

## 公司评级：买入（首次覆盖）

新嘉联 (002188 CH)	买入
收盘价 (元)	34.80
目标价 (元)	41.40
上次目标价 (元)	不适用

# 新嘉联 (002188 CH, 买入) 首次覆盖——中国领先的跨平台移动社区

## 核心观点

- ◆ **收购巴士在线，转型传媒互联网领域。**公司由于主业行业空间有限，2015年转型传媒互联网领域。公司于2015年5月，公告以“发行股份+支付现金”的方式收购巴士在线100%的股权，交易金额16.85亿；同时向天纪投资发行2900万股，募集配套资金3.44亿元；发行价格均为11.86元/股。巴士在线2015至2017年承诺归属母公司股东净利润分别为1.0亿元、1.5亿元和2.0亿元。收购完成后，天纪投资持股20.03%，仍为公司控股股东，巴士控股及一致行动人持有上市公司12.91%的股份。
- ◆ **我们首次覆盖给予新嘉联「买入」的投资评级，基于：**(1) 巴士在线资源禀赋，巴士在线成立于2003年，是中国领先的新媒体公司通过与CCTV合作，运营中国最大的公交移动电视平台超过10年。目前公司媒体网络覆盖142个城市、16万辆公交车、21万块液晶屏、每天覆盖2亿人。公司持有唯一全国播出牌照并取得了非央视内容的节目制作权；(2) 夯实传统主务，预计传统广告业务未来四年复合增长18%；(3) 内容创新（我拍、我玩）成为公司新增长，预计我拍、我玩15-18年复合增长达到77%。(4) 我们预估公司2015年、2016年和2017年营业收入分别为1.5亿、6.6亿和8.1亿，同比增速分别为29.43%、340.22%和22.27%，净利润分别为0.56亿、1.37亿和1.77亿。首次覆盖给予新嘉联「买入」的投资评级，给予2017年PE70X的估值，对应目标市值为123.9亿，对应目标价41.4元，目前股价隐含上涨空间19%。
- ◆ **资源稀缺及公司互联网战略再下一城将触发股价进一步上行。**

### 陈净娴

分析师 执业证书编号：S1100515020001  
8621-68416988  
chenzhengxian@cczq.com

### 欧阳宇剑

联系人 8621-68416988-218  
ouyangyujian@cczq.com

### 川财证券研究所

成都：  
交子大道177号中海国际B座17楼，  
610041  
总机：(028) 86583000  
传真：(028) 86583002

## 目 录

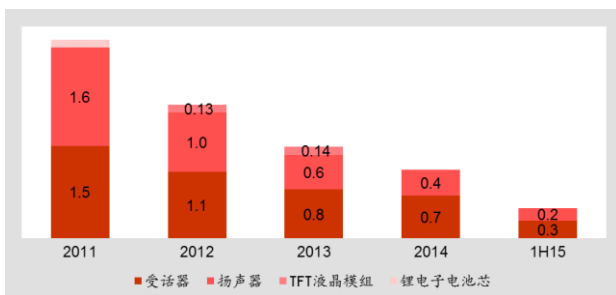
新嘉联（002188 CH，买入，首次覆盖） .....	3
巴士在线：中国领先的跨平台移动社区 .....	4
巴士在线资源禀赋 .....	4
夯实传统主务—移动电视广告 .....	4
内容创新—公交场景流量变现 .....	5
投资建议 .....	7
风险提示 .....	7

## 新嘉联 (002188 CH, 买入, 首次覆盖)

公司前身嘉善嘉联电子厂成立于 1992 年,是国内最早从事通信电声器件的研发和生产的专业厂家,2000 年完成股份制改造后成立浙江新嘉联电子股份有限公司,2007 年在深交所国内中小板成功上市,是中国 A 股首家微电声上市企业。由于主业行业空间有限,2015 年开始转型传媒互联网领域。

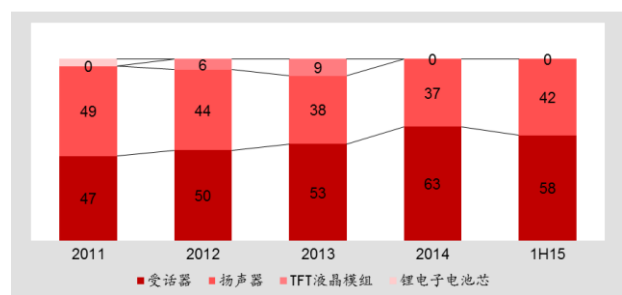
公司于 2015 年 5 月,公告以“发行股份+支付现金”的方式收购巴士在线 100%的股权,交易金额 16.85 亿;同时向天纪投资发行 2900 万股,募集配套资金 3.44 亿元;发行价格均为 11.86 元/股。巴士在线 2015 至 2017 年承诺归属母公司股东净利润分别为 1.0 亿元、1.5 亿元和 2.0 亿元。收购完成后,天纪投资持股 20.03%,仍为公司控股股东,巴士控股及一致行动人持有上市公司 12.91%的股份。

图 1: 1H15 公司业务收入 0.5 亿



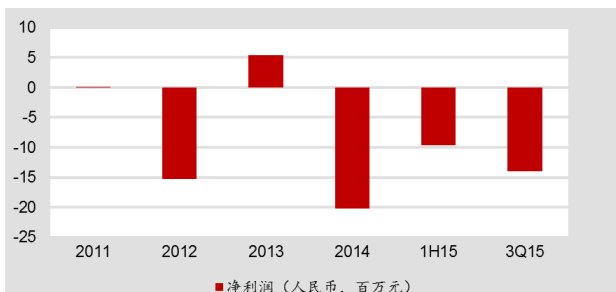
资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

图 2: 截止 1H15 公司受话器扬声器分别占公司主营业务收入 58%、42%



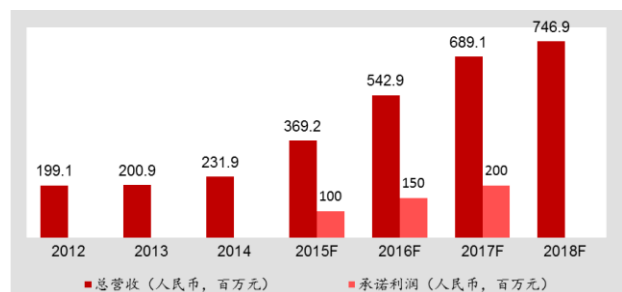
资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

图 3: 至 3Q15 累计净利润为亏损 0.14 亿



资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

图 4: 巴士在线营业收入



资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

## 巴士在线：中国领先的跨平台移动社区

### 巴士在线资源禀赋

- 1、巴士在线成立于 2003 年，是中国领先的新媒体公司，运营中国最大的公交移动电视平台超过 10 年。目前公司媒体网络覆盖 142 个城市、16 万辆公交车、21 万块液晶屏、每天覆盖 2 亿人。
- 2、强大的公交电视资源。巴士在线最早做公交智能调度起家的，参与起草中国智能调度行业准则，在公交领域属于元老级公司。当时把公司的智能调度系统与国家置换了公交车的车载电视的租用权。因此公司具备强大的公交资源能够快速地与全国各地公交公司签订车载电视的租赁协议，投身到公交车电视的领域中。
- 3、公司持有唯一全国播出牌照并取得非央视内容的制作权。依靠强大的公交资源，2009 年，巴士在线与央视合作成立央视移动传媒作为节目集成播出平台，央视移动传媒是国家广播电影电视总局唯一授权以“CCTV 移动传媒”为播出名称，在全国范围内为公共视听载体提供节目集成、播控和传输服务的机构。CCTV 移动传媒有公交、地铁、民航、列车、长途快客、楼宇、饭店、广场 8 个频道，业务的地域范围为全国。目前运营比较成熟的只有公交频道。未来央视也不会发第二块牌照，合作协议期限都是 20 年。在央视试行制播分离业务模式后，巴士在线取得了非央视内容的制作权。

### 夯实传统主务—移动电视广告

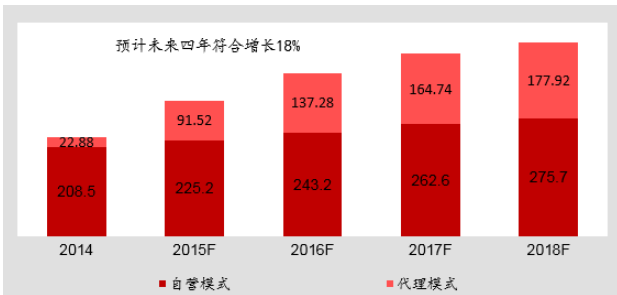
公司移动电视广告有两类：(1) 自营模式，巴士在线在前期投入资金，购买车载移动电视设备并将其安装到公交车中。此后再通过渠道获取播放内容，来吸引广告客户播放广告，通过专区广告费来维持运营，运营渠道模式已成规模。自营模式目前已覆盖 25 个主流城市，45 万辆公交车，每天覆盖 6000 万人次，每周覆盖 4 亿人次。公司有自己的公交车网络线路，能够同时播放节目，七分半内节目能够全部落地。(2) 代理模式，是公司通过与其他机构合作取得媒体资源，代理、投放、发布相关广告。

未来几年，公司将在保持自有媒体广告业务稳定增长的前提下，加强品牌客户代理广告业务开拓力度，为客户提供更加全面的服务，推动公司传统业务较快增长，预计未来四年符合增长 18%。

公司不仅仅是做一个广告平台，同时也能够制作节目播出，也是制作播出平台。

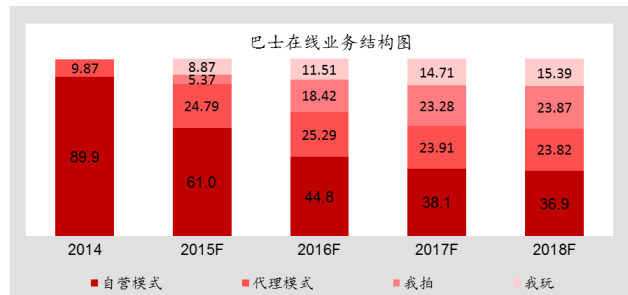
公司在节目选择上有很大的空间，如自己制作节目播出节目；外采节目，由公司免费提供播出平台，即公司资源与节目资源互换；公司被纳入中央电视台的移动端的宣传阵地，能够获得中央电视台的资源。我们持续看好公司能在内容方面能够打造新的增长点，公司新业务《我拍》、《我玩》则是公司在内容方面的创新。

图 5： 公司将推动广告业务快速增长



资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 6： 内容创新将是公司未来核心驱动力

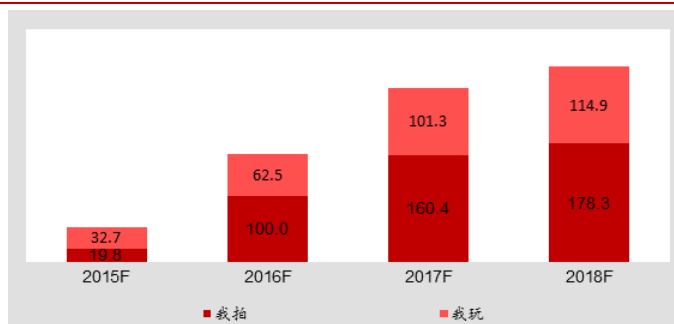


资料来源：公司资料，川财证券研究所

## 内容创新—公交场景流量变现

公司通过强大的公交资源获得大量线下流量，未来将通过基于公交车的移动社交平台《我拍》、《我玩》，把线下的人群引入到线上，转化为用户进而变现。

图 7： 我拍、我玩 15-18 年复合增长预计达到 77%



资料来源：公司资料，川财证券研究所

### 我拍：基于公交车电视网络下的移动社交平台

核心目的是通过大小屏幕互动把原来单向传播的观众变成用户。比如按某个主题等上传的视频做剪辑，如晒娃活动，之后经过剪辑在全国的公交专门做个栏目播出。邀请一些明星，开通自媒体来吸引增加用户。目前我拍注册用户 200 万。

我拍的盈利模式主要是广告，有广告收入的形态，冠名、贴片等等。

图 8：我拍



资料来源：公司官网，川财证券研究所

**我玩：基于公交车运行线路之下的移动生活服务平台**

大致可以认为是百度地图加大众点评。在公交车线路上，譬如针对陆家嘴站点，推送陆家嘴公交站周边的商家信息。随着用户对我玩的使用的增加，用户画像会越来越精准，用户画像进行到一定程度后，也成为了一个渠道资源的供应商，把这个数据推送给商家，让商家为广告效果买单。

目前效果比较好的是抢红包、优惠券，因为公交车的大部分是上班族和学生族，出行场景比较固定，对价格敏感的“吊丝用户”，抢红包不少人抢，目前商家、手游、花旗、百事可乐、蒙牛、三元牛奶都已经在公交车投放广告。

未来还有游戏联运营与分发等等新功能，与 Top5 的游戏分发平台都达成协议，渠道商还在理顺中，Android 版的是 9 月底刚上线，IOS 还在苹果审核。

我玩的盈利模式主要是基于我玩将公流量变为用户之后，进行流量变现。变现方式有，提供附近商家精准广告投放，公流量导流后的流量分成。

图 9：我玩



资料来源：公司官网，川财证券研究所

## 投资建议

我们预估公司 2015 年、2016 年和 2017 年营业收入分别为 1.5 亿、6.6 亿和 8.1 亿，同比增速分别为 29.4%、340.2%和 22.3%，净利润分别为 0.56 亿、1.37 亿和 1.77 亿。同比增速分别为 377.8%、147.2%和 29.5%，对应稀释后 EPS 分别为 0.185、0.457、0.591，我们首次覆盖给予新嘉联「买入」的投资评级，给予 2017 年 PE70X 的估值，对应目标市值为 123.9 亿，对应目标价 41.4 元，目前股价隐含上涨空间 19%。

资源稀缺及公司互联网战略再下一城将触发股价进一步上行。

## 风险提示

业务推进效果不达预期

**报表预测**

利润表 (人民币, 百万)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
营业收入	160	116	150	660	807
减: 营业成本	144	100	42	345	426
营业税金及附加	2	1	1	5	6
营业费用	4	7	9	70	80
管理费用	46	35	43	90	100
财务费用	0	3	0	0	-2
资产减值损失	4	4	0	0	0
加: 投资收益	10	15	10	11	12
公允价值变动损益	-1	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0
营业利润	-30	-18	64	161	209
加: 其他非经营损益	38	0	0	0	0
利润总额	8	-19	64	161	209
减: 所得税	3	2	8	23	30
净利润	5	-20	56	139	180
减: 少数股东损益	-2	0	1	2	2
归属母公司股东净利润	8	-20	55	137	177

资产负债表 (人民币, 百万)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
货币资金	64	6	30	31	321
应收和预付款项	38	36	62	378	160
存货	36	35	36	36	36
其他流动资产	100	152	152	152	152
长期股权投资	4	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产和在建工程	98	87	71	54	38
无形资产和开发支出	7	7	6	5	5
其他非流动资产	0	2	1	0	0
资产总计	347	324	358	656	713
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	23	21	-1	159	36
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0	0
负债合计	23	21	-1	159	36
股本	156	156	156	156	156
资本公积	112	112	112	112	112
留存收益	53	33	88	225	402
归属母公司股东权益	321	301	356	493	670
少数股东权益	3	1	2	4	7
股东权益合计	324	303	359	497	677
负债和股东权益合计	347	324	358	656	713

现金流量表 (人民币, 百万)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
经营性现金净流量	-12	-15	14	-10	276
投资性现金净流量	-19	-7	10	11	12
筹资性现金净流量	-2	0	0	0	2
现金流量净额	-34	-23	24	1	290

**财务分析和估值指标**

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>盈利能力</b>					
毛利率	10.34%	13.33%	71.94%	47.71%	47.22%
销售净利率	3.40%	-17.45%	37.44%	21.02%	22.26%
ROE	2.45%	-6.61%	15.52%	27.73%	26.42%
ROA	2.13%	-5.77%	17.90%	24.50%	29.03%
ROIC	-11.92%	-7.61%	18.68%	41.69%	37.05%
<b>成长能力</b>					
销售收入增长率	-28.03%	-27.84%	29.43%	340.22%	22.27%
净利润增长率	135.70%	-470.27%	377.81%	147.15%	29.47%
<b>资本结构</b>					
资产负债率	6.55%	6.59%	-0.31%	24.22%	5.00%
流动比率	10.50	10.72	-250.16	3.75	18.81
速动比率	4.51	1.97	-82.37	2.57	13.53
<b>经营效率</b>					
总资产周转率	0.46	0.36	0.42	1.01	1.13
存货周转率	4.00	2.88	1.17	9.58	11.83
<b>业绩和估值</b>					
EPS	0.026	-0.066	0.185	0.457	0.591
BPS	1.072	1.005	1.190	1.646	2.238
PE	1326.53	-523.37	188.39	76.23	58.88
PB	8.34	1.70	N. A.	N. A.	N. A.

## 分析师承诺

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

## 免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司