

# 影谱科技 (836488)

## ——打造视频原生广告平台，开创植入广告新时代

报告原因：首次覆盖

投资要点：

- **公司首创视频原生植入广告平台，服务多家在线视频巨头。**公司广告平台可对电视剧、综艺节目等视频内容自动扫描空白广告位，并批量实时植入静态、动态图文广告、实物模型等，还可根据观众数据进行精准定位及广告投放监测。2015年7月公司与芒果TV的合作平台上线，先后陆续开拓了腾讯视频、迅雷、暴风影音、乐视视频、华数TV等网络视频客户，覆盖60%以上视频观看人群，并与海润影视等内容方深度合作，技术已经成功地在《我是歌手IV》等热播节目及影视剧中运用。
- **视频媒体重要性贯穿媒体发展史，视频广告走向原生、精准和品效合一。**从传统媒体的电视，到互联网的杀手级应用在线视频，到未来的VR/AR，视频媒体的重要性贯穿始终。视频广告有着覆盖人群广，受众信任度高的优点。随着互联网技术的发展，视频广告走向精准和品效合一，视频ADX、“视频+电商”等模式层出不穷。而在线视频付费用户提升导致硬广到达数下降，网络剧与网生综艺爆发提供良好植入土壤，视频广告走向植入成为必然趋势。我们预计到2018年，电视+网络视频植入市场规模到460亿。
- **公司商业模式的本质是视频原生广告网络，技术与商务壁垒高。**公司用自有技术从视频资源中挖掘海量广告位，然后作为垄断性技术平台商和广告代理商进行广告代理，本质上属于视频广告网络，但相比一般广告网络，公司媒体资源掌控力非常强。公司研发团队来自于好莱坞影视技术研发团队，拥有自主知识产权，具有高技术壁垒。与在线视频合作提供广告播放器/播放插件，需要长时间与各部门沟通并个性化开发测试，由于视频平台需要考虑原播放器承载能力，一旦合作，几乎只能独家，因此具有高商务壁垒。
- **视频原生广告稀缺标的，业绩呈现爆发趋势，三年后市值潜力50亿。**美国视频广告同样受青睐，过去几年，Google、Facebook、雅虎都收购过视频广告公司，而国内新技术视频广告公司稀缺。我们预计公司2016-2019年收入为2.9/4.8/7.1/10.2亿，净利润0.34/0.68/1/1.5亿，对应于本轮增发后EPS为1.29/2.58/4.05/5.97元。由于公司技术与模式的独特性和垄断性，预计市场将给予较高估值溢价，参考Mobvista等公司3年多10亿量级收入，60亿市值，公司具备50亿市值空间潜力。我们参考A股可比公司平均1倍PEG水平，给予20%流动性折价，建议69元以下买入，对应市值18亿，16-19年PE水平53/27/17/12倍。
- **核心假设风险：**商务开拓慢于预期，在线视频方合作取消
- **股价表现催化剂：**新的视频媒体资源开拓、财报超预期

市场数据：

2016年5月13日

转让方式	协议
收盘价(元)	-
每股净资产(元)	1.25
市净率	-
总市值(百万元)	-

基础数据：2015年12月31日

总股本(百万)	25
可转让股份(百万)	0
净资产(百万元)	32
股东总户数(户)	10
挂牌日期	2016-04-14
主办券商	申万宏源

相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005  
liujing@swsresearch.com

联系人

刘靖 18930809461  
liujing@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	80.7	292.1	482.4	713.3	1025.9
同比增长率(%)	262%	65%	48%	44%	262%
净利润(百万元)	-30.6	34.3	68.5	107.4	158.3
同比增长率(%)	-	-	100%	57%	47%
每股收益(元/股)	-1.23	1.29	2.58	4.05	5.97
毛利率(%)	6%	45%	42%	38%	39%

注：2015年亏损近半由股权激励费用造成

## 目录

1. 独创视频原生广告平台，服务多家巨头 .....	3
2. 视频广告逐步走向原生、精准和品效合一 .....	4
2.1 视频广告的重要地位贯穿媒体发展史 .....	4
2.2 视频广告创新不断，千亿市场好戏连连 .....	5
2.2.1 内容与广告融合，“硬广”让步“植入” .....	5
2.2.2 精准投放，“视频+电商”促进“品效合一” .....	7
2.2.3 预计 2018 年电视+在线视频广告总规模 1750 亿，原生植入广告 460 亿 .....	8
3. 打造视频原生广告平台，技术与商务壁垒难以打破 .....	9
3.1 推出“视频易”与“植入易”，开创植入新时代 .....	9
3.2 公司商业模式的本质：视频广告网络 .....	10
3.3 技术与商务壁垒高，占据先发优势 .....	11
4. 远虑的投资者：如何看待公司潜在风险 .....	12
5. 原生视频广告稀缺标的，市场空间巨大 .....	12
5.1 视频广告新技术公司是国际巨头收购的对象，国内稀缺 .....	12
5.2 “广告创新+渠道垄断”带来业绩爆发式增长 .....	13

## 图表目录

图 1: 《我是歌手 IV》品牌广告 PS 案例.....	3
图 2: 《旋风孝子》拟真产品模型植入.....	3
图 3: 公司合作网络视频活跃用户数情况.....	3
图 4: 移动端社交和视频覆盖人数最多.....	4
图 5: PC 端视频使用时长份额最大.....	4
图 6: 传统广告中电视广告最受信任.....	4
图 7: 数字广告中在线视频广告最受信任.....	4
图 8: 2015 年植入广告频次渐长.....	5
图 9: 2015H2 植入广告厂商数环比增 30%.....	5
图 10: 在线视频用户付费额激增.....	6
图 11: 在线视频付费收入占比提升.....	6
图 12: 芒果 TV 闪购案例.....	7
图 13: 中国媒体广告收入总额预测.....	8
图 14: 中国在线视频广告市场规模.....	8
表 1: 2015 晚间电视剧与综艺节目收视率排行.....	5
表 2: 2015 年度网生季播综艺播放量 TOP10.....	6
表 3: 2015 年中国视频企业创新营销产品盘点.....	7
表 4: IT 桔子收录的视频广告新技术公司.....	12
表 5: 利润表预测.....	13
表 6: 估值对照表.....	14

## 1. 独创视频原生广告平台，服务多家巨头

电视植入广告已经成为一种普遍接受的广告形式。传统植入方式有两种：一是将品牌图文广告、产品实物等放入节目当中曝光，这种方式需要录制前事先进行广告招标，具有一旦植入很难更改，品牌曝光位置和次数可控性差等缺点；二是对视频进行后期制作加工，人工加入广告，这种方式效率低，无法规模化，无法随时更改。

而采用影谱科技的平台投放视频广告则完全解决了这些痛点。图 1 和图 2 是公司为芒果 TV 做的两个案例，采用自动扫描广告位，自动添加广告（海报或实物皆可）并渲染至与环境完全融合的方式投放广告，既提高了投放效率，又使得广告内容的可控性大大提升，甚至可以做到因人而异、精准投放，这种电视广告植入方式正在成为新的潮流。

图 1: 《我是歌手 IV》品牌广告 PS 案例



资料来源：互联网，申万宏源研究

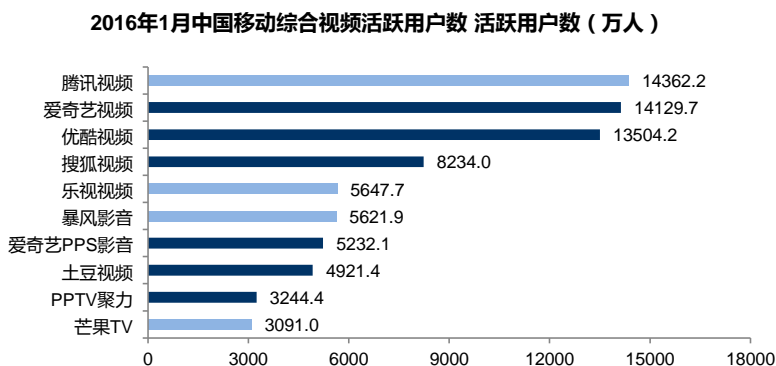
图 2: 《旋风孝子》拟真产品模型植入



资料来源：互联网，申万宏源研究

影谱科技的视频 PS 原生广告平台属于国内首创，2015 年 7 月与芒果 TV 合作的产品上线，公司先后开拓了腾讯视频、响巢看看（收购迅雷看看）、暴风影音、乐视视频、华数 TV 等网络视频客户，并与海润影视等内容方深度合作。

图 3: 公司合作网络视频活跃用户数情况



资料来源：易观智库，申万宏源研究

## 2. 视频广告逐步走向原生、精准和品效合一

### 2.1 视频广告的重要地位贯穿媒体发展史

我们这里讨论的“视频”不仅仅是指网络在线视频，还包括电视视频、未来的 VR 视频，是与“图片”、“文字”区分开来的动态视觉表现形式。在传统媒体中，电视广告占据了 50% 以上的市场份额，至今仍然是广告市场的主流形式。这得益于电视广告的高覆盖率、大屏的影响力等。

而随着用户时间分配从传统媒介向互联网媒介转移，互联网广告逐步占据了广告业的半壁江山。但无论是互联网中的 PC 端还是移动端，在用户覆盖数以及使用时间上，“在线视频服务”都是网络服务中的佼佼者。从图 4 和图 5 的数据可以明显看出，社交和视频是互联网的杀手级应用。

也就是说，无论是传统媒体还是互联网媒体，视频媒体都在用户覆盖和使用时间上具有天然优势，而未来 VR/AR 时代，这种现象只会增无减。Google 预测未来 80% 的媒体都将是视频的。

图 4：移动端社交和视频覆盖人数最多

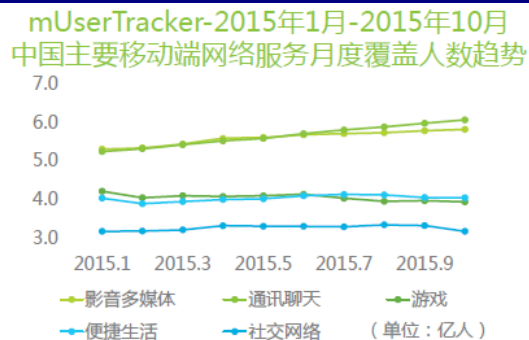
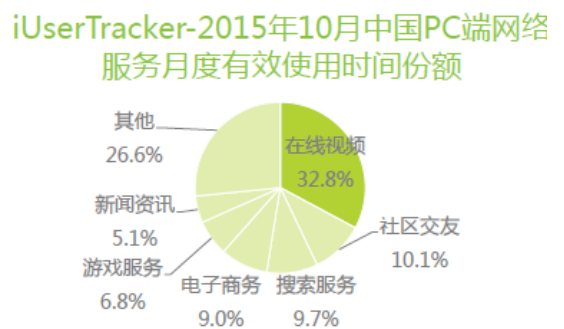


图 5：PC 端视频使用时长份额最大

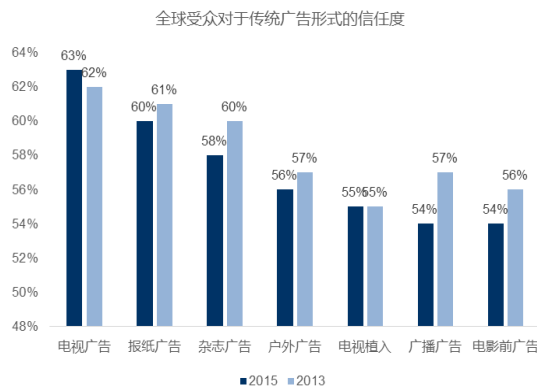


资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

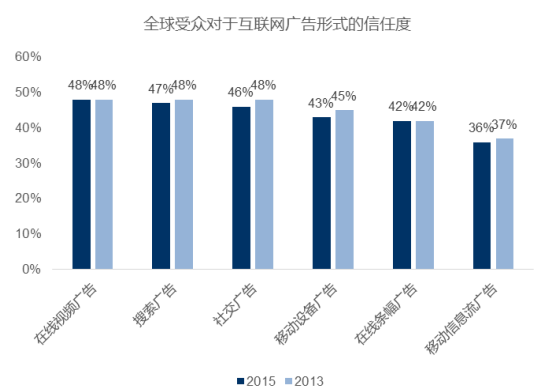
除了用户多之外，在受众的信任度方面，视频广告也占据很大优势。这使得视频广告更具价值。

图 6：传统广告中电视广告最受信任



资料来源：尼尔森，申万宏源研究

图 7：数字广告中在线视频广告最受信任



资料来源：尼尔森，申万宏源研究

## 2.2 视频广告创新不断，千亿市场好戏连连

### 2.2.1 内容与广告融合，“硬广”让步“植入”

很少人会怀疑，原生广告是广告业的未来。原生广告是一种从形式、内容、场景自然融入媒体的广告形式，有增强用户体验、提升 CTR 的功能。由于视频这种媒体形式更具有注意力上的独占性，因此像电视广告片、在线视频贴片广告这些“传统硬广”都会打断用户的视频观看过程，给用户体验带来损害。

我们观察到，无论是电视广告，还是在线视频广告，广告和内容相融合都成为了一种趋势，由此，视频广告走向原生。2015 年电视节目植入广告曝光时长累计 3766 小时，下半年植入广告投放广告主数环比增长 30%。相比之下，硬广告投放广告主数下降 5%。

图 8：2015 年植入广告频次渐长

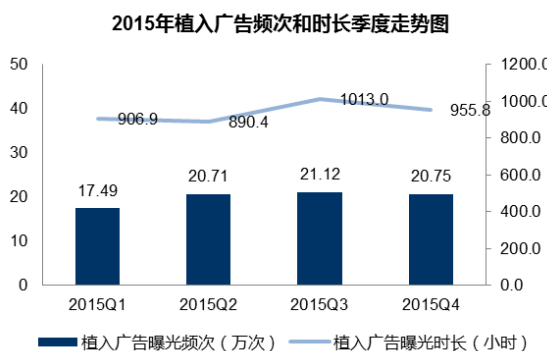
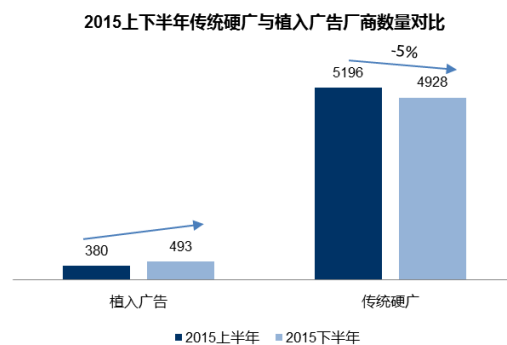


图 9：2015H2 植入广告厂商数环比增 30%



资料来源：击壤科技，申万宏源研究

资料来源：击壤科技，申万宏源研究

电视广告走向“植入”有两个重要推动力：

1、观众的选择面增加，很容易换台跳过电视广告片，因此传统硬广逐步走向插播广告。而大量插播广告迅速引起了观众不满，监管层也对电视剧插播广告进行了限制；

2、综艺节目是植入广告最佳载体，随着国内综艺节目制作的成熟，以及一些优质 IP 的积累，使得综艺节目的收视率大大上升，甚至超过电视剧，广告价值凸显；

表 1：2015 晚间电视剧与综艺节目收视率排行

	综艺节目	收视率	电视剧	收视率
1	中国好声音 4	4.865%	神犬小七	3.40%
2	奔跑吧兄弟 2	4.756%	锦绣缘华丽冒险	3.40%
3	奔跑吧兄弟 3	4.310%	活色生香	3.30%
4	奔跑吧兄弟 1	3.763%	武媚娘传奇	3.27%
5	我是歌手 3	2.723%	妻子的谎言	3.16%

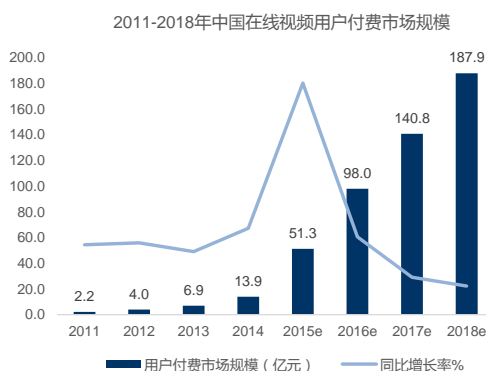
资料来源：收视率排行 tvtv.hk；申万宏源研究

而在线视频走向“植入”也有几个重要推动力：

1、移动互联网开始取代 PC 互联网，移动用户在线时间更加碎片化，几十秒的视频贴片广告变得更难接受；

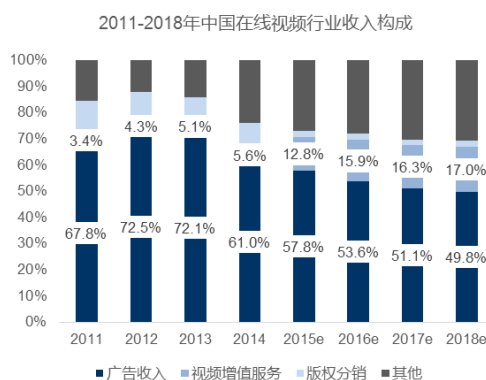
2、在线视频商业模式开始变化，付费用户大幅上升。根据艾瑞数据，2015 年视频用户广告 ARPU 值仅 45 元，而付费增值服务 ARPU 值有 178 元，因此从广告到付费是必然趋势。付费模式下，视频贴片广告到达用户数将下降。植入广告就成为必然的选择。

图 10：在线视频用户付费额激增



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 11：在线视频付费收入占比提升



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

3、独家版权竞争导致在线视频网站纷纷开始自制节目，或者与内容生产商合作，取得独家版权内容，典型的像爱奇艺的《晓说》和《奇葩说》。此外，由于网络视频内容监管比电视内容监管宽松，比如限娱令等在网络上就不适用，导致了网络剧与网生综艺爆发式增长。资本的介入，IP 开发加速了这一过程。这提供了大量“植入”广告的基础媒体资源。

表 2：2015 年度网生季播综艺播放量 TOP10

节目	网络播放平台	播放量 (亿)	平均单集播放量 (万)	冠名商	其他赞助
我们 15 个	腾讯视频	11.3	334	-	上海家化、日夜百服宁、金施尔康、伊利、桐庐
歌手是谁	优酷土豆	10.3	8607	东风风行	都市丽人、九芝堂、小明仁
奇葩说 2	爱奇艺视频	8.7	3630	有范 APP	伊利谷粒多、亚哈咖啡、M&M、S 巧克力的、东方标志
我去上学了	爱奇艺视频	7.1	5043	小茗同学	nice、全城逛街
完美假期	芒果 TV	6.9	3146	金融工场	西游网、哇哈哈激活
尖叫吧路人 1	腾讯视频	6.0	4986	广汽丰田汉兰达、雷凌	滴滴专车
偶滴歌神啊 1	爱奇艺视频	5.9	4939	香飘飘奶茶	小咖秀、恰恰瓜子
带你去见 TA	腾讯视频	5.7	3358	蒙牛奶特	中兴、佳明、CHICCO MAO
你正常吗 2	腾讯视频	5.0	5043	脉动	美赞臣、无极限
拜托了冰箱	腾讯视频	4.0	4006	vivo 手机	美的冰箱、v 星、下厨房、探探

资料来源：易观智库，申万宏源研究

## 2.2.2 精准投放，“视频+电商”促进“品效合一”

传统视频广告主要是视频前的贴片广告及暂停时的展示广告。由于互联网上可以收集用户数据，因此可实现用户精准投放。

此外，视频的内容构建出了一个场景，比如电视剧里的婚恋场景，就为“百合网”这种广告主提供了很好的植入宣传点。而基于内容的场景营销也使得视频与电商开始结合。传统视频广告只能监测展示量，收视率等数据，很难评测效果，广告主以曝光和品牌宣传为主。而“视频+电商”让广告主可以根据效果付费，真正做到“品效合一”。

图 12：芒果 TV 闪购案例



资料来源：互联网，申万宏源研究

表 3：2015 年中国视频企业创新营销产品盘点

企业名称	创新营销产品	分类
爱奇艺	一搜百映	精准营销
	众里寻TA	精准营销
	群英荟	精准营销
	闪植	视频+电商
	随视购	视频+电商
凤凰视频	All in one	优化广告主体验
	原生广告制作	精准营销
合一集团（优酷土豆）	启明星	精准营销
	享看广告	优化用户体验
	边看边买	视频+电商
	Shop 品牌体验店	视频+电商
乐视网	乐视购	生态类营销
	选择性贴片广告	优化用户体验
	TVC 剧情广告	优化用户体验
	视点击	视频+电商
芒果 TV	灵犀	视频+电商



搜狐视频	完美风暴	精准营销
	先声夺人	优化用户体验
	慧眼识TA	精准营销
	自助交易系统	优化广告主体验
腾讯视频	图灵	精准营销

资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

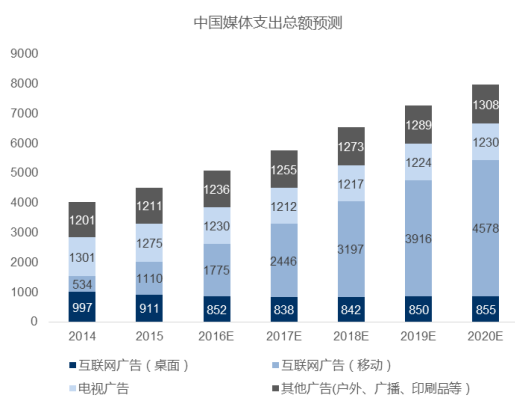
### 2.2.3 预计 2018 年电视+在线视频广告总规模 1750 亿，原生植入广告 460 亿

我们认为，视频广告将享受两重红利：

- 1) **新媒体增长带来的红利。**其本质是看视频的时间大大增长，人们从晚间等电视节目看，到在 PC 和移动上点播节目，视频观看时间增长。未来 VR/AR 的应用将增强这一趋势；
- 2) **精准营销和多屏互动带来的效果提升。**技术解决了传统视频广告难以监测效果，难以个性化定制的问题，个性化制作、推送视频广告，多屏互动、场景营销成为可能。这将提升视频广告的制作与投放效率，改善投放效果。

2015 年，中国电视广告市场规模约 1270 亿，互联网在线视频广告规模 230 亿，视频广告总规模 1500 亿。不考虑未来 VR/AR 的增量，预计 2018 年电视广告规模 1200 亿、在线视频广告 550 亿，一共 1750 亿市场。中性假设下，植入广告占电视广告 20%，在线视频广告 40%，则到 2018 年，植入视频广告市场规模 460 亿。

图 13：中国媒体广告收入总额预测



资料来源：emarketer，申万宏源研究

图 14：中国在线视频广告市场规模



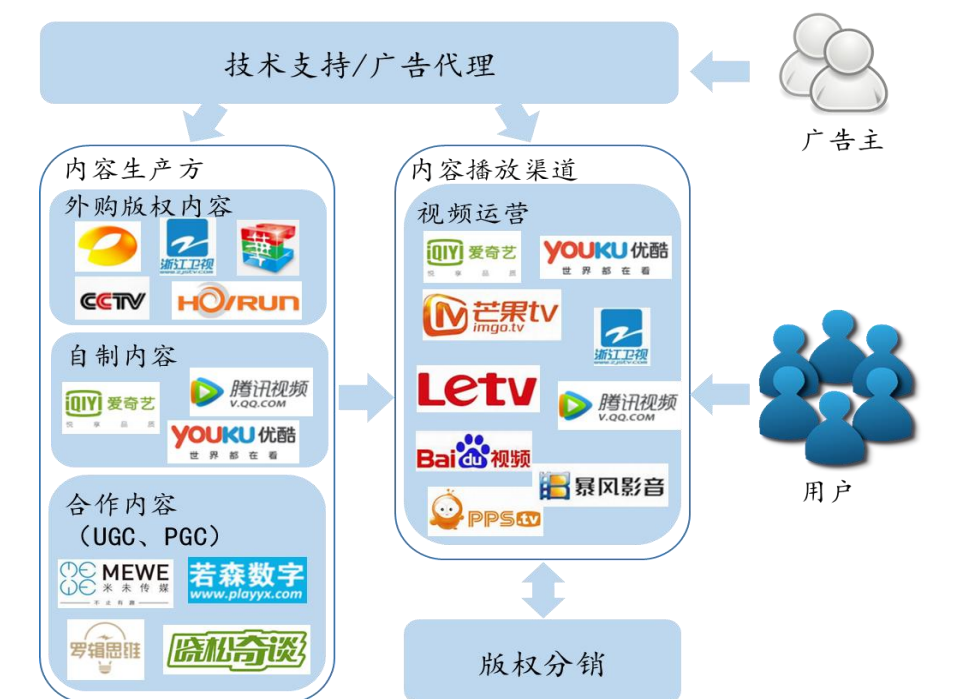
资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

### 3. 打造视频原生广告平台，技术与商务壁垒难以打破

#### 3.1 推出“视频易”与“植入易”，开创植入新时代

在产业链上，公司处于植入广告技术提供商与广告代理商的位置。

图 15：中国网络视频行业产业链



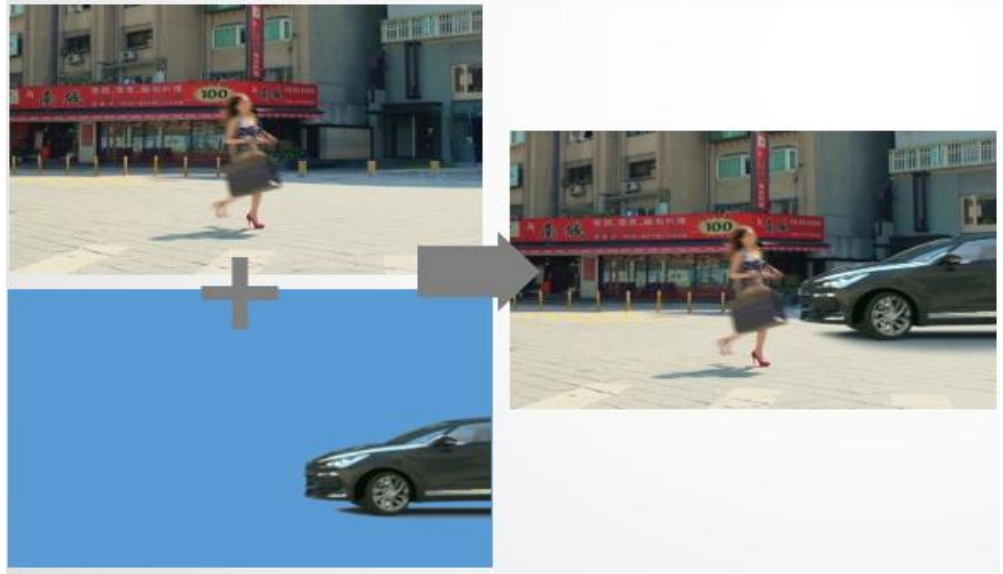
资料来源：申万宏源研究

公司目前打造了两个产品：视频易（Video 易）与植入易，分别对接在线视频平台与内容生产方。

**视频易：**利用播放器浮层，为在线视频实现动态广告植入、多屏互动、视频+电商互动等功能。公司为在线视频播放器定制“多功能拟真播放器浮层”插件，自动扫描播放器内所播放媒体资源，识别出有效广告参考点及坐标运动变化规律，自动设置及储存为可售卖媒体资源。随后公司将这些媒体资源与广告内容相匹配。

**植入易：**快捷、批量为视频内容植入“毫无 PS 痕迹”的广告。植入易是公司提供自动广告植入技术的开放网络平台，主要方便内容制作方高效植入广告，并且利用先进技术，使得植入广告与动态背景完美融合。

图 16：影谱“原片+浮层”显示技术示意图



资料来源：影谱科技，申万宏源研究

公司的产品符合我们所说的所有视频广告的发展方向：原生、精准、品效合一。1) 原生。公司使用的“像素流运动轨迹计算”、“植入商品的像素动态模拟”等技术，可以使广告完美融合场景，实现原生；2) 精准，可实现用户数据接入与分析，实现精准投放；3) 品效合一。可通过后台数据产生投放统计，并可通过浮层链接，实现“视频+电商”的效果营销。

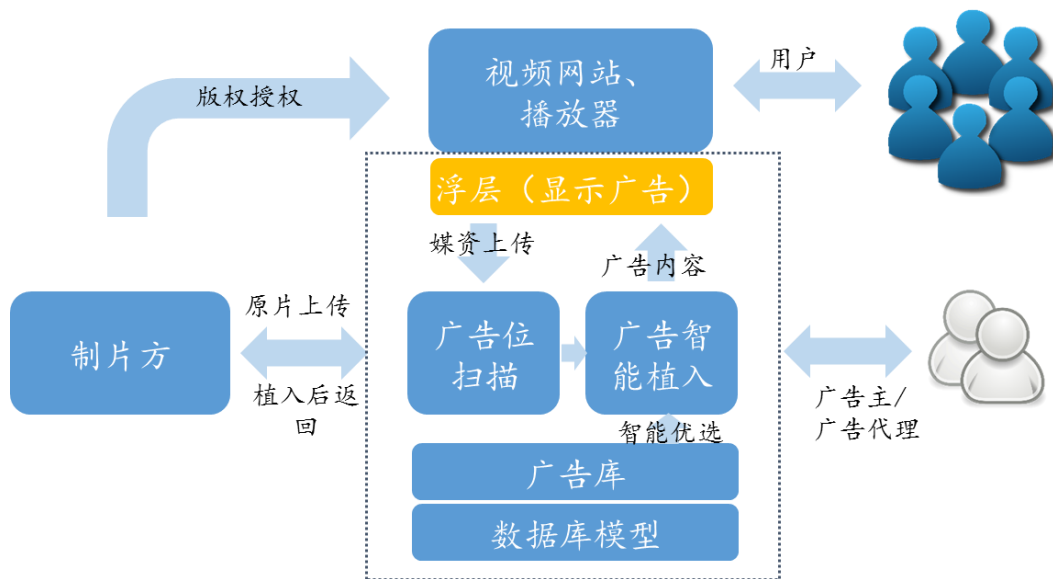
### 3.2 公司商业模式的本质：视频广告网络

**公司的商业模式本质是：**用自有技术从视频资源中挖掘海量广告位，然后作为垄断性技术平台商和广告代理商进行广告代理。因此，公司本质上属于**视频广告网络 (Video Ad network)**。公司的主要收入来源于两类合作：

- 1、 **与在线视频、播放器公司合作：**视频运营方自有内容、取得全权广告植入授权的内容，上传到公司平台，扫描广告位并植入广告，广告在播放器浮层显示，产生的广告收入，公司与视频运营方分成；
- 2、 **与制片方合作：**1) 帮助制片方快速植入广告，并加载于原片，项目制合作，收取技术服务费；2) 利用浮层，与制作方、视频播放器/在线视频方三方合作，将广告植入，三方分成。

众所周知，广告网络的竞争力来源于两部分：**1) 大量优质媒体资源；**由于广告位是公司用技术独家挖掘出来的，是新增资源，且合作方是各大视频巨头和优质内容生产商，因此公司具备优质、海量广告资源；**2) 优质的广告主。**这取决于广告主对于这种植入形式的接受度，以及影谱科技的商务推广能力。我们认为，植入广告已经被广告主普遍采用，想想《疯狂动物城》里铺天盖地的背景广告牌植入，我们对广告主的接受表示乐观。

图 17：影谱科技商业模式详解

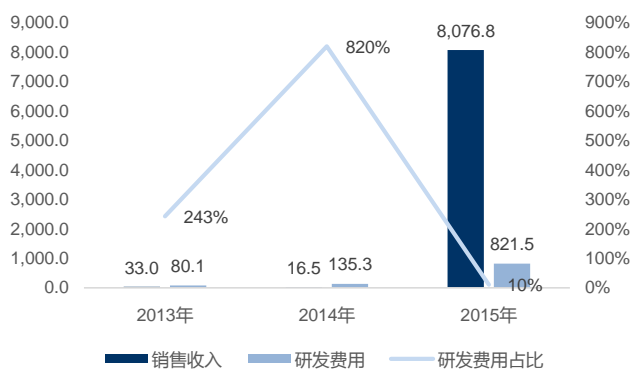


资料来源：申万宏源研究

### 3.3 技术与商务壁垒高，占据先发优势

公司技术由北美影像技术团队及中国移动互联网精英团队联合研发，研发团队在好莱坞有过《生化危机》、《纽约时刻》第一线大片技术研发及制作经历，使用技术包括“智能子像素反轨迹计算”、“像素匹配计算”等。公司已于2015年2月提交两项发明专利申请，分别是“一种广告加载的方法与装置”和“一种在视频中动态植入广告的方法及装置”，目前进入实质审核阶段（根据国家专利局信息）。未来，公司将不断与国内顶尖视频处理技术团队合作，巩固这一技术优势。

图 18：公司收入与研发费用



资料来源：choice，申万宏源研究

除了技术壁垒外，该模式下的商务壁垒更高：

1) 与视频平台方取得合作需要很长时间。一是技术测试时间周期长，一项新的技术出来，视频平台需要测试拟真浮层会不会造成播放卡顿甚至崩溃的现象。这对技术提供方的技术实力提出了要求；二是需要在视频平台的商务部门、研发部门、销售部门间来回谈判与协调，纯技术型公司很难办到；

2) 一旦合作，几乎只能独家。由于增加浮层会给播放器带来压力，为了防止播放器崩溃，几乎只能增加一层浮层，因此这种模式具有排他性。公司已经占据先发优势，目前产品在腾讯、迅雷、乐视、芒果、暴风影音上线，据我们估计，公司覆盖视频用户数达 60% 以上<sup>1</sup>。

## 4. 远虑的投资者：如何看待公司潜在风险

投资者容易放大公司的以下两个风险点：

1) 技术不再垄断，出现竞争者。诚然，没有人可以断言不会出现同类竞品，但我们认为：技术并非唯一壁垒，商务壁垒同样重要，竞争对手要解决两个问题，一是用技术优势替换掉影谱科技，二是找到足够多的广告主来投放。这两者绝非易事。一旦影谱科技积累了一两年的品牌优势，具有更好的媒体资源，在广告主上更加丰富，这种地位就很难再撼动；

2) 在线视频公司自行开发系统。的确，视频网站作为媒体方比较强势，如果他们自行开发出这种系统，会对公司会构成威胁。但我们认为，第一、在线视频平台各有内容，无法做到一家通吃，且随着技术的发展，直播平台等新型的视频媒体开始出现，视频入口将更加多元；第二、更重要的是，一家独立的广告网络存在的价值在于，它能整合更多的跨平台的资源，从而吸引到更多的广告主。无论是视频广告，还是展示广告，广告网络这种商业形态始终存在。

当然，公司管理层也居安思危，正不断开拓新的视频媒体资源合作方，以及与分散的内容方进行合作。

## 5. 原生视频广告稀缺标的，市场空间巨大

### 5.1 视频广告新技术公司是国际巨头收购的对象，国内稀缺

当前，视频广告正与新技术结合，使得这种最为重要、可信任度最高的视频形式朝着原生、精准、品效合一的方向发展。因此，视频新技术公司较为稀缺。我们明显可以看到，美国比较重视视频新技术公司，过去两三年，Facebook、Google 和雅虎都收购过视频广告公司。而中国和影谱科技有点类似的企业只有 Video++。

表 4：IT 桔子收录的视频广告新技术公司

公司	产品和技术	融资	金额	投资人
云联传媒	跨屏联动视频广告	2015.3.1A 轮	4500 万人民币	好望角投资 东方汇富 艾想投资
Video++极链网络	互动视频技术，智能广告位识别投放（主要是视频+电商）	2015.5.29A 轮	未透露	未透露
LiveRail（美国）	将视频广告与网站上的视频进行自动匹配	2014.7 Facebook 收购		

<sup>1</sup>各在线视频具有重合用户，我们根据 CNNIC 网络用户调研（2015.10）的不完全数据毛估推算。

mDialog (加拿大)	将视频广告内容传输到各类设备上	2014.6	google 收购	
Vungle (美国)	内置视频广告服务	2014.2.7	B 轮	1700 万美元 Thomvest Ventures Google Ventures AOL Ventures
Unruly (英国)	通过历史数据来预测视频广告的热播潜力		被收购	
Innovid (美国)	产品 iRoll 可以增加视频的互动性	2015.12.25	A 轮	2750 万美元
BrightRoll (美国)	程序化移动视频广告发布平台	2014.11.12	雅虎并购	6.4 亿美元
iSpot.tv (美国)	将电视节目制作方和各种渠道连接起来,以便更好地做营销	2015.5.19	B 轮	2190 万美元 Insight Venture Partners Madrona Venture Group

资料来源: IT 桔子、申万宏源研究

## 5.2 “广告创新+渠道垄断”带来业绩爆发式增长

公司 2015 年 7 月与芒果 TV 的产品上线以来,年底取得了 2000 多万的月流水,导致 2015 年业绩突飞猛进。投放视频广告的广告主以品牌类居多,属于业内公认的“金主”。公司今年的目标应该是加大品牌宣传,争取更多广告主的预算投入。公司面对的是 500 亿量级的植入广告预算蛋糕,我们对公司三四年内做到 10 亿量级收入,1.5-2 亿净利润表示乐观(参考 Mobvista 不到 4 年 10 亿量级收入,60 亿市值,享受的是互联网出海营销蓝海,公司同样享受的是视频植入蓝海),目标市值在 50 亿以上。

我们预计公司 2016-2019 年收入为 2.9/4.8/7.1/10.2 亿,净利润 0.34/0.68/1/1.5 亿,对应于本轮增发后 EPS 为 1.29/2.58/4.05/5.97 元。由于公司技术与模式的独特性和垄断性,预计市场将给予较高估值溢价。我们参考 A 股可比公司平均 1 倍 PEG 水平,给予 20% 流动性折价,采用公司 16-19 年净利润复合增速模拟未来三年复合增速,建议 69 元以下买入,对应市值 18 亿,16-19 年 PE 水平 53/27/17/12 倍。

核心假设风险: 商务开拓慢于预期,在线视频方合作取消

表 5: 利润表预测

	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
营业收入	8,076.8	29,209.2	48,242.9	71,327.6	102,594.6
增长	48836%	262%	65%	48%	44%
营业成本	7,613.3	16,017.6	27,886.4	44,073.4	62,936.1
毛利率	6%	45%	42%	38%	39%
费用	3,546.3	8,762.8	12,060.7	14,265.5	20,518.9
折旧摊销	36.0	146.0	241.2	356.6	513.0
营业利润	-3,118.9	4,282.8	8,054.6	12,632.0	18,626.6
企业所得税	0.0	856.6	1,208.2	1,894.8	2,794.0
税后净利润	-3,064.1	3,426.2	6,846.4	10,737.2	15,832.6
增长	694%	-212%	100%	57%	47%
期末总股本	2500	2650	2650	2650	2650

EPS	-1.23	1.29	2.58	4.05	5.97
-----	-------	------	------	------	------

资料来源：申万宏源研究

表 6：估值对照表

证券代码	证券简称		预测 PE(2016)	PEG (基于 16 年盈利)
300242.SZ	明家联合	营销服务	52.6	0.64
603598.SH	引力传媒	营销服务	64.7	0.81
300392.SZ	腾信股份	营销服务	44.1	0.99
002712.SZ	思美传媒	营销服务	61.1	1.49
600386.SH	北巴传媒	营销服务	38.7	1.63
002400.SZ	省广股份	营销服务	22.1	0.97
	中位数		48.4	0.98
	平均值		47.2	1.09

资料来源：wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	<a href="mailto:xiewn@swsresearch.com">xiewn@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。