

疫情致主业短期承压，关注裸眼 3D 大屏业务进展

投资要点

- **事件：**兆讯传媒发布 2022 年半年度报告，2022 上半年公司实现营收 2.6 亿元，同比上涨 8.3%；归母净利润 6744.7 万元，同比下降 18.8%；扣非净利润 6657.1 万元，同比下降 19.8%。单季度来看，Q2 营收同比下降 19.5%至 9592.9 万元；归母净利润同比下降 75.6%至 760.4 万元；扣非净利润同比下降 78.3%至 676.3 万元，主要系广告行业受疫情影响较大所致。
- **主业疫情承压，裸眼 3D 屏有望构筑第二业绩增长极。**2022H1 受疫情影响，广告市场花费同比下降 11.8%，公司业务拓展受到影响较大，报告期内归母净利润同比下降 18.8%至 6744.7 万元。新业务方面，2022 年 6 月，公司在广州和太原的大屏进入试运营状态，赋能数字户外传播。大屏业务或有效拓宽媒体覆盖范围，助力公司数字化发展进程，或将形成业绩第二增长极。
- **“媒体网络+数字化运营+优质客户资源”三位一体筑牢公司竞争壁垒。**公司已建成覆盖全国 29 个省级行政区、年触达客流量超过 10 亿人次的高铁数字媒体网络，签约 17 家铁路局、556 个客运站。广告主方面，公司与汽车、房地产、酒类、消费品、互联网、餐饮行业等头部客户建立战略合作，报告期内新增比亚迪、中国移动、青岛啤酒等龙头客户，三位一体运营战略有望继续夯实公司主业优势。
- **户外广告规模增长，政策鼓励持续释放利好。**数字户外广告总支出所占份额逐年增长，其中高铁数字媒体广告呈现连续增长态势；此外，媒体广告屏幕数字化趋势逐步显现，裸眼 3D 技术应用更为广泛。2022 年 1 月，多部门印发《“百城千屏”活动实施指南》，亦指出裸眼 3D 大屏对城市宣传的重要作用，鼓励超高清视频与各行各业融合发展，未来发展值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.6 亿元、3.8 亿元、5.3 亿元，对应 PE 分别为 24 倍、17 倍、12 倍。公司为高铁数字媒体领军者，媒体网络覆盖面广，客户资源丰富，公司有望率先享受扩容红利，裸眼 3D 大屏业务将构筑业绩第二增长极。综上，我们给予公司 2022 年 30 倍 PE，对应目标价 39.6 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策变化风险、宏观经济波动风险、市场竞争加剧风险、数字媒体资源流失风险、裸眼 3D 大屏业务发展不及预期的风险。

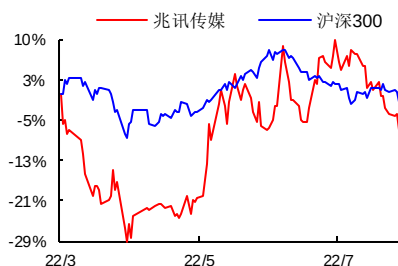
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	619.08	760.56	975.50	1283.86
增长率	26.84%	22.85%	28.26%	31.61%
归属母公司净利润 (百万元)	240.64	264.86	375.48	529.30
增长率	15.59%	10.07%	41.77%	40.97%
每股收益 EPS (元)	1.20	1.32	1.88	2.65
净资产收益率 ROE	27.85%	8.61%	11.05%	13.74%
PE	26	24	17	12
PB	7.23	2.03	1.84	1.62

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.00
流通 A 股(亿股)	0.43
52 周内股价区间(元)	24.3-37.3
总市值(亿元)	63.28
总资产(亿元)	12.52
每股净资产(元)	5.76

相关研究

1. 兆讯传媒 (301102): 高铁数字媒体领军者，网络布局构筑品牌护城河 (2022-03-23)

关键假设

假设 1：预计 2022-2024 年广告主需求逐步恢复，铁路里程与站点数维持增长，预计公司数字媒体屏幕数 2022-2024 年增速分别为 5%、6%、7%。

假设 2：预计伴随公司运营管理效率提升，以及设备优化升级，疫情好转下，预计单屏幕收入增速维持平稳增长，2022-2024 年分别为 17%/21%/23%。

假设 3：随着新增站点扩容，效率提升，规模化带来成本降低，预计毛利率将逐步提升，预计 2022-2024 年整体毛利率分别为 55%、57%、59%。

表 1：分业务收入及毛利率

		2021A	2022E	2023E	2024E
广告分发收入	数字媒体屏幕数（块）	5607	5887	6241	6677
	yoy	2%	5%	6%	7%
	单屏幕销售收入（万元）	11.04	12.92	15.63	19.23
	yoy	24%	17%	21%	23%
合计（百万元）		619.10	760.56	975.5	1283.9
yoy		26.8%	22.9%	28.3%	31.6%
毛利率		59.5%	55%	57%	59%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取分众传媒作为可比公司，2022 年 PE 为 21 倍。公司为高铁数字媒体领军者，媒体网络覆盖面广，客户资源丰富，在铁路里程数提升和高铁数字媒体广告行业发展的背景下，公司有望率先受益，裸眼 3D 大屏业务将构筑业绩第二增长极。考虑到公司历史估值水平，同时公司作为高铁广告龙头，主业优势明显，可享受一定的估值溢价，我们给予公司 2022 年 30 倍 PE，对应目标价 39.6 元，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
分众传媒	002027	5.96	0.28	0.43	0.51	21	14	12
平均值						21	14	12

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2022 年 8 月 25 日收盘）

风险提示

行业政策变化风险、宏观经济波动风险、市场竞争加剧风险、数字媒体资源流失风险、裸眼 3D 大屏业务发展不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	619.08	760.56	975.50	1283.86	净利润	240.64	264.86	375.48	529.30
营业成本	250.63	342.25	419.46	526.38	折旧与摊销	22.00	9.21	9.21	9.21
营业税金及附加	2.53	3.10	3.98	5.24	财务费用	-2.28	6.74	2.28	0.96
销售费用	78.46	97.35	117.06	141.22	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	16.57	22.82	26.34	35.95	经营营运资本变动	-26.11	-112.20	-93.45	-121.63
财务费用	-2.28	6.74	2.28	0.96	其他	206.51	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	440.76	168.60	295.53	416.84
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	0.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-22.90	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-22.54	0.00	0.00	0.00
营业利润	260.13	288.30	406.37	574.11	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.42	3.97	7.97	9.97	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	265.54	292.27	414.34	584.07	股权融资	0.00	1994.00	0.00	0.00
所得税	24.90	27.41	38.85	54.77	支付股利	0.00	-48.13	-52.97	-75.10
净利润	240.64	264.86	375.48	529.30	其他	-230.23	-194.78	-2.28	-0.96
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-230.23	1751.09	-55.26	-76.06
归属母公司股东净利润	240.64	264.86	375.48	529.30	现金流量净额	187.99	1919.70	240.27	340.78
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	520.99	2440.69	2680.96	3021.74	成长能力				
应收和预付款项	265.32	395.00	502.68	640.07	销售收入增长率	26.84%	22.85%	28.26%	31.61%
存货	0.00	0.00	-2.00	-1.00	营业利润增长率	16.35%	10.83%	40.95%	41.28%
其他流动资产	1.09	1.34	1.72	2.26	净利润增长率	15.59%	10.07%	41.77%	40.97%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	18.93%	8.72%	37.34%	39.82%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	97.35	88.34	79.33	70.32	毛利率	59.52%	55.00%	57.00%	59.00%
无形资产和开发支出	0.21	0.07	-0.06	-0.20	三费率	14.98%	16.69%	14.93%	13.87%
其他非流动资产	366.59	366.53	366.46	366.40	净利率	38.87%	34.82%	38.49%	41.23%
资产总计	1251.55	3291.96	3629.08	4099.59	ROE	27.85%	8.61%	11.05%	13.74%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.23%	8.05%	10.35%	12.91%
应付和预收款项	38.53	77.62	92.23	108.53	ROIC	84.37%	93.61%	93.49%	100.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	45.20%	40.00%	42.84%	45.51%
其他负债	349.02	139.61	139.61	139.61	营运能力				
负债合计	387.55	217.23	231.83	248.14	总资产周转率	0.64	0.33	0.28	0.33
股本	150.00	200.00	200.00	200.00	固定资产周转率	6.34	8.21	11.67	17.21
资本公积	10.04	1954.04	1954.04	1954.04	应收账款周转率	3.28	3.09	3.07	3.17
留存收益	703.96	920.70	1243.21	1697.41	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	864.00	3074.73	3397.25	3851.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.18%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	864.00	3074.73	3397.25	3851.45	资产负债率	30.97%	6.60%	6.39%	6.05%
负债和股东权益合计	1251.55	3291.96	3629.08	4099.59	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.18	36.55	34.52	33.75
					速动比率	3.18	36.55	34.54	33.76
					股利支付率	0.00%	18.17%	14.11%	14.19%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	279.84	304.25	417.87	584.27	每股收益	1.20	1.32	1.88	2.65
PE	25.97	23.60	16.65	11.81	每股净资产	4.32	15.37	16.99	19.26
PB	7.23	2.03	1.84	1.62	每股经营现金	2.20	0.84	1.48	2.08
PS	10.10	8.22	6.41	4.87	每股股利	0.00	0.24	0.26	0.38
EV/EBITDA	14.25	11.32	7.67	4.90					
股息率	0.00	0.77%	0.85%	1.20%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn