

兆讯传媒 (301102.SZ)

深耕高铁媒体广告，复苏与成长兼具

买入

核心观点

深耕高铁媒体十五载。兆讯传媒主营高铁数字媒体资源的开发、运营和广告发布业务，主要广告形式包括数码刷屏机、电视视频机和LED大屏广告。公司切入高铁站数字媒体原因：1) 中国高铁产业升级，铁路覆盖客流量大、触达率高；2) 背靠联美控股，资金实力强大，具备自建媒体网络的基础；3) 参考分众传媒的模式，用电子显示屏发布取代静态媒体获得各铁路局认可。

公司核心优势显著。1) **产业链价值突出。**公司处于广告产业链最核心的媒体端，获得产业链最大利润分配。向上对接铁路局，格局稳固，资源稳定，价格战可能性小，向下对接直投广告主，占比超70%；2) **广告价值得到验证。**生活圈媒体的注意力经济已经得到时间的检验。交通户外广告也具备品牌广告投放的刚性价值，高铁客流量是交通出行方式最高频场景，且复苏力度较航空、公路更大；3) **供需传导机制顺畅。**公司采购端涨价能有效传导至销售端。当前公司仍然是供给主导驱动，对涨价敏感性不高，处于业务扩张早期，且其CPM远低于互联网媒体和其他户外媒体，未来提价空间较大。4) **业务逻辑呈正向循环。**公司尚处于高铁媒体广告投放价值的反复教育期。21-22年广告主质量才出现明显头部化的转变，因而公司当前的优势在于资源网络不断完善的基础上，客户对高铁媒体广告认知价值的提升，从而进一步推动广告主结构的优化，使得公司逐渐走向需求驱动期。

公司短中长期增长驱动力清晰。1) 短期来看，疫情后广告复苏确定性较强，伴随出行正常化，业绩有望反弹向上；2) 中期来看，公司扩屏节奏稳健，量价齐升，广告主结构不断优化，对房地产客户依赖度降低，头部客户明显增加；3) 长期来看，公司高铁媒体广告价值有望得到验证，公司成长为高铁数字媒体龙头，户外裸眼3D有望打造公司第二增长曲线，打开长期空间。

公司探索户外裸眼3D新业务。1) 户外裸眼3D用艺术内容吸引眼球，加速传播，提升品牌价值；2) 2020年我国裸眼3D市场容量约15亿元，2025年预计市场容量有望到29.55亿元；3) 政策层面国家六部门联合印发关于开展“百城千屏”超高清视频落地推广活动；4) 公司拟在省会及以上城市通过自建、代理方式取得15块户外裸眼3D高清大屏，拟投资额4.2亿，根据公司公告，预计运营期年均收入23514.27万元，平均净利润约为7500万元。

盈利预测与估值：预计22-24年归母净利润2.93/4.27/5.26亿(+22%/46%/23%)，EPS为1.5/2.1/2.6元。通过多角度估值，预计公司合理目标价39-44元，较当前有10%-24%溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：媒体资源流失风险；行业竞争风险；媒体资源采购价格上涨风险。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	488	619	767	1,012	1,274
(+/-%)	11.9%	26.8%	23.9%	31.9%	25.9%
净利润(百万元)	208	241	293	427	526
(+/-%)	8.4%	15.6%	21.8%	45.7%	23.1%
每股收益(元)	1.39	1.60	1.47	2.14	2.63
EBIT Margin	44.2%	41.8%	37.2%	39.7%	39.6%
净资产收益率(ROE)	33.4%	27.9%	9.5%	12.5%	13.9%
市盈率(PE)	25.6	22.2	24.3	16.7	13.5
EV/EBITDA	22.9	20.4	25.2	18.1	14.5
市净率(PB)	8.56	6.18	2.30	2.08	1.88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

传媒·广告营销

证券分析师：夏妍

021-60933162

xiayan2@guosen.com.cn

S0980520030003

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	39.00 - 44.00元
收盘价	35.57元
总市值/流通市值	7114/1530百万元
52周最高价/最低价	38.98/23.86元
近3个月日均成交额	91.91百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	6
公司经营概况.....	6
公司商业模式.....	8
公司股东及管理層情况.....	9
行业分析	11
户外广告：交通出行广告具有刚性投放价值.....	11
高铁数字媒体广告：高成长、高投放性价比的细分赛道.....	12
竞争格局：资源相对集中，公司具有类比分众的路径价值.....	14
公司业务分析	16
媒体资源端：签约站点覆盖率高，不断优化采购端结构.....	16
广告销售端：量价齐升，核心在高铁媒体影响力的提升.....	19
数字技术端：主业稳定，拟布局新业务户外裸眼 3D.....	24
财务分析	27
成长性分析：疫情后复苏力度有望超其他交通广告.....	27
盈利能力分析：媒体资源费是影响毛利率的关键.....	28
资本结构及偿债能力分析：表现平稳，总体可控.....	28
经营效率分析：应收账款周转率稳中有降.....	29
现金流量分析：公司经营现金流表现健康.....	29
盈利预测	31
假设前提.....	31
未来 3 年业绩预测.....	33
盈利预测的敏感性分析.....	33
估值与投资建议	34
绝对估值：40-44 元.....	34
相对估值：37-44 元.....	35
投资建议.....	36
风险提示	37
附表：财务预测与估值	40
免责声明	41

图表目录

图 1: 公司业务范围为高铁媒体数字媒体.....	6
图 2: 公司媒体资源网络.....	6
图 3: 公司发展历程.....	7
图 4: 公司发布广告媒体形式.....	7
图 5: 兆讯传媒主营业务及收入增长情况.....	8
图 6: 兆讯传媒媒体收入结构.....	8
图 7: 兆讯传媒业务盈利模式.....	8
图 8: 兆讯传媒主营业务流程.....	9
图 9: 兆讯传媒股权结构（上市前）.....	10
图 10: 2015 年-2021 年中国户外广告市场规模及增速.....	12
图 11: 2015-2021 年中国线下广告市场细分类别规模及预测.....	12
图 12: 2015-2021 年中国交通出行户外广告规模变化.....	12
图 13: 户外广告产业链示意图.....	12
图 14: 2008-2035E 高速铁路营业里程变化.....	13
图 15: 2013-2020 高铁客运量变化.....	13
图 16: 中国高铁“八纵八横”示意图.....	13
图 17: 广告主选择投放户外类型与增幅分布.....	14
图 18: 不同媒体 CPM 价格区间.....	14
图 19: 分众传媒和兆讯传媒营业收入对比.....	16
图 20: 分众传媒和兆讯传媒净利润水平对比.....	16
图 21: 分众传媒和兆讯传媒毛利率对比.....	16
图 22: 行业渗透率对比.....	16
图 23: 2018-2021 年兆讯传媒开通运营站点数.....	18
图 24: 2018-2021 年兆讯传媒运营数字媒体屏幕数.....	18
图 25: 兆讯传媒开通运营站点平均采购金额变化.....	19
图 26: 兆讯传媒数字媒体单屏幕平均采购金额.....	19
图 27: 2018-2021 年公司前五大采购商占比变化.....	19
图 28: 兆讯传媒主营业务收入结构（按客户类别构成）.....	20
图 29: 兆讯传媒主营业务收入结构（按媒体形式类别）.....	20
图 30: 公司签订知名广告主（截至 22 年 7 月）.....	21
图 31: 2018-2021 年公司前五大客户销售金额及占比.....	21
图 32: 2018-2020 年公司前五大广告主客户销售额及占比.....	21
图 33: 兆讯传媒销售端不同类型套餐占比及变化.....	22
图 34: 公司签订合同金额和主业务收入情况.....	23
图 35: 兆讯传媒单屏幕平均销售金额变化.....	23
图 36: 兆讯传媒单屏幕采购成本占销售金额比重.....	23
图 37: 兆讯传媒单屏幕平均销售金额涨幅和单屏幕平均采购金额涨幅.....	24

图 38: 户外裸眼 3D 示意图.....	25
图 39: 户外裸眼 3D 示意图.....	25
图 40: 2021-2026 年裸眼 3D 行业投资规模预测情况.....	26
图 41: 2021-2026 年裸眼 3D 行业投资增速预测.....	26
图 42: 兆讯传媒在广州核心商圈放置首块户外裸眼 3D 大屏.....	27
图 43: 兆讯传媒营业总收入情况.....	27
图 44: 兆讯传媒归母净利润情况.....	27
图 45: 兆讯传媒盈利能力指标.....	28
图 46: 兆讯传媒费用率情况变化.....	28
图 47: 兆讯传媒成本结构.....	28
图 48: 兆讯传媒媒体资源使用费占营收比重变化.....	28
图 49: 兆讯传媒资产负债率情况.....	29
图 50: 兆讯传媒偿债能力指标.....	29
图 51: 兆讯传媒总资产周转率.....	29
图 52: 兆讯传媒应收账款周转率.....	29
图 53: 兆讯传媒经营性现金流情况.....	30
图 54: 兆讯传媒经营性现金流和净利润比值变化.....	30
图 55: 分众传媒 PE-Bands.....	36
图 56: 广告营销（中信）行业 PE-Bands.....	36

表 1: 兆讯传媒管理层介绍.....	10
表 2: 公司募集资金用途.....	11
表 3: 高铁建设规划文件.....	12
表 4: 高铁媒体公司对比.....	14
表 5: 分众传媒和兆讯传媒业务模式对比.....	15
表 6: 2018-2020 年兆讯传媒签约铁路局采购金额变化 (百万, %)	17
表 7: 2018-2020 年兆讯传媒采购数字媒体屏幕资源数变化 (百万个, %)	17
表 8: 兆讯传媒广告主行业销售收入结构 (万, %)	20
表 9: 兆讯传媒全国套餐刊例价制定.....	22
表 10: 公司数码刷屏机显示屏具体参数.....	24
表 11: 户外裸眼 3D 项目建设总规模及投资进度情况.....	26
表 12: 户外裸眼 3D 项目经济效益分析.....	26
表 13: 公司收入拆分及成本端预测.....	31
表 14: 公司费用率预测.....	32
表 15: 公司未来三年盈利预测.....	33
表 16: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	33
表 17: 公司盈利预测假设条件 (%)	34
表 18: 资本成本假设.....	34
表 19: 兆讯传媒 FCFF 估值表.....	34
表 20: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	35
表 21: 可比公司估值.....	36

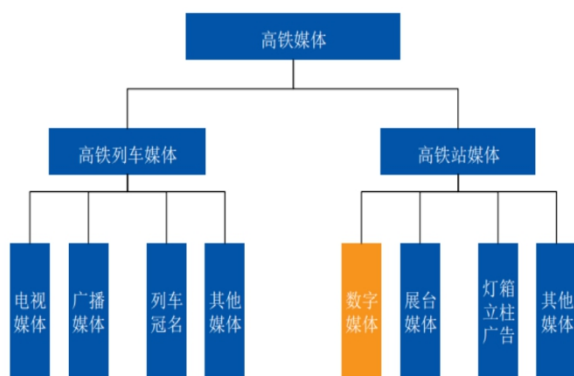
公司概况

公司经营概况

兆讯传媒成立于 2007 年，主要从事高铁数字媒体资源的开发、运营和广告发布业务。公司通过中长期协议锁定客流最密集的候车区域，自主安装数字媒体设备，建成了一张覆盖全国多层次、多区域的自有高铁数字媒体网络，为客户提供专业的数字媒体广告发布服务实现盈利。公司切入高铁站数字媒体主要原因：1) 中国高铁的产业升级，铁路覆盖客流量大、触达率高；2) 背靠联美控股，资金实力强大，具备自建媒体网络的基础；3) 公司参考分众传媒的模式，用电子显示屏发布取代静态媒体灯箱、海报等，获得各铁路局的认可。

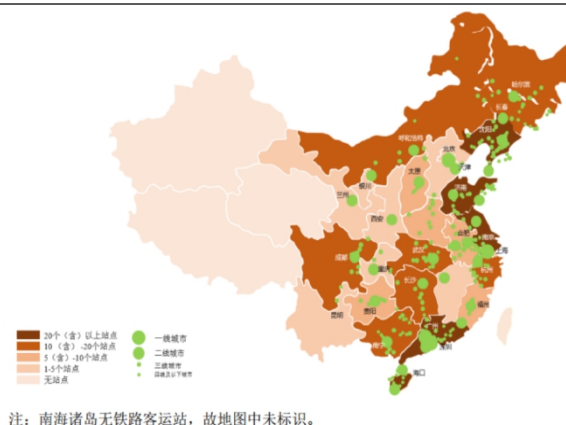
1) **业务范围**：截至 2021 年底公司已与国内 18 家铁路局集团中除乌鲁木齐局集团外的 17 家铁路局集团签署了媒体资源使用协议，已建成覆盖全国 29 个省级行政区、年触达客流量超过 10 亿人次的自有高铁数字媒体网络。2) **辐射区域**：资源区域覆盖了长三角、珠三角、环渤海、东南沿海等多个经济发达区域，形成了以高铁动车站点为核心，布局全国铁路网的数字媒体网络。3) **媒体资源**：公司已签约铁路客运站 558 个，开通运营铁路客运站 432 个（其中高铁站点 396 个、普通车站点 36 个），其中 90% 以上属于高铁站（含动车），运营 5607 块数字媒体屏幕，为高铁数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。

图 1：公司业务范围为高铁媒体数字媒体



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

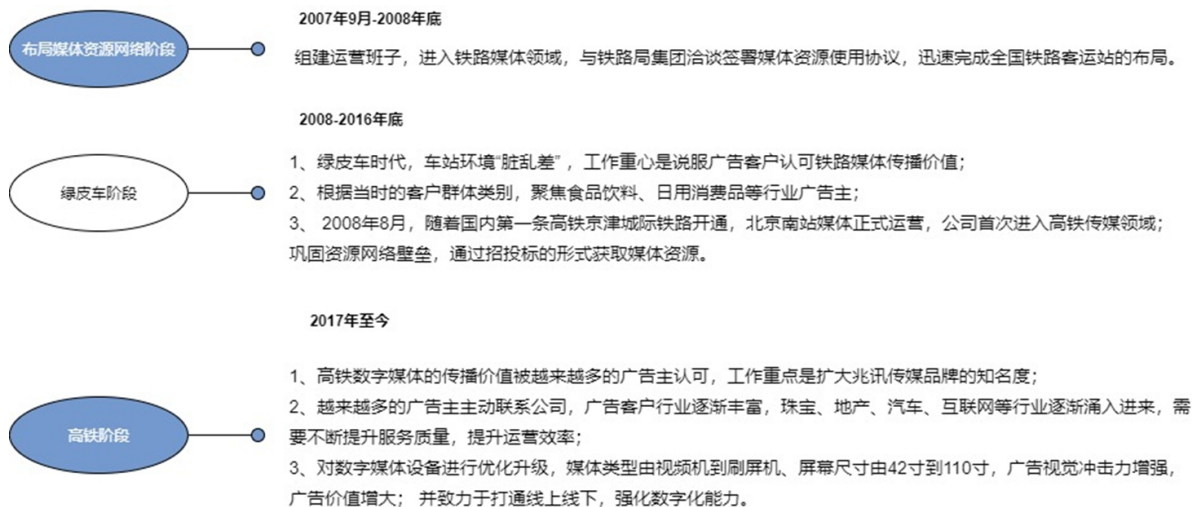
图 2：公司媒体资源网络



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从公司发展历程来看，公司自 2007 年成立一直专注于在铁路媒体领域深耕和挖掘，发展历程主要分为“布局媒体资源网络阶段”、“绿皮车阶段”、“高铁阶段”三个阶段。公司 2008 年切入高铁数字媒体领域，2008 年 8 月，国内首条高铁京津城际铁路通车，公司正式进入高铁媒体领域。公司客户行业逐渐丰富，客户质量不断提升，越来越多的广告主主动联系公司，广告客户行业已由“绿皮车阶段”的食品饮料、日用消费品等行业，逐渐丰富至“高铁阶段”的珠宝、地产、汽车、互联网等行业。

图3: 公司发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

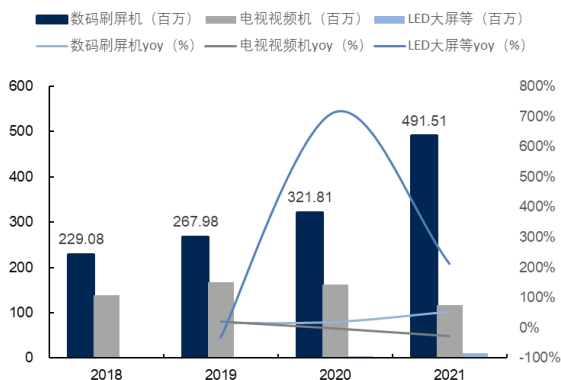
公司主要媒体广告形式包括数码刷屏机、电视视频机、一体机广告和 LED 大屏广告。2018-2021 年数码刷屏机收入占比为 61.13%/61.46%/65.94%/79.39%，呈上升趋势；电视视频机收入占比为 37.23%/38.45%/33.36%/18.88%，呈下降趋势；LED 大屏等收入目前占比不足 2%，电视视频机收入增速及占比下滑因关停客流量较少的普通车站和优化高铁站媒体设备，普通车站由于空间设计限制，主要安装悬挂式视频机。数码刷屏机收入呈上升趋势因其具有显著的数字媒体优势，其采用的显示器和电子元器件均为工业级，广告呈现效果好，大尺寸、立式并排安装，触达率高，可配合信息系统远程换刊。

图4: 公司发布广告媒体形式



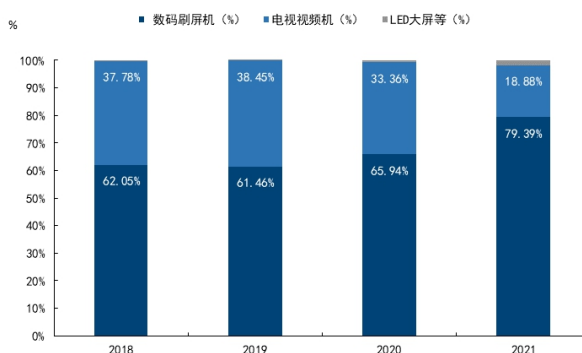
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 兆讯传媒主营业务及收入增长情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 兆讯传媒媒体收入结构



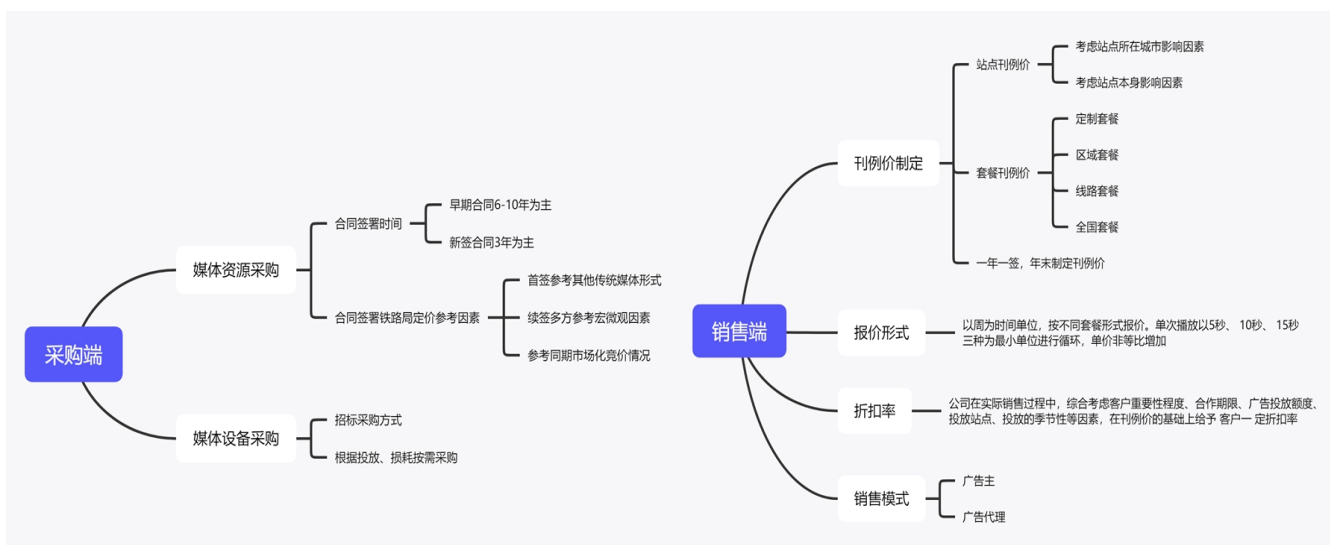
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司商业模式

公司盈利模式为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。通过中长期协议锁定客流最密集的候车区域，自主安装数字媒体设备，建成了一张覆盖全国多层次、多区域的自有高铁数字媒体网络，并不断的进行升级和优化，为客户提供专业的数字媒体广告发布服务实现盈利。

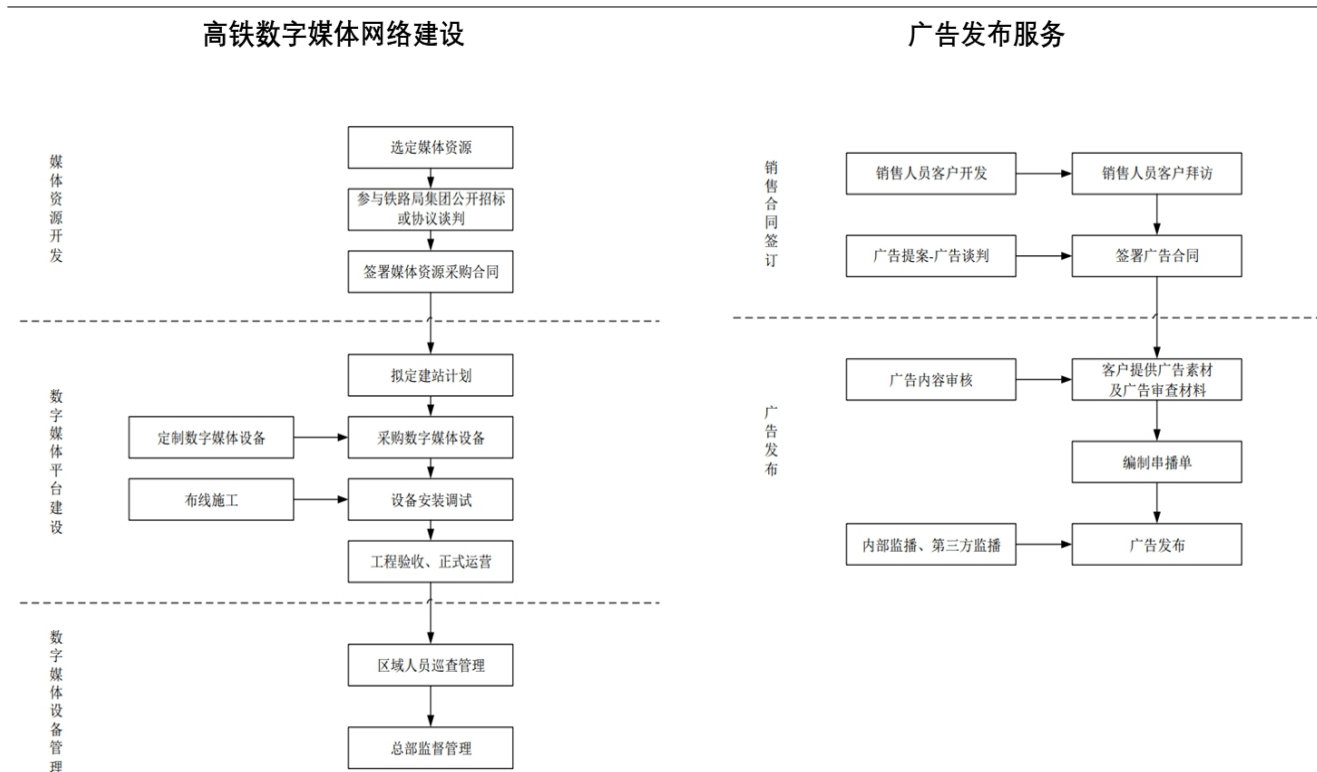
公司业务核心是采购端和销售端，核心影响要素如图7所示，公司主营业务收入全部来自于广告发布收入。公司的主营业务流程主要包括高铁数字媒体网络建设和广告发布服务2个环节，具体流程如图8所示。此外公司还包括业务前、中、后的服务。

图7: 兆讯传媒业务盈利模式



资料来源: 公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：兆讯传媒主营业务流程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股东及管理层情况

公司系联美控股的控股子公司，其实际控制人为苏氏五人。公司控股股东为联美控股，上市前联美控股直接持有发行人 99% 的股份，通过全资子公司联美资管间接持有发行人 1% 的股份。根据苏氏五人签署的《一致行动协议书》，上市公司联美控股的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。公司于 3 月 28 日公开上市，拟向公众股东募资 5000 万股，公开发行后总股本 2 亿股，发行价格 39.88 元，公众股东持股 25%，联美控股持股 74.25%，联美资管持股 0.75%。

联美控股（600167.SH）是以科技创新为动力的“清洁供热专业运营商”，主要从事供热、供电、供汽、工程及接网等业务。2018 年 7 月 29 日、2018 年 10 月 15 日，联美控股、联美资管与拉萨兆讯投资、拉萨汇誉、拉萨金宝利、拉萨兆讯移动签署《购买资产协议》、《购买资产补充协议》，联美控股、联美资管分别以支付现金的方式购买兆讯传媒 99% 的股份和 1% 的股份，交易价格为 23 亿。本次分拆上市后，联美控股仍为兆讯传媒的控股股东。

公司董事长为苏式家族的苏壮强，公司新任总经理为冯中华，冯中华 2016 年至 2021 年 2 月任航美传媒首席执行官，2021 年 3 月至今任北京大国来朝文化传播有限公司董事长，2021 年 12 月加入公司。

书

投资有限公司投资发展部副总经理；2017年5月至今任前海兴邦金融租赁有限责任公司董事；2019年3月至今任国任财产保险股份有限公司董事。2020年11月至2022年4月任兆讯传媒董事。2011年2月至2022年4月任兆讯传媒副总经理、董事会秘书。

马冀	董事	59	1962年出生，中国国籍，无境外永久居留权，商业企业管理专业，大专学历。1984年7月至1998年7月先后任苏州日用小商品批发公司副总经理、苏州百货总公司副总经理；1998年8月至2003年4月任贵州贵府酒业有限公司副总经理；2003年5月至2009年8月开始任苏州金螳螂集团美瑞德建筑装饰有限公司副总经理。2016年6月至2022年4月任公司总经理；2009年9月至今任公司董事。
-----------	----	----	---

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：公司募集资金用途

序号	项目名称	项目实施主体	总投资额（万）	使用募集资金投入金额（万）	占比（%）
1	运营站点数字媒体建设项目	兆讯传媒	79539.77	79539.77	61.12%
2	营销中心建设项目	兆讯新媒体	8825.62	8825.62	6.78%
3	运营总部及技术中心建设项目	兆讯传媒	29771	29771	22.88%
4	补充流动资金项目	兆讯新媒体	12000	12000	9.22%
合计			130136.4	130136.4	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业分析

户外广告：交通出行广告具有刚性投放价值

户外广告具有场景化、无限延展性和强制性的三大特征，从供需角度来看，线上人口红利减弱，线下流量价值的凸显使市场关注点聚焦在数字户外上；从宏观因素角度来看，户外相关政策规范了产业和市场、城镇化建设为户外不断开辟优质空间、资金的关注和推动都让户外广告拥有了更强的生命力。

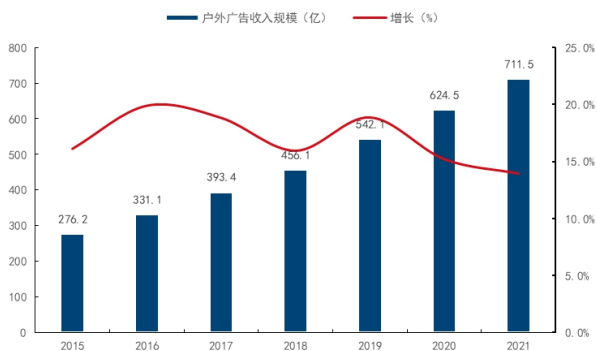
1) **线上流量红利见顶，数字户外广告价值再度获得广告主的关注。**2015年-2018年，户外广告市场规模的年复合增长率达18.2%，规模达到456.1亿元，预计2021年达到711.5亿，同比增加13.9%。

2) **户外广告具备广告投放的刚性特征，是增长最快的线下广告品类。**户外广告场景化和强制性等特征和数字化赋能的增强，使广告主对其的需求不断增强，成为拉动线下广告回暖的主力军。城镇化的加快推进为户外广告创造更多更大的市场空间。从线下广告市场结构来看，户外广告收入占比从2015年的15.4%提升至2021年的39.2%，成为增长最快的细分品类。

3) **交通出行是户外广告的重要场景。**交通出行场景受到青睐的主要原因，除了场景在人流量和广告环境密闭性等方面的优势外，最关键还是遵循了城市居民当代“衣食住行工作娱乐”的生活习惯和行为轨迹。2018年以高铁、公交、机场为代表的交通出行户外广告市场规模达218亿元，2021年有望增长至265亿。

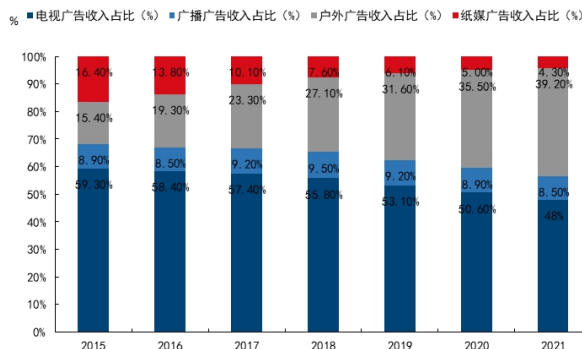
4) **户外广告媒介公司在户外广告产业链中处于核心枢纽地位。**户外广告媒介公司的转型升级之路，主要有效率升级、利润率升级和服务力升级三条途径，以分众传媒和兆讯传媒为代表的头部媒介公司通过数字化进行效率提升。

图10: 2015年-2021年中国户外广告市场规模及增速



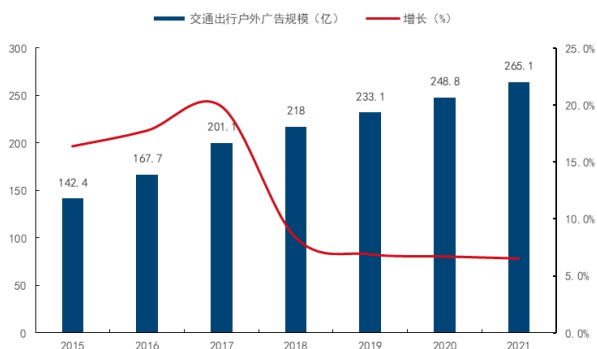
资料来源: iResearch、国信证券经济研究所整理

图11: 2015-2021年中国线下广告市场细分类别规模及预测



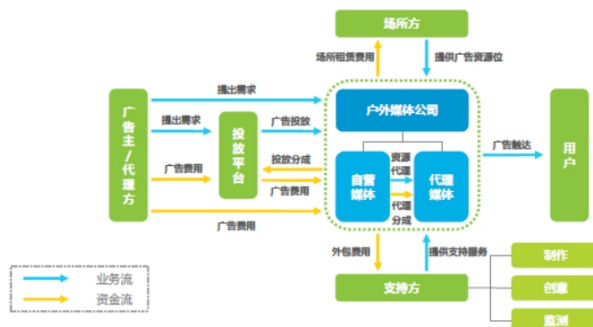
资料来源: iResearch、国信证券经济研究所整理

图12: 2015-2021年中国交通出行户外广告规模变化



资料来源: iResearch、国信证券经济研究所整理

图13: 户外广告产业链示意图



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

高铁数字媒体广告：高成长、高投放性价比的细分赛道

1) 从政策端看，国家对铁路网有明确的高铁公里数、新增站点、新建铁路线要求，高质量的交通网络和不断拓展的出行交通圈为公司做大做强高铁数字媒体奠定基础。预计2022年高铁总里程有望达4.19万公里，2025年底有望达5万公里，2035年有望达7万公里，高铁客运量持续提升，2020年受疫情影响，高铁客运量有所下滑，2021年高铁客运量26.1亿，同比增长67.63%。

表3: 高铁建设规划文件

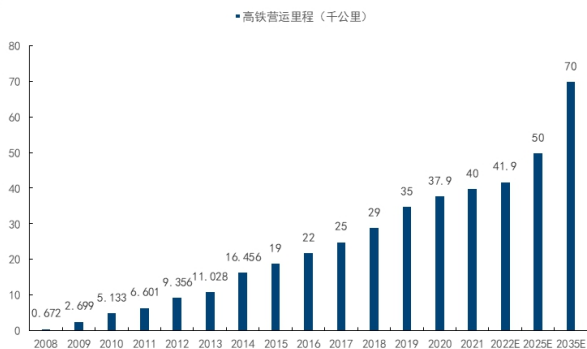
时间	文件	内容
2008年初	国务院发布《中长期铁路网规划》	规划2020年形成“四纵四横”城际客运网。2017年7月，宝兰高铁开通运营，标志着我国《中长期铁路网规划》中“四纵四横”铁路网提前建设完成。
2017年11月	《铁路“十三五”发展规划》	从“四纵四横”到“八纵八横”，随着客运量快速增长，高铁时代已经到来。2020年，全国高速铁路营业里程达到3万公里，高速铁路网覆盖80%以上的大城市。截至2019年末，中国高铁营业里程从2008年的672公里增至3.5万公里，年复合增长率为43.24%，提前完成《铁路“十三五”发展规划》高铁营业里程规划目标。
2022年初	国务院印发《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	确定主要目标是到2025年，综合交通运输基本实现一体化融合发展，智能化、绿色化取得实质性突破，综合能力、服务品质、运行效率和整体效益显著提升，交通运输发展向世界一流水平迈进。
2019-2021	国铁集团《中国国家铁路集团有限公司2019-2021年统计公报》、《中长期铁路网规划》、《新时代交通强国铁路先行规划纲要》	2022年内预计开通铁路总里程约4208公里，高铁总里程约1920公里，全国铁路总里程达15.4万公里，高铁达4.19万公里，计划开通铁路线路16条，新增站点超100座。预计2025年底，全国铁路营业里程将达16.5万公里左右，其中高速铁路（含部

等文件

分城际铁路) 5 万公里左右, 基本形成“全国 123 高铁出行圈”。预计 2035 年, 我国高铁运营里程要达 7.0 万公里左右, 50 万人口以上城市高铁通达, 便捷顺畅、经济高效、安全可靠、绿色集约、智能先进的现代化高质量国家综合立体交通网基本建成, “全国 123 出行交通圈”(都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖) 和“全球 123 快货物流圈”(快货国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达) 基本形成, 基本建成交通强国。

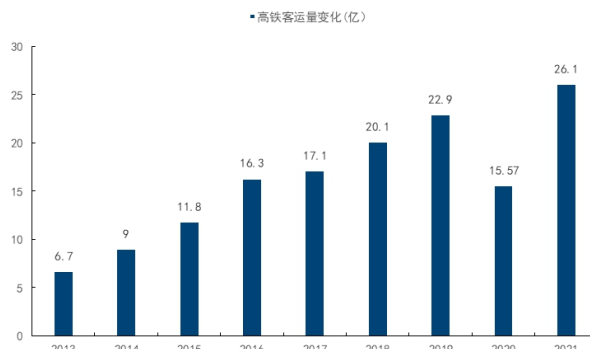
资料来源: 国务院、国铁集团、国信证券经济研究所整理

图 14: 2008-2035E 高速铁路营业里程变化



资料来源: 铁路局、国信证券经济研究所整理

图 15: 2013-2020 高铁客运量变化



资料来源: 铁路局、国信证券经济研究所整理

2) 高铁数字媒体广告相比于其他广告形式具有四大优势: 高速增长、触达率高、定位清晰和网络化。除了高铁行业本身里程快速增长, 覆盖人数快速增加之外; 高铁媒体触达率高, 高铁乘客到达高铁站平均等待时间为 43.9 分钟, 远远高于公交、地铁、楼宇、电梯的等候时长; 高铁商务出行占 74.30%, 旅行占 15.30%, 高铁的准时性、舒适性的优势凸显, 受到商务人士及旅行人员的青睐, 媒体传播价值较高; 高铁“八纵八横”的网格化建设, 覆盖 80%以上的大城市。

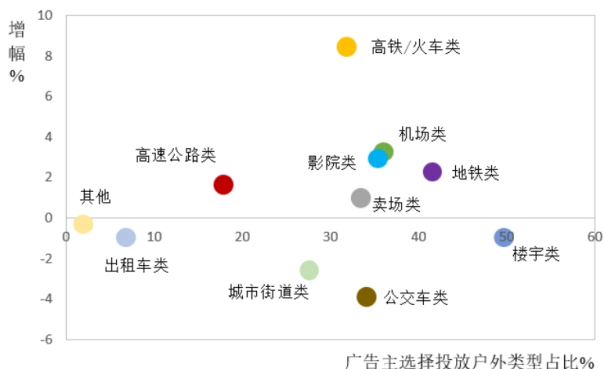
图 16: 中国高铁“八纵八横”示意图



资料来源: 高铁网, 国信证券经济研究所整理

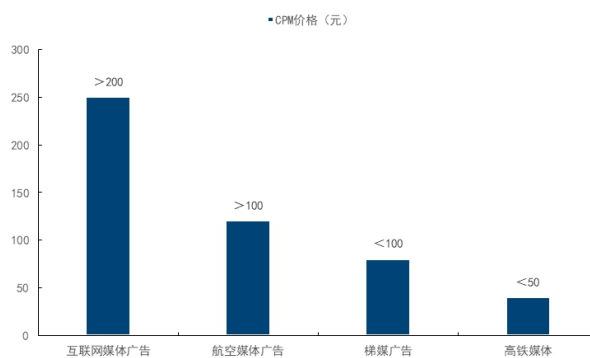
3) 高铁数字媒体在户外品类中广告投放意愿最强，刊例性价比最高。高铁媒体广告在户外媒体投放中高铁的占比日益提升，增速最快。互联网流量成本居高不下，互联网广告 CPM 高于 200 元，线下航空媒体广告 CPM 高于 100 元，梯媒广告 CPM 不足 100 元，兆讯传媒 CPM 低于 50 元。

图 17: 广告主选择投放户外类型与增幅分布



资料来源: CTR、国信证券经济研究所整理

图 18: 不同媒体 CPM 价格区间



资料来源: CTR、艾瑞咨询、艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

竞争格局：资源相对集中，公司具有类比分众的路径价值

高铁媒体行业中，A 股市场上暂无与公司高铁数字媒体相近的可比上市公司，从高铁数字媒体行业本身竞争格局来看，铁路客运站数字媒体市场已经历了媒体资源分配的初级阶段，行业内媒体资源相对集中的格局已经基本确立。现阶段，我国铁路客运站数字媒体广告市场的竞争格局呈三种类型的媒体运营商共存的局面：全国性广告媒体运营商包块兆讯传媒、南京永达和华铁传媒等；区域性广告媒体运营商包块上海城铁、北京畅达等；此外市场上还有很多未形成网格化的小型广告媒体运营商。

表 4: 高铁媒体公司对比

可比公司名称	成立时间	屏幕数量	地区分布/高铁站数量	主营业务介绍
南京永达	2008 年	800 块 (以 LED 大屏、灯箱为主)	签约站点约 500 个，媒体网络覆盖全国	运营媒体包括列车、展台、灯箱、数字媒体等高铁媒体，高速户外广告，城市户外广告、景区户外广告、12306 线上广告等。
华铁传媒	2002 年	以静态灯箱为主，部分优势车站拥有数字媒体	签约高铁站 63 个，媒体资源覆盖全国，包括北京南站、上海虹桥、南京南站、杭州东站、徐州东站、广州南站、珠海站、福州站、哈尔滨站、西安北站、重庆北站、重庆西站、武汉站、沈阳北站等高铁站	主要运营高铁和普通列车媒体、高铁站媒体和航空媒体。于 2017 年开始布局高铁站媒体
上海城铁	2010 年	未披露	签约高铁站 6 个，以长三角为核心。高铁站点主要包括宁波站、苏州站、合肥南站、南京南站、杭州东站、上海虹桥站等上海局集团所属站点	主要运营高铁站媒体，以长三角为核心，辐射全国，整合了 12306 服务中心屏幕、高铁站玻璃贴、防撞条、步梯贴等媒体，形成一个链接城际的站内全覆盖媒体闭环，力求打造高铁高端媒体生态圈。
北京畅达	2008 年	平面媒体为主，数字媒体数量较少，未披露	拥有北京南站全部平面媒体独家经营权，及北京西站、北京站等京津冀鲁等省份的 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	主要运营高铁和普通列车媒体和高铁站媒体。
兆讯传媒	2007 年	5607 块数字媒体屏幕	媒体资源签约 386 个站点，公司已签约铁路客运站 558 个，开通运营铁路客运站 432 个 (其中高铁站点 396 个、普通车站点 36 个)，其中 90% 以上属于高铁站 (含动车)	已与国内 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，已建成覆盖全国 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

资料来源: 公司公告, 各家公司官网, 国信证券经济研究所整理

相对以上同细分领域可比公司，兆讯传媒媒体资源竞争优势比较显著，入行时间

并没有先发优势。相比可比公司，公司屏幕都为自建媒体，且全部为数字媒体，相比列车展台灯箱，公司媒体位多在候车室，公司签约站点覆盖 90% 高铁站，站点媒体质量更佳。

考虑运营数据的可比性，户外广告行业中，A 股上市公司分众传媒、北巴传媒与兆讯传媒业务模式具有一定的相似性。北巴传媒主要经营广告传媒和汽车服务两大业务，且汽车服务业务规模占比约 90%，由于双方业务结构差异较大，经营可比性较弱。因而我们重点比较分众传媒和兆讯传媒的业务模式及财务结构。

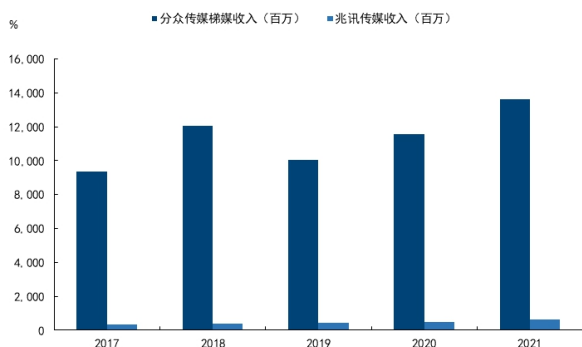
表5：分众传媒和兆讯传媒业务模式对比

项目	分众传媒	兆讯传媒	对比分析
业务模式	1、主营生活圈媒体的开发和运营； 2、媒体类型包括：楼宇媒体（包含电梯电视媒体和电梯海报媒体）、影院银幕广告媒体和终端卖场媒体等； 3、业务流程可分为媒体资源开发与维护、广告发布两部分； 4、媒体空间位置：小区、办公楼等生活区域。	1、主营高铁站数字媒体的开发和运营； 2、媒体类型包括：候车区域视频机、刷屏机、LED 大屏； 3、业务流程可分为媒体资源开发与维护、广告发布两部分； 4、媒体空间位置：高铁网络。	1、双方业务模式相似； 2、双方媒体类型存在差异，兆讯传媒媒体设备屏幕尺寸相对更大； 3、双方媒体空间位置不同，兆讯传媒依据高铁网络建设，便于发行人管理，分众传媒媒体分布更加密集。
细分领域的竞争情况	分众传媒竞争对手主要包括：新潮传媒、城市纵横、华语传媒等	兆讯传媒竞争对手主要包括：南京永达、华铁传媒、上海城铁、北京畅达等	1、分众传媒构建了国内最大的城市生活圈媒体网络，分众传媒营业规模远大于新潮传媒等竞争对手，已成为行业龙头多年。 2、近年来随着中国高铁的快速发展，高铁媒体的传播价值越来越高，行业竞争比较激烈，兆讯传媒逐渐脱颖而出，成为全国性广告媒体运营商之一，并在高铁数字媒体细分行业具备一定的优势。 3、分众传媒作为行业龙头其竞争压力相对小于兆讯传媒。
定价能力	分众传媒成为行业龙头多年，营收规模超过百亿，市值近千亿元，是行业的标准制定者，具有极强的定价能力。	兆讯传媒专注于建设铁路客运站数字媒体网络多年，并迅速完成全国铁路客运站的布局，逐渐成为全国性广告媒体运营商，具有较强的定价能力。	分众传媒定价能力强于兆讯传媒
成本要素	1、主营业务成本，主要为媒体租赁成本； 2、管理费用（含研发费用），主要为人工成本； 3、销售费用，主要为人工成本； 4、所得税费用	1、主营业务成本，主要为媒体租赁成本； 2、管理费用（含研发费用），主要为人工成本； 3、销售费用，主要为人工成本； 4、所得税费用	1、分众传媒和兆讯传媒成本要素构成结构相似； 2、分众传媒销售人员人均薪酬高于兆讯传媒； 3、兆讯传媒享受了更好的税收优惠政策。

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

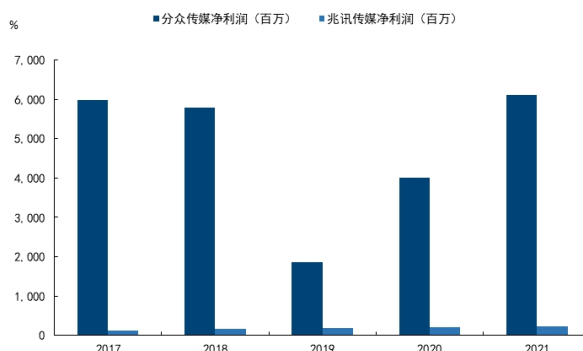
通过对比，分众传媒因深耕生活圈媒体，在竞争格局上已处于绝对龙头老大，因而收入、净利润体量是兆讯传媒的几十倍，分众传媒理论上毛利率水平应高于兆讯传媒，实际和兆讯传媒的毛利率水平相当，主要原因是分众传媒媒体资源拓展速度显著快于公司，而公司尚未上市资金实力弱于分众传媒，且行业仍然处于混战竞争阶段，尚没有绝对龙头。

图19：分众传媒和兆讯传媒营业收入对比



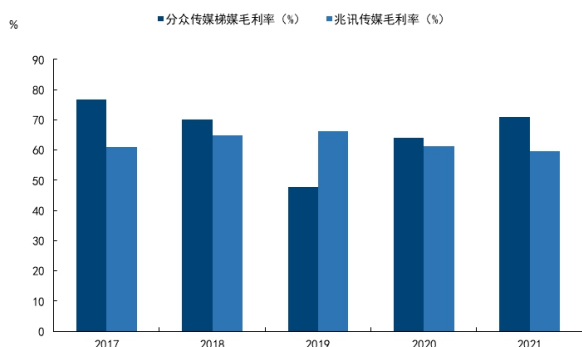
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图20：分众传媒和兆讯传媒净利润水平对比



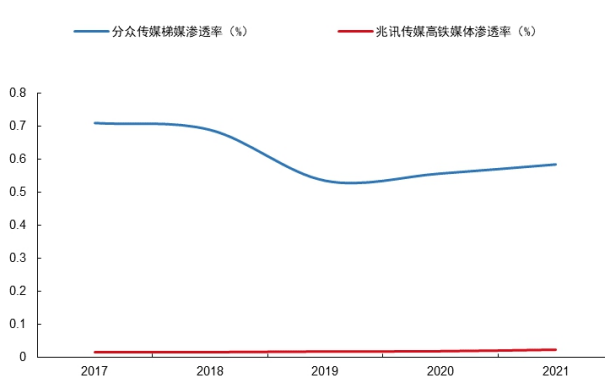
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图21：分众传媒和兆讯传媒毛利率对比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图22：行业渗透率对比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

综上，目前生活圈媒体较高铁数字媒体起步更早、相对更加成熟、市场规模相对更大，属性上与人接触时间更长，目前更容易被广告主青睐，更容易拓展客户；其次，分众传媒在生活圈的市场地位，高于兆讯传媒在高铁数字媒体的市场地位，分众传媒更容易在生活圈媒体拓展客户。

从公司平台角度来看，客观上分众传媒在销售业务拓展和维护方面均较兆讯传媒具有竞争优势。一方面，分众传媒的发展周期对兆讯传媒有一定路径启示，另一方面，高铁媒体和生活圈梯媒市场仍有显著差别，高铁媒体产业链因上游采购端为各地铁路局，市场化相对较弱，导致高铁媒体的市场化程度低于梯媒市场，但当前高铁梯媒仍然是蓝海市场，长期来看，依托公司在高铁媒体细分赛道的竞争优势，公司仍然大有可为。

公司业务分析

媒体资源端：签约站点覆盖率高，不断优化采购端结构

公司主要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，并按照市场化的原则签署资源使用协议，自主安装数字媒体设备，建成了一张覆盖全国 97% 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。

1) 全国铁路局基本全线合作，上海、广州铁路局采购金额占半壁江山

截至 2021 年底，公司已与国内 18 家铁路局集团中除乌鲁木齐局集团外的 17 家签署了媒体资源使用协议。2018 年-2020 年上海局和广州局合计采购金额占比 50% 上下，2020 年上海局和广州局正式营运站点数分别为 56、80 家，占当年总站点数的 35%。

表 6：2018-2020 年兆讯传媒签约铁路局采购金额变化（百万，%）

铁路局	2020 年		2019 年度		2018 年	
	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比
上海局集团	4,985.21	32.65%	4,436.23	38.70%	3,474.30	35.63%
广州局集团	2,577.05	16.88%	2,256.59	19.69%	1,503.46	15.42%
沈阳局集团	905.93	5.93%	950.87	8.30%	766.58	7.86%
南昌局集团	2,932.19	19.21%	655.79	5.72%	758.89	7.78%
济南局集团	657.55	4.31%	641.51	5.60%	631.89	6.48%
北京局集团	602.26	3.94%	499.18	4.36%	694.58	7.12%
哈尔滨局集团	512.51	3.36%	409.44	3.57%	398.17	4.08%
成都局集团	393.05	2.57%	362.92	3.17%	400.62	4.11%
西安铁路集团	226.61	1.48%	319.46	2.79%	242.67	2.49%
呼和浩特局集团	317.3	2.08%	264.58	2.31%	120.61	1.24%
武汉局集团	340.3	2.23%	233.8	2.04%	233.8	2.40%
郑州局集团	191.95	1.26%	108.75	0.95%	145.89	1.50%
昆明局集团	127.45	0.83%	94.34	0.82%	94.34	0.97%
太原局集团	216.45	1.42%	74.72	0.65%	-	-
兰州局集团	69.81	0.46%	65.83	0.57%	66.04	0.68%
南宁局集团	211.87	1.39%	56.17	0.49%	199.23	2.04%
乌鲁木齐局集团	-	-	31.86	0.28%	19.63	0.20%
总计	15,267.46	100.00%	11,462.03	100.00%	9,750.70	100.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：公司未披露 2021 年采购金额情况）

2) 优化高铁媒体屏幕数和资源质量，采购金额保持稳定增长

从公司近三年资源采购数来看，公司媒体数下降因优化媒体资源结构，关停传统静态媒体屏幕，逐步关停客流量较少的普通车站，电视视频机数量减少，新建和优化高铁站，数码刷屏机数量增加。媒体采购的质量和资源环境大为改善。

表 7：2018-2020 年兆讯传媒采购数字媒体屏幕资源数变化（百万个，%）

	2018	2019	2020
数码刷屏机	3115	3411	4000
yoy		9.50%	17.27%
占比	52.25%	63.17%	73.07%
高铁站	2677	3071	3747
yoy		14.72%	22.01%
普通站	438	340	253
yoy		-22.37%	-25.59%
电视刷屏机	2817	1948	1407
yoy		-30.85%	-27.77%
占比	47.25%	36.07%	25.70%
高铁站	1705	1352	1133
yoy		-20.70%	-16.20%
普通站	1112	596	274
yoy		-46.40%	-54.03%

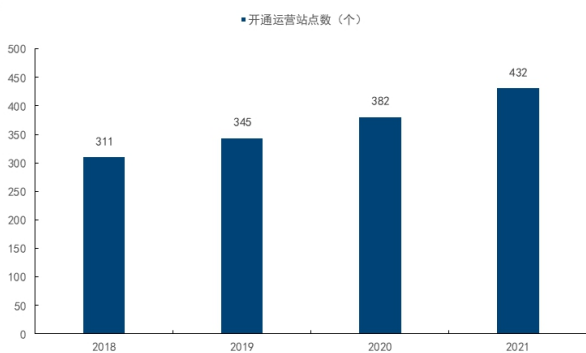
LED 大屏	30	41	67
yoy		36.67%	63.41%
占比	0.50%	0.76%	1.22%
高铁站	25	38	67
yoy		52.00%	76.32%
普通站	5	3	0
yoy		-40.00%	-100.00%
合计	5962	5400	5474
yoy		-9.43%	1.37%
高铁站合计	4407	4461	4947
占比	73.92%	82.61%	90.37%
普通站合计	1555	939	527
占比	26.08%	17.39%	9.63%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

截至 2021 年底，公司签约 558 个铁路客运站，开通运营铁路客运站 432 个（其中高铁站点 396 个、普通车站点 36 个），其中 90% 以上属于高铁站（含动车），运营 5607 块数字媒体屏幕，2021 年开通运营站点数持续提升，2020 年起总屏幕数扭转了下降趋势。2022 年中国共有铁路站点 5544 个，其中，特等站 50 个、一等站 236 个、二等站 353 个、三等站 939 个。公司开通运营站点占比不足 8%。

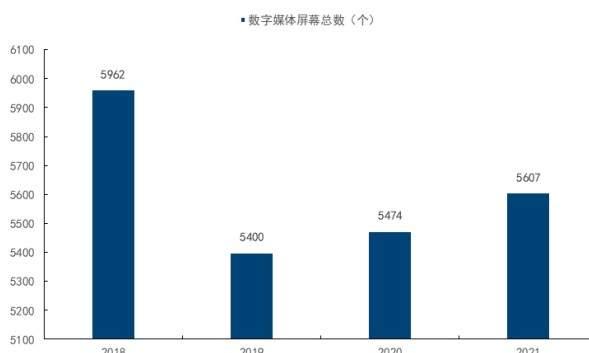
从平均屏幕采购金额看，开通运营站点平均采购金额、和数字媒体单屏幕平均采购金额呈现攀升之势，数字媒体单屏幕平均采购金额保持 30% 以上的涨幅，一方面，媒体资源协议存续期间，媒体资源采购价格通常每年按照一定的比例进行调升；另一方面，对于期满重新续签协议时，媒体资源采购价格较前次所签订协议的采购价格相比通常也会有一定比例的涨幅。

图 23：2018-2021 年兆讯传媒开通运营站点数



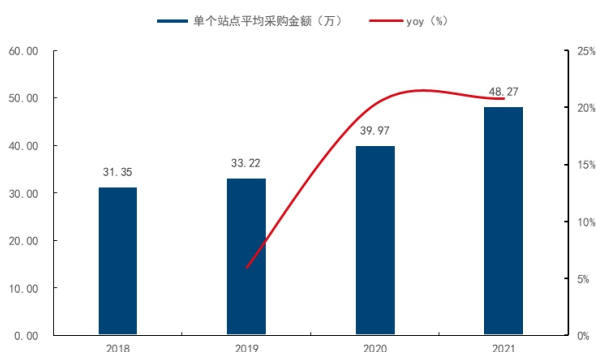
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 24：2018-2021 年兆讯传媒运营数字媒体屏幕数



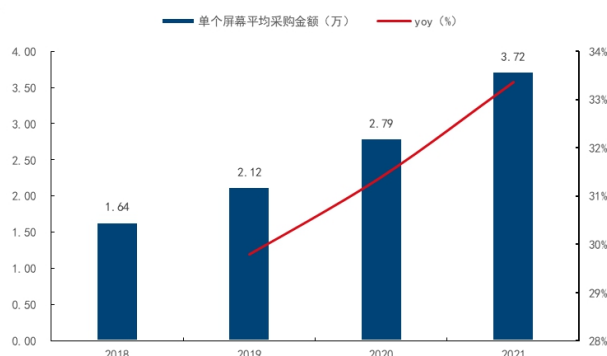
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图25: 兆讯传媒开通运营站点平均采购金额变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图26: 兆讯传媒数字媒体单屏幕平均采购金额

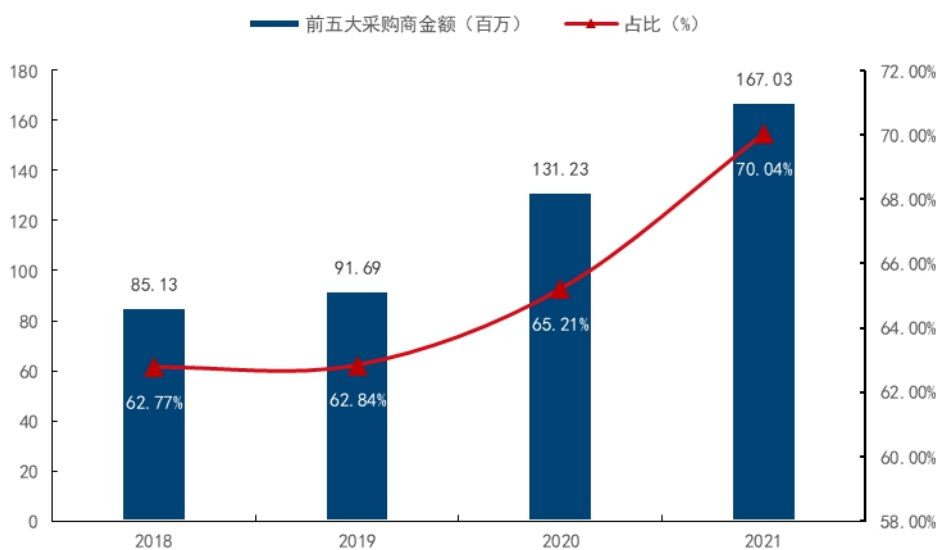


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

3) 前五大采购商占比不断提升, 公司对第一大采购商依赖度下降

公司前五大采购商占比不断提升, 从2018年的62.77%提升至2021年的70.04%, 2018-2020年采购方设备采购占比不足10%, 其中上海局集团2018-2020年采购金额占比在25%-30%, 2021年公司第一大采购商占比21.48%, 预计公司媒体采购对头部依赖度降低, 公司在其他铁路局签约情况有不错的增长。

图27: 2018-2021年公司前五大采购商占比变化

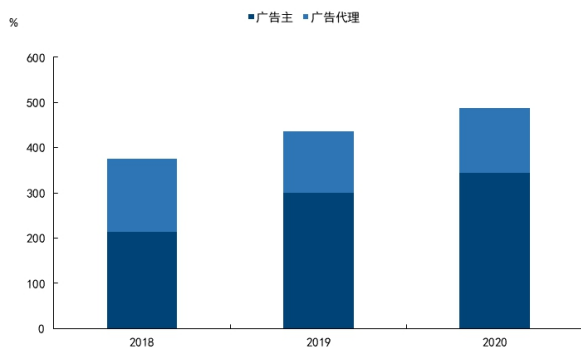


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

广告销售端: 量价齐升, 核心在高铁媒体影响力的提升

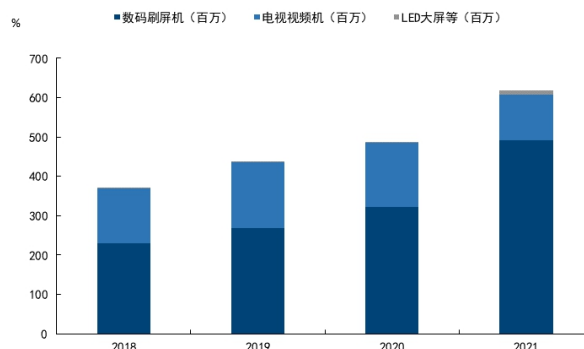
公司凭借十余年的经营积累和优质的服务, 在高铁媒体领域具有较高的品牌知名度, 形成了较好的客户粘性, 大部分收入来源于直客销售, 其中2020年公司广告主客户超过70%; 从媒体形式来看, 2021年公司数码刷屏机销售收入占比近80%。

图28: 兆讯传媒主营业务收入结构（按客户类别构成）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图29: 兆讯传媒主营业务收入结构（按媒体形式类别）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

1) 房地产客户为主，伴随媒体影响力提升，客户结构逐渐优化

从公司客户结构来看，公司核心客户来源于房地产、酒类和消费品，相比分众传媒，公司受互联网客户影响较小。2018-2020年回款情况尚可，地产客户业务占公司业务比重分别为12.75%/22.11%/29.70%。从公司房地产具体客户来看，多为区域性中小房地产公司，如中洲集团、金沪集团和华利来集团等，公司前五大广告主客户整体比较稳定，中洲集团和金沪集团与公司合作比较稳定，虽然各年度广告投放金额有所波动，但一直为前五大广告主客户。

一方面公司高铁媒体的传播价值对行业龙头客户的吸引力亟需提升，另一方面从2020年起公司逐渐吸引龙头企业。截至2021年底，公司已与众多知名公司建立了良好的战略合作关系，客户群体涉及汽车、房地产、酒类、消费品、互联网、食品饮料等诸多行业，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。

表8: 兆讯传媒广告主行业销售收入结构（万，%）

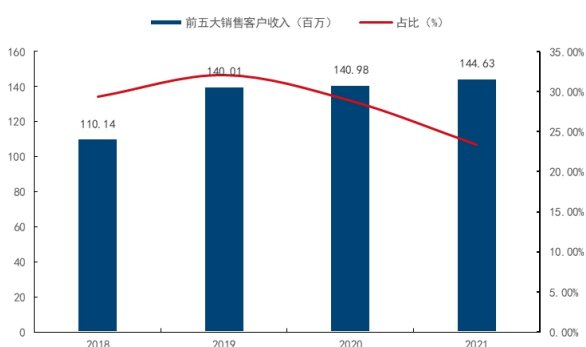
行业	2020年		2019年度		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
房地产	14,495.55	29.70%	9,639.72	22.11%	4,778.49	12.75%
酒类	5,934.44	12.16%	7,860.97	18.03%	5,759.18	15.37%
消费品	8,741.21	17.91%	7,696.42	17.65%	4,003.86	10.68%
互联网	1,317.90	2.70%	1,675.37	3.84%	5,773.36	15.40%
汽车	3,087.15	6.33%	3,398.20	7.79%	3,679.59	9.82%
食品饮料	4,337.17	8.89%	2,669.11	6.12%	3,771.38	10.06%
影视娱乐	2,353.96	4.82%	2,238.45	5.13%	1,967.74	5.25%
家居建材	3,801.78	7.79%	2,367.18	5.43%	1,929.26	5.15%
医疗医药	1,000.97	2.05%	2,032.01	4.66%	1,342.08	3.58%
家用电器	1,799.27	3.69%	2,182.93	5.01%	1,454.61	3.88%
其他类	1,936.96	3.97%	1,844.38	4.23%	3,020.38	8.06%
合计	48,806.36	100.00%	43,604.74	100.00%	37,479.94	100.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图30：公司签订知名广告主（截至22年7月）

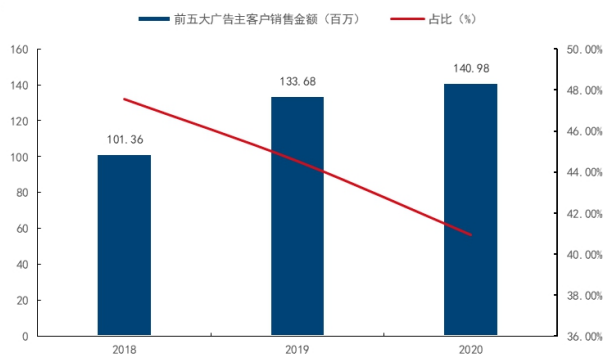
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图31：2018-2021年公司前五大客户销售金额及占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图32：2018-2020年公司前五大广告主客户销售额及占比



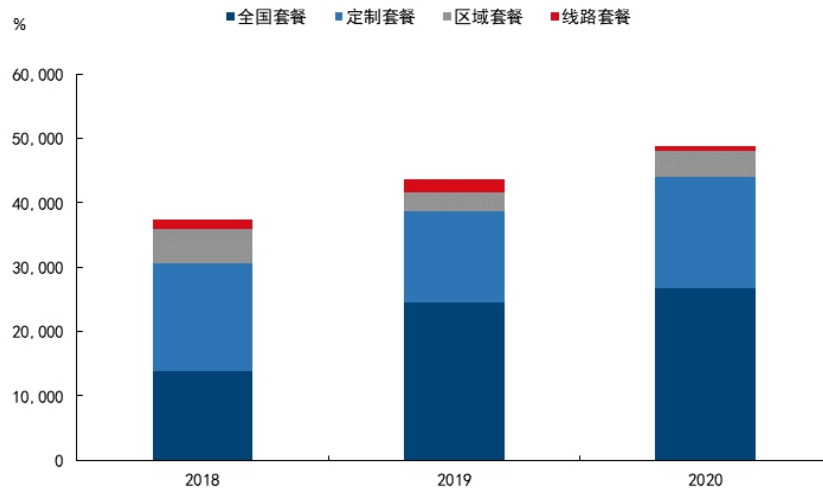
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 公司全国套餐对应销售网络已出具规模，折扣率相对稳定

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，可以做到一键发布和一键换刊，根据客户选择的广告播放区域，公司套餐主要可分为如下几类：①全国套餐，选择全国所有站点投放广告；②区域套餐，选择某个或者几个省份所有站点进行投放广告；③线路套餐，选择某条高铁线沿线站点投放广告；④定制套餐，挑选全国范围内多个站点组合投放广告。

公司营业收入的约90%来源于全国套餐和定制套餐，均是基于公司建成的覆盖了全国的高铁媒体网络，新进入者难以在短时间内复制或颠覆公司已建成的高铁数字媒体网络。

图 33: 兆讯传媒销售端不同类型套餐占比及变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

以全国套餐为例, 看公司刊例价, 按照不同播放时间循环, 公司全国套餐的刊例价在 17.8-44.8 万元/周, 定制套餐、区域套餐和线路套餐都要根据具体情况确定刊例价格。

公司按照以下流程确定最终刊例价: a) 以市场上认可的 CPM (每千人成本) 为基础, 结合各个站点旅客流量推算各站点基本刊例价格 A; b) 综合考虑基本刊例价格 A、客流量以及城市级别将站点分类, 按类别统一定价, 得到价格 B; c) 以价格 B 为基准, 对比旧刊例、竞争对手产品单屏单次成本、竞争对手产品 CPM、公司媒体成本等指标, 对价格 B 进行进一步的调整; d) 通过调整一对比一调整, 之后得出最终的价格。

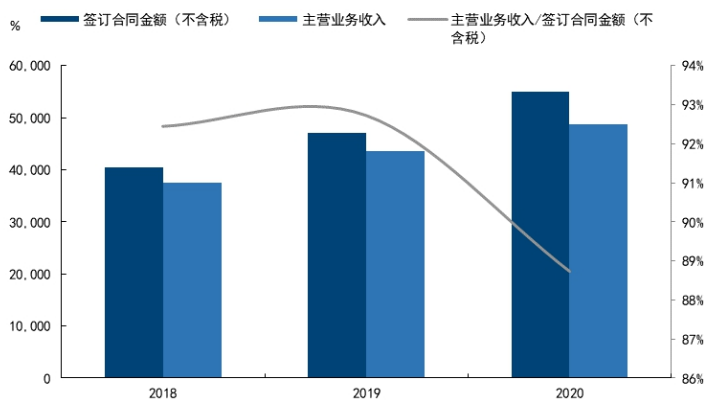
表 9: 兆讯传媒全国套餐刊例价制定

站点	媒体形式	屏幕数量	播出频次	价格 (元/周)		
				15 秒	10 秒	5 秒
全国套餐	数码刷屏机	3,411 块 站点不同, 播出频率不同	4,480,000 次/天	4,480,000	3,180,000	1,780,000

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司尚未披露实际折扣率情况, 根据公司披露, 公司整体折扣率比较稳定, 报告期内发行人前十大客户的刊例价折扣率基本与整体折扣率一致, 仍存在部分客户偏离整体折扣率, 或者同一客户在不同年度偏离整体折扣率。公司签订合同金额和实际销售收入确认有差额, 主要因跨期合同确认导致。

图 34: 公司签订合同金额和主营业务收入情况



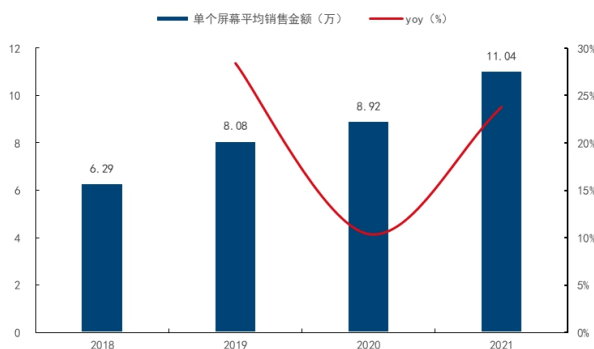
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3) 公司销售端刊例价仍有提升空间, 采购端涨价有效传导至销售端

2018-2021 年公司单屏幕平均销售金额逐年增加, 主要因营销能力增强, 客户投放广告额度增加, 单屏幕平均采购成本占比逐年提升, 截至 2021 年该比值达到 33.69%。2020-2021 年单屏幕平均采购金额涨幅高于销售额涨幅, 公司销售收入增长驱动力主要在扩屏, 未来销售端仍有较大提升空间。

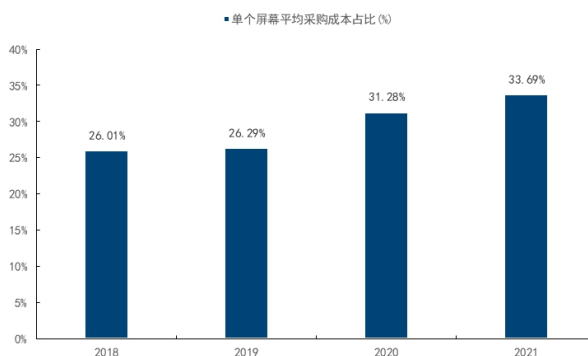
目前采购端提价对公司销售毛利率敏感性不高, 同时采购端涨价对销售端可以有效传导, 这也是公司毛利率可以保持较高水平的关键。

图 35: 兆讯传媒单屏幕平均销售金额变化



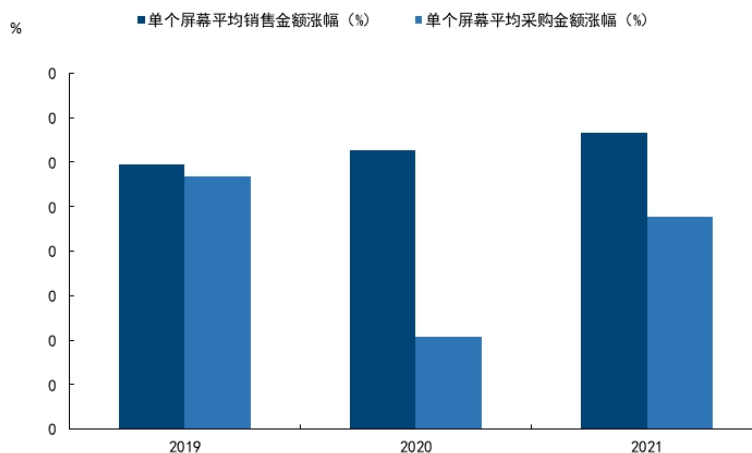
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 36: 兆讯传媒单屏幕采购成本占销售金额比重



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 37: 兆讯传媒单屏幕平均销售金额涨幅和单屏幕平均采购金额涨幅



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

数字技术端: 主业稳定, 拟布局新业务户外裸眼 3D

公司技术部门侧重于维持公司信息系统平台的数字化运营、对数字设备和信息系统平台进行调试和维护, 较少进行研究开发。目前研发费用率 2%-3%。

公司数码刷屏机的显示屏, 从技术路线看, 使用的都是 LCD 成像技术 (即“液晶屏”)。近年来, 显示屏的尺寸、像素、响应时间、背光技术等参数不断优化。公司的屏幕尺寸由 42 英寸升级到 98 英寸、像素由 1920*1080 升级为 3840*2160、响应时间由 10.0ms 降到 8.0ms、背光技术从 CCFL 背光过渡到了 LED 背光源-直入式、LED 背光源-侧入式。

表 10: 公司数码刷屏机显示屏具体参数

主要品牌	主要型号	主要尺寸	参数标准
LG	M4225	42 英寸	像素: 1920*1080 亮度: 700cd/m ² 对比度: 1200:1 响应时间: 10.0ms (G to G) 背光类型: CCFL 背光
LG	M5203	52 英寸	像素: 1920*1080 亮度: 700cd/m ² 对比度: 1300:1 响应时间: 8.0ms (G to G) 背光类型: CCFL 背光
LG	M5520	55 英寸	像素: 1920*1080 亮度: 700cd/m ² 对比度: 1300:1 响应时间: 10.0ms (G to G) 背光类型: CCFL 背光
松下	TH-65EF13MC	65 英寸	像素: 1920*1080 亮度: 350cd/m ² 对比度: 1400:1 响应时间: 9.0ms (G to G) 背光类型: LED 背光源-直下式
松下	TH-84EQ13MC	84 英寸	像素: 3840*2160 亮度: 350cd/m ² 对比度: 1600:1 响应时间: 8.0ms (G to G) 背光类型: LED 背光源-直下式
松下	TH-86EQ12MC	86 英寸	像素: 3840*2160 亮度: 500cd/m ²

			对比度: 1200:1 响应时间: 8.0ms (G to G) 背光类型: LED 背光源-直入式 像素: 3840*2160 亮度: 500cd/m ²
LG	86UH5D	86 英寸	对比度: 1200:1 响应时间: 8.0ms (G to G) 背光类型: LED 背光源-侧入式 像素: 3840*2160 亮度: 500cd/m ²
LG	98UH5F	98 英寸	对比度: 1300:1 响应时间: 8.0ms (G to G) 背光类型: LED 背光源-直下式

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

户外裸眼 3D 是公司未来重点关注的新技术方向。2021 年 10 月, 工业和信息化部、中央宣传部、国家广播电视总局等六部门联合印发了关于开展“百城千屏”超高清视频落地推广活动的通知, 支持有条件的城市设立超高清公共大屏。

户外 LED 裸眼 3D 大屏开始受到越来越多人的关注, 超大超高清屏幕, 结合海浪、外星飞船等传播内容, 呈现裸眼 3D 的视觉效果, 如真实场景再现, 给人一种极其逼真、高沉浸度的视觉感官体验。这种形式的户外广告不仅仅局限于品牌的露出, 更是用艺术内容来吸引眼球, 加速传播, 能够使品牌价值得到更大的提升, 同时其震撼的视觉冲击力深受广告主和广大受众的高度认可。随着疫情常态后, 商圈的媒体价值必然呈现爆发式增长, 结合商圈的户外裸眼 3D 的媒体价值, 公司将紧跟市场变化和国家政策, 探索在这个领域的营销场景。

图 38: 户外裸眼 3D 示意图



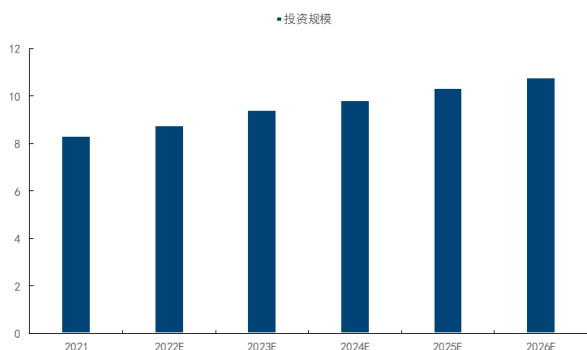
资料来源: 武汉江汉步行街官方微信公众号发布, 国信证券经济研究所整理

图 39: 户外裸眼 3D 示意图



资料来源: 成都太古里裸眼 3D 大屏官网微信公众号发布, 国信证券经济研究所整理

根据中研普华研究院, 2020 年我国裸眼 3D 市场容量在 15 亿元左右, 2025 年预计市场容量到 29.55 亿元。从投资端看, 预计 2021 年裸眼 3D 行业投资规模为 8.32 亿元, 2026 年裸眼 3D 行业投资规模为 10.78 亿元, 预测 2021-2026 年裸眼 3D 行业投资规模复合增长率为 5.31%。

图40：2021-2026年裸眼3D行业投资规模预测情况


资料来源：中研普华研究院、国信证券经济研究所整理

图41：2021-2026年裸眼3D行业投资增速预测


资料来源：中研普华研究院、国信证券经济研究所整理

根据公司5月31日公告，公司拟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。由公司全资子公司兆讯科技作为实施主体，预计项目投资总额4.2亿（最终项目投资总额以实际投资为准），公司拟使用超募资金2.5亿，其中拟使用超募资金5000万元向实施主体实缴出资，同时根据项目实施进度，在投资额度内拟使用超募资金2亿元以无息借款方式投入，借款期限至该项目实施完毕。

根据公司公告，本项目计算期取9年，建设期3年，经营期9年。项目预估投资总额为42106.62万元，其中建设投资38025.55万元，占总投资额90.31%；铺底流动资金4081.06万元，占总投资额9.69%，预计运营期年均收入23514.27万元，平均净利润约为7500万元。

表11：户外裸眼3D项目建设总规模及投资进度情况

项目名称	投资总额	投资占比	投资进度		
			第1年	第2年	第3年
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：公司公告，国信证券经济研究所整理

表12：户外裸眼3D项目经济效益分析

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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022年6月底公司首块户外裸眼3D正式亮相于广州天河路壬丰大厦大屏，该位置

位于被美誉为“华南第一商圈”的天河路商圈，凭借影院级超清屏幕和高能震撼的视效，影响着两条城市主干道的核心客群，视觉展现横跨整个十字路口红绿灯交界，日均人流量超 50 万次。目前该屏幕超过 1400 平方米的超大展示面积，跃居广州新一任地标性“屏王”。

图 42: 兆讯传媒在广州核心商圈放置首块户外裸眼 3D 大屏



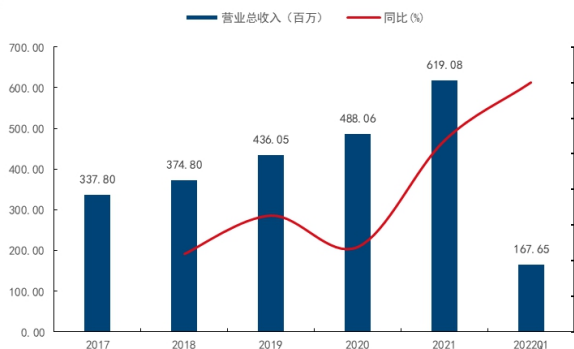
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

财务分析

成长性分析：疫情后复苏力度有望超其他交通广告

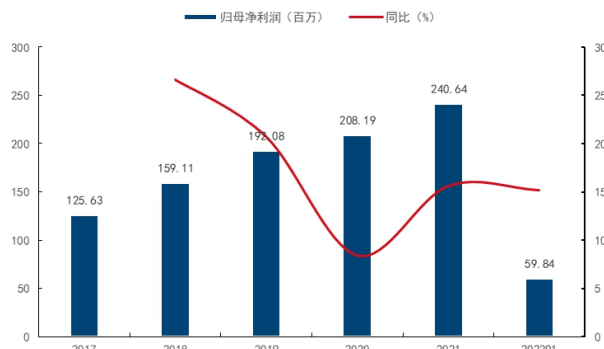
2021 年公司实现营收 6.19 亿，同增 26.84%，22Q1 实现营收 1.68 亿，同增 35%，2017-2021 年公司营业收入 5 年复合增速 12.9%，高于交通户外广告行业近五年复合增速，约为 6%。2021 年公司实现归母净利润 2.42 亿，同增 15.59%，22Q1 归母净利润 5984 万，同增 15.16%，2017-2021 年公司归母净利润 5 年复合增速为 13.9%。20 年增速略有下滑，但仍然高于同行，主要系 22Q2 疫情预计业绩端或有承压，铁路客流量较其他交通方式复苏更快，相应高铁广告复苏也快于其他户外广告。

图 43: 兆讯传媒营业总收入情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 44: 兆讯传媒归母净利润情况



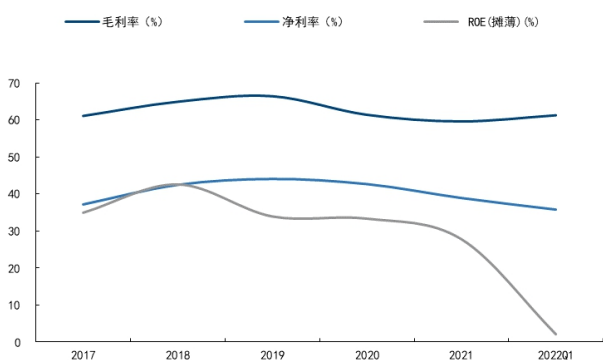
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力分析：媒体资源费是影响毛利率的关键

2017-2021 年公司毛利率、净利率保持相对平稳，毛利率维持 60% 上下，净利率保持 40% 上下，期间费用率维持 17% 上下，22Q1 公司 ROE（摊薄）下降主要因 22Q1 公司上市以来净资产大幅增加。

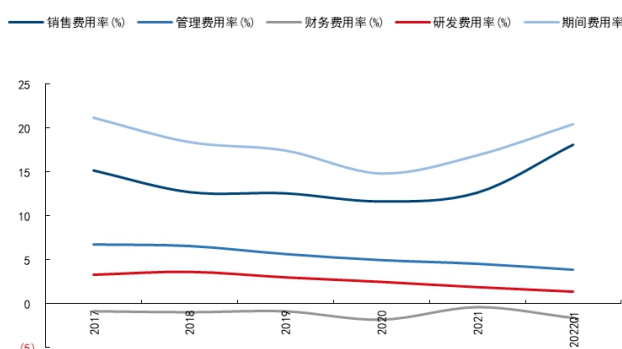
影响公司毛利率的关键是媒体资源使用费。具体拆分成本来看，公司成本端主要包括媒体资源使用费、媒体设备折旧费、人工成本、电费和其他运营成本。其中媒体资源使用费用占总成本比重从 2018 年的 74% 提升至 2021 年的 83%，媒体资源采购增长加快，2021 年其占营收比重从 29% 提升至 43%，其他成本占总营收维持 9% 以下。媒体资源费用增加一方面因公司签约站点变多，另一方面采购单价也在稳定提升。

图 45：兆讯传媒盈利能力指标



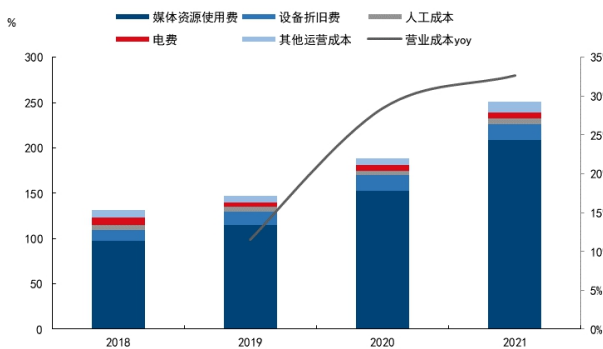
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 46：兆讯传媒费用率情况变化



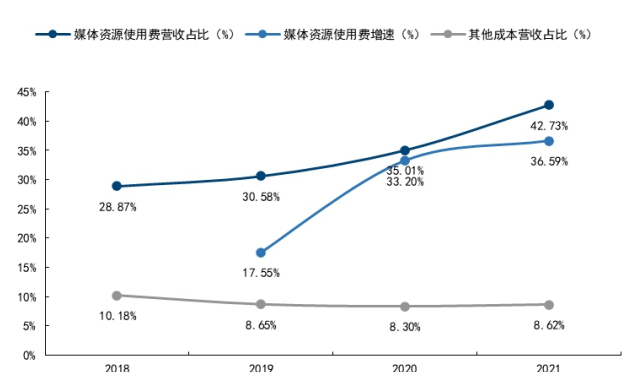
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 47：兆讯传媒成本结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 48：兆讯传媒媒体资源使用费占营收比重变化



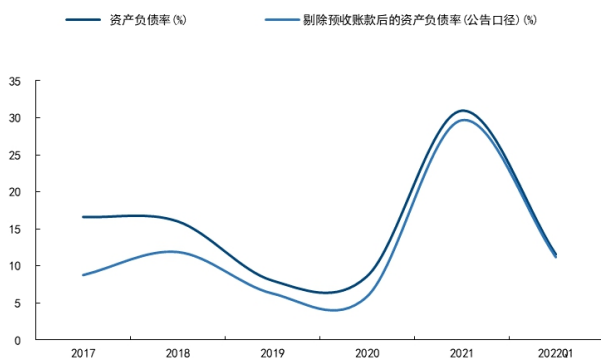
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资本结构及偿债能力分析：表现平稳，总体可控

2017-2020 年公司资产负债率平稳向下，2021 年资产负债率提升至 31%，负债增速大幅高于资产增速，原因是 1) 新增确认租赁负债 1.36 亿，同增 97%，因加大媒体资源采购所致；2) 一年内到期非流动负债 1.88 亿。此外，公司无存货，流动比率与速动比率相同，高于分众传媒，且整体呈上升趋势，短期偿债能力尚可，

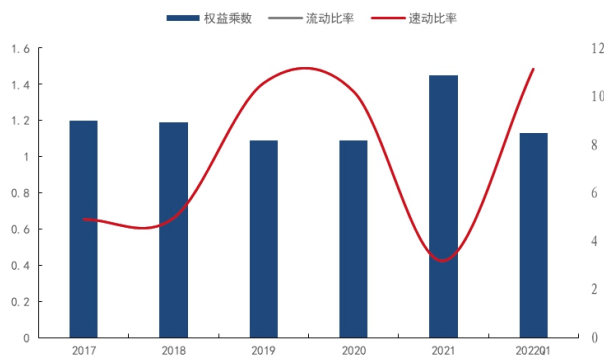
资产负债率整体可控。

图49: 兆讯传媒资产负债率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图50: 兆讯传媒偿债能力指标

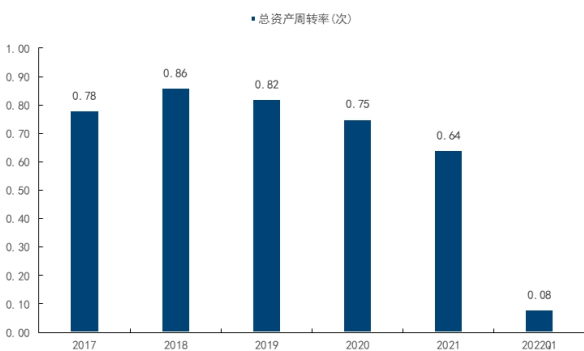


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营效率分析: 应收账款周转率稳中有降

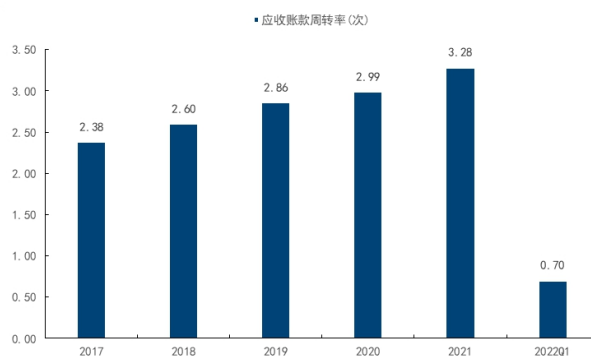
公司应收账款周转率整体呈稳中有升的趋势, 符合自身业务的特点, 总资产周转率小于1, 与分众传媒水平相当。

图51: 兆讯传媒总资产周转率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图52: 兆讯传媒应收账款周转率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

现金流量分析: 公司经营现金流表现健康

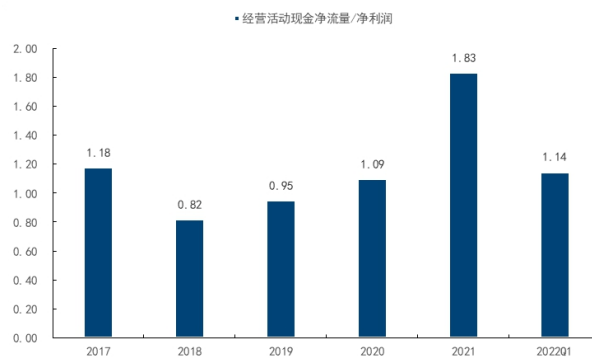
公司经营性现金流整体呈现平稳向上的态势, 2021年呈翻倍增长, 一方面因业务规模扩大, 另一方面, 根据新租赁准则, 支付的媒体资源使用费计入筹资活动, 导致购买商品接受劳务支付的现金减少, 如若剔除该部分影响, 公司经营性现金流净额与净利润比值基本匹配。

图53: 兆讯传媒经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图54: 兆讯传媒经营性现金流和净利润比值变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

收入拆分及预测：

1) 公司数字媒体屏幕数预测：根据公司募集资金项目要求，公司拟用 3 年时间在 全国新建及优化 233 个高铁数字媒体运营站点，其中新建运营站点 121 个，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。考虑 2022 年下半年的广告复苏，假设 22-24 年新增屏幕数分别为 600/1000/655 个。结合公司对数码刷屏机和电视视频机的定位和策略，我们预计数码刷屏机占比 90%/94%/95%，电视视频机占比 9%/5%/4%，LED 大屏数占比 1%/1%/1%。

2) 屏幕平均单价预测：受疫情影响，预计屏幕单价增速略放缓，但 23 年企稳恢复，预计数码刷屏机屏幕平均单价增速 15%/16%/16%，电视视频机屏幕平均单价增速 8%/11%/12%。

4) 分业务收入预测：综合如上量价预测，预计公司数码刷屏机收入为 6.55/9.21/11.78 亿，增速 33%/41%/28%，预计该部分收入占比持续提升；预计公司电视视频机收入为 9676/6928/6772 万，增速-17%/-28%/-2%，结合电视视频媒体特性和效果，公司主动收缩电视刷屏机屏幕数；预计公司 LED 大屏收入为 1536/2140/2801 万，增速 44%/39%/31%，预计该部分业务收入占比维持在 2%左右。

5) 经审慎考虑，公司户外 3D 裸眼正处于建设投入期，我们暂不考虑该部分业绩贡献。

成本拆分及预测：

公司成本端最核心的变量为媒体资源使用费，21 年占总成本的 84%，且呈上升趋势，其他成本占公司总营收比重相对稳定，维持在 7%上下，考虑疫情因素导致的刚性成本投入，我们预计 22-24 年公司媒体资源使用费占总营收比重为 37%/35%/35%，其他总成本占总营收比重为 8%/7%/7%。

表 13: 公司收入拆分及成本端预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入端预测						
数码刷屏机(百万)	267.98	321.81	491.51	654.83	921.17	1178.08
yoy (%)	17%	20%	53%	33%	41%	28%
占比 (%)	61%	66%	79%	85%	91%	92%
—数量(个)	3411	4000	4822	5586	6775	7469
占比 (%)	63%	73%	86%	90%	94%	95%
—单价(万)	7.86	8.05	10.19	11.72	13.60	15.77
yoy (%)	7%	2%	27%	15%	16%	16%
电视刷屏机(百万)	167.65	162.83	116.9	96.76	69.28	67.72
yoy (%)	20%	-3%	-28%	-17%	-28%	-2%
占比 (%)	38%	33%	19%	13%	7%	5%
—数量(个)	1948	1407	729	559	360	314
占比 (%)	36%	26%	13%	9%	5%	4%
—单价(万)	8.61	11.57	16.04	17.32	19.23	21.53
yoy (%)	74%	34%	39%	8%	11%	12%
LED 大屏	0.42	3.42	10.67	15.36	21.40	28.01
yoy (%)	-93%	714%	212%	44%	39%	31%
占比 (%)	0%	1%	2%	2%	2%	2%

一数量 (个)	41	67	56	62.07	72.07	78.62
占比 (%)	1%	1%	1%	1%	1%	1%
一单价 (万)	1.02	5.1	19.03	24.74	29.69	35.62
yoy (%)	-95%	398%	273%	30%	20%	20%
合计屏幕数 (个)	5400	5474	5607	6207	7207	7862
单价 (万)	8.08	8.92	11.04	12.36	14.04	16.20
总收入 (百万)	436.05	488.06	619.08	766.94	1011.85	1273.80
yoy (%)	16%	12%	27%	24%	32%	26%
成本端预测						
媒体资源使用费 (百万)	114.62	152.68	208.54	283.77	354.15	445.83
yoy (%)	18%	33%	37%	36%	25%	26%
媒体资源使用费/总营收 (%)	26%	31%	34%	37%	35%	35%
其他成本 (百万)	32.42	36.21	42.09	61.36	72.85	94.26
其他成本/总营收 (%)	7%	7%	7%	8%	7%	7%
总成本 (百万)	147.04	188.88	250.63	345.12	427.00	540.09
yoy (%)	11%	28%	33%	38%	24%	26%
毛利率 (%)	66%	61%	60%	55%	58%	58%

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

费用率预测：

2019-2021 年公司期间费用率保持相对稳定，维持在 15%-17%之间，具体来看，公司销售费用主要包括职工薪酬、广告宣传费、业务拓展费。考虑公司业务规模的扩张，我们预计 22-24 年公司销售费用率稳中有升，分别为 12.7%/12.8%/12.9%；公司管理费用主要包括职工薪酬、办公费用、租赁及物业费，从历史数据看表现较稳定，预计 22-24 年公司管理费用率为 2.7%/2.7%/2.7%；财务费用率方面，因公司上市募集一定体量资金，且公司自由现金流较为健康，短期内预计有一定利息收入贡献，我们预计 22-24 年财务费用率为-4.23%/-6.26%/-5.25%；公司研发费用率相对稳定，维持未来三年维持在 2%左右。

表 14：公司费用率预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2022Q1
销售费用率 (%)	12.60	11.67	12.67	12.70	12.80	12.90	18.14
管理费用率 (%)	2.68	2.50	2.68	2.70	2.70	2.70	3.92
财务费用率 (%)	-0.86	-1.85	-0.37	-4.23	-6.26	-5.52	-1.63
研发费用率 (%)	3.04	2.52	1.92	2.00	2.14	2.02	1.40

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

综上所述，预计 2022-2024 年公司营收 7.67/10.12/12.74 亿元，同比增速 24%/32%/26%，毛利率 55%/58%/58%，毛利 4.2/5.8/7.3 亿元，同比增速 +14.5%/38.7%/25.5%。

未来 3 年业绩预测

表 15: 公司未来三年盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	619	767	1012	1274
营业成本	251	345	427	540
销售费用	78	97	130	164
管理费用	17	21	27	34
财务费用	-2	-32	-63	-70
营业利润	260	318	466	574
利润总额	266	324	472	580
归属于母公司净利润	241	293	427	526
EPS	1.6	1.5	2.1	2.6
ROE	28%	9%	13%	14%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 22-24 年收入分别为 7.67/10.12/12.74 亿元, 归属母公司净利润 2.93/4.27/5.26 亿元, 利润年增速分别为 22%/46%/23%。每股收益 22-24 年分别为 1.5/2.1/2.6 元。

盈利预测的敏感性分析

乐观预测下, 22-24 年公司净利润为 3.46/5.07/6.38 亿, 增速 44%/46%/26%, 中性预期下, 22-24 年公司净利润为 2.93/4.27/5.26 亿, 增速 22%/46%/23%, 悲观预期下, 22-24 年公司净利润为 2.43/3.54/4.26 亿, 增速 0.84%/46%/20%。

表 16: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	488	619	782	1,056	1,357
(+/-%)	11.93%	26.84%	26.27%	35.13%	28.48%
净利润(百万元)	208	241	346	507	638
(+/-%)	42.66%	38.87%	43.98%	46.32%	25.90%
摊薄 EPS	1.39	1.60	1.73	2.53	3.19
中性预测					
营业收入(百万元)	488	619	767	1,012	1,274
(+/-%)	11.93%	26.84%	23.88%	31.93%	25.89%
净利润(百万元)	208	241	293	427	526
(+/-%)	42.66%	38.87%	21.85%	45.70%	23.07%
摊薄 EPS(元)	1.39	1.60	1.47	2.14	2.63
悲观的预测					
营业收入(百万元)	488	619	752	968	1,194
(+/-%)	11.93%	26.84%	21.50%	28.74%	23.30%
净利润(百万元)	208	241	243	354	426
(+/-%)	42.66%	38.87%	0.84%	45.93%	20.18%
摊薄 EPS	1.39	1.60	1.21	1.77	2.13
总股本(百万股)	150	150	200	200	200

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 43-47 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。传媒板块无杠杆 β 平均值为 0.9，广告营销板块为 0.93，我们给予公司无杠杆 β 为 0.95，无风险利率采用中国 10 年国债收益率最新数据 2.8%，考虑公司业务体量较小，未来处于业务规模扩张的高速成长期，给予公司股票风险溢价 6%，考虑广告行业和经济周期正相关性，给予公司永续增长率 2%。

绝对估值：40-44 元

营收、成本、费用预测我们在前文已做详细阐述，所得税方面，公司所得税率相对稳定，主要影响因素为公司子公司兆讯新媒体享受西藏地区的税收优惠，目前税收优惠对利润影响比例比较稳定，维持在 14%-16% 之间，我们假定子公司适用的税收政策暂不会发生重大变化，预计公司 22 年往后所得税率维持在 9.4%，股利分配比率方面，假设公司上市后业绩表现优异，结合公司业务属于扩张期，我们假定 22-24 年股利分配比率在 20%/25%/30%。

未来 5 年估值假设条件见下表：

表 17：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	16.34%	11.93%	26.84%	23.88%	31.93%	25.89%	15.00%	10.00%
营业成本/营业收入	33.72%	38.70%	40.48%	45.00%	42.20%	42.40%	43.00%	43.50%
管理费用/营业收入	2.67%	2.50%	2.67%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%
销售费用/销售收入	12.60%	11.67%	12.67%	12.70%	12.80%	12.90%	13.00%	13.00%
营业税及附加/营业收入	0.41%	0.44%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%
所得税税率	9.04%	9.24%	9.38%	9.40%	9.40%	9.40%	9.40%	9.40%
股利分配比率	7.55%	72.05%	0.00%	20.00%	25.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表 18：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.95	T	9.40%
无风险利率	2.8%	Ka	8.5%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	0.96
公司股价（元）	35.57	Ke	8.57%
发行在外股数（百万）	200	E/(D+E)	98.61%
股票市值（E，百万元）	7114	D/(D+E)	1.39%
债务总额（D，百万元）	100	WACC	8.52%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所假设

从估值方法特征来看，以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，结合敏感性分析，得出公司价值区间约为 40-44 元。

表 19：兆讯传媒 FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	285.2	402.2	504.0	568.9	617.4
所得税税率	9.40%	9.40%	9.40%	9.40%	9.40%
EBIT*(1-所得税税率)	258.4	364.3	456.6	515.4	559.4
折旧与摊销	11.0	12.8	14.6	16.7	18.8
营运资金的净变动	(56.0)	(55.5)	(40.9)	(45.5)	(32.2)

资本性投资	(25.0)	(30.0)	(35.0)	(30.0)	(30.0)
FCFF	188.4	291.6	395.4	456.6	515.9
PV(FCFF)	173.6	247.6	309.4	329.3	342.8
核心企业价值	7,992.0				
减：净债务	8.5				
股票价值	7,983.5				
每股价值	39.92				

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 20：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.5%	8.0%	8.52%	9.0%	9.5%
永续 增长 率变 化	3.0%	55.51	49.54	44.67	40.61	37.19
	2.5%	51.42	46.33	42.10	38.52	35.47
	2.0%	48.06	43.65	39.92	36.73	33.97
	1.5%	45.26	41.37	38.05	35.18	32.67
	1.0%	42.90	39.43	36.43	33.82	31.52

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析

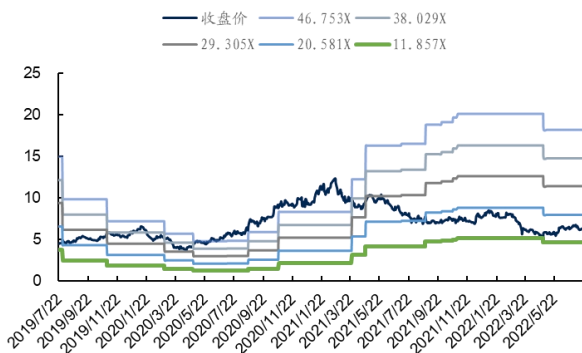
相对估值：37-44 元

目前广告营销可比上市公司主要有线下梯媒龙头分众传媒，线上数字营销公司蓝色光标、天下秀、三人行等，后者在行业内仍然定位为中介代理端，盈利能力较弱，因而 22 年平均 PE 为 18X；兆讯传媒作为户外媒体，业务模式定位上和分众传媒相似性较大，分众传媒因疫情受损，上半年业绩承压，但公司作为梯媒龙头具有较强的抗风险和修复能力，22 年分众传媒平均估值为 20X，而分众传媒在 2020 年疫情恢复后期，市盈率由 29X 修复至 46X 以上；参考行业估值情况，广告营销（中信）行业平均动态市盈率当前为 40x。

兆讯传媒在 2022 年下半年开始亦有疫情复苏逻辑，且公司业务规模基数小，上市后扩张快，同时打造第二增长曲线户外裸眼 3D 业务。总结来说，公司相对估值的考量因素：1) 公司处于广告产业链的媒介端，客观上估值水平优于代理中介端；2) 公司的业务模式与分众有一定相似性，疫情后分众传媒的估值修复程度可做参考；3) 公司处于高速发展期，户外裸眼 3D 打开长期空间。综合以上我们给予公司 2022 年相对市盈率 27x-30x。

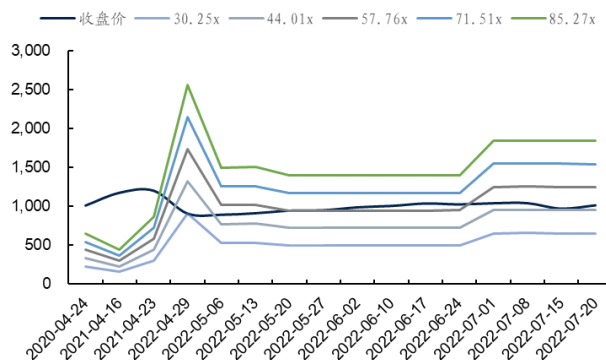
此外，我们参考 PEG 法，公司 2020 和 2022 年均受疫情影响导致业绩端的波动，我们参考兆讯传媒 2021-2023E 的利润复合增速，预计该复合增速为 21%，基于该复合增速，结合可比公司 PEG (FY1)，我们给予公司 PEG 1.1-1.3，对应 PE 为 23-28X，综合相对市盈率法和 PEG 法，我们给予公司 2022 年市盈率 25-30X。综上，相对估值法下公司 22 年目标价 37-44 元。

图55: 分众传媒 PE-Bands



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图56: 广告营销(中信)行业 PE-Bands



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

表 21: 可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS			PE			PEG (FY1)
					2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
002027.SZ	分众传媒	买入	5.76	829.44	0.42	0.32	0.41	15.02	19.72	15.39	7.93
300058.SZ	蓝色光标	增持	5.61	139.7451	0.21	0.29	0.36	27.14	19.66	15.83	0.61
600556.SH	天下秀	买入	7.45	134.696	0.2	0.28	0.37	36.3	25.93	19.62	0.66
605168.SH	三人行	增持	99.46	100.4546	4.98	7.3	10.1	18.85	12.86	9.3	0.31
603825.SH	华扬联众	增持	15.83	40.0499	0.9	1.21	1.65	18.88	14.04	10.3	0.37
301102.SZ	兆讯传媒	买入	35.57	71.14	1.6	1.5	2.2	22.49	23.99	16.37	0.74

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 39-44 元之间,2022 年动态市盈率 26-30 倍,相对于公司目前股价有 10%-24%向上空间。当前公司所在广告行业的估值仍然受到大环境的压制,但考虑公司的产业链地位、疫情恢复后的强复苏、公司较低的行业渗透率及开拓户外 3D 裸眼创新业务打开新空间,我们认为兆讯传媒未来具有较好的成长性,我们仍然看好公司的长期空间,首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 43-47 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司收入和利润增长率估计乐观,导致未来 5 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.84%、风险溢价 6%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司绝对估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司实际为负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的线下梯媒龙头和线上数字营销公司,且将户外 3D 裸眼的未来成长性囊括进入目标 PE,最终给予公司 22 年 28-32 倍 PE 估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 24%/32%/26%,可能存在对公司扩屏速度及屏幕单价预计乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 55%/58%/58%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司下半年将步入疫情后的恢复期,因而给予 22 年 24%的增速,但若下半年地区性大范围的疫情再次反复,可能会导致 22 年甚至往后的业绩不及预期。

经营风险

数字媒体资源流失风险:公司自设立以来始终专注于铁路媒体资源的开发和运营,随着高铁媒体的传播价值被越来越多的行业参与者重视和认可,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。

数字媒体资源采购价格上涨风险: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,公司与铁路局集团双方通常约定每年按照一定的比例进行采购价格调升;对于期满重新续签合同,公司与铁路局集团通常重新进行定价,与前次所签订合同的采购价格相比也会有一定比例的涨幅。随着高铁媒体资源传播价值越来越大,竞争愈加激烈。公司存在随着与铁路局集团合作时间的不断推移,数字媒体资源采购价格增长,进而增加公司运营成本,对公司盈利能力造成不利影响的

行业竞争加剧的风险：我国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、移动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更加丰富多样，参与市场竞争的企业类型和数量在不断增多。部分新进入的中小广告媒体运营商为争夺客户资源，往往采用低价竞争手段，压低了行业整体的利润空间，行业的市场竞争日趋激烈。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。

财务风险

应收账款风险：上市前公司应收账款净额占总资产的比例分别为 32.87%/25.93%/ 24.49%，各期末金额较大，占营业收入的比例较高。公司已对存在财务经营困难、无法按期偿还债务的客户应收账款全额计提了坏账准备。但不排除未来行业竞争激烈，导致下游客户出现倒闭破产等重大不利影响因素或突发事件，可能发生因应收账款不能及时收回而形成坏账的风险，从而对公司资金使用效率及经营业绩产生不利影响。

固定资产折旧增加风险：公司围绕搭建高铁数字媒体网络持续进行数字媒体设备的优化和投放，本次募集资金到位后，随着募集资金投资项目的建设完成并达到预定可使用状态，预计未来每年新增的固定资产折旧金额将上升。若本次募集资金投资项目达产后，新增盈利未及时达到预期水平，则公司存在因折旧增加而导致利润下滑的风险。

公开发行股票摊薄即期回报风险：本次募集资金投资项目有一定的建设运营期，产生效益尚需一定时间，因此募集资金到位后公司每股收益短期内呈下降趋势，进而导致股东即期回报存在被摊薄的风险。

技术风险

信息系统平台技术更迭风险：公司现有的信息系统平台已安全运行多年，并保持持续的更新换代和研发投入，但仍存在因系统改造升级不及时、运营能力匹配不到位、管理能力不足等对业务开展产生不利影响的可能性。另一方面，信息系统本身也有可能因为软硬件故障、通信线路中断、数据泄漏丢失等突发情况，而出现影响公司经营业务顺利开展的风险，甚至有可能造成经济损失和法律纠纷

屏幕显示技术的更迭或被替代风险：生活场景的变迁是户外广告的发展脉络，赋予其横向拓展的方向指引，技术的应用渗透则是数字户外未来发展趋势的关键，赋予其纵向升级的突破创新。户外广告屏幕显示技术甚至产业格局都将在技术的推动下出现不同程度的变化创新，随着信息技术在数字户外领域的发展和 5G 时代的来临，不排除出现应用了智慧屏、程序化和 AR 等已知或未知技术的新媒体类型，颠覆市场竞争格局，降低公司在广告主中的吸引力，并进而影响公司经营业绩。

创新风险

未来对于新的 5G 网络技术环境、新的媒体设备，公司需要不断更新软硬件，适应数字媒体不断变化的经营环境。公司需要保持领先的技术水平和高质量的媒体网络体系，具备以信息系统平台保障高效刊播流程的能力。如未来公司在技术创新方面决策失误，或未能及时跟上 5G 的发展速度，没有及时跟进市场变化特点，则有可能导致公司市场竞争优势被削弱，进而影响公司的

持续发展。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。联美控股直接和间接持有发行人 100% 股权，为公司控股股东，苏氏五人为公司实际控制人。本次发行完成后，公司控股股东及实际控制人仍能够对公司的董事人选、经营决策和管理、投资方向、资产交易、修改公司章程及股利分配等重大事项的决策予以控制或施加重大影响，不能排除在本次发行后，因控股股东和实际控制人不当行使表决权，而对发行人和其他股东的利益产生不利影响的风险。

解禁流动性风险。目前公司市值在 70 亿上下，流通市值在 15 亿左右，2022 年 9 月 28 日和 2023 年 3 月 28 日，分别占解禁后流通股的 5.38% 和 7.03%，2022 年 9 月 22 日股份类型为首发一般股份和首发机构配售，2023 年 3 月 28 日解禁股份类型为首发战略配售股份，建议关注股东的流动性风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	335	521	2592	2839	3146	营业收入	488	619	767	1012	1274
应收款项	210	261	357	444	523	营业成本	189	251	345	427	540
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	2	3	3	4	5
其他流动资产	25	6	15	20	25	销售费用	57	78	97	130	164
流动资产合计	570	787	2964	3303	3695	管理费用	12	17	21	27	34
固定资产	107	106	121	138	158	研发费用	12	12	15	22	26
无形资产及其他	0	0	0	0	0	财务费用	(9)	(2)	(32)	(63)	(70)
投资性房地产	4	358	358	358	358	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	682	1252	3443	3799	4211	其他收入	(13)	(13)	(15)	(22)	(26)
短期借款及交易性金融负债	0	188	100	100	100	营业利润	224	260	318	466	574
应付款项	26	25	46	57	73	营业外净收支	6	5	6	6	6
其他流动负债	30	35	55	69	88	利润总额	229	266	324	472	580
流动负债合计	56	248	201	226	260	所得税费用	21	25	30	44	55
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	140	150	160	170	归属于母公司净利润	208	241	293	427	526
长期负债合计	2	140	150	160	170	现金流量表（百万元）					
负债合计	58	388	351	386	430	净利润	208	241	293	427	526
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	3	(1)	0	0
股东权益	623	864	3093	3413	3781	折旧摊销	20	21	11	13	15
负债和股东权益总计	682	1252	3443	3799	4211	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(9)	(2)	(32)	(63)	(70)
每股收益	1.39	1.60	1.47	2.14	2.63	营运资本变动	(2)	(240)	(56)	(55)	(41)
每股红利	1.00	0.00	0.29	0.53	0.79	其它	0	(3)	1	(0)	(0)
每股净资产	4.16	5.76	15.46	17.06	18.91	经营活动现金流	226	21	248	384	500
ROIC	34.31%	28.27%	14%	13%	16%	资本开支	0	(23)	(25)	(30)	(35)
ROE	33.40%	27.85%	9%	13%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	61%	60%	55%	58%	58%	投资活动现金流	0	(23)	(25)	(30)	(35)
EBIT Margin	44%	42%	37%	40%	40%	权益性融资	0	0	1994	0	0
EBITDA Margin	48%	45%	39%	41%	41%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	27%	24%	32%	26%	支付股利、利息	(150)	0	(59)	(107)	(158)
净利润增长率	8%	16%	22%	46%	23%	其它融资现金流	113	188	(88)	0	0
资产负债率	9%	31%	10%	10%	10%	融资活动现金流	(187)	188	1847	(107)	(158)
股息率	2.8%	0.0%	1.1%	2.0%	3.0%	现金净变动	39	186	2071	248	307
P/E	25.6	22.2	24.3	16.7	13.5	货币资金的期初余额	295	335	521	2592	2839
P/B	8.6	6.2	2.3	2.1	1.9	货币资金的期末余额	335	521	2592	2839	3146
EV/EBITDA	22.9	20.4	25.2	18.1	14.5	企业自由现金流	0	(8)	188	292	395
						权益自由现金流	0	180	130	349	459

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032