

分析报告

----分众传媒 (002027)



投资·从未如此简单

微信公众号：价值成长



 by : StacieY

目 录

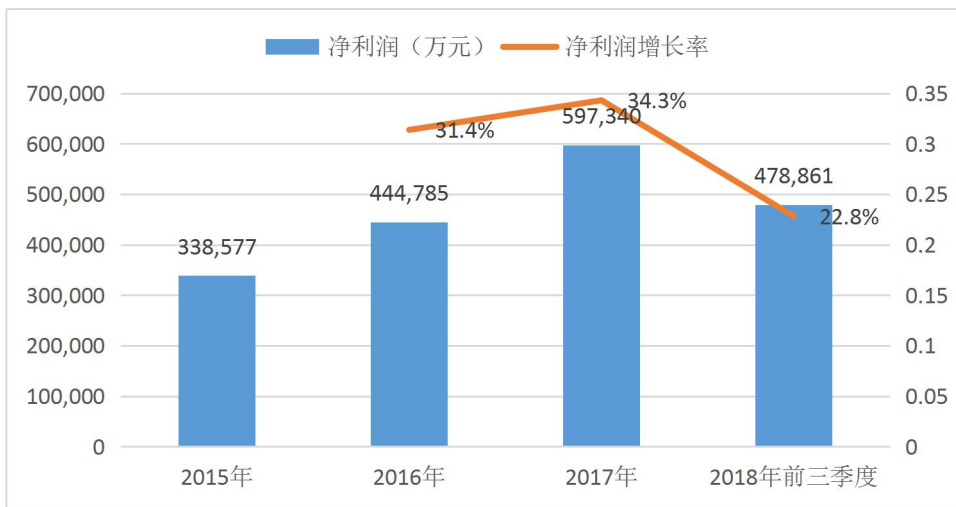
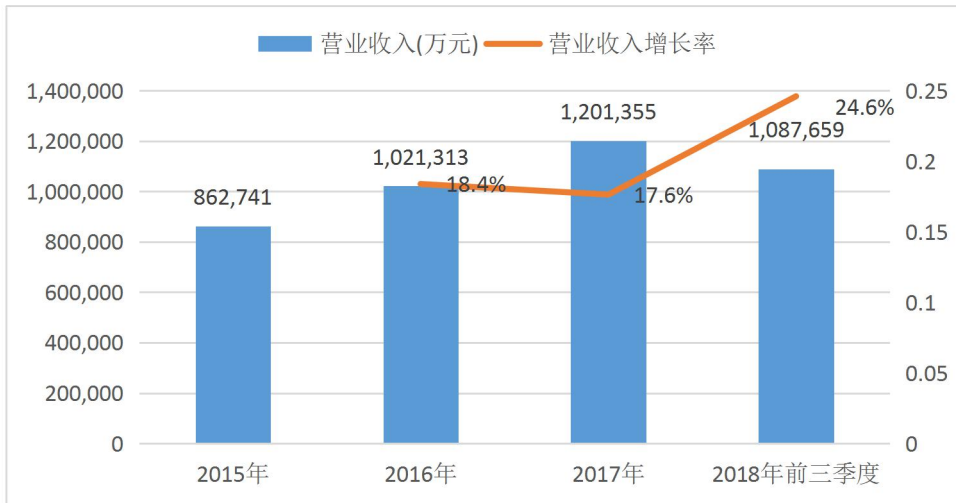
一 公司简介.....	1
1、卖什么 & 怎么卖.....	2
2、所处行业.....	3
3、上下游行业.....	4
4、股权结构.....	6
5、公司发展计划.....	6
二 竞争优势及增长空间.....	7
1、楼宇广告业内竞争格局.....	7
2、分众传媒竞争优势（护城河）.....	8
3、楼宇广告发展空间.....	9
三 基本面分析.....	12
1、 利润表.....	13
2、资产负债表.....	18
3、 现金流.....	20
4、 ROE 分析.....	21
四 估值部分.....	21
1、分众是否还会增长.....	21
2、估值.....	22

分众传媒价值分析

一 公司简介

2003年江南春创办分众传媒，在全球首创电梯媒体。基于中国的商业区和住宅区具有密度高、人流集中的特点，电梯媒体在中国成为很成功的线下广告入口，也将分众传媒送上纳斯达克，但由于电梯媒体模式为中国独有，难以得到海外资本的认可使分众市值长期低估，2013年分众以不到240亿元的价格退市，并于2015年底借壳七喜控股回归A股，市值破千亿，成为中国传媒第一股。分众传媒营收超百亿关键在于开创了【电梯】这个核心场景。电梯是城市的基础设施，电梯这个最日常的生活场景代表着四个词：主流人群，必经，高频，低干扰。

2017年度营业收入约120亿元，同比增长17.6%；归股东净利润60亿元，同比增长34.9%。2018年前三季度营业收入约108.7亿元，同比增长24.59%，归股东净利润约40.1亿元，同比增长22.81%。净利润率超过40%。



1、卖什么 & 怎么卖

公司主营生活圈媒体开发和运营，经营电梯（电视及框架海报）、影院和卖场的广告销售。截至 2018 年 7 月末，公司已形成了覆盖约 300 多个城市的生活圈媒体网络。其中，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。

楼宇媒体是分众的核心业务，同时也贡献了最多利润。2017 年楼宇媒体的营收占比 78%，毛利率高达 76.7%；18 年上半年楼宇媒体的收入占比进一步上升至 81%。影院媒体的 17 年营收占比 19%，毛利率为 57.62%；18 年上半年影院媒体的营收占比略下降至 17%。楼宇媒体占比的上升和影院媒体占比的下降说明了两件事情，一是公司在楼宇媒体上更进一步发力，巩固自己的核心优势，另一方面则是影院媒体发展没有那么顺利。公司在 2018 年大幅扩张楼宇媒体数量，而影院媒体除在 16 年大幅扩张以外，这两年扩张较慢。

电梯媒体(万块)	自营楼宇媒体	加盟电梯电视媒体	外购合作电梯海报媒体
2015 年 12 月			
2016 年 12 月	138.3	1.1	32.8
2018 年 3 月	159.9	1.1	22.4
2018 年 7 月	216.7	1.1	17.4

自营楼宇媒体从第二季度开始 4 个月的时间里增加了 56.8 万块屏幕，增幅 35.5%，这一增幅超过 17 年前全年加今年一季度（15.6%），竞争迫使分众在今年加速了扩张进度。

影院媒体	签约影院	合作院线	银幕数
2015 年 12 月			6,500
2016 年 12 月	1,530		10,000
2018 年 3 月	1,750	37	11,800
2018 年 7 月	1,900	38	12,600

影院媒体从二季度起增加 150 块，增幅 8.57%。

根据央视市场研究媒介智讯数据显示：电梯电视、电梯海报、影院视频保持稳健增长，2018 年上半年的广告刊例收入增幅分别为 24.5%、25.2%、26.6%，较去年同期均有扩大。而公司在 18 年上半年的楼宇媒体和影院媒体收入增长分别为 30.47%和 18.94%，显然公司在楼宇媒体上的增长优于市场，而在影院媒体上的增长逊于市场。根据咨询公司 15 年的媒体广告市场研究数据，公司在 15 年电梯电视媒体的市占率为 95%，在电梯框架媒体的市占率为 70%，在全国影院媒体的市占率为 55%。市占率越高的业务增长越快，显示出典型的马太效应，也说明了线下广告媒体业务的优势与规模性紧密相关——规模越大、市占率越高，越容易到达消费人群的眼球，也就越受到广告主的青睐。

分众的经营模式为：租赁物业楼宇广告位、或影院映前广告位，通过分众自己或加盟合作的媒体设备发布广告主的广告。

广告位是租的不是自己的，框架和电视是买的没有什么独特性，发布的内容是广告主的也不是自己的，看起来分众的商业模式很容易复制，核心能力是占领尽可能多的优势楼宇点位以形成强大的品牌推广能力，加上强悍的销售能力。同样的投入成本，楼宇点位的位置越好，卖出的广告价格越高、数量越多。因为点位在 2-3 年就会到期，届时就可能迎来租金之

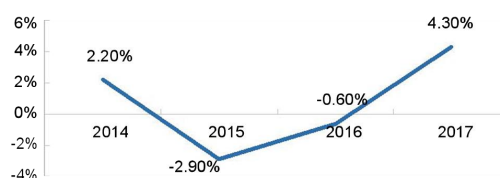
战，所以优势点位不是分众理所当然的囊中之物。简单分析完逻辑，就可以理解为何会有巨头资本盯上楼宇媒体这块利润巨高的肥肉。但分众从 2003 年开始长期独享楼宇媒体全行业的超额利润，这里面是否有光凭资本无法撬动的地方？我们后面分析，理解这点，是理解分众投资逻辑的关键。

2、所处行业

传统媒体、互联网媒体和生活圈媒体在中国广告市场呈三足鼎立之势。传统媒体（以 CCTV 为代表）具备高公信力及广覆盖度优势；互联网媒体（以 BAT 为代表）兼具互动性、社交性及开放性；生活圈媒体（以分众传媒为代表）匹配新型线下消费场景，具备高匹配、刚性到达、高频次等特点，成为新的广告价值洼地。

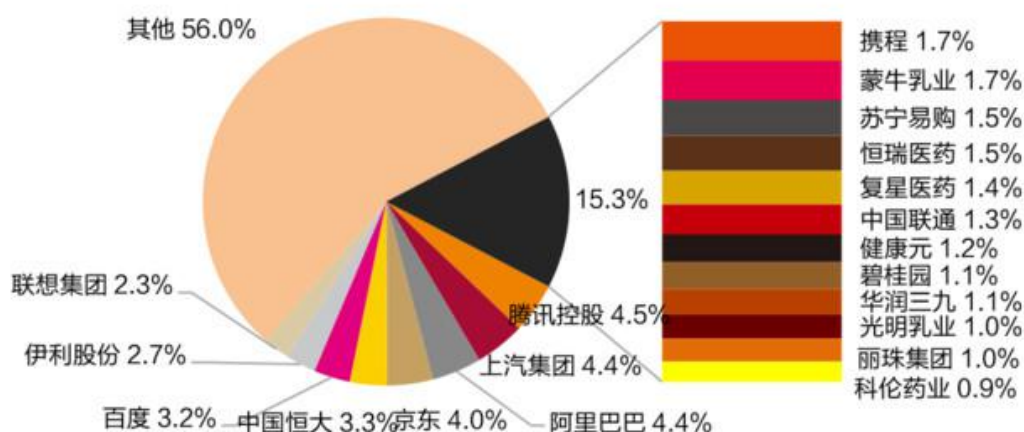
从 2014-2017 年的全媒体广告刊例花费上，可以看出广告花费与宏观经济是正相关的，17 年经济复苏期间广告支出有明显反弹，15 年 GDP 增速破 7 时广告费也出现下滑。所以在 18 年的经济环境和 19 年的经济预期下，预计这两年的广告市场不会有很好的表现。

图 1：2014-2017 年全媒体广告刊例花费增幅



资料来源：CTR 媒介智讯，安信证券研究中心

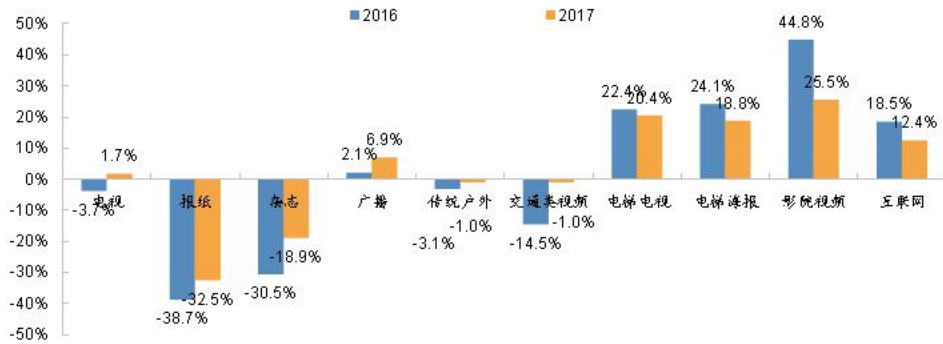
近几年排名前五的广告主，主要是互联网传媒、医药生物、食品饮料、房地产和汽车，占总体的比例在 2016 年是 76%，在 2017 年是 78%。这几个行业就是广告媒体的大金主，他们的兴衰也影响着媒体的广告收入。



头部广告主，基本上可以一个打十个，甚至打一百个，BATJ、上汽、恒大、伊利是中国广告主中的老大。2016 年，TOP20 广告主广告费合计占整体 44%，2017 年，TOP20 占比也是 44%，我们可以看到，抓住头部广告主，就抓住了广告市场，所以分众争取大客户的策略是没问题的。

广告行业内部看，全媒体继续进行结构性调整，传统媒体式微，生活媒体、互联网媒体等新媒体蓬勃发展。广告主广告投放预算稳健增长，将传统媒体广告投放预算转移至新媒体。

图 2：2016-2017 年全媒体刊例花费增速比较



资料来源：CTR 媒介资讯，安信证券研究中心

2016 和 2017 年楼宇媒体的增速在 20% 上下，影院媒体在 17 年大幅增加 44.8%，17 年下台阶至 25.5%，同期互联网广告的增速在 18.5% 和 12.4%，可以看出线下广告并未受到互联网崛起的冲击，反而呈现比互联网广告更高的增速。

2016 年分众的楼宇和影院广告收入的增速为 12.98%、51.06%，2017 年为 19.58%、14.14%，说明除 2016 年的影院媒体，公司在 2016 年和 2017 年的收入增速均落后于行业整体，原因为何？

公司自己表示，前 3 年（15-17 年）比较保守的原因一方面是没有找到正确的发力的方法，另外也是处于承诺利润的考虑。现在很好的完成了承诺利润，但是也由于过于精算利润了，才会引来了竞争对手进入这个市场。（坦白讲，如果分众选择在 16 和 17 年大幅扩张而不是等到今年，那两年挣的钱用来投资主业而不是搞没有收益的多元化投资，可能也不至于给竞争对手留有今天挑战它的机会。以下是 15 年到 18 年分众在主营业务和非主营业务科目上的资产账面价值，可见分众在 18 年以前的资本使用方向。这点在此不展开，后面详述。）

单位：万元	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 Q3
主营业务				
固定资产	30,068	26,633	35,124	126,251
非主营业务				
长期股权投资	4,934	-	73,366	76,450
可供出售金融资产	45,071	129,584	206,911	281,286

公司在 2016 年电梯媒体设备的数量增加 33%，但销售收入仅增加 12.98%。17 年的数据显示，公司媒体设备仅增加 7%，但楼宇媒体收入增加了 15.99%。说明 2016 年的增速放缓是暂时性的，当年新投入的媒体设备在当年不形成显著收入。2018 年公司再次开始大幅扩张，但新增投放在四季度前没有拆网来卖、原有订单也没有加价，也就是说新增点位尚未带来新增收入，而新增点位的成本是实实在在的。按公司以往的情况，新增的点位从第二年开始都要转化为刊例价的提高。但今年的情况不同，经济现状和竞争形势使得分众不会在明年初直接提价，而是取决于明年销售的情况。所以新增点位在 19 年是否能贡献迟来的利润，也是后面分析的重点之一。

3、上下游行业

楼宇媒体的上下游很清晰，上游是物业公司，需要拿下阵地资源然后改造成媒体对外售卖；下游是广告主，需要通过地推销售让广告主认可媒体价值并选择投放。但作为媒体运营商，一方面需要快速的组建点位网络形成规模效应，另一方面又要快速促成广告销售形成回

血，达到良性循环。第一方面，因为矩阵式媒体的大量租金预付，已经变成重资产投入；第二方面，因为广告主的多样化选择空间，非常考验媒体的综合效果以及销售人员的售卖能力。因此，作为模式型企业的楼宇媒体运营商，执行力也是决定成败的关键。

由于中国物业行业极其分散的特点，并且媒体租位对于物业公司不是核心收入，以分众强大的市占率能够获得稳定的租金价格。通过比较分众近年来的媒体租赁成本与媒体数量，确实可以看出分众在媒体租赁费用上的上涨主要来自媒体资源上的扩张，成本上涨速度是低于资源扩张速度的，体现了分众上游的价格控制能力。

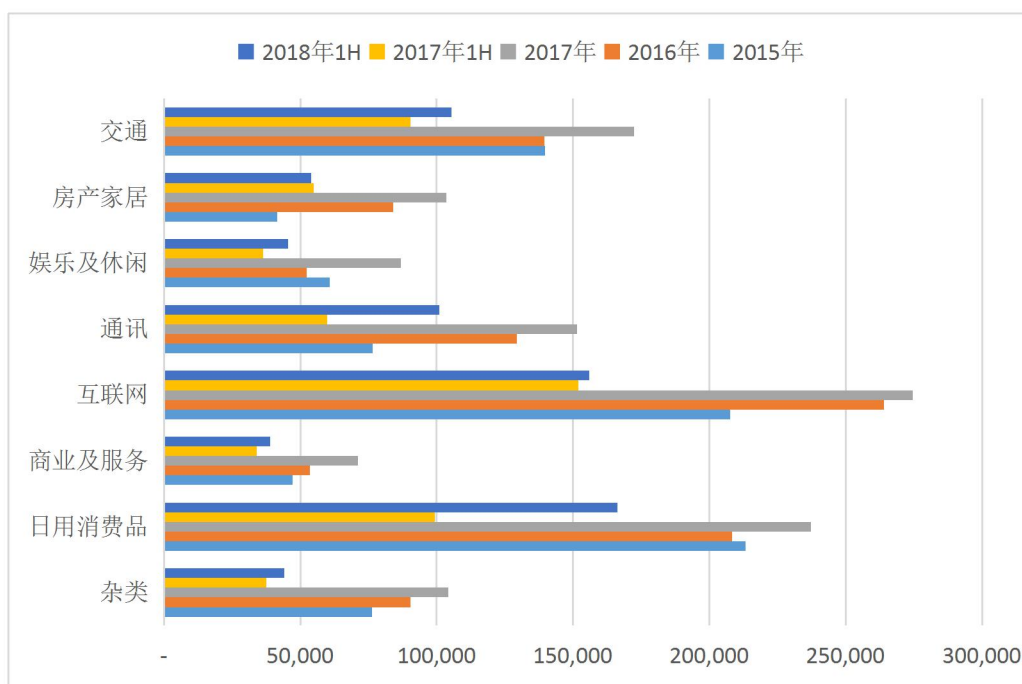
比较住宅和写字楼，分众更强的优势来自一二线城市的写字楼，因此当前叫声最响的挑战者新潮传媒对分众的竞争也主要从住宅切入。分众自己表示，来自对手的竞争对公司的住宅市场成本有一定影响，但在写字楼上公司有绝对的控价能力。

分众媒体成本 vs 数量	2016 年	2017 年	2018 年
媒体租赁成本	2,274,212,527	2,466,359,245	
媒体租赁成本增长率	21.2%	8.4%	
电梯媒体数量	172.2	183.4	235.2
电梯媒体数量增长率	33%	7%	28%
影院媒体数量	10,000	11,800	12,600
影院媒体数量增长率	54%	18%	7%

下游方面，分众官方介绍公司有数千个品牌客户，在长期的运营中，积累了大量的大型、优质客户，并与大型、优质客户建立长期、稳定的合作关系。从过去 3 年分众的前五名客户的收入贡献度和增速来看，大客户在分众的投放每年都在增长，且增速略优于公司整体增速。分众曾帮助很多生活圈应用引爆品牌，如瓜子二手车、瑞幸咖啡、褚橙、饿了么等等。广告媒体行业是与广告主共赢的行业，广告媒体投放增速也反映了广告主自身的兴衰，大客户的高双位数投放增长侧面反映了中国消费进入品牌时代、赢者通吃的逻辑是真实的。

前五名客户	2015 年	2016 年	2017 年	16 yoy	17 yoy
第一名	392,119,842.21	564,758,798.23	646,916,448.48	44%	15%
第二名	364,060,420.77	501,924,898.85	524,966,919.33	38%	5%
第三名	357,197,926.19	435,033,967.74	506,861,491.42	22%	17%
第四名	323,315,446.69	357,318,533.27	506,770,396.95	11%	42%
第五名	290,113,852.27	317,803,647.78	471,153,000.02	10%	48%
合计	1,726,807,488.13	2,176,839,845.87	2,656,668,256.20	26%	22%
前五名客户占比	20.02%	21.31%	22.11%		

从客户的行业来看，互联网和日用消费品为最大的广告投放行业，2016 年互联网企业的营销增长迅猛，而 2017 年和 2018 年日用消费品取代互联网成为营销最积极的行业。



分众前五大客户的收入占比有 20%以上，从日常感受和分众的披露推测，前两大客户很可能为阿里和京东。作为消费平台，阿里和京东打包购买分众的广告刊位，分销给平台上的商家，这相当于阿里和京东替分众寻找了众多中小客户，并按大客户模式全网销售，这种模式对分众来说节省了相当的销售工作并具有很强的连续性。

分众认为，宏观经济下行时国内的品牌集中度会加重，中小公司的生存情况更难，大客户生存空间好，因此分众的风格是去争取大客户。一直以来，分众的客户主要分布在互联网行业，而且多是一些上市公司和正在上市的公司。中小企业在一级市场的融资能力在下降，投资者对小企业的态度更加谨慎，因此，分众会把大企业、大客户作为工作重点。分众也在现有新经济企业客户占主体的客户结构的基础上，拓展传统企业客户，今年上半年同泸州老窖、波司登的合作就是例子。

由于分众的策略是拥抱大客户，因此在结算上话语权较弱，结算周期基本是客户说了算的。在竞争加剧的环境下，分众是否有明年提价的能力，这取决于明年的销售情况。

4、股权结构

分众掌门人江南春原持有 23.34%的股权，今年 7 月分众宣布阿里战略入股，双方将共同探索新零售大趋势下数字营销的模式创新，阿里从现有股东手里购买合计 10%股权，作价 150 亿元，此次交易后江南春持有分众 20%股权。分众尚未做员工股权激励计划，今年回购的 4 亿元股票，不知是否会用来做股权激励。2015 年借壳上市时增发的 77.13 亿股将于今年 12 月底全部解禁，占全部股权的 53%，天量解禁股是压在分众股价头顶上的达摩克斯之剑。上市增发时的入股成本不到 3 元，在当前股价下仍有 1 倍盈利，年化收益率 26%左右，对于资本来说也是个不错的回报率，所以资本减持的动力应该较强，分众短期有抛卖压力。

5、公司发展计划

分众高管在 11 月的中金投资大会上，对公司未来发展给了一些指引：

1. 点位数量上，可售自营点位年底预计 250-270 万个，其中电梯海报 190-200 万个，电梯电视 60-70 万个。公司目前打算先把新增的屏幕消化，明年扩张进度会结合宏观情况和客户需求，如果明年卖得好，会扩张 50 万屏左右，如果经济不好就不会扩张。

2. 点位分布上，2017 年电梯海报覆盖 48 个城市，三四线城市基本没有覆盖；一线城市 4 个，二线 30 余个，48 个城市里面少量三线。18 年底覆盖 220 个城市以上，三四线城市渗透加快，但是二线点位的数量增长更多。增量媒体中，约 80% 的电梯电视增加在一二线中。分众的点位增量来自现有住宅和写字楼的加密布局，以及新增住宅和写字楼，每年新增住宅和写字楼大约 7% 的增长。
3. 电梯海报（框架）中，一线占比 20%，二线占比 55-60%，三线占比 20%。二线增速最快，但三线扩张也很快，框架从年初不到 10% 增长到 20%，数码海报从年初的 1% 增长到 8%。公司目前没有对新增点位拆网出售，已签订单没有涨价。大多数客户把三线作为补充。因为点位增加，明年的整体价格会上涨，但单屏价格会下降，三线城市也会拉低点位租金，所以整体毛利率不一定会下降。但由于新增投放没有拆网来卖、原有订单也没有加价，所以毛利率下降是由收入成本未匹配造成的。由于经济环境约束，明年初不会立即提高刊例价，看卖的怎么样再定年中是否提价。
4. 公司的下一核心战略为第二曲线的投入——数码竖屏媒体。简单解释一下第二曲线：“任何一条增长曲线都会滑过抛物线的顶点(增长的极限)，持续增长的秘密是在第一条曲线消失之前开始一条新的 S 曲线。在这时，时间、资源和动力都足以使新曲线度过它起初的探索挣扎的过程。”也就是说数码竖屏媒体是公司确定的第二个长期增长来源，目前属于培育的阶段。数码媒体是竖屏，有三个尺寸：32 寸带触摸屏、25 寸和 19 寸带视频的，25 寸主要应用于电梯之中。后面这两种小尺寸的屏幕，在宣发成本上比发传单更加便宜，对于中小商家有极大的吸引力。分众准备将大城市的核心区域全部扫荡一遍，买下所有广告位，然后让商家自己去投放，在线上自我完成交易。已经铺了很多屏幕，软件还在开发，四季度就有可能推出，之后会不断完善。笔者这个月在北京的某个写字楼已经看到了数码竖屏，应该是已经上线了，先有一些小客户试用，到明年上半年会有大量的试用。只要性价比足够高，公司相信在明年下半年会出来很多的订单。分众将这一模式作为自己的第二曲线，可见对这项业务的重视程度。这项业务和以往的大客户战略截然不同，说明公司认识到单靠大客户无法维持高增长，发展长尾客户，建立起服务中小商户的线下平台才是未来保持高增长的核心所在。

二 竞争优势及增长空间

1、楼宇广告业内竞争格局

江南春自 2003 年首创楼宇媒体，连续 15 年牢牢占据着市场的垄断地位。在分众传媒之外，存在一个第二梯队，如华语传媒、城市纵横这些梯媒企业。尼尔森的调研数据显示，从核心城市核心楼盘覆盖率上看，分众传媒是绝对龙头，华语传媒排第二，精视传媒排第三，新潮传媒第四，城市纵横排第五。

华语传媒自 2006 年进入电梯媒体行业，在全国近 121 个大中城市有约 128 万块电梯海报，规模是分众一半左右。城市纵横成立于 2009 年，也有近十年的经营，屏幕资源 100 万块左右。华语媒体和城市纵横均瞄准核心城市商业楼盘和住宅，以靠拢大客户为策略，与分众传媒在商业模式上没太大差异，但多年以来保持着与分众的差距地位。华语认为楼宇媒体公司之间资源是互补的，一家公司也很难满足客户对覆盖率的需求，因此，许多大型品牌客户往往会几家公司同时选择投放，以求最佳传播效果。

雷帝网曾对华语董事长有过采访，华语表示这些年坚持下来不容易。作为户外媒体，过去 10 年无数企业模仿分众传媒，几乎都自生自灭了，最近几年来，分众传媒基本不怎么进行收购，整个市场上的参与者其实并不多，距离也很远，很多企业渐渐都消失了。一直到今

天，华视传媒、航美传媒，触动传媒这些融到过数亿美元，市值膨胀到十几亿美元等公司也生存得非常艰难，华视资不抵债已经被纳斯达克清退，航美在美股只剩下 8000 万美元市值，触动传媒已宣布破产。

为什么资本护航却全军覆没，华语表示因为这里面有巨头更有许多外行很难懂，只有在其中做过十年以上摔过许多坑的人才领悟的原理。至于这个原理是什么，就是不足为外人道的秘密了吧。

2、分众传媒竞争优势（护城河）

单位：万元	分众传媒 18 年半年	城市纵横 18 年半年	华语传媒 17 年半年	新潮传媒 17 年
成立时间	2003 年	2009 年	2006 年	2013 年
屏幕资源	约 216 万块	约 100 万块	约 128 万块	
总资产	1,745,526	23,998	15,209	26,400
应收账款占总资产比	27%	68%	46%	
资产负债率	27.37%	38.06%	8.12%	
营业收入	710,998	14,484	10,899	20,000
毛利率	72%	51%	44%	
销售费用率	17%	21%	24%	
管理费用率	4%	4%	9%	
归股东净利润	334,696	2,675	787	-10,000
单屏收入（元）	3,292	145	85	
净利润率	47%	18%	7%	
ROE	56.48%	44.49%	14.79%	
经营活动现金流量净额	124,701	-1,171	3,682	

比较分众传媒、城市纵横、华语传媒和新潮传媒的财务数据，可以清晰看出分众传媒在盈利能力和回款能力上的绝对优势。分众的应收账款占总资产 27%左右，城市纵横和华语传媒分别占 68%和 46%。分众的毛利率高达 72%，城市纵横和华语传媒分别为 51%和 44%。销售费用率和管理费用率也是分众最低。单屏收入上，分众的单屏收入半年可以做到 3292 元，而城市纵横和华语传媒只能做到 145 元和 85 元，净利润率和 ROE 差距拉开较大。而新进入者新潮传媒还没有实现盈利。为了在同业竞争中分得蛋糕，新潮传媒凭借巨头支撑大幅亏损，上游补贴物业获取电梯资源，下游大幅补贴客户，内部大幅奖励销售人员。

那么问题来了，华语传媒和城市纵横比分众晚起步 3 年和 6 年，用了 10 多年时间做到 7%和 18%的净利润率，成立迄今 5 年的新潮，目前还在大幅亏损依靠不断融资支撑。作为拉低行业整体价格的搅局者，新潮是否能凭一己之力拉低分众的利润率？

分众与华语、城市纵横和新潮传媒之间是相同商业模式的竞争。分众传媒主要聚焦一二线城市的写字楼和高端小区，目前已经形成了垄断，该布局的已经布局了。新潮传媒抓住了分众传媒的一些空隙，布局三四线城市分众传媒尚没有占据的空隙。分众和新潮传媒的客户重叠度有一些，重叠客户包括阿里、京东等。从金额上看，新潮的介入并未影响客户在分众的广告投放，京东 1-10 月份在公司投放广告同比增加 25%，当然在多个楼宇媒体上投放，但电梯媒体广告投放的量 90%还是在分众。

分众的另一竞争对手来自梯影传媒，它的模式是在电梯门闭合后呈现出流媒体影像。从切入位置看，梯影扼守的电梯门区域是分众原本并未涉及到的位置，却是电梯中被动观看效

果最好的位置。梯影传媒已经在北上广深等一线城市和 40 余个重点城市的数千个高端楼宇电梯内部署了设备。

对于分众与梯影的竞争，个人认为，梯影这种模式更多是对楼宇广告的一种补充而非替代。首先梯影只能一部电梯一台，而分众的海报可以一部电梯两台甚至三台，一个人坐电梯的时间不会太长，同样的时间里分众推送的广告是梯影的二到三倍；另外梯影在电梯开关门的过程中是关闭的，开关门也会影响梯影广告的时长和效果，而框架海报不受电梯门开关的干扰没有间断，考虑间断的话，分众在同等时间推送的广告量可能是梯影的三到四倍。也就是说对于广告主来说，投放在分众的广告可以更高频的被看见。所以梯影的模式决定了它的单屏播放效率较低，无法承接过多广告。从体验角度，梯影的清晰度是较差的，看起来有种 low 的感觉，可能很多大企业不会选择。因此笔者认为广告主即使会在梯影投广告，也不会放弃在分众的广告。

楼宇媒体的核心优势是规模化的优势点位和销售执行力。我们看到分众在 18 年加快了在二三线城市的布局，即进一步巩固了自己的规模优势。对于租金竞价，分众表示不会在全部租位上打价格战，但核心点位必定会拿下。公司与写字楼的签约期限是 2-3 年，住宅也是 2-3 年为主，签约期间成本是锁定的。在租期内竞争者是无法撬动分众的，除非物业公司违约。另一方面，2-3 年后竞争者自己是什么一个情况还不好说，所以虽然租位只有短暂的 2-3 年，但这是分众守城池的重要时间。但租位不是同时到期的，为了续约分众可能还是会面临涨价压力。正如分众自己所说，住宅市场面临竞价压力，但写字楼上没有问题。所以说白了租位这块就是在拼谈判实力和资本实力，而分众在谈判话语权上和资本上都优于对手。在经济下行期间客户回款缓慢，分众有足够的现金流被占用 50 亿的应收账款，同时扩张 7 个亿的媒体设备和 5 个亿的预付租金和设备，账面现金还有 36 亿，竞争者是否有这个资本实力？

另外，面向中小商户的数码竖屏已经开始试用，数码竖屏为自助投放模式，这块业务将会打击竞争者以中小商户为目标客户的基本盘。竖屏到年底将有 30-35 万（13%左右），针对当地商户进行区域性投放。明年开始进行设备安装、形成可售状态、设计 app 等环节。目前已在几个城市试点安装 app，在部分城市地推。已经试点了部分商户，如连锁性餐饮（味千拉面）、婚纱摄影等。大家都在期待分众携手阿里后会有怎样的化学反应，公司介绍，和阿里在业务上的合作主要就是竖屏。

第三点竞争优势是关于精准投放能力。相比以往的广撒网式投放，客户越来越重视广告投放效率和效果，也就是如何知道我的投放方向是面向目标人群的，以及如何知道我的投放有到达了目标人群的眼球。分众在精准投放上已经找到了自己的方式，即物业云、搜索云、电商云，三云合一。数据库的构建使精准投放具备基础，在投放效果测算上，分众到年底会有 30-35 万的 LCD 显示屏（13%左右），LCD 可以测算到达率，该项数据可以反馈给客户。所以，如果分众能在精准营销和到达率反馈上提供显著优于竞争对手的服务，无疑将进一步提高客户黏性。

最后，租位可抢，但分众的品牌推广能力是众竞争者无法比拟的。从褚橙、神州租车、瑞幸咖啡、瓜子二手车、饿了么等等以往案例来看，江南春带领的分众知道如何抢占心智，让客户用有限的预算达到引爆口碑的效应，实现与客户的共赢。不同阶段的 brand 需要不同的广告策略，分众在广告界多年的专业经验能够助客户一臂之力，个人认为这是广告主不会离开分众的根本原因之一。可能有点位、有屏幕、有资本就能干媒体，但能够 15 年在资本的挑战中立于不败，必然是有无法模仿之处。

3、楼宇广告发展空间

1. 楼宇广告的替代性

随着移动互联网的兴起，人们的大量注意力时间被互联网所占据，所有其他的媒体渠道

效果都在下降。电视、报纸杂志等传统信息渠道被互联网取代，而互联网广告太多，信息太碎片化，一般也不会点开。分众的广告也受到移动互联网的冲击，2015年上市时分众曾对移动互联网兴起替代线下媒体充满焦虑，但几年以后，大家发现移动互联网的冲击对电梯、影院这样的“必经”、“核心”线下场景的替代性也没有那么强，反而移动互联网APP的流行更迭速度快，更容易被替代。而且，互联网公司自身也极度渴求流量，向天猫、京东双11购物节也会在分众传媒打广告，曾经让分众焦虑的移动互联网反而成了第一大客户行业。

2. 楼宇广告的发展空间

经过在楼宇媒体行业15年的发展，分众已经覆盖了200个城市200万个终端。2018年2月，江南春在分众传媒15周年年会上表示，随着中国经济的快速增长，分众传媒在未来应该至少达到覆盖500个城市500万个终端5亿城市新中产的目标。分众在今年的新增扩张有80%在二线城市，三线城市的发展速度也很迅速。截至2018年7月，公司媒体资源数量达到216.7万，较之2018年3月底增加56.8万个，增幅高达36%，到今年年底可售自营点位将达到250-270万个。明年视经济情况，如果卖得好还会扩50万个左右。

笔者认为楼宇广告的增长空间来自以下三点：

1. 覆盖增量消费人群。2015年，分众赌对了一个场景，就是电梯作为城市化的基础设施。我们国家的城市化进程会持续推进，而电梯将是城市化中非常重要的基础设施。随着城市化进程的步伐，消费人群已经在进行从2亿到3亿的过程，还将继续从3亿到5、6亿的进程，覆盖增量消费人群是各大消费品企业在做的事情，所以也是线下广告媒体在做的事情；
2. 加密布局现有城市。城市新增配有电梯的住宅和写字楼，数据显示中国每年新增住宅和写字楼大约7%的增长。比如上海是分众的大本营，分众在上海的布局早已完备，但随着闵行、虹桥这些新商务区的崛起还是会有新的机会；
3. 中小商户市场，也是增长的最主要动力。数据显示中国有5000余万中小商户，平均每个商户一年的营销花费在3万元左右，一线城市更是高达5-8万元，所以中小商户是一个千亿级的市场。线上方面，淘宝加天猫的商户数量在1050万左右，16年阿里的广告营收达852亿元，平均到每个商户的收入是8000多元；美团点评的商户数量在500万左右，17年美团点评的在线营销收入为47亿元，平均到每个商户的收入是940元。当前服务中小商户的线下广告市场还没有巨头参与，只有一些分散的小型玩家。因为中小商户的特点决定了其对于大规模的覆盖率是没有要求的，所以中小型玩家在这个市场得以生存。

不同于大客户与消费者建立情感链接的需求，中小商户做广告看重的就是“流量”和“即时效果”。分众切入中小商户市场的思路是快速占位，将大城市的核心区域全部扫荡一遍，买下所有广告位，年底前将铺开30万个广告位。住宅的放在梯内，写字楼的放在每层，一层做大品牌广告，每个楼层做面向中小商户的竖屏广告。按分众200多万的框架+视频屏幕数量推算，如果未来每个框架+视频屏幕所在的电梯或楼层都配有一个竖屏，那么竖屏数量也将到达200万余个。在中小商户规模上，由于中小商户线下营销主要覆盖2-5公里左右，所以按照美团点评这种本地生活类的规模（500万个）进行预测，如果分众能够把十分之一的本地商户转化为客户，那么就是50万商户的规模，平均每个商户投放在4-5个屏幕。刊例价上，参考小区楼宇广告投放平台“传不APP”价格，根据不同城市等级，传不的广告价格在99-359/面/周左右，这里按照150元/面/周的价格。很多中小商户的投放不是全年，比如新店开业、活动优惠、产品升级等，所以这里取投放1.5个月(6周)的平均投放期。所以，未来分众在中小商户市场的年收入规模推算在 $500000*4*150*6=18$ 亿元，占分众当前收入的13%左右。模式做起来以后在商户、点位、单价上都会有

更大的增长的空间，未来 3-5 年分众如果做到这里预测的规模也将是很好的成绩。

中小商户市场的利润率低于大客户是一定的，付出同样的成本，大客户可能带来 1 亿+的收入，小客户可能就几千几万块。用同样的销售模式做中小商户肯定不赚钱，所以公司采取自助投放模式。这一模式分众早前就已经尝试过，但收效甚微。当下再做这件事与以往之不同，是因为消费者在线上平台被教育过了，现在线下再去做这件事比前几年更有把握。但这一模式还没有被任何广告商经营成功过。分众表示明年下半年将是竖屏发力的重要时期，竖屏模式效果如何，明年可知一二。

关于楼宇媒体的天花板，笔者认为有以下两点：

首先是楼宇媒体行业的规模上限，中国广告市场规模在 6500 亿左右，楼宇媒体占 2% 左右，分众的市占率已达 90% 以上，分众的上限基本就是楼宇媒体行业的上限。楼宇媒体的进一步扩张可能来自两点：1) 广告市场规模整体扩张，广告市场与 GDP 正相关，经济增速下降时广告市场可能负增长，经济上升时广告市场可能有 2-4% 的增长；2) 楼宇媒体局部扩张，局部扩张来自两方面，开发未满足的需求和替代其他媒体。上段所说的增量空间其实都是开发未满足的需求，也是增长的主要来源。至于替代其他媒体，目前发生的替代主要是传统媒体（电视、报纸等）转移到互联网，因为人们获取信息的方式变了，但线下的户外媒体与人的活动场景相关，而人的活动场景并不会发生太大变化，所以户外媒体之间要发生替代是较难的。

第二个天花板来自楼宇媒体这一模式要求城市符合密度高、消费人流多的特征，使得楼宇媒体难以在多个国家复制。分众首先在韩国 15 个城市展开尝试，目前尚未盈利，个人认可分众这样先在一个国家成功后再攻下一寨的稳扎稳打策略，多点布局消耗太大且成功率低。如果在韩国成功，可以扩张到下一个东南亚国家。如果难以成功，可能楼宇媒体模式还是局限在中国市场。

4、影院广告前景

这两年分众的影院广告表现不好，似乎与火热的电影市场不相匹配。对此分众表示，影院广告收入和电影票房不是线性的关系，映前广告的低迷主要是由于监管层面查偷税漏税，影片的立项会被拉下来，现在也没有好的内容，影片的数量也不多。而且影院不是所有广告主都会投的，不是一个高频的场景。分众的影院广告在 17 年的增速只有 14%，同期影院广告行业增速有 25.5%。公司在这块做的确实不够好，官方预计 18 年四季度的影院广告收入可能同比下降 20%。因此影院广告不是短期的增长点，未来几年也难以估计增量，鉴于影院广告占比不到 20%，本文的分析还是着重在楼宇媒体上。

上面介绍了分众传媒的基本情况和竞争优势，简单来说，分众传媒的护城河体现在：(1) 覆盖最多的中高消费人群使其具有获得大客户订单的能力，(2) 三云合一（物业云、搜索云、电商云）的数据资源和技术优势使其在精准营销、千人千面的能力上处于领先，(3) 以梯媒创始人江南春为首的销售实力，(4) 抵御竞争和培养新动能的资本实力。为抵御竞争，分众传媒在 18 年加速规模扩张以缩小留给竞争者的机会，并开发数码竖屏业务（互联网模式）进军中小商户市场，未来形成第一曲线做品牌（大客户），第二曲线做流量（中小客户）的并行战略，巩固长期优势地位。

即使是长期护城河坚实的公司，每个阶段也会面临不同的挑战。分众当前面临两大战役，一个来自打价格战的同业竞争，一个来自中小商户新业务的未知走向。打仗讲究“先胜而后求战”，对于价格战，杀敌一千自损八百，这反映为分众的单屏成本上涨叠加屏幕扩张导致的总成本上涨压力，进而影响明年的业绩增速。对于新业务，能做到多大的规模，

需要费时多久，是现在连分众自己都不知道的事，现在谈“胜”，为时过早。

长期价值面临短期波折，这样的公司值得关注和持续跟进，重点是择时和择价。时机不是指大盘的时机，而是指到明年下半年分众的竞争战和新业务战更加清晰的时机。至于价格，估值是预期的反映，而预期本就因人而异。关于分众的预期分歧很大，所以这样的公司最容易出现预期差。分众的风险都是明牌，大家说来说去都是那些观点：不确定的销售预期、确定的成本上涨、第二曲线的发展使未来三年的利润承压、竞争加剧、现金及理财大幅减少、应收账款回收放缓、多元化投资损失、不确定的政府补贴、超过 50%的解禁股抛压。是不是风险多的公司就不值得投资？我想说，没有好的风险或坏的风险，只有定价错误的风险。本文将分乐观、中性和悲观三种情形试图寻找最合理的预期，从而给出估值。

在分析估值之前，首先进行基本面分析。

三 基本面分析

本章篇幅较长，为方便阅读先上结论：

1. 整体来看，上市以来分众的营收和净利一直在增长，18 年营收增长从去年的 18%一跃达到 26%，毛利率保持在 70%以上，销售费用率和管理费用率这几年持续下降，体现了边际成本和费用递减的规模效应，**获取大客户的实力是分众区别于竞争对手盈利能力的核心原因**。但随着分众明年开始发力中小商户市场，未来三年可能是分众营收增长最快、但利润平缓的时期，不能对未来三年的利润增长太过乐观。

2. 经济下行期间逆势扩张，成本端的屏幕数量和单屏成本上涨导致三季度成本涨幅在 70+%，新增屏幕还未开始贡献收入，拉低了 18 年资产周转率，但是暂时性的。明年新增收入是否能够覆盖成本涨幅还不确定，分众在明年初不会直接涨价，要视明年的销售情况而定。明年的收入增长可能来自刊例价上涨、广告量增加以及分网销售带来的额外收入。如果分网销售不成功，或者客户不愿为新增的点位买单，那么分众明年的收入增长会遇阻。分众高管表示，明年会对新增点位收费。

3. 资产负债率低（26%），现金充足（43.4 亿的现金及理财资产），现金回款率较高（现金收入比在 1 左右）。但 18 年现金回款率下降迅速，从 97%下降至 70%，应收账款大幅增长，因以大客户为主，公司对回收能力保持乐观，应收账款坏账计提审慎。公司的现金储备和现金回款能力足以抵御经济风险和竞争压力。

4. 值得警惕的是分众在主营业务以外的投资业务，分众在 16 年和 17 年以投资方式介入多种多元化业务（小贷、娱乐、体育等），各项没有控制经营权的投资出资达到 37 亿+，占到总资产近 20%，但尚无法形成经营性收益，2 年多的时间里亏了 2 个亿，18 年已形成 7,000 多万经营性亏损。17 年和 18 年通过“处置数禾科技丧失控制权”和“被动稀释分众福利丧失控制权”，分众分别确认了 7.1 亿和 8000 多万元的会计利润，让管理层给人“不老实”的印象。不考虑会计利润，投资业务拉低了资产周转率，从而拉低了 ROE。由于分众主营业务的高利润率，使得净资本（E）每年增加，而新增的 E 在前几年投在了没带来收入或盈利的多元化投资（除了 17 年的大额会计利润使得当年的净利润率激增），从而使资产周转率下降，所以未来如果不提高新增资本的盈利能力，ROE 将继续下降。随着 18 年回归主营业务投资，19 年将会带来新增的收入，将体现在资产周转率的回升上。

5. 分众对客户的应收款包含在“应收账款”和“其他应收款”两个科目，“其他应收款”是如何不同于“应收账款”的没有披露。这里面可能水很深，如果有懂行的朋友请相告。17 年分众计提了 1.7 亿的资产减值损失，其中 7400 多万来自应收账款，9700 多万来自其

他应收款。在 17 年半年时，其他应收款余额只有 600 万，17 年底也只有 6900 多万，意味着 17 年下半年曾冒出 9700 万的坏账准备又在 17 年底消失了，只留下了 9700 万的资产减值损失痕迹。这一数字超过了坏账准备余额也超过了当年已核销的坏账准备金额，意味着这 9700 多万对应的其他应收款余额和坏账准备在 17 年底时已经不在分众的报表上了，由此推断是来自已经在 17 年底之前因丧失控制权而出表的“数禾科技”，也就是说，向数禾科技拆借的 5.6 亿元，已经有近 1 亿收不回来了，在 17 年计提了坏账。也就是说，超过 37 亿的财务投资，除了 2 亿的股权损失以外，已产生了 1 亿的债权损失。对于每年经营现金流超过 40 亿的分众来说，37 亿的投资和 3 亿的损失是个可以承受的教训，但是以后投资就不要瞎搞了。

6. 政府补贴占营业利润 10%，根据招商协议，有两大政府补贴合同已于 17 年到期，但从 18 年前三季度的披露来看，分众仍然收到了 6.1 亿元财政补贴，金额超过去年同期，所以政府补贴很可能是得以延期。

7. 综上，未来三年分众可能随着发展第二曲线而净利润率阶段性下降；资产周转率可能随着新增屏幕创收而提高，前提是财务投资不会出现亏损放大；高盈利增厚净资产从而增厚总资产，使权益比率继续下降；所以整体看**未来三年 ROE 很可能是下降的趋势，但 ROE 的下降是阶段性的，实现第一曲线和第二曲线的衔接后，ROE 将重返势头。**

1) 利润表

1.1) 利润表——主营业务

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1H
营业收入(万元)	862,741	1,021,313	1,201,356	710,997
同比	15.1%	18.4%	17.6%	26.0%
毛利(万元)	608,764	719,403	873,683	510,606
同比	15.7%	18.2%	21.4%	30.9%
毛利率	70.6%	70.4%	72.7%	71.8%
销售费用率	20.0%	19.0%	16.6%	15.6%
管理费用率	5.1%	4.6%	4.4%	3.0%
净利率	39.24%	43.55%	49.72%	44.03%

① 营业收入：近几年营业收入增速提升较快。2015 年，分众赌对了一个场景，就是电梯作为城市化的基础设施。我们国家的城市化进程会持续推进，而电梯将是城市化中非常重要的基础设施。分众在 2016 年上市后第一年大幅扩张媒体资源，电梯媒体数量增加 33%，影院媒体数量增加 54%，而当年营业收入增加只有 18% 左右，因为分众的模式是全网销售，当年新增点位不会加价。2017 年着重在现有媒体资源的价值提高，媒体扩张幅度仅 7%，但当年营收增加 17.6%。2018 年上半年营收提速，主要受二季度世界杯的驱动。因为其以往是全网销售的模式，增量屏幕无法单独带来增量收入（18 年四季度开始分网销售，将点位打乱之后重新分配为 A1 A2 A3，整体上各分拆网络的点位数量和质量平均，因此基本上每个网价格平均，客户可以选择单网投放，也可以选择多网投放，龙头客户基本还是全网投放），所以往年的收入增长要么来自刊例价提升，要么来自更多的广告投放。因为没有非常详细的数据，无法看出这两项因素对历史增长驱动的比重。而 19 年开始，收入增长可能来自刊例价的提升、广告量的增加、以及分网销售的额外收入，选择分网投放的客户原来在全网投放的支出则会转移。

② 成本方面，分众营业成本主要是媒体租赁成本（70%-75%），其余为薪酬、设备折旧和其他成本，设备折旧期为 5 年。15 年至 18 年上半年，分众的成本增幅分别在 13.7%、18.9%、

8.5%和 21.7%，增幅基本小于收入增幅。因为租赁成本是大头，总成本与租赁成本的变动总体一致，比较蹊跷的是折旧成本，16 年电梯和影院设备增加 33%和 54%，但 16 年折旧费用却减少了 6.3%；17 年设备数量增加了 7%，但折旧费用仅增加 1.75%。分众上市以来没有变更过折旧政策，为何会出现折旧与设备增加不匹配的情况？分众自己解释原因有两点，一是有些设备已经提满了 5 年折旧 16 年开始不用再提了，二是新增设备主要是单价较低的海报媒体，也就是说新增设备的折旧低于不用再提的设备折旧。勉强信吧，这意味着在设备升级期间会出现折旧突增的情况，18 年三季度成本突增 73.6%就有这个原因。

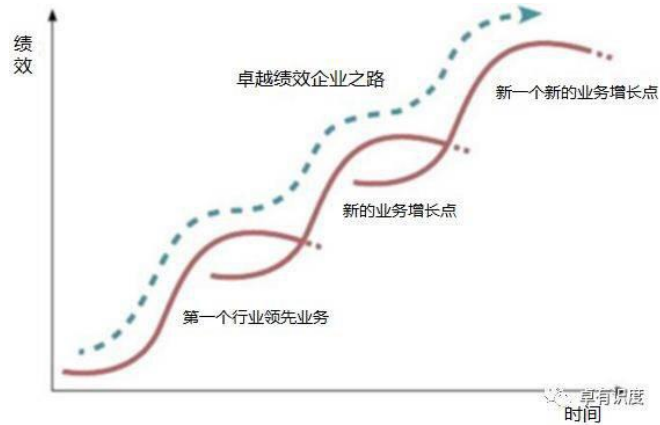
在“上下游行业”部分曾对比过媒体租赁成本与媒体数量的关系，数据上印证了分众对于上游租金价格的把控能力。分众的成本上涨主要来自租赁成本，而租赁成本上涨主要由于租赁点位增加。竞争加剧环境下，公司对写字楼的议价能力依然很强，在住宅市场存在竞争压力，整体单屏成本有 10%左右的上涨，且到今年年底屏幕数量涨幅将到 50-60%，所以四季度以及明年的成本增加是确定的。

③ 毛利方面，毛利率保持稳健增长，且毛利增速高于营收增速，说明营业成本增速低于收入增速，体现了边际成本递减的规模效应。但由于收入增长不确定而成本增长的确定，明年有增收不增利的可能性。

④ 三费：公司的财务费用是净财务收入，费用项仅包括销售费用和管理费用。销售费用和管理费用占收入的比重都是按年下降的，公司解释这得益于对销售业务费和销售薪酬的有效控制，其实另一方面是得益于分众的大客户战略。付出同样的成本面对不同客户的回报不同。所以未来分众进军中小商户市场后保持利润率的唯一途径就是通过线上自助 app 实现低成本的规模化投放，否则也是赔本赚吆喝。

⑤ 净利率：净利润率在 2016 年提升 4.3 个点，原因有 3 个，一是政府当年补贴提高 5.7 亿，二是销售费用率和管理费用率下降 1.5 个点，三是折旧费用下降。17 年净利润率再次提升 6.17 个点，一是毛利率提升 2.3 个点，二是销售费用率和管理费用率下降 2.6 个点，三是当年确认 7.1 亿的丧失数禾科技控制权会计利润。18 年上半年净利润率下降 5.69 个点，一是毛利率下降 0.9 个点，销售费用率和管理费用率再降 2.4 个点，但今年没有了 7.1 亿的大额会计利润。

抛开政府补贴和会计利润的影响，分众的毛利率在 17 年是上升的，16 年和 18 年上半年小幅下降，销售费用率和管理费用率这三年持续下降。分众是的大客户战略使销售费用率和管理费用率得以持续降低。对比同业，华语传媒的净利率在 10%，新潮传媒还在大额亏损，大家的商业模式相同，造成毛利率和费用率差异的关键就在于订单量和单笔订单的利润，也就是获得大客户的能力差异。所以未来分众开发中小商户市场，在前期难免拉低整体净利率，这个预测也得到分众高管的呼应：“**分众是以「每年 10%的点位增长，利润保持 30%的增长」，还是反过来增长的模式，用更快的规模营收拉动增长，公司认为后者才是正确的方式。分众目前走在转型变革的过程当中，利润率可能会受到一定的影响，但是营收在增长未来 3 年可能是增速最快的时候；等未来扩张完成之后，又会有全新的增长动力，第二曲线的利润率也会提升起来。**”所以，未来三年是分众增长接力的时期，不能对利润增长太过乐观。下图是公司增长曲线接力的示意图，未来三年分众可能就处于第一曲线和第二曲线交接的阶段。



1.2) 利润表——投资业务

在经营主业的同时，分众也有进军娱乐体育和金融行业的野心，而这些战略通过投资实现。分众在 2015 年和 2016 年年报中对公司战略是这么写的：

分众传媒未来的定位主要概括为三个圈。生活圈，娱乐圈和生态圈。生活圈战略将聚焦于分众传媒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的下沉；娱乐圈战略在于我们将持续加大在体育娱乐领域的投资。进入电视内容的制作发行，电影制作发行，体育节目制作发行和赛事运营等领域组合，运用分众传媒现有的宣传平台，拉动这些内容及活动的用户影响力，依靠分众传媒现有的强大的上千人的广告销售网络为以上内容及活动创造更大的收益，也在核心娱乐方面为广告主创造更全方位的品牌传播方案。生态圈战略在于从媒体生活圈向人与信息，人与生活，人与金融对接的生态圈领域进军。所以分众传媒未来的战略是一靠媒体广告，二靠体育娱乐，三靠生活服务与互联网金融。

(3) 生活+移动互联网战略——人与信息、服务、金融的生态圈

在O2O生活服务领域公司与新浪，易居中国一起投资了社区APP实惠，用户量已超千万切入社区服务。在人与金融领域，公司投资了金融APP叫拿铁财经已经上线，从金融个性化资讯聚合切入到机器人智能理财再到金融超市，拿铁财经还推出了帮用户还信用卡贷款与分期的业务叫还呗近期已经上线，依靠公司对中国3亿都市人群的有效覆盖，推动公司流量变用户，用户变交易的生态圈战略。公司将深耕连接用户与生活消费的O2O生态圈，实现战略性的产业升级。

(4) 收购兼并计划

上市公司将充分发挥股东及管理层在收购、整合方面的经验和能力，考虑基于已占据的生活空间，通过自建、参股或兼并收购等多种方式拓宽LBS 和O2O的广度和深度，通过连接社区用户与周边生活服务、连接办公楼宇与周边餐饮、外卖、代购、连接同一社区内或办公楼内的人与人的移动社交服务，为用户更好的提供基于地理位置的O2O 生活消费服务。

这几年分众确实按照上市时制定的战略，在体育、娱乐、互金业务上频频布局，具体投资金额和收益整理如下。截至 2017 年底，分众在非主营业务上的布局如下：

被投资企业	投资时间	合并关系	出资额	2016 年 确认损益	2017 年 确认损益	2018 年 1H 确认损益
数禾科技	2016 年	联 营 合 营 公司(42%)	43,600 万	-2,308 万	权益亏损 5,614 万, 丧失控制	-1,719.9 万

					权会计损益 7.1 亿	
分众体育	2016 年	子 公 司 (51%)	5,002 万	未披露	未披露	
分众福利	2017 年	子 公 司 (60%)	未披露	na	na	权益亏损 287.8 万, 丧失控制权会计损益 8,237 万
分众娱乐	2017 年	联 营 合 营 公司	3,000 万	na	-39.4 万	-116.4 万
南京功夫豆	2017 年	联 营 合 营 公司	2,000 万	na	-167.4 万	-101.7 万
上海景栗	2017 年	联 营 合 营 公司	3,000 万	na	-2.25 万	-129.6 万
北京影之宝	2017 年	联 营 合 营 公司	4,000 万	na	-38.1 万	268.5 万
苏州晴雨	2017 年	联 营 合 营 公司	1,000 万	na	-127.6 万	-94.1 万

除股权投资外，分众还对被投资企业进行资金拆借：

	拆借金额	拆入	拆出
数禾科技	55,970 万	2016 年 12 月	2019 年 12 月
分众娱乐	5,767 万	2017 年 8 月	2022 年 8 月

截至 17 年底，分众在非主营业务上通过股权投资超过 6.2 亿，资金拆借超过 6.17 亿，而 2 年半的时间里确认了 1 亿的权益亏损，但通过丧失控制权确认了 7.9 亿的税前会计利润。公司对新增长点的探索值得肯定，新业务前期亏损也很正常，但我们看一下分众重金砸了什么。

数禾科技是分众下注最大的一笔投资，其下有“还呗”和“拿铁财经”两个产品。还呗是信用卡分期还款 app，拿铁财经是一个理财投资 app。分众在 2016 年出资 4.36 亿投资数禾，2017 年就出售了控股权，战略投资变财务投资，收回 4.55 亿，对数禾持股从 70% 降至约 42%，尚有对数禾的资金拆借 5.6 亿左右。数禾科技在 2016 年底净资产仍为 4,600 万左右，2017 年增资前的净资产仅剩 557 万。红杉、信达和诺亚以 4.7 亿的总对价购买数禾总计 32.58% 的股份，此时数禾估值达到 14.4 亿，相当于分众投资时的 2.2 倍多，这笔交易的估值使分众通过丧失控制权确认了税前会计收益 7.1 亿元，而从现金角度讲分众的收益只有 1900 万，正好是 1 年 4.35% 的基础利率收益，不禁让人联想这笔交易的动机。红杉、信达和诺亚都是资产管理性质的公司，表面上看完全独立，但实际出资人是否和分众有关联？4.7 亿的出资即可获得 7.1 亿的会计盈利，反映在资本市场估值就是几十亿的收益，通过二级市场完全能把这笔钱挣回来。显然我不是唯一怀疑这笔交易动机的人，证监会针对这笔交易也发了问询函，分众中规中矩地回答了，但这种做账做出来的利润足以让人对公司的 Integrity 产生怀疑。

2018 年，分众又一次出现了丧失控制权增厚会计利润的事情，这次的主角是分众福利。分众于 2017 年设立分众福利，经营文化策划，出资额未披露，注册资本 1,000 万，到 2018

年，新进入投资者以 3,000 万元投资分众福利 14.29% 的股权，使分众持股比例从 60% 被动稀释至 40%，剩余股权价值从 135.5 万升值至 8,372.7 万！通过这笔交易分众在 18 年确认了 8,237 万的会计收益，而同期的权益亏损 287.8 万，只想为分众的财务高管们鼓个掌。

总结分众这几年在战略投资方面的战绩，总共出钱 12 亿多，一共亏了 1 个亿。除了有一家股权被稀释收回本金挣了个基准利率，还有 8 亿资金没收回来，每年要至少确认 3,000 多万的亏损。如果是战略性投资培育未来增长点可以理解，但子公司只有一家投了 5000 万，其他的都是没有控制权的财务投资。可能正如分众自己所说，“公司前 3 年没找到发力的方向。”

除了联营合营外，分众还进行了 30 笔左右的纯财务投资，共斥资 29 亿元，计入可供出售金融资产，损益计入所有者权益，不影响损益，我们看一看财务投资的业绩：

可供出售金融资产	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3Q
账面价值	45,070.6 万	129,583.9 万	206,911.4 万	281,285.8 万
公允价值变动损益(权益项)	-	-	-1,045.3 万	-5,197.7 万
减值准备	-	-1,184.5 万	-2,224.7 万	-

也就是说，分众出资了 29 亿的财务投资，在 2 年多的时间里亏了 9,652 万元。加上上面的 8 个亿出资和 1 亿亏损，总共是 37 亿的投资和近 2 亿的亏损。

不知这几年多元化投资的收效是否也使分众开始反思自己的战略，2017 年年报中，分众对未来展望中已经没有了关于娱乐圈、生态圈的描述，只是围绕广告主业，提出了“覆盖 500 城、500 万终端和 5 亿新中产的新目标”，另外就是响应国家“一带一路”发展战略，布局海外业务。2017 年，公司已投资设立韩国子公司并投入运营。未来，公司还将在新加坡、印尼等海外市场进行布局。如果分众能及时收缩战略，37 亿的投资、每年不到 1 亿的投资亏损并不会对分众每年 30 亿的经营性现金流量和 40 多亿的经常性利润形成实质影响。评价一个公司的好坏，除了看主营业务的盈利能力以外，CEO 对资本的运用策略也是影响 ROE 至关重要的因素。

1.3) 利润表——政府补贴

花了诸多篇幅讲投资业务，现在终于来到影响分众盈利的另一重要因素——政府补贴。分众的历年政府补贴如下：

计入：	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 YTD
营业外收入	47,043	103,665		
其他收益			73,561	60,434
递延收益	90	393.4		
合计(万元)	47,133	104,058	73,561	60,434
占营业利润	13.48%	24.19%	10.15%	10.40%

分众收到的政府补贴，主要来自上海财政、成都财政和宁波财政。以下是这三地财政补贴的期限：

上海市长宁区商委财政支持	2017 年（曾延期 3 年）	全部当地税收部分的约 80%
成都高新园区财政支持	2017 年	

宁波大榭开发区财政支持	长期	营业税 80%, 企业所得税 32%
-------------	----	--------------------

各地对分众的政府补贴源自招商协议，分众在该地区设立公司经营，地方财政将其每年上缴给当地的所得税和营业税中，属于地方留存的部分按照约定比例返还。从上表看上海长宁和成都的财政支持已经过期，但从 18 年前三季度的披露来看，分众仍然收到了 6.1 亿元财政补贴，金额超过去年同期，所以政府补贴很可能是得以延期。

由于政府补贴占分众的营业利润比重超过 10%，并且补贴金额在这几年呈下降趋势，一旦未来补贴减少可能对盈利水平有明显影响，因此政府补贴是市场对分众的担忧之一。

1.4) 利润表——调整会计利润、政府补贴和所有者权益中财务投资亏损后的净利润

无论是丧失控制权形成的会计利润或是无法预测的政府补贴，都不是经常性利润，而计在所有权益里面的财务投资损益却影响着实际的盈利能力，因此我们给分众的报表洗个澡，从归母净利润出发，扣除政府补贴和丧失控制权会计利润，并纳入放在权益项下的投资亏损：

单位：万元	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 YTD
归母净利润	338,914	445,121	600,471	480,976
归母净利润增长率		31.3%	34.9%	22.81%
剔除(税后):				
-丧失控制权相关损益			53,000	6,127
-政府补贴	35,282	77,749	55,171	45,805
纳入:				
-可供出售金融资产公允价值变动损益			-1,045.3	-5,197.7
调整合计	-35,282	-77,749	-109,216	-57,129
调整后归母净利润	303,632	367,372	491,255	423,847
调整占原归母净利润	-10.4%	-17.5%	-18.2%	-11.9%
调整后归母净利润增长率		21.0%	33.7%	15.0%
实际扣非归母净利润	306,933	363,169	485,200	419,839
调整后归母净利润与实际扣非归母净利润差异	-1.1%	1.2%	1.2%	1.0%
业绩承诺(扣费归母净利润)	295,772.3	342,162.6	392,295.0	

⑩这里政府补贴的税后影响按 25%税率测算。

调整对分众 15 年到 18 年前三季度的损益有-10~-18%的影响；对盈利增速的影响：16 年从 31%下降到 21%，18 年从 22.81%下降到 15%，对 17 年仅 1 个点的影响。调整后归母净利润与分众披露的扣非归母净利润差异在 1 个点左右，调整不影响借壳上市时的 3 年业绩承诺的实现。

2) 资产负债表

(1) 资产负债率和权益比率

单位：万元	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3Q
有息债务				

短期借款	-	65,208	-	3,228
长期借款			84,945	89,430
无息债务				
应付账款	18,705	16,912	23,472	81,911
预收账款	35,007	45,678	41,398	32,234
其他应付款	607,895	156,514	218,590	161,475
总负债	776,561	397,547	499,672	478,025
总资产	1,250,167	1,212,906	1,555,460	1,848,553
资产负债率	62.1%	32.8%	32.1%	25.9%
权益比率	1.41	1.96	1.56	1.40

注：“其他应付款”主要为应付销售业务费和代收待付置出资产款，15年其他应付款很高系由于获得上市融资后尚未支付借壳对价。

2016年权益比率突增，主要由于权益比率反映的是加权平均资本，而16年公司有50亿的上市融资款，需要支付给七喜控股实控人，在付出前放在负债提高了权益比率。不考虑这一影响，权益比率呈逐年下降趋势，资产逐年增长，但负债并未明显增加，权益比率下降主要是由于净利润增厚了净资产和总资产。分众的经营或发展都不太依靠负债，资产负债率仅为26%，债务主要是用于韩国业务；从负债结构看，有息债务仅为总负债的20%，也就是有息债务仅占总资产的5.2%，债务质量很高。（说一句题外话，分众的上市融资都花在了买壳上，自身经营是不需要外部输血的，无论是多元化投资还是主营业务扩张，依靠内生现金流都能够覆盖，所以分众上市的目的难道是为了大股东套现吗。。。）

（2） 资产周转率

权益比率下降本身不是问题，问题在于新增的资本是否带来盈利的增加，前面分析净利润率没有大的变化，所以如果ROE变低，则是因为新增资产没有产生新的收入，则体现为资产周转率的下降。我们来详细分解分众将新增资产用到了哪里，以及新增资产为何未能驱动收入的增加。

单位：万元	2015年	2016年	2017年	2018年 YTD
总资产	1,250,167	1,212,906	1,555,460	1,848,553
资产周转率	1.32	0.83	0.87	0.85
现金及理财产品	317,646	650,834	688,025	434,460
占总资产比	25.4%	53.7%	44.2%	23.5%
应收账款	218,165	216,176	298,025	518,916
占总资产比	17.5%	17.8%	19.2%	28.1%
预付账款	60,432	70,966	72,679	184,395
占总资产比	4.8%	5.9%	4.7%	10.0%
固定资产净额	30,068	26,633	35,124	126,251
占总资产比	2.4%	2.2%	2.3%	6.8%
长期股权投资及可供出售金融资产	50,005	129,584	280,277	357,736
占总资产比	4.0%	10.7%	18.0%	19.4%

2016年相比2015年总资产下降以及资产周转率大幅下滑，主要是由于平均资产余额受

到待付借壳对价款的影响。

2017 年资产增加 34 亿，增长 28%，扣除 6.2 亿暂时性代收置出资产款后资产增加 28 亿，其中应收账款增加 8 亿，各项财务投资增加 15 亿，对数禾和分众娱乐拆借款增加 5 亿。也就是说，分众的新增资本中 2/3 投入了财务投资，1/3 是由应收账款被动增加的，应收账款属于质量较低的资产。使用的资本中，24 亿来自权益增加值，4 亿来自负债。

2018 年前三季度，现金减少 2.7 亿，理财减少 22.6 亿，合计 25 亿，总资产仍增加 30 亿，说明实际总资产增加 55 亿。其中应收账款增加 22 亿，预付账款增加 11 亿，固定资产和在建增加 10 亿，财务投资增加 7.7 亿，向联营企业拆借增加 1.2 亿。负债未增加，新增资产基本通过动用自有资金和当年盈余。新增资产中 22 亿为营运资本占用，21 亿为主营资产投资，9 亿为新增财务投资。今年主营投资大幅增长，但暂未实现增量收入，因此拉低了资产周转率。除此之外，应收账款大幅增加也是占用资金但没有收益，而分众重点布局的财务投资，到 18 年上半年已投入 37 亿左右，占资产总额近 20%，但尚没有经常性盈利，经营性亏损近 2 亿，只有会计利润 17 年 7.1 亿、18 年 8000 多万。18 年的主营业务投资和财务投资均未能实现收益，是 18 年资产周转率下降的核心原因。

3) 现金流

单位：万元	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 YTD
销售商品、提供劳务收到的现金	924,373	1,093,768	1,236,922	813,492
营业收入	862,741	1,021,313	1,201,355	1,087,659
经营现金流量	263,045	480,001	415,625	238,812
净利润	338,577	444,785	597,340	478,861
现金收入/营业收入	101.1%	101.0%	97.1%	70.6%
经营现金流量净额/净利润	77.7%	107.9%	69.6%	49.9%

① 现金收入=销售收到的现金除以广告行业增值税率 6%

现金收入占比以及经营性现金流占净利润比例在 2018 年前三季度出现大幅下降。

② 经营现金流量与净利润的差异，在 2015 年主要由于应收账款，在 2017 年由于应收账款以及处置数禾科技形成的 7 亿会计利润，2018 年主要由于应收账款和稀释分众福利形成的 8,237 万会计利润。

广告行业受宏观经济的影响较为显著，今年受宏观经济下行，分众的回款期限大幅拉长。今年前三季度总营业收入 108.8 亿元，应收账款相比去年年底增加 22 亿元，新增应收账款占同期销售的 20%。对比 2017 年新增应收账款仅占当年收入的 6.8%，而 2016 年的应收账款是净减少的。

公司认为应收账款的增加主要有三个原因：

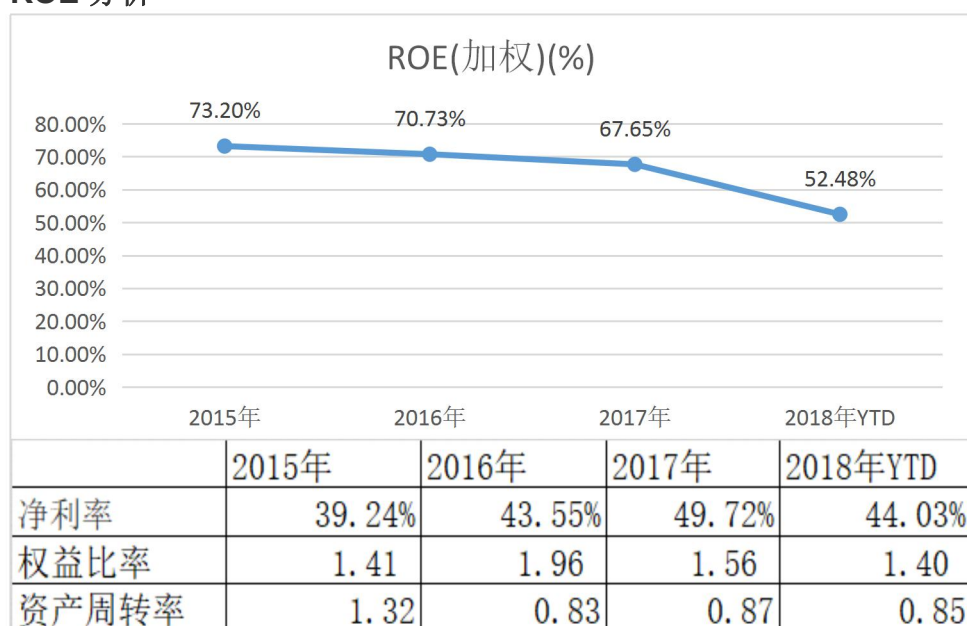
- (1) 整体经济环境流动性偏紧，但公司总体的客户质量还是比较高的；
- (2) 公司向大客户靠拢，大客户的信用更好一些，公司愿意放的账期更长；
- (3) 公司认为流动性的风险并不是经营性的风险。公司不觉得是一些客户的经营出了问题，在客户流动性紧张的时候对于一些客户没有采取一些强硬的措施。

据公司讲，下半年流动性的措施相对于上半年已经好一些了，这些公司的坏账风险还是会比较小的，能在分众上打品牌广告的公司，一般是比较大的公司，没有什么异常的坏账风险，流动性是有一定的传导效应的，比如一些汽车公司，他们自己的 4S 店也没有回款，各

个环节都在用金融工具往后挪，公司在第三季度也会加强了催收力度，不觉得会形成大规模的坏账。

从 18 年上半年的应收账款的结构上看，87%的应收账款账龄在 7 个月以内，对 1-7 个月的应收账款都提了 5%的坏账准备，这部分账款占总额的 56%，也就是超过一半的应收账款提了 5%的准备。只有 13%的应收账款账龄在 7 个月以上，对这些账款提了 30%-75%不等的准备，所以分众的坏账准备计提已经足够审慎。

4) ROE 分析



关于净利率、权益比率和资产周转率的分析已经在利润表和资产负债表分析中详述，综合反映在 ROE 上，超高的 R 使得 E 每年增加，而新增的 E 在前两年投在了没带来收入或盈利的多元化投资（除了 17 年的大额会计利润使得当年的净利润率激增），体现为资产周转率的下降，所以未来如果不提高新增 E 的 R，ROE 将继续下降。鉴于 18 年公司回归主营业务投资，19 年可能应该会带来新增的收入，将体现在资产周转率的回升上。

四 估值部分

1、分众是否还会增长

分众股价在今年经历了大跳水，从年初高点的 1800 亿到目前 839 亿左右，下跌了 46.6%；市盈率从 35 倍下跌至 12 倍，下跌超过 65%；市净率从 21 倍下降至 6.2 倍，下跌超过 70%；市销率从 16 倍下跌至 6 倍，下跌超过 62%。

从估值倍数来看，分众上市以来的市盈率平均在 24 倍，当前仅 12 倍，是上市以来最低水平；市净率的平均值在 17 倍，当前仅 6.2 倍，也是回 A 后最低水平。对于种种利空预期，市场给予了超过腰斩的估值下杀。12 倍的市盈率继续下杀的空间已经不大，现在的关键是，分众的增长逻辑还在不在、每股盈利会不会出现下降。

引用球友“丘山有道”的《从分众传媒踩踏惨案看股市三杀——估值杀、业绩杀和逻辑杀》一文，企业可能遭遇三杀——估值杀，业绩杀和逻辑杀。逻辑是投资企业的根基，它也是企业能保持现有经营态势的根据所在。逻辑不变，企业的基本面就不会变化。企业经营逻辑会不断的把估值中的预期转化为业绩。一旦逻辑发生变化，经营态势就不能持续，随后而

来的就是业绩和估值的下降——戴维斯双杀。逻辑是业绩的因，业绩是逻辑的果，企业经营逻辑的具象化体现就是经营业绩。逻辑杀代表企业的经营基本面和态势都发生了变化，这种变化不是经营过程的小波动，而是内在逻辑的变化。所以首先我们看投资分众的逻辑是否发生了变化。

(1) 未来逻辑

通过分析竞争格局得出，由于广告的核心是广告主的内容而不是广告商，因此广告公司的品牌护城河基本没有，分众最大的护城河来自规模性的优质点位使其播放的广告能到达数量最多的中高消费人群。

当前，分众在进一步扩大自己在规模上的护城河。关于租赁点位，分众不会在全部租位上打价格战，但核心点位必定会拿下。公司与写字楼的签约期限是 2-3 年，住宅也是 2-3 年为主，签约期间成本是锁定的，在租期内竞争者无法撬动分众。即使物业在合同到期前违约，点位战说白了是价格战，在经济下行期打仗，双方都面临回款放慢和逆市扩张的双重资金压力，分众有足够的资本储备和依然强劲的现金收入应战，对手和其投资方是否有足够资本打持久战还不一定。软实力方面也无需担心，公司创始人依然年富力强并长期奋战在经营一线。

分众高管称，公司关注的核心并不是来自外部的竞争，而是第二曲线的发展。不同于大客户市场，**中小商户市场的核心在于“流量”，这将考验分众做互联网模式的能力。**未来三年分众将处于转型变革期，第二曲线的发展可能拉低净利率和 ROE 水平，利润曲线变平。任何一个公司都不可能永远高速发展，在第一曲线滑落之前接续上第二曲线对公司的长期增长至关重要。新业务是未来的收益所在，有很大不确定性，在估值上不宜对未知的增长买单。

综上，**分众的未来逻辑没有破坏，大客户市场的逻辑依然完好，中小商户市场有不确定性。**

(2) 未来业绩

由于点位大幅扩张、租金价格上涨导致成本确定性上涨，经济形势压制收入涨幅，加上前期补贴新业务发展，未来三年可能面临增收不增利甚至盈利下滑的情形，所以净利率、ROE 都可能下降。股价是预期的反映，市场已经在提前杀业绩。**未来业绩如何变化至少要等到明年下半年新业务大量铺开、竞争形势更明朗化时才能看得清，现在雾很大。**

(3) 估值倍数

估值倍数反映了情绪和业绩预期。对于一个成长型蓝筹，12 倍的市盈率反映了相当悲观的情绪和很差的业绩预期，估值倍数上应该没有太多下行空间了，个人估计最低也就到 10 倍，好的时候修复到 20-25 倍。考虑到大客户市场增速放缓，中小客户市场的盈利性低于大客户市场，因此分众可能难以回到 30% 的高增长，所以估值倍数难以回到 25-30 的水平。

2、估值

2.1 业绩预期

业绩预测是基于分众在 18 年已经做出的扩张，19 年及 20 年的扩张计划还无法得知，第二曲线、阿里入股带来的潜在增量都不在估值中考虑，估值不应为这些还没实现的大饼买单。

分众在 17 年和 18 年前三季度的每股收益增速分别为 32.4% 和 22.83%，但三季度盈利增速只有 5.73%。官方给出今年全年的盈利增速指引在 -3.41%~+3.25%，也就是说四季度盈利会大幅下滑。根据全年盈利增速和前三季度实际增速，推断第四季度的盈利增速将在 -20.15%~-34.77% 之间：

盈利增速	全年指引	1-3 季度实际	推测 4 季度
上限	3.25%	22.83%	-20.15%
中值	-0.16%	22.83%	-27.64%
下限	-3.41%	22.83%	-34.77%

董秘在 11 月的会议上说四季度的收入增速可能在 10-15%，相比前三季度收入增速 25% 下降一半左右，但是四季度开始拆网销售，拆网销售后，广告单量正常会相比全网销售的广告单量扩大，从而第四季度的收入相比前三季度增速也应扩大，但官方预计第四季度收入增速环比下降，所以说明客户在第四季度已经收紧广告费预算了？对于 18 年的业绩增速，**本文将官方指引的上下限作为乐观和悲观取值，上下限的中值作为中性取值，所以对 18 年的业绩增速取值为 3.25%、-0.16%、-3.41%。**

至于 2019 年，单屏成本叠加数量扩张使总成本确定会上涨，明年要保持盈利不下滑，收入增长的压力很大。参考今年第三季度成本同比上涨 70+%，收入同比增长 22%，单季盈利同比增速只有 5.7%。分众目前在谈一些大型快消品企业，白酒行业也显著增加了投放，对化妆品、服装行业的品牌企业还未渗透，明年的收入增量可以谨慎期待。**在乐观、中性和悲观情形下，对 19 年的业绩增速给予+5%、-5%和-10%的取值。**

但经过 19 年，新增点位到 20 年预计将释放更好的增量收入，成本涨幅由于基数较高也会下降，所以在乐观、中性和悲观情形下，**对 2020 年的业绩增速给予 20%、15%、10% 的取值。**

2.2 估值倍数

公司历史市盈率倍数在 12.17 倍（当前）到 38.7 倍（16 年 5 月）之间，均值在 24 倍。由于本文的预测是未来三年公司盈利增速将比以往大幅放缓，所以再用历史市盈率就不合适了，而是根据不同的业绩预期给予不同市盈率倍数。

乐观情形下，今年按照业绩指引上限交卷，2019 年销售情况较好使其能够加价，或分网销售能够提高投放量，市场对其进一步扩张和增长持续性的疑虑也就会打消，即使当年尚未释放很好的盈利也就是时间问题，相信市场届时会给出较为乐观的估值，因此**对乐观情形下的 2018 年-2020 年市盈率给予 15 倍、20 倍和 20 倍**，20 倍也对应 2020 年 20% 的业绩增速。

中性业绩预期情况下，今年按照业绩指引中值交卷，2019 年盈利下降 5%，2020 年盈利增长 15%。当前市盈率 12 倍是历史最低值，若分众实现中性业绩预期，预计将一定程度上进行估值修复，**对中性情形下的 2018-2020 年市盈率给予 12 倍、15 倍和 15 倍**，15 倍也对应 2020 年的中性业绩增速 15%。

以上 2018 年的估值倍数低于后两年，是考虑到市场情绪受到年底解禁的影响。

悲观情形下，今年按照业绩指引下限交卷，明年公司受宏观经济影响较大，客户不愿为新增点位额外买单，公司难以加价，新业务发展也不顺利，新增收入无法覆盖新增成本导致 2019 年利润下降 10%，2020 年业绩小幅增长 10%。**对悲观情形下的估值倍数比当前更低，10 倍市盈率**，也对应 2020 年的中性业绩增速 10%。

2.3 估值

		2017年参照	2018年E	2019年E	2020年E
乐观	EPS	0.49	0.51	0.53	0.64
	增速	32%	3.25%	5%	20%
	PE	22	15	20	20
	目标股价	10.78	7.59	10.62	12.75
中性	EPS	0.49	0.49	0.46	0.53
	增速	32%	-0.16%	-5%	15%
	PE	22	12	15	15
	目标股价	10.78	5.87	6.97	8.02
悲观	EPS	0.49	0.47	0.43	0.47
	增速	32%	-3.41%	-10%	10%
	PE	22	10	10	10
	目标股价	10.78	4.73	4.26	4.69

将以上估值按年化 10%折现率（目标年化收益率）折现为当前估值：

		2018年	2019年	2020年
乐观	折现目标价	7.59	9.66	10.54
	距离当前股价	26%	61%	76%
	对应目标市值	1114 亿	1418 亿	1546 亿
中性	折现目标价	5.87	6.34	6.63
	距离当前股价	-2%	6%	10%
	对应目标市值	862 亿	930 亿	973 亿
悲观	折现目标价	4.73	3.87	3.87
	距离当前股价	-21%	-35%	-35%
	对应目标市值	695 亿	568 亿	568 亿

注：当前股价在 6 元上下波动，取 6 元为当前股价。

所以，在乐观情形下，18 年-20 年的业绩增速是 3.25%、5%和 20%，对应市盈率倍数是 15 倍、20 倍和 20 倍，合理估值在 7.59~10.64 元之间；在中性情形下，18 年-20 年的业绩增速是-0.16%、-5%、15%，对应市盈率倍数是 12 倍、15 倍和 15 倍，合理估值在 5.87~6.63 元之间；在悲观情形下，18 年-20 年的业绩增速是-3.41%、-10%、10%，对应市盈率倍数都是 10 倍，合理估值在 3.87~4.73 元之间，后两年价格低于今年。当前 6 元左右的价格，代表市场是按照中性情形给分众定价的，并不乐观但也没有很悲观。

本人的建议是，由于业绩不确定性较大，现在看分众在 2019 年将以什么样的表现给出答卷难以看清，如果你看好楼宇广告这个行业，看好分众的竞争优势和长期价值，不妨等到 2019 年下半年，届时两大战役的战情将更加清晰，即使错过一些收益，换来的是柳暗花明。

参考：

雪球球友让估值一起摇摆：《分众传媒与广告市场的关系——结构变化优先于整体变化》

雪球球友丘山有道：《从分众传媒踩踏惨案看股市三杀——估值杀、业绩杀和逻辑杀》

雪球球友特立独行的群众：投资者交流纪要：20181113【中金传媒 孟玮团队】

雷帝网：《华语传媒董事长周柳燄：我们才是电梯媒体第二，已进入上市辅导期》

牛华网：《成立仅一年梯影传媒为何接连受到红杉中国、BV 百度风投、IDG 资本青睐？》

虎嗅：《逆袭分众传媒，这件事儿到底有多难》