

分众传媒——生活圈媒体的霸主

一、 公司简介

分众传媒构建了国内最大的城市生活圈媒体网络，正致力于成为国内领先的 LBS 和 O2O 媒体集团。分众传媒当前的主营业务为生活圈媒体的开发和运营，主要产品为楼宇媒体（包含楼宇视频媒体和框架媒体）、影院银幕广告媒体、卖场终端视频媒体等，覆盖城市主流消费人群的工作场景、生活场景、娱乐场景、消费场景，并相互整合成为生活圈媒体网络。



根据益普索咨询 2015 年的研究，公司在全国楼宇视频媒体领域市场占有率约为 95%；在全国电梯框架媒体领域市场占有率约为 70%；在全国影院映前广告领域市场占有率约为 55%。

二、主要财务指标

	2016	2015	2014	2013	2012
营业收入（亿元）	102.10	86.2	74.9	66.7	61.7
营业收入增长率	18.4%	15.1%	12.3%	8.1%	17.92%
归母净利润（亿元）	44.5	33.8	24.1	20.7	13.3
归母净利润增长率	31.7%	40.2%	16.4%	55.6%	46.4%
归母扣非净利润（亿元）	36.3	30.6	21.2	18.8	12.2
归母扣非净利润增长率	18.6%	44.3%	12.8%	54.1%	41.7%
经营活动产生的现金流量净额	48	26.3	25.1	29.6	25.4
经营活动现金流量净额/归母净利润	107.9%	77.8%	104.1%	143.0%	191.0%
加权平均净资产收益率	70.73%	73.20%	42.13%	37.83%	17.49%
资产负债率	32.78%	62.12%	35.66%	33.12%	33.10%
销售毛利率	70.44%	70.56%	70.20%	70.15%	68.23%
销售净利率	43.55%	39.24%	32.18%	31.03%	21.56%
销售商品和劳务收到现金/营业收入	107.09%	107.14%			

（1）营业收入、归母净利润和归母扣非净利润都稳步增长，从 2012 年到 2016 年，营业收入复合增长率为 13.4%，归母净利润复合增长率为 35.2%（但要注意分众在 2016 年拿到了 10 亿多的政府补贴），归母扣非净利润复合增长率为 31.3%。即使是衡量归母扣非净利润的复合增长率，这也是一个亮眼的数字；

（2）2016 年的加权平均净资产收益率达到 70.73%，这当然是很突出的，但考虑到有 10 亿的政府补贴，我们还是算它扣非净利润的加权平均净资产收益率，结果是 57.7%，依然是一个很漂亮的数字。

（3）资产负债率在一个合理的水平上，大部分时间都在 30%多；

（4）销售净利率不断攀升，2016 年达到 43.55%，很强的盈利能力！

（5）销售商品和劳务收到现金除以营业收入都超过 100%，反映的是收入的质量，现金的回笼非常好，应收账款里的坏账比较少。

这些漂亮的数据都反映了公司在行业竞争中的优势，表明了公司确实是生活圈媒体（主要是楼宇和影院）的霸主！

三、公司微观分析

1、各业务营收情况

	2016 年		2015 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	10,213,134,291.73	100%	8,627,411,561.61	100%	18.38%
分行业					
互联网	2,639,812,451.90	25.85%	2,077,380,979.77	24.08%	27.07%
日用消费品	2,083,633,637.45	20.40%	2,132,564,307.03	24.72%	-2.29%
交通	1,395,043,365.86	13.66%	1,397,005,208.91	16.19%	-0.14%
通讯	1,293,916,665.70	12.67%	765,242,642.70	8.87%	69.09%
房产家居	839,819,351.22	8.22%	414,666,155.19	4.81%	102.53%
商业及服务	534,816,750.61	5.24%	471,000,203.58	5.46%	13.55%
娱乐及休闲	522,776,512.68	5.12%	607,669,968.80	7.04%	-13.97%
杂类	903,315,556.31	8.84%	761,882,095.63	8.83%	18.56%
分产品					
楼宇媒体	7,847,007,319.59	76.83%	6,945,208,130.70	80.50%	12.98%
影院媒体	2,044,164,023.29	20.02%	1,353,174,988.14	15.69%	51.06%
其他媒体	321,962,948.85	3.15%	329,028,442.77	3.81%	-2.18%
分地区					
华北	2,280,610,750.76	22.33%	2,042,496,461.70	23.67%	11.66%
华东	3,675,341,845.40	35.99%	3,051,552,899.42	35.37%	20.44%
华南	1,993,782,038.30	19.52%	1,590,136,416.48	18.43%	25.38%
西南	1,038,789,393.09	10.17%	900,863,796.06	10.44%	15.31%
华中	705,747,944.66	6.91%	611,497,390.81	7.09%	15.41%
其他	518,862,319.52	5.08%	430,864,597.14	4.99%	20.42%

- (1) 楼宇媒体依然占据营收的绝大部分，超过 75%；增长比较稳健，超过 10%；
- (2) 影院媒体是公司的增长点，营收增速达 51.06%；占营收的比重从 15.69%到 20.02%；
- (3) 以互联网为主的“新经济”成为对公司营收贡献最大的客群，而且增长还达到 27%。随着不断有新经济中的公司出现，分众能有源源不断的新客群。

2、重要产品的毛利率

单位：元

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年同 期增减
分行业						
楼宇媒体	7,847,007,319.59	2,001,344,061.82	74.50%	12.98%	10.67%	0.53%
影院媒体	2,044,164,023.29	805,937,289.10	60.57%	51.06%	57.53%	-1.62%

楼宇的毛利率还在上升，反映公司在楼宇绝对强势的竞争地位，而相对来说，影院广告的争夺则更激烈一些；

3、营业成本分析

单位：元

行业分类	项目	2016 年		2015 年		同比增减
		金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
广告行业	媒体租赁成本	2,274,212,527.33	75.33%	1,876,232,489.47	73.87%	21.21%
广告行业	职工薪酬	400,603,405.88	13.27%	358,458,409.04	14.12%	11.76%
广告行业	设备折旧费	117,326,914.13	3.88%	125,183,809.74	4.93%	-6.28%
广告行业	其他营业成本	226,963,881.00	7.52%	179,888,512.66	7.08%	26.17%
广告行业	合计	3,019,106,728.34	100.00%	2,539,763,220.91	100.00%	18.87%

(1) 媒体租赁成本是营业成本中占比最大的组成部分，超过 70%；

(2) 2016 年，媒体租赁成本占营业收入的比重约在 22%左右；

4、资本支出分析

公司需要更新的主要固定资产是电视和框架，这些都是按 5 年来进行折旧的，所以很多设备已经过了折旧期而继续在使用（特别对于二三线城市的资源），这两年每年的资本支出都不大，在 9000 多万元左右，比一年的折旧与摊销还少。

5、主要的业务数据

	2016
生活圈媒体总体覆盖城市数	290
楼宇视频媒体总数量（万台）	23.6
其中自营：	22.5
加盟：	1.1
自营楼宇视频媒体覆盖城市数	90
框架媒体总数量（万个）	148.6
其中自营：	115.8
外购合作：	32.8
自营框架媒体覆盖城市数	48
外购合作框架媒体覆盖城市数	61
签约影院（家）	1530
银幕数（块）	10000
影院媒体覆盖城市数	290

随着一二线城市更多的楼宇落成，分众也在不断增加楼宇媒体的资源；而在增长迅速的影院广告，分众也马不停蹄地签约更多的影院，签约影院数从 2015 年的 1000 家到 2016 年的 1530 家，覆盖的银幕数从 2015 年接近 6500 块到 2016 年的超过 10000 块。可见，分众在稳守固有楼宇优势的同时，在增长性高的业务上非常进取。

6、公司的分红

公司近三年（包括本报告期）普通股现金分红情况表

单位：元

分红年度	现金分红金额（含税）	分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润	占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率	以其他方式现金分红的金额	以其他方式现金分红的比例
2016 年	3,564,628,068.00	4,451,211,722.61	80.08%	0.00	0.00%
2015 年	1,092,104,187.50	3,389,142,023.94	32.22%	0.00	0.00%
2014 年	0.00	2,414,829,929.04	0.00%	0.00	0.00%

2016 年，公司的分红率达 80%。

7、合作的客户

Focus Media 分众传媒

阿里、腾讯、京东、滴滴等5400多个品牌广告投分众



中国TOP100品牌，81个投分众



数据说明：分众媒体品牌数量统计时间为2015年-2016年4月，包括电梯电视、影院视频、电梯海报
BRANDZ是全球知名传播服务集团WPP推出的年度最具价值中国品牌100强榜单

8、多余资金的使用

分众多余的资金除了用于分红外，还设立了多个基金风投新兴的项目，包括如下：

- (1) 一下科技（秒拍，一直播）：其中秒拍为新浪微博官方视频应用，而一直播也是新浪微博的直播战略合作伙伴；
- (2) 咕咚：全国最大的运动社交平台，我们熟悉的咕咚手环就是产自此公司；
- (3) 英雄体育：英雄互娱旗下的移动电竞体育生态公司，围绕电竞生态进行发展的公司（如举办英雄联盟）
- (4) WME/IMG 中国：全球领先的娱乐、运动、时尚公司，旗下拥有并代理多项赛事活动和节目版权。
- (5) 数禾科技：核心产品是“还呗”，一个信用卡余额代偿的产品。

9、公司的发展策略

- (1) 公司会继续聚焦生活圈媒体的开发。继续深挖一二线城市的资源，随着城镇化的持续推进，一二线城市不断有新的楼宇落成，公司需要不断去抢占这些资源。而在抢占这些资源的同时，继续往三四线城市进行下沉。而因为一二线城市能带来更大价值，所以一二线城市的优先级会更高。
- (2) 分众继续在搜集楼宇物业的大数据，并建立物业云。通过与搜索引擎公司和电商公司合作，拿到更多具有位置标识的大数据，从而能够进行更精准的广告投放，为客户带来更大的价值。

- (3) 分众在继续努力拥抱移动互联网。他们在设备上植入 wifi, iBeacon 和 NFC, 努力使分众的电视屏与用户的手机端能发生互动, 使用户能更融入广告。第二和第三点总括来说就是分众的“云到屏, 屏到端”战略。
- (4) 通过设立不同的风投基金来进入体育、娱乐和金融等领域。经过公司的试错, 分众深刻认识自己并没有“互联网”基因, 所以通过风投的方式进入不同的领域, 让专业的人做专业的事, 同时又能跟分众现有业务产生协同效应。

四、行业分析

1、市场空间分析

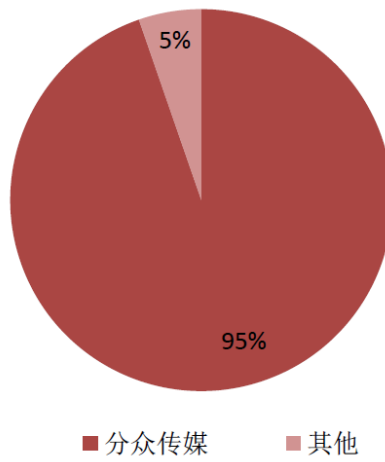
2016年广告市场简述

总体	•2016年中国整体广告市场下降0.6% •2016年中国传统广告市场下降6.0%
媒体	•电视刊例收入同比下降3.7%，广告时长减少4.4% •电台刊例收入同比增加2.1%，广告时长减少10.2% •报纸和杂志的刊例收入同比分别下降38.7%、30.5% •传统户外刊例收入同比减少3.1%，广告面积减少9.8% •交通类视频刊例收入同比减少14.5% •电梯电视刊例收入同比增加22.4% •电梯海报刊例收入同比增加24.1% •影院视频刊例收入同比增加44.8% •互联网刊例收入同比增加18.5%

可见, 在 2016 年整体广告市场有所下降的情况下, 电梯电视、电梯海报和影院视频都分别录得 22.4%、24.1%和 44.8%的高速增长。不同广告媒体的发展非常迥异。

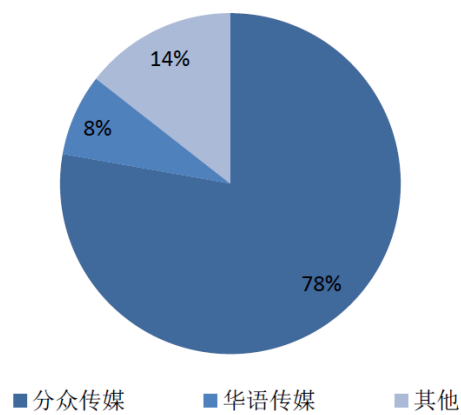
2、行业结构分析

图 楼宇视频媒体市场份额



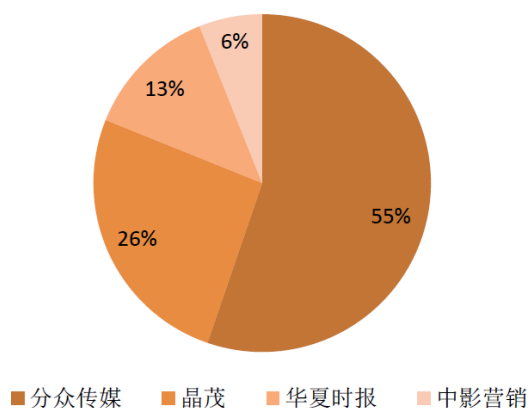
数据来源：益普索咨询 《2015 楼宇液晶电视市场份额报告》。由于电梯框架媒体主要分布于一、二、三线城市，因此该报告中样本量选取一线城市 4 个、二、三线城市 16 个；市场份额计算方法：市场份额=各媒体运营商的楼宇数/所有装有楼宇视频媒体的楼宇数，即市场份额为楼栋市场份额。

图 电梯框架媒体市场份额



数据来源：益普索咨询《2015 电梯海报媒体市场份额报告》。由于电梯框架媒体主要分布于一、二、三线城市，因此该报告中样本量选取一线城市 4 个、二、三线城市 16 个；市场份额计算方法：市场份额=各媒体运营商的楼栋数/所有安装电梯海报媒体的楼栋数，即市场份额为楼栋市场份额。

图 影院银幕广告媒体市场份额



3、供应商的讨价还价能力

分众传媒的上游是媒体资源的供应商，即写字楼或公寓楼的物业管理公司、影院、院线。写字楼或公寓楼的物业管理公司普遍规模较小且较为分散，媒体资源租赁费用占其收入的比例也较小。而媒体租赁成本是营业成本中占比最大的组成部分，超过 70%；2016 年，媒体租赁成本占营业收入的比重约在 22%左右。单个媒体租赁的成本总体上是一个上升趋势。2016 年媒体租赁成本的增幅是 21.21%（这里除了租赁资源数增加外，单个媒体资源租赁成本也有所上升），营业成本的增幅是 18.87%，营业收入的增幅是 18.4%。媒体租赁成本的增幅还是超过营业收入的增幅。

2) 购买者的讨价还价能力

作为行业的领导者，公司拥有超高的市场占有率和强大的市场定价和议价能力，充分地把握着行业市场的主导权。每年刊例价的增幅大概在 10%--20%之间，每年在 1 月份和 7 月份调整价格，客户可以签订年度协议或者跨年协议来锁定价格。

3) 新进入者的威胁

有一家新潮传媒，获得了五个上市公司董事长的 10 亿融资，初期在八个城

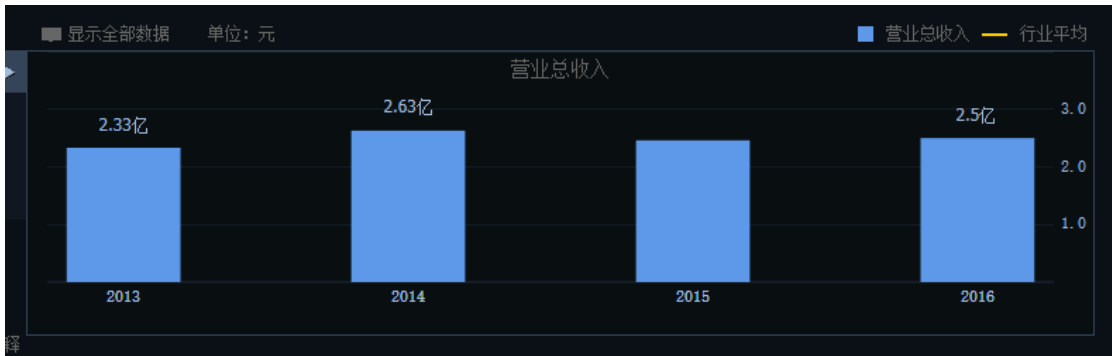
市展开业务，包括四个一线城市和四个二线城市，主要是从小区切入来做电梯电视和电梯框架。后续需要观察其发展态势。但分众传媒在历史上都遇到过强大的对手——聚众传媒和框架传媒，最终都把对手收购了。面对分众如此大的体量，短期来说，估计新潮传媒还很难对分众构成威胁。但长期的竞争态势需要持续观察。

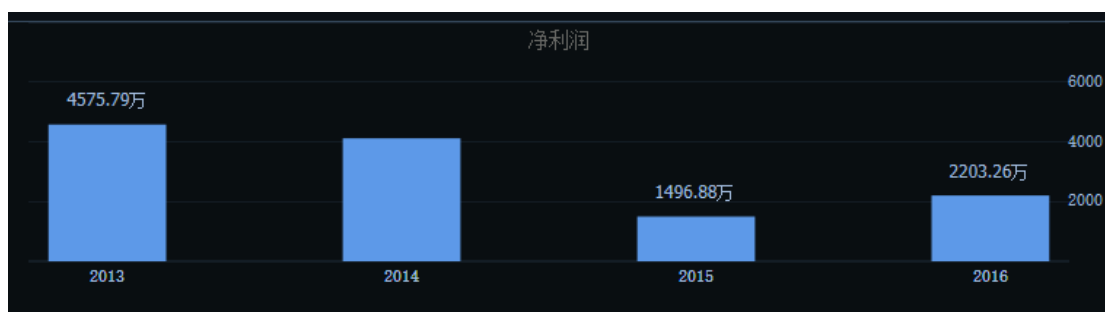
4) 替代品的威胁

最大的威胁来自移动互联网，手机占用了很多人的碎片化时间，即使在坐电梯，确实也有部分人是继续看手机。但毕竟等电梯是一个不稳定的时间，而且电梯里可能会信号不好，人还要时常留意什么时候到达，所以在这不稳定的状态下，还是会有很多人看到电梯的广告，而且由于人一天要出入工作和家中的电梯很多次，即使这次玩了手机，下次或者再下次依然有机会看到广告。而且由于坐电梯比较无聊，反而会让人去阅读广告上的文案。而电影院的广告则因为有震撼的声效来吸引到人，并且由于人一般会提前 5 到 10 分钟到达电影院，所以一般都能看到这些映前广告。所以移动互联网对电梯和影院广告有一定影响，但不会非常显著，留意一下电梯媒体和影院视频这两项广告刊例收入的增长都能在 20% 以上就知道目前移动互联网对分众暂时还不会有很大威胁。

5) 行业内现有竞争者的竞争

在楼宇方面，目前看最大的竞争对手是华语传媒
华语传媒的营收与净利润如下：





营业收入基本没怎么增长，净利润还是倒退，2016 华语的营收是分众的 2.28%，净利润是分众的 0.5%。目前来说华语还远远不是分众的量级。

在电影院方面，主要竞争对手的资源数

	覆盖电影院	电影屏幕
分众晶视	1530	10000
上海晶茂	900	6500
万达院线	401	3564

五、核心竞争力分析

1、楼宇媒体的霸主，楼宇电视屏 95% 的占有率，楼宇框架 70% 的占有率，在楼宇媒体上接近垄断。人们一想到楼宇媒体或楼宇广告，第一时间就会想到分众。公司品牌已深入人心；在高速增长的电影院映前广告，占有率也能达到 55%；

2、由于公司占有大量的媒体资源（公寓、写字楼），广告主特别是优质客户，如果想取得好的广告效果，在电梯媒体里只能选择分众，因为它能覆盖更多人群、渗透率更高。而部分媒体资源的协议具有排他性，这就为竞争对手的进入制造了壁垒；

3、公司的战略非常聚焦，要做最大的生活圈媒体，目前主要是楼宇、电影院和卖场。总之，都是做生活圈广告的媒介。其他领域如体育娱乐和金融的涉足主要通过风投来完成，让专业人士做专业事情；

4、楼宇媒体刊例价每年都可以增长，有较强的议价能力。这得益于（1）媒体资源不断增加，楼越来越多，广告版位也越来越多，数量增长带来价格增长；（2）凭借渠道的领先优势和媒体资源的稀缺性优势，公司能有较高的定价权；（3）分众的千人到达成本（CPM）相对其他媒体更低，所以还有价格上升空间。

5、分众传媒的媒体资源点位拥有天然的地理位置特征。分众传媒通过对物业信息（楼龄、楼价、地理位置、住户类型等）的分析以及与百度搜索引擎以及阿里电商的合

作，得出不同楼宇、社区的消费者不同品类消费需求和品牌偏好，从而帮助广告主精准投放；同时，分众传媒通过在其设备中置入 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。比如，看到分众的电梯电视广告，可以通过“摇一摇”等互动拿到电子优惠券，并直接在手机线上进行消费，从而提高转化率。

6、公司拥有大量的优质客户，能增加新客户选择公司的信心。而且新经济客户成为公司重要的客群之一，这样可以保证公司能不断跟随社会的发展而有源源不断的客户。

六、核心管理人员

江南春是分众的灵魂人物，一直以来都在从事广告媒体行业，深受“定位”思想的影响，对营销有深刻透彻的理解。自身也通过参加不同的访问活动或者微博来分享分众的成功案例，不断扩大公司的影响力。

七、公司估值

1、市值：1084 亿（以 7 月 13 日收盘价为计）

2、PE：静态 PE 为 24.36 倍；扣非净利润静态 PE 为 29.86 倍；估值相对偏高。

3、绝对估值粗略估算：

（1）2016 年自由现金流=扣非净利润+折旧与摊销-资本支出=36.3+1.3-0.94=36.66 亿；

（2）采用两段贴现法进行估值，假设头 5 年自由现金流年均增速 15%，5 年后年均增速 5%；贴现率如果用 11%，则绝对估值约为：969.9 亿；贴现率如果用 10%，则绝对估值约为：1171.4 亿。

八、风险提示

1、分众传媒在 2011 年 11 月的时候被浑水做空，公司也对浑水的报告逐一做出回击。当天股价大跌，但后来股价依然不断上升，而不断上升的股价是对做空做好的回应（试想辉山乳业等老千股被做空的境况……）。（下图中最低价为 8.65 的那条线是分众被做空当天，该股价图是分众在美国退市前的股价图，整体趋势向上）



- 2、分众传媒最大的敌人不是同业竞争对手，而是新的广告媒介，如移动互联网。虽然目前看，移动互联网暂时没有造成太大威胁，但相关的影响依然需要密切跟踪；
- 3、新的通过融资的竞争对手如果打价格战，可能会对分众造成部分影响，如新潮传媒，这些都需要持续观察；
- 4、最近几大参与私有化的股东宣布减持，包括第二大、第四大和第五大的股东，对短期的股价会造成影响。公司已经发布公告说他们是财务投资人，减持是财务退出的行为（有估算说这批财务投资人从帮分众私有化到现在退出已经获得数倍收益）。另外，这其中是否存在应披露而没有披露的重大事项，这需要持续观察；
- 5、分众风投的项目是否会失败。因为分众设立了多个基金来进行风投，这些项目如果失败，日后会造成大量的减值，对业绩造成影响。

结论：分众传媒是优秀的公司，但目前估值相对偏高，可等之后下跌的机会买入。