



Author: Klavin

分众传媒投资分析

-【01】-

几句话点评

主要指标

模块	年份	2013	2014	2015	2016	2017	2017年半年	2018年半年
营收增幅	#REF!	429%	15%	18%	18%	14%	26%	
毛利率	2%	70%	71%	70%	73%	71%	72%	
扣非净利润率	133%	28%	36%	36%	40%	37%	40%	
净利润增长率	#REF!	2024%	40%	31%	34%	33%	32%	
三项费用增长率	#REF!	1654%	-10%	12%	5%	0%	25%	
销售费用增长率	#REF!	3032%	-9%	12%	3%	1%	18%	
管理费用增长率	#REF!	735%	-19%	8%	12%	13%	20%	
财务费用增长率	#REF!	-4789%	27%	-10%	10%	-49%	50%	
三费占收入	9%	30%	24%	22%	20%	20%	20%	
扣非净利润增长率	#REF!	13%	44%	18%	34%	32%	34%	
扣非扣研发净利润增长率	#REF!	13%	44%	18%	34%	32%	34%	
资产负债率	29%	36%	62%	33%	32%	51%	21%	
预收款项占收入	0%	3%	4%	4%	3%	6%	4%	
应付账款占收入	6%	18%	73%	17%	20%	31%	27%	
应付账款增长率	#VALUE!	1411%	371%	-73%	40%	20%	10%	
预付款项占收入	0%	7%	7%	7%	6%	12%	18%	
应收账款占收入	4%	32%	83%	23%	26%	96%	133%	
应收账款增长率	#VALUE!	4173%	200%	-67%	34%	11%	74%	
净运营资本比收入	3%	64%	40%	58%	60%	83%	120%	
固定资产占总资产比重	6%	4%	2%	2%	2%	2%	3%	
净资产收益率	-26%	42%	71%	55%	57%	36%	27%	
扣商誉净资产收益率	-26%	43%	73%	56%	57%	36%	27%	
扣商誉扣现金净资产收益率	-35%	58%	207%	122%	92%	-247%	37%	
总周转率	207%	85%	69%	84%	77%	39%	41%	
存货/营业收入	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
筹资费用相关/经营性现金流	13%	76%	18%	126%	87%	2%	138%	
经营性现金流/净利润	-33%	104%	78%	108%	70%	72%	37%	
经营性现金流增长率	#REF!	6059%	4%	83%	-13%	10%	-32%	
投资性现金流增长率	#REF!	-38%	-374%	-368%	30%	611%	-100%	
筹资性现金流增长率	#REF!	-5699%	76%	-11%	-401%	95%	-4497%	

■ 点评

有耐心的话，建议把后面章节的分析内容都细看下。

分众所处行业为楼宇媒体与影院媒体行业。

行业发展目前所处阶段为从成长期过渡为稳定期。

行业的后续发展依旧态势良好，分众作为领头羊，作为绝对的寡头，配合阿里的战略合作，后续发展依旧可期。

分众的过去非常亮眼，发展速度非常快，定位清晰准确，财务数据非常亮眼，素有媒体界的茅台之称。

分众的现在发展依旧稳定，态势良好，目前财务上存在一定的应收账款过大，坏账过高的问题，对财务数据会有持续性的损害，需要重点关注其后续的应收账款问题。

分众的未来布局良好，一方面自身的业务在良性拓展，布局在了体育，金融等领域；另一方面又阿里的加持合作，对广告的分发定位会更加精确，业务效率上会又比较大的提升。

分众的目前估值相对合理，考虑到其坏账问题，如果客观审慎的去看待估值，如果在财务没有积极变坏的情况下，估值到 800 亿附近会是比较好的投资机会，适合长持。

- 【02】 -

行业的基本情况

| 行业生意经

分众传媒所处大行业为广告媒体行业，广告媒体行业太大，分众传媒所处的细分行业为楼宇媒体与影院媒体行业。不同的媒体行业差异巨大，用户群体差异也很大，混在一起分析不合适，那么这里针对楼宇媒体与影院媒体进行分析。

公司所处的行业，生意模式为，广告主有需求对其产品消费群体投放广告，公司负责服务于广告主，通过楼宇与影院媒体介质将广告主的广告投放给受众，也即广告主公司的产品消费群体。而公司的楼宇与影院媒体介质则是租赁或购买楼宇物业，影院物业的广告投放地，通过获得使用权限，直接获取介质使用权。所以能看出，公司在整个产业链中处于中游的位置，上游是物业，下游是广告主。

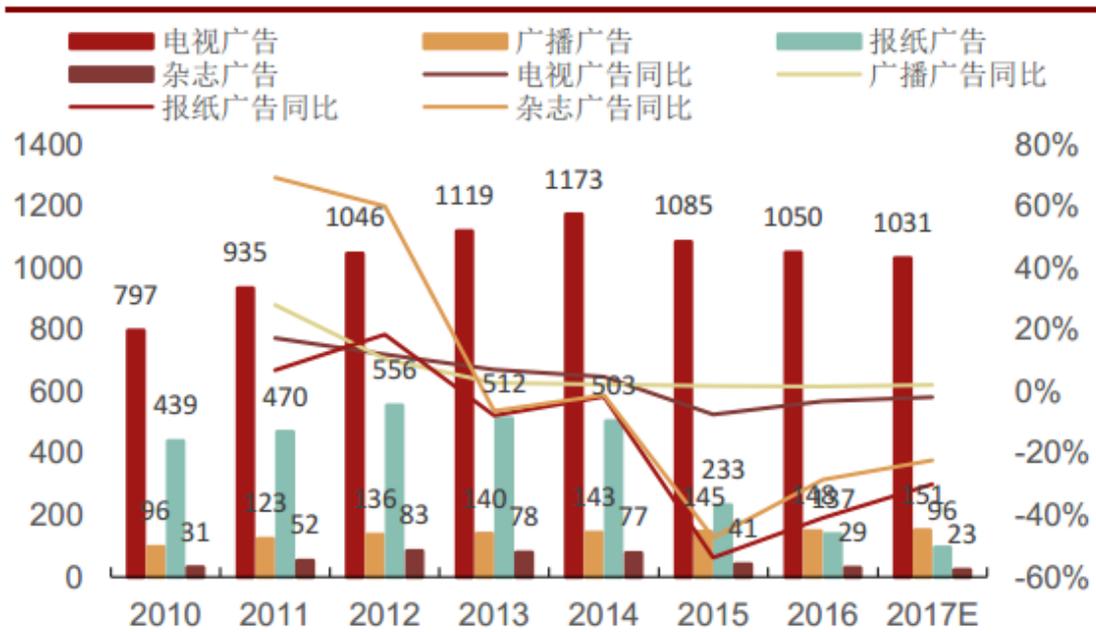
此细分行业生意经在整个大广告媒体行业中价值几何？

楼宇与影院媒体都属于生活圈媒体。

生活圈媒体的崛起解决了互联网广告侧重效果但忽视品牌形象塑造这个痛点，同时也成为线上流量成本不断抬高之后品牌广告主的一个更优选择。

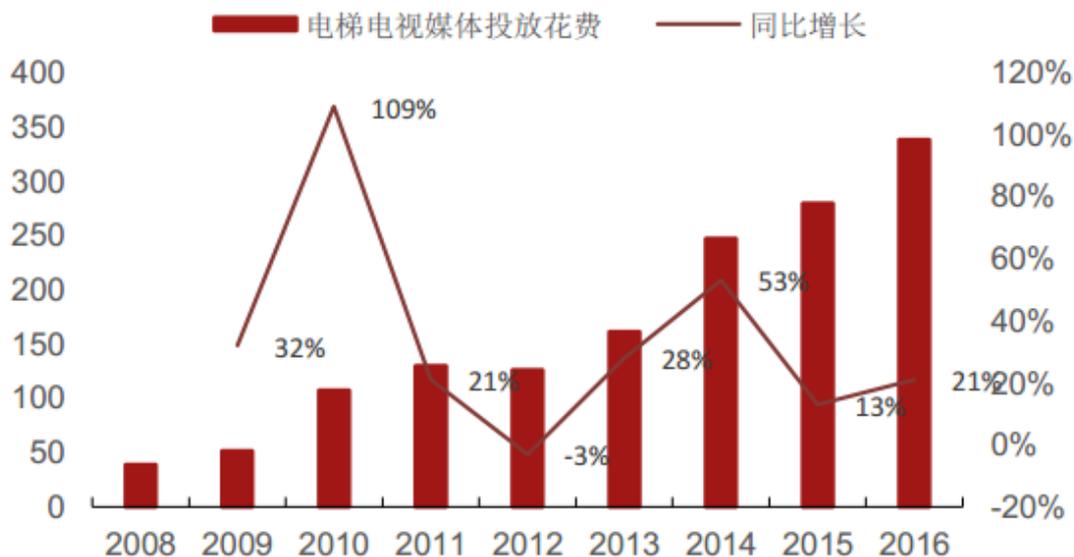
根据艾瑞咨询数据（2017 年为艾瑞预测数据），2010 至 2017 年电视广告、广播广告、报纸广告、杂志广告收入的年复合增长率分别为 3.8%、6.6%、-19.5%、-4.3%，纸媒广告收入迅速萎缩，电视和广播广告收入低速增长，从 2015 年开始电视广告收入连续 2 年

同比下滑。与此同时，根据 CODC 数据，从 2008 年开始，广告主在电梯电视媒体的广告花费除了 2012 年外均同比增长，2008 至 2016 年复合增长率高达 31%。



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

传统媒体广告收入变化趋势



资料来源：CODC，招商证券

生活媒体广告收入变化趋势

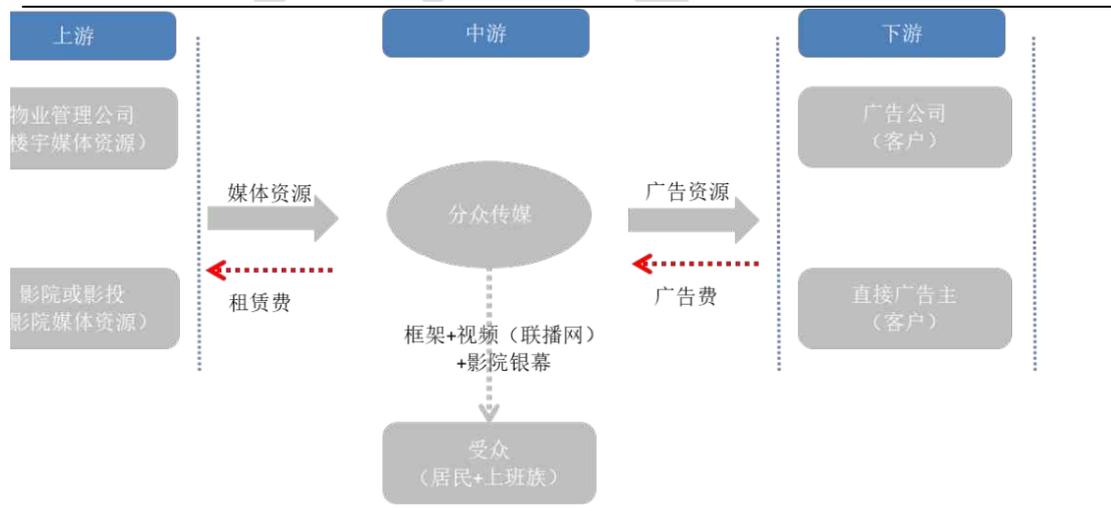
媒体	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
电视	11.00%	13.10%	6.40%	9.60%	-0.50%	-4.60%	-3.70%	1.70%
报纸	19.00%	11.00%	-7.50%	-8.00%	-18.30%	-35.30%	-38.70%	-32.50%
杂志	19.00%	14.40%	6.80%	-6.60%	-10.20%	-19.80%	-30.50%	-18.90%
电台	22.00%	27.80%	-8.90%	3.70%	10.60%	-0.30%	2.10%	6.90%
传统户外	16.00%	6.60%	-1.60%	1.30%	9.50%	-0.20%	-3.10%	-1.10%
交通类视频	16.00%	25.00%	2.20%	-15.00%	-1.80%	-8.80%	-14.50%	-1.00%
电梯电视	25.00%	34.00%	14.80%	27.00%	25.60%	17.10%	22.40%	20.40%
电梯海报	NA	NA	NA	NA	NA	-	24.10%	18.80%
影院视频	NA	NA	NA	NA	62.30%	63.80%	44.80%	25.50%
互联网	NA	NA	24.80%	27.60%	36.50%	22.00%	18.50%	12.40%

资料来源：CTR、国元证券研究中心

广告主在对媒体介质的选择上，重心在逐渐往生活媒体转移。Why？
 一个很重要的原因，人们在生活圈中，对广告的关注度要远超过其他媒体，例如你在电梯中，电梯需要运行 1 分钟，在此狭小的空间中，电梯墙壁上的广告会吸引你极大的注意力。

行业上下游

行业的上下游通过下图来表示：（数据来源：国元证券研究中心）



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

广告主	投放周期	投放特点	电梯媒体投放金额	举例
大型广告主	年度	持续且稳定	亿元级别	国际性的日用消费品牌/汽车品牌，国内一线快消、家电、食品饮料、互联网品牌等
中型广告主	季度/年度	持续但不稳定	千万级别	地域性较强的非一线快消、家电、食品饮料品牌，快速成长期的互联网品牌等
长尾广告主	周/月	不持续，不稳定	百万级别	当地餐厅、超市、购物中心、医美机构，房展、车展、音乐节等

资料来源：中金公司研究部

上游媒体广告位资源分散：上游面向广大的物业管理公司和影院，广告位资源相对分散，国内目前物业管理公司超过 10 万家，10 强物业管理公司的物业面积占比仅为 10%，百强的占比也不过 20%左右，市场相对分散；截止到 2017 年国内影院数量 9169 家，银幕超过 50000 块（50799 万块），前十大影投公司的自有影院数量总占比为 22.5%，个体影院或者小体量影投公司的数量依然较大。

上游成本占比公司总成本变化较小，初创公司或者资金实力有限的公司在面对分散的上游媒体资源时较“吃亏”，分众经过多年的经营，已经实现对主要物业管理公司及影投公司的覆盖，前期媒体广告位资源开发期已过。公司签订媒体资源的周期一般为 3 年左右，租赁费用较为固定，每年摊销的费用也就较为固定，租赁费用是公司营业成本的主要部分，约占营业成本的 75%，租赁成本的长期相对固定，利好公司的毛利率。

下游客户集中度低：公司下游客户主要是广告公司或者直连广告主，根据公司年报数据，公司 2017 年最大的客户销售金额为 6.47 亿元，占公司的销售比仅为 5.38%，前五的客户销售金额共占 22.11%，公司对单一客户的依赖较小。

综合来看，公司对上下游都有一定的话语权，定价权，在后面的财务数据分析中会进行验证。

行业集中度

楼宇媒体行业

公司名称	成立时间	媒体形式	自营媒体数量 (万块)	覆盖城市数量
分众传媒	2003.04	框架 1.0 (平面海报)	电梯海报 121.1 万块	电梯海报覆盖全国 50 个城市
		框架 2.0 (LCD 屏)		
		框架 3.0 (平面海报升级版)	电梯电视 30.4 万台	电梯电视覆盖全国约 90 个城市及韩国的首尔、釜山等 15 个主要城市
		楼宇屏幕 (电梯电视) 以及数码海报		
城市纵横	2009.06	框架 1.0 (平面海报)	电梯海报 7-10 万块	北、上、广、深 4 个一线城市
华语传媒	2003.06	框架 1.0 (平面海报)	电梯海报约 10 万块	NA
新潮传媒	2007.04	楼宇屏幕 (电梯电视)	7-10 万台	北、上、广、深、成、渝、杭、武等 8 个城市
精视传媒	2008.04	框架 1.0 (平面海报)	5.2 万块	覆盖全国 8 个主要城市
梯影传媒	2017 年初	电梯投影	未知，公司官网称预计	NA
			2018 年底覆盖全国 50 个城市、10 万部电梯	
门承传媒	2014 年	电梯门广告	NA	NA

资料来源：公司公告，公司官网，中金公司研究部

生活圈媒体行业竞争格局概览

公司名称	营业收入	营业成本	净利润	毛利率	净利率
分众传媒	120 亿	32.7 亿	60 亿	72.7%	49.70%
华语传媒	2.1 亿	1.18 亿	1500 万	43.80%	7%
城市纵横	3.2 亿	2.47 亿	6073 万	22.80%	18.98%

生活圈媒体行业营收等数据分布

两张图表可以看出，行业集中度非常高，可以说分众在行业内处于绝对垄断地位。对于广告主来说，媒介的市占率非常重要，市占率高的媒介，意味着对用户的受众度高，那么广告效应也会最强，这就导致了涡旋集中效应，也极市占率越高，上游客户量会越多，同时会导致市占率进一步提升。

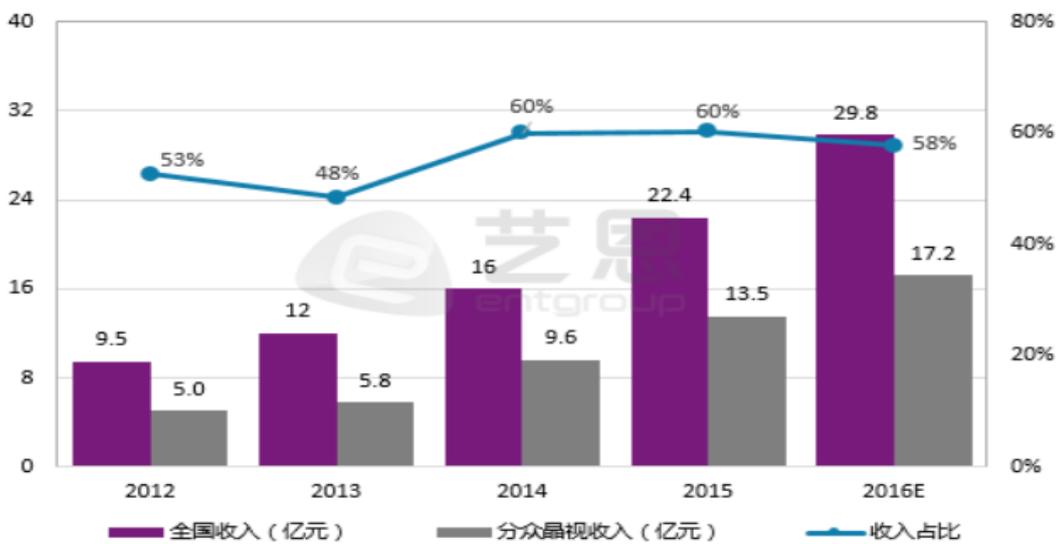
这里能看到，分众在行业中的地位很高。

影院媒体行业 (数据来源：国元证券数据中心)

目前市场是四大主要竞争者，包括分众晶视、晶茂传媒、影时尚和乐幕传媒。根据公司 2017 年影院媒体的数据，公司 2017 年覆盖影

院 1610 家，覆盖银幕 11680 块，占整个影院数量及银幕数量的比重分别为 22%和 24%；艺恩的数据显示，公司 2015 影院覆盖率为 19.7%，银幕覆盖率为 26.3%，但是其映前广告收入占整个市场收入的 55%，数据绝对市场第一，说明公司的广告招商能力较强，映前广告的刊挂率比同行更高。艺恩数据显示映前广告市场 2012 年的收入仅为 9.5 亿元，2016 年达到近 30 亿元，复合增长率达到了 33%。随着国内银幕数量的快速增长，映前广告的媒体资源得到空前的增长，同时广告主对影院映前广告的认识也在进一步提升，映前广告的市场空间有望进一步打开。

2012-2016年全国与分众晶视影院映前广告收入



资料来源：艺恩、国元证券研究中心

行业前景（数据来源：国元证券数据中心）

楼宇媒体行业前景：

电梯保有量超 500 万台，从电梯广告的载体来看，根据国家质检总局的数据，2016 年全国电梯保有量的规模为 494 万台，当年增加了 68 万台左右，年增加量创历史新高。根据目前的电梯年增加速度，

2017 年全国电梯的保有量突破 500 万台。随着商务楼宇的增加及高档住宅的增多，电梯的保有量有望持续增长，可用于做电梯广告的载体也逐步增加。电梯广告渗透率仅 30%左右，根据现有电梯广告公司的媒体资源数量测算，分众传媒+华语传媒+城市纵横+新潮传媒的电梯广告覆盖了约 120-150 万台电梯，占全国电梯保有量的比例仅为 30%左右。剔除宾馆、货梯这类无物业管理公司的电梯（不适合做电梯广告），现有的电梯广告渗透率不会高，可提升的空间大。加上每年 60 万台左右的新增电梯量，分众传媒可渗透的市场依然较大。以分众目前的电梯视频资源分布来看，一线城市（北上广深）的数量占整体的比重为 24%，二线城市的数量占整体的比例为 63%，三四线城市数量仅占比 13%；电梯视频的媒体资源大部分集中在一二线城市，三四线城市的商务楼宇及高档住宅数量有限。但是随着生活水平的提高以及城市化水平的进一步提升，三四线城市的电梯资源将越来越多，甚至包括商务楼宇电梯及高档住宅电梯。最主要的一点，现在很多的广告主，对于三四线城市消费群体的拓展意愿也非常强，有金主的需求在，有广阔的市场在，相信对于业内龙头分众来说，自然不会落下这片市场。

除了本身行业在增长外，市场在增长外，另外有两方面需要注意，

一、目前广告投放相对粗放，随着阿里与分众的合作，广告的精准投放度会进一步提升，精准广告的投放，能够一方面给广告主带来更大的价值比，另一方面对分众的成本费用降低会有一定的帮助；

二、分众市占率高，有对上游提价能力，对下游压价能力。

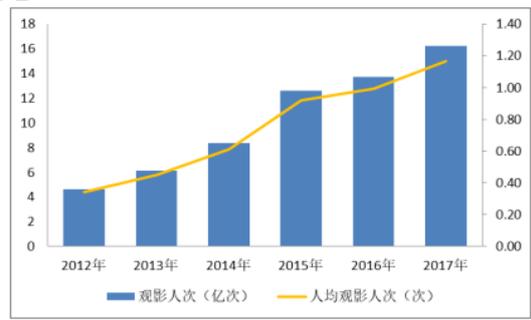
影院媒体行业前景：

行业上游媒体广告资源（银幕数量）保持 20%以上增长，2017 年全国银幕数量超过 5 万块，达到 50776 块，比 2016 年增长了 23%。上游媒体资源的持续扩张是映前广告市场增长的基础，影院覆盖面越广，触达的人群就越多，作为线下流量入口的作用更大。分众晶视作为行业龙头，未来可渗透的银幕数量更多。

行业终端受众（观影人群）稳步增长，2017 年全国电影观影人次达到 16.2 亿人次，全国人均观影次数突破 1 次，为 1.17 次，比 2016 年增长了 17%。终端观影人次的提高是提高映前广告达到率最直接的动力。银幕数量持续增长，观影人次持续攀升，二者叠加在一起构成映前广告持续增长的流量基础。



资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心



资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心

对于影院媒体行业来说，需要注意的是，这块业务，因为很多影院有自己的广告公司，对于毛利很高的广告收入，之后的市场发展，很可能会出现如万达等自己的广告公司自己来经营这块业务，所以对于行业内的非影院广告公司的业务，会有一些影响。

- 【03】 -

公司的基本情况

公司股东&管理层

公司主要股东



资料来源：公司公告、天风证券研究所

其中 Media Management Hong Kong Limited 由江南春 100%控股，另外阿里 150 入股分众传媒，成为第二大股东。

- 1) 通过协议转让，阿里将持有中信、复星持有的公司 5.28% 的股份，交易金额 76.7 亿；
- 2) 通过间接受让，阿里将持有凯雷及方源持有的公司 2.71% 的股份，交易金额约 39.5 亿元；
- 3) 除此之外，阿里计划通过增资的方式，持有 MMHL10% 的股份，占公司股份的 2.33%，交易金额约为人民币 34.2 亿元。待上述交易完成后，阿里总投投资 151 亿，将持有分众传媒 10.32% 股权。美股私有化四大财团退出，此次阿里网络及关联方受让上述机构持有的剩余 7.99% 股份。

公司管理层

姓名	年龄	性别	学历	任职日期	职位	职称
江南春	46	男	本科	2016.01.28	董事长	--
沈杰	48	男	博士研究生	2016.01.28	副董事长	--
卓福民	67	男	硕士及研究生	2016.01.28	独立董事	高级
葛明	66	男	硕士及研究生	2016.01.28	独立董事	高级
葛俊	46	男	本科	2016.01.28	独立董事	--
杜民	50	男	博士研究生	2016.03.08	独立董事	--
刘杰良	48	男	硕士及研究生	2016.01.11	财务负责人、董事、总裁	--
孔微微	36	女	硕士及研究生	2017.06.29	董秘	--

能看出来，整个管理层相对还是比较年轻的。

公司的过去

公司的历史&成长（数据来源：招商证券 方光照）

开创楼宇电梯电视广告先河，收购竞争对手逐步建立霸主地位。

楼宇视频媒体在 20 世纪 90 年代率先兴起于美国，而国内最早开拓电梯媒体市场的是 1999 年成立的框架传媒，框架传媒是国内电梯平面媒体市场的领航者。2002 年底，江南春率先将电视广告联播网引入楼宇电梯，成立分众传媒；虞锋紧随其后，成立聚众传媒，主打楼宇电梯电视广告。2005 年 10 月，分众收购以 1.83 亿美元价格收购框架传媒；2006 年 1 月，分众以 3.25 亿美元价格收购聚众传媒。通过对电梯框架媒体和电梯电视媒体领域两家最重要的竞争对手的收购，分众传媒一举奠定在楼宇电梯广告媒体领域的几乎垄断地位，在此后相当长时间没有等量级的竞争对手。

时间	被收购方	收购方式	收购估值
2005.10.16	Framedia 框架传媒	现金：3960 万美金 普通股：5540 万美金 潜在普通股：8800 万美金	总计：1.83 亿美金
2006.1.8	聚众传媒	现金：9400 万美金 普通股：2.31 亿美金	总计：3.25 亿美金

资料来源：分众传媒公告，招商证券

从楼宇电梯广告出发，到覆盖主流人群的生活圈媒体服务商。

除了收购整合框架传媒和聚众传媒，成为楼宇电梯广告领域的霸主之外，江南春通过聚焦主流人群的“分众”理念，通过并购，不断拓展对主流人群生活场景的广告媒体覆盖，成功打造覆盖高尔夫会所、机场贵宾室的高端商务人群联播网，覆盖写字楼、高档住宅的白领商务人群联播网，覆盖机场巴士、星级酒店的商旅人群联播网，覆盖 KTV、酒吧、健身会所、美发店的时尚人群联播网和覆盖超市卖场、商店的城市生活联播网。2006 年 3 月，分众收购北京凯威，进入手机广告领域；2006 年 8 月，分众收购 ACL 和央视三维，进军影院映前广告领域，如今子公司分众晶视已经成为市场份额最大的影院映前广告媒体服务商；2007 年 3 月，分众收购国内最大的互联网广告公司好耶，进军互联网广告领域；2007 年 12 月，分众收购国内最大的超市卖场广告终端服务商玺诚传媒，将生活圈媒体领域扩大至卖场；此外，分众还收购了国内最大的第三方互联网数据服务公司艾瑞咨询。2006-2009 年间，分众多次收购互联网广告公司，但由于整合均不成功，2009 年之后分众逐渐剥离亏损的互联网广告公司，更加聚焦对生活圈媒体领域，从写字楼电梯、到社区住宅电梯，再到影院，吸引超过 2 亿城市主流消费群体的注意力。江南春在 2018 年 2 月分众传媒成立 15 周年的年会上提出“500 城、500 万终端、5 亿新中产”的目标，未来分众传媒有望进一步拓展对中产群体的广告覆盖。



资料来源：公开资料，招商证券

资本市场几经沉浮，成就 A 股市值最大传媒公司。

成立仅 2 年多之后，分众传媒于 2005 年 7 月在纳斯达克上市，上市经历了一段业绩和市值的快速长时期。但随着 2008 年全球金融危机爆发以及收购的互联网广告公司整合不成功，公司业绩出现波动，2008、2009 年连续两年亏损，此后不断遭到美国投资机构的质疑，并于 2011 年遭到浑水基金的做空，公司股价持续低迷。基于对公司价值被低估的判断，江南春及分众传媒核心股东于 2013 年 5 月完成对分众传媒的私有化，从纳斯达克退市，并决定选择 A 股市场重新上市。2015 年 12 月，分众传媒借壳七喜控股，成为首家回归 A 股的中概股。此后，尽管也受到了市场对于解禁压力的担忧，分众传媒的市值仍然跟随业绩的成长，在 2017 年不断走高，截至 2018 年 10 月 13 日收盘，市值达到 1112 亿元，成为 A 股传媒板块市值最大的公司。

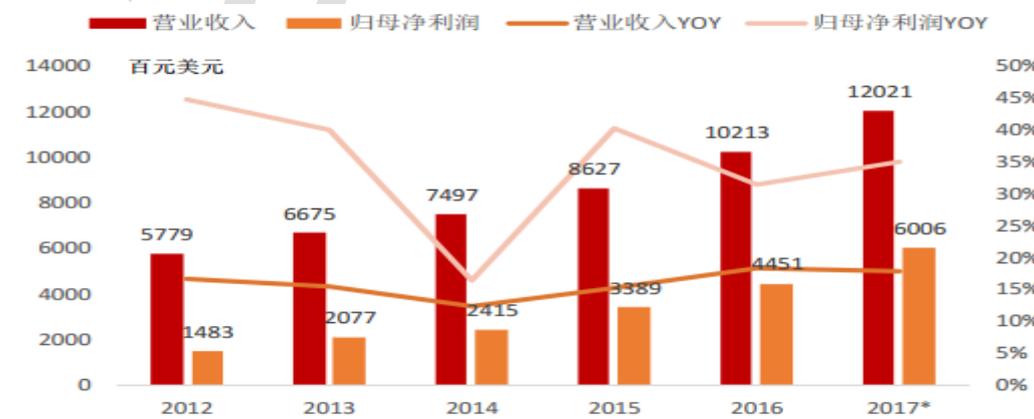


数据来源：公司财报，招商证券

美股上市期间营收表现

退市后业绩增速不减，重回 A 股终实现市值与业绩齐飞。

2013 年退市后，公司专注于楼宇电梯电视和电梯海报广告业务，并发力影院映前广告业务，基于规模效应净利率不断提升，实现营业收入的平稳增长和归母净利润的快速增长。2015 年 12 月 29 日，公司完成 A 股借壳上市，此后经历 A 股市场的波动后，从 2017 年开始市值跟随业绩增长而不断走高，而 PE 估值(TTM)在 15-40 倍之间。



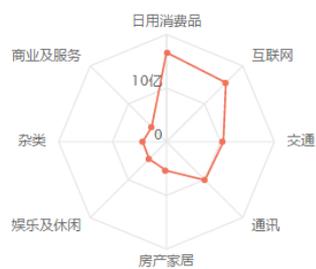
数据来源：公司财报，招商证券

A 股上市期间营收表现

公司所在地&业务覆盖范围（数据来源：优台网）

公司总部所在地：上海

行业 产品 地区



2018半年 ▼

主营构成	主营收入	主营成本	主营利润
日用消费品	16亿	-	-
互联网	15亿	-	-
交通	10亿	-	-
通讯	10亿	-	-
房产家居	5.3亿	-	-
娱乐及休闲	4.5亿	-	-
杂类	4.4亿	-	-
商业及服务	3.8亿	-	-

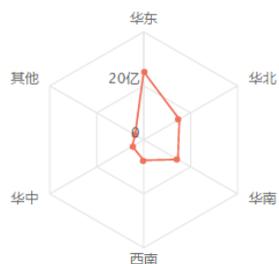
行业 产品 地区



2018半年 ▼

主营构成	主营收入	主营成本	主营利润
楼宇媒体	57亿	-	-
影院媒体	11亿	-	-
其他	1.3亿	-	-

行业 产品 地区



2018半年 ▼

主营构成	主营收入	主营成本	主营利润
华东	25亿	-	-
华北	15亿	-	-
华南	14亿	-	-
西南	7.5亿	-	-
华中	4.8亿	-	-
其他	3.6亿	-	-

公司的现在 公司的财务状况

模块	年份	2013	2014	2015	2016	2017	2017年半年	2018年半年
营收增幅		#REF!	429%	15%	18%	18%	14%	26%
毛利率		2%	70%	71%	70%	73%	71%	72%
扣非净利润率		133%	28%	36%	36%	40%	37%	40%
净利润增长率		#REF!	2024%	40%	31%	34%	33%	32%
三项费用增长率		#REF!	1654%	-10%	12%	5%	0%	25%
销售费用增长率		#REF!	3032%	-9%	12%	3%	1%	18%
管理费用增长率		#REF!	735%	-19%	8%	12%	13%	20%
财务费用增长率		#REF!	-4789%	27%	-10%	10%	-49%	50%
三费占收入		9%	30%	24%	22%	20%	20%	20%
扣非净利润增长率		#REF!	13%	44%	18%	34%	32%	34%
扣非扣研发净利润增长率		#REF!	13%	44%	18%	34%	32%	34%
资产负债率		29%	36%	62%	33%	32%	51%	21%
预收款项占收入		0%	3%	4%	4%	3%	6%	4%
应付账款占收入		6%	18%	73%	17%	20%	31%	27%
应付账款增长率		#VALUE!	1411%	371%	-73%	40%	20%	10%
预付款项占收入		0%	7%	7%	7%	6%	12%	18%
应收账款占收入		4%	32%	83%	23%	26%	96%	133%
应收账款增长率		#VALUE!	4173%	200%	-67%	34%	11%	74%
净运营资本比收入		3%	64%	40%	58%	60%	83%	120%
固定资产占总资产比重		6%	4%	2%	2%	2%	2%	3%
净资产收益率		-26%	42%	71%	55%	57%	36%	27%
扣商誉净资产收益率		-26%	43%	73%	56%	57%	36%	27%
扣商誉扣现金净资产收益率		-35%	58%	207%	122%	92%	-247%	37%
总周转率		207%	85%	69%	84%	77%	39%	41%
存货/营业收入		1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
筹资费用相关/经营性现金流		13%	76%	18%	126%	87%	2%	138%
经营性现金流/净利润		-33%	104%	78%	108%	70%	72%	37%
经营性现金流增长率		#REF!	6059%	4%	83%	-13%	10%	-32%
投资性现金流增长率		#REF!	-38%	-374%	-368%	30%	611%	-100%
筹资性现金流增长率		#REF!	-5699%	76%	-11%	-401%	95%	-4497%

1. 营收稳定增长

考虑到行业集中度很高，公司整体增速略快于行业增长；

2. 净利润快速增长

受益于营收增长于三费控制，净利润快速增长；

3. 毛利净利表现优秀

堪比茅台的毛利率于净利率，毛利转净利转化率非常高，受益于三费控制，净利率在不断提升；

4. 负债率持续下降

一方面受益于营收利润现金流的稳定增长，另一方面受益于阿里的股权投资，公司的负债率持续下降。

5. 经营性现金流&筹资性费用

经营性现金流相对稳定，18年因为预付应收问题导致有下滑，筹资性费用有在增加。预付应收的激增，能看到回款在变慢，上游行业景气度差有一定影响。对于应收问题，需要关注：

18年计提了8个多亿：

类别	期末余额					期初余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例		金额	比例	金额	计提比例	
按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款	5,554,364,112.11	100.00%	889,087,866.28	16.01%	4,665,276,245.83	3,810,109,328.99	100.00%	829,863,866.95	21.78%	2,980,245,462.04
合计	5,554,364,112.11	100.00%	889,087,866.28	16.01%	4,665,276,245.83	3,810,109,328.99	100.00%	829,863,866.95	21.78%	2,980,245,462.04

账龄	期末余额		
	应收账款	坏账准备	计提比例
1年以内分项			
0-30天	1,616,292,134.22		
31-210天	2,911,601,140.40	145,580,057.02	5.00%
211-300天	207,441,315.03	62,232,394.51	30.00%
301-390天	73,467,180.60	29,386,872.24	40.00%
391天以上	374,695,197.38	281,021,398.03	75.00%
合计	5,183,496,967.63	518,220,721.80	

(4) 按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款情况

单位：元

单位名称	期末余额		
	应收账款	占应收账款合计数的比例(%)	坏账准备
第一	347,450,532.48	6.26	20,743,442.27
第二	221,859,988.15	3.99	12,144,148.36
第三	210,862,420.14	3.80	19,976,352.79
第四	190,020,083.15	3.42	23,499,963.33
第五	110,778,809.55	1.99	37,683,330.22
合计	1,080,971,833.47	19.46	114,047,236.97

17年也不含糊：

计提了8个多亿，这里可以看出来公司有为了保持财务数据靓丽而刻意做表的嫌疑。

类别	期末余额					期初余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例		金额	比例	金额	计提比例	
按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款	3,810,109,328.99	100.00%	829,863,866.95	21.78%	2,980,245,462.04	2,961,577,254.47	100.00%	799,814,154.62	27.01%	2,161,763,099.85
合计	3,810,109,328.99	100.00%	829,863,866.95	21.78%	2,980,245,462.04	2,961,577,254.47	100.00%	799,814,154.62	27.01%	2,161,763,099.85

筹资性费用支出问题：

除了每年的分红支出外，18年12.2亿，17年12.2亿，16年35.6亿，15年11亿。18年则是支出前些年资产重组借款利息费用以及现金股利约17亿，17年支付16年度现金股利35.6亿以及借款利息费用9.6亿，16年资产重组支出49.3亿，支付15年现金股利11亿。这里看到两件事情，一件事筹资费用没有太大异常，主要都是资产重组借壳费用相关支出，另一件事是筹资的费用成本比较高。

考虑到滞后效应，所以16年的大笔筹资，17-18年相关费用才体现出来，另外也看到，本金部分还没有太多偿还，筹资相关费用在接下来几年都会长期存在，而且金额都在10亿附近。

6. 净资产收益率

可以看到净资产收益率出现明显下滑，出现异常我们要去看异常的原因，我们知道净利润的增速还是比较稳定快速的，那么只能是净资产增速更快导致的，对比看下两者的变化趋势图。那么净资产为什么增速这么快？ $\text{净资产} = \text{实收资本} + \text{资本公积} + \text{盈余公积} + \text{未分配利润}$ ，分众的净资产约等于未分配利润。之前一篇讲解勾稽关系的短文说了， $\text{未分配利润} = \text{期初未分配利润} + \text{当期净利润} - \text{分配股利} - \text{提取盈余公积}$ ，分众在16年有大笔的股利分红，

导致了净资产的基数下降，所以才有了净资产的增幅明显超过净利润的现象，另外一点，因为净资产是累积值，考虑到分众的净利润率很高，每年的未分配利润增长的很快，所以导致了净资产的累计增幅大。

好了这里的净资产收益率问题应该说清楚了，那么这个正常吗？可以说正常，因为上面解释过了；也可以说不正常，因为看数据的话，净资产的收益率确实下降了，是不是说明公司的经营能力变差了？不是的，净资产其实包含了我们的应收账款这些，而这些如果周转的慢，同时又坏账，其实是不能够产生等效的净运营资本收益的，而分众一个很大的净资产收益率低的根本原因就是应收应付问题。



公司的产品价值&市占率

公司楼宇媒体行业市占率 90%，楼宇媒体占全媒体广告份额 20%，影院媒体行业市占率 58%（这些数据都是估数，不绝对准确）。

公司 18 年中，楼宇媒体与影院媒体营收分别是 57 亿与 11 亿。

公司无具体产品，提供的是广告投放平台，而广告投放平台来源则是影院与楼宇物业租赁。这样的模式意味着，存货，固定资产等等都很少，完全的轻资产运营。

公司在行业中的价值

公司的价值体现主要是规模优势与品牌优势，依赖着巨大的市场占有率，对于上游来说，其广告投放效应会被放大，首先广告的受众群体覆盖范围会很大，其次，依赖于其大数据统计与分布，能够做到相对精准的广告投放，那么对于上游来说，其价值体现则是大规模的广告受众群体覆盖与精准受众群体覆盖。

考虑到本身楼宇与影院的单次广告产品转化率相对高，分众随着行业的价值体现会更加明显。

公司的主要客户

也是依托着公司成长起来的客户：神州租车，瓜子二手车，饿了么，瑞幸咖啡，还有跟公司一起成长的客户：天猫，京东，蒙牛，爱奇艺等。分众的客户相对分散，前五大客户占比 20%左右。

公司竞争优势&护城河&创始人

看了上面分析的这么多，很多人可能认为，分众的竞争优势就是其价值体现，这话对，但是只对了一半。目前分众的优势体现是果，果是大家能看得到的结果，对于一家企业来说，除了现有的优势外，我们还需要考虑一点：

一、分众目前取得的优势怎么来的？

二、分众能否在未来继续保持优势？行业如果出现一些变化，分众能够守住优势？

很多研究员不看这些，对企业竞争优势的分析则是少了很大一块。

一、分众当前积累的优势得益于江南春的管理风格，企业如人，如果将企业看作一个人，那么企业当前取得的成就好比人取得的成就，我们在看人取得的成就原因时，会去看他的出生，他的过去，他的性格，他的作为，他的资源。

分众创业两年就在美股上市，借助资本优势以及行业规模不大时，凭借江南春对行业价值的认可和前景的捕捉，快速并购行业内竞争对手，增强自身竞争力，迅速扩大规模，绑定上游广告主进行深度合作，良性循环。在行业还未出现明显的有实力的其他竞争者时，市占率悄然提升，快于行业发展，这些都需要江南春极其强大的商业嗅觉。我们知道早期的广告媒体行业，对于楼宇媒体，大家的认识还是不够的，当时很多人不觉得楼宇媒体相对当时的纸媒，电视媒，以及后来的互联网媒有多大优势，而这些都被江南春看到，品牌认同的形成时间也非常快。

“善于思考，注重商业模式的创新”是江南春一以贯之的企业家品质，也是分众传媒不断创新的基因根源。

一起看下江南春，作为分众创始人，他的一些性格表现：

时间	事件	效果及影响	性格品质
1991年	免试保送华东师范大学中文系		
1991-1992年	大学校园诗坛的活跃分子，“夏雨诗社”社长，他的诗在校园内广为传诵，出版诗集《抒情时代》		具备较高文学素养和文字功底，为后续进军广告行业打下基础
	竞选学生会主席	锻炼社交能力和管理能力	充分准备竞选，体现“谨慎、专业、强执行力”和较强的资源整合能力
	获得第一个项目：上海电影制片厂旗下公司的广告项目	因为出色的文笔中标，获得30多万元的广告和播放费，为日后在广告行业立足奠定了基础	体现在广告行业的专业性和突出的经营管理能力
1993年	辞去学生会工作，全力以赴做广告业务	所在广告公司在上海排名第13位，公司年收入400万，其中150万来源于他	
1994年	大三时，自立门户，百万资金注册永怡传播公司，任总经理，公司设在华东师范大学	不仅从事广告代理，还从事广告创意策划，很快在上海打开局面	体现“谨慎”原则，即先在他人公司工作，再成立自己的公司，不选择休学创业
1995年	获得第一个大项目：无锡市政府灯箱广告项目，项目金额50万元。江南春受到上海南京路灯火通明的启发，通过拍摄一部上海灯光改造工程的电视片，说服无锡市政府在人民路、中山路交界的市中心树起立杆灯箱广告，并为此成立无锡东广广告公司，承包了30根灯箱广告	江南春第一次认识的户外媒体的高盈利性，但并没有转向户外媒体并以此为主业，因为认为这是一次偶然出现的机会	体现了不断追求商业模式创新的品质，发展户外媒体比广告代理业务盈利性更高；也体现了江南春“谨慎”的原则，即没有很快大量进入户外媒体领域
1996年	江南春成为IT业传媒巨头IDG上海代表处的首席代表，帮助IDG开拓媒体广告和会展业务		
2000年上半年	永怡传播取得了上海IT行业广告代理业务最大的市场份额，公司销售收入超过8000万元，从华东师范大学搬到上海兆丰世贸大厦	在广告代理领域经过几年发展，成为上海IT广告代理这个细分市场龙头，但也发现这个市场存在天花板，为切入新的市场打下基础	强执行力，在现有的领域做到最佳
2000年下半年	互联网泡沫破灭，风险投资商资金收紧，门户网站等国内新兴互联网公司失去资金来源，永怡传播的广告收入缩减过半	遇到挫折，认识到永怡传播从事的IT广告代理业务难以为继	
时间	事件	效果及影响	性格品质
2001年底	与陈天桥聊天，看到陈天桥通过网络游戏代理，创造了利用虚拟人物形象让用户付费这种全新的商业模式	受到启发，认为要学习陈天桥，发掘他人没有发现的新商业模式	善于学习和思考，热衷新的商业模式，强执行力快速落地
2002年	春节期间深入思考，得出结论：广告产品需要用高科技手段提高表现力，并精准传播给特定人群。此后在徐家汇天平洋百货等电梯时受到启发，发现电梯广告这个潜在市场	创造电梯电视广告这一全新的商业模式，进军这个领域开创新的时代	

数据来源：招商证券研究中心

二、江南春目前还很年轻，目前引入了阿里作为战略合作伙伴，阿里目前也是公司的第二大股东。江南春选择了阿里，也是看中了阿里作为上游企业，知道阿里对其本身的需求和行业的理解

都是非常丰富的，同时阿里掌握了几亿人民的消费习惯，以及特定区域人民的价值，这些对于分众来说，如果能够做到精准定位，整体的企业价值都能得到提升，同时对于行业内的其他企业来说，其本身的竞争力也会得到很大的提升。江南春对于行业的理解以及其性格，能够保证其在未来几年的行业变化中，准确的识别机会与风险，借助与阿里的合作和分众当前的行业地位来化解。

数据化、精准化、智能化、互动化已成为分众传媒发展的重要方向。分众传媒需要与像阿里这样拥有更强大数据能力和云计算能力的集团合作，建立基于数据和算法的精准广告分发系统。例如，在阿里的帮助下推出基于不同楼宇的电商购物数据的智能投放系统，通过线上线下的数据打通与联动全面参与到阿里主导的全域营销等领域中不断优化投放方式，来提升客户广告的转化率。

- 1) 阿里之前流量池以线上及效果广告为主，随着阿里的客户越来越品牌化，阿里需要展示类广告的媒介加入，双方有望围绕技术发展和智能营销进行更多的探索，通过线上线下数据打通与联动的方式尽可能提升双方广告转化率，更好服务平台上的商家；
- 2) 分众低线城市快速扩张计划或将帮助阿里拉新，带来新流量。双方在低线城市扩张需求一致。

结合这些来看，相信大家知道，分众的优势不言而喻。

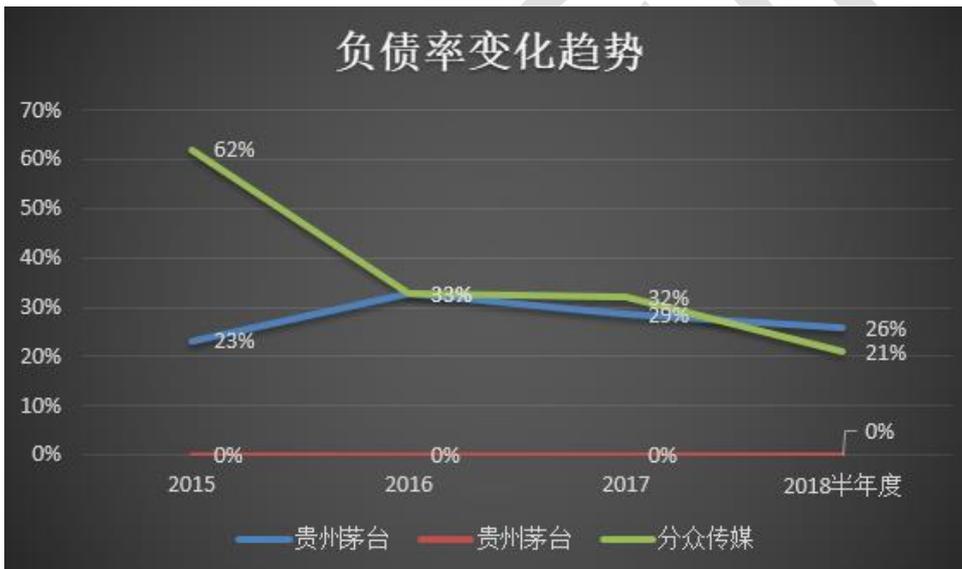
公司与其他企业的对比分析

分众在行业中的地位犹如茅台在白酒行业中的地位，这里我们选择了茅台作为对比对象，目的就是为体现分众是多么优秀。

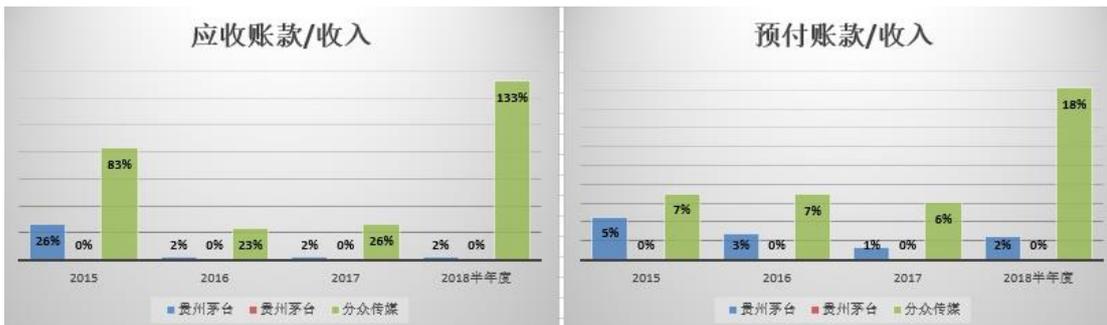
毛利率	2015	2016	2017	2018半年度
贵州茅台	92%	91%	90%	91%
贵州茅台	0%	0%	0%	0%
分众传媒	71%	70%	73%	72%

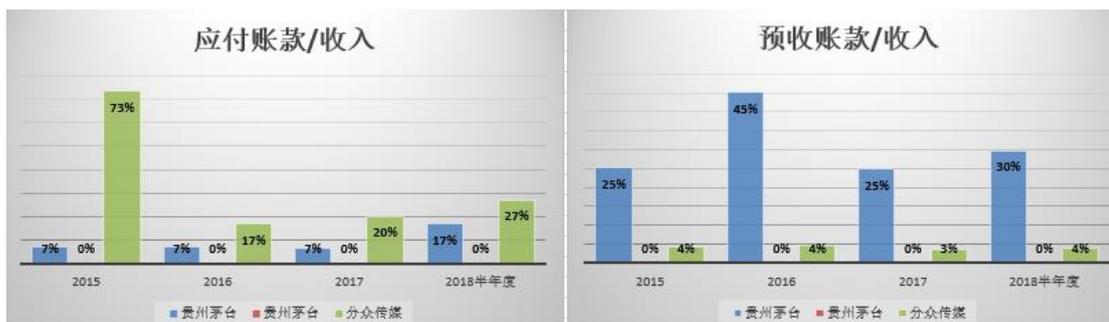
净利率	2015	2016	2017	2018半年度
贵州茅台	48%	44%	47%	48%
贵州茅台	0%	0%	0%	0%
分众传媒	36%	36%	40%	40%

分众毛利净利转化率要超过茅台，经营效率上相对来说还是很高的。



负债率都是非常低的，逐年下降，当行业出现一定不稳定性，负债率的提升能够帮助企业缓解危机。





应收预付的增加，这也是我们之前有讨论过的。这些数据来看，茅台的价值体现毫无疑问。



虽然净资产收益率有所下降，但是分众传媒长期高于贵州茅台，典型的价值型投资企业。



当然有一点也需要提及，考虑到茅台账上有大量的闲余资金，产能有限无法全部用于扩产，扣除现金的净资产收益率如上，茅台整体高于分众，但是分众也还是非常高的。

公司的未来

公司在行业中的前景

目前行业发展到一定阶段，从成长期向稳定期过渡，在这样的行业时期，想要颠覆分众的行业地位，要么是分众出现一些黑天鹅事件，致命性危机，要么是有无限资金的氪金玩家大规模投资扩充市场规模来抢占市场。对于第一种可能性不大，考虑到有阿里入局，对分众的行业地位是一次再稳固，对于第二种可能性也不大，毕竟到了行业的发展成长期尾端，在行业格局清晰的大环境下，大规模投资布局很容易导致现金流危机，对于氪金玩家来说，而且行业竞争真是到了这一步，分众完全可以为了控股市场，发起价格战，这样的话，氪金玩家的成本会极具上涨，这是双输的局面，如果氪金玩家无法持续，最后还是分众胜出。

我们会看到外卖大战，共享单车大战，这些都是因为行业格局未定，人人都有机会，而这个机会是可以通过大规模投资来获得的。这里有个前提，行业格局未定，行业处于快速发展期。

公司的投资布局与战略规划

2018.7 阿里巴巴 150 投资分众传媒，占据 10% 股份，第二大股东

2016.6 成立分众方源体育有限合伙基金 28 亿，投资咕咚体育 1 亿

2016.8 成立珠海光控众盈产业投资 50 亿，布局泛文化娱乐

2016.1 投资数禾科技 1 亿 小贷业务

2016.7 英雄体育 3 亿，电竞体育赛事

一方面，公司将聚焦既有的生活空间媒体，加大一、二线城市的资源覆盖和向三、四线城市下沉；另一方面，公司也将向人与信息、人与娱乐、人与金融对接的生态圈领域进军。公司将持续在体育及娱乐领域的投资，进入娱乐内容的制作发行、体育节目制作发行和赛事运营等领域组合，运用现有的宣传平台，拉动这些内容及活动的用户影响力，依靠现有的强大的广告销售网络为以上内容及活动创造更大的收益，也在核心娱乐体育方面为广告主创造更全方位的品牌传播方案。

公司发展的可持续性（部分数据来源：招商证券）

广告行业与整体消费经济周期有一定的相关性，整体经济下行，消费经济减弱，广告行业上游广告投放也会下降，所以分众的经营业务有一定的周期性，但是生活消费是必需品，分众所从事的业务也间接有一定的必须性。

由于报纸、杂志的销量持续下滑，电视收视时长和广播收听时长也在下降，传统媒体受到的关注度越来越少，对于广告主的吸引力也在减弱。传统媒体流失的广告主主要流向互联网和生活圈媒体。

2018 年 CTR 数据验证，1-5 月每个月电梯电视、电梯海报、影视视频广告的刊例花费同比增速均较大幅度领先其他媒体。以 2018 年 5 月为例，电梯电视、电梯海报、影院视频的刊例花费分别同比提升 26.8%、28.4%和 36.4%，延续良好增长势头，其中影院视频

的刊例花费同比涨幅较上月大幅扩大 21.8 个百分点，创 2018 年涨幅新高。除了这三大生活圈媒体之外，只有广播电台和交通类视频的刊例花费分别小幅增长 4.6% 和 0.5%，其他媒体刊例花费同比均下降。

根据 CTR 数据，2018 年 1-5 月农夫山泉、肯德基、蒙牛、雨虹等传统消费品牌广告主也大幅增加在分众平台的广告投放，投放花费排名不断提升。以农夫山泉为例，其 5 月在电梯电视媒体的刊例花费同比大幅增长 117.4%，在广告主中的排名跃居第 2；而其在影院视频媒体的刊例花费环比增幅更是超过 10 倍，在广告主中的排名跃居榜首。分众的电梯电视、电梯海报、影院视频等生活圈媒体通过链接品牌广告主与无数城市中产阶级，满足广告主“品效合一”的追求，不仅仅是互联网和新兴品牌广告主，传统消费品牌广告主对分众的依赖度也越来越强。这种依赖性构成分众极强的护城河，未来电梯海报、电梯电视和影视视频端的刊例花费价格有望延续提升的态势，分众对于广告主的议价能力有望不断提升。

公司的风险与挑战

客观地讲，目前公司经营上没有明显的风险，新潮虽然在发起对市场的挑战，但是目前 2017 年也才 2 亿的营收，前面也说了，如果要对分众的市占率有多大影响，投入会非常大，对于新潮来说，不一定有持续性，但是对分众的成本还是会有一定影响的，这就需要分众的经营管理能力了。另外一点，政府补贴在下降，16 年政府补贴 10 亿，17 年 7 亿，之后如果持续下降，净利润会有一定影

响。另外也需要注意到阿里的入局，虽然目前也是大家的设想，会对行业有一定影响，但是最终两者之间的合作关系怎样还不确定，总体预期是好的，很有可能会不断增强分众的市场排他效应。

小红圈

- 【04】 -

公司的估值分析

目前分众 1112 亿的市值，对应优秀的财务报表以及规模潜力，还是很不错的投资标的。考虑到整体性 A 股低估值问题的延续，分众很有可能会跟随系统性继续下跌。价值投资者对企业的判定，最应该考虑的是预期的收益性问题，分众目前的市占率和业务问题，给大家的想象空间不足，但是阿里的入局，给大家新的想像空间，另外考虑到 18 年经营数据的一些负面变化，虽然整体公司还是很优秀，目前的估值只能说是适中，如果再能够进一步下跌到 800 亿附近，我会选择长期持有。首选还是申明一点，不荐股，这些也只是我自己的思考。确实，看过这么多企业，分众在这些里面整体不管是估值，市场表现，财务表现都是很优秀的。

- 【05】 -

风险提示

■ 业务风险

无

■ 财务风险

唯一需要担心的是，应收预付持续增长，同时周转慢，坏账高的问题，这些都是对财务数据和财务报表有很大影响的因子。

■ 管理风险

阿里作为分众的上游，分众的上游比较分散，阿里只是分众的一个客户，现在作为股东身份入局，后续的经营会不会出现一些变化，是否能够保持一定的中立性，还需要观察。

小红圈二维码（欢迎加入）



看报表看企业发展

通过报表去看企业的发展动力和风险点，避免
踩坑，早发现企业的转变折点。
不荐股，主要从公司质地行业前景，公司竞...



长按识别二维码
即可加入圈子

