

兆讯传媒 (301102.SZ)

买入(首次评级)

高铁广告价值提升中，3D 大屏续写增长篇章

当前价格：36.37 元

目标价格：47.83 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	200/49
总市值/流通市值 (百万元)	7274/1784
每股净资产 (元)	14.24
资产负债率 (%)	18.75
一年内最高/最低 (元)	42.02/24.11

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈泽敏

执业证书编号: S0210522050002

邮箱: czm3779@hfzq.com.cn

分析师 杨岚

执业证书编号: S0210522110001

邮箱: yanglan@hfzq.com.cn

相关报告

投资要点:

公司构建了覆盖全国的高铁媒体网络，借助规模优势在媒体资源、客户关系上建立竞争壁垒。1) **媒体网络**: 公司与铁路局良好、稳定的合作关系，且建立了一张覆盖全国的媒体资源网络，新进入者难以在短时间内复制或者颠覆公司的地位。覆盖全国高铁媒体使得公司能够提供全国套餐和多样化套餐，满足各类客户的个性化需求。只有覆盖全国高铁媒体，才能提供全国套餐和定制套餐，天然阻碍了媒体资源不足公司的竞争，具有经营壁垒。2) **行业客户**: 公司与多个行业众多知名广告主建立良好的战略合作关系实现品牌效应，而且广告客户行业分布均衡，抗周期能力强。

高铁建设与出行链恢复，有望带动公司点位数和刊例价量价齐升。1) **媒体点位随高铁建站拓展**: 高铁持续建设和新站签约将带动公司点位持续扩张，每新增1个高铁站，将带来10-12个数码刷屏机点位。2) **疫情后客流恢复带动媒介价格提升**: 出行链恢复后，消费者出行意愿高涨，春运铁路客运量大幅回暖，高铁媒体价值明显提升。公司议价能力强，媒体资源使用费有效传导至下游，刊例价增速更高保证了毛利率稳定。量价齐升推动营收增长，经营杠杆将进一步提高毛利率，持续改善公司盈利能力。

裸眼3D大屏开辟新业务场景，打造公司第二增长曲线。2022年1月，工信部等六部门联合部署了“百城千屏”活动，公司计划通过3年自建或代理15块户外裸眼3D高清大屏。公司目前已有3块裸眼3D大屏(广州天河路商圈、太原亲贤街和贵阳喷水池商圈)投入经营，独特的宣传效果吸引了金融、地产、奢侈品等高价值客户。裸眼3D大屏开辟了商圈这一全新业务场景，不仅可以基于公司现有客户进行交叉销售，又可以丰富公司的媒体网络，提升综合营销价值。裸眼3D大屏作为新晋流量密码，未来将打开公司业务增长的第二曲线，给公司带来可观的收益。

盈利预测与投资建议: 我们预计2022-2024年公司营收CAGR为50%; 归母净利润CAGR为46%。参照可比公司估值，考虑公司在高铁数字媒体领域中处于行业领先地位，给予公司23年27倍PE，对应目标市值为95.66亿元，给予目标价至47.83元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧风险、媒体资源流失风险、新业务不及预期风险。

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	488	619	642	927	1,211
增长率	12%	27%	4%	45%	31%
净利润(百万元)	208	241	218	354	485
增长率	8%	16%	-9%	63%	37%
EPS(元/股)	1.04	1.20	1.09	1.77	2.42
市盈率(P/E)	34.9	30.2	33.4	20.5	15.0
市净率(P/B)	11.7	8.4	2.5	2.2	2.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

假设 1: 22-24 年数码刷屏机数量分别为 4471/5340/5894 块，单屏收入分别为 11.9/13.7/15.1 万元。22-24 年电视视频机数量分别为 915/828/739，单屏收入分别为 9.7/10.2/10.5 万元。

假设 2: 22-24 年裸眼 3D 大屏数量分别为 2/8/15 块，单屏收入分别为 575/1251/1548 万元。

假设 3: 22-24 年毛利率分别为 51.79%/54.37%/57.01%。22-24 年期间费用率分别为 14%/12%/12%。

我们区别于市场的观点

对点位扩张: 市场认为高铁已基本实现全国覆盖，后续点位增长依靠竞标已有车站，存量竞争会导致点位增速放缓。我们认为高铁媒体是增量市场，高铁建设仍在持续，将带动公司点位持续增长。

对经营壁垒: 市场认为公司难以维持先发优势，可能竞标失败失去重要站点。我们认为公司有较强的经营壁垒，媒体设备建设周期和成本能有效阻挡后发竞争者，而且公司已形成全国之势，即使失去某一个站点也难以影响公司的规模优势，不同站点到期时间较为分散，竞争者难以在短时间内建立覆盖全国的高铁媒体。

对成本提升: 市场认为媒体资源使用费涨价会增加公司营业成本，降低公司毛利率，不利于公司发展。我们认为公司对下游有较强的议价能力，媒体资源使用费的增长可以有效传导给客户，刊例价涨幅更快，毛利率可以保持稳定。进一步地，由于个别站点或者局部区域站点媒体的传播价值相对有限，全国性媒体网络才能最大程度发挥出高铁媒体网络的传播价值，在个别站点或者局部区域站点价格上涨的情况下，新进入者取得个别站点后，投资失败的风险更大。因此，公司已建成的高铁数字媒体网络的竞争优势会随媒体资源使用费提升而不断增强。

股价上涨的催化因素

公司高铁广告点位数增长超预期；3D 裸眼大屏项目推进超预期。

估值和目标价

我们按照 P/E 估值法，给予兆讯传媒 2023 年 27X PE，目标市值为 95.66 亿元，对应目标价 47.83 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧风险、媒体资源流失风险、新业务不及预期风险。

正文目录

一、	前瞻布局高铁媒体，占据先发优势	5
1.1	主营业务：高铁数字媒体运营	5
1.2	股权结构：“苏氏五人”为公司实控人	5
1.3	历史沿革：把握高铁发展机遇，打造高铁媒体营销概念	6
二、	构建全国高铁媒体网络，竞争优势明显	7
2.1	覆盖全国高铁媒体，规模效应带来经营壁垒	7
2.1.1	上游：与铁路局合作稳定，媒体资源丰富	7
2.1.2	下游：客户多元，大客户粘性高	8
2.1.3	产品：主打全国套餐和定制化套餐，满足个性化需求	8
2.2	盈利能力强，现金流健康	9
2.3	降本增效，数字化管控和刷屏机提供更好服务	10
三、	高铁建设与出行链恢复，有望带来量价齐升	12
3.1	高铁建设，带动点位持续扩张	13
3.2	出行恢复，高铁媒体价值回归	14
3.3	成本转移，刊例价平稳提升	15
四、	推进裸眼 3D 大屏项目，打造第二增长曲线	16
4.1	政策环境利好，业务布局正当时	16
4.2	项目有序推进，协同发展初见成效	16
五、	盈利预测与估值	18
5.1	盈利预测	18
5.2	相对估值	20
六、	风险提示	20

图表目录

图表 1：	兆讯传媒业务模式	5
图表 2：	兆讯传媒股权穿透图	5
图表 3：	兆讯传媒发展历程	6
图表 4：	兆讯传媒与铁路局集团媒体资源使用协议签署情况	7
图表 5：	兆讯传媒与同行业公司媒体资源对比	8
图表 6：	2017-21H1 兆讯传媒分行业营收情况	8
图表 7：	2017-21H1 兆讯传媒分行业营收占比情况	8
图表 8：	兆讯传媒不同套餐类型细节对比	9
图表 9：	兆讯传媒不同套餐类型营收占比	9
图表 10：	2017-22Q3 兆讯传媒营收变化情况	10
图表 11：	2017-22Q3 兆讯传媒毛利变化情况	10
图表 12：	2017-22Q3 兆讯传媒净利润变化情况	10
图表 13：	2017-22Q3 兆讯传媒期间费率变化情况	10
图表 14：	兆讯传媒广告媒体形式	11
图表 15：	2017-2021 年兆讯传媒分业务收入占比情况	11
图表 16：	兆讯传媒数码刷屏机数量不断增加	11
图表 17：	高铁站内三大媒体基本数据对比	12
图表 18：	高铁建设与出行链恢复，有望带来量价齐升	12
图表 19：	2008-2021 年高铁营业里程情况	13

图表 20: 2008-2021 年高铁营业里程占比情况.....	13
图表 21: 2008-2021 年高铁客运量.....	14
图表 22: 2008-2021 年高铁旅客周转量.....	14
图表 23: 2018-2022 年户外广告渗透率变化情况及预测 (%).....	14
图表 24: 2017-2023 年春运 (40 天) 全国铁路累计发送旅客数.....	15
图表 25: 兆讯传媒单屏收入及增速情况.....	16
图表 26: 兆讯传媒单站点采购金额及刊例价增速.....	16
图表 27: 2021-22Q3 兆讯传媒使用权资产情况.....	17
图表 28: 兆讯传媒 3D 裸眼大屏项目建设进度.....	17
图表 29: 奢侈品牌裸眼 3D 大屏广告投放情况.....	17
图表 30: 22H1 各级城市市场日均客流情况.....	18
图表 31: 22H1 不同功能类型商圈日均客流情况.....	18
图表 32: 兆讯传媒盈利预测.....	19
图表 33: 兆讯传媒可比公司估值表.....	20
图表 34: 财务预测摘要.....	21

一、 前瞻布局高铁媒体， 占据先发优势

1.1 主营业务： 高铁数字媒体运营

兆讯传媒的主要商业模式为：从铁路局获得媒体资源，向客户提供广告发布服务。公司的业务为从事高铁数字媒体资源的开发、运营和广告发布业务，通过与各铁路局集团签署媒体资源使用协议，取得在高铁站候车区域安装媒体设备并运营的权利，为广告主或广告代理商提供专业的数字媒体广告发布服务实现盈利。

图表 1： 兆讯传媒业务模式

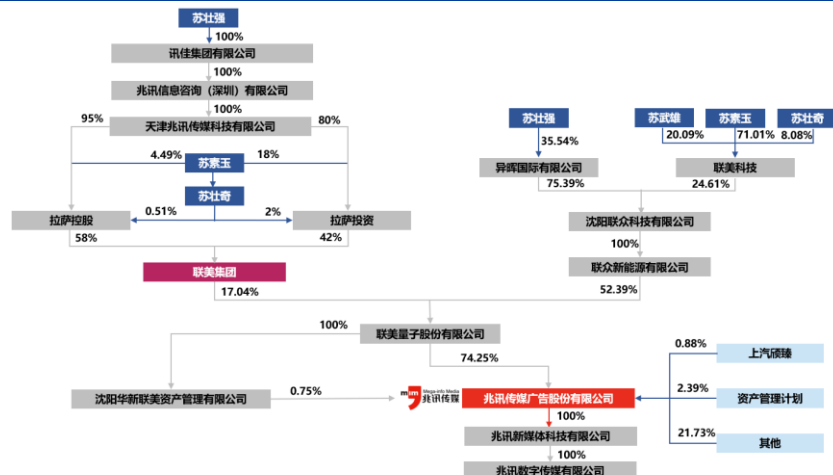


数据来源：招股说明书、华福证券研究所

1.2 股权结构：“苏氏五人”为公司实控人

兆讯传媒是联美集团旗下的成员公司，“苏氏五人”为公司实控人。联美集团成立于1997年，以实业为基础，科技创新为动力，致力于用科技与事业创享美好生活的多元化产业发展，集团的这一理念为公司利用创新赋能高铁数字传媒埋下了种子。联美集团的实际控制人为“苏氏五人”，同时他们也是公司的创始人、实控人，其中苏壮强自兆讯传媒设立至今一直担任兆讯传媒董事长、实际参与兆讯传媒的日常经营和重大事项决策。

图表 2： 兆讯传媒股权穿透图



数据来源：wind、华福证券研究所

注：数据统计截至2022年12月1日

1.3 历史沿革：把握高铁发展机遇，打造高铁媒体营销概念

公司诞生于2007年，把握高铁发展机遇构建了覆盖全国的高铁媒体网络。公司专注与全国高铁场景数智媒体传播网的构建，为众多品牌提供了高触达、强视觉冲击的场景传播。伴随着中国铁路网“八纵八横”的加密成型，公司构建了一张包罗30个省级行政区、年影响超10亿人次的高铁数字媒体网络。2022年3月公司成功在A股上市，成为“高铁传媒第一股”，是全国高铁站点布局广度、数字媒体资源数量排名前列的高铁数字媒体运营商。

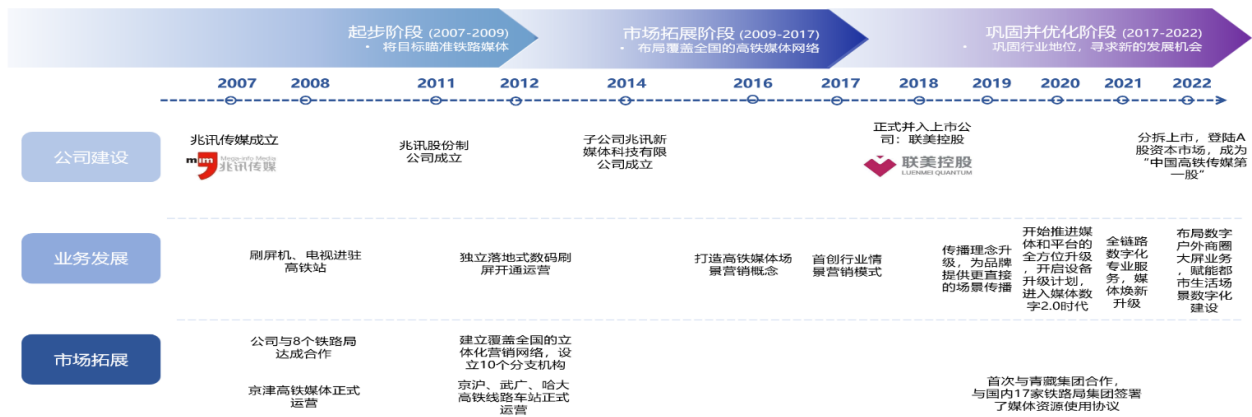
回顾公司的发展历程，主要可分为以下几个阶段。

1) 起步阶段(2007-2009年)：前瞻布局铁路媒体，积累铁路媒体资源。公司成立之际，我国高铁建设也刚刚起步，公司实控人“苏氏五人”通过家族企业经营过程中的积累，洞察企业对广告投放的需求，前瞻性地瞄准了铁路客运站数字媒体。这一阶段公司与全国11家铁路集团首次签署了媒体资源采购合同，为后续迅速建立覆盖全国的高铁媒体网络奠定了坚实的基础。

2) 市场拓展阶段(2009-2017年)：随高铁发展拓展点位，构建覆盖全国的高铁媒体网络。公司牢牢把握国内高铁“四纵四横”网格状布局飞速完善的市场机遇，独创性地打造了高铁媒体场景营销的概念。在这一阶段公司加大高铁站点布局广度，提升数字媒体资源数量，积极构建一张能够覆盖全国的高铁数字媒体网络，并依托于此从事高铁数字媒体资源的开发、运营和广告发布业务。

3) 巩固并优化阶段(2017-2022年)：巩固行业龙头地位，寻求新的发展机会。公司数字媒体网络覆盖了上海、北京、广州、深圳、杭州、成都、西安、武汉、长沙等枢纽城市高铁站。2017-2021年，公司营收稳步增长，CAGR达16%，随着公司业务发展的不断深入，服务能力的不断提升，公司在高铁媒体领域遥遥领先，稳居龙头地位。2022年，公司积极响应“百城千屏”政策，将数字户外商圈大屏业务视作“第二曲线”，未来计划加大这一业务的投入，拓宽媒体资源覆盖范围，进一步巩固重点城市资源优势，全面提升公司盈利水平。

图表3：兆讯传媒发展历程



数据来源：公司官网、招股说明书、华福证券研究所

二、 构建全国高铁媒体网络，竞争优势明显

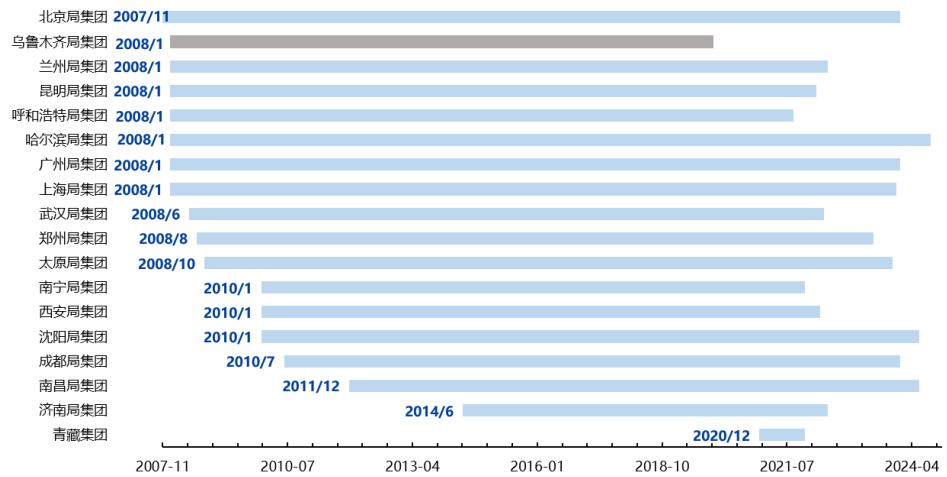
2.1 覆盖全国高铁媒体，规模效应带来经营壁垒

2.1.1 上游：与铁路局合作稳定，媒体资源丰富

公司与铁路局良好、稳定的合作关系，且建立了一张覆盖全国的媒体资源网络，新进入者难以在短时间内复制或者颠覆公司的地位。

公司及时进军高铁站内媒体，与铁路局稳定合作。我国的国铁车站均由国铁集团统一运营管理（温州站、武义站、永康站、缙云站除外），站点媒体资源通过招投标的方式获得，运营商需要保证广告的播放稳定运行，降低播出事故。公司在我国高铁网建设的起步时期即着手布局高铁数字媒体资源网络，具有先发优势。根据 22H1 财报显示，公司目前与国内 18 家铁路局集团中除乌鲁木齐局集团外的 17 家铁路局集团签署了媒体资源使用协议，与各铁路局集团建立了良好而稳定的合作关系。

图表 4：兆讯传媒与铁路局集团媒体资源使用协议签署情况



数据来源：招股说明书、华福证券研究所

注：数据截至 2022.3.15

注：灰色条形图表示已不再和兆讯传媒签署媒体资源使用协议的铁路局集团，合同到期时间根据招股书中披露的在手主要合同最晚到期日期整理。

公司以领先的点位资源，建立了一张覆盖全国的高铁数字媒体网络。截至 2022 年 12 月 30 日，公司布局了全国 30 个省级行政区，遍布一到四线 213 个城市，签约站点 556 个，在售铁路客运站点 449 个，运营数字媒体 5499 块。资源区域囊括了京沪、京港、沿江、陆桥、沪昆等“八纵八横”高铁主动脉，覆盖了长三角、珠三角、环渤海、东南沿海等多个经济发达区域，从而形成了以高铁动车站点为核心，布局全国铁路网的数字媒体网络。

公司在高铁数字媒体广告行业中媒体资源覆盖最广泛，特别是数码刷屏机一家独大。高铁站人群流动大，实现重复曝光的机会有限，通过建立覆盖全国的媒体网络，可以使受众在不同的高铁站能看到同样的广告，从而实现多次触达的目的。公司通过多年建设，已经建立了一张覆盖全国的媒体资源网络，成为了能够为广告客户提供全方位、多覆盖媒体资源的平台。

图表 5: 兆讯传媒与同行业公司媒体资源对比

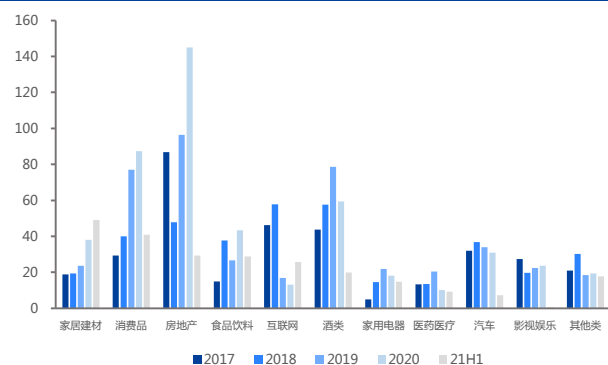
	兆讯传媒	南京永达	韵洪嘉泽	华铁传媒	上海城铁	广聚传媒
覆盖区域	全国	全国	东南部		长三角	广西
覆盖省级行政区	30	30	未披露	28	未披露	2 (广西、浙江)
签约站点	556	500	70	63	6	38
数字媒体数量	5499	800	900	未披露	未披露	未披露
主要媒体形式	高铁站内刷屏媒体、高铁站内电视视频媒体、高铁站内 LED 媒体	高铁站 LED 媒体、创意魔方柱、高铁站灯箱媒体、列车媒体	LCD 数字屏、品牌展厅、大型灯箱、巨型吊幅、LED 大屏等	高铁站静态灯箱、高铁动车组头片、桌贴、海报等车厢媒体		站内 LED 大屏、各类灯箱、玻璃贴、座椅靠背贴等

数据来源：招股说明书、各公司官网、华福证券研究所

2.1.2 下游：客户多元，大客户粘性高

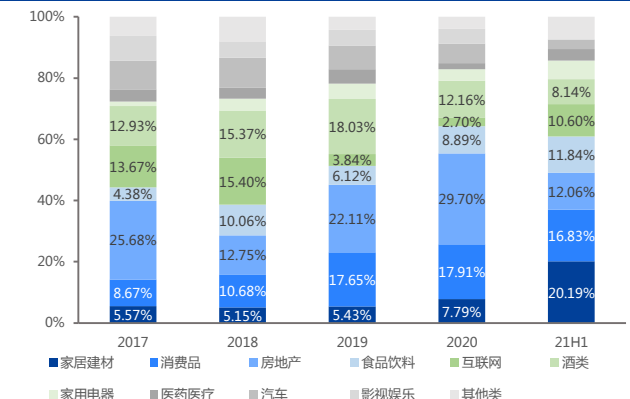
公司与多个行业众多知名广告主建立良好的战略合作关系。1) 广告客户行业分布均衡，抗周期能力强。客户群体涉及家居建材、消费品、房地产、食品饮料、酒类、互联网等诸多行业，今年公司就在手重点行业保持合作稳定，夯实消费品领域的合作优势，在食品饮料、酒类、家电、互联网精耕细作。多样化的广告主类型在一定程度上加强了公司抗周期能力。2) 与各行业头部公司合作，实现品牌效应。公司与众多知名公司建立了良好的战略合作关系，主要服务的大型知名企业有一汽大众、舍得酒业、阿里巴巴、中洲集团、娃哈哈、五粮液等，新引进的客户有比亚迪汽车、中国移动通信、青岛啤酒、施洛华眼镜等。公司的媒体资源依靠人群扩散效应最大程度发挥出了高铁媒体网络的规模化传播价值，同时凭借专业的服务能力及高效的数字化运营技术赢深受客户认可，形成了非常好的客户粘性，并且公司上市以后，品牌价值将得到进一步提升，未来将会吸引更多的知名广告主与公司合作。

图表 6: 2017-21H1 兆讯传媒分行业营收情况



数据来源：Wind、招股说明书、华福证券研究所

图表 7: 2017-21H1 兆讯传媒分行业营收占比情况



数据来源：Wind、招股说明书、华福证券研究所

2.1.3 产品：主打全国套餐和定制化套餐，满足个性化需求

覆盖全国高铁媒体使得公司能够提供多样化套餐，满足各类客户的个性化需求。公司目前的套餐形式主要有全国套餐、区域套餐、线路套餐、定制套餐，其中区域套餐、线路套餐、全国套餐在刊例价方面都有相应的优惠政策，对于有大范围投放需求

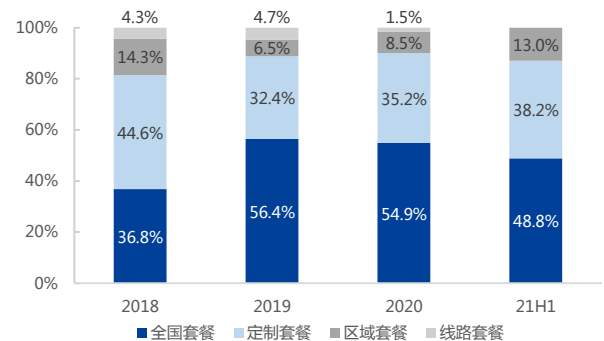
的广告主来说，可以有效降低广告投放预算。而针对有下沉需求的广告主，则可以选择定制套餐、区域套餐等，以满足在特定地区的投放。公司刊例价按数码刷屏机、电视视频机和 LED 大屏三种媒体类型，以站点或套餐的形式分别对外报价，在实际销售过程中，公司还会综合考虑各因素，在刊例价的基础上给予客户一定折扣率。

全国套餐和定制套餐贡献大部分收入，且有经营壁垒。随着公司不断拓宽和增强高铁数字媒体网络覆盖的广度和深度，全国套餐和定制套餐的吸引力不断增强收入占比也逐年提升。全国套餐宣传最全面，定制套餐满足个性化需求，分别满足了大客户和中小客户的需求，是公司拓展客户的利器。**只有覆盖全国高铁媒体，才能提供全国套餐和定制套餐，天然阻碍了覆盖站点不全公司的竞争，具有经营壁垒。**

图表 8：兆讯传媒不同套餐类型细节对比

套餐类型	定制套餐	区域套餐	线路套餐	全国套餐
媒体形式	数码刷屏机、电视视频机、LED大屏	数码刷屏机、电视视频机	数码刷屏机	数码刷屏机、电视视频机
点位	在公司布局的全站中，自由挑选站点组合	公司布局的某个区域所有站点	公司布局的某条线路所有站点	公司布局的全国所有站点
刊例价	各个站点刊例价之和	单独制定了区域套餐的刊例价，较单个站点刊例价之和更优惠	单独制定了线路套餐的刊例价，较单个站点刊例价之和更优惠	单独制定了全国套餐的刊例价，较单个站点刊例价之和更优惠

数据来源：招股说明书、华福证券研究所

图表 9：兆讯传媒不同套餐类型营收占比


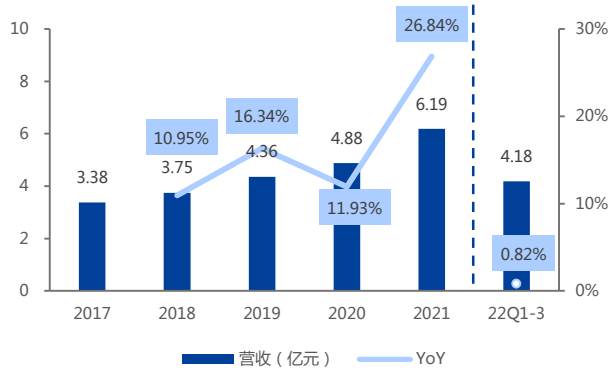
数据来源：招股说明书、华福证券研究所

2.2 盈利能力强，现金流健康

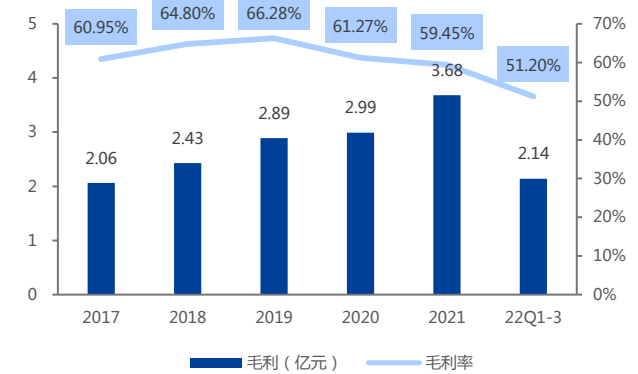
公司核心业务盈利能力好，虽短期内出现一定程度下滑，但总体发展潜力较强。

营业收入保持稳定增长。公司 2017-2021 年营收 CAGR 为 16%，增长较为稳定。22Q1-3 公司营收 4.18 亿，YoY+0.82%，受疫情影响，广告市场需求疲软，但公司在艰难的大环境下仍能保持正增长。

毛利率略有下滑，但仍保持在较高水平，22Q1-Q3 毛利率为 51.2%。营业成本总量持续提升，主要系公司新签高铁站点和新增户外裸眼 3D 高清大屏项目，增加了媒体资源使用费。**营业成本结构刚性，具有经营杠杆效应。**21 年营业成本中，媒体资源使用费占比达 83.2%，媒体资源使用费涨价较为稳定，其他营业成本较为固定，随着营收恢复增长，利润弹性大。

图表 10: 2017-22Q3 兆讯传媒营收变化情况


数据来源: Wind、华福证券研究所

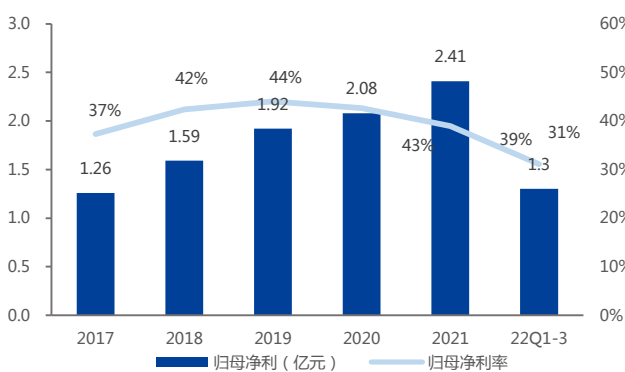
图表 11: 2017-22Q3 兆讯传媒毛利变化情况


数据来源: Wind、华福证券研究所

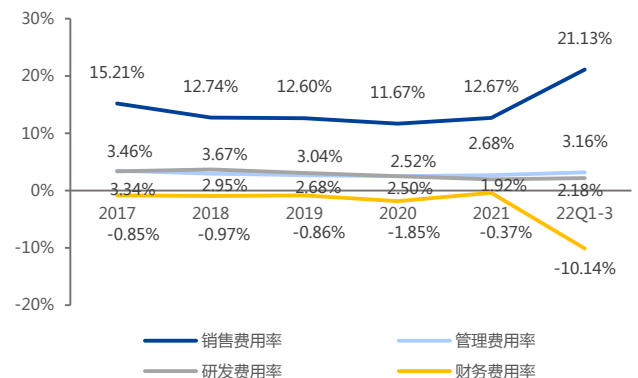
归母净利润稳步提升, 归母净利率维持高位。公司 2017-2021 年归母净利润 CAGR 为 17.6%, 22Q1-Q3 归母净利率为 31%。

点位拓展及裸眼 3D 项目推进, 带动销售费用提升。22Q1-3 公司销售费用为 0.88 亿元, YoY+131.6%, 2022 年公司签约的开通运营铁路客运站数量进一步增多, 6 月公司两块裸眼 3D 数字大屏落地进入试运营, 为了保证业绩增长公司持续加大广告宣传力度, 销售费率有所上升; 财务费用因公司在深交所创业板上市收到募集资金, 而大幅下降; 管理及研发费用率维持在稳定区间。

营收扩张和成本管控, 将带来经营杠杆效应。未来, 随着公司高铁站点媒体资源的扩张趋于稳定, 户外裸眼 3D 高清大屏建设项目的完成, 成本端得到有效控制, 期间费率保持稳定, 经营杠杆效应将逐渐突显, 毛利率与核心利润率将稳健提升, 公司长线发展充满潜力。

图表 12: 2017-22Q3 兆讯传媒净利润变化情况


数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 13: 2017-22Q3 兆讯传媒期间费率变化情况


数据来源: Wind、华福证券研究所

2.3 降本增效, 数字化管控和刷屏机提供更好服务

公司提供多样的媒体形式, 以数码刷屏机为主。公司成立之初, 媒体类型以灯箱、海报、吊旗、立柱等静态媒体为主, 在运营过程中公司不断重视数字化建设与高铁媒体的融合, 从传统媒体类型向数字媒体转化, 目前公司提供的媒体形式主要为数码刷屏机广告、电视视频广告、LED 大屏广告。

站内刷屏媒体目前是公司第一大业务，占营收近 8 成。站内刷屏媒体具体包括独立刷屏、壁挂刷屏、一体机刷屏和巨幕刷屏，根据官网最新数据，公司站内刷屏媒体覆盖了 425 个在售站点，拥有 4328 块媒体屏幕。近 5 年来，站内刷屏媒体收入占比不断提高，从 2017 年 43% 到 2021 年提升至近 80%。

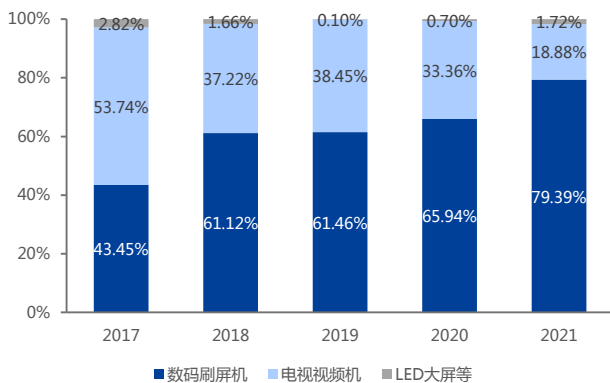
图表 14：兆讯传媒广告媒体形式



数据来源：公司官网、招股说明书、华福证券研究所

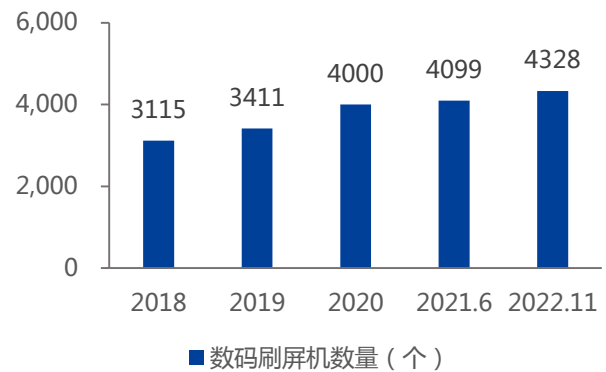
公司不断优化点位布局，主打高铁站数码刷屏机。公司逐渐将覆盖站点由普通站点优化至高铁站点，高铁站空间开阔的特点外加数码刷屏机超强的视觉冲击力、高度信息化的优势，促使公司逐渐缩减电视视频机数量而扩大刷屏机规模。2021 年，数码刷屏机媒体营收增长快速，YoY 达 52.7%，占总营业收入比重显著提升，电视视频机收入则略有缩减，LED 大屏收入同比猛增，YoY 达 211.6%，占总营收比重较上年有所增加。

图表 15：2017-2021 年兆讯传媒分业务收入占比情



数据来源：wind、华福证券研究所

图表 16：兆讯传媒数码刷屏机数量不断增加



数据来源：招股说明书、公司官网、华福证券研究所

数码刷屏机有助于降本增效。运营效率更高，运营维修成本较低，能有效降低运营成本。刷屏机配合信息系统平台，可以实现远程一键换刊，信息化程度较高；刷屏机能够在高温、高湿环境工作，能连续不断电使用，还能进行电路自检。数码刷屏机触达力更强，观看效果更佳，最小投放单位相比站内电视媒体更灵活。根据 CTR《中国高铁站媒体价值蓝皮书》数据显示站内刷屏媒体的接触力指数显著高于站内电视媒

体和站内 LED 媒体；相比绿皮火车时代的候车室拥挤而狭小，高铁站空间比较开阔，大屏幕的刷屏机观看效果更佳、视觉冲击力更强；广告主可以根据广告效果及时调整投放计划，因此更受广告主的欢迎。

图表 17：高铁站内三大媒体基本数据对比

	站内刷屏媒体	站内电视媒体	站内 LED 媒体
到达率 (%)	75.90%	63.60%	70.70%
单次观看时长 (秒/次)	18.6	22.8	17.6
接触频次 (次)	4.9	3.6	3.3
媒体接触力指数	69.18	52.20	41.06
媒体位置	候车室/到达层/售票厅	候车室/进站口	售票厅/候车室/出站口
日播频次 (次)	210/190	192/198/288	90
播放时长 (秒)	5/10/15	10/15/30	10/15/30
最小投放单位 (周)	1	4	1

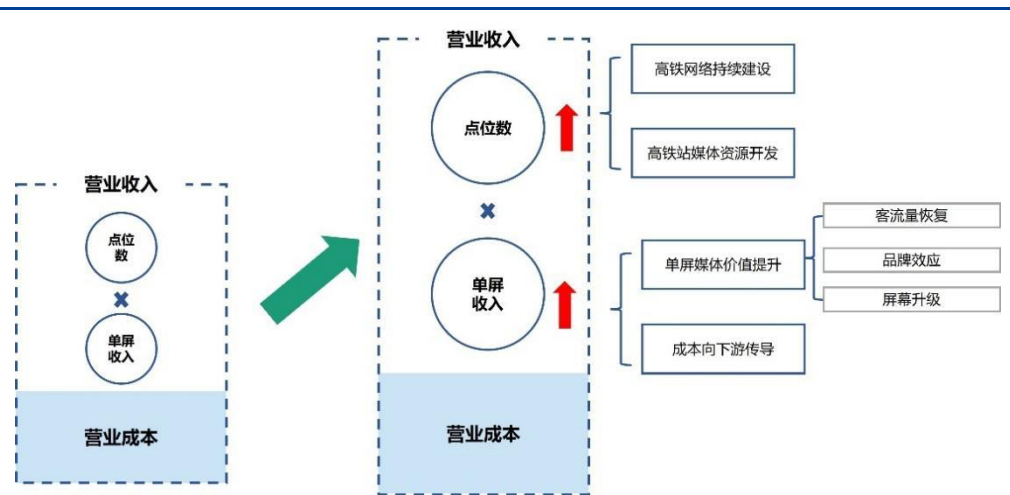
数据来源：公司官网、CTR、华福证券研究所

注：媒体接触力指数=到达率*单次观看时长*接触频次

三、 高铁建设与出行链恢复，有望带来量价齐升

长期的高铁持续建设和短期的出行链恢复，都将有利于公司提升营收。高铁的持续建设和新站签约将带动公司点位持续扩张。根据历史数据测算，每新增 1 个高铁站，将带来 10-12 个数码刷屏机点位，公司未来点位增速可期。单屏媒体价值的提升和成本向下游传导，将带动单屏收入提升。一方面，出行链恢复将带动高铁客流量恢复，头部品牌的广告投放将带来品牌效应，数码刷屏机的投放将提升宣传效果，三者共同推高单屏媒体价值，进而提升刊例价；另一方面，公司对下游客户有较强的议价能力，上游媒体资源使用费等成本的提升，能顺利转移给下游客户，进一步提高刊例价。点位持续扩张和单屏收入稳定增长，量价齐升将带来营收提升。

图表 18：高铁建设与出行链恢复，有望带来量价齐升



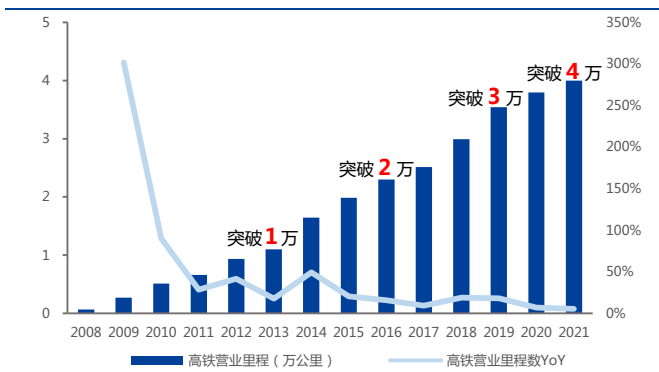
数据来源：华福证券研究所

3.1 高铁建设，带动点位持续扩张

高铁持续建设，营业里程将进一步提升。据中国国家铁路集团 1 月 29 日消息，国铁集团将以联网、补网、强链为重点，突出提升路网整体功能和效益，推动铁路规划建设切实由规模速度型转向质量效益型，全面完成国家铁路投资任务，加快构建现代化铁路基础设施体系，预计 2023 年全路预计投产新线 3000 公里以上，其中高铁 2500 公里。根据刚刚发布的《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》，中国将继续加快国家铁路网建设，贯通“八纵八横”高速铁路主通道，支持重点城市群率先建成城际铁路网。庞大的高铁网络将进一步加密兆讯传媒的媒体资源，而源源不断的充足客流量，将持续释放品牌吸引力，并转化为兆讯传媒竞争优势。

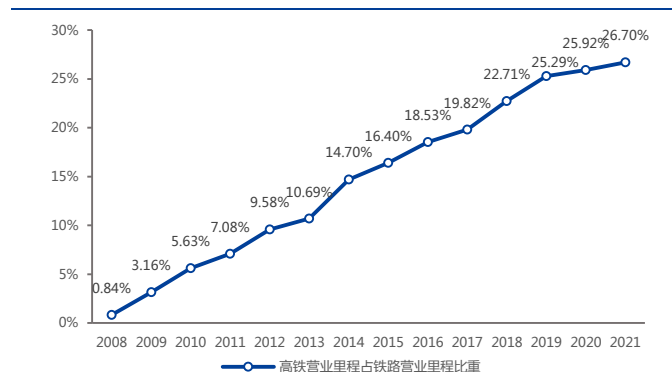
我国高铁建设迅速，高铁媒体网络效应显著。2008 年国务院发布《中长期铁路网规划》规划形成“四纵四横”城际客运网，截至 2016 年底，中国高铁运营里程超过 2.2 万公里，占世界高铁运营总里程 60% 以上，位居全球第一，中国高铁与其他铁路共同构成的快速客运网已达 4 万公里以上。2016 年 7 月，国家发改委、交通运输部、中国国家铁路集团有限公司联合发布了《中长期铁路网规划》，勾勒了新时期“八纵八横”高速铁路网的宏大蓝图。近 5 年我国进一步加快布局与建设，逐步形成以“四纵四横”为主骨架，并向“八纵八横”加速延展的发达的高铁网。截至 2021 年底，我国高铁营业里程数超过 4 万公里，尽管增速逐步放缓，但习近平总书记提出在高铁建设方面仍需要总结经验，继续努力，争取在“十四五”期间有更大发展，因此预计未来高铁营业里程数将继续保持低正常增速增长。同时，高铁营业里程占铁路营业里程比重持续提高，2019 年突破 1/4，高铁作为铁路系统的组成部分，重要性进一步突显。随着我国高铁网的飞速发展，高铁站内数字媒体网络化效应不断增强，高铁站媒体从局部到全国联动的品牌曝光效果的提升又会吸引更多广告客户，我们认为行业的潜力未来仍有释放空间。

图表 19：2008-2021 年高铁营业里程情况



数据来源：Wind、共青团中央、华福证券研究所

图表 20：2008-2021 年高铁营业里程占比情况

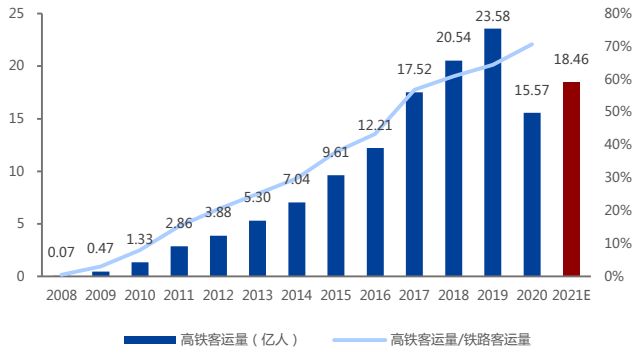


数据来源：Wind、智研咨询、华福证券研究所

高铁覆盖的客群规模基数庞大。自 2008 年京津城际铁路建成以来，高铁客运量及旅客周转量连续保持增长趋势，2020 年因疫情原因出现了一定的下滑，但覆盖人群规模仍非常可观。同时由于高铁的便捷、准时、舒适、受天气影响小等优势，未来将有更多的人选择高铁出行，覆盖的人群规模将进一步增长。对于广告客户而言，更多的受众意味着更多的触达，随着客运量的提高，广告客户对高铁站媒体的信心将会

更强。

图表 21：2008-2021 年高铁客运量



数据来源：Wind、国家统计局、华福证券研究所

注：由于国家统计局未披露 2021 年高铁客运量，2021 年数据由 2021 年铁路客运量×2020 年高铁客运量占铁路客运量比重作为估计值。

图表 22：2008-2021 年高铁旅客周转量

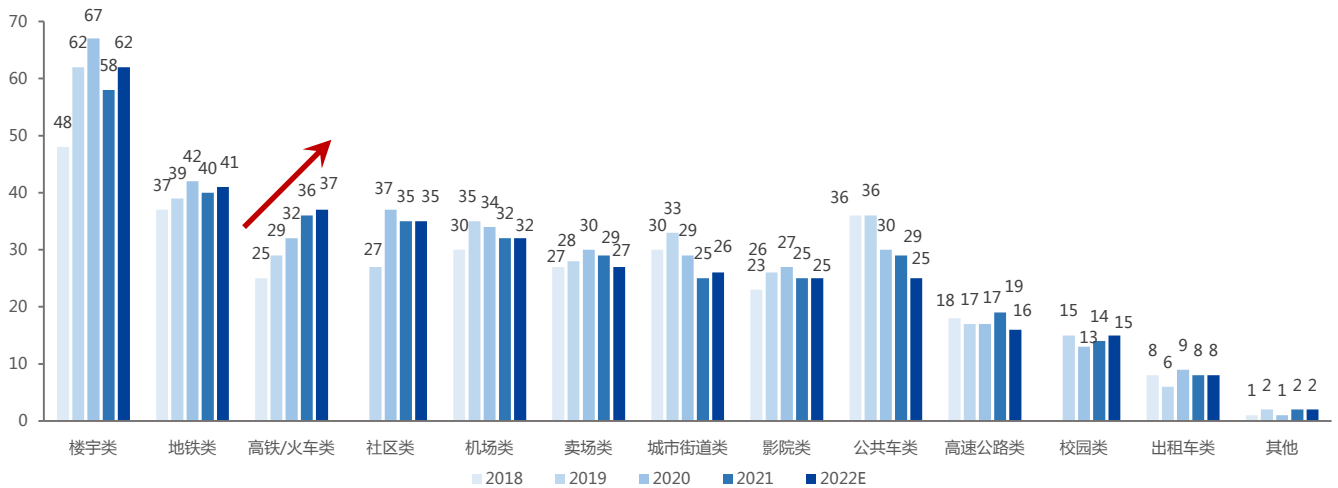


数据来源：Wind、国家统计局、华福证券研究所

注：由于国家统计局未披露 2021 年高铁旅客周转量，2021 年数据由 2021 年铁路旅客周转量×2020 年高铁旅客周转量占铁路旅客周转量比重作为估计值。

高铁/火车类广告渗透率逐年提高。根据 CTR《2022 中国广告主营销趋势调查》报告显示，楼宇类凭借高触达率、视听创意表现、用户心智强化等优势，渗透率常年稳居第一，而高铁/火车类是所有户外广告中唯一实现渗透率连续 4 年上升的广告类别，渗透率从 2018 年的第 8 名，到 2021 年超过社区类和机场类，上升至第 3 名。参照楼宇类媒体，高铁/火车类媒体与其有着相似的优势，因此我们认为未来高铁/火车类广告渗透率有机会进一步提高。

图表 23：2018-2022 年户外广告渗透率变化情况及预测 (%)



数据来源：CTR、华福证券研究所

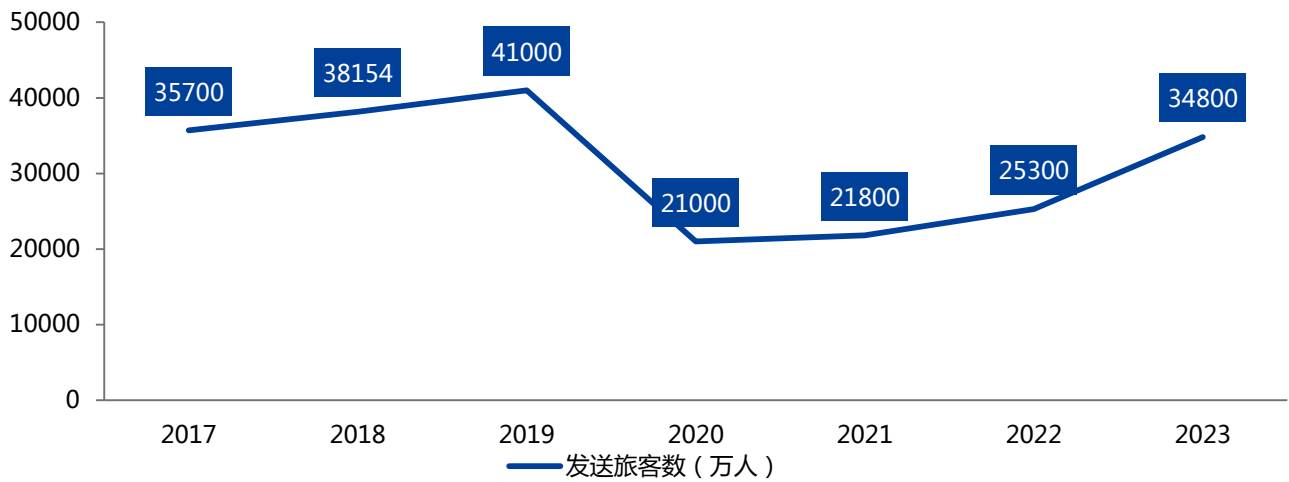
3.2 出行恢复，高铁媒体价值回归

随着防疫政策不断优化，消费者出行意愿高涨。2022 年 12 月，国务院联防联控机制公布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，通知指出不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检。同时，2023 年 1 月 8 日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”，对新冠病毒感染者不再实行隔离措施。政策的调整给人们的出行带来了利好，虽然短期内可能会出现感染高峰期，但

熬过短暂的阵痛期以后人们的出行意愿会逐步恢复并不断高涨，预计 2023 年高铁覆盖的人群规模将恢复至疫情前的水平。高铁客流的恢复将会促使广告客户投放高铁站媒体意愿的提高，因此从短期看，疫情复苏后公司高铁站内媒体业务将迎来巨大转机，营收将出现反弹式增长。

春运铁路客运量大幅回暖，高铁媒体价值明显提升。来自国务院联防联控机制春运工作专班数据显示，春节假期(1月21日至27日)，全国春运客流量超2亿人次，铁路客流继续保持回升态势，全国铁路发送旅客5017.4万人次，日均发送716.8万人次，同比增长57.0%。随着经济复苏和消费回暖，广告客户的投放意愿进一步提升，兆讯传媒迎来业绩爆发。

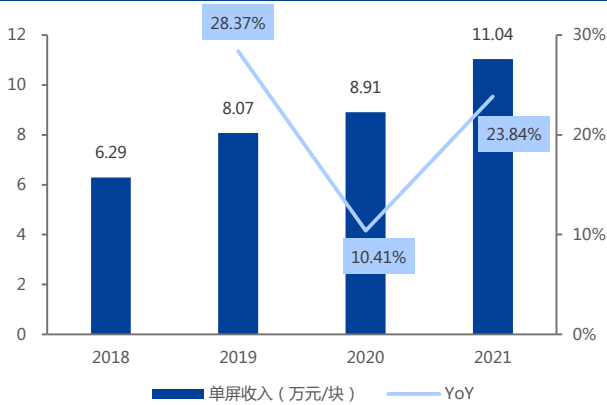
图表 24: 2017-2023 年春运 (40 天) 全国铁路累计发送旅客数



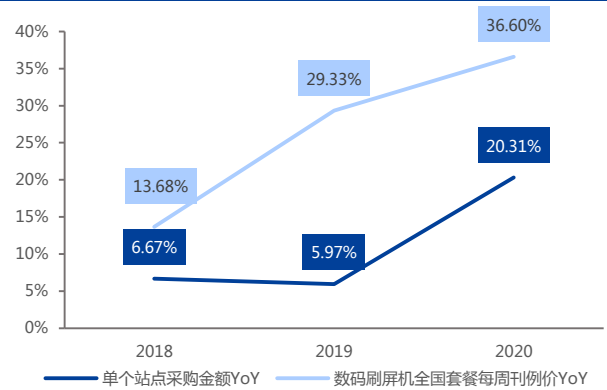
数据来源: CTR、华福证券研究所

3.3 成本转移，刊例价平稳提升

公司议价能力强，媒体资源使用费有效传导至下游，刊例价增速更高。2018-2021 年，公司年单屏收入逐年增长，CAGR 达到了 20.63%，随着媒体网络的完善，单屏价值被不断扩大。2018-2020 年数码刷屏机刊例价的涨幅高于单个站点采购金额。媒体资源协议存续期间，媒体资源采购价格通常会每年按照一定比例上涨，尽管如此，由于公司在行业内构建了一张完善的媒体资源网络，使得公司相对于下游有较强的议价能力，能够自主定价，因此单个站点采购成本的上涨可有效地传导至刊例价的上涨。未来随着客流量的增长，公司刊例价有望进一步上涨，单屏价值也将不断提升。

图表 25: 兆讯传媒单屏收入及增速情况


数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 26: 兆讯传媒单站点采购金额及刊例价增速


数据来源: 招股说明书、华福证券研究所

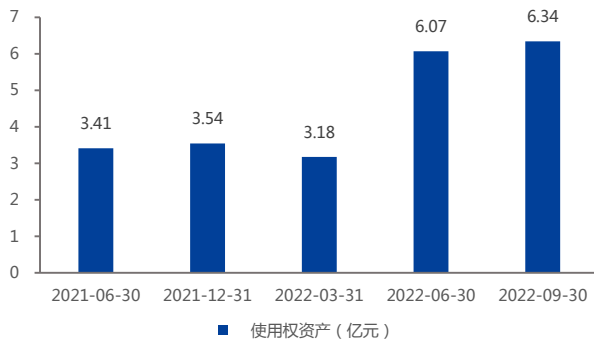
四、 推进裸眼 3D 大屏项目，打造第二增长曲线

4.1 政策环境利好，业务布局正当时

国家出台政策支持裸眼 3D 大屏发展，发展环境良好。2016 年，国务院在印发的《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》提出，要加快裸眼 3D 的创新发展；2022 年 1 月，工信部等六部门联合印发了《“百城千屏”活动实施指南》，提出到 2023 年 6 月，通过新建或引导改造国内大屏为 4K/8K 超高清大屏，丰富超高清视音频服务场景，加速推动超高清视音频在多方面的融合创新发展，催生新技术、新业态、新模式。国家一系列的政策支持为裸眼 3D 高清大屏的发展创造了良好的环境，未来裸眼 3D 高清大屏的发展空间有望被打通，综合来看，目前是布局业务的黄金时期。

4.2 项目有序推进，协同发展初见成效

公司计划用 3 年时间完成布局户外裸眼 3D 大屏领域，目前已初有成效。5 月份公司发布公告，未来 3 年公司预计共投资 4.21 亿元，在省会及以上城市通过自建和代理方式取得 15 块户外裸眼 3D 高清大屏。根据 2022H1 财报，公司使用权资产达 6.07 亿元（包括公司通过租赁方式获取的高铁站点媒体资源及户外大屏媒体资源），QoQ+90.9%，公司新增大量户外裸眼 3D 高清大屏媒体资源。2022 年 6 月，公司在广州和太原打造了两块裸眼 3D 高清大屏建成落地并进入试运营状态。2023 年 1 月 1 日，由公司打造的 1536 平米高清裸眼 3D 大屏首次亮屏，播放的“方言活字阵”裸眼 3D 大屏令人瞩目，宣传效果突出。

图表 27: 2021-22Q3 兆讯传媒使用权资产情况


数据来源: 公司财报、华福证券研究所

图表 28: 兆讯传媒 3D 裸眼大屏项目建设进度

项目名称	投资总额	投资占比	投资进度		
			第一年	第二年	第三年
建设投资	38025.55	90.31%	5730.94	15989.14	16305.48
设备购置	4497.80	10.68%	1233.05	2825.42	439.33
工程服务及配件	2316.92	5.50%	635.38	1455.39	226.14
点位租金	31210.83	74.12%	3862.50	11708.33	15640.00
铺地资金流动	4081.06	9.69%	1224.32	1632.43	1224.32
合计	42106.62	100.00%	6955.26	17621.57	17529.79

数据来源: 公司关于使用部分超募资金的公告、华福证券研究所

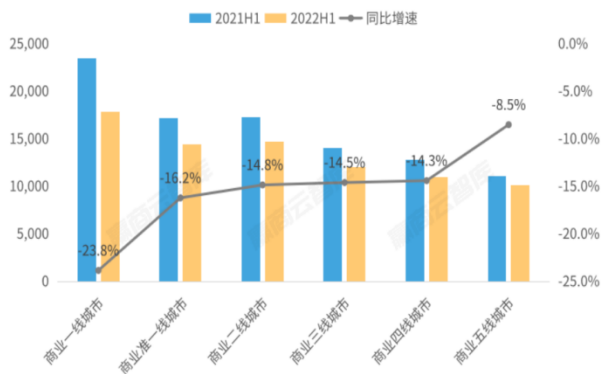
3D 裸眼大屏适合奢侈品等宣传企业形象, 有助于拓展高价值广告主。据《华丽志》不完全统计, 自 2020 年以来有 15 家奢侈品牌试水裸眼 3D 户外广告。首先广告本身转化效果好, 二次传播可扩大传播效应。裸眼 3D 通过视觉错觉原理让画面呈现出立体的效果, 打造更为沉浸式的体验, 整体上富有吸引力、感染力、震撼力。炫酷的视觉效果, 引起来往行人的驻足, 可以加深大众对企业的认识, 提高企业知名度, 同时通过微博热搜、抖音推荐等可以进行二次传播, 扩大传播效应。其次, 裸眼 3D 数字大屏大多位于一线或新一线城市的核心商圈, 受众消费能力普遍较高。根据赢商云智库的研究显示, 商业一线城市的日均客流优于其他级别城市, 市级商圈日的均客流优于区域商圈和无商圈, 大部分裸眼 3D 数字大屏的点位客流量情况较为理想。

图表 29: 奢侈品牌裸眼 3D 大屏广告投放情况

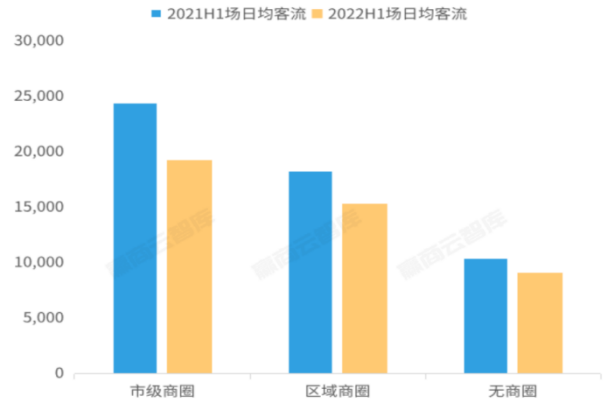
品牌	投放时间	投放城市	品牌	投放时间	投放城市
LouisVuitton	2020 年 8 月	纽约	Dior	2022 年 2 月	成都
Tiffany&Co.	2021 年 6 月	成都	Cartier	2022 年 2 月	成都、香港
IWC	2021 年 8 月	伦敦、纽约、洛杉矶、成都、上海、重庆	BottegaVeneta	2022 年 3 月	首尔
Balenciaga	2021 年 9 月	伦敦、纽约、东京、首尔	Pomellato	2022 年 3 月	首尔
Coach	2021 年	吉隆坡、纽约、东京	Burberry	2022 年 3 月	武汉、杭州、纽约、东京、首尔
CanadaGoose	2021 年 12 月	成都、武汉、沈阳	Gucci	2022 年 4 月	成都
Burberry	2022 年 1 月	上海	Valentino	2022 年 4 月	伦敦、米兰、纽约、东京
Jaeger-LeCoultre	2022 年 1 月	成都、广州	Dior	2022 年 5 月	首尔
Loewe	2022 年 1 月	成都、台湾、吉隆坡	LouisVuitton	2022 年 5 月	成都、纽约

数据来源: 华丽志、华福证券研究所

裸眼 3D 大屏媒体有助于巩固现有资源优势, 持续积累优质客户资源, 是公司新

图表 30: 22H1 各级城市市场日均客流情况


数据来源: 赢商云智库、华福证券研究所

图表 31: 22H1 不同功能类型商圈日均客流情况


数据来源: 赢商云智库、华福证券研究所

的业务增长点。1) 基于原有客户 crosssell。3D 裸眼大屏媒体的目标客户与公司现有客户具有一定的协同性,公司现有的资源优势为公司未来 3D 裸眼大屏媒体的发展提供了客户保障。2) 更多媒体点位,提升整体营销价值。公司可以进一步扩大资源覆盖广度,巩固区域资源优势,同时也打通了本地服务客户的广告市场。未来随着市场竞争的不断加剧,裸眼 3D 大屏广告将会成为新晋的流量密码,更多广告主将选择投放裸眼 3D 大屏广告进行品牌营销,这一业务板块有望成为公司的“第二曲线”,给公司带来可观的收益。

五、 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设:

收入端: 公司受益于疫后出行链恢复,并拓展裸眼 3D 大屏第二增长曲线。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别增长 3.62%/44.54%/30.65%,具体如下。

1) 铁路数字媒体:分为数码刷屏机、电视视频机和 LED 大屏,我们预计 2022-2024 年收入分别增长 1.76%/31.30%/18.40%。

数码刷屏机收入: 随着公司继续拓展高铁站点位,数码刷屏机数量将持续上升,疫后单屏收入也将迎来恢复,进一步提升数码刷屏机收入。我们预计 2022-2024 年收入分别增长 8.23%/37.35%/21.41%。

电视视频机收入: 随着公司覆盖普通车站数量的减少,电视视频机数量和收入将随之减少。我们预计 2022-2024 年收入分别增长-24.35%/-4.98%/-8.07%。

LED 大屏收入: 由于 2022H1 公司 LED 大屏数量有所下降,因此预测 2022 年 LED 大屏收入略有下降,2023-2024 年将有所恢复。我们预计 2022-2024 年收入分别增长-10%/30%/20%。

2) 裸眼 3D 大屏:公司计划 3 年内通过自建和代理方式取得 15 块户外裸眼 3D 高清大屏,目前已有三块屏幕投入使用,随着屏幕数增多,收入将逐步提升。预计 2022-2024 年裸眼 3D 大屏收入分别为 0.12/1.00/2.32 亿元。

成本端：随着高铁媒体竞争格局稳定，高铁媒体资源使用费增速将放缓，但新增的裸眼 3D 大屏将持续推高媒体资源使用费、设备折旧费、人工成本和电费，预计 22-24 年成本增速分别为 23.39%/36.80%/23.09%。

费用端：裸眼 3D 大屏项目的推进将暂时提高销售费用率，而管理费用率和研发费用率随着营收的增加稳步下降，健康的现金流又将持续减少财务费用，预计 22-24 年期间费用率分别为 14.22%/11.84%/12.36%

利润端：疫后出行链的恢复首先带来营收提升，铁路媒体的成本相对刚性将体现经营杠杆效应，预计 22-24 年铁路媒体毛利率分别为 57.81%/65.87%/67.98%。但裸眼 3D 大屏前期投入较多，将拖累疫后利润率恢复速度。预计 22-24 年公司整体毛利率分别为 51.79%/54.37%/57.01%，净利率分别为 33.95%/38.21%/40.00%。

图表 32：兆讯传媒盈利预测

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	619.08	641.51	927.22	1211.45
YoY	26.84%	3.62%	44.54%	30.65%
数码刷屏机收入	491.51	531.95	730.65	887.10
YoY	52.73%	8.23%	37.35%	21.41%
电视视频机收入	116.90	88.43	84.03	77.25
YoY	-28.21%	-24.35%	-4.98%	-8.07%
LED 大屏收入	10.67	9.60	12.49	14.98
YoY	211.63%	-10.00%	30.00%	20.00%
裸眼 3D 大屏收入	0.00	11.51	100.06	232.13
YoY	-	-	769.11%	131.99%
营业成本	250.63	309.25	423.05	520.74
YoY	32.69%	23.39%	36.80%	23.09%
媒体资源使用费	208.54	257.59	349.19	416.35
YoY	36.59%	5.00%	6.00%	12.00%
设备折旧费	17.80	24.81	42.22	66.44
YoY	3.39%	15.00%	10.00%	10.00%
人工成本	6.62	7.07	8.37	10.14
YoY	26.91%	5.00%	5.00%	5.00%
电费	6.42	7.18	8.45	10.19
YoY	11.00%	10.00%	5.00%	5.00%
其他运营成本	11.26	12.59	14.82	17.61
YoY	40.77%	10.00%	5.00%	3.00%
毛利率	59.52%	51.79%	54.37%	57.01%
销售费用	78.46	102.64	101.99	133.26
销售费用率	12.67%	16.00%	11.00%	11.00%
管理费用	16.57	16.04	18.54	24.23
管理费用率	2.68%	2.50%	2.00%	2.00%
研发费用	11.88	10.26	12.98	15.75
研发费用率	1.92%	1.60%	1.40%	1.30%
财务费用	-2.28	-37.71	-23.76	-23.45

财务费用率	-0.37%	-5.88%	-2.56%	-1.94%
归母净利润	240.64	217.82	354.31	484.57
YoY	15.59%	-9.48%	62.66%	36.77%

数据来源：Wind、华福证券研究所

5.2 相对估值

我们选取分众传媒、蓝色光标、三人行、易点天下作为可比公司，2023年PE均值为27X，考虑到近期A股营销板块的涨幅明显，以及公司在高铁媒体的龙头地位，给予行业平价估值水平，即2023年27倍PE，对应2023年目标市值为95.66亿元，给予目标价至47.83元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 33：兆讯传媒可比公司估值表

股票代码	股票简称	股价	市值 (亿元)	PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E
002027.SZ	分众传媒	6.64	917.08	15.00	30.43	18.69	15.13
300058.SZ	蓝色光标	9.20	220.71	42.61	(32.77)	39.59	32.06
605168.SH	三人行	154.20	140.73	469.11	19.25	13.80	10.52
301171.SZ	易点天下	31.57	140.15	54.11	45.36	36.06	27.70
平均					5.64	27.04	19.24
给予 2023PE						27.00	
目标市值 (亿元)						95.66	
目标价 (元/股)						47.83	

数据来源：Wind、华福证券研究所；注：市值截至2023年4月6日收盘，22-24E来自wind一致预期。

六、 风险提示

行业竞争加剧风险。随着我国“四纵四横”高铁网全面建成，越来越多的人选择高铁出行，高铁媒体的传播价值越发凸显，媒体价值提升时，可能会引起更多竞争者进入，进而引发成本上涨风险，若不能保持对客户的议价能力转移成本，可能导致利润率下降。

媒体资源流失风险。公司目前与除乌鲁木齐局集团以外的17个铁路局集团签署了媒体资源采购合同，合同到期后将履行谈判或招投标程序，公司若不能顺利与部分铁路局集团续签，将削弱公司高铁数字媒体网络的竞争优势。

新业务不及预期风险。公司的新业务户外裸眼3D大屏领域存在诸多不确定因素，且新进入的竞争者较多，未来若新业务收益不及预期，可能拉低毛利，影响公司盈利能力。

图表 34：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	521	2,497	2,258	2,433	营业收入	619	642	927	1,211
应收票据及账款	213	215	301	381	营业成本	251	309	423	521
预付账款	5	5	6	8	税金及附加	3	3	4	5
存货	0	0	0	0	销售费用	78	103	102	133
合同资产	0	0	0	0	管理费用	17	16	19	24
其他流动资产	49	48	56	73	研发费用	12	10	13	16
流动资产合计	787	2,764	2,621	2,894	财务费用	-2	-38	-24	-23
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-3	-5	-7	-10
固定资产	97	101	122	138	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	0	10	13	13	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	0	1	1	1	投资收益	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	2	2	3	4
其他非流动资产	367	705	1,206	1,406	营业利润	260	235	386	530
非流动资产合计	464	818	1,341	1,558	营业外收入	6	6	6	5
资产合计	1,252	3,582	3,962	4,452	营业外支出	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	利润总额	266	241	392	535
应付票据及账款	25	31	42	52	所得税	25	23	38	50
预收款项	0	0	0	0	净利润	241	218	354	485
合同负债	16	19	28	39	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	0	5	5	5	归属母公司净利润	241	218	354	485
其他流动负债	207	199	201	204	EPS (摊薄)	1.20	1.09	1.77	2.42
流动负债合计	248	254	276	300					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	140	380	420	472					
非流动负债合计	140	380	420	472					
负债合计	388	634	697	772					
归属母公司所有者权益	864	2,948	3,265	3,680					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	864	2,948	3,265	3,680					
负债和股东权益	1,252	3,582	3,962	4,452					

现金流量表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	441	211	280	412
现金收益	260	201	352	487
存货影响	0	0	0	0
经营性应收影响	-26	-2	-87	-82
经营性应付影响	-3	11	11	10
其他影响	209	1	4	-3
投资活动现金流	-23	-371	-545	-242
资本支出	-20	-36	-45	-42
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-3	-335	-500	-200
融资活动现金流	-230	2,136	26	5
借款增加	188	-8	0	0
股利及利息支付	0	-37	-70	-105
股东融资	0	1,904	0	0
其他影响	-418	277	96	110

主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	26.8%	3.6%	44.5%	30.7%
EBIT 增长率	19.5%	-22.9%	81.2%	39.2%
归母净利润增长率	15.6%	-9.5%	62.7%	36.8%
获利能力				
毛利率	59.5%	51.8%	54.4%	57.0%
净利率	38.9%	34.0%	38.2%	40.0%
ROE	27.9%	7.4%	10.9%	13.2%
ROIC	31.2%	7.0%	13.6%	17.3%
偿债能力				
资产负债率	31.0%	17.7%	17.6%	17.3%
流动比率	3.2	10.9	9.5	9.7
速动比率	3.2	10.9	9.5	9.7
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.2	0.2	0.3
应收账款周转天数	110	118	99	100
存货周转天数	-	-	-	-
每股指标 (元)				
每股收益	1.20	1.09	1.77	2.42
每股经营现金流	2.21	1.06	1.40	2.06
每股净资产	4.32	14.74	16.33	18.40
估值比率				
P/E	30	33	21	15
P/B	8	2	2	2
EV/EBITDA	47	60	34	25

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn