



公司研究 | 深度报告 | 分众传媒 (002027.SZ)

再论分众：韧者笃行，从稳健到弹性

报告要点

我们认为在当前时点，分众正处于业绩底部抬升，向上迎来利好的关键节点，值得关注：1) 分众龙头地位稳固，点位持续扩张，2023 年以来梯媒主业稳健增长，收入端连续实现单季度营收同比正增长，业绩底部明显抬升；2) 分众迎来两大向上催化，一是并购新潮竞争格局优化，中性假设下新潮纳入分众体系能够贡献约 30 亿收入增量，对应 18 亿毛利、9-10 亿净利润；二是“碰一下”能够实现智能精准触达，打通归因闭环，有望赋能互联网广告主提效，未来互联网广告投放有望进一步增加。

分析师及联系人



高超

SAC: S0490516080001

SFC: BUX177



朱子愉

分众传媒 (002027.SZ)

2025-10-30

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

再论分众：韧者笃行，从稳健到弹性

为何在此时再论分众？

自 20Q1 以来，分众在两阶段实现了显著的超额收益，分别为 20Q3-21Q4 以及 22Q4 至今，这两个阶段的超额收益都主要由业绩驱动。我们认为在当前时点，分众正处于业绩底部抬升，向上迎来利好的关键节点，值得关注：1) 虽然梯媒存在较强周期属性，但分众龙头地位稳固，点位持续扩张，业绩底部明显抬升；2) 分众迎来两大向上催化，一是并购新潮竞争格局优化，二是“碰一下”有望贡献增量。

持稳健：高股息梯媒龙头，经营稳中有进

2023 年以来公司梯媒主业稳健增长，高分红预期持续。在广告大盘逐步复苏的背景下，分众凭借梯媒的独特传播价值，以及“品效协同”的核心优势，在梯媒中稳居龙头地位，23 年以来实现稳健经营。2023Q2 以来收入端连续实现单季度营收同比正增长，且由于点位成本相对刚性，公司单季度利润增速均高于收入增速，2025Q1-Q3 公司归母净利润同比增速分别为 9.1%/5.3%/6.9%。在经营稳健、现金流充裕的背景下，公司持续保持较高的分红水平，目前已连续 4 年实现现金分红金额超 45 亿元、股利支付率超 80%，并且公司承诺 2024 年度-2026 年度按照不低于当年扣非净利润的 80%进行现金分红，未来有望继续保持高分红。

寻弹性：并购新潮格局优化，“碰一下”有望贡献增量

我们认为公司向上具备较强弹性，主要来源于并购新潮与“碰一下”合作。

1) 并购新潮，竞争格局进一步优化：从点位数量来看，截至 2025Q1，新潮拥有 75.34/8.00 万个数字媒体点位和平面媒体点位，且点位与公司重合度较低，有望实现协同效应；**从单点位收入来看，**新潮单点位年收入在 2300 元左右，与分众 4300 元左右的收入差距明显，未来新潮点位定价能力有望提升；**从单点位成本来看，**分众单点位租赁成本在 1100 元左右，新潮在 1000 元左右，未来新潮纳入分众体系将大幅提升议价能力，有望压低租金成本。在中性假设下，新潮纳入分众体系能够贡献约 30 亿收入增量，对应 18 亿毛利、9-10 亿净利润。此外，由于议价权整体加强，分众自身毛利率亦有望进一步提升。

2) “碰一下”合作打通品效闭环：“碰一下”使得广告主能够同时利用分众的空间数据和支付宝的消费数据，实现对目标客群更加精准的投放，并且将广告位升级为交易入口，实现更直接、可量化的归因链路。“碰一下”智能精准触达，打通归因闭环的特点有效契合互联网广告主的需求，有望赋能互联网广告主提效，未来互联网广告投放有望进一步增加。

投资建议

公司的梯媒主业有望持续贡献稳健业绩，未来并购新潮稳步推进，“碰一下”释放增长动能，公司具备较强的业绩增长弹性。我们持续看好楼宇媒体赛道的投资价值，假设 26 年内完成并购，预计公司 2025-2026 年实现归母净利 56/68 亿，对应当前 PE 19.5/16.3 X，维持“买入”评级。

风险提示

1、经济复苏和广告回暖不及预期；2、梯媒市场竞争加剧；3、点位扩张优化不及预期；4、盈利预测假设不成立或不及预期。

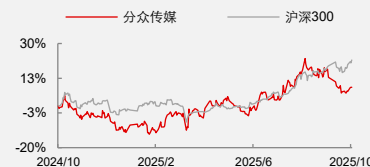
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	7.62
总股本(万股)	1,444,220
流通A股/B股(万股)	1,444,220/0
每股净资产(元)	1.14
近12月最高/最低价(元)	8.76/6.21

注：股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《业绩持续稳健增长，“碰一碰”创新电梯场景》
2025-09-01
- 《逆周期稳健增长，并购新潮有望改善梯媒竞争格局》2025-05-04
- 《分众传媒收购新潮 100%股权，有望实现协同发展》2025-04-11



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

为何在此时再论分众：底部稳抬升，向上有成长	6
持稳健：高股息梯媒龙头，经营稳中有进	7
梯媒主业稳健增长，品效双驱成为广告主“神助攻”	7
高分红预期持续，高股息资产属性凸显	12
寻弹性：并购新潮格局优化，“碰一下”有望贡献增量	15
并购新潮：从“双雄竞逐”到“一统江湖”，打开业绩增长新空间	15
电梯“碰一下”：从“广而告之”到“碰而买之”，驶入品效直达快车道	21
投资建议	24
风险提示	25

图表目录

图 1：分众传媒股价复盘	6
图 2：分众传媒的超额收益主要由业绩驱动	6
图 3：2023 年起广告大盘进入修复阶段	7
图 4：移动互联网流量趋于饱和	7
图 5：品牌因素是消费者最主要的决策因素	7
图 6：57.4% 的广告主倾向“品大于效”和“品效相当”	8
图 7：中国互联网硬广中品牌广告占比逐步提升	8
图 8：分众、抖音、小红书是对品牌资产贡献最大的媒介渠道	8
图 9：以分众为代表的电梯广告在广告体验和接触率上表现亮眼	8
图 10：2025 年上半年，梯媒增速显著高于大盘	8
图 11：电影院广告和电梯广告等封闭式传播广告的关注度显著高于其他广告	9
图 12：分众广告数据打通天猫和抖音	9
图 13：珀莱雅通过阿里天攻智投实现数据回流，已实现精细化效果归因	10
图 14：2025 年上半年公司营收同比增长	10
图 15：2023Q2 以来分众单季度收入端稳健增长	10
图 16：分众毛利率稳步增长	11
图 17：2023 年以来分众利润端保持稳健增长	11
图 18：2025Q1-Q3，公司归母净利润增速分别为 9.1%/5.3%/6.9%	11
图 19：公司经营性现金流稳定向好	12
图 20：投资活动产生的现金流量净额收窄	12
图 21：筹资活动产生的现金流量净额收窄	12
图 22：2019 年起公司应收账款回落	13
图 23：公司始终维持较高的收现比和净现比	13
图 24：公司股利支付率维持高位	13
图 25：公司的股息率近几年来保持在 5% 左右	13
图 26：近几年来分众传媒的股息率与煤炭、银行等高红利板块相比并不逊色	14
图 27：公司与新潮传媒在中国户外广告市场的市占率分别为 14.5% / 2.7%	15

图 28: 2023 年起, 新潮收入稳步增长, 以数字媒体收入为主	15
图 29: 2024 年, 新潮实现扭亏为盈	15
图 30: 截至 2025Q1, 新潮拥有 75.34 万个数字媒体广告点位和 8.00 万个平面媒体广告点位	16
图 31: 新潮广告点位专注于住宅社区场景	16
图 32: 2023 年以来分众单点位年收入在 4300 元左右	17
图 33: 新潮单点位年收入在 2300 元左右	17
图 34: 分众和新潮的单点位年收入差距明显	17
图 35: 分众成本中媒体资源成本占比超 70%	18
图 36: 新潮成本中媒体资源成本占比 65%左右	18
图 37: 2023 年以来分众的单点位租赁成本在 1100 元左右	19
图 38: 2023 年以来新潮的单点位租赁成本在 1000 元左右	19
图 39: 分众和新潮的单点位租赁成本基本在 1000-1100 元左右	19
图 40: 分众的毛利率和净利率情况	20
图 41: 用户可在分众电梯屏碰一下领取红包或消费券等	21
图 42: 分众“碰一下”同时利用分众的空间数据和支付宝的消费数据	21
图 43: 支付宝与分众的“碰一下”合作形成较好的 O2O 闭环	22
图 44: “碰一下”使得淘宝闪购广告投放的每个环节都可追踪	23
图 45: 通过电梯“碰一下”, 淘宝闪购广告效果明显提升	23
图 46: 2025H1 互联网客户梯媒收入同比增长 88.8%	23
图 47: 互联网客户梯媒收入占营收比逐步提升	23
表 1: 新潮贡献收入敏感性测算	18
表 2: 新潮贡献毛利敏感性测算	19
表 3: 公司利润敏感性分析	25

为何在此时再论分众：底部稳抬升，向上有成长

自 20Q1 以来，分众在两阶段实现了显著的超额收益，分别是 20Q3-21Q4，以及 22Q4 至今。我们认为这两个阶段的超额收益都主要由业绩驱动。第一阶段（20Q3-21Q4），随着公共卫生事件的干扰逐步缓解，20Q3 分众实现了自 19 年以来单季度营收增速的首次回正。第二阶段（22Q4 至今），分众点位恢复正常扩张节奏，分众回归常态化经营，业绩进入稳健增长区间，股价自 2023 年起进入上涨区间。

我们认为在当前时点，分众正处于业绩底部抬升，向上迎来利好的关键节点，值得关注：

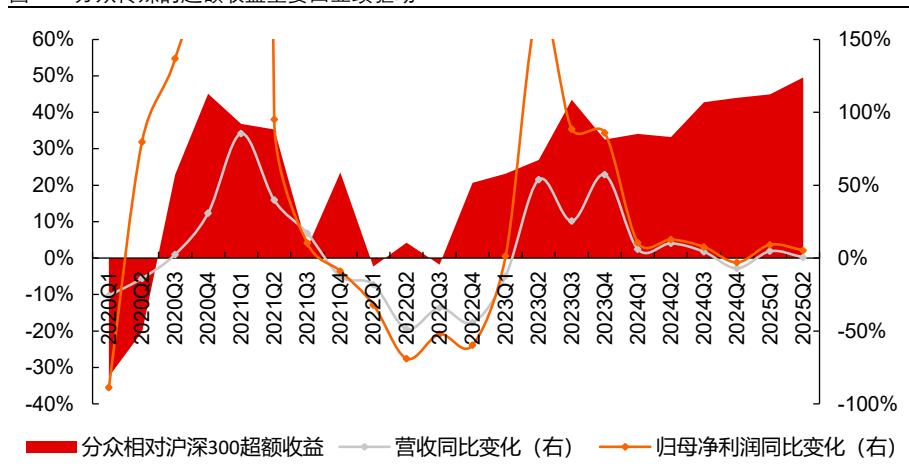
1) 虽然梯媒存在较强周期属性，但分众龙头地位稳固，点位持续扩张，业绩底部明显抬升；2) 分众迎来两大向上催化，一是并购新潮竞争格局优化，二是“碰一下”有望贡献增量。因此，后文我们将围绕分众业绩的稳健和向上的弹性两部分开展分析。

图 1：分众传媒股价复盘



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 2：分众传媒的超额收益主要由业绩驱动



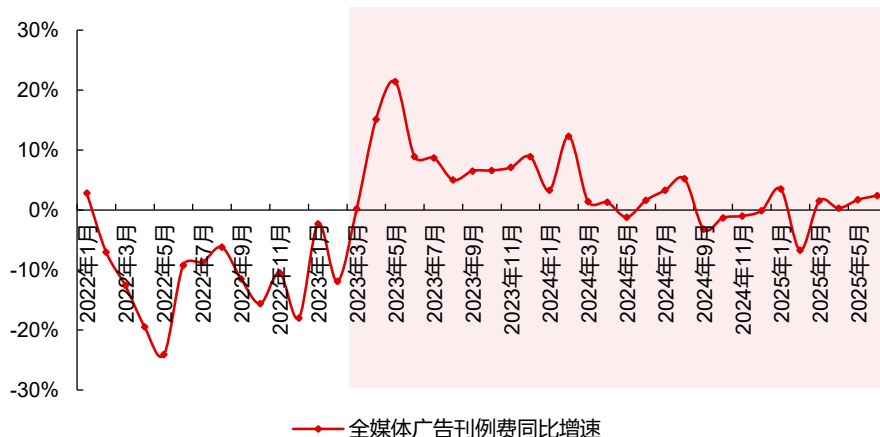
资料来源：iFinD，长江证券研究所（超额收益为 2020 年起的累计超额收益）

持稳健：高股息梯媒龙头，经营稳中有进

梯媒主业稳健增长，品效双驱成为广告主“神助攻”

广告大盘自 2023 年以来进入修复阶段。根据 CTR 数据，2023 年 3 月以来，广告大盘迈入修复阶段，其中 2025 年上半年国内广告市场整体花费同比微涨 0.6%，整体呈现稳中向好趋势。

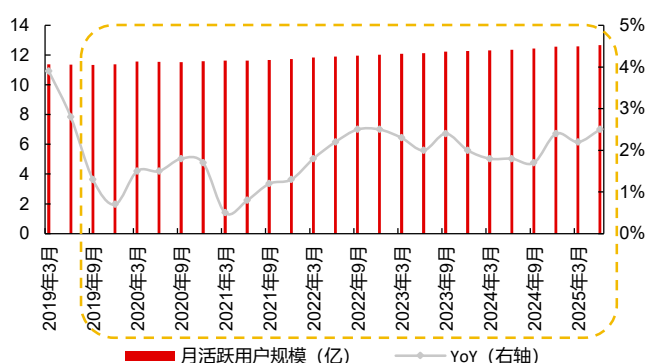
图 3：2023 年起广告大盘进入修复阶段



资料来源：CTR，长江证券研究所

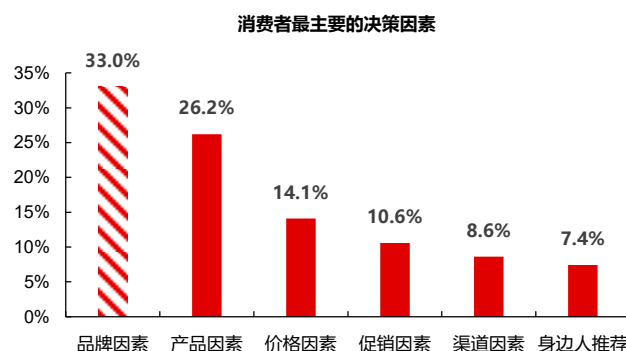
随着品牌因素的核心价值被广告主重新重视，品牌广告明显回暖。随着移动互联网流量趋于饱和，买量成本逐步攀升，品牌广告的核心价值逐渐显露。根据 CTR《2025 年中国广告市场趋势》报告，33%的消费者都认为品牌因素是最主要的决策因素，57.4%的广告主在分配营销费用时也倾向“品大于效”和“品效相当”。此外，中国互联网硬广中品牌广告的占比从 2024H1 的 12.6% 提升至 2025H1 的 15.4%，也从一定角度印证了品牌广告的回暖趋势。

图 4：移动互联网流量趋于饱和



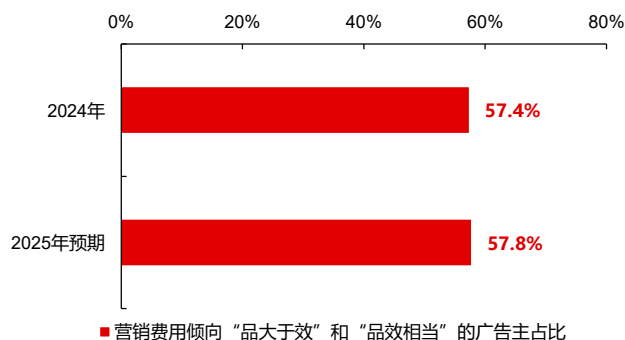
资料来源：QuestMobile，长江证券研究所

图 5：品牌因素是消费者最主要的决策因素



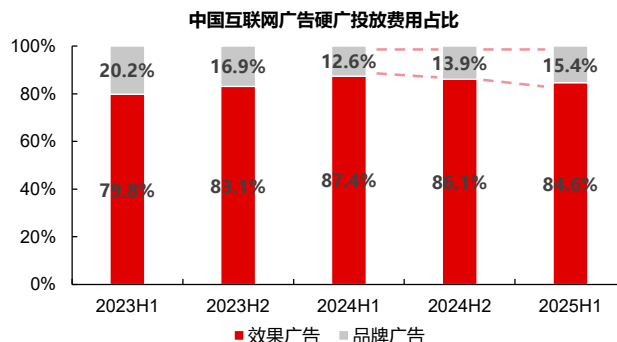
资料来源：CTR，长江证券研究所

图 6：57.4%的广告主倾向“品大于效”和“品效相当”



资料来源：CTR，长江证券研究所

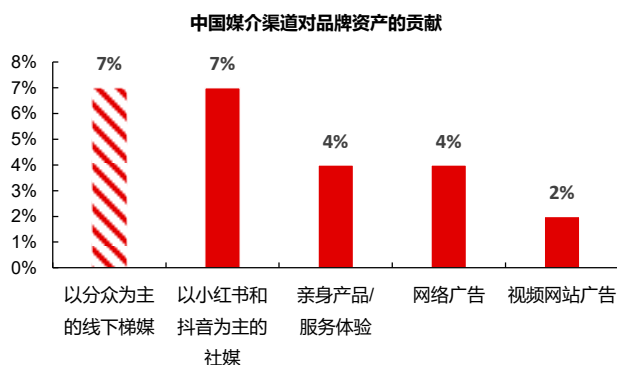
图 7：中国互联网硬广中品牌广告占比逐步提升



资料来源：QuestMobile，长江证券研究所

在众多品牌广告中，以分众为代表的梯媒具有独特的渠道价值。据凯度总结，在中国“一抖一书一分众”是对品牌资产贡献最大的媒介渠道，以分众为代表的电梯广告在广告体验和媒介广告接触率上均有亮眼表现。2025年上半年，在广告大盘微增0.6%的背景下，电梯LCD和电梯海报分别同比增长11.0%/9.2%，展现以分众为代表的梯媒独特价值。

图 8：分众、抖音、小红书是对品牌资产贡献最大的媒介渠道



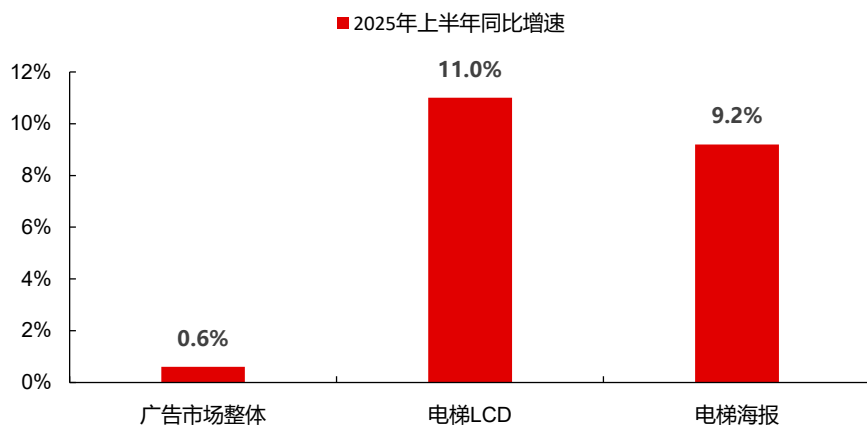
资料来源：《2023年凯度BrandZ最具价值中国品牌百强》凯度，长江证券研究所

图 9：以分众为代表的电梯广告在广告体验和接触率上表现亮眼



资料来源：凯度，长江证券研究所

图 10：2025年上半年，梯媒增速显著高于大盘

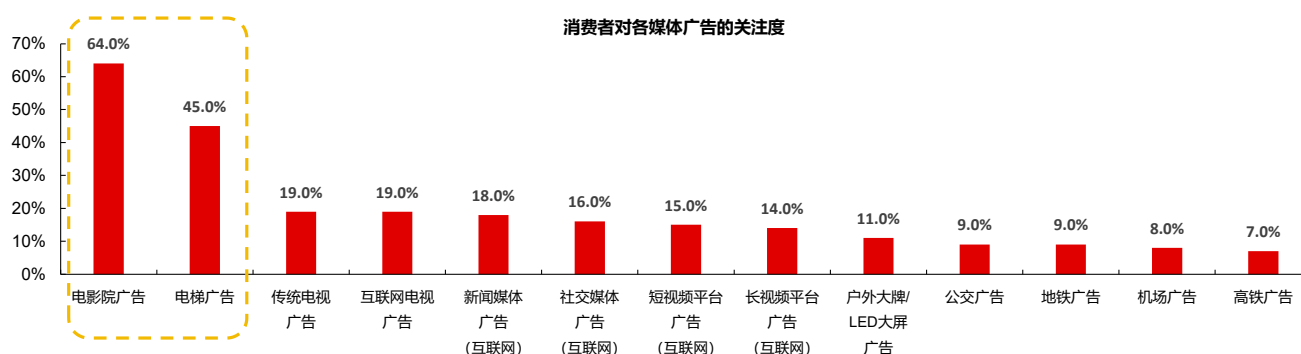


资料来源：CTR，长江证券研究所

分众何以成为品牌广告主的“神助攻”？

第一，消费者心智是品牌竞争的最终战场，而梯媒封闭式传播环境的“先天优势”赋予其高触达、高关注、高频次、高完播的特征，根据凯度数据，消费者对电影院广告和电梯广告的关注度分别高达 64%和 45%，遥遥领先其他媒体。以上“四高”特征天然契合品牌广告抢占消费者心智的核心需求，使得分众成为品牌进行强力品类卡位、高效心智塑造、构筑品牌壁垒的首选媒介。

图 11：电影院广告和电梯广告等封闭式传播广告的关注度显著高于其他广告



资料来源：《2021 年中国城市居民广告关注度研究》凯度，长江证券研究所

第二，传统品牌广告的主要痛点在于效果难以量化，分众强化数字化能力助力“品效协同”。从广告全链路的角度来看，分众更擅长前链路，阿里更擅长后链路，阿里入股分众后帮助分众打通广告后链路，目前分众广告观看数据已经可以同时反馈到天猫和抖音，实现效果归因、数据回流和二次投放，在一定程度上解决了传统品牌广告后链路的黑箱问题，提升“品效协同”效率。

图 12：分众广告数据打通天猫和抖音

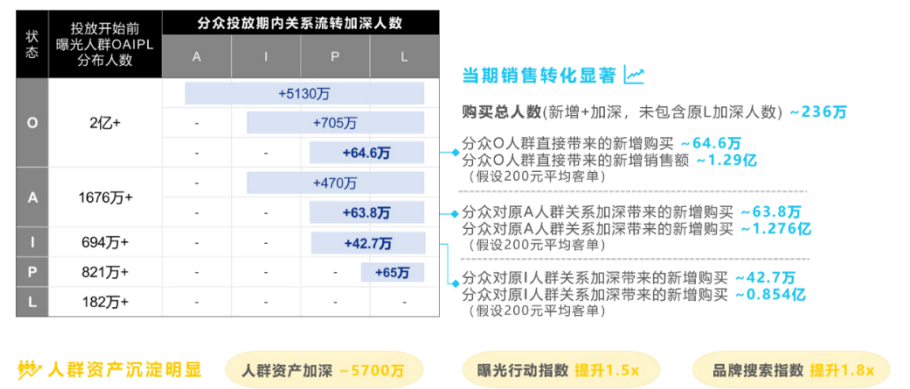


资料来源：分众传媒公众号，长江证券研究所

以珀莱雅为例，在分众投放期间，珀莱雅将曝光数据回流至阿里平台，实现精细化效果归因。天攻智投数据显示：基于阿里的 OAIPL 人群理论，在分众投放期内，珀莱雅的

O/A/I 人群分别新增购买人数 64.6/63.8/42.7 万，新增销售额 1.29/1.28/0.85 亿，有显著的当期转化效果，在很大程度上证实了分众具备强大的后链路数据回流和效果归因能力，全链路优化助力品效协同。

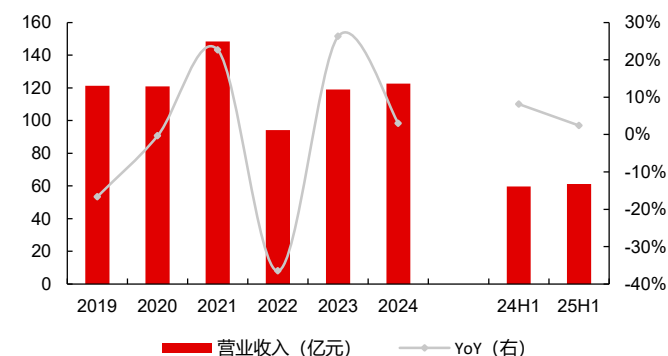
图 13：珀莱雅通过阿里天攻智投实现数据回流，已实现精细化效果归因



资料来源：分众传媒公众号，艾瑞咨询，长江证券研究所

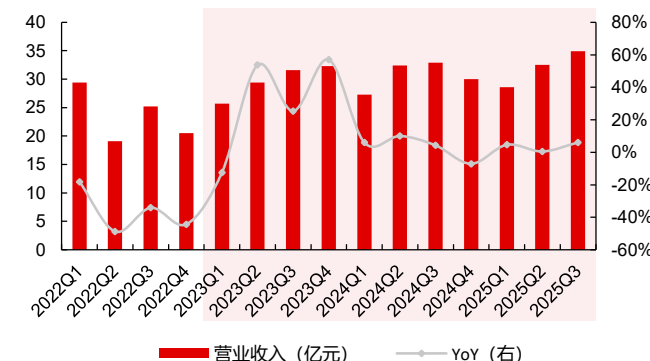
23 年以来分众收入端表现稳健。在广告大盘逐步复苏的背景下，分众凭借梯媒的独特传播价值，以及“品效协同”的核心优势，在梯媒中稳居龙头地位，23 年以来实现稳健经营。收入端，2023-2024 年公司分别实现营业收入 119.0/122.6 亿元，同比增长 26.3%/3.0%，2025 年上半年公司实现营业收入 61.1 亿元，同比增长 2.4%。2023Q2 以来，公司除了 2024Q4 之外都实现了单季度营收同比正增长，收入端表现稳健。

图 14：2025 年上半年公司营收同比增长



资料来源：iFinD，长江证券研究所

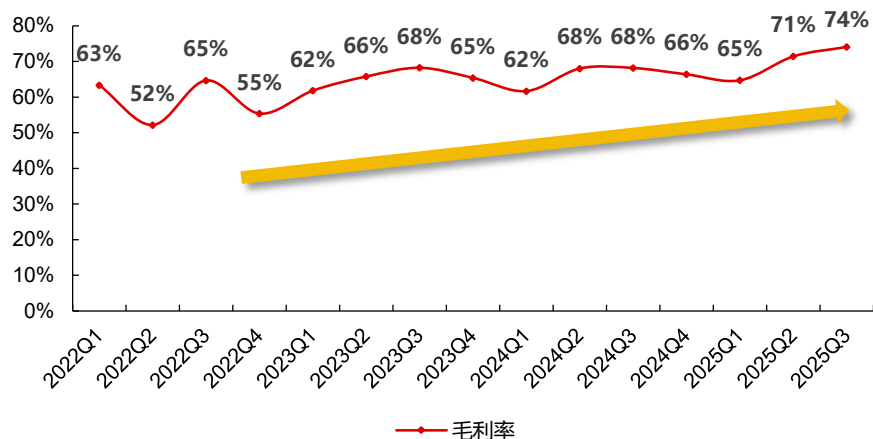
图 15：2023Q2 以来分众单季度收入端稳健增长



资料来源：iFinD，长江证券研究所

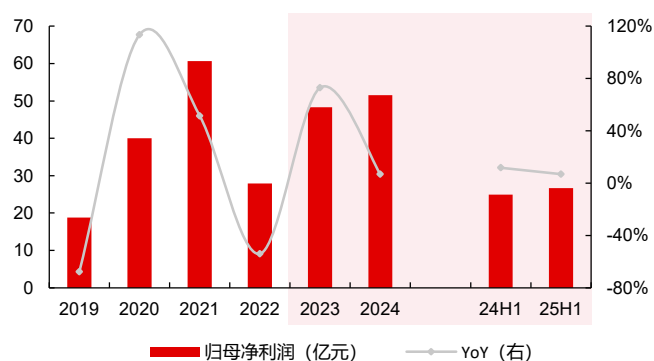
分众经营向好，利润端弹性得到释放。由于梯媒的单点位成本相对刚性，随着公司营收稳步增长，利润端逐步释放弹性。毛利端，公司毛利率稳步提升，从 2022Q1 的 63.4% 提升至 2025Q3 的 74.1%。利润端，2023Q2 以来，公司单季度利润增速均高于收入增速，2025Q1-Q3，公司的归母净利润同比增速分别为 9.1%/5.3%/6.9%，保持稳健增长。

图 16：分众毛利率稳步增长



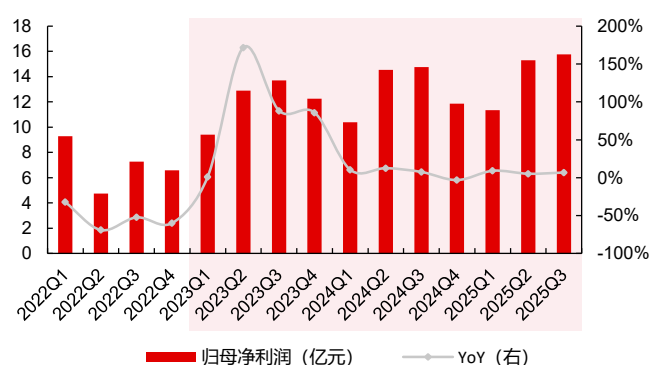
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 17：2023 年以来分众利润端保持稳健增长



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 18：2025Q1-Q3，公司归母净利润增速分别为 9.1%/5.3%/6.9%

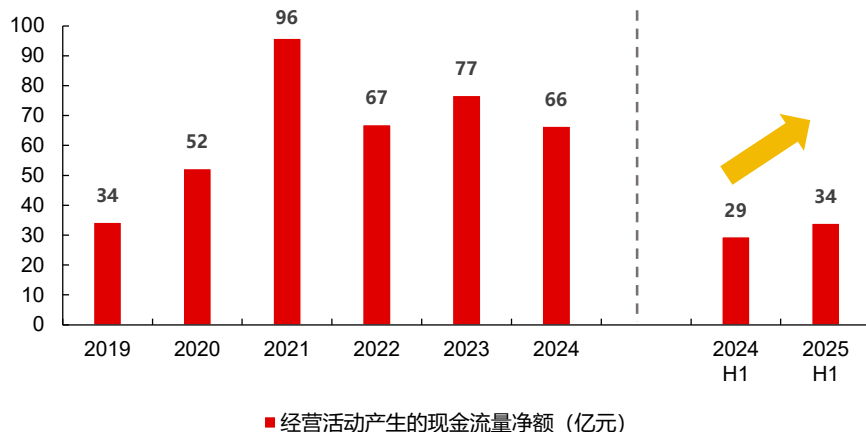


资料来源：iFinD，长江证券研究所

高分红预期持续，高股息资产属性凸显

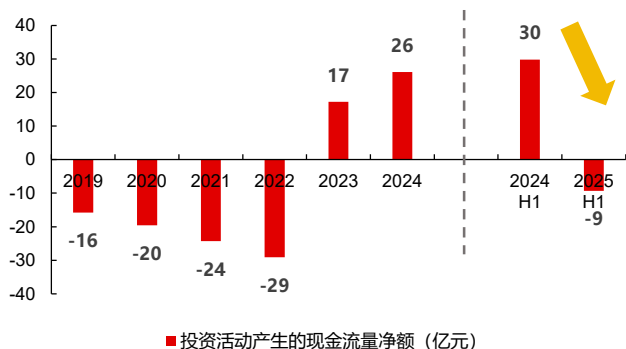
公司现金流稳定向好，具备稳定分红条件。自 2021 年以来，公司每年的经营性现金流净额都在 65 亿元以上，且 2025 年上半年经营性现金流净额继续向好；投资活动产生的现金流净额和筹资活动产生的现金流净额整体收窄；考虑到公司未来几年大幅扩张点位的可能性较小，资本开支有望保持低位，预计现金流情况将持续向好，具备稳定的分红条件。

图 19：公司经营性现金流稳定向好



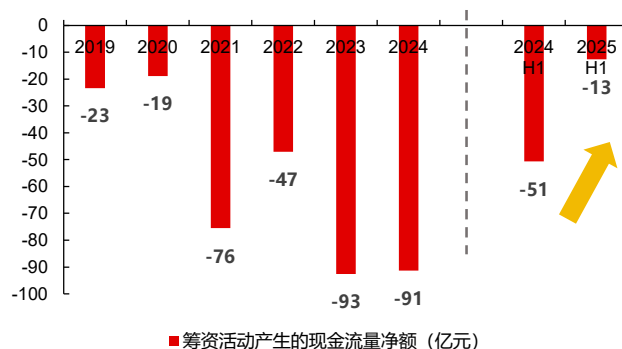
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 20：投资活动产生的现金流量净额收窄



资料来源：iFinD，长江证券研究所

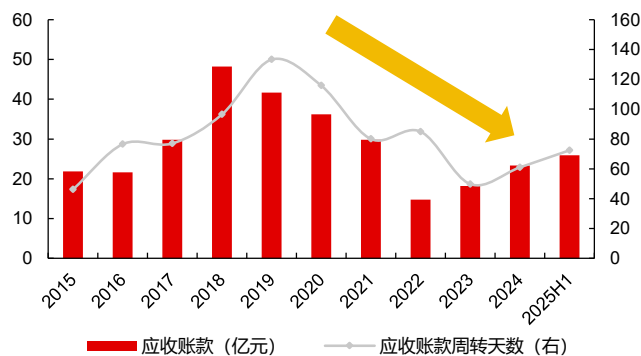
图 21：筹资活动产生的现金流量净额收窄



资料来源：iFinD，长江证券研究所

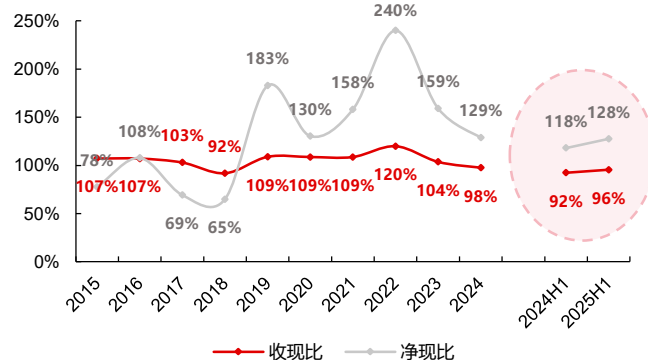
应收账款大幅回落，收现比稳步提升。2019 年以来，公司应收账款大幅回落，2023 年以来应收账款周转天数稳定在 80 天以内，广告主回款表现较好。得益于应收账款情况的改善，公司收现比和净现比均处于高位，2025 年上半年，公司收现比和净现比分别同比增长 10pct/4pct 至 128%/96%，呈现稳步提升趋势。

图 22：2019 年起公司应收账款回落



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 23：公司始终维持较高的收现比和净现比

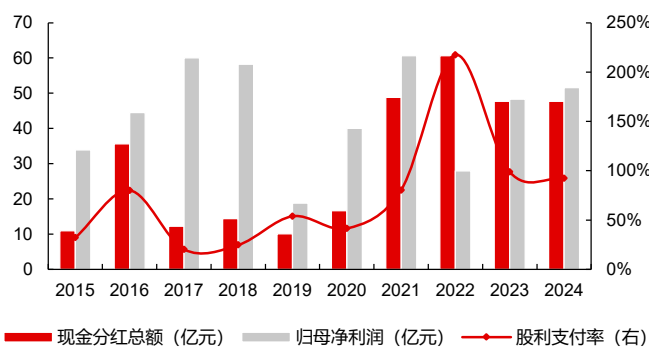


资料来源：iFinD，长江证券研究所（注：收现比=销售商品提供劳务收到的现金/营业收入*100%，净现比=经营活动净现金流量/归属于母公司股东的净利润*100%）

公司兼具分红能力与意愿，有望继续保持高分红。在经营稳健、现金流充裕的背景下，公司持续保持较高的分红水平，目前已连续 4 年实现现金分红金额超 45 亿元、股利支付率超 80%。同时公司发布 2024 年度-2026 年度股东分红回报规划，承诺每年度按照不低于当年扣非净利润的 80%进行现金分红，使得后续股东回报更具确定性，分红比例有望维持高位。

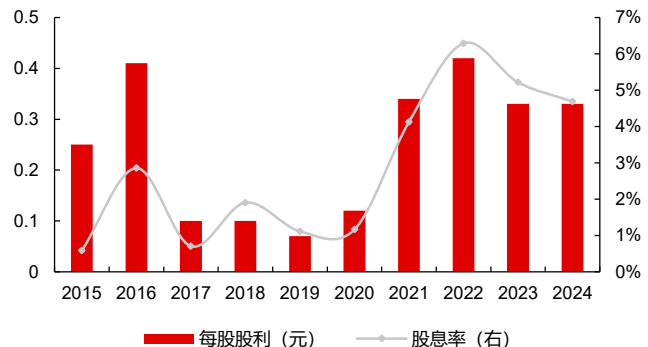
近几年股息率保持在 5%左右，具备优质高股息资产属性。2022-2024 年，公司股息率分别为 6.3%/5.2%/4.7%，考虑到公司经营业绩稳健、现金流稳中向好、竞争格局改善，叠加其历史分红的稳定表现和分红承诺，我们认为公司具备优质高股息资产属性。

图 24：公司股利支付率维持高位



资料来源：iFinD，长江证券研究所

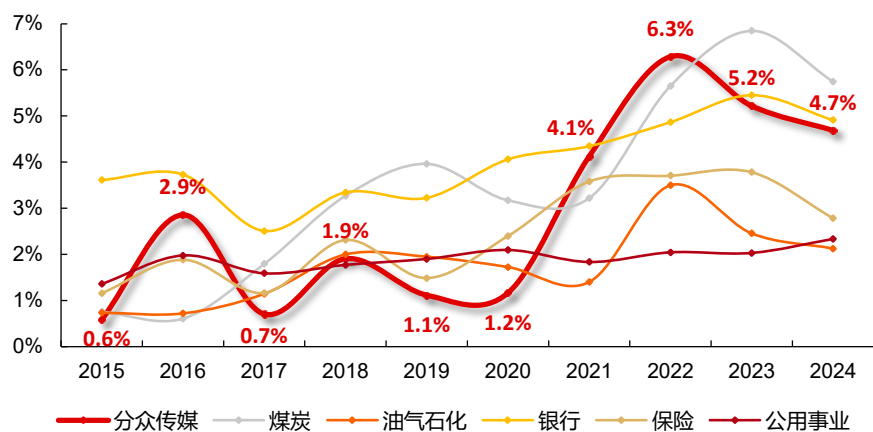
图 25：公司的股息率近几年来保持在 5%左右



资料来源：iFinD，长江证券研究所

对比煤炭、油气石化、银行等市场高红利板块，分众近几年的股息率表现并不逊色。2022 年以来，分众的股息率已连续 3 年高于油气石化、保险、公用事业板块平均表现，分众优质高股息资产的属性值得关注。

图 26：近几年来分众传媒的股息率与煤炭、银行等高红利板块相比并不逊色



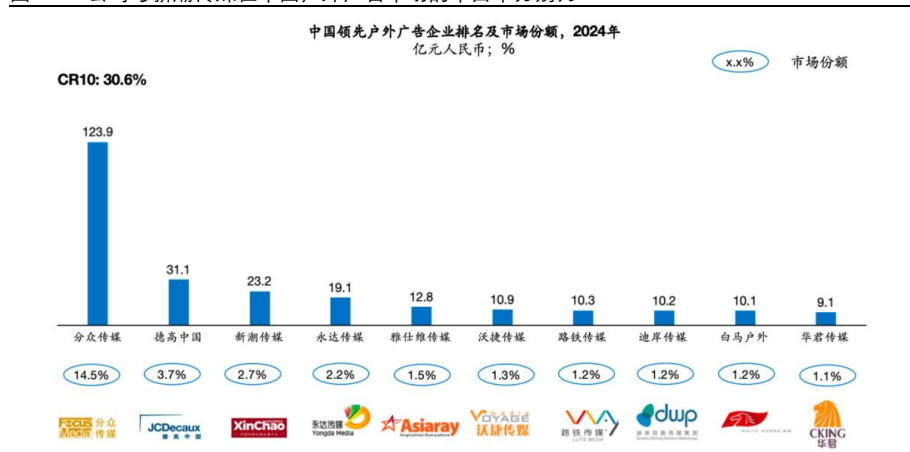
资料来源：iFinD，长江证券研究所（注：板块按长江行业分类）

寻弹性：并购新潮格局优化，“碰一下”有望贡献增量

并购新潮：从“双雄竞逐”到“一统江湖”，打开业绩增长新空间

公司拟并购新潮传媒，从双雄竞逐到一统江湖。中国户外广告市场的竞争格局相对分散，2024 年公司和新潮传媒的市占率分别为 14.5% / 2.7%，分别位列第一和第三。在电梯媒体这一细分赛道中，公司和新潮传媒则位居前二。根据公司公告，公司拟以发行股份及支付现金的方式购买新潮传媒 100% 的股权，交易作价为 83 亿元。若并购事项顺利推进，分众将重点“竞对”纳入麾下，有望进一步改善竞争格局，巩固其梯媒市场的头部地位。

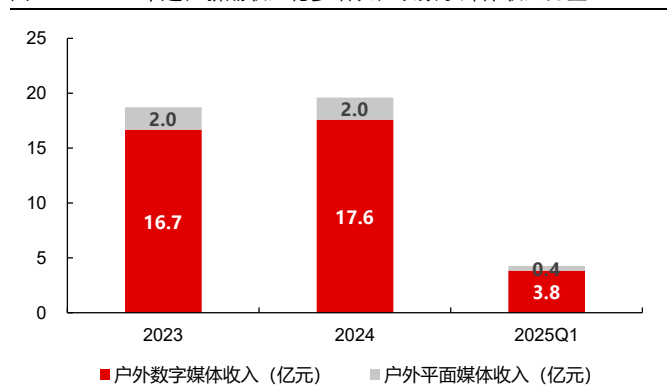
图 27：公司与新潮传媒在中国户外广告市场的市占率分别为 14.5% / 2.7%



资料来源：中国广告协会，长江证券研究所

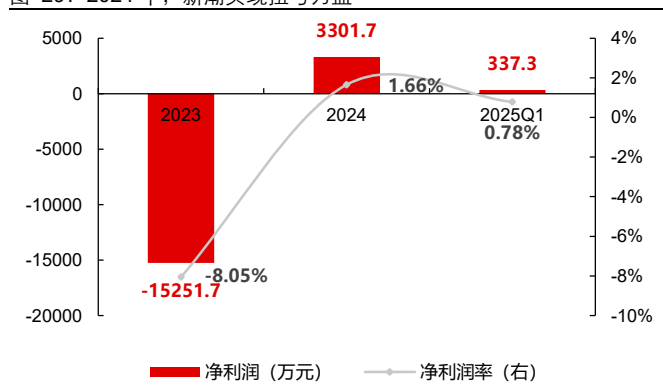
新潮营收稳步增长，24 年起扭亏为盈。收入端，新潮传媒 2023-2024 年的营收分别为 18.94/19.88 亿元，2025Q1 实现营收 4.31 亿元，呈现稳步增长趋势，其中九成成为数字媒体收入，一成为平面媒体收入。利润端，新潮传媒 2023-2024 年的净利润分别为 -1.53/0.33 亿元，2024 年实现扭亏为盈，2025Q1 延续利润向好趋势，净利润为 0.03 亿元。

图 28：2023 年起，新潮收入稳步增长，以数字媒体收入为主



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 29：2024 年，新潮实现扭亏为盈



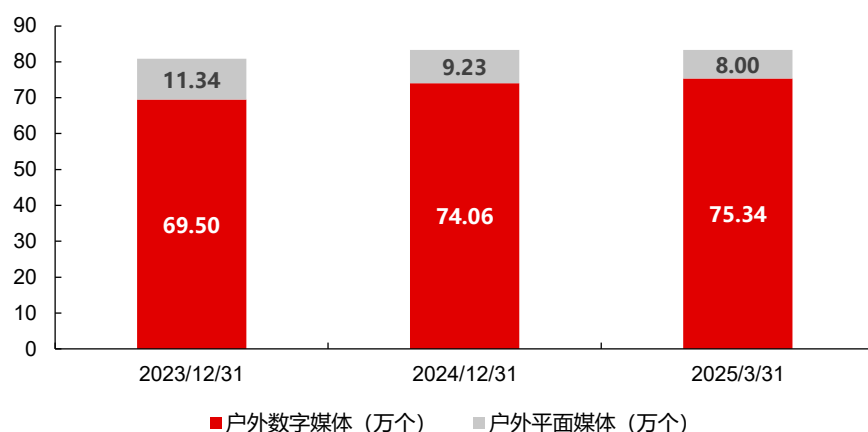
资料来源：公司公告，长江证券研究所

本部分我们试图讨论并购新潮能给分众带来多少收入增量和利润增量。对于梯媒广告行业来说，广泛且优质的媒体资源是行业核心竞争壁垒：媒体资源数量直接决定了其广告的经营规模、发布范围和市占率；媒体资源质量则在很大程度上影响其广告传播效果、转化率以及盈利能力。因此，我们将通过分析点位数量、单点位收入、单点位成本这三个核心指标，试图解答并购新潮为分众传媒带来的增量规模。

【指标一：点位数量】

新潮数字媒体广告点位稳步扩张，向下线城市深入布局。截至 2023 年末、2024 年末和 2025 年一季度末，新潮分别拥有 69.50/74.06/75.34 万个数字媒体广告点位，呈现增长趋势，其增长主要源于新潮在三四线城市等下沉市场的点位扩张。由于点位布局的调整，平面媒体广告点位则逐步减少，截至 2025Q1，新潮共拥有 8.00 万个平面媒体点位。

图 30：截至 2025Q1，新潮拥有 75.34 万个数字媒体广告点位和 8.00 万个平面媒体广告点位



资料来源：公司公告，长江证券研究所

新潮点位与公司重合度较低，有望实现协同效应。1) 场景定位：分众构建城市生活圈媒体网络，点位布局上更加侧重高端写字楼及住宅；新潮则主要专注于住宅社区场景，紧扣生活场景中高频的社区电梯、小区门禁等场景，形成与分众的差异化定位；2) 城市布局：分众的点位布局主要集中在一线、二线城市，新潮在下沉市场铺设更多，并购后能在一定程度上加强分众在下线城市的布局。

图 31：新潮广告点位专注于住宅社区场景



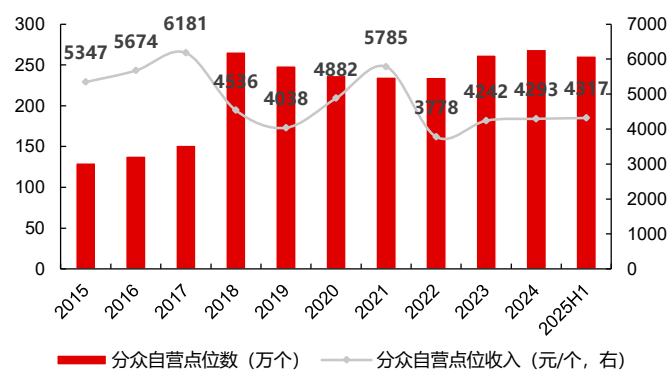
资料来源：秒针，长江证券研究所

【指标二：单点位收入】

分众单点位年收入在 4300 元左右。2018-2019 年，宏观经济承压、分众大幅扩张点位、分众与新潮开启价格战等因素叠加，致分众单点位收入水平明显下滑，2019 年下滑至 4038 元。2020 年起分众点位收入情况转好，然而 2022 年受公共卫生事件等因素干扰再次下滑至近十年最低点 3778 元。2023 年以来，分众单点位年收入稳中有进，基本稳定在 4300 元左右。

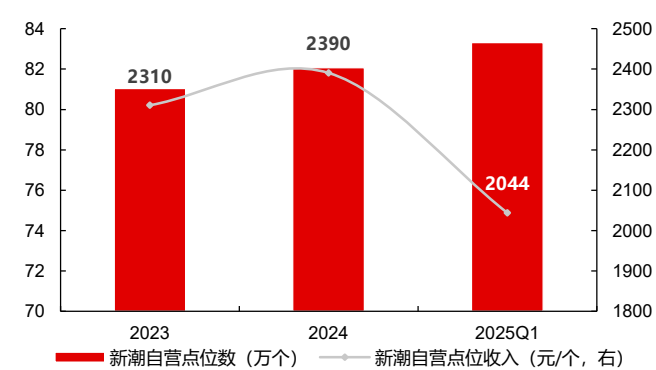
新潮单点位年收入在 2300 元左右，与分众差距明显。2023-2024 年，新潮单点位年收入分别为 2310/2390 元，2025Q1 略有回落，回落至 2044 元，但整体相对稳定。

图 32：2023 年以来分众单点位年收入在 4300 元左右



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：2015-2024 年分众自营点位数为每年年末数量，2025H1 自营点位数为截至 2025/7/31 数量，非整年数据已年化处理）

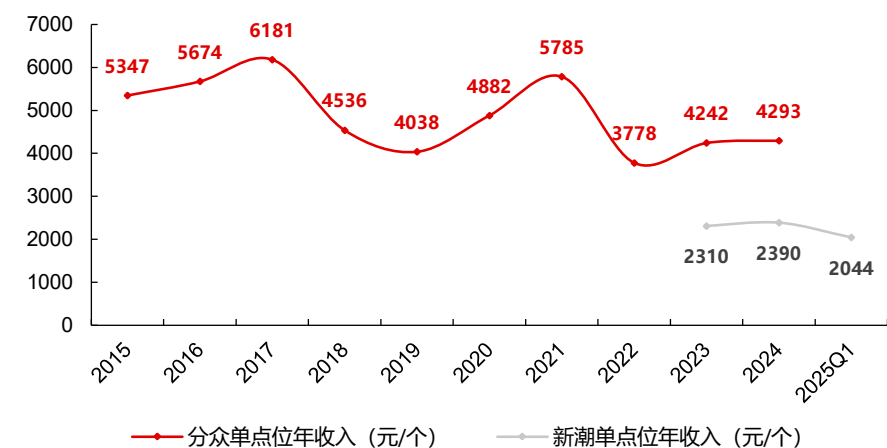
图 33：新潮单点位年收入在 2300 元左右



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：新潮自营点位数为平均点位数，即（期初媒资点位数+期末媒资点位数）/2，非整年数据已年化处理）

定位差异与低价竞争策略，或导致新潮与分众单点位收入水平差距显著。横向对比单点位年收入情况，分众约为 4300 元，新潮约为 2300 元，单点收入能力差距明显，其核心原因在于：1) 新潮更聚焦下沉市场，点位属性本身存在差异；2) 在分众和新潮的价格战阶段，由于分众处于相对强势地位，新潮为抢夺分众客户、竞争市场份额，采取低价策略。若未来纳入分众体系，新潮有望大幅提升单点位收入。

图 34：分众和新潮的单点位年收入差距明显



资料来源：公司公告，长江证券研究所

假设新潮单点位收入提升 50%，新潮贡献约 30 亿收入增量。随着价格战因素的自然消退，新潮的定价能力有望大幅提升。然而，考虑到新潮与分众的点位属性本身存在差异，即便完全剔除价格竞争的影响，新潮的单点位收入预计也无法追平分众。基于此，我们以新潮 2024 年单点位年收入为基准，在点位数不变的假设下，假设新潮单点位年收入分别提升 35%/50%/65%，其单点位年收入将进一步提升至 3227/3586/3944 元，新潮贡献的收入分别为 26.9/29.9/32.9 亿元。

表 1：新潮贡献收入敏感性测算

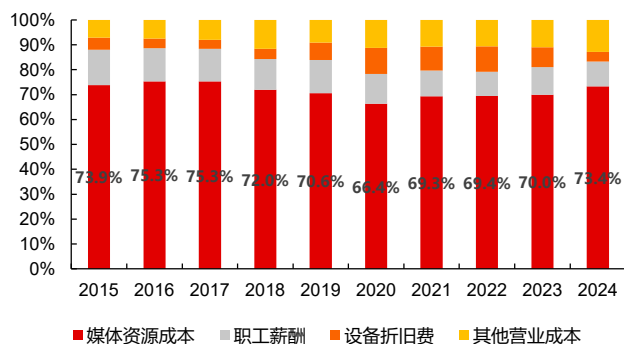
新潮单点位年收入 (元/个)	悲观假设			中性假设			乐观假设		
	单点位收入提升 35%			单点位收入提升 50%			单点位收入提升 65%		
	3227			3586			3944		
新潮点位数 (万个)	点位数 收缩 5%	点位数 不变	点位数 扩张 5%	点位数 收缩 5%	点位数 不变	点位数 扩张 5%	点位数 收缩 5%	点位数 不变	点位数 扩张 5%
	79.2	83.4	87.6	79.2	83.4	87.6	79.2	83.4	87.6
新潮贡献收入 (亿元)	25.6	26.9	28.3	28.4	29.9	31.4	31.2	32.9	34.5

资料来源：长江证券研究所（注：考虑到可能存在季节性因素，新潮单点位年收入以 2024 年财务数据为基准；新潮点位数以截至 2025/3/31 最新数量为基准）

【指标三：单点位成本】

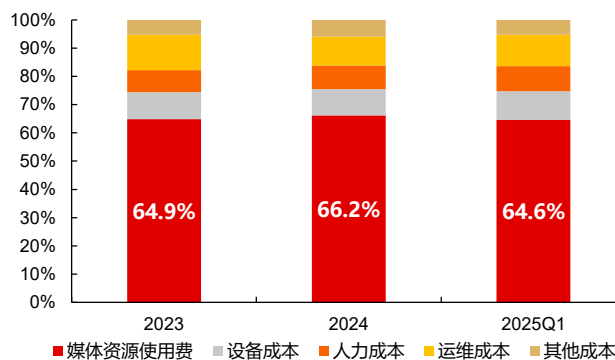
媒体租赁成本是分众和新潮的主要成本。梯媒广告公司为了取得点位使用权限，需要向物业管理公司支付租金等费用，且这一成本相对固定。2015 年以来，分众的媒体资源成本占比基本在 70% 以上；新潮的媒体资源成本占比在 65% 左右。

图 35：分众成本中媒体资源成本占比超 70%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 36：新潮成本中媒体资源成本占比 65% 左右

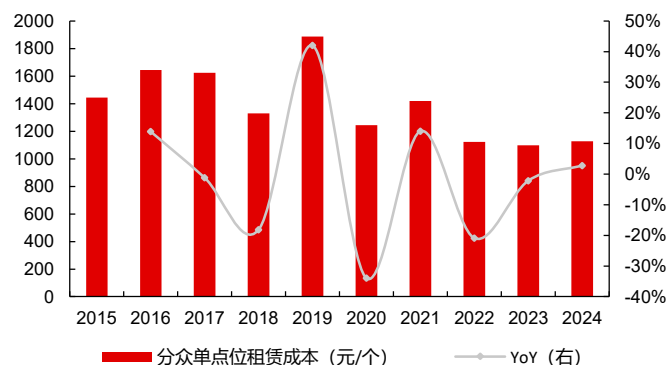


资料来源：公司公告，长江证券研究所

2023 年以来，分众单点位租赁成本在 1100 元左右，新潮在 1000 元左右。2023-2024 年，新潮的单点位租赁成本分别为 1118/1008 元，同比下滑 12.2%，2025Q1 的单点位租赁成本为 883 元，延续下降趋势，其核心原因是新潮拓展高线城市的非核心区域、三四线城市等下沉市场，在这些市场能更多通过灵活租金租赁、第三方合作模式等低租金方式获取点位。

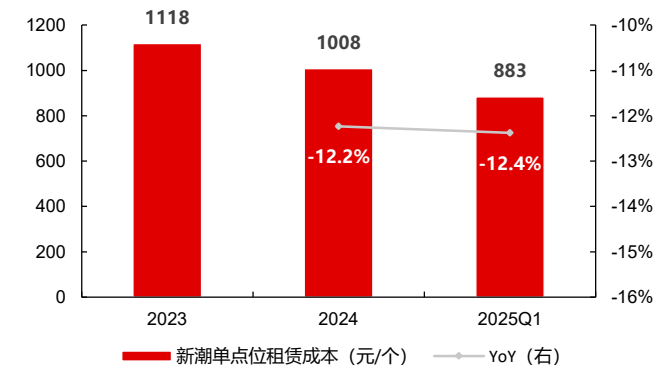
从单点位模型来看，新潮和分众的点位在收入端有接近一倍的差距，但成本端却相差无几，或由于过去新潮面对物业端的议价权较弱，导致其租金成本相对较高。未来新潮纳入分众体系，将大幅提升议价能力，有望压低租金成本。

图 37：2023 年以来分众的各单位租赁成本在 1100 元左右



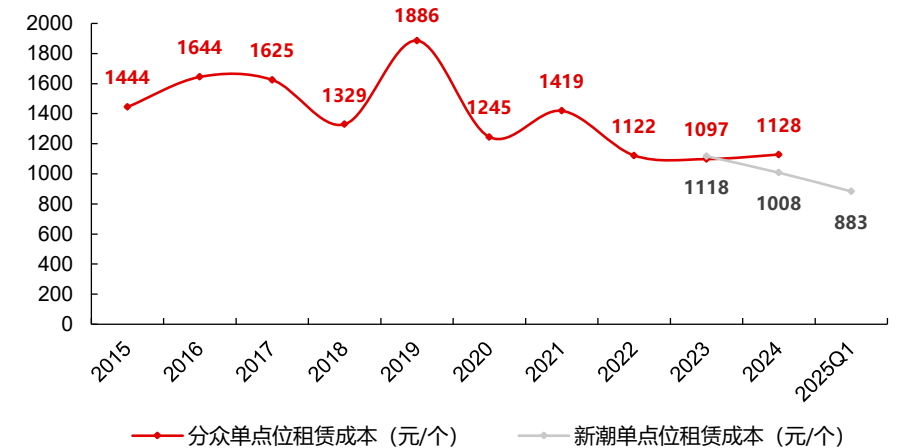
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 38：2023 年以来新潮的各单位租赁成本在 1000 元左右



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 39：分众和新潮的各单位租赁成本基本在 1000-1100 元左右



资料来源：公司公告，长江证券研究所

在上一部分测算新潮贡献的收入规模时，我们的核心结论是：在中性假设下，若新潮单点位收入提升 50%，新潮能够贡献约 30 亿收入增量。接下来我们试图测算新潮在利润端的情况。由于新潮并入分众后议价权提升，在悲观/中性/乐观假设下，假设单点位租赁成本分别下降 5%/10%/15%，新潮的单点位年租赁成本分别为 958/907/857 元。假设新潮租赁成本占成本比例始终为 65%，在悲观/中性/乐观假设下新潮毛利率分别为 54.3%/61.1%/66.6%。

表 2：新潮贡献毛利敏感性测算

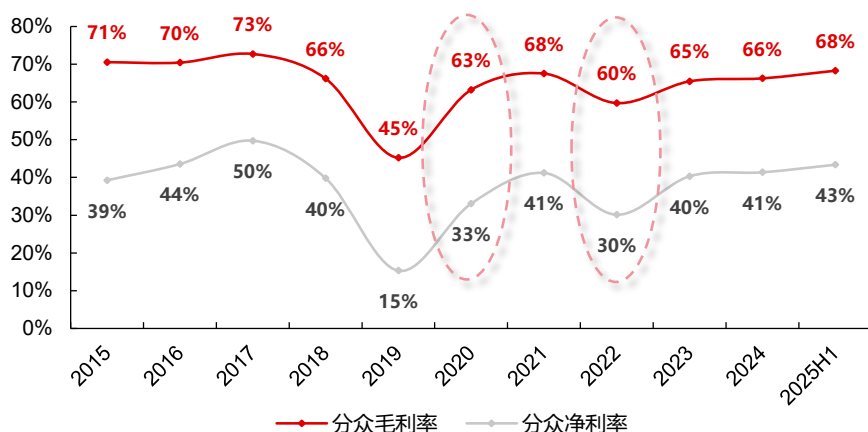
		悲观假设			中性假设			乐观假设		
新潮单点位年收入 (元/个)		单点位收入提升 35%			单点位收入提升 50%			单点位收入提升 65%		
		3227			3586			3944		
新潮单点位年租赁成本 (元/个)		单点位租赁成本下降 5%			单点位租赁成本下降 10%			单点位租赁成本下降 15%		
		958			907			857		
新潮点位数 (万个)		点位数 收缩 5%	点位数 不变	点位数 扩张 5%	点位数 收缩 5%	点位数 不变	点位数 扩张 5%	点位数 收缩 5%	点位数 不变	点位数 扩张 5%
		79.2	83.4	87.6	79.2	83.4	87.6	79.2	83.4	87.6

新潮贡献收入 (亿元)	25.6	26.9	28.3	28.4	29.9	31.4	31.2	32.9	34.5
新潮租赁成本 (亿元)	7.6	8.0	8.4	7.2	7.6	7.9	6.8	7.1	7.5
假设新潮租赁成本占成本比例为 65%不变									
新潮成本总额 (亿元)	11.7	12.3	12.9	11.1	11.6	12.2	10.4	11.0	11.5
新潮毛利率	54.3%	54.3%	54.3%	61.1%	61.1%	61.1%	66.6%	66.6%	66.6%

资料来源：长江证券研究所

在中性假设下，新潮毛利率有望提升至 61% 左右。根据分众历史上的毛利率和净利率情况，当毛利率处于 60%-63% 区间时，净利率大致处于 30%-33% 区间。因此我们粗略推论，当新潮毛利率提升至 61% 左右时，其净利率大约处在 30%-33% 水平。综上，在中性假设下，新潮纳入分众体系能够贡献约 30 亿收入增量，对应 18 亿毛利、9-10 亿净利润。此外，由于新潮纳入分众体系后议价权整体提升，分众的单点位租赁成本也有望进一步下降，毛利率有望进一步提升。

图 40：分众的毛利率和净利率情况



资料来源：iFinD，长江证券研究所

电梯“碰一下”：从“广而告之”到“碰而买之”，驶入品效直达快车道

分众与支付宝展开合作，电梯场景引入“碰一下”玩法。2025年6月，分众与支付宝宣布“碰一下”玩法接入电梯场景，并于8月联合推出“碰一下抢红包”服务。具体来看，支付宝“碰一下”感应环被安装于分众电梯屏旁，用户只需解锁手机并贴近感应环，即可领取现金红包、品牌优惠券或平台消费券，权益将直接保存到支付宝钱包并可即时使用，目前设备已覆盖全国超20个城市，并将持续铺开。

图 41：用户可在分众电梯屏碰一下领取红包或消费券等

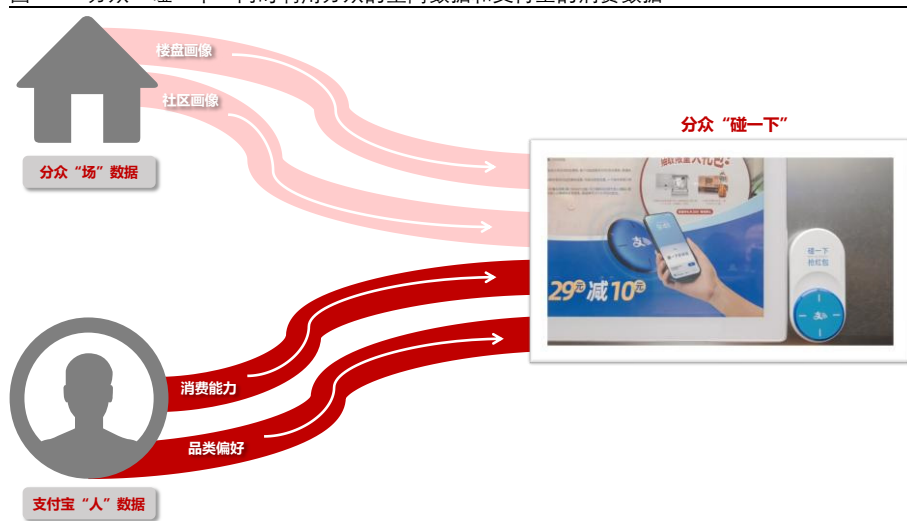


资料来源：分众传媒公众号，长江证券研究所

我们认为“碰一下”的重要意义在于三层：一是智能精准触达，二是打通归因闭环，三是显著提高品效协同效率。

第一，分众“场”数据+支付宝“人”数据，实现精准触达。分众依托阿里的大数据系统，具有较强的楼宇人群画像能力，不同的楼宇有不同的画像标签。支付宝则具备庞大的消费数据，包括用户的消费能力、品类偏好等。“碰一下”使得广告主能够同时利用分众的空间智能（知道用户在哪）和支付宝的消费智能（知道用户买什么），实现对目标客群更加精准的投放。

图 42：分众“碰一下”同时利用分众的空间数据和支付宝的消费数据



资料来源：长江证券研究所

第二，打通归因闭环，实现更直接、可量化的归因链路。具体来说，此前分众的归因主要通过“数据回流-后台分析-二次追投”的路径实现，这一链路有效但归因不直接。“碰一下”将广告位升级为交易入口，用户领取的优惠券直接链接跳转品牌线上店铺，实现“即看-即碰-即得-即用”的秒级转化，能直接通过“优惠/权益领取率”“线下/线上转化率”等指标，为广告提供直接闭环的 ROI 数据，同时通过追踪活动后用户行为，来衡量广告对用户长期生命周期价值（LTV）的影响，实现了直接、可量化的归因闭环。

图 43：支付宝与分众的“碰一下”合作形成较好的 O2O 闭环

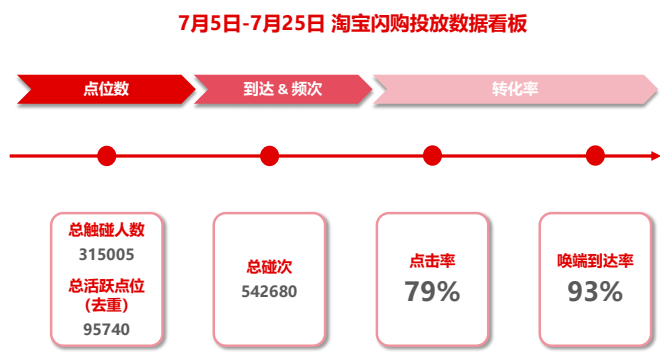


资料来源：《“碰”即发——百万电梯、千亿流量、万亿商机，碰见商业新入口》发布会，长江证券研究所

第三，打破品效壁垒，显著提高品效协同效率。此前提到，分众有别于其他品牌广告的核心竞争力在于品效协同，而“碰一下”能进一步打破品效壁垒，在同一个广告投放中，一方面通过屏幕广告内容实现品牌建设，另一方面通过红包、优惠券激励实现效果营销，打破了传统营销中品和效的壁垒，使得分众的品效协同效率实现质变。

从广告主结构角度，“碰一下”智能精准触达、打通归因闭环的特点有效契合互联网广告主的需求，赋能互联网广告主提效。以淘宝闪购为例，用户通过“碰一下”领取平台消费券，可直接用于下单，叠加淘宝闪购的“小时达”服务，能够实现用户从看到广告到收到商品 30 分钟的瞬时转化。数据显示，在电梯“碰一下”设备先期 1 个月的投放中，淘宝闪购用户转化触点时效提前 72 小时，对比单一效果广告客单提升 50%，对比单一效果广告次留提升 69%，且每个环节的数据均可追踪。

图 44：“碰一下”使得淘宝闪购广告投放的每个环节都可追踪



资料来源：“一‘碰’即发——百万电梯、千亿流量、万亿商机，碰见商业新入口”发布会，长江证券研究所

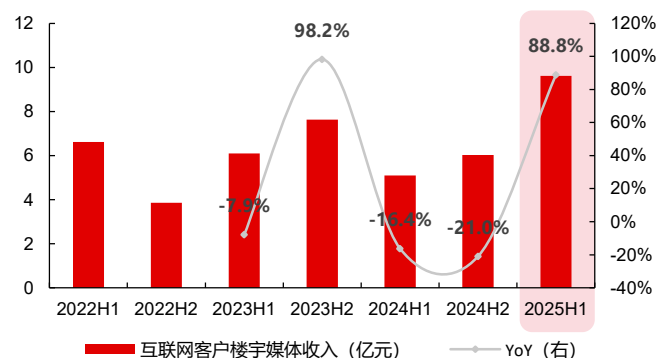
图 45：通过电梯“碰一下”，淘宝闪购广告效果明显提升



资料来源：“一‘碰’即发——百万电梯、千亿流量、万亿商机，碰见商业新入口”发布会，长江证券研究所

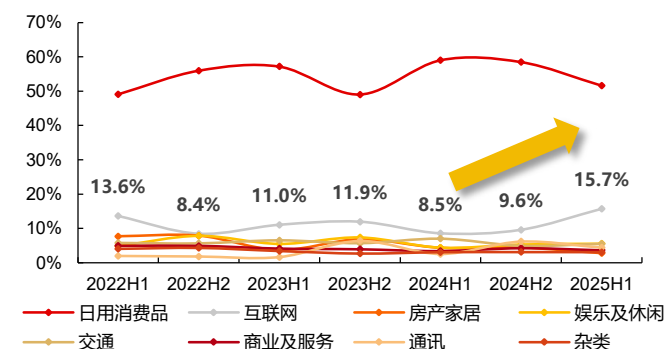
互联网广告投放增加，有望继续受益“碰一下”提效。阿里、京东、美团等互联网头部厂商都是分众的重要广告主，在即时零售市场爆发式增长的背景下，2025H1 互联网客户的梯媒收入同比提升 88.8%至 9.6 亿，营收占比大幅提升至 15.7%。我们认为未来随着即时零售市场竞争延续，叠加“碰一下”对互联网平台广告投放的显著提效，互联网广告投放有望进一步增加。

图 46：2025H1 互联网客户梯媒收入同比增长 88.8%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 47：互联网客户梯媒收入占营收比逐步提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资建议

公司的梯媒主业有望持续贡献稳健业绩，未来并购新潮稳步推进，“碰一下”释放增长动能，公司具备较强的业绩增长弹性。我们持续看好楼宇媒体赛道的投资价值，假设 26 年内完成并购，预计公司 2025-2026 年实现归母净利 56/68 亿，对应当前 PE 19.5/16.3 X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、经济复苏和广告回暖不及预期。若消费的复苏不及预期，将有可能导致广告主投放意愿及广告投放价格低于预期，楼宇媒体和影院媒体收入可能不及预期。
- 2、梯媒市场竞争加剧。除分众外，其他很多非上市公司也经营楼宇媒体，若加大广告点位争夺、加大价格战竞争，或对公司盈利性有所影响。
- 3、点位扩张优化不及预期。若公司点位扩张进度、点位优化效果不及预期，或影响公司的盈利能力。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期：

在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于一二线城市点位稳健扩张、点位持续优化、新潮盈利能力稳步提升、“碰一下”项目顺利推进等假设，对公司未来盈利情况进行预测。基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 56.44/67.57/76.63 亿元，同比增速分别为 9.5%/19.7%/13.4%。

若以上假设不成立或不及预期则我们盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若点位扩张优化情况不及预期、新潮盈利能力不及预期、“碰一下”项目推进时间或效果不及预期等，则公司未来收入/业绩增速或受影响。假设极端悲观情况下，我们预测 2025-2027 年公司归母净利润为 55.14/62.94/68.86 亿元，同比增速分别为 6.9%/14.2%/9.4%。

表 3：公司利润敏感性分析

单位：亿元	基准情形				悲观情形			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	122.62	132.61	166.43	178.03	122.62	130.48	161.78	171.63
YoY	3.0%	8.1%	25.5%	7.0%	3.0%	6.4%	24.0%	6.1%
毛利率	66.3%	66.3%	62.6%	65.3%	66.3%	66.0%	60.6%	61.7%
归母净利润	51.55	56.44	67.57	76.63	51.55	55.14	62.94	68.86
YoY	6.8%	9.5%	19.7%	13.4%	6.8%	6.9%	14.2%	9.4%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12262	13261	16643	17803	货币资金	3537	8219	13842	19958
营业成本	4137	4464	6219	6180	交易性金融资产	2644	2644	2644	2644
毛利	8125	8797	10425	11623	应收账款	2334	2524	3168	3389
%营业收入	66%	66%	63%	65%	存货	8	10	13	13
营业税金及附加	245	261	328	351	预付账款	96	104	145	144
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	3028	3039	3074	3087
销售费用	2268	2453	2946	3116	流动资产合计	11647	16539	22886	29234
%营业收入	18%	19%	18%	18%	长期股权投资	2954	2954	2954	2954
管理费用	501	637	649	659	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	5%	4%	4%	固定资产合计	637	687	737	787
研发费用	50	66	77	78	无形资产	87	87	87	87
%营业收入	0%	1%	0%	0%	商誉	172	172	172	172
财务费用	-18	-53	-58	-57	递延所得税资产	785	785	785	785
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	6518	6530	6543	6555
加: 资产减值损失	-10	-11	0	0	资产总计	22799	27753	34162	40573
信用减值损失	-131	120	110	100	短期贷款	102	90	70	50
公允价值变动收益	-97	25	0	0	应付款项	95	126	159	166
投资收益	707	676	849	908	预收账款	0	0	0	0
营业利润	6041	6800	8141	9232	应付职工薪酬	218	282	360	374
%营业收入	49%	51%	49%	52%	应交税费	388	468	557	612
营业外收支	-3	0	0	0	其他流动负债	3689	3836	4508	4500
利润总额	6038	6800	8141	9232	流动负债合计	4492	4802	5654	5703
%营业收入	49%	51%	49%	52%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	967	1156	1384	1569	应付债券	0	0	0	0
净利润	5072	5644	6757	7663	递延所得税负债	171	171	171	171
归属于母公司所有者的净利润	5155	5644	6757	7663	其他非流动负债	815	815	815	815
少数股东损益	-84	0	0	0	负债合计	5478	5788	6640	6688
EPS (元)	0.36	0.39	0.47	0.53	归属于母公司所有者权益	17027	21671	27228	33591
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	293	293	293	293
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	17321	21965	27522	33885
经营活动现金流净额	6642	5065	6065	6597	负债及股东权益	22799	27753	34162	40573
取得投资收益收回现金	113	676	849	908	基本指标				
长期股权投资	-821	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-155	-50	-50	-50	每股收益	0.36	0.39	0.47	0.53
其他	3471	12	-13	-13	每股经营现金流	0.46	0.35	0.42	0.46
投资活动现金流净额	2609	639	786	845	市盈率	19.69	19.50	16.29	14.36
债券融资	0	0	0	0	市净率	5.96	5.08	4.04	3.28
股权融资	32	0	0	0	EV/EBITDA	12.39	19.48	15.43	12.53
银行贷款增加 (减少)	33	-12	-20	-20	总资产收益率	22.6%	20.3%	19.8%	18.9%
筹资成本	-6215	-1010	-1208	-1306	净资产收益率	30.3%	26.0%	24.8%	22.8%
其他	-2984	0	0	0	净利率	42.0%	42.6%	40.6%	43.0%
筹资活动现金流净额	-9133	-1021	-1228	-1326	资产负债率	24.0%	20.9%	19.4%	16.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	118	4682	5623	6116	总资产周转率	0.54	0.48	0.49	0.44

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。