

传媒

证券研究报告

2018年05月29日

A股上市公司广告费用分析：头部效应明显，得龙头者得天下

17年上市公司广告费用3063亿元，占全国广告额比重持续提升。

据工商总局数据，2017年全国广告经营额达到6896亿元，同比增长6.3%，占GDP比重为0.84%，仍低于国际平均水平1.5%和发达国家水平2%。由于阿里巴巴尚未披露年报，因此按照互联网行业广告费平均增速预测其17年广告费，上市公司2017年广告费达3046亿元，同比增长26.5%，占全国广告经营额44.2%，较16年提升7.1ppts，广告主马太效应显著。

医药、互联网、食品、地产、汽车位居列五大广告投放行业。

医药生物以677亿元广告费位居广告投放行业第一，同比增长43.0%；互联网由于阿里巴巴未公布财报，采用行业平均增速预测其17年广告费为130亿元左右，互联网行业广告费675亿元，同比增长52.6%；食品饮料、房地产、汽车分别以17年367亿元(+8.3%)、333亿元(+12.1%)、250亿元(+16.8%)的广告费位列3-5位，消费属性行业广告费更高。

行业集中度高，头部行业对广告业发展趋势影响巨大。

从占比情况来看，前5大行业占上市公司总广告费的比重高达75.2%，医药和互联网占比均超20%；前五大行业贡献超过80%的整体增长，医药生物、互联网、汽车、商贸、家电呈加速增长态势，食品饮料、地产、通信增速放缓，其中互联网在高基数下仍实现53%的高增长，位居前十大广告主行业增速第一位；食品饮料、医药生物和互联网行业的广告费占营收比重位列前三，分别为6.89%，6.71%和6.13%。

头部广告主投放规模巨大，掌握头部客户对广告公司经营至关重要。

若不考虑阿里巴巴，2017年前五大上市公司广告主分别为腾讯（136.6亿元）、上汽集团（135.7亿元）、京东（123.8亿元）、恒大（100.1亿元）和百度（98.0亿元），前五大广告主公司广告费合计594.2亿元，占整体比重达20.8%，若阿里17年广告费130亿元左右，则前五大广告主的投放规模均将达到百亿级别，前50大广告主广告费合计将超过1800亿元，占比超过60%；TOP300的上市公司广告主占样本总量1/8，占17年整体广告费比重达89.9%，一九格局显著。

受益头部广告主投放高增速，继续坚定推荐【分众传媒】。

据2435家上市公司广告费用的分析可以看出，广告主行业、公司集中度均较高，头部广告主行业和公司的广告投放情况对广告行业经营业绩和营收有显著影响，整体广告费用的增长主要来自于头部广告主贡献，而头部广告主更倾向在大型、品牌广告公司或平台投放，因此服务大中型广告主为主的生活圈媒体龙头【分众传媒】有望更受益于腾讯、京东、上汽等头部广告主投放增长，建议关注18年20X1400亿市值价值底部附近的买入机会。

风险提示：广告主行业不景气拖累广告投放；楼宇媒体扩张速度不及预期等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
		2018-05-29		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002027.SZ	分众传媒	11.59	买入	0.49	0.58	0.71	0.85	23.65	19.98	16.32	13.64

资料来源：wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

文浩 分析师
SAC执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《传媒-行业研究周报:一周观点：继续把握腾讯两大生态，及入摩、世界杯关键事件》2018-05-27
- 《传媒-行业研究周报:一周观点：中美缓和利好电影引进产业链及入摩低估值蓝筹，一并关注世界杯》2018-05-20
- 《传媒-行业研究周报:一周观点：电影板块上周开始反映《复联3》预期，一并利好影院广告及5月金股分众传媒》2018-05-13



内容目录

1. 17 年上市公司广告费 3063 亿元，占全国广告额比重持续提升	3
2. 行业结构：医药、互联网、食品、地产、汽车位居列五大行业	4
3. 公司广告主结构：广告主集中度高，掌握头部客户至关重要	6
4. 投资建议：关注分众传媒 1400 亿市值左右的价值底部机会	10

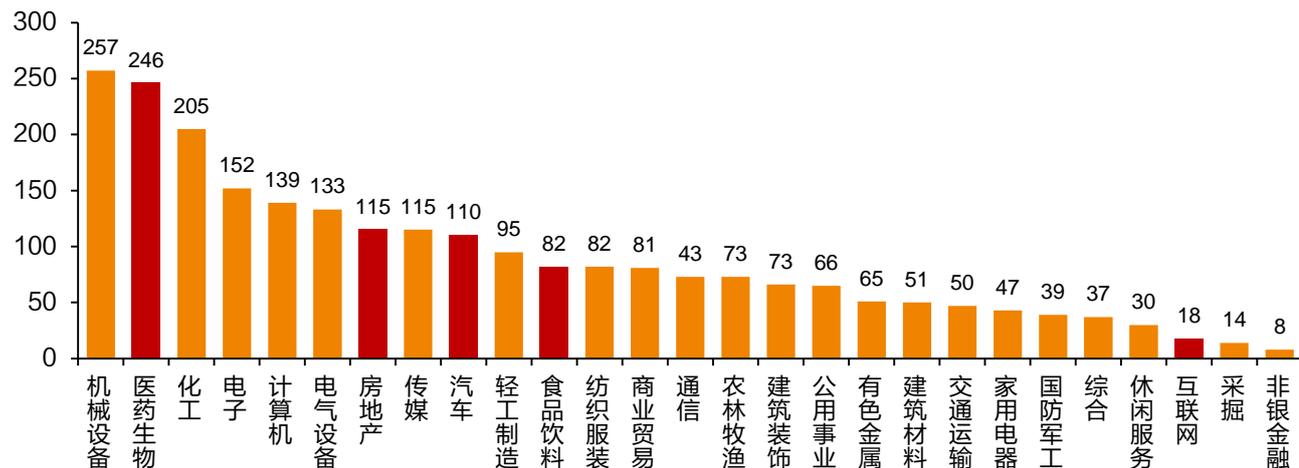
图表目录

图 1：各行业上市公司广告主样本数量（深红色为广告投放 TOP5 行业）	3
图 2：2014-2017 年上市公司广告费和中国广告业经营额	3
图 3：2017 年主要上市公司广告主行业广告费占比情况	5
图 4：2017 年主要上市公司广告主行业对广告费增长的贡献情况	5
图 5：2017 年前十大广告主行业广告费增速	5
图 6：广告费超过亿元的上市公司数量（单位：家）	6
图 7：2017 年 TOP20 广告主广告费占比	8
图 8：2017 年 TOP20 广告主对广告费增长贡献占比	8
图 9：2014-2017 年上市公司广告主集中度	9
图 10：分众 TOP5 头部客户收入占比和 TOP5 供应商成本占比	11
表 1：2015-2017 年各行业上市公司广告费及增速	4
表 2：2017 年前十大广告主行业广告费占营收比重	6
表 3：TOP50 上市公司广告主情况	7
表 4：TOP300 广告主广告费及占比	9
表 5：不同规模广告主广告费情况	9
表 6：不同规模广告主广告费及营收增速	10
表 7：2016-2017 年分众正在执行的头部销售合同	10
表 8：分众分行业营收情况	11

1. 17 年上市公司广告费 3063 亿元，占全国广告额比重持续提升

样本和数据说明：本文通过研究 2435 家上市公司的广告费用情况研究广告行业发展情况。广告费一般是指广告活动所支出的总费用，包括直接费用（包括广告调查费用；广告设计制作费；广告媒介发布费用；广告活动的机动费用），间接费用（包括广告人员工资、办公费、管理费、代理费等）。由于数据可得性的原因，本文数据来自披露广告宣传推广费的 2414 家 A 股公司，以及 8 家港股中资股、13 家美股中概股（主要统计市值靠前，有披露广告费用的公司）。需要说明的是，阿里巴巴（16A 广告费用分别为 87.99 亿元）由于尚未披露 17/18 财年年报，因此按行业广告费平均增速预测最新报告期广告费。

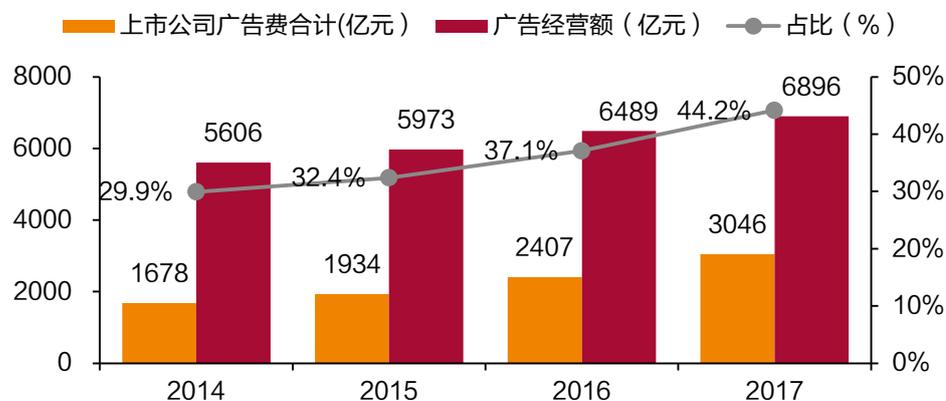
图 1：各行业上市公司广告主样本数量（深红色为广告投放 TOP5 行业）



资料来源：wind，天风证券研究所

上市公司广告费保持高速增长，占全国广告经营额比重持续提高，一九分化趋势明显。根据国家工商总局数据，2017 年全国广告经营额达到 6896 亿元，同比增长 6.3%，占 GDP 比重为 0.84%，仍低于国际平均水平 1.5%和发达国家水平 2%。统计到上市公司 2017 年广告费达 3046 亿元，同比增长 26.6%，占全国广告经营额 44.2%，提升 7.1pcpts，上市公司广告费占全国广告经营额的比重由 2014 年的 30%持续提高到 2017 年的 44%，广告主马太效应显著。

图 2：2014-2017 年上市公司广告费和中国广告业经营额



资料来源：wind，国家工商总局，天风证券研究所 注：阿里巴巴尚未披露年报，17 年数据采用行业平均增速预测

差额源自统计范围与数据可得性。上市公司广告费与全国广告经营额的差额部分主要由于统计范围和数据可得性的问题：1) 上市公司中银行业、保险业、美的、格力、五粮液等部分大型广告主未披露广告费用；2) 未上市的广告主如华为、OPPO、美团、娃哈哈等；3) 外资公司如宝洁、联合利华、苹果、雀巢、三星等大型广告主的在中国投放的广告费用；

2. 行业结构：医药、互联网、食品、地产、汽车位居列五大行业

医药、互联网、食品、地产、汽车位居列五大广告投放行业。2017 年上市公司中广告费 10 亿以上的一级行业有 23 个，主要为偏消费属性的行业。这主要由于广告主要针对 C 端消费者受众投放，因此医药、互联网、食品、房地产、汽车、家电、通信、纺织服装等行业位居广告投放金额前列。其中医药生物行业以 677 亿元的广告费位居广告投放行业第一，同比增长 43%；互联网由于阿里巴巴未公布财报，采用行业平均增速预测其 17 年广告费为 130 亿元左右，互联网行业广告费 675 亿元，同比增长 52.6%（互联网行业主要统计海外上市的互联网公司）；食品饮料、房地产、汽车分别以 17 年 367 亿元（+8.3%）、333 亿元（+12.1%）、251 亿元（+16.8%）的广告费位列 3-5 位。

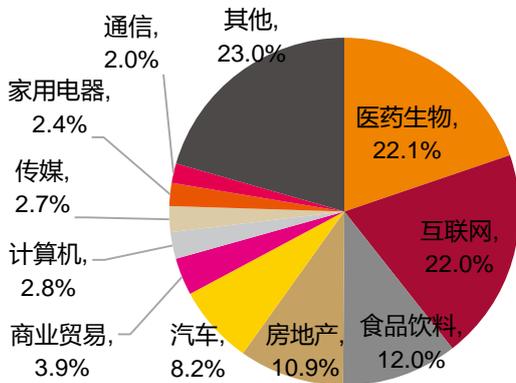
表 1：2015-2017 年各行业上市公司广告费及增速

行业	2015 (亿元)	2016 (亿元)	2017 (亿元)	16A 增速	17A 增速
医药生物	384.22	473.37	677.03	23.20%	43.02%
互联网	295.45	442.40	675.01	49.74%	52.58%
食品饮料	288.60	338.84	366.79	17.41%	8.25%
房地产	234.37	297.23	333.32	26.82%	12.14%
汽车	179.96	214.93	250.98	19.43%	16.77%
商业贸易	88.55	84.67	119.01	-4.38%	40.55%
计算机	65.87	84.75	85.17	28.66%	0.50%
传媒	58.89	82.39	82.43	39.92%	0.05%
家用电器	61.66	62.44	73.43	1.26%	17.61%
通信	58.80	62.90	62.19	6.98%	-1.13%
纺织服装	41.49	46.35	54.59	11.71%	17.79%
轻工制造	27.52	40.57	47.20	47.43%	16.35%
化工	28.61	28.66	38.28	0.16%	33.59%
建筑装饰	33.33	41.57	37.40	24.73%	-10.03%
机械设备	13.83	17.75	24.98	28.31%	40.76%
农林牧渔	13.37	15.72	22.52	17.60%	43.27%
交通运输	9.66	13.75	20.08	42.39%	46.04%
电子	12.10	15.49	19.27	28.01%	24.39%
电气设备	7.83	9.39	11.27	19.85%	20.02%
综合	8.66	9.91	11.05	14.49%	11.50%
休闲服务	9.61	9.61	10.73	0.04%	11.65%
有色金属	1.58	5.03	10.11	218.35%	100.99%
其他	9.96	9.55	13.50	-4.08%	41.30%
总计	1933.90	2407.25	3063.25	24.48%	27.25%

资料来源：wind，天风证券研究所 注：阿里巴巴尚未披露年报，按照行业平均增速预测 17 年广告费；互联网主要统计海外上市的互联网公司及 A 股公司掌阅科技、平治信息等和三六零

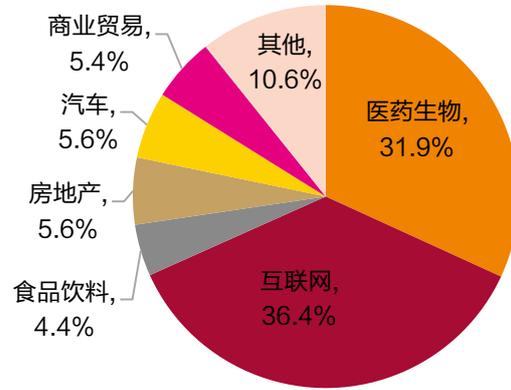
行业集中度高，头部行业对广告业发展趋势影响巨大。从占比情况来看，前5大行业占上市公司总广告费的比重高达75.2%，说明广告主投放金额在行业上比较集中，其中医药生物占比达22.1%，传媒互联网占22.0%，食品饮料占12.0%，房地产占10.9%，汽车占8.2%；从对17年广告费增长的贡献来看，互联网以35.5%的贡献度位列第一，医药生物以31.0%的贡献度位列第二，前五大行业贡献了超过80%的整体增长，说明头部行业的广告投放情况对广告行业发展趋势影响巨大。

图 3：2017 年主要上市公司广告主行业广告费占比情况



资料来源：wind，天风证券研究所 注：阿里巴巴尚未披露年报，按照行业平均增速预测 17 年广告费

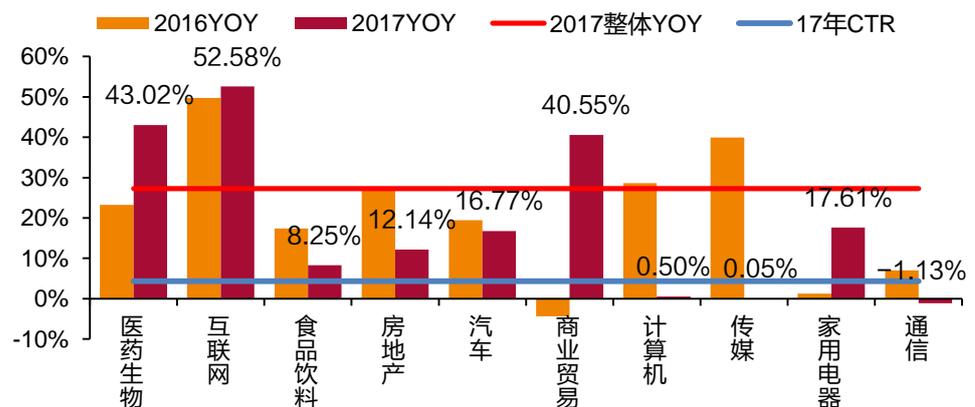
图 4：2017 年主要上市公司广告主行业对广告费增长的贡献情况



资料来源：wind，天风证券研究所 注：阿里巴巴尚未披露年报，按照行业平均增速预测 17 年广告费

医药、互联网、商贸、家电呈加速增长态势，食品、地产、传媒、通信增速放缓。行业增速来看，医药生物、互联网、商业贸易、家用电器、纺织服装行业 17 年广告费呈现加速增长，互联网在高基数下仍实现 52.6% 的高增长，位居前十大广告主行业增速第一位，医药生物以 43% 的增速位居第二。食品饮料、房地产、传媒、通信和轻工制造行业 17 年广告费增速有所回落，房地产广告投放放缓主要与宏观地产调控有关。与 CTR 数据相比，17 年 CTR 全媒体广告刊例花费同比增长 4.3%，主要由于 CTR 统计口径所跟踪的是广告渠道刊例价的同比增速，反映的是广告渠道方价格趋势，而实际广告费用增速显然好于市场预期。

图 5：2017 年前十大广告主行业广告费增速



资料来源：wind，天风证券研究所 注：互联网行业中阿里巴巴尚未披露年报，按照行业平均增速预测 17 年广告费

消费属性行业广告费占营业收入比例较高，食品饮料、医药生物、互联网位居前三。食品饮料、医药生物、互联网、家用电器、传媒行业的 2017 年广告费占营收比重分别为 6.89%，6.71%，6.13%，3.03%和 1.94%，主要由于消费性行业直接与 C 端消费者对接，广告宣传推广、消费者认知和品牌形象对产品销售业绩的影响较大。近三年主要广告主行业广告费占营收比重基本保持稳定，说明广告主营收与广告费之间的关系较为稳定，可通过跟踪行业

营收变动判断该行业的广告投放情况。

表 2：2017 年前十大广告主行业广告费占营收比重

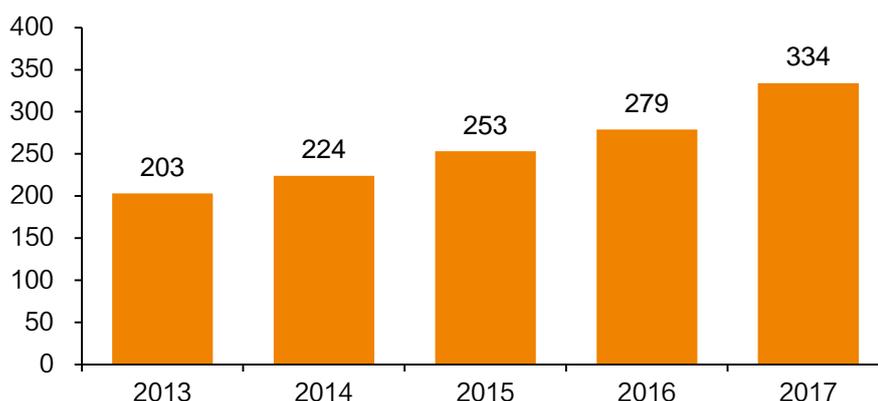
行业	广告费 (亿元)			营收 (亿元)			广告费占营收比重			
	2015A	2016A	2017A	2015A	2016A	2017A	2015A	2016A	2017A	17A 变动
食品饮料	288.6	338.8	366.7	4330.0	4674.3	5322.7	6.67%	7.25%	6.89%	-0.36pcpts
医药生物	384.2	473.3	677.0	7090.9	8393.5	10084.2	5.42%	5.64%	6.71%	+1.07pcpts
互联网	295.4	442.4	675.0	5215.4	7495.8	11008.8	5.66%	5.90%	6.13%	+0.23pcpts
家用电器	61.6	62.4	73.4	1694.0	1916.9	2423.6	3.64%	3.26%	3.03%	-0.23pcpts
传媒	58.8	82.3	82.4	2688.3	3504.8	4247.2	2.19%	2.35%	1.94%	-0.41pcpts
房地产	234.3	297.2	333.3	14278.0	18929.3	22073.7	1.64%	1.57%	1.51%	-0.06pcpts
计算机	65.8	84.7	85.1	4832.3	5848.9	6809.6	1.36%	1.45%	1.50%	-0.16pcpts
汽车	179.9	214.9	250.9	16275.9	18965.6	21952.5	1.11%	1.13%	1.14%	0.01pcpts
商业贸易	88.5	84.6	119.4	9742.8	9895.5	12000.2	0.91%	0.86%	0.99%	0.14pcpts
通信	58.8	62.9	62.1	5326.3	5730.0	6301.7	1.10%	1.10%	0.99%	-0.11pcpts

资料来源：wind，天风证券研究所 注：阿里巴巴尚未披露年报，按照行业平均增速预测 17 年广告费；排序按照 17A 广告费占营收比重降序排列

3. 公司广告主结构：广告主集中度高，掌握头部客户至关重要

大型广告主数量持续增加，贡献绝大多数广告投放额。我们统计的 A 股上市公司、港股中资股、美股中概股共计 2435 家上市公司中，2017 年广告费过 1 亿元的广告主有 334 家，广告费总额 2792 亿，占上市公司总广告费的 90%。广告费超亿元的广告主数量较 16 年增加了 55 家，同比增长近 20%，近几年大型广告主公司数量保持持续增长，整体广告投放水平也在持续提高。

图 6：广告费超过亿元的上市公司数量（单位：家）



资料来源：wind，天风证券研究所

头部广告主投放规模巨大，掌握头部客户对广告公司经营至关重要。若不考虑阿里巴巴，2017 年前五大上市公司广告主分别为腾讯（136.6 亿元）、上汽集团（135.7 亿元）、京东（123.8 亿元）、恒大（100.1 亿元）和百度（98.0 亿元），前五大广告主公司广告费合计 594.2 亿元，占整体比重达 20.8%；若根据平均增速预测阿里 17 年广告费为 130 亿元左右，则前五大广告主的投放规模均将达到百亿级别；前 50 大广告主广告费合计超过 1700 亿元，占比近 60%。

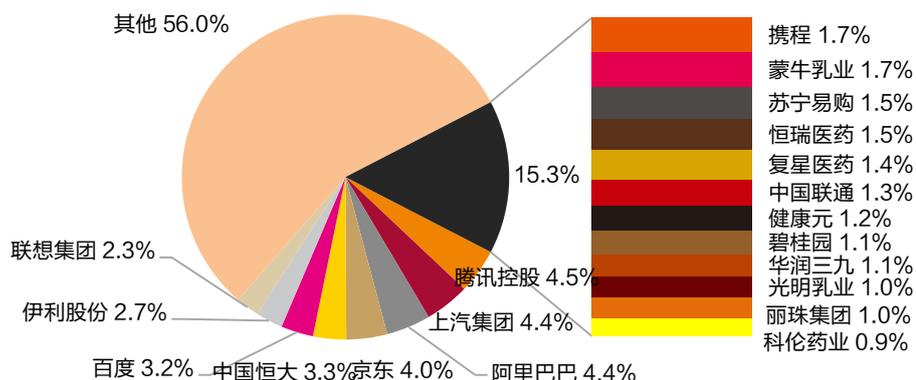
表 3：TOP50 上市公司广告主情况

公司	行业	广告费 (亿元)						广告费占营收比重		
		2015 A	2016A	2017A	17 同比	17A 整体占 比	17A 增长贡献	2015A	2016A	2017A
腾讯控股	互联网	58.1	92.2	136.6	48.18%	4.46%	6.77%	5.65%	6.07%	5.75%
上汽集团	汽车	97.3	108.2	135.7	25.42%	4.43%	4.19%	1.47%	1.45%	1.58%
阿里巴巴	互联网	55.2	88.0	133.7(E)	52.00%	4.37%	6.97%	5.46%	5.56%	5.34%
京东	互联网	57.2	77.9	123.8	58.87%	4.04%	6.99%	3.16%	2.99%	3.42%
中国恒大	房地产	68.9	90.7	100.1	10.44%	3.27%	1.44%	5.18%	4.29%	3.22%
百度	互联网	46.0	77.0	98.0	27.27%	3.20%	3.20%	6.93%	10.91%	11.56%
伊利股份	食品饮料	72.8	76.3	82.1	7.50%	2.68%	0.87%	12.15%	12.66%	12.15%
联想集团	计算机	48.1	58.9	53.8	-8.66%	1.75%	-0.78%	1.66%	1.98%	1.89%
携程	互联网	18.0	28.0	51.0	82.14%	1.66%	3.51%	16.52%	14.56%	19.04%
蒙牛乳业	食品饮料	40.9	53.3	50.8	-4.70%	1.66%	-0.38%	8.33%	9.92%	8.45%
苏宁易购	商业贸易	29.6	32.7	46.6	42.39%	1.52%	2.12%	2.19%	2.20%	2.48%
恒瑞医药	医药生物	32.5	39.2	45.6	16.29%	1.49%	0.97%	34.90%	35.38%	32.99%
复星医药	医药生物	11.9	21.7	43.5	100.07%	1.42%	3.32%	9.43%	14.86%	23.46%
中国联通	通信	35.2	31.9	38.9	22.14%	1.27%	1.08%	1.27%	1.16%	1.42%
健康元	医药生物	28.6	34.1	36.1	5.86%	1.18%	0.30%	33.07%	35.10%	33.51%
碧桂园	房地产	13.9	38.7	34.4	-11.23%	1.12%	-0.66%	1.23%	2.53%	1.52%
华润三九	医药生物	17.5	22.8	33.5	46.74%	1.09%	1.62%	22.20%	25.38%	30.08%
光明乳业	食品饮料	35.5	38.7	31.1	-19.63%	1.01%	-1.16%	18.34%	19.14%	14.34%
丽珠集团	医药生物	23.2	28.0	29.6	5.85%	0.97%	0.25%	35.01%	36.59%	34.74%
科伦药业	医药生物	6.4	8.7	26.4	203.09%	0.86%	2.70%	8.22%	10.18%	23.11%
贵州茅台	食品饮料	12.3	12.6	23.6	87.70%	0.77%	1.68%	3.77%	3.23%	4.05%
网易	互联网	6.8	11.2	23.1	106.88%	0.75%	1.82%	2.98%	2.93%	4.27%
云南白药	医药生物	15.6	15.2	21.8	43.45%	0.71%	1.01%	7.51%	6.78%	8.96%
融创中国	房地产	3.4	3.5	21.5	517.51%	0.70%	2.74%	1.47%	0.98%	3.26%
58 同城	互联网	18.1	20.4	20.9	2.31%	0.68%	0.07%	39.03%	26.87%	20.73%
绿地控股	房地产	23.2	21.8	20.8	-4.57%	0.68%	-0.15%	1.12%	0.88%	0.72%
搜狗	互联网	10.2	16.7	20.3	21.72%	0.66%	0.55%	26.60%	36.49%	34.28%
万科 A	房地产	13.9	15.4	19.6	26.82%	0.64%	0.63%	0.71%	0.64%	0.81%
上海医药	医药生物	12.8	14.1	19.5	38.23%	0.64%	0.82%	1.21%	1.17%	1.49%
广汽集团	汽车	6.1	13.2	19.5	47.78%	0.64%	0.96%	2.06%	2.66%	2.73%
泸州老窖	食品饮料	4.7	11.3	18.8	66.32%	0.61%	1.14%	6.83%	13.61%	18.08%
安踏体育	纺织服装	12.8	15.2	17.7	16.30%	0.58%	0.38%	11.50%	11.40%	10.60%
新浪	互联网	7.1	7.8	17.0	117.42%	0.55%	1.40%	12.36%	10.93%	16.42%
天士力	医药生物	1.3	15.0	16.9	12.55%	0.55%	0.29%	0.97%	10.77%	10.50%
保利地产	房地产	14.4	17.7	15.8	-10.73%	0.52%	-0.29%	1.17%	1.14%	1.08%
济川药业	医药生物	9.9	12.5	15.4	23.54%	0.50%	0.45%	26.39%	26.63%	27.28%
人福医药	医药生物	9.6	10.9	14.8	36.09%	0.48%	0.60%	9.60%	8.82%	9.58%
跨境通	商业贸易	7.8	10.4	14.5	40.03%	0.47%	0.63%	19.77%	12.15%	10.36%
中兴通讯	通信	14.7	21.9	14.1	-35.56%	0.46%	-1.19%	1.47%	2.16%	1.30%
三六零	互联网	-	-	14.1	-	0.46%	2.14%	0.01%	0.01%	11.48%
江铃汽车	汽车	6.5	7.9	13.9	76.24%	0.45%	0.91%	2.66%	2.95%	4.42%
东阿阿胶	医药生物	9.1	11.9	13.7	15.38%	0.45%	0.28%	16.62%	18.85%	18.64%
苏泊尔	家用电器	-	11.5	13.6	17.89%	0.44%	0.31%	-	9.63%	9.56%

青岛啤酒	食品饮料	0.0	17.5	13.0	-25.81%	0.42%	-0.69%	0.00%	6.70%	4.94%
一汽轿车	汽车	11.0	11.8	12.9	10.04%	0.42%	0.18%	4.12%	5.18%	4.64%
洋河股份	食品饮料	8.0	8.2	12.1	47.50%	0.40%	0.59%	5.00%	4.78%	6.08%
比亚迪	汽车	6.1	10.5	11.8	12.31%	0.38%	0.20%	0.76%	1.01%	1.11%
太极集团	医药生物	7.4	8.1	11.5	42.08%	0.38%	0.52%	10.31%	10.40%	13.18%
古井贡酒	食品饮料	8.2	10.7	11.3	5.46%	0.37%	0.09%	15.59%	17.75%	16.17%
美凯龙	商业贸易	7.4	7.8	10.6	35.97%	0.35%	0.43%	8.08%	8.27%	9.68%
九芝堂	医药生物	0.3	3.5	10.2	195.53%	0.33%	1.03%	3.58%	12.97%	26.71%

资料来源: wind, 天风证券研究所 注: -表示未披露; 阿里巴巴尚未披露年报, 按照行业平均增速预测 17 年广告费

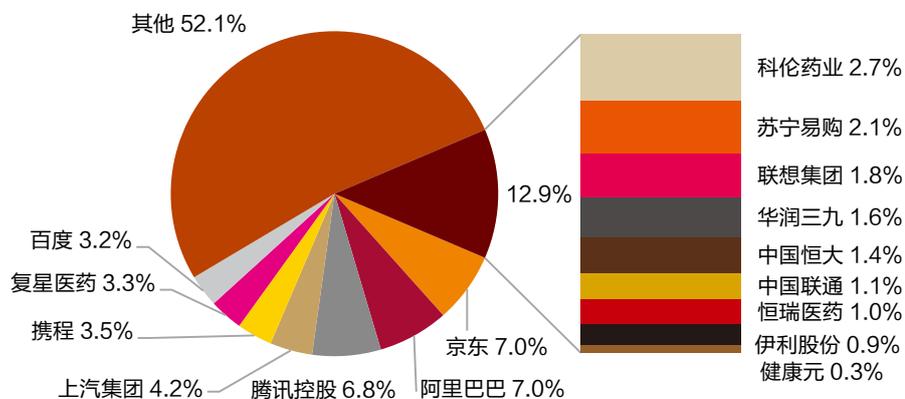
图 7: 2017 年 TOP20 广告主广告费占比



资料来源: wind, 天风证券研究所 注: 阿里巴巴、联想集团尚未披露年报, 按照行业平均增速预测 17 年广告费

头部广告主对广告行业经营趋势有关键作用。若不考虑阿里, 从对 17 年广告费增长的贡献来看, 贡献最大的 5 个广告主为京东、腾讯、上汽集团、携程和复星医药, 其中腾讯、京东 17 年广告费分别增长 48%、59%, 同时叠加高基数效应使得对为 17 年上市公司整体广告费增长贡献度分别达 10%; 前 20 大广告主贡献了超过 300 亿元的广告费增长, 贡献度达近 50%。

图 8: 2017 年 TOP20 广告主对广告费增长贡献占比



资料来源: wind, 天风证券研究所 注: 阿里巴巴、联想集团尚未披露年报, 按照行业平均增速预测 17 年广告费

广告主集中度较高。头部从广告主集中度来看, 前 10 大广告主 17 年广告费合计 870 亿元, 整体占比 31%; 前 50 大广告主广告费合计 1658 亿元, 占比 58%; 前 100 大广告主广告费

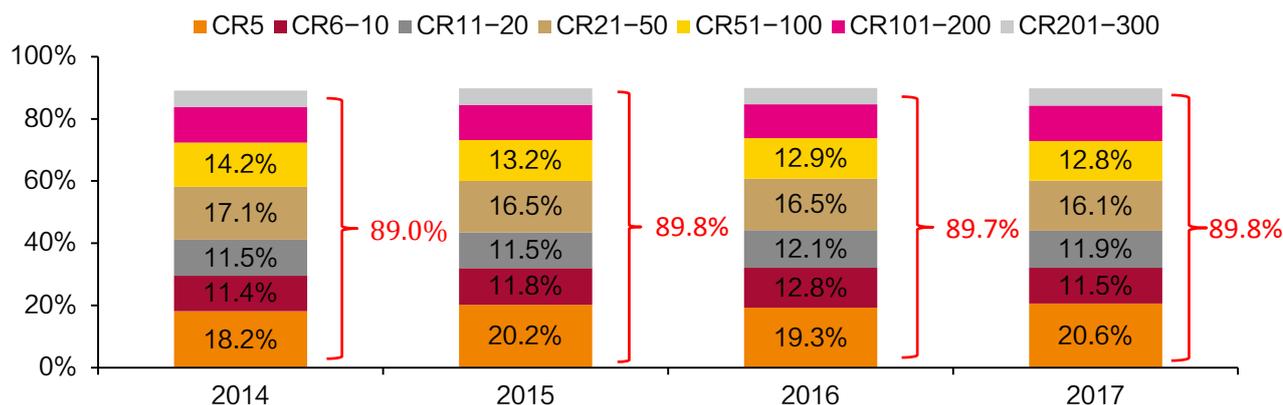
合计 2039 亿元，占比 72%。2014-2017 年前 5 大和前 10 大广告主占比分别稳定在 20%和 30%左右，广告主集中程度较为稳定。TOP300 的上市公司广告主占样本总量 1/8，占 17 年整体广告费比重达 89.8%，一九格局显著。

表 4: TOP300 广告主广告费及占比

广告主排名	17 年广告费 (亿元)	占比	广告主排名	17 年广告费 (亿元)	占比
TOP1-5	629.9	20.6%	TOP5	629.9	20.6%
TOP6-10	352.6	11.5%	TOP10	982.5	32.1%
TOP11-20	365.8	11.9%	TOP20	1348.3	44.0%
TOP21-50	493.9	16.1%	TOP50	1842.2	60.1%
TOP51-100	390.7	12.8%	TOP100	2232.9	72.9%
TOP101-200	349.7	11.4%	TOP200	2582.6	84.3%
TOP201-300	168.4	5.5%	TOP300	2751.0	89.8%

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 2014-2017 年上市公司广告主集中度



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 5: 不同规模广告主广告费情况

广告费水平	17A 样本数	广告费 (亿元)			增速		整体广告费占比			17A 增长 贡献
		2015A	2016A	2017A	2016A	2017 A	2015A	2016 A	2017 A	
5 亿以上	108	1372.6	1697.1	2081.4	23.6%	22.6%	67.3%	70.3%	73.0%	87.5%
50 亿以上	8	518.1	726.1	778.1	40.1%	7.2%	25.4%	30.1%	27.3%	11.8%
10~50 亿	44	584.8	695.0	900.4	18.9%	29.6%	28.7%	28.8%	31.6%	46.7%
5~10 亿	56	269.7	276.0	402.8	2.3%	46.0%	13.2%	11.4%	14.1%	28.9%
1~5 亿	226	389.0	423.3	499.7	8.8%	18.0%	19.1%	17.5%	17.5%	17.4%
3~5 亿	48	145.4	158.2	187.3	8.8%	18.4%	7.1%	6.6%	6.6%	6.6%
1~3 亿	178	243.7	265.1	312.4	8.8%	17.8%	11.9%	11.0%	10.9%	10.7%
1 亿以下	2097	107.0	119.9	271.6	12.1%	126.6%	5.2%	5.0%	9.5%	34.5%
5000 万~1 亿	161	107.0	119.9	116.3	12.1%	-3.0%	5.2%	5.0%	4.1%	-0.8%
3000~5000 万	139	42.6	47.3	54.8	11.2%	15.7%	2.1%	2.0%	1.9%	1.7%

1000~3000 万	349	58.2	58.4	62.6	0.4%	7.1%	2.9%	2.4%	2.2%	0.9%
500~1000 万	273	17.7	17.6	19.1	-0.5%	9.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.4%

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 6: 不同规模广告主广告费及营收增速

广告费水平	17A 样本量	营收增速		广告费增速		广告费占营收比重		
		2016	2017	2016	2017	2015	2016	2017
5 亿以上	108	17.12%	21.50%	23.64%	22.64%	2.44%	2.57%	2.60%
50 亿以上	8	34.43%	14.39%	40.13%	7.17%	3.97%	4.14%	3.87%
10~50 亿	44	17.66%	26.02%	18.85%	29.56%	2.81%	2.84%	2.92%
5~10 亿	56	6.58%	22.08%	2.34%	45.96%	1.20%	1.15%	1.38%
1~5 亿	226	13.87%	20.57%	8.80%	18.04%	1.54%	1.47%	1.44%
3~5 亿	48	110.74%	-5.94%	8.80%	18.43%	2.77%	1.43%	1.80%
1~3 亿	178	-11.45%	37.06%	8.80%	17.81%	1.22%	1.49%	1.28%
1 亿以下	2097	75.14%	569.46%	12.07%	126.57%	1.47%	0.94%	0.32%
5000 万~1 亿	161	75.14%	22.91%	12.07%	-3.00%	1.47%	0.94%	0.74%
3000~5000 万	139	-7.34%	11.00%	11.17%	15.68%	0.49%	0.59%	0.61%
1000~3000 万	349	11.73%	20.25%	0.40%	7.14%	0.50%	0.45%	0.40%
500~1000 万	273	-10.82%	19.25%	-0.52%	9.00%	0.20%	0.22%	0.20%

资料来源: wind, 天风证券研究所

4. 投资建议: 关注分众传媒 1400 亿市值左右的价值底部机会

根据对披露广告宣传费用的 2435 家上市公司广告主的分析可以看出, 广告主行业、公司集中度均较高, 头部广告主行业和公司的广告投放情况对广告行业经营业绩和营收有显著影响, 整体广告费用的增长主要来自于头部广告主贡献, 而头部广告主更倾向在大型、品牌广告公司或平台投放, 因此服务大中型广告主为主的生活圈媒体龙头【分众传媒】有望更受益于腾讯、京东、上汽等头部广告主投放增长。

分众 17 年末前五大头部客户销售合同金额多在 2.5 亿以上, 各位次合同金额大幅增加, 反映公司吸引重大广告主能力增强。2017 年公司头部销售合同中, 互联网行业客户合同从 2 个增长为 4 个, 分别为淘宝和京东, 其楼宇视频媒体合同金额分别为 3.68 亿和 2.70 亿, 框架媒体合同金额分别为 3.45 亿和 3.42 亿, 反映了互联网头部客户仍在加大广告投入。优估信息科技(优信二手车)合同金额 5.50 亿, 取代 16 年互联网行业的阿里巴巴得头部单一销售合同第一的位置, 同时按照分行业营收情况来看, 互联网行业客户占比下降 3pcts, 非互联网行业客户贡献度亦在提升, 客户结构日益多元。

表 7: 2016-2017 年分众正在执行的头部销售合同

签约客户	2016		签约客户	2017	
	合同主要内容	金额(万元)		合同主要内容	金额(万元)
阿里巴巴(中国)有限公司	框架媒体广告	26,483.30	优估(上海)信息科技有限公司	楼宇视频媒体及框架媒体广告	55,000.00
广州宝洁有限公司	楼宇视频媒体广告	20,000.00	淘宝(中国)软件有限公司	楼宇视频媒体广告	36,809.47
淘宝(中国)软件有限公司	楼宇视频媒体及框架媒体广告	19,982.60	淘宝(中国)软件有限公司	框架媒体广告	34,541.83
拉扎斯网络科技(上海)有限公司	楼宇视频媒体及框架媒体广告	14,800.00	北京京东世纪贸易有限公司	框架媒体广告	34,219.16
益海嘉里食品营销有限公司	楼宇视频媒体、卖场媒体及框架媒体广告	13,231.60	北京京东世纪贸易有限公司	楼宇视频媒体广告	26,992.33

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

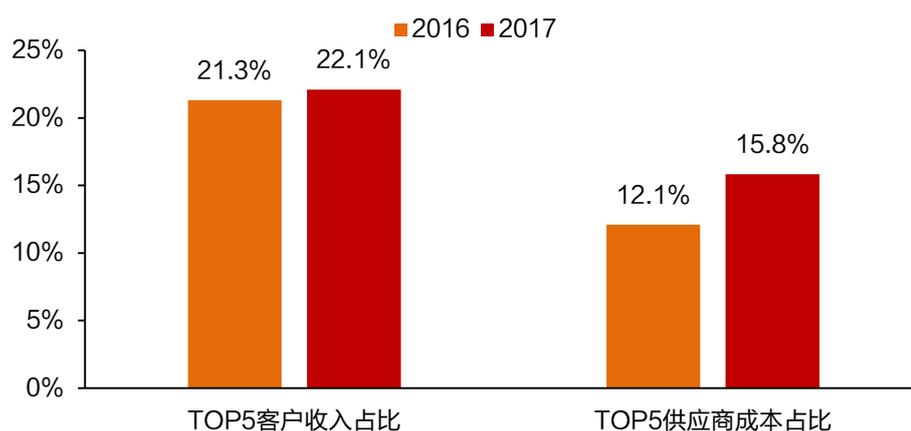
表 8：分众分行业营收情况

行业	2016		2017		同比	
	收入(亿元)	营收占比(%)	收入(亿元)	营收占比(%)	收入金额变化(%)	占比变化(pcpts)
互联网	26.40	25.9%	27.46	22.9%	4.0%	-3.0
日用消费品	20.84	20.4%	23.73	19.8%	13.9%	-0.6
汽车	13.95	13.7%	17.24	14.4%	23.6%	0.7
通讯	12.94	12.7%	15.14	12.6%	17.0%	-0.1
杂类	9.03	8.8%	10.43	8.7%	15.5%	-0.2
房产家居	8.40	8.2%	10.35	8.6%	23.2%	0.4
娱乐及休闲	5.23	5.1%	8.68	7.2%	65.9%	2.1
商业及服务	5.35	5.2%	7.12	5.9%	33.1%	0.7

资料来源：公司公告、天风证券研究所

分众 17 年客户端头部集中度更高，头部广告主贡献更加集中，成本端集中度提高利好具备高议价能力的生活圈媒体龙头。17 年 TOP5 头部客户收入 26.57 亿，同比增长 22.0%，占年度销售总额比重 22.1%，同比提升 0.8 pcpts，头部客户占比进一步提升。客户端头部集中度更高，符合我们年度策略报告对广告行业的趋势分析，反映头部广告主贡献更加集中的趋势，对于具备极强网络效应的分众来说，其更容易获得头部广告主的青睐。根据 KANTAR MEDIA 的 BRANDZ TOP100 最具价值中国品牌 100 强榜，阿里、腾讯、京东、滴滴、蒙牛等中国 Top100 品牌中，有超过 80 个选择分众媒体进行投放。17 年 TOP5 供应商成本为 7.44 亿，同比增长 60.6%，占年度采购总额比重为 15.8%，同比提升 3.7 pcpts。供应商集中度进一步提升，对生活圈媒体广告龙头分众来说，垄断地位形成的议价能力将进一步扩大其相对其他广告商的优势。

图 10：分众 TOP5 头部客户收入占比和 TOP5 供应商成本占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

我们重申新潮对分众影响极其有限，近三个季度通过营收的健康增长带动净利润增长，不断超市场预期，我们应该更加关注公司基本面持续向好的趋势，3 年现金分红规划及 30 亿回购计划更是充满诚意的“亮剑”之举。我们判断公司未来收入提速基本能对冲毛利率下滑，30 亿回购计划已于 5 月 18 日股东大会通过后正式启动，近期 A 股纳入 MSCI 中国指数预计会为分众带来 4.7 亿增量资金，我们维持前期盈利预测，预计 18-20 年净利润分别为 70.7/86.5/104.3 亿元，对应估值 19X/16X/13X，建议关注 18 年 20X 1400 亿市值价值底部附近的买入机会。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com