

投资评级：强烈推荐（首次）

报告日期：2019 年 04 月 04 日

市场数据

目前股价	36.71
总市值（亿元）	146.88
流通市值（亿元）	14.72
总股本（万股）	40,010
流通股本（万股）	4,010
12 个月最高/最低	36.71/15.70

分析师

分析师：杨烨 S1070518100001

☎ 0755-83558957

yangye@cgws.com

分析师：杨晓峰 S1070518090002

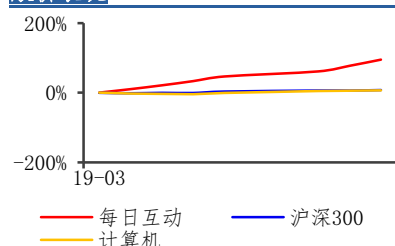
☎ 021-31829781

yangxiaofeng@cgws.com

分析师：周伟佳 S1070514110001

☎ CFA, ACCA 0755-83516551

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

技术驱动的智能大数据服务商

——每日互动（300766）公司深度报告

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	727	946	1208
(+/-%)	34.8%	30.2%	27.7%
净利润（百万元）	330	435	564
(+/-%)	32.6%	31.8%	29.7%
摊薄 EPS	0.82	1.09	1.41
PE	45	34	26

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **投资建议：**互联网和智能硬件的普及带来了数据的爆炸式增长，网民数量占比持续提高、移动端上网时长再次提升，使得数据存在巨大的挖掘潜力；同时 App 数量持续快速增长，移动开发者群体壮大，导致其服务需求爆发，伴随着第三方消息推送服务渗透率的逐步提升，公司累计接入 App 数量、日均活跃设备数均呈现持续的快速上涨，并在呈现寡头垄断的行业格局中具有一定卡位优势。需求端的强劲势头有力推动了公司的推送服务业务，大数据精准营销驱动公司移动互联网广告业务的发展，同时公司基于数据的衍生产品不断推陈出新，未来有望打造新的增长点。2016-2018 年，公司收入从 1.77 亿元攀升至 5.39 亿元，CAGR 达到 71.2%，归母净利润从 0.34 亿元大幅增长至 2.49 亿元，CAGR 高达 170.6%。因此，我们强烈看好公司所在大数据赛道以及自身在技术驱动下的发展，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

■ **互联网数据爆发，催生公司成长空间。**全球数据爆炸式增长，庞大的数据规模为数据的进一步深入挖掘提供了基础，大数据行业市场规模持续扩大，而大数据的垂直化应用领域竞争激烈，核心在于数据的积累和应用。同时，网民数量占比持续提高、移动端上网时长再次提升，使得数据存在巨大的挖掘潜力，但是由于移动端数据存在碎片化和场景化特点，对大数据厂商的跨平台、跨场景的数据获取能力、分析能力和算法优化能力提出了较高的要求。

■ **消息推送服务行业呈现寡头垄断，公司卡位优势明显。**根据 2018 年 4 月 Frost & Sullivan 发布的报告数据，以独立第三方推送服务商接入 App 数量占比统计，极光以 53.8% 的市占率排名第一，第二名个推市占率为 25.8%，第三名是友盟，行业前三名合计占比 96.8%，呈现明显的寡头垄断格局。第三方消息推送服务渗透率也在逐步提升，有望从 2017 年的 23.9% 提升至 2023 年的 38.1%。截至 2018 年 12 月，公司的日均活跃设备数已达到 3.85 亿个，同比增速达到 16.9%，接入 App 数量达 10.5 万个，庞大的数据资源成为公司竞争的护城河，卡位优势非常明显。

■ **需求端强劲，推送服务快速增长。**App 数量的快速增长使得开发者专业化

的服务需求持续增长，衍生出增值服务机会（尤其在精准推送和客户引流方面），拓展了公司面对移动应用开发者的服务市场规模。移动互联网行业终端用户增长趋缓，获客成本上升，使得 App 存量用户唤醒需求强劲。公司通过免费推送服务跑马圈地，为后续的精准营销、数据增值服务提供基础，并借助合并链路技术助推“轻推送”业务快速增长。

- **大数据精准营销驱动移动互联网广告业务发展。**广告主对营销天然有着精准性需求，而大数据产业的发展成熟使得精准营销成为可能。2017 年中国移动广告市场规模达到 2,197 亿元，同比增长 25.53%，且移动广告占网络广告的比重持续提升，由 2012 年的 8.21% 提升至 2017 年的 67.34%，广告主对移动营销投放预算比例的倾斜力度明显加大，对存量用户的精细化运营成为了大数据精准营销发展的沃土。
- **基于数据的衍生产品推陈出新，有望打造新增长点。**公司基于自身积累的大量脱敏数据，不断探索大数据在各垂直领域的应用，目前公司提供的数据服务主要包括 DMP（Data Management Platform）服务和数据分析与咨询服务，并陆续推出了大数据平台、风控产品“个真”、旅游产品“个旅”等一系列垂直行业应用，并呈现强劲的增长态势，未来有望成为新的利润增长点。
- **资产质量优秀，未来高增长可期。**依托于公司覆盖设备数量的持续增长以及商业模式的不断完善，2016-2018 年，公司收入从 1.77 亿元大幅增长至 5.39 亿元，CAGR 达到 71.2%，归母净利润从 0.34 亿元大幅增长至 2.49 亿元，CAGR 达到 170.6%，未来高增长的态势有望继续保持。2018 年公司三大费用率保持 34.37% 的历史低位，其中管理费用率（含研发费用）持续下滑至 21.47%，销售费用率略有抬头，财务费用率由于公司良好的在手现金情况（2018 年年末为 9.75 亿元），持续为负，研发投入基本保持在收入的 15% 左右。毛利率近两年内维持在 80% 以上的高位，并略有提升（主要源自收入结构的变化），而销售净利率强劲攀升至 46.45%，ROE 在高达 24.74%。应收账款账面余额 1.16 亿元，占总资产比例为 9.01%，其中账龄在 1 年内的应收账款占比约 96.09%，质量良好。2016-2018 年，公司的经营性净现金流均保持与净利润的同步持续增长，且回款能力良好。截至 2018 年末，公司资产负债率仅 7.25%，其中有息负债为 0。前十大客户收入占比下降至 55.71%，前五大客户的收入占比下滑至 41.08%，客户和业务结构持续优化。总的来说，公司资产质量优秀，盈利能力强劲，我们预计未来高增长依旧可期。
- **风险提示：**研发投入产出不及预期；客户拓展不及预期；竞争加剧，产品竞争力下降；数据资源安全风险以及业务违规风险。

目录

1. 技术驱动的智能大数据服务商	6
1.1 消息推送, WHAT&WHY?	8
1.2 公司主营业务概览	11
1.3 互联网数据爆发, 催生公司成长空间	13
1.4 消息推送行业呈现寡头垄断, 公司卡位优势明显	16
1.5 需求端强劲, 推送服务快速增长	19
1.6 大数据精准营销驱动移动互联网广告发展	22
1.7 基于数据的衍生产品推陈出新, 有望打造新增长点	23
2. 资产质量优秀, 未来高增长可期	27
2.1 收入和净利润双双高速增长	27
2.2 三大费率维持相对低位, 营销和研发将进一步加强	27
2.3 盈利指标强劲	28
2.4 应收账款较少, 且质量良好	28
2.5 现金流充沛, 无有息负债	29
2.6 客户集中度降低, 业务结构优化	29
3. 盈利预测	30
3.1 盈利预测: 持续高增长可期	30
4. 风险提示	31
附: 盈利预测表	32

图表目录

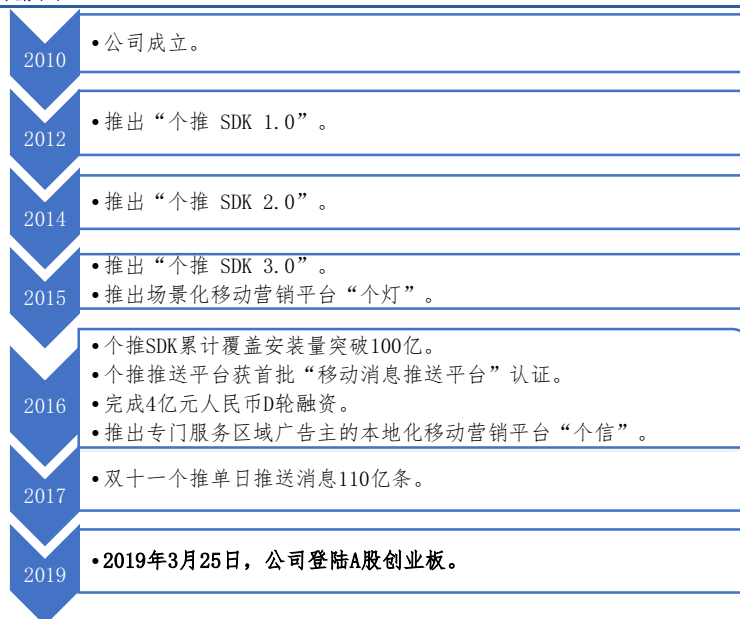
图 1:	公司发展历程	6
图 2:	公司发行前的股权结构图	7
图 3:	消息推送结构示意图	8
图 4:	消息推送效果展示图	8
图 5:	在线视频 App 新安装用户数和新安装活跃转化率 (2016.12-2017.12)	9
图 6:	中国移动网民安装 App 数量分布占比 (2017.06-2018.06)	9
图 7:	平均 App 用户留存率比较	9
图 8:	中国互联网月活跃设备规模数据 (2017.01-2018.12)	10
图 9:	头部 App 重合客户数据 (2018.07-2018.12)	10
图 10:	公司主营业务概览	11
图 11:	公司业务分板块数据 (2015-2018, 单位: 亿元)	11
图 12:	公司业务分板块收入占比数据 (2015-2018)	11
图 13:	公司典型客户	13
图 14:	全球数据圈规模 (单位: ZB)	13
图 15:	我国大数据产业规模 (2016-2021 年, 单位: 亿元)	14
图 16:	我国大数据垂直化应用领域主要参与公司概览	14
图 17:	我国手机网民规模及其占网民比例 (2013.6-2018.6, 单位: 万人)	15
图 18:	中国移动互联网用户月人均单日使用时长 (2016-2018, 单位: 分钟)	15
图 19:	用户月度总使用时长同比增量占比 TOP10 细分行业 (2018 年 12 月)	16
图 20:	几家主要的消息推送公司的百度指数分析 (2013.1.1-2019.3.28)	16
图 21:	几家主要消息推送公司的用户年龄分布	17
图 22:	几家主要消息推送公司的用户性别分布	17
图 23:	几家主要的消息推送公司的百度指数均值数据 (2013.1.1-2019.3.28)	17
图 24:	2017 年中国前 10 万 App 集成的服务分布	17
图 25:	中国使用消息推送服务的 App 数量 (2015-2023E)	17
图 26:	消息推送服务市场的参与者份额 (2017 年)	18
图 27:	个推日均活跃用户和 SDK 数 (2015-2018)	18
图 28:	个推累计接入 App 数量 (2015-2018)	18
图 29:	极光月活设备数 (2016.12-2018.9, 单位: 亿台)	19
图 30:	2018 年我国互联网移动应用数 (单位: 万款)	19
图 31:	公司移动应用开发者服务收入 (2015-2018)	20
图 32:	公司移动应用开发者服务收入构成 (2016-2018)	20
图 33:	公司基础推送服务相关数据 (2016.01-2018.12)	20
图 34:	公司基础推送服务付费转化率 (2015.01-2017.12)	20
图 35:	公司付费客户数 (2015-2018)	21
图 36:	公司客年均收入贡献 (2016-2018, 单位: 万元)	21
图 37:	公司合并链路技术示意图	21
图 38:	中国移动广告市场规模 (2012-2017, 单位: 亿元)	22
图 39:	中国移动广告占网络广告比例 (2012-2017)	22
图 40:	移动互联网营销服务收入 (单位: 万元, 2016-2018)	23
图 41:	公司移动互联网营销服务占比分布 (2016-2018)	23
图 42:	公司数据服务及其他业务 (2016-2018)	23

图 43:	公司 DMP 服务示意图	24
图 44:	公司提供的受 2015 年台风“灿鸿”影响地区的人口热力图	24
图 45:	公司提供的 2017 年九寨沟县地震发生时的人口热力图	25
图 46:	个像产品界面	25
图 47:	个旅产品界面	26
图 48:	公司收入和同比增速比数据（2014-2018）	27
图 49:	公司归母净利润和同比增速（2014-2018）	27
图 50:	公司三大费用率数据（2014-2018）	27
图 51:	公司研发投入数据（2014-2018）	27
图 52:	公司毛利率、净利率数据（2014-2018）	28
图 53:	公司 ROE 及杜邦分析（2014-2018）	28
图 54:	公司应收账款相关数据（2014-2018）	28
图 55:	公司应收账款的账龄构成（2016-2018）	28
图 56:	公司经营性净现金流与净利润数据（2014-2018）	29
图 57:	公司现金回款数据（2014-2018）	29
图 58:	公司客户收入集中度数据（2015-2018）	29
表 1:	发行前公司主要股东情况介绍	6
表 2:	公司主要业务板块介绍	11
表 3:	消息推送行业主要参与者	16
表 4:	公司轻推送业务数据（2016-2018）	21
表 5:	公司品牌广告业务数据（2016-2018）	23
表 6:	公司效果广告业务数据（2016-2018）	23
表 7:	分业务营业收入预测表（单位：亿元）	30

1. 技术驱动的智能大数据服务商

公司成立于 2010 年 12 月 7 日，定位于独立的智能大数据服务商，致力于用数据驱动产业新未来。公司主要业务包括提供开发者服务、精准营销服务和各垂直领域的大数据服务。公司是国内第三方推送市场的早期进入者和开拓者，领跑推送市场多年，其大数据研究中心依托多年推送服务积累和海量数据资源，不断突破数据智能的研究发展，为移动互联网、精准营销、金融、智慧旅游和公共服务等各行各业提供大数据解决方案。根据中国证监会《上市公司行业分类指引》（2012 年修订）规定，公司属于“I64 互联网和相关服务”，公司所处细分行业为大数据垂直化应用。

图 1：公司发展历程



资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

公司实际控制人为方毅，其中方毅、沈欣以及我了个推为一致行动人，合计持股 26.1658%。除方毅、沈欣及我了个推外，单一持股超过 5% 的股东如禾裕创投（新浪控制）、鼎鹿中原（百度控制）、鸿傲投资均为外部财务投资人，彼此之间不存在关联关系，单一股东不能对公司产生重大影响。公司发行前的股权结构如下图所示：

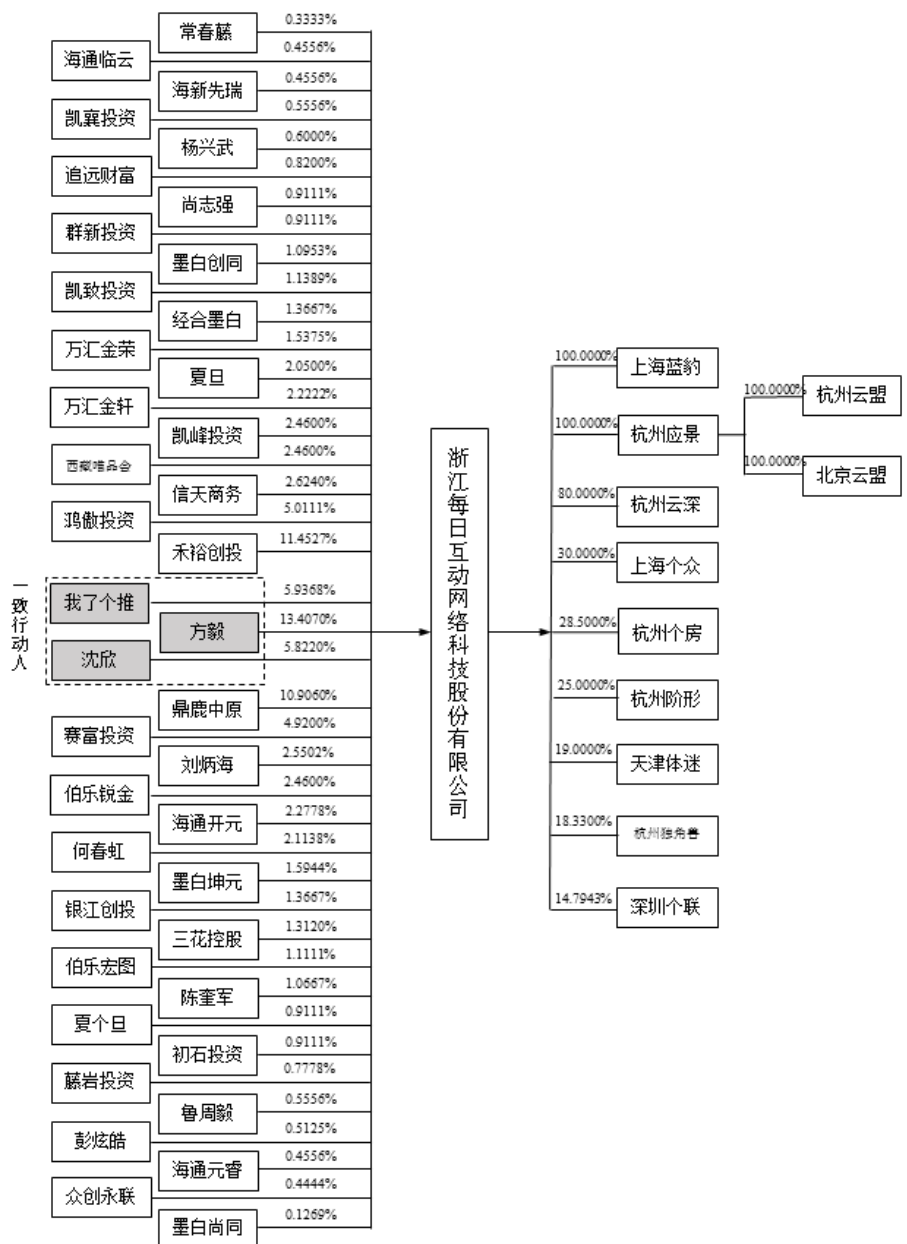
表 1：发行前公司主要股东情况介绍

股东名称	持股数量（股）	占股本比例（%）	备注
方毅	48,265,192	13.41	董事长、总经理
禾裕创投	41,229,591	11.45	新浪控制
鼎鹿中原	39,261,596	10.91	百度控制
我了个推	21,372,477	5.94	员工持股平台，与方毅为一致行动人，方毅为我了个推的普通合伙人，持有我了个推 28.9781% 的出资，沈欣为我了个推的有限合伙人，持有我了个推 1.8665% 的出资。
沈欣	20,959,197	5.82	董事、副总经理，与方毅为一致行动人。
鸿傲投资	18,040,000	5.01	上海中民银孚投资管理有限公司旗下基金，2015 年 7 月成立。
赛富投资	17,711,996	4.92	天津赛富盛元投资管理中心（有限合伙）旗

			下基金，前者是赛富资本在天津的子公司。
信天商务	9,446,400	2.62	去哪儿控制。
刘炳海	9,180,720	2.55	董事、天使投资人。
西藏唯品会	8,856,004	2.46	唯品会控制。
伯乐锐金	8,856,004	2.46	北京伯乐纵横投资管理中心（有限合伙）旗下基金。
凯峰投资	8,856,004	2.46	上海凯石股权投资管理中心（有限合伙）旗下基金。
合计	252,035,181	70.00	

资料来源：招股说明书，长城证券研究所整理

图 2：公司发行前的股权结构图



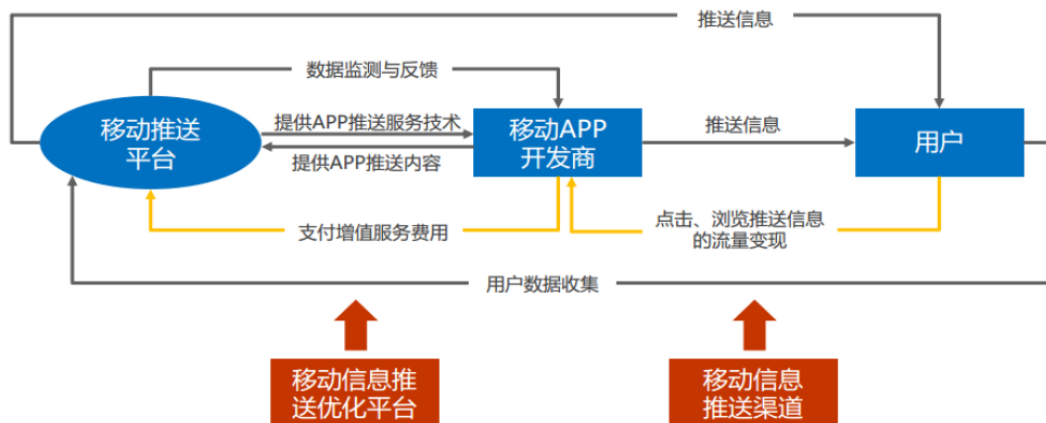
资料来源：招股说明书，长城证券研究所

1.1 消息推送，WHAT&WHY?

■ 什么是消息推送

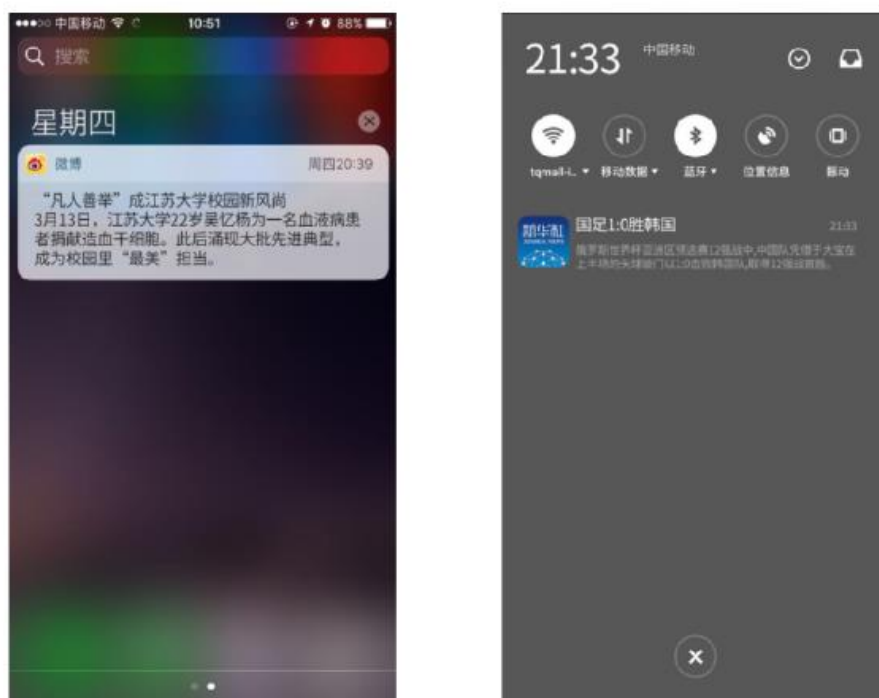
消息推送就是通过自己的产品或者第三方工具对移动设备进行信息的主动发送。用户可以在移动设备锁定屏幕和通知栏看到消息通知，通知栏点击可唤醒 App 并跳转至相应程序，我们平时在锁屏上看到的微信消息等都属于 App 消息推送。

图 3: 消息推送结构示意图



资料来源：易观咨询，长城证券研究所

图 4: 消息推送效果展示图



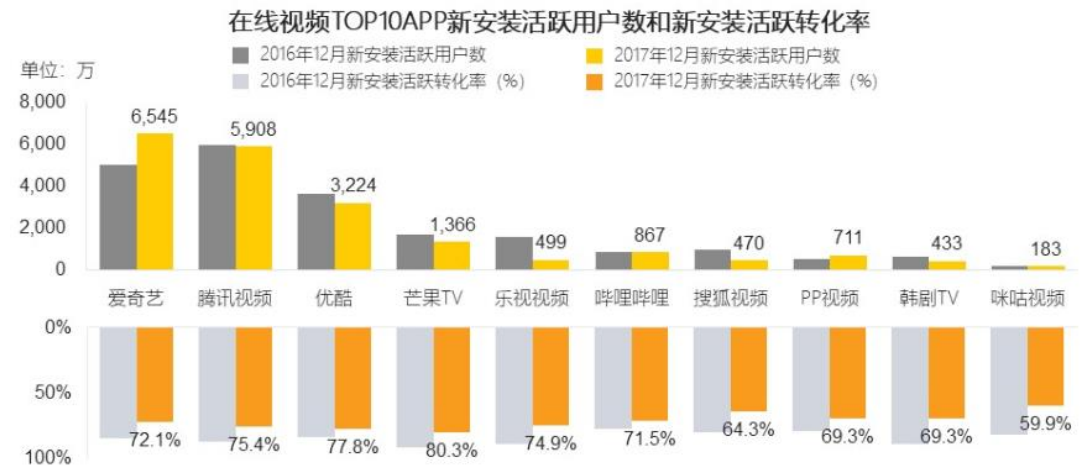
资料来源：招股说明书，长城证券研究所

■ 为什么需要消息推送

- ✓ 提高 App 用户留存率是开发者的刚需。根据 QuestMobile 于 2018 年 1 月发布的《2017 年中国移动互联网年度报告》，以在线视频类 App 为例，移动互联网行业内应用新安装活跃用户数普遍下降，且新安装活跃转化率普遍下降 10% 左右，获取新用户的难

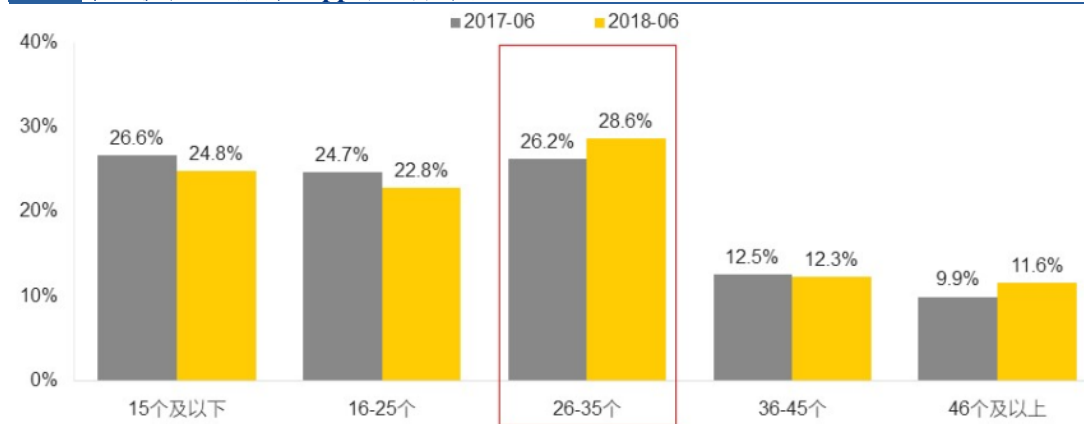
度增加。而根据 QuestMobile 的数据，中国移动网民安装 App 数量多数人不会超过 35 个。各家企业均希望通过营销活动提高 App 用户的留存率和活跃度，激活、唤醒老用户，抢占在用户手机上的安装位置。推送是 App 保持活跃的刚需，公司从这一需求入手，解决开发者的痛点。

图 5：在线视频 App 新安装用户数和新安装活跃转化率（2016.12-2017.12）



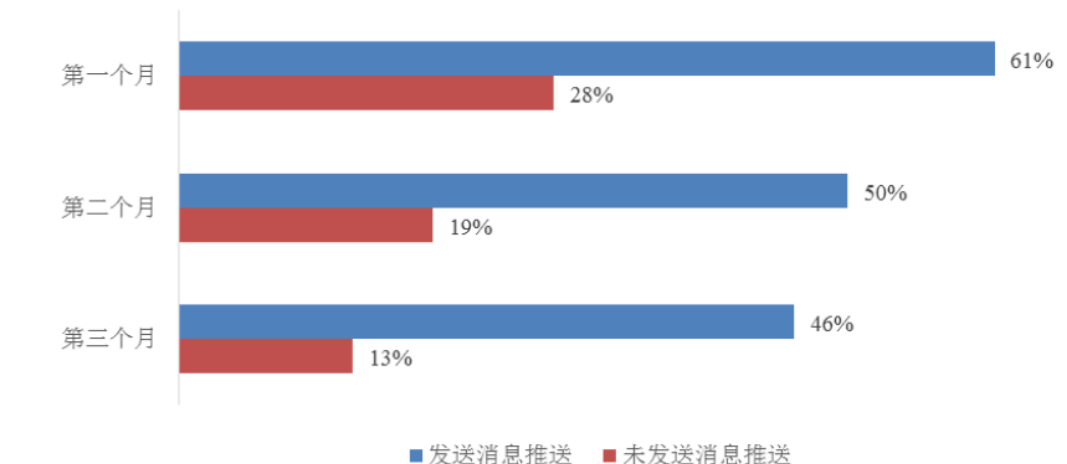
资料来源：QuestMobile，长城证券研究所

图 6：中国移动网民安装 App 数量分布占比（2017.06-2018.06）



资料来源：QuestMobile，长城证券研究所

图 7：平均 App 用户留存率比较



资料来源：eMarketer，长城证券研究所

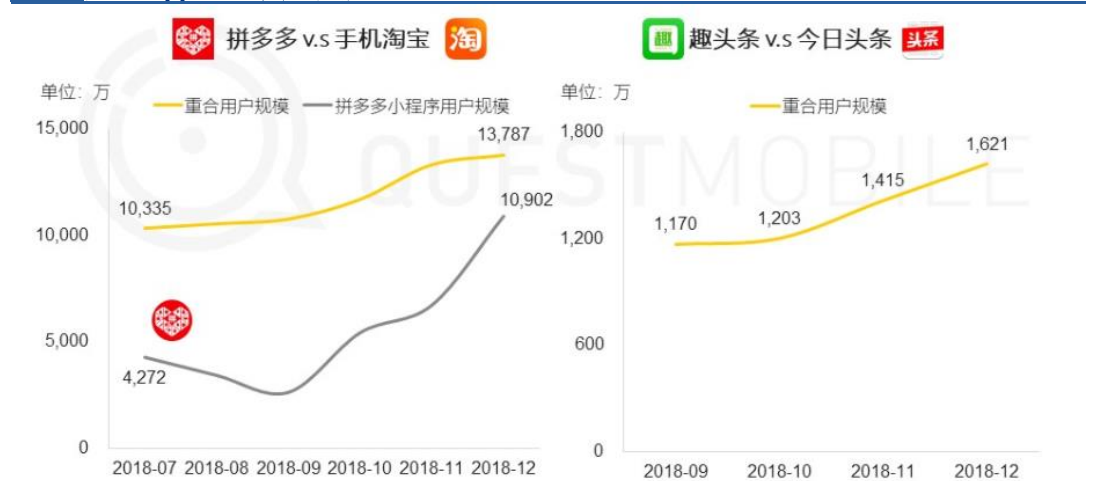
- ✓ **通过精准营销降低获客成本。**根据 QuestMobile 于 2019 年 1 月发布的《中国移动互联网 2018 年度大报告》，中国移动互联网月度活跃设备规模虽增至 11.3 亿台，2018 年全年新增活跃设备 4,600 万台，但增速明显放缓，同比增速仅 4.2%，互联网人口红利效益边际递减，加上头部 App 的用户高度重合，对存量市场的竞争更加激烈。而借助对海量数据的挖掘，实现对用户的精准画像，使得消息推送能够实现精准营销，降低企业的获客成本。

图 8: 中国互联网月活跃设备规模数据 (2017.01-2018.12)



资料来源: QuestMobile, 长城证券研究所

图 9: 头部 App 重合客户数据 (2018.07-2018.12)

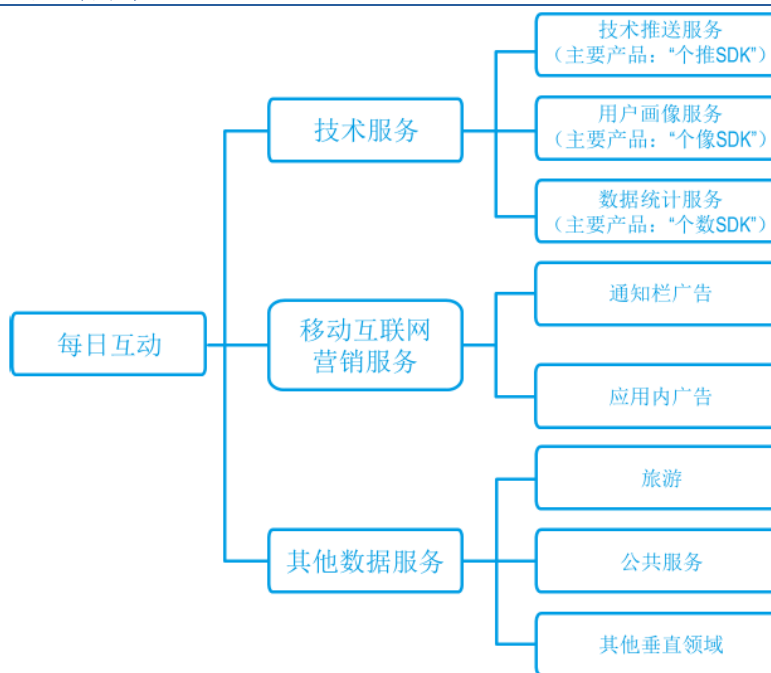


资料来源: QuestMobile, 长城证券研究所

- ✓ **技术和成本考量。**对于小的 App 团队来说，单独开发实现一套数据分析和消息推送系统并不经济（涉及技术门槛和人力成本），通过外包的方式实现推送功能更为划算。App 开发者只需专注于自己擅长的应用程序核心功能，通过将关键的通用功能（如消息推送）进行外包，提高产品的用户体验。根据 Frost & Sullivan 发布的数据，中国使用第三方应用程序开发服务的 App 数量从 2015 年的 90 万增加至 2017 年的 120 万，年复合增长率达到 15.5%，渗透率从 50.0% 提升至 54.5%，Frost & Sullivan 预计 2023 年使用第三方应用开发服务的 App 数量将分别达到 210 万，渗透率提高至 63.6%。

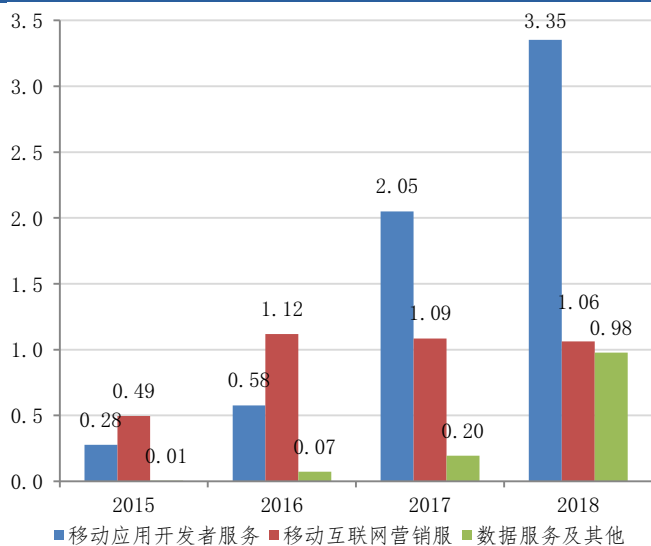
1.2 公司主营业务概览

图 10: 公司主营业务概览



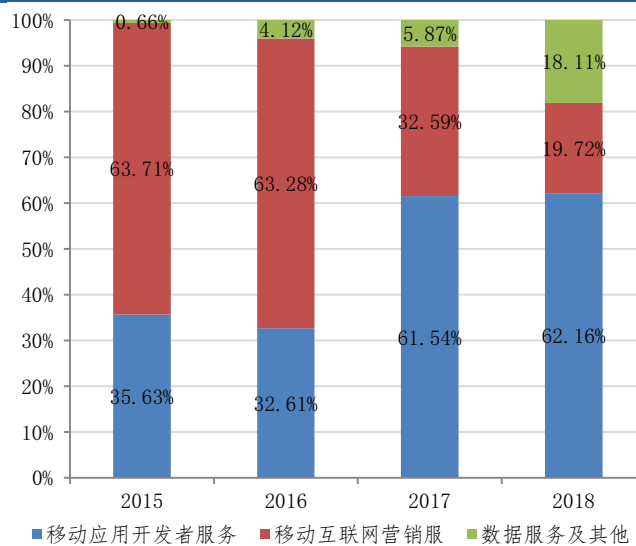
资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

图 11: 公司业务分板块数据 (2015-2018, 单位: 亿元)



资料来源: WIND, 长城证券研究所

图 12: 公司业务分板块收入占比数据 (2015-2018)



资料来源: WIND, 长城证券研究所

表 2: 公司主要业务板块介绍

业务板块	具体业务	介绍与数据	商业模式
移动应用开发者服务	技术推送服务	将内容主动发送到客户端的过程, 直接在移动终端上以通知栏消息的形式出现。 截至 2018 年 12 月, 日均活跃 SDK 用户数量 6.7 亿, 日均活跃设备数 3.9 亿。 目前已更新到“个推 SDK3.0”, 基于 LBS 地理围栏技术增加了 应景推送功能 , 能在	基础推送模式: APP 开发者为公司的客户, 推送内容由 APP 开发者提供, 公司依靠向 APP 开发者提供技术推送服务收取费用。提供个性化推送, 根据后台同时在线数、以阶梯定价、封顶收费的模式收

		“合适的时间、地点、场景”，把“合适的内容”推送给“合适的人群”，并通过 合并链路技术 对即使没有集成“个推 SDK”的 App 进行推送服务（该技术亦可节约电量和流量）。此外，公司还提供进行定制化 SDK 开发服务。	费。金融客户以招投标订单形式。 轻推送模式 ：按照经客户确认的成功唤醒数收取费用，一般按 CPC 计价（即每个有效唤醒，一般为 0.08-0.4 元/个）
	用户画像服务	基于“ 个像 SDK ”，调用个推大数据平台，得到 App 用户的画像及场景数据，构建全方位立体的用户模型，更加方便地实施用户精准筛选、个性化推送消息、应用更新下载等 App 运营工作，为移动应用开发者搭建自身大数据平台奠定基础。	每月根据后台统计的相关服务数据，主要以阶梯定价、封顶收费等模式收费。
	数据统计服务	基于“ 个数 SDK ”，可以对产品的活跃度、渠道效果、用户使用行为等方面进行数据统计。	目前免费。
移动互联网营销服务 （品牌广告和效果广告）	通知栏广告	接受广告主/广告代理商的委托，与其他移动应用开发者合作（如 PPTV、芒果TV 等），利用公司搭建的推送系统，向特定人群、特定区域或特定场景，在安卓系统移动终端的通知栏展现的触发式广告，并提供广告统计监测、效果跟踪反馈和对比分析、受众属性分析及商业洞察报告。 移动互联网营销平台：个灯。	品牌广告一般 CPM 模式收费，效果广告一般是基于投放效果的收费模式。
	应用内广告	包括应用内的开屏、广告条、贴片、信息流等。公司 采购了微博、墨迹天气、芒果TV 等优质媒体资源 ，涵盖了开屏、贴片、信息流等各种广告形式，基于个推大数据平台能力，提高客户广告投放的精准度。 移动互联网营销平台：个灯。	品牌广告一般 CPM 模式收费，效果广告一般是基于投放效果的收费模式。
数据服务及其他 （垂直领域应用）	DMP（Data Management Platform） 服务	公司以技术推送等服务积累的海量数据，经脱敏、挖掘、整合后形成的具有 标签化、精细化特征的“数据仓库” 。公司研发的 DMP 通过对用户群体线上线下行为的深入分析，可以为精准营销提供决策指导。使得广告主实现更有效率的投放，帮助 DSP 平台识别虚假流量，指导其广告采买交易。目前处于探索阶段，DMP 客户数量较少，主要有百度在线、北京金山安全软件有限公司等。	参照公司提供的或成功匹配的数据量，按量计费、阶梯定价、保底、分成等多种模式收费。
	数据分析与咨询服务 （其他数据服务）	利用个推大数据平台为政府部门、咨询机构等特定客户或针对旅游、房地产等特定行业提供的相关服务，如客户画像报告、行业咨询报告和人口热力图等。	客户需付费向公司购买相应服务内容，根据数据分析任务的难易程度定价。

资料来源：招股说明书，长城证券研究所整理

图 13: 公司典型客户



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所整理

1.3 互联网数据爆发，催生公司成长空间

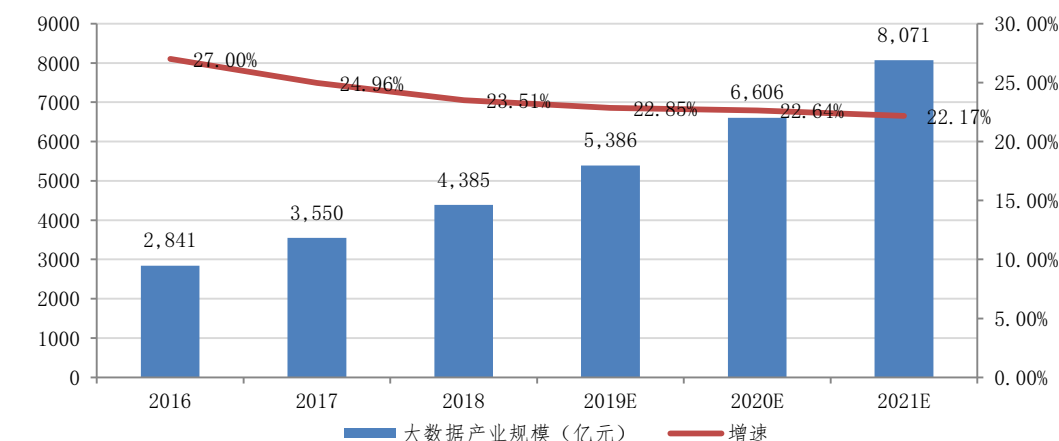
全球数据爆炸式增长，大数据行业市场规模持续扩大。近年来，互联网和智能硬件的普及带来了数据的爆炸式增长，据 IDC 咨询预计，2018 年全球数据圈的估算值为 32ZB；到 2025 年，全球数据圈将增至 175ZB，信息数据呈现爆炸式增长。而中国的数据量预计在未来 7 年将平均增长 30%，并且到 2025 年将成为数据量最大的区域（与欧洲、中东和非洲、APJxC、美国和全球其他区域相比）。（APJxC 包括亚太各国，包括日本，但不包括中国）。推动数据产生的不仅仅是机器，IDC 估算到 2025 年全世界每个联网的人每天有 4900 次数字化数据互动（相当于 18 秒就有一次数字化互动）。数据的快速增长带来了“大数据”的概念，这其中涉及数据源的处理、中间层的技术服务以及上层的行业应用、解决方案和产品化服务，庞大的数据规模为数据的进一步深入挖掘提供了基础。在应用类型层面，以精准化营销、移动应用开发者服务为代表的工具/产品化服务已展现出发展的潜力，大数据对电信、金融、医疗、电商等垂直领域的改造也将使各个垂直行业焕发出蓬勃生机。

图 14: 全球数据圈规模（单位：ZB）



资料来源: IDC, 长城证券研究所

图 15: 我国大数据产业规模 (2016-2021 年, 单位: 亿元)



资料来源: 赛迪智库, 长城证券研究所

大数据垂直化应用领域竞争激烈, 核心在于数据的积累和应用。公司主要在大数据垂直应用领域中的移动应用开发者服务和移动互联网营销两个细分领域开展经营活动。在移动应用开发者服务行业中, 公司的“个推 SDK”主要与极光大数据、BAT 等互联网巨头、手机厂商及其他第三方专业推送服务商的推送产品展开竞争, 在定价方面, 各公司产品的定价政策不尽相同, 手机厂商的推送产品一般遵循免费的定价原则, 而其他公司大多按照日活跃用户、消息发送量等指标阶梯定价; 在移动互联网营销领域, 由于参与者众多, 竞争更加激烈, 各公司广告产品主要以 CPM、CPT、CPA、CPC、CPS 等模式定价, 具体单价随流量、位置、广告形式等因素的不同而有较大区别。具有优质数据、拥有核心大数据分析处理技术的企业往往能结合多个垂直领域, 实现大数据在多个领域的商业化应用。

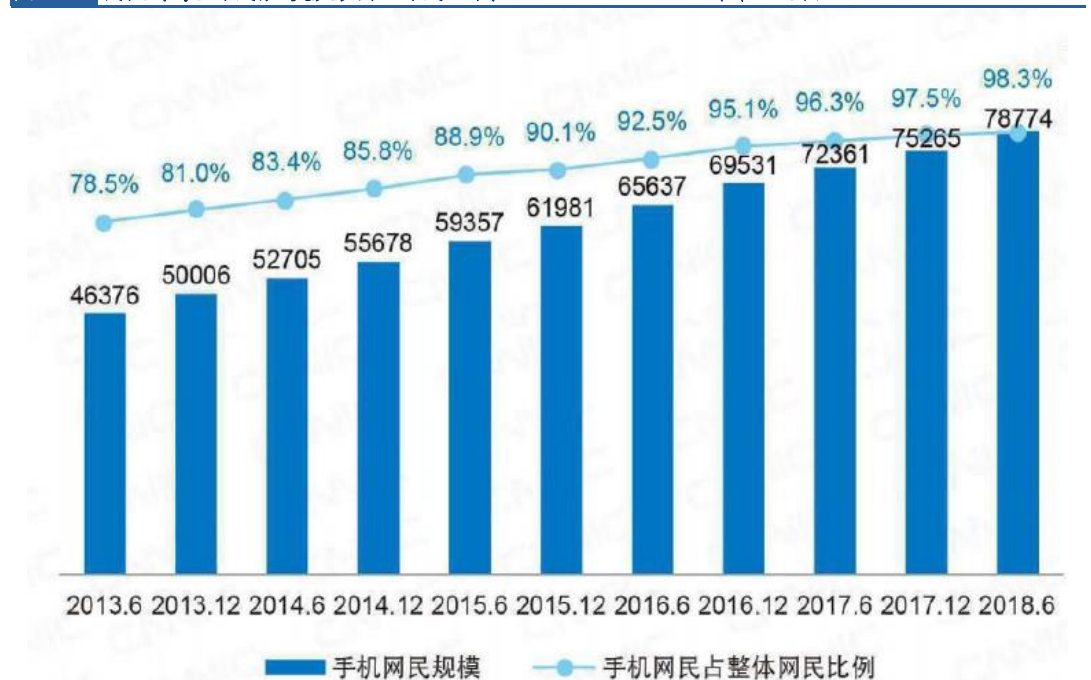
图 16: 我国大数据垂直化应用领域主要参与公司概况



资料来源: 易观咨询, 长城证券研究所

网民数量占比持续提高、移动端上网时长再次提升，数据存在巨大的挖掘潜力。根据 CNNIC 发布的数据显示，截至 2018 年 6 月，我国手机网民数量达 7.9 亿，占整体网民数量的 98.3%。手机，因随身携带、时刻在线等特点，已取代 PC，成为网络生活新的中心。此外，由于流量资费的持续下调、4G 网络的普及以及各类应用场景化的加强，2018 年我国手机网民的日均使用时长暴涨超过 1 个小时，远超过 2017 年同期的 12.5 分钟的增量，其中以抖音和微信为首的短视频和即时通讯细分行业贡献了整体时长增量的一半以上（达到 51.7%）。由于移动端数据数量巨大、连续性强，存在巨大的挖掘潜力，但是同时也由于其存在碎片化和场景化特点，数据挖掘的难度也增大，对大数据厂商的跨平台、跨场景的数据获取能力、分析能力和算法优化能力提出了较高的要求。

图 17: 我国手机网民规模及其占网民比例（2013.6-2018.6，单位：万人）



资料来源: CNNIC, 长城证券研究所

图 18: 中国移动互联网用户月人均单日使用时长（2016-2018，单位：分钟）



资料来源: QuestMobile, 长城证券研究所

图 19: 用户月度总使用时长同比增量占比 TOP10 细分行业 (2018 年 12 月)



资料来源: QuestMobile, 长城证券研究所

1.4 消息推送行业呈现寡头垄断，公司卡位优势明显

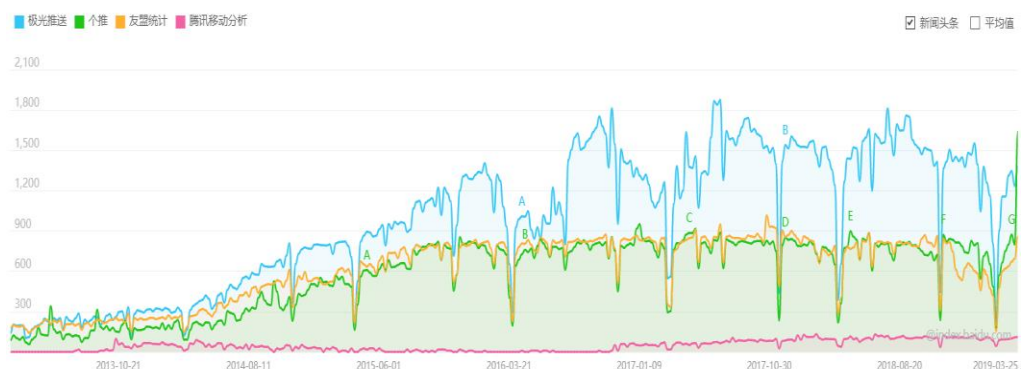
表 3: 消息推送行业主要参与者

类型	厂商名称	相关表述
BAT 巨头	友盟推送	2013 年被阿里巴巴收购。
	阿里云移动推送	截至 2018 年 12 月，阿里云移动推送日均消息发送量可达 30 亿，活跃用户达 1.8 亿。
	信鸽推送	腾讯集团旗下消息推送产品，支持百亿级的通知/消息推送。
	百度云推送	免费。
手机厂商	小米推送	
	华为推送	
第三方产品	极光推送	于 2018 年 7 月 26 日在美国 IPO，代码 JG.O。
	云巴推送	集成 iOS APNs，支持 Android 后台保持长链接。

资料来源: 招股说明书, 公开资料, 长城证券研究所整理

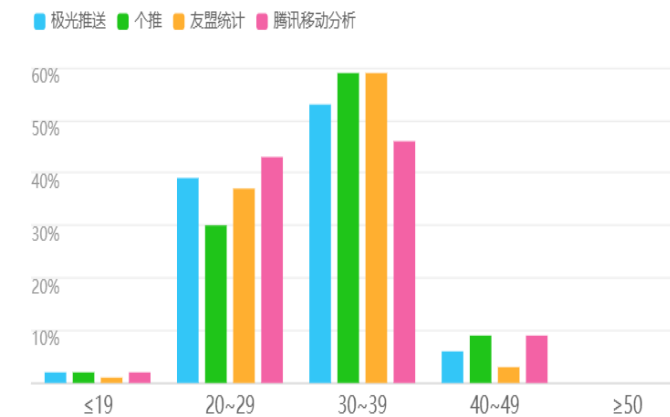
由于上述推送公司的公开资料较少（仅极光在美国 IPO，代码 JG.O），而推送公司主要对接各类 App 开发者，App 开发者通常基于一个 idea 做出一款产品，然后通过搜索引擎寻找第三方服务商进行相应的拓展和转化，因此我们通过百度指数作为各家市占率和用户覆盖情况的参考佐证。整体来看，极光推送的百度指数整体高于几家对手，近期由于个推在创业板上市，使得相应的搜索指数短期走高。从年龄分布来看，用户大多数处于 20-39 岁，且 80% 以上为男性，上述特征均符合 IT 程序开发人员的年龄和性别特征。

图 20: 几家主要的消息推送公司的百度指数分析 (2013.1.1-2019.3.28)



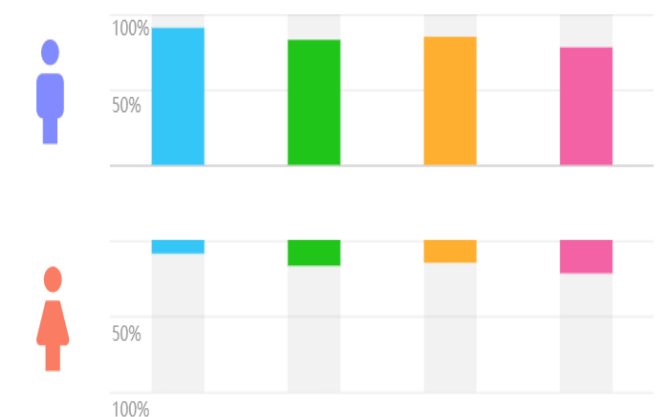
资料来源: 百度指数, 长城证券研究所

图 21: 几家主要消息推送公司的用户年龄分布



资料来源: 百度指数, 长城证券研究所

图 22: 几家主要消息推送公司的用户性别分布



资料来源: 百度指数, 长城证券研究所

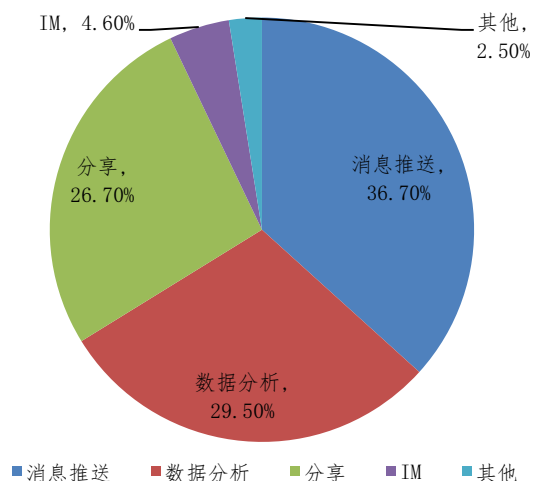
图 23: 几家主要的消息推送公司的百度指数均值数据 (2013.1.1-2019.3.28)

关键词	整体日均值	移动日均值
极光推送	988	103
个推	573	98
友盟统计	610	108
腾讯移动分析	45	1

资料来源: 百度指数, 长城证券研究所

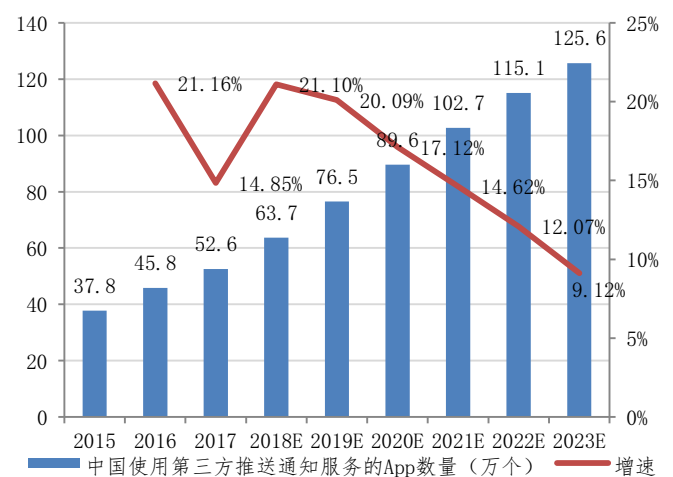
第三方消息推送服务的渗透率逐步提升。消息推送服务能唤醒用户, 提升客户留存率和活跃度, 受到 App 开发者的广泛欢迎。根据 2018 年 4 月 Frost & Sullivan 的报告数据, 截至 2017 年底, 在中国排名前 10 万的 App 中, 有 5.4 万个 App 集成了第三方应用程序开发服务, 这 5.4 万个 App 中有 82% 集成了多个开发服务, 其中消息推送服务最受欢迎, 占有 App 数量的 36.7%。中国使用消息推送服务的 App 数量从 2015 年的 37.8 万增加到 2017 年的 52.6 万, 年复合增长率 18%, 占中国所有 App 的 23.9%, Frost & Sullivan 预计到 2023 年这一数据将增加至 130 万, 占中国所有 APP 的 38.1%, 渗透率进一步提升。

图 24: 2017 年中国前 10 万 App 集成的服务分布



资料来源: Frost & Sullivan, 长城证券研究所

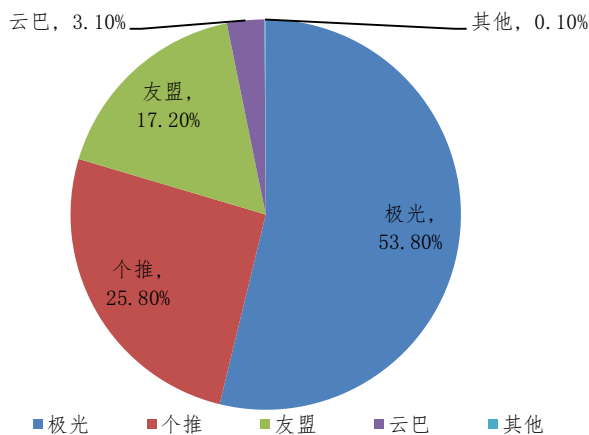
图 25: 中国使用消息推送服务的 App 数量 (2015-2023E)



资料来源: Frost & Sullivan, 长城证券研究所

消息推送服务行业呈现寡头垄断。根据 2018 年 4 月 Frost & Sullivan 发布的报告数据，以独立第三方推送服务商接入 App 数量占比统计，极光以 53.8% 的市占率排名第一，第二名个推市占率为 25.8%，第三、第四名是友盟和云巴，市占率分别为 17.2% 和 3.1%。行业前三名合计占比 96.8%，行业呈现明显的寡头垄断格局。

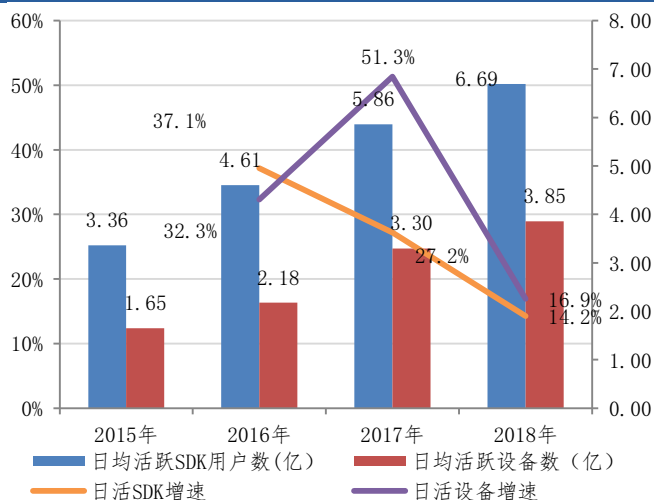
图 26: 消息推送服务市场的参与者份额（2017 年）



资料来源: Frost & Sullivan, 长城证券研究所

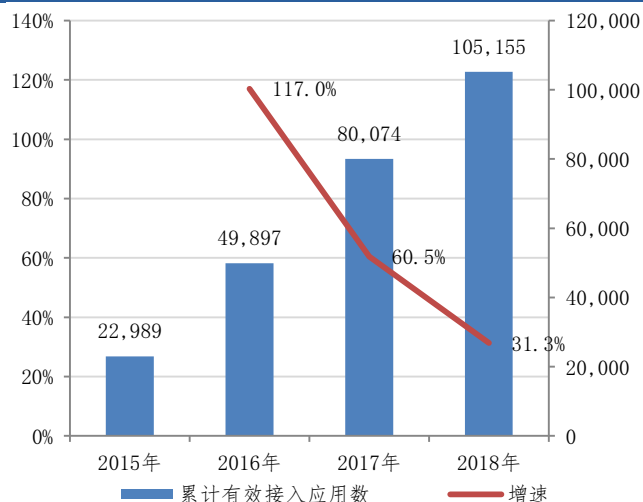
公司累计接入 App 数量、日均活跃设备数均呈现持续的快速上涨，助推业务快速发展。由于同一移动设备上，通常存在多个 App 中均有个推 SDK 的情形，因此活跃设备数更能真实反映消息推送公司所覆盖的有效设备数量。2018 年 12 月，公司的日均活跃设备数已达到 3.85 亿个，同比增速达到 16.9%，依然保持了良好的增长态势。而竞争对手极光只公布了月活数据，截至 2018 年 9 月，极光月活设备数达到约 10.3 亿个，同比增速为 11.35%（不过由于极光开发了极光推送、极光统计、极光 IM、极光短信、极光认证等多个 SDK，在统计上进行了合并，因此两家公司在数据统计上存在一定差异）。当 App 开发者在 App 中嵌入公司的推送 SDK 后，随着 App 的分发、推广，公司的推送 SDK 也相应得到推广，App 的终端用户也将被公司同步覆盖，客户 App 的下载、安装数量直接决定了公司的终端覆盖用户数量，公司与 App 开发者相互依存，在为移动应用开发者提供技术服务的同时，公司亦无需为获取终端客户流量支付额外成本，且 App 开发者通过其自身产品升级迭代而获得的新增用户亦会进入公司间接获取的客户流量中。

图 27: 个推日均活跃用户和 SDK 数（2015-2018）



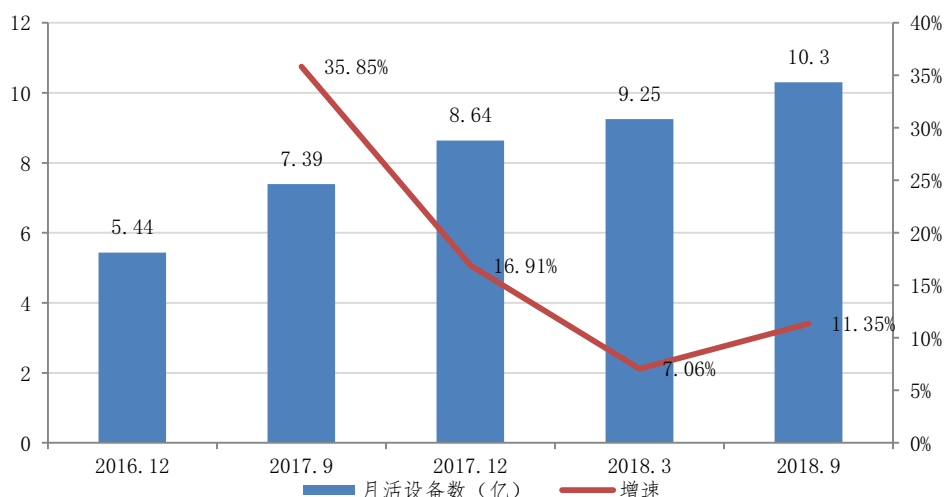
资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

图 28: 个推累计接入 App 数量（2015-2018）



资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

图 29: 极光月活设备数 (2016.12-2018.9, 单位: 亿台)

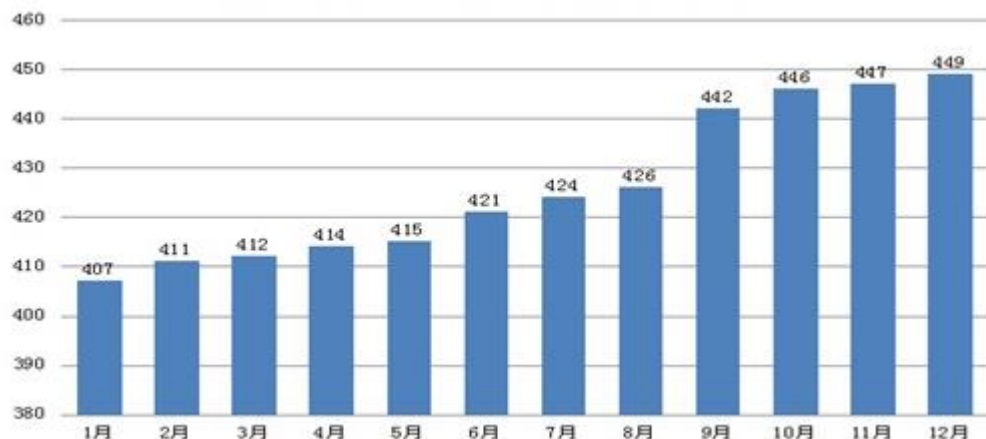


资料来源: 极光的招股说明书, 定期报告, 长城证券研究所

1.5 需求端强劲, 推送服务快速增长

App 数量持续快速增长, 移动开发者群体壮大, 服务需求爆发。根据我国工信部数据, 2018 年我国互联网市场共监测到移动应用 449 万款, 相比 2017 年底净增加 42 万款。其中, 本土第三方安卓应用商店 App 数量超过 268 万款, 来源于苹果 App Store 应用数量约为 181 万款。App 数量的快速增长使得开发者专业化的服务需求持续增长, 衍生出增值服务机会 (尤其在精准推送和客户引流方面), 拓展了公司面对移动应用开发者的服务市场规模。

图 30: 2018 年我国互联网移动应用数 (单位: 万款)

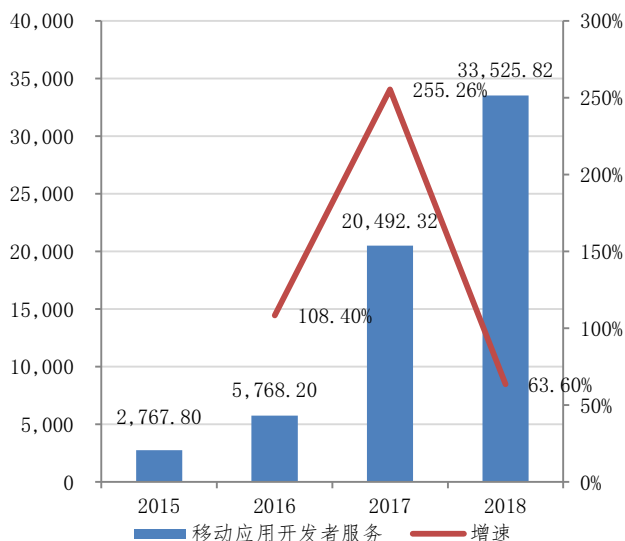


资料来源: 工信部, 长城证券研究所

App 存量用户唤醒需求强烈。公司 2015-2018 年的移动开发者服务板块呈现出快速发展态势, 收入从 0.28 亿元增长至 3.35 亿元, 其中主要得益于轻推送服务的爆发式增长。究其根本, 一方面是前文提到的接入公司 SDK 的 App 数量的持续增长, 另一方面是移动互联网行业终端用户增长趋缓, 获客成本上升, 移动 App 开发者趋向于通过低成本的方式唤醒存量用户。上述原因也导致了移动应用开发者服务板块下的基础推送服务收入增速下降, 平均付费应用收入下滑, 付费转化率基本稳定在 0.5% 附近, 加上基础推送服务以日联网峰值作为标准阶梯收费, 新增接入应用带来的基础推送服务收入的边际效益递

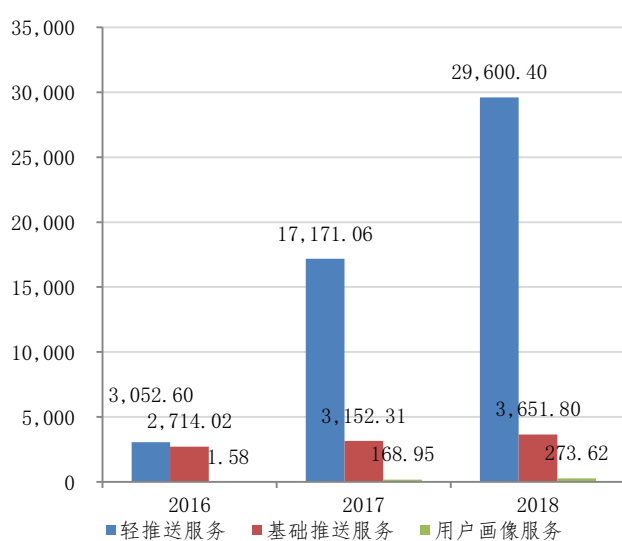
减，我们预计未来这一态势将会持续。截止 2018 年 12 月，公司共有轻推送付费客户 461 个，客户年均收入贡献 64.2 万元，远远高于基础推送服务客户的年均单价约 6 万元。

图 31: 公司移动应用开发者服务收入 (2015-2018)



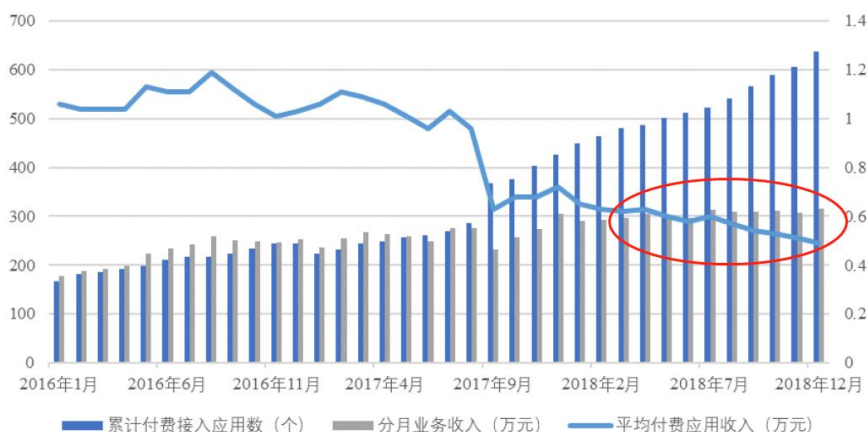
资料来源: 招股说明书, WIND, 长城证券研究所

图 32: 公司移动应用开发者服务收入构成 (2016-2018)



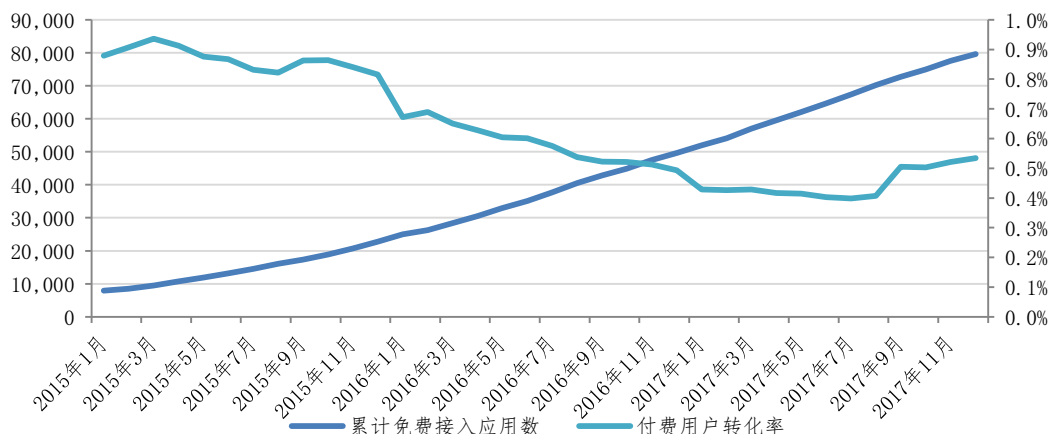
资料来源: 招股说明书, WIND, 长城证券研究所

图 33: 公司基础推送服务相关数据 (2016.01-2018.12)



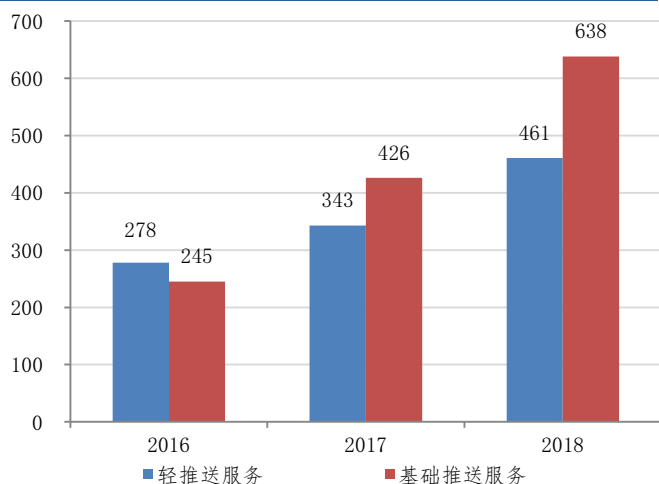
资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

图 34: 公司基础推送服务付费转化率 (2015.01-2017.12)



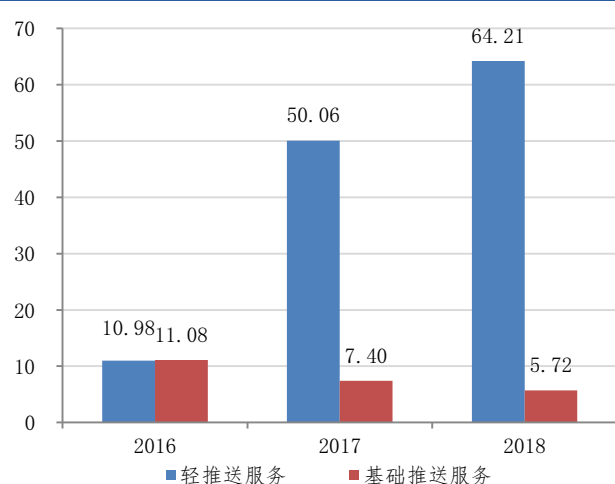
资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

图 35: 公司付费客户数 (2015-2018)



资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

图 36: 公司客年均收入贡献 (2016-2018, 单位: 万元)

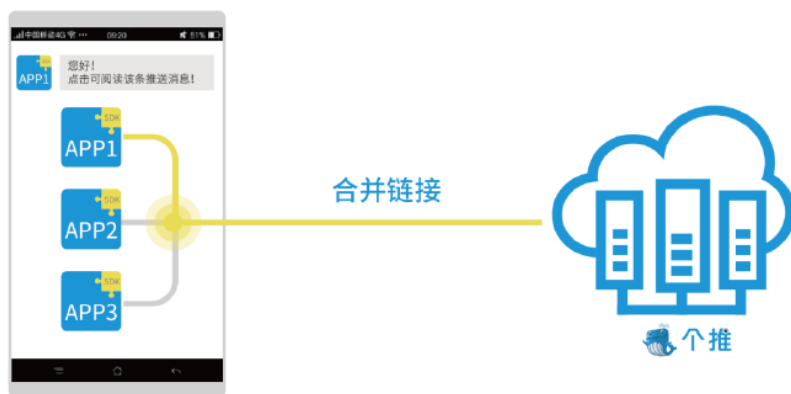


资料来源: 招股说明书, WIND, 长城证券研究所

通过免费推送服务跑马圈地, 为后续的精准营销、数据增值服务提供基础。通过 SDK 业务, 公司的产品得以覆盖数量庞大的移动终端, 而公司在产品运营中经脱敏后积累的相关数据, 则成为公司移动互联网营销业务和其他数据业务得以顺利开展的坚实基础。

合并链路技术助推“轻推送”业务快速增长。轻推送服务是公司为尚未集成“个推 SDK”的安卓系统应用开发者提供的手机消息推送解决方案。对于还没有集成“个推 SDK”的 App, 在该移动应用开发者无法完成消息的推送时, 公司可以通过个推的合并链路帮助该 App 完成消息的下发, 并利用安卓系统间的应用交互功能实现推送通知的展示, 实现触达沉默用户的效果。由于“个推 SDK”在移动终端的覆盖度较高, 单个终端上可能有多个 App 集成有“个推 SDK”, 只要其中任何一个应用活跃, 通过共享推送链路的方式, “个推 SDK”就可完成消息的下发推送。

图 37: 公司合并链路技术示意图



资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

表 4: 公司轻推送业务数据 (2016-2018)

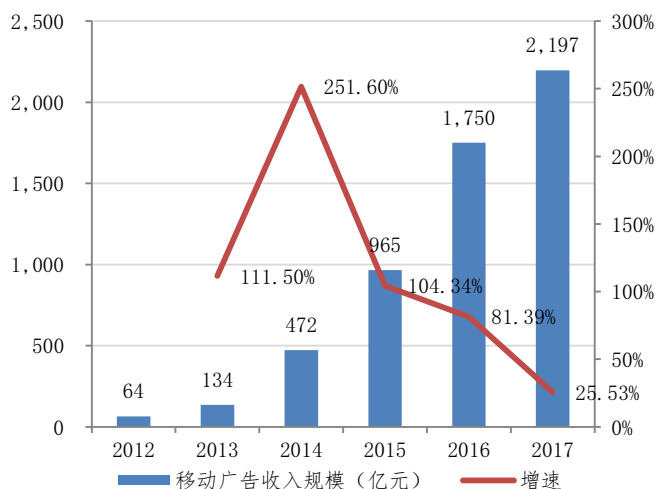
年份	下发量	展示量	点击量	收入 (万元)	展示率	点击率	点击单价 (元/个)
2016	4,832,617,205	4,230,959,874	317,716,474	3052.61	87.55%	7.51%	0.10
2017	20,194,398,229	17,660,838,621	1,283,625,528	17,171.06	87.45%	7.27%	0.13
2018	31,714,975,910	27,843,580,992	1,804,005,852	29,600.40	87.79%	6.48%	0.16

资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

1.6 大数据精准营销驱动移动互联网广告发展

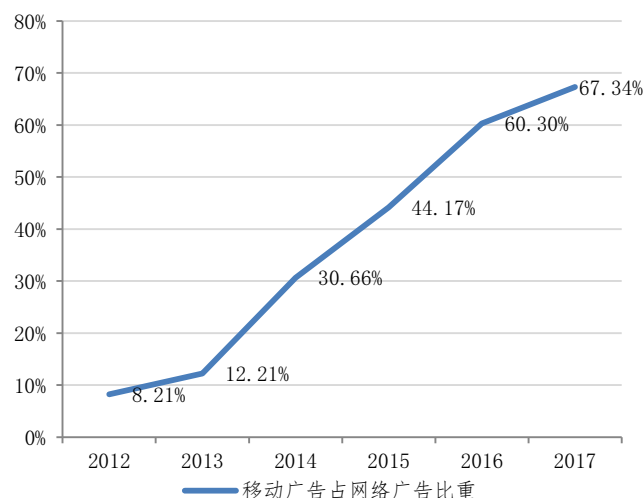
移动互联网广告市场日趋重要，大数据驱动的精准营销大有用武之地。广告主对营销天然有着精准性需求，而大数据产业的发展成熟使得精准营销成为可能。根据前瞻产业研究院的数据，2017年中国移动广告市场规模达到2,197亿元，同比增长25.53%，且移动广告占网络广告的比重持续提升，由2012年的8.21%提升至2017年的67.34%。在移动端设备成为最主要用户渠道的背景下，广告主对移动营销投放预算比例的倾斜力度明显加大。互联网进入存量市场阶段，大规模用户增长时代已经过去，对存量用户的精细化运营是厂商营收增长的主要方式，挖掘垂直媒体、小众媒体用户的深度营销价值被厂商和广告主接受，长尾流量的营销价值得以体现并成为市场新入者的生存空间。

图 38: 中国移动广告市场规模 (2012-2017, 单位: 亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 长城证券研究所

图 39: 中国移动广告占网络广告比例 (2012-2017)

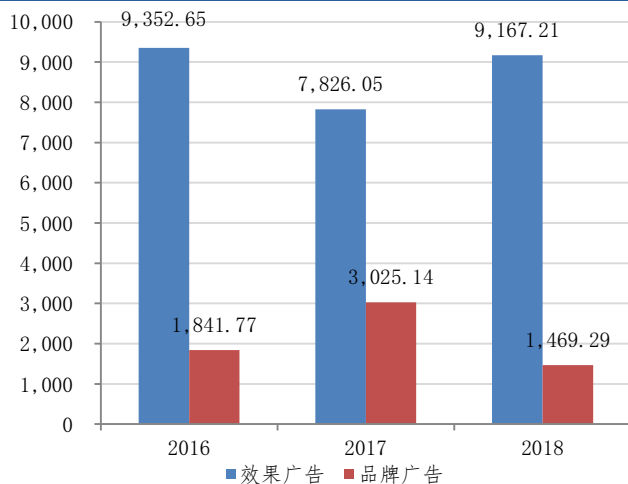


资料来源: 前瞻产业研究院, 长城证券研究所

展示单价下滑拉低品牌广告收入，大数据精准营销能力助力效果广告未来发展。公司移动互联网营销服务主要分为效果广告和品牌广告，2018年分别实现收入9,167.21万元和1,469.29万元。品牌广告收入的下降主要源于展示单价的下滑，从2016年的0.1元/个下滑至2018年的0.01元/个。一方面源于公司为拓展业务规模主动降低了单价，另一方面由于2018年区域广告主要在三、四线城市头发，单价相对较低，从而拉低了公司的整体品牌广告展示单价。而效果广告业务整体保持平稳，主要以CPS和CPC效果广告为主，且点击单价由2016年的0.34元/个提升至2018年的0.51元/个，不过CPS与点击后广告主的实际收益挂钩，因此未来该项业务的增长与公司基于大数据处理后的营销的精准性有密切关系。

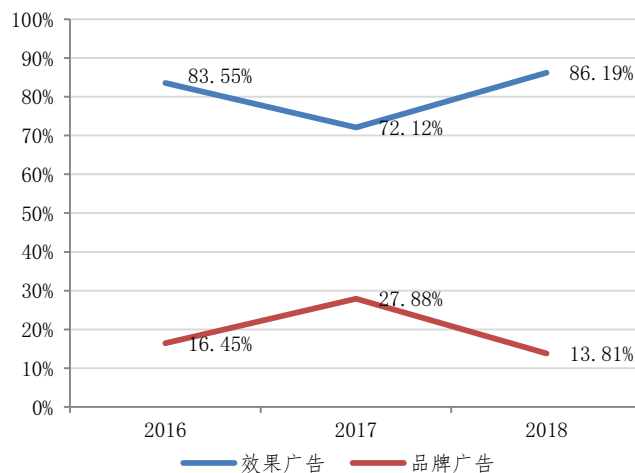
移动互联网营销业务的增速平稳对应着公司轻推送业务的爆发式增长。随着移动互联网行业经过前期的快速发展期，移动终端用户增长逐渐趋缓，对于用户存量巨大的头部移动应用，通过移动互联网营销活动实现用户规模增长的获客成本上升，因而App开发者们开始转向成本相对较低的存量用户唤醒业务，使得公司的移动互联网营销服务业务近两年增速较低，但是轻推送业务的增速非常迅速。

图 40: 移动互联网营销服务收入 (单位: 万元, 2016-2018)



资料来源: 招股说明书, WIND, 长城证券研究所

图 41: 公司移动互联网营销服务占比分布 (2016-2018)



资料来源: 招股说明书, WIND, 长城证券研究所

表 5: 公司品牌广告业务数据 (2016-2018)

年份	展示量	收入 (万元)	广告公司占比	直接客户占比	点击单价 (元/个)
2016	180,286,715	1,841.77	85.26%	14.74%	0.10
2017	1,046,977,184	3,025.14	71.37%	28.63%	0.03
2018	1,153,502,541	1,469.29	81.62%	18.38%	0.01

资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所整理

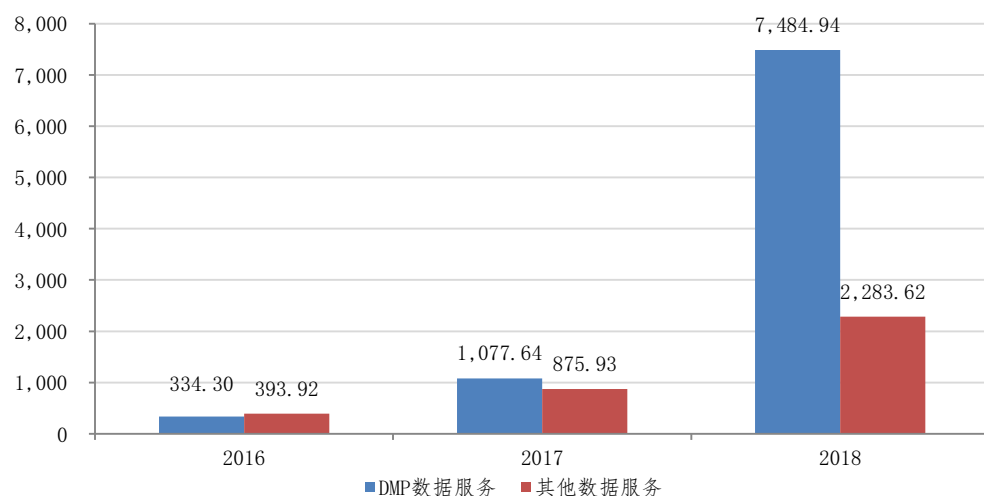
表 6: 公司效果广告业务数据 (2016-2018)

年份	点击量	收入 (万元)	点击率	点击单价 (元/个)	CPS 占比	CPC 占比	CPA 占比
2016	276,839,015	9,352.65	5.81%	0.34	42.13%	27.86%	25.48%
2017	216,573,908	7,826.05	5.76%	0.36	82.48%	11.65%	1.65%
2018	179,524,350	9,167.21	5.17%	0.51	62.98%	36.48%	0.51%

资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所整理

1.7 基于数据的衍生产品推陈出新, 有望打造新增长点

图 42: 公司数据服务及其他业务 (2016-2018)



资料来源: 招股说明书, WIND, 长城证券研究所

基于数据的垂直领域应用产品。公司基于自身积累的大量脱敏数据，不断探索大数据在各垂直领域的应用，目前公司提供的数据服务主要包括 DMP (Data Management Platform) 服务和数据分析与咨询服务。**DMP 是把分散的多方数据进行整合纳入统一的技术平台，并经脱敏、挖掘、整合后形成的具有标签化、精细化特征的“数据仓库”。**在移动互联网营销领域常规的程序化购买场景中，DMP 是整个交易链条上的重要一环，起到帮助广告主或 DSP 平台在程序化购买中**甄别真实流量、实现精细化营销**的作用。公司研发的 DMP 通过对用户群体线上线下行为的深入分析，拥有媒体甄选、人群定向、跨屏联动、优化追踪和策略咨询等能力，可以为精准营销提供决策指导。公司 DMP 服务的客户主要是广告主/广告代理商和 DSP 平台。对于广告主，公司 DMP 主要对接广告主的自有数据管理平台，对其进行有效补充，实现更有效率的广告投放；对于 DSP 平台，公司 DMP 主要帮助其识别虚假流量，指导其在程序化广告的采买中进行交易。

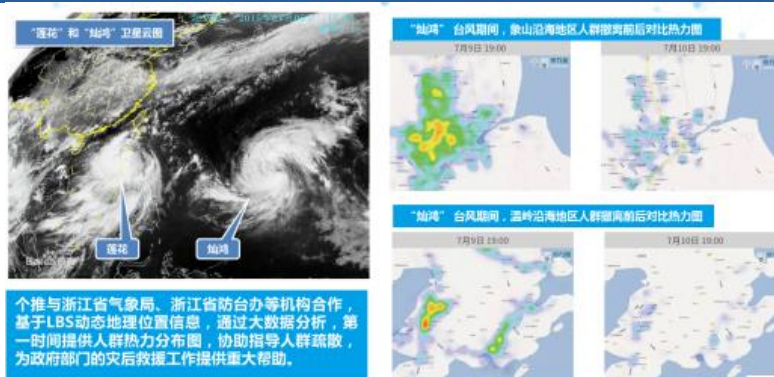
图 43: 公司 DMP 服务示意图



资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

在其他业务应用领域，公司利用“个推大数据平台”为政府部门、咨询机构等特定客户，或针对旅游、房地产等特定行业提供的相关服务，如客户画像报告、行业咨询报告、人口热力图等，并在公共服务方面为国家灾害预警、春运等提供数据支持与服务。早在 2013 年，中国地震台网中心与个推合作推出了“地震速报”App。此外，个推还与浙江省气象局、浙江省抗台办等组织机构合作，在“灿鸿”台风期间，基于 LBS 动态地理位置信息，通过大数据分析，第一时间提供人群热力分布图，为政府部门疏导人群等灾后救援工作提供了重要帮助。2017 年 3 月，在国家预警信息发布中心、中国地震台网中心等机构的鼎力支持下，个推与微博牵头成立中国移动互联网公益推送联盟，致力于用“互联网+”的模式，通过个推极速的推送技术和精准的大数据分析，联合众多互联网领先 App，用手机推送消息的方式为社会大众第一时间传递灾害类突发事件消息，指导避险和救援。

图 44: 公司提供的受 2015 年台风“灿鸿”影响地区的人口热力图



资料来源: 网络资料, 长城证券研究所

图 45: 公司提供的 2017 年九寨沟县地震发生时的人口热力图



资料来源: 网络资料, 长城证券研究所

大数据风控产品“个真”，助力金融客户的白名单营销推广与反欺诈风控服务。公司整合“个推大数据平台”的用户、强相关场景数据、战略合作伙伴数十万借贷样本数据，通过机器学习等算法，进行建模与验证，打造出可应用于各细分场景的信用评分系统，助力精准评估用户信用与预测欺诈风险。通过用户借贷类 App 的使用行为、消费水平、信用评分等维度，综合判别用户需求真伪，帮助金融企业筛选优质流量。

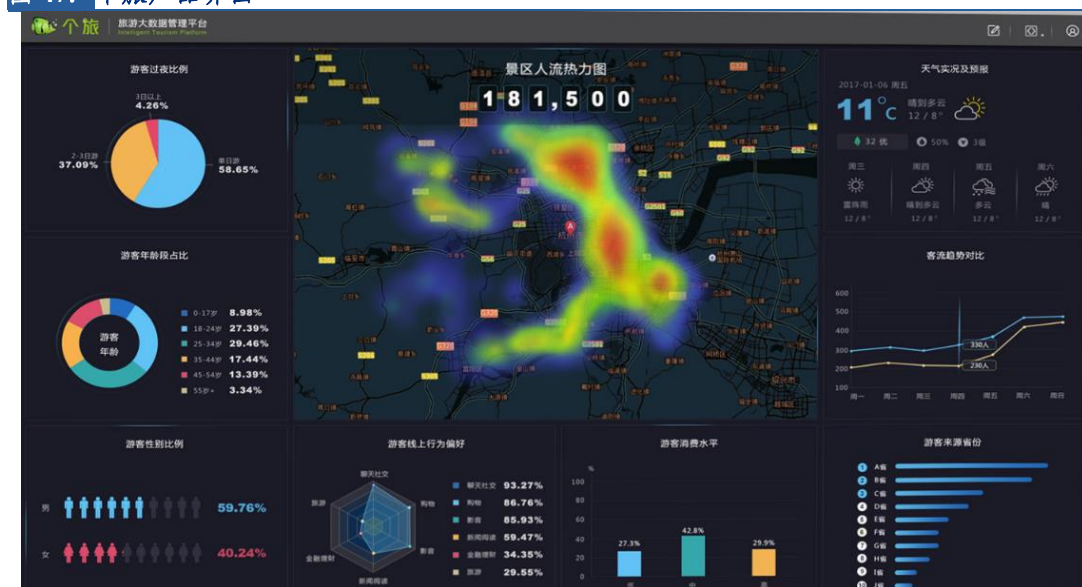
图 46: 个像产品界面



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

结合大数据分析+地理围栏技术（LBS），打造“个旅”旅游大数据管理平台。公司通过可视化智能大屏，展现城市及景区客流分布，实现实时动态监测与预警，提供专业大数据分析报告，提供多维度数据指标，为地方旅游管理机构等部门提供城市管理、监控、预警、引流、旅游设施配套及旅游市场营销、旅游产品开发等决策的数据基础，助力全域旅游、智慧旅游系统发展。

图 47: 个旅产品界面



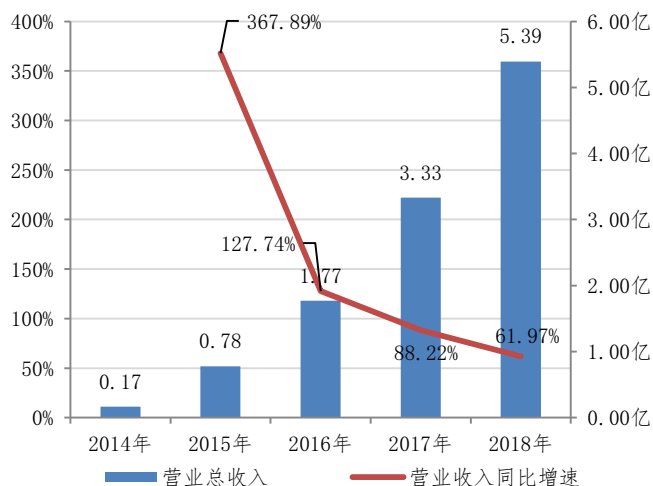
资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

2. 资产质量优秀，未来高增长可期

2.1 收入和净利润双双高速增长

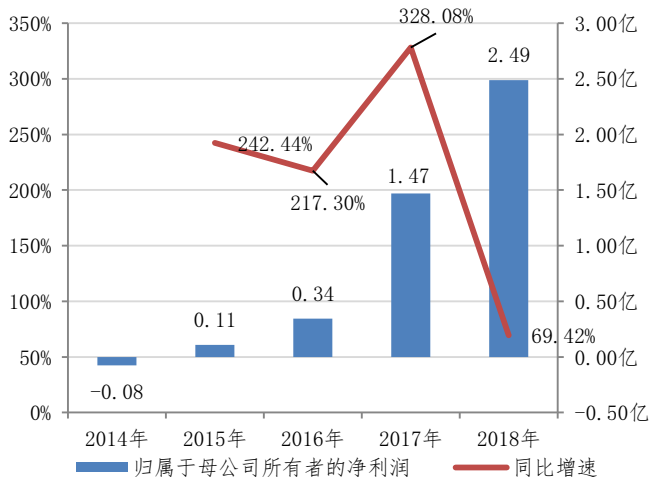
依托于公司覆盖设备数量的持续增长以及商业模式的不断完善，2016-2018 年，公司收入从 1.77 亿元大幅增长至 5.39 亿元，CAGR 达到 71.2%，归母净利润从 0.34 亿元大幅增长至 2.49 亿元，CAGR 达到 170.6%，我们预计未来高增长的态势有望继续保持。

图 48: 公司收入和同比增速比数据 (2014-2018)



资料来源: WIND, 长城证券研究所

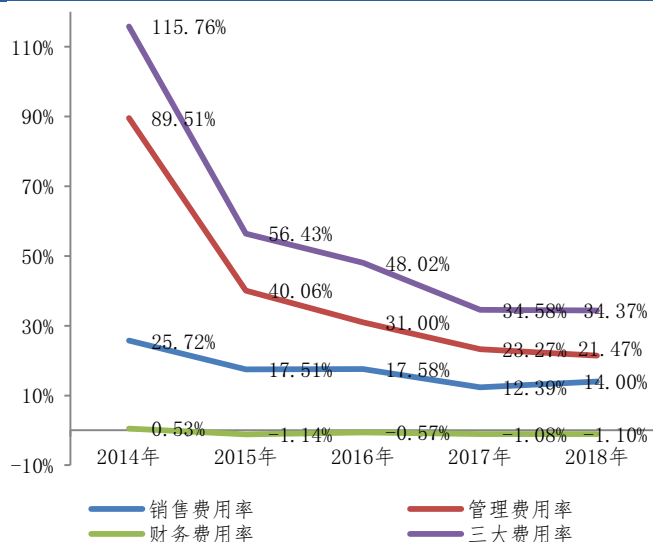
图 49: 公司归母净利润和同比增速 (2014-2018)



资料来源: WIND, 长城证券研究所

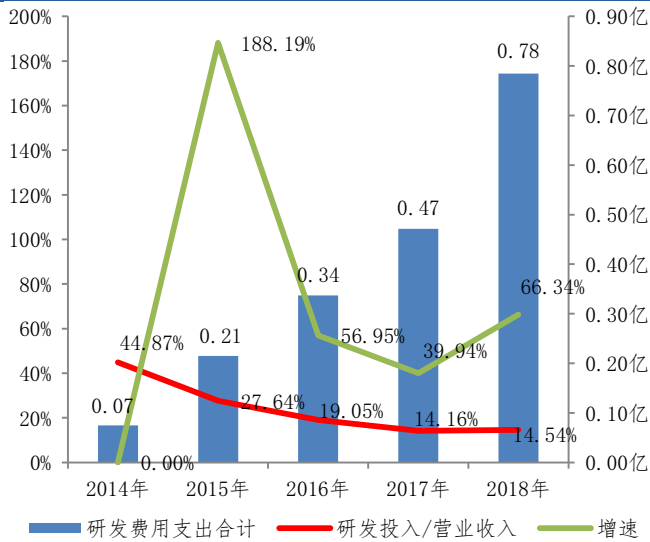
2.2 三大费率维持相对低位，营销和研发将进一步加强

图 50: 公司三大费用率数据 (2014-2018)



资料来源: WIND, 长城证券研究所

图 51: 公司研发投入数据 (2014-2018)



资料来源: WIND, 长城证券研究所

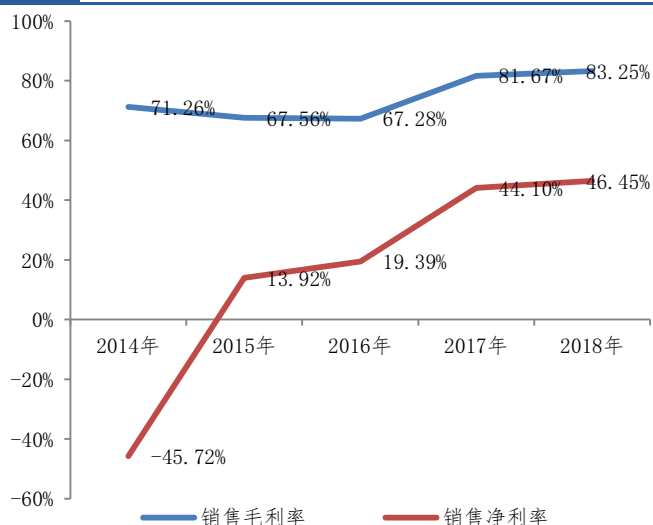
2018 年公司三大费用率保持 34.37% 的历史低位，其中管理费用率（含研发费用）持续下滑至 21.47%，销售费用率略有抬头，财务费用率由于公司良好的在手现金情况（2018 年年末为 9.75 亿元），持续为负，研发投入基本保持在收入的 15% 左右，未来随着公司上市

后进一步拓展品牌影响力、提升产品的竞争力、拓宽自身护城河宽度，我们预计销售费用率可能进一步提升，继续加强研发投入，同时我们预计可能会对数据类公司进行一定的外延收购，拓展公司数据的维度和精度。

2.3 盈利指标强劲

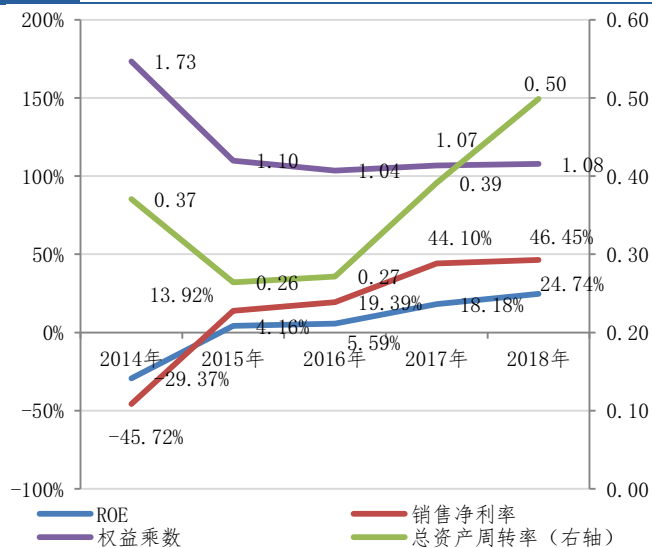
公司的毛利率近两年内维持在 80% 以上的高位，并略有提升（主要源自收入结构的变化），而销售净利率强劲攀升至 46.45%，其中有 5.3% 来自利息收入和理财产品投资收益（合计约 2,901.59 万元）。ROE 在 2018 年达到 24.74%，主要由于总资产周转率从 2017 年的 0.39 提升至 2018 年的 0.50。

图 52: 公司毛利率、净利率数据（2014-2018）



资料来源: WIND, 长城证券研究所

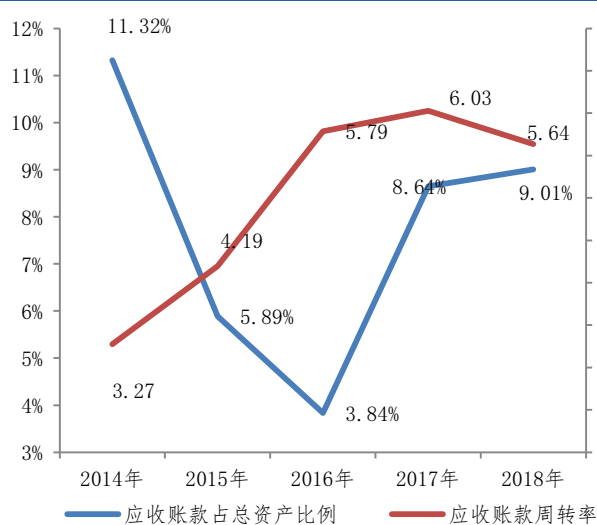
图 53: 公司 ROE 及杜邦分析（2014-2018）



资料来源: WIND, 长城证券研究所

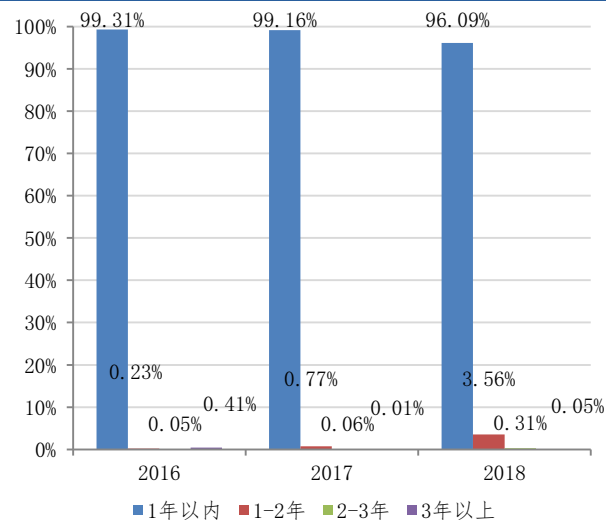
2.4 应收账款较少，且质量良好

图 54: 公司应收账款相关数据（2014-2018）



资料来源: WIND, 长城证券研究所

图 55: 公司应收账款的账龄构成（2016-2018）



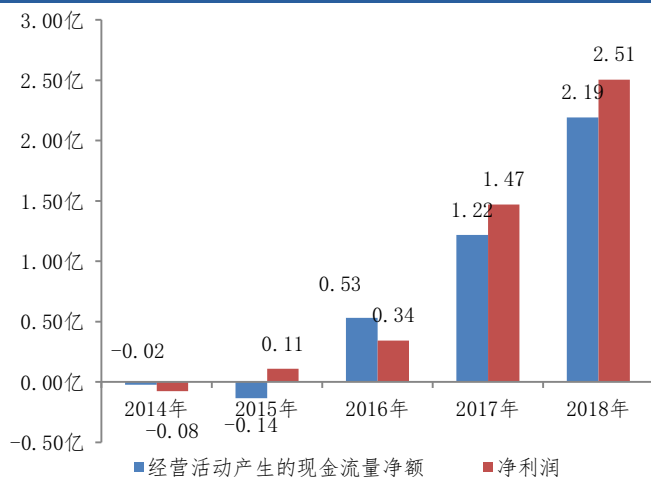
资料来源: WIND, 长城证券研究所

2018 年末，公司应收账款账面余额 1.16 亿元，占总资产比例为 9.01%，其中账龄在 1 年内的应收账款占比约 96.09%，由于公司与客户的结算周期一般为 30 天-90 天，应收账款的账期很短，对公司的净利润未来大概率不会构成重大影响（2018 年坏账计提对营业利润的影响仅约为 1%）。

2.5 现金流充沛，无有息负债

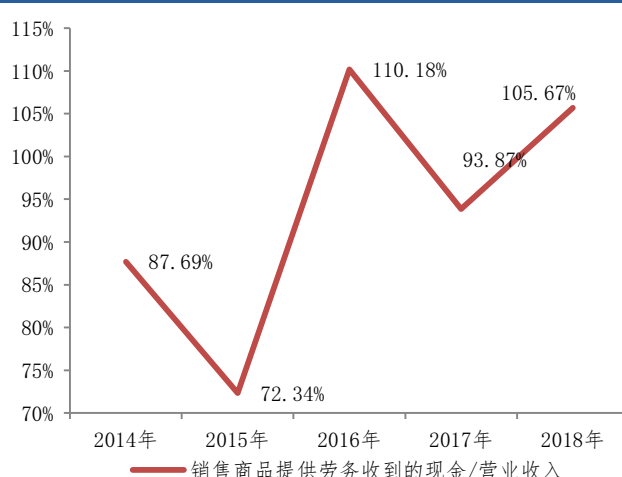
2016-2018 年，公司的经营性净现金流均保持与净利润的同步持续增长，且回款能力良好。截至 2018 年末，公司资产负债率仅 7.25%，其中有息负债为 0。

图 56: 公司经营性净现金流与净利润数据 (2014-2018)



资料来源: WIND, 长城证券研究所

图 57: 公司现金回款数据 (2014-2018)

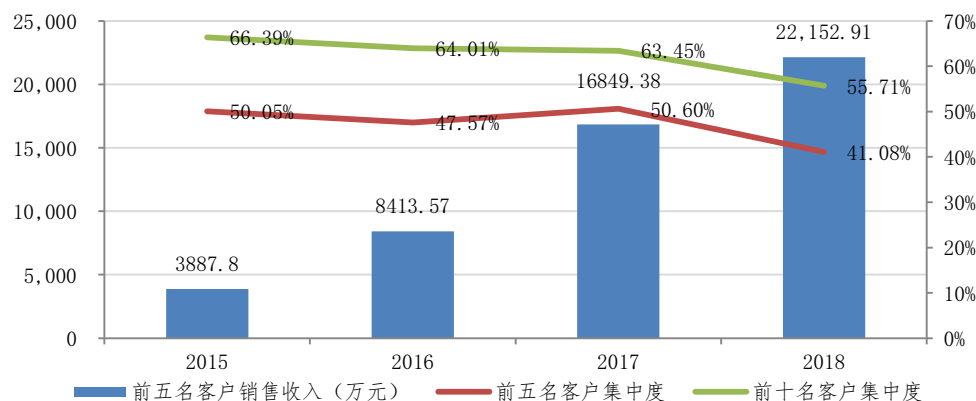


资料来源: WIND, 长城证券研究所

2.6 客户集中度降低，业务结构优化

2018 年，公司实现收入 5.39 亿元，前十大客户收入占比下降至 55.71%，前五大客户的收入占比下滑至 41.08%，均出现了明显的下降态势，预计未来随着公司规模的扩大，收入结构的继续改善，主要客户的收入占比会进一步降低。

图 58: 公司客户收入集中度数据 (2015-2018)



资料来源: 招股说明书, WIND, 长城证券研究所

3. 盈利预测

3.1 盈利预测：持续高增长可期

我们对公司 2019-2021 年的业绩进行了分拆预测，假设条件和分拆预测结果如下：

表 7：分业务营业收入预测表（单位：亿元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
移动应用开发者服务业务	3.35	4.49	5.88	7.58
增速	63.60%	33.90%	31.05%	28.93%
移动互联网营销服务业务	1.06	1.27	1.53	1.84
增速	-1.98%	19.83%	20.00%	20.00%
数据服务及其他业务	0.98	1.50	2.05	2.66
增速	400.04%	54.03%	36.07%	30.00%
合计	5.39	7.27	9.46	12.08

注：以上 2019-2021 年数据均为在公司及同行业公司定期报告、公司公开披露的机构调研纪要的基础上进行假设测算而得出的结果，仅供投资者参考。

资料来源：公司及同行业公司定期报告，公司公开披露的机构调研纪要，长城证券研究所

我们预测公司 2019-2021 年分别实现营业收入 7.27 亿元、9.46 亿元和 12.08 亿元，实现归母净利润 3.30 亿元、4.35 亿元和 5.64 亿元，EPS 分别为 0.82 元、1.09 元和 1.41 元。公司当前股价对应的 PE 分别为 45X、34X 和 26X。我们首次覆盖公司，给予“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

研发投入产出不及预期；客户拓展不及预期；竞争加剧，产品竞争力下降；数据资源安全风险以及业务违规风险。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	332.97	539.31	726.82	945.96	1208.15	成长性					
营业成本	61.02	90.32	112.47	138.39	168.09	营业收入增长	88.2%	62.0%	34.8%	30.2%	27.7%
销售费用	41.25	75.51	109.02	141.89	181.22	营业成本增长	5.4%	48.0%	24.5%	23.0%	21.5%
管理费用	30.32	37.37	159.90	208.11	265.79	营业利润增长	410.1%	65.3%	32.6%	31.8%	29.7%
财务费用	-3.60	-5.93	-3.32	-5.01	-7.58	利润总额增长	388.7%	65.5%	32.6%	31.8%	29.7%
投资净收益	12.53	20.53	27.71	33.56	42.64	净利润增长	328.1%	69.4%	32.6%	31.8%	29.7%
营业利润	166.81	275.72	365.49	481.86	625.02	盈利能力					
营业外收支	-0.27	-0.08	-0.06	-0.10	-0.13	毛利率	81.7%	83.3%	84.5%	85.4%	86.1%
利润总额	166.54	275.65	365.42	481.76	624.89	销售净利率	44.1%	46.5%	45.7%	46.3%	47.0%
所得税	19.69	25.13	33.32	43.93	56.98	ROE	16.7%	22.1%	22.1%	22.5%	22.6%
少数股东损益	0.00	1.72	2.29	3.01	3.91	ROIC	14.3%	19.8%	20.0%	20.5%	20.6%
净利润	146.85	248.79	329.82	434.82	564.00	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	12.4%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
流动资产	887.78	1135.64	1503.88	1978.14	2547.56	管理费用/营业收入	9.1%	6.9%	22.0%	22.0%	22.0%
货币资金	796.62	974.98	1340.95	1720.43	2268.58	财务费用/营业收入	-1.1%	-1.1%	-0.5%	-0.5%	-0.6%
应收账款	81.27	110.09	132.18	183.14	219.58	投资收益/营业利润	7.5%	7.4%	7.6%	7.0%	6.8%
应收票据	0.00	0.10	0.03	0.14	0.08	所得税/利润总额	11.8%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
存货	0.95	2.46	1.78	3.43	2.90	应收账款周转率	8.19	5.64	6.00	6.00	6.00
非流动资产	52.37	86.61	85.14	82.00	77.19	存货周转率	110.47	53.04	53.04	53.04	53.04
固定资产	30.79	44.75	47.01	47.25	45.67	流动资产周转率	0.41	0.53	0.55	0.54	0.53
资产总计	940.14	1222.24	1589.02	2060.14	2624.76	总资产周转率	0.39	0.50	0.52	0.52	0.52
流动负债	59.06	88.65	83.22	116.52	113.26	偿债能力					
短期借款	0.00	0.00	0.07	1.00	1.00	资产负债率	6.3%	7.3%	5.2%	5.6%	4.3%
应付款项	9.64	20.50	17.03	29.15	26.95	流动比率	15.03	12.81	18.07	17.12	22.69
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	15.02	12.78	18.05	17.09	22.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）					
负债合计	59.06	88.65	83.22	116.52	113.26	EPS	0.37	0.62	0.82	1.09	1.41
股东权益	881.08	1133.59	1505.80	1943.62	2511.50	每股净资产	2.20	2.82	3.75	4.84	6.24
股本	360.00	360.00	400.10	400.10	400.10	每股经营现金流	0.29	0.50	0.77	0.89	1.29
留存收益	131.02	379.80	711.91	1149.73	1717.61	每股经营现金/EPS	0.80	0.81	0.93	0.82	0.92
少数股东权益	0.00	3.73	6.02	9.03	12.94	估值					
负债和权益总计	940.14	1222.24	1589.02	2060.14	2624.76	PE	100.02	59.04	44.53	33.78	26.04
现金流量表						PEG	-0.27	0.32	0.39	0.77	0.83
经营活动现金流	121.77	219.06	308.21	355.91	517.57	PB	16.67	13.00	9.79	7.59	5.88
其中营运资本减少	-24.94	-39.91	-7.76	-62.41	-24.55	EV/EBITDA	89.39	51.89	38.64	28.53	21.09
投资活动现金流	-18.79	-38.89	14.29	17.64	23.03	EV/SALES	41.72	25.43	18.37	13.72	10.29
其中资本支出	22.83	42.11	0.82	-0.70	-2.45	EV/IC	15.77	12.14	8.90	6.70	4.97
融资活动现金流	-4.85	-1.85	-263.58	312.01	7.58	ROIC/WACC	1.35	1.87	1.89	1.93	1.94
净现金总变化	98.11	178.38	58.91	685.56	548.17	REP	11.71	6.49	4.71	3.47	2.57

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>