

领先第三方广告平台，看好未来发展

投资要点

- 公司是全球领先的第三方广告平台，有望充分受益于行业发展机遇。

1) 国内互联网掀起出海浪潮，第三方广告平台助中小企业出海。1) 国内互联网市场结构固化，中小企业出海成必然趋势。随着国内人口红利消失、人力成本飙升、竞争日益激烈等因素日渐桎梏了近 4000 万家中小企业在国内市场的发展，出海成为大势所趋。2) 中小企业营销能力有限，第三方广告平台助力出海。有望充分获益中小企业出海红利。

2) 程序化发展正当时。1) 全球网络广告市场广阔发展空间，驱动移动互联网广告增长。全球移动互联网广告市场规模快速增加，预计 2024 年将达到 5310 亿美元，年均复合增速 20.9%。全球移动应用推广支出逐年攀升，2017 至 2022 年均复合增长率达 16.2%。2) 广告需求端与供给端双驱动，程序化广告成主流趋势。媒体供给端中长尾流量崛起，对规模化、精准化、程序化广告提出新需求；需求端出海企业进入成熟期，精准化广告投放替代早期粗放式广告营销。

3) 手游市场稳步增长，提升数据分析需求。根据 Newzoo 数据显示，2019 年全球游戏市场规模达到 1521 亿美元，同比增长 9.7%，其中手游市场占比达到 45%，是最大的细分市场。移动游戏市场快速发展，大幅增加了游戏开发商对数据分析的需求。目前游戏数据分析供给严重缺口，对相关企业提供广阔发展空间。

- 公司主营移动广告和移动分析业务，竞争优势显著。

1) 公司集中腰部媒体客户，实现大批量流量聚合。公司作为领先的第三方广告服务供应平台，注重中长尾媒体的聚合能力，形成涵盖头部、中长尾客户资源，实现大批量流量聚合。公司遍布全球 60 多个国家地区，具有超过 3000 个活跃广告主，20+个全球性广告交易平台，830 亿+的日均请求量，17 亿的日活跃用户量以及 14 亿+的日均展示量。

2) Mintegral SDK 被各大主流聚合平台接入，品牌效应显著。公司自 2016 年率先发布国内第一款原生+视频广告 Mintegral 平台，逐渐成长为 AI 驱动的互动式广告平台，并于 AppsFlyer 最新（2020 年 3 月）全球综合实力榜单中排名第 6，是前十名中唯一中国公司。我们认为公司将凭借其先发优势和品牌效应充分享受程序化业务发展红利。

3) 数据分析推出新 Saas 付费服务，开发业绩增长点提升竞争力。公司 Game Analytics 于 2019 年 12 月推出全新的收费 Saas 服务—Benchmarks+，基于免费 Saas 服务的游戏的统计分析数据，为开发者提供更全面，多层次分析服务，进而辅助其进行商业决策，强化差异化竞争优势，加速三大业务飞轮效应。

4) “中台化”+“商用化”，多元“工具生态”满足多层次服务需求。技术中台对外商用的新业务与公司原有的移动广告业务和数据分析服务形成为客户从推广、变现、数据洞察到云端架构和成本优化等一站式技术服务链，可全面覆盖各类型客户。

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

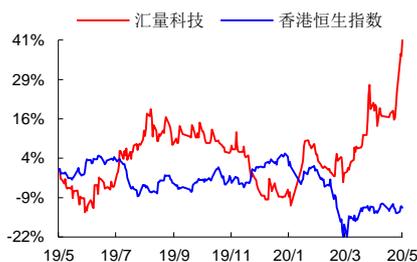
分析师: 杭爱

执业证号: S1250519080006

电话: 010-58251921

邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	3.09-4.95
3 个月平均成交量(百万)	3.07
流通股数(亿)	15.34
市值(亿)	75.94

相关研究

- **盈利预测与评级。**预计公司 2020-2022 年调整后净利润分别为 5986 万美元、8444 万美元和 11055 万美元，对应 EPS 分别为 4.00 美分、5.64 美分和 7.39 美分，对应 PE 分别为 16、11 和 9 倍。给予公司 2020 年 18 倍 PE，对应目标价为 5.58HKD/股，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**宏观经济不景气的风险，市场竞争加剧的风险，核心人才流失的风险。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

指标/年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万美元)	435	500	637	755	873
增长率	38.9%	15.1%	27.4%	18.5%	15.6%
归属母公司净利润(百万美元)	22	22	45	69	96
增长率	-19.6%	1.0%	103.3%	54.8%	37.6%
调整后归属母公司净利润(百万美元)	35	41	60	84	111
增长率	14.3%	16.1%	46.2%	41.0%	30.9%
调整后每股收益 EPS (美分)	3.03	2.74	4.00	5.64	7.39
净资产收益率	9.4	8.3	14.4	18.3	20.1
PE (调整后)	21.11	23.34	15.96	11.32	8.64

数据来源：公司资料，西南证券

目 录

1 公司概况：全球领先的第三方平台	1
2 脚踏发展快车道，剑指技术新浪潮	3
2.1 国内互联网掀出海浪潮，第三方广告平台助中小企业出海.....	3
2.2 程序化广告发展正当时.....	3
2.3 旺盛需求提供广阔发展空间.....	4
3 技术精进，构建多元化工具生态	5
3.1 移动广告+移动分析，相辅相成相得益彰.....	5
3.2 技术驱动、生态领先，助力公司全球化开拓.....	8
4 盈利预测与估值	10

图 目 录

图 1: 公司营收及增速情况.....	1
图 2: 公司净利润及增速情况.....	1
图 3: 程序化营收规模及其同比.....	2
图 4: 2015-2019 年程序化营收占比情况.....	2
图 5: 游戏收入规模及同比.....	2
图 6: 2019 年各业务毛利占比.....	2
图 7: 2018-2019M9 中国移动互联网月活跃用户规模.....	3
图 8: 全球网络广告市场规模以及移动网络市场规模.....	4
图 9: 移动互联网广告市场规模占比.....	4
图 10: 全球程序化以及非程序化广告支出和程序化支出同比.....	4
图 11: 全球游戏市场规模及移动游戏市场占比.....	5
图 12: 公司主营业务一览.....	5
图 13: 移动广告业务一般流程.....	6
图 14: 公司业务形成完美正向循环.....	7
图 15: 技术中台架构.....	7
图 16: 覆盖客户流量.....	8
图 17: Mintegral SDK 聚合情况.....	9
图 18: 数据分析加速飞轮效应.....	9
图 19: 公司三大服务未来发展策略.....	10

表 目 录

表 1: 公司大事时表.....	1
表 2: 分业务收入及毛利率.....	10
附: 财务报表.....	12

1 公司概况：全球领先的第三方平台

汇量科技以大数据 AI 专有数据技术为基础，为全球移动应用开发者提供移动广告及移动分析服务，帮助移动应用开发者更好地获客、变现并了解其应用的性能及用户。2018 年以变现 SDK 平均 DAU 计算（2018 年上半年数据），公司排名全球前十位，在中国排名第一及亚洲排名第二。根据 Apps Flyer 最新发布的 2019 年下半年《广告平台综合表现报告》，Mintegral 在全球综合实力榜（iOS 与安卓）排名第 6，而 iOS 全球综合实力榜排名第 4，仅次于 Facebook、谷歌和苹果；在全球增长榜排名第二，仅次于 TikTok Ads。

公司发展历程：公司于 2013 年在广州成立，以出海营销服务为起点，不断扩大业务边界，逐步形成基于技术的移动营销和移动分析为主的综合性业务生态，能够满足应用开发者在其整个生命周期中的广告营销、变现及移动分析需求。目前汇量科技为全球 60 多个国家的 3000+ 个活跃的应用开发者提供从获客到变现的全栈式广告产品，成为全球前十、亚洲领先的移动营销平台。

表 1：公司大事时间表

时间	事件
2013 年	汇量科技在广州成立，旗下拥有移动数字营销平台和移动网游海外发行平台
2015 年	签约成为 Google Adwords 2015 年核心合作伙伴
2016 年	完成对原生广告平台 NativeX、知名移动游戏数据分析公司 GameAnalytics 的收购；发布原生+视频广告聚合平台 Mintegral
2017 年	获 Snapchat 中国区游戏独家代理权
2018 年	Mintegral 宣传品牌独立运营；12 月正式登陆香港联交所主板上市
2019-2020 年	以名列 60 成绩首次入围 2019 年全国互联网企业前 100 强；Mintegral SDK 先后被 AWSAPN、Moupub 等主流聚合平台接入
2020 年	Mobvista 成为集团品牌，面向客户的全球移动广告业务转由 NativeX 承接

数据来源：汇量科技，西南证券整理

程序化业务取得重大突破，支撑公司业绩稳定增长。2015-2019 年公司营业收入和净利润复合增速分别为 31.5% 和 26.2%。公司 2019 年实现营业收入 5 亿美金，同比增长 15.7%，继续保持平稳增长态势；调整后净利润 4095 万美元，同比增长 16.1%，重回上升轨道。2019 年在全球经济承压，广告市场需求疲软背景下，公司维持营收和利润的双增长，主要得益于 1) 程序化业务取得重大突破；2) 非程序化业务向既提供非程序化广告，也包括程序化广告的整合营销服务的成功转型。

图 1：公司营收及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

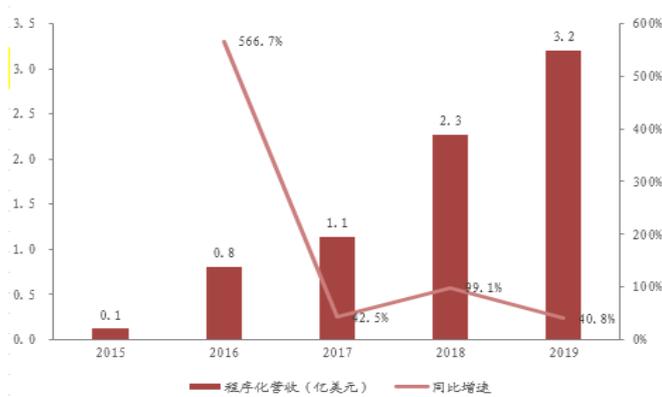
图 2：公司净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

程序化广告飞轮效应加速，成为公司收入核心。程序化移动广告业务 2015-2019 年实现营收分别为：0.1 亿美元、0.8 亿美元、1.1 亿美元、2.3 亿美元和 3.2 亿美元。从 2015 年-2019 年营业收入实现复合年增长率达到 128.8%，其贡献营收占比从 2015 年 7.4% 提升至 2019 年的 64%，成为公司增收的主要驱动力量。这主要得益于：1) 公司 2015 年推出程序化广告平台 Mintegral，凭借更精准的定向投放和新型交互广告素材技术的推成出新，深受市场认可，吸引广告主增加预算投入；2) Mintegral SDK 被各大主流聚合平台接入，品牌效应显著提升，加速程序化广告飞轮效应。

非程序化业务广告为顺应移动应用开发者对精准营销、透明以及高效的需求趋势开始向既提供非程序化广告，也包括程序化广告的综合营销服务转型。2015 年-2019 年非程序化收入复合年增长率为 5.3%。2019 年非程序广告收入为 1.8 亿美元，同比下降 13.1%，占移动广告收入比例降至 36%。

图 3：程序化营收规模及其同比


数据来源：公司公告，西南证券整理

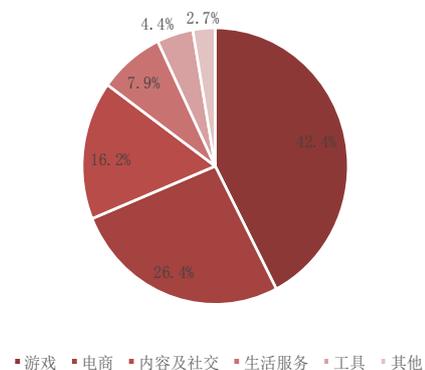
图 4：2015-2019 年程序化营收占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

覆盖品类多元化，游戏和电商应用开发者的广告预算是公司收入增长的主要驱动因素。公司广告主实现游戏、电商、内容及社交、生活服务等全品类覆盖，留存率达到 85%。截至 2019 年末，公司游戏业务收入为 2.1 亿美元，同比增加 75.6%，占总营收比例从 2016 年的 13% 提升 28pp 到 2019 年的 41.2%；2019 年公司电商营业收入为 1.1 亿美元，同比增长 44.3%，占移动广告收入比例从 2016 年的 7.8%，增加 13.4pp 至 21.2%。游戏和电商毛利占比总计达到 69%。

图 5：游戏收入规模及同比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2019 年各业务毛利占比


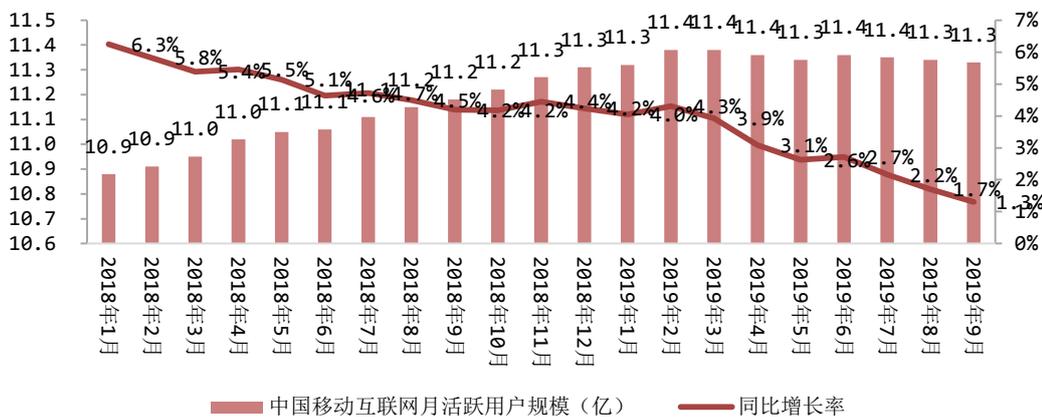
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 脚踏发展快车道，剑指技术新浪潮

2.1 国内互联网掀出海浪潮，第三方广告平台助中小企业出海

国内互联网市场结构固化，中小企业出海成必然趋势。中国互联网出海是中国互联网产业转型和产能过剩需要分流的结果。根据数据显示，2018年中国移动互联网月活跃用户规模全年净增4607万，2019年1-9月净增238万，自2018-2019年，中国移动互联网月活跃用户规模同比增速持续放缓。截至2019年6月，我国互联网普及率已经达到61.2%，因此国内移动互联网市场因互联网红利压缩，结构固化，其流量和用户渗透基本见顶。而新兴市场如印度、非洲、中东、南美等互联网渗透率远低于我国，其中互联网普及率最高的印度仅为41%。随着国内人口红利消失、人力成本飙升、竞争日益激烈等因素日渐桎梏了近4000万家中小企业在国内市场的发展，很多中小企业已经将人口红利即将喷发的海外新兴市场纳入战略版图，出海成为大势所趋。

图7：2018-2019M9 中国移动互联网月活跃用户规模

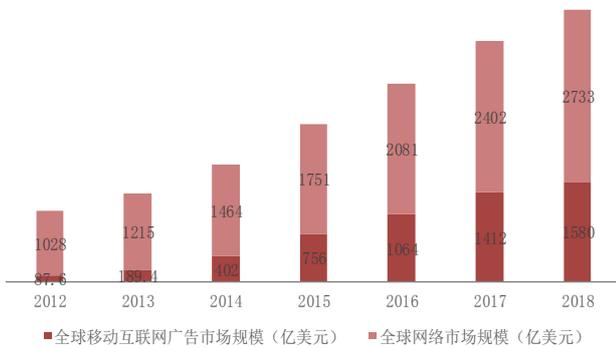


数据来源：QuestMobile，西南证券整理

中小企业营销能力有限，第三方广告平台助力出海。在企业出海的过程中，本地化和营销推广是重中之重。在互联网出海浪潮中，像阿里巴巴、腾讯等头部互联网公司拥有专有广告平台，具有充足资源进行营销推广，然而大部分中小企业都没有资源和能力进行成本高昂的营销活动，在此背景下，第三方广告营销平台有望充分获益中小企业出海营销红利。

2.2 程序化广告发展正当时

全球网络广告市场广阔发展空间，驱动移动互联网广告增长。智能手机的普及化以及数字经济的发展，驱动全球网络广告市场规模不断增长。根据市场研究公司 eMarketer 数据显示，2018年全球网络广告市场规模为2733亿美元，同比增长13.8%，2012-2018年复合增幅达18%。其中，移动互联网广告增长迅猛，由2012年的87.6亿美元增长至2018年的1580亿美元，规模扩大近18倍，预计2024年将增长至5310亿美元（根据 Energias Market Research 数据），与此同时，全球移动应用推广支出亦逐年攀升，2017-2022年均复合增长率达16.2%，行业仍处于快速发展时期。

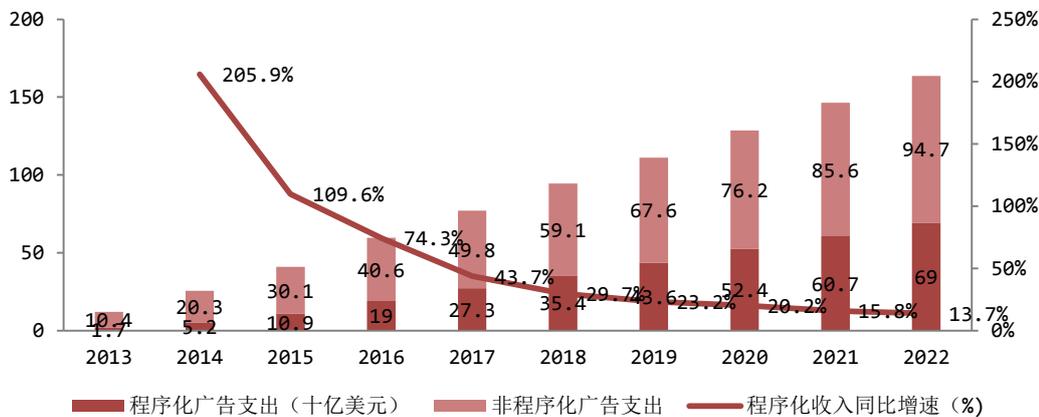
图 8：全球网络广告市场规模以及移动网络市场规模


数据来源：eMarketer，西南证券整理

图 9：移动互联网广告市场规模占比


数据来源：eMarketer，西南证券整理

广告需求端与供给端双驱动，程序化广告成主流趋势。 1) **媒体供给端：**目前市场流量主要被头部大型互联网厂商垄断，市场广告投放成本不断提高，因此大量自身缺乏广告营销能力且价值相对较低的中长尾媒体因过高个体投放成本而无法自主完成广告变现。如今，国内广告营销市场中，中长尾媒体客户群体有 10% 左右的市场份额，海外市场占据 30% 以上。由于腰部长尾型应用流量分散，只有依托于程序化广告可实现规模化、精准化获客变现。2) **广告需求端：**随着 2018 年以来，企业出海进入成熟期，出海企业早期粗放式的广告投放已不再适用于当前的市场环境，精准化、程序化的广告投放成为主流。据预测，程序化广告市场的规模将从 2017 年的 273 亿美元增长至 2022 年的 690 亿美元，复合年均增长率达 20.4%。

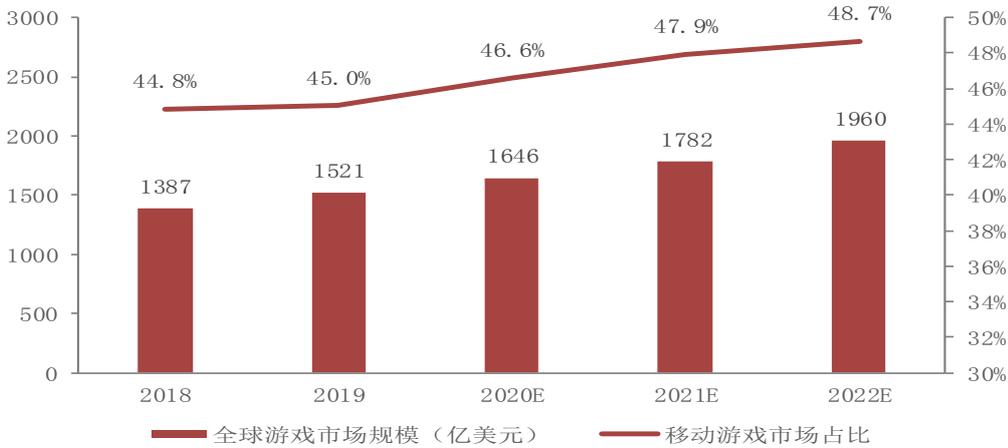
图 10：全球程序化以及非程序化广告支出和程序化支出同比


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2.3 旺盛需求提供广阔发展空间

手游市场稳步增长，提升数据分析需求。随着居民生活水平提高，人们对精神娱乐的需求不断增长，游戏产业作为年轻一代最受欢迎的娱乐方式得到飞速发展。根据 Newzoo 数据显示，2019 年全球游戏市场规模达到 1521 亿美元，同比增长 9.7%，其中手游市场占比达到 45%，是最大的细分市场。

图 11: 全球游戏市场规模及移动游戏市场占比



数据来源: Newzoo, 西南证券整理

移动游戏市场快速发展使得开发商对数据分析产生极大需求,但游戏数据分析供给存在严重缺口。根据艾瑞咨询数据,市场中共有超过 30 家针对 IOS 系统以及超过 50 家针对安卓系统的应用分析服务平台,其中只有少数平台可提供游戏分析服务,再加上中小型游戏开发商通常要求定制化的数据分析服务,这为游戏数据分析供应商提供了广阔发展空间。

3 技术精进, 构建多元化工具生态

3.1 移动广告+移动分析, 相辅相成相得益彰

公司业务可大致划分为两大类: 移动广告业务和移动分析业务。

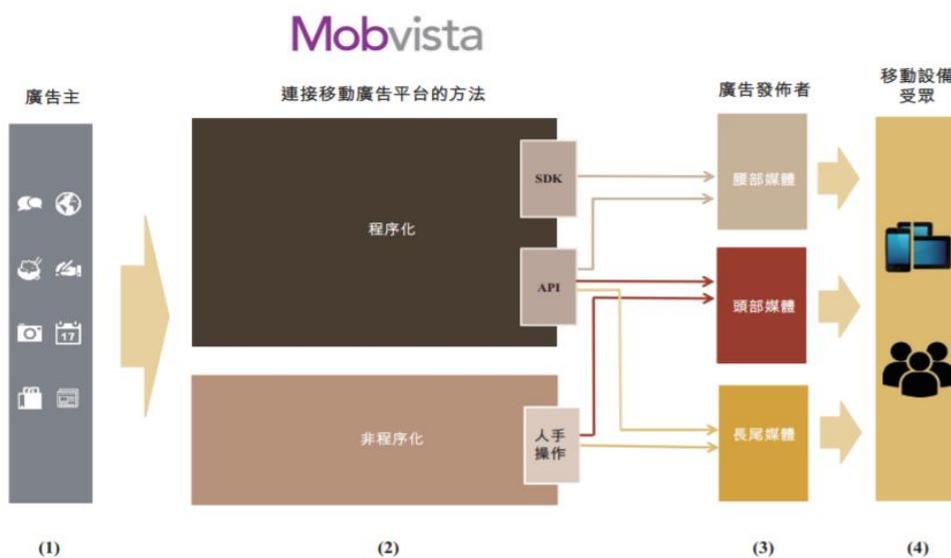
图 12: 公司主营业务一览



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

- **基于算法和创意的移动广告平台，打造广告营销的一站式服务。**公司移动广告业务通过效果导向营销和 AI 驱动的互动式广告平台为客户提供获客和变现服务，其主要面向客户群体为广告主和开发者（媒体）。一方面公司采用以效果（ROI）为基础的 CPI 定价模式为向广告主提供获客服务；另一方面公司采用 CPI 和 CPM 定价方式为需要实现商业变现的开发者（媒体）提供变现服务，主要分以下三类：1) 拥有专有广告平台的头部媒体；2) 通过程序化方式提供服务的腰部媒体 3) 通过程序化+人工方式提供服务的长尾媒体。媒体侧实现通过程序化和非程序化方式对接广告主，其中程序化采购模式是指借助企业的大数据 AI 系统以及 Mintegral SDK、API 等技术实现自动匹配，无需人工，提升营销效率。

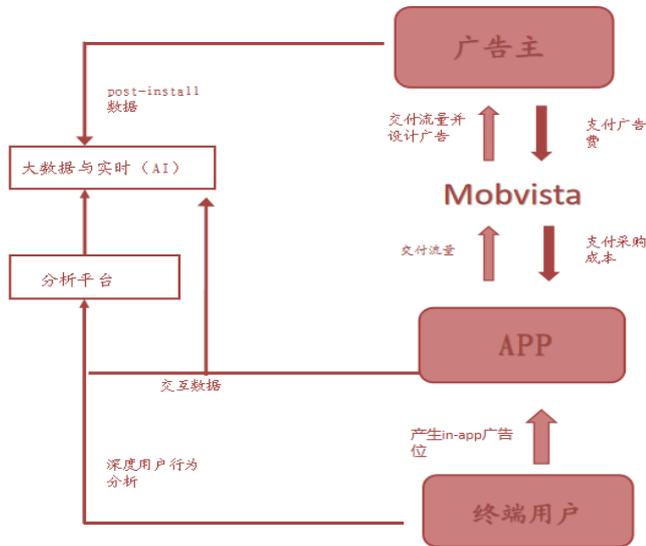
图 13：移动广告业务一般流程



数据来源：公司官网，西南证券

- **移动分析业务和移动广告营销形成完美协同效应。**公司移动分析业务，是通过借助移动分析 SaaS 平台 Game Analytics 为游戏开发者提供游戏分析工具，尤其是为大量不具备开发其自由分析工具的中小型开发者提供专业游戏数据分析服务。Game Analytics 是业务生态的重要组成部分，主要体现在：一方面 Game Analytics 作为开发者首先使用的第三方工具，在提供数据分析服务的同时，也为移动广告业务引入更多的潜在的广告主和流量资源；另一方面，移动分析平台独有的游戏内用户行为数据积累，使公司在广告精准定向的算法优化上，相较于竞争对手形成了差异化的竞争优势。截止 2019 年第四季度，使用游戏数据分析平台 GameAnalytics 的游戏开发者累计达到了 71000 个，覆盖了全球超过 1/3 的游戏用户，月活跃用户超过了 12 亿。

图 14: 公司业务形成完美正向循环



数据来源: 艾瑞咨询; 西南证券

- 技术中台崛起，助力营销业务协同效应，提升多元应用场景竞争优势。自 2017 年年底公司开启中台战略开始，一直致力于构建和优化技术中台架构，近 3 年来其研发投入占收入比分别为 6.1%、6.7%和 7.0%，呈现研发投入逐渐加码态势。目前公司已经自主研发出以 AI+Big Data 为核心的技术中台架构，包含数据中台 Datatory、大数据计算中台 EnginePlus、大规模机器学习中心 MindAlpha 及基于云架构开发出的弹性集群管理平台 SpotMax。公司拥有的一整套的中台大数据在线计算引擎可支持公司在短时间内快速对广告位、广告模板、受众、广告计划以及创意进行多维度的优化，实现对移动广告业务的全线应用场景的支持，这既是公司的业务的核心部分，也是未来更多元的应用场景下形成的竞争壁垒关键：一方面为程序化业务的规模化增长提供技术基础；另一方面实现云服务器成本的集约。2019 年，程序化收入增长 40.8%的同时，程序化业务的服务器成本下降 10.8%，服务器成本占程序化广告业务收入的比例从 2018 年的 6.6%同比下降至 4.2%。

图 15: 技术中台架构



数据来源: 公司公告; 西南证券整理

3.2 技术驱动、生态领先，助力公司全球化开拓

集中腰尾部媒体客户，实现大批量流量聚合。作为领先的第三方广告服务供应平台，公司注重中长尾媒体的聚合能力。目前汇量科技已完成搭建主要覆盖中长尾移动媒体的营销自动化平台，主要集中在美国、中国和东南亚区域国家，全球有超过 3000 个活跃广告主，26000+ 的直接合作应用，20+ 全球性广告交易平台，830 亿+ 的日均请求量，17 亿的日活跃用户量以及 14 亿+ 的日均展示量，实现了大批量流量聚合，帮助客户迅速触达全球用户。截至 2019 年末，公司近 30% 的收入来自包括欧洲、中东、包括非洲在内的 EMEA 市场，以及美洲市场。其中美洲市场营收达 4.7 亿元人民币，同比增长 62.3%，占移动广告收入的 13.5%。公司贯彻全球本地化战略，已经建立起全球性的高质量流量网络。

图 16：覆盖客户流量

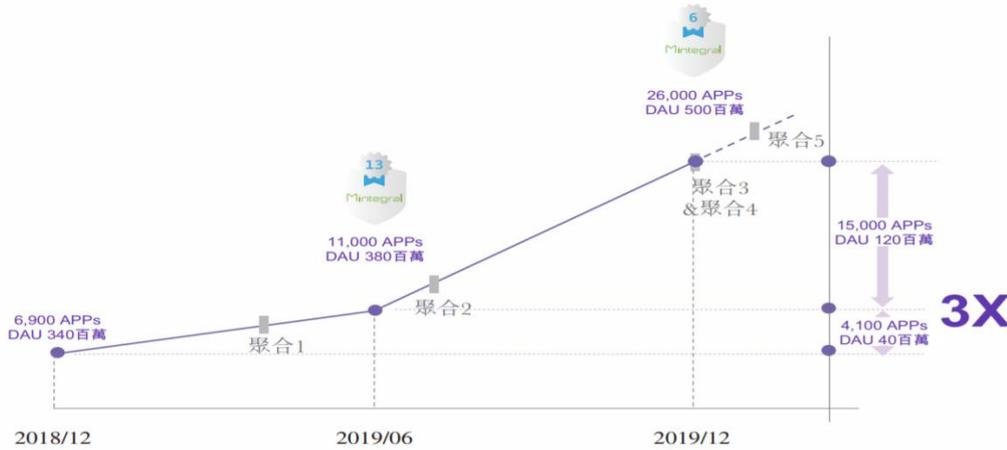


数据来源：公司官网，西南证券整理

Mintegral SDK 被各大主流聚合平台接入，品牌效应显著。2016 年公司正式发布国内第一款原生+视频广告聚合平台 Mintegral，逐渐成长为现在的以 AI 驱动的互动式平台 Mintegral 平台，其凭借全球性的流量和用户数量为基础，利用算法帮助广告主实现精准投放，并实行自动化管理，附加广告创意定制服务，为全球的广告商和移动开发者提供一站式的移动营销解决方案。

目前 Mintegral 品牌优势逐渐显现。自 2019 年开始 Mintegral 被各大主流聚合平台接入，获得海外主流广告变现聚合平台的认可。截至 2019 年，Mintegral SDK 可以触达的 App 数量为 26000+ 个，同比增长 276.8%；而 Mintegral SDK 可以触达的 DAUs 数量达到 5 亿，同比增加 47.1%。Mintegral 在 2019 年 9 月首次进入第三方移动广告效果监测机构 AppsFlyer 发布的全球综合实力榜单中位列第 13，并在 2020 年 3 月最新公布的综合排名中上升至全球第 6，是前十名中唯一的一家中国公司。公司在程序化广告业务竞争中具有先发优势，有望分享程序化业务发展红利。

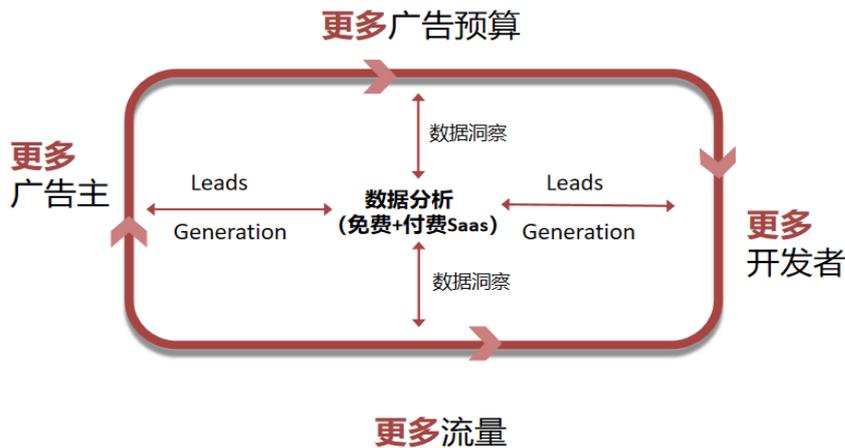
图 17: Mintegral SDK 聚合情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

数据分析推出新 Saas 付费服务, 开发业绩增长点提升竞争力。公司旗下移动游戏数据分析公司 GameAnalytics 原致力于为移动游戏开发者和发行商提供免费数据统计分析服务, 经过 2019 年的技术开发, Game Analytics 在原有免费的 Saas 服务之外, 于 12 月推出全新的收费 Saas 服务—Benchmarks+。该服务基于使用 Game Analytics 免费 Saas 服务的游戏的统计分析数据, 为游戏开发者、媒体、市场研究机构提供最新的行业数据, 进而辅助其进行商业决策。公司在实现 Saas 服务商业化变现的同时, 为开发者提供更全面、多层次的数据分析服务, 提升数据分析竞争力, 强化差异化竞争优势, 进而加速三大业务飞轮效应。

图 18: 数据分析加速飞轮效应

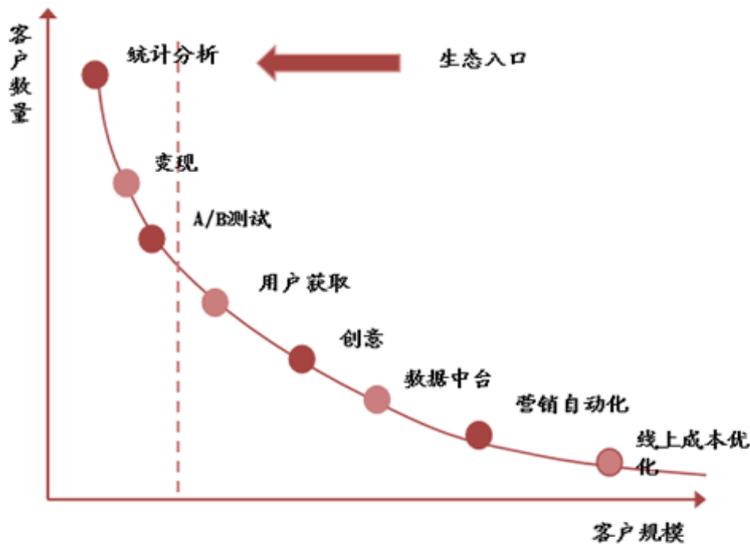


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

“中台化”+“商用化”, 多元化“工具生态”满足多层次服务需求。2017 年年底, 汇量科技开始启动中台战略。目前, 公司已自主研发出以 AI+Big Data 为核心的技术中台架构, 包含数据中台 Datatory、大数据计算中台 EnginePlus、大规模机器学习中心 MindAlpha 及基于云架构开发出的弹性集群管理平台 SpotMax。技术中台除了对原有广告业务形成支持以外, 公司还将技术中台对外商业化形成新业务。2019 年, 公司将技术中台的解决方案上架 AWSAPN, 并与阿里云合作, 可为全球应用开发者更为基础的技术需求提供支持, 最终形成

多元化工具生态，为客户提供从推广、变现、数据洞察到云端架构和成本优化等服务。其中 GameAnalytics 是汇量科技企业服务生态的入口，为开发者提供统计分析、A/B 测试服务；公司现有移动广告业务为开发者提供获客、变现、创意等服务；而数据中台、营销自动化、线上成本优化则是基于其技术中台的迭代和延展，进而可以满足应用开发者不同层级的服务需求。

图 19：公司三大服务未来发展战略



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：程序化移动广告业务快速发展，2020-2022 年毛利率分别为 25%、28%和 30%；

假设 2：非程序化移动广告业务趋稳，毛利率维持在 25%左右。

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万美元		2019A	2020E	2021E	2022E
程序化移动广告	收入	320.0	448.0	560.0	672.0
	增速	40.78%	40.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	23.13%	25.00%	28.00%	30.00%
非程序化移动广告	收入	180.2	189.3	194.9	200.8
	增速	-13.09%	5.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	25.00%	25.50%	25.00%	25.00%
合计	收入	500.3	637.3	755.0	872.8
	增速	15.07%	27.39%	18.47%	15.61%
	毛利率	23.74	25.15%	27.23%	28.85%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2020-2022 年调整后净利润分别为 5986 万美元、8444 万美元和 11055 万美元，对应 EPS 分别为 4.00 美分、5.64 美分和 7.39 美分，对应 PE 分别为 16、11 和 9 倍。给予公司 2020 年 18 倍 PE，对应目标价为 5.58HKD/股，首次覆盖，给予“持有”评级。

附：财务报表

损益表						现金流量表					
12月31年结(百万USD)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	12月31年结(百万USD)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
收入	435	500	637	755	873	税前利润	26	23	48	74	102
毛利	98	119	160	206	252	税项	-6	0	-2	-3	-6
EBIT	25	22	45	71	98	营运资本变动	-91	-129	-3	-57	-25
财务收入(费用)	-1	-2	-1	-2	-1	经营现金流量	-71	-105	42	13	71
联营公司	0	0	0	0	0	资本开支	1	-8	-10	-11	-13
非经常性项目	0	0	0	0	0	自由现金流量	-70	-113	42	11	69
税前利润	26	23	48	74	102	股息	0	0	0	0	0
税项	-4	-1	-3	-4	-6	其他非流动资产变动	-8	57	0	0	0
非控股权益	0	0	0	0	0	股本变动	-13	0	0	0	0
已终止经营业务利润	0	0	0	0	0	其他	133	12	-0	0	0
净利润(归属母公司)	21.9	22.1	44.9	69.4	95.5	净现金流量	41	-44	42	11	69
资产负债表						期初净现金(负债)	4	48	2	45	58
12月31年结(百万USD)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	期终净现金(负债)	47	5	45	58	127
现金及现金等价物	65	67	84	107	170	财务比率					
应收账款	221	318	364	455	513	12月31年结	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
存货	0	0	0	0	0	增长(%)					
其他流动资产	5	59	62	60	60	收入	38.9	15.1	27.4	18.5	15.6
物业、厂房及设备	1	9	10	11	13	EBITDA	13.6	6.1	80.5	49.1	35.7
无形资产	6	15	15	15	15	EBIT	13.6	6.1	102.1	57.1	38.0
其他非流动资产	109	44	44	44	44	净利润	(19.6)	1.0	103.3	54.8	37.6
总资产	406	511	578	692	815	每股盈利	(22.2)	(21.3)	103.3	54.8	37.6
应付账款	152	173	216	249	281	利润率(%)					
短期借款	17	60	38	49	44	毛利	22.5	23.7	25.1	27.2	28.8
其他流动负债	5	6	7	8	8	EBITDA	6.4	6.0	8.5	10.7	12.5
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT	5.8	4.5	7.1	9.4	11.2
递延税项负债	1	1	1	1	1	净利润	5.0	4.4	7.0	9.2	10.9
其他非流动负债	0	5	5	5	5	其他比率					
总负债	175	245	267	312	339	ROE(%)	9.4	8.3	14.4	18.3	20.1
股本	15	15	15	15	15	ROA(%)	5.4	4.3	7.8	10.0	11.7
储备	216	251	296	365	461	净负债率	(20.4)	(1.5)	(14.6)	(15.3)	(26.7)
股东权益	232	266	311	380	476	利息覆盖率(倍)	68.8	33.5	38.3	47.1	72.9
非控股权益	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	185.4	231.8	208.6	220.2	214.4
总权益	232	266	311	380	476	应付账款周转天数	164.8	165.4	165.1	165.3	165.2
净现金(负债)	48	8	45	58	127	存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						有效税率(%)	16.4	5.9	6.0	6.0	6.0

数据来源：公司资料，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，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn