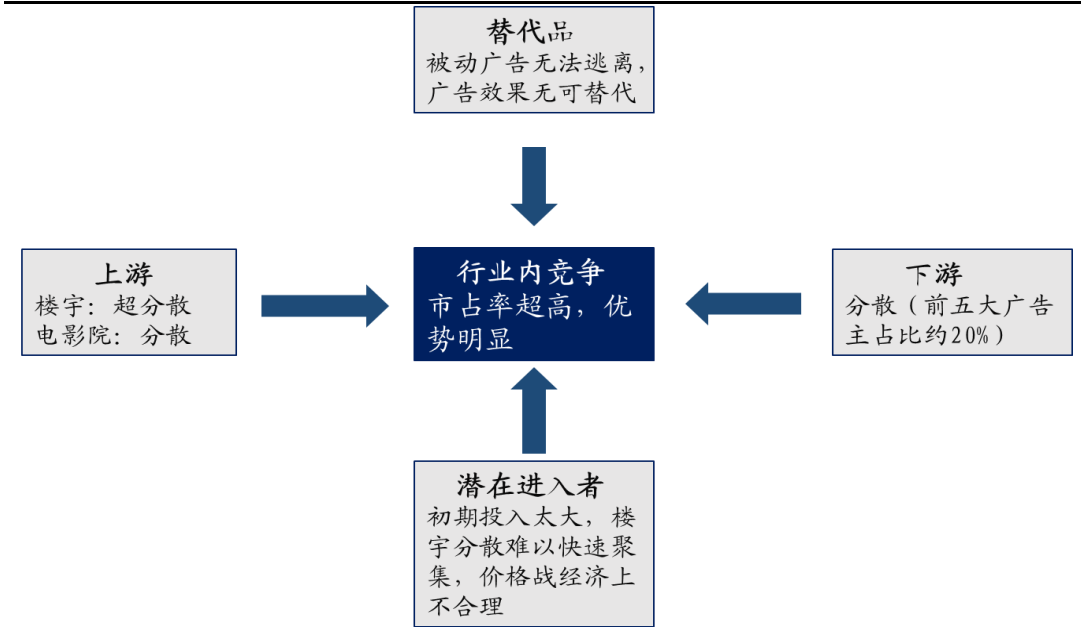
图表 21: 公司 2012-2016 楼宇框架媒体（框架 1.0+框架 2.0）资源数



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

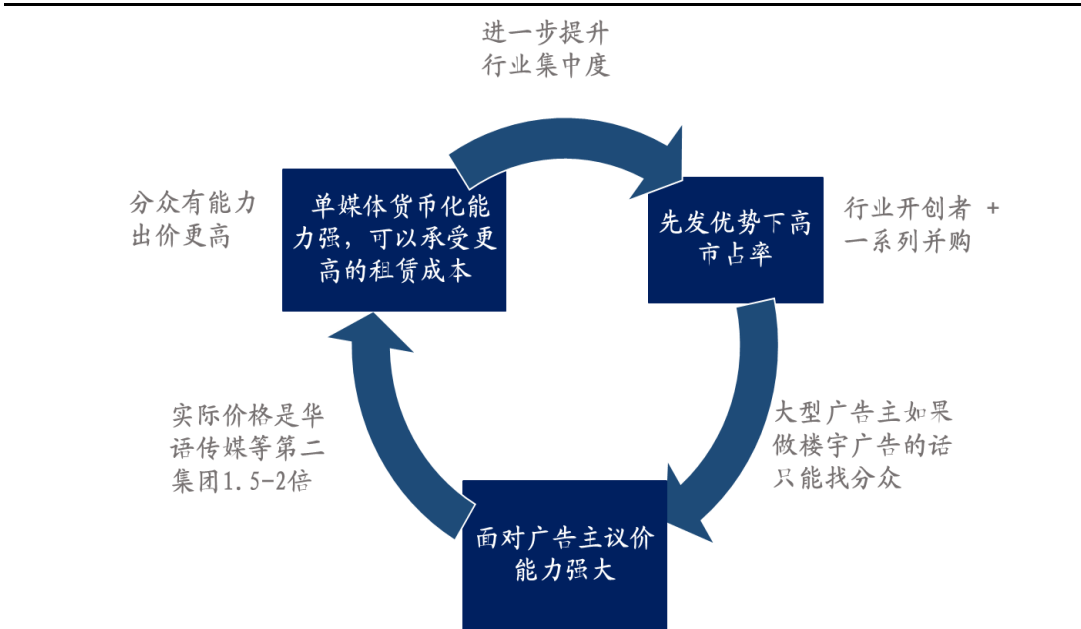
分众传媒核心壁垒在于先发优势下超高市场占有率。公司是楼宇广告行业开创者，通过一系列并购奠定了楼宇广告绝对龙头的行业地位。广告媒体运营商所拥有的媒体资源数量规模直接决定了其广告播出网络的范围、层次、服务水平以及广告传播效果和转化率，是广告主衡量广告运营商的重要因素。分众传媒楼宇媒体市场占有率超高，因而其面对广告主具有很强的议价能力，可以取得较之同行更高的单媒体产出（根据我们的草根调研，分众传媒框架媒体单周实际售价在华语传媒等第二集团的 1.3-2 倍）。较高的单媒体产出使得分众传媒可以承受更高的楼宇租赁成本（根据我们的草根调研，由于分众传媒具备较高的品牌价值及后续媒体维护能力，只要分众传媒在租赁价格上不低于其他同行，楼宇方都倾向于和分众传媒合作），因而在抢占楼宇资源上具备优势。另外，公司对潜在进入者具备极强的震慑能力，一方面，潜在进入者要挑战分众传媒需要极大的初期投资；另一方面，楼宇资源本身极为分散，且优质楼宇多已被分众锁定数年（一般为 3-5 年），潜在进入者想要快速抢占市场份额变得几乎不现实。没有规模注定无法和分众传媒进行竞争，公司壁垒突出，被同行或者潜在进入者威胁的可能性极小。

图表 22: 公司业务波特五力模型分析



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 23: 楼宇广告行业集中度自然提升



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司超强的议价能力也归功于公司上游即楼宇资源极为分散的行业特征。极为分散的楼宇资源格局在两个方面有助于公司牢牢把握产业链主导权。一方面，分散的行业格局明显弱化了楼宇资源方对公司议价能力。另一方面，分散的行业格局提升了公司竞争对手提高市场占有率的

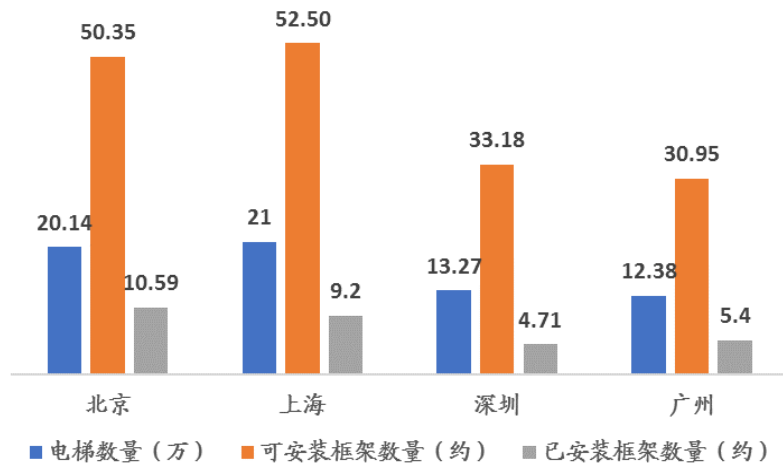
难度，进而巩固了公司绝对龙头的行业地位。

4. 楼宇媒体：稳健经营，开采空间仍巨大

4.1. 无需过度忧虑天花板，下沉+渗透均有空间

(1) 公司渗透率还有较大提升空间。北京、上海、深圳、广州电梯保有量分别为 20.14 万、21 万、13.27 万、12.38 万个，按照每部电梯安装 2.5 个框架媒体计算，可供安装框架媒体数量分别可达 50.35 万、52.5 万、33.18 万、30.95 万个。根据我们的调研和统计，公司在北京、上海、深圳、广州实际渗透率仅约为 21.03%、17.52%、14.2%、17.45%，对比公司楼宇框架媒体目前在长春、大连等地超过 26% 渗透率、公司整体渗透率提升空间依旧巨大。

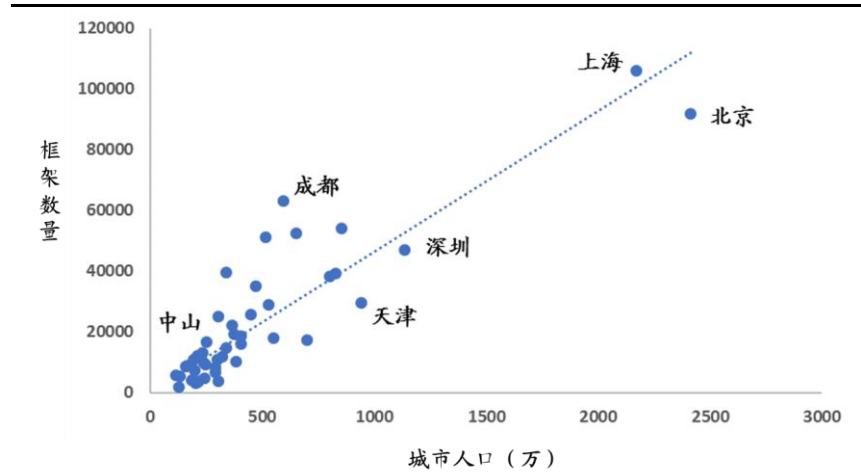
图表 24: 分众各城市框架数量及对应人口



资料来源：中国信息产业网，东吴证券研究所根据草根调研整理

(2) 公司未覆盖市场还有巨大空间。根据我们的调研和总结，我们发现公司已经覆盖的城市中，框架资源数量和城市市区人口数量呈现明显的相关关系（如图 25 所示）。目前，公司框架媒体（框架 1.0+框架 2.0）资源数合计约为 123.7 万，主要覆盖 46 个城市，覆盖市区人口合计约 2.14 亿。目前，全国市区人口在 100 万以上的城市共有 221 个，总计人口约 5.09 亿，照此数据，公司还有 171 万个尚未开发的框架空间。

图表 25: 分众各城市框架数量及对应人口

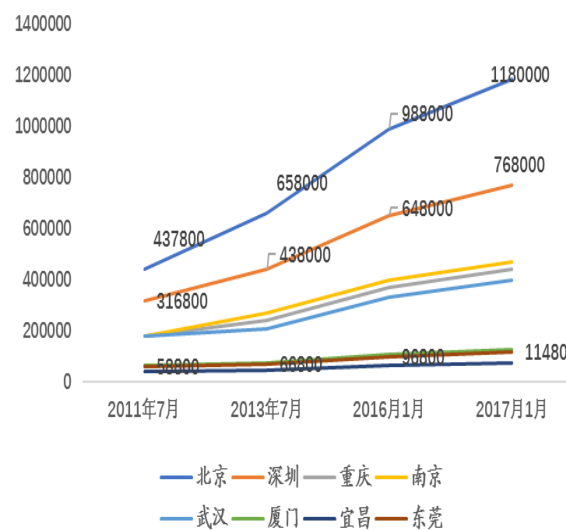


资料来源：国家统计局、东吴证券研究所根据草根调研整理

4.2. 实际执行价折扣力度大，一线城市具备提价基础

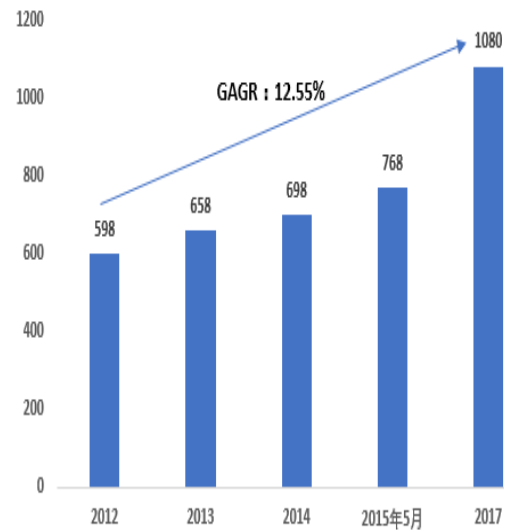
公司刊例价每年调整两次，调整时间分别在一月和七月，每次调整幅度不一，楼宇视频媒体刊例价年化涨幅在 15%左右，楼宇框架媒体刊例价年化涨幅在 10%以上。公司折扣力度较大，根据我们的草根调研显示，公司在不同区域根据不同的广告主类型，给予不同的折扣力度，折扣力度在一折到四折不等。普遍来讲，一线城市折扣力度较之二三线城市更小，小型广告主能拿到的折扣力度较之大型广告主更小。

图表 26: 2011-2016 年视频媒体刊例价 (周, 每天 60 次, 每次 15 秒)



资料来源：东吴证券研究所根据草根调研整理

图表 27: 2012-2017 年框架媒体刊例价 (元/周, 北京)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所根据草根调研整理

虽然公司楼宇媒体刊例价上涨速度较快，但我们认为公司实际执行价提价幅度要远小于刊例价提价幅度，理由有以下两个：

数据上：2012-2016 年，公司楼宇媒体营收年复合增速为 11.31%。与此同时，2012-2016 年，公司楼宇视频媒体、楼宇框架媒体资源数量年

复合增速分别为 3.89%、20.98%。营收增速并不匹配每年超过 10%的刊例价提价幅度。

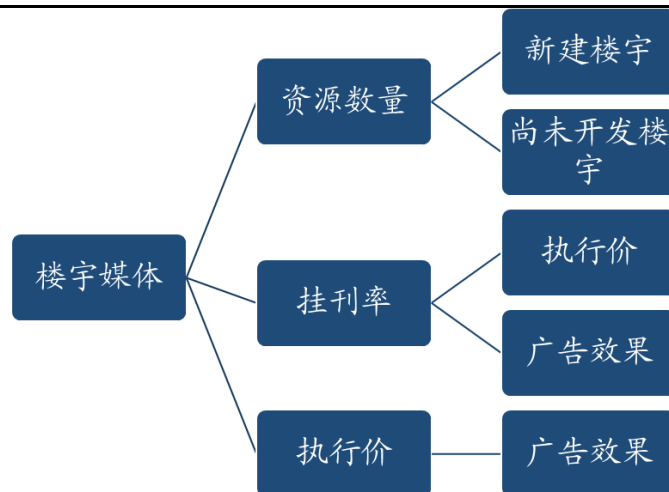
逻辑上：提价和挂刊率呈现反向关系，只有挂刊率较高的城市才具备提价基础，根据我们的测算和草根调研，目前公司楼宇媒体在一线城市挂刊率较高，二三线城市挂刊率较低，挂刊率低的城市并不具备提价基础。我们认为一线城市由于房价上涨带来的租赁成本上涨，实际执行价存在涨价情况，但二三线城市房价上涨速度较慢且挂刊率较低，实际执行价上涨幅度不大。

根据我们的调研和推算，公司楼宇视频媒体、楼宇框架媒体每年实际执行价分别提升约 3%。

4.3. 楼宇媒体业绩驱动因素分析

公司楼宇媒体收入取决于楼宇媒体资源数量、挂刊率以及实际执行价格。挂刊率取决于执行价格及广告效果，执行价格取决于广告效果。资源数量增长源于新建楼宇及尚未开发楼宇，广告效果提升源于电视媒体硬件升级（例如公司新一代显示屏，上面一个动态大屏，下面三个静态小屏，硬件升级可提升单电视广告产出）和精准营销进一步进化（公司在物业数据、搜索数据、购物数据等数据支持下将精准营销做到楼宇层面，未来公司有望采用人脸识别技术将精准做到受众个人层面）。

图表 28：楼宇视频媒体业绩驱动因素



资料来源：东吴证券研究所

4.4. 楼宇视频媒体业务营收预测模型

- 假设 1：视频媒体资源数量增速逐年递减，2017-2019 年分别为 3.0%、2.5%、2.0%。
- 假设 2：全国权重刊例价年增速为 3%。
- 假设 3：挂刊率不变。

图表 29：楼宇视频媒体收入预测模型

	2016	2017E	2018E	2019E
收入（亿）	35.52	37.68	39.78	41.80
收入增速	6.4%	6.1%	5.6%	5.1%

权重刊例价增速	3%	3%	3%	3%
视频媒体数量	14.7	15.3	15.7	16.0
视频媒体数量增速	3.9%	3.0%	2.5%	2.0%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.5. 楼宇框架媒体业务营收预测模型

- 假设 1：框架媒体资源数量增速逐年递减，2017-2019 年分别为 20.08%、19.5%、18.0%。
- 假设 2：全国权重刊例价年增速为 3%。
- 假设 3：挂刊率不变。

图表 30：楼宇框架媒体收入预测模型

	2016	2017E	2018E	2019E
收入（亿）	42.95	53.44	65.77	79.94
收入增速	24.9%	24.4%	23.1%	21.5%
权重刊例价增速	3%	3%	3%	3%
框架媒体数量	123.7	149.7	180.8	216.1
框架媒体数量增速	21.0%	20.8%	19.5%	18%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 影院媒体：高速成长期，渐成公司新主业

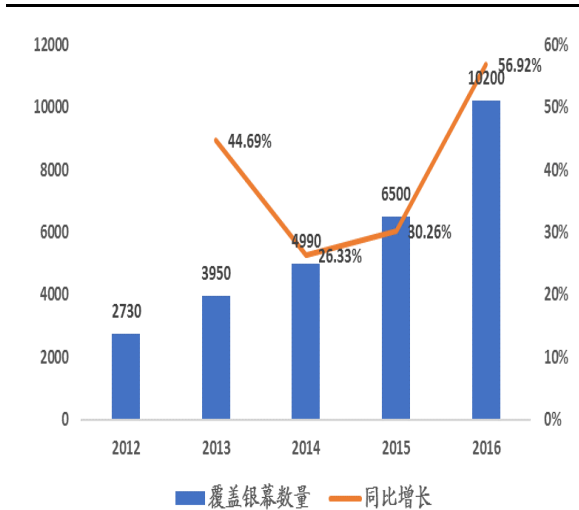
5.1. 合作银幕数量快速扩张，影院媒体渐成新主业

经过数年的发展，影院媒体已渐成公司新主业。2015 年，公司影院媒体收入 13.53 亿，同比增长 41.53%；2016 年，公司影院媒体收入 20.4 亿，同比增长 51.06%，占公司总营收比例超过 20%。

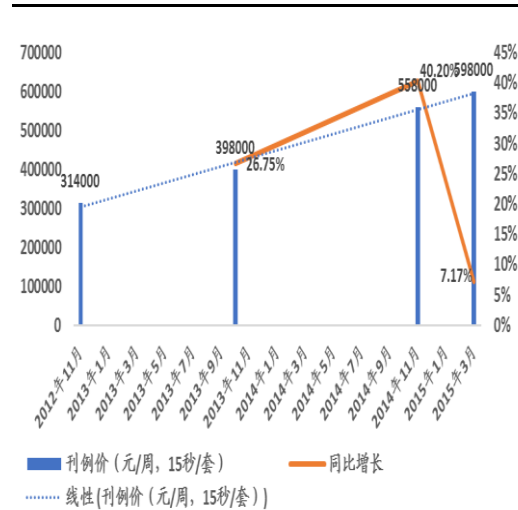
近年来公司合作影院加速拓展，覆盖银幕数量持续快速增长。2012 年，公司影院媒体覆盖银幕 2730 块，2016 年年底，公司影院媒体覆盖银幕增至 10200 块，年化复合增速达 39.1%，高于同期全国银幕数量年复合增速（2012 年年底全国银幕数量 13118 块，2016 年年底全国银幕数量 41179 块，GAGR 为 33.1%）。

图表 31：2012-2016H1 公司覆盖银幕数量

图表 32：2012-2015 公司映前广告刊例价变化（北京地区）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所



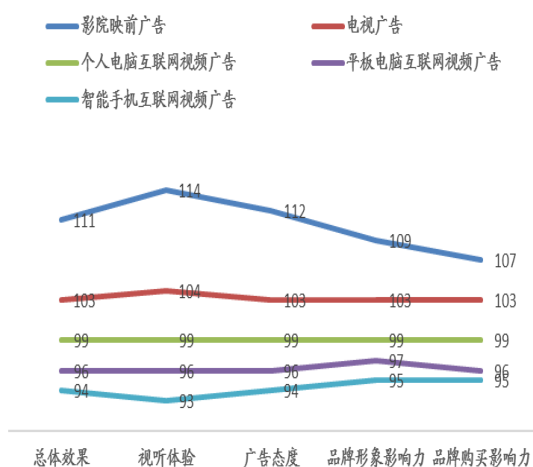
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 三大特点合力，影院媒体具备超高广告价值

影院媒体具有锁定高消费人群、视听效果震撼、以及广告关注度超高等特征，这些特征使得影院媒体具备了超高的广告传播价值。

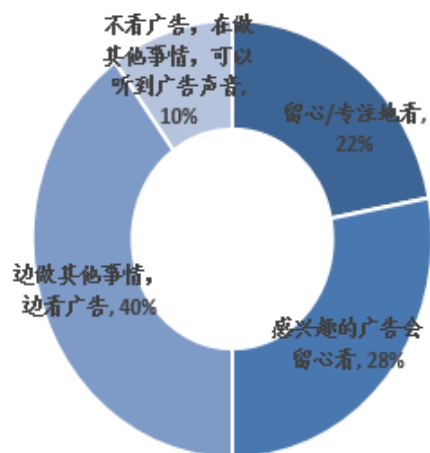
- 1) **锁定年轻时尚高消费人群：**分众晶视影院锁定 20-40 岁年轻时尚人群，观影已成为他们最核心的娱乐生活方式，而观影通常与购物或逛街相联动，所以观影人群也正是都市核心消费人群。
- 2) **震撼性的视听效果：**影院银幕巨大，音响效果俱佳，在完全黑暗的环境中让银幕映前广告呈现出高品质的音画效果和震撼性的体验，能充分彰显广告品牌的独特品位。
- 3) **超高的广告关注度：**影院环境单纯，收视强制，音效震撼使有限的映前广告具有超高关注度与回忆度，调查显示影院广告的回亿度比电视广告高五倍。

图表 33: 媒体广告效果比较



资料来源：益普索，东吴证券研究所

图表 34: 银幕播放广告时受众行为



资料来源：益普索，东吴证券研究所

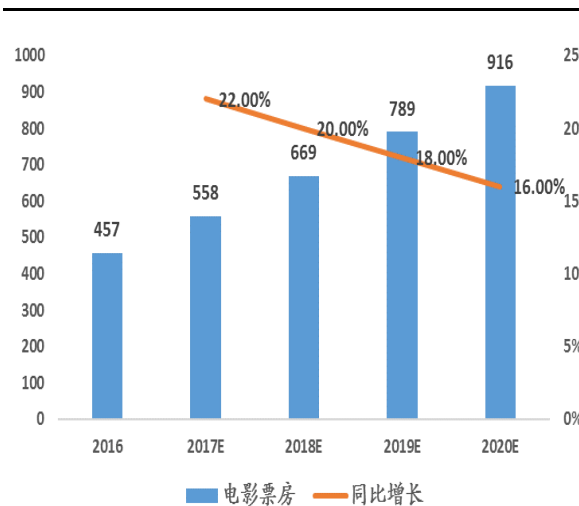
5.3. 映前广告市场规模可达 98 亿，享有巨大增长空间

映前广告市场空间广阔，根据美国的经验，映前广告规模占总票房比例一般为 5%-8%，根据我们的测算，2020 我国总票房为 916 亿，我国映前广告对应规模将达 45.8-73.3 亿。根据英国的经验，映前广告规模占广告市场总规模的比例为 1.2%，根据我们的测算，2020 年我国广告市场总规模为 8184 亿，对应映前广告规模将达 98.2 亿。

2016 年，我国映前广告市场规模约为 34 亿（分众晶视 2016 年营收 20.4 亿，分众晶视市占率约 60%，因而全国映前广告市场规模约为 34 亿），占全年票房比例 7.44%。考虑到我国尚有将近一半银幕还没有映前广告以及目前我国映前广告市场增速远超票房增速的现实，我们乐观估计我国映前广告市场发展程度可超过美国，达到英国水平，即 2020 我国映前广告市场规模为 98.2 亿。

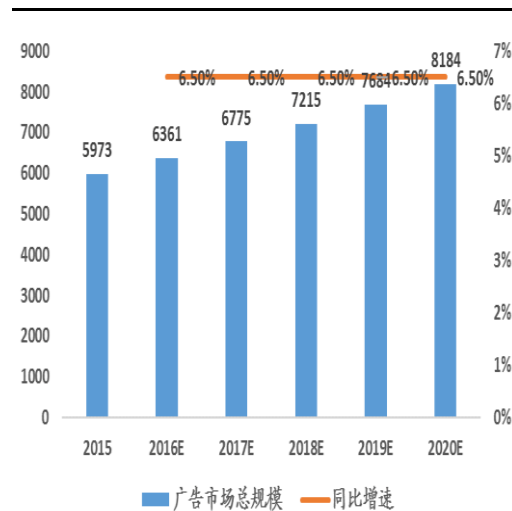
近年来，分众晶视在映前广告市场占有率稳定在 60%左右，假设市场占有率不变，2017-2020 年分众晶视 GAGR 有望达到 30.3%，保持快速增长。

图表 35: 2017-2020 我国电影票房预测值



资料来源: 艾瑞咨询、东吴证券研究所

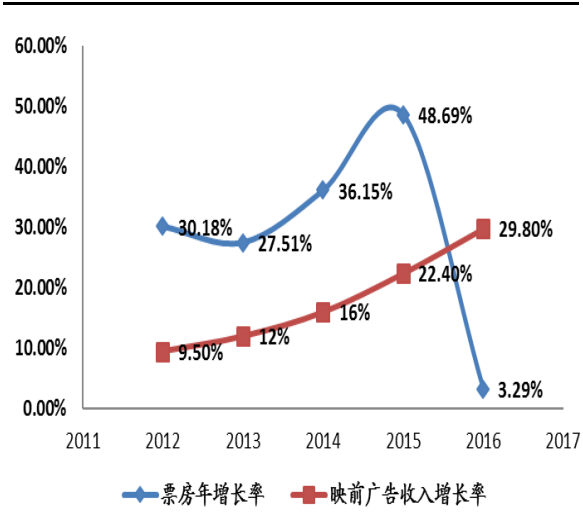
图表 36: 2017-2020 我国广告市场规模预测值



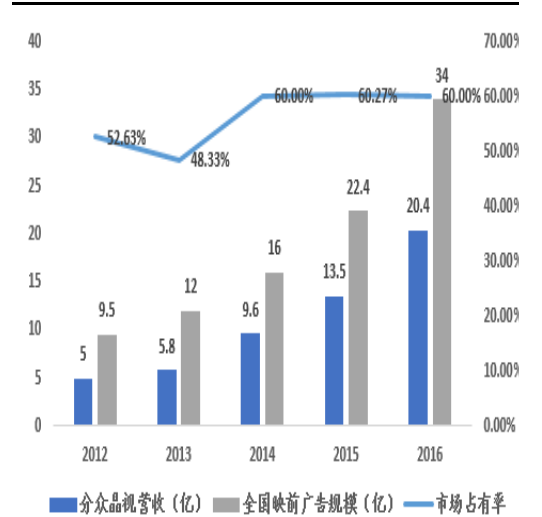
资料来源: 中国信息产业网、东吴证券研究所

图表 37: 映前广告增速超过票房增速

图表 38: 分众晶视市场占有率



资料来源：益普索，东吴证券研究所



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图表 39: 影院媒体收入预测模型

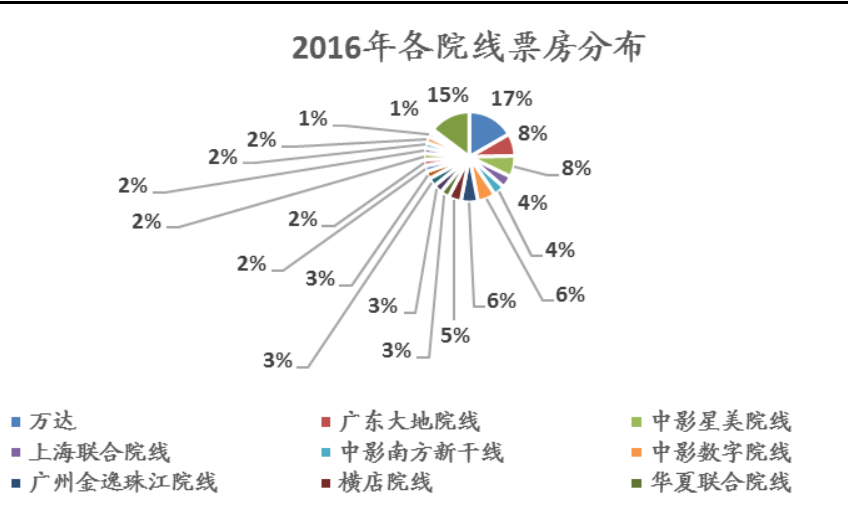
	2016	2017	2018	2019
收入 (亿)	20.4	26.6	34.6	45.1
收入增速	30.3%	30.3%	30.3%	30.3%
映前市场总规模 (亿)	34.0	44.3	57.7	75.2
市场增速	30.3%	30.3%	30.3%	30.3%
分众市场占有率	60%	60%	60%	60%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5.4. 上游院线市场分散，分众晶视龙头地位突出

影院媒体下游市场较为分散，排名第一的万达院线市场占有率仅17%，行业CR5仅为52%，为影院媒体公司带来较强的议价能力。分众晶视、晶茂传媒、影时尚、乐幕传媒为影院媒体行业最大的四家公司。根据分众传媒最新官网数据显示，分众晶视覆盖城市已达300余个，覆盖电影院超过2000家，覆盖银幕数超过10000家，为行业最大巨头。

图表 40: 2016年各院线市场份额



资料来源：艺恩咨询，东吴证券研究所

图表 41：影院媒体市场格局

公司	母公司	覆盖城市数	覆盖影院数	覆盖银幕数	合作院线
分众晶视	分众传媒	300+	2000+	10000+	星美、UME、金逸、幸福蓝海、上海影城等
晶茂传媒	搜狐畅游	200+	900+	6500+	金逸、上影、耀莱、嘉禾等
影时尚	万达院线	100+	—	4000+	万达
乐幕传媒	中影集团	150+	600+	4000+	—

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

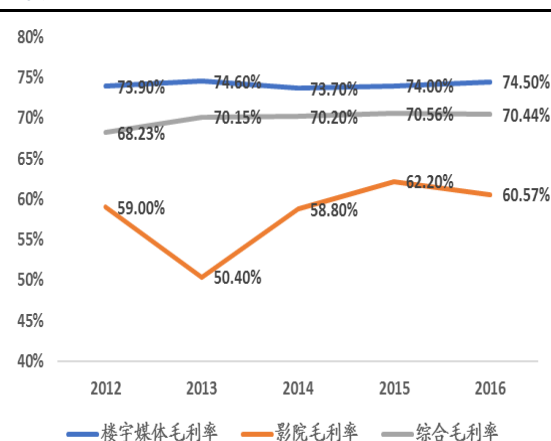
6. 毛利率将迎来下滑、规模效应下三费管控能力继续加强

近年来，公司楼宇媒体业务毛利率稳定在 72%-74% 之间，影院媒体业务毛利率在 60% 上下浮动，公司综合毛利率稳定在 70% 左右，远高于同行业公司华语传媒及城市纵横传媒。2015 年，华语传媒毛利率为 55%，城市纵横传媒毛利率仅为 36.41%。公司对一二线城市优质楼宇具有垄断性占有优势，付费意愿和付费能力最强的大型广告主在楼宇广告上别无他选，公司较强的议价能力确保了公司较高的销售毛利率。

公司租赁成本增速略微高于营收增速，但因近年来公司折旧减少（公司按照五年时间计提折旧，五年后部分电视及框架仍然能够使用，因而折旧基数减少），所以公司楼宇媒体业务毛利率维持稳定。但折旧减少不可持续（公司 2017 年在一线城市新铺了 3 万多新一代显示屏），我们判断未来公司楼宇媒体业务毛利率会小幅下滑。

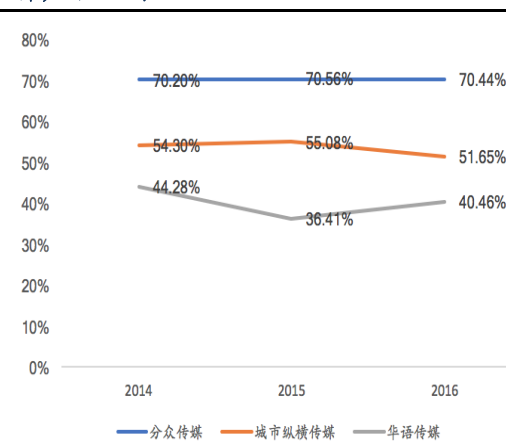
公司影院媒体业务毛利率低于楼宇业务毛利率，伴随影院媒体业务占比的增加，公司整体毛利率未来也将下滑。

图表 42：2012-2016 分众传媒各业务毛利率变化



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 43：公司毛利率显著高于其他电梯广告公司

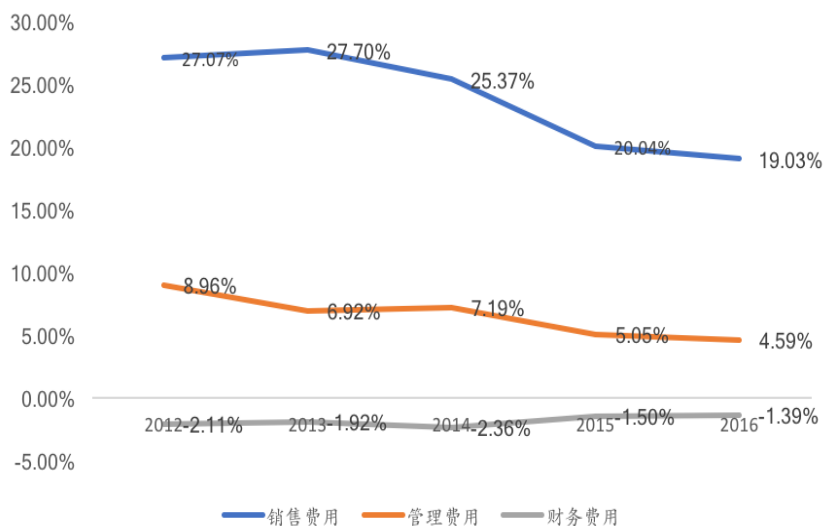


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司销售费用包括销售人员职工薪酬，销售业务费，业务宣传费等；管理费用包括职工薪酬，房租，专业服务费，研发调研费用等；财务费

用包括利息收入，汇兑损益及手续费等。公司三费管控能力突出，规模效应之下，2012-2016 公司三费占营收比例处于逐年下降的趋势。2016 年，公司销售费用占营收比重为 19.03%、管理费用占营收比重为 4.59%、财务费用占营收比重为 -1.39%。未来，随着规模效应的进一步显现，公司三费营收占比有望继续下降。

图表 44: 2012-2016 分众传媒三费变化情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 45: 公司收入预测假设

	2016	2017E	2018E	2019E
总收入 (亿)	102.1	120.9	143.4	170.0
总收入增速		18.41%	18.61%	18.55%
楼宇视频	35.5	37.7	39.8	41.8
楼宇框架	43.0	53.4	65.8	79.9
影院媒体	20.4	26.6	34.6	45.1
其他媒体	3.2	3.2	3.2	3.2
毛利率	70.4%	70.0%	69.2%	68.0%
销售费用率	19%	18.6%	18.3%	18.0%
管理给用率	4.6%	4.4%	4.3%	4.2%
财务费用率	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-1.4%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

7. 借力人工智能，精准营销从楼宇走向个人

7.1. 物业云、百度云、电商云“三云合一”打造公司精准营销能力

2009 年，公司建立物业云，基于分析物业数据（如社区楼龄、楼价、商圈等），从而使广告更精准。

2015 年，公司引进了百度云，通过分析百度移动端搜索关键词，进而研究不同楼宇不同消费需求和品牌偏好。

2016 年，公司涉足电商云，通过跟电商合作，从而判断不同楼宇对不同快销品的品牌偏好和购买倾向。

目前，公司楼宇媒体业务已形成三云(电商云、百度云和物业云)合一，用云端的数据来决定电梯海报放置何种广告更精准，可广告主创造更高的 ROI，从而提升公司楼宇媒体广告位价值。

图表 46: 公司云端数据来源

数据库种类	数据类型
自建数据库	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
搜索数据库	与百度等互联网公司合作，获得的结合搜索信息和地理位置的数据
电商数据库	电商数据库，购买信息、快递地址等的数据库

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司关于地理位置的数据主要来源于公司自建数据库、搜索数据库以及电商数据库。通过这些数据，公司可以精确定位楼宇受众对商品品类的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。广告精准投放对于公司的意义及价值在于公司得以实现更加准确的广告受众打击，提高营销效果，进而有利于公司提升自身的广告投放服务能力，在新媒体冲击下保持持续市场竞争力。

7.2. 借力人工智能，精准营销走向极致化

2016 年年底，公司发布公告称，公司将推出新一代互动屏，新一代互动屏将拥有感应支付、待机下载、人脸识别等功能。目前新一代互动屏已登录北上广深部分楼宇，数量超过 3 万部。

图表 47: 分众传媒新一代互动显示屏



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

新一代互动屏具有上下两个屏幕，既可独立播放也可联动播放，进

而实现静态动态画面同步播放的效果。新一代互动屏配备目前最先进视频识别系统，由高灵敏度摄像头、红外侦测系统、八核处理器及三维图像识别系统构成，具有手势感应功能，大大增强了观看者与广告主之间线上线下的交互性。

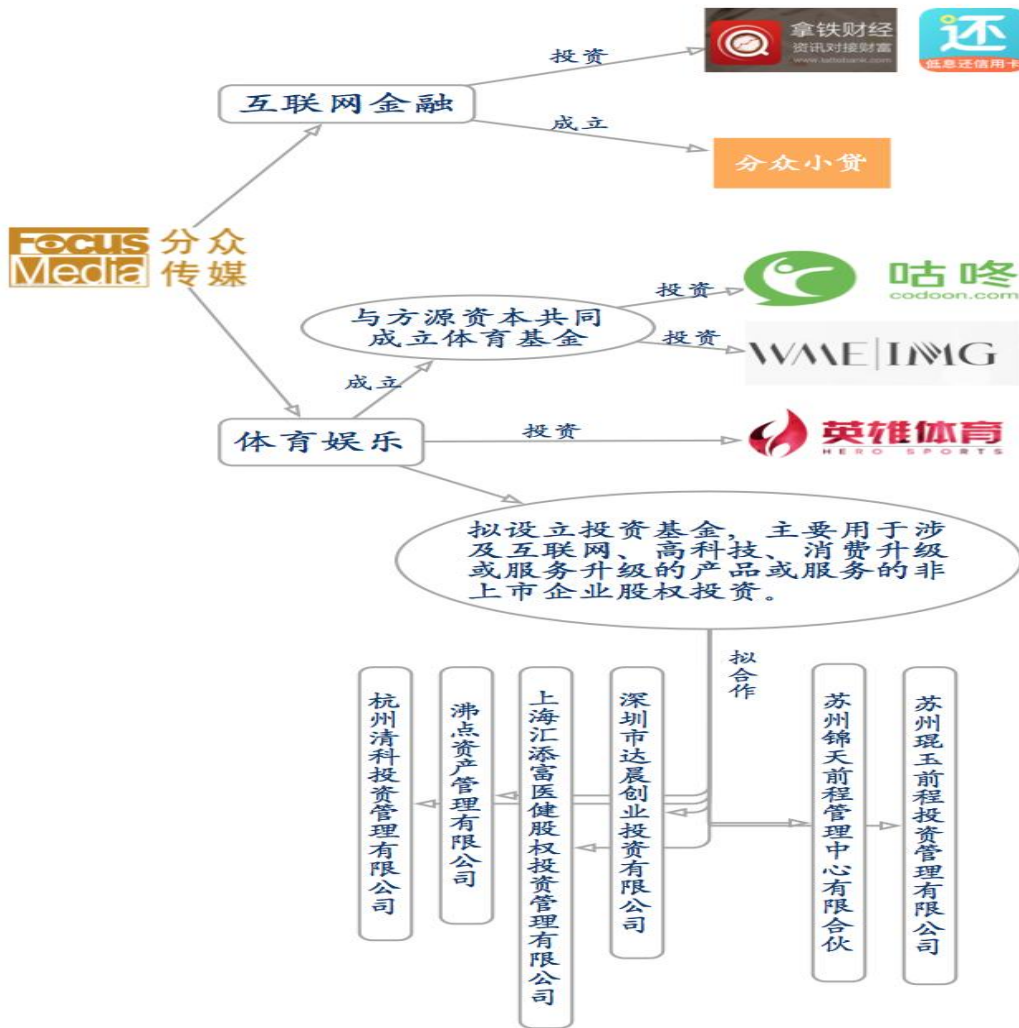
新一代互动屏增加了人脸识别功能，为公司后续精准营销打下坚实基础。如果说基于 LBS 的精准营销是精准到楼宇，那么基于人脸识别的精准营销则是精准到个人，从定位楼宇到定位个人是精准营销又一个跨越式发展。未来，公司将记录下每个受众感兴趣的广告类型，根据当时具体的受众，播放不同的广告，将精准营销做到极致，进而提升广告价值。

8. 投资布局：利用渠道优势进军互联网金融，打造体育娱乐平台覆盖下一代主流人群

公司在新业务的投资主要集中在两大方面：互联网金融和体育娱乐。互联网金融方面，公司投资了为数禾科技旗下的拿铁财经和还呗两款产品，同时也成立了自己的小贷公司。体育娱乐方面，公司致力于打造一个体育娱乐内容平台，包括电视内容的制作和发行、电影的制作和发行、体育节目的制作发行以及赛事运营。

公司与方源资本成立了 4 亿美元的体育基金并以 3 亿人民币投资了英雄体育。分众方源基金目前已投资运动社交平台“咕咚”以及全球著名体育娱乐时尚公司 WME/IMG。

图表 48：分众传媒投资布局一览



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

8.1. 利用自身流量优势，进军互联网金融

8.1.1. 投资数禾科技下的“拿铁财经”和“还呗”

2016年1月，公司投资1亿元人民币，获得数禾科技70%股份，数禾科技旗下有“拿铁财经”和“还呗”两款互联网金融产品，分别为智能投顾和信用卡余额代偿产品。

“拿铁财经”基于互联网大数据分析，面向投资潜力巨大的白领阶层，为其提供智能、高效、差异化的财富管理服务。“拿铁财经”CEO徐志刚曾是招商银行掌上生活的负责人，2015年9月开始创建“拿铁财经”，团队均主要来自于招商银行，拥有在零售金融领域的丰富经验。

“还呗”从当下庞大的代还信用卡需求入手，针对白领用户，提供信用卡余额代偿服务。用比传统银行更低的利息，为用户信用卡账单通过第三方平台再次偿还。“还呗”利用面部、语音识别和互动式欺诈识别技术严控用户接口端的信审，并拥有全面的风险应对机制。

现阶段，智能投顾和信贷产品种类繁多，增加用户的选择成本，而分众传媒作为被动式广告媒体巨头，具备极强的宣传优势。“拿铁财经”

和“还呗”的定位服务群体主要是都市白领，而都市白领出入最多的地方是商务写字楼、高层住宅区等，与公司楼宇广告受众群体相吻合。利用天然的流量优势，公司将为“拿铁财经”等所投资项目客户资源打造有效的获取渠道。

图表 49: 拿铁财经手机界面



资料来源：拿铁财经官网，东吴证券研究所

图表 50: 还呗电梯广告



资料来源：中国商业电讯，东吴证券研究所

8.1.2. 设立分众小贷

2016年8月，公司下属全资子公司成立重庆市分众小额贷款有限公司（以下简称“分众小贷”），涉足网贷业务。分众小贷根据个人信用情况，面向个人用户提供信用卡代偿等信贷服务。与此同时，分众小贷经营范围还包括各项贷款、票据贴现、资产转让以自有资金进行股权投资和涉金融办批准的其他业务，其中各项贷款和票据贴现业务可通过线上在全国范围内展开。

这一举动使分众传媒可以通过互联网面向个人与企业客户进行全国网络贷款业务，公司既可以向现有广告客户提供资金来源以用于其业务发展及广告推广，也可以向广告主的用户提供消费信贷，促进广告主产品或服务的销售。

分众小贷的设立是公司金融产业发展战略布局的重要组成部分，有助于公司深化生活圈垂直服务的提供，拓展公司在金融领域相关业务的展开。同时，公司将组建具备多年金融行业经验的管理团队、营销团队、风控团队及运营团队，通过数据建模、前中后台系统设计、制度建设等措施有效防范、识别及控制各类风险。

8.2. 扩张体育领域投资，打造体育娱乐生态圈

8.2.1. 投资英雄体育，拓展受众年龄结构

2016年7月28日，公司以3亿元人民币领投英雄互娱旗下的英雄体育，占股8.242%，渗透到电子竞技行业。英雄体育的主要业务是电子竞技的赛事和场馆运营，是全亚洲最大的电子竞技赛事的承办方。英雄体育以移动电竞赛事举办及视频内容为切入点，致力于为选手、观众及玩家提供线上线下完整的娱乐体验。

英雄互娱是国内仅次于腾讯、网易的第三大移动电竞游戏发行商，曾举办过 HPL 英雄联盟，比赛项目包括《全民枪战》、《天天炫舞》等。英雄互娱将现有电竞赛事承办相关资产及团队以公允价格转让至英雄体育，包括但不限于英雄联盟 HPL 赛事品牌等资源。基于此，英雄体育在开展电竞赛事承办、相关真人秀制作、电竞类线下场馆运营等业务上具备了明显优势。

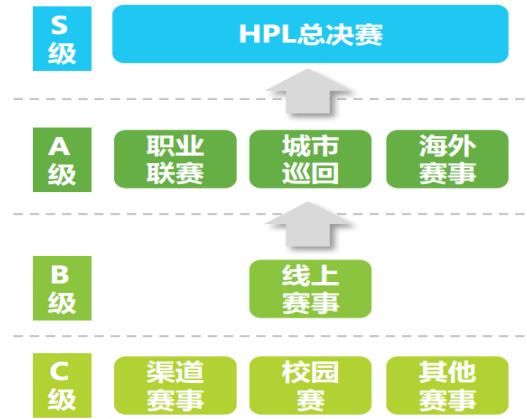
VR 是未来电竞场馆重要的组成部分，英雄体育已成立英雄 VR 并投资美国 VR 设备研发厂商 Virtuix，未来在 VR 方面的发展亦值得期待。

图表 51: 英雄互娱电竞游戏阵容



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图表 52: 英雄互娱阶梯化赛事体系



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

十多年前，分众传媒选择了楼宇电梯作为媒体阵地，成功获取了白领人群的注意力，创造了一个独特的广告环境。同样，为了获取未来白领人群，也就是更低年龄层的注意力，体育赛事将成为分众传媒新的媒体阵地。电子竞技是 90、95 后的第一体育运动，分众传媒从电子竞技产业链源头部署，对已具备丰富赛事资源以及赛事承办经验的英雄体育进行投资，在赛事推广的同时，可以利用赛事受众拓展自身的广告业务覆盖范围。

8.2.2. 联手方源资本投资咕咚

2016 年 5 月末，分众传媒联手方源资本成立体育基金，并在宣布成立当日以 1500 万美元领投运动社交平台“咕咚”C 轮投资。

图表 53: “咕咚”发展脉络



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

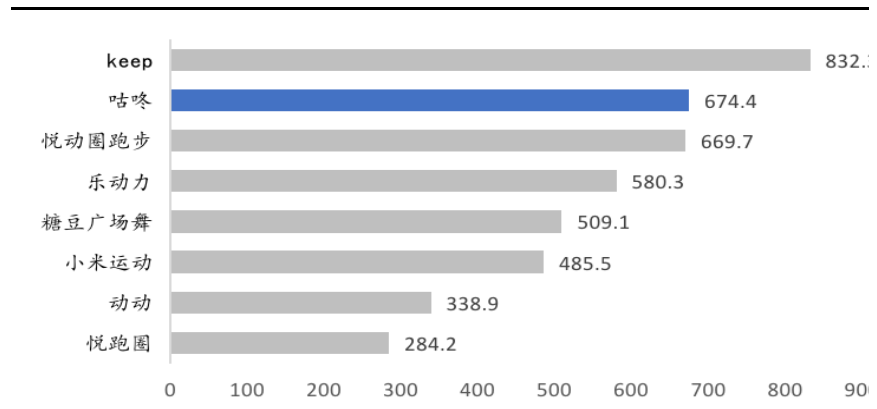
以可穿戴设备起家的“咕咚”是国内早期推出跑步软件以及运动社交平台的公司，抓住用户“晒运动”和“被点赞”的深层次需求，深耕

社区运营，强化用户关系链。目前“咕咚”拥有用户数超过 8000 万，每天覆盖全球 87 个国家，其中 18-40 岁的用户占总用户数的 80%。

“咕咚”的目标是打造“数据+社区内容+增值服务+赛事活动”为一体的全民运动生态系统，从运动数据搜集和管理模式入手，打造高价值运动社交内容社区。

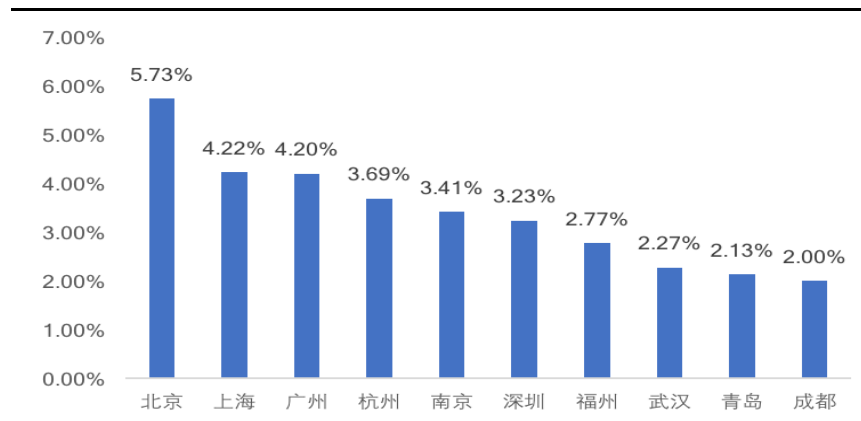
咕咚的受众群体重要是青年、男性、上班族，从地域方面看，咕咚用户明显集中于大中城市，其中北上广共占据用户总量的十分之一。基于目前分众的主要群体为都市白领，分众与咕咚的合作势必会产生一定的协同效应。分众可以为咕咚引流，而咕咚赛事也会为分众在体育领域带来新的广告投放发展空间以及丰厚的利润回报。

图表 54: 2016 年运动类 APP 活跃用户排行 (万人)



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图表 55: “咕咚”用户城市分布



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

8.2.3. 参投体育娱乐时尚公司 WME/IMG

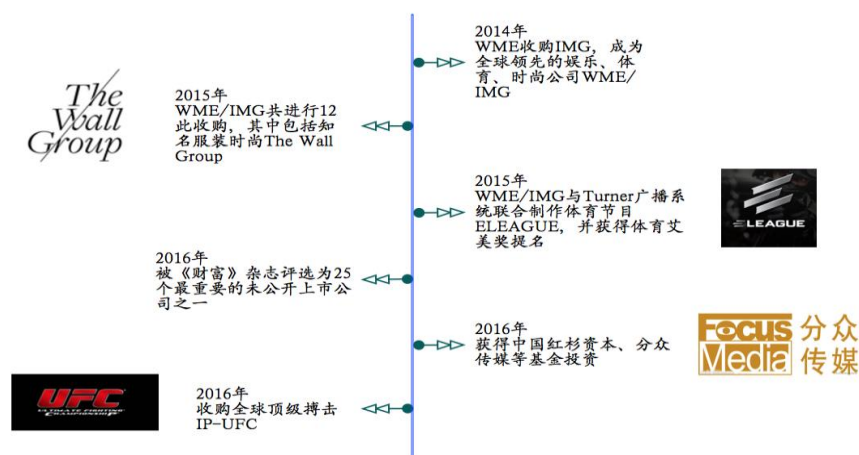
2016 年 6 月, WME/IMG 获得分众方源体育基金等机构 6750 美元战略投资。WME 是美国最大的艺人经纪公司, 而 IMG 是最大的体育经纪公司, 2014 年, WME 收购 IMG 更名为 WME/IMG 公司, 成为全球领先的体育、娱乐、时尚公司。

WME/IMG 掌握着国际娱乐领域核心明星以及众多体育赛事资源, 并具备丰富的赛事运营经验。其业务遍布影视、时尚、音乐、图书、数

字和体育领域，其中体育客户涉及职业运动员、体育组织和联盟，拥有包括温网、美网、高尔夫欧巡赛、亚巡赛在内的多项赛事版权。公司拥有、运营或参与商业推广的活动超 800 项，其中 2/3 是体育赛事和活动。2015 年，公司与时代华纳旗下的电视公司共同组建公司并创办了电竞赛事 E-League。2017 年，公司以 40 亿美金收购了国际顶尖搏击赛事 UFC。

WME/IMG 第一次涉足中国是 2009 年与李娜签约，分众方源等基金此次投资将进一步推动 WME/IMG 在中国体育和娱乐市场的发展。同时，WME/IMG 也将帮助分众传媒发展在体育、娱乐产业链上下游的业务能力。

图表 56: WME/IMG 发展大事件



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表 57: WME/IMG 管理体育赛事



资料来源: 百度图片, 东吴证券研究所

图表 58: WME/IMG 签约体育艺人



资料来源: 百度图片, 东吴证券研究所

9. 跨国比较：公司估值较之可比公司偏低

德高集团 (JCDecaux Group) 是全球排名领先的国际户外媒体公司其主营业务涵盖街景广告、交通广告及广告牌广告。2016 年，公司业务覆盖至全球 50 多个国家超过 3000 个城市，收入达到 29.75 亿欧元。

图表 59: JCDecaux 城市广告



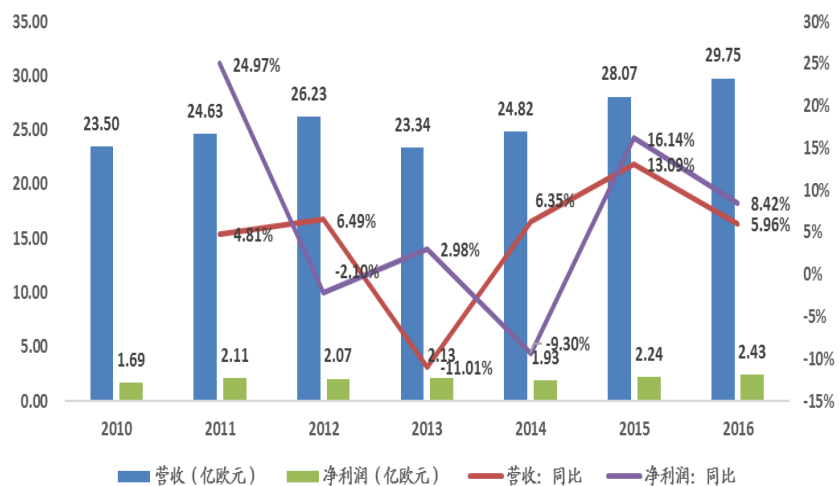
资料来源: 百度图片, 东吴证券研究所

图表 60: JCDecaux 机场广告



资料来源: 百度图片, 东吴证券研究所

图表 61: 2010-2016 年德高集团营收及净利润情况

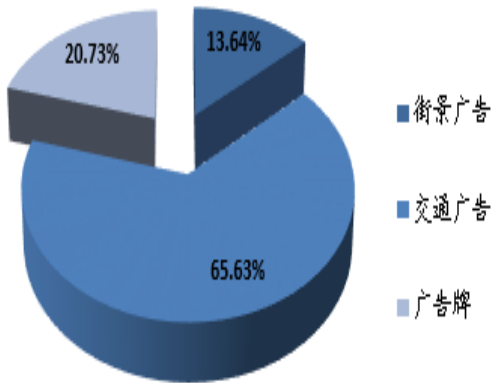


资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

2016年, 德高集团营收 13.64% 来源于街景广告, 65.63% 来源于交通广告, 20.73% 来源于广告牌。街景广告部门一般涵盖与城市和地方当局签订的与公共财产有关的广告协议, 也包括在商场的广告, 以及街道家具的租赁, 设备的销售和租赁, 清洁和维护等各种服务。交通广告部门涵盖公共交通系统中的广告, 如机场, 地铁, 公共汽车, 电车和火车。广告牌业务部门一般涵盖私人财产广告, 包括传统大幅面广告牌或背光广告牌, 也包括霓虹灯广告牌和广告包。

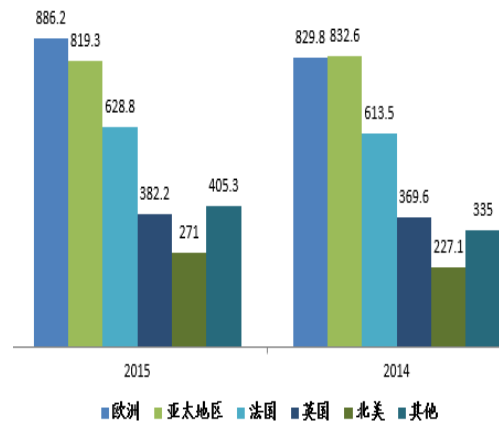
图表 62: 德高集团营收构成

图表 63: 德高集团分地区营收 (百万)



资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

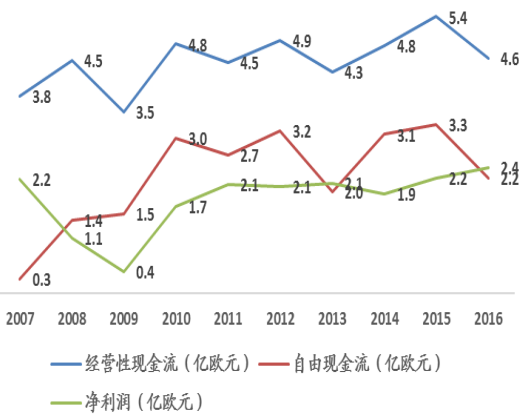
欧元)



资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

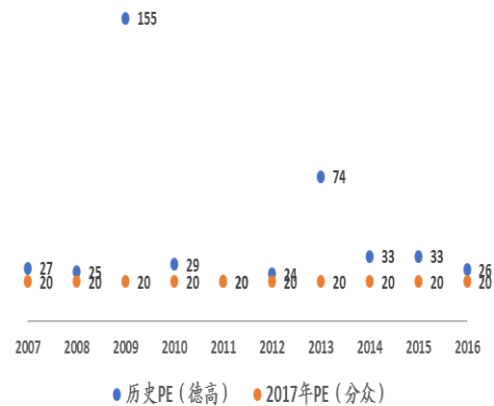
德高集团是户外广告龙头公司, 业务可持续性较强, 利润稳定且现金流质量高, 虽然公司在成长性上表现欠佳, 但资本市场仍然给予了较高的估值, 2007-2016年公司中位数PE为29倍。

图表 64: 德高集团现金流稳定且质量高



资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图表 65: 德高集团历史估值水平



资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

10. 解禁安排

公司股票大额解禁共分为三个时段, 第一个时点为2016年12月29日, 解禁数量为30.36亿股, 资金为A股上市前即持有公司股权的投资者, 以凯雷、方源等参与了分众传媒美股私有化的美元基金为主; 第二个时点为2017年4月17日, 解禁数量为5.05亿股, 资金为公司A股上市后参与定增的十家机构; 第三个时点为2018年12月31日, 解禁数量为45.91亿股, 包含控股股东及众多人民币投资实体。

2017年5月27日, 证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的

若干规定》。新规明确，大股东（控股股东及持股 5%以上股东）减持，在任意连续 90 日内，集中竞价交易减持不得超过公司总股本的 1%，大宗交易减持不得超过 2%。这就意味着，大宗交易或集中竞价减持，三个月内合计不得超过 3%、半年不得超过 6%、一年不得超过 12%。分众传媒目前解禁的中信资本，复星，方源资本，凯雷资本等 PE 持股比例均超过 5%，新规颁布后，预计后期减持压力将会更为可控。

图表 66: 公司股票后期解禁安排

解禁日期	解禁数量(万股)	占总股本	资金性质
2018/12/31	459107	52.55%	控股股东及众多人民币投资实体
2017/4/17	50505	5.78%	上市后定增的十家机构
2016/12/29	303605	34.75%	凯雷、方源等美元基金

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

11. 盈利预测与投资建议

公司 2016 年营收 102.13 亿, 实现净利润 44.51 亿, 预计 2017-2018 年营收分别为 120.90、143.44 亿。净利润分别 53.80 亿、63.40 亿。2016-2018 年公司 EPS 分别为 0.51、0.62、0.73, 对应当前股价 PE 分别为 25、21、18 倍。解禁压力让公司股价处于超跌位置, 公司业务壁垒强, 成长性确定且估值较低, 给予“买入”评级。

12. 风险提示

解禁压力; 宏观经济不景气致使企业广告预算缩减; 公司媒体资源数扩张不达预期; 楼宇租赁成本增速加快; 影院媒体业务竞争加剧。

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2015	2016	2017E	2018E		2015	2016	2017E	2018E
货币资金	3,176.5	4,445.5	5,564.0	6,531.0	营业收入	8,627.4	10,213.1	12,090.1	14,343.8
交易性金融资产	-	-	-	-	减:营业成本	2,539.8	3,019.1	3,616.1	4,409.0
应收帐款	2,268.9	2,268.9	2,552.5	3,332.5	营业税费	310.5	359.2	424.3	503.9
应收票据	17.1	43.6	31.4	40.4	销售费用	1,729.3	1,944.4	2,242.0	2,619.6
预付帐款	709.7	709.7	857.3	1,028.8	管理费用	436.3	469.2	530.4	615.5
存货	-	-	-	-	财务费用	-129.3	-142.1	-175.0	-189.0
其他流动资产	4,892.5	2,365.1	2,419.5	3,225.7	资产减值损失	242.6	260.9	250.0	250.0
可供出售金融资产	450.7	1,295.8	1,280.0	1,330.0	加:公允价值变动收益	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	投资和汇兑收益	-0.7	0.1	-	-
长期股权投资	49.3	49.3	49.3	49.3	营业利润	3,497.6	4,302.5	5,165.9	6,105.8
投资性房地产	-	-	-	-	加:营业外净收支	470.4	1,013.8	1,260.0	1,460.0
固定资产	300.7	236.2	207.0	207.0	利润总额	3,968.0	5,316.3	6,425.9	7,565.8
在建工程	-	-	-	-	减:所得税	582.2	868.4	1,045.8	1,225.5
无形资产	-	-	-	-	净利润	3,389.1	4,451.2	5,380.1	6,340.3
其他非流动资产	43.3	71.0	38.1	50.8					
资产总额	12,501.7	12,129.1	13,445.6	16,197.1	重要财务与估值指标	2015	2016	2017E	2018E
短期债务	-	-	-	-	EPS(元)	0.39	0.51	0.62	0.73
应付帐款	6,266.0	1,734.3	2,022.4	2,582.5	PE(X)	33	25	21	18
应付票据	47.8	-	57.3	11.8	营业收入增长率	2075.1%	18.4%	18.0%	18.8%
其他流动负债	1,408.5	1,518.1	1,993.0	1,491.6	净利润增长率	51318.6%	31.3%	20.9%	17.7%
长期借款	-	-	-	-	毛利率	70.6%	70.4%	70.0%	69.2%
其他非流动负债	43.3	71.0	38.1	50.8	营业利润率	40.5%	42.1%	42.9%	42.7%
负债总额	7,765.6	3,975.5	4,110.8	4,136.7	净利率	39.3%	43.6%	44.6%	44.3%
少数股东权益	137.3	162.7	158.4	153.3	EBITDA/营业收入	40.6%	42.0%	42.5%	42.3%
留存收益	4,284.3	7,614.2	8,670.3	9,982.3	销售费用率	20.0%	19.0%	18.6%	18.3%
					管理费用率	5.1%	4.6%	4.4%	4.3%
					财务费用率	-1.5%	-1.4%	-1.5%	-1.3%
现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	三费/营业收入	23.6%	22.2%	21.5%	21.3%
净利润	3,389.1	4,451.2	5,380.1	6,340.3	资产负债率	62.1%	32.8%	30.9%	28.2%
加:折旧和摊销	139.4	64.5	67.2	71.3	负债权益比	164.0%	48.8%	44.7%	39.3%
资产减值准备	242.6	260.9	250.0	250.0	流动比率	1.44	2.53	2.83	3.49
公允价值变动损失	-	-	-	-	速动比率	1.44	2.53	2.81	3.48
经营活动产生现金流量	2,630.5	4,800.0	5,777.2	6,431.2	利息保障倍数	-26.04	-29.29	-28.52	-31.31
投资活动产生现金流量	-621.3	-2,905.2	-2215.8	-2350.0	分红比率	32.2%	80.1%	80.1%	80.1%
融资活动产生现金流量	-460.1	-512.6	-662	-483.0					

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>