

兆讯传媒 (301102.SZ) 高铁媒体龙头，上市或助力加速成长

2022 年 03 月 30 日

——港股公司信息更新报告

投资评级：买入（首次）
方光照（分析师）
林瑶（联系人）

fangguangzhao@kysec.cn

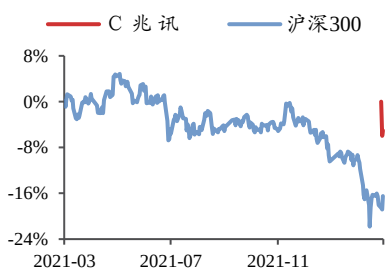
linyao@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790121020003

日期	2022/3/30
当前股价(元)	32.31
一年最高最低(元)	38.98/31.30
总市值(亿元)	64.62
流通市值(亿元)	13.94
总股本(亿股)	2.00
流通股本(亿股)	0.43
近 3 个月换手率(%)	99.88

股价走势图



数据来源：聚源

● 高铁广告时代领军者，首次覆盖，给予“买入”评级

公司是高铁广告时代开拓者，多年积淀锁定铁路局集团、建成全国一张网，成功掌握全国核心铁路媒体资源，先发优势显著。我们认为，公司上市后，随着覆盖的高铁站点数量持续增加、广告产品优化带动价格自然提升，业绩增长有望进一步加速，我们预测 2022-2024 年公司的归母净利润分别为 3.18/4.22/5.48 亿元，对应 EPS 分别为 1.59/2.11/2.74 元，当前股价对应 PE 分别为 20.3/15.3/11.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 核心优势：锁定铁路局集团，建成全国一张网，掌握较强议价权

在高铁候车场景中，广告对用户的接触时间长、曝光机会多，触达率或高于其他媒体形式；且高铁乘客多为商旅人群，广告价值相对较高且易产生人群扩散效应。公司作为高铁广告领头羊，目前已与全国 18 个铁路局中的 17 个达成长期排他协议，媒体资源优势显著，竞争对手或难以撼动其地位。同时，公司已建成“全国一张网”，实现数字化远程管控和一键换刊，或利于控制运营及人员成本。更重要的是，随着公司在高铁媒体资源领域竞争力的增强，产品刊例价不断上涨，且涨幅超过媒体资源价格涨幅，能够将媒体资源使用费有效地传导至服务价格，从而保持高毛利率。

● 发展驱动力：量价齐升，高铁广告业务成长空间仍大

上市后，公司有望持续新增覆盖高铁站点，2021 年，公司优化站点 30 个，新增站点 65 个，未来仍有较多的高铁站等待覆盖，拓展空间仍大。同时，公司将电视视频机逐步优化成尺寸更大、价格更高、效果更好的数码刷屏机，从而带动整体套餐刊例价的自然提升。在广告主对高铁媒介投放需求增长的背景下，公司基于掌控的稀缺资源拥有更强的议价权，刊例价持续提升为大势所趋。量价齐升驱动下，公司长期成长空间将进一步打开。

● **风险提示：**广告主需求下滑、疫情反复对旅客出行存在影响、高铁媒体资源的竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	488	619	780	1,016	1,296
YOY(%)	11.9	26.8	26.0	30.2	27.6
归母净利润(百万元)	208	241	318	422	548
YOY(%)	8.4	15.6	32.2	32.5	29.9
毛利率(%)	61.3	59.5	61.0	61.5	62.0
净利率(%)	42.7	38.9	40.8	41.5	42.2
ROE(%)	33.4	27.9	26.9	26.3	25.5
EPS(摊薄/元)	1.39	1.60	1.59	2.11	2.74
P/E(倍)	23.3	20.1	20.3	15.3	11.8
P/B(倍)	7.8	5.6	5.5	4.0	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 稳增长的高铁广告时代开拓者	3
1.1、 掌握全国核心铁路媒体资源，点位和规模优势明显	3
1.2、 财务分析：业绩持续增长，客户结构的多元化或增强稳定性	4
2、 核心优势：锁定铁路局资源，建成全国一张网，掌握较强议价权	6
2.1、 高铁候车场景的广告曝光机会多、目标客群价值高	6
2.2、 公司高铁媒介资源优势稳固，筑高进入壁垒，掌握较强议价权	7
3、 发展驱动力：量价齐升，进一步打开成长空间	9
4、 盈利预测和投资建议	12
4.1、 关键假设	12
4.1.1、 营业收入	12
4.1.2、 期间费用率	12
4.2、 盈利预测	12
4.3、 相对估值法	13
5、 风险提示	14
附：财务预测摘要	15

图表目录

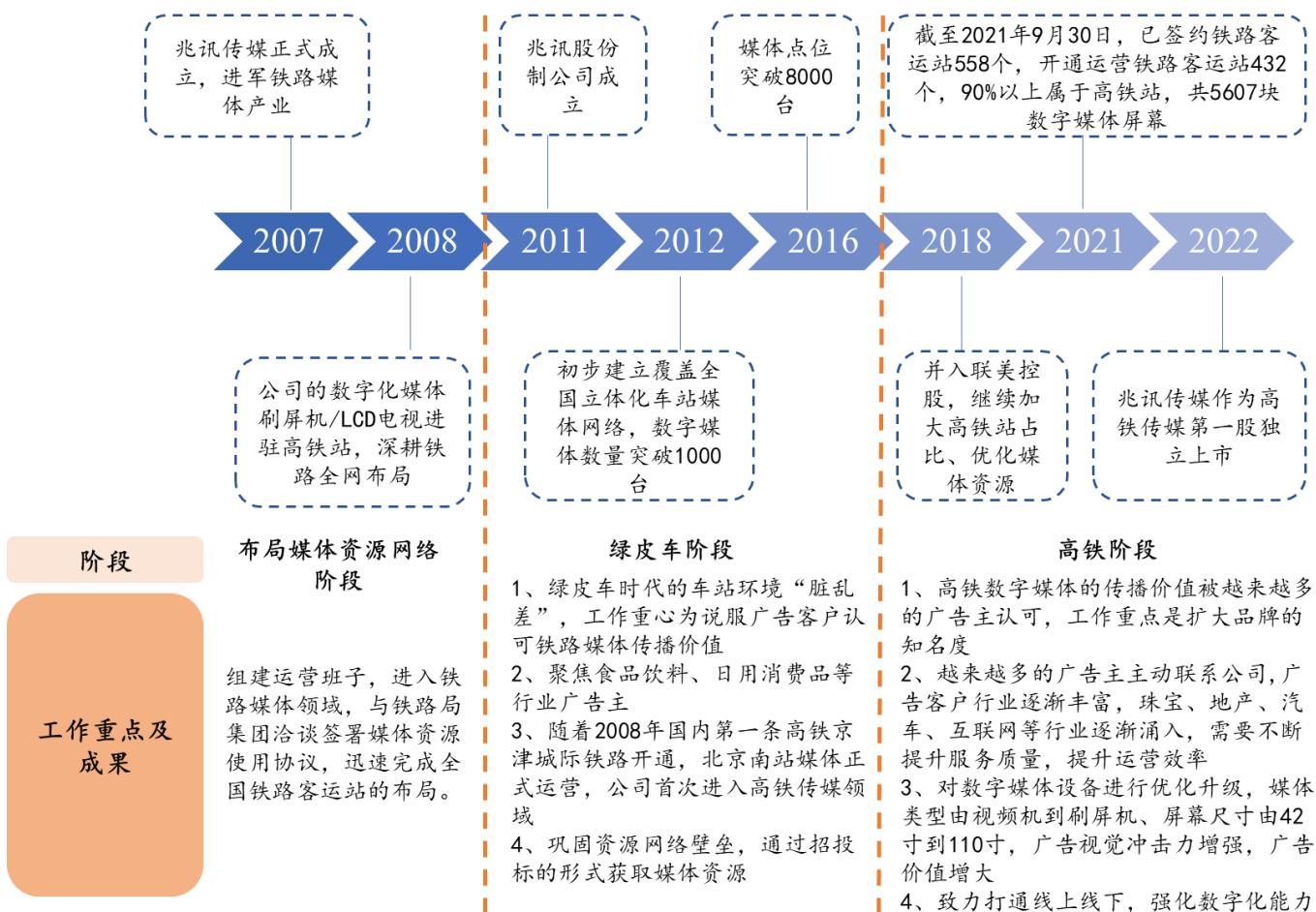
图 1： 进军铁路媒体产业十余年，公司点位和规模优势明显	3
图 2： 近年公司的营业收入稳步增长	5
图 3： 2021 年，公司的归母净利润同比增长 15.59%	5
图 4： 2021 年上半年，来自家居建材、食品饮料、互联网服务行业的客户收入占比快速提升	5
图 5： 2021 年上半年，数码刷屏机贡献超 80% 的营业收入	6
图 6： 高铁乘客在核心候车区平均停留 36.2 分钟	6
图 7： 乘坐高铁人群多为购买能力较强的主流品质消费者	7
图 8： 全国套餐贡献的营业收入最多	8
图 9： 近年来公司持续增加高铁站数量、减少普通站数量	10
图 10： 公司在广东、辽宁、广西三省覆盖站点较多，新疆和西藏未覆盖站点	10
图 11： 近年来电视视频机的数量快速减少，数码刷屏机和 LED 大屏数量增加	11
图 12： 可比公司分众传媒在 2016 年 3 月-2018 年 2 月的 PE（TTM）基本高于 2023-2024 年兆讯传媒的预测 PE	13
图 13： 可比公司三人行在 2020 年 6 月-2022 年 2 月的 PE（TTM）均高于 2023-2024 年兆讯传媒的预测 PE	13
表 1： 刷屏机、电视机、LED 大屏为公司的主要产品	4
表 2： 公司提供各类型套餐供客户选择	4
表 3： 公司自 2007 年起与各铁路局陆续开展合作	7
表 4： 2018-2020 年，单个站点采购金额的复合增速低于调整后数码刷屏机全国套餐每周刊例价	8
表 5： 2018-2020 年，公司的媒体资源使用费复合增速为 25.13%	9
表 6： 公司本次 IPO 的募投资金主要用于运营站点数字媒体建设项目	10
表 7： 2019 年，火车站在二、三级市场的投放刊例花费和品牌数量的同比增速均最高	11
表 8： 2022-2024 年数码刷屏机、电视视频机、LED 大屏的收入情况预测	12
表 9： 2015-2020 年可比公司分众传媒和三人行 PE 情况	13

1、稳增长的高铁广告时代开拓者

1.1、掌握全国核心铁路媒体资源，点位和规模优势明显

深耕铁路媒体广告十余年，成功掌握全国核心资源。公司成立于2007年，同年正式进军铁路媒体行业；2018年并入联美控股，继续扩张全国立体化车站媒体网络；2022年作为高铁传媒第一股成功登录A股，高铁广告领军者地位日益稳固。根据公司招股说明书，截至2021年9月30日，公司已签约铁路客运站668个，正在运营的有432个，其中90%以上属于高铁站，共有5607块数字媒体屏幕，成功打造铁路媒体资源网络“全国一张网”。

图1：进军铁路媒体产业十余年，公司点位和规模优势明显



资料来源：公司官网、公司招股说明书、开源证券研究所

公司的核心媒体资源包括三大产品，多类型套餐满足不同客户需求。数码刷屏机、电视视频机、LED大屏为公司的主要产品，数码刷屏机和电视视频机也可组合使用，主要摆放在候车室、进站口、售票厅等显眼位置。其中，数码刷屏机为52-110英寸，日播频次190次；电视视频机的尺寸相对较小，为42-60英寸，日播频次90次；LED大屏的屏幕最大、日播频次最高，最小投放单位为月。公司根据不同客户需求推出全国套餐、定制套餐、区域套餐和线路套餐，其中仅定制套餐包含LED大屏产品，以周为投放的时间单位，客户可自由选择公司已覆盖的站点；选择全国套餐的客户在公司布局的全国所有站点同步刊播广告，全国套餐的刊例价为单独制定。

表1: 刷屏机、电视机、LED 大屏为公司的主要产品

产品	图示	定位	媒体尺寸	媒体位置	日播频次	最小投放单位
数码刷屏机		矩阵排列 如影随形 高清 LCD 屏	52-110 英寸进口 高清 LCD	候车厅、进站 口、售票厅	190 次	-
电视视频机		半封闭空间 超清动感 倾情演绎	42-60 英寸超清 液晶电视	候车厅、进站 口、售票厅	90 次	周
LED 大屏		放大画面 王者风范	6.64-141.56 m ²	候车厅、进站 口、售票厅	288 次	月

资料来源: 公司官网、公司招股说明书、开源证券研究所

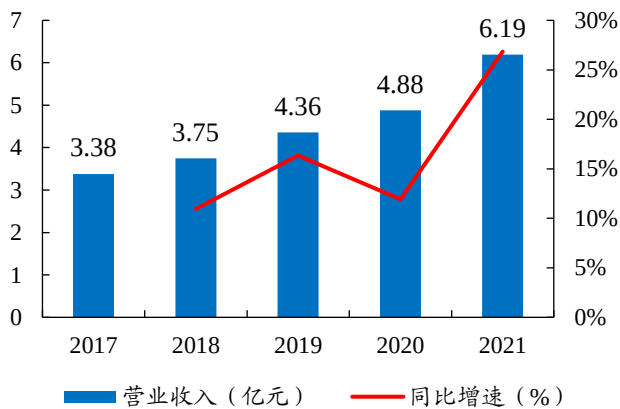
表2: 公司提供各类型套餐供客户选择

套餐类型	媒体形式	报价形式	刊例价	刊例价折扣率
定制套餐	数码刷屏机	以周为时间单位, 按单个站点 对外整体报价。 单次播放以 5 秒、10 秒、15 秒三种为最小单位进行循环, 单价非等比增加。	客户在公司布局的全站点中, 自由挑选站点组合同步刊播广告。 定制套餐刊例价为各个站点刊例价之和。	
	电视视频机			
	LED 大屏			
区域套餐	数码刷屏机	以周为时间单位, 按区域内站点组合 对外整体报价。单次播放以 5 秒、10 秒、15 秒三种为最小单位进行循环, 单价非等比增加。	客户在公司布局的某个区域所有站点 (如东北区域等) 同步刊播广告。公司单独制定了区域套餐的刊例价, 较区域内单个站点的刊例价之和更加优惠。	公司在实际销售过程中, 综合考虑客户重要性程度、合作期限、广告投放额度、
	电视视频机			
线路套餐	数码刷屏机	以周为时间单位, 按线路内站点组合 对外整体报价。单次播放以 5 秒、10 秒、15 秒三种为最小单位进行循环, 单价非等比增加。	客户在公司布局的某条线路所有站点 (如武广深高铁套餐等) 同步刊播广告。公司单独制定了线路套餐的刊例价, 较线路内单个站点的刊例价之和更加优惠。	投放站点、投放的季节性等因素, 在刊例价的基础上给予客户一定折扣率。
全国套餐	数码刷屏机	以周为时间单位, 按全国站点 对外整体报价。 单次播放以 5 秒、10 秒、15 秒三种为最小单位进行循环, 单价非等比增加。	客户在公司布局的全国所有站点同步刊播广告。公司单独制定了全国套餐的刊例价, 较全国单个站点的刊例价之和更加优惠。	
	电视视频机			

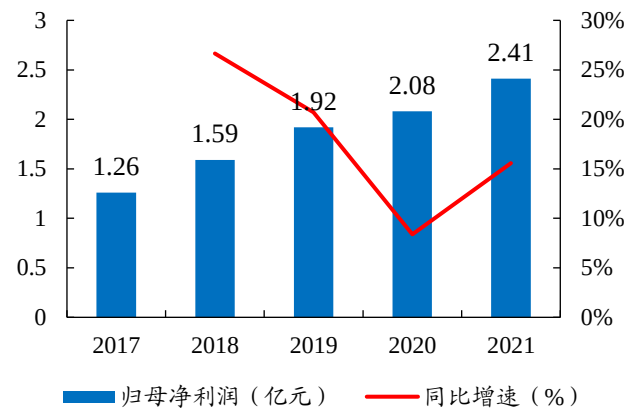
资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

1.2、财务分析: 业绩持续增长, 客户结构的多元化或增强稳定性

公司的营业收入和归母净利润保持稳健增长。2018 年起, 公司的营业收入和归母净利润均实现稳步增长, 即使 2020 年居民出行受新冠疫情影响, 公司的营业收入仍同比增长超 10%。2021 年, 公司营业收入达 6.19 亿元, 同比增长 26.84%; 归母净利润达 2.41 亿元, 同比增长 15.59%。

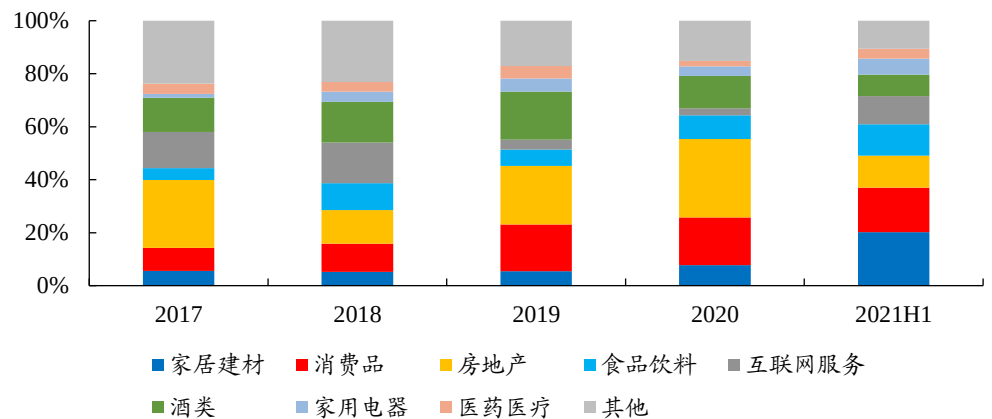
图2：近年公司的营业收入稳步增长


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图3：2021年，公司的归母净利润同比增长15.59%


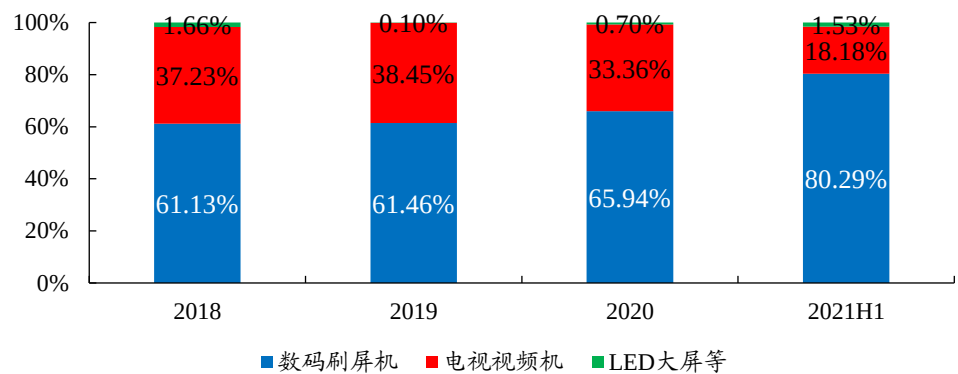
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

客户行业结构多元，家居建材、食品饮料等成为2021年上半年的主力行业。公司的广告客户所属的行业已由“绿皮车阶段”的食品饮料、日用消费品等，逐渐丰富至“高铁阶段”的珠宝、地产、汽车、互联网等。2020年，房地产为公司的最主要的客户行业来源，占比高达29.70%，2021年上半年或受政策影响，其广告主投放预算下降，导致占比有所下滑。家居建材等行业客户或由航空出行媒体转向高铁出行媒体投放广告，互联网服务或亦在线上流量成本高企的情况下加大对于户外媒体的投放力度，2021年上半年来自这两个行业的广告主营收占比明显提升，分别达到21.19%和10.60%。

图4：2021年上半年，来自家居建材、食品饮料、互联网服务行业的客户收入占比快速提升


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

目前数码刷屏机贡献绝大部分营业收入。由于高铁站空间比较开阔，公司在新建和优化高铁站点媒体设备时，优先定制尺寸更大、视觉冲击力更强的数码刷屏机。因此2021年起，数码刷屏机贡献的营业收入占比快速提升，2021年上半年达到80.29%。此外，普通车站由于空间设计限制，安装的主要是悬挂式视频机，公司逐步关停客流量较少的普通车站，电视视频机的收入占比持续下降，2021年上半年仅为18.18%。

图5：2021 年上半年，数码刷屏机贡献超 80% 的营业收入


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2、核心优势：锁定铁路局资源，建成全国一张网，掌握较强议价权

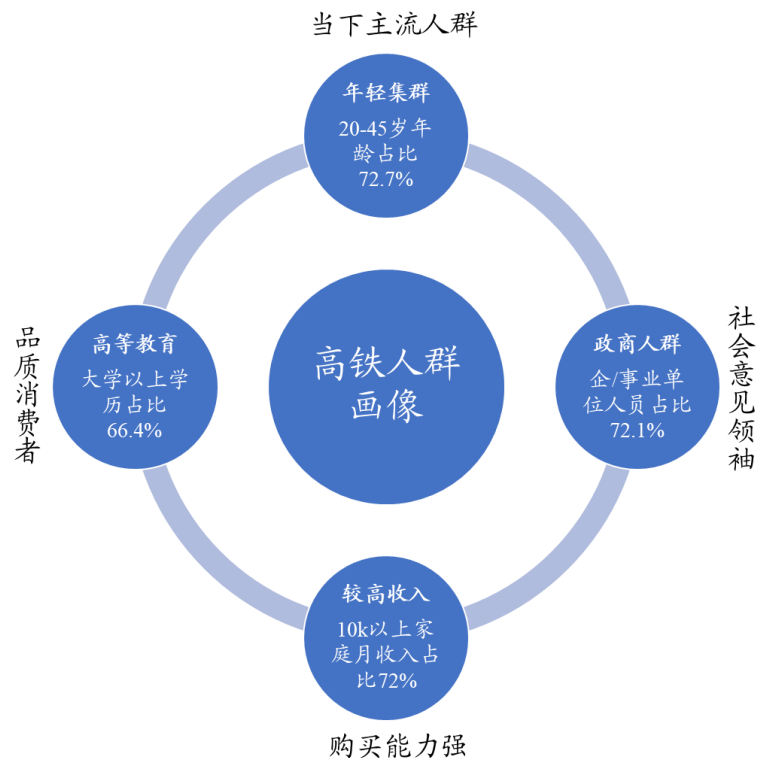
2.1、高铁候车场景的广告曝光机会多、目标客群价值高

高铁候车期间，广告对用户的接触时间长、曝光机会多。根据公司招股说明书中 CTR 提供的数据，高铁乘客到达高铁站平均等待时间为 43.9 分钟，核心候车区停留 36.2 分钟，远远高于公交、地铁、电梯等的等候时长。因此在高铁候车期间，广告传播时间充足、接触机会大、干扰少、信息影响力强，是封闭空间中更具价值的传播平台，触达率或高于其他媒体形式。

图6：高铁乘客在核心候车区平均停留 36.2 分钟


资料来源：CTR《中国高铁站媒体价值蓝皮书》

高铁乘客多为商旅人群，广告价值相对较高。根据 CTR《高铁媒体价值研究报告》发布的信息，人们选择高铁出行的主要目的是商务与旅行，其中，商务出行占 74.30%，旅行占 15.30%。商旅人群具有高学历、年轻化的特点，以企业白领、中高层管理者和学生为主，高铁的站点或已成为高价值人群的聚集区域。此外，依托于商务往来，以及接送人群出入，高铁站内的媒体能够影响更多群体，从而产生人群的扩散效应。例如在华东地区的高铁站投放上海地产广告，能够覆盖江浙沪地区的商旅人士，放大效果更为优异。

图7：乘坐高铁人群多为购买能力较强的主流品质消费者


资料来源：新生代 CMMS2020、开源证券研究所

2.2、公司高铁媒介资源优势稳固，筑高进入壁垒，掌握较强议价权

公司已与 17 家铁路局达成长期排他合同，全国一张网的媒体资源优势突出。根据公司招股说明书，2007 年 11 月，公司与北京局集团达成合作，目前正式运营其旗下的 30 个站点；截至 2021 年 12 月，公司已与全国 18 个铁路局中的 17 个达成合作，且 15 家自首次合作开始已超 10 年，资源或较为稳固。相比竞争对手而言，公司的站点覆盖全国，大范围、多站点形成规模优势，更受客户青睐。同时，客户也更倾向于选择公司的全国套餐，根据公司招股说明书的数据，2020 年，全国套餐贡献的营业收入占比达 54.89%。因此，竞争对手的个别站点点位或难以形成威胁，新进入者也难以在短时间内复制或者颠覆公司已建成的高铁数字媒体网络，公司的资源壁垒突出。

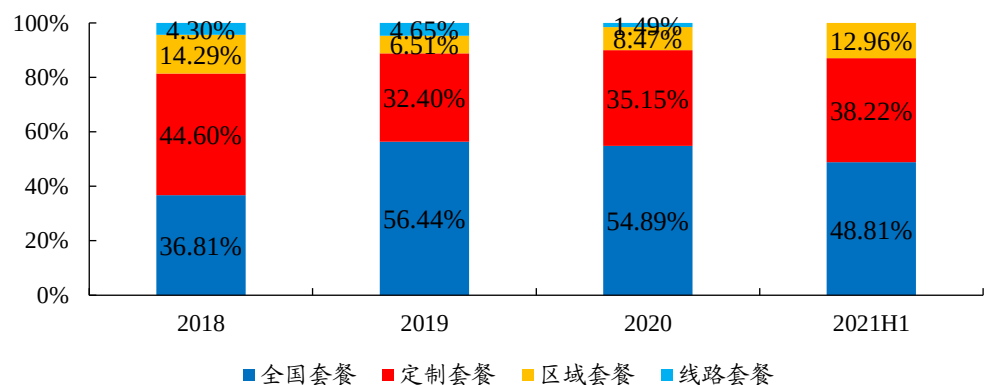
表3：公司自 2007 年起与各铁路局陆续开展合作

铁路局名称	首次合作时间	目前是否继续合作	正式运营站点个数	重要枢纽站点
上海局集团	2008 年 1 月	是	68	上海虹桥、上海站、杭州东、杭州、南京南等
广州局集团	2008 年 1 月	是	82	广州南、深圳北、长沙南等
沈阳局集团	2010 年 1 月	是	54	沈阳、大连北、长春西等
南昌局集团	2011 年 12 月	是	28	福州、厦门等
济南局集团	2014 年 6 月	是	22	济南西、青岛北等
北京局集团	2007 年 11 月	是	30	北京南、天津等
哈尔滨局集团	2008 年 1 月	是	17	哈尔滨西、哈尔滨等
成都局集团	2010 年 7 月	是	27	成都东、重庆等
西安局集团	2010 年 1 月	是	1	西安北站
呼和浩特局集团	2008 年 1 月	是	7	呼和浩特、包头等

铁路局名称	首次合作时间	目前是否继续合作	正式运营站点个数	重要枢纽站点
武汉局集团	2008 年 6 月	是	19	武昌、汉口等
郑州局集团	2008 年 8 月	是	24	郑州、安阳东、鹤壁东等
昆明局集团	2008 年 1 月	是	7	昆明、大理等
太原局集团	2008 年 10 月	是	15	太原、太原南等
兰州局集团	2008 年 1 月	是	2	兰州、银川
南宁局集团	2010 年 1 月	是	28	南宁、柳州等
乌鲁木齐局集团	2008 年 1 月	否	-	-
青藏局集团	2020 年 12 月	是	1	西宁

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所（截至 2021 年 12 月）

图8：全国套餐贡献的营业收入最多



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

数字化运营控制成本，或减少运营及人员成本。公司通过信息系统平台将数字媒体设备联网，进行数字化远程管控，实现一键换刊，不仅能保障高效安全刊播，还能满足客户精准化、差异化、灵活多样的广告发布需求。公司数字化建设起步较早，积累了丰富的建设和稳定运营经验，具有较强的数字化运营优势，或利于控制运营及人员成本。

媒体资源使用费或能有效传导至销售端，利于保持高毛利率。根据公司招股说明书的数据，2018-2020 年，公司单个站点采购金额的年复合增长率为 12.91%，媒体资源使用费年复合增长率 25.13%。但是分产品来看：（1）**数码刷屏机**：2018-2020 年，调整后的数码刷屏机全国套餐每周刊例价的年复合增长率为 32.91%。（2）**电视视频机**：2018-2020 年，公司电视视频机数量年复合减少 29.33%，全国套餐每周刊例价年复合增长 6.06%，合计 35.39%。公司电视视频机和数码刷屏机刊例价的涨幅均高于单个站点采购金额和媒体资源使用费的涨幅。因此，随着公司在高铁媒体资源领域竞争力的增强，产品刊例价不断上涨，且涨幅超过媒体资源价格涨幅，能够将媒体资源使用费有效地传导至服务价格，从而保持高毛利率。

表4：2018-2020 年，单个站点采购金额的复合增速低于调整后数码刷屏机全国套餐每周刊例价

项目	2018-2020 年采购 金额/刊例价复合 增速	2021 年上半年		2020 年		2019 年		2018 年	
		数值（万 元）	变动率	数值（万 元）	变动率	数值（万 元）	变动率	数值（万 元）	变动率
单个站点采购金	12.91%	22.84	-	39.97	20.31%	33.22	5.97%	31.35	6.67%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

额									
调整前的数码刷屏机全国套餐每周刊例价									
屏机全国套餐每周刊例价	-	458.00	-	318.00	-	232.80	-	216.00	-
调整后的数码刷屏机全国套餐每周刊例价									
屏机全国套餐每周刊例价	32.91%	549.60	44.03%	381.60	36.60%	279.36	29.33%	216.00	13.68%
电视视频机全国套餐每周刊例价	6.06%	188.00	4.44%	180.00	12.50%	160.00	-	160.00	-

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所（由于 2019 年公司将数码刷屏机全国套餐单词播放时长由 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。）

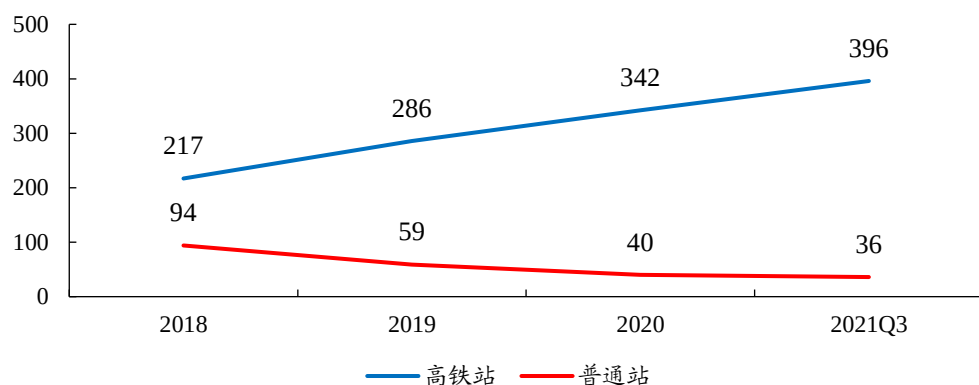
表5：2018-2020 年，公司的媒体资源使用费复合增速为 25.13%

铁路局集团	2018-2020 年复合增速	2021 年上半年	2020 年	2019 年	2018 年
		采购金额（万元）	采购金额（万元）	同比增速	采购金额（万元）
南昌局集团	96.57%	1912.38	2932.19	347.12%	758.89
广州局集团	30.92%	1674.26	2577.05	14.20%	1503.46
上海局集团	19.79%	2461.06	4985.21	12.37%	3474.30
沈阳局集团	8.71%	531.15	905.93	-4.73%	766.58
济南局集团	2.01%	328.87	657.55	2.50%	631.89
北京局集团	-6.88%	663.48	602.26	20.65%	694.58
哈尔滨局集团	13.45%	222.81	512.51	25.17%	398.17
其他	17.29%	1548.14	2094.78	29.91%	1522.83
合计	25.13%	9342.14	15267.46	33.20%	9750.70

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3、发展驱动力：量价齐升，进一步打开成长空间

量：全国高铁站点持续增加和优化，未来仍有较大拓展空间。根据公司招股说明书，截至 2021 年第三季度，公司布局的高铁站已达 396 个；2021 年，公司优化站点 30 个，新增站点 65 个，未来仍有较多的高铁站等待覆盖，拓展空间仍大。根据公司招股说明书的数据，本次公司 IPO 募集资金中的 7.95 亿元将用于运营站点的数字媒体建设。基于现有运营站点基础，公司将采取快速推进的全面整体布局策略，巩固公司在高铁数字媒体广告领域内的领先地位，进一步优化、提升媒体资源优势。

图9: 近年来公司持续增加高铁站数量、减少普通站数量


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图10: 公司在广东、辽宁、广西三省覆盖站点较多, 新疆和西藏未覆盖站点


资料来源: 公司官网、开源证券研究所 (截至 2022 年 3 月 27 日)

表6: 公司本次 IPO 的募投资金主要用于运营站点数字媒体建设项目

项目名称	项目实施主体	总投资额 (万元)	使用募集资金投入金额 (万元)
运营站点数字媒体建设项目	兆讯传媒	79539.77	79539.77
营销中心建设项目	兆讯新媒体	8825.62	8825.62
运营总部及技术中心建设项目	兆讯传媒	29771.00	29771.00
补充流动资金项目	兆讯新媒体	12000.00	12000.00
合计	-	130136.39	130136.39

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

价：基于对广告主的强议价权，刊例价或持续提升。随着互联网线上流量成本的上涨，户外广告近年来逐渐成为品牌广告投放的重要选择，高铁站的投放需求有望持续攀升。根据公司招股说明书里 CODC 的数据，2019 年，在一级、二级、三级市场，火车站投放刊例花费和品牌数量的同比增速均远高于其他户外媒体。基于公司高铁站点位资源的突出优势所形成的对广告主强议价权，刊例价的持续提升为大势所趋。

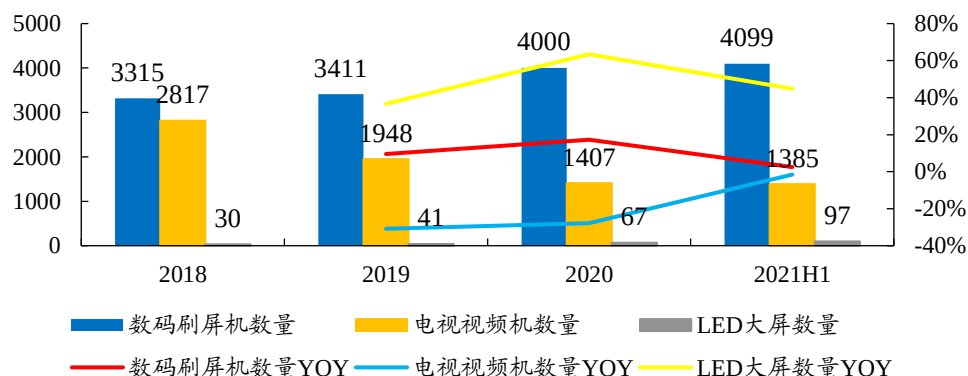
表7：2019 年，火车站在一、二、三级市场的投放刊例花费和品牌数量的同比增速均最高

媒体类型	一级市场（北京、上海、广州）		二级市场（成都、重庆、大连、沈阳等）		三级市场（哈尔滨、长春、石家庄、郑州、福州等）	
	投放刊例花费同比增速	品牌数量同比增速	投放刊例花费同比增速	品牌数量同比增速	投放刊例花费同比增速	品牌数量同比增速
火车站	87%	29%	112%	23%	196%	35%
公交车身	14%	-14%	1%	-6%	2%	-1%
机场	-5%	-12%	12%	-3%	-5%	-6%
单一媒体	-10%	-9%	-13%	-15%	-2%	-9%
地铁	-12%	-4%	25%	17%	53%	27%
候车亭广告	-17%	-5%	-5%	-2%	-14%	-8%
（街道）网络媒体	-23%	-12%	-16%	-13%	-12%	-12%

数据来源：CODC《2019 全年户外广告市场分析报告》、开源证券研究所

价：价格更高的数码刷屏机数量持续提升，或带动套餐价格进一步上涨。基于资源点位优势和广告主对高铁站广告投放效果追求的提升，公司逐渐将电视视频机优化升级成尺寸更大、效果更好、价格更高的数码刷屏机，同时也积极新增各站点的 LED 大屏。根据公司招股说明书，截至 2021 年上半年，数码刷屏机数量已达 4099 台，保持持续增加趋势，LED 大屏也达 97 个；而电视视频机数量逐年迅速减少，截至 2021 年上半年仅有 1385 台，相对截至 2018 年底的 2817 台减少了 1432 台。随着高价格的数码刷屏机和 LED 大屏数量增加，公司的套餐价格有望进一步提升，带动公司整体收入增长。

图11：近年来电视视频机的数量快速减少，数码刷屏机和 LED 大屏数量增加



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

4、盈利预测和投资建议

4.1、关键假设

4.1.1、营业收入

(1) 数码刷屏机：我们认为数码刷屏机为公司目前主力发展产品，未来多数普通车站的电视视频机或将逐步替换成数码刷屏机，带动营业收入持续攀升，因此我们预计 2022-2024 年营业收入分别为 6.91、9.33、12.12 亿元，同比增速分别为 35%、35%和 30%。

(2) 电视视频机：我们认为大部分的电视视频机未来将被升级成数码刷屏机，数量或逐年减少至稳定，预计 2022-2024 年营业收入分别为 0.78、0.70 和 0.70 亿元，同比增速分别为-20%、-10%和 0%。

(3) LED 大屏：我们认为未来各站点的 LED 大屏将持续配备完全，预计 2022-2024 年营业收入分别为 0.11、0.13 和 0.13 亿元，同比增速分别为 30%、15%和 5%。

表8：2022-2024 年数码刷屏机、电视视频机、LED 大屏的收入情况预测

营业收入（亿元）	2022E	2023E	2024E
数码刷屏机	6.91	9.33	12.12
YOY	35%	35%	30%
电视视频机	0.78	0.7	0.7
YOY	-20%	-10%	0%
LED 大屏	0.11	0.13	0.13
YOY	30%	15%	5%

数据来源：开源证券研究所

4.1.2、期间费用率

(1) 销售费用率：我们认为未来销售费用率整体呈下降趋势，预计 2022-2024 年销售费用率分别为 12.5%、12%和 11.8%。

(2) 管理费用率：我们认为或由于公司的规模效应，管理费用率将缓慢下降，预计 2021-2023 年管理费用率分别为 2.75%、2.70%和 2.65%。

(3) 研发费用率：我们认为公司的研发费用率或将保持稳定，预计 2022-2024 年研发费用率均为 2.5%。

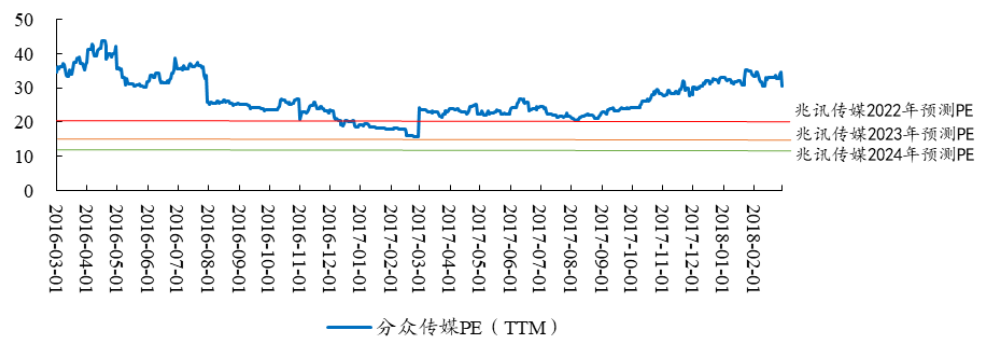
4.2、盈利预测

公司是高铁广告时代开拓者，多年积淀锁定铁路局资源、建成全国一张网，高铁站媒介点位和广告先发优势显著。随着公司上市后，通过募集资金加大对高铁站点的覆盖数量、基于媒介资源优势构建的强议价权和广告产品优化，驱动价格进一步提升，且积极拓展新业务，创造新增长点，有望迎来业绩的加速成长期。我们预测 2022-2024 年公司的营业收入分别为 7.80、10.16、12.96 亿元，分别同比增长 26%、30.2%、27.6%；归母净利润分别为 3.18、4.22、5.48 亿元，分别同比增长 32.2%、32.5%、29.9%；对应 EPS 分别为 1.59、2.11、2.74 元，当前股价对应 PE 分别为 20.3、15.3、11.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.3、相对估值法

公司隶属户外广告媒体行业，业务模式类似的上市公司有分众传媒（002027.SZ）和三人行（605168.SH），因此我们将二者作为可比公司。我们把业绩成长性作为考虑因素，我们预期兆讯传媒 2022-2024 年的归母净利润分别为 3.18、4.22、5.48 亿元，分别同比增长 32.2%、32.5%、29.9%，处于高速成长期。根据分众传媒和三人行公司公告，分众传媒 2015-2017 年的归母净利润分别为 33.89、44.51、60.05 亿元，分别同比增长 40.35%、31.34%、34.90%；三人行 2019-2021 年的归母净利润分别为 1.94、3.63、5.06 亿元，分别同比增长 56.11%、87.39%、39.42%；分众传媒在 2015-2017 年和三人行在 2019-2021 年均处于利润快速增长阶段。我们选取可比公司的同一发展时期进行对比，分众传媒 2016 年 3 月-2018 年 2 月的 PE（TTM）和三人行 2020 年 6 月-2022 年 2 月的 PE（TTM）基本高于我们预测的兆讯传媒 2023 年和 2024 年 PE（根据 2022 年 3 月 30 日收盘价计算分别为 15.3 倍和 11.8 倍）。

图12：可比公司分众传媒在 2016 年 3 月-2018 年 2 月的 PE（TTM）基本高于 2023-2024 年兆讯传媒的预测 PE



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：可比公司三人行在 2020 年 6 月-2022 年 2 月的 PE（TTM）均高于 2023-2024 年兆讯传媒的预测 PE



数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：2015-2020 年可比公司分众传媒和三人行的 PE 情况

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS							PE				
			2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020
002027.SZ	分众传媒	6.12	7.55	0.52	0.49	0.40	0.13	0.28	0.81	11.77	12.49	15.30	47.08	22.06
605168.SH	三人行	159.93	0.68	1.40	1.89	2.39	3.74	5.86	235.19	114.24	84.62	66.92	42.76	27.29

数据来源：Wind、开源证券研究所（股价为 2022 年 3 月 30 日收盘价）

5、风险提示

（1）广告主投放需求下滑：受宏观经济或国家政策的影响，广告主的总体投放预算或对于高铁广告投放的需求或下降；

（2）疫情反复对旅客出行存在影响：由于新冠疫情的反复，旅客对于旅游出行的热情或减弱、商务出行频次或下降，进而影响高铁人流和广告效果；

（3）高铁媒体资源竞争加剧：若较为强大的竞争对手进入高铁广告领域，或加剧高铁媒体资源竞争，影响公司的盈利水平。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	570	787	958	1360	1890
现金	335	521	591	903	1297
应收票据及应收账款	167	213	266	357	438
其他应收款	43	48	67	82	108
预付账款	25	5	33	16	46
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	1	1	1	1
非流动资产	112	464	484	514	544
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	98	97	114	140	166
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	13	367	369	374	378
资产总计	682	1252	1442	1874	2435
流动负债	56	248	70	80	94
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	26	25	37	43	57
其他流动负债	30	223	33	38	37
非流动负债	2	140	140	140	140
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	140	140	140	140
负债合计	58	388	209	220	233
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	150	150	200	200	200
资本公积	10	10	10	10	10
留存收益	463	704	1022	1444	1991
归属母公司股东权益	623	864	1232	1654	2201
负债和股东权益	682	1252	1442	1874	2435

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	228	441	234	351	436
净利润	208	241	318	422	548
折旧摊销	21	0	17	23	30
财务费用	-9	-2	-10	-13	-19
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-6	0	-90	-80	-123
其他经营现金流	14	202	0	0	0
投资活动现金流	-40	-23	-36	-53	-60
资本支出	40	23	20	30	30
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-17	-23	-30
筹资活动现金流	-150	-230	-128	13	19
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	50	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-150	-230	-178	13	19
现金净增加额	38	188	70	311	395

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	488	619	780	1016	1296
营业成本	189	251	304	391	493
营业税金及附加	2	3	3	4	5
营业费用	57	78	98	122	153
管理费用	12	17	21	27	34
研发费用	12	12	20	25	32
财务费用	-9	-2	-10	-13	-19
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	2	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	224	260	345	459	598
营业外收入	6	5	6	6	6
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	229	266	350	464	603
所得税	21	25	32	43	56
净利润	208	241	318	422	548
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	208	241	318	422	548
EBITDA	240	250	350	464	601
EPS(元)	1.39	1.60	1.59	2.11	2.74

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	11.9	26.8	26.0	30.2	27.6
营业利润(%)	5.8	16.4	32.5	33.2	30.3
归属于母公司净利润(%)	8.4	15.6	32.2	32.5	29.9
获利能力					
毛利率(%)	61.3	59.5	61.0	61.5	62.0
净利率(%)	42.7	38.9	40.8	41.5	42.2
ROE(%)	33.4	27.9	26.9	26.3	25.5
ROIC(%)	31.9	19.1	23.0	23.1	22.6
偿债能力					
资产负债率(%)	8.5	31.0	14.5	11.7	9.6
净负债比率(%)	-53.7	-22.8	-38.5	-47.8	-54.0
流动比率	10.2	3.2	13.7	16.9	20.2
速动比率	9.8	3.2	13.2	16.7	19.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3
应付账款周转率	7.4	9.9	9.9	9.9	9.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.39	1.60	1.59	2.11	2.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	2.94	1.17	1.75	2.18
每股净资产(最新摊薄)	4.16	5.76	5.91	8.02	10.76
估值比率					
P/E	23.3	20.1	20.3	15.3	11.8
P/B	7.8	5.6	5.5	4.0	3.0
EV/EBITDA	25.5	25.1	17.2	12.3	8.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn