

兆讯传媒(301102)

深度报告

行业公司研究——文化传媒行业

证券研究报告

高铁媒体龙头地位稳固，裸眼3D大屏打开公司广阔成长空间

——兆讯传媒深度报告

报告导读

公司作为国内高铁媒体龙头，车站数字媒体和优质客户资源方面均具备显著优势，受益疫情复苏和国家高铁建设，主营业务有望稳步成长，同时公司积极布局裸眼3D大屏业务，经模型拟合测算有望为公司带来提供可观盈利增量，公司新业务将进入快速发展期，先发优势显著。

投资要点

□ 裸眼3D大屏业务开拓新营销场景，打开公司成长第二曲线

公司积极布局城市核心商圈及CBD裸眼3D大屏业务，计划3年内建成15块大屏，我们基于国内裸眼3D大屏参数及商圈指标数据进行量化分析，论证商圈裸眼3D大屏潜在商业价值。目前国内外裸眼3D案例已证明其优异的营销效果和商业价值，看好未来国内商圈和CBD加速裸眼3D大屏布局，公司具备先发优势。

□ 深度布局高铁媒体，出行复苏助力公司挖掘“抬头经济”

公司深耕高铁媒体行业十余年，自主构建了一张覆盖全国29个省级行政区、年触达客流量超过10亿人次的高铁数字媒体网络。随着疫情好转出行复苏，叠加国家大力推进高铁建设，未来有望进一步提升广告主对于高铁媒体投放的营销需求，看好公司在不断扩大高铁站点数字媒体资源优势的同时，与更多行业优质广告主建立合作，实现高铁媒体业务量价齐升。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司2022-2024年营收分别为8.29/11.88/14.66亿元，同比增长33.92%/43.25%/23.43%；预计2022-2024年归母净利润分别为2.95/4.13/5.38亿元，同比增速分别为22.54%/40.20%/30.21%。对应EPS为1.97/2.76/3.59元。参考可比公司，预计2022-2024年公司PE分别为18.24/13.01/9.99倍。

□ 风险提示

疫情反复导致高铁客流量承压；高铁站点媒体资源费用跳涨；裸眼3D大屏项目推进进度不及预期；商圈广告投放价值不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	619.08	829.08	1187.65	1465.91
(+/-)	26.84%	33.92%	43.25%	23.43%
净利润	240.64	294.88	413.43	538.33
(+/-)	12.44%	22.54%	40.20%	30.21%
每股收益(元)	1.60	1.97	2.76	3.59
P/E	22.49	18.24	13.01	9.99

评级

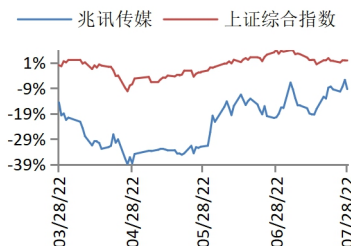
买入

上次评级	首次评级
当前价格	37.30

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.30
4Q/2021	--
3Q/2021	--
2Q/2021	0.21



公司简介

公司自2007年成立以来，一直专注于开发铁路客运站数字媒体，目前已经成为高铁数字媒体广告行业中媒体资源覆盖最广泛的数字媒体运营商之一。

相关报告

分析师：程兵

执业证书号：S1230522020002

chenbing@stocke.com.cn

分析师：姚天航

执业证书号：S1230522010001

yaotianhang@stocke.com.cn

正文目录

1. 裸眼 3D 大屏业务开拓新营销场景，打开公司第二增长曲线	4
1.1. 公司布局裸眼 3D 大屏，拓展商圈营销投放业务	4
1.2. 裸眼 3D 大屏商业价值拆解，单屏盈利能力可观	5
1.3. 国内商圈经济蓬勃发展，裸眼 3D 大屏市场空间广阔	9
2. 深度布局高铁媒体，出行复苏助力公司挖掘“抬头经济”	12
2.1. 媒体+客户资源优势显著，规模效应不断强化细分赛道龙头地位	12
2.2. 疫情恢复叠加高铁建设稳步发展，公司业务基本盘稳固	14
2.3. 户外数字广告投放精细化发展，公司高铁媒体商业价值凸显	16
3. 高铁媒体龙头，裸眼 3D 大屏业务赋能公司未来高增长	19
3.1. 深耕铁路媒体十余年，筑起业务牢固护城河	19
3.2. 公司股东背景优势突出，核心团队经验丰富	19
3.3. 投放运营技术不断迭代升级，积极拥抱新业务场景	20
3.4. 疫情彰显公司韧性，营收及费率稳定，现金储备保障新业务布局	20
4. 盈利预测与估值	22
4.1. 盈利预测	22
4.2. 估值	23
4.3. 投资建议	24
5. 风险提示	24

图表目录

图 1: 广州壬丰大厦户外大屏媒体上刊实景图	5
图 2: 样本商圈日均人流量情况	6
图 3: 2021 年国内年客流量 500 万人次以上购物中心数量统计	9
图 4: 裸眼 3D 大屏引爆线上下流量裂变	10
图 5: 公司媒体资源网络	12
图 6: 公司数字媒体设备情况	12
图 7: 2018-2021H1 公司各套餐模式收入占比构成	13
图 8: 公司客户资源优势明显	13
图 9: 2020 年 6 月至 2022 年 6 月铁路客运量当月值 (单位: 亿人次)	14
图 10: 高铁媒体分类	14
图 11: 2022 年广告主计划加大各类户外媒体资源投放	15
图 12: 2011-2022E 中国高铁营业里程情况	15
图 13: 不同媒介触达率情况统计	16
图 14: 旅客高铁站内行为时长统计	17
图 15: 多样化的高铁媒体资源充分曝光广告信息	17

图 16: 公司数字媒体资源单屏收入情况.....	18
图 17: 公司单媒体资源收入情况.....	18
图 18: 公司发展历程.....	19
图 19: 公司股权结构图.....	19
图 20: 公司营业收入(亿元)及增长情况(%).....	21
图 21: 公司归母净利润(亿元)及增长情况(%).....	21
图 22: 公司毛利率与净利润率情况(%).....	21
图 23: 公司费用率情况(%).....	21
图 24: 公司货币资金储备(亿元).....	22
表 1: 公司裸眼 3D 项目建设规模及投资进度情况.....	4
表 2: 户外裸眼 3D 大屏项目经济分析主要结果.....	4
表 3: 裸眼 3D 大屏刊例价影响因子结果分析表.....	6
表 4: 一线城市核心商圈裸眼 3D 大屏单条广告(15s/60 次/天)周价值敏感性分析.....	7
表 5: 新一线城市核心商圈裸眼 3D 大屏单条广告(15s/60 次/天)周价值敏感性分析.....	7
表 6: 一线&新一线城市裸眼 3D 大屏广告投放收入测算.....	8
表 7: 公司户外裸眼 3D 大屏运营业务毛利率及净利率测算.....	8
表 8: 裸眼 3D 大屏租金、费用率对净利率的敏感性测算.....	9
表 9: 2022 年奢侈品牌裸眼 3D 广告投放案例.....	11
表 10: 公司刊例价套餐说明.....	12
表 11: 高铁媒体主要参与者.....	18
表 12: 公司高管团队.....	20
表 13: 公司未来三年裸眼 3D 大屏收入测算.....	23
表 14: 公司分业务盈利预测(百万人民币).....	23
表 15: 兆讯传媒可比公司 PE 估值情况(市值统计截至 2022/7/27 收盘).....	24
表附录: 三大报表预测值.....	26

1. 裸眼 3D 大屏业务开拓新营销场景，打开公司第二增长曲线

1.1. 公司布局裸眼 3D 大屏，拓展商圈营销投放业务

- 公司布局户外裸眼 3D 大屏，未来 3 年内落地 15 块大屏，开辟新业务场景。2022 年 5 月 31 日公司宣布，拟使用 2.5 亿元超募资金，以全资子公司兆讯科技为实施主体，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，项目建设周期为 3 年，经营期 9 年。公司业务场景从高铁站点向城市核心商圈及 CBD 延伸。

表 1：公司裸眼 3D 项目建设规模及投资进度情况

项目名称	投资总额 (万元)	投资占比	第 1 年投资 (万元)	第 2 年投资 (万元)	第 3 年投资 (万元)
建设投资	38,025.55	90.31%	5,730.94	15,989.14	16,305.48
设备购置	4,497.80	10.68%	1,233.05	2,825.42	439.33
工程服务及配件	2,316.92	5.50%	635.38	1,455.39	226.14
点位租金	31,210.83	74.12%	3,862.50	11,708.33	15,640.00
铺底流动资金	4,081.06	9.69%	1,224.32	1,632.43	1,224.32
合计	42,106.62	100.00%	6,955.26	17,621.57	17,529.79

资料来源：公司《关于使用部分超募资金投资建设户外裸眼 3D 高清大屏项目的公告》，浙商证券研究所整理

部分户外大屏年内落地，公司新业务带来可观增量。目前位于广州天河路和太原亲贤街的 3D 大屏已经投放使用，根据公司建设及投资进度推测，今年还将有两块大屏投入使用。公司预测项目全部落地后，15 块屏幕完整财年可贡献约 7500 万元净利润增量，我们也基于模型测算，侧面论证了公司新业务成长空间广阔。新业务驱动公司业务向城市核心商圈延伸，增加广告营销触点，吸引更多增量广告主投放。

表 2：户外裸眼 3D 大屏项目经济分析主要结果

经济技术指标	数值(单位：万元)
建设投资	38,025.55
铺底流动资金	4,081.06
总投资	42,106.62
年平均销售收入(不含税)	23,514.27
年平均所得税	832.96
年平均利润	7,478.54
年平均利润率(%)	32.71%

资料来源：公司《关于使用部分超募资金投资建设户外裸眼 3D 高清大屏项目的公告》，浙商证券研究所整理

- 国家政策大力扶持，看好“百城千屏”背景下公司项目加速推进。多项产业政策支持为裸眼 3D 行业发展指明方向。2016 年国务院发布《“十三五”国家战略性新兴产业

发展规划》，2022年工信部、中宣部、文旅部、国家广电总局等六部门联合印发《“百城千屏”活动实施指南》，并在文件中指出到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，加速推动高清视音频在多方面的融合创新发展。

- **多年优质客户资源沉淀，赋能公司新业务实现快速客户导流。**公司布局高铁媒体多年，在汽车、地产、消费品等行业积累大量优质客户资源，可快速导流至裸眼3D大屏业务。同时，新业务可吸引预算相对充足的美妆、3C、奢侈品等行业品牌客户，持续丰富公司客户矩阵，提升行业竞争力。

图 1：广州壬丰大厦户外大屏媒体上刊实景图



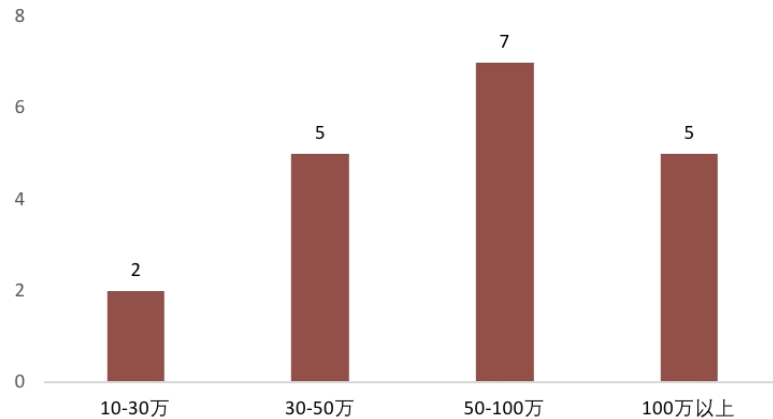
资料来源：搜狐网，浙商证券研究所整理

2022年6月广州市壬丰大厦裸眼3D大屏投入使用，屏幕面积超过1400平米，采用帧刷新、真实动态图像还原、边缘增强等革新技术，使得广告画面呈现更加高清、细腻、流畅和逼真。目前已有地产、金融、奢侈品、汽车等行业品牌商投放，看好裸眼3D大屏吸引更多优质品牌客户，为公司带来业务增量。

1.2. 裸眼3D大屏商业价值拆解，单屏盈利能力可观

- 目前，国内已有近30块裸眼3D大屏投入运营，我们基于各广告传媒公司官网信息，分析了国内19块运营中的裸眼3D大屏，并通过对其所在城市、刊例价、商圈曝光度、屏幕面积等数据的深入分析，估算裸眼3D大屏的商业价值。
- 现有裸眼3D大屏集中于一线、新一线城市，广告内容曝光度高。裸眼3D大屏中有7块大屏位于北上广深一线城市，12块位于西安、成都、武汉、杭州等新一线城市，城市覆盖度较高，分散度较大。布局商圈日均人流量均在20万以上，部分商圈日均人流量可达100万，广告投放可实现快速大面积触达。
- 我们假设裸眼3D大屏广告投放价值与所在商圈客流量成正比（客流量越大，广告可触达人群越多）、与大屏面积成正比（屏幕面积越大，广告上刊价格越高）、与城市级别成正比（一线城市基础定价高于新一线城市）、与广告时长成正比（播放时间越长，广告触达效果更好，价格更高）。基于以上假设，我们构建多元线性回归模型。

图 2：样本商圈日均人流量情况



资料来源：各广告传媒公司官网，浙商证券研究所整理

- 基于多元线性回归结果，人流量、城市级别、屏幕面积等均与刊例价呈现极高相关性，模型假设成立。我们以刊例价（以周计）为因变量，以日均人流量（万人）、屏幕面积（平方米）、城市级别（一线城市为 1、新一线城市为 2）和广告播放时长（次/天）为自变量构建多元线性回归函数。基于 19 块大屏的 36 条报价，得到相关统计结果如下表所示：

表 3：裸眼 3D 大屏刊例价影响因子结果分析表

回归统计量		回归模型参数表			
统计量	参数	变量	Coefficients	S.D.	P-value
Multiple R	0.9036	Intercept	-64.2717	14.0224	0.0001
R square	0.8165	城市级别	29.5215	7.7134	0.0005
Adjusted R Square	0.7942	日均人流量	0.3157	0.1135	0.0089
S.D.	21.0175	屏幕面积	0.0091	0.0090	0.0036
No.	36	播放时长	0.0440	0.0044	0.0000

资料来源：浙商证券研究所

R 方系数为 0.8165，说明拟合效果很好，回归结果显示，商圈人流量、屏幕面积和广告时长对广告投放商业价值的边际效用分别为 0.32 元/人/周、91 元/平方米/周和 440 元/秒/周。

我们分别对一线城市和新一线城市的裸眼 3D 大屏面积及所在商圈日均人流量进行敏感性分析，可以发现，一线城市裸眼 3D 大屏单条广告商业价值约为 60-70 万/周，新一线城市则为 20-30 万/周，敏感性分析结果如下表所示：

表 4：一线城市核心商圈裸眼 3D 大屏单条广告（15s/60 次/天）周价值敏感性分析

		一线城市裸眼 3D 大屏广告单条商业价值（万元/周）				
		商圈日均人流量（万人）				
		50	60	70	80	90
大屏面积 (平方米)	800	57.40	60.55	63.71	66.87	70.03
	900	58.30	61.46	64.62	67.77	70.93
	1000	59.20	62.36	65.52	68.68	71.83
	1100	60.10	63.26	66.42	69.58	72.73
	1200	61.00	64.16	67.32	70.48	73.64

资料来源：浙商证券研究所

表 5：新一线城市核心商圈裸眼 3D 大屏单条广告（15s/60 次/天）周价值敏感性分析

		新一线城市裸眼 3D 大屏广告单条商业价值（万元/周）				
		商圈日均人流量（万人）				
		30	40	50	60	70
大屏面积 (平方米)	300	17.06	20.21	23.37	26.53	29.69
	400	17.96	21.11	24.27	27.43	30.59
	500	18.86	22.02	25.17	28.33	31.49
	600	19.76	22.92	26.08	29.23	32.39
	700	20.66	23.82	26.98	30.13	33.29

资料来源：浙商证券研究所

基于裸眼 3D 大屏行业数据，我们设定：裸眼 3D 大屏全年广告商业价值=刊例价（万元/周）*（1-让利率）*可挂刊广告数*有效刊挂率*52（周），并形成如下指标假设：

（1）可挂刊比例：考虑各地户外广告管理办法，户外广告屏必须播放一定比例的政府及公益宣传片。我们设定可挂刊比例为 60%；

（2）每天可挂刊广告数：考虑户外 3D 屏幕通常每天运营 15h（7:00~22:00），以 15s 广告播放 60 次/天为标准，每 15 分钟为一个循环，除去政府及公益广告占比，每日可播放广告数为 36 条；

（3）有效刊挂率：结合市场情况，我们设定公司裸眼 3D 大屏一线城市刊挂率在悲观/中性/乐观情况下分别为 10%/15%/20%，新一线城市在悲观/中性/乐观情况下刊挂率分别为 5%/10%/15%；

（4）让利率幅度：目前行业内裸眼 3D 大屏广告投放，会依据上刊时长设定 60%-80% 不等的让利率幅度，我们假定投放签约的让利率幅度为 65%；

考虑到目前裸眼 3D 大屏面积以 500-1000 平方米为主，所在商圈日均人流量集中在 30-100 万，我们假设一线城市裸眼 3D 大屏位于日均人流量 60 万人的商圈，屏幕面积为 600 平方米，二线城市点位处于日均人流量 40 万人商圈，屏幕面积为 400 平方米。

考虑电商促销季为户外广告投放旺季，春节、圣诞节&元旦、618、双11、双12及前期，广告主投放意愿非常强烈，设为广告投放旺季；考虑暑期、国庆节、劳动节城市商圈客流量较大，以及各类电商促销活动预热期，广告主投放意愿较为强烈，设为平季；其它时间设为广告投放淡季。我们设定全年淡季、平季、旺季时长分别为1:1:1，一线城市刊挂率在淡季/平季/旺季下的有效上刊率为10%/15%/20%，新一线城市为5%/10%/15%，假设广告价格让利幅度均为65%，一线城市和新一线城市单屏广告投放年收入测算结果如下：

表 6：一线&新一线城市裸眼 3D 大屏广告投放收入测算

一线城市			新一线城市		
刊挂率	时长	商业价值测算（万元/年）	刊挂率	时长	商业价值测算（万元/年）
10%	4个月	1283.19	5%	4个月	230.57
15%	4个月	1924.78	10%	4个月	461.14
20%	4个月	2566.37	15%	4个月	691.71
合计		5774.34	合计		1383.42

资料来源：浙商证券研究所

- **目前一线及新一线城市核心商圈点位广告传播价值突显，且城市内点位数量有限。行业内公司均在抢占各大城市优质核心点位。**参考公司现阶段布局数量规划（15块大屏），我们假定一线城市4块（北上广深各一块）与新一线城市11块，则在我们的假想项目规划下，项目全部落地后每年可带来收入约3.83亿元，平均每张裸眼3D大屏年营业收入约为2554.33万元。
- **裸眼3D大屏毛利率、净利率水平较高，短期成本投入可能导致公司总体毛利率下降，但长期有望提升公司盈利水平。**借鉴公司披露的点位租金情况，我们假设平均每块屏幕的点位年租金为900万元，公司公告中披露设备总投资为6814.72万元，以8年期折旧，每年折旧费用为851.84万元。基于公司目前费率水平，设定18%的费用率和25%的所得税率后，对费用率和租金进行敏感性分析并取预测值中位数，我们预计大屏项目全部落地后，每年有望贡献约1.28亿净利润，裸眼3D大屏项目业务净利润率约为33.41%。

表 7：户外裸眼 3D 大屏运营业务毛利率及净利率测算

类别	
营业收入（万元）	38,314.98
点位租金（万元）	13,500.00
设备折旧（万元）	851.84
营业利润（万元）	23,963.14
毛利率（%）	62.54%
费用率（%）	18%
所得税率（%）	25%
净利率（%）	33.41%
净利润（万元）	12,799.83

资料来源：公司《关于使用部分超募资金投资建设户外裸眼3D高清大屏项目的公告》，浙商证券研究所

表 8：裸眼 3D 大屏租金、费用率对净利率的敏感性测算

		广州壬丰大厦大屏				
		费用率				
		16%	17%	18%	19%	20%
单屏租金	800 万	37.84%	37.09%	36.34%	35.59%	34.84%
	900 万	34.91%	34.16%	33.41%	32.66%	31.91%
	1000 万	31.97%	31.22%	30.47%	29.72%	28.97%

资料来源：浙商证券研究所

- 结合公司自身项目稳态下盈利预测情况及利润率预测，我们看好裸眼 3D 大屏业务为公司带来显著收入增量，驱动公司开辟除高铁站点之外的新营销业务场景，进一步提升自身品牌商业价值。
- 高铁媒体运营积累丰富经验，裸眼 3D 大屏业务未来可期。公司经过多年在高铁媒体领域的运营，在客户资源、运营经验等方面均具备行业竞争力，布局裸眼 3D 大屏业务能够在为客户提供更多营销触达场景的同时，吸引更多中高端广告主，进一步稳固自身竞争壁垒，打开公司的第二成长曲线。

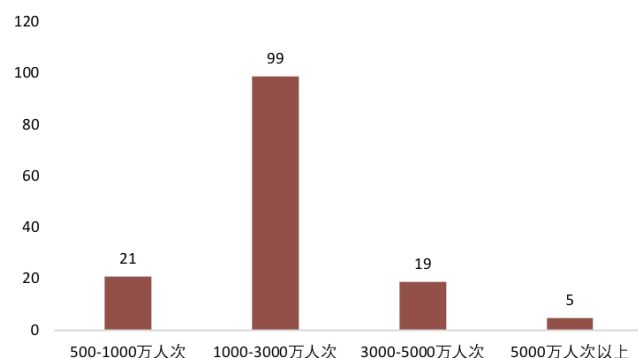
1.3. 国内商圈经济蓬勃发展，裸眼 3D 大屏市场空间广阔

- 国内商圈及核心人流密集 CBD 数量过百，看好国内裸眼 3D 大屏加速布局。赢商网不完全统计显示，2021 年国内销售额过亿元且有客流量统计的购物中心中，年客流量超过 500 万人次的购物中心有 144 家，其中 5 家商场年客流量超过 5000 万人次。购物中心庞大的受众基础决定了城市核心商圈成为广告营销触达的重要点位，用户在商圈进行购物休闲活动过程中，更容易被裸眼 3D 内容所吸引，实现更好的营销传播效果。

除购物商圈外，国内已有 21 个主要城市拥有核心商圈甲级写字楼，其中上海陆家嘴 CBD、北京 CBD 和深圳福田 CBD 的总部经济数量超过 400 家，在核心办公区布局裸眼 3D 大屏，能够更好触达高价值用户群体，有望提升营销转化效率。

考虑到国内大多数购物中心及商务办公区均具备布局裸眼 3D 大屏的空间并且需求强烈，我们看好未来裸眼 3D 大屏在国内各大核心商圈的加速布局。

图 3：2021 年国内年客流量 500 万人次以上购物中心数量统计



资料来源：赢商网，浙商证券研究所整理

- 视觉冲击带来用户全新体验，裸眼 3D 大屏广告吸引线下用户同时，刺激线上流量裂变，实现品牌影响倍增效应。从用户观看及线上下流量裂变看，裸眼 3D 大屏营销效果优势显著，能够大幅提升用户对广告内容的关注度。

2020 年 5 月，韩国 SM TOWN 顶楼裸眼 3D 大屏，通过模拟海浪在建筑内汹涌翻滚的状态，呈现出惊人的效果，其逼真的呈现效果带来“破圈”效应，也吸引了品牌商对这一新营销形式的关注。

国内受益于庞大的用户群体，裸眼 3D 大屏效果优势更加明显。2020 年 10 月成都太古里裸眼 3D 大屏推出“星际迷航”项目，10 月 2 日相关微博话题阅读量达 3.2 亿，讨论数达 5.6 万，抖音平台上相关视频单条点赞量超 20 万，播放量超千万。2021 年 10 月重庆观音桥商圈巨幕裸眼 3D 大屏推出“未来城市”项目，线上二次传播全网数据超过 1 亿次，而 12 月推出的“裸眼 3D+互动体验”项目微博相关阅读量超过 5200 万。

国内外各大商圈的裸眼 3D 项目均获得优异的营销传播效果，话题热度持续时间长，线上下传播范围广，用户认知记忆深刻，看好裸眼 3D 内容未来成为品牌营销推广的重要形式。

图 4：裸眼 3D 大屏引爆线上下流量裂变



资料来源：搜狐网，浙商证券研究所整理

- 国内外已落地项目效果出色，裸眼 3D 大屏吸引高端品牌客户投放，看好公司未来提升高价值客户粘性，巩固行业领先地位。据《华丽志》不完全统计，2020 年以来已有 15 家奢侈品牌尝试裸眼 3D 广告，其中 2022 年就有 12 起案例，包含了 Dior、Louis Vuitton、Burberry 等多次投放裸眼 3D 广告的顶级品牌。除奢侈品外，可口可乐、小米等知名品牌均在裸眼 3D 广告上有所尝试。

表 9：2022 年奢侈品牌裸眼 3D 广告投放案例

品牌	内容亮点	投放时间	投放城市
Burberry	品牌 Monogram 动态展示	2022 年 1 月	上海
Jaeger-LeCoultre	超薄大师系列陀飞轮月相腕表	2022 年 1 月	成都、广州
Loewe	《千与千寻》联名布袋	2022 年 1 月	成都、台湾、吉隆坡
Dior	Dior Vibe 手袋	2022 年 2 月	成都
Cartier	情人节 Campaign	2022 年 2 月	成都、香港
Bottega Veneta	Cassette 包	2022 年 3 月	首尔
Pomellato	Nudo 系列珠宝	2022 年 3 月	成都
Burberry	Burberry 小鹿	2022 年 3 月	武汉、杭州、纽约、东京、首尔
Gucci	竹节手袋	2022 年 4 月	成都
Valentino	品牌手袋	2022 年 4 月	伦敦、米兰、纽约、东京
Dior	Dior 奇幻旅程主题故事	2022 年 5 月	首尔
Louis Vuitton	Nike 联名空军 1 号球鞋	2022 年 5 月	成都、纽约

资料来源：华丽志，浙商证券研究所整理

多重因素驱动品牌商投放裸眼 3D 广告，公司裸眼 3D 大屏抢占城市核心点位，先发优势显著。从裸眼 3D 广告的投放内容及时间段看，品牌商偏好以传播效果更好的裸眼 3D 内容配合门店开业/升级、新品上市以及时装周等重要活动，相比于传统的广告投放，这几类活动更需要短时间内的高曝光和大范围用户触达，裸眼 3D 成为品牌商的首选。

经过裸眼 3D 领域爆款内容案例积累，以及近年来数字技术迭代、媒体设备升级的共同推动下，行业逐渐完成广告主教育，裸眼 3D 广告得到品牌商的关注和信任。随着公司持续在一线及新一线城市核心商圈和 CBD 的点位布局，看好公司未来吸引更多优质客户，巩固自身业务优势。

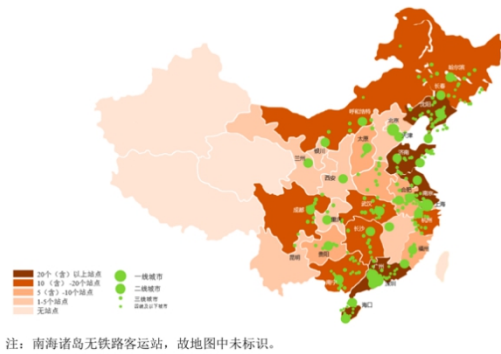
2. 深度布局高铁媒体，出行复苏助力公司挖掘“抬头经济”

2.1. 媒体+客户资源优势显著，规模效应不断强化细分赛道龙头地位

- 十余年铁路客运站数字媒体开发沉淀，公司点位数目及运营屏幕数量优势巨大。截至2022年3月，公司已与国内18家铁路局集团中的17家签署了媒体资源使用协议，签约客运站558个，开通运营的铁路客运站432个（高铁站396个、普通车站点36个），运营5607块数字媒体屏幕，其中沉浸感更强、显示效果更好的数码刷屏机数量达到4099块，占比超过70%。

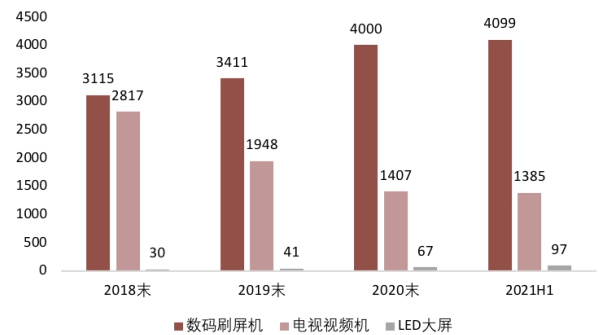
公司已形成囊括京沪、京港、沿江、陆桥等“八纵八横”高铁主动脉的媒体资源区域，覆盖长三角、珠三角、环渤海以及东南沿海等多个经济发达区域，站点覆盖度超过95%，自主构建了一张覆盖全国29个省级行政区、年触达客流量超过10亿人次的高铁数字媒体网络。

图 5：公司媒体资源网络



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 6：公司数字媒体设备情况



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

- 规模效应支撑公司提供多方案营销服务，提升对广告主的吸引力，保障业务收入稳定性。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，为客户提供精准化、个性化、灵活多样的一键式广告发布服务。公司根据客户的需求，有全国套餐、区域套餐、线路套餐、定制套餐等广告发布组合。

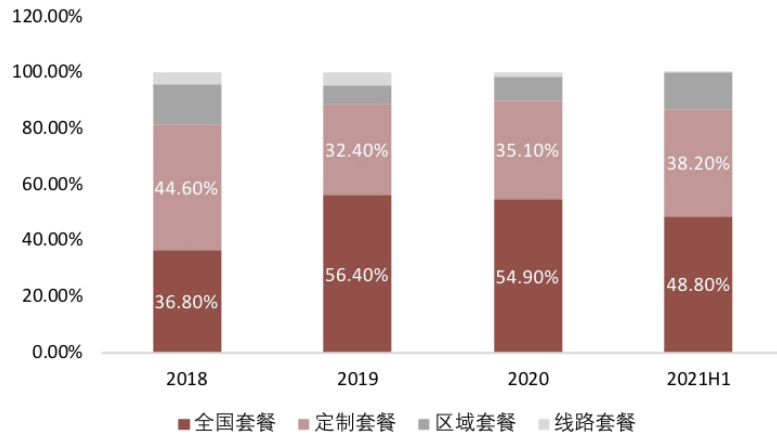
表 10：公司刊例价套餐说明

套餐类别	站点	媒体形式	屏幕数量(块)	播出频次 (次/天/块)	价格(元/周)		
					15秒	10秒	5秒
定制套餐	A站	数码刷屏机	17	190	180,000	129,800	72,800
	B站	数码刷屏机	14	190	30,800	22,000	12,800
区域套餐	C区域	电视视频机	299	站点不同，播出频率不同	348,000 (30秒)	226,000 (15秒)	110,000 (5秒)
线路套餐	D线路	数码刷屏机	218	站点不同，播出频率不同	538,000	380,000	218,000
全国套餐	——	数码刷屏机	3411	站点不同，播出频率不同	4480,000	3180,000	1780,000

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

全国套餐贡献公司主要收入，规模效应帮助客户扩大品牌影响力。2021H1，公司收入构成中全国套餐占比达到48.8%，接近50%。套餐模式有助于减小疫情对公司部分区域站点业务的冲击，保证公司主营业务收入的稳定性。

图 7：2018-2021H1 公司各套餐模式收入占比构成



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

- 与头部优质客户建立长期合作关系，品牌优势显著。公司广告主覆盖房地产、酒类、消费品、食品饮料等 11 个行业，其中包含一汽大众、娃哈哈、五粮液等大型知名企业，近年来以房地产、酒类和消费品为重点投放行业，其它各行业投放规模也逐步成长，公司优质客户资源优势显著。

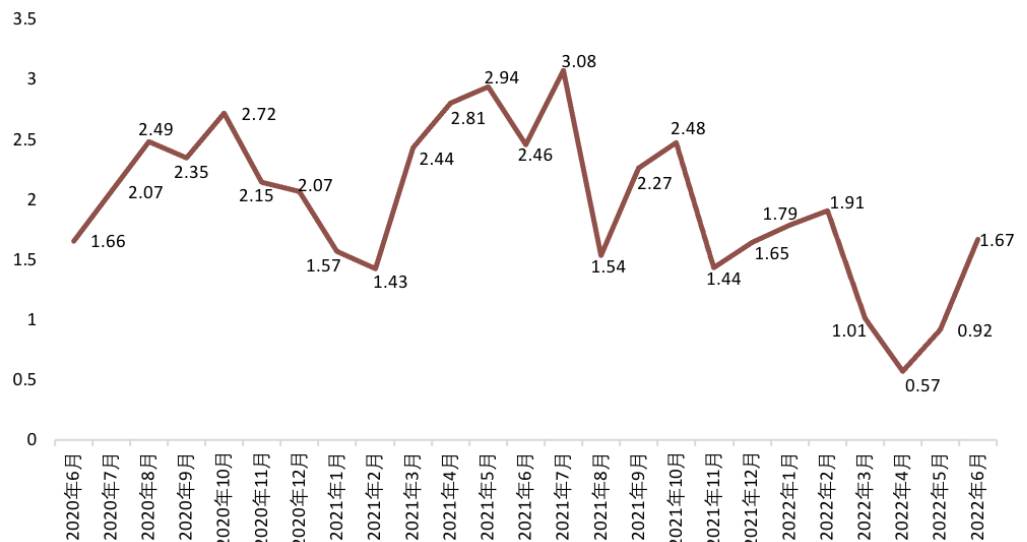
图 8：公司客户资源优势明显

资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

2.2. 疫情恢复叠加高铁建设稳步发展，公司业务基本盘稳固

- 疫情好转带动户外广告市场回暖，看好中长期市场成长空间。受疫情影响，2022年3、4月铁路客运量仅有1.01、0.57亿人次，同比下降58.38%、79.75%。随着疫情好转，复工复产进程加速，6月铁路客运量回升至1.67亿人次，同比下降幅度缩减至32.11%。随着铁路客票预售期从5天调整为15天以及旅客列车加开，铁路客运量有望进一步增加，并刺激高铁媒体需求回暖。

图 9：2020 年 6 月至 2022 年 6 月铁路客运量当月值（单位：亿人次）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所整理

- 高铁出行恢复带动站点媒体资源商业价值上升，品牌主重视站点广告投放。2021年全年我国铁路客运量26.12亿人次，庞大的旅客群体为高铁媒体带来了受众基础，随着疫情常态化管理以及高铁网络建设的进一步发展，铁路及高铁客运量将恢复到疫情前的良好增长态势，从而推动高铁媒体价值的持续成长。

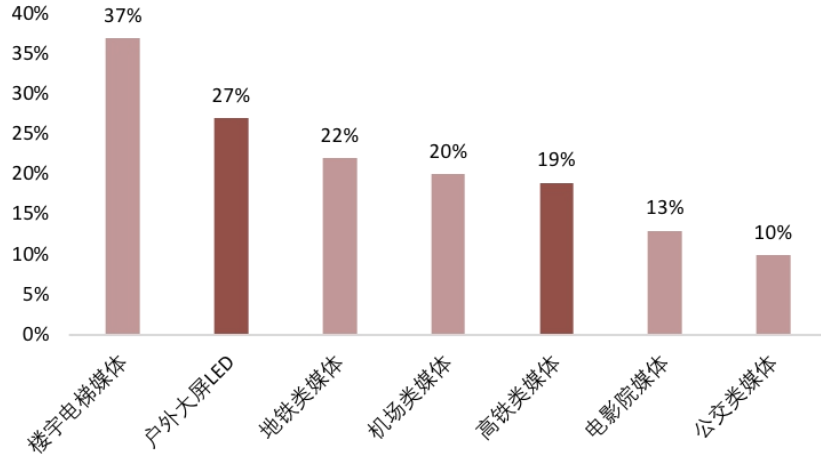
图 10：高铁媒体分类



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

高铁站场景品牌触达更加直接，头部公司加大对高铁媒体的关注。2021年我国高铁媒体投放刊例费用约为139.79亿元，同比增长46%，目前包含一汽大众、五粮液在内的各行业头部公司均已成为高铁媒体的重要客户，秒针研究院数据显示，2022年广告主对于高铁、机场等重要客运点位均有加大投放的计划。

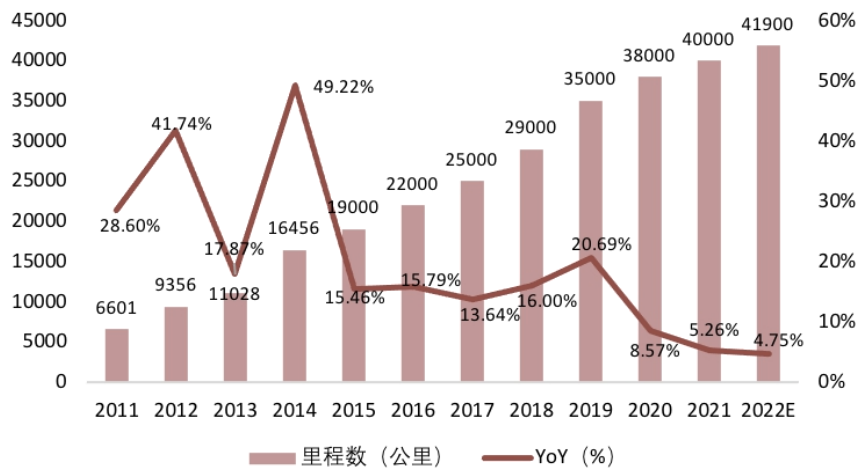
图 11：2022 年广告主计划加大各类户外媒体资源投放



资料来源：《2022 中国数字营销趋势报告》，浙商证券研究所整理

- 国家政策大力支持高铁建设，新增车站里程及旧站改造助力公司主营业务增长。近年来国家持续推进铁路建设，据中国国家路网规划，到 2025 年我国铁路总里程将达到 16.5 万公里，高铁里程将达到 5 万公里，并实现“八纵八横”高铁主通道基本贯通。高铁建设的不断发展，将为高铁媒体业务带来旅客受众规模和触达站点的双重成长，赋能公司高铁媒体业务进一步成长。

图 12：2011-2022E 中国高铁营业里程情况



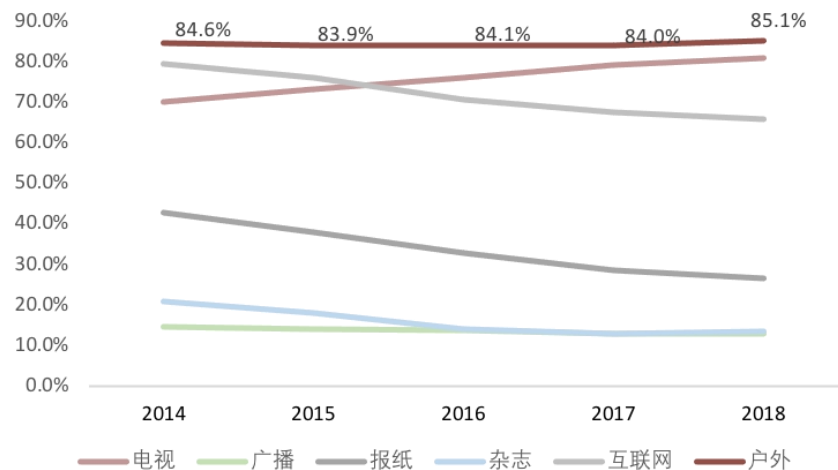
资料来源：公司招股说明书，国家铁路总局，浙商证券研究所整理

公司计划3年内新建及优化233个高铁数字媒体运营站点,不断提升媒体资源优势。根据公司IPO募集资金使用项目规划披露,公司计划在3年时间内新建高铁数字媒体运营站点121个,优化运营站点121个,总计新增数字媒体设备2255个。我们认为随着公司媒体资源网络覆盖度的进一步提升,有望实现品牌商广告投放量及投放价格的双重提升。

2.3. 户外数字广告投放精细化发展, 公司高铁媒体商业价值凸显

- 互联网红利见顶, 传统纸媒广告投放效果一般, 户外数字广告具备独特传播价值。相较于传统的户外媒体, 户外数字广告在内容创意性、受众交互性、投放策略动态调整等方面具有显著优势。而相比于以互联网为主的线上广告投放, 户外数字广告能够基于更加具体的触达场景, 对特定人群进行有针对性的触达, 从而提高广告营销触达的效率。

图 13: 不同媒介触达率情况统计

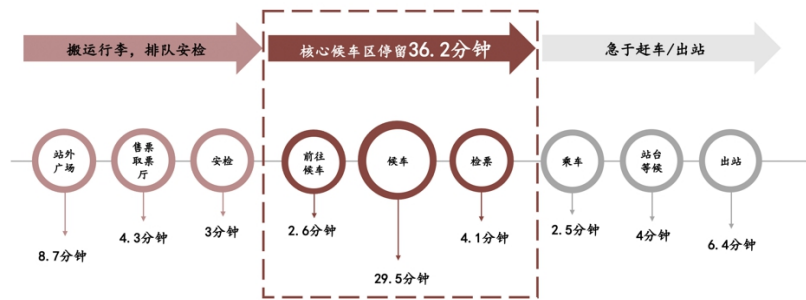


资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所整理

客运站、机场等场景成为重要营销场景, 特定受众群体满足品牌商精细化投放需求。近年来随着我国城镇化的加快推进, 居民出行需求不断升高, 铁路、公路客运站及机场成为重要的户外广告投放场景, 既可以满足广告主针对特定时段、特定区域的精细化投放模式需求, 也可以通过交通出行实现对下沉市场和特定人群的营销覆盖, 实现广告触达效率的提升。

- 高铁站点用户行为及画像决定高铁媒体资源价值由于其它户外媒体, 用户触达时长及用户消费力支撑广告价值成长。CTR 数据显示, 高铁乘客从进入高铁站到上车出发, 平均耗时约 43.2 分钟, 其中在核心候车区平均停留 36.2 分钟, 停留时长远远超过公交、地铁、电梯等户外广告场景, 高铁媒体广告传播时间充足, 触达率更高。

图 14：旅客高铁站内行为时长统计



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

半封闭场景叠加站内多点位触达，旅客等候期间更容易对广告内容产生深刻印象。旅客在高铁站内行为以等候检票为主，环境相对封闭，外界干扰较少，且高铁媒体资源形式多样，包含 LED 大屏、灯箱、刷屏机以及展示位等，对受众的广告内容触达效果更好，长时间的信息触达也能更好地满足品牌营销的价值与诉求。

图 15：多样化的高铁媒体资源充分曝光广告信息

数码刷屏机	屏幕尺寸	空间要求	视觉效果	信息化程度	采购成本	设备维护
数码刷屏机	大(主流机型86寸屏)	面积大、对场地空间要求高,需要立式安装	清晰度、色彩还原效果优秀;多个屏幕排列,利用平行视角,强力曝光,有着更高效的触达	远程一键换刊	高	每个电路均有自检功能,可以随时了解设备是否正常运行;运营维修成本相对较低
电视视频机	相对较小(主流机型60寸屏)	吊装为主,适合候车区面积有限、布局较为紧凑的普铁站	可以播放动态广告,清晰度、色彩还原效果弱于刷屏机		较高	安装位置高,故障排查、更换较为困难
LED大屏	极大(长度从十米到几十米不等)	高铁站屏幕展示数量有限	效果较好		高	较为困难
海报	大小均可	场地要求低,适合多场景下的广告投放	画面静止缺乏亮度,设计效果一般	换刊需人工操作,运营人力成本高;不能对多个广告主销售,单屏销量低	低	较为简单
吊旗	大	主要场景为候车室顶部	画面静止缺乏亮度,候车厅内多个媒体排列,具有连续的视觉效果		低	安装位置高,更换较为困难
灯箱	大	主要场景为车站出站口两侧	画面静止,呈现效果不够生动		较低	较为简单

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

高铁群体特征突出，营销传播价值高，满足品牌商精准投放要求。CTR《高铁媒体价值研究报告》显示，居民选择高铁出行的目的以商务为主，占比达 74.30%，以旅行为目的的占比约 15.30%。高铁出行用户主要是具备高学历、年轻化、商务人士的标签的高价值群体，基于此类用户群体的广告传播扩散效应更好，且潜在购买转化率也高于一般用户群体。

- 公司站点媒体资源覆盖全国范围，竞争优势明显，单站收入持续成长，商业化能力不断放大。相比于其它高铁媒体参与者，公司拥有国内最优质的高铁站点资源，数

码刷屏机、电视视频机等媒体形式在传播效果上具备明显优势外，全国范围内的布局已形成规模效应，有效释放各高铁媒体资源的商业价值潜力。

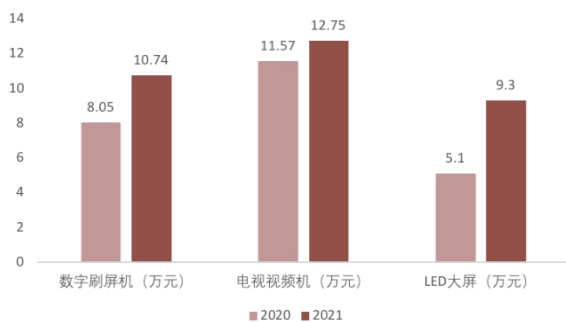
表 11：高铁媒体主要参与者

企业名称	媒体形式	屏幕数量	站点/线路数量	地区分布
兆讯传媒	数码刷屏机、电视视频机、LED 大屏等	5607 块数字媒体屏幕	签约铁路客运站 558 个，开通运营铁路客运站 432 个，90% 为高铁站	建成覆盖全国 29 个省级行政区、年触达客流量超过 10 亿人次的自有高铁数字媒体网络
南京永达	以 LED 大屏、灯箱为主	800 块	约 500 个高铁站点	与 18 家铁路局合作，覆盖全国 30 个省市
北京高和誉远	高铁列车电视媒体和高铁列车车身冠名为主	—	33 条全国主要干线	覆盖全国 90% 的行政区域，近 300 个城市
广州韵洪嘉泽	LED 大屏、刷屏机、吊旗、大型灯箱、展厅等高铁媒体	自有屏幕超 900 块	高铁站 70 余个	主要覆盖京港线及南方省份
北京畅达	静态灯箱广告为主	平面媒体为主	高铁站 44 个	拥有北京南站全部平面媒体独家经营权，北京西站、北京站等京津冀冀鲁等省份 44 个高铁站，及北京局集团、济南局集团近 500 列高铁动车、200 列普速列车内平面媒体的独家经营权
上海城铁	防撞条、出发层、站台层玻璃贴，12306 服务中心媒体屏等	—	高铁站 6 个	包含宁波站、苏州站、合肥南站、南京南站、杭州东站以及上海虹桥站等上海局集团所属高铁站点
华铁传媒	静态灯箱为主，拥有部分数字媒体	—	高铁站 63 个	拥有北京南站、上海虹桥、南京南站、杭州东站等全国多个高铁站的相关媒体资源。

资料来源：公司招股说明书，各公司官网，浙商证券研究所整理

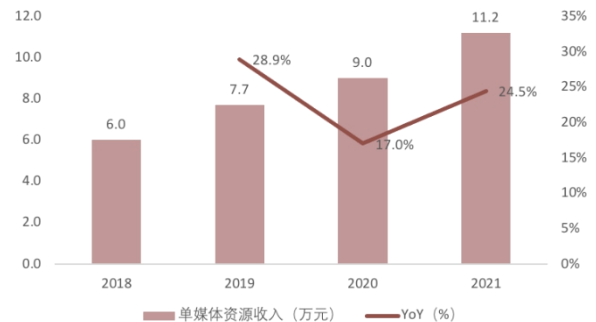
业务规模效应驱动单屏及站点经营效率提升，看好未来刊例价提升驱动高铁媒体收入成长。从公司数字媒体资源单屏收入看，2021 年公司数字刷屏机、电视视频机和 LED 大屏的单屏收入增长率分别为 33.42%、10.19% 和 76.47%，2021 单媒体资源收入达 11.2 万元，同比增长 24.50%，预计未来随着高铁媒体覆盖网络的进一步提升、居民出行需求持续增长和居民收入提升，公司刊例价有望持续上涨，带动高铁媒体业务量价齐升。

图 16：公司数字媒体资源单屏收入情况



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 17：公司单媒体资源收入情况



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

- **公司核心团队经验丰富，相关行业背景有望助力公司持续积累高价值品牌客户资源。**2022年4月公司聘请冯中华先生为总经理，冯总曾任我国头部航空媒体运营商航美传媒集团首席运营官、总裁、首席执行官。公司核心团队成員履歷丰富，未来有望基于自身专业知识和行业经验，引领公司不断成长。

表 12：公司高管团队

姓名	职位	任职起始时间	经历
冯中华	总经理	2022年4月	北京大学EMBA工商管理硕士，2005年至2021年历任航美传媒集团首席运营官、总裁、首席执行官；2021年3月至今任北京大国来朝文化传播有限公司董事长。
贾琼	副总经理	2019年6月	东北大学(中美合作)MBA工商管理硕士。1994年2月至2008年1月历任沈阳铁路局广告公司经理，沈阳铁道文化传媒集团有限公司副总经理等。2008年2月至今任深圳市兆讯广告、天津市兆讯广告公司运营中心总经理。
杨晓红	副总经理、财务负责人	2019年6月	高级会计师，中国注册会计师，英国特许公认注册会计师，国际注册内部审计师。2008年5月至2011年2月任深圳市兆讯广告传媒有限公司，天津市兆讯广告传媒有限公司财务负责人。2011年2月至今历任公司财务负责人、董事、副总经理。
杨丽晶	副总经理、董事会秘书	2022年4月	北京理工大学工商管理硕士。2019年1月至2021年2月，任职联美(中国)投资有限公司运营管理中心总裁；2021年2月至2021年7月，任职北京锋尚世纪文化传媒股份有限公司副总经理。

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

3.3. 投放运营技术不断迭代升级，积极拥抱新业务场景

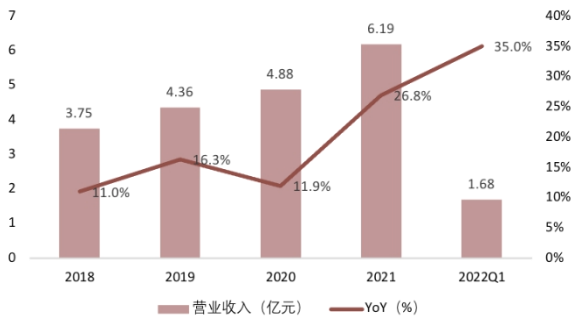
- **全国联网一键换刊，技术赋能公司灵活应对不同情况，满足客户多样化需求。**公司通过自有信息系统平台，实现一键换刊及后续流程监控功能，既保障了刊播的高效安全，也能满足品牌商精准化、差异化和灵活多样的投放需求。**基于公司在数字传媒领域的布局，已经具备了明显的数字化运营优势。**
- **数字媒体设备更新迭代，裸眼3D大屏打开公司新业务场景。**2018年公司开始设备升级计划，进入媒体数字2.0时代，持续增加数码刷屏机的数量，并逐渐降低传统的电视视频机的数量，至2021年公司数码刷屏机贡献了总收入的80%。公司持续在显示屏尺寸、像素、响应时间、背光技术等方面进行设备优化升级，并对IT系统进行宽带升级、数据库扩容等建设，为未来业务成长奠定良好基础。

公司在高铁数字媒体的长期布局中，与京东方、艾比森、利亚德等优势LED屏幕供应商建立了良好的合作关系，并在长期的媒体广告行业运营中为户外裸眼3D项目的建设奠定了良好的基础，未来看好裸眼3D项目为公司打开第二增长曲线。

3.4. 疫情彰显公司韧性，营收及费率稳定，现金储备保障新业务布局

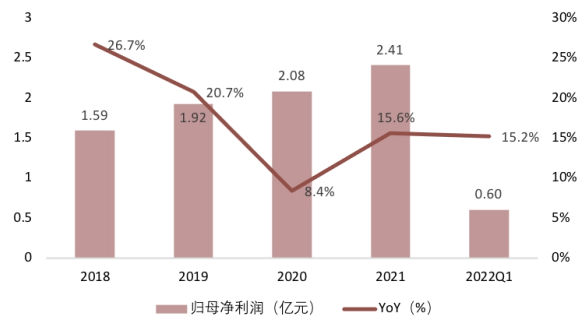
- **公司在疫情冲击突显强劲韧性，盈利能力优秀。**2021年公司盈利收入为6.19亿元，同比增长26.8%，归母净利润2.41亿元。2022Q1公司营业收入1.68亿元，同比增长35%，归母净利润0.6亿元，同比增长15.2%。2020年以来疫情对高铁客运冲击影响较大，但公司收入仍保持较快增长态势，说明以全国套餐和定制套餐为主要收入形式，可以较好地帮助公司应对局部疫情的影响，保证了疫情情况下广告投放服务协议的正常执行。

图 20：公司营业收入（亿元）及增长情况（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

图 21：公司归母净利润（亿元）及增长情况（%）

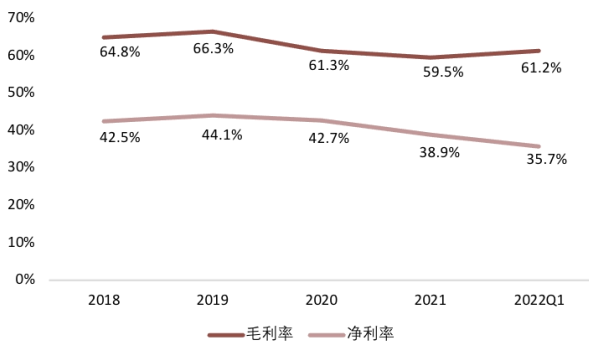


资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

- 公司各项费用保持稳定，毛利率、净利率指标表现良好。2021 年公司毛利率为 59.5%，2022Q1 毛利率小幅提升至 61.2%；2021 年公司净利润率为 38.9%，2022Q1 净利润率下降至 35.7%。公司盈利水平整体维持在高位，主要由于公司资源优势显著，高铁站点资源覆盖全国，对下游议价能力强。

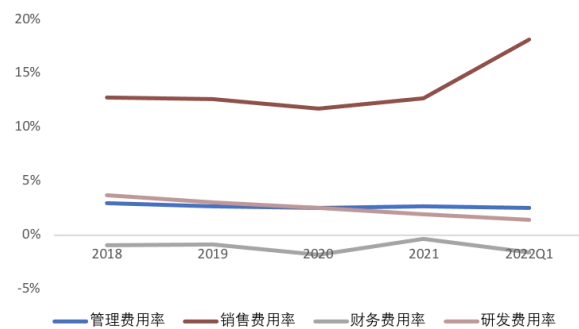
各项费用占比保持稳定，规模效应显现。2020 年、2021 年和 2022Q1，公司销售费用率分别为 11.7%、12.7%和 18.1%，管理费用率分别为 2.5%、2.7%和 2.5%，研发费用率分别为 2.5%、1.9%和 1.4%。公司管理费用率和研发费用率保持稳定并有下降趋势，随着公司营业收入持续增长，费用端的规模效应已经显现。

图 22：公司毛利率与净利润率情况（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

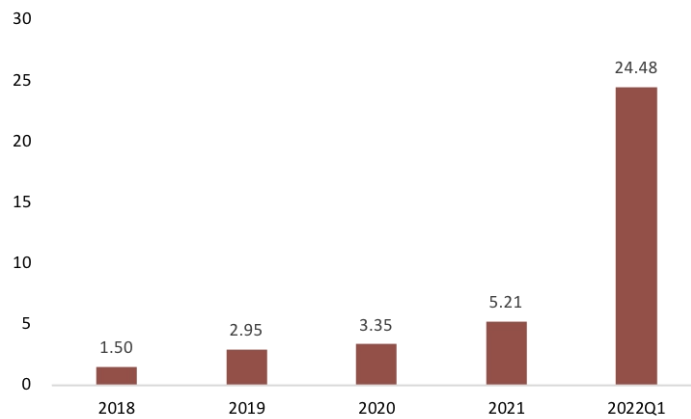
图 23：公司费用率情况（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

- 现金储备充足，公司已为新业务布局做好准备。2022Q1，公司现金储备达 24.48 亿元，现金储备充足。参考公司未来 3 年内投资 4.2 亿元布局 15 块裸眼 3D 大屏的项目案例，看好公司基于现金储备优势，发掘更多优质布局点位，加速新业务方面的拓展。

图 24：公司货币资金储备（亿元）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

- 公司目前主营业务为高铁媒体，看好公司受益疫情好转和国家推进高铁建设，实现高铁数字媒体量价齐升。随着裸眼 3D 大屏投入使用，2022 年下半年有望为公司贡献收入增量，看好裸眼 3D 大屏业务未来打开公司第二增长曲线。基于公司目前经营状况和未来业务布局，做出如下盈利预测：
- 高铁媒体业务领域，预计 2022-2024 年营业收入增速为 25.43%/20.99%/13.25%：
 - 1) 高铁媒体业务收入=高铁媒体资源数*单媒体资源年度营收，截至 2021 年末，公司拥有媒体资源数 5607 个，同比增长 2.4%；单媒体资源年收入达 11.2 万元，同比增长 24.50%；
 - 2) 国家大力支持高铁建设，预计 2025 年全国高铁里程数将达 5 万公里，预计未来将有更多新高铁站点投入使用和大量旧站点投入改造升级，看好公司受益新站点增加及旧站点改造，不断扩充自身高铁站点媒体资源。公司现有数字媒体设备 5607 个，计划三年内新增数字媒体设备 2255 个，媒体资源数量有望保持约 11%的年复合增长，预估 2022-2024 年公司数字媒体资源数量增速分别为 13%/11%/8%；
 - 3) 公司近年来通过绑定行业优质广告主、发展规模化的投放套餐业务，以及技术迭代实现投放效率和效果的优化，持续提升自身议价能力，保证单媒体资源营收持续走高。未来随着疫情好转，广告主投放意愿回升以及营销预算成长，我们看好公司单媒体资源营收在未来三年保持 8%的复合增长，预估 2022-2024 年公司单数字媒体资源收入增速分别为 11%/9%/5%。
- 裸眼 3D 大屏广告业务方面，公司除广州和太原两块裸眼 3D 大屏已投入使用外，预计今年还将落地两块大屏，并在第四季度为公司贡献收入。基于公司发布的建设进度推算，预计明年将陆续有 10 块大屏投入使用，完成北上广深一线城市裸眼 3D 大屏覆盖，并覆盖主要新一线城市，随着裸眼 3D 大屏逐渐受到广告主关注，看好明年公司裸眼 3D 大屏业务引来爆发式成长，并带动广告刊例价保持 3%的复合增长。

表 13：公司未来三年裸眼 3D 大屏收入测算

	2022 年		2023 年		2024 年	
	一线城市	新一线城市	一线城市	新一线城市	一线城市	新一线城市
新增屏数	2	2	2	8	0	1
平均刊例价 (万元/周)	64.03	21.81	65.95	22.46	67.93	23.14
YoY (%)	-	-	3%	3%	3%	3%
新增大屏平均运营时间 (月)	4	4	5.5	5.5	-	6
新增大屏年收入 (万元)	4,281.83	975.05	5,042.27	4,758.34	-	733.84
已有大屏收入 (万元)	-	-	12,446.72	2,567.14	25,174.67	13,744.27
大屏收入小计 (万元)	4,281.83	975.05	17,488.99	7,325.48	25,174.67	14,478.11
合计	5,256.88		24,814.47		40,192.78	

资料来源：浙商证券研究所整理

以我们的模型测算结果为基础，我们预计 2023/2024 年公司裸眼 3D 大屏业务收入增速可达 372.04%/61.97%，2022/2023/2024 年预期收入为 52.57/248.14/401.93 百万元。

表 14：公司分业务盈利预测 (百万人民币)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	488.06	619.08	829.08	1,187.65	1,465.91
YoY	11.9%	26.8%	33.922%	43.25%	23.43%
高铁媒体收入	488.06	619.08	776.51	939.50	1,063.99
YoY	11.9%	26.8%	25.43%	20.99%	13.25%
裸眼 3D 大屏广告收入	-	-	52.57	248.14	401.93
YoY	-	-	-	372.04%	61.97%
整体毛利率	61.3%	59.5%	56.27%	55.08%	57.32%

资料来源：公司财报，浙商证券研究所整理

- **毛利率假设：**过去三年公司高铁媒体业务毛利率保持在 60%左右，预计未来维持相对稳定状态，考虑公司裸眼 3D 大屏项目项目前期投资较大，短期内会导致公司总体毛利率有所下降，但随着裸眼 3D 大屏业务投入运营后，稳态下有望拉动公司毛利率上升。依次，我们推算公司 2022/2023/2024 年整体毛利率分别为 56.27%/55.08%/57.32%。
- 综上，考虑业务占比和相关费用支出，推算公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.95/4.13/5.38 亿元，同比增速分别为 22.54%/40.20%/30.21%。

4.2. 估值

- 我们选取分众传媒、蓝色光标、浙文互联和三人行作为可比公司进行分析。分众传媒作为国内楼宇媒体龙头，拥有国内最优质的、最大规模的梯媒资源，受到今年疫

情冲击后业务快速修复，且近年来在快消领域持续发力，公司基本盘稳固。与分众传媒情况相似，兆讯传媒作为高铁媒体龙头，在高铁领域拥有最大规模优质车站点位资源，在疫情冲击下未受到明显影响，且公司开拓新业务场景，未来裸眼 3D 大屏有望带来公司收入新增量，相比之下我们认为兆讯传媒可享受一定的估值溢价。

蓝色光标、浙文互联和三人行作为国内广告营销领域的优质公司，主营业务发展情况良好，且都在积极布局元宇宙等新营销场景。相比以上整合营销公司，兆讯传媒在高铁媒体资源方面壁垒更加牢固，且裸眼 3D 大屏业务有望在短期内为公司提供收入增量，可预见性和确定性都更强，因此可享受一定的估值溢价。

表 15：兆讯传媒可比公司 PE 估值情况（市值统计截至 2022/7/27 收盘）

公司名称	公司代码	市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
分众传媒	002027.SZ	870.86	44.96	63.56	74.98	19.37	13.70	11.62
蓝色光标	300058.SZ	148.47	7.44	8.90	10.28	19.94	16.67	14.45
三人行	605168.SH	100.13	7.47	10.39	13.45	13.41	9.64	7.45
浙文互联	600986.SH	77.10	3.89	4.90	5.78	19.64	15.58	13.20
		均值				18.09	13.90	11.68
兆讯传媒	301102.SZ	74.60	2.95	4.14	5.40	18.24	12.96	9.95

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：分众传媒、蓝色光标、三人行和浙文互联盈利预测来自 Wind 一致预期）

4.3. 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 8.29/11.88/14.66 亿元，同比增长 33.92%/43.25%/23.43%；预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.95/4.13/5.38 亿元，同比增速分别为 22.54%/40.20%/30.21%。对应 EPS 为 1.97/2.76/3.59 元。参考可比公司，预计 2022-2024 年公司 PE 分别为 18.24/13.01/9.99 倍。

我们认为公司在高铁媒体领域龙头地位稳固，且随着国家持续推进高铁建设，公司有望在数字媒体资源和单媒体资源营收效率上有进一步提升，并且公司积极布局裸眼 3D 大屏项目，是国内少数有实力大规模布局户外大屏的公司，未来发展前景光明，给予“买入”评级。

5. 风险提示

1、疫情反复导致导致高铁客流量承压；

公司高铁媒体业务依赖旅客流量带来的营销传播价值，若国内疫情好转速度不及预期，可能导致旅客出行计划以及高铁运行班次减少，进而影响广告主投放意愿，影响公司业务拓展。

2、高铁站点媒体资源费用跳涨；

公司目前与铁路局集团签订的媒体资源使用协议中约定，对于存续协议，公司与铁路局集团约定每年按照一定比例进行采购价格调升，而对于期满续约合同，重新进行定价。近年来高铁媒体传播价值不断上升，公司当前合约期满后，重新签订媒体资源使用协议

时可能面临资源费用上涨幅度较大的风险，进而增加公司运营成本，为盈利能力带来压力。

3、裸眼 3D 大屏项目推进进度不及预期：

城市商圈裸眼 3D 大屏业务空间广阔，由于是新拓展业务，公司在布局过程中可能面临赛道内已有玩家，以及地区性的广告传媒公司带来的竞争。公司裸眼 3D 大屏项目前期成本较高，建设周期相对较长，若对公司财务表现影响较大，可能导致公司大屏放缓布局进度。

4、商圈广告投放价值不及预期。

城市商圈裸眼 3D 大屏广告在呈现效果、人群触达等方面具备显著优势，近年来经过广告主教育阶段，品牌商投放意愿有所提高，但仍然需要媒体运营商通过大幅让利的方式吸引广告主投放，若公司以较大让利幅度吸引广告主投放，有可能对裸眼 3D 大屏的盈利能力造成影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	787	1116	1539	2079	营业收入	619	829	1188	1466
现金	521	712	980	1404	营业成本	251	363	533	626
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	3	3	5	6
应收账款	213	291	412	508	营业费用	78	102	145	182
其它应收款	48	61	95	112	管理费用	17	22	31	39
预付账款	5	52	52	54	研发费用	12	21	27	33
存货	0	0	0	0	财务费用	(2)	2	(1)	(7)
其他	1	0	0	1	资产减值损失	3	(1)	(1)	2
非流动资产	464	238	286	345	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	2	2	2	2
固定资产	97	100	101	99	营业利润	260	319	450	588
无形资产	0	0	0	0	营业外收支	5	5	5	5
在建工程	0	0	1	1	利润总额	266	324	455	593
其他	367	138	185	245	所得税	25	30	42	55
资产总计	1252	1355	1825	2423	净利润	241	295	413	538
流动负债	248	148	190	229	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	241	295	413	538
应付款项	25	50	66	75	EBITDA	280	333	461	594
预收账款	0	7	3	5	EPS (最新摊薄)	1.60	1.97	2.76	3.59
其他	223	92	120	149	主要财务比率				
非流动负债	140	47	63	83		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	140	47	63	83	营业收入	27%	34%	43%	23%
负债合计	388	196	253	313	营业利润	13%	23%	41%	31%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	12%	23%	40%	30%
归属母公司股东权益	864	1159	1572	2111	获利能力				
负债和股东权益	1252	1355	1825	2423	毛利率	60%	56%	55%	57%
					净利率	39%	36%	35%	37%
					ROE	32%	29%	30%	29%
					ROIC	20%	23%	24%	23%
					偿债能力				
					资产负债率	31%	14%	14%	13%
					净负债比率	49%	32%	33%	36%
					流动比率	3	8	8	9
					速动比率	3	8	8	9
					营运能力				
					总资产周转率	1	1	1	1
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	10	10	9	9
					每股指标(元)				
					每股收益	1.60	1.97	2.76	3.59
					每股经营现金	2.94	2.24	1.75	2.69
					每股净资产	5.76	7.73	10.48	14.07
					估值比率				
					P/E	22	18	13	10
					P/B	6	5	3	3
					EV/EBITDA	19	14	10	7

现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	441	336	262	404
净利润	241	295	413	538
折旧摊销	22	7	8	8
财务费用	(2)	2	(1)	(7)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(27)	(111)	(134)	(106)
其它	208	143	(24)	(30)
投资活动现金流	(23)	(17)	(17)	(14)
资本支出	1	(16)	(16)	(14)
长期投资	0	0	0	0
其他	(24)	(1)	(1)	(1)
筹资活动现金流	(230)	(127)	22	34
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(230)	(127)	22	34
现金净增加额	188	191	268	424

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>