

汇量科技 (1860 HK)

数据驱动的全球广告科技领跑者

- ❖ **全球前十大第三方移动广告平台。**根据艾瑞报告，以 4Q17 的变现 SDK 平均 DAU 计，汇量在全球排名前十、在亚洲排名第二及在中国排名第一。凭借其庞大的应用程序基础、强大的大数据以及“Glocal”运营能力，在程序化广告增加、游戏及电子商务应用程序需求增强及 GameAnalytics (GA) SaaS 货币化的环境下，我们预测汇量在 FY18-20E 将实现 31%/100% 的收入/净利润复合增长率。
- ❖ **以庞大的应用程序基础和大数据孕育程序化广告生态。**汇量拥有强大的应用程序基础和人工智能分析功能，在提供程序化广告解决方案上表现出色。随着程序化解决方案广泛使用，相信汇量将进一步投资于程序化技术和全球拓展。我们估计汇量的程序化广告将在 FY18-20E 实现 40% 的收入复合年增长率，占 FY19E 总收入的 55%，主要受惠于 SDK 和 API 的增长 (FY18-20E 的复合年增长率为 52%/24%)，而非程序化广告则同比增长 17%。
- ❖ **捕捉应用程序全球化风口。**我们认为汇量将受益于应用程序全球化浪潮，尤其体现在游戏和电商行业 (在有限的生命周期中面临着激烈的流量竞争)。我们预计 FY18-20E 的游戏/电商/内容及社交广告将达到 45%/29%/18% 的收入复合年增长率，占 FY19E 总收入的 38%/16%/29% (相对于 FY17 的 36%/16%/19%)。藉着其在“Glocal”运营中的先发优势，我们预计汇量将扩大其全球业务，并深耕中国和 SEA 市场。
- ❖ **不止于广告：借助 GA 输出广告科技 SaaS 服务。**GA 是公司于 2016 年收购的一个围绕游戏行业的数据分析平台。GA 覆盖全球五亿个移动设备，我们期待其将通过数据集成、分析和交叉销售，与汇量的广告解决方案建立强大的协同效应。此外，我们预计 GA 将逐步推进 SaaS 变现 (例如商业智能/会员订阅等)。参考同行的早期发展，我们预测 GA 将在 FY18/19/20E 贡献总收入的 0%/2%/3%，复合年增长率为 568%。
- ❖ **首次覆盖，给予「买入」评级。**以 SOTP 估值计算，我们将目标价定为 4.97 港元，相当于 14.7 倍 FY19E 市盈率，广告/SaaS 部分相对行业平均值分别有 30%/40% 折让 (基于 GA 的货币化和广告利润率存在不确定性)。目前汇量估值为 11.3 倍 FY19E 市盈率，估值下行空间有限。风险：1) 宏观经济不确定性；2) GA 变现推进慢于预期；及 3) 海外广告业务可追溯性风险。

财务资料

(年结：12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万美元)	167.2	283.9	313.0	427.8	573.6	731.0
净利润(百万美元)	8.7	19.7	27.2	25.4	66.1	100.5
EPS(美元)	NA	NA	NA	0.02	0.04	0.07
EPS变动(%)	NA	NA	NA	NA	161%	52%
市盈率(x)	NA	NA	NA	29.5	11.3	7.4
市帐率(x)	NA	NA	NA	2.7	2.2	1.7
股息率(%)	NA	NA	NA	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	73.9	64.0	30.1	9.2	19.4	22.8
净财务杠杆(%)	8.30	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据源：公司，招银国际研究预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$4.97
潜在升幅	+29.8%
当前股价	HK\$3.83

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

庞硕

电话：(852) 3900 0882

邮件：garypang@cmbi.com.hk

互联网行业

市值(百万港元)	5,876
3月平均流通量(百万港元)	NA
5周内股价高/低(港元)	4.3/3.58
总股本(百万)	1,534

资料来源：彭博

股东结构

Seamless Technology	73.5%
Mobile Value Discovery	4.0%
Connected Global	0.8%

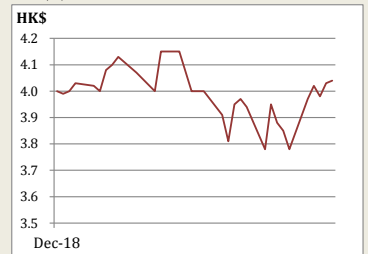
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.7%	-9.9%
3-月	NA	NA
6-月	NA	NA

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

公司网址：www.mobvista.com

利润表

年结:12月31日(百万美元)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	167	284	313	428	574	731
移动广告解决方案	158	268	312	427	565	707
游戏发行	9	16	1	-	-	-
GA	-	-	-	1	9	24
销售成本	(144)	(215)	(230)	(343)	(427)	(526)
毛利	23	69	83	85	147	205
销售开支	(1)	(4)	(6)	(9)	(11)	(15)
研发开支	(2)	(7)	(19)	(23)	(29)	(35)
管理开支	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)	(4)
其他开支	0	1	2	2	2	2
持续经营业务的除税前溢利	10	22	30	29	75	114
财务收入	0	0	1	2	2	2
财务费用	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
税前利润	10	22	30	29	75	114
所得税	(1)	(2)	(3)	(3)	(9)	(14)
归属股东净利润	9	20	27	25	66	100
非控制股东权益	-	(0)	(0)	-	-	-
调整后净利润	9	20	27	25	66	100

来源:公司及招银国际研究部

资产负债表

年结:12月31日(百万美元)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	3	38	109	111	113	113
物业、厂房及设备	1	1	2	5	7	8
无形资产	1	2	4	3	2	1
商誉	-	29	29	29	29	29
递延税项资产	2	5	8	8	8	8
待售金融资产	-	1	-	-	-	-
预付款	-	0	66	66	66	66
流动资产	67	174	211	412	551	687
应收账款	58	102	118	167	215	272
限制性现金	0	0	48	48	48	48
现金及现金等价物	9	72	45	197	288	367
可收回即期税项	-	0	0	0	0	0
流动负债	54	181	196	215	289	325
应付账款	45	167	181	200	274	310
应付税项	3	8	7	7	7	7
银行借款	5	6	8	8	8	8
-	-	-	-	-	-	-
非流动负债	5	0	33	33	33	33
银行借款	5	-	33	33	33	33
递延税项负债	-	0	1	1	1	1
少数股东权益	-	0	-	-	-	-
股东权益	12	31	90	275	341	441
净资产总值	12	31	90	275	341	441

来源:公司及招银国际研究部

现金流量表

年结:12月31日(百万美元)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
税前利润	10	22	30	29	75	114
折旧和摊销	1	2	1	3	4	5
营运资金变动	(27)	(10)	21	(30)	26	(21)
其他	3	17	(4)	(5)	(10)	(15)
经营活动所得现金净额	(14)	31	49	(4)	95	83
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
购置固定资产、无形资产及土地	(3)	(2)	(4)	(5)	(5)	(5)
其他	0	(30)	(68)	2	2	2
投资活动所得现金净额	(3)	(32)	(72)	(3)	(3)	(3)
资本变化	0	0	29	159	-	-
净银行借贷	24	64	20	-	-	-
其他	(0)	(1)	(53)	(0)	(0)	(0)
融资活动所得现金净额	24	63	(5)	159	(0)	(0)
现金增加净额	7	63	(27)	152	91	79
年初现金及现金等价物	-	9	72	45	197	288
汇率变动影响,净额	0	0	(0)	-	-	-
年末现金及现金等价物	8	72	45	197	288	367
资产负债表的现金	9	72	45	197	288	367

来源:公司及招银国际研究部

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)						
移动广告解决方案	94.6	94.2	99.7	99.9	98.4	96.7
游戏发行	5.4	5.8	0.3	-	-	-
GA	-	-	-	0.1	1.6	3.3
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长(%)						
收入	NA	69.8	10.2	36.7	34.1	27.4
毛利	NA	202.4	20.0	2.7	72.5	39.6
经营利润	NA	117.5	37.2	(5.2)	160.6	52.0
调整后净利润	NA	126.5	37.7	(6.6)	160.6	52.0
盈利能力比率(%)						
毛利率	13.7	24.3	26.5	19.9	25.6	28.0
税前利率	6.1	7.8	9.7	6.7	13.1	15.6
有效税率	(14.5)	(10.8)	(10.2)	(12.0)	(12.0)	(12.0)
调整后净利润率	5.2	6.9	8.7	5.9	11.5	13.7
资产负债比率						
流动比率(x)	1.2	1.0	1.1	1.9	1.9	2.1
平均应收账款周转天数	124.4	101.5	126.8	120.0	120.0	120.0
平均应付账款周转天数	113.0	178.0	272.3	200.0	200.0	200.0
平均存货周转天数	-	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率(%)	8.3	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)						
资本回报率	73.9	64.0	30.1	9.2	19.4	22.8
资产回报率	12.4	9.3	8.5	4.9	10.0	12.6
每股数据						
每股盈利(人民币)	-	-	-	0.02	0.04	0.07
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	-	-	-	0.18	0.22	0.29

来源:公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

注释：招银国际证券（或相关实体）在过去 12 个月之内为汇量科技 (1860 HK) 提供过上市服务，烦请知悉。