

分众传媒 (002027.SZ)

强烈推荐 (维持)

数禾减值系一次性非经常影响，不影响公司分红能力

事件：公司于1月23日公告拟以人民币7.91亿元的对价完全退出数禾科技投资项目，对“长期股权投资-数禾”计提减值21.53亿元；该资产账面价值为29.44亿元、可回收金额为7.91亿元。公司已与交易各方签署《框架协议》并收到首付款人民币4.04亿元；公司确认已从数禾退出，数禾不再是公司的联营公司。

- 数禾科技受互联网助贷规范通知影响出现亏损，料该事项为一次性、非经常损益确认。2025年10月1日起实施的互联网助贷规范通知，从资质审核、合作模式、风险分担等环节从严，导致数禾核心业务承压并出现亏损，公司据此判断其可能长期亏损、选择退出以隔离未来经营负面影响。公司持有数禾科技54.97%股权，账面价值约29.4亿元、评估值约7.8亿元，对应减值约21.6亿元，减值率约73.45%。公司预计计提长期股权投资减值21.53亿元。此次计提为长期股权投资减值，属于非经常性损益，对主营业务经营成果与经营现金流无直接侵蚀；预计公司于26Q1依据会计准则将相关资本公积5.65亿元转入当期投资收益，提升表观利润。
- 非经常损益不影响扣非及现金流，不影响分红能力。公司明确分红金额不低于扣非利润80%，此次减值属于非经常性损益，不影响分红总额、现金流和主业经营。主业核心经营利润及经营性现金流增长强劲。前三季度扣非后归母净利润为40.05亿元，同比增长13.11%；前三季度经营活动产生的现金流量净额达53.11亿元，同比增长14.26%。其中Q3单季度扣非后归母净利润为15.40亿元，同比增长14.64%，增速显著高于收入与归母净利润。
- 卖水人模式下有望受益于大模型C端应用爆发，碰一碰创新模式打通品效转化链路。追踪来看，受益于大模型应用的持续迭代，26Q1千问及阿福在分众端出现明显增投。
- 维持“强烈推荐”投资评级。考虑到数禾相关影响，我们下调25年盈利预测，上调26年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为34.3/60.4/61.5亿元。考虑到公司有望持续受益于新产业趋势，业绩有望受益于海外业务开展有序、新潮传媒整合，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：海外扩张不及预期风险、竞争风险、广告主投放不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11904	12262	13036	13576	14090
同比增长	26%	3%	6%	4%	4%
营业利润(百万元)	5792	6041	4095	7128	7366
同比增长	65%	4%	-32%	74%	3%
归母净利润(百万元)	4827	5155	3428	6043	6150
同比增长	73%	7%	-34%	76%	2%
每股收益(元)	0.33	0.36	0.24	0.42	0.43
PE	22.3	20.8	31.3	17.8	17.5
PB	6.1	6.3	6.8	5.9	5.5

资料来源：公司数据、招商证券

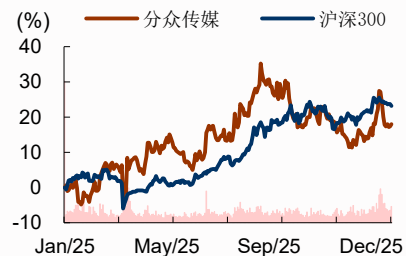
TMT及中小盘/传媒
目标估值：NA
当前股价：7.44元

基础数据

总股本(百万股)	14442
已上市流通股(百万股)	14442
总市值(十亿元)	107.4
流通市值(十亿元)	107.4
每股净资产(MRQ)	1.1
ROE(TTM)	33.0
资产负债率	29.3%
主要股东	Media Management Hong Kong Limited
主要股东持股比例	23.72%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	3	23
相对表现	1	-11	-1



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《分众传媒(002027)一收入及扣非净利增长态势良好，毛利率持续提升》2025-11-04
- 《分众传媒(002027)一互联网客户强势复苏，“碰一下”与新潮并购开启新成长空间》2025-09-03
- 《分众传媒(002027)一产业变革和科技浪潮的“卖铲人”》2025-08-07

徐帅 S1090523070014
✉ xushuai2@cmschina.com.cn
顾佳 S1090513030002
✉ gujia@cmschina.com.cn
谢笑妍 S1090519030003
✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11112	11647	13958	16653	18367
现金	3493	3537	5532	7991	9488
交易性投资	5361	2644	2644	2644	2644
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1821	2334	2460	2562	2659
其它应收款	47	60	64	67	69
存货	9	8	4	4	4
其他	380	3064	3253	3385	3503
非流动资产	13249	11151	8828	8867	8890
长期股权投资	2133	2954	500	500	500
固定资产	503	637	794	858	903
无形资产商誉	3115	259	233	210	189
其他	7498	7302	7301	7300	7299
资产总计	24361	22799	22786	25520	27258
流动负债	5203	4492	5873	6091	6613
短期借款	69	102	0	200	900
应付账款	137	95	97	98	92
预收账款	857	542	1006	1022	953
其他	4140	3753	4770	4771	4668
长期负债	1117	986	986	986	986
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1117	986	986	986	986
负债合计	6320	5478	6859	7077	7598
股本	328	328	328	328	328
资本公积金	387	749	749	749	749
留存收益	16978	15950	14612	17227	18543
少数股东权益	348	293	238	140	40
归属于母公司所有者权益	17693	17027	15689	18304	19620
负债及权益合计	24361	22799	22786	25520	27258

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7678	6642	4150	4963	5538
净利润	4800	5072	3372	5945	6050
折旧摊销	349	188	216	259	276
财务费用	126	131	(83)	(140)	(198)
投资收益	(411)	(707)	(560)	(1015)	(520)
营运资金变动	2777	1909	1204	(89)	(72)
其它	37	48	1	3	2
投资活动现金流	1724	2609	2476	584	96
资本支出	(273)	(318)	(350)	(300)	(300)
其他投资	1997	2927	2826	884	396
筹资活动现金流	(9257)	(9133)	(4630)	(3088)	(4136)
借款变动	(5481)	(4629)	53	200	500
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	6	362	0	0	0
股利分配	(4044)	(4766)	(4766)	(3428)	(4834)
其他	262	(100)	83	140	198
现金净增加额	145	118	1996	2459	1497

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11904	12262	13036	13576	14090
营业成本	4109	4137	4192	4257	3971
营业税金及附加	236	245	260	271	282
营业费用	2203	2268	2373	2457	2550
管理费用	443	501	508	516	535
研发费用	62	50	51	52	54
财务费用	(73)	(18)	(83)	(140)	(198)
资产减值损失	6	(137)	(2200)	(50)	(50)
公允价值变动收益	(4)	(97)	0	0	0
其他收益	456	489	440	400	400
投资收益	411	707	120	615	120
营业利润	5792	6041	4095	7128	7366
营业外收入	10	9	9	9	9
营业外支出	9	12	12	12	12
利润总额	5793	6038	4092	7125	7364
所得税	993	967	720	1180	1313
少数股东损益	(27)	(84)	(56)	(98)	(100)
归属于母公司净利润	4827	5155	3428	6043	6150

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	26%	3%	6%	4%	4%
营业利润	65%	4%	-32%	74%	3%
归母净利润	73%	7%	-34%	76%	2%
获利能力					
毛利率	65.5%	66.3%	67.8%	68.6%	71.8%
净利率	40.6%	42.0%	26.3%	44.5%	43.7%
ROE	27.9%	29.7%	21.0%	35.6%	32.4%
ROIC	23.5%	24.8%	17.5%	29.4%	27.0%
偿债能力					
资产负债率	25.9%	24.0%	30.1%	27.7%	27.9%
净负债比率	9.5%	9.4%	9.7%	9.4%	10.6%
流动比率	2.1	2.6	2.4	2.7	2.8
速动比率	2.1	2.6	2.4	2.7	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
存货周转率	361.2	469.1	670.1	996.6	954.5
应收账款周转率	7.2	5.9	5.4	5.4	5.4
应付账款周转率	29.9	35.6	43.6	43.7	41.8
每股资料(元)					
EPS	0.33	0.36	0.24	0.42	0.43
每股经营净现金	0.53	0.46	0.29	0.34	0.38
每股净资产	1.23	1.18	1.09	1.27	1.36
每股股利	0.33	0.33	0.24	0.33	0.30
估值比率					
PE	22.3	20.8	31.3	17.8	17.5
PB	6.1	6.3	6.8	5.9	5.5
EV/EBITDA	0.8	0.8	1.1	0.6	0.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。