

2015-3-8

公司报告(新股报告)

 评级 **首次覆盖**
暴风科技 (300431)

投资价值分析报告： 优质互联网视频企业 融资助力跨台阶发展

 建议询价： 7.14
 合理定价区间： 14~21

 分析师：刘疆
 ☎ (8627)65799511
 ✉ liujiang@cjsc.com.cn
 执业证书编号：S0490514080001

联系人：


 联系人：杨靖凤
 ☎ (8621)68751636
 ✉ yangjf@cjsc.com.cn

发行数据

总股本(万股)	9,000.00
发行数量(万股)	3,000.00
网下发行(万股)	
网上发行(万股)	1,200.00
保荐机构	
发行日期	2015-3-12
发行方式	网下询价,上网定价

报告要点
■ 暴风科技：国内优质的互联网视频企业

公司紧跟行业发展趋势，从“本地播放”起步，经“本地播放为主、在线播放为辅”发展到当下的“在线播放为主、本地播放为辅”，在线内容的播放时间占比已超过 70%。公司采取“免费+广告”的经营策略，主营收入全行业占比超过 3%，在激烈的市场竞争中公司已占据一席之地。

■ 互联网视频行业：持续高景气 移动化趋势明显

受互联网普及及宽带战略利好，网络视频用户规模维持高速增长，渠道价值凸显，产业规模持续扩张，2014 年前三季度在线视频行业广告市场规模同比增长 61%，行业维持高景气；移动化浪潮带来新机遇，2014Q3 视频广告市场移动端占比增至 22.8%，移动端视频市场广告规模增长形势乐观。

■ 公司用户积淀、技术优势突出 经营表现稳健

2014 年底公司 PC 端产品日均有效使用时长及日均覆盖人数分列行业第一及第三，移动端产品分列第四和第九，用户基础雄厚；公司具有显著的视频播放技术积淀，并通过先进的视频压缩、传输及分发技术有效的控制了公司在线业务高速发展背景下的带宽成本支出增速；公司整体经营稳健，2013 年、2014 年营收增速分别为 29.11%、18.92%，差异化的内容购买策略为公司控制了营业成本，毛利率维持在 70%左右的高位。

■ 募投项目分析及询价建议

公司募投项目着眼于强化固有技术优势、投入相对不足的内容储备及移动产品开发，兼顾公司经营特点及行业趋势，态势积极。拟发行 3000 万股，加上发行费用合计募集 21441 万元，基于当前发行机制我们预计发行价为 7.14 元；结合行业趋势、公司态势、发行市值以及市场风格，相对中性原则下我们认为合理估值为 2014 年净利润 40-60 倍，合理定价区间为 14-21 元。

主要财务指标 (2014 年数据摊薄至发行完成后股本)

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	386	502	683	949
增长率 (%)	19%	30%	36%	39%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	41.9	59.5	90.0	127.3
增长率 (%)	9%	42%	51%	41%
每股收益 (元)	0.350	0.496	0.750	1.061
净资产收益率 (%)	14.6%	11.8%	15.5%	18.5%

暴风科技：国内领先的互联网视频企业

公司成立于 2007 年，是国内领先的在线视频企业。“暴风影音”是公司旗下的主打产品，其功能演变经历了“本地播放”、“本地播放为主、在线播放为辅”和“在线播放为主、本地播放为辅”的三个发展阶段。

- **本地播放：**无需通过网络下载，直接播放本地视频内容，代表软件有暴风影音、迅雷看看、Windowsmediaplayer、RealPlayer、QQ 影音等。从视频软件的发展情况来看，目前仅具备本地播放功能的视频软件在互联网视频软件行业的竞争格局中已逐渐边缘化。
- **在线播放：**内容储存在服务器端，由网络视频服务商提供，需要用户联网进行下载，通过网页或者是客户端进行观看。网页端播放代表为优酷土豆、乐视网、爱奇艺等网站，客户端播放代表为 PPTV、PPS、暴风影音等。

图 1：暴风影音在线播放模式



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

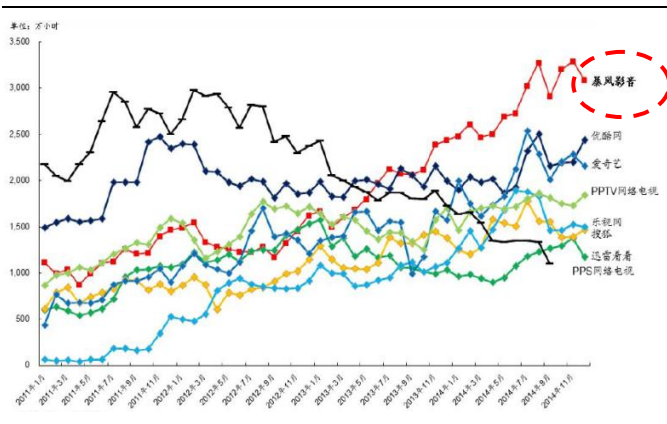
图 2：暴风影音本地播放模式



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

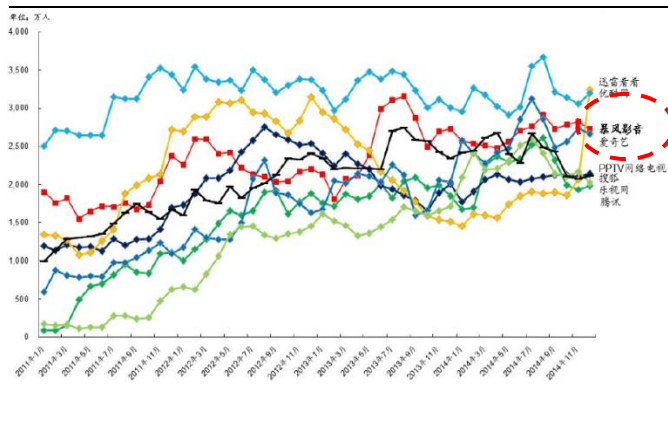
在 PC 端公司处于领先地位，2011 年 1 月至 2014 年 12 月，暴风影音日均有效使用时长在主要互联网视频服务平台中位居行业前列，自 2013 年 9 月至 2014 年 12 月排名行业第一；日均覆盖人数在主要互联网视频服务平台中位居行业前列，2014 年 12 月，日均覆盖人数排名行业第三。

图 3: 2011 年 1 月-2014 年 12 月 PC 端在线视频服务类别日均有效使用时间



资料来源: 艾瑞咨询, 招股意向书, 长江证券研究部

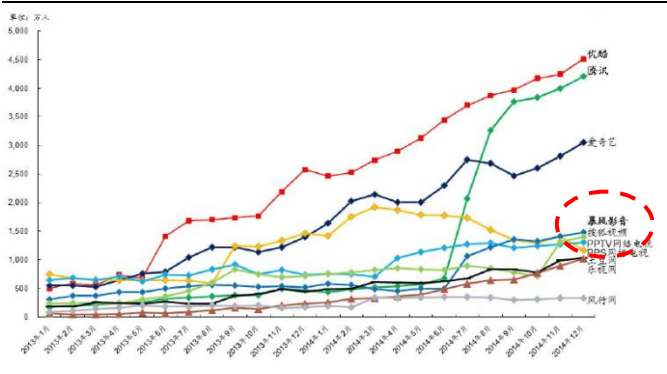
图 4: 2011 年 1 月至 2014 年 12 月影音播放软件与视频网站日均覆盖人数



资料来源: 艾瑞咨询, 招股意向书, 长江证券研究部

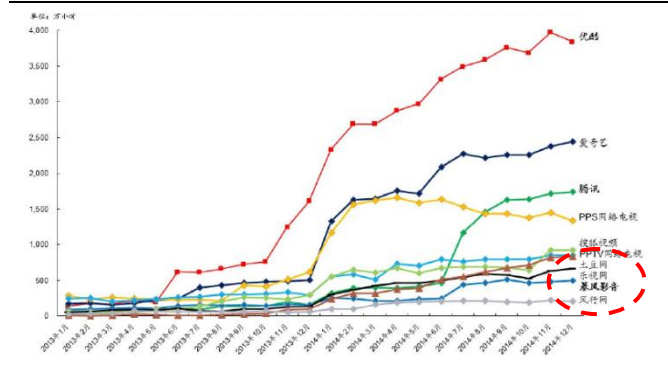
在移动端, 公司于 2012 年下半年发布支持手机和平板电脑的“暴风无线”基本版, 相比 PC 端产品暴风影音推广较晚。2014 年 12 月, “暴风无线”日均覆盖人数约 1,500 万人, 日均有效使用时长约 500 万小时, 分别位列移动端在线视频行业排名第四和第九。

图 5: 2013 年 1 月-2014 年 12 月暴风无线日均覆盖人数



资料来源: 艾瑞咨询, 招股意向书, 长江证券研究部

图 6: 2013 年 1 月-2014 年 12 月暴风无线日均有效使用时长



资料来源: 艾瑞咨询, 招股意向书, 长江证券研究部

在线视频业务快速增长

公司采用了“免费+广告”的经营策略, 公司主营业务为综合视频服务和互联网广告信息服务。一方面, 公司以持续的技术创新进行暴风影音系列产品的开发, 主要以免费方式提供给用户使用, 满足视频用户从本地到在线再到多终端的视频需求; 另一方面, 公司凭借业内领先的用户规模, 充分发挥暴风影音平台作为互联网媒体的广告投放价值, 为商业客户提供互联网广告服务。

表 1: 公司主营业务及介绍

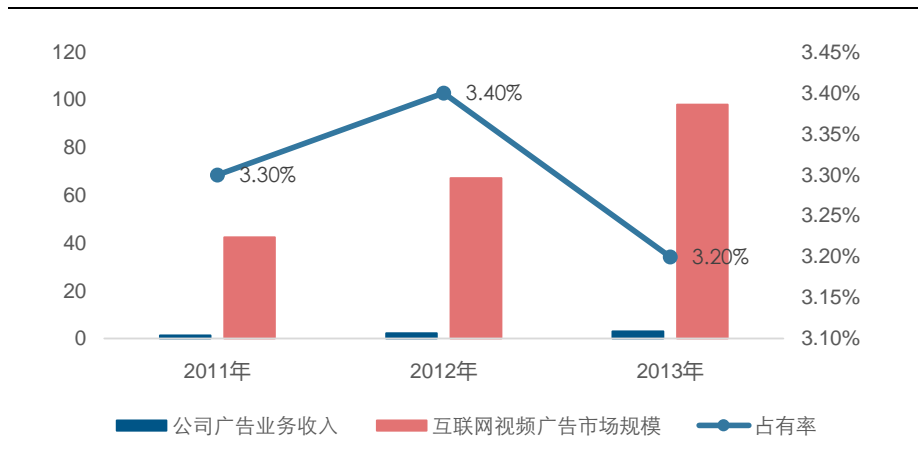
服务类别	服务分项	服务内容
综合视频服务	网络视频服务	视频用户通过暴风影音系列软件观看在线视频内容
	本地视频服务	视频用户通过暴风影音系列软件观看自己终端的视频内容
互联网公关服务	广告发布服务	广告客户通过暴风影音系列软件发布广告信息

软件推广服务 第三方软件商通过暴风影音系列软件推广其软件产品

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

市场占有率方面，根据艾瑞咨询统计，2011年至2013年，中国网络视频广告市场规模分别为42.5、67.2和98.0亿元，推算可得公司广告业务收入市场占有率分别为3.3%、3.4%和3.2%。

图7：公司广告业务收入市场占有率（单位：亿元）



资料来源：招股意向书，艾瑞咨询，长江证券研究部

随着公司产品功能的演进，公司基于在线网络视频的广告营收占比实现快速增长。基于在线视频观看的贴片广告占比接近60%，单纯基于在线内容的广告投放占比无法单独计算，但是判断大致符合用户在线使用时间占比超过70%这一情况，因为广告客户购买广告形式产品时并不受到广告是本地播放时展现或是在线播放时展现的影响。

表2：公司不同广告形式广告投放金额占比

序号	广告形式	2014年		2013年		2012年	
		金额	比例	金额	比例	金额	比例
1	TIPS	3,530.10	9.13%	3,930.19	11.33%	13,748.42	57.04%
2	弹窗	6,661.68	17.23%	8,999.89	25.95%	4,982.24	20.67%
3	文字链	538.07	1.39%	735.54	2.12%	58.16	0.24%
4	贴片	21,544.84	55.73%	18,343.21	52.89%	5,287.44	21.94%
5	Banner	4,386.73	11.35%	1,483.71	4.28%	2.4	0.01%
6	网页广告	509.35	1.32%	250.93	0.72%	19.93	0.08%
7	无线端	1,243.38	3.22%	-	-	-	-
8	其他	245.12	0.63%	935.22	2.70%	5.1	0.02%
投放金额合计		38,659.27	100.00%	34,678.70	100.00%	24,103.69	100%
返点金额		4,395.22		3,680.78		1,590.74	
广告收入		34,264.05		30,997.92		22,512.95	

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

不同广告类型投放模式：贴片广告全部来自网络视频服务，除贴片广告、网页广告、线下广告策划及执行业务外的其余广告收入则共同来自于网络视频服务和本地播放视频服务，因为：

(1) 贴片广告收入直接来自于公司为用户提供的网络视频服务，出现在用户点击并缓冲或暂停播放网络视频内容时，若用户不看网络视频，则该等广告不会展现，收入不会产生；

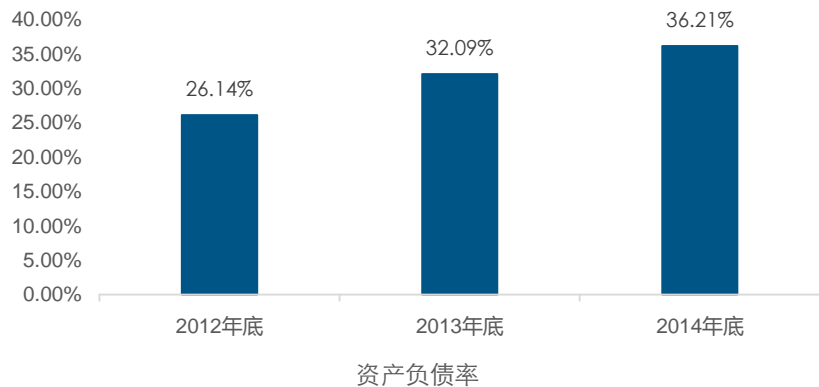
(2) TIPS、弹窗、文字链等形式的广告, 在用户激活和使用暴风影音播放器软件的时候即进行广告展现, 不论用户观看的是本地视频还是网络视频, 均可产生收入;

(3) 广告客户购买该等广告形式产品并不受到广告是本地播放时展现或是在线播放时展现的影响, 只考虑使用暴风影音播放工具软件用户覆盖数量和使用时长。

资产负债率 36%拟发行 3000 万新股

截止 2014 年 12 月 31 日, 公司资产总计 453,327,072.51 元, 负债总计 164,166,729.98 元, 资产负债率达到 36.21%, 呈现逐年上升态势, 融资有其必要性。

图 8: 公司资产负债率情况呈现



资料来源: 长江证券研究部

本次发行前, 公司总股本为 9,000 万股, 本次公开发行 A 股 3,000 万股, 占发行后总股本的 25%。

表 3: 发行前后公司前十股东情况

序号	股东名称	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
		持股数(股)	所占比例	持股数(股)	所占比例
1	冯鑫	25,556,490	28.40%	25,556,490	21.30%
2	和谐成长	9,800,010	10.89%	9,800,010	8.17%
3	青岛金石	5,219,190	5.80%	5,219,190	4.35%
4	天津伍通	4,175,370	4.64%	4,175,370	3.48%
5	华为投资	3,496,860	3.89%	3,496,860	2.91%
6	蔡文胜	3,356,820	3.73%	3,356,820	2.80%
7	江伟强	3,356,730	3.73%	3,356,730	2.80%
8	华控成长	3,269,610	3.63%	3,269,610	2.72%
9	丽泰恒丰	3,131,550	3.48%	3,131,550	2.61%
10	杭州沧浪	2,951,730	3.28%	2,951,730	2.46%

资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

公司的控股股东及实际控制人均为冯鑫，冯鑫直接持有公司本次发行前 28.40% 的股份。冯鑫同时为融辉似锦、瑞丰利永及众翔宏泰三家合伙企业的唯一执行事务合伙人，上述三家合伙企业合计持有公司本次发行前 7.26% 的股份。即本次发行前冯鑫能够控制公司 35.65% 的表决权，为公司的实际控制人。

同时，华为投资控股有限公司也为公司发起人股东，持有公司 3.8854% 股份。

网络视频：行业持续高景气 移动化趋势明显

与传统的视频服务（如有线电视、影院剧场等）不同，新兴的视频服务具有用户选择性强，交互性强等特点，当下的格局总体而言呈现出以下三点特征：

网络普及及宽带战略推动网络视频用户规模持续增长

2004 年至 2014 年十年间，中国互联网网民由 9,400 万人增加至 64,875 万人，年复合增长率达到 21.31%，网民普及率由 2004 年的 7.2% 上升至 2014 年的 47.9%，为网络视频行业发展奠定了较好的用户基础。

图 9：中国互联网网民规模及普及率

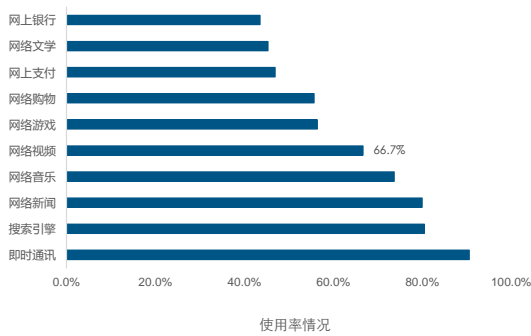


资料来源：CNNIC，长江证券研究部

更直接的，宽带接入是用户实现高速下载及网络视频流畅播放的基础条件之一。在我国大力推广宽带建设的大环境下，家庭宽带网民规模稳步上升。截至 2014 年 12 月，三家基础电信企业互联网宽带接入用户总数达到 20048.3 万户，8M 以上宽带用户占比达 40.9%，光纤接入（FTTH/O）用户占宽带用户的比重突破三分之一。根据国务院《“宽带中国”战略及实施方案》，预计到 2015 年固定宽带家庭普及率达到 50%，到 2020 年固定宽带家庭普及率达到 70%。

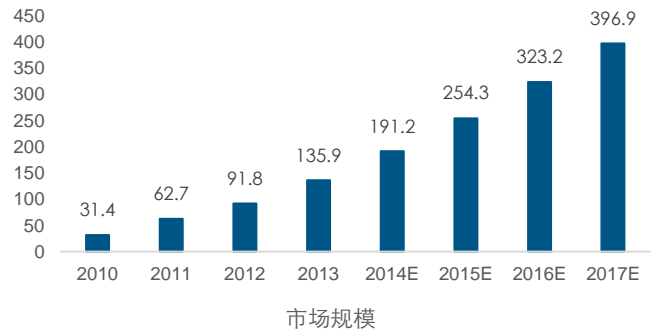
互联网视频当下已经发展成为互联网的主要应用之一，根据 CNNIC 统计，2014 年互联网视频应用使用率为 66.7%，位列互联网应用第五名。中国互联网视频用户规模从 2006 年的 0.8 亿人增长至 2012 年的 4.5 亿人，年均复合增长率约为 33.4%，高于同期互联网网民规模 26.6% 的年均复合增长率。到 2014 年，互联网视频用户规模预计将达到约 5.1 亿人。中国在线视频行业的规模也从 2010 年的 31.4 亿元增长到 2013 年的 135.9 亿元，年均复合增长率超过 60%。

图 10: 互联网应用使用率排名



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

图 11: 中国在线视频行业的市场规模

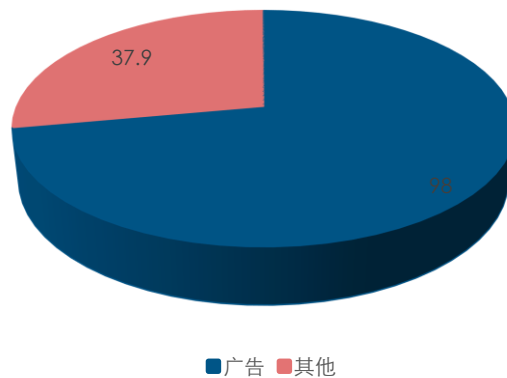


资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

网络渠道价值凸显 网络视频广告产业成规模

随着用户数量的快速增长,互联网渠道价值日益凸显,网络视频产业规模逐渐扩大。2013年中国互联网络视频行业市场规模约 135.9 亿元,网络视频广告收入 98.0 亿元,占比超过 70%,广告成为互联网视频行业最主要的收入来源。

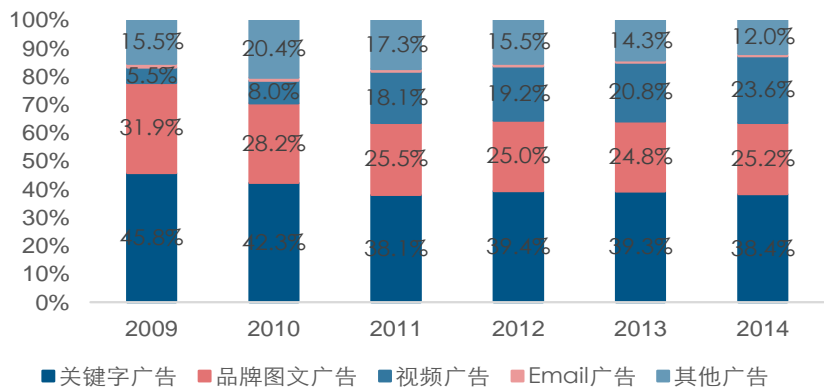
图 12: 2013 年网络视频广告收入在网络视频行业整体市场规模中的占比



资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究部

2009 年-2014 年,网络视频广告收入在整体网络广告收入中占比持续上升,2014 年突破 25%。

图 13: 2009-2014 年中国互联网广告运营商市场广告结构变化情况



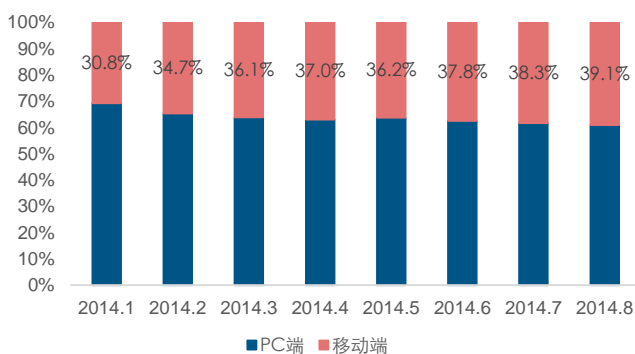
资料来源: 易观咨询, 长江证券研究部

流量向移动端迁移 移动视频广告收入占比扩大

自 2014 年 1 月至 2014 年 8 月, 中国在线视频移动端的有效使用时长份额增长了 9 个百分点。2014Q3, 中国在线视频移动端广告市场规模为 9.7 亿元, 较 2014Q2 的 8.7 亿元环比增长 10.8%。2014Q3, 中国在线视频移动端广告市场规模占在线视频整体广告市场规模的比例为 22.8%, 较 2014Q2 的 22.1% 小幅增长 0.7 个百分点。

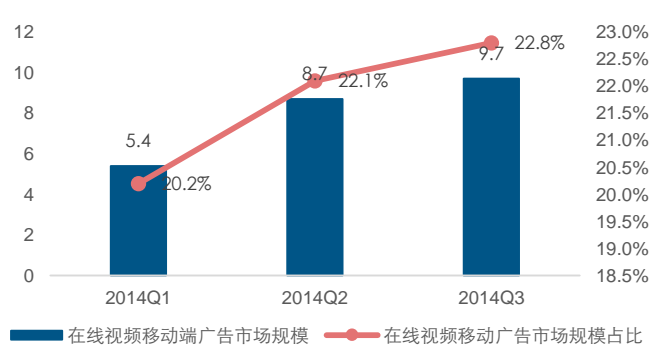
行业龙头公司优土、爱奇艺及乐视的移动业务均已取得重要进展, 截至 2014 年 7 月, 优酷多屏全流量日 VV 已经突破 6 亿, 其中移动端流量占比超过 60%; 爱奇艺移动端流量占比也已超过总流量的 60%, 来自移动视频广告的收入占广告总收入占比超 30%。

图 14: 2014 年 1 月 8 月中国在线视频 PC 端与移动端有效使用市场份额对比



资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究部

图 15: 2014 年 Q1-2014 年 Q3 中国在线视频移动端广告市场规模及占比



资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究部

公司经营：兼具用户基础及技术优势 态势稳健

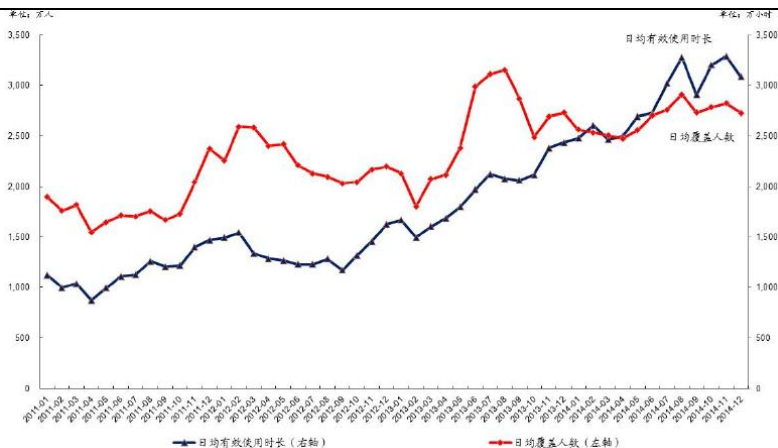
公司经过多年潜心经营，已经建立了独特的竞争优势，呈现较好的经营态势。

用户基础雄厚 技术优势突出

用户规模及粘性稳步上升 公司具有较好用户基础

用户是互联网公司的核心竞争资本，公司前期通过潜心经营，已经逐渐积累了较好的用户基础和较高的用户粘性。用户在 PC 端的日均有效使用时间及日均覆盖人数分别位于行业第一和第三；移动端（包括手机、PAD 等移动设备）分别排名第四和第九。

图 16：2011 年 1 月至 2014 年 12 月暴风影音 PC 端日均覆盖人数及日均有效使用时间

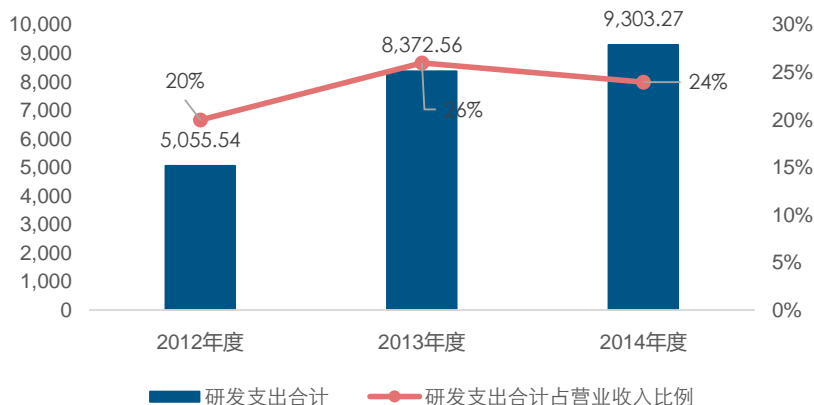


资料来源：招股意向书，艾瑞咨询，长江证券研究部

掌握技术优势：有效提高观影体验、控制带宽成本增速

自成立以来，公司紧密围绕视频播放、压缩、传输与分发四项关键技术进行研发，技术研发投入呈逐年上升趋势，2014 年研发投入占营收比例达 24%。公司技术成果积累丰富，获评国家科技部创新基金项目及北京市科学技术奖。

图 17：2012-2014 年度公司研发支出合计及其占营收比 (单位：万元)



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司取得的主要研发成果如下:

表 4: 公司在各项关键技术领域所取得的成果情况

技术类别	主要成果
视频播放技术	暴风影音在多核心集成技术(即“万能播放”)上具有先发优势,可支持的播放格式多达 680 种以上。经过多年的技术积累,取得了“多格式播放核心”、“视频格式媒体库智能升级”、“视频播放专家系统”“一键高清”等技术成果。
视频压缩技术	公司主要采用 H.264 视频编码压缩技术,该技术具有画面质量高,带宽成本低等特点。暴风影音在该技术的基础上进行了研发创新,取得了“H.264 的高清视频文件压缩最优编码码率计算算法”(720p、1080p 高清格式体积小、码率低)的技术成果,实现了用户“在 1M 带宽条件下 720p 格式流畅播放”的观看需求,在同等画质情况下,实现了压缩码率节约网络带宽流量 20%的成果(720p 格式视频暴风影音压缩的码率约 800K,行业一般为 1M 左右),在行业内技术领先。
视频传输技术	公司采用 P2P 传输技术,充分利用暴风影音的视频用户规模优势,让用户间的视频资源得以共享,从而实现更流畅的播放效果,同时大幅节约公司运营带宽成本。
内容分发技术	公司凭借对 P2P 技术的成熟应用,将 P2P 技术与 CDN 技术进行有效结合,在文字、图片、动画等内容分发方面取得了“一种点对点网络中的对端选择系统和方法”的技术成果,为公司节约了带宽成本。

资料来源:招股意向书,长江证券研究部

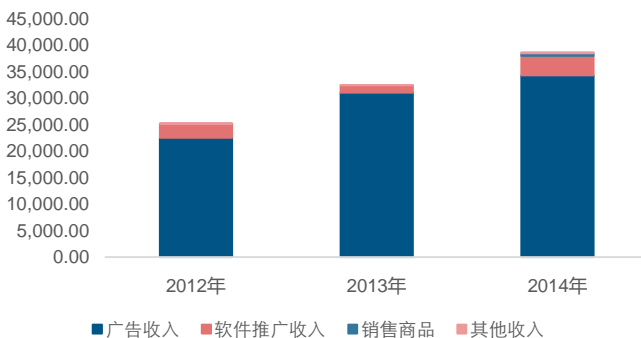
一方面,通过先进的视频播放技术及视频压缩传输技术,公司能够在低宽带条件下取得较好的观影体验,提高用户忠诚度;另一方面,视频压缩、传输及分发技术,也能够有效的控制了公司在线业务高速发展背景下的带宽成本支出增速。

例如技术视频压缩技术可在同等画质清晰度情况下提高压缩比,较一般传统网站运营模式下的流媒体传输减少约 20%的带宽资源;根据中国科学院软件研究所基础软件测评实验室于 2010 年 2 月出具的测试报告,“公司的 P2P 建构在数据传输过程中,有效节省了带宽资源,公司服务器的承载量为 15%,客户端承载量为 85%”。

收入增长稳健毛利率维持高位

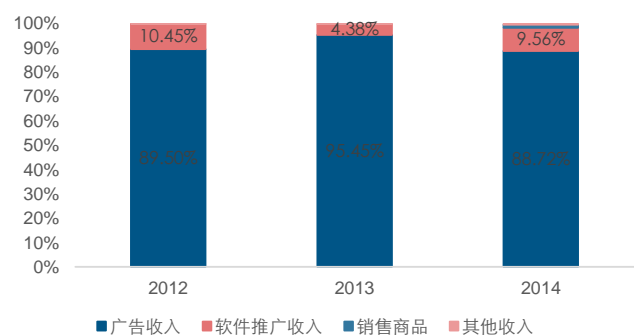
近三年,公司主营业务类别没有出现大的变动,广告收入占比在 90%左右。

图 18: 公司主营业务近三年营业收入



资料来源:招股意向书,长江证券研究部

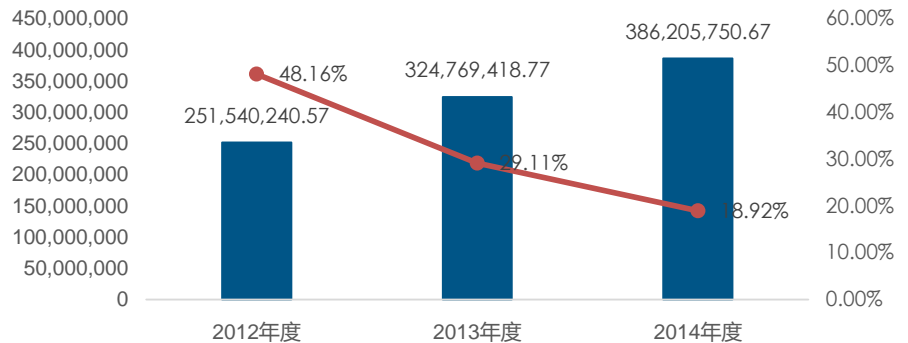
图 19: 公司主营业务营收占比



资料来源:招股意向书,长江证券研究部

1、公司收入维持稳健增长。2012 年度、2013 年度、2014 年度,公司的营业收入分别为 25,154.02 万元、32,476.94 万元、38,620.58 万元。2014 年及 2013 年的同比增幅分别为 18.92%、29.11%。

图 20: 公司近三年的营收情况



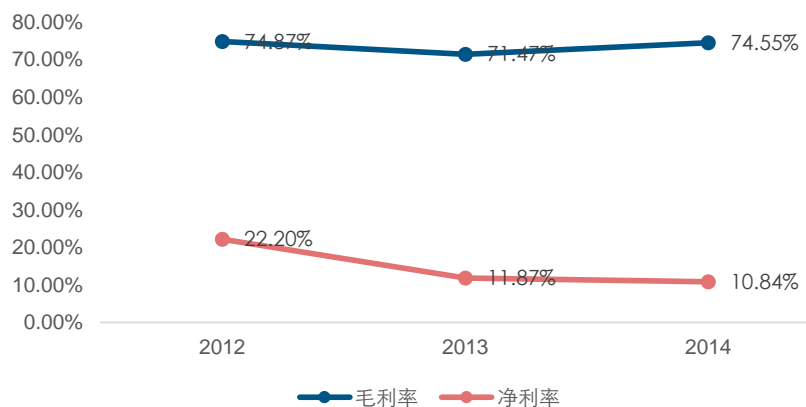
资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司营收整体维持稳健发展态势，这主要得益于：

- 1、在报告期内，公司通过不断改善用户体验、丰富优化产品结构，逐步扩大了用户基础，为公司各项业务开展奠定了基础。
- 2、公司在产品逐步丰富的过程中，同步开拓营销渠道并扩大客户基础，直接提升了业绩水平。公司自 2010 年开始与业内著名广告策划代理商合作，为传统行业领先企业如大众汽车、肯德基、康师傅等提供广告服务。

2、公司毛利率整体上仍保持高位。2012 年度、2013 年度及 2014 年度，公司综合毛利率分别为 74.87%、71.47%和 74.55%。

图 21: 公司近三年的毛利率及净利率情况



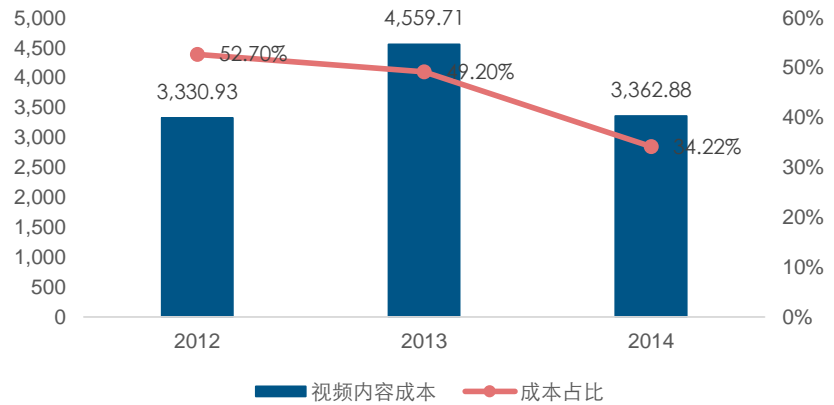
资料来源：招股意向书，长江证券研究部

2013 年公司综合毛利率较 2012 年下降 3.41 个百分点，主要原因是公司为增强客户粘性、提升用户体验，继续加大了服务器设备、带宽及影视剧内容版权方面的投入。

2014 年，公司综合毛利率较 2013 年增长约 3.09 个百分点，主要原因系当期公司对版权采购支出有所控制，且版权采购向授权期较长的影视资源倾斜，导致虽然当期带宽租赁支出持续增长，但视频内容成本下降，营业成本的增速低于同期收入增速。内容采

购是公司除宽带租赁之外最大的成本支出，2012年至2014年，公司内容采购成本占总成本比例分别为52.70%、49.20%及34.22%，呈显著下降趋势。

图 22: 2011年-2014年6月公司视频内容成本占公司成本比



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司与行业内可比公司视频内容成本支出情况如下：

表 5: 公司与行业内可比公司视频内容成本支出情况

	视频内容成本占收入比例	
	2013年度	2012年度
暴风科技	14.04%	13.24%
优酷网（优酷土豆）	46.98%	41.05%
乐视网	26.23%	35.34%
迅雷	19.95%	31.49%

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

注：乐视数据为视频内容成本与设备折旧成本的和

虽然公司毛利率出现一定的波动，但是整体上仍然处于行业内较高水平。

3、分析公司近三年业务战略的转型以及营收、毛利率变化趋势，我们认为：

公司内容采购成本占收入比例大幅低于同业，在很大程度上带来了控制公司成本支出增速，保证了公司维持较高的毛利率水平；

但是，从行业发展情况来看，根据艾瑞咨询统计数据，2014年前三季度在线视频行业广告收入实现同比增长60.7%，公司营收增速落后于行业增速。我们认为之所以产生这个局面主要在于内容是在线视频行业的核心竞争力之一，对于吸引用户及流量具有决定性的意义，公司此前在内容方面的投入比例相对较低，自有优质内容储备不足，一方面影响了用户的选择粘性和单部内容的点击率水平，另一方面也导致广告价格绝对水平较低且增速较慢（以贴片广告为例，2012-2014年CPM为6.23元、7.72元、7.73元，显著低于部分在线视频企业且增速不凑，较大程度制约了公司在线视频广告业务营收的增长。

募投项目：兼顾公司经营特点及产业发展趋势

本次募集资金投资项目总额为 6.0150 亿元，预计使用募集资金投入 1.6662 亿元。

表 6：募集资金投资项目（单位：万元）

	项目投资总额	规划投资进度	
		T-T+12	T+12-T+24
互联网高清视频服务平台的升级与扩建项目	58,190	27,774	30,416
移动终端视频服务系统研发项目	1,960	871	1,089
合计	60,150		

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

- 1、网络高清视频服务平台升级扩建项目，公司拟投入资金 58,190 万元对现有的高清视频服务平台系统进行持续的技术创新开发与升级扩容，项目内容主要包括 PC 终端的客户端软件升级开发、网络运营资源扩容与影视剧版权采购三个方面，而其中最主要的部分将投入影视剧版权采购。

表 7：互联网高清视频服务平台的升级与扩建项目投资明细（单位：万元）

序号	主要投资方面	具体项目内容	第一年	第二年	合计
1	技术研发	研发人力成本	3,450	3,750	7,200
2	硬件采购	研发配套硬件	30	24	54
		服务器设备	1,050	1,200	2,250
3	网络资源	带宽与CDN	1,292	2,769	4,062
4	版权采购	电影	3,750	3,750	7,500
		电视剧	10,125	10,125	20,250
		综艺	6,600	6,600	13,200
5	场地租赁		596	648	1,244
6	营销费用		880	1,550	2,430
合计			27,773	30,416	58,190

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

- 2、移动终端视频服务系统研发项目，公司拟使用募集资金 1,960 万元实施面向移动终端视频服务系统研发项目。公司将借鉴 PC 终端网络高清视频服务平台已成熟的功能系统和运营管理经验，在已开发的“手机暴风影音”和“iPad 暴风影音 HD”产品基础上，拓展进行面向各类移动智能终端的视频服务运营系统的研发项目。项目建设内容主要包括技术研发与网络运营资源两方面。

表 8：移动终端视频服务系统研发项目投资明细

序号	主要投资方面	具体项目内容	第一年	第二年	合计
1	技术研发	研发人力成本	420	660	1,080
2	硬件采购	研发配套软硬件	35	20	55
		服务器设备	86	29	115
4	网络资源	带宽与CDN	150	200	350
5	场地租赁	-	80	80	160

6	铺底流动资金	-	100	100	200
合计			871	1,089	1,960

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

从上述公司及行业分析可以看出，此次募投项目符合公司经营特点及行业发展趋势，在增加技术开发投入巩固已有优势的同时，扩大在线内容储备，并积极向移动端拓展，在后续的用户增长及粘性、广告的价格及数量方面都具备较大增长潜力，发展态势向好，前景值得期待。

询价建议

本次公司拟发行 3000 万股新股（无老股份转让），发行完成后总股本达到 12000 万股，加上融资费用拟合计募资达到 21441 万元，具体的融资计划见下表。在当前原则上不超募的 IPO 发行规则下，预计发行价为 7.14 元。

表 11：拟融资规模情况

项目	融资额/费用（万元）
发行股数（万股）	3,000
扣除发行费用募集	16,662
发行费用合计	4,779
承销保荐费用	3,980
审计、验资费	357
律师费	146
信息披露费	272
上市相关手续费	24
合计募集资金	21,441.00

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

行业方面，公司在证监会分类中分属于“信息传输、软件和信息技术服务业-互联网和相关服务”，所属 Wind 行业为“可选消费--媒体 II--媒体 III--广告”。可以看到，一方面因为互联网行业的积极成长态势市场给予了较高的预期，另一方面此类别公司部分进行了并购或者有爆发力业务推出，当前财务数据上尚未体现但股价包含了预期，整个行业静态及 TTM 估值水平相对偏高。

可比公司方面，A 股公司中业务上具有一定可比性的是乐视网，对应 2014 年业绩市盈率为 188.83 倍；但乐视网之所以有这么高的估值水平是基于公司在互联网电视、智能手机等乐视生态的领先布局带来的高预期，同时乐视网 PC 端主要基于在线视频网站，而暴风科技主要基于客户端，业务形态上也有相当差别；因而乐视网的情况不具备明显参考性。

基于以上两个维度的参照与考量，结合公司的成长性及募投资金带来的增量贡献，保守原则下我们认为合理定价区间为 2014 年净利润的 40-60 倍 PE，公司 2014 年对应发行完成后摊薄股本的 EPS 为 0.35 元，因而合理价格区间为 14~21 元。

表 12: 对应板块当前估值水平(剔除负值)

板块名称	对应2013年 市盈率	TTM市盈率	对应2014预 测市盈率
CSRC信息传输、软件和信息技术服务业	91.54	77.43	64.20
CSRC互联网和相关服务	149.05	126.21	114.42
WIND媒体 II	66.43	50.71	42.34
WIND广告	60.49	54.12	47.08

资料来源: Wind, 长江证券研究部

财务报表及指标预测 (2014 年数据摊薄至发行完成后股本)

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	386	502	683	949	货币资金	135	147	68	95
营业成本	98	128	174	242	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	288	375	509	707	应收账款	182	234	318	442
%营业收入	74.6%	74.6%	74.5%	74.5%	存货	3	4	5	7
营业税金及附加	14	18	25	34	预付账款	2	3	4	6
%营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	其他流动资产	2	2	3	4
销售费用	135	175	237	329	流动资产合计	324	389	398	554
%营业收入	34.9%	34.8%	34.7%	34.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	105	126	157	209	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	27.2%	25.0%	23.0%	22.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	0	0	-1	1	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%	固定资产合计	26	26	27	30
资产减值损失	3	0	0	0	无形资产	88	260	406	530
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	3	3	3	3
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	8	0	0	0
营业利润	32	56	91	134	其他非流动资产	5	5	5	5
%营业收入	8.4%	11.2%	13.3%	14.1%	资产总计	453	683	839	1121
营业外收支	4	7	8	8	短期贷款	40	0	12	86
利润总额	37	63	98	142	应付款项	34	44	60	83
%营业收入	9.5%	12.6%	14.4%	14.9%	预收账款	5	6	8	11
所得税费用	-5	4	8	14	应付职工薪酬	28	36	49	69
净利润	42	60	90	128	应交税费	19	44	65	97
归属于母公司所有者的净利润	41.9	59.5	90.0	127.3	其他流动负债	37	45	60	82
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	163	175	254	428
EPS (元/股)	0.35	0.50	0.75	1.06	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	2	2	2	2
					负债合计	164	176	256	430
					归属于母公司	287	504	581	689
					少数股东权益	2	2	3	3
					股东权益	289	506	583	692
					负债及股东权益	453	683	839	1121
					基本指标				
						2014A	2015E	2016E	2017E
					EPS	0.350	0.496	0.750	1.061
					BVPS	3.19	5.60	4.84	5.74
					PE	20.43	14.41	9.52	6.73
					PEG	0.46	0.32	0.21	0.15
					PB	2.24	1.28	1.48	1.24
					EV/EBITDA	9.48	7.68	5.23	3.82
					ROE	14.6%	11.8%	15.5%	18.5%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。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。