

碰一碰推动梯媒渠道价值重估，新潮后续贡献增量可期

核心观点

本篇报告针对近期公司三大变化展开：即时零售平台竞争加剧的影响、与碰一下合作对梯媒业务影响的展望，及收购新潮的增量。

一、下半年继续受益即时零售平台竞争加剧带来的投放增加。即时零售平台加大投放抢占市场→品宣预算增加已于上半年业绩得到印证，互联网行业收入同比+89%，下半年有望延续。根据阿里、美团今年Q2（自然年）的业绩交流会，即时零售板块均是战略重点，预计投放将继续。回顾今年即时零售平台竞争的变化，自2月京东高调宣布进军外卖以来，竞争趋于激烈，美团、淘宝闪购/饿了么、京东均加大补贴力度，并配合品宣提高自身影响力。而梯媒是核心生活圈媒体，场景与即时零售契合，近3年公司互联网行业收入占比超10%。7月市局约谈前述3家平台企业，8月平台企业承诺将规范促销，竞争边际放缓，但结合阿里、美团8月下旬的业绩交流会情况，即时零售投入仍将继续。此外，高德扫街榜9月10日高调推出后，有望贡献广告投放增量。

二、与碰一下合作，梯媒渠道价值有望重估。形成较完美的O2O闭环，有望解决传统梯媒投放难以归因、量化的问题。6月公司公众号发文宣布与支付宝“碰一下”达成合作，用户轻触碰一碰设备即可领取红包、优惠券或跳转至购买页面，实现线上线下联动。据8月6日召开的一“碰”即发布会，在认知-兴趣-考虑-转化-忠诚链条上，碰一下+梯媒均找到了新“物理-数字”融合指标，重新定义该场景的商业价值。

从品牌、效果2方面看梯媒渠道价值重估后带来的业绩增量：
1) 品牌广告：触达的概率、频次提高，吸引更多广告预算。碰一下增加了电梯内广告的互动性，领券/红包对用户也有吸引；有望增加在广告后链路对广告主的投放效果反馈、数据支持。
2) 效果广告：有望按CPS模式变现。我们结合试点数据、购物平台抽佣比例对该模式进行收入空间的敏感性分析，单日碰次为7次、转化率10%、take rate 5%的假设下，年收入超5亿。

我们从定性、试点数据分析碰一下+分众梯媒落地的可行性。
1) 碰一下采用NFC技术，反应速度快于二维码扫码，消费者在梯媒渠道停留时间较短，决策到消费的转化需要反应较快的工具辅助，碰一下的便捷性适配这种瞬时场景。同时支付宝碰一下及分众均具备良好的用户覆盖基础，碰一下用户已破亿，而公司覆盖超过4亿主流人群。据25年中期业绩交流会，碰一下+分众点位数量接近50万个，截至年底有望达到百万。

分众传媒 (002027.SZ)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

马晓婷

maxiaoting@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070013

发布日期：2025年10月21日

当前股价：7.78元

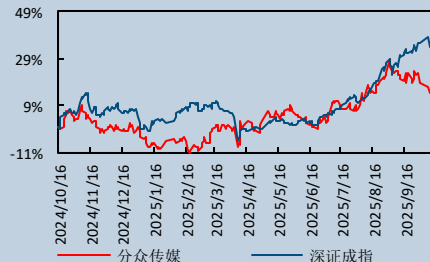
目标价格6个月：10.0元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-4.66/-5.73	0.00/-11.15	11.62/-7.50
12月最高/最低价(元)		8.70/6.30
总股本(万股)		1,444,219.97
流通A股(万股)		1,444,219.97
总市值(亿元)		1,123.60
流通市值(亿元)		1,123.60
近3月日均成交量(万)		12196.18
主要股东		
Media Management Hong Kong Limited		23.72%

股价表现



2) 试点数据: 触达、转化效果较好。据发布会, 三得利试点中, 领券率(杭州)达到 68.6%, 跳转到达率(上海) 66.8%; 淘宝闪购投放中, 单点位触碰次数超过 5 次, 点击率达到 79%, 唤端到达率 93%。**碰一下+分众梯媒点位全量运营后, 每日活跃用户(日活)有望达到 1000 万。领券和品牌承接页的到达率有望达到 80%, 转化率预计 1-20%。**8 月 6 日发布会起, 公司联手碰一下正式发放补贴, 有望促进用户于梯媒渠道碰一下, 提高点位活跃度, 加快梯媒渠道价值重估。补贴包括 1 亿元支付宝现金红包, 1000 万份淘宝闪购, N 多大品牌购物券; 同时, 近期公司联合支付宝运营周五“碰友日”活动, 强化用户心智。

三、收购整合新潮传媒有望贡献增量利润。

收购完成后点位布局将进一步完整, 公司市场份额将再提升, 议价能力有望提高。1) 公司点位覆盖全面, 一二线城市为主, 电梯媒体一二线城市合计占比超 80%, 覆盖超 4 亿中国城市主流人群, 并在长期的运营中积累了大量的大型、优质客户; 新潮则将目标锁定在写字楼之外的中产社区, 资源点位与公司重合度较低, 服务数量庞大的中小广告主, 深耕下游长尾市场。2) 根据中国广告协会, 24 年公司与新潮传媒在户外广告企业中市场份额均在前三, 市场份额分别为 14.5%、2.7%, 收购完成后, 分众于户外广告的市场份额将超 16%。

24 年新潮实现盈利, 单屏收入、利润率提升空间较大。假设新潮单屏收入提升 25%至约 3300 元, 智能屏设备数不变, 净利率 20% (约为近 2 年分众的 1/2), 每年可产生 5 亿左右的净利润。1) 经我们测算, 2024 年分众梯媒单媒体收入约 4600 元(包括电视和海报梯媒), 新潮单智能屏收入约 2600 元。2) 2024、1Q25 新潮毛利率 36.4%、33.6%, 净利率 1.7%、0.8%, 分众近 5 年的毛利率基本在 60%以上, 归母净利率基本在 30%以上。收购整合完成后, 分众客户资源、运营效率等赋能下, 新潮收入、净利率有望提升。

投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 56.3/62.8/68.1 亿元, 分别同比+9.3%/+11.5%/+8.5%, 2025 年 10 月 17 日收盘价对应 PE 为 19.2、17.2、15.8X。虑及公司收购新潮传媒、与支付宝碰一下合作的动作, 以及其生活圈渠道于户外广告投放的重要性较高, 给予公司 26 年 23X PE, 对应市值 1446.5 亿元, 目标价 10.0 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济发展不及预期; 收购新潮传媒不及预期; 和碰一下合作不及预期; 广告市场竞争加剧。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,903.72	12,262.10	13,025.57	14,056.90	14,822.22
YoY(%)	26.30	3.01	6.23	7.92	5.44
净利润(百万元)	4,827.10	5,155.39	5,634.97	6,281.10	6,813.46
YoY(%)	73.02	6.80	9.30	11.47	8.48
毛利率(%)	65.48	66.26	69.46	69.74	70.99
销售净利率(%)	40.55	42.04	43.26	44.68	45.97
ROE(%)	27.28	30.28	31.53	33.38	34.35
EPS(摊薄/元)	0.33	0.36	0.39	0.43	0.47
P/E(倍)	22.35	20.93	19.15	17.18	15.83
P/B(倍)	6.10	6.34	6.04	5.73	5.44

资料来源: iFinD, 中信建投证券

目录

一、受益即时零售平台激烈竞争，加大投入	1
二、与碰一下合作影响多大：梯媒渠道价值有望重估	4
三、收购整合新潮传媒有望贡献增量利润	8
3.1 收购整合完成，有望补充点位、客户需求覆盖，提升市场份额和议价能力	8
3.2 新潮 2024 年扭亏，单点位收入、利润率均有提升空间	10
四、盈利预测及估值	12
风险分析	13
报表预测	14

图目录

图 1: 即时零售平台大额补贴	1
图 2: 阿里巴巴销售费率变化：1Q26（财年）显著提升	2
图 3: 美团销售费率变化：2Q25 显著提升	2
图 4: 京东销售费率变化：2Q25 显著提升	2
图 5: 公司营收结构（从行业看）：日用消费品、互联网为投放前 2 大行业，2022-24 年互联网行业收入占比 10% 左右	3
图 6: 2017-24 年梯媒广告投放 TOP10 品牌梳理	3
图 7: 分众传媒和支付宝碰一下合作，形成一个较为完美的 O2O 闭环	5
图 8: 分众与支付宝战略合作的技术支撑	5
图 9: 2024 年 Q4 支付宝在中国第三方互联网支付市场交易份额排名中位于第二，仅次于银联	6
图 10: 支付宝碰一下+分众传媒梯媒试点情况	6
图 11: 周五碰友日活动	7
图 12: 电梯内碰一下抢红包	7
图 13: 梯媒+碰一下按效果收费空间敏感性分析	8
图 14: 分众电梯电视媒体分布：一二线城市为主	9
图 15: 分众电梯海报媒体分布：一二线城市为主	9
图 16: 新潮传媒电梯媒体智能屏数	9
图 17: 中国户外广告市场分散，分众、新潮均为 TOP10，收购完成后分众市场份额将扩大	10
图 18: 24 年新潮传媒扭亏	10
图 19: 2024 年分众传媒 VS 新潮传媒单设备收入	10
图 20: 新潮传媒毛利率及净利率水平	11
图 21: 分众传媒毛利率及净利率水平	11
图 22: 新潮传媒净利润敏感性分析	11
图 23: 近 5 年公司 PE Bands：PE 中枢大概为 20X	12

一、下半年预计继续受益即时零售平台激烈竞争→高投入的逻辑

今年上半年即时零售平台加大投放抢占市场，品宣预算增加，公司互联网广告收入同增接近 90%。25 年 2 月京东宣布进军外卖市场，启动“品质堂食餐饮商家”，并给予商家较大优惠，25 年 5 月 1 日前入驻的商家，全年免佣金，后续美团、淘宝闪购/饿了么加大补贴，即时零售平台竞争加剧，三家即时零售平台补贴力度均较大，如 7 月 2 日淘宝闪购宣布补贴 500 亿，美团、京东外卖加大力度赠送优惠券/红包，补贴加大，同时品宣预算也在增加，以提高自身影响力。今年上半年公司互联网广告收入 9.85 亿元，同比增长 89.2%，主要系即时零售平台增加投放。

图 1: 即时零售平台大额补贴



数据来源：美团、淘宝、京东APP，中信建投证券

阿里、美团、京东今年 Q2 的销售费率均显著提升，验证投放增加的逻辑。三家即时零售平台竞争的显著加剧体现在 Q2，从三家公司的财报看，今年 Q2 阿里、美团、京东销售费率分别同比+8.0、6.5、3.5pcts，环比+6.2、6.6、4.1pcts，均出现明显的提升。

图 2: 阿里巴巴销售费率变化: 1Q26 (财年) 显著提升

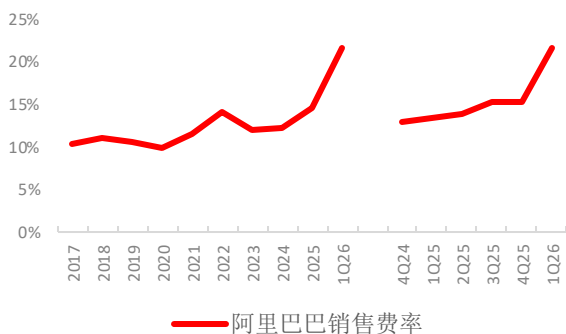
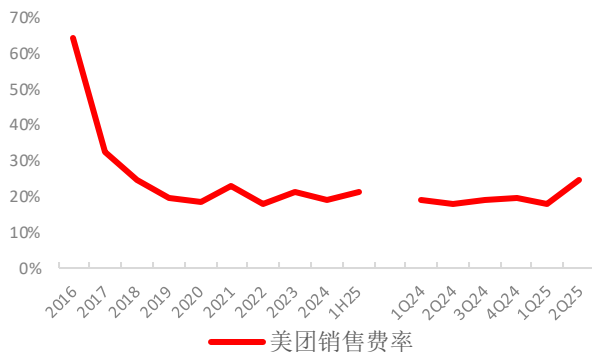


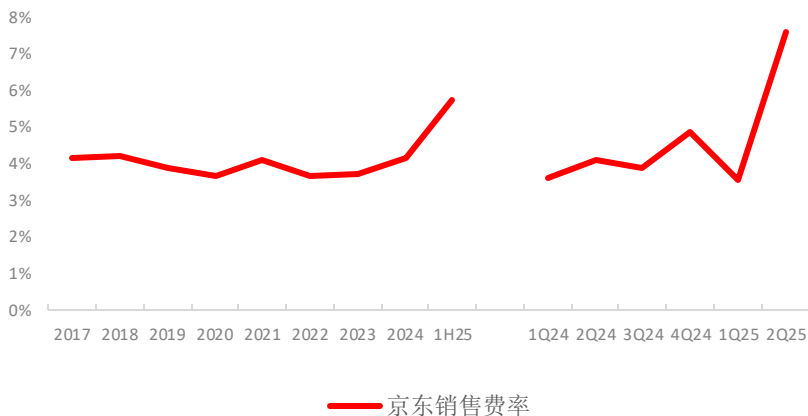
图 3: 美团销售费率变化: 2Q25 显著提升



数据来源: 公司公告, 中信建投证券, 注: 横轴为财年, 2025 财
年对应自然年 2024 年 4 月 1 日-2025 年 3 月 31 日

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

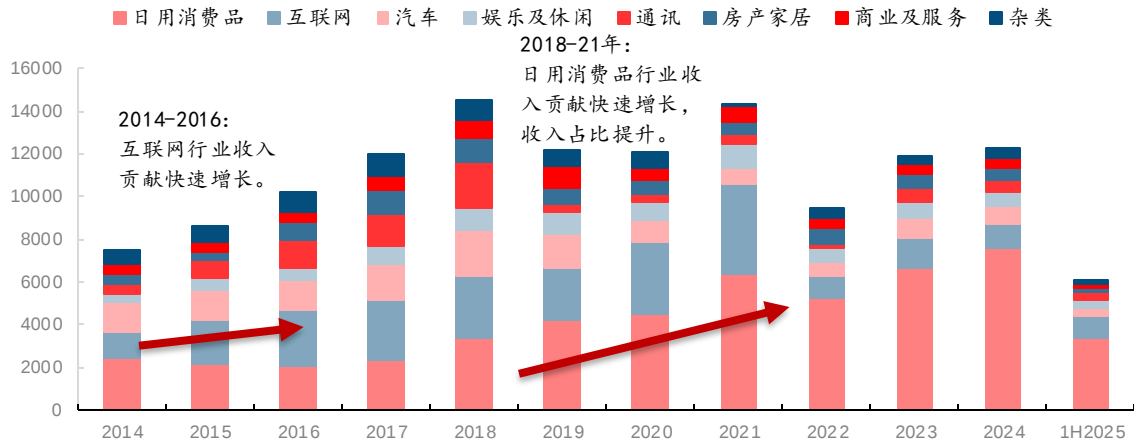
图 4: 京东销售费率变化: 2Q25 显著提升



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

即时零售平台竞争加剧, 公司受益的原因在于: 梯媒是核心生活圈媒体, 场景与即时零售契合, 互联网公司一直有在梯媒渠道投放。公司是最大的户外广告企业, 根据中国广告协会的数据, 24 年公司在户外广告企业中市场份额为 14.5%, 梯媒渠道覆盖 4 亿中国城市主流人群, 触达人群广, 与即时零售覆盖用户高度契合。复盘公司收入增长、结构变化, 互联网行业一直投放较多, 近 3 年公司渠道收入占比最高的是日用消费品收入 (超 55%), 第二即为互联网行业, 近 3 年收入均超过 10 亿, 占比 10% 左右。从 2017-24 年梯媒渠道投放品牌 TOP10 来看, 投放于梯媒渠道的互联网平台主要包括天猫、京东商城、美团、饿了么、二手车网站。2015-16 年是互联网行业收入贡献增速最快的 2 年, 从此后增速有所放缓, 与阿里、美团、京东的销售费率变化一致, 3 家公司均于 17-19 年缩减了营销开支。从定性角度看, 即时零售平台竞争加剧→品宣增加的逻辑顺畅。

图 5: 公司营收结构（从行业看）：日用消费品、互联网为投放前 2 大行业，2022-24 年互联网行业收入占比 10%左右



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 6: 2017-24 年梯媒广告投放 TOP10 品牌梳理

电梯LCD广告花费TOP10品牌							户外广告刊例花费TOP10
	2017	2018	2020	2021	2022	2023	2024
1	优信二手车	瓜子二手车直卖	斑马AI课	蒙牛	妙可蓝多	农夫山泉	天猫
2	京东商城	肯德基	元气森林	妙可蓝多	蒙牛	易开得	小猿
3	天猫	天猫	猿辅导	简爱	君乐宝	小猿	南极人
4	瓜子二手车直卖	瑞幸	妙可蓝多	唱吧	小罐茶	德佑	京东商城
5	肯德基	郎	铂爵旅拍	瓜子二手车直卖	泰兰尼斯	飞鹤	君乐宝
6	农夫山泉	弹个车	京东金融	秒飞	康恩贝	三只小山羊	蓝月亮
7	蒙牛	拼多多	君乐宝	剑南春	伊利	外星人	农夫山泉
8	简一	蒙牛	58同城	元气森林	有棵树	汤臣倍健	伊利
9	人人车	京东商城	西贝	君乐宝	泰山	蒙牛	东鹏
10	金立	优信二手车	京东商城	林清轩	认养一头牛	元气森林	珍酒
电梯海报广告花费TOP10品牌							
	2017	2018	2020	2021	2022	2023	
1	优信二手车	幸福	君乐宝	君乐宝	啄木鸟	伊利	
2	京东商城	天猫	大麦	苏宁	伊利	啄木鸟	
3	神州	京东商城	学而思	蒙牛	君乐宝	美团	
4	天猫	瑞幸	斑马AI课	贝拉米	蒙牛	君乐宝	
5	瓜子二手车直卖	弹个车	蒙牛	波司登	红星	云南白药	
6	幸福	优信二手车	苏宁	天猫	波司登	波司登	
7	苏宁	广誉远	波司登	饿了么	美团	红星	
8	小米	苏宁易购	石榴云医	中国移动通信	曼迪	农夫山泉	
9	苏宁易购	金六福	天猫	国美	朴朴超市微信公众号	东邻到家微信公众号	
10	蒙牛	飞鹤	京东商城	飞鹤	广汽丰田	冠芳	

数据来源：CTR，中信建投证券，注：2019、24 年 CTR 未单独披露电梯电视、电梯海报广告花费 TOP10 品牌数据，加粗为互联网品牌

今年 8 月外卖平台承诺“规范促销”，是否影响该逻辑演绎？我们认为不会。2025 年 8 月 1 日，美团、饿了么、京东等先后承诺将规范促销，同时提出多项限制补贴行为的举措，包括规范促销行为、合理规划发放补贴、不做非理性促销活动、不以显著低于成本的价格销售商品和服务等，此前市场监管总局于 7 月 18 日约谈饿了么、美团、京东三家平台企业，外卖大战或边际放缓，但竞争仍在继续，从阿里、美团今年 Q2（自然年）财报后的业绩交流会口径看，投入将继续：1）阿里：据 2026 财年一季报业绩交流会，淘宝闪购今年 4 月底推出，第一阶段的目标首先是用户规模跟心智，经过过去几个月的发展，第一阶段的目标超预期实现，并为电商业务带来赋能，后续将提升经营效率。我们预计后续将保持一定的投入获客、提高用户留存和运营效率。2）美团：据 2025 中报业绩会，Q3，一方面美团会增加激励以确保价格竞争力与行业领先的配送服务，另一方面会加大营销投入以强化品牌认知。

9月高德推出扫街榜，宣发力度较大，有望贡献增量。今年9月10日，高德“扫街榜”项目高调对外发布，扫街榜基于用户导航、到店行为数据生成的线下服务榜单，涵盖餐饮、酒店、景点等业态，结合支付宝芝麻信用体系构建商家信用评价体系。上线后，扫街榜的宣发线上线下均在推进，其中户外广告渠道中，电梯、公交站、公交车身、地铁站、户外大屏等均能看到。至10月3日，高德扫街榜用户达到4亿，根据QuestMobile数据，高德地图2025年8月的MAU为8.9亿，上线不到一个月，扫街榜的用户渗透率已接近50%，扫街榜的高调推出、用户快速增长加剧本地生活的竞争，且扫街榜仍处于前期的扩张期，预计营销预算较为充足。

二、与碰一下合作影响多大：梯媒渠道价值有望重估

碰一下+梯媒玩法：用户轻触碰一下设备即可领取红包、优惠券或跳转至购买页面，实现广告到支付的闭环，推动梯媒渠道价值重估。6月24日，公司官方微信公众号宣布，分众传媒与支付宝“碰一下”达成合作，“支付宝碰一下”正式进驻电梯场景，实现线上线下的联动，有望解决传统梯媒投放效果难以量化的问题。据一“碰”即发发布会，在认知-兴趣-考虑-转化-忠诚链条上，碰一下+梯媒均找到了新“物理-数字”融合指标，重新定义了该场景的商业价值：

1) 认知：传统线下广告对触达的跟踪较为模糊，融合指标能发现接近确凿的触达价值；

2) 兴趣：通过 NFC 触碰次数/广告播放总次数，可以实时、直接地衡量广告创意和激励方案的方案吸引力，而传统线下广告主要靠品牌回忆度调研；

3) 考虑：通过（在支付宝内领取的优惠券数量/NFC 触碰点次数）衡量特定激励措施对用户吸引力的大小，而传统线下广告无指标反馈该环节的效果；

4) 转化：通过（优惠券核销数量/优惠券领取总量）为线下广告提供直接、闭环的 ROI 归因；

5) 忠诚：通过追踪用户在活动后与品牌小程序或在支付宝生态内的后续互动及购买行为，衡量广告对用户 LTV 的影响，以往无明确指标可跟踪活动后用户的行为。

支付宝碰一下+分众传媒对于前述 5 个环节的重新定义，形成了一个较为完美的 O2O 闭环。

图 7: 分众传媒和支付宝碰一下合作, 形成一个较为完美的 O2O 闭环



	认知	兴趣	考虑	转化	忠诚
传统线下广告指标	触达/频次 (估算值)	品牌回忆度调研	无	销售提升分析 (相关性)	无
新“物理-数字”融合指标 (由支付宝-分众合作实现)	已验证曝光	曝光-互动转化率	优惠/权益领取率	线下-线上转化率	活动后用户行为
定义与商业价值	在广告播放时, 实际出现在该物理空间内, 携带了智能设备的独立用户数 价值: 从模糊估算到接近准确的触达价值	(NFC触达次数/广告播放总次数) 价值: 实时、直接地衡量广告创意和激励方案的吸引力	(在支付宝内领取的优惠券数量/NFC触达次数) 价值: 衡量特定激励措施对用户吸引力大小	优惠券核销数量/优惠券领取总量 价值: 为线下广告提供直接、闭环的ROI归因	追踪用户在活动后与品牌小程序或在支付宝生态内的后续互动及购买行为 价值: 衡量广告对用户长期生命周期价值 (LTV) 的影响。

数据来源: 支付宝微信公众号, 中信建投证券

我们从定性、试点情况两个角度分析碰一下+支付宝场景落地的可行性。

1) 定性: 碰一下采用 NFC 技术, 反应速度快于二维码扫码, 适合电梯这种瞬时场景。据 8 月 6 日公司召开的一“碰”即发发布会, NFC 连接时间小于 0.1 秒, 二维码需要 2-5 秒。消费者在梯媒渠道整体停留的时间较短, 实现决策到消费的转化需要反应较快的工具辅助, 碰一下的便捷性适配这种瞬时场景。

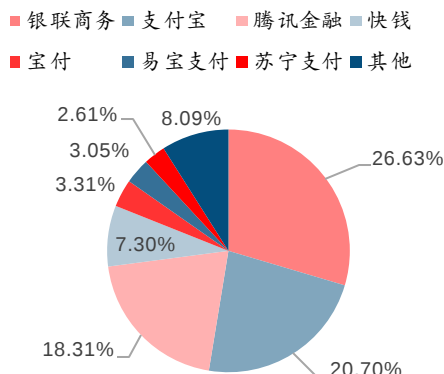
图 8: 分众与支付宝战略合作的技术支撑

特性	NFC (近场通信)	QR Code (二维码)	对于本次合作的战略意义
交互方式	“碰一下”	“扫一下”	NFC 的低摩擦和“魔法般”的体验感, 提升了用户参与度和好感度
交互速度	连接时间<0.1秒	2-5秒 (打开应用、对焦、识别)	在电梯等瞬时场景中, 速度是决定成败的关键
安全性	高 (距离极短, 难以拦截或伪造)	中低 (易被复制、替换, 存在钓鱼风险)	对于金融级交易至关重要, 构建用户信任, 符合支付宝的品牌定位。
硬件要求	支持NFC的手机 (硬件)	任何带摄像头的智能手机 (软件)	目标用户为拥有较智能手机的城市主流人群, 与分众受众高度重合。

数据来源: 一“碰”即发发布会, 中信建投证券

支付宝碰一下及分众均具备良好的用户覆盖基础。①支付宝拥有庞大的用户基础, 2024 年 Q4 支付宝月活达 9.2 亿, 其在中国第三方互联网支付市场中交易份额为 20.7%, 仅次于银联商务, 据 25 年 4 月 24 日“支付宝碰一下”生态大会, “碰一下”已布局全国 400+城市, 接入 5000+品牌、千万商家, 用户数破亿, 其中一半为 30 岁以下年轻人。②截至 25 年 Q1 末, 分众梯媒点位数量超过 300 万个, 覆盖超过 4 亿主流人群。据公司 25 年中报业绩交流会, 碰一下+分众点位已铺设 48 万个, 截至年底有望达到百万台, 明年将达到 200 万台。

图 9: 2024 年 Q4 支付宝在中国第三方互联网支付市场交易份额排名中位于第二，仅次于银联



数据来源：易观千帆，中信建投证券

2) 试点数据：触达、转化效果较好。据一“碰”即发发布会，三得利试点中，领券率（杭州）达到 68.6%，跳转到达率（上海）66.8%；淘宝闪购投放中，单点位触碰次数超过 5 次，点击率达到 79%，唤端到达率 93%；闲鱼用增拉新数据中，单点位触碰次数超过 3 次，点击率 43%，订单转化率 25%。据发布会，碰一下+分众梯媒点位全量运营后，每日活跃用户（日活）有望达到 1000 万。领券和品牌承接页的到达率有望达到 80%，转化率预计在 1-20% 的区间。

图 10: 支付宝碰一下+分众传媒梯媒试点情况

	点位数		触达&频次	转化率		
淘宝闪购投放数据看板7.5-7.25	总触碰人数 315,005	总活跃点位 95,740	总碰次 542,680	点击率 79%	唤端到达率 93%	
三得利：核心数据看板	日均活跃率		触碰总人数	总领券数 (杭州)	领券率 (杭州)	跳转到达率 (上海)
	65%			43,810	27,600	68.6%
闲鱼：用增拉新数据看板6.16-7.3	总碰触人数 152,490	总活跃点位 50,909	总碰次 176,836	点击率 43%	订单转化率 25%	

数据来源：一“碰”即发发布会，中信建投证券

发布会后的补贴+每周五的“碰友日”等活动有望加强用户电梯内碰一下的心智，促进梯媒渠道价值重塑。1) 8月6日一“碰”即发发布会起，公司联手碰一下发补贴，有望促进用户于梯媒渠道碰一下，提高点位活跃度，加快梯媒渠道价值重估。补贴包括 1 亿元支付宝现金红包，1000 万份淘宝闪购，N 多大品牌购物券，通过这些红包/优惠有望吸引用户碰一下。2) 近期与支付宝联合运营每周五的“碰友日”等活动，也可以领取红包，在消费时抵扣。

图 11: 周五碰友日活动



数据来源: 支付宝 app, 中信建投证券

图 12: 电梯内碰一下抢红包



数据来源: 公司官方微信公众号, 中信建投证券

梯媒渠道价值重估后如何带来业绩增量?

从品牌广告、效果广告 2 方面看:

1) 品牌广告: 触达的概率、频次提高, 吸引更多广告预算。碰一下增加了电梯内广告的互动性, 叠加领券/红包的吸引, 有望增加电梯内人群注意到电梯广告的概率; 同时, 碰一下设备将增加公司于广告后链路对广告主的投放效果反馈、归因分析、数据支持。

2) 效果广告: 有望根据碰一下的效果按 CPS (cost per sale: 按销售付费) 收费。我们预计该路径的实现主要通过碰一下领取券/红包→线上/到店核销, 或碰一下→加购→支付实现, 该路径的变现方式主要是 CPS 收费。我们结合试点数据、购物平台抽佣比例对该变现模式进行年收入的敏感性分析, 单日碰次为 7、转化率 10%、take rate 5% 的假设下, 年收入超 5 亿。我们认为收入提升的关键因素除前述碰次、转化率、take rate 外, 还包括客单价, 目前的假设基于茶饮、外卖消费场景假设, 若增加美甲到店消费等场景, 则客单价有提升空间。核心假设及假设依据如下:

①点位数量 200 万台, 假设覆盖公司 80% 的自营梯媒点位, 约 200 万台。

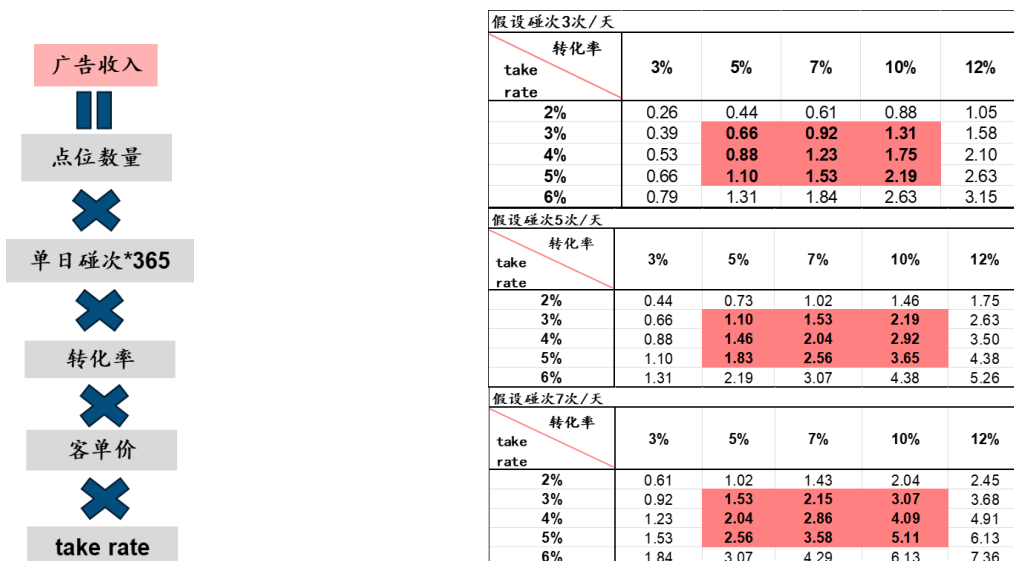
②单日碰次: 淘宝闪购投放试点数据显示单日碰次超过 5, 闲鱼用增拉新数据中单点位触碰次数超过 3 次, 分别在单日碰次为 3 次/天、5 次/天、7 次/天的假设下进行敏感性分析。

③转化率: 据发布会, 碰一下+分众梯媒点位全量运营后, 领券和品牌承接页的到达率有望达到 80%, 转化率预计在 1-20% 的区间。假设转化率为 3%-12%。

④客单价: 结合碰一下比较适配的茶饮、外卖场景的客单价, 假设为 20 元/单。

⑤take rate: 在 2-6% 的区间进行敏感性分析。天猫等购物平台的抽佣比例大概在 3-5% 的区间。

图 13:梯媒+碰一下按效果收费空间敏感性分析



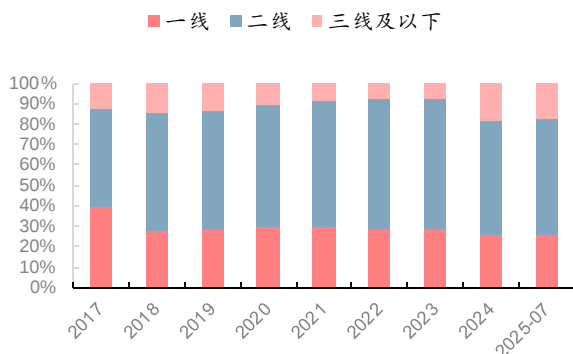
数据来源：“一碰即发”发布会，淘宝官网，中信建投证券测算

三、收购整合新潮传媒有望贡献增量利润

3.1 收购整合完成，有望补充点位、客户需求覆盖，提升市场份额和议价能力

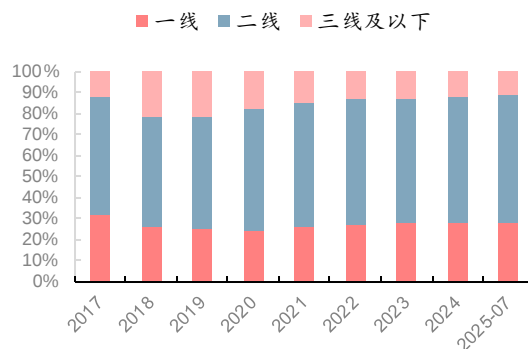
分众、新潮点位分布各有侧重，重合度低，收购完成后点位布局将更加完善。1) 公司点位覆盖全面，包括城市主流消费人群的工作场景、生活场景、娱乐场景、消费场景。从城市分布看，一二线城市为主，2017年以来，公司电梯媒体一二线城市合计占比超 80%。截至 25 年 7 月 31 日，公司的生活圈媒体覆盖境内超 339 个城市、中国香港及韩国、泰国、新加坡、印度尼西亚、马来西亚、越南、印度、日本和阿联酋等国，其中电梯电视媒体设备数量约 128.7 万台（包括境外子公司的媒体设备约 15.4 万台），电梯海报媒体设备数量约 168.5 万个（包括境外子公司的媒体设备约 2.6 万个、参股公司电梯海报媒体设备约 36.3 万个）。覆盖超过 4 亿中国城市主流人群。2) 新潮传媒将目标锁定在写字楼之外的中产社区，资源点位与公司重合度较低，通过灵活动态的智能投放方式服务数量庞大的中小广告主，深耕下游长尾市场。截至 25 年 3 月 31 日，新潮传媒电梯媒体平台在约 200 个城市运营约 75 万部智能屏，较 24 年 9 月底增加约 1 万台，覆盖 1.8 亿城市家庭人群。

图 14:分众电梯电视媒体分布：一二线城市为主



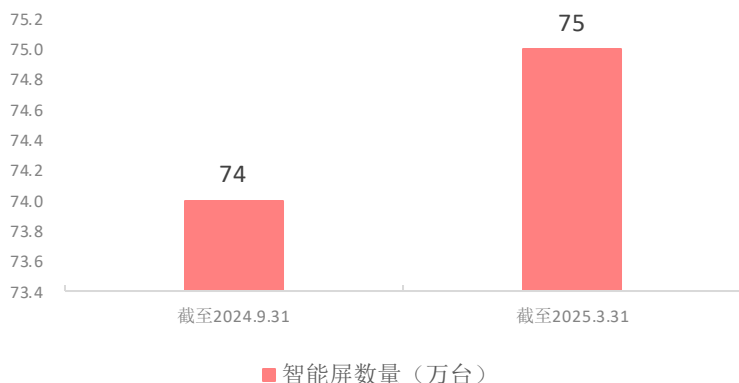
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 15: 分众电梯海报媒体分布：一二线城市为主



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 16: 新潮传媒电梯媒体智能屏数

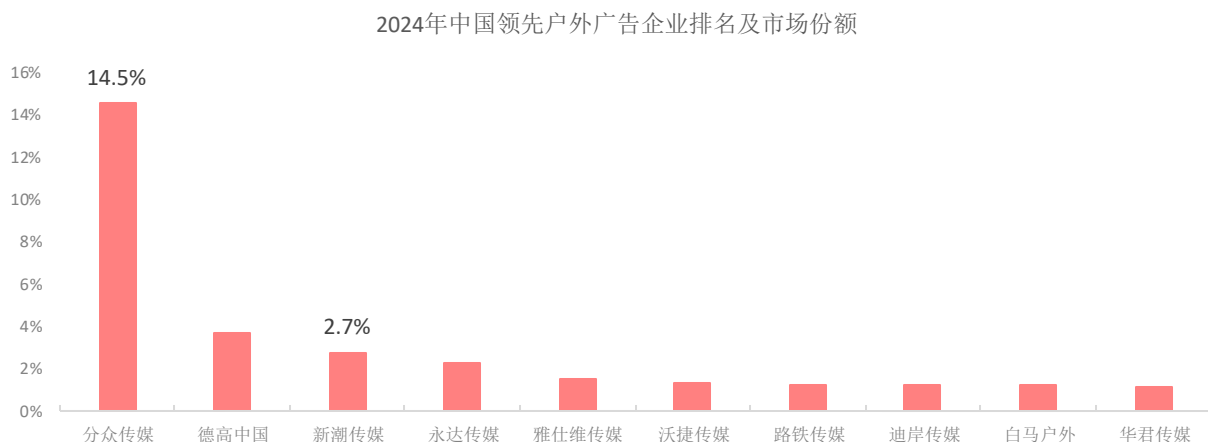


数据来源：公司公告，中信建投证券

新潮可补充公司对中长尾客户需求的覆盖。新潮传媒通过灵活动态的智能投放方式服务数量庞大的中小广告主，深耕下游长尾市场。而公司在长期的运营中积累了大量的大型、优质客户，并与这些客户建立了长期、稳定的合作关系，从近几年公司电梯媒体城市布局变化看，公司对低线城市、长尾市场需求的重视度提升，25年7月末三线城市及以下电梯电视媒体占比较23年提升9.9pcts。

收购整合完成后，公司于户外广告的市场份额扩大，议价能力有望进一步提升。根据中国广告协会的数据，24年分众传媒与新潮传媒在户外广告企业中市场份额占据前三，市场份额分别为14.5%/2.7%，收购完成后，分众于户外广告的市场份额将超过16%，电梯媒体的龙头地位进一步巩固，与新潮的竞争关系将转变为协同关系。

图 17: 中国户外广告市场分散, 分众、新潮均为 TOP10, 收购完成后分众市场份额将扩大

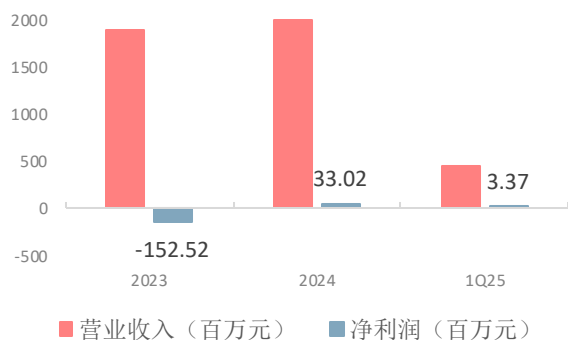


数据来源: 中国广告协会《2024 年全球及中国户外广告市场报告》, 中信建投证券

3.2 新潮 2024 年扭亏, 单点位收入、利润率均有提升空间

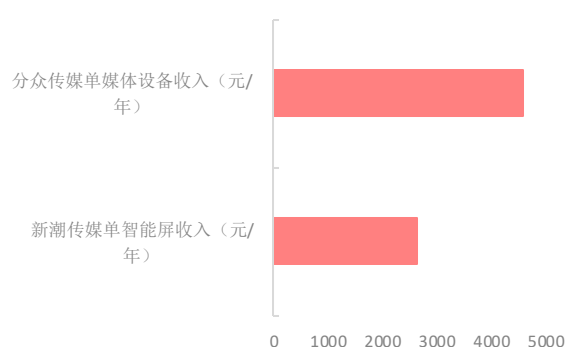
2024 年新潮实现盈利。据公司 8 月 6 日增发初次预案公告, 2023 年新潮传媒净亏损 1.5 亿元, 2024 年扭亏, 净利润 0.33 亿元, 结合公司 2025 年 4 月增发初次预案公告及 25 年 7 月的增发初次预案修订稿公告, 2024 年 Q4 公司实现扭亏, 1Q25 保持小幅盈利的水平。

图 18: 2024 年新潮传媒扭亏



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 19: 2024 年分众传媒 VS 新潮传媒单设备收入



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 20: 新潮传媒毛利率及净利率水平

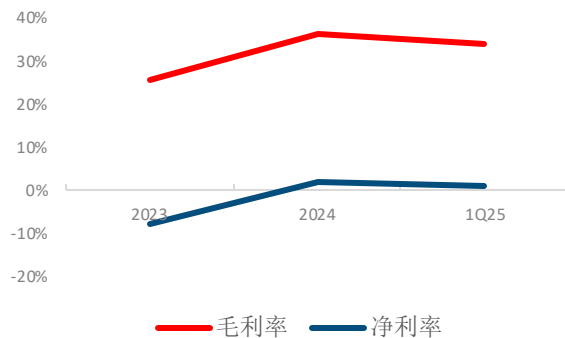
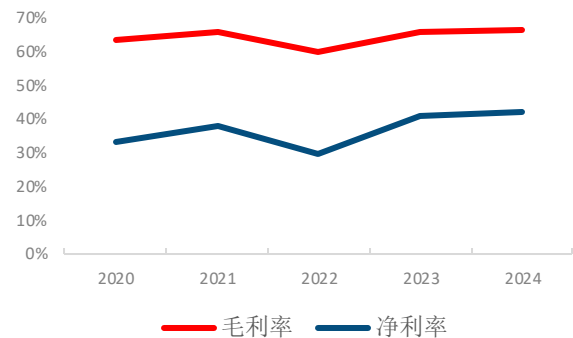


图 21: 分众传媒毛利率及净利率水平



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

新潮单屏收入、利润率水平提升空间较大, 收购整合完成后, 分众的优势有望带来赋能。1) 我们大致测算了分众及新潮的单屏收入, 2024 年分众梯媒单媒体收入约 4600 元 (包括电视和海报梯媒), 新潮单智能屏收入约 2600 元, 后者提升空间较大。2) 2024、1Q25 新潮毛利率分别为 36.4%、33.6%, 净利率分别为 1.7%、0.8%, 而分众近五年的毛利率基本在 60% 以上, 归母净利率基本在 30% 以上, 近 2 年归母净利率 40% 以上, 新潮提升空间较大。收购整合完成后, 分众客户资源、运营效率等赋能下, 新潮收入、净利率有望提升。假设新潮单屏收入提升 25% 至 3300 元左右, 智能屏设备数不变, 对应收入净利率达到 20% (约为分众的 1/2), 每年可产生 5 亿左右的净利润。

图 22: 新潮传媒净利润敏感性分析

单屏收入 增长率 净利率	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%
5%	1.04	1.09	1.14	1.19	1.24	1.29	1.34
10%	2.09	2.19	2.29	2.39	2.49	2.58	2.68
15%	3.13	3.28	3.43	3.58	3.73	3.88	4.03
20%	4.18	4.37	4.57	4.77	4.97	5.17	5.37
25%	5.22	5.47	5.72	5.96	6.21	6.46	6.71
30%	6.26	6.56	6.86	7.16	7.46	7.75	8.05
35%	7.31	7.65	8.00	8.35	8.70	9.05	9.39

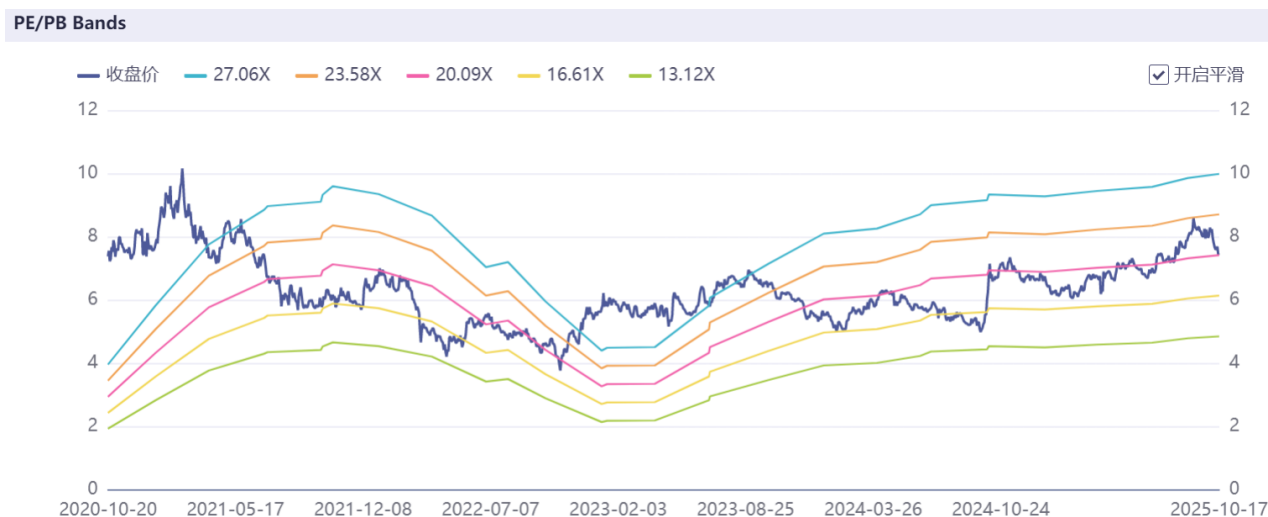
数据来源: 公司公告, 中信建投证券测算

四、盈利预测及估值

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 130.3/140.6/148.2 亿元，同比+6.2%/+7.9%/+5.4%：1）楼宇媒体业务：25 年受益于即时零售平台竞争加剧，补贴增加，互联网行业收入有望高速增长；展望后续，楼宇媒体市场目前发展相对成熟，公司牢牢把握高线城市点位，大范围、高质量的布局构建起竞争壁垒，收购新潮后点位数量将直接增加，市场份额将提升，但当前收购尚未完成，暂时不考虑收购完成的影响，预计日用消费品行业基本盘稳固；同时，和支付宝碰一下的合作有望打通后链路，提升品效合一的效果，利于公司争取到更多广告预算，预计 2025-27 年公司楼宇媒体业务收入同比+6.4%、+7.9%、+5.6%。2）影院媒体业务：该业务与票房关联度较大，虑及今年 Q1 票房创历史新高，但 Q2 以来进入淡季，表现不及往年，因而预计 2025 年该业务收入同比小幅增长，同比+7.0%，展望 2026-27 年，基于对票房稳步增长的假设，预计该业务收入稳步增长，分别同比+4.1%、2.1%。

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 56.3/62.8/68.1 亿元，分别同比+9.3%/+11.5%/+8.5%，2025 年 10 月 17 日收盘价对应 PE 为 19.2、17.2、15.8X。由于公司主营业务为梯媒广告投放，A 股和港股上市公司中的广告营销公司多为广告代理公司，与公司可比性较低，因而我们根据公司近 5 年 PE 水平，给予公司估值，近 5 年公司 PE 中枢为 20X，虑及公司收购新潮传媒、与支付宝碰一下合作的动作，以及其生活圈渠道于户外广告投放的重要性较高，新兴赛道/品牌崛起均有望为公司带来增量，给予公司 26 年 23X PE，对应市值 1446.5 亿元，目标价 10.0 元，维持“买入”评级。

图 23: 近 5 年公司 PE Bands：PE 中枢大概为 20X



数据来源：ifind，中信建投证券，注：数据截至日期为2025 年10 月15 日

风险分析

宏观经济发展不及预期风险。公司所从事的广告行业与宏观经济走势有较高相关性若宏观经济发展不及预期，客户在广告投放的预算可能会继续收缩，从而对公司业绩产生不利影响。

和碰一下合作不及预期风险。若点位铺设或品牌主接受度不及预期，则影响该合作所为公司带来的业绩增量表现。

收购新潮传媒不及预期风险。本次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。

广告市场竞争加剧风险。公司的竞争对手不仅仅是线下媒体，线上互联网媒体也会抢走广告主预算，若广告主预算被移动互联网媒体抢走，则公司将受到负面影响。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,112.17	11,647.30	12,554.79	13,461.84	14,460.04
现金	3,492.95	3,536.56	4,657.82	5,110.55	5,839.10
应收票据及应收账款	1,961.24	2,569.71	2,783.55	3,042.45	3,167.49
其他应收款	47.07	60.06	56.91	61.41	64.76
预付账款	107.54	96.19	122.68	132.39	139.60
存货	9.37	8.27	10.35	11.07	11.19
其他流动资产	5,494.00	5,376.51	4,923.48	5,103.97	5,237.90
非流动资产	13,248.85	11,151.29	10,541.17	10,577.71	10,464.48
长期投资	2,132.54	2,953.58	3,353.58	3,803.58	4,303.58
固定资产	3,945.18	3,658.23	2,675.00	1,688.43	698.54
无形资产	65.99	87.19	65.12	43.04	20.97
其他非流动资产	7,105.14	4,452.30	4,447.48	5,042.66	5,441.40
资产总计	24,361.02	22,798.59	23,095.95	24,039.55	24,924.52
流动负债	5,202.81	4,492.13	4,225.09	4,469.13	4,569.09
短期借款	68.90	101.64	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	136.82	95.47	87.19	93.24	88.36
其他流动负债	4,997.09	4,295.03	4,137.90	4,375.88	4,480.73
非流动负债	1,117.13	985.72	709.11	466.06	228.57
长期借款	928.01	807.67	541.06	308.01	80.52
其他非流动负债	189.12	178.05	168.05	158.05	148.05
负债合计	6,319.95	5,477.86	4,934.20	4,935.19	4,797.66
少数股东权益	347.62	293.46	289.22	289.67	290.15
股本	328.30	328.30	328.30	328.30	328.30
资本公积	386.74	748.73	748.73	748.73	748.73
留存收益	16,978.42	15,950.25	16,795.50	17,737.66	18,759.68
归属母公司股东权益	17,693.45	17,027.28	17,872.53	18,814.69	19,836.71
负债和股东权益	24,361.02	22,798.59	23,095.95	24,039.55	24,924.52

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10,412.67	9,537.85	6,156.99	6,527.37	7,054.58
净利润	4,799.62	5,071.61	5,630.73	6,281.55	6,813.94
折旧摊销	5,818.67	5,980.52	1,030.12	1,033.46	1,033.23
财务费用	-72.93	-18.07	-26.54	-52.67	-72.70
投资损失	-411.13	-706.61	-741.51	-748.47	-785.58
营运资金变动	43.55	-1,221.18	48.38	-210.30	-169.68
其他经营现金流	234.88	431.58	215.81	223.80	235.36
投资活动现金流	1,723.52	2,608.87	95.70	-555.33	-379.78
资本支出	312.10	329.42	30.00	30.00	30.00
长期投资	2,584.92	102.38	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-1,173.49	2,177.08	65.70	-585.33	-409.78
筹资活动现金流	-9,256.76	-9,133.16	-5,131.43	-5,519.32	-5,946.23
短期借款	56.72	32.73	-101.64	0.00	0.00
长期借款	185.36	-120.34	-266.61	-233.06	-227.49
其他筹资现金流	-9,498.84	-9,045.55	-4,763.18	-5,286.26	-5,718.74
现金净增加额	2,888.46	3,009.49	1,121.27	452.72	728.56

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,903.72	12,262.10	13,025.57	14,056.90	14,822.22
营业成本	4,109.24	4,136.94	3,978.05	4,254.27	4,300.32
营业税金及附加	235.86	245.03	262.91	-125.11	-131.92
销售费用	2,203.40	2,267.56	2,374.73	2,553.64	2,677.60
管理费用	442.92	501.30	565.65	604.80	623.22
研发费用	61.86	50.20	51.72	54.32	56.55
财务费用	-72.93	-18.07	-26.54	-52.67	-72.70
资产减值损失	-38.68	-10.18	-16.54	-28.11	-29.64
信用减值损失	47.58	-130.77	-123.74	-140.57	-148.22
其他收益	455.76	488.89	374.68	281.14	296.44
公允价值变动收益	-4.34	-96.80	-33.98	-56.23	-59.29
投资净收益	411.13	706.61	741.51	748.47	785.58
资产处置收益	-3.29	4.08	-0.93	-2.81	-2.96
营业利润	5,791.52	6,040.98	6,760.05	7,569.54	8,211.05
营业外收入	10.41	8.90	8.80	7.03	7.41
营业外支出	8.86	11.66	7.94	8.43	8.89
利润总额	5,793.08	6,038.21	6,760.91	7,568.14	8,209.57
所得税	993.46	966.61	1,130.17	1,286.58	1,395.63
净利润	4,799.62	5,071.61	5,630.73	6,281.55	6,813.94
少数股东损益	-27.49	-83.79	-4.23	0.45	0.48
归属母公司净利润	4,827.10	5,155.39	5,634.97	6,281.10	6,813.46
EBITDA	11,538.82	12,000.66	7,764.49	8,548.92	9,170.10
EPS (元)	0.33	0.36	0.39	0.43	0.47

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	26.30	3.01	6.23	7.92	5.44
营业利润(%)	65.15	4.31	11.90	11.97	8.47
归属于母公司净利润	73.02	6.80	9.30	11.47	8.48
获利能力					
毛利率(%)	65.48	66.26	69.46	69.74	70.99
销售净利率(%)	40.55	42.04	43.26	44.68	45.97
ROE(%)	27.28	30.28	31.53	33.38	34.35
ROIC(%)	59.41	59.69	56.09	65.01	69.93
偿债能力					
资产负债率(%)	25.94	24.03	21.36	20.53	19.25
净负债比率(%)	-13.84	-15.17	-22.67	-25.14	-28.61
流动比率	2.14	2.59	2.97	3.01	3.16
速动比率	2.09	1.96	2.40	2.43	2.56
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.54	0.56	0.58	0.59
应收账款周转率	6.07	4.77	4.68	4.62	4.68
应付账款周转率	30.03	43.33	45.63	45.63	48.67
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.36	0.39	0.43	0.47
每股经营现金流(最新)	0.72	0.66	0.43	0.45	0.49
每股净资产(最新摊薄)	1.23	1.18	1.24	1.30	1.37
估值比率					
P/E	22.35	20.93	19.15	17.18	15.83
P/B	6.10	6.34	6.04	5.73	5.44
EV/EBITDA	7.05	7.88	12.84	11.56	10.66

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

马晓婷

上海财经大学学士，上海社会科学院硕士，主要研究广告营销、AI应用、芒果超媒，及部分IP谷子相关标的。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk