



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

分众传媒(002027): 品牌推广彰显公司价值与阿里合作打开增长空间

2018年11月09日

分析师:

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

研究助理:

王丽丽

执业证书编号: S1380116110015

联系电话: 010-88300857

邮箱: wanglili@gkzq.com.cn

公司评级

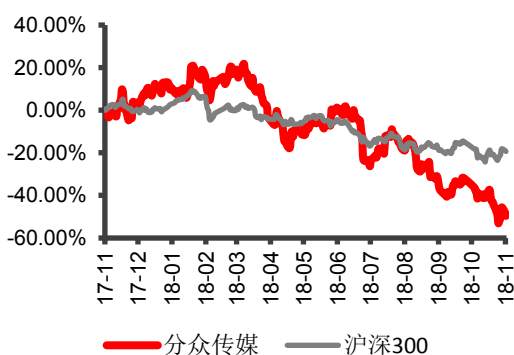
当前价格: 5.72

本次评级: 推荐(首次覆盖)

公司基本数据

总股本(百万股):	14,677.88
流通股本(百万股):	6964.89
流通A股市值(亿元):	398
每股净资产(元):	0.92
资产负债率(%):	25.86%

分众传媒近一年股价走势



相关报告

内容摘要:

● 电梯广告处于快速增长期, 公司直接受益于高行业景气

2018年开始的新一轮战略扩张, 楼宇覆盖速度有望进一步加快。按公司中期覆盖500个城市的500万个终端, 日覆盖5亿城市新中产目标, 其楼宇广告有望触达中国城市绝大部分的主流消费力。加大媒体点位投放, 尽管短期内导致公司业绩承压, 但中长期将进一步巩固公司生活圈媒体的护城河, 高毛利率+低边际成本有利于公司形成更有效的规模经济, 媒体价值将进一步提高。

● 公司品牌推广能力屡被市场验证, 优质客户资源丰富

公司借助其多年的品牌推广经验, 成功推广了瑞幸咖啡、神州租车以及饿了么等品牌, “引爆品牌”能力早已被业界认可。未来随着点位扩张加速以及点位更新换代, 产品形态将更加适应不同广告主的需求, 市场需求有望继续增强。

● 与阿里展开多方位合作 助力公司打开新的增长空间

公司2018年7月与阿里巴巴展开战略合作, 未来三年间结合线上线下目标消费者的新型产品形态——千楼千面有望实现更精准的营销服务, 销售转化率也将得到提升。公司借助阿里的大数据资源, 将进一步完善其“电商云”数据, 配合“物业云”、“搜索云”更好的实现公司综合营销价值的提升。

● 盈利预测

预计公司18/19/20三年实现净利润分别为61.53/70.55/80.98亿元, EPS分别为0.42/0.48/0.55元, 给予“推荐”评级。

● 风险提示

广告投放效果不及预期, 生活圈媒体竞争加剧, 广告行业受宏观经济因素影响增速放缓, 公司业绩低于预期, 公司限售股解禁可能产生的股价波动, 相关政策变动风险, 国内外二级市场系统性风险。

公司主要指标情况(百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	12,014	14,714	17,556	20,826
(+/-)	17.63%	22.48%	19.31%	18.63%
营业利润	7,244	6,747	7,838	9,079
(+/-)	68.44%	-6.86%	16.16%	15.83%
归属于母公司的净利润	6,005	6,152.63	7,055.11	8,098.41
(+/-)	34.90%	2.46%	14.67%	14.79%
每股收益(元)	0.49	0.42	0.48	0.55
市盈率(倍)	28.73	14.98	13.07	11.38

注:表中计算2017年PE所用价格为2017年最后一交易日收盘价, 其他PE计算所用收使用2018年11月6日收盘价

目录

1、国内生活圈媒体创建者和领军者	4
1.1 历史沿革——开创营销领域新品类	4
1.2 公司经营及财务情况	4
1.3 股权架构	11
2、投资亮点	12
2.1 电梯广告处于快速增长期，公司直接受益于大体量电梯资源	12
2.2 品牌推广能力屡被市场验证 优质客户资源提升公司价值	15
2.3 与阿里合作展开千楼千面计划 助力打开新的增长空间	18
3、盈利预测与投资建议	20
3.1 盈利预测	20
3.2 投资建议	20
4、风险提示	21

图表目录：

图 1：分众传媒历史沿革	4
图 2：分众传媒主要业务板块	5
图 3：分众传媒所处产业链位置	5
图 3：分众传媒楼宇媒体业务模式	6
图 4：分众传媒电梯海报业务形态	7
图 5：分众传媒电梯电视业务形态	7
图 6：分众传媒部分投放客户	7
图 7：电梯广告眼球份额接近 20%	7
图 8：2017 年公司收入分行业比较	8
图 9：2015-2017 年广告投放收入分行业比较	8
图 10：2008-2018 年公司营业收入及同比变化	8
图 11：公司单季度收入及同比变化	8
图 12：2017 年公司细分行业收入占比	9
图 13：楼宇媒体持续贡献 80%左右的公司年收入	9
图 14：公司单季度归母净利润及同比变化	9
图 15：2010-2018 年公司归母净利润及同比变化	9
图 16：2012-2018 年公司期间费用变化情况	10
图 17：分众传媒期间费用率与收益质量比较	10
图 18：公司应收账款有所增加	11
图 19：经营活动现金净流量受点位扩张影响有所下降	11
图 20：截至 2018 年 Q3 公司的股权结构	11

图 21: 2013-2017 年国内广告行业市场规模及增速	12
图 22: 广告行业 GDP 贡献率处于稳定区间	12
图 23: 2016Q3-2018Q3 全媒介广告刊例花费对比	13
图 24: 2003-2017 国内电梯保有量及同比增速	14
图 25: 2012-2018 年分众楼宇媒体资源增长情况	14
图 26: 公司运用 Wi-Fi 和 iBeacon 技术推出的互动广告	14
图 27: 瑞幸咖啡用户集中在北上广等一二线城市	16
图 28: 瑞幸咖啡与分众电梯广告受众年龄契合度高	16
图 29: 神州租车在分众投放的电梯海报广告	17
图 30: 饿了么在分众投放的电梯海报广告	17
图 31: 饿了么 2014 年下半年与分众合作百度指数明显提高	17
图 32: 阿里战投交割完成后公司股权结构	18
图 33: 阿里巴巴 2013-2018 年间移动端月活跃用户数	19
图 34: 2017 年国内成年人通过终端访问媒体平均耗时	19
图 35: 分众三“云”合一战略	19
表 1: 公司股权质押情况	12
表 2: 分众传媒盈利预测表 (百万元)	22

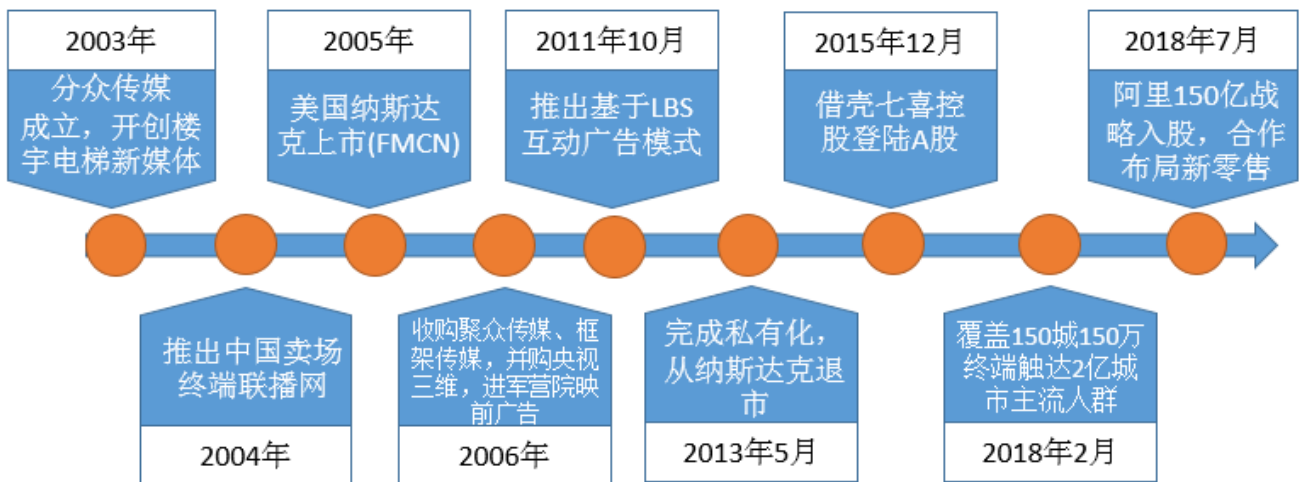
1、国内生活圈媒体创建者和领军者

1.1 历史沿革——开创营销领域新品类

分众传媒成立于2003年，是一家专注于生活圈媒体网络开发和运营的专业数字化媒体集团，通过楼宇媒体（包含电梯电视媒体和电梯海报媒体）、影院银幕广告媒体和终端卖场媒体等线下渠道终端实现覆盖城市主流消费人群主要生活场景的目标，从而实现广告价值的最大化。董事长江南春先生是公司的创始人及实际控制人，通过Media Management Hong Kong Limited持有上市公司23.34%的股份。

江南春先生毕业于华东师范大学汉语言文学专业，求学期间就曾参与无锡市政工程的户外创业项目。在创办分众传媒前，江南春担任永怡传播总经理，负责承揽上海市互联网以及IT行业的广告业务。2003年他以电梯内广告为切入点，开始探索有别于大众媒体的新媒体领域，并将公司命名为“分众”。自此，通过差异化定位，分众传媒正式开启了以电梯为载体的营销媒体领域的新品类。

图 1：分众传媒历史沿革



资料来源：公司网站，公司公告，国开证券研究部

1.2 公司经营及财务情况

公司经过十五年的发展，构筑起以楼宇媒体为核心，辐射影院和卖场的广泛生活圈媒体网络，累计覆盖国内外城市超过300个。

截至2018年7月末，公司自营楼宇媒体在售点位共约216.7万台，覆盖全国约201个城市和地区以及韩国的15个主要城市；可发布加盟电梯电视媒体约1.1万台，覆盖全国35个城市和地区，外购合作电梯海报媒体超过17.4万个媒体版位，覆盖143个城市；影院媒体的签约影院超过1900家，合作院线38家，银幕超过12,600块，覆盖全国约300多个城市的观影人群。公司作为中国最大的生活圈媒体平

台，在日常生活中无法回避的空间里悄然影响着几亿人次城市消费者的消费行为。

图 2: 分众传媒主要业务板块

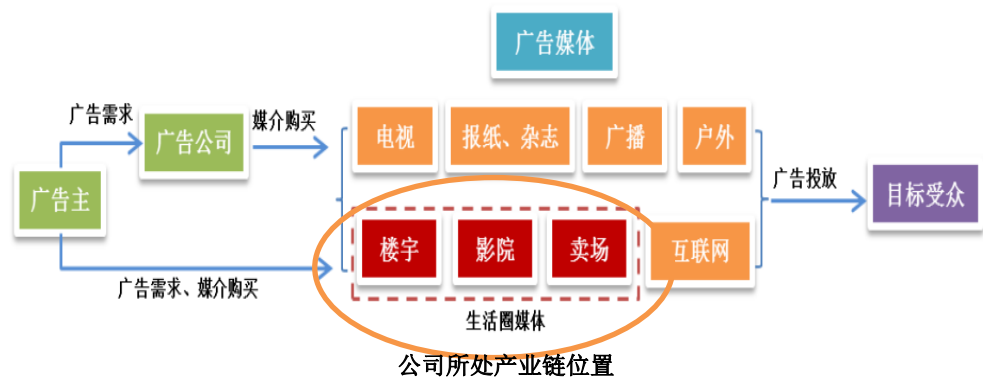


资料来源：公司公告，国开证券研究部

1.2.1 经营情况——聚焦生活圈媒体主业，深耕楼宇电梯媒介

从产业链纵向来看，公司自成立之初，便选择了一个少有人问津的全新媒体赛道——生活圈媒体，并依托这一特有的应用场景，打造出两高一低（高覆盖率、高频接触以及低干扰环境）的成功商业模式。公司凭借这一模式，逐渐成为楼宇广告媒体的绝对龙头。

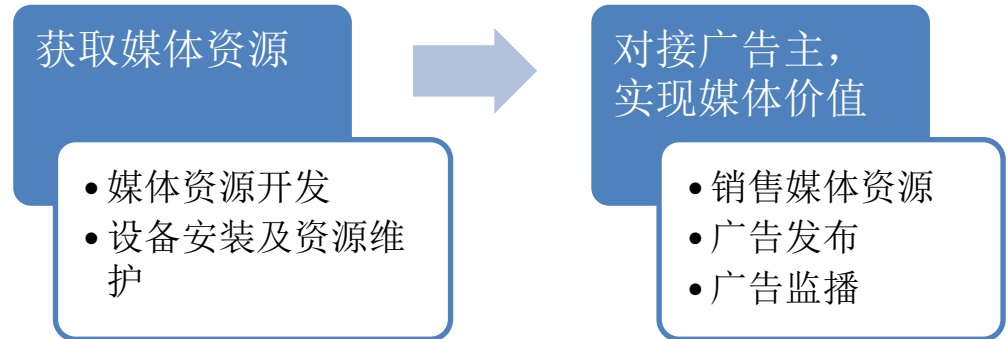
图 3: 分众传媒所处产业链位置



资料来源：公司公告，国开证券研究部

从业务形态上看，公司目前楼宇媒体业务收入占公司总收入的 80%左右，主业持续聚焦。影院、卖场等其他业务则起到补充公司资源价值的作用。

图 3: 分众传媒楼宇媒体业务模式



资料来源: 公司公告, 国开证券研究部

✓ 楼宇媒体绝对领导者, 市占率居于行业垄断地位

楼宇电梯电视方面, Ipsos 有关电梯电视市场份额的报告显示, 公司电梯电视在中高档写字楼的覆盖率高达 91%。从受众人群上看, 公司电梯电视触及的目标人群既具有财富创造能力也具备较高的消费能力——71%的受众年龄在 20-45 岁之间, 68%的受众家庭月收入在 1 万元以上。

电梯海报方面, 根据 CTR 等机构的调研数据, 公司电梯海报市场占有率超过 73%。基于最早布局于 2009 年的物业云以及 2015 年引入的搜索云, 再到 2016 年的电商云。公司力图通过三云合一的多维度云战略实现广告竞争投放, 为广告主创造更高的投资收益。

2013 到 2018 年五年间, 公司通过其楼宇的电视和海报媒体资源先后成功帮助神州租车、饿了么、瓜子二手车等品牌实现销售额的大幅增长以及品牌价值的全面提升。

图 4: 分众传媒电梯海报业务形态



资料来源: 国开证券研究部

图 5: 分众传媒电梯电视业务形态



资料来源: Wind, 公司公告, 国开证券研究部

✓ 影院媒体和其他媒体, 实现楼宇媒体的有利补充

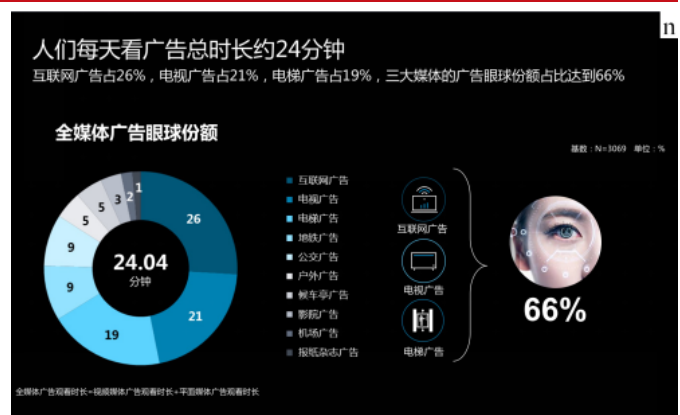
公司持续推动影院媒体资源的开拓。截至 2018 年 7 月, 公司签约影院已超过 1900 家, 三年增长超过一倍以上 (2015 年公司签约影院媒体 820 家)。通过映前广告、贴片广告等形式增强广告主在公司投放广告的附加值, 进而增强与客户间的联系和粘性。另外, 公司目前还拥有大约 5-6 万台卖场及超市终端视频媒体资源, 用于满足不同广告主的各类需求。

图 6: 分众传媒部分投放客户



资料来源: 公司网站, 国开证券研究部

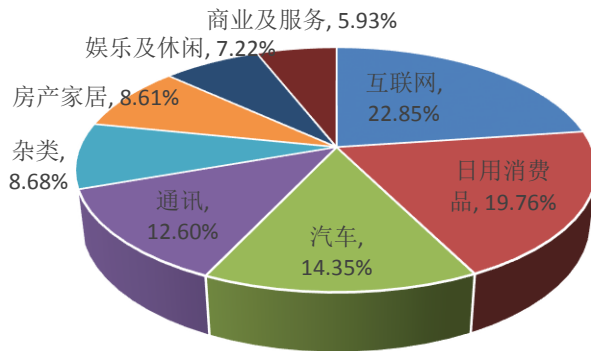
图 7: 电梯广告眼球份额接近 20%



资料来源: 尼尔森, 国开证券研究部

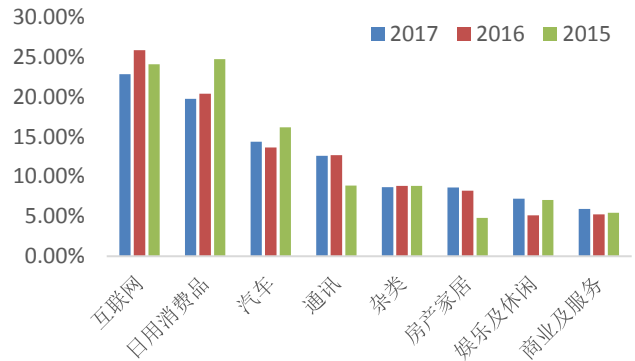
从营业收入对应的行业来看, 2015-2017 年间, 来自于互联网、日用消费品和汽车行业的收入占公司总收入 60%左右。其中互联网行业的投放量三年累计增长 32%, 反映出行业的景气度与广告投放存在较大关联。从传统行业到新兴行业, 超过 5400 个品牌在分众传媒投放了广告。

图 8: 2017 年公司收入分行业比较



资料来源: 公司公告, 国开证券研究部

图 9: 2015-2017 年广告投放收入分行业比较



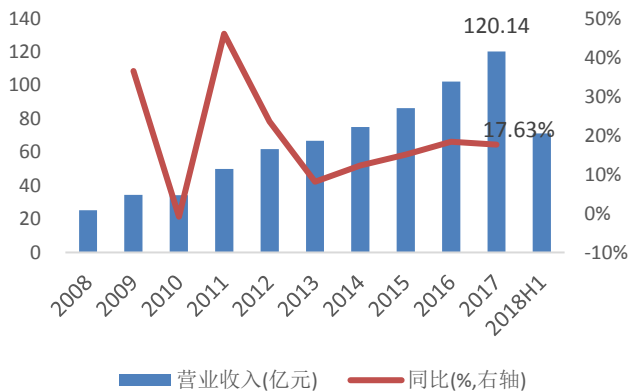
资料来源: Wind, 公司公告, 国开证券研究部

1.2.2 财务情况——营收稳健增长, 净利受扩张影响存在波动

分众传媒自开创楼宇媒体这一垂直细分媒体资源以来, 营业收入、净利润持续保持稳定快速增长。2008 年公司营业收入人民币 25.26 亿元, 到 2017 年实现营业收入 120.14 亿元, 10 年间收入增长近五倍, 年均复合增长率 (CAGR) 16.88%。净利润也随着楼宇媒体资源的不断扩充以及规模经济的形成, 实现了扭亏为盈再到利润明显增长的转化。

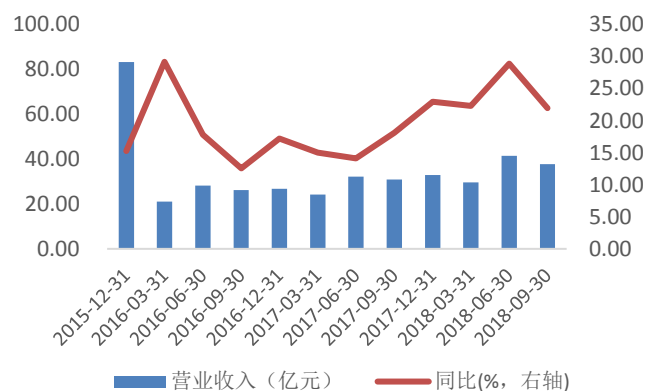
公司营收超百亿, 持续保持较高增长。2018 年前三季度公司实现营业收入 108.77 亿元, 同比增长 24.59%。根据公司披露的四季报预告, 楼宇板块业务预计仍将保持较快增长; 影院媒体受制于片源以及票房的影响, 景气度有所下降。我们认为院线收入占比较小, 公司整体收入仍有望保持较快增长。

图 10: 2008-2018 年公司营业收入及同比变化



资料来源: 公司年报, 国开证券研究部

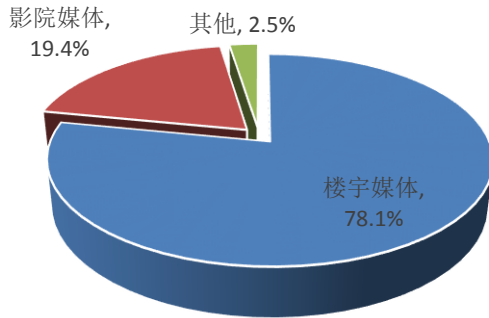
图 11: 公司单季度收入及同比变化



资料来源: Wind, 公司公告, 国开证券研究部

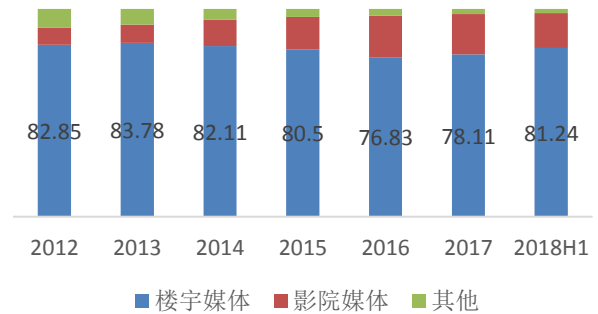
从收入结构角度来看，楼宇媒体持续贡献80%左右的公司年收入。受益于楼宇媒体这一营销品类持续高景气，公司在该业务带动下营业收入保持快速增长。

图 12: 2017 年公司细分行业收入占比



资料来源：公司年报，国开证券研究部

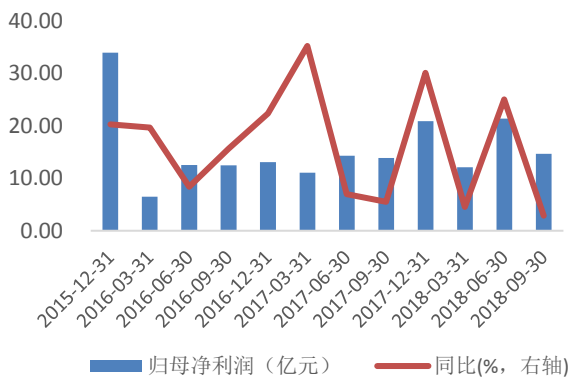
图 13: 楼宇媒体持续贡献 80%左右的公司年收入



资料来源：Wind，公司公告，国开证券研究部

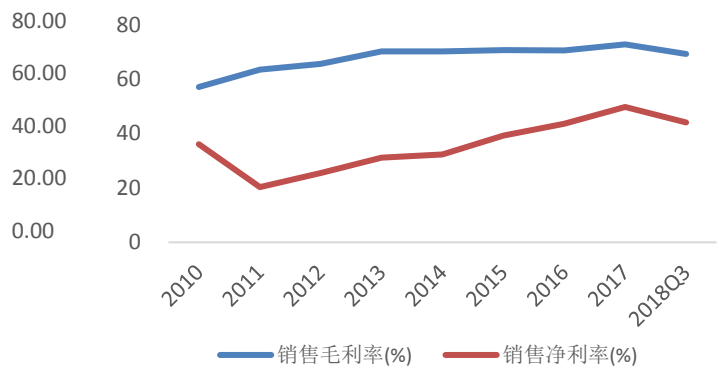
利润方面，2017 年公司实现归母净利润 60.05 亿元，同比增长 34.9%；扣非后归母净利润 48.52 亿元，同比增长 33.6%。2018 年前三季度实现归母净利润 48.10 亿元，同比增长 22.81%；扣非后归母净利润 41.98 亿元，同比增长 23.41%。我们认为公司利润端增速放缓主要是受两方面因素影响：一是宏观经济下行压力加大对广告行业增长形成阻力；二是公司扩张期利润释放滞后于点位扩张，存在时滞。

图 14: 公司单季度归母净利润及同比变化



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 15: 2010-2018 年公司归母净利润及同比变化

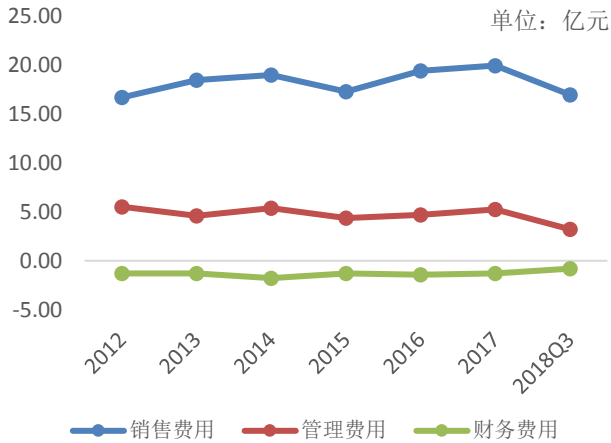


资料来源：Wind，公司公告，国开证券研究部

期间费用方面，随着公司品牌推广能力越来越受到市场的认可，销售费用率趋降。公司运营管理有效性强，管理费用一直处在较低水平。期间费用率自 2017 年底一直保持在 20%以下。2018 年三季度，销售费用率、管理费用率分别为 15.6%和

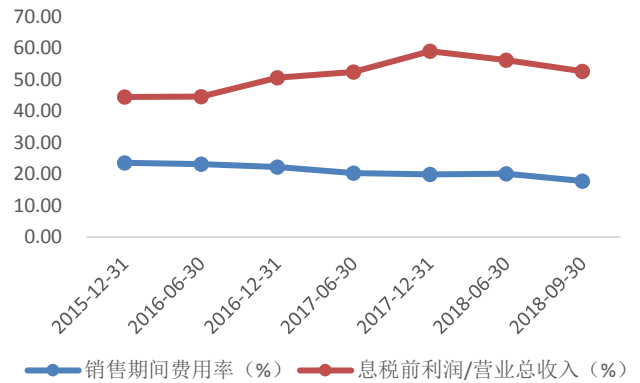
2.96%。费用的有效控制保证了公司稳定的利润率。2010-2018 年间，公司综合毛利率保持在 70%左右，销售净利率在 40-50%之间，利润率水平维持稳定且明显高于同业。

图 16: 2012-2018 年公司期间费用变化情况



资料来源: 公司年报, 国开证券研究部

图 17: 分众传媒期间费用率与收益质量比较

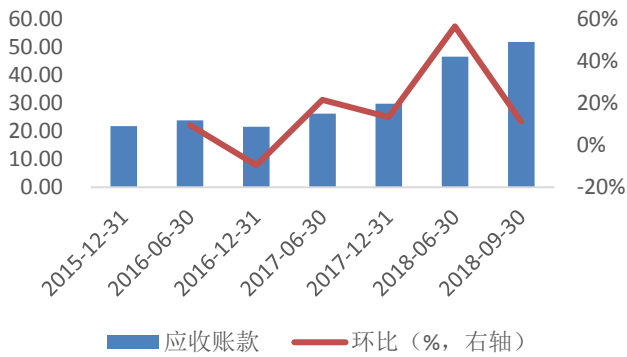


资料来源: Wind, 公司公告, 国开证券研究部

2018 年以来，公司应收账款明显增加，截至三季度应收账款总额 51.89 亿元，较年初增长了 73.4%。应收款项增加一方面是公司客户结构变化引起的（大客户增加，授信周期变长）；另一方面也是受宏观经济形势影响，核心客户回款周期放慢。公司针对这一情况，在积极回收款项的同时采取了相对谨慎充分的坏账准备计提。账期超过 391 天的应收账款，计提比例达到 75%。截止 2018 年 9 月末，公司已计提的坏账准备占应收账款余额的比例超过 15%。

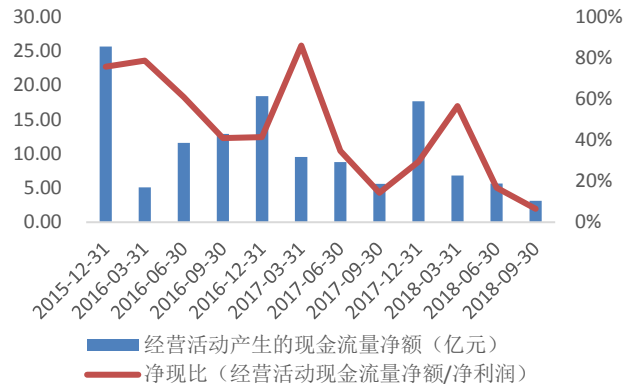
另外，随着公司点位扩张的加速，预付媒体资源租金单价及总体价格均有明显上升，拖累了公司现金流，经营活动产生的现金流量净额同比下降较为明显。我们认为随着新点位在 2018 年底到 2019 年陆续投入使用，利润将逐步得到释放，业绩拐点有望在 2019 年出现。

图 18: 公司应收账款有所增加



资料来源: 公司年报, 国开证券研究部

图 19: 经营活动现金净流量受点位扩张影响有所下降



资料来源: Wind, 公司公告, 国开证券研究部

1.3 股权架构

截至2018年三季度, 控制人江南春通过其利益实体持有公司23.34%的股份, 为公司第一大股东。公司流通股本69.65亿股, 占总股本47.45%。

图 20: 截至 2018 年 Q3 公司的股权结构



资料来源: 公司公告, 国开证券研究部

截至2018年11月2日，公司股份质押比例较低且明显低于广告行业平均质押率。公司现金流相对充沛，质押风险较小。此外，2018年4月首次公布回购预案，计划回购公司约23,076万股用于股权激励。截至2018年10月末，实际回购49,797,905股，占公司总股本0.339%。

表 1: 公司股权质押情况

日期	无限售股份质押数量(万股)	有限售股份质押数量(万股)	A 股总股本(万股)	质押比例(%)
2018.11.02	5,416.15	154,992.04	1,467,788.03	10.93
			行业质押率中值	30.94
			行业质押率均值	31.17

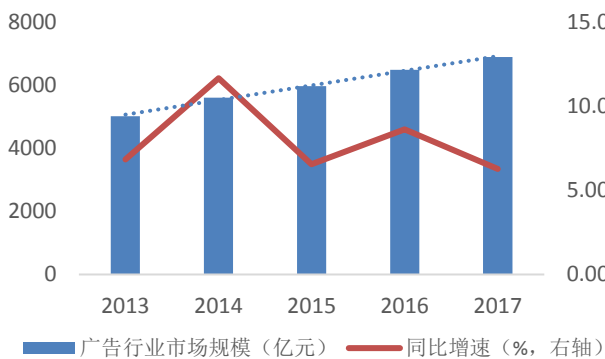
资料来源:中证登,国开证券研究部

2、投资亮点

2.1 电梯广告处于快速增长期，公司直接受益于大体量电梯资源

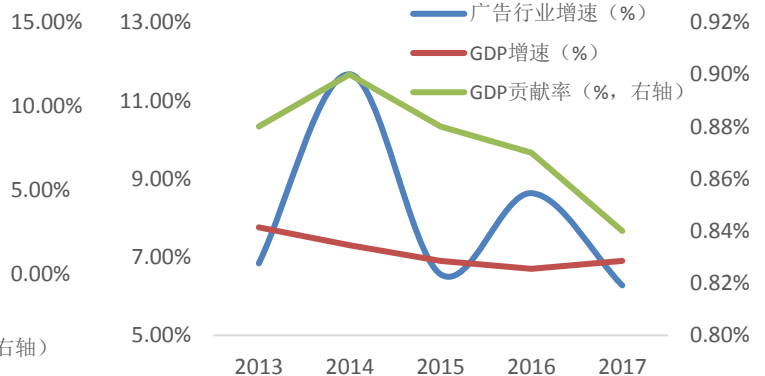
近年来，国内广告行业总体规模呈现温和上涨态势。增速受宏观环境影响下滑明显。根据国家工商行政管理总局公布的相关数据，2017年中国广告经营额为6896.41亿元，同比增长6.28%，略低于同期6.9%的国内生产总值（GDP）增速，GDP年贡献率0.84%。

图 21: 2013-2017 年国内广告行业市场规模及增速



资料来源: 国家工商行政管理总局, 国开证券研究部

图 22: 广告行业 GDP 贡献率处于稳定区间



资料来源: CTR 媒介智讯, Wind, 国开证券研究部

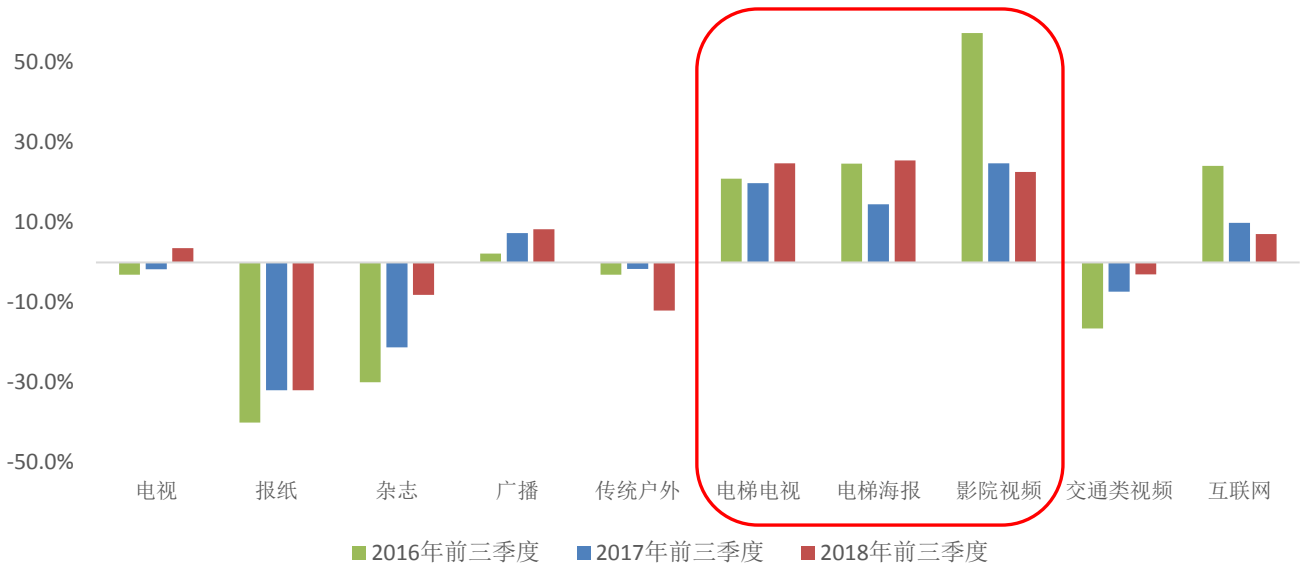
在广告市场规模保持稳定小幅增长的背后，广告媒体行业内部结构发生了深刻变化，渠道分化加剧。以电视、报纸杂志、广播为主的传统媒体刊例花费¹在2016-

¹ 刊例花费：即刊例价对应花费。刊例价是指每家媒体官方对外报出的价格。

2017年间呈明显下滑趋势，2018年电视、广播的刊例花费有所复苏，报纸杂志等纸媒投放渠道仍在大幅萎缩。

生活圈媒体的景象则与传统媒体截然相反。生活圈媒体对应的电梯电视、电梯海报以及影院视频连续三年保持高景气度，刊例花费的年均增速超过20%。根据CTR媒介智讯2018年行业三季度报告显示，2018年前三季度电梯电视、电梯海报及影院视频广告刊例花费同比分别增长24.8%、25.5%及22.6%。

图 23: 2016Q3-2018Q3 全媒介广告刊例花费对比



资料来源：公司网站，公司公告，国开证券研究部

生活圈媒体同时具备曝光率和到达率²优势，越来越受到广告商的青睐和重视。根据CTR统计数据，分众传媒楼宇广告对目标受众的周到达率为52.6%，而传统电视、广播媒体到达率的周期是4周，即周到达率在25%左右。加之近几年来消费习惯的变化，电视、纸媒以及广播等传统媒体的客户持续向互联网转移，更加速了具有鲜明特征且投放效果良好的生活圈媒体的快速增长。

在投放意愿保持高景气的同时，我们认为资源及刊挂率仍有上升空间，进而保证公司点位能维持较快增长。一方面，上游电梯资源端保持较快增长为公司提供了较大的增长空间。尽管从2015年开始，房地产市场增速明显下降，增量电梯需求

² 广告到达率：即目标受众当中看到、读到或听到所传播的广告信息的比例。

$$\text{广告到达率} = \frac{\text{接触到广告的人数}}{\text{传播范围内的总人数}} \times 100\%$$

受累。但随着商业配套、公共基础设施建设等因素的拉动，电梯配置密度增长较快。综合来看，未来几年国内电梯需求年增速仍在10%左右。按照公司在二线城市40-55%之间相对稳定的刊挂率以及相对保守的每部电梯平均2个点位计算（有些电梯点位数可达到4个以上），公司广告版位的自然增长率就在8-9%之间。与此同时，2018年公司开始了新一轮的战略扩张，向覆盖500城、500万终端和日均到达5亿城市新中产的中期目标稳步迈进。

图 24: 2003-2017 国内电梯保有量及同比增速

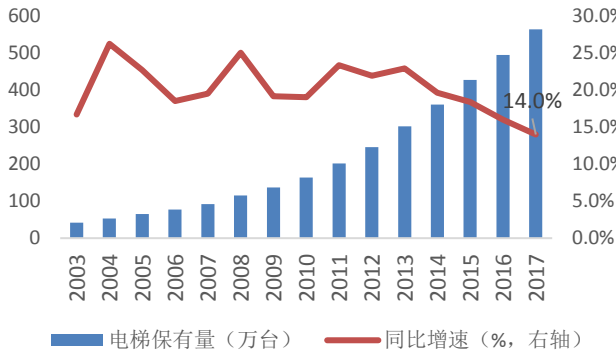
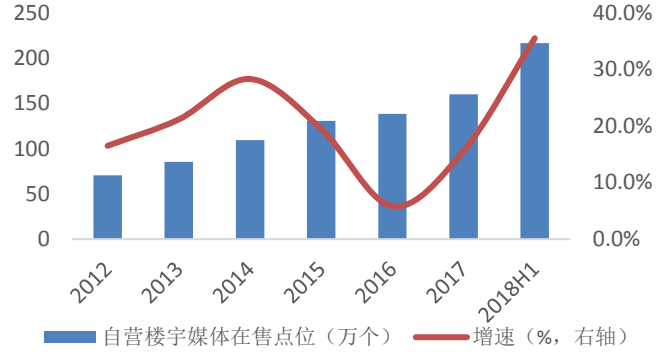


图 25: 2012-2018 年分众楼宇媒体资源增长情况



资料来源：国家质检总局，国开证券研究部

资料来源：伽马数据，国开证券研究部

在深耕一二线城市核心区域的同时，公司同时向一二线城市外围区域、三四线城市以及海外市场实施扩张，满足更多客户的全国化乃至国际化的传播需求。具体来看，到2018年底，公司点位预计达到250万台，到2019年预计再增加50-150万。海外市场方面，截至2018年7月，公司自营楼宇媒体点位已经覆盖韩国多地，预计到年底将累计投放韩国当地3万部电梯。同时公司还在新加坡、印尼以及泰国等地开拓市场。由于东南亚国家与国内存在文化相似性，公司将通过复制国内的运营模式，实现消费者与广告主的对接。

图 26: 公司运用 Wi-Fi 和 iBeacon 技术推出的互动广告



资料来源：公司公告，国开证券研究部

除了点位数量的提升，公司还在技术层面不断开拓，促进产品升级。2017年，公司研发投入同比增加58.22%并在同年完成了一线城市的电梯电视大屏更换，新的屏幕具有Wi-Fi、iBeacon、人脸识别和Apple Pay等功能，可进行更多形式的广告营销。以wifi和ibeacon应用为例，当消费者在梯口看到某品牌广告时，可按广告提示在微信中摇一摇，从而获得这个品牌所对应的免费试用券或电商优惠券。目前公司已经陆续在二、三线城市进行了电梯电视屏幕的更新换代，同时电梯海报正在逐步从原有的400mm*500mm的1.0小版更新成600mm*800mm的2.0大版，以期产生更好的市场效果。

公司新一轮的战略扩张在巩固市场地位的同时，品牌价值正在加速释放。我们看好公司在楼宇媒体行业的垄断地位以及由此带来的定价权优势。2019年随新点位投入使用，公司业绩有望迎来向上拐点。

2.2 品牌推广能力屡被市场验证 优质客户资源提升公司价值

公司在品牌推广过程中积累了大量的成功经验，其“引爆品牌”能力多次被市场验证。公司在董事长江南春的领导下深谙营销之道，将公司定位概括成“流量占据通路，品牌占据人心”。公司在抢占消费者心智的过程中成功推广了瑞幸咖啡、神州租车以及饿了么等品牌。

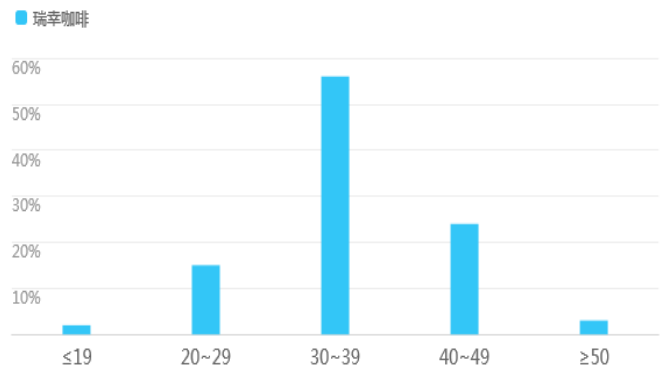
✓ 瑞幸咖啡借助电梯媒体 迅速引爆白领消费群

2018年1月瑞幸咖啡开始试运营，投资上亿资金用于分众电梯广告，借助电梯海报和电梯电视的高强迫性和反复观看强化消费者对品牌认知。作为瑞幸咖啡早期唯一的线下营销渠道，分众电梯广告无论从覆盖区域还是受众年龄上都与瑞幸咖啡存在高度契合，通过针对白领消费群体精准投放，实现了品牌的高曝光率和品牌认知到购买的转化。截至2018年8月，瑞幸已累计销售咖啡超过1800万杯，获取客户35万。

图 27: 瑞幸咖啡用户集中在北上广等一二线城市



图 28: 瑞幸咖啡与分众电梯广告受众年龄契合度高



资料来源: 百度指数, 国开证券研究部

资料来源: 百度指数, 国开证券研究部

✓ 神州租车借力电梯媒体 实现行业内华丽转身

神州租车最早进军租车市场时, 受碍于起步缓慢、竞争落后以及资金匮乏等原因, 在行业内明显落后于竞争对手。车辆规模(600辆)仅为当时行业龙头一嗨租车(1200辆)的一半, 同时囿于营销费用限制, 公司在竞争格局中处于非常不利的地位。创始人陆正耀为了扭转局面, 计划用8000万元进行品牌营销, 其中1000万投放分众电梯媒体。但当陆总意识到租车行业与电梯媒体覆盖人群的重叠性后, 改变了营销策略, 将75%费用(6000万元)投向分众电梯媒体。

广告投放后, 主流人群在饱和性攻击下对神州租车的认知迅速增强, 公司租车业务突飞猛进。广告投放期间(2010年8月-2011年3月), 神州租车月营业额环比增长超过100%; 汽车出租量超过80%; 电话呼入超过28000次/天; 车辆规模增长18倍。从神州租车业绩看, 2010-2011年间租车业务收入增长6倍, 公司从行业第三跻身为全球租车领导品牌。

图 29: 神州租车在分众投放的电梯海报广告



资料来源: 公司网站, 国开证券研究部

图 30: 饿了么在分众投放的电梯海报广告



资料来源: 公司网站, 国开证券研究部

✓ 饿了么投放分众电梯媒体 八周销售额增长五倍

饿了么开局与神州租车类似, 在激烈的外卖竞争市场上, 与竞争对手相比, 无论从市占率到知名度, 还是从估值到融资规模都存在较大差异。2015年初饿了么E轮融资3.5亿美元, 同期美团融资规模7亿美元; 彼时百度外卖在白领市场占有率行业第一。

根据饿了么公司数据, 在其投放分众电梯媒体后, APP排名明显上升, 从最初的100位最高升至11位, 平均位次20-30位。交易量改善更为直观地反映了投放效果。公司在分众投放电梯广告8周, 交易量增长达到5倍。其中, 第一轮投放后白领外卖市场日交易额由700万元增至1500万元, 增长114%; 第二轮投放后交易额由1500万元增至3500万元, 增长127%。市场逐渐呈现出新的竞争格局, 以至于公司于2017年8月收购百度外卖, 彻底改变了白领外卖市场三足鼎立的局面。

图 31: 饿了么 2014 年下半年与分众合作百度指数明显提高



资料来源: 百度指数, 国开证券研究部

从上面三个投放实例可以明显看出电梯媒体投放的高效率。分众传媒通过一次次践行其“在必经的封闭的生活空间形成强制性的收视”的简单道理验证着电梯广告的品牌推广能力。

2.3 与阿里展开全方位合作 助力公司打开新的增长空间

2018年7月18日，公司公告阿里巴巴集团及其关联方将以约 150 亿元人民币战略入股。交割完成后，阿里巴巴将持有分众传媒 10.3% 股份，成为公司第二大股东。7月26日，公司与阿里巴巴签署《业务合作框架协议》，约定在未来三年内在广告系统服务、人脸识别技术和OTT智能电视广告等领域开展总额不超过50亿元的业务合作。

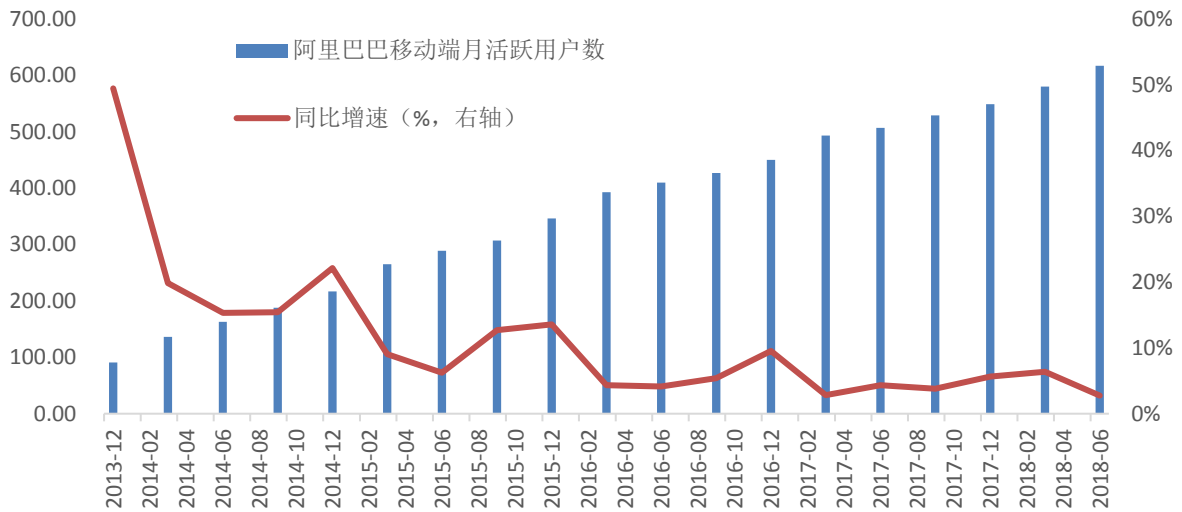
图 32: 阿里战投交割完成后公司股权结构



资料来源：公司公告，国开证券研究部

分众与阿里战略合作，将形成线上线下两个流量入口的强强联合。一方面，线上电商发展进入流量增长平台期，线下渠道显得更加重要；另一方面，分众未来将借助阿里海量级的线上用户资源数据，开发基于不同楼宇的电商购物纪录的定向投放系统，进而实现新零售趋势下分众传媒产品的数据化、精准化和互动化。

图 33: 阿里巴巴 2013-2018 年间移动端月活跃用户数



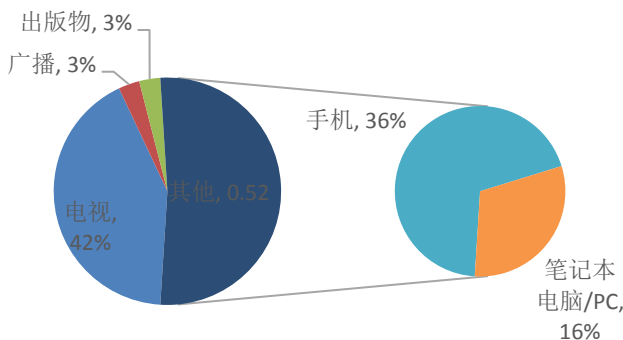
资料来源: Wind、国开证券研究部

从合作形式上,分众传媒2018年起已经开始布局实施其“千楼千面”计划,这也是公司发展“电商云”以及实现三“云”合一战略的重要一环。

所谓“千楼千面”,是一种在新零售市场格局下的精准营销模式,通过线上网络平台的搜索习惯以及 LBS 定位将线下广告投放精准到对应楼宇,按兴趣向潜在客户投放电梯广告。在这种新型的广告分发基础上,未来还将支持智能内容的生成,例如广告主通过抖音类型的拍摄,经过审查直接投送到广告终端。后续还能够通过反映天猫店铺销量变化等手段实时追踪由广告带来的到点率及交易转化情况。

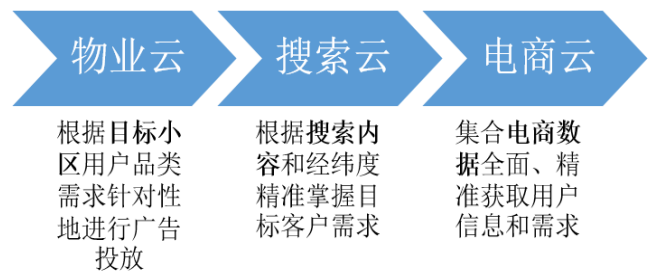
公司很早就认识到智能手机对于楼宇媒体的冲击,将借助“千楼千面”计划将线上客户与线下场景进行有机结合。该计划作为公司未来向智能化营销迈步的重要一环,已经进入试点阶段。2018 年底,该计划有望正式向市场投放,相关收入利润情况有望体现在 2019 年公司业绩中。

图 34: 2017 年国内成年人通过终端访问媒体平均耗时



资料来源: eMarketer, 国开证券研究部

图 35: 分众三“云”合一战略



资料来源:《抢占心智》, 国开证券研究部

另外，分众传媒还将参与阿里巴巴针对新零售提出的全域营销（Uni Marketing）计划。分众现有的线下庞大的终端网络将全部实现数字化，进而建立基于数据技术的精准广告分发系统。线上线下媒介和数字营销一体化将是二者合作的主要方向。分众传媒借助阿里的大数据资源，也将进一步完善其“电商云”数据，配合“物业云”、“搜索云”更好的实现品牌成长和数字化转型。

3、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

盈利预测相关假设：

1. 楼宇媒体保持现有景气度，公司按稳健态势增加点位，点位资源成本维持稳定，电梯电视、电梯海报的毛利率保持稳定。
2. 公司院线媒体及其它媒体配合楼宇媒体资源保持低速增长或维持稳定，相关板块毛利率维持稳定。
3. 市场竞争格局保持相对稳定，竞争对手不通过不正当竞争掠夺公司客户，公司客户资源保持相对稳定。
4. 投资收益稳定增长。

在上述假设下，我们预计公司18/19/20三年实现主营业务收入分别为147.14、175.56、208.26亿元，分别同比增长22.48%、19.31%和18.63%；实现归母净利润分别为61.53、70.55和80.98亿，分别同比增长2.46%、14.67%和14.79%；实现EPS 分别为0.9、1.18 和1.58元/股，给予“推荐”评级。

3.2 投资建议

公司是国内首屈一指的生活圈媒体企业，凭借其开创的电梯媒体新营销品类，十几年间在楼宇广告领域积累了大量的物业资源。尽管竞争者不断出现，但按照现有的市场占有率来看，公司龙头优势构筑的护城河仍难撼动。

1) 电梯广告处于快速增长期，公司直接受益于大体量电梯资源，加之2018年开始的新一轮战略扩张，楼宇覆盖速度有望进一步加快。按公司中期覆盖500个城市的500万个终端，日覆盖5亿城市新中产目标估算，其楼宇广告有望触达中国城市绝大部分的主流消费力。加大媒体点位投放，尽管短期内导致公司业绩承压，但中长期将进一步巩固公司生活圈媒体的护城河，高毛利率+低边际成本有利于公司形成更有利的规模经济，媒体价值将进一步提高。

2) 公司品牌推广能力屡被市场验证，优质客户资源丰富。借助其多年的品牌推广经验，成功推广了瑞幸咖啡、神州租车以及饿了么等品牌，公司“引爆品牌”能力早已被业界认可。未来随着点位扩张加速以及点位更新换代，产品形态将更

加适应不同广告主的需求，市场需求有望继续增强。

3) 公司2018年7月与阿里巴巴展开战略合作，未来三年间结合线上线下目标消费者的新型产品形态——千楼千面有望实现更精准的营销服务，销售转化率也将得到提升。公司借助阿里的大数据资源，将进一步完善其“电商云”数据，配合“物业云”、“搜索云”更好的实现公司综合营销价值的提升。

从整体上看，我们认为公司处在楼宇媒体行业的高景气周期。短期业绩受点位扩张和宏观经济下行影响存在压力，但作为楼宇媒体的开创者和A股上市公司龙头具备较大的稀缺性，我们看好公司未来业务的发展。目前公司股价对应2018年动态市盈率在14倍左右，低于Wind广告行业市盈率中位数22.48倍，考虑到公司的龙头地位和未来的发展前景，给予公司“推荐”的投资评级，建议关注。

4、风险提示

广告投放效果不及预期，生活圈媒体竞争加剧，广告行业受宏观经济因素影响增速放缓，公司业绩低于预期，公司限售股解禁可能产生的股价波动，相关政策变动风险，国内外二级市场系统性风险。

表 2: 分众传媒盈利预测表 (百万元)

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	12013.55	14714.20	17555.51	20826.10	收益率				
减: 营业成本	3276.73	4565.82	5637.07	6893.44	毛利率	72.72%	68.97%	67.89%	66.90%
营业税金及附加	398.23	487.75	581.94	690.36	三费/销售收入	19.94%	19.75%	19.78%	19.76%
营业费用	1997.53	2310.13	2756.22	3269.70	EBIT/销售收入	52.99%	48.39%	46.67%	45.25%
管理费用	525.97	618.00	754.89	895.52	EBITDA/销售收入	54.10%	49.99%	48.57%	46.86%
财务费用	-128.34	-22.44	-39.18	-49.41	销售净利率	45.74%	41.58%	39.96%	38.67%
资产减值损失	181.00	192.54	211.79	232.97	资产获利率				
加: 投资收益	748.80	0.00	0.00	0.00	ROE	53.28%	37.23%	29.92%	25.56%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	44.70%	32.36%	27.66%	24.40%
其他经营损益	0.00	185.00	185.00	185.00	ROIC	71.98%	61.68%	41.21%	32.65%
营业利润	7244.14	6747.41	7837.79	9078.53	增长率				
加: 其他非经营损益	-12.42	400.00	400.00	400.00	销售收入增长率	17.63%	22.48%	19.31%	18.63%
利润总额	7231.72	7147.41	8237.79	9478.53	EBIT 增长率	23.05%	11.84%	15.08%	15.02%
减: 所得税	1258.33	1029.63	1222.64	1426.00	EBITDA 增长率	22.54%	13.18%	15.90%	14.46%
净利润	5973.40	6117.77	7015.14	8052.53	净利润增长率	23.55%	11.32%	14.67%	14.79%
减: 少数股东损益	-31.31	-34.86	-39.97	-45.88	总资产增长率	29.51%	54.46%	34.63%	30.43%
归属母公司股东净利润	6004.70	6152.63	7055.11	8098.41	股东权益增长率	29.80%	59.32%	42.69%	34.34%
					经营营运资本增长率	24.41%	31.90%	51.41%	37.22%
资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	资本结构				
货币资金	3930.26	7678.83	9173.05	10883.99	资产负债率	25.87%	24.20%	20.01%	17.83%
应收和预付款项	3886.23	6103.76	11097.71	16928.15	投资资本/总资产	65.57%	73.28%	79.34%	82.17%
存货	7.00	14.00	14.00	14.00	带息债务/总负债	23.06%	28.95%	32.40%	30.82%
其他流动资产	2949.99	3539.98	4247.98	5097.58	流动比率	3.67	4.58	6.12	6.91
长期股权投资	733.66	733.66	733.66	733.66	速动比率	2.62	3.64	5.06	5.84
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	64.50%	0.00%	0.00%	0.00%
固定资产和在建工程	351.24	635.56	1003.77	1557.78	收益留存率	35.50%	100.00%	100.00%	100.00%
无形资产和开发支出	33.55	219.03	271.43	337.82	资产管理效率				
其他非流动资产	3662.68	3074.27	3076.36	3077.45	总资产周转率	0.84	0.67	0.59	0.54
资产总计	15554.60	21999.10	29617.96	38630.42	固定资产周转率	34.20	23.15	17.49	13.37
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	3.89	3.16	2.16	1.64
应付和预收款项	2834.60	3781.91	4006.57	4764.18	存货周转率	468.25	326.13	402.65	492.39
长期借款	849.45	1541.14	1920.21	2122.53					
其他负债	1312.68	0.00	0.00	0.00	业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	4996.72	5323.06	5926.77	6886.71	EBIT	6366.18	7119.96	8193.60	9424.12
股本	333.66	333.66	333.66	333.66	EBITDA	6499.39	7356.15	8526.12	9758.66
资本公积	186.21	186.21	186.21	186.21	NOPLAT	5405.38	5759.53	6643.76	7672.59
留存收益	9852.71	16005.34	23060.45	31158.86	EPS	0.49	0.42	0.48	0.55
归属母公司股东权益	10372.57	16525.20	23580.32	31678.72	PE	28.73	14.98	13.07	11.38
少数股东权益	185.31	150.45	110.48	64.60	PB	19.92	5.58	3.91	2.91
股东权益合计	10557.88	16675.65	23690.80	31743.33	PS	17.21	6.26	5.25	4.43
负债和股东权益合计	15554.60	21998.71	29617.57	38630.03	PCF	49.75	22.00	58.49	42.26
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	EV/EBIT	0.17	0.24	0.25	0.23
经营性现金净流量	4156.25	4189.06	1576.01	2181.23	EV/EBITDA	0.16	0.23	0.24	0.22
投资性现金净流量	-2036.97	-779.71	-505.03	-727.03					
筹资性现金净流量	-2567.46	719.14	423.25	256.74					
现金流量净额	-448.18	4128.50	1494.22	1710.94					

资料来源: Wind, 国开证券研究部 注: 2017年估值指标所用价格为2017年最后一个交易日收盘价, 其他指标所用价格为2018年11月6日收盘价; 估值指标中EPS单位元/股, 其他比例指标单位倍

分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至今于公司研究部担任行业研究员，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师；

王丽丽，CFA，毕业于中央财经大学，曾任标普道琼斯指数高级分析师，2016年至今于国开证券研究部任职。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层