

兆讯传媒 (301102)

疫情下一季报维持高增长，持续看好未来弹性空间

买入 (首次)

2022 年 04 月 27 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书: S0600521070001

zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	619	821	1,047	1,308
同比	27%	33%	27%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	241	307	407	511
同比	16%	28%	33%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.20	1.54	2.04	2.55
P/E (现价&最新股本摊薄)	20.20	15.83	11.93	9.52

投资要点

■ 公司 2021 年实现收入 6.19 亿元，同比增长 26.84%，归母净利润 2.41 亿元，同比增长 15.59%。公司 2022Q1 实现收入 1.68 亿元，同比增长 35%，实现归母净利润 0.60 亿元，同比增长 15.16%。

■ 屏幕数保持扩张将带动刊例价上涨：2021Q4 屏幕数达到了 5607 块，2018-2020 年公司媒体屏幕数量分别为 5962、5400、5474 块，预计未来公司屏幕数量将受到高铁站数量扩张的带动而保持增长，屏幕数的增长将为公司刊例价提价提供更好的支撑。目前 2019 年-2021 年单块屏幕销售金额为 6.29、8.07、8.92、11.04 万元，单屏营收的增长代表了广告主对其广告价值的持续认可。

■ 销售费用率受社保和高薪销售人员影响持续攀升：2021 年和 2022Q1 销售费用率分别达到 12.67%、18.14%，销售费用的增长主要系公司过往社保抵扣减免消失、中高端销售职工薪酬支出增加及广告宣传费增加。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。高铁广告行业本身具备规模效应，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。

■ 疫情只对短期淡季业绩有所影响，本轮疫情结束之后铁路广告价值将持续改善：此次疫情所影响的时间段是公司业务淡季时期，对其二季度业务影响有限。从高频数据上看，疫情的影响只会造成短期影响，在疫情得到缓解之后出行的需求也会得到大幅的恢复和释放。预计未来铁路运输恢复的弹性将大于航空运输，这主要是由于铁路运输更偏向短途，相比航空运输更为高频和刚需。在上海大范围疫情出现之后未来对于区域和街道的封锁将更为高频，对于城市大范围的封锁将会减少，铁路广告价值将持续改善。

盈利预测与投资评级：由于公司在广告市场具有极强的用户粘性和市场竞争力，且疫情所影响的时间段为业务淡季，因此我们维持之前的盈利预测。我们预计公司 2022-2024 年营收为 8.21/10.47/13.08 亿元，归母净利润分别为 3.07/4.07/5.11 亿元，同比增长 28%/33%/25%，对应 2022-2024 年 PE 分别为 15.83/11.93/9.52 倍，我们认为公司于高铁数字传媒领域具备垄断性优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **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



市场数据

收盘价(元)	24.30
一年最低/最高价	24.30/34.03
市净率(倍)	4.22
流通 A 股市值(百万元)	1,048.77
总市值(百万元)	4,860.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.76
资产负债率(% ,LF)	30.97
总股本(百万股)	200.00
流通 A 股(百万股)	43.16

相关研究

内容目录

1. 营收保持韧性，未来量价齐升保持高增长	4
1.1. 公司客户覆盖行业日趋丰富	4
1.2. 价：刊例价增幅快于成本增幅	5
1.3. 量：屏幕数量和覆盖高铁站点保持高增长	5
1.4. 效率：媒体设备大幅优化	6
2. 毛利率及净利率维持较高水平，费用率保持稳定	7
3. 疫情只是短期影响，持续看好广告需求的反弹	9
4. 业绩预测与评级	10
5. 风险提示：	11

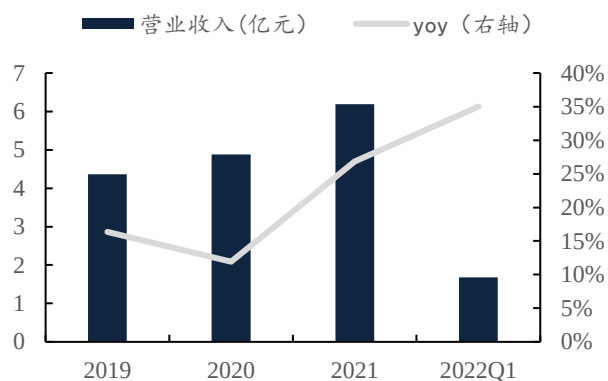
图表目录

图 1: 公司营业收入变化 (亿元, %)	4
图 2: 公司归母净利润变化 (亿元, %)	4
图 3: 公司营业收入结构 (按广告投放品牌所属行业划分)	4
图 4: 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	5
图 5: 公司单块屏幕销售金额 (万元, %)	6
图 6: 公司媒体屏幕数量情况 (块, %)	6
图 7: 公司媒体设备结构台数占比 (%)	6
图 8: 公司各媒体设备类型收入占比 (%)	6
图 9: 公司毛利率及净利率 (%)	7
图 10: 公司营业成本结构 (%)	8
图 11: 公司费用率 (%)	8
图 12: 铁路旅客发送量和周转量 (亿人, 十亿人公里)	9
图 13: 全国客运量 (万人次)	9
图 14: 广告投放花费同比变动 (%)	10

1. 营收保持韧性，未来量价齐升保持高增长

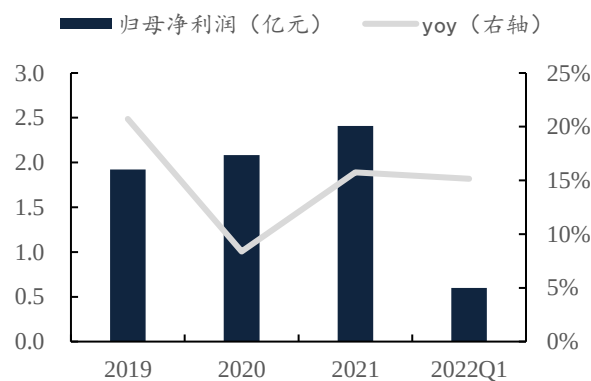
公司 2021 年实现收入 6.19 亿元，同比增长 26.84%，归母净利润 2.41 亿元，同比增长 15.59%。公司 2022Q1 实现收入 1.68 亿元，同比增长 35%，实现归母净利润 0.60 亿元，同比增长 15.16%。

图1：公司营业收入变化（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司归母净利润变化（亿元，%）

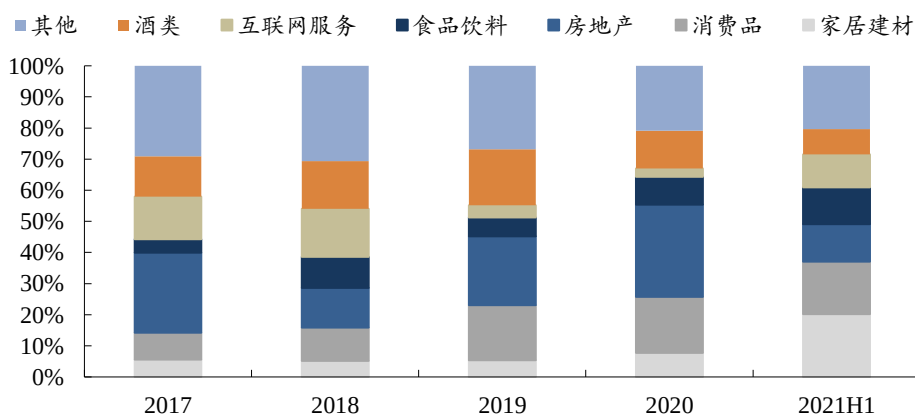


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1. 公司客户覆盖行业日趋丰富

偏稳定投放的消费类广告主占比持续提升： 2017-2020 年及 2021H1 公司消费品广告主收入占比为 8.67%、10.68%、17.65%、17.91%、16.83%，食品饮料为 4.38%、10.06%、6.12%、8.89%、11.84%，均呈现上升趋势。消费类广告主广告投放有着粘性更强、留存率更高的特点，未来公司业绩的稳定性将有所增强。

图3：公司营业收入结构（按广告投放品牌所属行业划分）

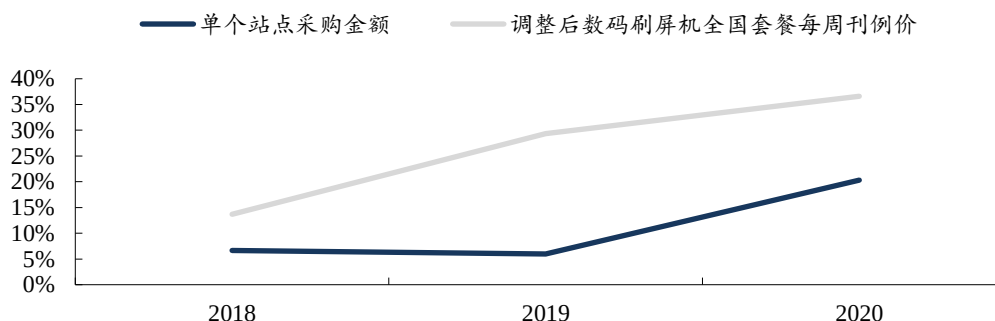


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 价：刊例价增幅快于成本增幅

刊例价提升幅度快于成本增长幅度助力毛利率提升：随着高铁出行客流量增长，高铁传媒价值得到挖掘，公司媒体资源采购成本呈上升趋势，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，刊例价保持高增长主要是由高铁站持续扩张、屏幕大幅优化所支撑。

图4：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

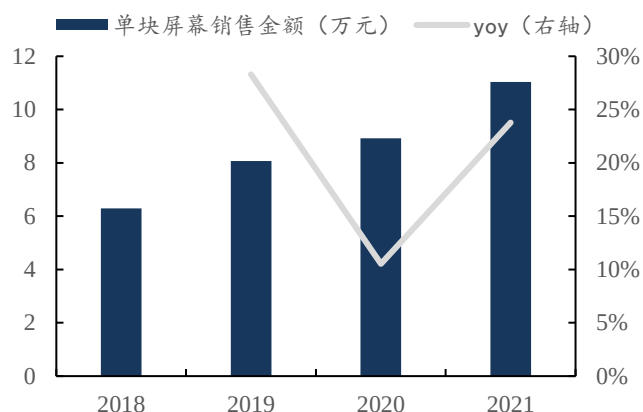


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 量：屏幕数量和覆盖高铁站点保持高增长

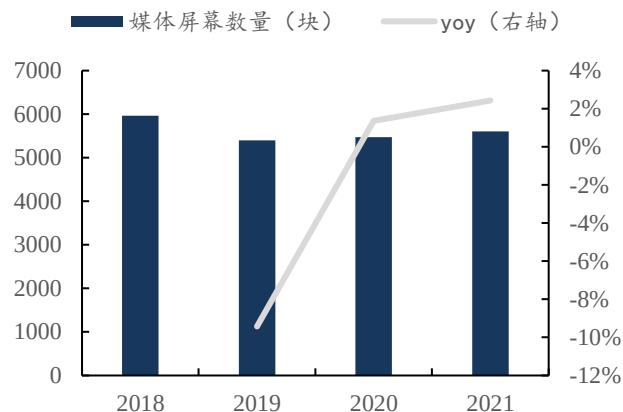
屏幕数保持扩张将带动刊例价上涨：2021Q4 屏幕数达到了 5607 块，2018-2020 年公司媒体屏幕数量分别为 5962、5400、5474 块，我们预计未来公司屏幕数量将受到高铁站数量扩张的带动而保持增长，屏幕数的增长将为公司刊例价提价提供更好的支撑。目前 2019 年-2021 年单块屏幕销售金额为 6.29、8.07、8.92、11.04 万元，单屏营收的增长代表了广告主对其广告价值的持续认可。

图5: 公司单块屏幕销售金额 (万元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 公司媒体屏幕数量情况 (块, %)

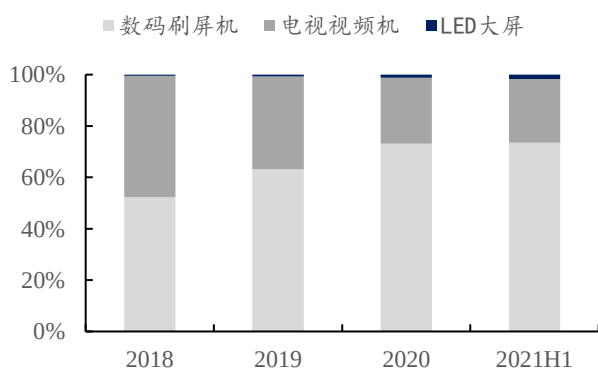


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.4. 效率: 媒体设备大幅优化

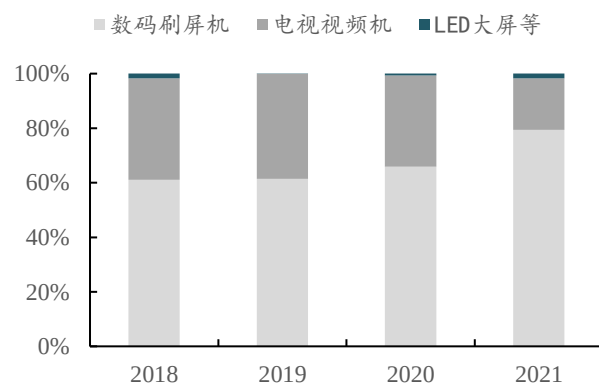
媒体设备的优化也将有利于提升广告效果和广告价格: 公司持续优化媒体设备, 增加尺寸更大, 更具视觉冲击力的数码刷屏机、LED 大屏投放, 其中数码刷屏机与 LED 大屏数量分别自 2018 年的 3115、30 个提升至 2021H1 的 4099、97 个, 数码刷屏机收入占比自 2018 年的 61.12% 提升至 2021 年的 79.39%。根据公司招股书, 公司拟从 2022 年开始用三年时间 (自募集资金后) 优化运营站点 112 个, 共计新增大尺寸、高清晰的数字媒体设备 2255 个 (含 121 个新增站点的设备投放)。我们认为公司持续优化设备, 媒体传播价值更高的大屏设备数量增多, 将成为公司刊例价增长的又一驱动力。

图7: 公司媒体设备结构台数占比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 公司各媒体设备类型收入占比 (%)

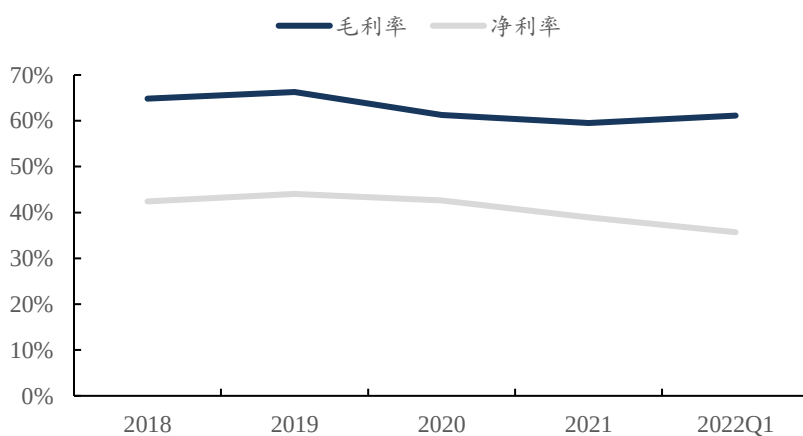


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 毛利率及净利率维持较高水平，费用率保持稳定

毛利率受到疫情和点位重新签订影响略有下降：2021 年和 2022Q1 毛利率分别为 59.52%、61.16%，2021 年和 2022Q1 毛利率分别同比变动-2.90pct 和 1.02 pct，2021 年毛利率下降主要系 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。2021 年和 2022Q1 公司净利率为 38.87%、35.70%，同比分别下降 3.79 pct 和 6.15 pct，净利率降幅较大主要由于销售费用率的上升所致。

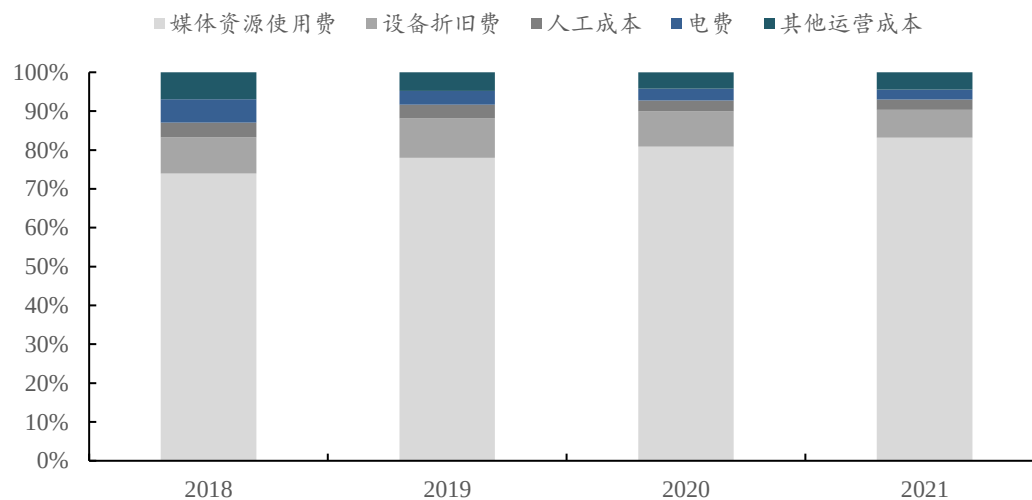
图9：公司毛利率及净利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

媒体资源使用费占比高：从公司营业成本结构拆分来看，媒体资源使用费占比持续上升，2018-2021 年媒体资源使用费占比分别为 73.93%、77.95%、80.83%、83.21%，远高于设备折旧费、人工成本、电费，主要由于高铁点位持续扩张所致。

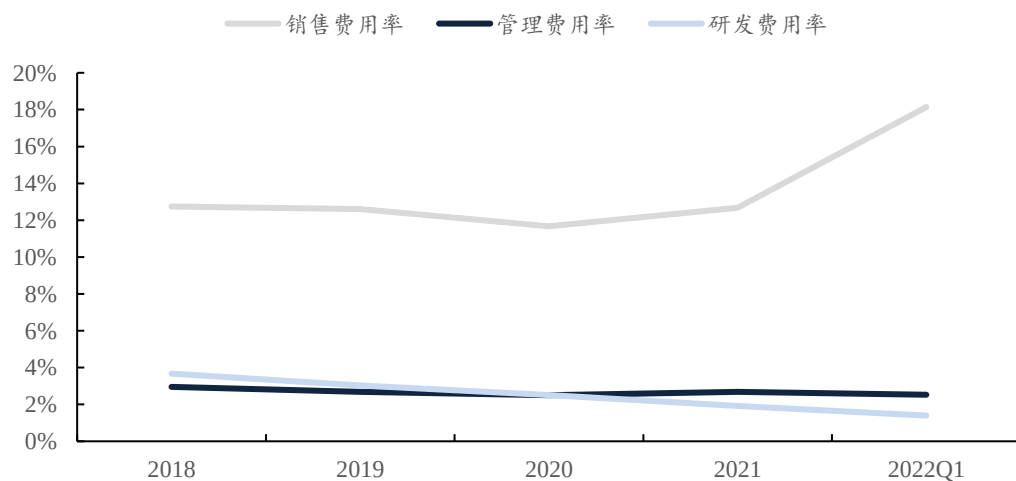
图10: 公司营业成本结构 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

销售费用率受社保和高薪销售人员影响持续攀升: 2021 年和 2022Q1 销售费用率分别达到 12.67%、18.14%，2021 年和 2022Q1 分别同比增长 1.00pct 和 8.46pct，主要系公司过往社保抵扣减免消失、中高端销售职工薪酬支出增加及广告宣传费增加；管理费用率 2021 年和 2022Q1 分别为 2.68%、2.52%，2021 年和 2022Q1 分别同比增长 0.17pct 和 0.10pct，主要系职工薪酬及房租物业费增加；研发费用率 2021 年和 2022Q1 分别为 1.92%、1.40%，2021 年和 2022Q1 分别同比下降 0.60pct 和 1.02pct。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。高铁广告行业本身具备规模效应，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11: 公司费用率 (%)



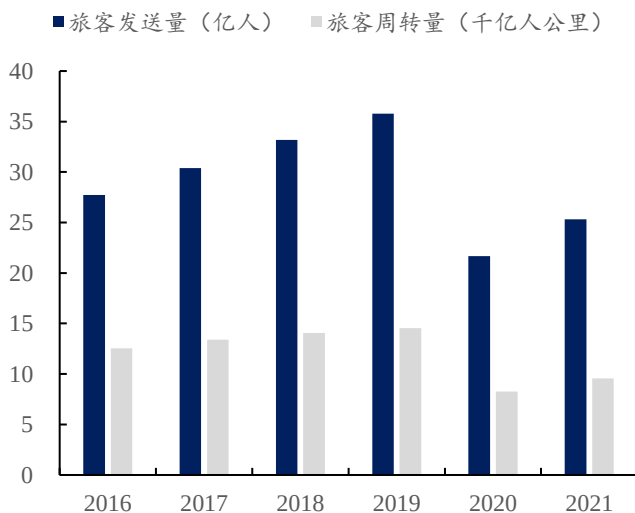
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 疫情只是短期影响，持续看好广告需求的反弹

疫情只对短期淡季业绩有所影响，本轮疫情结束之后铁路广告价值将持续改善：自2020年以来疫情的到来使得铁路旅客发送量有了较大幅度的降低，2021年铁路旅客发送量达到25亿人仍未达到铁路系统2019年时期36亿人的发送量。但从高频数据上看，疫情的影响只会在短期造成影响，在疫情得到缓解之后出行的需求也会得到大幅的恢复和释放。且此次疫情所影响的时间段是公司业务淡季时期，对其二季度业务影响有限。

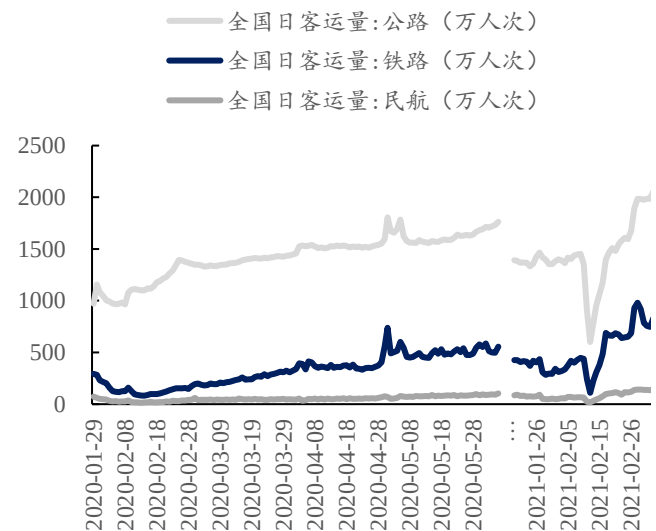
预计未来铁路广告的价值将优于航空广告：铁路运输恢复的弹性也优于航空运输，这主要是由于铁路运输更偏向短途，相比航空运输更为高频和刚需。在上海大范围疫情出现之后未来对于区域和街道的封锁将更为高频，对于城市大范围的封锁将会减少，铁路广告价值将持续改善。

图12：铁路旅客发送量和周转量（亿人，千亿人公里）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

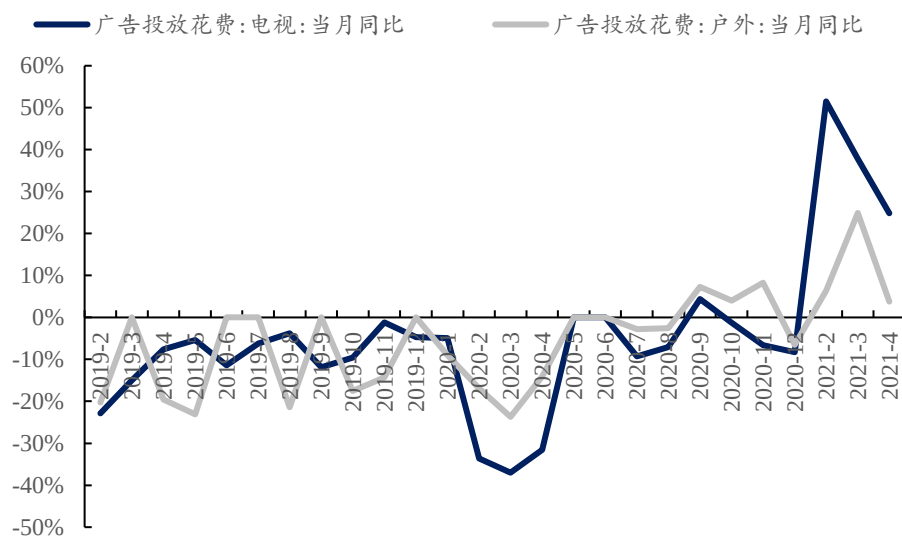
图13：全国客运量（万人次）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

疫情的到来只会推迟广告的投放，广告需求并不会消失：疫情将会影响户外人群的聚集和流动，进而影响到广告主的投放意愿。但是疫情的影响终会消失，之前广告行业需求压抑的越久，其需求在未来将会爆发的弹性也会越大。此外目前股价的下跌包含了对于宏观经济和广告行业的悲观预期，未来伴随着流动性的释放和政策的刺激，对于经济的预期也将会得到改善。我们持续看好未来需求的改善。

图14: 广告投放花费同比变动 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 业绩预测与评级

由于公司在广告市场具有极强的用户粘性和市场竞争力,且疫情所影响的时间段为业务淡季,因此我们维持之前的盈利预测。我们预计公司 2022-2024 年营收为 8.21/10.47/13.08 亿元,归母净利润分别为 3.07/4.07/5.11 亿元,同比增长 28%/33%/25%,对应 2022-2024 年 PE 分别为 15.83/11.93/9.52 倍,我们认为公司于高铁数字传媒领域具备垄断性优势,首次覆盖,给予“买入”评级。

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)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	787	3,031	3,448	3,976	营业总收入	619	821	1,047	1,308
货币资金及交易性金融资产	521	2,683	3,021	3,458	营业成本(含金融类)	251	329	414	510
经营性应收款项	218	291	362	445	税金及附加	3	4	5	6
存货	0	0	0	0	销售费用	78	123	152	190
合同资产	0	0	0	0	管理费用	17	29	38	48
其他流动资产	49	57	64	73	研发费用	12	16	21	26
非流动资产	464	495	527	559	财务费用	-2	-16	-29	-32
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	2	3	4
固定资产及使用权资产	451	482	514	547	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	9	9	9	9	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	减值损失	-3	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	260	339	450	564
其他非流动资产	3	3	3	3	营业外净收支	5	0	0	0
资产总计	1,252	3,526	3,975	4,535	利润总额	266	339	450	564
流动负债	248	299	325	355	减:所得税	25	32	43	54
短期借款及一年内到期的非流动负债	188	188	188	188	净利润	241	307	407	511
经营性应付款项	25	56	68	81	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	16	33	41	51	归属母公司净利润	241	307	407	511
其他流动负债	19	22	28	35	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.20	1.54	2.04	2.55
非流动负债	140	152	167	187	EBIT	258	323	422	532
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	258	349	452	568
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	59.52	60.00	60.50	61.00
租赁负债	136	148	163	183	归母净利率(%)	38.87	37.39	38.90	39.04
其他非流动负债	4	4	4	4	收入增长率(%)	26.84	32.68	27.48	24.95
负债合计	388	451	492	542	归母净利润增长率(%)	15.59	27.62	32.63	25.39
归属母公司股东权益	864	3,076	3,483	3,994					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	864	3,076	3,483	3,994					
负债和股东权益	1,252	3,526	3,975	4,535					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	441	302	386	485	每股净资产(元)	5.76	15.38	17.41	19.97
投资活动现金流	-23	-57	-63	-68	最新发行在外股份(百万股)	200	200	200	200
筹资活动现金流	-230	1,917	15	20	ROIC(%)	25.80	12.72	10.53	11.74
现金净增加额	188	2,162	338	437	ROE-摊薄(%)	27.85	9.98	11.69	12.79
折旧和摊销	208	26	31	36	资产负债率(%)	30.97	12.79	12.37	11.95
资本开支	-23	-57	-63	-68	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.20	15.83	11.93	9.52
营运资本变动	-27	-25	-51	-60	P/B(现价)	4.22	1.58	1.40	1.22

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>