

分众传媒 (002027.SZ)

数禾一次性影响落地，高分红+强韧性逻辑不变

核心观点：

- **事件：**受针对互联网助贷业务政策影响，公司联营公司数禾 25Q4 经营亏损，触发减值。根据公司《关于计提长期股权投资资产减值准备的公告》，25 年 10 月正式施行的 9 号文，针对互联网助贷业务的资质审核等核心环节均提出了更为严格的监管要求，导致分众联营公司数禾（持股 54.97%）25Q4 数禾净亏损约 6.84 亿元，触发减值。
- **对分众传媒业绩的影响：**根据公司《关于联营公司回购公司所持全部股份的公告》，（1）25Q4 归母净利润减少 25.29 亿元；25Q4 计提减值准备 21.53 亿元（公司持有的 54.97%数禾股权评估减值 21.62 亿元）；权益法计提数禾的亏损金额约 3.76 亿元。（2）26Q1 归母净利润将相应增加 5.65 亿元（公司将以 7.91 亿元的对价完全退出数禾投资项目，投资相关的资本公积金额为 5.65 亿元，转入当期投资收益）。
- **我们认为，本次调整不会影响公司经营趋势及高股东回报计划。**本次减值是一次性影响，公司确认已从数禾退出，不再享有相应股东权利，未来将不再对公司业绩产生影响。主业来看，根据我们的草根调研，26 年以来互联网广告主增投（闪购、AI 应用等），以及 Q1、Q2 有冬奥会、世界杯等赛事带动食品饮料类广告投放，高分红+强韧性逻辑不变。
- **盈利预测与投资建议。**在不考虑新潮合并及“碰一下”增量的情况，预计分众传媒 25-27 年实现整体营收为 127.51/136.72/145.55 亿元，同比变化幅度分别为 4.0%/7.2%/6.5%。考虑到数禾带来的减值及退出股权影响，预计 25Q4 归母净利润减少 25.29 亿元，26Q1 归母净利润将相应增加 5.65 亿元。在以上假设下，我们预计 2025-2027 年实现归母净利 31.84/60.22/60.83 亿元，EPS 分别为 0.22/0.42/0.42 元/股。估值来看，考虑公司收购新潮交割后竞争格局向好，“碰一下”有望实现品效合一，我们参考可比公司估值，给予公司 26 年 25X（归母净利润 60.22 亿元剔除一次性转入投资收益的资本公积 5.65 亿元），合理总价值 1364 亿元，合理价值为 9.45 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、收购进展不及预期。

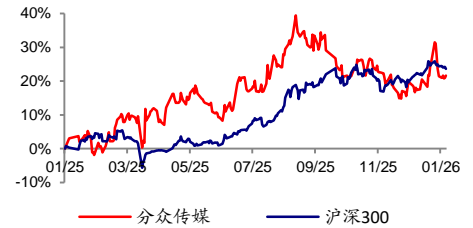
盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,904	12,262	12,751	13,672	14,555
增长率 (%)	26.3%	3.0%	4.0%	7.2%	6.5%
EBITDA	8,390	8,634	9,687	9,678	10,288
归母净利润	4,827	5,155	3,184	6,022	6,083
增长率 (%)	73.0%	6.8%	-38.2%	89.1%	1.0%
EPS (元/股)	0.33	0.36	0.22	0.42	0.42
市盈率 (P/E)	18.9	19.7	33.7	17.8	17.7
ROE (%)	27.3%	30.3%	22.4%	43.1%	44.1%
EV/EBITDA	10.5	11.4	10.8	10.8	10.2

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	7.44 元
合理价值	9.45 元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-25

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：

廖志国



SAC 执证号: S0260525060001



021-38003665



liaozhiguo@gf.com.cn

分析师：

罗悦纯



SAC 执证号: S0260524120001



021-38003562



luoyuechun@gf.com.cn

请注意，廖志国、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) :扣 2025-10-30
非同比增长可观，预计互联网增投趋势持续

分众传媒 (002027.SZ) 中 2025-08-31
报点评:业绩稳健增长，期待“碰一下”带来增量

分众传媒 (002027.SZ) : 2025-08-08
“碰一下”实现品效协同，长期数据沉淀赋能精准投放

一、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。由于目前收购新潮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：根据我们的草根调研，26年以来互联网广告主在分众有所增投（闪购、阿福等AI应用），以及预计26Q1、Q2有冬奥会、世界杯等赛事带动食品饮料类广告投放；长期来看，互联网大厂、日用快品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120.32/129.17/137.85亿元，同比变化幅度分别为4.2%/7.4%/6.7%。公司单屏成本呈下降趋势，且低效框架点位缩减，预计盈利能力持续提升，毛利率分别为70.6%/72.0%/73.1%。

(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，影院媒体业务有望稳中有升，预计2025-2027年营收分别为6.95/7.30/7.45亿元。

由于新潮并表时间存在不确定性，“碰一下”处于起量阶段、增量暂时无法预估，我们在不考虑新潮合并及“碰一下”增量的情况，预计分众传媒2025-2027年实现整体营收为127.51/136.72/145.55亿元，同比变化幅度分别为4.0%/7.2%/6.5%。

考虑到数禾带来的减值及退出股权影响，预计25Q4归母净利润减少25.29亿元（包括公司持有的54.97%数禾股权的账面值为29.44亿元，评估值7.82亿元，评估减值21.62亿元；以及权益法计提数禾的亏损金额约为3.76亿元），26Q1归母净利润将相应增加5.65亿元（公司将以人民币7.91亿元的对价，完全退出数禾投资项目。该项投资相关的资本公积金额为5.65亿元，转入当期投资收益）。在以上假设下，我们预计2025-2027年实现归母净利31.84/60.22/60.83亿元，EPS分别为0.22/0.42/0.42元/股，2026/1/23收盘价对应PE分别为33.7/17.8/17.7倍。随着新潮合并、“碰一下”起量，有望为分众26年业绩带来更多增量。

表 1：分众传媒盈利预测（暂不考虑新潮合并及“碰一下”增量）

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
楼宇媒体	11,119	11,549	12,032	12,917	13,785
YoY	25.3%	3.9%	4.2%	7.4%	6.7%
毛利率	65.9%	66.1%	70.6%	72.0%	73.1%
影院媒体	769	689	695	730	745
YoY	43.1%	-10.4%	0.9%	5.0%	2.0%
其他媒体	16	24	24	25	25
YoY	30.3%	53.6%	0.4%	4.2%	0.0%
整体营收	11,904	12,262	12,751	13,672	14,555
YoY	26.3%	3.0%	4.0%	7.2%	6.5%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

估值方面，分众主业的梯媒赛道暂无已上市的可比公司，因此我们参考全球及国内以广告收入为主要收入构成的代表性公司，包括头部流量平台、线下广告媒体及广告代理公司。我们参考可比公司估值区间，考虑分众合并新潮将带来市场份额提升，且通过与支付宝“碰一下”合作能够实现O2O场景的闭环。参考分众过去10年PE中枢值为22.7左右，长期来看，通过沉淀消费者的行为数据，有望为广告主实现千人千面的精准投放，以及消费者行为的数据回流，达到品效合一的效果。因此我们给予分众26年25xPE估值。

表 2: 可比公司估值表

证券简称	证券代码	货币单位	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
Meta	META.O	美元	623.60	599.71	882.58	26.6	27.7	18.8
Google	GOOGL.O	美元	737.95	1,001.18	1,282.32	53.7	39.6	30.9
Applovin	APP.O	美元	16.19	31.99	49.79	109.5	55.4	35.6
Unity	U.N	美元	-4.38	3.81	4.42	-	47.6	41.0
Clear Channel Outdoor Holdings	CCO	美元	-1.29	0.23	-0.42	-	44.3	-
Outfront Media	OUT	美元	1.37	1.31	1.89	30.0	31.4	21.8
腾讯控股	00700.HK	人民币	2,227	2,564	2,929	24.4	21.2	18.5
易点天下	301171.SZ	人民币	2.32	2.67	3.07	134.2	116.6	101.4
蓝色光标	300058.SZ	人民币	-2.91	2.21	3.31	-	333.8	222.9

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 腾讯控股、易点天下、蓝色光标、Meta、Google 盈利预测来自广发传媒团队已入库报告, 其他公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期

投资建议: 我们认为, 本次调整不会影响公司经营趋势及高股东回报计划。本次减值是一次性影响, 目前公司确认已从数禾退出, 不再享有相应股东权利, 未来将不再对公司业绩产生影响。主业来看, 根据我们的草根调研, 26年以来互联网广告主增投(闪购、AI应用等), 以及Q1、Q2有冬奥会、世界杯等赛事带动食品饮料类广告投放, 高分红+强韧性逻辑不变。估值来看, 考虑公司收购新潮交割后竞争格局向好, “碰一下”有望实现品效合一, 我们参考可比公司估值, 给予公司26年25X(归母净利润60.22亿元剔除一次性转入投资收益的资本公积5.65亿元), 合理总价值1364亿元, 合理价值为9.45元/股, 维持“买入”评级。

二、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:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	11,112	11,647	11,545	11,575	11,642
货币资金	3,493	3,537	3,296	3,128	3,004
应收及预付	1,935	2,500	2,650	2,836	3,015
存货	9	8	7	7	8
其他	5,675	5,603	5,592	5,604	5,616
非流动资产总额	13,249	11,151	8,445	8,205	7,973
长期股权投资	2,133	2,954	801	801	801
固定资产	503	637	563	503	450
在建工程	5	8	8	8	8
使用权资产	3,442	3,022	2,521	2,320	2,119
无形资产	66	87	108	130	151
其他	7,100	4,445	4,445	4,445	4,445
资产总额	24,361	22,799	19,990	19,780	19,614
流动负债总额	5,203	4,492	4,509	4,569	4,617
短期借款	69	102	160	180	190
应付及预收	994	638	596	637	674
其他	4,140	3,753	3,753	3,753	3,753
非流动负债总额	1,117	986	986	986	986
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,117	986	986	986	986
负债总额	6,320	5,478	5,495	5,555	5,602
股本	328	328	328	328	328
其他	17,365	16,699	13,890	13,649	13,466
归母权益合计	17,693	17,027	14,218	13,977	13,795
少数股东权益	348	293	278	248	217
负债和股东权益	24,361	22,799	19,990	19,780	19,614

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,904	12,262	12,751	13,672	14,555
营业成本	4,109	4,137	3,745	3,809	3,892
营业税金及附加	236	245	255	273	291
销售费用	2,203	2,268	2,448	2,529	2,655
管理费用	443	501	548	567	582
研发费用	62	50	51	55	58
财务费用	-73	-18	19	70	71
资产信用减值损失	9	-141	-2,303	-141	-141
公允价值变动收益	-4	-97	-10	-10	-10
投资收益	411	707	100	765	200
营业利润	5,792	6,041	3,775	7,137	7,209
营业外收支	2	-3	-3	-3	-3
利润总额	5,793	6,038	3,772	7,134	7,206
所得税费用	993	967	603	1,141	1,153
合并净利润	4,800	5,072	3,168	5,992	6,053
少数股东损益	-27	-84	-16	-30	-30
归母净利润	4,827	5,155	3,184	6,022	6,083
EPS (元/股)	0.33	0.36	0.22	0.42	0.42

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	7,678	6,642	8,816	8,252	8,854
合并净利润	4,800	5,072	3,168	5,992	6,053
折旧摊销	3,084	3,084	3,683	3,089	3,061
营运资金变动	44	-1,221	-330	-298	-293
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	1,724	2,609	-3,023	-2,091	-2,636
资本性开支	-273	-317	-3,130	-2,850	-2,830
投资	2,619	173	0	0	0
其他	-623	2,752	108	759	194
融资活动现金流净额	-9,257	-9,133	-6,020	-6,329	-6,342
股本融资	25	32	0	0	0
债权融资	57	40	58	20	10
股利分配与偿付利息	-6,086	-6,215	-6,421	-6,349	-6,352
其他	-3,252	-2,990	343	0	0
现金净增加额	154	113	-227	-168	-124
期初现金余额	3,256	3,409	3,523	3,296	3,128
期末现金余额	3,409	3,523	3,296	3,128	3,004

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	26.3%	3.0%	4.0%	7.2%	6.5%
营业利润增长率	65.2%	4.3%	-37.5%	89.1%	1.0%
归母净利增长率	73.0%	6.8%	-38.2%	89.1%	1.0%
获利能力					
毛利率	65.5%	66.3%	70.6%	72.1%	73.3%
净利率	40.3%	41.4%	24.8%	43.8%	41.6%
ROE	27.3%	30.3%	22.4%	43.1%	44.1%
偿债能力					
资产负债率	25.9%	24.0%	27.5%	28.1%	28.6%
有息负债率	0.3%	0.4%	0.8%	0.9%	1.0%
流动比率	2.1	2.6	2.6	2.5	2.5
利息保障倍数	41.0	40.9	70.9	76.7	83.7
营运能力					
应收账款周转率	7.2	5.9	5.1	5.1	5.1
存货周转率	438.7	500.1	514.3	514.3	514.3
应付账款周转率	30.0	43.3	43.4	42.4	42.4
每股指标					
每股收益	0.33	0.36	0.22	0.42	0.42
每股净资产	1.23	1.18	0.98	0.97	0.96
每股经营现金流	0.53	0.46	0.61	0.57	0.61
估值比率					
PE	18.9	19.7	33.7	17.8	17.7
PB	5.2	6.0	7.6	7.7	7.8
EV/EBITDA	10.5	11.4	10.8	10.8	10.2

广发传媒与互联网行业研究小组

- 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。
- 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：资深分析师，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。
- 宾特丽亚：高级分析师，硕士，毕业于清华大学，2026年加入广发证券，曾任职于光大证券，2年证券行业研究经验。
- 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。