

生活圈媒体持续成长,利好长期增长空间

■ 作为生活圈媒体巨头,公司楼宇媒体业务具有垄断优势,布局了庞大数量的楼宇媒体(包含楼宇视频媒体及框架媒体)、影院媒体、卖场终端媒体等终端,覆盖了全国约250多个城市、超过2亿的都市主流消费人群的工作场景、生活场景、娱乐场景及消费场景等,其中楼宇视频媒体市占率超95%,框架媒体市占率超70%。通过巨大流量资源,公司为阿里、腾讯、饿了么等5400个品牌广告主提供新媒体营销服务。

■ 广告媒介发生结构性变化,生活圈媒体分流传统媒介份额,逆势取得快速增长。我们认为这种增长趋势具有中长期可持续性。一方面,生活圈媒体广告收入增速将受益于中国广告整体市场的增长增量。对标美国及日本,我国市场预计仍有2-3倍增长空间;另一方面将受益于对传统媒介广告的挤出效应,近年来传统媒介广告刊例花费不断缩减,2015年整体同比减少7.2%。

■ 楼宇媒体享垄断地位,业绩增长仍具挖掘空间。公司是楼宇媒体行业绝对龙头,对上下游议价能力较强,掌握市场定价的主导权。公司将持续夯实生活空间媒体业务,加大一二线城市的资源覆盖并向三四线城市下沉。随着刊例价格的逐步攀升、楼宇视频媒体及框架媒体终端数量的增加、以及刊挂率的提升,公司楼宇媒体广告收入将保持较快增长,在能够较好控制物业租赁成本上升幅度的情况下,预计楼宇业务的毛利率将维持稳中有升趋势。

■ 影院媒体业务占据先发优势,受益于中国电影市场蓬勃发展,收入规模增长迅速,成为业绩增长新亮点。2017年是进口大片集中年,优质内容将带动2017年中国电影市场回暖,影院媒体业务收入有望进一步提升。公司作为影院媒体业务的开创者,市场占有率达60%,占据先发优势。在影院媒体市场竞争逐渐加剧的背景下,公司通过与影院合作,开拓影院媒体的资源规模,优先布局优质影院阵地。从成本端来看,由于资源扩张,租赁成本上升,短期内影院业务毛利率可能将稍有下滑,但如果将周期拉长,随着过渡期结束,业务毛利率预计将逐步上升。

■ 公司正通过外延从媒体生活圈向生态圈领域进军。公司于2016年初以1亿元投资上海数禾,旗下拥有先进机器人理财产品拿铁财经、以及新兴的代还信用卡产品“还呗”;5月底,公司与方源资本发起设立4亿美元体育基金,并以3000万美元领投运动App咕咚;6月,旗下体育基金以4500万美元投资WME|IMG公司;8月,子公司出资3亿元投资英雄体育,布局电竞产业;目前,公司发布公告称拟分别与源星股权、方源嘉成合作设立投资基金,基金规模分别为10亿、23亿,进一步加快构建生态圈。

■ 投资建议:我们预计公司2017-2019年净利润分别为53.79亿、63.20亿、73.79亿,对应每股收益分别为0.62/0.72/0.84元。参考同类可比公司给予2017年27X估值,对应六个月目标价16.74元,给予“买入-A”评级。

■ 风险提示:宏观经济下行、行业竞争恶化、媒体资源租赁成本变动等风险。

公司深度分析

证券研究报告

PC及服务器硬件

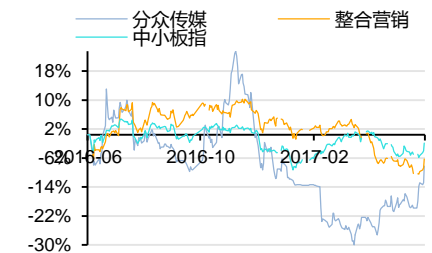
投资评级 **买入-A**
调高评级

6个月目标价: **16.74元**
股价(2017-06-07) **14.40元**

交易数据

总市值(百万元)	125,810.40
流通市值(百万元)	58,295.89
总股本(百万股)	8,736.83
流通股本(百万股)	4,048.33
12个月价格区间	10.96/35.77元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.02	21.49	-8.87
绝对收益	12.5	19.9	-11.3

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

分众传媒: 夯实海内外生态圈媒体业务, 进军娱乐圈与生态圈再造分众/焦娟 2017-02-04

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	8,627.4	10,213.1	12,017.4	14,046.9	16,365.3
净利润	3,389.1	4,451.2	5,378.7	6,320.1	7,379.4
每股收益(元)	0.39	0.51	0.62	0.72	0.84
每股净资产(元)	0.53	0.91	1.53	2.26	3.12
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	37.1	28.3	23.4	19.9	17.0
市净率(倍)	27.4	15.7	9.4	6.4	4.6
净利润率	39.3%	43.6%	44.8%	45.0%	45.1%
净资产收益率	73.7%	55.7%	40.1%	32.0%	27.1%
股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	1564.0%	525.4%	163.3%	294.2%	258.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 具有垄断优势的生活圈媒体巨头	6
1.1. 16 年收入首破百亿，盈利能力稳步提升.....	8
1.2. 以楼宇媒体为主，影院媒体收入持续快速增长.....	9
2. 广告市场结构重塑，生活圈媒介更受青睐	10
2.1. “被动型”生活圈媒体逆势取得较快增速.....	10
2.2. 以互联网企业为代表的新经济体加码生活圈媒体广告.....	11
3. 夯实生活圈，巩固主营业务领先优势	13
3.1. 楼宇媒体享垄断地位，业绩增长仍具挖掘空间.....	13
3.1.1. 高市占率提升议价能力，掌握刊例价市场定价主导权.....	13
3.1.2. 渗透与下沉同行，媒体资源数量稳步增长.....	15
3.1.3. 刊挂率维持稳增趋势.....	16
3.2. 影院媒体业务成为业绩增长新亮点.....	16
3.2.1. 影院媒体业务受益于中国电影市场蓬勃发展.....	16
3.2.2. 占据先发优势，加速拓展院线媒体资源.....	18
4. 布局新兴领域，加速构建生态圈	20
4.1. 投资体育娱乐内容平台，进军体育娱乐消费领域.....	20
4.1.1. 成立体育基金，领投运动社交平台“咕咚”.....	20
4.1.2. 参投全球娱乐体育巨头 WME IMG.....	22
4.1.3. 投资英雄体育，布局蓝海电竞产业.....	23
4.1.4. 拟参与设立投资基金，加快外延式发展.....	25
4.2. 依托线下流量入口，布局互联网金融.....	26
5. 投资建议	27
6. 风险提示	27
附录：	28
7. 公司目前正履行的楼宇媒体重大销售合同	28

图表目录

图 1：公司沿革.....	6
图 2：公司为阿里等 5400 个知名品牌广告主提供营销服务.....	7
图 3：公司为 81% 的中国 TOP100 大客户 提供营销服务.....	7
图 4：在夯实生活圈媒体业务同时，更着眼于构建人与信息、人与娱乐、人与金融的生态圈 ...	7
图 5：公司股权结构图.....	7
图 6：公司 2012-2016 年营业收入与净利润情况.....	8
图 7：公司 2012-2015 年总体毛利率及净利率.....	8
图 8：公司 2012-2016 年三项费用率.....	8
图 9：2012-2016 年营业收入构成(单位：亿).....	9
图 10：2013-2016 年各细分板块收入同比增速.....	9
图 11：2012-2016 年分业务毛利率.....	10
图 12：2014-2016 年商务楼宇及影院视频媒介广告刊例花费逆势增速良好.....	10
图 13：2005-2015 全球广告市场规模及增速.....	11
图 14：2008-2015 我国广告市场规模及增速.....	11

图 15: 2009-2014 美中日广告市场规模 GDP 占比	11
图 16: 2011-2015 传统广告刊例花费同比变化	11
图 17: 2015 年互联网企业各类媒体刊例花费 (单位: 亿元)	12
图 18: 2015 年互联网企业各类媒体刊例花费比例	12
图 19: 2015 年互联网企业各类媒体花费同比增幅	12
图 20: 楼宇视频广告刊例花费 TOP5 行业的同比增速	13
图 21: 2016H1 楼宇视频广告刊例花费 TOP10 品牌同比增幅	13
图 22: 公司楼宇视频媒体的市占率达 95% 以上	14
图 23: 2013-2015M5 公司楼宇视频媒体、框架 1.0 及框架 2.0 刊例价增长率	14
图 24: 68% 的楼宇视频媒体受众家庭收入在 1 万元以上	14
图 25: 67% 的框架媒体受众家庭月收入在 1 万元以上	14
图 26: 公司不断改进楼宇视频媒体的产品特征	15
图 27: 公司楼宇视频媒体数量不断增加(单位: 万台)	15
图 28: 2012-2016 年公司框架媒体数量及增速	15
图 29: 2005-2016 年全国电梯保有量及同比增速	16
图 30: 广告效果显著: “饿了么”白领市场外卖投放广告前后日销量变化	16
图 31: 广告效果显著: “饿了么”投放广告前后 APP STORE 排名变化趋势	16
图 32: 2014-2016 年影院视频广告刊例花费同比增长情况	17
图 33: 2011-2015 年中国映前广告收入及增长率	17
图 34: 中国观影人次不断增长	18
图 35: 中国银幕数及影院数量不断增长	18
图 36: 2012-2015 年全国单影院、单银幕、单场次广告收入贡献量变化	18
图 37: 公司拥有的影院媒体终端数量及刊例价情况	19
图 38: 2012-2015 年全国与分众晶视影院映前广告收入	19
图 39: 分众晶视全国资源占比情况 (截至 2016 年 3 月)	19
图 40: UMAX 影院实景效果图	20
图 41: 晶视影院作品	20
图 42: “咕咚” 界面	21
图 43: 运动类 APP 下载率排名情况	22
图 44: 2013-2016 年 “咕咚” 用户数量	22
图 45: “咕咚” 用户年龄分布	22
图 46: “咕咚” 用户城市分布	22
图 47: WME IMG 运营/发行的体育赛事	23
图 48: 英雄互娱电竞游戏	24
图 49: 英雄体育最新 VR 设备展示	24
图 50: 2014-2018 年国内电竞粉丝规模	25
图 51: 2014-2016 年国内电竞市场规模	25
图 52: 2014-2016 年国内电竞市场渗透率	25
图 53: “拿铁财经”、“还呗” APP 界面	27
图 54: 拿铁财经组合资产配置	27
表 1: 同行业可比公司毛利率及净利率比较分析	9
表 2: 2015 年互联网企业在商务楼宇视频广告上的投入大幅增长	12
表 3: “咕咚” 融资史	21

表 4: 拟设立投资基金具体情况	26
表 5: 截至 2016 年 12 月 31 日, 公司正履行的重大销售合同	28

1. 具有垄断优势的生活圈媒体巨头

公司于 2003 年由江南春先生在上海成立，在全球范围首创电梯媒体，是国内最大的户外广告媒体提供商，主营业务包括楼宇电视、楼宇海报、影院广告、卖场广告等；2003-2004 年，获软银、鼎晖、高盛超过 4000 万美元投资；随着媒体业务的高速发展，公司于 2005 年 3 月设计了 VIE 架构；2005 年 7 月，公司在美国纳斯达克（股票代码 FMCN）成功上市，成为首家中国广告传媒股，并以 1.72 亿美元的募资额创下当时中国公司上市融资纪录；2006 年，公司通过收购聚众传媒、框架传媒，逐步确立了电梯媒体绝对领导地位；2007 年入选纳斯达克 100 指数；2013 年 5 月完成美股私有化并退市，并于 2015 年 12 月借壳七喜控股成功回归 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，公司入选沪深 300、中证 100 指数股，成为中国市值最大的文化传媒股。

图 1：公司沿革



资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

公司通过内生与外延相结合的方式，构建了国内最大的城市生活圈媒体网络，并基于自身的生活空间媒体资源，加大一二线城市的资源覆盖、向三四线城市的下沉。截至 2016 年底，公司的生活圈媒体网络已覆盖全国约 290 多个城市及地区，超过 2 亿的都市主流消费人群，是国内线下流量第一入口，其中，自营楼宇视频媒体约为 22.5 万台、加盟楼宇视频媒体约 1.1 万台；自营框架平面媒体约 115.8 万块、外购合作框架平面媒体约 32.8 万块；签约影院媒体超过 1530 家、银幕超过 10000 块；卖场终端视频媒体约 5.4 万台。

在夯实生活圈媒体业务的同时，公司积极外延体育及娱乐领域，涉及娱乐内容的制作发行、体育节目制作发行及赛事运营等，加快构建人与信息、人与娱乐、人与金融对接的生态圈。公司于 2016 年初以 1 亿元投资上海数禾，旗下拥有先进机器人理财产品拿铁财经、新兴的代还信用卡产品“还呗”；5 月底，公司与方源资本发起设立 4 亿美元体育基金，并以 3000 万美元领投运动 App 咕咚；6 月，旗下体育基金以 4500 万美元投资 WME|IMG 公司；8 月，子公司投资 3 亿元领投电竞行业标的英雄体育；目前拟出资设立两个投资基金，进一步加快构建生态圈。

图 2：公司为阿里等 5400 个知名品牌广告主提供营销服务



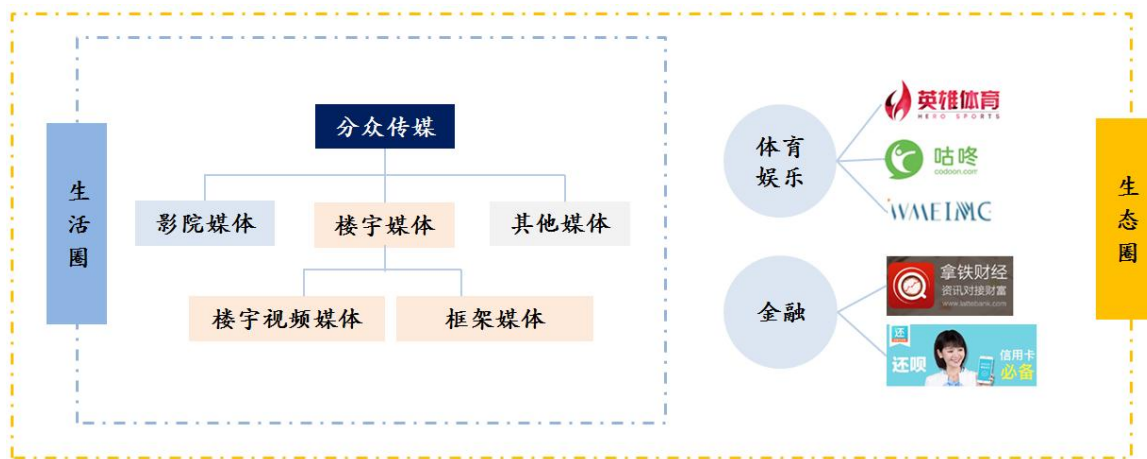
资料来源：公司官网

图 3：公司为 81% 的中国 TOP100 大客户提供营销服务



资料来源：公司官网

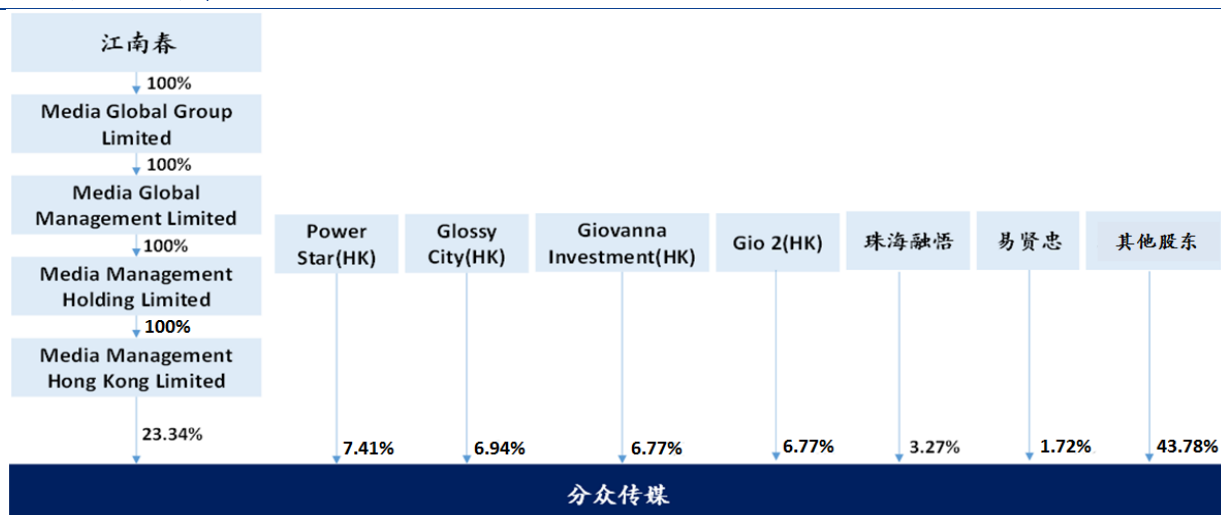
图 4：在夯实生活圈媒体业务同时，更着眼于构建人与信息、人与娱乐、人与金融的生态圈



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司创始人、实际控制人为江南春，截至 2017 年一季度，江南春通过 Media Management (HK) 持有公司 23.34% 股权。Power Star (HK)、Glossy City (HK) 为公司第二、第三大股东，分别持有公司 7.41%、6.94% 股权。

图 5：公司股权结构图

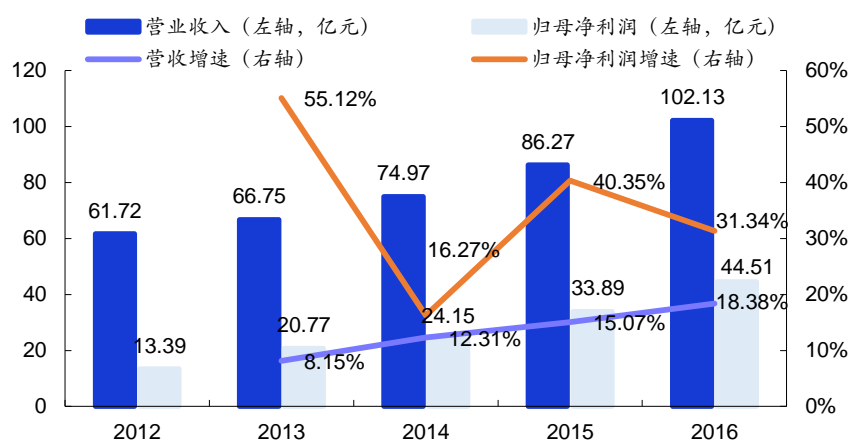


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.1. 16 年收入首破百亿，盈利能力稳步提升

公司收入及利润持续保持强劲增长,尤其是在 2016 年传统媒体行业全线下滑的背景下,公司收入逆势取得两位数增长。自 2003 年成立至今,公司营业收入的年均复合增长率超 56%; 2014-2016 年,营业收入分别为 74.97 亿、86.27 亿、102.13 亿,同比增速分别为 12.31%、15.07%、18.38%,营收增速逐年提高。公司盈利能力突出,2014 年以来,在营业收入保持平均 15.25%的增速稳健增长的情况下,公司凭借在各媒体市场份额的领先地位及媒体租赁成本的超强议价权,净利润增速显著高于营收增速,平均增速达 29.32%。

图 6: 公司 2012-2016 年营业收入与净利润情况

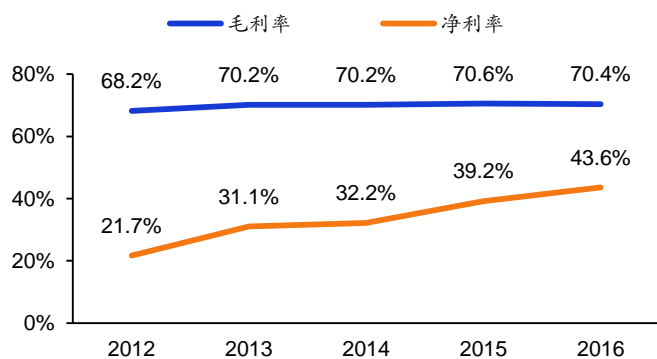


资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

在毛利率保持高位稳定的情况下,净利率提升显著。2013-2016 年,公司毛利率维持在 70.3% 左右,稳定在高位。与此同时,净利率增速较快,2016 年净利率水平较 2012 年已翻番,达 43.6%。与同行业可比公司比较,公司毛利率及净利率均远高于行业平均水平,体现了公司良好的盈利能力。

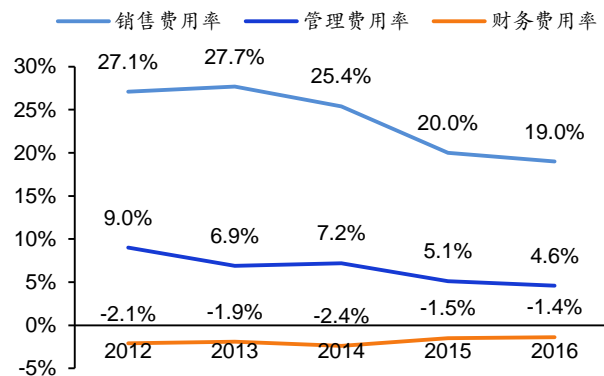
在费用率方面,公司 2016 年三项费用率合计为 22.2%,同比下降 1.4 个百分点,其中,销售费用率及管理费用率近年来均呈下降趋势,主要得益于公司近年内对销售成本及管理成本的有效控制。

图 7: 公司 2012-2015 年总体毛利率及净利率



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

图 8: 公司 2012-2016 年三项费用率



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

表 1：同行业可比公司毛利率及净利率比较分析

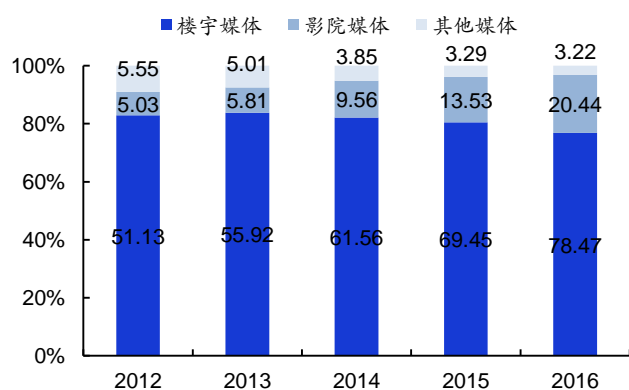
	毛利率			净利率		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
华闻传媒	45.3%	43.9%	36.9%	26.6%	20.7%	22.8%
粤传媒	37.3%	29.1%	24.9%	-29.6%	-4.2%	18.3%
省广股份	20.0%	18.0%	18.1%	7.7%	6.3%	6.4%
思美传媒	12.1%	11.6%	11.1%	3.3%	3.6%	3.9%
蓝色光标	31.8%	27.6%	21.7%	12.4%	0.9%	5.6%
华谊嘉信	12.8%	17.8%	18.7%	4.5%	3.9%	3.8%
乐视网	14.5%	14.6%	17.0%	1.9%	1.7%	-1.0%
顺网科技	78.0%	78.7%	75.2%	24.7%	30.4%	36.0%
腾信股份	18.3%	17.4%	1.4%	10.7%	10.1%	-19.7%
暴风集团	74.6%	65.5%	27.1%	10.8%	24.2%	-14.7%
浙数文化	46.7%	42.0%	34.5%	19.9%	25.5%	28.9%
龙韵股份	16.7%	10.0%	10.1%	6.6%	3.7%	3.6%
行业均值	34.0%	31.3%	24.7%	8.3%	10.6%	7.8%
分众传媒	70.2%	70.6%	70.4%	32.2%	39.2%	43.6%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. 以楼宇媒体为主，影院媒体收入持续快速增长

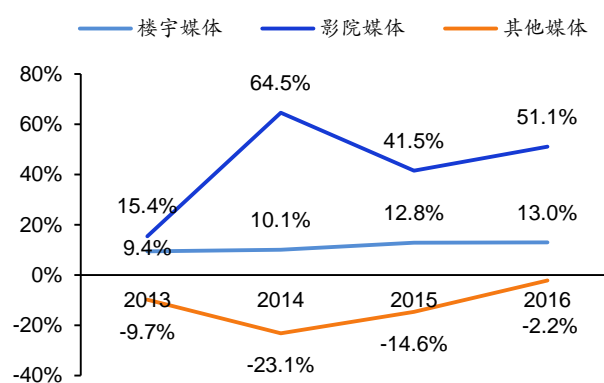
从收入结构来看，2012 年以来公司 75% 以上收入均来源于楼宇媒体业务，且收入增速逐年提高，近三年平均增长率为 12%，但随着影院媒体业务的迅速崛起，楼宇媒体业务收入占比呈现微降趋势。2016 年，楼宇媒体业务收入为 78.47 亿，同比增长 13.0%，占主营业务收入比例降至 76.8%。2013 年起，影院媒体业务占比的年增速超过 3%，同时公司战略性削减了对卖场媒体业务及户外大牌业务的开发，其他媒体业务占比亦逐渐减少。自 2014 年以来，受益于中国电影观影人数及银幕数量的迅速增长，公司通过积极开拓院线广告媒体资源，影院媒体业务收入迅速增长，占比不断扩大，据 2016 年年报，公司影院媒体业务实现营业收入 20.44 亿元，同比增长 51.1%，增速远高于楼宇媒体及其他媒体业务，占比提升至 20.02%。

图 9：2012-2016 年营业收入构成(单位：亿)



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

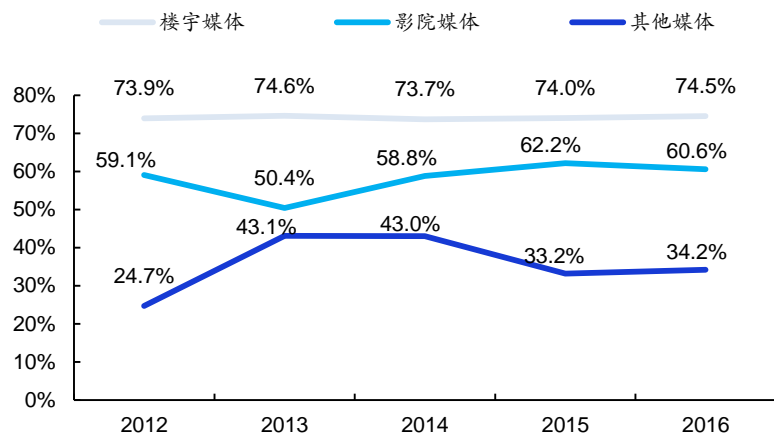
图 10：2013-2016 年各细分板块收入同比增速



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

从分业务毛利率来看，营业收入占比达 75% 以上的楼宇媒体业务毛利率水平最高，近五年平均毛利率达 74%，2016 年毛利率为 74.5%，较 2015 年增长 0.5 个百分点。此外，2013-2015 年，影院媒体业务毛利率持续提升，2015 年影院媒体业务毛利率为 62.2%，比 2014 年提高了三个百分点；2016 年，业务毛利率较 2015 年下降 1.6 个百分点至 60.6%，主要源于 2016 年影院媒体的租赁成本同比增长了 58.89%。虽然其他媒体业务的毛利率呈现下降趋势，但公司已战略性地削减了卖场媒体业务及户外大牌业务。

图 11：2012-2016 年分业务毛利率



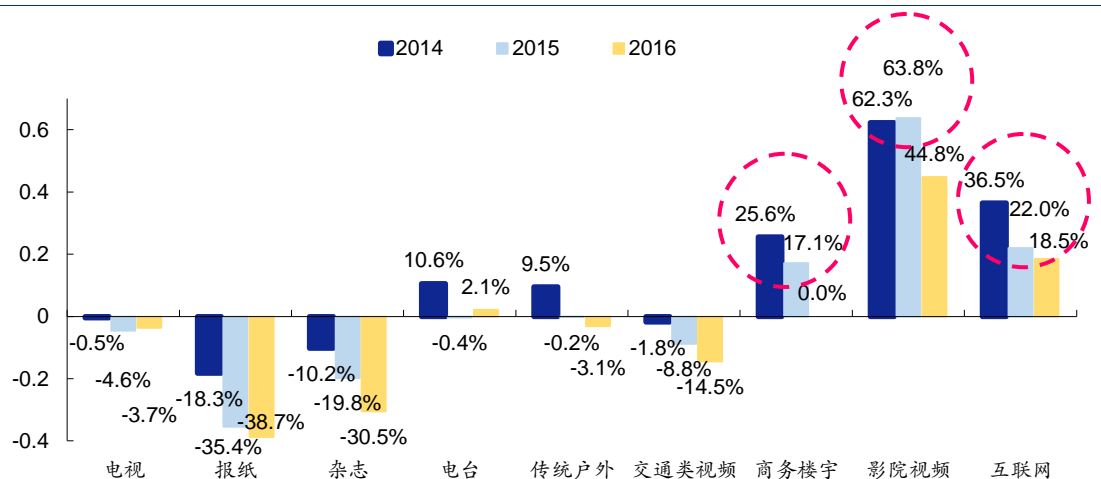
资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

2. 广告市场结构重塑，生活圈媒介更受青睐

2.1. “被动型”生活圈媒体逆势取得较快增速

生活圈媒体分流传统媒介份额，广告媒介发生结构性变化。根据 CTR 数据，2016 年中国广告市场整体刊例花费下降 0.6%，较 2015 年 2.9% 的降幅已有所收窄。从细分媒介类型来看，刊例花费的降幅主要来自于传统媒介，而生活圈媒体分流传统媒介份额，商务楼宇、影院视频两类“被动型”生活圈媒体刊例花费逆势取得较快增速，2016 年分别同比增长 17.1%、44.8%，广告主对这两类媒介的营销效果认可度逐年提高。

图 12：2014-2016 年商务楼宇及影院视频媒介广告刊例花费逆势增速良好

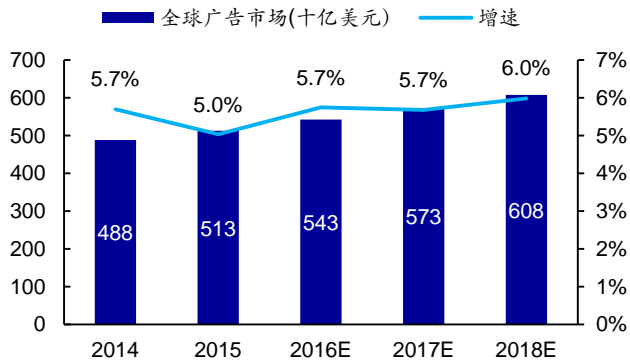


资料来源：CTR 媒介资讯，安信证券研究中心

我们认为这种增长趋势具有中长期可持续性。一方面，生活圈媒体广告收入增速将受益于中国广告整体市场的增长。对标美国及日本，我国广告行业预计仍有较大增长空间，2014 年，美国广告行业 GDP 占比为 2.35%，日本广告行业 GDP 占比为 1.6%，而我国占比仅为 0.87%。虽然我国广告行业市场较大，增速放缓，但对标美国及日本，我国市场预计仍有 2-3 倍增长空间；另一方面将受益于对传统媒介广告的挤出效应，近年来传统媒介广告刊例花费不断缩减，2015 年整体同比减少 7.2%。

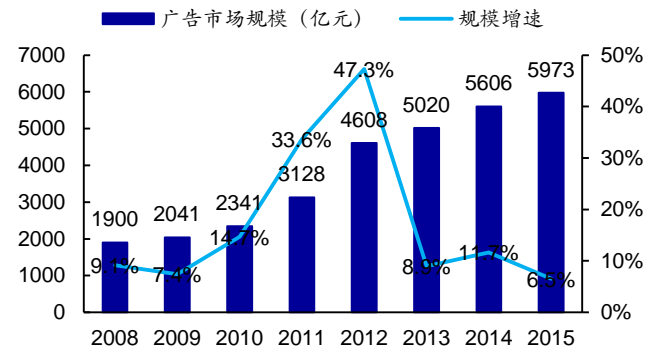
品牌在封闭生活空间的“被动”传播，可以产生常态及深度化、持续化的影响，原因在于资讯的过度，信息的爆炸令消费者注意力涣散，广告被稀释难以记忆，强有力的被动式传播，反而可以让消费者产生深刻印象。公司旗下的商务楼宇视频，社区框架广告，影院视频等“被动型”媒体的价值凸显，处在用户必经的封闭的生活空间中的被动式媒体以其强制性、不可选择性在移动互联网时代受到了更多广告主的认同。

图 13：2005-2015 全球广告市场规模及增速



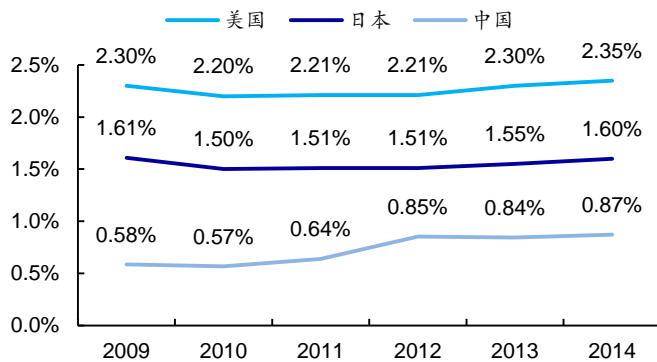
资料来源：eMarketer，安信证券研究中心

图 14：2008-2015 我国广告市场规模及增速



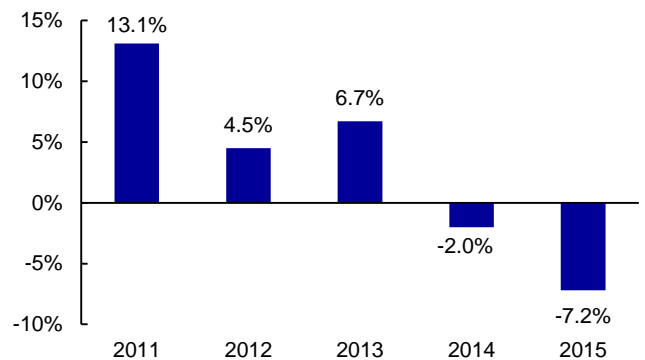
资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

图 15：2009-2014 美中日广告市场规模 GDP 占比



资料来源：Wind，智研咨询，安信证券研究中心

图 16：2011-2015 传统广告刊例花费同比变化

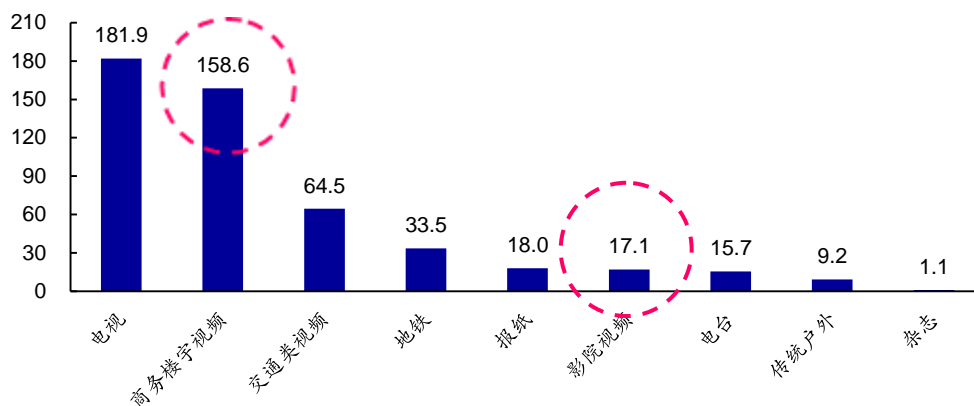


资料来源：CTR 媒介智讯，安信证券研究中心

2.2. 以互联网企业为代表的新经济体加码生活圈媒体广告

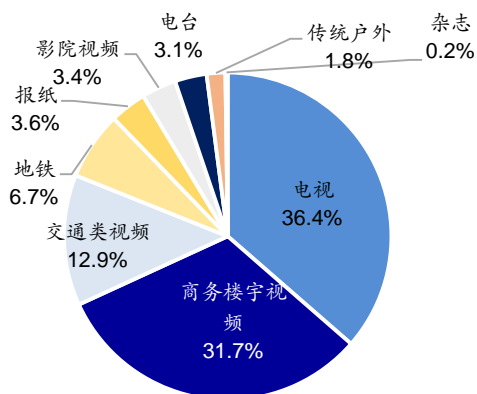
楼宇视频广告、影院视频媒介广告具有“封闭性”、“被动性”、“到达率高”，受众不容易受到其他信息干扰，从而产生更好的广告投放效果；同时楼宇视频、影院视频的受众与互联网企业广告主的目标受众重合度高，有利于强化受众对品牌的认可度。2015 年，互联网企业在楼宇视频广告的刊例花费为 158.6 亿元，占互联网企业广告总投入的 31.7%，仅比电视广告花费占比低 4.7 个百分点；影院视频广告花费占比虽仅为 3.4%，但其同比增速高达 399%，增长态势强劲。

图 17: 2015 年互联网企业各类媒体刊例花费 (单位: 亿元)



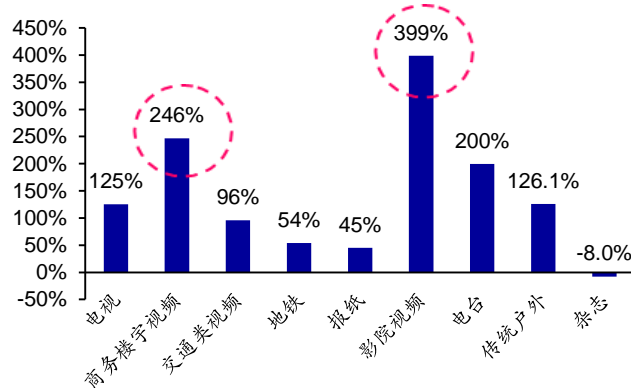
资料来源: CTR 媒介智讯, 安信证券研究中心

图 18: 2015 年互联网企业各类媒体刊例花费比例



资料来源: CTR 媒介智讯, 安信证券研究中心

图 19: 2015 年互联网企业各类媒体花费同比增幅



资料来源: CTR 媒介智讯, 安信证券研究中心

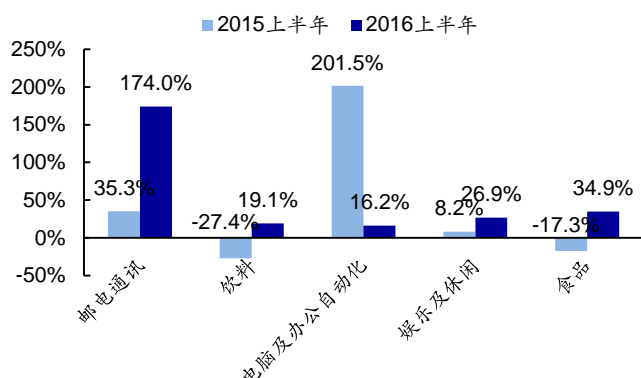
以楼宇视频广告为例, 近年来以互联网企业为代表的广告主均大幅上调对商务楼宇广告的投入。2016 年上半年, 楼宇视频广告花费前五大行业均继续增加投放, 其中邮电通讯行业投入增长高达 174%, 带动了生活圈媒体的持续增长。分公司来看, 投放量前三大品牌为农夫山泉、途牛、京东商城, 同比增速分别为 98.3%、163.5%、784.9%。同时互联网企业房天下、瓜子二手车直卖及一直播首次进入投放量前十大品牌。

表 2: 2015 年互联网企业在商务楼宇视频广告上的投入大幅增长

序号	产品	增幅	序号	产品	增幅
1	瓜子二手车直卖网	NEW	6	京东商城网	25.7%
2	途牛旅游网	171.4%	7	优信二手车	New
3	天猫网	323.2%	8	猎聘网	92.6%
4	脉脉软件	>1000%	9	饿了么	>1000%
5	58 同城	117.6%	10	人人车网	New

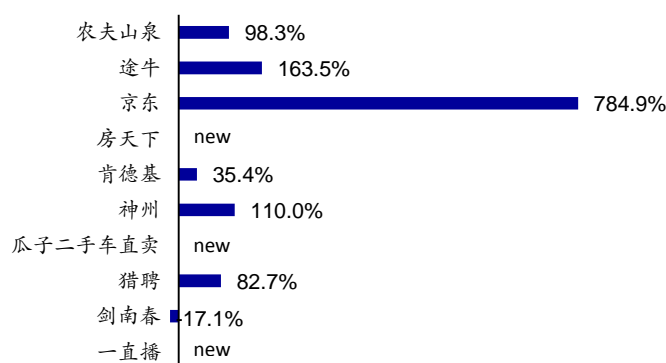
资料来源: CTR 《互联网企业广告营销报告》, 安信证券研究中心

图 20: 楼宇视频广告刊例花费 TOP5 行业的同比增速



资料来源: CTR 媒介智讯, 安信证券研究中心

图 21: 2016H1 楼宇视频广告刊例花费 TOP10 品牌同比增幅



资料来源: CTR 媒介智讯, 安信证券研究中心

3. 夯实生活圈，巩固主营业务领先优势

3.1. 楼宇媒体享垄断地位，业绩增长仍具挖掘空间

楼宇媒体是公司独有价值。移动互联网时代，消费者的选择高度分散化、碎片化，“被动式”、“封闭性”电梯媒体价值凸显。移动互联网时代下，消费者信息获取具有实时、便捷、零成本等特性，消费者可接触到的媒介终端包括电视端、PC 端、移动端等，各终端资讯过度。而消费者选择过多极大降低了品牌传播的精准到达率，品牌营销效果难以保障。公司最独有的价值是在主流城市主流人群必经的电梯空间中每天形成了高频次有效到达，从而形成了强大的品牌引爆的能力。依靠“主流人群”、“必经”、“高频”、“低干扰”的独有特点。

公司楼宇媒体包括楼宇视频及框架媒体，是楼宇媒体行业绝对龙头，具有垄断优势，议价能力强，掌握市场定价的主导权。据官网数据，公司目前已覆盖 120 个城市、拥有 110 万块电梯海报、18 万块电梯电视、以及 5 亿人次城市主流人群的日均到达。从收入端看，随着刊例价格的逐步攀升、楼宇视频媒体及框架媒体终端数量的增加、以及刊挂率的提升，公司楼宇媒体广告收入将保持较快增长（楼宇广告收入与刊例价、广告点位、刊挂率成正比关系，即楼宇广告收入=刊例价*折扣率*广告点位*刊挂率）；从成本端看，营业成本主要由媒体租赁成本构成，媒体租赁成本占营业总成本的比重超过 70%，租赁成本的上涨则主要源于资源数量的增加，而在租赁价格方面，公司作为行业龙头，具有较强的议价能力，能够较好控制物业租赁成本上升幅度，预计公司楼宇业务的毛利率将维持稳定。

3.1.1. 高市占率提升议价能力，掌握刊例价市场定价主导权

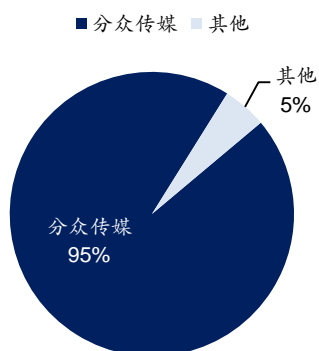
基于公司的行业垄断地位及较强的议价能力，掌握了刊例价市场定价主导权。公司的楼宇视频媒体及框架媒体分别占据 95%及 70%以上的市场份额，行业垄断优势明显，作为行业的领导者，公司拥有较强的市场定价及议价能力，充分地把握着行业市场的主导权。

- 1) 从历史数据来看，根据重组预案公告，公司楼宇媒体刊例价格保持逐年增长趋势，根据调研数据显示，框架媒体及楼宇视频媒体的实际执行价年化涨幅在 10%左右；
- 2) 从产品地域分布情况来看，公司的楼宇媒体主要覆盖一二线城市核心商圈及住宅区，在一线城市的刊挂率较高，具备提价基础，随着一线城市租赁成本的上涨，可预期公司楼宇媒体刊例价的上涨；
- 3) 从受众群体结构来看，根据《电梯电视 2015 年度基础调研报告》数据显示，65%以上的楼宇媒体受众家庭收入在 1 万元以上，这类受众家庭对价格上调的接受度相对较高，广告主将增加的成本向下游传递所带来的对受众群体的影响相对有限，因此楼宇媒体的受众群体结构对广告主的成本风险有所缓冲，为公司楼宇媒体的刊例价提供了上涨空间；

4) 从产品技术优势来看, 公司正不断推进楼宇媒体的产品更新, 产品竞争优势明显, 有助于公司市场定价、议价能力的持续提升。具体来看, 公司于 2011 年推出了新一代楼宇视频媒体互动屏; 2012 年, 基于 LBS 技术架构、与百度等互联网公司的数据库结合, 推出了升级版电梯媒体平台, 随后的产品可以根据楼宇社区、受众人群、商圈位置等信息, 实现以楼宇为单位的精准投放; 自 2014 年, 公司开始谋求将线下点位与互联网、移动互联网相结合, 致力于成为国内领先的 LBS、O2O 媒体集团, 通过在其媒介设备中置入 Wi-Fi、iBeacon、NFC 接入互联网及移动互联网, 实现云到屏、屏到端的精准互动, 成为 O2O 互动的线下流量入口, 并可以此为平台嫁接促销活动、营销活动、支付手段、社交娱乐、金融服务等。

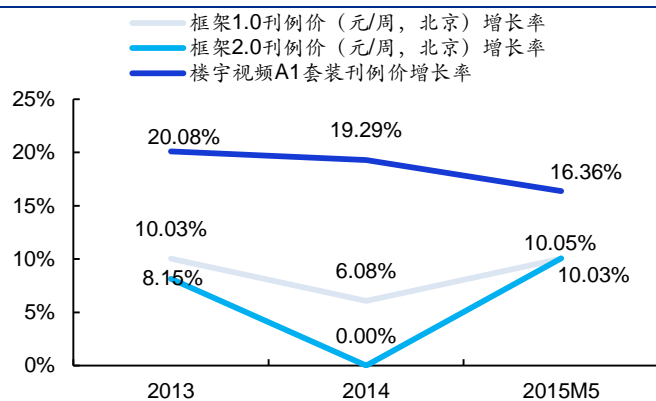
在实际销售过程中, 公司综合考虑客户重要性程度、合作期限、广告投放额度、投放媒体资源质量、投放的季节性等因素后给予客户一定折扣率。而在折扣力度方面, 公司给予的折扣力度在三折到六折不等, 但整体折扣率较为稳定。

图 22: 公司楼宇视频媒体的市占率达 95% 以上



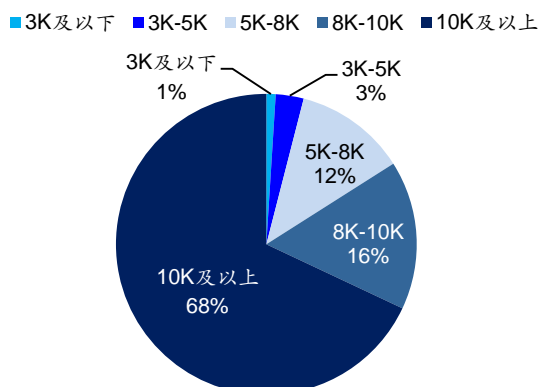
资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 23: 2013-2015M5 公司楼宇视频媒体、框架 1.0 及框架 2.0 刊例价增长率



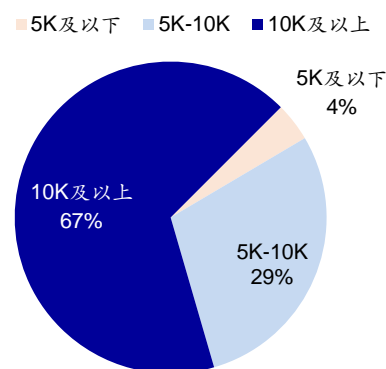
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 24: 68% 的楼宇视频媒体受众家庭收入在 1 万元以上



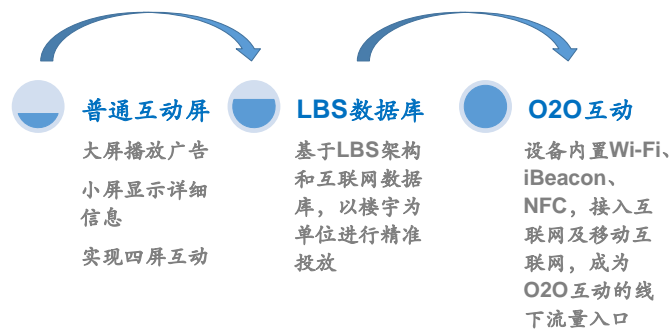
资料来源: 电梯电视 2015 年度基础调研报告, 安信证券研究中心

图 25: 67% 的框架媒体受众家庭月收入在 1 万元以上



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 26：公司不断改进楼宇视频媒体的产品特征



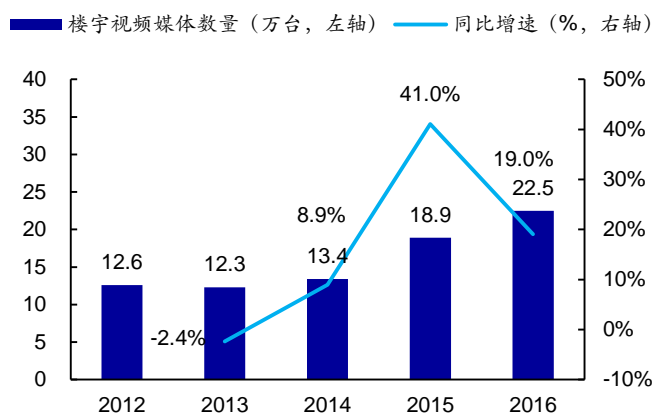
资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

3.1.2. 渗透与下沉同行，媒体资源数量稳步增长

楼宇视频媒体及框架媒体终端数量呈现稳步增长趋势。截至 2016 年末，公司拥有自营楼宇屏幕媒体 22.5 万台，较 2015 年增加 3.6 万台，资源数量上涨 19%，覆盖 90 余个城市及地区；自营框架平面媒体 115.8 万个，较 2015 年增加 7.4 万个，资源数量上涨 6.83%，覆盖 48 个城市，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%。随着未来公司对新建楼宇及尚未开发楼宇的持续投入，楼宇媒体的资源数量预计将进一步增加。

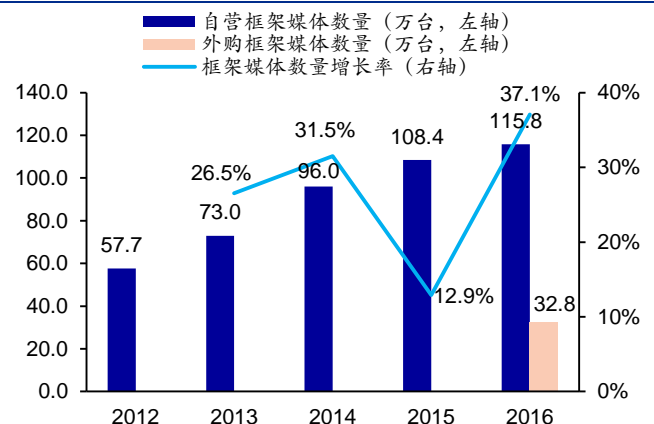
渗透率的提升及向三四线城市的下沉，将为媒体资源数量提供持续增长的空间。1) 渗透率目前处较低水平，未来提升空间较大。根据智研咨询数据显示，截至 2016 年底，全国电梯保有量达 494 万台，假设每台电梯平均安装 2.5 个框架媒体，则全国电梯共可安装 1235 万个框架媒体，根据公司年报，截至 2016 年底，公司拥有自营框架平面媒体 115.8 万个，以此可计算得出市场渗透率仅为 9.4%，处于较低水平，未来具有较大的可提升空间；2) 加快向三四线城市的下沉，开发新的市场增量。公司在加大一二线城市的资源覆盖的同时，将加快推进向三四线城市的下沉。目前，框架平面媒体资源的增长主要来自于北上广深一线城市，随着公司对三四线城市的下沉及开发，市场覆盖率将进一步提高，为楼宇媒体的终端数量提供新的增长点。

图 27：公司楼宇视频媒体数量不断增加(单位：万台)



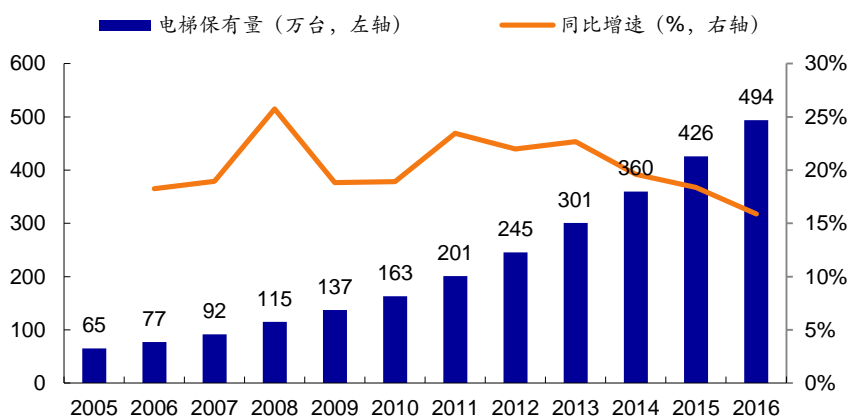
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 28：2012-2016 年公司框架媒体数量及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 29：2005-2016 年全国电梯保有量及同比增速

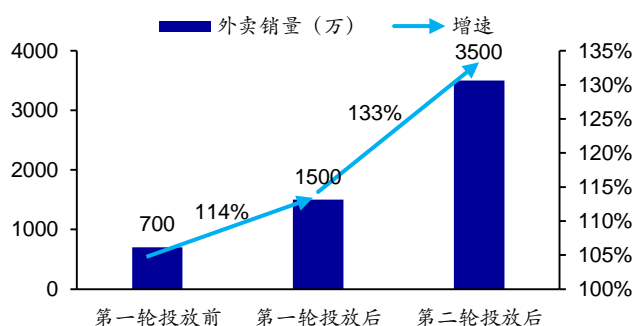


资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

3.1.3. 刊挂率维持稳增趋势

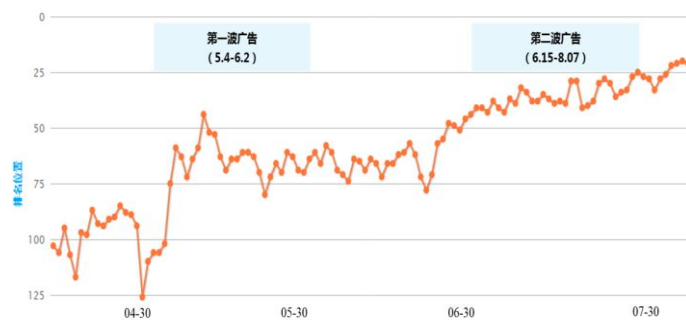
刊挂率在较大程度上取决于媒体广告效果，广告效果则主要体现在产品技术的更新推进及广告投放的精度上。公司凭借覆盖范围广、层次丰富且高效的广告播出网络及管理平台，推出的向上云端基于大数据精准化投放战略、向下基于屏幕与手机端 O2O 互动战略，可满足广告主的差异化需求，实现广告的精准投放，进一步提升公司生活圈媒体的广告效果。根据公司公告，截至 2015 年 5 月底，公司在一线及主要二线城市的框架媒体刊挂率大多在 40%-55% 之间，未来随着公司对媒体资源、媒体运营等方面的持续优化、以及广告客户群体基础的增长，刊挂率有望进一步提升。

图 30：广告效果显著：“饿了么”白领市场外卖投放广告前后日销量变化



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 31：广告效果显著：“饿了么”投放广告前后 APP STORE 排名变化趋势



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

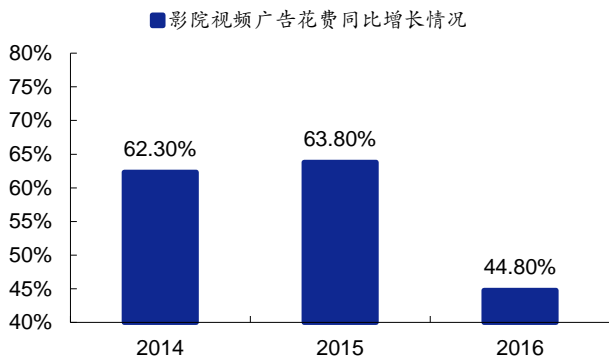
3.2. 影院媒体业务成为业绩增长新亮点

3.2.1. 影院媒体业务受益于中国电影市场蓬勃发展

生活圈媒体的另一种形式是影院视频广告，影院视频广告包括映前广告、贴片广告、植入广告。贴片广告（正片开始前 0-5 分钟播放）及植入广告（插入电影情节播放）均由电影片方主导销售，而映前广告（正片开始前 5-10 分钟播放）则由影院主导销售。根据 CTR 数据，中国影院视频广告花费在 2014-2016 年平均增长率为 57.0%，远超广告市场整体增速。2016 年国内广告市场整体刊例花费下降 0.6%，而影院视频广告刊例花费逆势取得快速增长，2016 年同比增长达 44.8%。

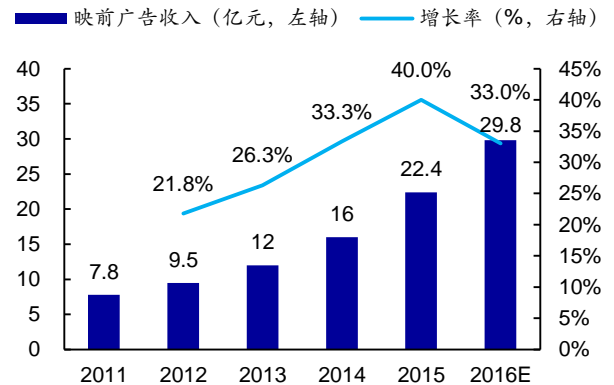
公司以映前广告为主要影院媒体业务，映前广告品牌宣传效果突出，市场规模快速扩张。密闭的空间环境、富有视觉冲击力的大银幕、震撼的音响效果使得影院广告具有较高到达率。根据艺恩数据显示，82.75%的观影者会在影片播放前观看广告，能记住广告品牌的受众有56.9%，受影响并形成购买意愿的可达到20.34%。映前广告方面，由于其不与特定影片绑定，受单一影片的排片、票房表现等方面影响较小，在影院视频广告中优势更为突出。根据艺恩数据，2015年，国内映前广告市场规模达22.4亿，同比增长40.0%，预计2016年市场规模将增长至29.8亿，持续快速增长。

图 32：2014-2016 年影院视频广告刊例花费同比增长情况



资料来源：CTR 媒介智讯，安信证券研究中心

图 33：2011-2015 年中国映前广告收入及增长率

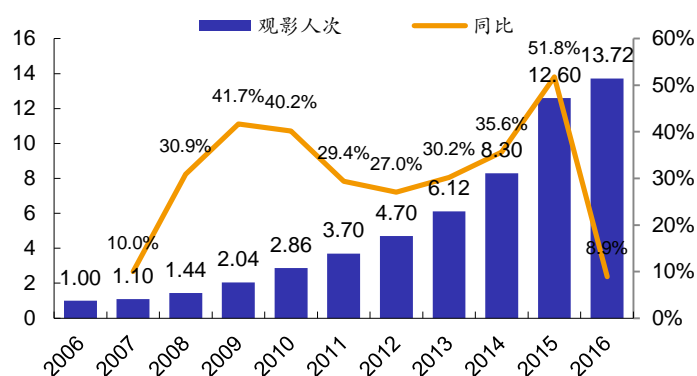


资料来源：艺恩网，安信证券研究中心

影院媒体广告市场受益于我国电影市场的蓬勃发展。2016年，电影观影人次达到13.72亿人次，同比增长8.89%。2007-2016年，电影观影人次的复合增长率达28.7%，平均增速为30.57%。同时，影院数量及银幕数量亦保持高速增长。2016年，银幕数达4.12万张，增速为26.76%，影院数量为8106家，同比增加24.82%。2016年，在电影总票房同比仅增长3.73%的形势下，观影人次及银幕数量的同比增速达8.89%、24.82%，为影院映前广告的曝光度夯实基础。2017年是进口大片集中年，优质内容将带动2017年中国电影市场回暖，根据我们的测算，预计2017年总票房达540亿元，同比增长约18.13%，公司2017年影院媒体业务收入有望进一步提升。

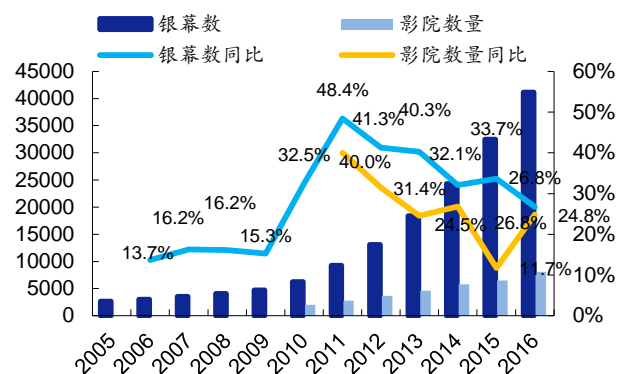
从单位广告收入贡献量来看，在近年影院、银幕及播放场次数量突增的形势下，国内单影院、单荧幕及单场次对影院映前广告收入贡献量在震荡中仍保持相对稳定水平，表明市场整体发展态势良好。根据艺恩数据显示，预计2016年全国单影院广告收入贡献35.5万元，单银幕贡献7.1万元，单场次贡献39.6元。而2016年全国影院、银幕及播放场次仍保持较高速增长，将直接带动广告收入稳步提升，影院映前广告投放价值凸显。

图 34：中国观影人次不断增长



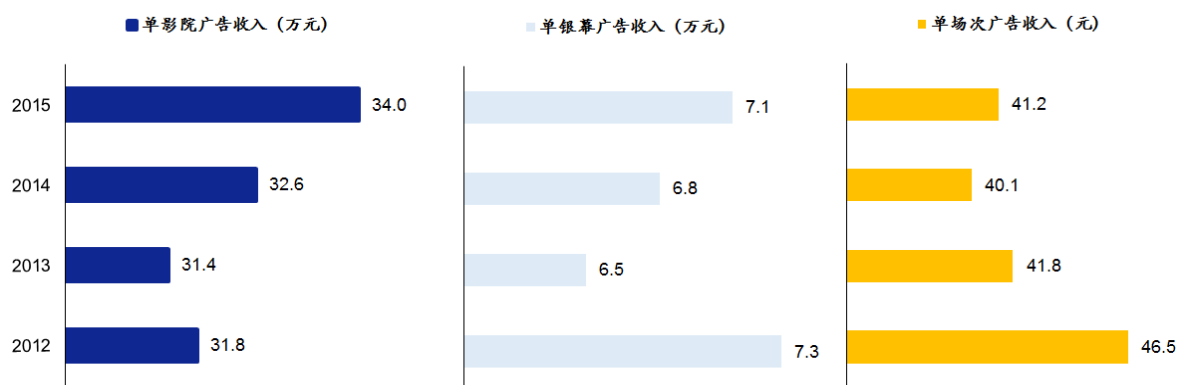
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 35：中国银幕数及影院数量不断增长



资料来源：Wind，艺恩网，安信证券研究中心

图 36：2012-2015 年全国单影院、单银幕、单场次广告收入贡献量变化

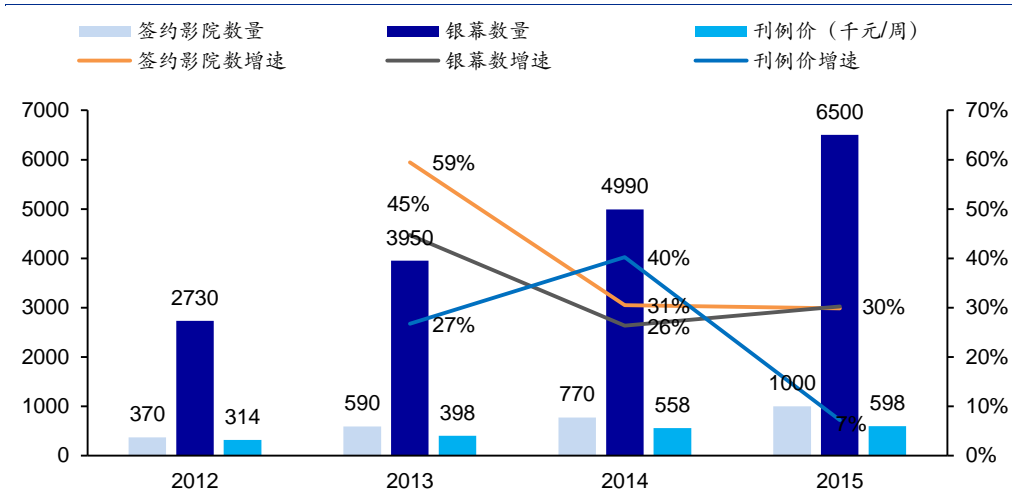


资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

3.2.2. 占据先发优势，加速拓展院线媒体资源

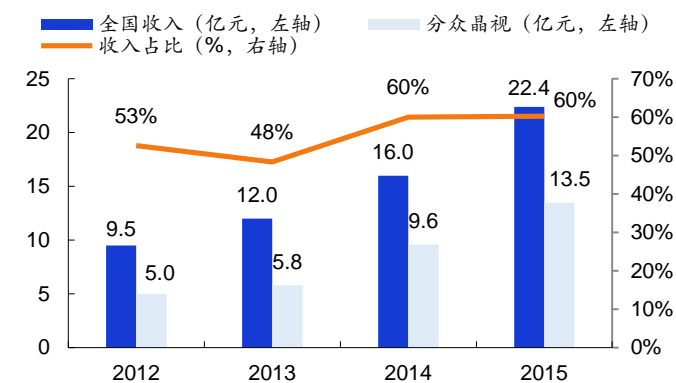
公司作为影院媒体业务的开创者，市场占有率达 60%，占据先发优势。从竞争格局来看，影院媒体的主要参与方包括分众晶视（公司旗下子公司）、晶茂传媒、华夏时报传媒、中影营销以及刚于 2016 年底由万达整合旗下营销服务商成立的万达传媒。由于公司切入影院媒体业务较早，占据先发优势，市场占有率遥遥领先于行业其他竞争者，根据艺恩数据显示，公司的市场占有率约为 60%，领先行业第二名约 30 个百分点，已形成突出规模优势。截至 2016 年底，公司签约影院超过 1530 家，银幕超过 10000 块，较去年同期分别增长了 53%、54%。影院媒体业务营业收入方面，公司 2016 年实现收入 20.44 亿元，同比增速达 51.1%，成为公司重要的业绩增长点。

图 37: 公司拥有的影院媒体终端数量及刊例价情况



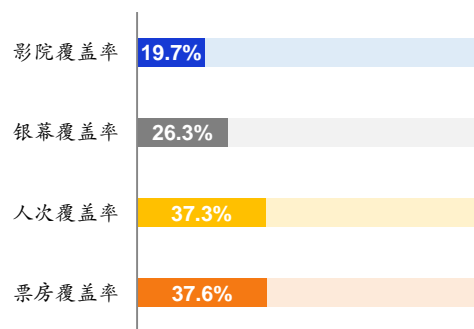
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 38: 2012-2015 年全国与分众晶视影院映前广告收入



资料来源: 艺恩咨询, 安信证券研究中心

图 39: 分众晶视全国资源占比情况 (截至 2016 年 3 月)



资料来源: 艺恩咨询, 安信证券研究中心

影院媒体市场竞争加剧, 公司通过与影院合作, 不断开拓影院媒体的资源规模, 优先布局优质影院阵地, 推动影院媒体广告销售收入持续快速增长。从成本端来看, 由于资源扩张, 租赁成本上升, 短期内影院业务毛利率可能将稍有下滑, 但如果将周期拉长, 随着过渡期结束, 业务毛利率预计将逐步上升。

万达传媒凭借万达院线资源, 实现线上线下整合营销, 广告投放运营效率处于行业领先, 其成长速度尤为突出, 2016 年实现广告收入 16.92 亿元, 同比增长 223.63%, 进一步加剧了市场竞争; 晶茂传媒从观众的“就近观影”习惯出发, 形成了以影院广告位核心的营销生态圈, 加强“精准打击”。面对愈加激烈的竞争环境, 公司将主要采用与影院合作的方式加速开拓影院媒体资源, 具体来看, 合作模式可分为购买影院映前广告全部或部分时段的招商权及发布权、购买贴片广告的独家或非独家结算权及发布权、或几种方式组合。与此同时, 公司积极推进产品升级, 提高影院广告效果, 布局优质影院阵地, 进一步巩固竞争优势。2015 年, 公司推出了 UMAX 三面银幕联动式广告, 使影院左右两面墙体在电影投影下同样能播放广告, 利用中间银幕与两侧银幕的广告互动, 让观众留下深刻的品牌印象, 据不完全统计, 公司在国内近百家核心影院建立了体验厅, 并已在北京、上海、深圳、成都四个城市拥有 8 家以上 UMAX 银幕联动广告, 具体包括传奇影城、北京星美金源店、上海永华电影城、上海星美正大店、深圳万众国际影城、深圳博纳影城华强店、成都王府井电影城、成都星美环球店等。未来, 公司将继续加大对 UMAX 银幕的建设及市场开发。

图 40: UMAX 影院实景效果图



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 41: 晶视影院作品



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

4. 布局新兴领域, 加速构建生态圈

4.1. 投资体育娱乐内容平台, 进军体育娱乐消费领域

4.1.1. 成立体育基金, 领投运动社交平台“咕咚”

2016 年 5 月, 公司与方源资本各出资 2 亿美元共同成立体育产业投资基金, 首个投资项目以 3000 万美元领投运动社交平台“咕咚”C 轮投资, 以此正式进军体育消费领域。“咕咚”是国内最大的运动社交平台, 提供运动数据管理、线上线下赛事活动、场馆服务、运动内容分享社区、运动保险等产品。2016 年, 咕咚致力于打造全民运动生态系统, 将从运动数据搜集及管理模式入手, 结合视频直播、图文交互、资讯传递, 打造高价值运动社交内容社区; 加大与各方伙伴的跨界合作, 开放运动数据平台接口, 持续完善移动支付、智能硬件接入等一系列解决方案; 通过完备的线上马拉松、自行车赛事及自有 IP 赛事活动, 包括全方位的参赛报名、成绩查询、赛事照片、赛事直播、运动安全保险、衍生商品等服务, 不断提升运动用户体验。

表 3：“咕咚”融资史

时间	阶段	金额	投资方
2011	天使轮	2200 万元	盛大集团
2014.3	A 轮	1000 万美元	深创投领投、中信资本跟投
2014.11	B 轮	3000 万美元	SIG、软银
2016.5	C 轮	5000 万美元	分众与方源资本联合成立的体育基金领投，SIG、软银中国等跟投

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 42：“咕咚”界面

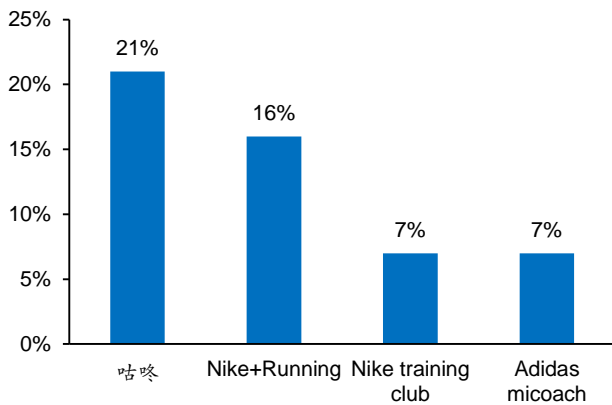


资料来源：咕咚 APP，安信证券研究中心

“咕咚”自 2010 年诞生以来发展迅速，目前用户数量已超多 8000 万，遍布全球 87 个国家，根据《乐视体育研究报告》显示，2015 年“咕咚”的市场占有率达 50.77%，遥遥领先于其他运动类 APP；2015 年 12 月，尼尔森发布的《中国体育人群研究调查报告》数据显示，“咕咚”APP 下载率位居运动类 APP 第一位，已成为运动人群首选运动社交软件。

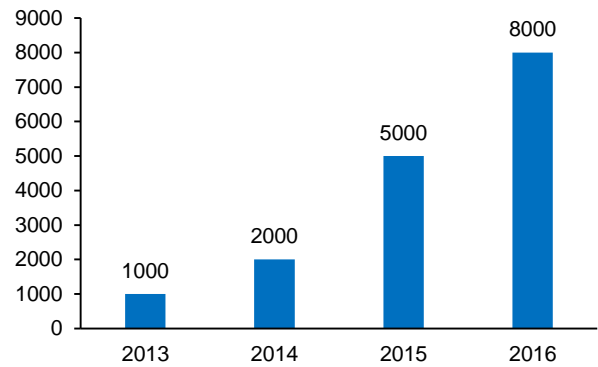
“咕咚”的受众群体与公司相契合。根据 TalkingData 研究中心统计，“咕咚”的用户年龄主要分布在 19-45 岁，占总用户人数的 91%，其中主流用户集中在 26-35 岁年龄段，该年龄段用户人数占总人数的 51%。根据艾瑞咨询数据显示，“咕咚”用户主要分布在北京、上海、广州一线城市。以上数据显示，“咕咚”的受众群众以都市生活圈的白领人士为主，这与公司的受众群众相重合，以此“咕咚”可借助公司的线下流量入口扩充用户群体，公司则可借助在优质体育内容平台的布局进一步丰富媒体资源、拓展新领域的广告投放发展空间。

图 43: 运动类 APP 下载率排名情况



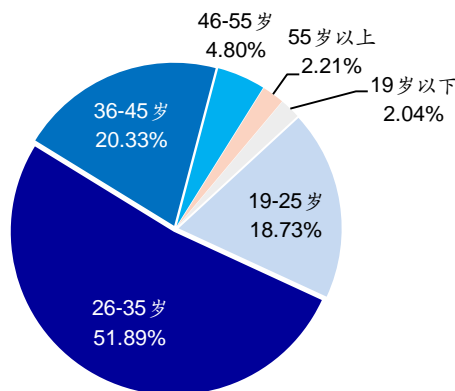
资料来源: BigData, 安信证券研究中心

图 44: 2013-2016 年“咕咚”用户数量



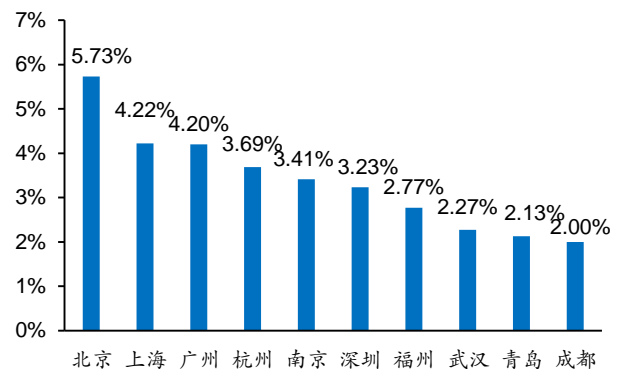
资料来源: BigData, 安信证券研究中心

图 45: “咕咚”用户年龄分布



资料来源: TalkingData, 安信证券研究中心

图 46: “咕咚”用户城市分布



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

4.1.2. 参投全球娱乐体育巨头 WME|IMG

2016年6月,分众方源体育基金以4500万美元投资世界知名经纪公司WME|IMG,并出资2250美金在中国成立合资公司WME|IMG China。WME是美国最大的艺人经纪公司,旗下艺人及运动员包括成龙、章子怡、滚石乐队、易建联、小威廉姆斯、李娜等;IMG则是全球领先的体育及模特经纪公司,每年制作超过5.2万小时的体育节目,发行超多2万小时的体育直播节目,包括温布尔顿网球公开赛、澳大利亚网球公开赛、英超联赛、纽约马拉松赛、国际橄榄球联赛以及钻石联赛等。2014年,WME以24亿美元收购IMG更名为WME|IMG,成为全球领先的体育、娱乐、时尚公司。WME|IMG拥有并代理众多赛事活动及节目版权,业务涵盖影视、时尚、音乐、图书、数字、体育等领域,旗下商业推广活动超800项,其中2/3是体育相关活动。WME|IMG持续扩大在体育领域的影响力,2016年,WME|IMG以40亿美元收购全球最大的综合格斗组织UFC,书写下体育史上最大的并购案;与此同时,WME|IMG积极布局电竞领域,于2015年创办了电竞赛E-League,进军电竞领域。

2017年4月,WME|IMG China与公司共同宣布达成战略合作关系。未来三年,公司与WME|IMG China将在多方面进行深度合作,利用彼此的资源与平台优势,共同推进双方在体育、娱乐、时尚、生活等各领域的布局。WME|IMG可通过公司现有的宣传平台,拉动旗下各业务的用户影响力;而公司将拥有更多优质内容与广告主进行贴片合作,或结合赛事推广打造热点话题,为广告主创造更全方位的品牌传播方案及品牌引爆手段。

图 47: WME | IMG 运营/发行的体育赛事



资料来源：赛事官网，百度图片，安信证券研究中心

4.1.3. 投资英雄体育，布局蓝海电竞产业

2016 年 8 月，公司的全资子公司分众创享出资 3 亿元投资英雄互娱子公司英雄体育，占股 8.242%。英雄体育的主要业务包括电子竞技赛事、场馆的运营以及视频内容的开发，致力于以移动电竞赛事举办及视频内容为切入点，积极打造涵盖电竞比赛、赛事制作、比赛直播等环节的生态链。

英雄体育目前已承办多项电竞赛事，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、《王者荣耀》职业联赛等大型赛事举办权。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。此外，英雄体育积极布局 VR 电竞领域，于 2016 年 7 月成立英雄 VR，专注于 VR 内容制作及硬件开发，并与美国领先的 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。未来，英雄体育拟通过其电竞主题的线下综合性商业体英雄地带进一步补充选手、玩家及观众的线上电竞体验，并通过电竞衍生品、新兴游戏体验、VR 电竞等方式全方位满足用户的需求，为电竞选手、游戏玩家、电竞观众提供线上线下联动的完整娱乐体验。

英雄体育母公司英雄互娱为国内仅次于腾讯、网易的第三大移动电竞游戏发行商，立足于移动游戏研发与发行，积极推广“移动电竞”概念，打造全方位移动电竞娱乐方式。英雄互娱已推出多款高品质竞技类手游，包括《全民枪战》、《天天炫舞》、《冒险与挖矿》、《巅峰战舰》、《装甲联盟》，并发起成立了东亚地区最大的移动电子竞技赛事 HPL(Hero Pro League)，比赛项目包括《全民枪战》、《天天炫舞》、《巅峰战舰》、《影之刃 2》等，形式包含中国巡回赛、海外巡回赛、职业联赛、线上赛等。2015 年举办的 HPL2015 赛季全球总决赛，全平台 PCU 达 500 万，2016 年继续成功举办了 HPL 移动电竞职业联赛。英雄互娱强大的发行能力助力英雄体育成为业内唯一一家拥有头部电竞游戏发行商支持的电竞生态运营商。英雄互娱及英雄体育的实际控制人应书岭承诺未来所有的电竞赛事承办、电竞相关真人秀制作、线下场馆运营及 VR 电竞、衍生品等业务均以英雄体育为运营主体。

图 48：英雄互娱电竞游戏



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 49：英雄体育最新 VR 设备展示



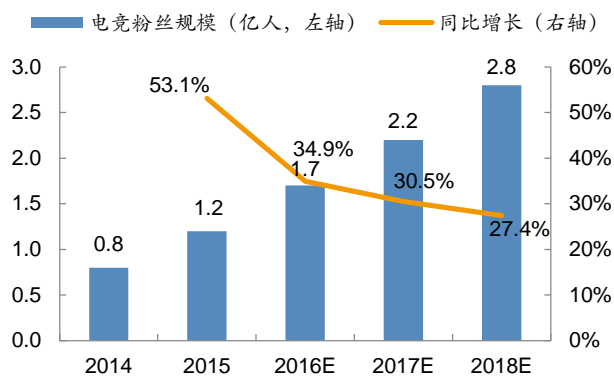
资料来源：公司资料，安信证券研究中心

国内电竞行业进入高速成长期，政府支持与资本入局催生高速增长。一方面，政府顺应经济转型趋势，开始支持电竞行业发展（国家体育总局信息中心于 2014 年起主办全国电子竞技公开赛（NESO）；国家发改委于 2016 年在《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》中提出“以企业为主体，举办全国性或国际性电子竞技游戏游艺赛事活动”）；另一方面，资本纷纷入局电竞产业，包括 BAT、万达、红杉等在内的资本巨鳄已实现产业内广泛布局（百度游戏 2015 年以游戏渠道商身份加入中国移动电竞联盟；阿里体育 2016 年设立电子体育事业部并启动原创电竞赛事世界电子竞技运动会（WESG）；腾讯互娱 2016 年新设泛娱乐业务矩阵板块“腾讯电竞”；万达 2011 年正式进入电竞领域，组建 iG 电竞俱乐部；红杉资本 2014 年投资电竞游戏原创内容平台 ImbaTV）。政府支持与资本入局双轮驱动下，电竞行业实现持续高速发展。（2011 年至今）

国内电竞市场规模与渗透率双增，电竞行业成为游戏行业重要细分领域。根据艾瑞咨询，国内电竞粉丝规模不断扩张，2015 年达到 1.2 亿人，同比增长高达 53.1%，预计 2018 年将达到 2.8 亿人。粉丝规模持续高增长的同时，国内电竞市场规模、市场渗透率（国内电竞市场规模/国内游戏整体市场规模）也在不断上升。国内电竞市场规模主要包括电竞游戏收入（包括电竞游戏用户付费）、电竞衍生收入（包括俱乐部、直播平台等）、电竞赛事收入（包括门票、周边、赞助等）。根据 GPC、CNG，2015 年国内电竞市场规模为 374.6 亿元（同比增长 65.53%），2016 年市场规模达到 504.6 亿元（同比增长 34.7%）；国内电竞市场渗透率由 2014 年 19.8% 升至 2016 年 30.5%，电竞行业已经成为游戏行业的重要细分领域。

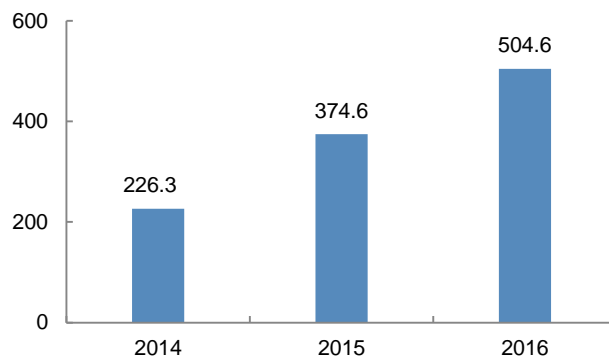
借助对英雄体育的投资，将为公司提前布局年轻化、多样化的用户市场，进一步拓展公司的广告业务覆盖范围。公司可通过生活圈媒体面对 3 亿主流用户的影响力优势进一步推动体育游戏、电竞体育的发展。同时，英雄体育项目作为公司体育产业发展战略的重要组成部分，将为公司及公司广告客户提前布局年轻、多样化的 90 后、00 后游戏玩家、电竞玩家市场，领导电竞行业快速地与广告商业模式相接轨。

图 50：2014-2018 年国内电竞粉丝规模



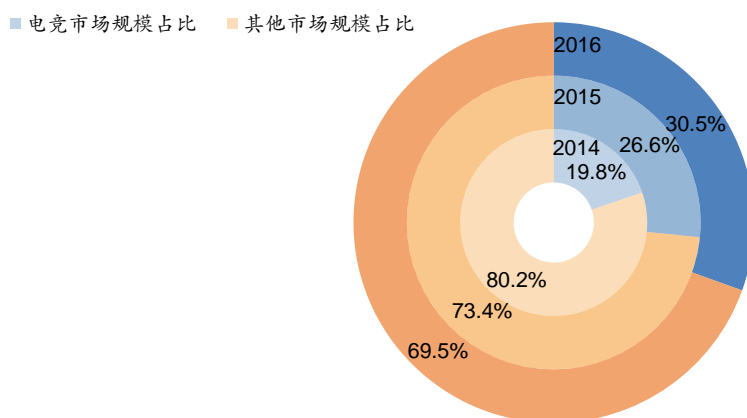
资料来源：艾瑞咨询

图 51：2014-2016 年国内电竞市场规模



资料来源：GPC, CNG

图 52：2014-2016 年国内电竞市场渗透率



资料来源：GPC, CNG

注：电竞游戏市场渗透率=国内电竞市场规模/国内游戏整体市场规模

4.1.4. 拟参与设立投资基金，加快外延式发展

2017 年 6 月 7 日，公司发布公告称拟与源星股权共同参与设立投资基金，基金规模为 10 亿元，公司拟认购最高 2.5 亿元，投资基金的主要投资方向为高科技、文化、体育等行业；与方源嘉成共同设立投资基金，基金规模为最高 23 亿元，公司拟认购 2 亿元，投资基金的主要投资方向为医疗健康、消费及互联网、娱乐传媒、制造业。公司坚持通过“内生增长+外延并购”路径夯实产业生态布局，此次通过参与设立投资基金，在保证主营业务发展的前提下，借鉴合作方的专业投资并购经验，为公司的资本运作提供更有效的支持，将有助于公司加快生态圈建设步伐，成功整合并购优质项目，分享新经济红利，为公司未来利润成长储蓄强大的动能，为公司持续快速发展提供强有力的支持。

表 4：拟设立投资基金具体情况

合作方	基金规模	公司认购金额	出资方式	投资领域
源星股权	10 亿元	最高 2.5 亿元	现金	高科技、文化、体育等
方源嘉成	最高 23 亿元	2 亿元	现金	医疗健康、消费及互联网、娱乐传媒、制造业

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 依托线下流量入口，布局互联网金融

投资“**拿铁财经**”及“**还呗**”，切入互联网金融领域。2016 年 1 月，公司以 1 亿元投资数禾科技（占股 70%），正式切入互联网金融领域。数禾科技致力于借助移动互联及大数据技术，为白领阶层提供智能、高效、差异化的财富管理服务，旗下拥有“**拿铁财经**”（智能投顾）及“**还呗**”（信用卡小额代偿）两款互联网金融产品。

“**拿铁财经**”主要面向白领提供资讯聚合推荐、理财规划咨询、金融产品筛选、基金超市等服务。机器人理财为“**拿铁财经**”的主要产品，基于用户的风险偏好及收益要求等理财需求，运用自动化、计算机算法等方法来代替人工分析，为客户提供理财服务。“**拿铁财经**”资产组合的标的是公募基金，包括美股基金、港股基金、A 股主动型基金、黄金基金等，资产组合通过全球配置实现分散投资，通过将弱相关资产纳入资产组合实现风险对冲。目前产品分为保守型、稳健性、激进型三种，每种产品中的资产配置会根据机器人算法的结果进行动态调整。

在美国，机器人理财兴起于 2012 年，到 2014 年时资产管理规模已达 140 亿美元。据花旗银行预测，未来十年内机器人理财的资产管理规模将呈指数型上涨。但在国内，智能投顾目前处于萌芽待成长的阶段，且投资者以散户为主，市场的成长需要更多的机构积极切入，预计在经过一段时间的市场教育后，智能投顾的接受度将逐步提高，市场发展潜力较大。

“**还呗**”是数禾科技推出的一款低息分期帮还信用卡的互联网金融产品，满足用户的借贷刚需。基于用户信用记录，用户用“**还呗**”还款的利息最低仅为银行利息的 50%，最高额度可达 3 万，且放款速度极快（3 分钟审核、3 秒钟放款），面向白领用户提供了低成本且高效的信用卡还款解决方案。2017 年 6 月 7 日，数禾科技宣布拟出资 1 亿元（劣后资金）与成都农商银行合作设立还呗集合资金信托计划（总规模为 10 亿元），用于向符合还呗借款标的的个人用户信用卡发放信托贷款，信托期限内，客户还款可以循环利用再次发放贷款。通过设立集合信托计划进行融资，可以拓宽“**还呗**”业务融资渠道，提高资金使用效率，增加公司收益，对公司业绩将产生积极影响。

“**拿铁财经**”及“**还呗**”的目标客户群体与公司现有渠道覆盖人群高度匹配，通过对两个互联网金融产品的投资，可以填补公司手机 APP 的产品空白，将既有广告客户的服务渠道延伸到移动端，强化公司在移动端的整体布局，巩固市场优势；同时，有助于公司将渠道流量转化为交易属性较强的平台用户，提升流量转化效率，利于公司深化生活圈垂直服务的提供，为后续创造 C 端用户盈利模式、实现用户交易转化奠定基础，并借此获得更丰富、更精准的 C 端用户行为数据，为提升精准营销提供支持。“**拿铁财经**”及“**还呗**”是公司布局人与金融的组成部份，将致力给白领打造一站式理财资讯及信用卡代偿服务，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，此外，对金融平台的投资将会为公司构造金融分销渠道打下基础。

图 53：“拿铁财经”、“还呗” APP 界面



资料来源：拿铁财经

图 54：拿铁财经组合资产配置



资料来源：拿铁财经

设立分众小贷，进一步拓展金融业务。2016年8月，全资子公司FMHI出资5000万美元设立重庆分众小额贷款有限公司(分众小贷)，分众小贷的设立使公司可以通过互联网面向个人与企业客户开展网络贷款业务，有利于公司向现有广告主提供资金来源以用于其业务发展及广告推广；同时可通过向广告主提供消费信贷，促进广告主产品或服务的销售；此外，分众小贷可根据个人信用情况，面向个人用户提供信用卡代偿等服务。分众小贷将进一步推进公司金融产业发展战略的实施，深化生活圈垂直服务的提供公司在金融行业的延伸，拓展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。

5. 投资建议

我们预计公司2017-2019年净利润分别为53.79亿、63.20亿、73.79亿，对应每股收益分别为0.62/0.72/0.84元。参考同类可比公司给予2017年27X估值，对应六个月目标价16.74元，给予“买入-A”评级。

6. 风险提示

宏观经济下行、行业竞争恶化、媒体资源租赁成本变动等风险。

附录:

7. 公司目前正履行的楼宇媒体重大销售合同

表 5: 截至 2016 年 12 月 31 日, 公司正履行的重大销售合同

序号	签约客户	合同主要内容	合同金额 (亿元)
1	阿里巴巴(中国)有限公司	发布框架媒体广告	2.65
2	广州宝洁有限公司	发布楼宇视频媒体广告	2.00
3	淘宝(中国软件)有限公司	发布楼宇视频媒体及框架媒体广告	2.00
4	拉扎斯网络科技(上海)有限公司	发布楼宇视频媒体及框架媒体广告	1.48
5	益海嘉里食品营销有限公司	发布楼宇视频媒体、卖场媒体及框架媒体广告	1.32

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034