

营销传播行业深度研究报告

# 户外广告市场竞争的参考演绎：以机场、地铁广告为例

推荐（首次）

- 国内机场、地铁广告增速显著高于户外行业平均，曝光效果已广泛实现数字化、交互化。作为城市交通的核心、必经媒体场景，且借助硬件设施的加码扩建，国内机场、地铁广告市场收入近年复合增速分别高达 13.02% 和 14.88%，高于户外广告大盘均值水平（9.58%）；细分来看，媒体设备数字化升级成本下降，以及交互媒体商业价值更高，驱动户外数字广告收入更快增长，2013-2022 年均复合增速达 15.49%（户外传统实体广告 CAGR=4.72%）。
- 机场、地铁广告市场上游资源端相对集中，中游代理商竞争常态化，龙头市占率逐年下滑。由于核心城市的机场、地铁设施稀缺且集中，上游资源端的商业价值意识充分，因而广告代理商竞标常年激烈。  
**机场广告市场领域**，按覆盖资源数量维度，TOP3 分别为航美传媒（14%）、雅仕维（12-13%）和德高中国（4%），但 2008 年以来市场集中度逐年下降；按广告收入维度，航美传媒居首但市占率逐年递减，雅仕维市占率稳定在 7-8%。**地铁广告市场领域**，按覆盖地铁线路维度，TOP3 德高中国、雅仕维和大象广告对应市占率分别为 30%、8% 和 5-6%，但德高中国市占率由 2005 年的 58.3% 降至 2017 年的 27.7%；按广告收入维度（德高中国缺乏数据不计入），代理商竞争格局相对分散，雅仕维、大象广告市占率皆不过 2%。
- 机场、地铁广告市场自 2007 年以来历经 3 次竞争，租约期限决定行业竞争周期。复盘机场广告市场竞争史：2007-2008 年、2012-2013 年和 2017-2018 年反复出现资源争夺战，平均每隔 5-6 年爆发一次，竞争演绎的周期性在于：机场广告代理合约中，64% 的租约期限为 6-10 年；复盘地铁广告市场竞争史，2007-2009 年、2013-2015 年和 2017-2018 年频发竞争，时隔由 6 年缩至 3 年，竞争周期变化的引因在于：地铁广告近年陆续进入续约阶段，资源竞争趋向“短频快”，但未来有望复归长期理性，代理商讲求“一次竞价长期执行”。
- 稳态市场竞争下，国内机场、地铁广告年均成本涨幅约为 20%，销售费用率为 6-9%，盈利指标因经营理念而异。机场广告层面，航美传媒租金年均涨幅约为 20%，租金收入比在 60-70% 区间内，销售费用率约为 6-9%，雅仕维与之相近。因经营理念差异，航美传媒的毛利率、净利率分别为 10% 和 -7%，而雅仕维毛利率均值约为 30%；地铁广告层面，雅仕维毛利率均值约为 20%，租金成本年均涨幅约为 21%，地铁线路单位创收与成本历史表现稳定。
- “合营分成”模式颠覆传统竞标思维，玩法创新、合理定价有效增强合作黏性。回顾机场广告市场的历次竞争，以航美传媒（机场）、DMG（地铁）、华视传媒（地铁）为典型的高价竞标思维，虽能短期内实现上游资源的快速覆盖，但盲目扩张随之带来的财务危机，最终迫使代理商违约止损；而雅仕维（机场）、德高中国（地铁）则与核心城市机场、地铁合资成立广告代理公司，通过支付“固定租金+广告分成”的形式实现资源绑定，有效增强了广告合作黏性和可持续性，同时促进资源定价恢复长期理性。  
具体而言，国内机场广告巨头雅仕维覆盖的机场资源中，84% 为合资经营；而地铁广告龙头德高中国占比 85.7% 的地铁线路为合资经营，但雅仕维、大象股份则主要以直营代理为主，原因在于：相较于机场广告，地铁广告资源端相对分散，议价合作形式相对更包容多元。
- 机场、地铁广告市场“合营分成”模式对于其他户外广告媒体的借鉴意义：针对具备规模效应的户外广告代理商而言，主线城市的核心点位资源在广告预算竞标阶段，一能凭借区位优势有效增强自身的媒体价值竞争力，二能通过“配套销售”的形式对较次点位形成溢价。因此，以“合营分成”模式对重要资源方进行让利，可视作实现核心点位长期绑定的有效途径。
- 风险提示：机场、地铁广告行业政策性风险；行业内竞争加剧；宏观经济波动风险；其他广告渠道预算分流风险。

华创证券研究所

证券分析师：潘文韬

电话：021-20572578

邮箱：panwentao@hcyjs.com

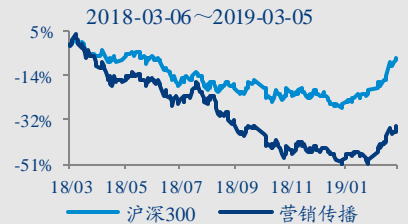
执业编号：S0360518070003

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	30	0.84
总市值(亿元)	2,550.32	0.42
流通市值(亿元)	2,048.22	0.46

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	27.77	9.75	-25.89
相对表现	10.26	-3.69	-20.9



# 目录

<b>一、国内机场、地铁广告增速高于户外行业平均，曝光效果业已迈向数字交互化</b> .....	<b>6</b>
(一) 中国户外广告 2018 年市场规模或跃居世界第二，未来 5 年复合增速约 8.00%.....	6
(二) 国内户外数字化升级成本下降，未来楼宇广告市场推广可期.....	6
(三) 硬件设施扩建释放机场、地铁广告市场空间，收入规模增速高于户外大盘.....	7
<b>二、国内机场广告竞争复盘：航美传媒以降维竞争夺先锋，雅仕维以合营分成逆袭</b> .....	<b>8</b>
(一) 覆盖机场数量维度：航美、雅仕维演绎“双寡头”竞争.....	8
(二) 广告收入规模维度：航美传媒市占率走低，雅仕维竞争表现稳定.....	9
(三) 机场广告竞争历史回顾：2007 年以来历经三次大战，机场资源价值持续强化.....	10
1、第一次竞争（2007-2008 年）：行业资本化推动降维竞争，航美传媒高举高打拔头筹.....	10
2、阶段性平稳（2009-2011 年）：金融危机加剧行业分化，中游代理商呈现马太效应.....	10
3、第二次竞争（2012-2013 年）：资源争夺不止于竞标价格，机场青睐合资分成模式.....	11
4、第三次竞争（2017-2018 年）：核心优质机场再引激烈竞争，资源大战呈现常态化、周期性.....	11
(四) 机场广告竞争史复盘：租约期限决定行业竞争周期，玩法创新决定资源端合作黏性.....	12
1、为何机场广告代理历次竞争时隔 5-6 年？由租约期限结构而定.....	12
2、航美传媒 1 亿元报价不敌雅仕维新玩法，影响如何？促使机场广告资源绑定与分成形式升级.....	12
<b>三、常态竞争下的机场广告经营分析：以航美传媒、雅仕维为例</b> .....	<b>13</b>
(一) 航美传媒：逆周期扩张后投产比下滑，成本费用于 2010 年后企稳.....	13
1、创收表现：逆势扩张引致总体、单位产出双降.....	13
2、量价分析：首次扩张后资源覆盖量表现平稳，售卖率下滑但单价波幅大.....	15
3、成本结构：竞争稳态阶段第三方经销商费用下降，资源租金涨幅在 20% 左右.....	17
4、费用结构：稳态销售管理费用率合计不超过 20%，以股票激励实现人才绑定.....	18
(二) 雅仕维：试水独家合营新分成模式，财务健康且市场地位稳固.....	20
1、创收表现：稳态毛利率维持在 30% 左右，核心客户营收占比较低.....	21
2、成本结构：总成本项约 85% 为租金，租金收入比在 65%-75% 内稳态波动.....	23
3、费用结构：销售费用稳定在 6%-8%，行业景气度、资源扩张力度为正影响因子.....	24
<b>四、国内地铁广告竞争复盘：竞标趋向常态、理性化，资源端渐倾长期合作</b> .....	<b>25</b>
(一) 覆盖地铁线路维度：德高中国独占鳌头，雅仕维、大象“伯仲相间”紧随其后.....	25
(二) 广告收入规模维度：竞争格局相对分散（德高不计入），雅仕维收入表现稳定.....	25
(三) 地铁广告竞争历史回顾：代理商资本化助推早期降维竞争，地铁资源端渐趋长期理性合作.....	26
1、第一次竞争（2007-2009 年）：降维逆战终致 DMG 败走，华视传媒接盘笑傲江湖.....	26
2、第二次竞争（2013-2014 年）：资源溢价争夺战再起，大象、雅仕维被迫中止租约.....	26
3、第三次竞争（2015-2018 年）：优质地铁资源花落巨头，中小代理商难敌财务困境.....	27

（四）地铁广告竞争复盘：合资经营比例相对较高，资源竞争走向常态化 .....	27
1、短频竞争致使代理商财务恶化，地铁资源争夺回归长期理性.....	27
2、德高中国以合资深度绑定优质资源，雅仕维、大象则以直营竞标方式运营.....	29
3、地铁资源追求长期稳定租约，广告代理商“一次竞价长期执行” .....	31
<b>五、常态竞争下的地铁广告经营分析：以雅仕维为例.....</b>	<b>31</b>
（一）创收表现：单条地铁年均营收贡献稳定在 0.37 亿港元，毛利率维持在 15%-25% .....	32
（二）成本表现：CAGR=21.31%，单条地铁线路年均成本支出为 0.30 亿港元且波动小 .....	33
<b>六、风险提示 .....</b>	<b>33</b>

# 图表目录

图表 1	中国户外广告市场历年增长情况	6
图表 2	室内 LED 显示器采购价格走势	6
图表 3	户外 LED 显示器采购价格走势	6
图表 4	受众对于电梯内广告形式和曝光频率的偏好	7
图表 5	2006-2022 年中国大陆地区机场数量及同比增速	7
图表 6	2000-2018 年中国大陆地区城市地铁数量及同比增速	8
图表 7	中国大陆地区机场广告投放规模及同比增速	8
图表 8	中国大陆地区地铁广告投放规模及同比增速	8
图表 9	2013-2017 年中国大陆地区独营机场广告市占率（按框架广告板的覆盖机场数量统计）	9
图表 10	中国大陆地区机场广告代理商市占率（按机场广告收入统计）	10
图表 11	国内机场广告行业竞争历史复盘	11
图表 12	雅仕维覆盖机场资源的合约期限占比（为 2014 年数据，合作期内变化较小）	12
图表 13	雅仕维覆盖机场资源的经营结构占比（为 2014 年数据，合作期内变化较小）	12
图表 14	航美传媒机场广告历年营收及同比增速	13
图表 15	航美传媒机场广告各细分项目历年创收情况	13
图表 16	航美传媒机场数字屏幕广告可售卖广告历年单位产出及同比增速	14
图表 17	航美传媒飞机数字屏幕广告可售卖广告历年单位产出及同比增速	14
图表 18	航美传媒机场数字框架广告可售卖广告历年单位产出及同比增速	14
图表 19	航美传媒机场传统媒体广告可售卖广告历年单位产出及同比增速	14
图表 20	航美传媒历年机场广告资源覆盖情况	15
图表 21	航美传媒历年各细分机场广告点位售卖率变化	16
图表 22	航美传媒机场广告各细分项目单位售价	16
图表 23	航美传媒历年毛利率、净利率变化情况	17
图表 24	航美传媒历年各项主要成本变化情况	17
图表 25	航美传媒历年特许经营费占比变化情况	18
图表 26	航美传媒历年销售费用率、管理费用率变化情况	19
图表 27	航美传媒历年股票激励计划统计	19
图表 28	雅仕维机场广告业务拓展时间线	20
图表 29	雅仕维机场广告业务历年营收及同比增速	21
图表 30	雅仕维大陆地区机场独家覆盖规模	21
图表 31	雅仕维机场广告业务历年毛利率变化	22
图表 32	雅仕维历年单位机场收入贡献	22

图表 33	雅仕维 TOP5 广告客户收入贡献.....	23
图表 34	雅仕维特许经营费占比情况（含机场、地铁广告、户外灯箱等）.....	23
图表 35	雅仕维广告空间特许经营费支出历年情况.....	24
图表 36	雅仕维销售费用及同比增速.....	24
图表 37	雅仕维销售费用率与成本占比历年情况.....	24
图表 38	2013-2017 年中国大陆地区独营地铁广告市占率（按框架广告板的覆盖地铁数量统计）.....	25
图表 39	中国大陆地区地铁广告代理商市占率（按地铁广告收入统计）.....	26
图表 40	国内机场广告行业竞争历史复盘.....	27
图表 41	2007-2014 年华视传媒租金/营收占比情况.....	28
图表 42	华视传媒 2010 及 2012 年商誉减值情况（单位：百万美元）.....	28
图表 43	华视传媒历年营收增速及净利润率.....	28
图表 44	德高中国 2018 年大陆地区地铁资源经营结构.....	29
图表 45	德高中国地铁广告资源拓展时间线.....	29
图表 46	2017 年雅仕维地铁资源经营结构.....	30
图表 47	2017 年大象股份媒体资源合作情况.....	30
图表 48	雅仕维地铁广告合约期限情况.....	31
图表 49	大象股份地铁广告合约期限情况.....	31
图表 50	雅仕维、大象股份地铁广告业务成本项核算方式对比.....	31
图表 51	雅仕维地铁广告业务营收及同比增速.....	32
图表 52	雅仕维地铁广告业务营收占比.....	32
图表 53	雅仕维地铁广告业务单位营收贡献.....	32
图表 54	雅仕维地铁广告业务毛利率.....	32
图表 55	雅仕维地铁广告业务成本.....	33
图表 56	雅仕维单条地铁线路成本支出.....	33

## 一、国内机场、地铁广告增速高于户外行业平均，曝光效果业已迈向数字交互化

### （一）中国户外广告 2018 年市场规模或跃居世界第二，未来 5 年复合增速约 8.00%

中国是当今世界第三大户外（OOH）广告市场，有望在 2018 年超过日本跃居第二。2017 年中国户外广告收入总额达 63.85 亿美元。综合户外广告收入过去 2013-2017 年 CAGR=9.58%，未来 2018-2022 年 CAGR=8.00%，综合 CAGR=8.67%。未来五年，该数字预计将以 8.0% 的年均复合增长率继续上升，届时中国将成为全球发展最快的户外广告市场。

图表 1 中国户外广告市场历年增长情况

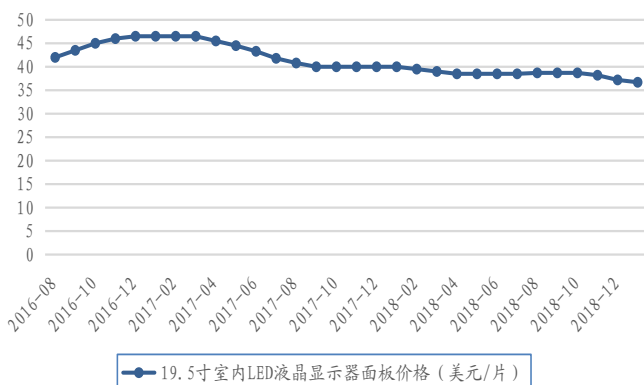
中国户外广告(单位:百万美元)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2017-2022 CAGR
户外数字广告收入	1,269	1,494	1,757	2,049	2,415	2,811	3,229	3,674	4,135	4,637	-
YoY (%)	-	17.73%	17.60%	16.62%	17.86%	16.40%	14.87%	13.78%	12.55%	12.14%	13.80%
户外实体广告收入	3,159	3,380	3,602	3,781	3,970	4,197	4,393	4,561	4,692	4,784	-
YoY (%)	-	7.00%	6.57%	4.97%	5.00%	5.72%	4.67%	3.82%	2.87%	1.96%	3.80%
中国户外广告合计	4,428	4,875	5,369	5,830	6,385	7,008	7,622	8,235	8,827	9,361	-
YoY (%)	-	10.09%	10.13%	8.59%	9.52%	9.76%	8.76%	8.04%	7.19%	6.05%	8.00%

资料来源: PwC, Informa Telecoms&Media, Ovum, 华创证券

### （二）国内户外数字化升级成本下降，未来楼宇广告市场推广可期

户外交互式屏覆盖成本走低，目前业已实现规模化生产和应用，推动数字广告收入更显著增长。国内户外数字广告收入过去 2013-2017 年 CAGR=17.45%，未来 2018-2022 年 CAGR=13.33%，综合 CAGR=15.49%；户外实体广告收入过去 2013-2017 年 CAGR=5.88%，未来 2018-2022 年 CAGR=3.33%，综合 CAGR=4.72%。数字化屏幕受到中国消费者欢迎，未来新的广告板可能都采用具备交互式曝光效果的户外屏。

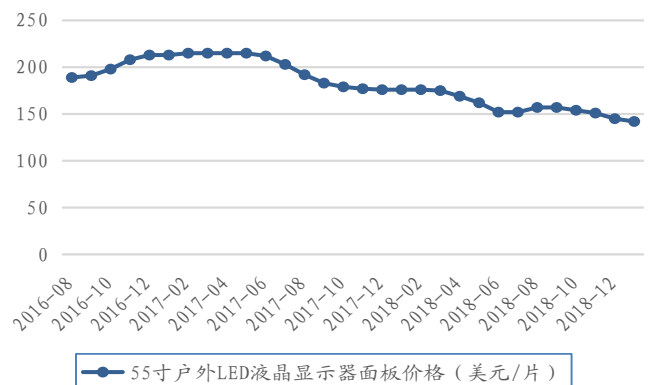
图表 2 室内 LED 显示器采购价格走势



资料来源: Wind, 华创证券

注: 19.5 寸屏适用于新潮传媒梯内屏和分众传媒新竖屏

图表 3 户外 LED 显示器采购价格走势

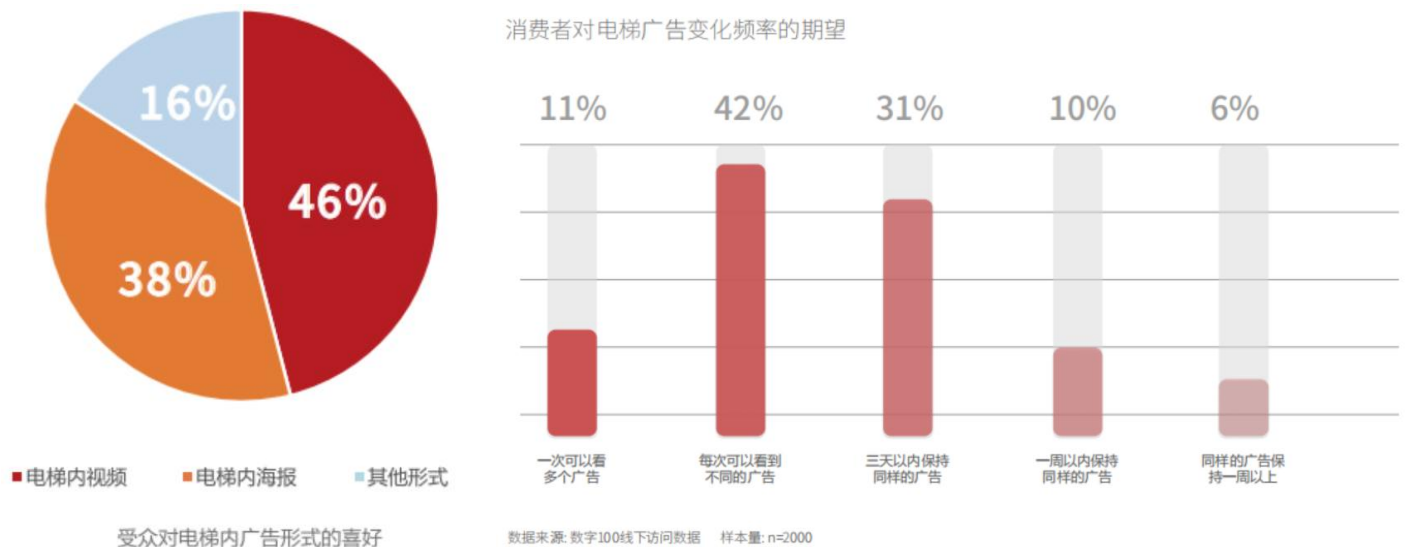


资料来源: Wind, 华创证券

注: 55 寸屏适用于机场和地铁广告屏

借鉴户外广告市场数字化发展经验，楼宇广告市场的智能交互屏的升级推广未来势在必行。目前楼宇媒体数字化已在高人流量的写字楼市场成功推行，未来在合法合规的广告投放智能化浪潮下，楼宇媒体数字化有望更广泛，推进线下广告市场精准化、互动化。中短期来看，在第二增长曲线启动前（即当前阶段无法实现精准的广告互动体验），由于数字滚动屏的上刊率与曝光效果（包括有效时长和频次）成反比，数字屏在小区楼宇广告市场的应用暂时不会大范围推广，升级扩张规模短期内有限。

图表 4 受众对于电梯内广告形式和曝光频率的偏好

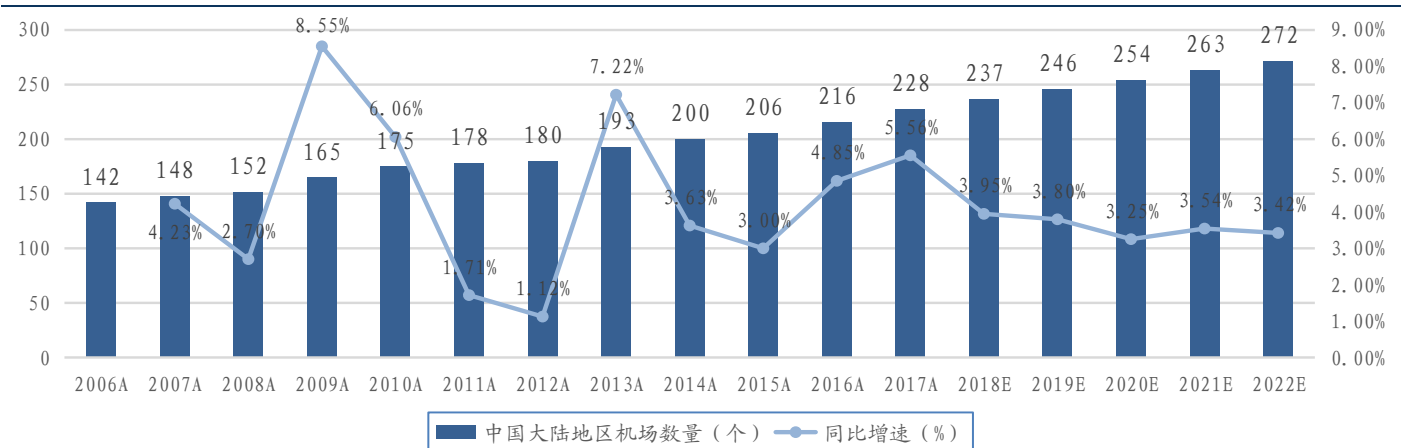


资料来源: 数字一百 (n=2000, 新潮传媒战略研究部委托课题), 华创证券

### (三) 硬件设施扩建释放机场、地铁广告市场空间，收入规模增速高于户外大盘

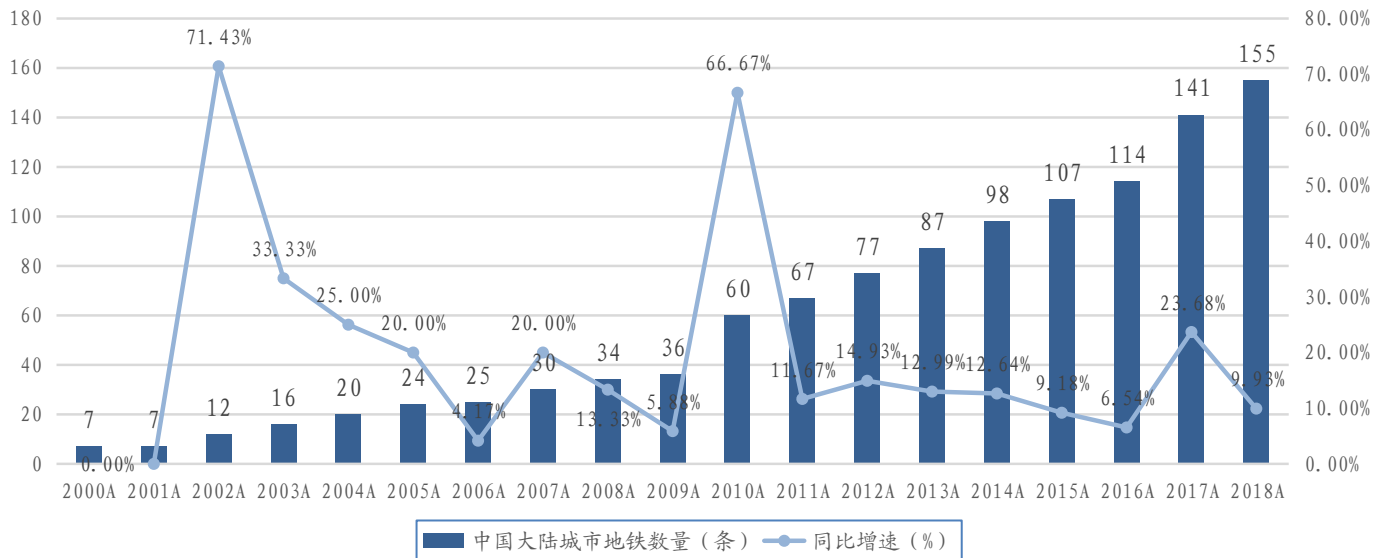
宏观经济条件和对基础设施的投入将支撑户外广告市场的持续扩张。受益于新开放的机场、购物中心以及遍布城市的地铁线路，国内户外广告市场在机场、地铁等细分场景广告增速显著。机场设施建设层面，2006-2017年国内大陆地区机场个数年均扩张7.82个，CAGR=4.40%；2018-2022年预计年均扩张8.75个，CAGR=3.50%。地铁公交建设层面，2000-2018年国内大陆地区地铁线路年均扩张8.22条，CAGR=18.78%。目前全国41座城市都在修建地铁线路，其中26座城市是首次修建。

图表 5 2006-2022年中国大陆地区机场数量及同比增速



资料来源: 中国民用航空总局, 华创证券

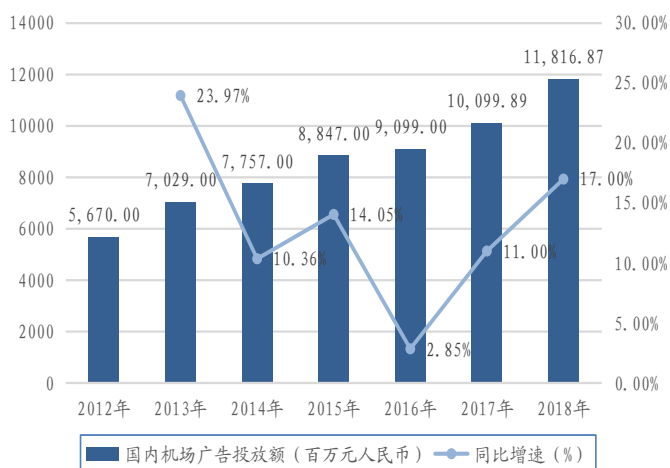
图表 6 2000-2018 年中国大陆地区城市地铁数量及同比增速



资料来源: Wind, 华创证券

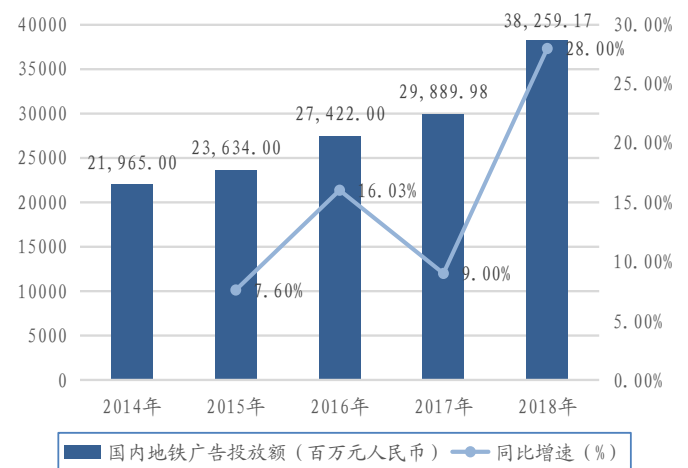
从投放额来看,机场、地铁广告市场年均增速高于户外综合广告,这与楼宇广告市场收入表现一致。根据 CODC(中天盈信)的数据跟踪来看,2012-2018 年国内机场广告市场收入年均复合增长 13.02%,2014-2018 年国内地铁广告市场收入年均复合增长 14.88%,高于 2013-2017 年综合户外广告收入的复合增速 9.58%。

图表 7 中国大陆地区机场广告投放规模及同比增速



资料来源: CODC, 华创证券

图表 8 中国大陆地区地铁广告投放规模及同比增速



资料来源: CODC, 华创证券

## 二、国内机场广告竞争复盘:航美传媒以降维竞争夺先锋,雅仕维以合营分成逆袭

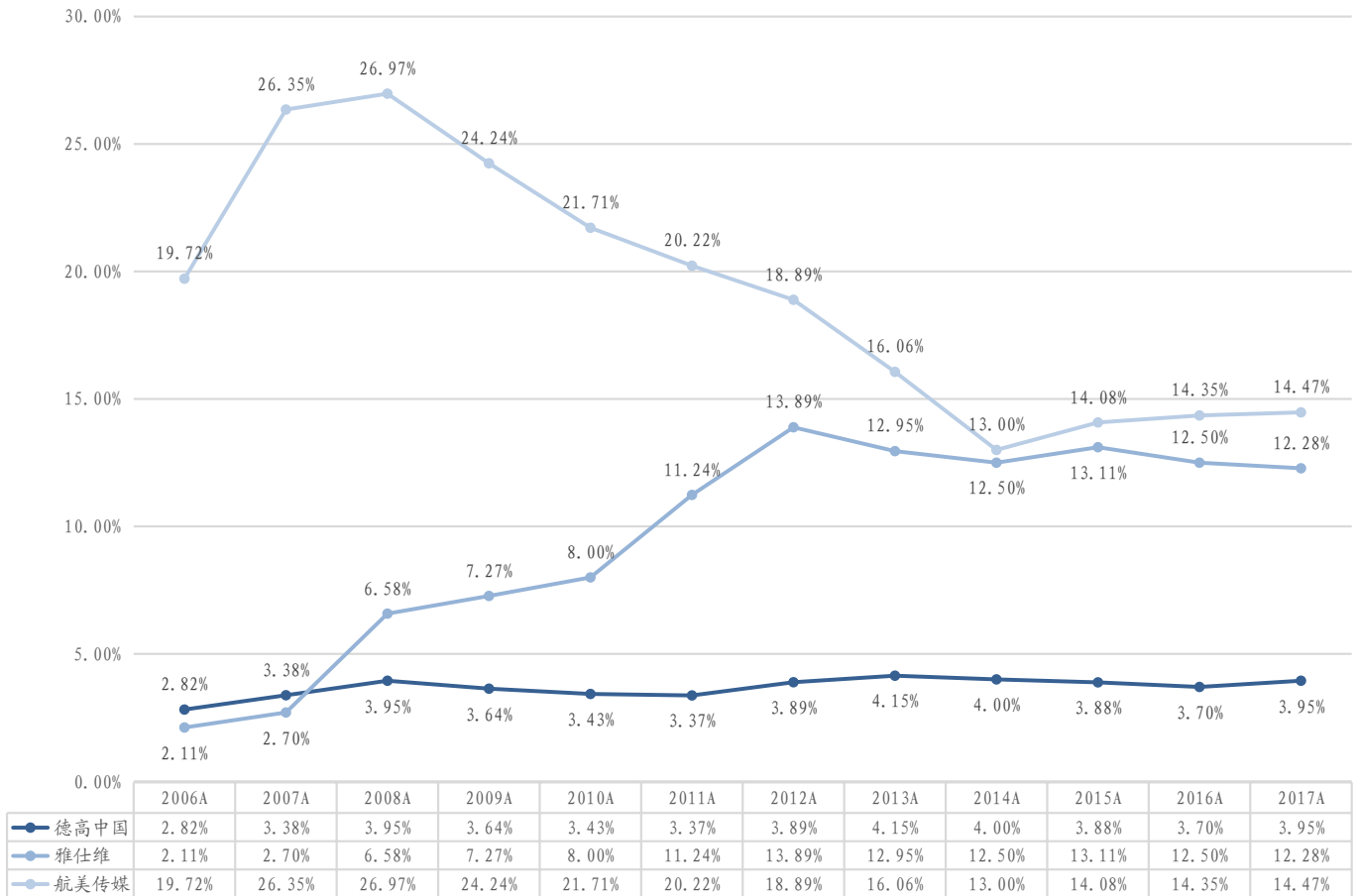
### (一) 覆盖机场数量维度:航美、雅仕维演绎“双寡头”竞争

按机场数量维度, TOP3 分别为航美传媒(14%)、雅仕维(12-13%)、德高中国(4%),呈现为“双寡头”的竞争局面。据弗若斯特沙利文的统计数据,雅仕维(01993.HK)为大中华区机场广告第一、地铁广告第二的运营商。但据我们统计发现,以覆盖机场数量统计,2017 年航美传媒、雅仕维、德高中国市占率位居 TOP3,分别对应



14.47%、12.28%和 3.95%；另自 2008 年以来，航美传媒市占率由 2008 年的 26.97% 降至 2017 年的 14.47%，但 2015-2017 年连续三年维持在 14% 左右。雅仕维则由 2008 年的 6.58% 升至 2017 年的 12.28%，自 2013 年来一直稳定在 12-13% 左右；德高中国市占率波动较小，自 2012 年来一直稳定在 4% 左右。从目前竞争稳态来看，航美传媒、雅仕维在机场设施资源的占有率相近，且 3 倍于第三名的德高中国，双寡头竞争局势显著。

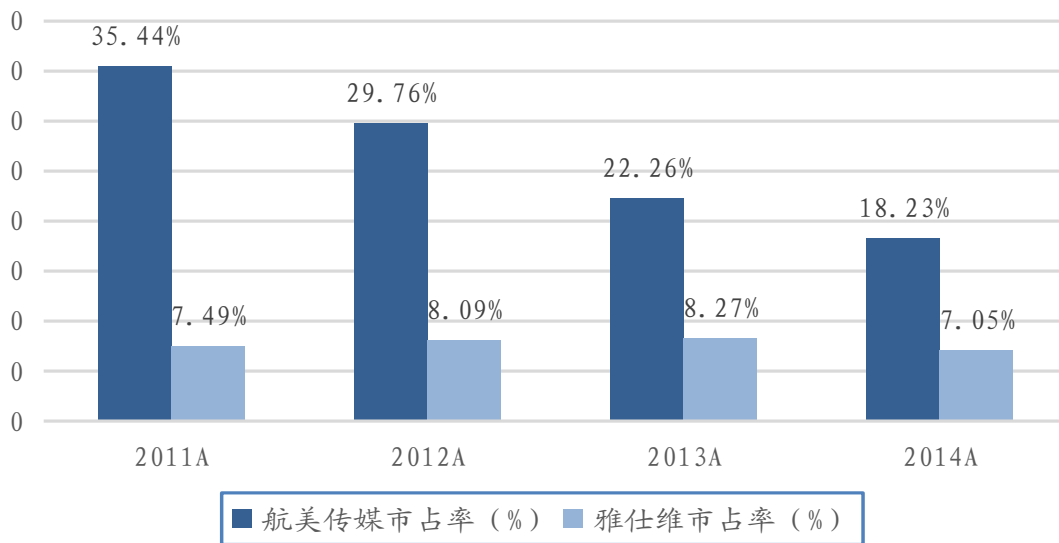
**图表 9 2013-2017 年中国大陆地区独营机场广告市占率（按框架广告板的覆盖机场数量统计）**



资料来源：Wind，华创证券

**（二）广告收入规模维度：航美传媒市占率走低，雅仕维竞争表现稳定**

按广告收入维度，航美传媒居首但市占率逐年递减，雅仕维市占率稳定在 7-8%，“单极化”竞争格局持续走弱。我们以 CODC 统计的机场广告历年大盘收入为分母，行业龙头航美传媒的市占率由 2011 年的 35.44%（对应 2.55 亿美元）降至 2014 年的 18.23%（对应 2.31 亿美元），虽市占率逐年下降，但仍为国内机场广告龙头地位；雅仕维则由 2011 年的 7.49% 市占率（对应 0.54 亿美元）微降至 2014 年的 7.05%（对应 0.89 亿美元），但总体保持 7-8% 的稳态市占率。

**图表 10 中国大陆地区机场广告代理商市占率（按机场广告收入统计）**


资料来源: Wind, 华创证券

### （三）机场广告竞争历史回顾：2007 年以来历经三次大战，机场资源价值持续强化

机场广告竞争历史复盘：2007-2008 年、2012-2013 年、2017-2018 年反复出现降维竞争，平均每间隔 5-6 年爆发一次。

#### 1、第一次竞争（2007-2008 年）：行业资本化推动降维竞争，航美传媒高举高打拔头筹

在风险投资的资本助推下，机场媒体迅速扩张，各家广告代理商激励争夺资源；航美传媒借助 2007 年的美股上市，以降维竞争（高额的机场特许经营费）获得首次行业竞争（2007-2008 年）的阶段性胜利。其中，行业竞争代表性事件有：

（1）2007 年 4 月，航美传媒获 4200 万美元投资，并于 11 月在纳斯达克上市融资 1.8 亿美元；2、迪岸传媒于 2007 年 7 月宣布已经完成 3500 万美元新一轮融资，该轮融资由永威投资主导、IDG 参与其中；

（2）2008 年 2 月，天骏传媒首轮融资 8300 万美元，是迄今为止中国户外广告企业获得的最大规模的一笔私募融资；

（3）2018 年 6 月，天骏以近 5 亿元获得深圳机场内部户外广告经营权，第二名竞标者雅仕维集团约 3 亿元，第三名是航美传媒 2 亿元；

（4）2008 年 11 月，迪岸传媒再获得 4500 万美元的风险投资，以支持更快速的发展，抓住市场潜力，抢占先机，利用已经打下的基础和提供的平台，开拓新的渠道；

（5）2018 年 12 月，IDG 对新兴的机场媒体——新邦传媒进行首次融资，金额达千万美元。

#### 2、阶段性平稳（2009-2011 年）：金融危机加剧行业分化，中游代理商呈现马太效应

2009-2011 年受金融危机影响，机场广告首次竞争性扩张阶段性告落；非理性降维竞争引致潜在巨额亏损，中小代理商加速退出。具体表现为：

（1）天骏传媒协商解除与深圳机场合约，航美传媒接盘。2009 年 1 月 8 日，深圳机场收到天骏传媒要求主动解除机场内部户外广告经营权函。天骏表示，如果以原价格履行合约，将会给公司带来 2-3 亿元的损失。1 月 14 日，“航美”、“雅仕维”两家媒体公司递交竞标书，最终“航美”以接近 3 亿的较高竞标价成功竞标，但航美并没有全款支付竞

标价格；

(2) 白马广告、太一广告和禾晨广告等公司也陆续退出首都机场 1 号、2 号和 3 号航站楼的部分资源，首都机场自营的一些媒体资源此次也一并交与航美传媒经营；

(3) 2009 年 3 月，多家户外媒体选择了逐步退出机场媒体的特许经营市场，但航美传媒则为逆市扩张。航美传媒获得北京首都国际机场和深圳国际机场多种传统媒体的特许经营权；

(4) 2010 年之后几乎没有关于风投和高价争夺标书的新闻报道。航美媒体资源在 2009 年达到顶峰，但持续亏损，媒体资源逐步减少。

### 3、第二次竞争（2012-2013 年）：资源争夺不止于竞标价格，机场青睐合资分成模式

**2012-2013 年，机场资源端议价能力继续增强；在资源竞争层面，“合资分成”强于传统模式。**具体表现为：

航美传媒报价 1 亿无人回应，深圳机场以 1470 万元合同价与雅仕维签订合作协议。2013 年 3 月，深圳宝安机场与雅仕维成立合资公司，其中深圳机场和雅仕维全资子公司（深圳雅仕城铁）分别以现金出资 1530 万元和 1470 万元持有合资公司 51% 和 49% 股份，授权经营深圳机场 T3 航站楼户内户外广告业务，合资公司需每年支付 1000 万元广告经营基本费，并将广告金额中的 79% 收入提成支付给机场（支付比例业界最高）；而航美传媒出资 1 亿元竞标，未被理睬。

### 4、第三次竞争（2017-2018 年）：核心优质机场再引激烈竞争，资源大战呈现常态化、周期性

**2017-2018 年，广州、杭州等城市的优质机场资源再引业内激烈竞争。**具体事件为：

(1) 德高中国以 3.6 亿元中标广州机场广告牌资源。2017 年，作为国内三大枢纽机场当时最大的机场广告招商项目，广州白云机场的竞标引来各家代理商角逐，最终德高中国以 3.6 亿元（第一年基本价）中标白云机场 2 号航站楼及 GTC 广告招商项目；

(2) 杭州萧山机场广告易主，航美传媒竞标获胜。2018 年，雅仕维与杭州萧山机场合约到期，未能如 2015 年一样成功续约；航美传媒竞标获胜，夺得萧山机场全场电子和传统广告媒体独家经营权。

**图表 11 国内机场广告行业竞争历史复盘**



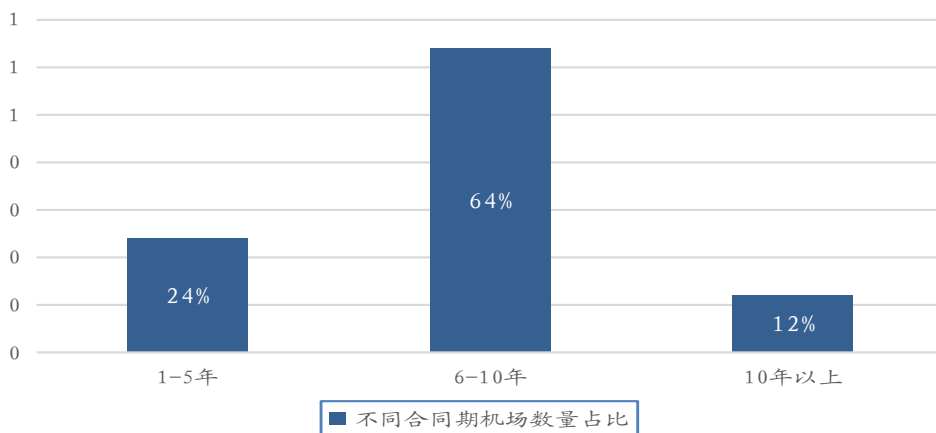
资料来源：华创证券整理

**（四）机场广告竞争史复盘：租约期限决定行业竞争周期，玩法创新决定资源端合作黏性**

**1、为何机场广告代理历次竞争时隔 5-6 年？由租约期限结构而定**

机场广告代理的普遍合作期限为 6-10 年，对应业内资源端竞争时间间隔 5-6 年。从雅仕维机场广告代理的履约有效期来看，1-5 年、6-10 年和 10 年以上的合约数量占比分别为 24%、52% 和 12%。对比机场广告和楼宇广告市场，从资源点位维护的频度而言，楼宇广告市场保有压力更大，小区、写字楼电梯广告普遍分别为 1-3 年和 3-5 年；但由于上游资源分散，且龙头分众传媒对物业广告招商租赁的信息把控最广泛、最及时，且背后利益链挂钩深厚，分众传媒一直以最具规模化的上游资源信息优势长期稳居行业第一。未来楼宇广告市场，或需谨慎留意业内资源竞争的常态化，但分众传媒借助自由的资金优势和物业合作的良好口碑，或可形成合作黏性。

**图表 12 雅仕维覆盖机场资源的合约期限占比（为 2014 年数据，合作期内变化较小）**

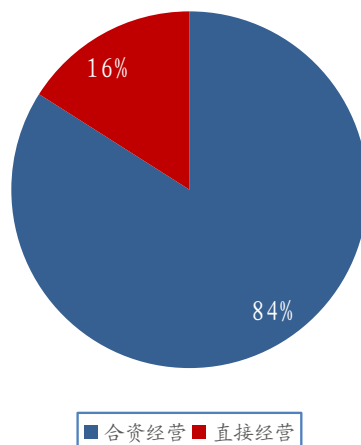


资料来源：雅仕维历年财报，华创证券

**2、航美传媒 1 亿元报价不敌雅仕维新玩法，影响如何？促使机场广告资源绑定与分成形式升级**

从招股说明书来看，雅仕维独营机场收入由 2011 年的 69.46% 升至 2014 年上半年的 97.95%，机场广告特许经营独家代理的合作趋势逐年显著；分众传媒在写字楼 LCD 电视和小区框架层面以自有独家运营为主，同款竞品排他性强；新潮传媒的小区梯内屏则以自有非排他性覆盖为主，小区框架屏（美框 300）则以代理合作形式经营。

**图表 13 雅仕维覆盖机场资源的经营结构占比（为 2014 年数据，合作期内变化较小）**



资料来源：雅仕维历年财报，华创证券

### 三、常态竞争下的机场广告经营分析：以航美传媒、雅仕维为例

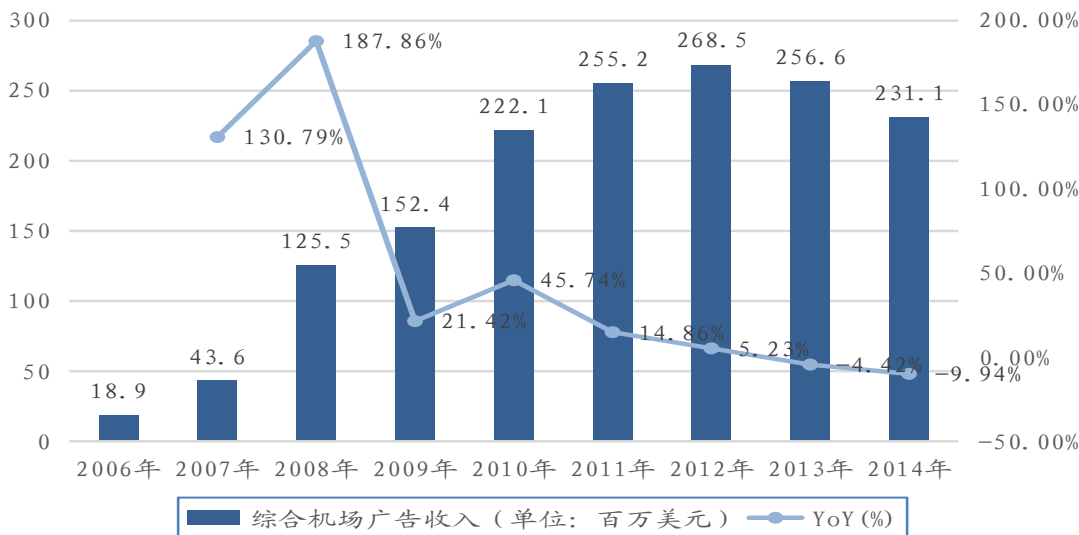
考虑到公开财务数据的可获得性，我们主要观测机场广告第一次竞争（2007-2008年）、第二次竞争（2012-2013年）期间，从航美传媒、雅仕维的视角回顾分析机场广告市场在上游资源开发、下游投放需求等层面的财务表现。

#### （一）航美传媒：逆周期扩张后投产比下滑，成本费用于2010年后企稳

##### 1、创收表现：逆势扩张引致总体、单位产出双降

受制于行业景气度下滑和竞争失利（2012-2013年），航美传媒的机场广告总体、单位产出明显下滑。第一次行业竞争阶段，航美传媒的机场广告收入伴随覆盖机场资源的扩张而快速增长，2007-2008年分别同比增长130.79%和187.86%；随后的2009-2011年，受制于机场广告行业景气度影响，航美传媒的逆势扩张反而导致营收增速的持续下滑，并且于第二次行业竞争阶段失利。自2013年起，航美传媒的机场广告收入出现负增长。

图表 14 航美传媒机场广告历年营收及同比增速



资料来源：航美传媒历年财报，华创证券

分项目来看，经历首次竞争阶段的资源扩张，近机场数字框架、传统媒体的营收在随后的2009年保持增长但增速逐年下滑，机场和飞机数字屏幕营收表现不佳（2009和2011年同步出现同比下滑）；在第二次竞争期间（2012-2013年间），仅机场数字框架的营收表现为稳健的正向增长。从各细分机场广告单位产出来看，航美传媒自2010年以来增速下滑明显。

图表 15 航美传媒机场广告各细分项目历年创收情况

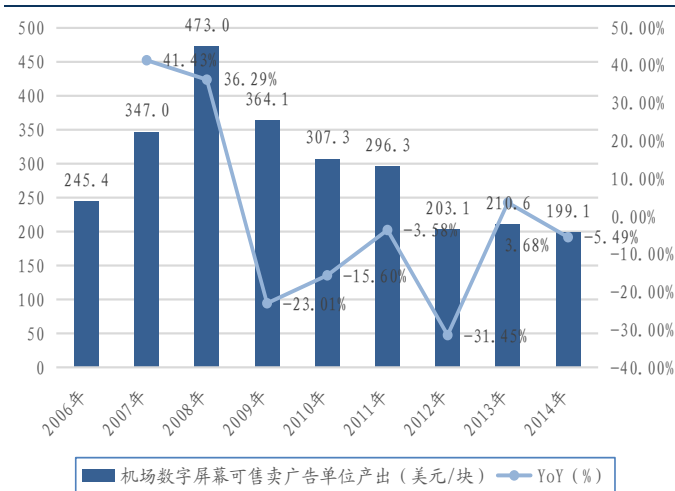
单位: 百万美元	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
机场数字屏幕营业收入	10.5	26.9	47.6	37.3	28.9	21.9	13.7	14.1	13.3
YoY (%)	-	156.34%	76.78%	-21.71%	-22.42%	-24.11%	-37.41%	2.76%	-5.84%
飞机数字屏幕营业收入	4.9	11.1	19.2	17.1	27.6	26.7	26.6	16.2	16.2
YoY (%)	-	127.88%	73.33%	-11.16%	61.36%	-3.01%	-0.46%	-39.28%	0.32%
机场数字框架营业收入	0.0	1.3	45.0	66.3	113.2	126.5	137.3	152.3	138.5
YoY (%)	-	-	3463.82%	47.20%	70.85%	11.79%	8.54%	10.92%	-9.07%

单位: 百万美元	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
机场传统媒体营业收入	0.0	0.0	6.5	27.2	48.4	73.5	83.5	64.8	56.7
YoY (%)	-	-	-	318.98%	78.06%	51.88%	13.52%	-22.32%	-12.53%
其他机场广告收入	3.5	4.3	7.2	4.6	4.1	6.4	7.3	9.2	6.4
YoY (%)	-	22.92%	66.61%	-35.76%	-12.42%	57.91%	14.50%	25.01%	-30.36%

资料来源: 航美传媒历年财报, 华创证券

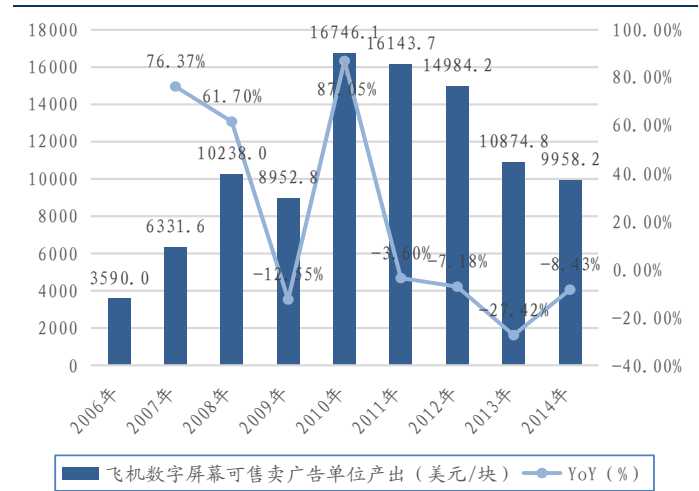
注: 机场数字框架广告时长为 12s/次, 每 10 分钟放映一次, 连续一周为一个项目, 有些机场不符合上述一般情况, 特殊处理; 机场数字屏幕广告 30s/次, 每小时放映一次, 连续一周为一个项目, 数字屏幕每小时有 25 分钟放映广告。

**图表 16 航美传媒机场数字屏幕广告可售卖广告历年单位产出及同比增速**



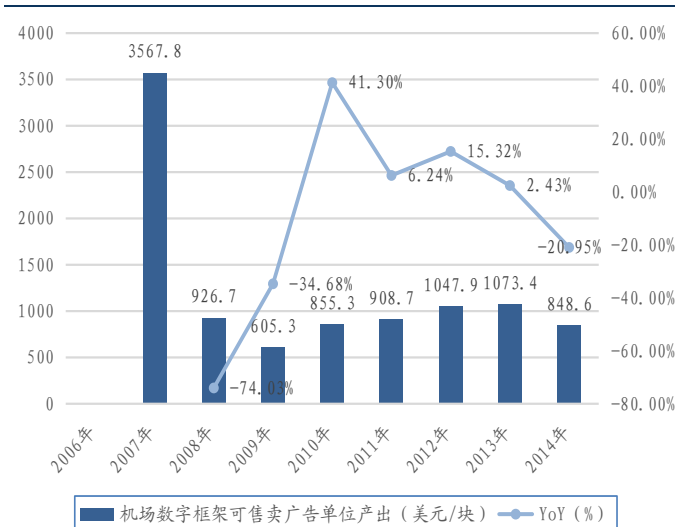
资料来源: 航美传媒历年财报, 华创证券

**图表 17 航美传媒飞机数字屏幕广告可售卖广告历年单位产出及同比增速**



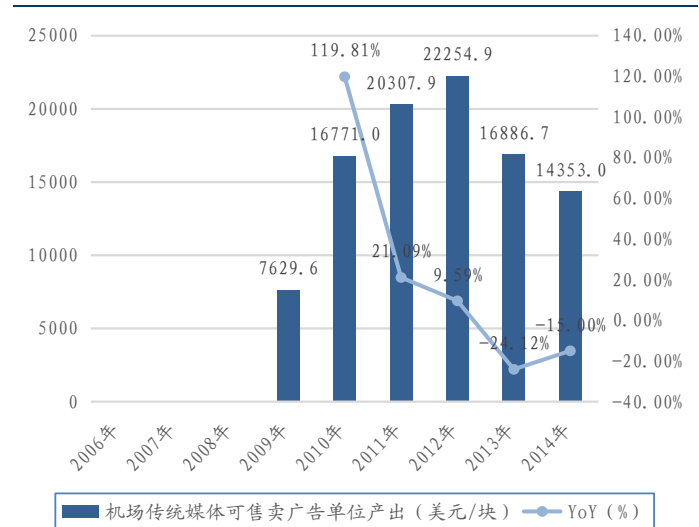
资料来源: 航美传媒历年财报, 华创证券

**图表 18 航美传媒机场数字框架广告可售卖广告历年单位产出及同比增速**



资料来源: 航美传媒历年财报, 华创证券

**图表 19 航美传媒机场传统媒体广告可售卖广告历年单位产出及同比增速**



资料来源: 航美传媒历年财报, 华创证券

## 2、量价分析：首次扩张后资源覆盖量表现平稳，售卖率下滑但单价波幅大

**资源数量层面：**航美传媒在首次竞争（2007-2008年）阶段和随后的2009年，借助逆势的降维扩张获取了大量资源点位，2012-2013年间受“合营代理”模式冲击，点位扩张不显著。机场数字框架广告和机场数字屏幕广告在2007-2009年间，媒体板面扩张复合增速分别为482.71%（2007年为基）、12.62%（2006年为基），机场数字框架广告、机场数字屏幕广告和飞机内数字屏幕广告的可售卖广告规模符合增速分别对应1658.39%（2007年为基）、33.71%（2006年为基）和12.06%（2006年为基）。

随后的2010-2011年，受到广告行业顺周期性影响，航美传媒媒体点位基本持平，或缩量控成本。相较于2009年水平：航美传媒的机场数字框架广告板面基本不扩张（CAGR=0.59%），可售卖广告低速扩张（CAGR=12.79%）；机场数字屏幕广告板面和可售卖广告都缩减，年均复合增速分别对应-2.89%和-14.94%；飞机内数字屏幕广告进而机场传统广告的可售卖广告年均复合增速分别对应-6.84%和0.80%。2012-2013年，受雅仕维合资运营代理模式的影响，航美传媒资源扩张显著低于2007-2008年。

图表 20 航美传媒历年机场广告资源覆盖情况

航美传媒资源点位		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
机场数字 框架广告	覆盖机场数	-	1	22	31	34	34	34	31	28
	机场数字框架板数	-	90	2156	3056	3466	3092	3403	3380	2993
	YoY (%)	-	-	2295.56%	41.74%	13.42%	-10.79%	10.06%	-0.68%	-11.45%
	可售卖广告	-	354	48570	109455	132340	139252	131060	141922	163240
	YoY (%)	-	-	13620.34%	125.36%	20.91%	5.22%	-5.88%	8.29%	15.02%
机场数字 屏幕广告	覆盖机场数	28	39	41	40	38	36	34	31	26
	机场数字屏幕数	1562	2041	2854	2231	2215	2104	2579	2969	2821
	YoY (%)	-	30.67%	39.83%	-21.83%	-0.72%	-5.01%	22.58%	15.12%	-4.98%
	可售卖广告	42800	77574	100624	102322	94050	74028	67592	66994	66743
	YoY (%)	-	81.25%	29.71%	1.69%	-8.08%	-21.29%	-8.69%	-0.88%	-0.37%
飞机内数 字屏幕广 告	航空公司数	9	9	9	9	9	9	9	7	7
	可售卖广告	1356	1752	1878	1908	1646	1656	1776	1486	1628
	YoY (%)	-	29.20%	7.19%	1.60%	-13.73%	0.61%	7.25%	-16.33%	9.56%
机场传统 广告	可售卖位置	-	-	-	3564	2887	3621	3751	3840	3952
	YoY (%)	-	-	-	-	-19.00%	25.42%	3.59%	2.37%	2.92%

资料来源：航美传媒历年财报，华创证券

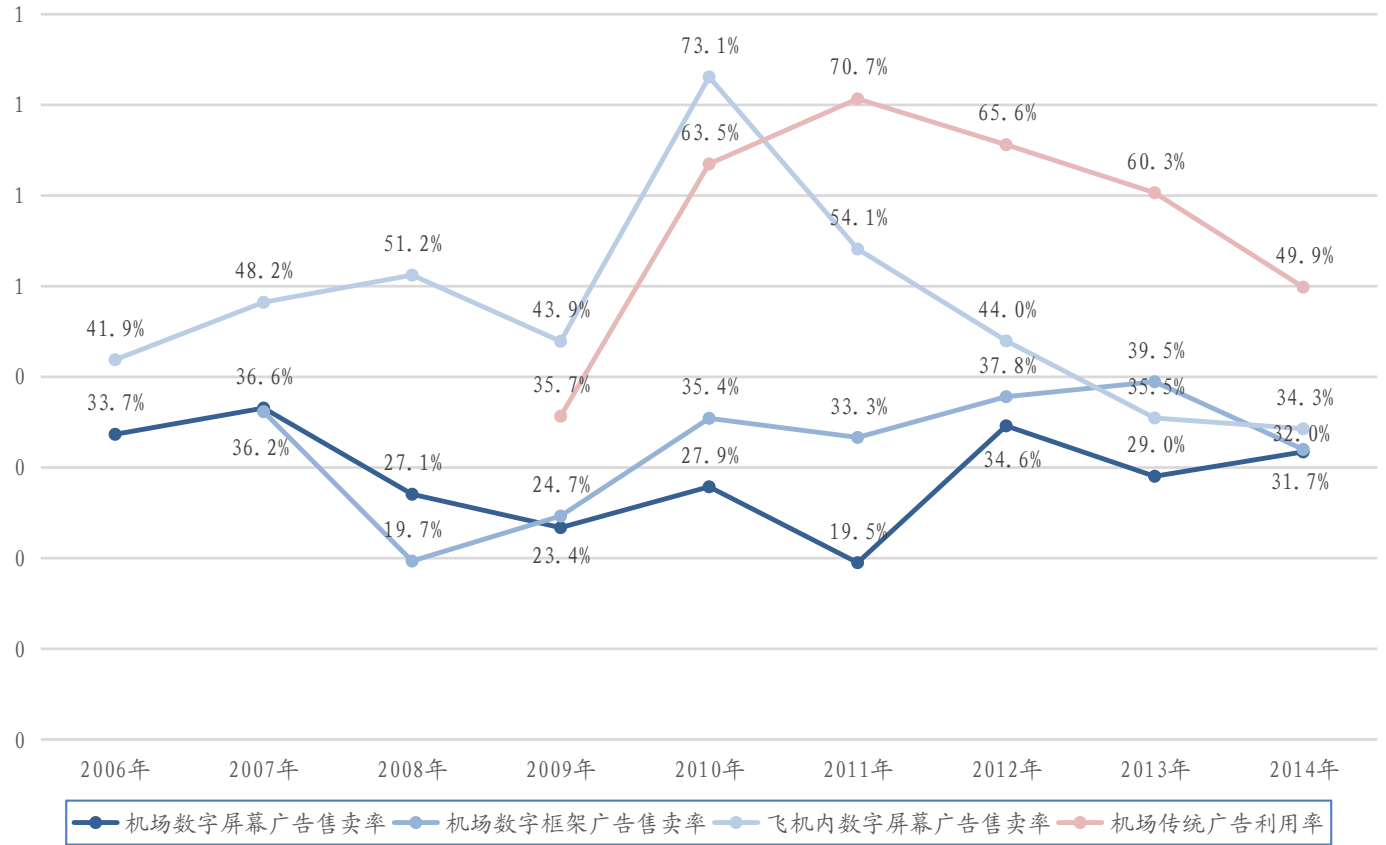
**售卖率方面：**作为机场广告屏销售阶段的有效利用率指标，售卖率可以客观反映航美传媒逆势扩张后的产能有效利用率表现。

航美传媒经历2007-2008年首次竞争后，2009-2010年间各形式的机场广告屏售卖率都呈现正向增长，刺激单屏产出的阶段性反弹；此后仅机场数字屏幕和机场数字框架的售卖率震荡式波动，而机场传统广告和飞机内数字屏幕广告的售卖率逐年迅速下滑，这与单位产出指标总体并无二致（仅机场数字框架发生背离，为价格因素影响）。

**单屏售价层面：**机场数字框架和数字屏幕在经历首轮竞争性扩张后迎来价格巨幅下降，框架售价下调力度更为明显（框架单屏产出下滑更受价格因素影响）；2011年机场广告阶段性回暖，各细分广告屏大幅涨价；在二次竞争阶段

(2012-2013年)，仅机场数字屏幕广告降价明显，其他形式屏幕微幅振荡；经历二次竞争后，行业总体产能过剩（与售卖率表现一致），广告屏售价再次下探。

图表 21 航美传媒历年各细分机场广告点位售卖率变化



资料来源：航美传媒历年财报，华创证券

图表 22 航美传媒机场广告各细分项目单位售价

航美传媒资源分类		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
机场数字框架广告	平均售出价格(美元)	-	9841	4709	2455	2414	2727	2771	2720	2652
	YoY (%)	-	-	-52.15%	-47.87%	-1.67%	12.97%	1.61%	-1.84%	-2.50%
机场数字屏幕广告	平均售出价格(美元)	729	949	1748	1558	1103	1519	587	725	627
	YoY (%)	-	30.18%	84.19%	-10.87%	-29.20%	37.72%	-61.36%	23.51%	-13.52%
飞机内数字屏幕广告	平均售出价格(美元)	8572	13132	19992	20384	22913	29837	34074	30662	29054
	YoY (%)	-	53.20%	52.24%	1.96%	12.41%	30.22%	14.20%	-10.01%	-5.24%
机场传统广告	平均售出价格(美元)	-	-	-	21394	26415	28736	33920	27999	28764

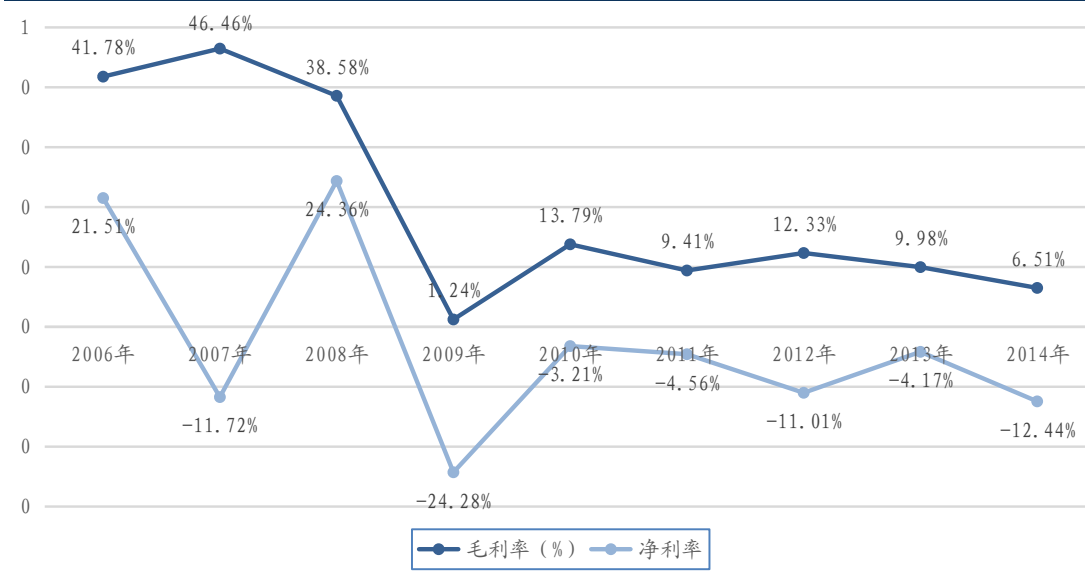


	YoY (%)	-	-	-	-	23.47%	8.79%	18.04%	-17.46%	2.73%
--	---------	---	---	---	---	--------	-------	--------	---------	-------

资料来源：航美传媒历年财报，华创证券

由于首次竞争阶段后的逆势降维扩张，航美传媒的综合业务毛利率、净利率在 2008-2009 年间迅速下滑，2011-2014 年间平均毛利率在 10% 左右，净利率在 -7%，这一扩张思路和财务表现与楼宇广告市场的新潮传媒极为类似。

图表 23 航美传媒历年毛利率、净利率变化情况



资料来源：航美传媒历年财报，华创证券

### 3、成本结构：竞争稳态阶段第三方经销商费用下降，资源租金涨幅在 20% 左右

首次竞争扩张阶段，机场资源的覆盖面扩张与溢价推动航美传媒的成本费用快速上涨。2007-2009 年的资源扩张推动航美传媒营业成本、特许经营授权费（等同于机场广告点位租金）、第三方经销商费（点位资源销售委外代理）的飙升，2006-2009 年间复合增速分别高达 145.24%、152.98% 和 107.36%。

2010-2011 年间，航美传媒覆盖机场数量波动较小，期间特许经营费增长保持在 20% 左右。但受景气度影响，航美传媒为扭转机场广告销售颓势，加大第三方委外代理的资源开放力度，第三方经销商费用分别同比增长 87.93% 和 36.60%。

在第二次竞争扩张阶段（2012-2013 年间），航美传媒受雅仕维合营代理模式的冲击，陆续丧失深圳机场等竞标项目，因而转向直营非代理的主要销售模式。在此期间，营业成本波动稳定，特许经营费两年综合增速不到 13%，但第三方经销商费用下滑近 32%。

图表 24 航美传媒历年各项主要成本变化情况

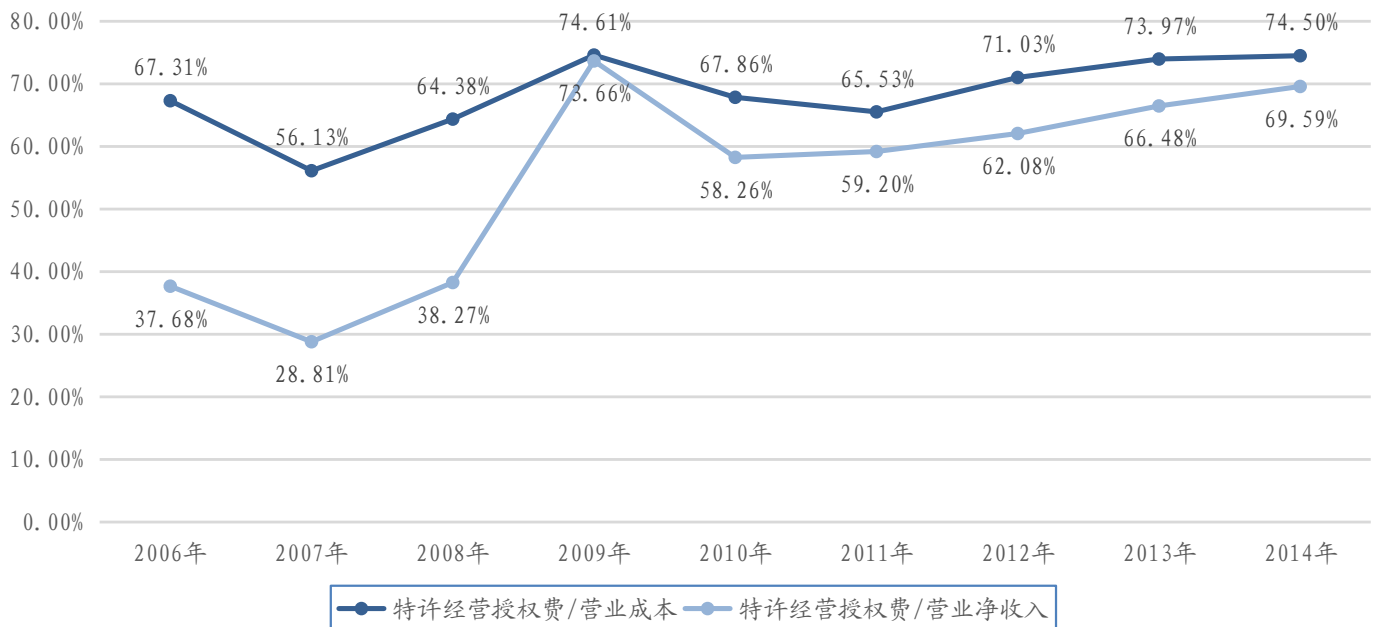
单位：百万美元	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
营业成本 (Cost of revenue)	10.0	21.4	71.0	147.5	197.9	244.5	250.6	244.7	235.8
YoY (%)	-	112.80%	232.30%	107.82%	34.14%	23.53%	2.51%	-2.37%	-3.61%
特许经营授权费 (Concession fee)	6.8	12.0	45.7	110.1	134.3	160.2	178.0	181.0	175.7
YoY (%)	-	77.45%	281.12%	140.84%	22.00%	19.29%	11.11%	1.68%	-2.93%
机场数字框架覆盖机场数	-	1	22	31	34	34	34	31	28
YoY (%)	-	-	2100.00%	40.91%	9.68%	0.00%	0.00%	-8.82%	-9.68%

单位：百万美元	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
机场数字框架板数	-	90	2156	3056	3466	3092	3403	3380	2993
YoY (%)	-	-	2295.56%	41.74%	13.42%	-10.79%	10.06%	-0.68%	-11.45%
机场数字屏幕覆盖机场数	28	39	41	40	38	36	34	31	26
YoY (%)	-	-	5.13%	-2.44%	-5.00%	-5.26%	-5.56%	-8.82%	-16.13%
机场数字屏幕数	1562	2041	2854	2231	2215	2104	2579	2969	2821
YoY (%)	-	30.67%	39.83%	-21.83%	-0.72%	-5.01%	22.58%	15.12%	-4.98%
飞机内数字屏幕覆盖航空公司数	9	9	9	9	9	9	9	7	7
YoY (%)	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-22.22%	0.00%
飞机内数字屏幕可售卖广告	1356	1752	1878	1908	1646	1656	1776	1486	1628
YoY (%)	-	29.20%	7.19%	1.60%	-13.73%	0.61%	7.25%	-16.33%	9.56%
第三方经销商费 (Agency fee)	2.4	7.2	18.2	21.4	40.1	54.8	45.8	37.4	36.1
YoY (%)	-	203.77%	153.26%	17.57%	87.93%	36.60%	-16.50%	-18.27%	-3.41%

资料来源：航美传媒历年财报，华创证券

经历首次竞争性扩张后，航美传媒的点位租金/营业成本占比稳定在 65%-75% 区间内（均值为 71.25%，与楼宇广告市场租金占比接近），租金/营业净收入占比由 2010 年的 58.26% 稳步升至 2014 年的 69.59%，表明特许经营费所驱动的创收边际能力下降。

图表 25 航美传媒历年特许经营费占比变化情况

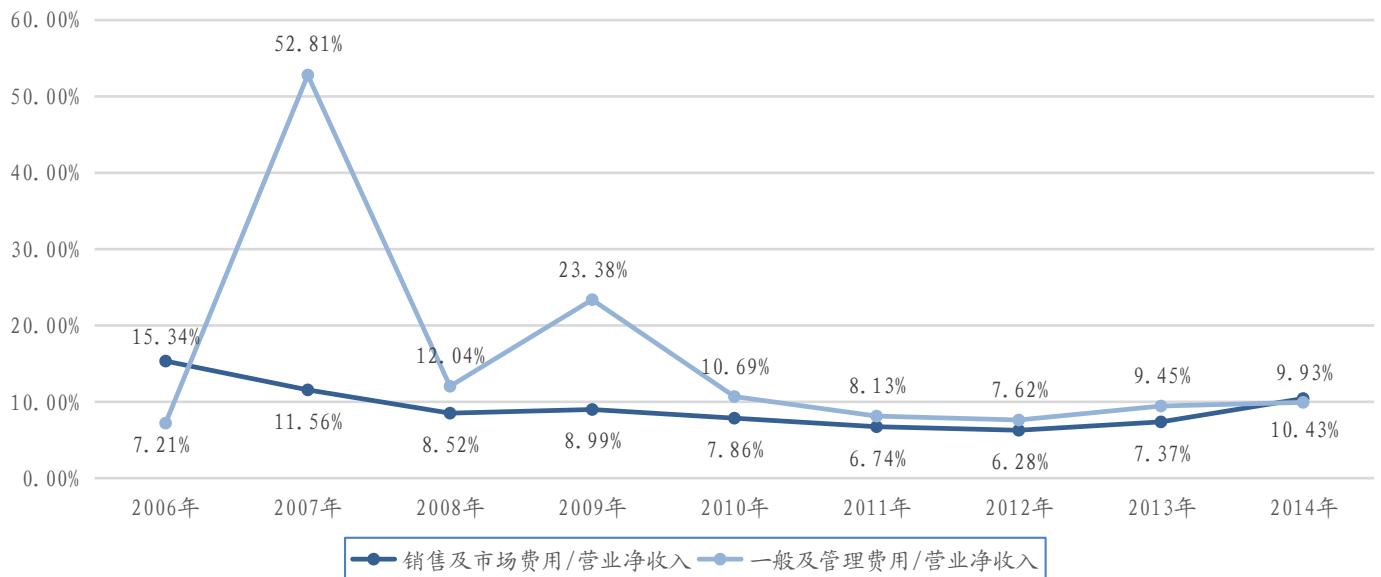


资料来源：航美传媒历年财报，华创证券

#### 4、费用结构：稳态销售管理费用率合计不超过 20%，以股票激励实现人才绑定

受资源逆周期扩张的影响，航美传媒自 2009 年后进入稳态的销售控费阶段，期间销售费用率在 9% 左右附近波动；管理费用率于 2010-2013 年间在 6-8% 区间内地位波动，但 2014 年开始又回到首次竞争性扩张阶段水平。

图表 26 航美传媒历年销售费用率、管理费用率变化情况



资料来源：航美传媒历年财报，华创证券

机场广告行业同样作为对接大 B 端企业客户的销售运营模式，对于核心销售和管理员工的人才绑定迫切需要。在 2007-2014 年两次竞争期间，航美传媒累计出台价值 4696 万美元的股票激励计划，其中 754.3 万美元给予市场销售人员，占比 16.06%。

图表 27 航美传媒历年股票激励计划统计

年份	股票激励计划
2007 年	价值 1750 万美元的 500 万股普通股，作为一次性奖励给董事长兼首席执行官郭曼(one-time share-based compensation expense of US \$17.5million in connection with the share transfer of 5,000,000 ordinary shares in September 2007 by a principal share holder of our company to Mr Herman Man Guo, our chairman and chief executive officer)
2008 年	价值 500 万美元的股票奖励（行政管理人员\$3.805mil,市场销售人员\$1.158mil, share-based compensation expenses of US\$5.0 million),去除股票奖励经营费用增加原因是业务扩大导致的人力成本及相关费用的支出
2009 年	价值 577 万美元的股票奖励（行政管理人员\$4.226mil,市场销售人员\$1.54mil, share-based compensation expenses of US\$5.77million)
2010 年	价值 797 万美元的股票奖励（行政管理人员\$5.547mil,市场销售人员\$2.424mil, share-based compensation expenses of US\$7.97million)
2011 年	价值 461 万美元的股票奖励（行政管理人员\$3.192mil,市场销售人员\$1.422mil, share-based compensation expenses of US\$4.61million)
2012 年	价值 350 万美元的股票奖励（行政管理人员\$2.643mil,市场销售人员\$0.859mil, share-based compensation expenses of US\$3.5million)
2013 年	价值 125 万美元的股票奖励（行政管理人员\$1.251mil,市场销售人员 nil, share-based compensation expenses of US\$1.25million)
2014 年	价值 136 万美元的股票奖励（行政管理人员\$1.215mil,市场销售人员\$0.144mil, share-based compensation expenses of US\$1.36million)

资料来源：航美传媒历年财报，华创证券

## （二）雅仕维：试水独家合营新分成模式，财务健康且市场地位稳固

雅仕维（01993.HK）作为国内第二大机场广告代理商，资源端主打独家经营代理模式，并于2012年开始以大规模合营分成的模式争夺机场资源；雅仕维的财务报表层面，主要体现为第二次竞争扩张阶段（2012-2013年间）的上游资源成本、下游客户创收层面的财务情况。其中，成本费用项含机场、地铁、户外灯箱等各细分广告场景。

图表 28 雅仕维机场广告业务拓展时间线

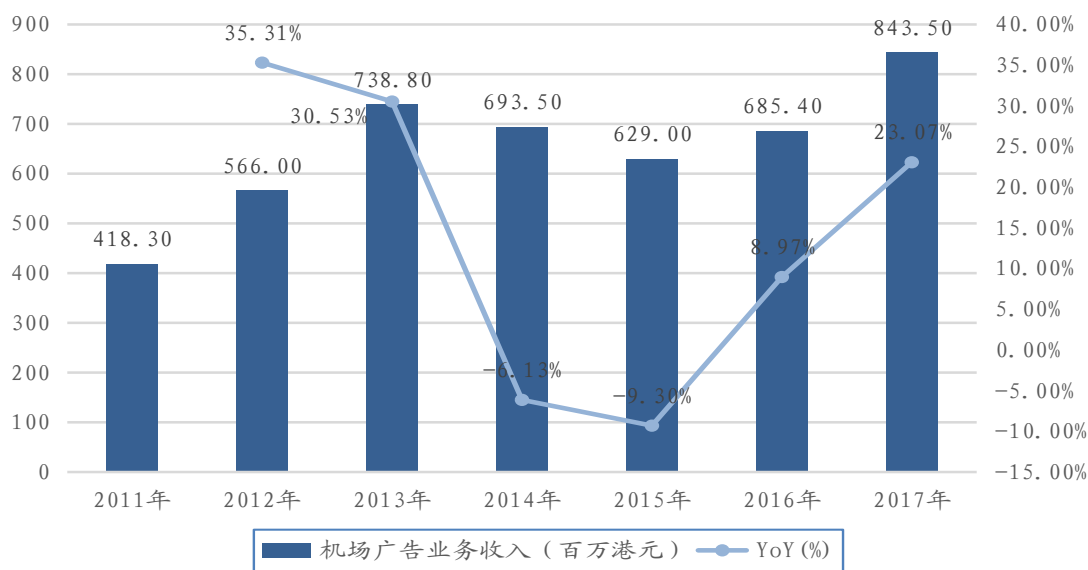
时间	机场	经营范围	经营方式
2007年	北京首都国际机场	T3航站楼若干显示屏	特许经营
	河南郑州新郑国际机场	机场主要媒体资源	独家经营，合资公司河南空港雅仕维
2008年	云南11个机场	机场主要媒体资源	独家经营，合资公司云南空港雅仕维（占股51%）
	海口美兰国际机场	机场主要媒体资源	独家经营
	宜昌三峡机场	机场主要媒体资源	独家经营
	深圳宝安国际机场	多个高立柱广告牌及其他广告空间	特许经营
2009年	腾冲驼峰机场	机场主要媒体资源	独家经营，合资公司云南空港雅仕维
	迪庆香格里拉机场	机场主要媒体资源	独家经营，合资公司云南空港雅仕维
2010年	厦门高崎国际机场	机场主要媒体资源	独家经营，福建兆翔雅仕维（占股49%）
	福州长乐国际机场	机场主要媒体资源	独家经营，福建兆翔雅仕维（占股49%）
	龙岩冠豸山机场	机场主要媒体资源	独家经营，福建兆翔雅仕维（占股49%）
	武夷山机场	机场主要媒体资源	独家经营，福建兆翔雅仕维（占股49%）
	乌鲁木齐地窝堡国际机场	机场主要媒体资源	独家经营
	杭州萧山国际机场	机场主要媒体资源	独家经营
2012年	西双版纳嘎洒国际机场	机场主要媒体资源	独家经营，合资公司云南空港雅仕维（占股51%）
	桂林两江国际机场	机场主要媒体资源	独家经营，合资公司广西顶源
	南宁吴圩国际机场	机场主要媒体资源	独家经营，合资公司广西顶源
	柳州白莲机场	机场主要媒体资源	独家经营，合资公司广西顶源
	北海福成机场	机场主要媒体资源	独家经营，合资公司广西顶源
2013年	深圳宝安国际机场	T3航站楼主要媒体资源	独家经营，合资公司深圳机场雅仕维
2015年	宁蒗泸沽湖机场	机场主要媒体资源	独家经营，合资公司云南空港雅仕维（占股51%）
	文山普者黑机场	机场主要媒体资源	独家经营，合资公司云南空港雅仕维（占股51%）
	续签杭州萧山国际机场	机场主要媒体资源	独家经营
2016年	三亚凤凰国际机场	T2航站楼主要媒体资源	独家经营
	厦门高崎国际机场	4号航站楼主要媒体资源	独家经营
	到期：海口美兰国际机场	机场主要媒体资源	独家经营（当年到期，8年合约）
2017年	沧源佤山机场	机场主要媒体资源	独家经营，合资公司云南空港雅仕维（占股51%）
	澜沧景迈机场	机场主要媒体资源	独家经营，合资公司云南空港雅仕维（占股51%）
2018年	珠海金湾机场	机场主要媒体资源	独家经营
	到期：杭州萧山国际机场	机场主要媒体资源	独家经营（当年到期，8年合约）

资料来源：雅仕维历年财报，华创证券

### 1、创收表现：稳态毛利率维持在30%左右，核心客户营收占比较低

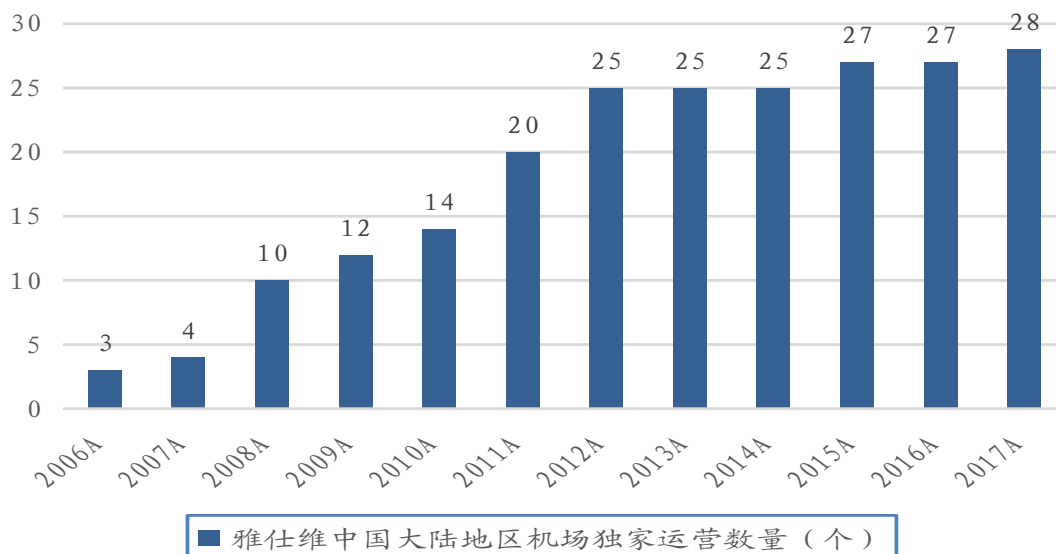
由于合营代理模式具备“基本费用稳、合资提成弹性大”的分成特点，雅仕维的合资方案对上游机场资源段具备较强的合作吸引力。因此，在机场广告行业第二次竞争阶段（2012-2013年间），雅仕维独营覆盖机场数量由2010年14个猛增至2013年的25个，2012-2013年同比增速分别高达35.31%和30.53%（近8年最高），对应机场广告收入5.66亿和7.39亿港元。此后2014-2015年间，由于机场广告行业进入稳定发展阶段，雅仕维机场扩张后资源端的边际创收能力显著下滑，连续两年出现负增长。自2016年开始，景气度上行，叠加竞争对手进入续约阶段，2017-2018年又进入扩张期。

图表 29 雅仕维机场广告业务历年营收及同比增速



资料来源：雅仕维历年财报，华创证券

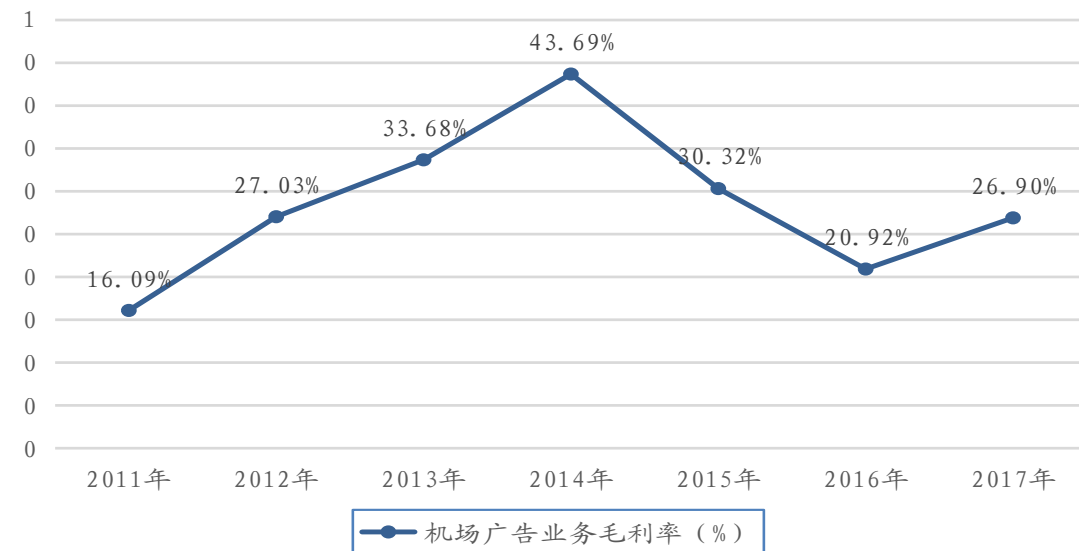
图表 30 雅仕维大陆地区机场独家覆盖规模



资料来源：雅仕维历年财报，华创证券

毛利率层面，2012-2013 年合营代理模式的推广为雅仕维的机场创收带来了新的增长引擎，并且形成了资源端强有力的绑定，机场广告业务毛利率从 2011 年的 16.09% 升至 2014 年的 43.69%。此后由于景气度的下滑和扩张所带来的边际资源创收能力下降的双向挤压，毛利率在 2016 年创下近 6 年新低（20.92%）；但总体来看，雅仕维的机场广告业务平均毛利率为 30% 左右。

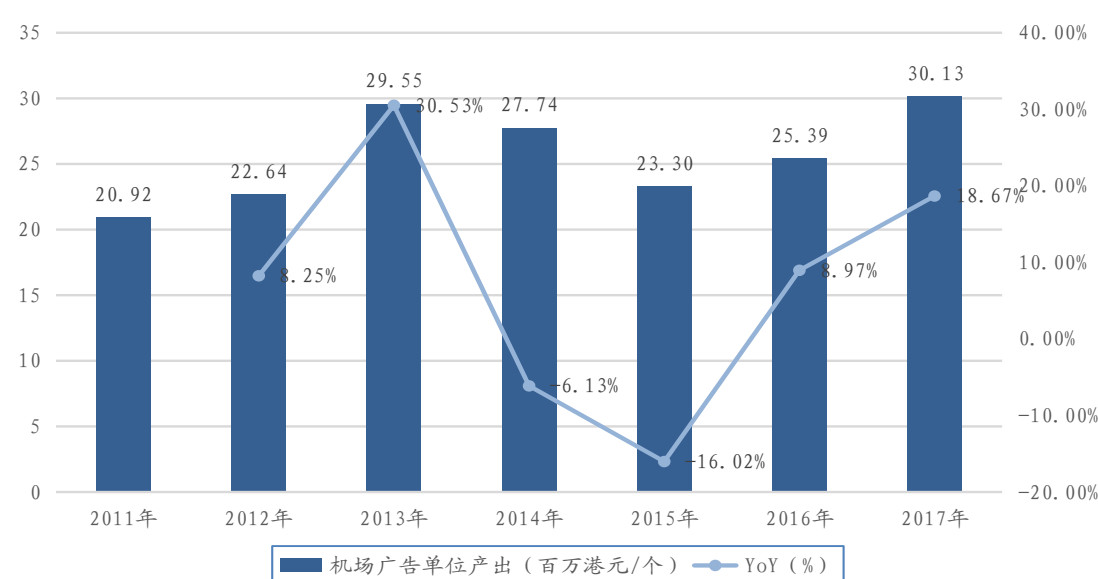
图表 31 雅仕维机场广告业务历年毛利率变化



资料来源：雅仕维历年财报，华创证券

从单个机场收入贡献来看，雅仕维在第二次竞争性扩张阶段（2012-2013 年）的边际贡献显著改善，但在 2014-2015 年间所面临的“戴维斯双杀”造成单个机场收入断崖式下滑（2015 年同比甚至下降 16.02%），但随后的景气度回暖带来机场边际贡献能力提升，行业由 2017 年开始再次进入扩张期。总体来看，雅仕维单位机场营收贡献稳定在 0.2 到 0.3 亿港元之间。

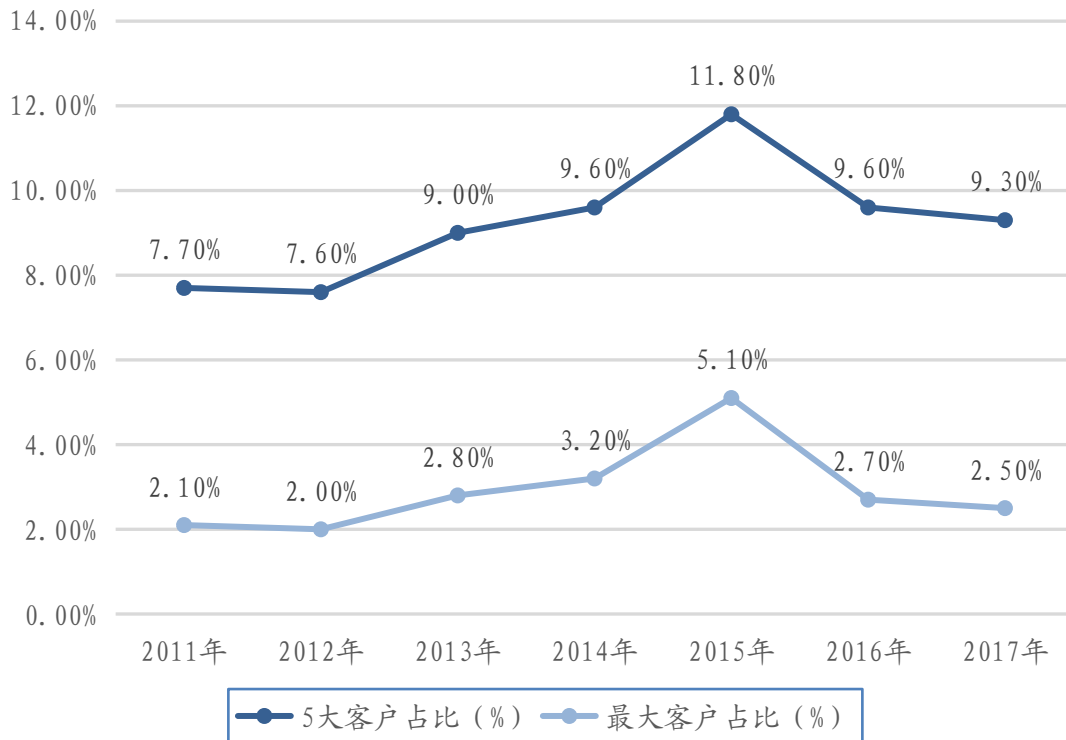
图表 32 雅仕维历年单位机场收入贡献



资料来源：雅仕维历年财报，华创证券

在客户占比分布层面，由于 2015 年机场广告景气度较差，雅仕维对于头部广告主的依赖度出现极值；但回溯过去 8 年来的客户收入贡献集中度，雅仕维的 CR5 均值稳定在 9% 左右，最大客户收入贡献占比在 2.8% 左右，这与楼宇广告市场的客户集中度显著不同。楼宇广告 TOP5 大客户收入占比逐年提升且达到 20% 以上的原因在于，楼宇广告所面临的广告客户相对多元，近年受益于大客户对于楼宇媒体渠道的认可度提升；而机场广告从诞生开始便是面对大 B 端客户的市场。

图表 33 雅仕维 TOP5 广告客户收入贡献



资料来源：雅仕维历年财报，华创证券

从雅仕维 2017 年主要客户所处行业来看，广告客户组合以电讯 3C（电脑、通讯及消费电子产品）产业为首，而其他名列前茅的产业则为快速消费品、汽车及相关、银行及保险以及物业及房地产；2013 年客户销售渠道来源中，1627 名广告客户中有第三方广告代理 589 名，占比 36.20%。

## 2、成本结构：总成本项约 85% 为租金，租金收入比在 65%-75% 内稳态波动

雅仕维的广告代理成本项（含机场、地铁广告、户外灯箱等）中，约 85% 为广告空间特许经营费支出，即为租金占比；租金在 2012-2013 年、2015 年和 2017 年增速较快，是由于雅仕维在上述年份进行了高于往年的资源扩张；而租金/收入占比从过去 8 年表现来看，除去 2014 年一直稳定在 65%-75% 区间内。

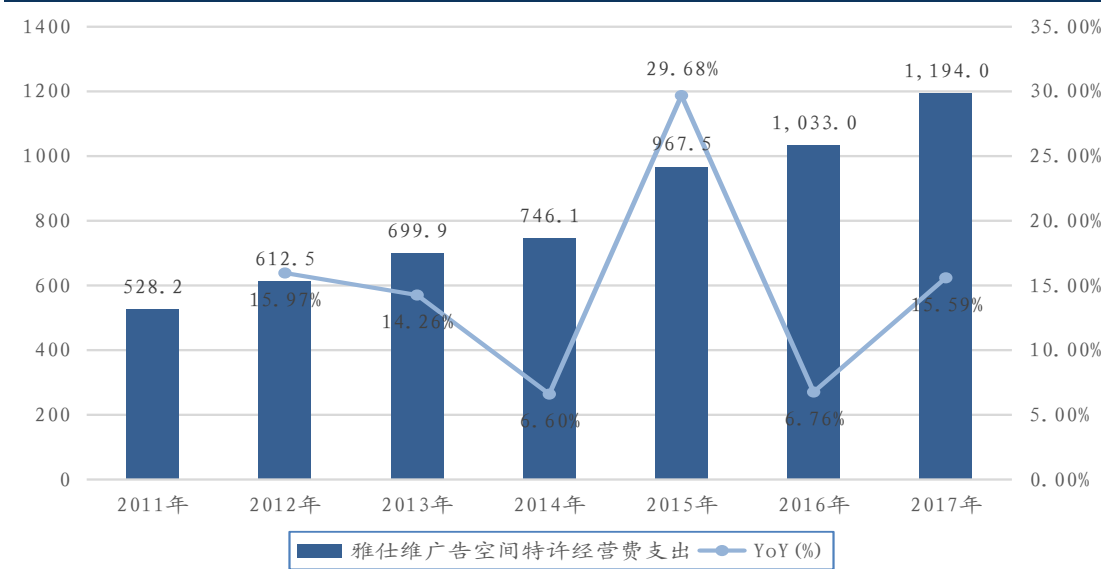
图表 34 雅仕维特许经营费占比情况（含机场、地铁广告、户外灯箱等）

单位：百万港元	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
广告空间特许经营费支出	528.2	612.5	699.9	746.1	967.5	1,033.0	1,194.0
YoY(%)	-	15.97%	14.26%	6.60%	29.68%	6.76%	15.59%
总成本	618.5	729.2	846.8	875.3	1,115.9	1,180.3	1,396.5
YoY(%)	-	17.90%	16.12%	3.37%	27.49%	5.77%	18.32%

单位: 百万港元	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
总收入	717.5	953.1	1,211.3	1,320.7	1,406.3	1,470.8	1,759.2
YoY(%)	-	32.84%	27.09%	9.03%	6.48%	4.59%	19.61%
租金/总成本占比(%)	85.40%	84.00%	82.65%	85.24%	86.70%	87.52%	85.50%
租金/总收入占比(%)	73.62%	64.27%	57.78%	56.49%	68.80%	70.23%	67.87%

资料来源: 雅仕维历年财报, 华创证券

图表 35 雅仕维广告空间特许经营费支出历年情况

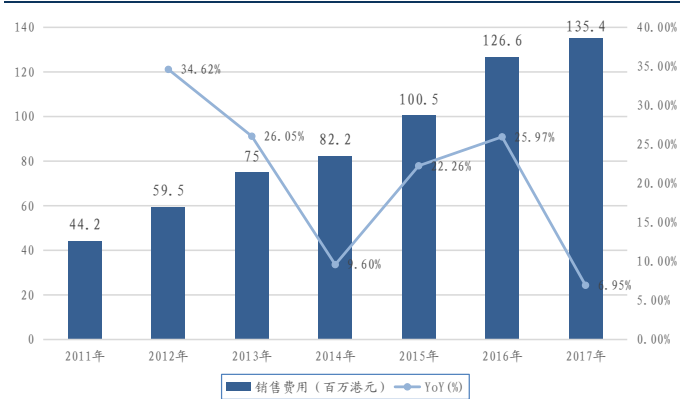


资料来源: 雅仕维历年财报, 华创证券

### 3、费用结构: 销售费用稳定在6%-8%, 行业景气度、资源扩张力度为正影响因子

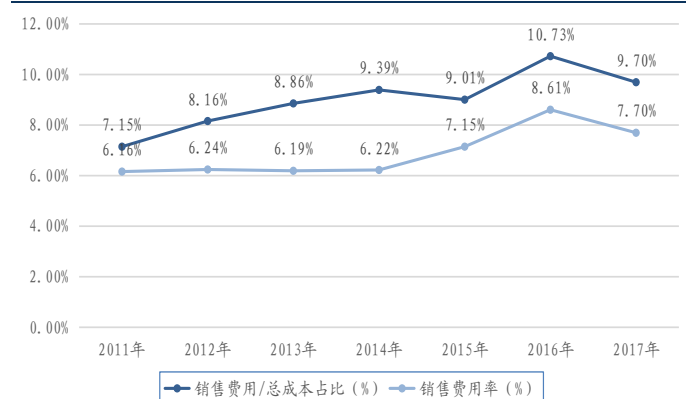
销售费用层面, 由于2012-2013年资源扩张, 销售压力加大, 以及2014-2015年机场广告景气度下滑, 客户维护难度加大, 雅仕维销售费用开支同比增速显著放大。销售费用率层面, 雅仕维销售费用率剔除2016年极值后稳定在6-8%的水平; 而分众传媒自上市以来最低销售费用率几近17%, 新潮传媒综合销售费用率可达20%-30%(草根调研口径)。

图表 36 雅仕维销售费用及同比增速



资料来源: 雅仕维历年财报, 华创证券

图表 37 雅仕维销售费用率与成本占比历年情况



资料来源: 雅仕维历年财报, 华创证券



#### 四、国内地铁广告竞争复盘：竞标趋向常态、理性化，资源端渐倾长期合作

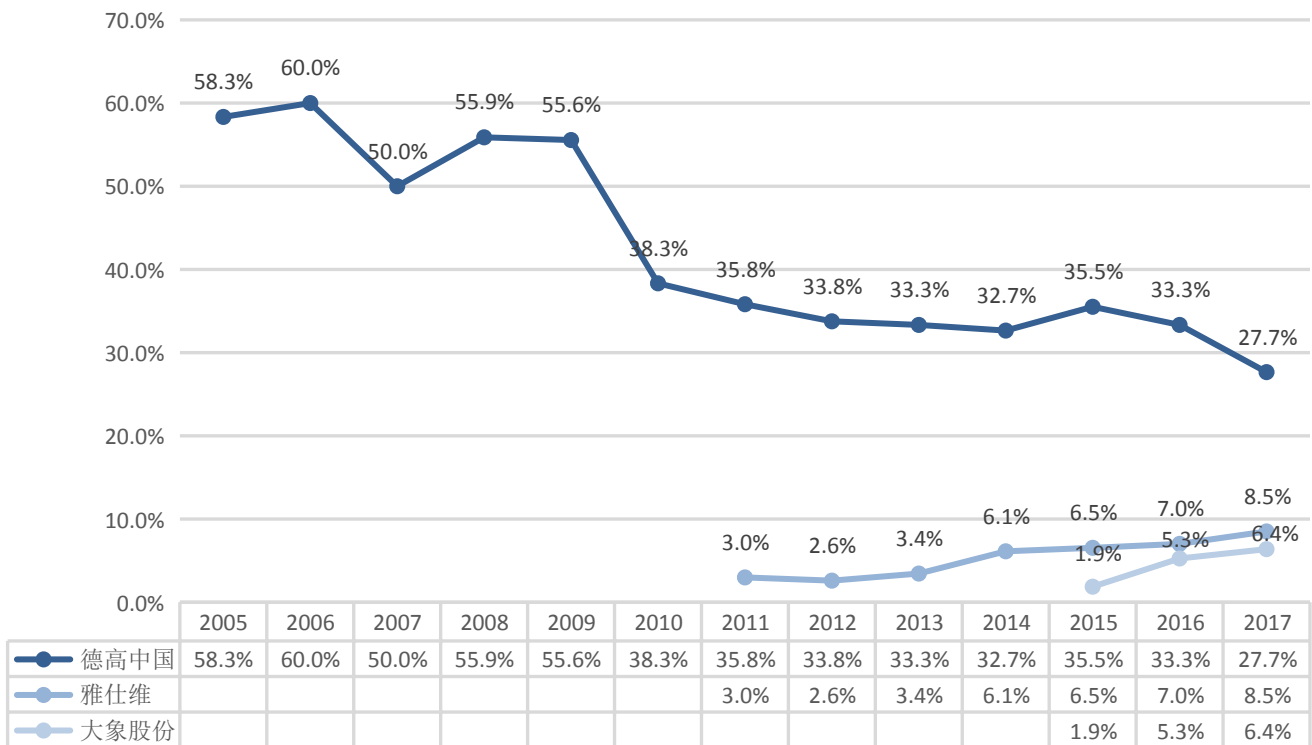
##### （一）覆盖地铁线路维度：德高中国独占鳌头，雅仕维、大象“伯仲相间”紧随其后

按地铁数量维度，TOP3 分别为德高中国（约为 30%）、雅仕维（8%）、大象股份（5-6%），呈现为“一超多强”的竞争局面。全球户外广告第一企业德高 JCDecaux 于 2005 年正式进入中国市场，通过成立合资公司的形式深度绑定北上广等地头部地铁媒体资源，充分享受中国一线城市发展红利，2005-2009 年市占率高达 50%-60%。

随着地铁基建全国铺开，众多本地公司进入市场，其市占率逐渐下降，2017 年拥有地铁 42 条（占比 27.7%）；雅仕维于 2011 年进入内地地铁广告市场，通过稳步经营，2017 年拥有 12 条地铁媒体资源（市占率 8.5%）；大象股份 2011 年从西安地铁开始进入市场，2015 年登陆新三板，2017 年被收购退市，直到 2017 年拥有地铁资源 9 条（市占率 6.4%）。从目前竞争稳态来看，德高中国独树一帜，雅仕维、大象股份地铁媒体资源的占有率相近，呈现“一超多强”竞争格局。

在地铁电视广告的细分领域，华视传媒于 2009 年收购 DMG (Digital Media Group)，垄断全国全部地铁电视广告资源，成为行业龙头。随后由于连年亏损，市占率逐年下降。为处理退市危机，华视传媒于 2012 年提前终止或重组公司资源点位，媒体资源大幅下降。

图表 38 2013-2017 年中国大陆地区独营地铁广告市占率（按框架广告板的覆盖地铁数量统计）



资料来源：Wind，华创证券

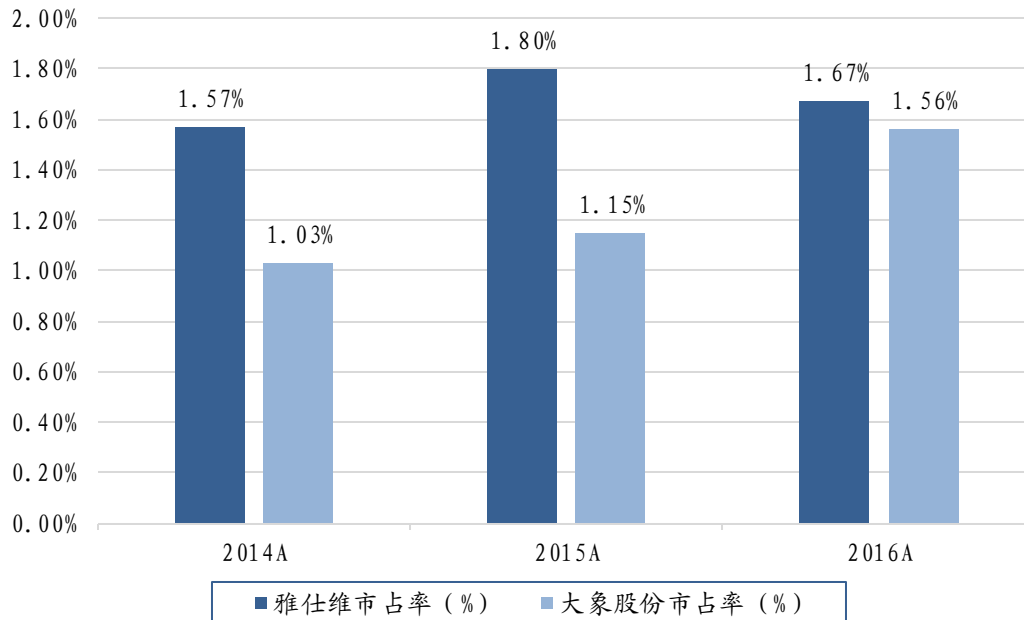
注：雅仕维地铁资源仅统计中国大陆地区，其在香港还拥有 4 条地铁媒体资源。

##### （二）广告收入规模维度：竞争格局相对分散（德高不计入），雅仕维收入表现稳定

按广告收入维度，地铁资源的充分竞争引致国内地铁广告市场集中度较低（JCDecaux 不计入）。由于缺少德高中国、华视传媒的财务数据，我们仅统计了雅仕维及大象股份的相关数据。以 CODC 统计的国内地铁广告历年大盘收

入为基，雅仕维 2014-2016 年市占率持续稳定在 1.5%-1.8%；大象股份的市占率则逐年上升，由 2014 年的 1.03% 升至 2016 年的 1.56%。相较于机场广告市场，国内地铁广告行业主要代理商的收入市占率较低，头部效应不显著。

**图表 39 中国大陆地区地铁广告代理商市占率（按地铁广告收入统计）**



资料来源：雅仕维、大象股份历年财报，华创证券

### （三）地铁广告竞争历史回顾：代理商资本化助推早期降维竞争，地铁资源端渐趋长期理性合作

地铁广告竞争历史复盘：2007-2009 年、2013-2015 年、2017-2018 年反复出现降维竞争，竞争时间间隔由 6 年缩减至 3 年。

#### 1、第一次竞争（2007-2009 年）：降维逆战终致 DMG 败走，华视传媒接盘笑傲江湖

2007-2009 年，DMG（数码媒体集团）逆势融资扩张，而降维竞争直接导致财务危机，终被华视传媒收购。在此期间的代表性事件有：

（1）主要地铁广告代理商加速融资。华视传媒于 2007 年 12 月在美国纳斯达克上市，融资 1.09 亿美元；2007-2009 年间，DMG 总计融资 6850 万美元，在 2009 年逆势融资 3000 万美元；

（2）代理商提前布局争夺媒体资源。2009 年，DMG 获得北京地铁 4 号线广告经营权；早在 2006 年，DMG 作为设备供应商中标 4 号线的多媒体系统，提前 3 年布局；为争夺当时在建的北京地铁线路，各家公司展开前期暗战，积极参与 BOT、设备竞标等项目；

（3）DMG 高价中标上海地铁媒体广告项目，但随后引致现金流危机，终被华视传媒并购整合。2009 年 2 月，DMG 以 7 亿元的告价获得上海地铁电视广告 5 年经营权，而华视传媒则报价约 5 亿元。但由于租金和运营费用过高，长期现金流转负。2009 年 10 月，华视传媒以 1.6 亿美元收购 DMG，并于 2012 年提前中止与上海地铁的广告合作。

#### 2、第二次竞争（2013-2014 年）：资源溢价争夺战再起，大象、雅仕维被迫中止租约

2013-2015 年，大象广告、雅仕维分别竞价推高武汉、宁波两地地铁资源，但因估高资源价值被迫中止合作。在此期间的代表性事件有：

(1) **武汉地铁被大象广告卖出 14.8 亿元高价。**2013 年，大象广告有限公司（833738.OC，已退市）以 14.8 亿元天价夺得武汉地铁 2 号线 10 年使用权。竞拍以每站每年单价计算，大象广告报价已远超北上广城市地铁，为全国最贵地铁广告租价。但因收入显著不足以覆盖成本，大象广告武汉地铁广告毛利率为负，随后协商确定于 2019 年 5 月提前终止合同；

(2) **雅仕维上市融资，高价怒夺宁波地铁。**雅仕维于 2014 年融资上市，募集资金中的 8400 万港元用于获取宁波地铁 1 号线的特许经营费；但随后 1 年，因地铁人流量与业绩不达预期，雅仕维最终赔付 4830 万港元提前中止为期 10 年的租约合同。

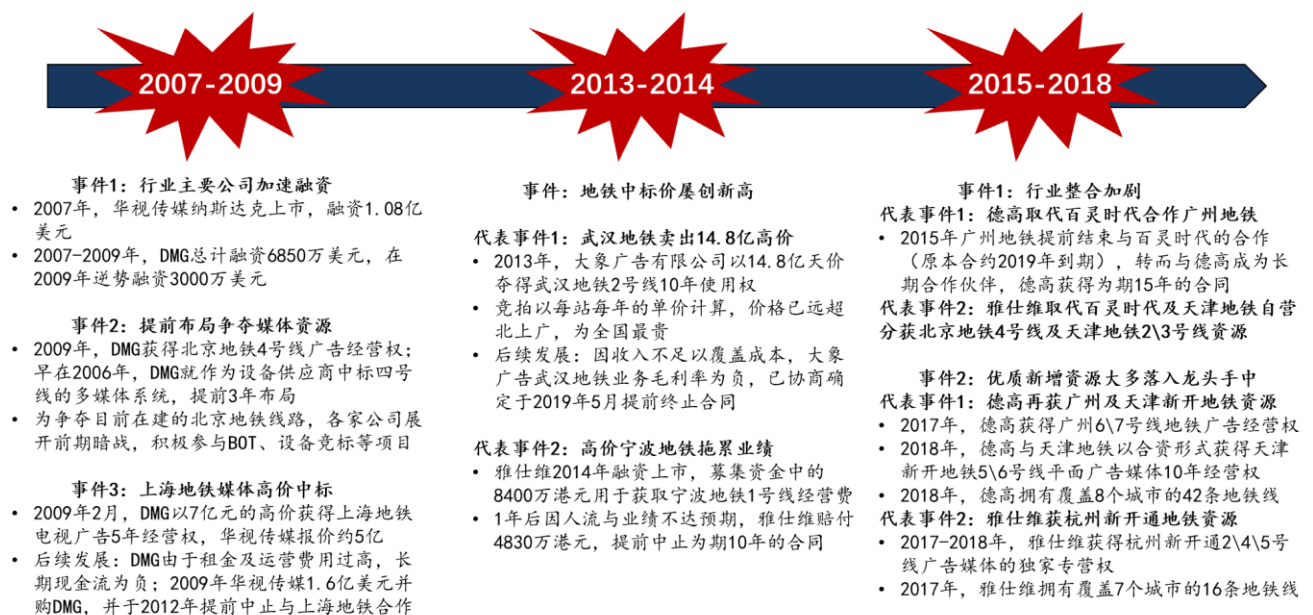
### 3、第三次竞争（2015-2018 年）：优质地铁资源花落巨头，中小代理商难敌财务困境

2017-2018 年，德高中国、雅仕维等龙头强者恒强，中小代理商陆续流失资源腹地。在此期间的代表性事件有：

(1) 行业整合加剧，德高中国、雅仕维取代百灵时代部分资源。2015 年，广州地铁提前结束与百灵时代的合作（原合约于 2019 年到期），转而与德高中国成为长期合作伙伴，后者获得为期 15 年的租约合同；雅仕维同年取代百灵时代及天津地铁自营，分获北京地铁 4 号线及天津地铁 2/3 号线资源；

(2) 优质新增资源多数花落龙头，德高中国、雅仕维高歌猛进。2017 年，德高中国获得广州地铁 6/7 号线地铁广告经营权。2018 年，德高中国与天津新开地铁 5/6 号线平面广告媒体 10 年经营权，德高当年在中国大陆地区覆盖 8 个城市的 42 条地铁线；2017-2018 年，雅仕维则获得杭州新开通 2/4/5 号线广告媒体的独家经营权，拥有覆盖 7 个城市的 16 条地铁线。

图表 40 国内机场广告行业竞争历史复盘



资料来源：华创证券整理

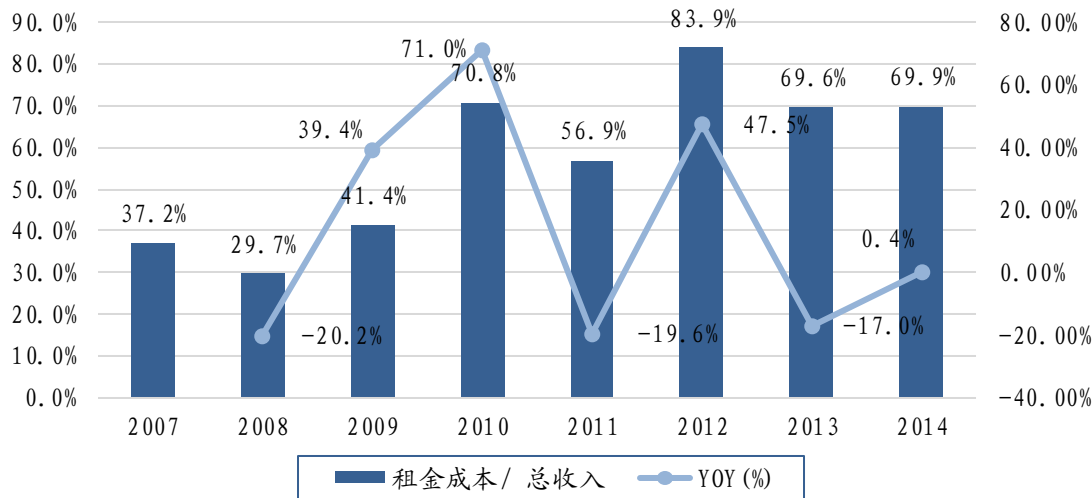
#### (四) 地铁广告竞争复盘：合资经营比例相对较高，资源竞争走向常态化

##### 1、短频竞争致使代理商财务恶化，地铁资源争夺回归长期理性

(1) **同业并购与高成本扩张难以为继，华视传媒被迫解约。**华视传媒的收购扩张带来租金成本暴涨，2010 年华公

公司以 1.6 亿美元完成对 DMG (Digital Media Group) 的收购, 垄断全国地铁电视媒体市场。2007-2009 年, 地铁电视媒体资源竞争推高价格, 华视传媒的租金/营收占比从 2009 年的 41.4% 上涨到 2010 年的 70.8%, 自此维持在 55%-85% 的高位。

图表 41 2007-2014 年华视传媒租金/营收占比情况



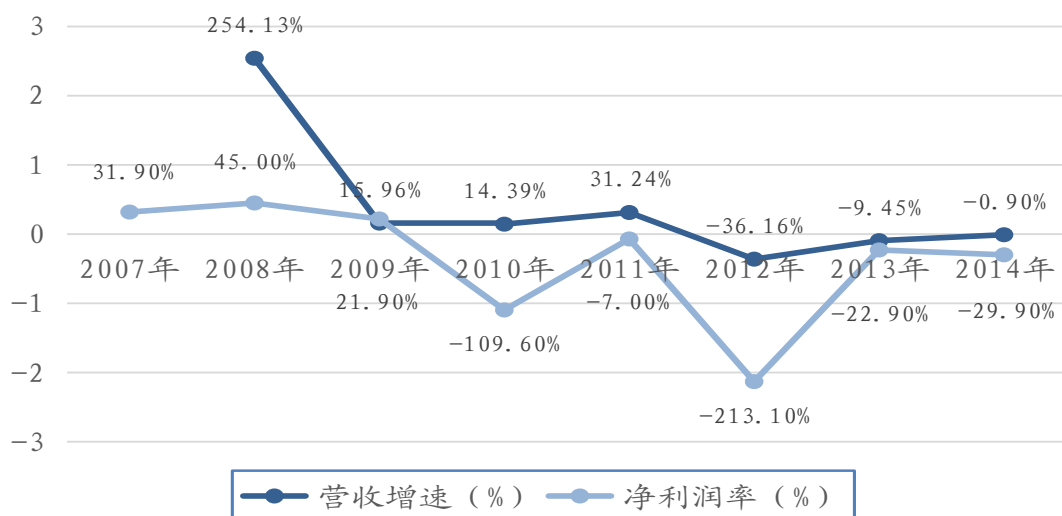
资料来源: 华视传媒历年财报, 华创证券

图表 42 华视传媒 2010 及 2012 年商誉减值情况 (单位: 百万美元)

华视传媒商誉相关指标	2010 年	2012 年
无形资产商誉减值损失	145.72	178.81
营业收入	138.06	115.67
无形资产商誉减值损失/营业收入	105.5%	154.6%

资料来源: 华视传媒历年财报, 华创证券

图表 43 华视传媒历年营收增速及净利润率



资料来源: 华视传媒历年财报, 华创证券

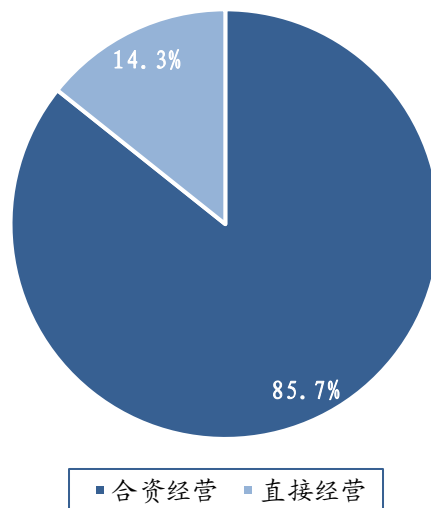
高溢价收购带来大幅商誉减值损失。华视传媒分别于 2010 年及 2012 年两次分别计提商誉减值损失 1.45 亿及 1.79 亿美元，分别占当年营收的 105.5% 及 154.6%，直接带来大幅业绩亏损。高溢价收购带来大幅商誉减值损失。从盈利能力的角度看，高价并购 DMG 垄断地铁电视广告资源后并未带来预计的高营收，致使华视连年亏损。

华视传媒最终通过提前终止广告合约暂时解决退市危机。2012 年 7 月，华视传媒股价在连续 30 个交易日中收盘买入价低于 1 美元，收到纳斯达克退市警告通知函。为此，华视传媒提前终止或优化亏损的广告经营协议，具体包括上海 13 条地铁电视广告、广九直通线、上海智能公交信息屏、深圳地铁 1 号线列车车内屏和香港机场快线。

## 2、德高中国以合资深度绑定优质资源，雅仕维、大象则以直营竞标方式运营

德高中国早期抢占地铁广告市场，通过合资方式深度绑定北京上海优质地铁资源，充分享受中国一线城市发展红利。1997 年，德高与北京市地铁运营有限公司合作成立北京地铁通成公司，目前负责北京 1/2/5/6/7/8/9/10/13 号线、八通线、燕房线地铁媒体的运营与管理，其所涵盖的媒体资源已约占全北京地铁媒体的 80%。2007 年，德高与上海地铁申通集团合资成立上海申通德高地铁广告有限公司，获得上海已开通的 5 条地铁线路和计划将于 2012 年前兴建的 8 条地铁线路所有户外广告的 15 年经营权。

图表 44 德高中国 2018 年大陆地区地铁资源经营结构



资料来源：德高集团 2018 半年报，华创证券

图表 45 德高中国地铁广告资源拓展时间线

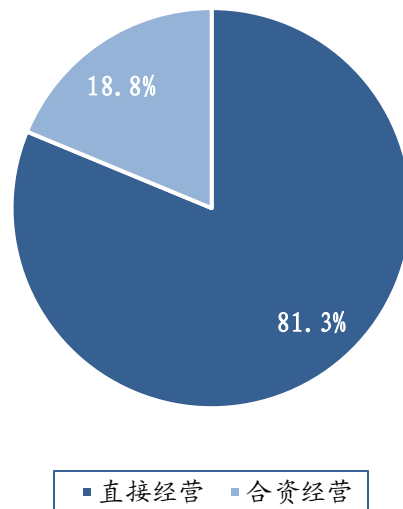
时间	地铁	经营方式
2006 年	南京 1 号线	合资经营（南京地铁德高公司）
2008 年	上海 6/8/9 号线	合资经营（申通德高）
	北京 10 号线	合资经营（北京地铁通成公司）
2009 年	北京 4 号线	合资经营（北京地铁通成公司）
2010 年	上海 5/10/11 号线	合资经营（申通德高）
	南京 2 号线	合资经营（南京地铁德高公司）
	中止因收购国内公司获得的广州地铁经营权	-
2011 年	重庆 2/3 号线	直接经营
	中止北京地铁 4 号线，被百灵时代竞标夺得	-

2012年	苏州地铁1号线	直接经营
	重庆6号线	直接经营
2013年	北京6/9号线	合资经营(北京地铁通成公司)
	上海13号线	合资经营(申通德高)
2014年	北京14号线	合资经营(北京地铁通成公司)
	上海12号线	合资经营(申通德高)
2015年	北京7号线	合资经营(北京地铁通成公司)
	广州14/6/8号线	合资经营(广州地铁德高公司)
	南京10号线	合资经营(南京地铁德高公司)
2017年	广州6号线二期/7号线	合资经营(广州地铁德高公司)
2018年	天津5/6号线	合资经营

资料来源: 德高集团2018半年报, 华创证券

雅仕维与大象主要通过直营方式运营地铁资源。雅仕维与大象广告都于2011年进入中国大陆地铁广告市场, 主要通过公开招标获取媒体资源, 运营方式主要为直营。其中2017年, 雅仕维直营比例为81.3%, 大象股份则为100%。

图表 46 2017年雅仕维地铁资源经营结构



资料来源: 雅仕维2017年财报, 华创证券

图表 47 2017年大象股份媒体资源合作情况

地铁线路	经营期限(年)	运营起始时间
西安地铁	10	2011.10.1
武汉地铁	10	2013.5.11
武汉地铁车厢展板	4	2013.8.15
成都地铁4号线	10	2016.11.18
成都地铁3号线	10	2016.8.1
成都地铁1号线	10	2016.11.18

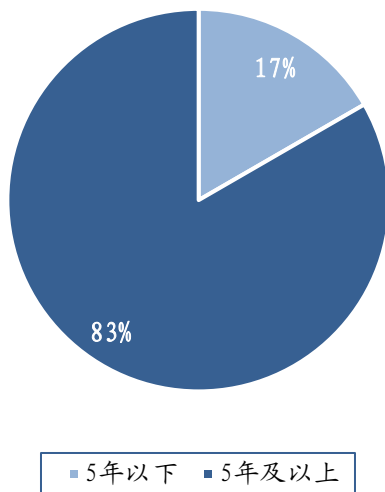
地铁线路	经营期限（年）	运营起始时间
西安地铁 3 号线	5	2017.1.1
西安地铁 1 号线	3	2017.4.15
沈阳地铁 1/2 号线	10	2017.6.1

资料来源：大象股份 2017 半年报，华创证券

### 3、地铁资源追求长期稳定租约，广告代理商“一次竞价长期执行”

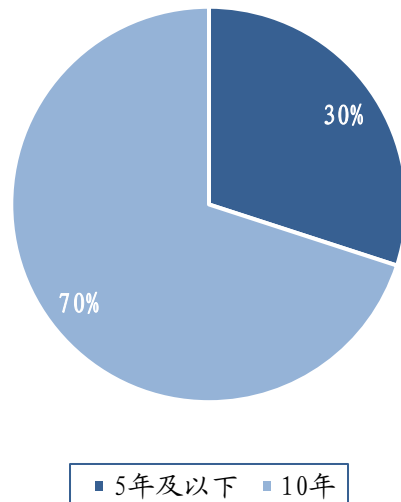
由于前期降维竞争带来的违约事件频发，为求平稳可持续合作，地铁资源端追求报价合理、长期稳定的广告代理租约。新增地铁广告大多以 10 年为经营权合约期。广告商面对招标，一次获取长期持有，对于有潜力的优质资源，竞争仍激烈。

图表 48 雅仕维地铁广告合约期限情况



资料来源：雅仕维 2017 年财报，华创证券

图表 49 大象股份地铁广告合约期限情况



资料来源：大象股份 2017 半年报，华创证券

## 五、常态竞争下的地铁广告经营分析：以雅仕维为例

鉴于公开披露的财务数据可获得性和可对比性，我们主要基于雅仕维地铁广告业务数据，分析回顾国内地铁广告市场在上游资源开发、下游投放需求等层面的财务表现。尽管有大象股份地铁广告业务的历史财务数据，但由于成本项计量方法与雅仕维存在本质上的不同，因此不纳入展开比较。

图表 50 雅仕维、大象股份地铁广告业务成本项核算方式对比

公司名称	股票代码	地铁广告业务成本核算方式	具体核算方式
雅仕维	01993.HK	按收入成本预测模型折算	当期经营成本公式为：年无形资产摊销金额=当年收入/预测收入总额*无形资产原值。 公司于每年度期末对当年度的实际收入与预测收入进行对比，若实际实现收入与预测收入差异率小于 10%，则不作调整，仍按原模型进行会计处理；若实际实现收入与预测收入差异率超过 10%，则需对未来经营期的收入预测进行重新复核，对照收入的实际实现情况修正原先的预测模型，对预测模型的修正按会计估计变更处理。
大象股份	833738.OC	按实际成本明细核算	经营成本由广告空间特许经营费支出，项目安装及拆卸成本，物业、厂房

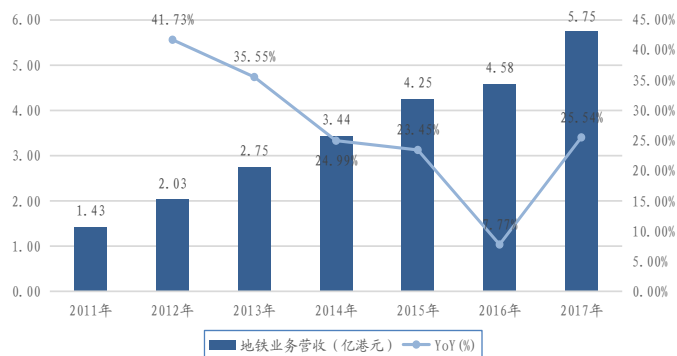
公司名称	股票代码	地铁广告业务成本核算方式	具体核算方式
			及设备折旧、税项及附加费、电费支出及其他。 应付予媒体资源拥有人的特许经营费一般包括逐年递增的最低保证金额及/或自业务营运所赚取收入的百分比份额（即佣金费用）。逐年递增的最低保证特许经营费以直线法按合约年期计入损益账，而佣金费用于实际产生期间确认。

资料来源：雅仕维、大象股份历年财报，华创证券

**（一）创收表现：单条地铁年均营收贡献稳定在 0.37 亿港元，毛利率维持在 15%-25%**

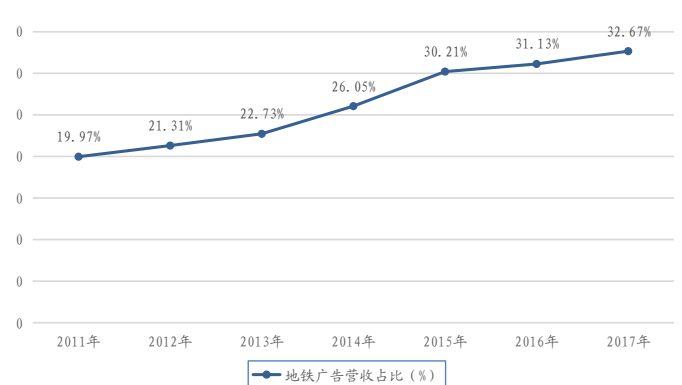
雅仕维地铁广告营收自 2012 年以来持续放缓，2016 年触底回升，近 7 年来营收占比持续上升。由于 2012 年以来地铁广告行业经历两次时间间隔较短的资源竞争，特别是第二次竞争阶段（2013-2014 年），雅仕维未做显著扩张，且 2015 年提前中止宁波地铁 1 号线的合约，雅仕维地铁广告营收增速由 2012 年的 41.73% 放缓至 2016 年的 7.77%；2017 年，雅仕维获得杭州新开通 2/4/5 号线广告媒体的独家经营权，共计覆盖全国 7 个城市的 16 条地铁线，当年营收增速回升至 25.54%。但 2011 年以来，雅仕维地铁广告的营收占比处于持续提升阶段。

**图表 51 雅仕维地铁广告业务营收及同比增速**



资料来源：雅仕维历年财报，华创证券

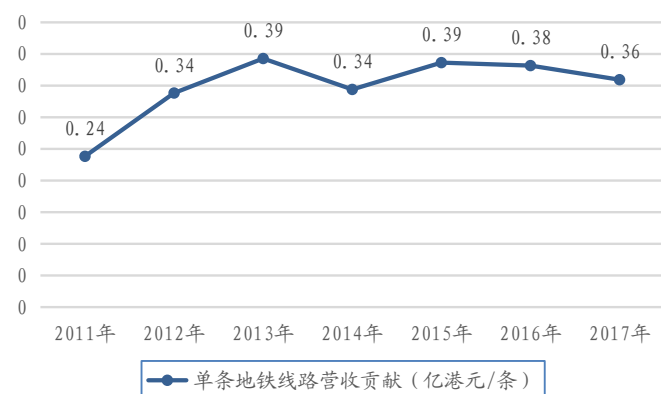
**图表 52 雅仕维地铁广告业务营收占比**



资料来源：雅仕维历年财报，华创证券

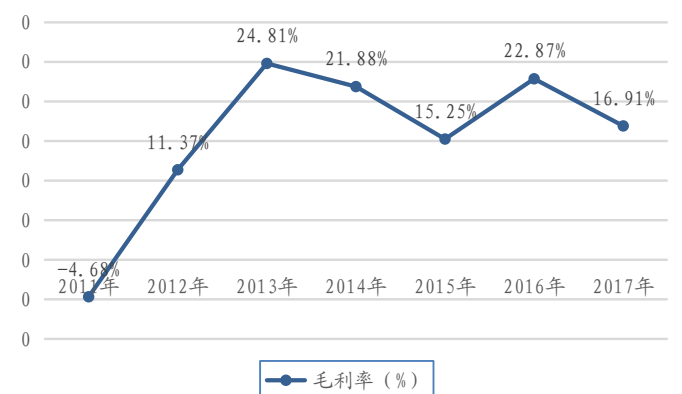
自 2013 年以来，雅仕维单条地铁年均营收贡献为 0.37 亿港元，对应毛利率稳定在 15%-25% 区间内（均值 20.00%）。

**图表 53 雅仕维地铁广告业务单位营收贡献**



资料来源：雅仕维历年财报，华创证券

**图表 54 雅仕维地铁广告业务毛利率**



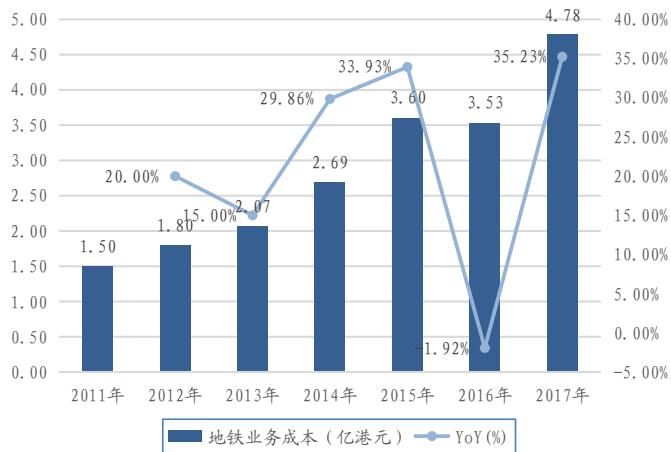
资料来源：雅仕维历年财报，华创证券



**(二) 成本表现: CAGR=21.31%，单条地铁线路年均成本支出为 0.30 亿港元且波动小**

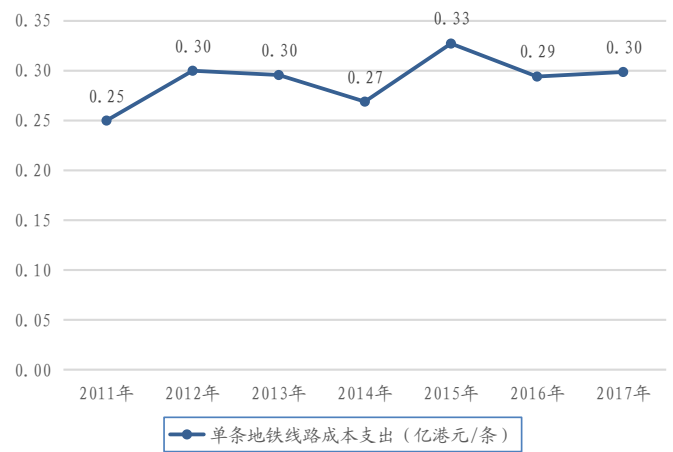
雅仕维单位地铁广告业务成本波动较小，年均开支 0.30 亿港元。从地铁广告业务单位开支来看，雅仕维的租约合同偏向于长期合作，年均开支趋向平滑化，竞标趋于长期理性。

**图表 55 雅仕维地铁广告业务成本**



资料来源: 雅仕维历年财报, 华创证券

**图表 56 雅仕维单条地铁线路成本支出**



资料来源: 雅仕维历年财报, 华创证券

**六、风险提示**

机场、地铁广告行业政策性风险; 行业内竞争加剧; 宏观经济波动风险; 其他广告渠道预算分流风险。

## 传媒组团队介绍

### 组长、分析师：潘文韬

同济大学经济学硕士。曾任职于国金证券。2017 年加入华创证券研究所。

### 分析师：肖丽荣

北京大学管理学硕士，香港大学经济学硕士。曾任职于中信证券。2016 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：李雨琪

美国波士顿大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：徐呈隽

复旦大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500