

2015年10月23日

证券研究报告·2015年三季度点评

腾信股份(300392)传媒

增持(首次)

当前价: 40.13元

目标价: 一一元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

主营业务快速增长, 布局汽车电商 打开巨大发展空间

- 业绩总结:** 公司 2015 前三季度实现营业收入 10.3 亿元, 同比增长 64.8%, 实现净利润 8971.7 万元, 同比增加 50%。其中三季度实现营业收入 4.3 亿元, 同比增长 60%, 归母净利润 3298.4 万元, 同比增长 53%。
- 主营业务实现稳健增长, 盈利能力增强。** 从前三季度看, 营收增长主要是快速消费品及汽车客户服务收入持续稳增, 我们预计互联网广告仍然占营业收入的主要部分, 预测约占 9 成左右。前三季度毛利率保持稳定, 其中三费率稳步下降, 但由于期间应收账款余额加大, 公司计提坏账准备增加, 导致净利率略有下降。从单季度看, 2015 年 Q3 营业收入、净利润同比均有大幅度提升, 公司盈利能力增强。从全年看, 预计公司能够实现业绩持续稳健增长。
- 布局汽车电商, 未来发展空间巨大。** 公司于 7 月份增资 5 亿元, 取得上海车瑞信息科技有限公司 46% 股权, 成为控股股东, 预计近期完成工商变更。近几年出现了汽车产能过剩、经销商库存压力不断扩大的情况, 车瑞信息旗下车风网开创独特的汽车电商模式: 采取买断整车的方式, 获取定价权, 解决购车价格不透明的痛点。车风网利用互联网平台实现汽车售前和售后的分离, 采取轻资产运营, 从而缩减售前成本。今年车风网计划完成销售 5 万台, 明年计划销售 20 万台。我们预测今年销量能够超出预期, 完成 7 万台左右。待车风网实现快速扩张后, 一方面在汽车后服务市场、二手车置换、汽车金融保险等领域将有巨大发展潜力。更重要的是, 当前汽车产销体系面临行业困境, 处于变革的时期, 车风网若能迅速做大, 将有机会挖掘变革中的新机遇, 或许能够成为新的产销体系中重要一环, 给市场带来无限的想象空间。
- 拓展泛娱乐布局, 加快提升互联网整合营销服务商能力。** 公司在社交媒体布局方面加速发展: 于 8 月份投资火钳刘明文化传媒有限公司, 火钳刘明制作的微信和微博著名自媒体平台——关爱八卦成长协会, 拥有微信粉丝 200 万, 微博粉丝 314 万, 视频播放量达 3.6 亿, 是今年崛起的明星垂直社区。公司提前布局泛娱乐领域, 利用社会化媒体培育新的利润增长点, 提升互联网整合营销服务能力。
- 盈利预测及评级:** 我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.36 元、0.53 元和 0.67 元, 对应动态 PE 分别为 110 倍、76 倍和 60 倍。我们非常看好公司在汽车电商方面的创新模式和发展空间, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:** 车风网新模式拓展或低于预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	839.31	1310.33	1738.34	2182.66
增长率	21.16%	56.12%	32.66%	25.56%
归属母公司净利润(百万元)	89.54	139.72	203.61	258.46
增长率	15.67%	56.04%	45.72%	26.94%
每股收益 EPS(元)	0.23	0.36	0.53	0.67
净资产收益率 ROE	11.70%	15.45%	18.39%	18.95%
PE	172	110	76	60
PB	20.13	17.02	13.89	11.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

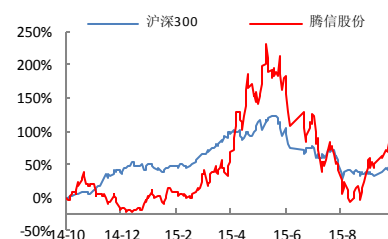
分析师: 田明华

执业证号: S1250515060001

电话: 021-68415819

邮箱: tmhwa@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	3.84
流通 A 股(亿股)	1.61
52 周内股价区间(元)	19.44-73.33
总市值(亿元)	154.10
总资产(亿元)	12.65
每股净资产(元)	2.19

相关研究

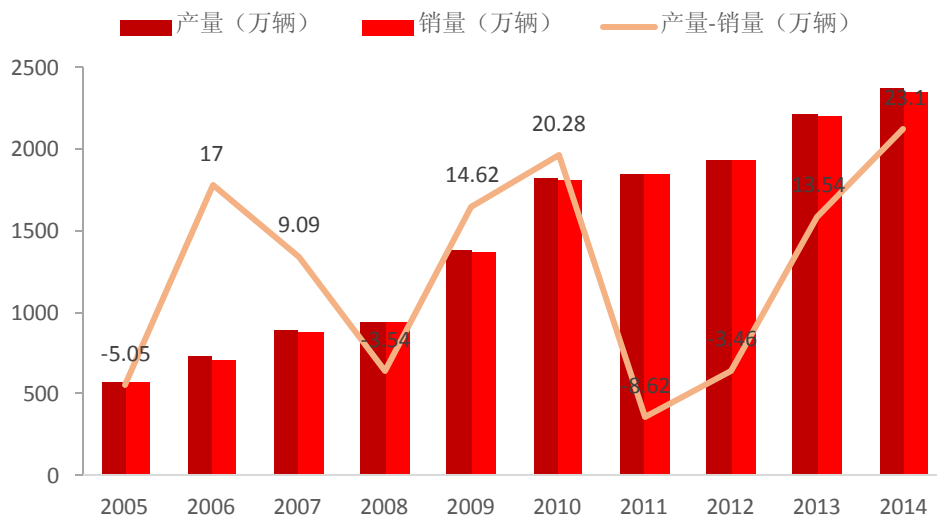
1 公司前三季度业绩保持稳健增长

主营业务实现稳健增长，盈利能力增强。公司 2015 前三季度实现营业收入 10.3 亿元，同比增长 64.8%，实现净利润 8971.7 万元，同比增加 50%。其中三季度实现营业收入 4.25 亿元，同比增长 60%，净利润 3298.4 万元，同比增长 53%。从前三季度看，营收增长主要是快速消费品及汽车客户服务收入持续稳增，我们预计互联网广告仍然占营业收入的主要部分，预测约占 9 成左右。前三季度毛利率保持稳定，其中三费率稳步下降，但由于期间应收账款余额加大，公司计提资产减值损失增加，导致净利率略有下降。从单季度看，2015 年 Q3 营业收入、净利润同比均有大幅度提升，公司盈利能力增强。从全年看，公司能够实现业绩持续稳健增长。

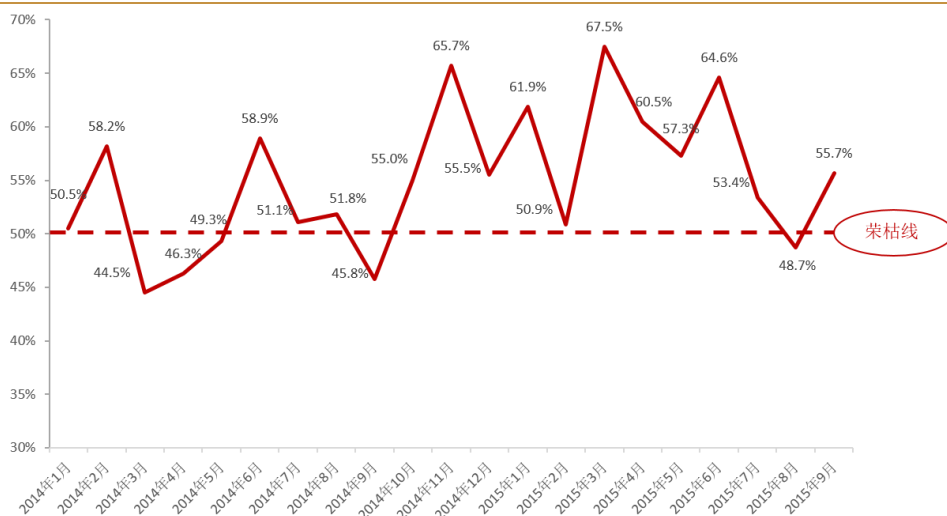
2 布局汽车垂直电商，未来发展空间巨大

汽车行业产能过剩，经销商压货严重。根据盖世汽车网整理 IHS Automotive 等机构的数据，目前中国汽车行业目前产能利用率在 70%左右，预计 2015 年跌至 60%以下，《日本经济新闻》的预期则更加悲观：2015 年车企在中国的产能将达到 5000 万辆，较上年提升了 20%，而 2015 年新车销量预期值为 2500 万辆，同比增幅只有 7%，相应的产能利用率只有 50%。从实际产销量看，2015 年前三季度汽车生产 1709.19 万辆，同比下降 0.82%，销售 1705.65 万辆，同比增长 0.31%，5-7 月汽车产销同比、环比甚至连续出现负增长。前三季度乘用车生产 1460.63 万辆，同比增长 1.49%，销售 1454.78 万辆，同比增长 2.75%，商用车产销分别为 248.53 万辆和 250.87 万辆，同比下降 12.48% 和 11.83%。经销商库存方面，自 2014 年三季度末至今年三季度末，除 2015 年 8 月外，其余 11 个月份经销商库存预警指数均处于荣枯线之上的高位，最高达 67.5%，经销商库存压力持续处于高位，压货较为严重。

布局汽车电商，未来发展空间巨大。公司于 7 月份增资 5 亿元，取得上海车瑞信息科技有限公司 46% 股权，成为控股股东，预计近期完成工商变更。近几年出现了汽车产能过剩、经销商库存压力不断扩大的情况，车瑞信息旗下车风网开创独特的汽车电商模式：采取买断整车的方式，获取定价权，解决购车价格不透明的痛点。车风网利用互联网平台实现汽车售前和售后的分离，采取轻资产运营，从而缩减售前成本。今年车风网计划完成销售 5 万台，明年计划销售 20 万台。我们预测今年销量能够超出预期，完成 7 万台左右。待车风网实现快速扩张后，一方面在汽车后服务市场、二手车置换、汽车金融保险等领域将有巨大发展潜力。更重要的是，当前汽车产销体系面临行业困境，处于变革的时期，车风网若能迅速做大，将有机会挖掘变革中的新机遇，或许能够成为新的产销体系中重要一环，给市场带来无限的想象空间。

图 1：汽车产销率增速放缓


数据来源：中国汽车工业协会，西南证券

图 2：中国汽车经销商库存预警指数


数据来源：中国汽车流通协会，西南证券

3 拓展泛娱乐布局，加快提升互联网整合营销服务商能力

拓展泛娱乐布局，加快提升互联网整合营销服务商能力。公司在社会媒体布局方面加速发展：于 8 月份投资火钳刘明文化传媒有限公司，火钳刘明制作的微信和微博著名自媒体平台——关爱八卦成长协会，拥有微信粉丝 200 万，微博粉丝 314 万，视频播放量达 3.6 亿，是今年崛起的明星垂直社区。公司提前布局泛娱乐领域，利用社会化媒体培育新的利润增长点，提升互联网整合营销服务商能力。

4 盈利预测

车风网处于初创时期，目标是追求汽车销量的快速增长，盈利并不是当前的目的，所以在盈利预测中并未体现上海车瑞的营收并表，只考虑了公司主营业务的发展。我们预计互联网广告仍将维持前三季度发展态势，互联网公关业务仍将快速发展，预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.36 元、0.53 元和 0.67 元，对应动态 PE 分别为 110 倍、76 倍和 60 倍。我们非常看好公司在汽车电商方面的创新模式和发展空间，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

- （1）全年公司前五大客户无重大流失；
- （2）互联网媒介资源采购价格无明显波动。

表 1：分业务业绩预测

	2014A	2015E	2016E	2017E
互联网广告				
收入(百万元)	742.3	1135.8	1476.6	181.6
成本(百万元)	610.6	931.3	1196.0	147.1
毛利率(%)	17.75%	18%	19%	19%
互联网公关				
收入(百万元)	97.0	174.5	261.8	366.5
成本(百万元)	7473.7	133.9	201.6	278.6
毛利率(%)	22.9%	23.3%	23%	24%
营业收入(百万元)	839.3	1310.3	1738.3	2182.7
营业成本(百万元)	685.3	1065.6	1397.6	1749.6
毛利率	18.4%	18.7%	19.6%	19.8%
归属净利润(百万元)	89.5	139.7	203.6	258.5
EPS	0.23	0.36	0.53	0.67

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	839.31	1310.33	1738.34	2182.66	净利润	89.54	139.92	204.11	259.46
营业成本	685.32	1065.22	1397.58	1749.63	折旧与摊销	5.38	2.83	2.83	2.83
营业税金及附加	6.31	11.17	14.07	17.77	财务费用	0.67	1.42	2.28	4.12
销售费用	18.80	34.96	41.78	53.79	资产减值损失	6.83	6.97	7.25	7.25
管理费用	22.60	34.02	45.69	57.13	经营营运资本变动	-121.27	-78.26	-138.04	-124.77
财务费用	0.67	1.42	2.28	4.12	其他	-12.56	-7.17	-7.55	-7.75
资产减值损失	6.83	6.97	7.25	7.25	经营活动现金流净额	-31.39	65.71	70.89	141.15
投资收益	0.00	0.20	0.30	0.50	资本支出	-19.19	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	12.09	0.20	0.30	0.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7.11	0.20	0.30	0.50
营业利润	98.77	156.77	229.98	293.46	短期借款	0.00	-20.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.80	3.45	3.77	3.67	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	102.57	160.22	233.75	297.13	股权融资	348.95	0.00	0.00	0.00
所得税	13.03	20.29	29.64	37.67	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	89.54	139.92	204.11	259.46	其他	10.09	-1.42	-2.28	-4.12
少数股东损益	0.00	0.20	0.50	1.00	筹资活动现金流净额	359.04	-21.42	-2.28	-4.12
归属母公司股东净利润	89.54	139.72	203.61	258.46	现金流量净额	320.54	44.49	68.90	137.52
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	510.66	555.15	624.05	761.57	成长能力				
应收和预付款项	435.20	606.44	832.89	1044.59	销售收入增长率	21.16%	56.12%	32.66%	25.56%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	17.59%	58.71%	46.70%	27.60%
其他流动资产	3.43	5.36	7.11	8.92	净利润增长率	15.67%	56.26%	45.87%	27.12%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	16.05%	53.60%	46.00%	27.79%
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	4.84	3.88	2.91	1.95	毛利率	18.35%	18.71%	19.60%	19.84%
无形资产和开发支出	2.02	0.16	-1.70	-3.57	三费率	5.01%	5.37%	5.16%	5.27%
其他非流动资产	6.25	6.25	6.25	6.25	净利率	10.67%	10.68%	11.74%	11.89%
资产总计	962.41	1177.23	1471.51	1819.71	ROE	11.70%	15.45%	18.39%	18.95%
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.30%	11.89%	13.87%	14.26%
应付和预收款项	172.61	266.01	354.88	442.23	ROIC	30.25%	33.38%	35.95%	35.29%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.49%	12.29%	13.52%	13.76%
其他负债	4.20	5.69	7.00	8.38	营运能力				
负债合计	196.81	271.71	361.88	450.62	总资产周转率	1.14	1.22	1.31	1.33
股本	64.00	384.00	384.00	384.00	固定资产周转率	184.01	300.54	512.10	898.54
资本公积	401.80	81.80	81.80	81.80	应收账款周转率	2.66	3.00	2.87	2.76
留存收益	299.79	439.52	643.13	901.59	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	765.60	905.32	1108.93	1367.39	销售商品/提供劳务收到的现金/营业收入	91.20%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.20	0.70	1.70	资本结构				
股东权益合计	765.60	905.52	1109.63	1369.09	资产负债率	20.45%	23.08%	24.59%	24.76%
负债和股东权益合计	962.41	1177.23	1471.51	1819.71	带息债务/总负债	10.16%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.86	4.32	4.06	4.04
					速动比率	4.86	4.32	4.06	4.04
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	104.83	161.02	235.09	300.42	每股收益	0.23	0.36	0.53	0.67
PE	172.09	110.29	75.68	59.62	每股净资产	1.99	2.36	2.89	3.57
PB	20.13	17.02	13.89	11.26	每股经营现金	-0.08	0.17	0.18	0.37
PS	18.36	11.76	8.86	7.06	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	19.76	92.22	62.87	48.74					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
	增持：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 指数涨幅在-10%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情范围内，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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn