

高铁传媒龙头企业，迈入业绩高增长快车道 投资评级（暂无）

2022年03月14日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证号：S0600521070001
13585749232

zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	619	821	1,047	1,308
同比（%）	27%	33%	27%	25%
归母净利润（百万元）	241	307	407	511
同比（%）	16%	28%	33%	25%
每股收益（元/股）	1.20	1.54	2.04	2.55
P/E（倍）	33	26	20	16

投资要点

- **高铁数字媒体先行者，业绩稳健增长。**公司成立于2007年，依托高铁数字媒体网络，从事高铁数字媒体资源的开发、运营和广告发布业务，现已发展为全国高铁站点布局广度、数字媒体资源数量领先的高铁数字媒体运营商。高铁站点覆盖数量增长及媒体设备升级优化助推下，2018-2021年公司营业收入年复合增长率达18.21%，2021年公司营业收入及归母净利润分别为6.19、2.41亿元。由于成本端较为稳定，公司业务具备显著的规模效应，毛利率及净利率均维持较高水平，2018-2021年公司毛利率分别为64.81%、66.28%、61.30%、59.52%，净利率分别为42.45%、44.05%、42.66%、38.87%。我们认为随着高铁传媒价值释放，公司媒体运营网络以及销售团队逐步搭建完善，公司毛利率及净利率仍有提升空间。
- **高铁客运量持续增长，高铁数字媒体价值凸显。**截至2020年末，中国高铁营业里程自2008年的672公里增长至3.8万公里，客运量达到15.57亿人（主要系疫情影响，2019年为23.58亿人），占铁路旅客发送量的70.7%。相比于其他广告形式，高铁数字媒体广告具有四大优势：高增速、高触达率、定位清晰和网络化，我们认为随着高铁营业里程和客运量持续增长，高铁作为亿万级流量的入口，传媒价值日益凸显，高铁数字媒体行业正处于广告主行业及数量的扩容阶段。
- **全国性媒体运营网络优势突出，“量价效”齐升助推业绩增长。**公司已形成高覆盖、强渗透的全国性高铁媒体网络，截至2021年12月，公司已与国内18家铁路集团中的17家签署媒体资源使用协议，签约铁路客运站达558个，开通运营的铁路客运站达432个（其中高铁站点396个、普通车站36个），运营的数字媒体屏幕达5607块，市占率超70%。由于个站或局部站点传播价值有限，同时公司与各铁路集团签订的多份协议到期时间不同，新进入者难以撼动公司的竞争地位。**展望未来，我们认为公司将步入业绩高增长快车道：**1）“量”：截至2021年，公司仍处于站点铺设阶段，尚未发力销售端。随着销售端搭建完善，在行业需求提升背景下，公司套餐销售量有望持续提升；2）“价”：持续优化媒体设备，叠加站点数量增加，公司刊例价及套餐刊例价将迎来提升，我们预计2022-2023年单媒体设备贡献收入将达到12.92/14.73万元；3）“效”：持续加深数字化布局，有望提升运营效率及广告转化率，我们预计公司运营人员数量及成本将维持在低水平，驱动营收及利润增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为3.07/4.07/5.11亿元，同比增长28%/33%/25%，公司发行价为39.88元，对应2022-2024年PE分别为26/20/16倍，我们认为公司于高铁数字传媒领域具备垄断性优势，并已进入业绩高增阶段，建议积极关注。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，行业政策变化风险，市场竞争加剧风险，数字媒体资源流失风险，新冠疫情等突发公共卫生事件风险。

股价走势



基础数据

每股净资产(元)	5.76
资产负债率(%)	30.97
总股本(百万股)	200.00
流通A股(百万股)	50.00

内容目录

1. 公司概况：深耕铁路媒体领域，高铁数字媒体先行者	4
1.1. 发展历程：高铁传媒蓝海第一股，步入媒体数字 2.0 时代	5
1.2. 股权结构：实际控制人为苏氏家族，本次发售 5000 万股	6
1.3. 财务概况：营收持续稳健增长，规模效应增强盈利能力	6
2. 行业概况：高铁时代已来，行业增量空间可期	9
2.1. 广告行业：维持良好增长态势，户外广告渐受青睐	9
2.2. 高铁数字媒体：客运量持续增长，广告价值日益凸显	10
3. 站点资源构筑稳固护城河，量价效齐升助推业绩增长	13
3.1. 搭建全国性高铁媒体网络，竞争地位难以撼动	13
3.2. “量”：高铁媒体价值凸显，发力销售端提销量	16
3.3. “价”：三重增长驱动力下，套餐刊例价提升空间大	17
3.4. “效”：加强数字化布局，提升运营效率	19
4. 盈利预测与投资建议	20
4.1. 盈利预测	20
4.2. 投资建议	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1: 公司主营业务流程	4
图 2: 公司三种媒体类型	5
图 3: 公司发展历程	5
图 4: 公司上市前股权结构	6
图 5: 2018-2021 年公司营业收入及同比增速情况	7
图 6: 2018-2021 年公司归母净利润及同比增速情况	7
图 7: 公司营业成本结构	7
图 8: 2018-2021 年公司毛利率与净利率情况	8
图 9: 2018-2021 年公司期间费用率及研发费用率情况	8
图 10: 公司经营性现金流量净额	8
图 11: 中国广告行业经营额 (亿元)	9
图 12: 中国广告行业经营额占 GDP 比值	9
图 13: 广告行业产业链	9
图 14: 广告媒介分类	10
图 15: 中国户外广告行业市场规模	10
图 16: 高铁媒体种类	11
图 17: 高速铁路营业里程逐年增长	11
图 18: 高铁客运量逐年增长	11
图 19: 旅客车站流程图及停留时间	12
图 20: 高铁站内落地刷屏机具备视觉冲击力	12
图 21: 2019 年各类媒体投放刊例花费同比变动	13
图 22: 2019 年各类媒体投放品牌数量同比变动	13
图 23: 公司各套餐收入占比	15
图 24: 公司业绩结构拆分	15
图 25: 公司单块屏幕销售金额情况	16
图 26: 公司媒体屏幕数量情况	16
图 27: 公司营业收入结构 (按广告投放品牌所属行业划分)	16
图 28: 公司及可比公司销售费用率	17
图 29: 公司及可比公司销售人员人均创收 (百万元)	17
图 30: 公司套餐定价方式	18
图 31: 公司单个站点采购金额及调整后数码刷屏机刊例价增长幅度	18
图 32: 公司媒体设备结构 (单位: 台)	19
图 33: 公司各媒体设备类型收入占比	19
图 34: 公司及可比公司人均创收情况 (万元)	20
图 35: 公司及可比公司员工中运营人员数量占比	20
表 1: 公司与各铁路局的合作关系及重要枢纽站点情况	14
表 2: 公司部分套餐举例说明	17
表 3: 公司盈利预测	21
表 4: 可比公司估值 (以 2022 年 3 月 11 日收盘价计算)	21

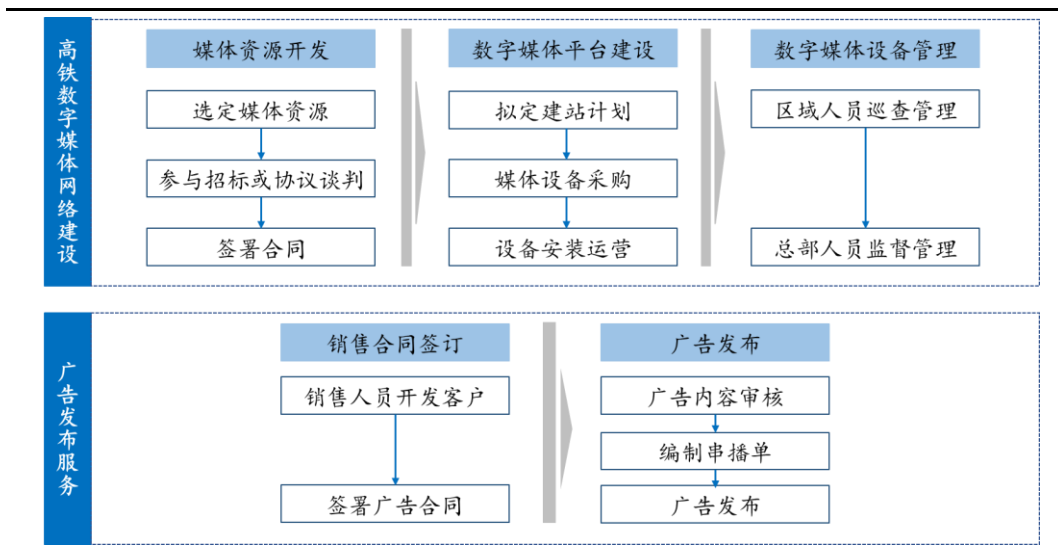
1. 公司概况：深耕铁路媒体领域，高铁数字媒体先行者

公司成立于 2007 年，是国内领先的铁路媒体运营商，现已发展为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。公司依托高铁数字媒体网络，从事高铁数字媒体资源的开发、运营和广告发布业务。

公司采购内容主要为数字媒体设备和高铁站媒体资源。1) 媒体资源采购：公司已与国内各铁路局集团建立紧密良好的关系，通过与各铁路局集团控制的广告传媒公司进行洽谈和参与招投标达成合作意向，进而签署中长期协议并支付媒体资源使用费（占地费），取得在高铁站候车区域安装媒体设备并运营的权力。2) 媒体设备采购：公司根据签约站点投放计划和原有设备损耗情况，主要采用招标方式进行数码刷屏机、电视视频机、LED 大屏等数字媒体设备采购。

公司广告发布服务均通过直接销售完成，客户可分为广告主与广告代理公司两类。1) 广告主模式：公司开发广告主并直接与其签订广告合同；2) 广告代理模式：广告代理公司自行开发下游广告主客户，以及公司开发广告主后，广告主指定其长期合作的广告代理与公司签订广告合同。刊例价方面，公司按数码刷屏机、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，其中套餐含全国套餐、区域套餐、线路套餐等。

图 1：公司主营业务流程



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 2：公司三种媒体类型



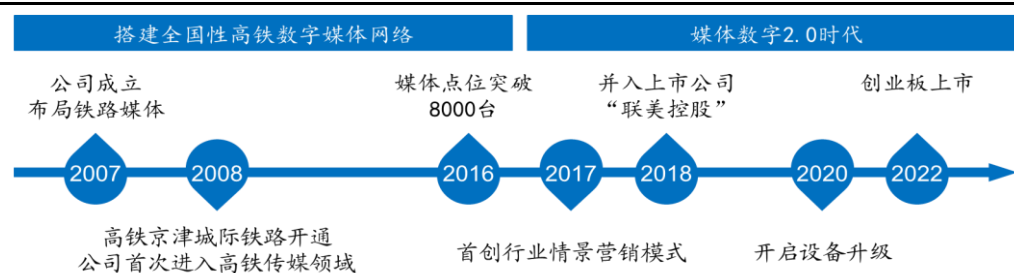
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.1. 发展历程：高铁传媒蓝海第一股，步入媒体数字 2.0 时代

2007-2016 年：立足铁路媒体市场，打造覆盖全国的高铁数字媒体网络。公司成立于 2007 年，布局全国铁路客运站。2008 年国内第一条高铁京津城际铁路开通，北京南站媒体正式运营，公司首次进入高铁传媒领域。相比于绿皮车时期“脏乱差”的车站环境，高铁车站环境逐渐向机场靠拢，随着出行人群中商旅人群占比提高，高铁媒体的传播价值逐渐上升。公司于此阶段通过招投标的形式获得媒体资源，搭建覆盖全国的立体化营销网络，截至 2016 年末，公司媒体点位突破 8000 台。

2017 至今：打造高铁媒体场景营销概念，升级设备进入媒体数字 2.0 时代。2017 年公司首创行业情景营销模式，2018 年并入上市公司“联美控股”，成为中国高铁传媒第一股。2020 年公司开启设备升级，媒体类型由视频机到刷屏机、屏幕尺寸由 42 寸到 110 寸，广告价值不断增加，同时公司致力于打通线上线下，强化数字化能力。截至 2021 年 12 月，公司已与国内 18 家铁路局集团中的 17 家签署媒体资源使用协议，签约的铁路客运站 558 个，开通运营的铁路客运站 432 个（其中高铁站点 396 个、普通车站点 36 个），运营 5607 块数字媒体屏幕，成为高铁数字媒体广告行业中媒体资源覆盖最广的运营商之一。

图 3：公司发展历程

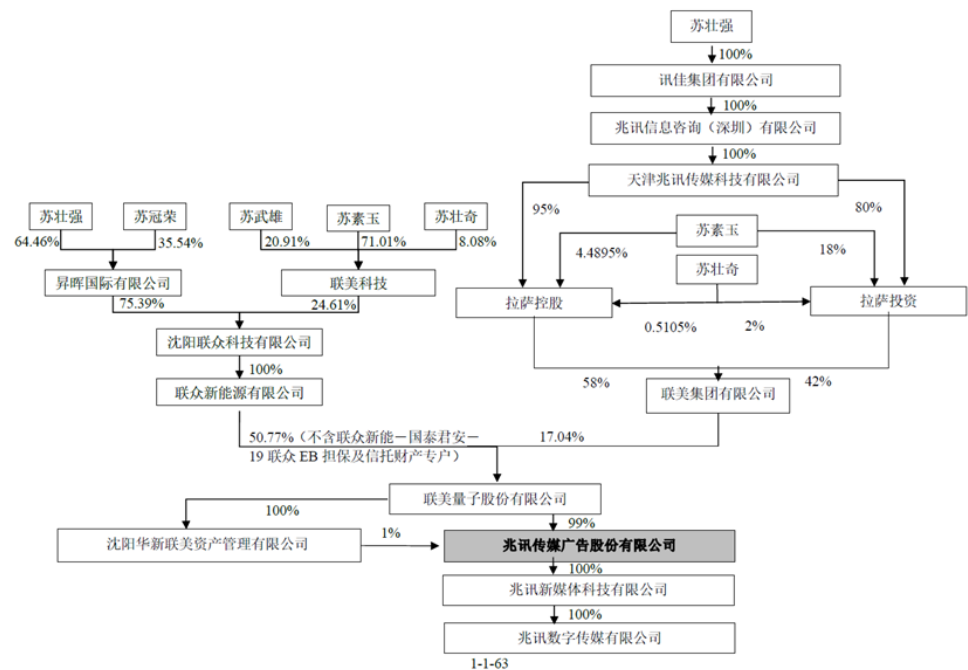


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权结构：实际控制人为苏氏家族，本次发售 5000 万股

公司控股股东为联美控股，实际控制人为苏素玉、苏武雄、苏冠荣、苏壮强、苏壮奇五人，其中苏素玉和苏武雄系夫妻关系，苏冠荣、苏壮强、苏壮奇系苏氏夫妻之子。公司本次计划发行 5000 万股，占发行后总股本比例 25%，本次公开发行后总股本为 20000 万股。

图 4：公司上市前股权结构

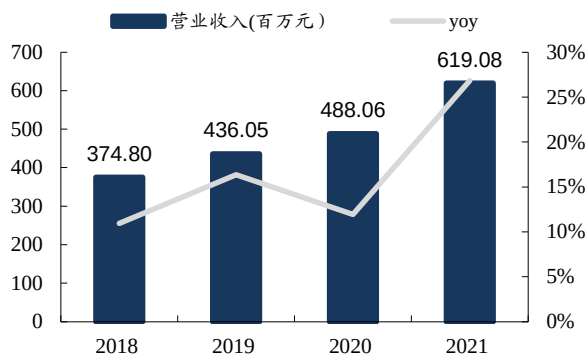


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.3. 财务概况：营收持续稳健增长，规模效应增强盈利能力

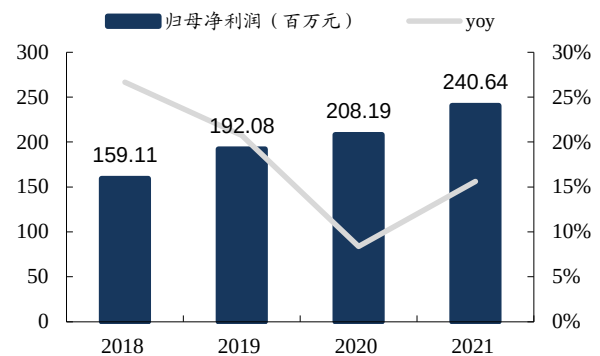
营收及归母净利润维持稳健增长，2020 年受疫情影响增速有所放缓。2018-2021 年公司实现营业收入 3.75、4.36、4.88、6.19 亿元，分别同比增长 10.95%、16.34%、11.93%、26.84%，对应 2018-2021 年公司营业收入复合增速为 18.21%。2020 年公司营收增速放缓主要系新冠疫情影响，2021 年营收增速反弹至 26.84%。公司营收具有季节性波动，下半年营收占比相对较高，主要系下半年涵盖暑期出行和传统的商业销售旺季，包括暑假、中秋节、国庆节、双十一等公众假期与商业促销节日，广告主广告投放力度较大，2018-2021 年公司下半年营收占比分别达到 59%、57%、60%、61%。利润端，2018-2021 年公司实现归母净利润 1.59、1.92、2.08、2.41 亿元，分别同比增长 26.65%、20.72%、8.38%、15.59%。

图 5：2018-2021 年公司营业收入及同比增速情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

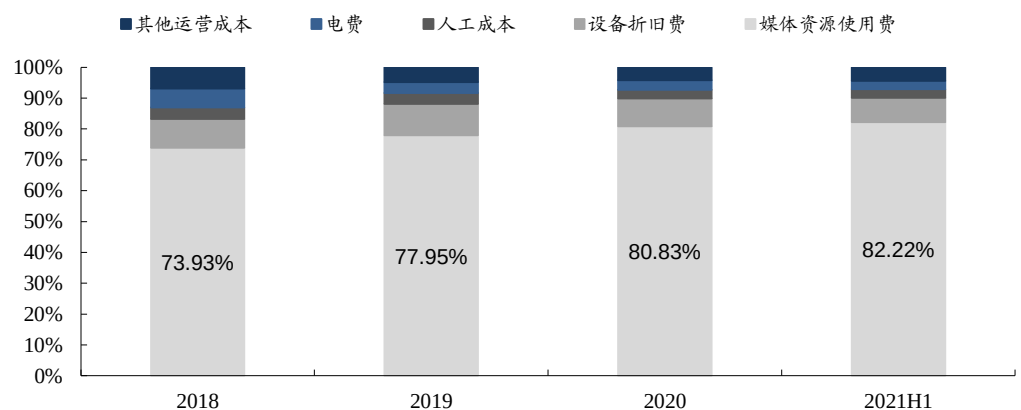
图 6：2018-2021 年公司归母净利润及同比增速情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

营业成本主要构成部分为媒体资源使用费，占比约为 80%。2018-2020 年及 2021H1 公司营业成本分别为 1.32、1.47、1.89、1.14 亿元，主要为运营和维护高铁数字媒体网络产生的费用，具体包括媒体资源使用费、媒体设备折旧费、人工成本、电费和其他运营成本，其中媒体资源使用费为主要组成部分，2018-2020 年及 2021H1 占营业成本比例分别为 74%、78%、81%、82%。2018-2020 年公司营业成本复合增速为 19.67%，增长主要系站点数量增长以及人流量增长等因素带来站点采购价格上涨。

图 7：公司营业成本结构

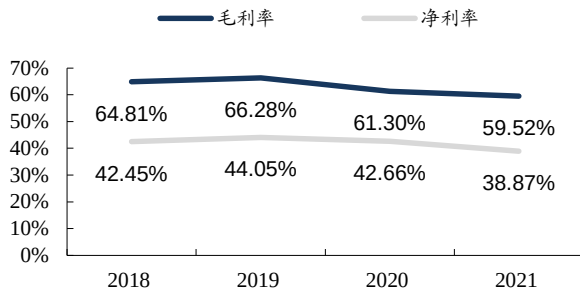


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

毛利率及净利率维持较高水平，期间费用率维稳。2018-2021 年公司毛利率分别为 64.81%、66.28%、61.30%、59.52%，其中 2018-2019 年公司业务规模不断扩大，毛利率保持稳定上升；2020 年毛利率同比下降 4.98pct 主要系 1）营收增速受新冠疫情影响放缓，2）同时公司与南昌局集团 5 年期的媒体资源协议于 2019 年末到期，重新签署时采购价格上涨。2018-2021 年公司净利率分别为 42.45%、44.05%、42.66%、38.87%。期间费用率及研发费用率维稳，2018-2021 年公司销售费用率分别为 12.74%、12.60%、11.67%、12.67%；管理费用率分别为 2.95%、2.68%、2.50%、2.68%；研发费用率分别为 3.67%、3.04%、2.52%、1.92%。

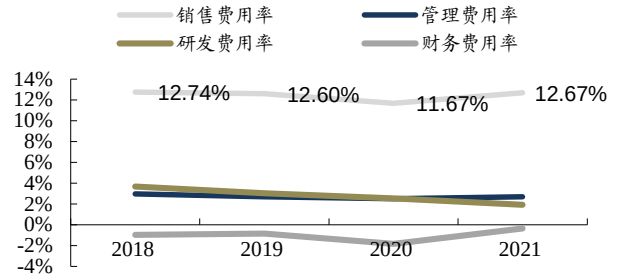
我们认为公司高铁数字媒体网络覆盖面广，具备显著的资源壁垒优势，销售端议价能力较强。成本及费用端，主营业务成本主要为较为固定的媒体资源使用费，期间费用率及研发费用率趋稳，具备规模效应。我们预计随着营业收入持续增长，公司毛利率与净利率中长期仍有较大的提升空间。

图 8：2018-2021 年公司毛利率与净利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

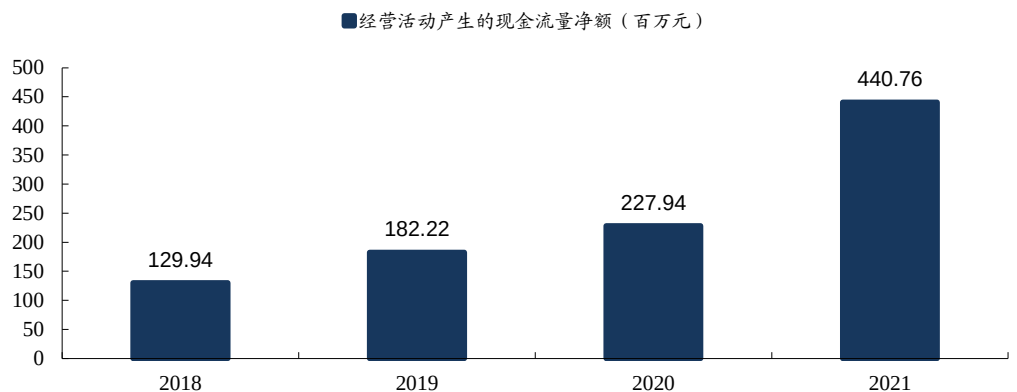
图 9：2018-2021 年公司期间费用率及研发费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

经营性现金流稳健，募集资金将主要用于站点资源拓展与设备升级。2018-2021 年公司销售收现比率（销售商品提供劳务收到的现金/营业收入）分别为 98.92%、97.91%、101.33%、94.18%，对应期间的经营性现金流量净额分别为 1.30、1.82、2.28、4.41 亿元，均维持在较高水平。根据公司招股书，公司所募集资金将主要用于 1）持续拓展铁路客运站点资源，新增 121 个站点覆盖更多低线城市、县级市，完善公司媒体运营网络；2）升级部分现有站点设备，提高核心竞争力；3）强化运营中心智能、优化 IT 系统功能，提升大数据相关技术的应用能力，进而提升公司媒体资源价值与广告精准投放效率。

图 10：公司经营性现金流量净额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 行业概况：高铁时代已来，行业增量空间可期

2.1. 广告行业：维持良好增长态势，户外广告渐受青睐

广告行业市场份额持续增长，但相比发达国家仍有较大发展空间。随着宏观经济持续稳定增长，国内广告行业开启蓬勃发展，根据国家市场监督管理总局数据，2016-2020年中国广告行业经营额年复合增长率为9.78%，2020年营业额达到9425亿元。根据《中国传媒产业发展报告（2019）》，发达国家的广告营业额占其GDP的比重约为2%左右，其中美国为2.5%，日本为1.6%。2019年，国内广告营业额占GDP比重为0.88%，2020年增至0.93%，但相比发达国家仍有较大差距。

图 11：中国广告行业经营额（亿元）

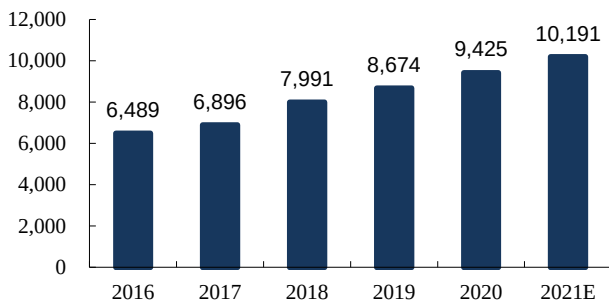
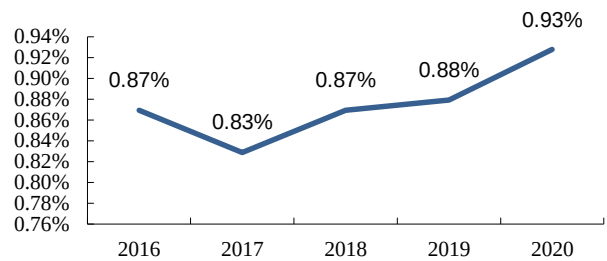


图 12：中国广告行业经营额占 GDP 比值

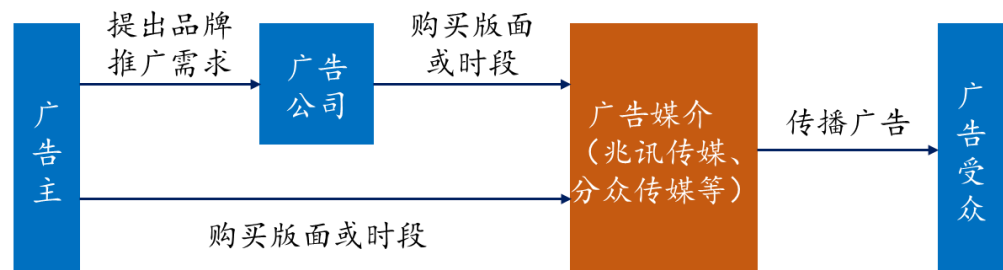


数据来源：国家市场监督管理总局，东吴证券研究所

数据来源：新华社，东吴证券研究所

广告市场由广告主、广告公司、广告媒介及广告受众组成，其中广告主提出品牌推广需求，由广告公司制作广告并采买广告资源，由广告媒介公司提供广告发布服务。公司属于广告媒介公司，通过自建的媒介渠道为客户提供广告发布服务，不从事广告内容制作。

图 13：广告行业产业链



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

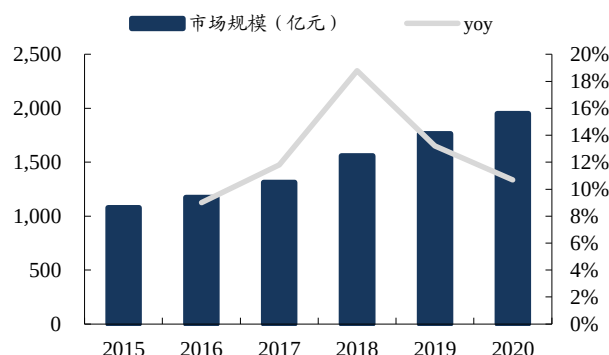
户外媒体触达率高，市场规模持续增长。根据媒介形式不同，广告媒介可分为传统媒体和数字媒体，其中传统媒体包括电视、报纸、传统户外等，数字媒体是指在计算机信息处理技术基础之上出现的媒体形态，包括数字户外（比如以公司为代表的交通媒体）、互联网媒体等。相比其余线下广告与网络广告，户外广告覆盖生活场景广阔，可对消费者进行全方位触达，同时可借助不同场景中的特有媒介进行延展，户外广告的场景化、无限延展性和强制性三大特征使其能够给予消费者较强的视觉冲击，具备较高的传播价值。在此背景下，叠加城镇化推进、消费支出增长等多因素，户外广告市场规模维持良好增长，根据智研咨询，2020年中国户外广告市场规模达到1952亿元，同比增长10.7%。

图 14：广告媒介分类



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 15：中国户外广告行业市场规模



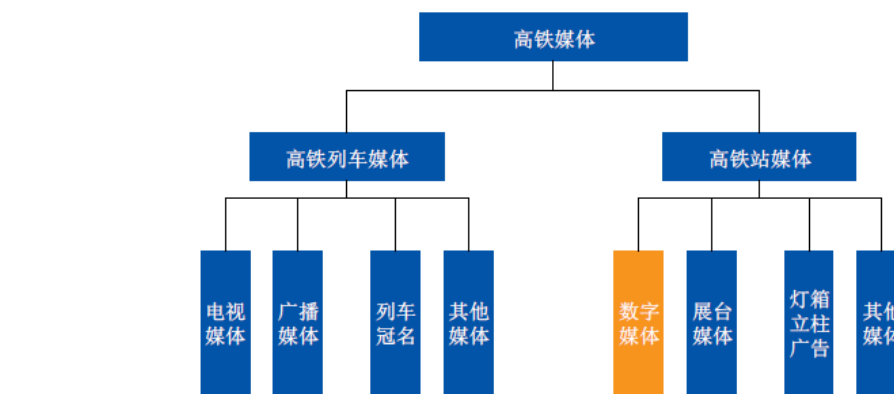
数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

户外广告投放“下沉”趋势明显。1) **广告主类型**：随着整体市场经济的发展和各行业商业模式的成熟，以大品牌广告主为主的户外广告，开始涌入中小企业广告主；2) **合作模式**：受益于户外数字化环境升级，户外广告程序化投放逐步落地，广告主和代理商的合作模式和售卖模式将更多元化；3) **投放地区**：随着一、二线城市竞争步入白热化，户外广告作为快速覆盖下沉市场人群的有效方式，有望迎来增长。

2.2. 高铁数字媒体：客运量持续增长，广告价值日益凸显

根据资源载体和广告播放场景的不同，高铁媒体行业主要分为高铁列车媒体和高铁站媒体两大类。其中以公司为代表的高铁数字媒体广告行业是数字化媒体与高铁行业融合的新兴细分领域，依托高铁客运站媒体资源平台，利用数码刷屏机、电视视频机和LED大屏幕等设备作为媒介载体，有针对性地向目标受众传播信息，利用高铁站特有场景、受众规模庞大等优势，为广告主实现品牌打造与宣传。

图 16: 高铁媒体种类

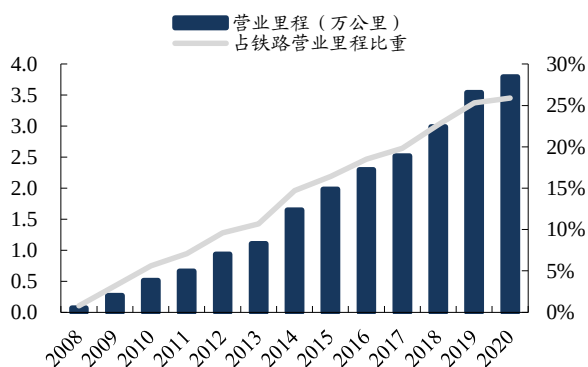


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

相比其他广告形式，高铁数字媒体广告具备四大优势：高增速、高触达率、定位清晰和网络化，同时得益于国内高铁行业及高铁数字化的快速发展，高铁数字媒体广告传播价值日益凸显，行业进入蓬勃发展阶段

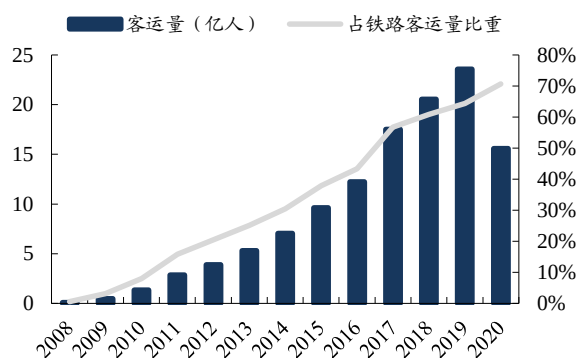
1) 国家政策推进下，高铁里程逐年增长，高铁已成为亿万级流量的入口。自 2008 年中国首条高铁通车，从 2008 年的“四纵四横”规划至 2017 年的“八纵八横”，再到“十四五规划”的“十纵十横”，中国高铁营业里程和客流量快速增长。截至 2020 年末，中国高铁营业里程自 2008 年的 672 公里增长至 3.8 万公里，客运量达到 15.57 亿人（主要系疫情影响，2019 年为 23.58 亿人），占铁路旅客发送量的 70.7%。

图 17: 高速铁路营业里程逐年增长



数据来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所

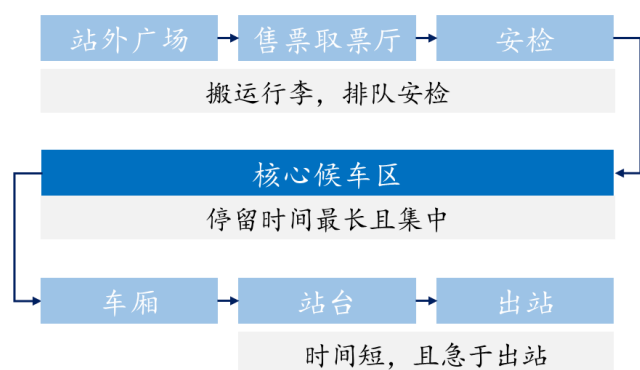
图 18: 高铁客运量逐年增长



数据来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所

2) 聚客效应明显，长等待时间叠加封闭空间提升触达率。相比于公交、地铁、楼宇、电梯等场景，高铁乘客在高铁站平均等待时间和广告接触时间更长，同时封闭空间内广告接触机会大、干扰少，增强了信息的影响力。而从旅客乘坐高铁列车的流程来看，站外广场、售票取票厅、安检及出站场景下乘客可接触广告的时间较为分散且短暂，核心候车区与车厢则是旅客时间较为集中的场景，媒体价值更高。在高铁站内，刷屏机、电视视频机通过整齐密集摆放，可在乘客抬头、行进过程中造成较强的视觉冲击感，提升广告传播效率。

图 19：旅客车站流程图及停留时间



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 20：高铁站内落地刷屏机具备视觉冲击力



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3) 定位清晰：高价值出行人群提升传播价值。根据公司招股书资料，根据 CTR《高铁媒体价值研究报告》信息，高铁的准时性、舒适性优势受到商务及旅行人士青睐，出行人群中商务出行占比较高。商务及旅行人士以企业白领、中高层管理者等高价值人群为主，具备高学历、年轻化特征，媒体传播价值较高。

4) 网络化：“十纵十横”下，有望实现传播规模化和精准化。根据“十四五规划”，国内将构建完善以“十纵十横”综合运输大通道为骨干的交通网络，将新增高铁营业里程 1.2 万公里，高速铁路网对 50 万人口以上城市的覆盖率将达到 95%以上。基于高铁网络的深度纵横，高铁媒体全国高覆盖和区域强渗透特征明显。广告媒介公司有望借助高铁的流动性，加快区域渗透，从而达到传播的规模化与精准化，实现跨区域联动传播。

高铁/火车传媒认可度日渐提升，投放刊例花费及品牌数量均呈现同比高增。根据 CTR，2018 年铁路媒体和高铁数字媒体刊例花费增幅分别为 32.7% 和 36.4%，其中高铁广告在户外媒体投放中的占比日益提升，2018 年高铁火车类广告主增幅最大，达到 8.4%。根据 CODC《2019 年全年户外广告市场分析报告》，火车站媒体的投放刊例花费、品牌数量同比增速均高于其他类型媒体。

图 21：2019 年各类媒体投放刊例花费同比变动

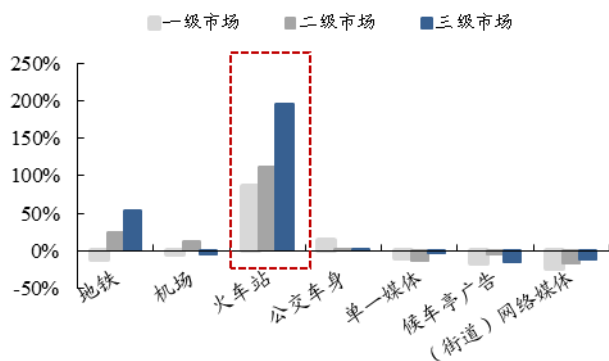
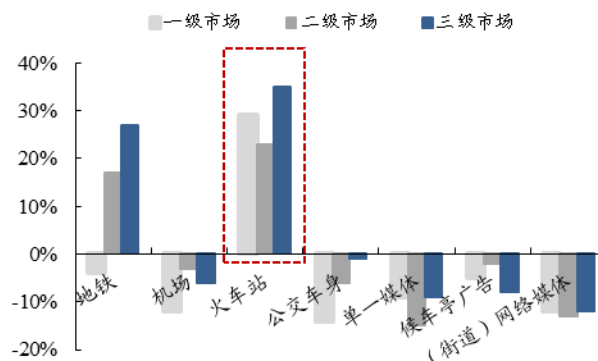


图 22：2019 年各类媒体投放品牌数量同比变动



数据来源：公司招股书，CODC，东吴证券研究所

数据来源：公司招股书，CODC，东吴证券研究所

注：1）由于 2020 及 2021 年受疫情影响，各类媒体广告投放变动数据难以反应真实情况，故采用 2019 年数据；2）一级市场为北京、上海、广州；二级市场为成都、重庆、大连、沈阳、天津、武汉、南京、西安、杭州、深圳、昆明；三级市场为哈尔滨、长春、石家庄、郑州、福州、长沙、苏州、宁波、济南、厦门、太原、青岛、温州、东莞、佛山、珠海。

3. 站点资源构筑稳固护城河，量价效齐升助推业绩增长

3.1. 搭建全国性高铁媒体网络，竞争地位难以撼动

市占率超 70%，高覆盖与强渗透的全国性高铁媒体网络已成为公司护城河。高铁数字媒体行业已形成由全国性广告媒体运营商、区域性广告媒体运营商和小型广告媒体运营商组成的竞争格局。截至 2021 年 12 月，公司已与国内 18 家铁路集团中除乌鲁木齐局集团外的 17 家铁路集团签署媒体资源使用协议，签约铁路客运站达 558 个，开通运营的铁路客运站达 432 个（其中高铁站点 396 个、普通车站点 36 个），运营的数字媒体屏幕达 5607 块。公司站点资源区域囊括京沪、京港、沿江、陆桥、沪昆等八纵八横高铁主动脉，覆盖长三角、珠三角、环渤海、东南沿海等多个经济发达区域，也覆盖了低线城市和县城等下沉市场，媒体资源层次结构分布合理，可为客户提供多样化、定制化的自由选择组合，契合广告主差异化、个性化的推广需求。

我们认为高铁站人流量大，维持站内客流通畅是各大铁路局的运营重点，而数码刷屏机等媒体设备拆卸安装流程较为麻烦，铁路局更换合作方意愿较弱。公司主要通过与各铁路集团控制的广告传媒公司进行洽谈和参与招投标达成合作意向，并按照市场化的原则签署资源使用协议，合同期限以 3 年为主。公司已与国内各铁路集团建立了紧密良好的合作关系，上游资源较为稳固。截至 2021 年，除乌鲁木齐局集团，公司与此前其他合作的铁路局都维持着合作关系。

表 1: 公司与各铁路局的合作关系及重要枢纽站点情况

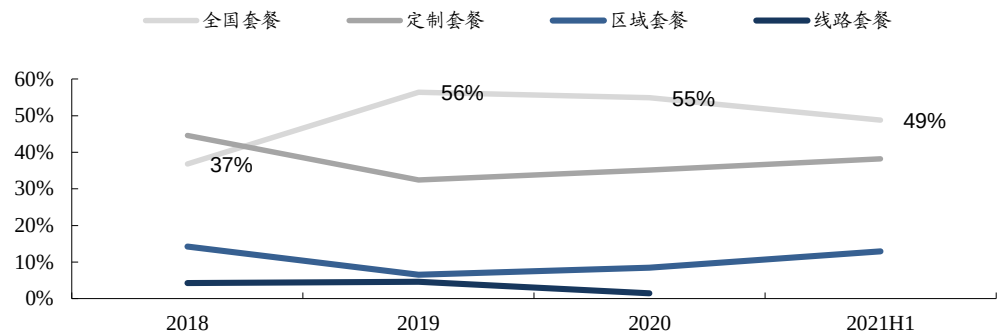
铁路局名称	首次合作时间	目前是否仍然合作	正式运营站点个数	重要枢纽站点
上海局集团	2008.01	是	68	上海虹桥、上海站、杭州东、杭州、南京南等
广州局集团	2008.01	是	82	广州南、深圳北、长沙
沈阳局集团	2010.01	是	54	沈阳、大连北、长春西等
北京局集团	2007.11	是	30	北京南、天津等
济南局集团	2014.06	是	22	济南西、青岛北等
哈尔滨局集团	2008.01	是	17	哈尔滨西、哈尔滨等
成都局集团	2010.07	是	27	成都东、重庆等
武汉局集团	2008.06	是	19	武昌、汉口等
南昌局集团	2011.12	是	28	福州、厦门等
西安局集团	2010.01	是	1	西安北站
南宁局集团	2010.01	是	28	南宁、柳州等
兰州局集团	2008.01	是	2	兰州、银川
郑州局集团	2008.08	是	24	郑州、安阳东、鹤壁东等
太原局集团	2008.10	是	15	太原、太原南等
呼和浩特局集团	2008.01	是	7	呼和浩特、包头等
昆明局集团	2008.01	是	7	昆明、大理等
青藏集团	2020.12	是	1	西宁
乌鲁木齐集团	2008.01	否	-	-
合计			432	

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

注：2020 年 4 月 1 日开始，昆明站的合同签署主体由昆明局集团下属昆明铁路传媒有限公司变更为云南空港雅仕维信息传媒有限公司。

仅布局部分站点，媒体传播价值有限，但新进者难以短时间复制公司规模。我们认为高铁媒体网络价值在于高覆盖与强渗透带来的全国性规模投放，因此个别站点或局部地区站点的传播价值相对有限。同时公司与各铁路局集团协议的到期时间不同、同一铁路局集团多份协议的到期时间也不同，因此，新进入者难以在短期内复制或者颠覆公司已建成的高铁数字媒体网络。对于广告主而言，全国套餐覆盖面广且折扣力度较大，吸引力强，2018-2020 年及 2021H1 公司全国套餐营收占比分别为 36.81%、56.44%、54.89%、48.81%，占比已远高于定制套餐、区域套餐与线路套餐。

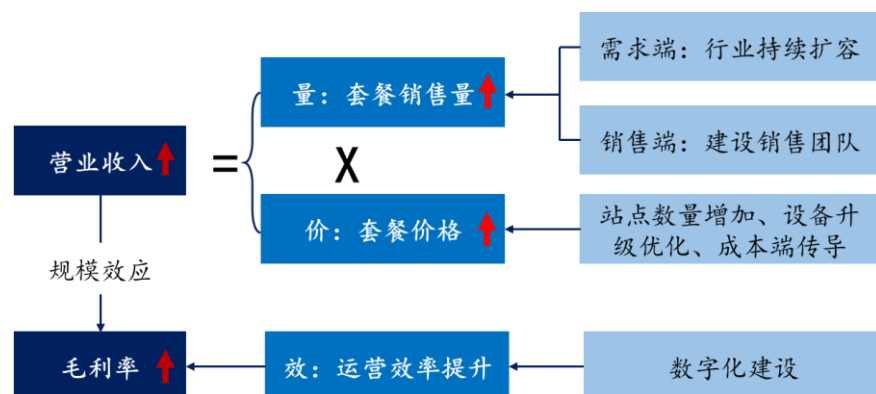
图 23: 公司各套餐收入占比



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

“量价效”齐升，我们认为公司将步入业绩高速增长快车道。由于公司服务多以全国套餐等套餐形式售出，因此我们将收入增长驱动因素拆分为套餐出售数量*套餐价格，我们认为公司未来业绩增长将主要来自：**1) “量”**：在高铁传媒价值认可度提升的背景下，公司发力销售端，套餐销售量有望快速增长；**2) “价”**：公司持续升级优化屏幕、完善站点网络，套餐价格将稳步提升；**3) “效”**：毛利率方面，我们认为公司媒体资源使用费可有效传导至刊例价，而布局数字化将有效提升运营效率，叠加规模效应，我们认为公司毛利率中长期将稳步提升。

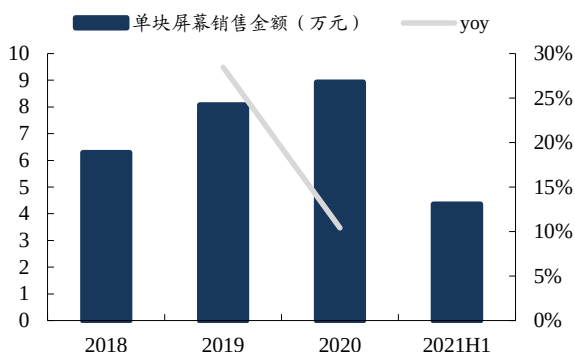
图 24: 公司业绩结构拆分



数据来源：东吴证券研究所绘制

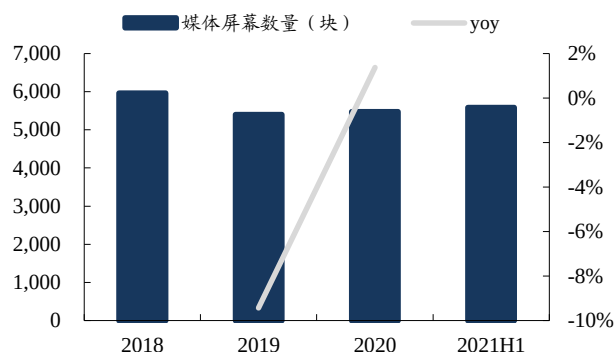
“量价”齐升下，公司刊挂率及刊例价有望持续增长，推动单块屏幕销售金额上升。2018-2020 年及 2021H1 公司媒体屏幕数量分别为 5962、5400、5474、5581 块，单块屏幕销售金额为 6.29、8.07、8.92、4.36 万元，2019-2020 年单块屏幕销售金额同比增长 28.45%、10.42%。

图 25: 公司单块屏幕销售金额情况



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图 26: 公司媒体屏幕数量情况

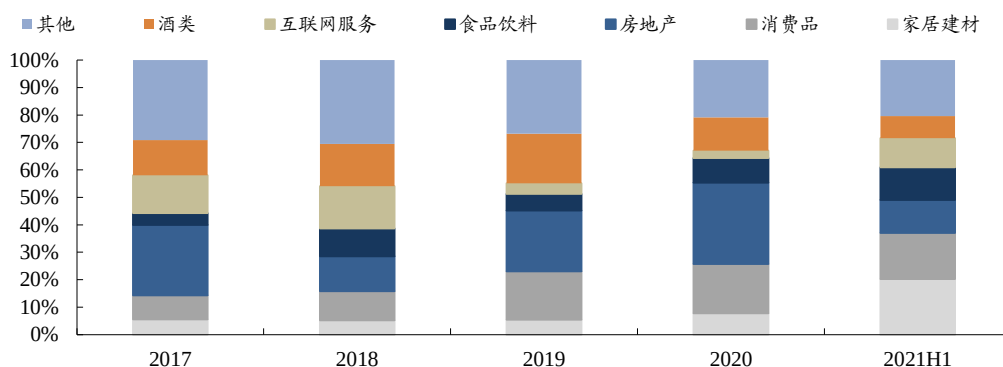


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

3.2. “量”: 高铁媒体价值凸显, 发力销售端提销量

需求端: 高铁媒体价值日益凸显, 行业持续扩容中。高铁客运量日益扩大, 里程数持续增长, 并形成网格化布局, 其基于交通节点和城市场所的网络效应日渐凸显, 同时伴随着线上流量见顶, 线下场景化营销价值提升, 我们认为具备强大聚客效应的高铁媒体价值正逐渐被挖掘, 行业正处于广告主种类及数量的扩容阶段。从公司广告主所属行业结构来看, 公司客户覆盖行业日趋丰富及均衡, 2017-2020 年及 2021H1 公司消费品广告主收入占比分别为 8.67%、10.68%、17.65%、17.91%、16.83%, 食品饮料分别为 4.38%、10.06%、6.12%、8.89%、11.84%, 均呈现上升趋势。

图 27: 公司营业收入结构 (按广告投放品牌所属行业划分)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

销售团队尚未搭建完善, 人均创收仍有较大提升空间。公司销售费用率低于行业可比公司平均水平 (注: 北巴传媒销售费用率较低, 主要系其主营业务为广告传媒和汽车服务两大业务, 且汽车服务业务规模大于广告传媒), 销售人员人均创收水平远低于梯媒龙头分众传媒, 除市场知名度、业务规模方面等因素外, 我们认为另一原因为截至 2021 年公司仍处于站点网络搭建阶段, 销售团队搭建未完善, 销售能力仍有待提升。本次募

集资金后，公司将在上海、广州、深圳、长沙、成都、武汉、温州、青岛、三亚、海口、太原、呼和浩特、南昌、南宁 14 座城市扩建和新建合计 14 个营销运营中心，优化业务布局，提升本地化服务能力。我们认为广告发布服务公司的销售能力较为关键，随着公司销售团队搭建完善成熟，在行业需求提升背景下，公司套餐销量及刊挂率都将迎来提升。

图 28：公司及可比公司销售费用率

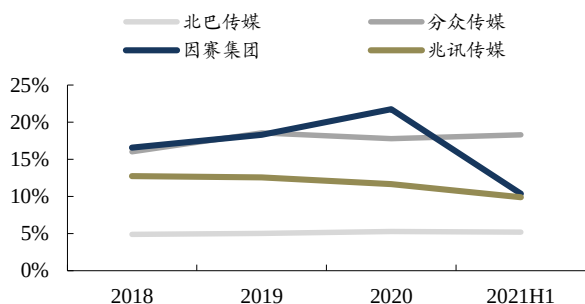
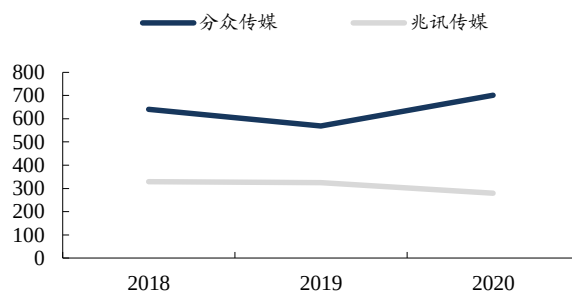


图 29：公司及可比公司销售人员人均创收（百万元）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

数据来源：公司招股书，Wind，东吴证券研究所

注：员工数量按任职时间加权计算；人均创收为营业收入/销售员工数量

3.3. “价”：三重增长驱动力下，套餐刊例价提升空间大

公司套餐定价 = 套餐刊例价 * 折扣率。公司制定站点刊例价后，根据套餐中包含的站点数量制定套餐刊例价，再结合客户重要性程度、合作期限、季节因素等，给予客户一定折扣率，形成最终套餐价格。以表 2 为例，假设客户选择定制套餐，于 A 和 B 站点的数码刷屏机投放，广告投放周期为一周，单次播放 10 秒为最小单位进行循环，则合同价款=折扣率*(129.8+22)千元；假设客户选择全国套餐，在全国所有站点的数码刷屏机投放广告，广告投放周期为一周，单次播放 10 秒为最小单位进行循环，则合同价款=折扣率*3180 千元，折扣率由双方协商确定。

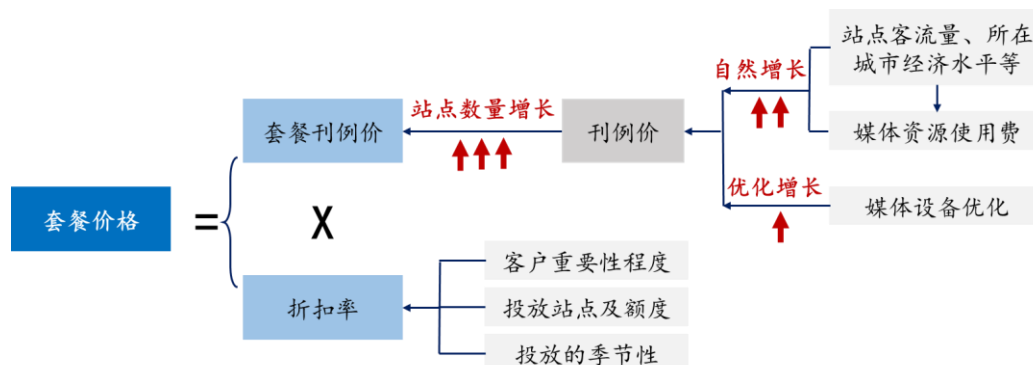
表 2：公司部分套餐举例说明

站点	媒体形式	屏幕数量 (块)	播出频次 (次/天)	价格 (千元/周)		
				15 秒	10 秒	5 秒
定制套餐	数码刷屏机	A 站点: 17	190	180	129.8	72.8
		B 站点: 14	190	30.8	22	12.8
线路套餐	数码刷屏机	218	站点不同, 播出频率不同	538	380	218
全国套餐	数码刷屏机	3411	站点不同, 播出频率不同	4480	3180	1780

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

我们认为公司套餐价格增长将由套餐刊例价驱动，增长动力主要来自：1）站点数量增长；2）成本端传导及站点客流量增长带来的自然增长；3）设备优化。

图 30: 公司套餐定价方式

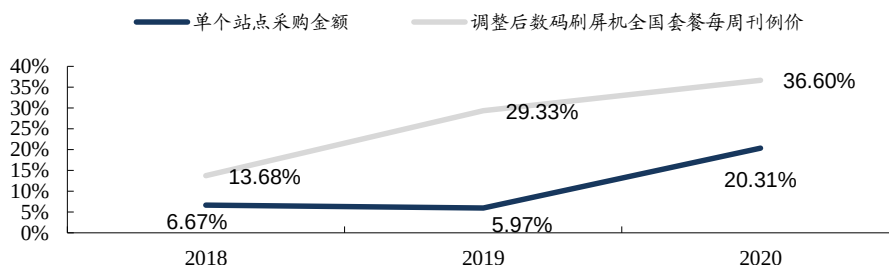


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所绘制

增长驱动一：站点数量增长。公司逐步关停客流量较少的普通车站站点，新建和优化高铁车站设备，公司运营的普通车站已由 2018 年的 94 个降至 2021H1 的 41 个，运营的高铁站已由 2018 年的 217 个增长至 2021H1 的 368 个。根据公司招股书，公司本次募集资金将主要用于持续拓展铁路客运站点资源，将新增 121 个站点覆盖更多低线城市、县级市，完善公司媒体运营网络。广告点位数量增加，触及人群增多，媒体传播价值随之提升，我们认为站点数量增长将成为短中期内公司套餐价提升的主要动力。

增长驱动二：成本传导及客流量增长带来的自然增长。随着高铁出行客流量增长，高铁传媒价值被挖掘，公司媒体资源采购成本呈上升趋势，2018-2020 年公司单个站点采购金额分别同比增长 6.67%、5.97%、20.31%。公司于上游媒体资源采购端议价权较弱，但由于高铁站点资源稀缺，其于下游议价权较强，2018-2020 年公司调整后数码刷屏机全国套餐每周刊例价分别同比增长 13.68%、29.33%、36.60%，媒体资源使用费已充分传导至销售价格。此外，站点客流量增长也是公司提升刊例价的一大动力。

图 31: 公司单个站点采购金额及调整后数码刷屏机刊例价增长幅度

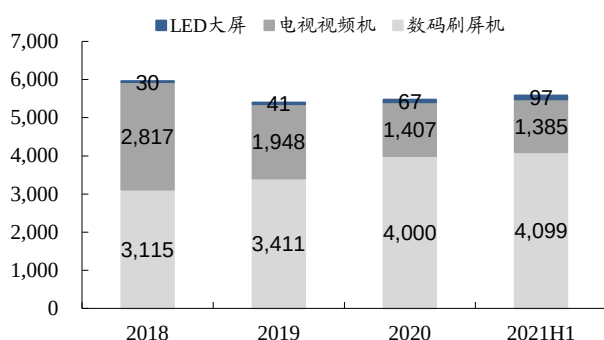


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

注：由于 2019 年度公司将数码刷屏机全国套餐单次播放时长由 12 秒调整至 10 秒，因此，调整后的数码刷屏机全国套餐每周刊例价=调整前的数码刷屏机全国套餐标准刊例价*12/10

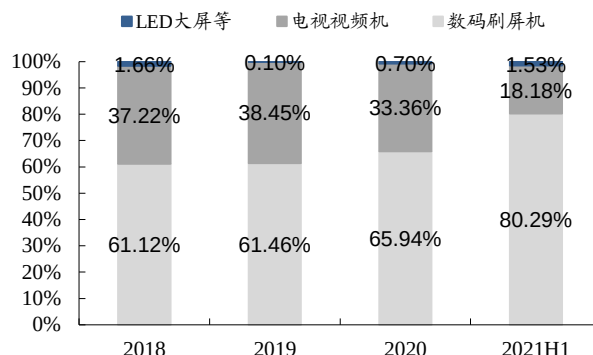
增长驱动三：媒体设备优化。公司持续优化媒体设备，增加尺寸更大，更具视觉冲击力的数码刷屏机、LED 大屏投放，公司运营的媒体设备已由 2018 年的 5962 个优化至 2021H1 的 5581 个，其中数码刷屏机与 LED 大屏数量分别自 2018 年的 3115、30 个提升至 2021H1 的 4099、97 个，数码刷屏机收入占比自 2018 年的 61.12% 提升至 2021H1 的 80.29%。根据公司招股书，公司拟用三年时间（自募集资金后）优化运营站点 112 个，共计新增大尺寸、高清晰的数字媒体设备 2255 个（含 121 个新增站点的设备投放）。我们认为公司持续优化设备，媒体传播价值更高的大屏设备数量增多，将是公司刊例价短中期增长的又一驱动力。

图 32：公司媒体设备结构（单位：台）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 33：公司各媒体设备类型收入占比



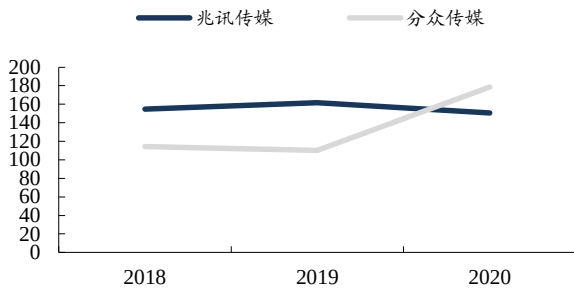
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.4. “效”：加强数字化布局，提升运营效率

加强数字化以提升效率，释放利润空间。公司通过布局数字化，大幅提高广告交易、投放和监测等环节的效率，进而提升毛利率。根据公司招股书披露数据，2018-2020 年及 2021H1 公司主营业务成本中人工成本（主要为运营人员成本）占比分别为 3.80%、3.50%、2.76%、2.78%。

1) 提升运营效率：公司采用安全高效的网络传输技术，通过拥有自主知识产权的计算机信息处理技术，构建了高效的信息系统平台，实现了自主安装的媒体设备全国联网和数字化远程控制。公司通过信息系统平台数字化远程管控，可对全网媒体设备远程发布指令，媒体设备自动按指令播送，可达到一键换刊，保障高效刊播流程。以分众传媒为例，2020 年其外包原自有的换广告业务、电子广告刊由人工转为系统推送后，运营人员数量占比大幅下滑，人均创收得到较大提升。相比分众传媒，公司运营人员数量占比处于低水平，我们认为公司通过信息系统平台远程数字化管控高铁数字媒体网络，信息化程度高，同时相比分众传媒，公司广告点位集中于站点内，易于管理，我们预计公司运营人员及运营成本将维持在低水平，并且随着数字化布局加深，运营效率有望进一步提升。

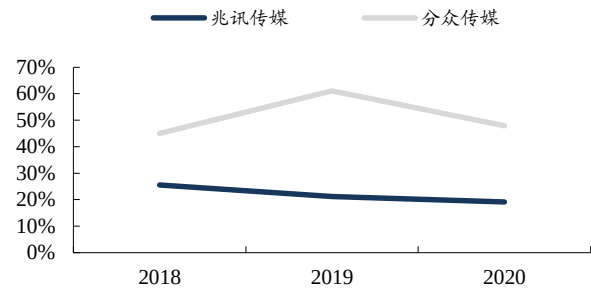
图 34: 公司及可比公司人均创收情况 (万元)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

注: 员工数量按任职时间加权计算

图 35: 公司及可比公司员工中运营人员数量占比



数据来源: 公司招股书, Wind, 东吴证券研究所

2) 提升广告转化率, 挖掘高铁媒体价值。随着此次募集资金到位, 公司将对信息化系统进行功能扩充和升级, 实现广告投放全程数字化, 通过与广告主信息系统对接, 实现在线快速广告投放和监测评估。我们认为通过深化数字化运营, 公司可加深对于终端消费者的分析, 提升广告投放精准度和转化率, 更快、更好满足广告主多样性的广告投放需求, 进而增强对广告主的吸引力以及议价能力, 带动公司营收及利润增长。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

核心假设:

1) 我们预计公司 2022-2024 年媒体屏幕数量分别增长至 6359、7110、7862 块, 单块屏幕贡献收入分别增长 17%、14%、13%至 12.92、14.73、16.64 万元, 对应营业收入分别同比增长 33%、27%、25%至 8.21、10.47、13.08 亿元;

2) 我们预计公司将加大营销团队建设投入, 预计 2022-2024 年公司销售费用率分别为 15.00%、14.50%、14.50%; 管理费用率分别为 3.50%、3.60%、3.70%; 研发费用率维持在 2.00%, 对应 2022-2024 年归母净利润分别同比增长 28%、33%、25%至 3.07、4.07、5.11 亿元。

表 3: 公司盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
屏幕数合计（块）	5607	6359	7110	7862
YoY	2%	13%	12%	11%
单块屏幕贡献收入（万元）	11.04	12.92	14.73	16.64
YoY	24%	17%	14%	13%
营业收入（百万元）	619.08	821.43	1047.12	1308.33
YoY	27%	33%	27%	25%
毛利率	59.52%	60.00%	60.50%	61.00%
销售费用率	12.67%	15.00%	14.50%	14.50%
管理费用率	2.68%	3.50%	3.60%	3.70%
研发费用率	1.92%	2.00%	2.00%	2.00%
归母净利润（百万元）	241	307	407	511
YoY	16%	28%	33%	25%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

我们选取分众传媒、因赛集团、北巴传媒为可比公司，其中 2022-2023 年分众传媒 PE 分别为 13/11 倍（以 2022 年 3 月 11 日收盘价计算，归母净利润为东吴证券研究所预测）。公司发行价定为 39.88 元，对应 2022-2023 年 PE 分别为 26/20 倍，我们认为高铁传媒价值正逐渐凸显，公司于高铁数字传媒领域具备垄断性优势，同时业绩增长步入快车道，建议积极关注。

表 4: 可比公司估值（以 2022 年 3 月 11 日收盘价计算）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润（百万元）			2020-2023 年 归母净利润 CAGR	PE		
			2021E	2022E	2023E		2021E	2022E	2023E
002027.SZ	分众传媒	981	6,147	7,451	8,925	31%	16	13	11
300781.SZ	因赛集团	22	-	-	-	-	-	-	-
600386.SH	北巴传媒	33	-	-	-	-	-	-	-
	平均值	345	6,147	7,451	8,925	31%	16	13	11
301102.SZ	兆讯传媒	-	241	307	407	25%	33	26	20

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：分众传媒归母净利润为东吴证券研究所预测，因赛集团及北巴传媒为 Wind 一致预期数据，无数据；兆讯传媒 2021 年归母净利润为审阅报告数据，2022-2023 年为东吴证券研究所预测数据

5. 风险提示

宏观经济波动风险。下游广告主对营销推广的投入对行业发展影响较大。广告主的广告支出受宏观经济及所属行业市场情况的影响，与宏观经济的波动呈现明显的正相关性。若未来经济增长放慢或出现衰退，致现有客户的营销需求下降，且公司未能及时调整经营政策，或将对公司业绩产生不利影响。

行业政策变化风险。广告行业是国内现代服务业的重要组成部分之一，与国民经济重要领域的商品或服务的生产及消费密切相关。若广告主所处领域内的广告宣传法律法规或政策发生调整变化，或将影响该行业广告主的广告投放需求及营销行为。国内广告相关主管部门已推出了一系列鼓励政策，推动广告行业发展。若未来相关行业的广告政策发生较大变动，将对整个广告行业的发展产生较大影响，并进而影响公司经营业绩。

市场竞争加剧风险。国内广告市场参与者众多，市场处于充分竞争状态。随着互联网媒体等新兴媒体的进一步成熟，媒体平台和广告载体的形式日趋丰富。部分行业新进入运营商为争夺客户资源，或采用低价竞争，压低行业利润空间。若公司在未来开展业务过程中未能较好应对这些竞争，广告主可能会选择其他低价的媒体渠道或媒体资源运营商进行广告投放，公司存在市场份额和盈利能力下降的风险。

数字媒体资源流失风险。随着高铁媒体的传播价值认可度越来越高，高铁媒体资源的竞争愈加激烈。若未来受铁路局集团媒体资源经营战略调整、竞争者抢夺、管理政策变化等因素影响，公司未顺利实现与部分铁路局集团协议的续签，将削弱公司高铁数字媒体网络的竞争优势，进而对公司的经营业绩产生不利影响。

新冠疫情等突发公共卫生事件风险。高铁广告是依托线下流量创造传播价值的媒体行业，新冠疫情等突发公共卫生事件可能限制旅客外出的频次和时长，线下流量下降，户外广告行业价值面临削减。突发公共卫生事件亦可能会带来企业停工、物流受阻等多方面的负面影响，影响广告主的广告投放需求。如相应突发公共卫生事件无法得到及时有效的控制，公司可能面临车站停运、客户广告投放需求下滑、订单减少等问题。

兆讯传媒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	787	3,031	3,448	3,976	营业收入	619	821	1,047	1,308
现金	521	2,683	3,021	3,458	减:营业成本	251	329	414	510
应收账款	210	281	350	430	营业税金及附加	3	4	5	6
存货	0	0	0	0	营业费用	78	123	152	190
其他流动资产	56	67	77	88	管理费用	17	29	38	48
非流动资产	464	495	527	559	研发费用	12	16	21	26
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-2	-16	-29	-32
固定资产	97	118	137	153	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	9	9	9	9	加:投资净收益	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	其他收益	2	2	3	4
其他非流动资产	358	368	382	398	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	1,252	3,526	3,975	4,535	营业利润	260	339	450	564
流动负债	248	299	325	355	加:营业外净收支	5	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	利润总额	266	339	450	564
应付账款	25	32	36	42	减:所得税费用	25	32	43	54
其他流动负债	223	268	289	313	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	140	152	167	187	归属母公司净利润	241	307	407	511
长期借款	0	0	0	0	EBIT	258	323	422	532
其他非流动负债	140	152	167	187	EBITDA	258	349	452	568
负债合计	388	451	492	542	重要财务与估值指标				
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	1.60	1.54	2.04	2.55
归属母公司股东权益	864	3,076	3,483	3,994	每股净资产(元)	4.32	15.38	17.41	19.97
负债和股东权益	1,252	3,526	3,975	4,535	发行在外股份(百万股)	150	200	200	200
					ROIC(%)	19.7%	8.6%	10.0%	11.0%
					ROE(%)	27.9%	10.0%	11.7%	12.8%
					毛利率(%)	59.5%	60.0%	60.5%	61.0%
					销售净利率(%)	38.9%	37.4%	38.9%	39.0%
					资产负债率(%)	31.0%	12.8%	12.4%	11.9%
					收入增长率(%)	26.8%	32.7%	27.5%	24.9%
					净利润增长率(%)	15.6%	27.6%	32.6%	25.4%
					P/E	33.14	25.97	19.58	15.62
					P/B	6.92	2.59	2.29	2.00
					EV/EBITDA	22.44	16.11	11.73	8.61
现金流量表 (百万元)									
2021A	2022E	2023E	2024E						
经营活动现金流	441	302	386	485					
投资活动现金流	-23	-57	-63	-68					
筹资活动现金流	-230	1,917	15	20					
现金净增加额	188	2,162	338	437					
折旧和摊销	0	26	31	36					
资本开支	-23	-57	-63	-68					
营运资本变动	30	-31	-52	-62					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 营运资本变动因 2021 年末披露坏账准备数据, 因此使用 2021 年中报数据; PE 计算使用发行价与最新发行后股本

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>