

强烈推荐-A (维持)

分众传媒 002027.SZ

目标估值：15.5-15.5 元

当前股价：12.88 元

2017 年 05 月 31 日

生活圈媒体持续景气，低估值凸显投资价值

基础数据

上证综指	3117
总股本 (万股)	873683
已上市流通股 (万股)	404833
总市值 (亿元)	1125
流通市值 (亿元)	521
每股净资产 (MRQ)	1.0
ROE (TTM)	54.1
资产负债率	28.2%
主要股东	Media Management
主要股东持股比例	23.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-30	-10
相对表现	-2	-28	-24

资料来源：贝格数据、招商证券

1、《分众传媒 (002027) —— 生活圈媒体景气带动 16 年及 17Q1 稳健增长，低估值凸显投资价值》
2017-05-01

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

研究助理

林起贤
linqixian@cmschina.com.cn

看好中国消费升级下生活圈媒体的景气度，以及公司行业垄断地位和管理层锐意进取精神，建议投资者用更加长期的眼光看待分众的投资价值。

- **品牌广告预算持续向生活圈媒体转移。**虽然广告行业增速低至个位数，但电梯视频及海报广告刊列花费 16 年增长超过 20%、影院广告同比增长 45%。生活圈媒体的高度景气一方面由于基于特定场景针对都市主流消费人群的被动式营销；另一方面景气度较高的互联网行业持续增加生活圈媒体广告支出。
- **楼宇媒体业务：收入端刊挂率与刊例价均有提升空间，成本端凭借垄断地位有望维持媒体租赁成本的高控制力。**2016 年收入为 78.5 亿元，同比增速 51%，毛利保持在 74%。楼宇媒体业务未来增长动力：（1）框架媒体有向三四线城市下沉空间，刊挂率 40%-55% 之间有提升空间；（2）楼宇媒体周到达率较高但 CPM 价格不足当地电视台的一半，加上公司占比垄断地位掌握定价权，有提价空间；（3）垄断地位使得公司对楼宇租赁成本有较高掌控力。
- **影院媒体业务：市场渗透率有较大提升空间，随着观影人次回升单银幕广告价值有望回升。**16 年影院媒体收入 20.4 亿元，占比 20%，增速 51%，毛利 61%。影院和银幕持续向三四线城市下沉带来增量；而映前广告存量市场渗透率较低，从影院渗透率口径统计 34%，银幕渗透率口径统计约 50%，有提升空间；随着观影人次回升，单银幕广告价值将提升。公司银幕市占率达 70%，持续领先。虽然随着影院议价能力增强，公司扩展新增银幕的成本可能会增加，但考虑到新增银幕贡献营收占比较小，对整体盈利能力影响较小。
- **强烈推荐。**预计公司 2017-2019 年实现净利润 53.95/64.67/74.59 亿元，分别同比增长 21%/20%/15%，当前股价对应的 17-19 年 PE 分别为 20.9/17.4/15.1 倍。给予 17 年 25 倍 PE，目标价 15.5 元。解禁短期可能形成股价的压制因素，但当前估值较低且认为市场对此已有一定预期。看好中国消费升级下生活圈媒体的景气度，以及公司行业垄断地位和管理层锐意进取精神，建议投资者用更加长期的眼光看待分众的投资价值，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险因素：**限售股解禁带来的短期冲击风险；宏观经济低迷拖累广告增长风险，影院业务竞争加剧风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	8627	10213	12365	14600	16928
同比增长	497%	18%	21%	18%	16%
营业利润 (百万元)	3498	4302	5434	6529	7530
同比增长	10776	23%	26%	20%	15%
净利润 (百万元)	3389	4451	5395	6467	7459
同比增长	25249	31%	21%	20%	15%
每股收益 (元)	10.78	13.34	0.62	0.74	0.85
PE	1.2	1.0	20.9	17.4	15.1
PB	.9	.5	5.2	4.3	3.5

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、公司概况：龙头回归 A 股，持续精耕生活圈媒体.....	5
1.1 历史沿革：回归 A 股落地，龙头再起飞	5
1.2 财务数据：营收规模增长稳健，优秀成本控制能力助益盈利不断提升.....	7
1.3 股权结构：创始人江南春为公司实际控制人.....	10
二、广告市场：品牌广告预算持续向生活圈媒体转移	10
2.1 广告市场总体增速放缓，但生活圈媒体和互联网广告细分市场保持较高景气度 .	10
2.2 生活圈媒体持续景气的原因：基于特定场景的被动式营销形成良好的触达效果+互联网企业广告支出增加.....	11
二、楼宇媒体业务：收入端刊挂率与刊例价均有提升空间，成本端凭借垄断地位有望维持媒体租赁成本的高控制力	14
2.1 楼宇媒体增长驱动一：收入端来看，刊挂率与点位价值均有提升空间.....	14
2.2 楼宇媒体增长驱动二：成本端来看，有望维持媒体采购成本与媒体租赁成本的高控制力.....	18
二、影院广告业务：市场渗透率有较大提升空间，观影人次回升有望提升单银幕收入	18
2.1 影院媒体增长驱动一：映前广告渗透率有较大提升空间，新增银幕仍有较大拓展空间	19
2.2 影院媒体增长驱动二：随着新建影院投入使用+内容质量提升观影人次，单银幕广告收入有望逐渐回升	21
2.3 影院媒体增长驱动三：院线议价能力提升，租金成本略有承压，但影响有限.....	22
三、投资并购：打造分众娱乐圈与生态圈	22
3.1 充裕的现金充裕，负债率较低，外延具备优势	22
3.2. 成立了多家产业并购基金，向娱乐圈及生态圈布局.....	23
五、盈利预测及投资评级.....	25
六、风险因素	25

图表目录

图 1：历史沿革	6
图 2：分众传媒主要产品.....	6
图 3：2012-2017 年 Q1 分众传媒营收及同比增速	7
图 4：2012-2017 年 Q1 分众传媒净利润及同比增速	7

图 5: 2012-2017 年 Q1 毛利率及净利率.....	8
图 6: 2012-2016 年广告公司毛利率对比.....	8
图 7: 2012-2017 年 Q1 费用率.....	8
图 8: 2012-2016 年销售费用构成.....	8
图 9: 2012-2016 年管理费用构成.....	9
图 10: 2012-2016 年营收构成.....	9
图 11: 2012-2016 年各业务增速.....	9
图 12: 2012-2016 年各业务毛利率.....	9
图 13: 2012-2016 年营收地区分布.....	9
图 14: 2012-2016 年各行业收入构成.....	9
图 15: 股权结构图.....	10
图 16: 2010-2016 年广告市场规模及增长.....	11
图 17: 2010-2016 年广告经营额占 GDP 比重.....	11
图 18: 2014-2016 年媒体广告刊例花费变化.....	11
图 19: 2016 年各媒介广告增长贡献量.....	11
图 20: 2015 年电梯海报受众特征.....	12
图 21: 2015 年受众对各类媒体广告的观看情况.....	12
图 22: 2015 年电梯海报受众特征.....	12
图 23: 电梯电视到达率较高.....	12
图 24: 2015 年影院广告受众特征.....	13
图 25: 影院广告总体效果最优.....	13
图 26: 2016 年全媒体广告花费前十行业的增幅.....	13
图 27: 2016 年邮电通讯行业在生活圈媒体的表现.....	13
图 28: 2016 年邮电通讯业在户外生活圈媒体投放花费前十品牌.....	14
图 29: 2008-2016 年房地产新开工面积及增速.....	15
图 30: 2008-2016 年电梯产量及增速.....	15
图 31: 2012-2016 年公司楼宇自营屏幕媒体数量及增速.....	16
图 32: 2012-2016 年公司自营框架平面媒体数量及增速.....	16
图 33: 2012-2015 年 1-5 月公司楼宇视频媒体价格.....	16
图 34: 2012-2015 年 1-5 月公司楼宇框架媒体价格.....	16
图 35: 2015 年楼宇视频媒体市场份额.....	17

图 36: 2015 年一二线电梯框架媒体市场份额.....	17
图 37: 风向标人群视频类媒体的周达到率 (2015)	17
图 38: 风向标人群视频类媒体的周达到率 (2015)	18
图 39: 影院广告的分类.....	19
图 40: 2010-2016 年中国映前广告规模.....	19
图 41: 2009-2017Q1 中国银幕数量及增速.....	20
图 42: 2009-2017Q1 中国影院数及增速	20
图 43: 2012-2016 年分众传媒签约影院和银幕数	20
图 44: 分众传媒媒体市占率 70%.....	20
图 45: 2012-2016 年单影院广告收入贡献量变化	21
图 46: 2009-2016 年观影人次及增长	21
图 47: 2012-2015 年 1-5 月分众传媒影院媒体刊例价格的 增长	22
图 48: 2012-2017 年 Q1 流动比率和资产负债率.....	23
图 49: 2012-2017 年 Q1 经营活动现金流及占比.....	23
图 50: 分众传媒历史 PE Band.....	26
图 51: 分众传媒历史 PB Band.....	26
表 1: 分众传媒两类楼宇媒体	14
表 2: 2016 年代表公司映前广告覆盖影院数、银幕数情况表	21
表 3: 分众晶视主要客户及租金条款	22
表 4: 2016 年以来参与设立的投资基金	23
表 5: 2016 年以来收购部分标的	24
附: 财务预测表	27

一、公司概况：龙头回归 A 股，持续精耕生活圈媒体

1.1 历史沿革：回归 A 股落地，龙头再起飞

分众传媒于 2003 年 4 月 22 日成立，此后先后获得软银、鼎晖国际、高盛等机构超过 4000 万美元融投资。并于 2005 年 7 月登陆美国纳斯达克，成为中国广告传媒第一股。

公司 2005-2007 借助美股上市公司优势，通过并购竞争对手，实现楼宇广告市场的霸主地位。收购两家楼宇广告龙头聚众传媒（2006 年 1 月）和框架传媒（2005 年 3 月）。此外还收购了互联网公司好耶（2007 年 2 月）、卖场广告公司玺诚传媒（2007 年 12 月）、手机广告商凯威点告（2006 年 03 月）等。

2006 年 8 月，前瞻性收购影院广告公司 Appreciate Capital Limited。ACL 其在国内的运营主体是当时影院映前广告份额第一位的央视三维。

2008-2010 年公司业绩下滑，曲折发展：由于汶川地震减少了部分楼宇广告业务订单，玺诚传媒身陷法律纠纷和债务泥潭而被低价出售，手机广告业务投资未能回收利润而拖累整体业绩，08 年开始公司陷入亏损。同时加之 08 年的金融危机，公司市值大幅缩水。江南春 2009 年重归出任 CEO 后，公司聚焦主营业务，进一步剥离非核心资产。其后公司终止了公寓电梯联播网等表现不佳子公司的收购、加速整合原先收购的一些子公司、重新评估了不良资产并且出售好耶，造成大量商誉及后续减值计提，终于在 2010 年扭转业绩颓势。

2012-2015 年美股私有化+回归 A 股：由于 2011 年浑水机构的质疑，美国资本市场环境不利于公司进一步融资，公司于 2013 年 5 月正式完成美股私有化，并在 2015 年 12 月借壳七喜控股回归 A 股市场。

2014 年始，推行向上云战略向下 O2O 战略：(1)向上云战略：合作借力互联网巨头用户大数据，将现有广告媒体网络全面升级成为基于地理位置的 LBS 精准广告云平台；(2)向下 O2O 互动：通过二维码扫描、iBeacon、Wi-Fi 等技术建立 O2O 互动平台；(3)基于上市公司广告媒体资源占据的生活空间，为用户提供基于地理位置的生活消费服务。

2016 年投资数禾科技和英雄体育，通过谨慎投资布局为公司增添新驱动力。此外，公司与锦天前程、琨玉前程、沸点资产等专业机构合作设立产业投资基金，利用自身的线下渠道资源与互联网、传媒、体育、金融等新经济产业链的对接，实现流量的二次变现。

2016 年 3 月，公司启动了分众传媒重大重组方案中配套融资的非公开发行，2016 年 4 月 15 日，公司配套融资的新股上市。

2017 年发起规模不超过 60 亿元的超短融资申请，和不超过 18.9 亿元的中期票据拟用于偿还公司存量银行贷款、支持项目建设及补充流动资金等。

图 1: 历史沿革



资料来源:公司公告、招商证券

公司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框架媒体)、影院银幕广告媒体、卖场终端视频媒体等,覆盖城市主流消费人群的工作场景、生活场景、娱乐场景、消费场景,并相互整合成为生活圈媒体网络。

图 2: 分众传媒主要产品



资料来源:公司公告、招商证券

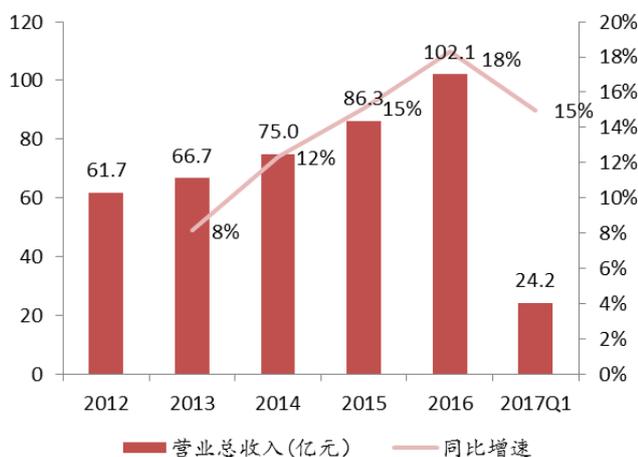
分众传媒未来的战略定位主要概括为三个圈:生活圈,娱乐圈和生态圈。(1) 生活圈战略将聚焦于分众传媒既有的生活空间媒体,主要产品为楼宇媒体(包含楼宇视频媒体和框架媒体)、影院银幕广告媒体、卖场终端视频媒体等,覆盖城市主流消费人群的工作场景、生活场景、娱乐场景、消费场景,并相互整合成为生活圈媒体网络。(2) 娱乐圈战略将持续加大在体育娱乐领域的投资。进入电视内容的制作发行,电影制作发行,体育节目制作发行和赛事运营等领域组合,运用现有宣传平台,拉动这些内容及活动的用户影响力,依靠分众传媒上千人的广告销售网络为以上内容及活动创造更大的收益,也在核心娱乐方面为广告主创造更全方位的品牌传播方案。(3) 生态圈战略在于从媒体生活圈向人与信息,人与生活,人与金融对接的生态圈领域进军。

1.2 财务数据：营收规模增长稳健，优秀成本控制能力助益盈利不断提升

(1) 近五年业绩高度景气。2012年-2016年分众传媒业绩呈上升趋势，营收复合增速13.4%，净利润复合增速35.0%。2016年，公司实现扣除增值税后营业收入102.1亿元，首次突破百亿大关，同比增长18.4%，归属于上市公司股东的净利润44.5亿元，同比增长31.3%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润36.3亿元，同比增长18.3%，非经常性损益中政府补助约10.4亿元。2016年业绩增长原因：媒体收入的持续增长；对媒体租金成本上升幅度、员工薪酬增幅、销售业务费用的控制。

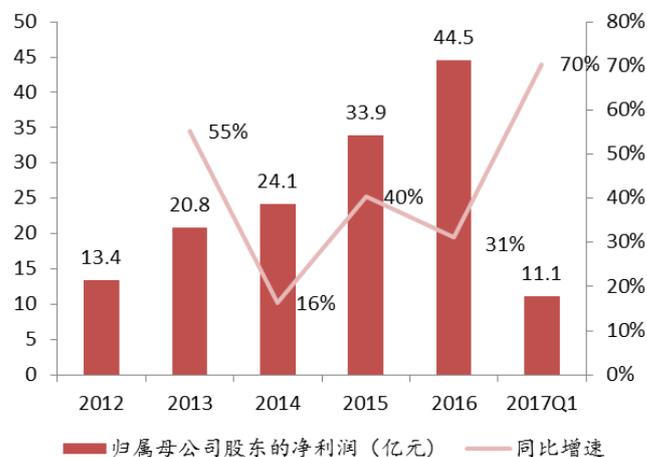
2017年一季度营业收入为24.2亿元，同比增长15.0%，归母净利润11.1亿元，同比增长70%，非经常性损益为3.4亿元，扣非归母净利润为7.7亿元，同比增长22.8%。本报告期营业外收入4.16亿元，比上年同期增加886.4%，营业外收入主要为政府补助。

图3：2012-2017年Q1分众传媒营收及同比增速



资料来源：Wind、招商证券

图4：2012-2017年Q1分众传媒净利润及同比增速



资料来源：Wind、业绩预告、招商证券

(2) 优秀成本费用控制能力使得营收规模快速扩张的同时，盈利能力在高基数的情况下仍有提升。17年一季度销售毛利率依然保持在68%，净利率从12年的22%提升至16年的44%，17Q1净利率为45%。

公司对营业的成本控制较好，其原因包括：1) 租金成本方面公司有较强议价能力：租金占比74%，是营业成本中的主要部分。公司的龙头地位使得在租金议价能力上保有足够的优势，成本增长速度相对于营业收入的扩张控制在合理范围内。2) 通过数字化管理，职工薪酬增速在楼宇媒体和影院媒体业务中增速远低于相对应业务的营收增速，2016年职工薪酬增速整体同比增长11.8%，低于营业收入的增速（18%）。

公司三项费用率也有所下降。1) 销售费用率：15年销售费用率开始下降到20%，2016年降至19%，2017年度为18%。公司销售费用率下降主要源于特许权使用费的下降（指分众传媒向境外关联方FMHL等公司支付的商标使用费）。12-13年特许使用费达到4.6亿元4.7亿元，从2014年开始FMHL承诺免收当年商标使用费，并在14年底将商标无偿转移给分众传媒的子公司。此外14年公司为了表彰员工计提约4.7亿元特别奖金，职工薪酬额外增加约2.7亿，这一影响在此后年份消除。2) 管理费用率：管理费用自2012年逐步下降至15-16年的5%的水平。管理费用率下降的原因2014年预提特别奖金导致管理费用中的职工薪酬较上年增加1.5亿，这一影响在此后年份消除，用于股权激励的期权费用摊销也逐年降低，2015-2016年期权费用为0。3) 财务费用：2016年，净财务费用为1.42亿元，其中含银行利息收入1.48亿、利息支出566万

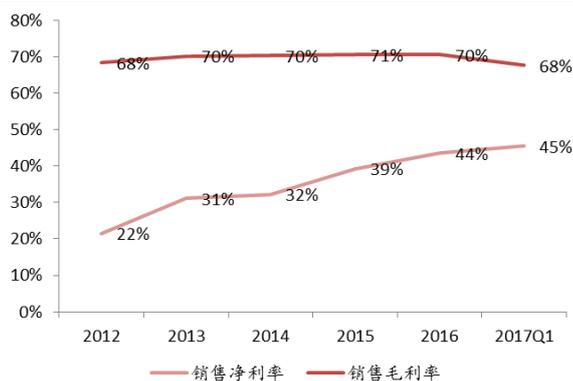
元。利息收入的增加，主要是来自公司经营活动现金流入增加，以及理财产品收益。利息支出是由于 2016 年公司境外贷款参与投资项目产生。

(3) 楼宇媒体保持高毛利，影院媒体快速增长。 1) 楼宇媒体是公司营收占比最大的业务,2016 年楼宇媒体收入为 78.5 亿元,占比 77%,同比增速 51%,毛利保持在 74%。2) 影院媒体自 12 年以来成为公司收入新增长点,近年增长迅猛,2016 年影院业务收入为 20.4 亿元,同比增速 51%,毛利 61%,营收占比 20%。3) 其他媒体业务主要为卖场媒体广告,近年来占比均为下降趋势,2016 年营收占比为 3%,主要是因为分众传媒管理层认为户外大牌广告业务与分众传媒未来的发展战略契合度较低、增长空间有限,且毛利率较低,战略性削减了对其开发、运营和销售支持力度所致,此外,卖场媒体业务由于受到电商的负面影响,业务逐年缩减。

从收入的区域分布来看,公司的业务主要集中在华东、华南和华北地区,由于城市渗透率的增加华东、华南、华北地区由 2015 年的 67%上升至 2016 年的 83%。

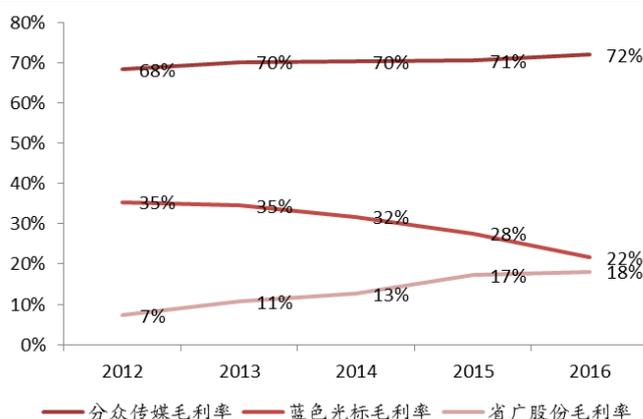
(4) 互联网行业广告客户成为最重要的收入来源。 各行业贡献收入结构来看,2016 年来自互联网行业广告收入占比提升至 26%,超过日用消费品行业,成为公司最主要的行业客户之一。

图 5: 2012-2017 年 Q1 毛利率及净利率



资料来源: Wind、招商证券

图 6: 2012-2016 年广告公司毛利率对比



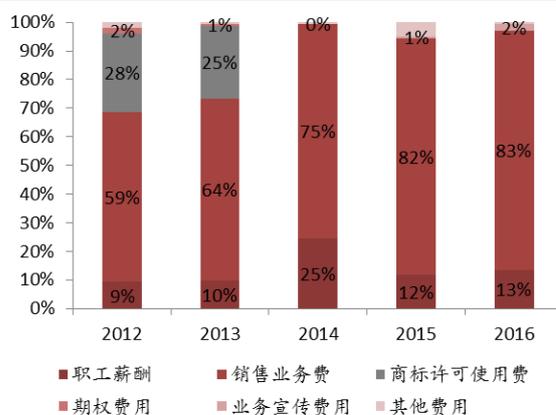
资料来源: Wind、招商证券

图 7: 2012-2017 年 Q1 费用率



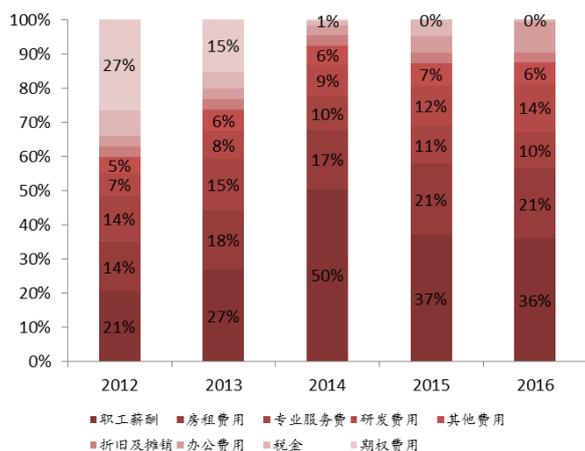
资料来源: Wind、招商证券

图 8: 2012-2016 年销售费用构成



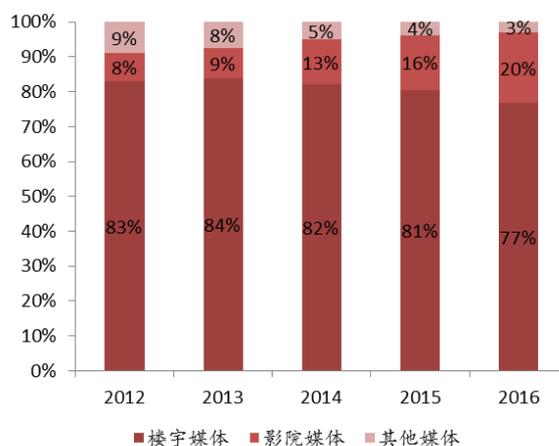
资料来源: Wind、招商证券

图 9：2012-2016 年管理费用构成



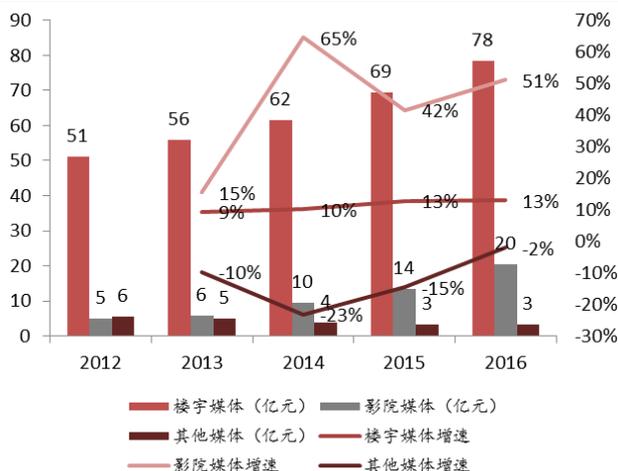
资料来源：公司公告、招商证券

图 10：2012-2016 年营收构成



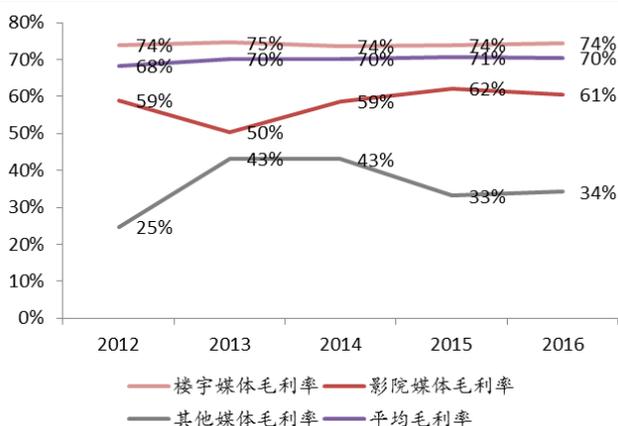
资料来源：Wind、招商证券

图 11：2012-2016 年各业务增速



资料来源：Wind、招商证券

图 12：2012-2016 年各业务毛利率



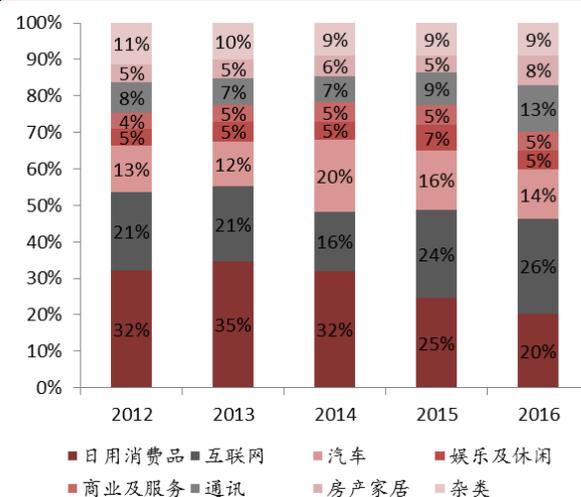
资料来源：Wind、招商证券

图 13：2012-2016 年营收地区分布



资料来源：Wind、招商证券

图 14：2012-2016 年各行业收入构成



资料来源：公司公告、招商证券

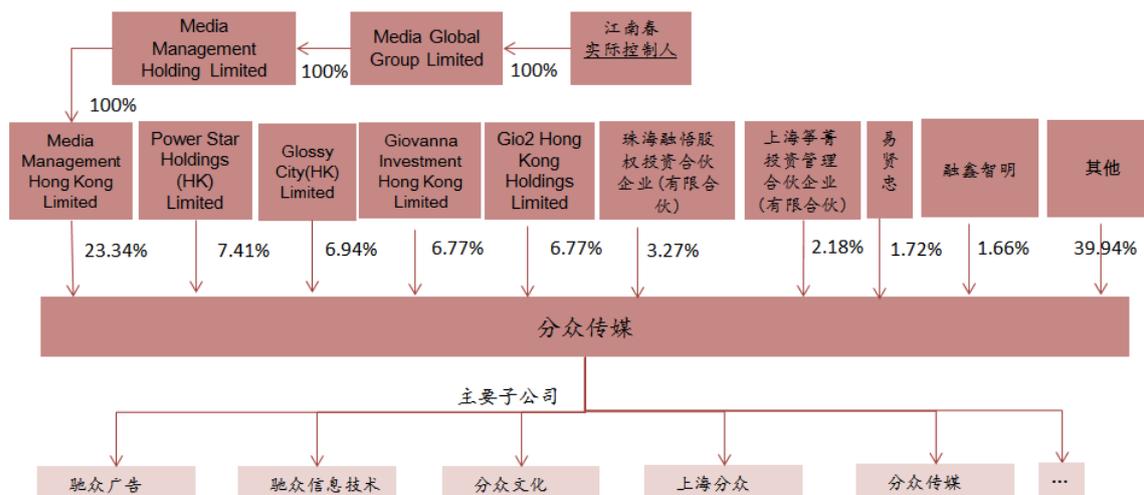
(5) 政府补助有望继续存在。公司自 2009 年以来，每年均会获得来自政府的补助。政府补助主要包括营业税、所得税等税收返还，系各地地方政府为了鼓励特定行业给予

的补助政策。12-16 年公司的政府补助分别为 1.29/ 2.48/ 3.68/ 4.70/ 10.37 亿，政府补助贡献税后净利占归母净利润比例分别为 8.3%/ 9.3%/ 12.0%/ 9.4%/ 18.4%。当前地方政府重视大企业税收的重视，政府补助有望继续存在。

1.3 股权结构：创始人江南春为公司实际控制人

公司创始人、董事长江南春是楼宇视频广告这一新商业模式创始人。为本公司的控股股东及实际控制人，通过持有 Media Management Hong Kong Limited 间接持有公司 23.34% 的股权。

图 15：股权结构图



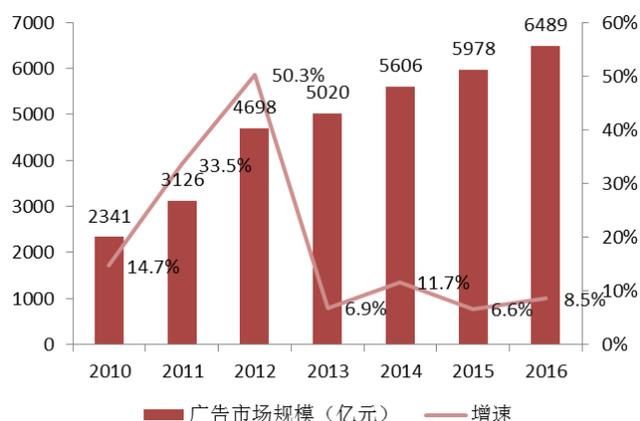
资料来源：Wind、招商证券

二、广告市场：品牌广告预算持续向生活圈媒体转移

2.1 广告市场总体增速放缓，但生活圈媒体和互联网广告细分市场保持较高景气度

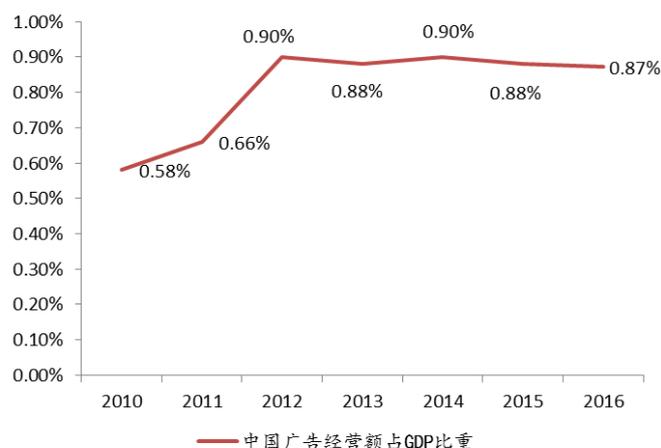
中国广告市场已经近 6500 亿，进入个位数增长阶段。根据工商局的数据，2016 年广告行业规模达到 6489 亿元，同比增长 8.6%。国内广告市场从 13 年开始增速放缓到个位数，一方面是因为 13 年市场大盘达到 5000 亿之后，高基数后增速放缓，而 10-12 年的高增速在于广告占 GDP 比重还比较低，随着企业对营销逐渐重视，广告经营额占 GDP 的比重迅速提升，近年稳定在 0.9% 左右；另一方面，今年 GDP 增速放缓，也影响了企业的营销支出。

图 16: 2010-2016 年广告市场规模及增长



资料来源: 工商局、招商证券

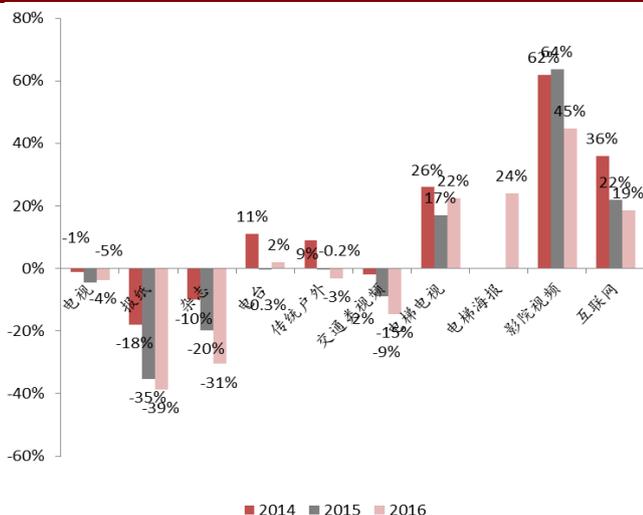
图 17: 2010-2016 年广告经营额占 GDP 比重



资料来源: 国家统计局、工商局、招商证券

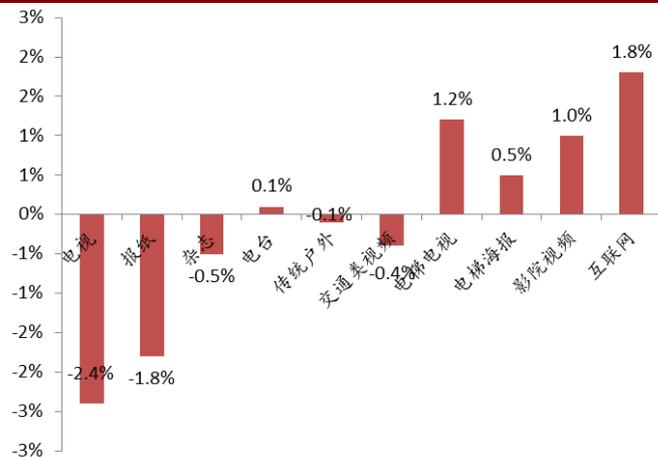
但是细分市场来看, 楼宇、影院与互联网广告市场高度景气。从 CTR 统计的媒体广告刊例花费这一指标来看, 电视、报纸、杂志、电台、传统户外、交通类等传统广告市场呈现持续下滑趋势, 但是电梯电视、电梯媒体、和互联网广告今年增速基本在 20% 左右, 影院视频相比于 14-15 年超过 60% 的增速有所放缓, 但仍然保持在增速 45% 的超高景气度。从 2016 年各媒介广告增长贡献量来看, 广告大盘的增长也主要是由电梯海报、电梯电视、影院视频以及互联网等媒体的广告投放增长驱动的。因此, 电梯广告、影院广告等传统的广告市场并没有被数字广告冲击, 而是与数字广告一同分流了广告主的营销预算。

图 18: 2014-2016 年媒体广告刊例花费变化



资料来源: CTR、招商证券

图 19: 2016 年各媒介广告增长贡献量



资料来源: CTR、招商证券

2.2 生活圈媒体持续景气的原因: 基于特定场景的被动式营销形成良好的触达效果+互联网企业广告支出增加

原因之一: 从供给端的媒体形式来看, 楼宇广告与影院广告精准锁定目标群体的被动式场景营销有较好的触达效果。

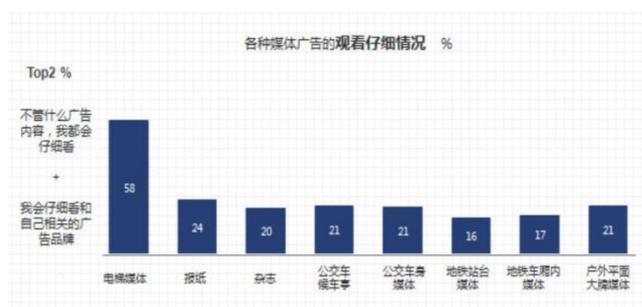
- (1) **基于空间精准锁定目标人群。**楼宇电梯和影院以独特的封闭场景精准锁定城市主流消费人群。电梯海报 78%的受众在 20-50 岁之间，71%的受众家庭月收入在 10000 元以上，70%的受众拥有大专以上学历。电梯电视 71%的受众年龄在 20-45 岁之间，68%的受众家庭收入在 1 万元以上。分众晶视影院锁定 20-40 岁年轻时尚人群，观影已成为他们最核心的娱乐生活方式，而观影通常与购物或逛街相联动，所以观影人群也正是都市核心消费人群。而不同的空间又进一步将目标受众做精准划分，比如不同地段、不同价格的小区与写字楼、影院吸引的是不同收入、不同特征的都市人群，可以满足广告主精准投投的需求。
- (2) **被动式的场景营销效果较好。**在信息爆炸的时代，信息的爆炸令消费者注意力涣散，广告越来越被稀释很难记忆，强有力的被动式传播，反过来可以让消费者印象深刻。生活圈媒体覆盖所有回家、上班、娱乐购物必须经过的被动式营销场景，反而其价值得以凸显。电梯海报主要位于社区电梯内，在必经的封闭狭小的电梯空间内形成强制性收视，在乘坐的无聊时间形成极高的广告关注度。充分的收视与沟通，电梯内环境单纯干扰度极低，每周上下超 20 次，每周收视时间超 10 分钟，对电梯海报广告信息有充分的收视时间，使品牌与受众形成了深度的沟通。电梯电视主要安放于中高端办公楼的电梯口，滚动循环播出，电梯电视在到达率上优势明显：针对 20-45 岁月收入 5000 元以上的受众电梯电视单一频道到达率与各大电视频道和各大视频网站相比排名第一。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忆度比电视广告高五倍。

图 20：2015 年电梯海报受众特征



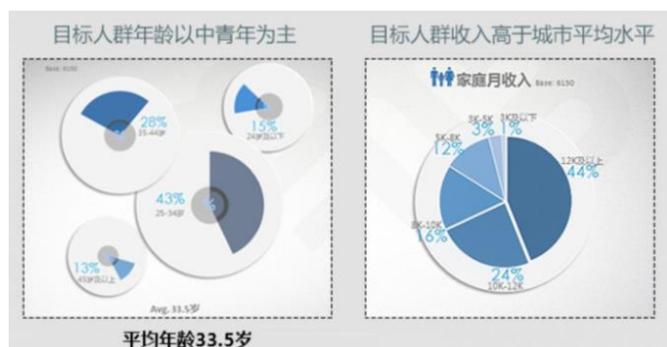
资料来源：尼尔森、招商证券

图 21：2015 年受众对各类媒体广告的观看情况



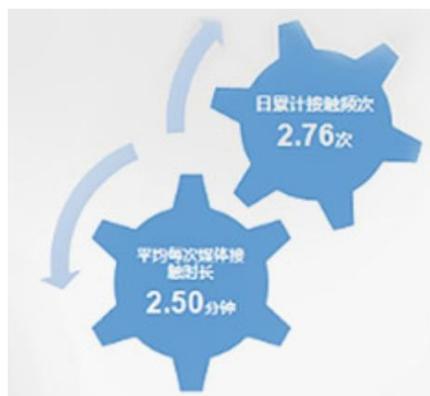
资料来源：尼尔森、招商证券

图 22：2015 年电梯海报受众特征



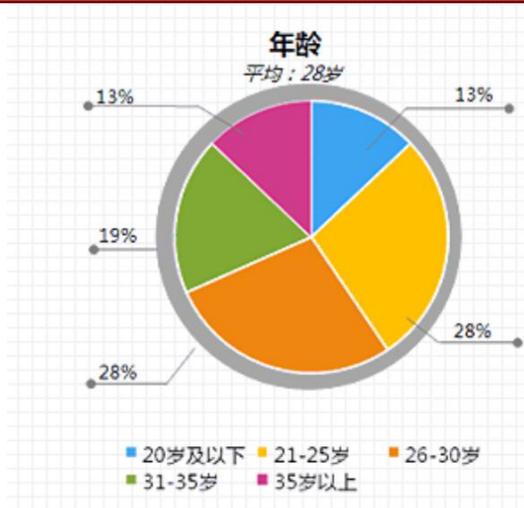
资料来源：尼尔森、招商证券

图 23：电梯电视到达率较高



资料来源：尼尔森、招商证券

图 24：2015 年影院广告受众特征



资料来源：益普索、招商证券

图 25：影院广告总体效果最优

与其他媒体相比，银幕前广告的总体传播效果显著优于其他同类媒体，无论视听体验、广告态度、对品牌形象和购买的影响力均获得受众更高的评价。



资料来源：益普索、招商证券

原因之二：从需求端来看，高度景气的互联网行业广告主青睐生活圈媒体。

新经济的高景气度之下，互联网公司的营销支出正高速增长。根据 CTR 的统计，2016 年饮料、化妆品等传统品牌广告金主大幅削减了广告预算，但邮电通讯类企业的广告花费增幅高达 23.6%。而互联网企业在户外生活圈媒体广告的花费增幅远超过整体广告花费的增幅，在电梯电视广告花费增幅 99.1%，对其增长贡献 22.8 个百分点；在电梯海报广告花费增幅 43.8%，对其增长贡献 12.1 个百分点；在影院视频广告花费增幅 73.6%，对其增长贡献 9.2 个百分点。

图 26：2016 年全媒体广告花费前十行业的增幅



资料来源：CTR、招商证券

图 27：2016 年邮电通讯行业在生活圈媒体的表现

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	99.10%	22.8
电梯海报	43.80%	12.1
影院视频	73.60%	9.2

资料来源：CTR、招商证券

图 28： 2016 年邮电通讯业在户外生活圈媒体投放花费前十品牌

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	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%	我拍	-61.8%	唯品会	198.9%
猎聘	82.7%	职钱	New	爱奇艺	190.5%

资料来源：CTR、招商证券

二、楼宇媒体业务：收入端刊挂率与刊例价均有提升空间，成本端凭借垄断地位有望维持媒体租赁成本的高控制力

公司电梯媒体主要覆盖一二线城市，一二线城市有 2 亿多人口，每年超过 5 亿人次接触到公司的电梯媒体。公司楼宇媒体业务分为视频媒体和框架媒体，视频媒体设备单价高数量少，多发布于写字楼，一般通过联播网投放，按照城市套餐进行收费；框架媒体一般位于城市社区电梯内，数量大单价低，一般以小区为单位进行投放，按框架媒体数量进行收费。

表 1：分众传媒两类楼宇媒体

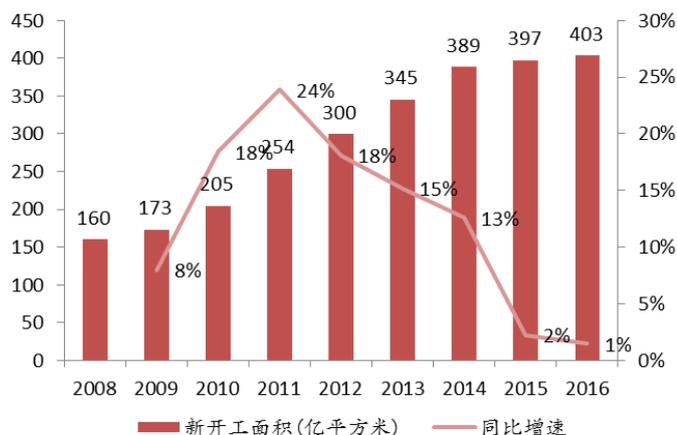
	楼宇视频媒体	楼宇框架媒体
建筑	城市写字楼等商业建筑	城市广大社区
位置	电梯等候厅	电梯内
媒介及广告形式	液晶屏幕或等离子显示器，滚动播放广告视频	框架 1.0：传统平面媒体，采用纸质海报的形式展示广告内容，一个点位即一个客户位。 框架 2.0：液晶平面媒体，采用电子海报的形式展示广告内容，一个点位可以包含若干个客户位。
营销目的	提升品牌曝光度+销售促进	销售促进
投放及收费模式	以公司联播网络整体控制投放内容，以城市套餐形式进行投放和收费，单次投放价格较高，单一套餐能够覆盖城市内约 50% 的商业建筑。	以小区为单位进行投放，根据框架数量进行收费，单位收费低。
数量	23.6 万	148.6 万

资料来源：公司公告、招商证券

2.1 楼宇媒体增长驱动一：收入端来看，刊挂率与点位价值均有提升空间

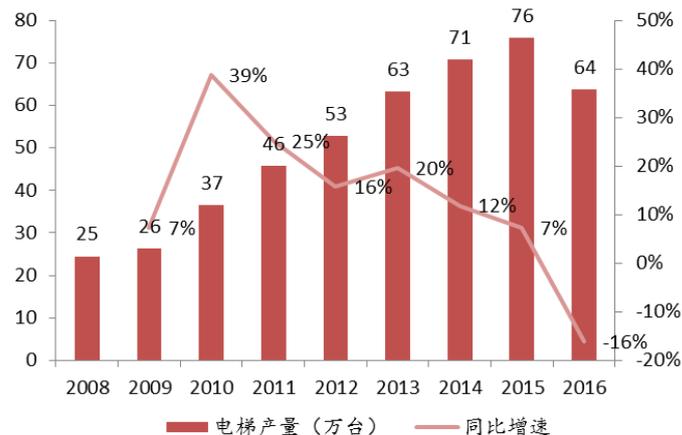
媒体资源数量的增长较为有限，因为房地产新开工面积以及电梯产量的增速已经进入自然增长阶段。但是刊挂率（主要是楼宇框架媒体）以及楼宇媒体的刊例价格仍有提升空间。

图 29：2008-2016 年房地产新开工面积及增速



资料来源：中国产业信息网、招商证券

图 30：2008-2016 年电梯产量及增速



资料来源：国家统计局、招商证券

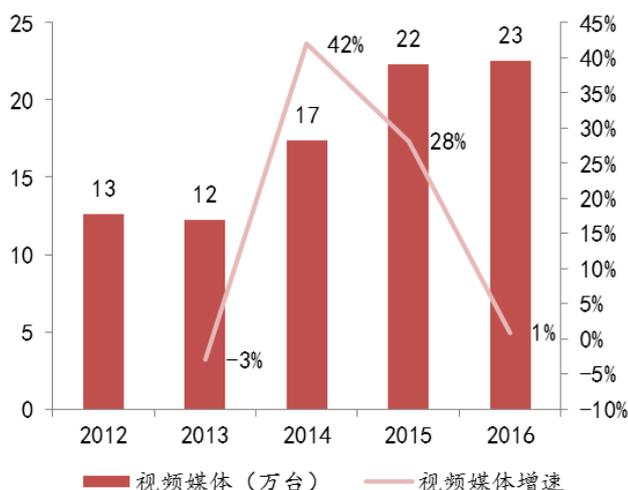
(1) 刊挂率：通过向三四线城市下沉，框架媒体刊挂率有较大增长空间。

楼宇屏幕定位于一二线城市商业楼宇，拓展空间有限。截至 2016 年末，自营楼宇屏幕媒体约为 22.5 万台，覆盖全国约 90 多个城市和地区，占全国 338 个城市的 26.6%。加盟楼宇屏幕媒体约 1.1 万台，覆盖 31 个城市和地区，占全国 338 个城市的 9%。楼宇媒体中，2016 年媒体资源数量的增加主要是来自于媒体采购单价较低的框架平面媒体，而相对单价较高的楼宇屏幕媒体资源数量同比基本持平。考虑到楼宇视频广告主要在商业写字楼投入，一二线城市才是目标区域，进一步下沉的空间较为有限。

楼宇框架：随着向三四线城市下沉，未来刊挂率有较大提升空间。

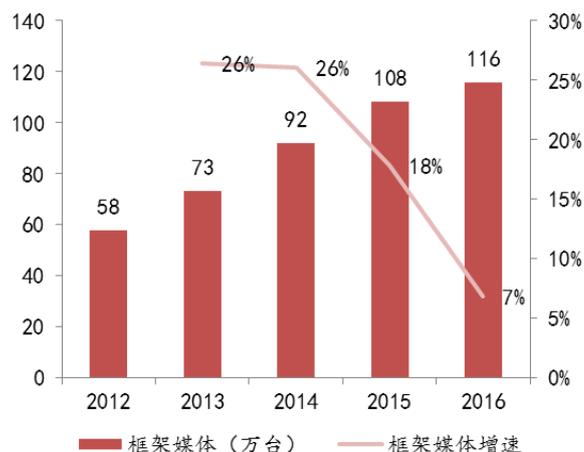
截至 2016 年末，自营框架平面媒体约 115.8 万个，覆盖全国 48 个城市，外购合作框架平面媒体覆盖 61 个城市，约 32.8 万块媒体版位。分众传媒的楼宇框架媒体在一线城市及主要二线城市的刊挂率提升了大约 10%，截至到 2015 年 5 月 31 日，分众传媒在一线和主要二线城市的框架媒体刊挂率大多在 40%-55% 之间，未来还有较大的提升空间。2015 年框架媒体的增长主要源于二三线城市的布局；2016 年框架平面媒体资源的增长主要是来自于北上广深一线城市，版位数量从 2015 年末的 31.6 万块增加到 2016 年末的 35.9 万块，增幅 13.7%。目前分众的框架媒体覆盖了全国 46 个城市。由于框架媒体单价较低，在广大城市社区投放，因而相比于视频媒体，楼宇框架媒体，未来存在进一步向三四线城市下沉的空间。

图 31: 2012-2016 年公司楼宇自营屏幕媒体数量及增速



资料来源: 公司公告、招商证券
注: 2015-16 年使用新的划分方法计算

图 32: 2012-2016 年公司自营框架平面媒体数量及增速

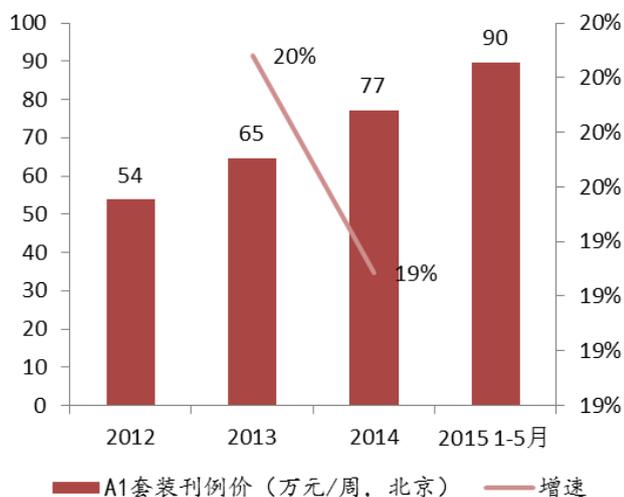


资料来源: 公司公告、招商证券
注: 2015-16 年使用新的划分方法计算

(2) 凭借垄断优势掌握定价权+产品创新, 楼宇媒体广告的刊例价仍有提升空间

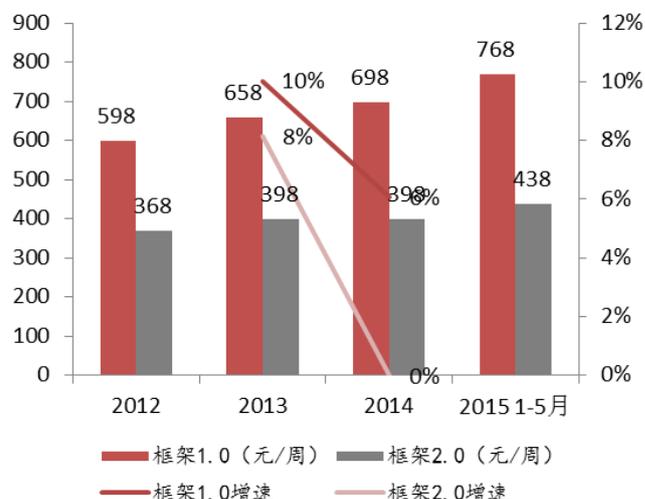
首先, 公司楼宇媒体价格尚未出现过大的涨幅。楼宇媒体视频套装刊例价格、框架 1.0 刊例价、框架 2.0 刊例价较为稳定; 楼宇视频广告业务涨价幅度相对更高, 13 年、14 年涨幅在 15% 以上。

图 33: 2012-2015 年 1-5 月公司楼宇视频媒体价格



资料来源: 公司公告、招商证券

图 34: 2012-2015 年 1-5 月公司楼宇框架媒体价格

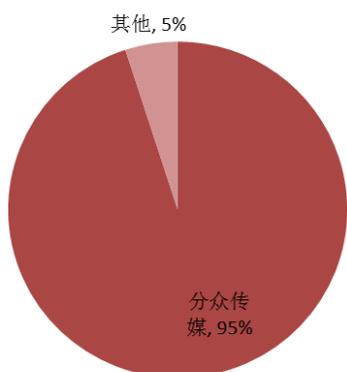


资料来源: 公司公告、招商证券

其次, 凭借行业垄断地位+媒体资源的稀缺性, 公司掌握楼宇视频媒体广告的定价权。

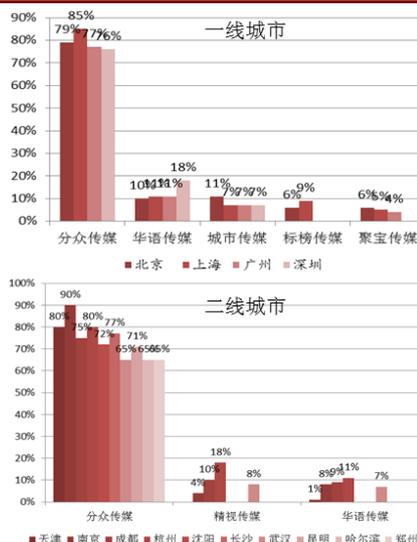
2015 年分众传媒电梯电视覆盖 120 个城市, 18 万块电梯电视, 在全国楼宇视频媒体领域市场占有率约为 95%。而公司的框架媒体在一线城市市占率在 75%-85% 之间, 在二线城市市占率在 65%-90% 之间, 超高的市场份额使得在面对广告主时, 公司掌握较强的议价能力, 若推动广告刊例价的逐步上涨, 可为企业带来营收增长空间。

图 35：2015 年楼宇视频媒体市场份额



资料来源：益普索、招商证券

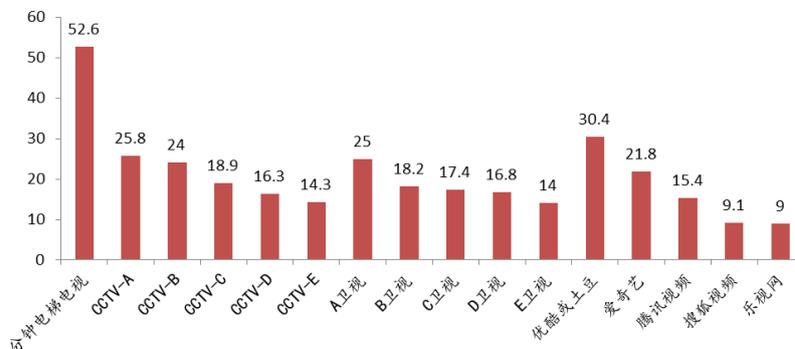
图 36：2015 年一二线电梯框架媒体市场份额



资料来源：CTR、招商证券

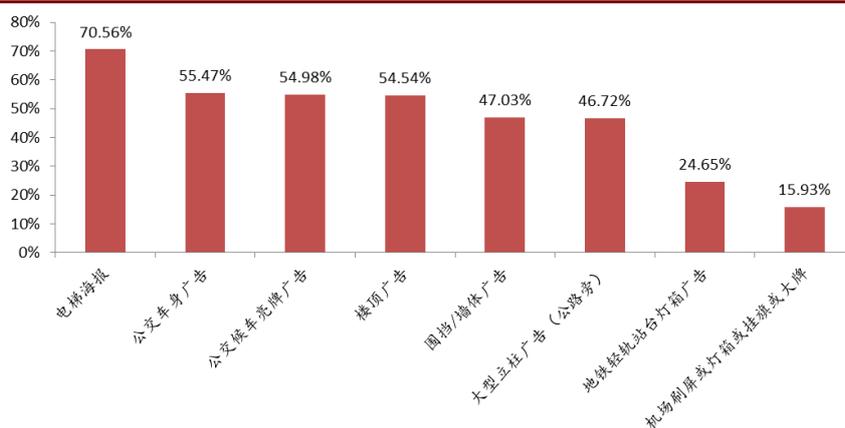
再者，当前分众的 CPM 价格相比于其他媒体而言较低，有一定的涨价空间。公司楼宇视频媒体面向 20-45 岁中高收入的都市主流消费群，分众电梯电视在风向标人群的周到达率是 52.6%，高于各大电视台和各大视频网站，而电梯海报周到达率 70.56%，也高于其他平面类户外媒体。但是目前分众在北上广深一线城市的 30 秒广告 CPM 不到当地电视台的一半。比如北京分众电梯电视视频单个广告 CPM 为 49，而当地电视台广告的 CPM 为 129。

图 37：风向标人群视频类媒体的周到达率（2015）



资料来源：CTR、招商证券

图 38：风向标人群视频类媒体的周达到率（2015）



资料来源：CTR、招商证券

第四，公司推出营销效果更好的互动屏，其广告价值高于一楼的楼宇媒体。

新一代互动具备感应支付功能；同时兼具待机下载、云端控制、终端定位、智能音量、人脸识别、距离判定、定时管理、电子密码锁和色彩辅助矫正等多样化的新功能于一身，屏实现了屏幕广告表现力的成功进阶，可以呈现未来更多的广告创意，吸引更多的观看者视线。同时，支付和互动等技术的融入使屏幕升级为智慧终端，将为观看者提供更与众不同的视觉体验，强效增加用户互动与黏度。互动屏的首批更新将历时4个月左右，覆盖北京、上海、广州和深圳四个城市，替换其原有液晶屏约3.5万台。

2.2 楼宇媒体增长驱动二：成本端来看，有望维持媒体采购成本与媒体租赁成本的高控制力

视频及框架媒体采购成本下降。楼宇电视媒体LCD购置及更换支出随着近几年LCD液晶屏采购单价的逐年下降，2015年楼宇视频媒体的平均采购单价下降至1800元人民币左右；海报框架的硬件采购费用平均采购单价约为80元左右。

垄断地位使得媒体租赁成本的上升有较好的控制力。媒体租赁成本是公司营业成本的主要构成，2015年占营业成本68%。由于目前公司基本整合了楼宇媒体市场，因而在媒体租赁价格上有较好的谈判能力。在分众传媒收购聚众传媒之前，商务楼宇的广告经营市场尚未实现整合，容易出现为赢得竞争而在争夺楼宇电梯广告经营权时相互抬价的情况。分众并购竞争对手、实现垄断后，有效遏制竞争对手间争夺楼宇资源而造成楼宇物业租金飞涨的情况，甚至在和楼宇物业租赁价格谈判上有较高议价权。过往，公司媒体租赁成本的上升低于楼宇媒体收入规模的扩张速度。比如2015年楼宇媒体业务收入增长了42%，而租赁成本为12.24亿元，同比上升23.18%。

由于对媒体采购成本的强控制力，公司楼宇媒体业务的较高毛利水平有望维持，甚至小幅提升。

二、影院广告业务：市场渗透率有较大提升空间，观影人次回升有望提升单银幕收入

公司影院媒体业务主要经营映前广告业务。

目前影院媒体广告分为影院映前广告、电影贴片广告和电影植入广告。三者的区别，从表面上看，在于其广告投放位置及播放顺序的不同。深入来看，影院映前广告更关注于针对电影市场档期的选择与投资，贴片广告与植入广告则更关注于与特定影片的内容结

合上。相比而言，影院映前广告的投放终端为电影院，投放周期及成本相对可控而稳定，场次和区域的操作也更加灵活，不会受到单部影片票房高低影响。

图 39：影院广告的分类

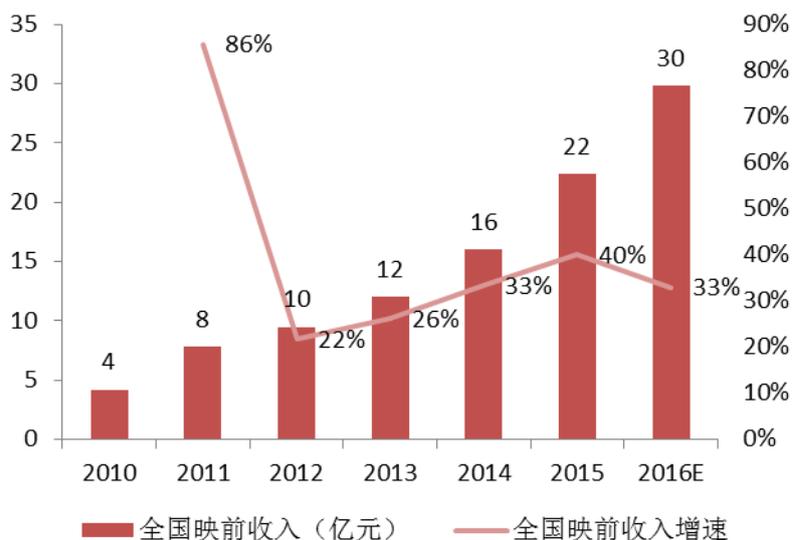
	价格	操作方
映前广告	按照投放天数、地区、广告市场及不同档期计算	影院/影院管理公司、映前广告媒体供应商
贴片广告	按照场次计算，30秒广告每场约60元，3000场起售	片方、贴片广告代理商
电影预告片	除少量制版费外免费	各片方
优势		劣势
<ul style="list-style-type: none"> 映前：覆盖人群高，不受影片档期变动影响，能够更有效地进行地区区分。 贴片：位置更接近正片内容可更贴合影片，与片方有深度合作可能。 电影预告：成本低廉，同类影片之间可以形成类型联动。 		<ul style="list-style-type: none"> 映前：与放映影片贴合度低，传播效果以来档期本身的市场热度。 贴片：效果受档期和影片票房影响明显，区域投放的精准度较低。 电影预告：在影院的放映空间变数大，实际传播效果难以把控。

资料来源：艺恩，招商证券

2.1 影院媒体增长驱动一：映前广告渗透率有较大提升空间，新增银幕仍有较大拓展空间

根据艺恩的数据，2010-2016 年中国影院映前广告市场复合增速 26.3%，2016 年中国影院广告市场规模达到 30 亿元。

图 40：2010-2016 年中国映前广告规模



资料来源：艺恩，招商证券

首先是新增银幕和影院数量还在通过向三四城市下沉而进一步增长。17 年 Q1 银幕总数为 4.4 万块，同比增长 40%，影院数量达到 9182 家，同比增长 36%。随着向三四线城市下沉，银幕与影院仍有一定增长空间。

当前映前广告渗透率较低，从影院渗透率口径统计仅 34%，从银幕渗透率口径统计约 50%，存量市场渗透率有提升空间。17Q1，全国影院数为 9182 家，而映前广告市场

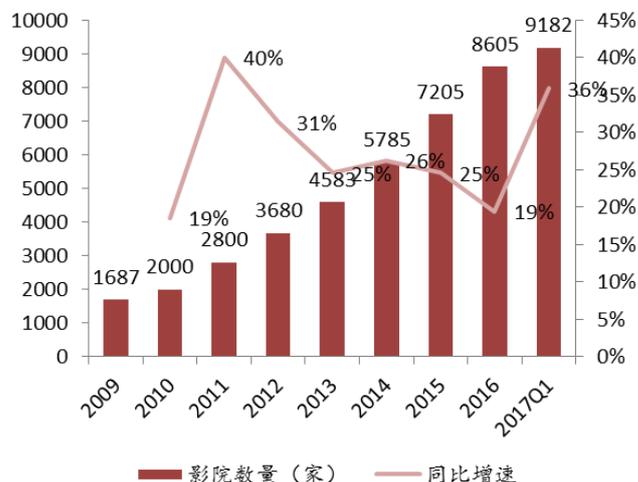
前四大主要参与者分众晶视、晶茂传媒、影时尚、乐幕合计仅覆盖约 3117 家，合计渗透率 34%左右；17Q1 中国银幕数量达到 4.4 万块，四大映前广告公司合计 22019 块银幕，渗透约为 50%。随着映前广告效果逐渐为市场认可，行业的渗透率将进一步提升。

图 41：2009-2017Q1 中国银幕数量及增速



资料来源：艺恩、招商证券

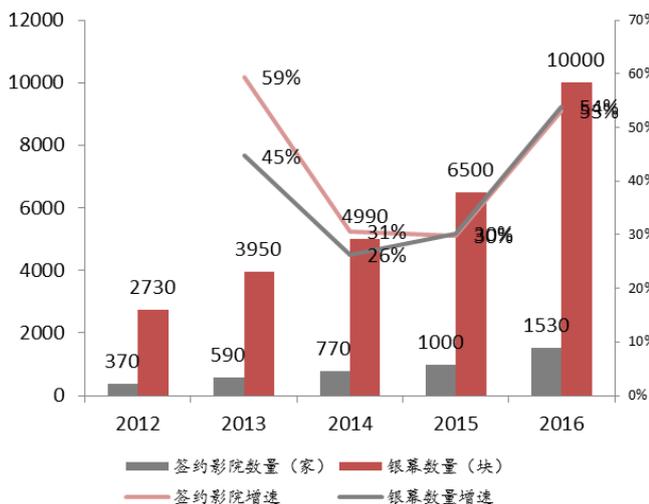
图 42：2009-2017Q1 中国影院数及增速



资料来源：艺恩、招商证券

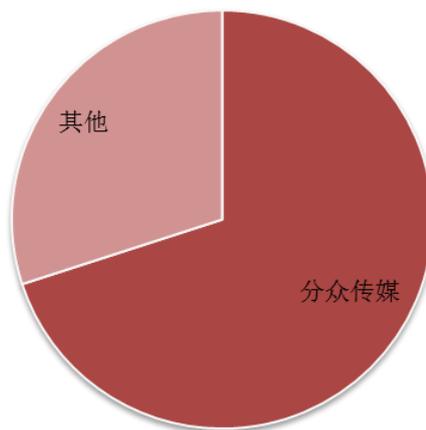
分众传媒近年来签约影院数量和银幕媒体数量均快速增加。公司签约的影院数量从 2012 年底的约 370 家增加到 2016 年的 1530 家，银幕数量从 2012 年底的约 2730 块增加到 2016 年的 10000 块，覆盖到 290 多个城市。根据公司官网的数据，现有银幕已经达到 1.2+万，覆盖影院 2000+家，覆盖 300+城市，市场占有率 70%，市场份额持续领先。

图 43：2012-2016 年分众传媒签约影院和银幕数



资料来源：公司公告、招商证券

图 44：分众传媒媒体市占率 70%



资料来源：公司官网、招商证券

分众晶视的竞争对手，主要是影时尚、晶茂传媒和乐幕，但目前分众传媒居于领先位置，通过新银幕的不断开拓，市场份额仍在增长，现有银幕已经达到 1.2+万，17 年市场占有率 70%，市场份额持续领先。

- 1) 影时尚：万达子公司幕威时尚旗下品牌，从 2016 年开始获得五年时限的万达电影院线全部万达影城内的银幕广告独家代理权。

- 2) 乐幕传媒：中影集团旗下影院前包月广告全国独家代理公司，目前已经拥有超过 200 多个城市的全国映前包月广告网络。
- 3) 晶茂传媒：北京畅游晶茂电影文化传媒有限公司和上海晶茂文化传播有限公司统称晶茂，覆盖全国 200 多个城市。始创于 2008 年，现为纳斯达克上市公司搜狐畅游的全资子公司，以北京为总部，同时在上海、广州、深圳、厦门、成都、南京设立分部。

表 2：2016 年代表公司映前广告覆盖影院数、银幕数情况表

公司	母公司	覆盖影院数	覆盖银幕数	合作院线
分众晶视	分众传媒	1530	10000	星美、UME、金逸、幸福蓝海、上海影城等
晶茂影视	搜狐畅游	900	6500	金逸、上影、百 CGV、耀莱、嘉禾等
影时尚	万达院线	320	2789	万达
乐幕	中影集团	627	4430	金逸、横店、保利影业、耀莱等

资料来源：各公司财报、公司官网、招商证券

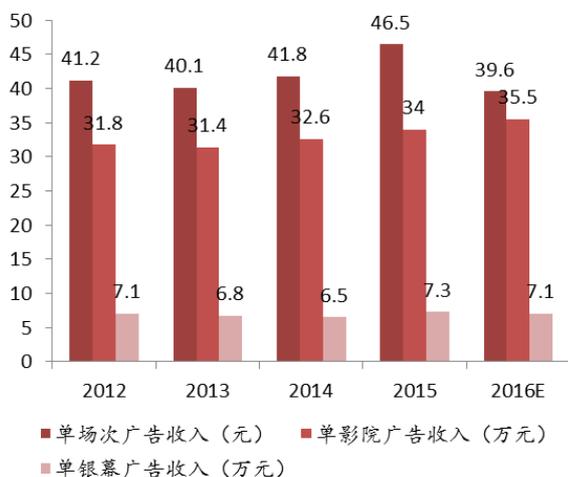
2.2 影院媒体增长驱动二：随着新建影院投入使用+内容质量提升观影人次，单银幕广告收入有望逐渐回升

艺恩数据显示，2012-2015 年的平均单影院广告收入为 32.6 万元，2015 年达到 34 万元；单银幕广告收入平均 6.9 亿元，2015 年达到 7.1 万元，单场次广告收入平均 42.4 元，2015 年为 41.2 元，预计 2016 年全国单影院广告收入贡献 35.5 万元，单银幕贡献 7.1 万元，单场次贡献 39.6 元，16 年略有下降主要是因为新增影院及银幕数较多。

由于单银幕广告时长天花板明显(国家政策规定播放电影广告的时长不能超过 10 分钟，其中，片方、发行方的贴片广告不超过 5 分钟，院线和影院的映前广告不超过 5 分钟)，单银幕广告价值主要受触达人群影响。16 年由于电影市场内容供给质量下降+票补降温，以及 16 年银幕扩张较快，虽然银幕数增长 34%，但观影人次增长仅为 9%，意味着单个银幕所能触达的人群数量在下降。考虑到中国的人均观影次数与发展国家相比仍有差距、新建影院逐步投入使用、电影内容质量的逐步提升，单个银幕触达的人数有望回升单银幕广告价值有望逐步回升至前几年的水平。

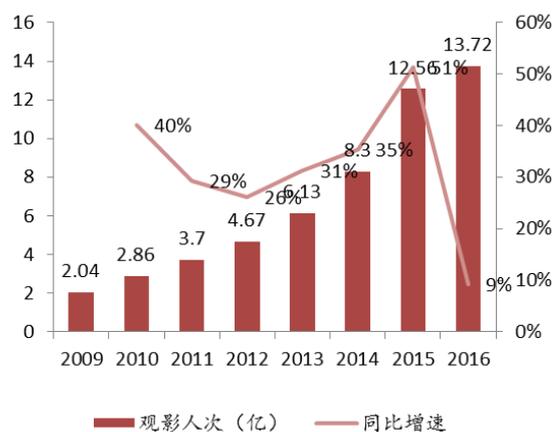
分众传媒影院媒体刊例价格 13-14 年增长较快，15 年价格增长幅度缩小，预计未来保持稳定。

图 45：2012-2016 年单影院广告收入贡献量变化



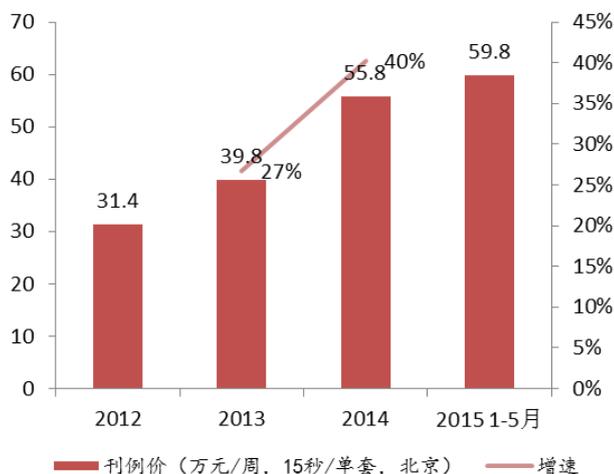
资料来源：艺恩、招商证券

图 46：2009-2016 年观影人次及增长



资料来源：艺恩、招商证券

图 47：2012-2015 年 1-5 月分众传媒影院媒体刊例价格的的增长



资料来源：公司公告，招商证券

2.3 影院媒体增长驱动三：院线议价能力提升，租金成本略有承压，但影响有限

一方面，院线公司通过自建或加盟的方式掌控了大量的影院，因而影院媒体不比楼宇媒体分散；另一方面，影院广告的市场集中度低于楼宇广告，所以影院媒体广告经营商在媒体租赁价格上的议价能力弱于楼宇广告。随着院线行业加速整合，其议价能力强化，因而在新增的影院媒体采购上，成本很可能会上升。

2015 年 7 月，公司与国内多家院线签订的合约将在 2018 年到期，16 年新签合同中协定以固定比例上升递增租赁费用，若影院媒体租赁价格没有同比上涨，毛利预计会小幅下降，但由于新签媒体资源产生的营业收入占比较小，对公司整体盈利能力影响有限。

表 3：分众晶视主要客户及租金条款

主要客户	租金条款
星美今晟国际广告 影城有限公司	2016 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日合作期内，租赁费用每年以固定比例递增。 自 2016 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日合作期内，租赁费用每年以固定比例递增。
金逸影视传媒股份有限公司	2016 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日合作期内，租赁费用每年以固定比例递增。
思远优觅文化传播有限公司	2015 年将合作期延长为 3 年，合作期内影院广告合作总金额 3 年不递增。
紫荆影业有限公司	2016 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日 5 年合作期内，影院广告合作总金额采取隔年递增的方式。

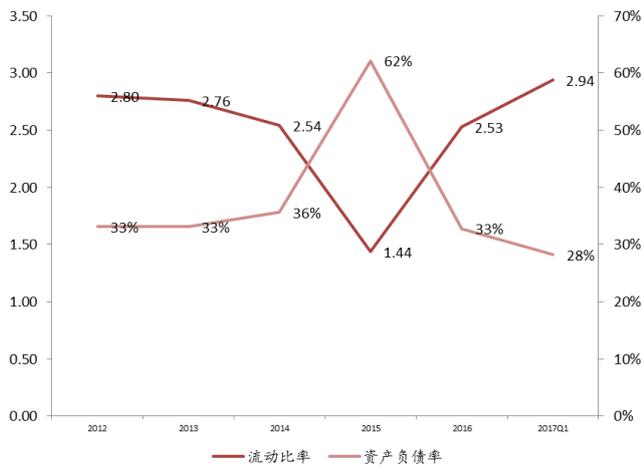
资料来源：公司公告，招商证券

三、投资并购：打造分众娱乐圈与生态圈

3.1 充裕的现金充裕，负债率较低，外延具备优势

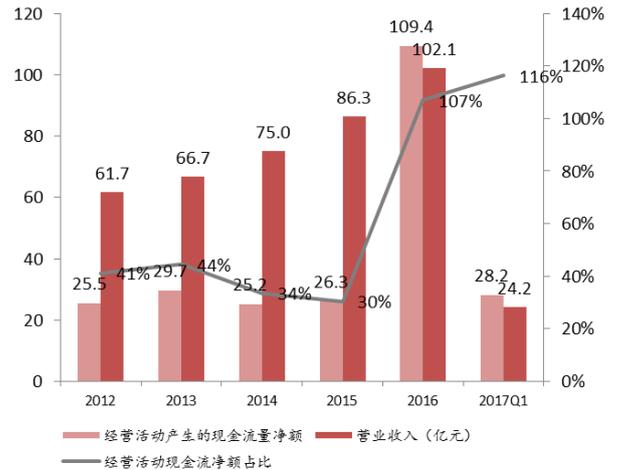
公司现金充足，负债率较低。2015 年募集配套资金的周转影响导致资产负债率短期偏高、流动比率偏低、经营活动现金流占营收比例低，但从 2016 年来看，公司流动比率恢复至 2.94 倍，负债率恢复至 28%，拥有较好的偿债能力，经营活动中的现金流净额占营收比例恢复为 116%，从而有足够资金用于进行投资并购和外延扩张。

图 48: 2012-2017 年 Q1 流动比率和资产负债率



资料来源: Wind、招商证券

图 49: 2012-2017 年 Q1 经营活动现金流及占比



资料来源: Wind、招商证券

3.2. 成立了多家产业并购基金，向娱乐圈及生态圈布局

公司自 2016 年以来共披露 8 个投资基金。分众传媒正在筹建分众产业基金,基金总规模约在 75 亿元,分众投入大约 16 亿。公司与锦天前程、琨玉前程、沸点资产等专业机构合作设立产业投资基金,利用自身的线下渠道资源与互联网、传媒、体育、金融等新经济产业链的对接,实现流量的二次变现。

表 4: 2016 年以来参与设立的投资基金

进度	基金名称	其他投资方	规模	公司出资	投资领域	投资标的
2016 年上半年完成	分众方源体育有限合伙	方源资本	4 亿美元	2 亿美元	体育产业	咕咚体育 WME IMG China
2016 年 12 月首次披露	待确定	锦天前程、琨玉前程	最高 4 亿元	不高于 50%, 最高 2 亿元	互联网、高科技、消费升级或服务升级的产品或服务	-
2016 年 8 月首次披露	珠海光控众盈产业投资基金合伙企业(有限合伙)	光控浦益、众亦咨询	50 亿元	4 亿元	布局泛文化娱乐行业	一下科技
2016 年 9 月首次披露	待确定	风云际会	最高 5 亿元	不高于 40%、最高 2 亿元	互联网、高科技、消费升级或服务升级的产品或服务	-
2016 年 7 月首次披露	待确认	清科投资	最高 5 亿元	不高于 50%、最高人民币 2.5 亿元	互联网、高科技、消费升级或服务升级的产品或服务	-
2016 年 7 月首次披露	待确认	沸点资产	最高 5 亿元	不高于 50%、最高人民币 2.6 亿元	互联网、高科技、消费升级或服务升级的产品或服务	-
2016 年 7 月首次披露	待确认	汇添富医健	最高 5 亿元	不高于 50%、最高人民币 2.7 亿元	互联网、高科技、消费升级或服务升级的产品或服务	-
2016 年 7 月首次披露	待确认	达晨投资	最高 5 亿元	不高于 50%、最高人民币 2.8 亿元	互联网、高科技、消费升级或服务升级的产品或服务	-

资料来源: 公司公告、招商证券

目前公司已经形成了如下投资布局:

(1) 参投短视频一下科技，布局泛娱乐。公司参与的光控众盈产业基金以 6200 万美元投资于国内移动视频行业领军企业一下科技，助力其完成总额达 5 亿美元 E 轮融资。旗下拥有秒拍、小咖秀、一直播三个产品组成的视频矩阵。

(2) 投资咕咚、WME、英雄体育，布局体育消费和电竞。1) 旗下产业基金分众方源体育投资了“全民运动社交”软件咕咚体育（公司出资 1500 万美元），咕咚以全民运动社交为核心拓展赛事服务以及电商消费。2) 分众方源还向 WME-IMG 投资 4500 万美元，并出资 2250 万美元与 WME-IMG、红杉资本、腾讯共同成立中国公司。WME 是美国最大的艺人经纪公司；IMG 除了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。未来公司将通过结合广告主资源和用户资源，助力咕咚在运动社交领域进一步强化升级。3) 分众创享以 30,000 万元领投英雄体育，将持有英雄体育 8.242% 的股权。英雄体育从事赛事运营和衍生品销售，同时涉足 VR 内容领域。英雄体育旗下赛事注册用户已达 4 亿人次，日活跃用户超过 5000 万人次，月活跃用户约为 8000 万人次。公司可通过自身广告渠道优势推动体育游戏、电竞体育在国内的发展。英雄体育也将为公司广告客户布局年轻、多样化的游戏玩家、电竞玩家的营销市场。

(3) 投资金融及 O2O，连接人与服务。在互联网金融领域，2016 年公司投资数禾科技（拿铁财经）推出“还呗”信用卡代偿产品，经过分众渠道推广后当前 App Annie 免费榜排名金融类前 20，极具成长空间。公司出资 1 亿元完成投资数禾科技（股权占比 70%）。数禾科技产品“拿铁财经 APP”目标客户与公司现有渠道的覆盖人群相匹配，有助于公司的渠道流量转化为用户；同时也有助于公司获得 C 端用户行为数据，为精准营销提供支持。2016 年 8 月公司以 5000 万美元投资设立子公司分众小贷（占比 100%）。分众小贷的可以：1) 为现有广告主客户提供业务发展和广告推广的资金；2) 向广告主的用户提供消费信贷，从而促进广告主产品或服务的销售；3) 面向个人用户提供信用卡代偿等信贷服务。

表 5：2016 年以来收购部分标的

首次披露时间	标的	投资金额	股权比例	产品简介
2016 年 1 月	数禾科技	1 亿	70%	(1) “拿铁财经”微信公众号已在 2015 年 11 月正式对外推出。为订阅用户提供精选、综合的财经资讯，供用户快速、有效的获悉各类财经要闻。 (2) “拿铁财经”APP。移动互联平台产品，面向都市白领提供资讯聚合推荐、理财规划咨询、金融产品筛选等服务。首个版本分别于 2015 年 12 月在 Apple store、2016 年 1 月在各大安卓市场发布，上线了财经资讯聚合和精准推荐服务。后续将陆续上线理财规划咨询、金融产品筛选等服务。 (3) “还呗”公众微信号和“还呗”APP 信用卡还款解决方案。面向白领用户提供低成本的信用卡还款解决方案。
2016 年 6 月	咕咚	1500 万美元	-	作为国内最大的运动社交平台，“咕咚”通过不断完善移动互联网环境下的“全民运动社交”，为国内外用户提供运动数据搜集和管理、线上线下赛事活动及场馆服务、高价值内容分享社区、移动支付解决方案、企业俱乐部福利体系、电商消费、运动安全保险等产品，首创了线上赛事的概念和服务。
2016 年 6 月	WME-IMG	3375 万美元	-	“WME/IMG”是全球领先的娱乐、运动、时尚公司，目前，已在超过 30 个国家运营，在世界范围内掌握有娱乐领域核心明星及体育赛事资源。WME 是美国最大的艺人经纪公司；而 IMG 除了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。

2016年7月	英雄体育	3亿	8.24%	英雄体育目前承办了多项电竞赛事,旗下赛事注册用户已达4亿人次,日活跃用户超过5000万人次,月活跃用户约为8000万人次。英雄体育的赛事在亚洲各大城市均设有常规的巡回赛,覆盖全亚洲大部分移动电竞赛事用户。在赛事的基础上,英雄体育重视落地实体商业,率先搭建赛事场馆,发展基于电竞赛事、电竞战队的运动服饰、鞋类等衍生品的开发及销售。除上述产品外,英雄体育还与美国领先的VR周边硬件研发商Virtuix达成战略合作,在大中华区独家销售Virtuix研发的Omni VR跑步机,并为英雄体育投资的VR设备研发配套的VR游戏内容。
2016年8月	分众小贷	5000万美 元	100%	主要经营各项贷款、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。分众小贷的设立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。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。
2016年11月	一下科技	6200万美 元	2.48%	一下科技成立于2011年8月,是中国领先的移动短视频娱乐分享应用和移动视频技术服务提供商,旗下拥有“秒拍”、“小咖秀”和“一直播”三款视频应用产品。在2012年1月1日获得晨兴创投的天使投资;2012又获得红点创投的A轮融资;2013年完成2500万美元的B轮融资;2014年5000万美元的C轮融资;2015年11月24日获得新浪领投的2亿美元D轮融资;2016年11月21日,一下科技宣布获得5亿美元E轮融资,投资方包括新浪微博、上海广播电视台、SMG旗下产业投资基金、光控-分众新兴产业投资基金、微影时代、凤凰投资、尚城资本、乐逗、Axiom Asia等。

资料来源:公司公告、招商证券

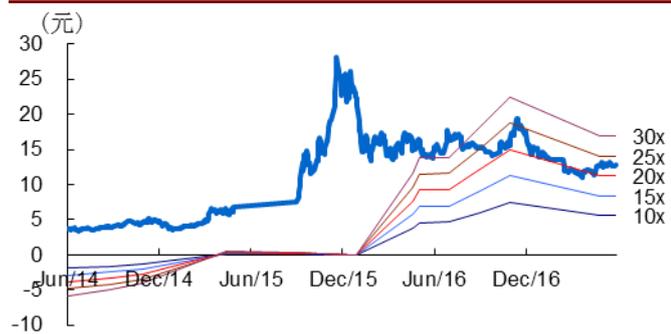
五、盈利预测及投资评级

预计公司2017-2019年实现营业收入123.65/146.00/169.28亿元,分别同比增长21%/18%/16%,实现净利润53.95/64.67/74.59亿元,分别同比增长21%/20%/15%,当前股价对应的17-19年PE分别为20.9/17.4/15.1倍。给予17年25倍PE,目标价15.5元。解禁短期可能形成股价的压制因素,但当前估值较低且认为市场对此已有一定预期。看好中国消费升级下生活圈媒体的景气度,以及公司行业垄断地位和管理层锐意进取精神,建议投资者用更加长期的眼光看待分众的投资价值,维持“强烈推荐-A”评级。

六、风险因素

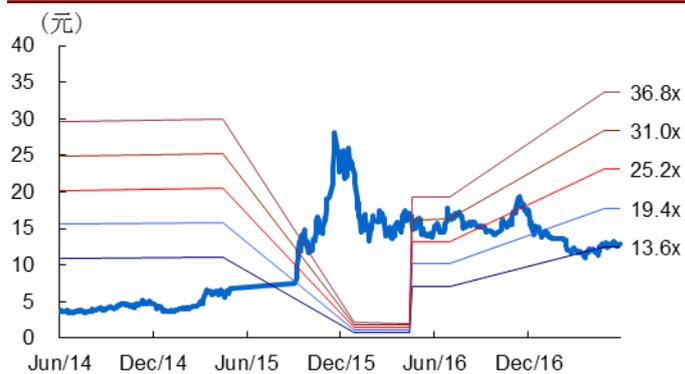
1. 限售股解禁带来的短期冲击风险。
2. 宏观经济低迷拖累广告增长风险:当前互联网行业广告支出增长较为景气并青睐生活圈媒体广告,是公司业绩增长的动力之一,若互联网行业景气度发生变化缩减营销开支,若未能及时调整客户结构,可能对公司经营造成不利影响。
3. 影院业务竞争加剧风险:多个院线公司也在开拓影院映前广告业务,可能会加剧竞争,拓展新银幕成本增加,则毛利有下滑风险。

图 50: 分众传媒历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 51: 分众传媒历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11130	9872	23009	28002	33681
现金	3176	4445	16464	20284	24721
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	17	83	100	118	137
应收款项	2182	2162	2593	3062	3550
其它应收款	4947	107	130	153	178
存货	0	0	0	0	0
其他	808	3075	3721	4384	5095
非流动资产	1372	2257	2231	2215	2206
长期股权投资	49	0	0	0	0
固定资产	301	266	241	226	217
无形资产	0	0	0	0	0
其他	1022	1991	1990	1989	1989
资产总计	12502	12129	25239	30217	35887
流动负债	7722	3904	3383	3512	3664
短期借款	0	652	0	0	0
应付账款	187	169	204	239	280
预收账款	350	457	552	646	756
其他	7185	2626	2627	2627	2628
长期负债	43	71	71	71	71
长期借款	0	0	0	0	0
其他	43	71	71	71	71
负债合计	7766	3975	3454	3583	3735
股本	314	334	8737	8737	8737
资本公积金	202	226	226	226	226
留存收益	4082	7431	12659	17508	23027
少数股东权益	137	163	163	163	163
归属于母公司所	4599	7991	21622	26471	31990
负债及权益合计	12502	12129	25239	30217	35887

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2630	4800	4462	5382	6289
净利润	3389	4451	5395	6467	7459
折旧摊销	139	130	120	108	101
财务费用	(7)	5	(64)	(147)	(180)
投资收益	1	(0)	0	0	0
营运资金变动	(884)	284	(983)	(1049)	(1095)
其它	(7)	(70)	(6)	3	4
投资活动现金流	(621)	(2905)	(91)	(91)	(91)
资本支出	(93)	(95)	(91)	(91)	(91)
其他投资	(529)	(2810)	0	0	0
筹资活动现金流	(460)	(513)	7649	(1471)	(1760)
借款变动	201	(544)	(652)	0	0
普通股增加	(23)	19	8403	0	0
资本公积增加	(597)	24	0	0	0
股利分配	(169)	(157)	(167)	(1618)	(1940)
其他	127	146	64	147	180
现金净增加额	1549	1382	12019	3819	4438

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8627	10213	12365	14600	16928
营业成本	2540	3019	3649	4269	4998
营业税金及附加	310	359	435	513	595
营业费用	1729	1944	2354	2780	3223
管理费用	436	469	556	657	762
财务费用	(129)	(142)	(64)	(147)	(180)
资产减值损失	243	261	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	0	0	0	0
营业利润	3498	4302	5434	6529	7530
营业外收入	477	1040	1040	1227	1411
营业外支出	7	26	26	26	26
利润总额	3968	5316	6448	7730	8915
所得税	582	868	1053	1263	1456
净利润	3386	4448	5395	6467	7459
少数股东损益	(3)	(3)	0	0	0
归属于母公司	3389	4451	5395	6467	7459
EPS (元)	10.78	13.34	0.62	0.74	0.85

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	497%	18%	21%	18%	16%
营业利润	10776%	23%	26%	20%	15%
净利润	25249%	31%	21%	20%	15%
获利能力					
毛利率	70.6%	70.4%	70.5%	70.8%	70.5%
净利率	39.3%	43.6%	43.6%	44.3%	44.1%
ROE	73.7%	55.7%	25.0%	24.4%	23.3%
ROIC	60.7%	39.5%	20.6%	20.0%	19.1%
偿债能力					
资产负债率	62.1%	32.8%	13.7%	11.9%	10.4%
净负债比率	0.0%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	2.5	6.8	8.0	9.2
速动比率	1.4	2.5	6.8	8.0	9.2
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
存货周转率	2.5				
应收帐款周转率	7.8	4.7	5.2	5.2	5.1
应付帐款周转率	10.3	17.0	19.5	19.2	19.3
每股资料 (元)					
每股收益	10.78	13.34	0.62	0.74	0.85
每股经营现金	8.37	14.39	0.51	0.62	0.72
每股净资产	14.63	23.95	2.47	3.03	3.66
每股股利	0.50	0.50	0.19	0.22	0.26
估值比率					
PE	1.2	1.0	20.9	17.4	15.1
PB	.9	.5	5.2	4.3	3.5
EV/EBITDA	27.3	22.3	17.4	14.8	12.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。分获 2016 年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名，2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名，2014 年新财富第五名、水晶球第四名、金牛奖第二名。

林起贤，招商证券研发中心传媒行业分析师。北京大学硕士，2015 年加入中投证券担任传媒行业分析师，2017 年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。