

兆讯传媒 (301102.SZ)

静待广告复苏，关注裸眼 3D 扩屏进展

买入

核心观点

受宏观环境影响，利润短期下滑，收入增长放缓。2022H1 公司实现营收 2.64 亿，同增 8.34%，实现归母净利润 6745 万，同减 18.83%，其中 2022Q2 营收 9593 万，同减 19.46%；2022Q2 实现归母净利润 760 万，同减 75.57%。公司上半年利润下滑一方面受疫情影响致客流下降，影响广告投放预期。2022H1 铁路客流量 7.87 亿，同减 42.34%；另一方面，公司保持媒体资源拓展，收入维持正增长，但媒体建设放缓。2022H1 公司经营活动现金净流量 1.24 亿，同减 41.4%。

媒体资源结构、客户结构不断优化。1) 从媒体资源端看，截至 2022H1，公司已签约铁路客运站 556 个，开通运营铁路客运站 461 个（高铁站 431 个，普通站 30 个），其中运营的高铁站（含动车）占比达到 93.5%，运营 5409 块数字媒体屏幕（数码刷屏机 4361 块，电视视频机 986 块，LED 大屏 62 块）。其中数码刷屏机数量提升明显，公司主动收缩电视视频机数，媒体资源结构进一步优化；2) 从客户资源端看，公司就在手重点行业保持合作稳定，夯实消费品领域的合作优势，在食品饮料、酒类、家电、互联网精耕细作，新引进的客户有施洛华眼镜，比亚迪汽车，中国移动通信，青岛啤酒等。

布局裸眼 3D 探索第二增长曲线。2022 年 6 月，公司在广州和太原打造的 1400 平方、550 平方裸眼 3D 大屏建成落地并进入试运营状态。上述两块 LED 显示屏采用帧刷新、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高清、细腻、流畅和逼真，成为彰显“大视觉大效果”的重要基础。

风险提示：媒体资源流失风险；行业竞争风险；疫情反复致广告行业下行。

投资建议：考虑公司疫情后强复苏、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，我们认为公司当前仍然具有较好的成长性。我们维持此前盈利预测，预计公司 22-24 年归母净利润为 2.93/4.27/5.26 亿，增速为 21.8%/45.7%/23.1%，EPS 为 1.47/2.14/2.63 元，对应 PE 21/15/12X，短期波动不影响高铁媒体的长期价值，维持“买入”评级。

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)	22.5	19.5	21.3	14.6	11.9
EV/EBITDA	20.1	18.1	22.3	16.0	12.9
市净率 (PB)	7.51	5.42	2.02	1.83	1.65

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·财报点评

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(维持)
合理估值	
收盘价	31.21 元
总市值/流通市值	6242/1342 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	82.68 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

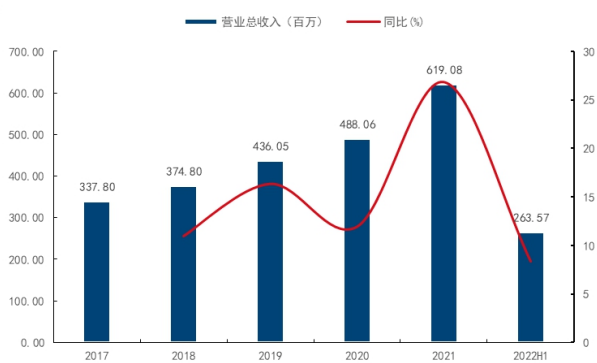
相关研究报告

《兆讯传媒 (301102.SZ) - 深耕高铁媒体广告，复苏与成长兼具》
 ——2022-08-05

受宏观环境影响，利润短期下滑，收入增长放缓

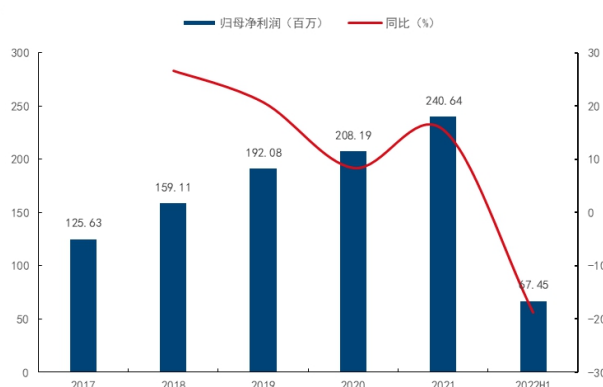
2022H1 公司实现营收 2.64 亿, 同增 8.34%, 实现归母净利润 6745 万, 同减 18.83%, 其中 2022Q2 营收 9593 万, 同减 19.46%; 2022Q2 实现归母净利润 760 万, 同减 75.57%。公司上半年利润下滑一方面受疫情影响致客流下降, 影响广告投放预期。2022H1 铁路客流量 7.87 亿, 同减 42.34%; 另一方面, 公司保持媒体资源拓展, 收入维持正增长, 但媒体建设放缓。2022H1 公司经营活动现金净流量 1.24 亿, 同减 41.4%。公司经营性现金流净额下滑因客户回款变慢, 且公司进军裸眼 3D 大屏预付诚意金所致。

图1: 兆讯传媒营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

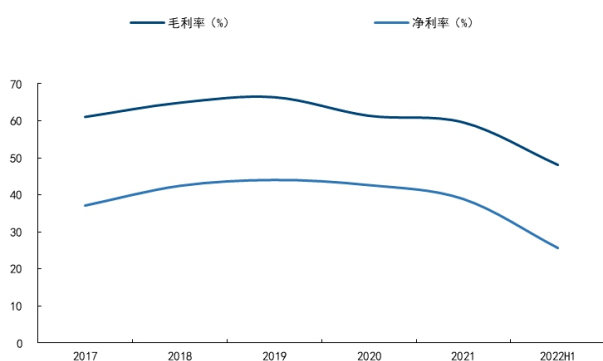
图2: 兆讯传媒归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

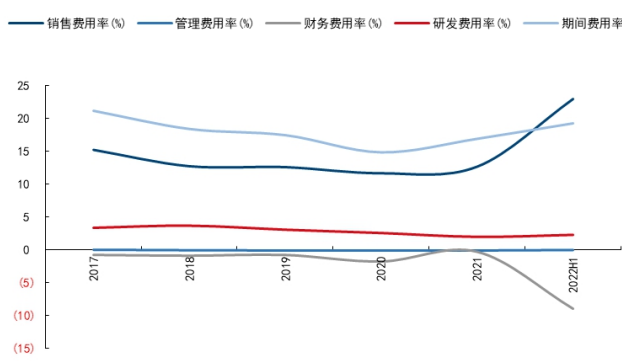
2022H1 公司毛利率和净利率分别为 48.1%、25.59%，同减 5.2/8.56pct，公司毛利率下滑一方面因加大媒体资源开发，另一方面新增裸眼 3D 媒体开发成本。此外公司期间费用率同增 4.68pct 至 19.26%，其中销售费用率提升明显，销售费用同增 150.29%至 6034.6 万，主要因系广告宣传费增加所致。

图3: 兆讯传媒毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 兆讯传媒费用率变化情况



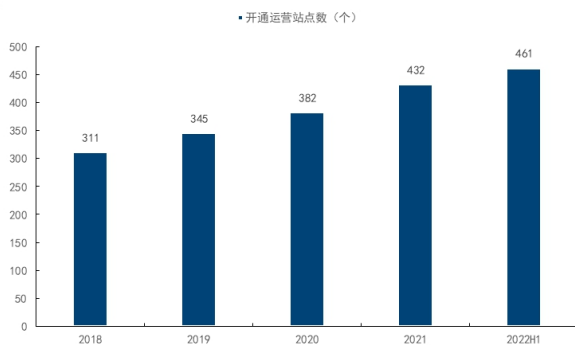
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

媒体资源结构、客户结构不断优化

从媒体资源端看, 截至 2022H1, 公司已签约铁路客运站 556 个, 开通运营铁路客运站 461 个 (高铁站 431 个, 普通站 30 个), 其中运营的高铁站 (含动车) 占比达到 93.5%, 运营 5,409 块数字媒体屏幕 (数码刷屏机 4,361 块, 电视视频机 986 块, LED 大屏 62 块)。其中数码刷屏机数量提升明显, 主动收缩电视视频机数,

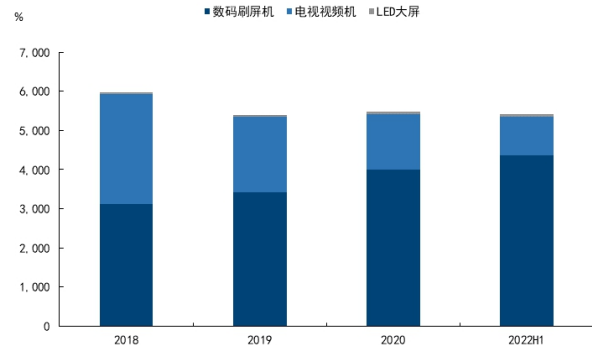
媒体资源结构进一步优化。

图5：2018-2022H1 兆讯传媒开通运营铁路客运站数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：2018-2022H1 兆讯传媒数字媒体屏幕数结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：未披露 2021 年媒体屏幕数结构）

从客户资源端看，公司就在手重点行业保持合作稳定，夯实消费品领域的合作优势，在食品饮料、酒类、家电、互联网精耕细作，新引进的客户有施洛华眼镜，比亚迪汽车，中国移动通信，青岛啤酒等。

布局裸眼 3D 探索第二增长曲线

2022 年 6 月，公司在广州和太原打造的 1400 平方、550 平方裸眼 3D 大屏建成落地并进入试运营状态。上述两块 LED 显示屏采用帧刷新、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高清、细腻、流畅和逼真，成为彰显“大视觉大效果”的重要基础。两块裸眼 3D 大屏通过光影和物距的变换在媒体上构成不同景深表现，为城市人文、商业艺术表达，提供更广阔的展示和想象空间。

风险提示：媒体资源流失风险；行业竞争风险；疫情反复致广告行业下行。

投资建议：考虑公司疫情后强复苏、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，我们认为公司当前仍然具有较好的成长性。我们维持此前盈利预测，预计公司 22-24 年归母净利润为 2.93/4.27/5.26 亿，增速为 21.8%/45.7%/23.1%，EPS 为 1.47/2.14/2.63 元，对应 PE 21/15/12X，短期波动不影响高铁媒体的长期价值，维持“买入”评级。

表1：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		
					2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002027.SZ	分众传媒	买入	5.94	853.53	0.42	0.28	0.43	14.14	21.21	13.81
300058.SZ	蓝色光标	增持	5.84	144.73	0.21	0.29	0.36	27.81	20.14	16.22
600556.SH	天下秀	买入	7.33	129.25	0.2	0.26	0.36	36.65	28.19	20.36
605168.SH	三人行	增持	101.21	103.17	7.25	7.26	10.12	13.96	13.94	10.00
603825.SH	华扬联众	增持	17.64	42.99	0.9	1.21	1.65	19.60	14.58	10.69

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

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	3.2%	0.0%	1.3%	2.3%	3.4%	现金净变动	39	186	2071	248	307
P/E	22.5	19.5	21.3	14.6	11.9	货币资金的期初余额	295	335	521	2592	2839
P/B	7.5	5.4	2.0	1.8	1.7	货币资金的期末余额	335	521	2592	2839	3146
EV/EBITDA	20.1	18.1	22.3	16.0	12.9	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