

分众传媒 (002027.SZ)

看好格局优化及单点盈利提升，支付宝“碰一碰”有望带来增量

核心观点：

- **高质量人群覆盖+市场整合程度较高，梯媒份额有望持续扩张。**疫情修复后，线下场景的服务消费需求带动户外广告复苏，其中交通枢纽广告份额逐渐向梯媒转移。商业楼宇的广告具有较高的曝光度和触及率，居民社区则有较强的针对性和较高的接触频次。同时，分众逐步整合梯媒市场，成为全国性媒体企业，而高铁、地铁等传统户外广告市场相对分散。梯媒成为广告主线下品牌投放的优先选择，份额有望继续扩张。
- **量价拆解及需求变化：点位数量方面**，2019年后公司按照自身节奏理性扩张，一二线城市的自营电视媒体、海外点位保持明显增长，三线及以下城市自营点位较少；**单点盈利方面**，23年以来，消费类广告主的稳定投放带动媒体单点收入稳中有升，未来宏观经济带动消费复苏，单点创收向下有韧性、向上有空间；竞争格局优化有望带来单点租金成本下降。**需求边际增量**：2025年以来，互联网大厂即时零售竞争加剧，分众梯媒设备置入了Wifi、iBeacon、NFC等，能够成为O2O的线下流量入口；支付宝推广“碰一碰”等功能与分众达成合作，有望看到大厂增加在分众的投放预算，并为分众拓展新的商家客户群体。
- **分众收购新潮展望：点位优势互补**，分众优势为一二线城市、写字楼，而新潮点位更多位于三线及以下城市、家庭社区。新潮点位能够补足分众在下沉城市、社区的精准投放需求。**单点效率提升**，新潮单点创收远低于分众平均水平，若成功收购，分众可将部分客户的下沉城市投放需求导流至新潮点位，带来单点创收的提升。**单点成本下降**，随着竞争格局优化、分众面向物业的议价权提升，单点成本有望进一步下降。
- **盈利预测与投资建议。**考虑分众梯媒消费广告主投放具有较强韧性，支付宝“碰一碰”等合作有望带来增量，叠加点位租金下降预期，我们预计分众25-27年整体营收为130.47/139.10/148.13亿元，归母净利润56.61/61.88/67.26亿元。估值方面，我们采用两阶段的DCF估值模型，我们认为分众传媒的合理价值为8.31元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济不景气、广告市场竞争加剧、回款不及预期、收购新潮进展不及预期。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11904	12262	13047	13910	14813
增长率（%）	26.3%	3.0%	6.4%	6.6%	6.5%
EBITDA（百万元）	8438	8504	9253	9556	9603
归母净利润（百万元）	4827	5155	5661	6188	6726
增长率（%）	73.0%	6.8%	9.8%	9.3%	8.7%
EPS（元/股）	0.33	0.36	0.39	0.43	0.47
市盈率（P/E）	18.91	19.69	18.62	17.04	15.67
EV/EBITDA	10.79	11.87	11.18	10.74	10.65

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

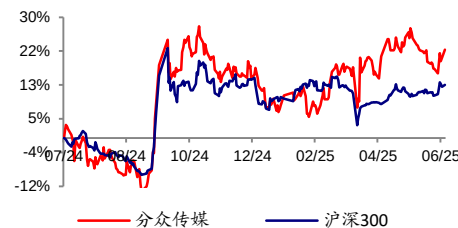
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	7.30 元
合理价值	8.31 元
前次评级	买入
报告日期	2025-06-30

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

罗悦纯



SAC 执证号：S0260524120001



luoyuechun@gf.com.cn

请注意，罗悦纯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

分众传媒 (002027.SZ) :业绩稳步增长，消费广告主占比提升	2025-05-01
分众传媒 (002027.SZ) :拟收购新潮传媒 100%股权，行业竞争格局向好	2025-04-10
分众传媒 (002027.SZ) :Q3业绩增长稳健，快消及互联网广告主表现亮眼	2024-10-29

目录索引

一、国内广告市场份额拆解及梯媒赛道韧性探讨	4
二、分众梯媒业务量价拆解及收购新潮展望	6
（一）分众点位资源结构拆解：进入理性扩张阶段，视频媒体份额提升	6
（二）分众单点创收及成本：成本有下降空间，经营杠杆可带动利润释放	8
（三）新潮 VS 分众：点位优势互补，盈利能力提升	12
三、互联网客户合作：数字赋能精准投放，大厂新玩法有望带来预算增量	14
（一）分众的数字化投放体系：精准投放、数据回流	14
（二）大厂新玩法有望带来投放增量，与支付宝碰一碰达成合作	15
四、盈利预测和投资建议	17
五、风险提示	19

图表索引

图 1: 2019-2024 年中国广告市场规模拆分	4
图 2: 2024 年中国户外广告市场竞争格局	5
图 3: 分众梯媒点位数量变化（包括自营、加盟、海外点位）	6
图 4: 分众电梯电视媒体点位数量变化	7
图 5: 分众海报媒体点位数量变化	7
图 6: 分众海外媒体点位数量变化	8
图 7: 分众传媒梯媒量价拆分	9
图 8: 分众自营点位数量及单点收入变化	10
图 9: 分众传媒成本拆分	10
图 10: 分众传媒单季度成本/收入和费用率情况	10
图 11: 分众自营点位数量及单点租赁成本变化	11
图 12: 分众传媒收入、成本及归母净利润增速	12
图 13: 新潮传媒收入、净利润及净利率表现	13
图 14: 分众传媒回流效果归因	14
图 15: 支付宝碰一碰 × 分众合作	16
表 1: 2025 年以来即时零售竞争加剧	15
表 2: 分众传媒盈利预测	17
表 3: 2025-2034 年公司 FCFF 预测（单位：百万元）	18
表 4: 公司每股价值对 WACC 和永续增长率的敏感性分析（单位：元/股）	18

一、国内广告市场份额拆解及梯媒赛道韧性探讨

按照场景维度拆解：线上/线下广告份额趋稳，户外广告份额扩张。（1）线上/线下：从近6年中国广告市场规模来看，疫情修复后，移动互联网用户流量增长趋势逐渐平稳，同时线下是消费者高频出现或必经的场景，旅游、文娱、交通出行等高度依托线下场景的服务消费需求强劲复苏，因此线上挤压线下广告份额的势头趋缓。根据中国广告协会，2024年线下广告占中国广告市场规模份额的9%，预计未来线上/线下份额保持平稳。**（2）线下广告市场：**户外广告份额最高且在线下场景中保持扩张趋势，根据中国广告协会，2024年中国户外广告市场规模达到852.2亿元，占线下广告的59.3%；广播及电视媒体由于受众规模下降，广告份额持续收缩，2024年占线下广告市场的39.8%。**（3）户外广告市场：**根据中国广告协会，交通枢纽（高铁、机场、公交候车厅等）占户外广告市场份额的57%，商业楼宇（包括写字楼梯媒、写字楼大堂及商场大屏广告等）具有较高的曝光度和触及率，占户外广告市场的11%，家庭社区（包括社区公告栏和居民楼梯梯媒等）具有较强的针对性和接触频次，占户外广告市场的14.2%。

图 1：2019-2024年中国广告市场规模拆分

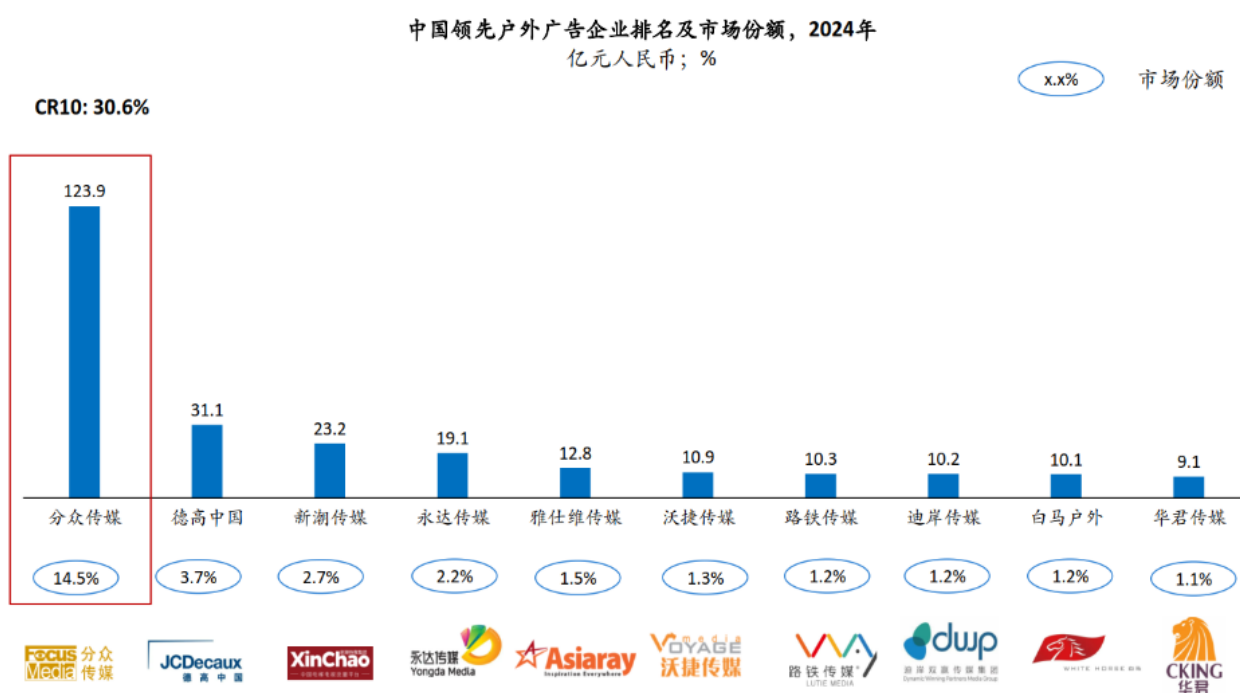
中国广告市场规模						
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
中国广告市场规模（亿元）	8643.0	10395.0	12215.6	12662.0	14121.8	15664.7
中国线下广告市场规模（亿元）	2100.4	1726.2	1769.6	1380.4	1430.0	1437.1
线下广告占广告市场规模份额	24%	17%	14%	11%	10%	9%
线下广告市场拆分						
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
报刊&杂志广告规模（亿元）	21.8	19.9	16.3	14.3	13.8	13.1
广播&电视广告规模（亿元）	998.9	789.6	786.0	627.0	595.6	571.8
户外广告规模（亿元）	1079.8	916.7	967.3	739.1	820.5	852.2
占线下广告市场份额						
报刊&杂志	1.0%	1.2%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%
广播&电视	47.6%	45.7%	44.4%	45.4%	41.7%	39.8%
户外	51.4%	53.1%	54.7%	53.5%	57.4%	59.3%
户外广告市场拆分						
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
商业楼宇（亿元）		112.3	132.7	67.9	88.4	94.0
家庭社区（亿元）		117.4	138.1	95.8	115.8	120.8
交通枢纽（亿元）		508.0	507.0	445.3	470.0	485.8
公共场景（亿元）		179.1	189.6	130.2	145.9	151.7
占户外广告市场份额						
商业楼宇		12.3%	13.7%	9.2%	10.8%	11.0%
家庭社区		12.8%	14.3%	13.0%	14.1%	14.2%
交通枢纽		55.4%	52.4%	60.2%	57.3%	57.0%
公共场景		19.5%	19.6%	17.6%	17.8%	17.8%

数据来源：中国广告协会，广发证券发展研究中心

全国资源整合叠加高质量人群优势，户外媒体中梯媒韧性凸显，未来份额有望持续提升。户外广告是在消费者高频出现或必经的场景投放广告，对于广告主而言，核心诉求在于覆盖度广、广告库存多，能够一次性大幅覆盖；此外，广告面向的人群质

量需要和品牌匹配。覆盖人群方面，商业楼宇的广告具有较高的曝光度和触及率，居民社区则有较强的针对性和较高的接触频次，长时间展示、反复出现的广告形式使得广告触达能够达到有效频次、塑造用户心智。同时，从细分赛道的竞争格局来看，楼宇广告市场在过去数年已由分众、新潮等主要玩家实现较好的资源挖掘和整合，根据公司财报，截至25Q1分众已覆盖境内超340个城市，成为了全国性的媒介，而其他交通场景的媒体企业代表公司多是在某一细分场景或某一地域拥有竞争优势，整个市场较为分散，广告主若投放全国市场则需要与多家广告企业谈判。因此，户外广告当中交通枢纽广告的市场份额有逐渐向商业楼宇和家庭社区转移的趋势。若分众成功收购新潮，将进一步实现梯媒资源的整合，有望在户外广告当中获得更多来自交通枢纽广告份额的转移。

图 2：2024年中国户外广告市场竞争格局



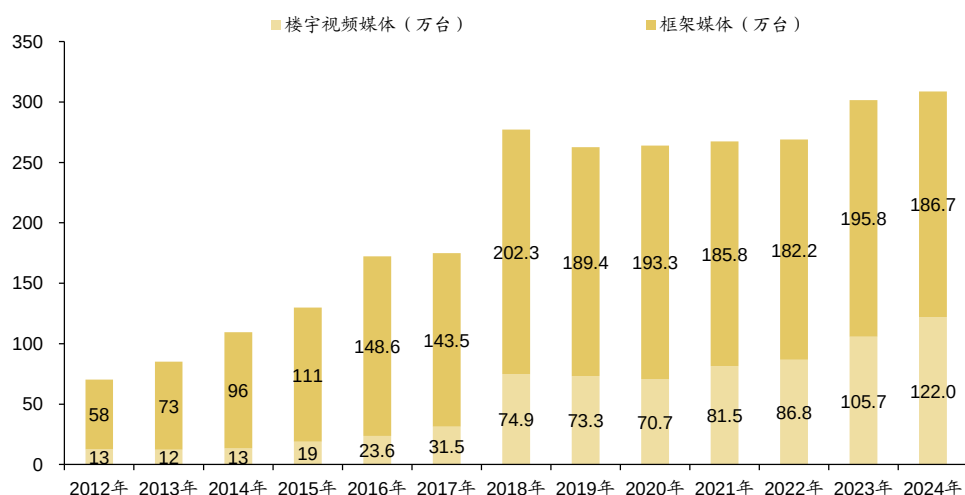
数据来源：中国广告协会，广发证券发展研究中心

二、分众梯媒业务量价拆解及收购新潮展望

（一）分众点位资源结构拆解：进入理性扩张阶段，视频媒体份额提升

分众的点位资源决定公司能够提供的广告库存上限。从整体点位数量来看，2017年之前，行业需求整体向好，分众持续拓展新经济互联网广告主，点位稳步扩张（该阶段以LCD+海报为主）。2018年，新潮带来的竞争加剧，点位层面分众加密了LCD、智能屏与框架点位，19年进行存量点位的梳理，并同步增加优质资源点位的布局，此后按照自身节奏进入理性、稳步扩张的阶段。从点位类型来看，框架海报数量2019年以来整体维持平稳，具有更高的单点价值的楼宇视频媒体（LCD+智能屏）实现了数量的持续增长。

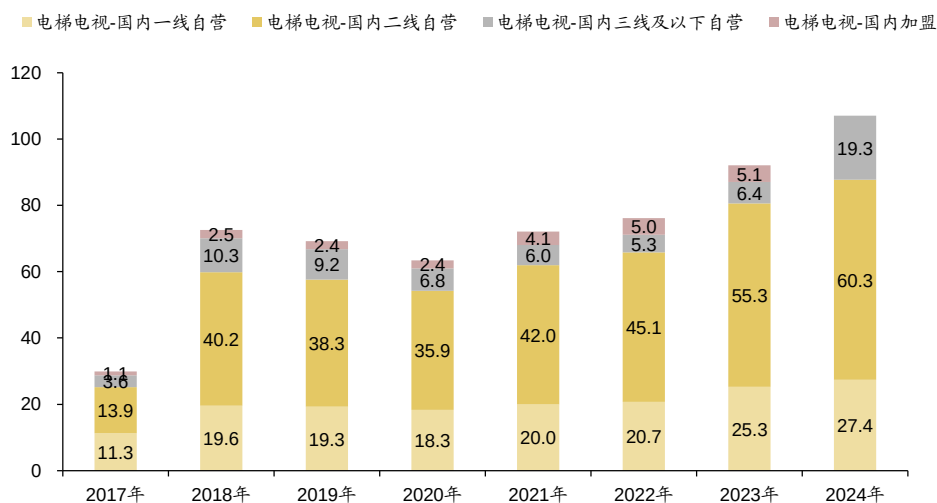
图 3：分众梯媒点位数量变化（包括自营、加盟、海外点位）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

按照各线级城市的点位进行进一步拆解。国内电梯电视媒体：二线城市扩张较快。2018公司在各线级城市均大幅扩张智能屏、互动屏媒体资源规模，2019-2020年各线级城市点位有小幅缩减。2021年以来，自营电梯电视点位中，扩张最快的是二线城市，一线城市点位数量在2023-2024年实现了抬升，三线城市自营点位数量维持平稳，但会通过加盟方式参与下沉市场。2024年公司与美团合作推进下线城市业务，三线及以下城市点位（自营+加盟）达到19.3万个，未来结合中小微商家、线下零售等行业，下沉城市点位价值有望持续释放。

图 4：分众电梯电视媒体点位数量变化

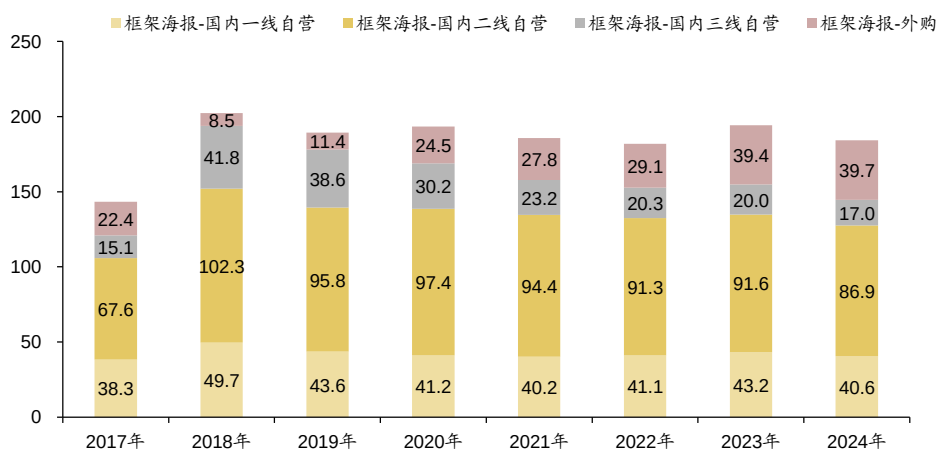


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：2024 年末披露加盟点位数量，因此各线城市的口径为自营+加盟。

国内海报媒体：各线城市自营点位逐步缩减。2018在各线城市的海报媒体点位数量均有所增加，但海报媒体的更换效率、单点创收相对较低。2019年以来，各线城市自营的海报媒体数量均逐渐缩减。公司通过外购（参股）方式获得的框架海报点位有所增加，截至2024年底达到39.7万个，能够以较轻的模式满足广告主投放部分下线城市的需求。

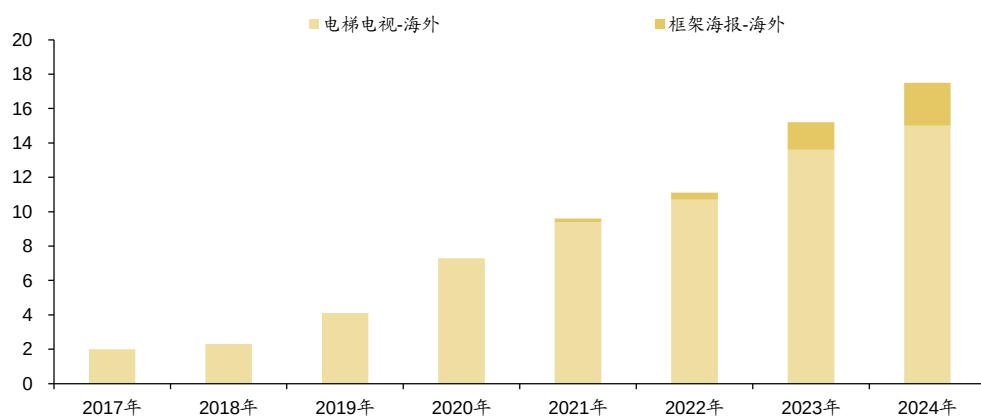
图 5：分众海报媒体点位数量变化



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

海外点位变化：公司17年开始布局海外，电梯电视媒体为主，点位规模持续扩张，布局东南亚、中东国家。公司17年开启出海业务，投资设立韩国子公司，布局了首尔、釜山等15个韩国主要城市，18年在印度尼西亚设立控股子公司、新加坡联营公司拓展海外媒体资源；2019年新增覆盖泰国；2020年在海外覆盖了韩国、泰国、新加坡和印度尼西亚等国的30多个主要城市，2021年扩张至50多个主要城市，2022年新增马来西亚，在海外扩张至70多个主要城市，2023年扩张越南、印度和日本等国，覆盖 95 个主要城市，并也在马来西亚和印度设置了电梯海报；2024年拓展至中东的阿联酋，总点位数量超过17万个。从收入和盈利情况来看，根据公司24年报，公司在香港、印度尼西亚、新加坡设立的子公司已实现盈利，公司长期看好海外业务的发展潜力，将持续推进海外市场业务布局。

图 6：分众海外媒体点位数量变化

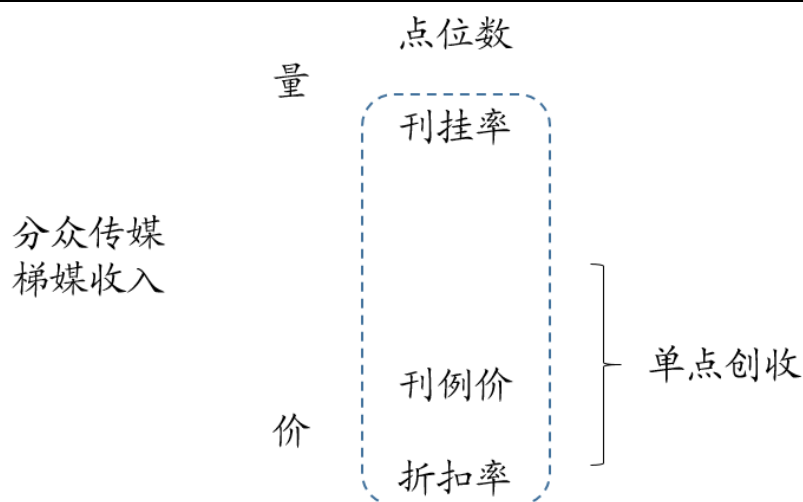


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）分众单点创收及成本：成本有下降空间，经营杠杆可带动利润释放

分众的广告收入按照量价拆分：分众的广告数量取决于点位数和刊挂率，点位数决定库存的上限，刊挂率与广告主需求密切相关，不同时期会根据广告主需求有所波动；广告单价取决于刊例价和实际折扣率，刊例价根据点位资源增长情况、市场环境进行调整，分众通常会在1月对刊例价进行常规性上调，折扣率取决于和客户商定的情况。因此，公司能够决定点位数、刊例价，而折扣率、刊挂率则取决于和广告主谈判、实际投放意愿。单点创收是后验指标，能够在一定程度反映广告主的需求情况。

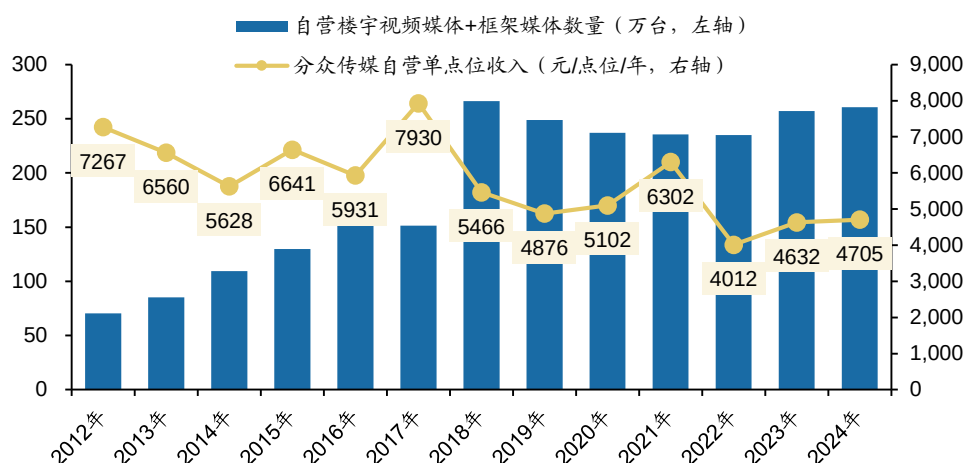
图 7：分众传媒梯媒量价拆分



数据来源：广发证券发展研究中心

分众单点位收入变化：反映广告主需求情况，具备韧性与向上空间。2015-2017年之间，分众持续拓展新经济互联网广告主，点位稳步扩张，广告主需求增长的情况下点位赚钱效应同时释放，单点位创收整体向上；2018-2019年期间，宏观经济不景气影响广告主投放需求叠加点位基数变大，视频媒体单点位创收2019年下滑至低点；2019年之后，分众主观加强了快消领域的拓客以及服务力度，在快消领域不断积累成功经验，同时新消费以及在线教育行业的也带来了增量投放需求，传统快消、新消费品、在线教育等广告主共同推动单位创收修复；21Q2开始受广告主所处行业政策影响在线教育投放削减，但在快消广告主的带动下21年平均单点位创收同比仍有增长，然而相较2018年之前的水平仍有修复空间。22年上半年受疫情不可抗力影响，单点位创收有所折损；防控常态化后快消领域广告主的持续拓展推动分众单视频媒体创收进一步提升。23年以来，在没有疫情波动及细分行业政策变化的影响下，消费类广告主的稳定投放为公司单点创收带来韧性，公司媒体单点位收入稳中有升。未来，宏观经济带动消费需求复苏，以及分众对细分广告主投放需求的挖掘，将创造单点创收的向上空间。

图 8：分众自营点位数量及单点收入变化

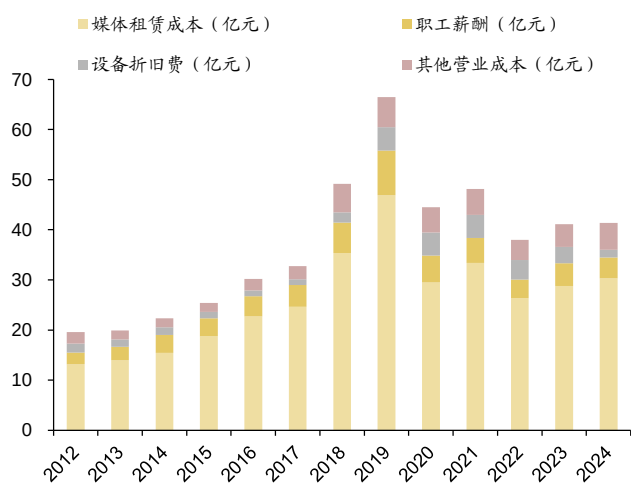


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：2024 年未披露截至年底的加盟视频媒体数量，这里用楼宇媒体总数-截至 7 月底的点位数量来计算。

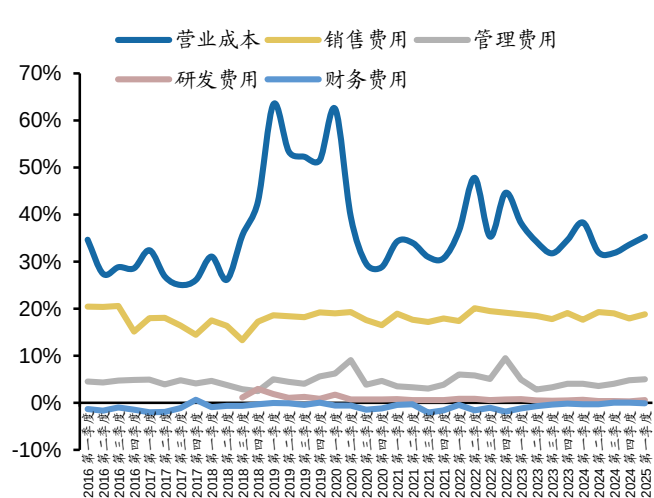
分众传媒成本费用拆解：成本总体稳定，销售费用随收入波动。分众传媒的媒体租赁成本占成本总额的70%，可拆解为点位数量和单点租金，其余为职工薪酬、设备折旧费和其他营业成本，2020年之后相比2018-2019年新增点位数减少，固定资产购置减少，相应的固定资产折旧环比略有下滑，同时云端推送普及后，运维人员优化带动相关人员成本优化，成本下降，此后成本总体维持稳定。费用以销售费用为主，分众销售费用率保持在18-19%区间，主要为销售业务费，即公司销售人员业绩提成，因此与收入波动挂钩。销售业务费不仅与销售人员签单完成的合同销售额有关，也会综合考虑所签销售合同回款的账龄系数、销售价格折扣系数、销售人员所在的城市级别、是否为历史存量客户等因素，有利于加强对账期的管理、价格折扣的维护和新客户的开拓。

图 9：分众传媒成本拆分



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

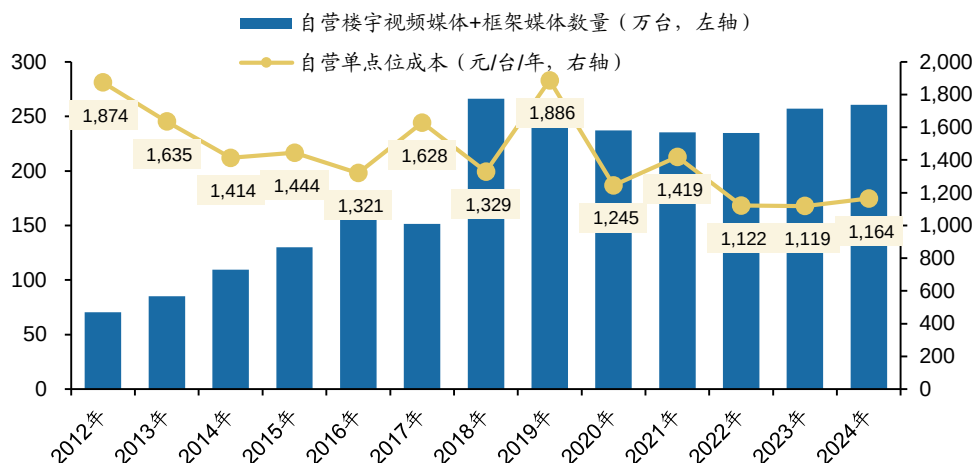
图 10：分众传媒单季度成本/收入和费用率情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

媒体租赁成本拆解：梯媒单点位租赁成本当前处于历史较低水平，主要来自于竞争格局优化，分众对物业端议价能力加强，2019年起物业租金开始回归正常。我们认为，当前单点位租赁成本已经到达稳态下的合理水平，但在分众并购新潮预期下，分众面向物业端谈判租金的议价能力将会增强，未来单点租赁成本有进一步向下的空间。

图 11：分众自营点位数量及单点租赁成本变化

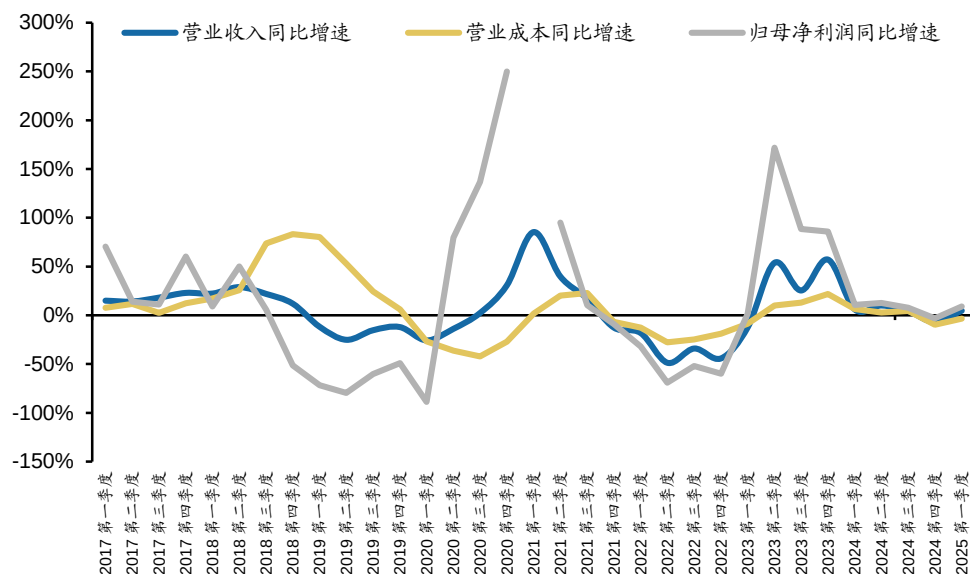


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：2024 年未披露截至年底的加盟视频媒体数量，这里用楼宇媒体总数-截至 7 月底的点位数量来计算。

分众传媒经营杠杆：综合来看，在当前成本较为刚性的情况下，分众经营杠杆较明显。景气度上行阶段，业绩向上弹性大；需求较弱的时候，净利也会有一定下行压力。投放相对稳定的日用快消广告主占比持续提升，分众营收基本盘越来越稳固，除去疫情极端情况影响外，在景气度较弱时点分众的业绩韧性相较2018-2019年明显增强。就目前点位资源而言，若广告主需求提升，拉升刊挂率、折扣率，贡献更多的单点创收，收入端向上有恢复空间；成本端，单点位租金有向下趋势，有望带来利润端的加速释放。

图 12: 分众传媒收入、成本及归母净利润增速



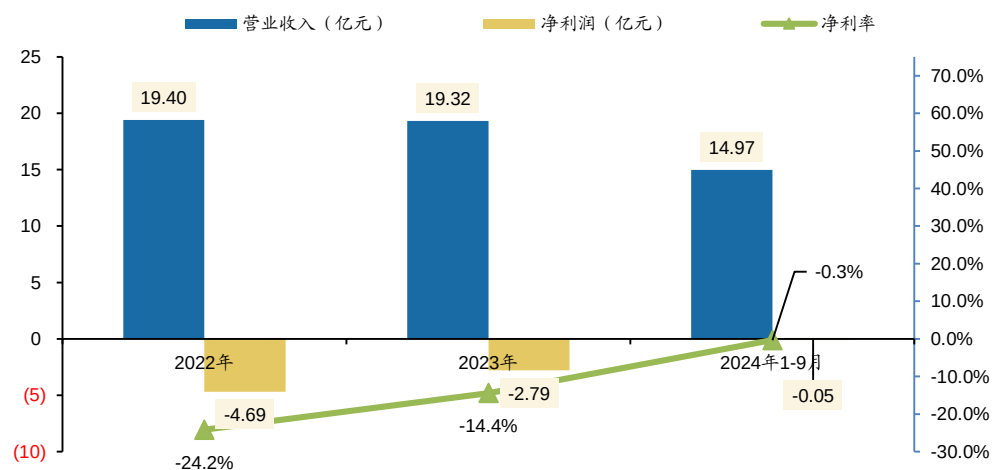
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 21Q1 由于基数原因增速过高, 图中暂不显示。

(三) 新潮 VS 分众: 点位优势互补, 盈利能力提升

分众拟发行股份及支付现金购买新潮传媒100%股份。(1)从点位资源来看, 根据公司《发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案》, 截至2024年Q3, 新潮传媒电梯媒体在约200个城市运营流量约74万部智能屏, 其中约64万个智能屏投放于约4.5万个住宅小区。分众与新潮的点位优势互补, 分众的优势为一二线城市、写字楼, 而新潮点位更多位于三线及以下城市、家庭社区。新潮点位能够补足分众在下沉城市、社区的精准投放需求。(2)单点创收来看, 尽管新潮绝大部分点位为智能屏, 但按照2024年1-9月收入/点位数量计算, 新潮前三季度单点创收仅为2023元, 远低于分众点位的平均创收水平, 若成功收购, 分众可将部分客户的下沉城市投放需求导流至新潮点位, 带来单点创收的提升。(3)利润端来看, 梯媒模式存在经营杠杆, 新潮在24年前三季度已接近盈亏平衡, 在分众的带动下, 若单点创收提升、租赁成本下降, 有望更快实现盈利。

图 13: 新潮传媒收入、净利润及净利率表现



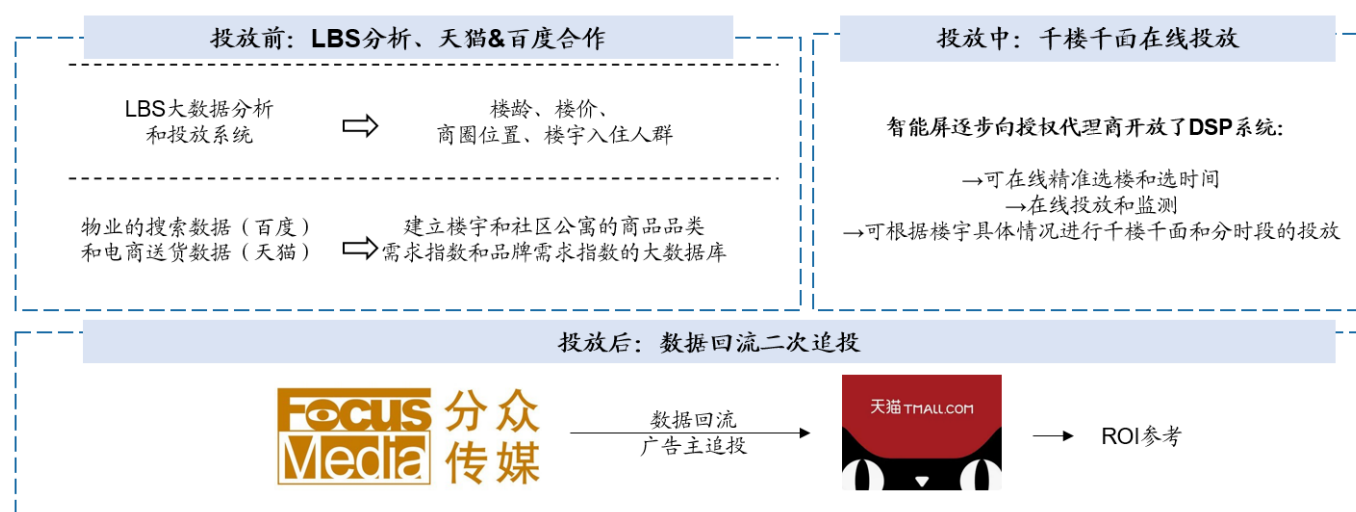
数据来源: 分众传媒《发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案》, 广发证券发展研究中心

三、互联网客户合作：数字赋能精准投放，大厂新玩法有望带来预算增量

（一）分众的数字化投放体系：精准投放、数据回流

根据公司财报、公众号，**投放前**，分众结合与**百度、阿里**的合作搭建**数字化投放体系**，帮助广告主实现更精准的投放：**（1）LBS系统**：公司2012年开始建立基于物业（楼龄、楼价、商圈位置、楼宇入住人群）的LBS大数据分析和投放系统；**（2）和百度、天猫**等合作，引入基于不同经纬度上不同物业的搜索数据和电商送货数据，建立楼宇和社区公寓的商品品类需求指数和品牌需求指数的大数据库。**投放过程中**，**千楼千面在线投放**：2020H2起公司智能屏逐步向授权代理商开放了DSP系统，让代理商在线精准选楼和选时间，在线投放和监测，可根据楼宇具体情况进行千楼千面和分时段的投放。**投放后**，**数据回流二次追投**：根据阿里中台的大数据对不同小区分发的不同类型广告进行数据回流，点击人群进行二次追投，以及查看投放前后的主动搜索和成交有什么变化，带来ROI参考。

图 14：分众传媒回流效果归因



数据来源：分众传媒财报、公众号，广发证券发展研究中心

京东帮助新潮精准投放，未来有望赋能分众。根据新潮传媒公众号，目前新潮成功推出了“京潮计划”，“量潮计划”，就是利用京东、抖音等电商的数据，帮助客户精准挑出浓度高的小区，用电梯广告导流到京东或抖音店铺，实现交易闭环。未来还会开发“天潮计划”、“美潮计划”等数字化梯媒产品，帮助客户实现品效协同。若未来分众收购新潮成功交割，京东也将成为分众股东，有望进一步增强对分众的数字化赋能。

（二）大厂新玩法有望带来投放增量，与支付宝碰一碰达成合作

即时零售市场竞争加剧，分众互联网客户投放力度或将提升。2025年大厂在即时零售市场的竞争加剧，京东于2月上线外卖，1个月后已覆盖全国包括北京、深圳、广州、上海、成都等126个城市，入驻品质商家突破30万家；4月30日，淘宝天猫旗下即时零售业务“小时达”宣布正式升级为“淘宝闪购”，并联手饿了么共同加大补贴，6月23日，淘宝闪购联合饿了么宣布日订单数已超6000万。分众的设备2015年以前就置入了Wifi、iBeacon、NFC等接入互联网，能够实现云到屏、屏到端的精准互动，成为O2O的线下流量入口，并可以此为平台嫁接促销活动、营销活动等。例如，根据分众传媒公众号，饿了么在2014年与分众传媒合作，用户在液晶屏看到广告后，用手机连接分众传媒生成的“饿了么免费WIFI”，获得优惠券之后通过APP免费获取外卖。因此，分众的设备具有一定的技术基础，能够支持互联网平台新玩法，成为商家宣传与用户交互的媒介，互联网大厂在竞争加剧下或增加对分众的投放预算。

表 1：2025年以来即时零售竞争加剧

日期	事件
2月11日	京东外卖业务正式启动，推出「0佣金」政策吸引商家入驻，同步开启「品质食光」餐饮商家招募计划，重点聚焦中高端餐饮品牌。
2月19日	京东宣布自3月1日起为全职骑手缴纳五险一金，并为兼职骑手提供意外险和医疗保险。京东透露，其搭建的骑手社保信息系统已完成基础建设，预计2025年Q2实现全国覆盖。
3月24日	京东外卖宣布，上线40天，日订单量已突破100万。「0佣金」政策助商家获益，平台上已涌现大量月销订单突破2000单门店。
4月15日	京东已经上线“自营秒送”电商业务，全国已经有超过十万家京东品牌线下店全部接入了秒送，平均送达时间快于30分钟。
4月30日	饿了么启动「补贴超百亿」计划；“淘宝闪购 x 饿了么”密切合作，用户打开淘宝直接在首屏加入外卖入口
5月26日	淘宝闪购联合饿了么日订单数已超4000万
6月23日	淘宝闪购联合饿了么日订单数已超6000万

资料来源：京东黑板报公众号，晚点Latepost公众号，饿了么公众号，广发证券发展研究中心

除了即时零售之外，分众与支付宝合作“碰一碰”创新玩法。根据支付宝公众号，25年6月，分众电梯海报右侧增加小蓝环设备，解锁手机-碰一下小蓝环就能够立即领取红包或优惠券，下次付款可用。根据支付宝官网，支付宝自24年7月以来推出碰一碰功能并大力推广，已开拓医疗、物业、出行、餐饮、物流、政务、就业、网吧等丰富的场景。通过分众线下点位发放优惠券、红包，支付宝碰一碰功能有望实现有效的用户引流，加深阿里与分众的合作，以及增加分众传媒对餐饮、出行等类型客户的覆盖，借助LBS体系的优势打通线上和线下的场景，提升分众的点位价值。

图 15: 支付宝碰一碰 × 分众合作



数据来源: 支付宝公众号, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

分众传媒营收主要来源于楼宇媒体、影院媒体以及其他媒体业务，其中楼宇媒体以及影院媒体贡献主要营收。由于目前交易还未正式交割完毕，我们在盈利预测中暂不考虑分众与新潮合并带来的业绩贡献。

（1）楼宇媒体：长期来看日用快消品、电商类广告主有望持续增加在楼宇广告上的投放预算分配。我们预计分众传媒楼宇媒体2025-2027年营收分别为122.99、131.35、140.16亿元，同比变化幅度分别为6.5%、6.8%、6.7%。公司单屏成本谈判议价权有望提升，预计盈利能力持续提升，毛利率分别为68.8%/70.5%/71.1%。

（2）影院媒体：影院媒体收入取决于影片供给和票房景气度，我们预计随着影院内容供给的数量和质量双升，影院媒体业务有望逐步恢复，预计2025-2027年营收分别为7.22/7.47/7.67亿元。

综合以上盈利预测，我们预计分众传媒2025-2027年实现整体营收为130.47/139.10/148.13亿元，同比变化幅度分别为6.4%/6.6%/6.5%。2025-2027年实现归母净利润56.61/61.88/67.26亿元，EPS分别为0.39、0.43、0.47元/股，2025/6/30收盘价对应PE分别为18.62/17.04/15.67倍。

表 2：分众传媒盈利预测

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
楼宇媒体	11,119	11,549	12,299	13,135	14,016
YoY	25.3%	3.9%	6.5%	6.8%	6.7%
毛利率	65.9%	66.1%	68.8%	70.5%	71.1%
影院媒体	769	689	722	747	767
YoY	43.1%	-10.4%	4.7%	3.6%	2.6%
其他媒体	16	24	26	28	30
YoY	30.3%	53.6%	8.8%	7.7%	7.1%
整体营收	11,904	12,262	13,047	13,910	14,813
YoY	26.3%	3.0%	6.4%	6.6%	6.5%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

估值方面，梯媒赛道暂无已上市的可比公司，因此我们采用两阶段的DCF估值模型，2025年至2034年的第一阶段和其后的永续增长阶段。截取最近1年分众传媒的股价收益率和沪深300指数收益率计算beta值为1.02，参考十年期国债收益率取1.65%作为无风险利率。市场预期收益率参考沪深300指数近20年平均年化收益率7.52%，计算得到公司股票的贴现率为7.66%；公司债务资本比重为2.51%，假设债务利率为3.5%，计算得出公司的WACC为7.55%。假设永续期的增长率为1.00%，采用FCFF计算得到公司的总合理价值应该为1199.72亿元，对应的每股合理价值为8.31元/股。

表 3: 2025-2034年公司FCFF预测 (单位: 百万元)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
FCFF	6,323.20	6,440.99	6,539.45	6,855.63	7,023.81	7,146.13	7,299.78	7,470.89	7,641.61	7,781.64

数据来源: 广发证券发展研究中心

我们对公司的WACC和永续增长率进行敏感性分析。假设WACC的范围为6.55%-8.55%，永续增长率的范围为0%-2%。我们选取其中WACC从7.05%-8.05%和永续增长率从0.50%-1.50%的范围区间，计算得到公司每股的合理价值区间约为7.51~9.38元/股。

表 4: 公司每股价值对WACC和永续增长率的敏感性分析 (单位: 元/股)

每股价值	WACC	6.55%	7.05%	7.55%	8.05%	8.55%
永续增长率	0.00%	8.80	8.22	7.72	7.28	6.89
	0.50%	9.20	8.55	7.99	7.51	7.09
	1.00%	9.67	8.93	8.31	7.77	7.31
	1.50%	10.23	9.38	8.67	8.08	7.56
	2.00%	10.91	9.92	9.11	8.43	7.85

数据来源: 广发证券发展研究中心

投资建议: 在当前的宏观环境和广告主投放的选择中，梯媒赛道具有较强的韧性，分众传媒竞争格局向好，点位理性扩张，单点效率向下有韧性、向上有空间，点位租金随着议价权的提升有降价空间，后续利润有望加快释放。估值来看，考虑相对估值，当前分众PE处于历史估值的中等偏低位置，考虑绝对估值，我们认为分众传媒的合理价值为8.31元/股，维持“买入”评级。

五、风险提示

（一）宏观经济不景气

宏观经济不景气会影响广告主投放意愿和线下广告投放预算，可能会对公司经营业绩产生影响。

（二）广告市场竞争加剧

移动端媒体兴起，数字户外媒体业态可能会受到移动互联网冲击，广告主在梯媒等传统媒体渠道的投放预算进一步削减。

（三）回款不及预期

受经济下行、经营波动等影响，客户回款放缓、账龄结构恶化等或会导致信用减值损失。

（四）收购新潮进展不及预期

交易尚需公司董事会再次审议通过后提交公司股东会审议，并经相关监管机构批准或注册后方可正式实施，本次交易能否取得上述批准或注册以及获得相关批准或注册的时间均存在不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,112	11,647	13,109	14,174	14,537
货币资金	3,493	3,537	4,665	5,411	5,763
应收及预付	1,929	2,430	2,642	2,812	2,989
存货	9	8	11	10	10
其他流动资产	5,681	5,672	5,792	5,940	5,774
非流动资产	13,249	11,151	9,871	9,110	9,113
长期股权投资	2,133	2,954	2,954	2,954	2,954
固定资产	503	637	675	701	520
在建工程	5	8	8	8	8
无形资产	66	87	111	110	116
其他长期资产	10,542	7,466	6,124	5,337	5,515
资产总计	24,361	22,799	22,981	23,284	23,650
流动负债	5,203	4,492	4,281	4,176	4,098
短期借款	69	102	122	142	162
应付及预收	137	95	93	95	99
其他流动负债	4,997	4,295	4,066	3,938	3,837
非流动负债	1,117	986	999	999	999
长期借款	0	0	12	12	12
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,117	986	987	987	987
负债合计	6,320	5,478	5,280	5,175	5,097
股本	328	328	328	328	328
资本公积	387	749	749	749	749
留存收益	17,507	16,293	16,728	17,198	17,708
归属母公司股东权益	17,693	17,027	17,463	17,933	18,443
少数股东权益	348	293	237	176	110
负债和股东权益	24,361	22,799	22,981	23,284	23,650

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11904	12262	13047	13910	14813
营业成本	4109	4137	4206	4297	4465
营业税金及附加	236	245	261	278	296
销售费用	2203	2268	2401	2560	2740
管理费用	443	501	509	556	563
研发费用	62	50	65	70	74
财务费用	-73	-18	24	18	15
资产减值损失	-39	-10	-2	-2	-2
公允价值变动收益	-4	-97	0	0	0
投资净收益	411	707	652	696	741
营业利润	5792	6041	6753	7382	7991
营业外收支	2	-3	0	0	0
利润总额	5793	6038	6753	7382	7991
所得税	993	967	1148	1255	1332
净利润	4800	5072	5605	6127	6659
少数股东损益	-27	-84	-56	-61	-67
归属母公司净利润	4827	5155	5661	6188	6726
EBITDA	8438	8504	9253	9556	9603
EPS (元)	0.33	0.36	0.39	0.43	0.47

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,678	6,642	7,397	7,542	7,256
净利润	4,800	5,072	5,605	6,127	6,659
折旧摊销	3,084	3,084	2,475	2,155	1,597
营运资金变动	44	-1,221	-78	-93	-309
其它	-249	-293	-606	-648	-692
投资活动现金流	1,724	2,609	-760	-897	-659
资本支出	-273	-317	-1,214	-1,415	-1,622
投资变动	2,585	102	30	30	30
其他	-589	2,823	424	488	933
筹资活动现金流	-9,257	-9,133	-5,514	-5,897	-6,245
银行借款	57	33	32	20	20
股权融资	25	32	0	0	0
其他	-9,339	-9,198	-5,546	-5,917	-6,265
现金净增加额	154	113	1,128	747	351
期初现金余额	3,256	3,409	3,523	4,651	5,398
期末现金余额	3,409	3,523	4,651	5,398	5,749

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	26.3%	3.0%	6.4%	6.6%	6.5%
营业利润	65.2%	4.3%	11.8%	9.3%	8.3%
归母净利润	73.0%	6.8%	9.8%	9.3%	8.7%
获利能力					
毛利率	65.5%	66.3%	67.8%	69.1%	69.9%
净利率	40.3%	41.4%	43.0%	44.0%	45.0%
ROE	27.3%	30.3%	32.4%	34.5%	36.5%
ROIC	20.8%	22.4%	27.5%	29.7%	31.5%
偿债能力					
资产负债率	25.9%	24.0%	23.0%	22.2%	21.6%
净负债比率	35.0%	31.6%	29.8%	28.6%	27.5%
流动比率	2.14	2.59	3.06	3.39	3.55
速动比率	2.09	1.95	2.32	2.59	2.77
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.52	0.57	0.60	0.63
应收账款周转率	7.23	5.90	5.36	5.31	5.30
存货周转率	361.24	469.07	434.42	407.57	437.88
每股指标 (元)					
每股收益	0.33	0.36	0.39	0.43	0.47
每股经营现金流	0.53	0.46	0.51	0.52	0.50
每股净资产	1.23	1.18	1.21	1.24	1.28
估值比率					
P/E	18.91	19.69	18.62	17.04	15.67
P/B	5.16	5.96	6.04	5.88	5.72
EV/EBITDA	10.79	11.87	11.18	10.74	10.65

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

廖 志 国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。

徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

周 喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

章 驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。

罗 悦 纯：高级分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。

黄 静 仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。