

汇量科技 (834299)

汇聚能量，护航出海

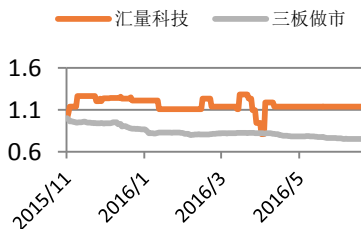
推荐（首次）

现价：61.70 元

主要数据

行业	广告
公司网址	www.mobvista.com
大股东/持股	段威/44.34%
实际控制人/持股	段威/44.34%
总股本(百万股)	93.16
流通 A 股(百万股)	47.04
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	57.48
流通 A 股市值(亿元)	29.02
每股净资产(元)	3.41
资产负债率(%)	51.99

行情走势图



证券分析师

邵青 投资咨询资格编号
S1060511010002
0755-22622740
SHAOQING001@PINGAN.COM.CN

研究助理

耿祥龙 一般从业资格编号
S1060115080068
0755-33547539
GENGXIANGLONG885@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点：

- **移动营销市场规模快速增长，海外市场空间广阔：**受益于移动终端设备的快速增长和移动广告技术的不断成熟，移动广告市场规模保持较高增速。2015 年全球移动广告市场规模将达到 458.5 亿美元，同比增 45.79%，预计 2018 年将达到 949.1 亿美元。移动出海方面：（1）大量新兴国家正处于智能手机普及阶段，庞大的人口基数构成了巨大的潜在市场；（2）国内互联网市场基本被 BAT 垄断，其他企业的发展面临着较强的竞争；（3）海外媒体比较分散，广告主面对大量分散媒体带来较大的交易成本。基于以上几点，移动出海的需求不断增加，海外市场移动数字营销发展前景广阔。
- **亚洲领先的移动广告平台：**覆盖 240 多个国家和地区、每天超过 100 亿次展示量的移动流量体系，点击超过 3 亿次。整合大量海外优质对接媒体，积累了充沛的高质流量。形成合理且多层次的客户结构，包括百度、360 等互联网巨头、UCMobile 等细分市场领先企业和众多中小型企业。公司已成为 Google AdWords 的核心合作伙伴，并拥有 Facebook 的最高权限程序接口，是国内为数不多的与三大移动平台（Google AdWords，Twitter 和 Facebook）建立长期密切合作关系的数字营销企业。
- **行业领先的技术实力：**自主研发了广告变现智能管理平台“M 系统”，能够有效帮助开发者实现 30%-50% 的变现收益提升；通过聚合 SDK 服务，实现开发者与不同平台广告的低成本、高拟合的无缝对接；同时反作弊系统能精准识别作弊流量和点击，保障了流量的真实有效及每一级的高转化率。目前已储备上百套作弊识别策略，实现 2015 年上半年整体 CTR 提升 15%，整体 CVR 提升 40%，eCPM 提升 60%。强大的数据存储和处理能力，包括 20 亿+设备数据，3000+人群定向标签，承接每天百亿流量展现数据，平均 50ms 以内的响应速度，99.999% 的服务稳定性。
- **丰富的海外运营经验：**精英化的管理团队，保证技术和运营能力的持续领先，团队成员均来自 UC、阿里巴巴、百度、华为、高德等公司海外事业部

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	0	778	1073	1344	1648
YoY(%)	-61.6	235517.0	37.9	25.3	22.6
净利润(百万元)	0	48	50	86	121
YoY(%)	406.4	254607.5	3.3	72.4	41.4
毛利率(%)	44.5	12.5	13.0	14.0	15.0
净利率(%)	5.7	6.2	4.6	6.4	7.3
ROE(%)	1.8	17.6	5.8	9.1	11.4
EPS(摊薄/元)	0.00	0.52	0.53	0.92	1.30
P/E(倍)	304,593.8	119.6	115.8	67.2	47.5
P/B(倍)	5,515.2	21.0	6.7	6.1	5.4

门的核心岗位，主要创始人之一的段威曾担任 UC 国际业务部副总监。为更好的进行本地化，公司设有专业的翻译团队，并已经在广州、香港、北京、新德里、新加坡、硅谷设立了办公室。

- **收购 NativeX、GameAnalytics，布局国际化产业链：**（1）收购全球移动原生广告平台 NativeX，加大原生广告产品的研发和迭代，打造更高效的全方位解决方案。此次收购将进一步提升公司在海外尤其是欧美地区的优质流量供给能力，巩固公司在海外流量覆盖方面的领先优势。（2）收购欧洲领先的移动数据分析公司 GameAnalytics，此次收购将丰富公司数据库，优化程序化投放的精准程度，进一步推进公司的国际化战略。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2016-2018 年收入分别为 10.73 亿元、13.44 亿元和 16.48 亿元，同比增长率分别为 37.90%、25.32%和 22.64%。归母净利润分别为 0.50 亿元、0.86 亿元和 1.21 亿元，同比增长率分别为 3.25%、72.43%和 41.43%。我们看好公司的成长能力和国际化布局，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**业务扩展的不确定性、应收账款占比较高、媒体渠道成本上升的风险。

正文目录

一、公司简介	5
1.1、汇量科技—专注移动出海	5
1.2、公司股权结构	5
1.3、转型移动营销，营收大幅增长	6
二、行业分析	7
2.1、移动出海，扬帆起航	7
2.2、移动网游海外发行市场广阔	9
三、亚洲领先的移动广告平台	12
3.1、多渠道获取用户，实现流量变现	12
3.2、海外经验丰富，技术实力强大	15
3.3、收购 NativeX、GameAnalytics，布局“国际化产业链”	17
3.4、Vstargame—从东南亚走向全球	19
四、盈利预测	21
4.1、基本假设	21
4.2、盈利预测	22
4.3、风险评价	22

图表目录

图表 1	亚洲领先的移动广告平台	5
图表 2	公司在 Appsflyer 榜单中稳居前列	5
图表 3	汇量科技股权结构图（截至 2016 年 3 月 1 日）	6
图表 4	转型后公司营业收入、净利润大幅增长	6
图表 5	Mobvista 业务规模快速扩张	6
图表 6	汇量科技与可比公司毛利率对比	7
图表 7	2012-2018 年全球移动广告市场规模快速增长	7
图表 8	2016H1 投放终端系统中 Android 占比较高	8
图表 9	2016H1 投放渠道中 APP 占比较高	8
图表 10	《2015 年度 APP 总排行榜》前十	8
图表 11	全球人口大国中，印度、印尼和巴西的智能手机普及率较低	9
图表 12	全球移动游戏市场规模持续增长	10
图表 13	游戏市场中移动端占比较高	10
图表 14	海外手游市场巨大	10
图表 15	2008-2015 年中国自主研发网游海外出口销售收入不断增长	11
图表 16	2012-2018 年亚太地区智能手机渗透率不断提升	11
图表 17	2014-2019 年东南亚手游市场收入将保持快速增长	12
图表 18	公司具有丰富的资源	13
图表 19	公司拥有丰富、多层次且优质的对接媒体	13
图表 20	公司覆盖 10000+ 优质海外移动媒体，更好地实现流量变现	13
图表 21	公司部分合作广告主	14
图表 22	公司移动营销业务主要收费方式	15
图表 23	一站式全方位解决广告主海外推广需求	15
图表 24	智能广告管家—M 系统	16
图表 25	完善的业务考察和风控体系	16
图表 26	强大的技术支持，提升转化效率	17
图表 27	收购 NativeX，深度拓展国际市场	18
图表 28	多个展示视频，让用户自主选择广告体验	18
图表 29	NativeX 原生广告示例	18
图表 30	GameAnalytics—领先的游戏数据分析平台	19
图表 31	Vstargame—公司移动网游发行平台	20
图表 32	公司发行的游戏市场表现良好	20
图表 33	公司两大业务相互支撑	21
图表 34	公司业务分类盈利预测（单位：百万元）	22
图表 35	汇量科技可比估值表	22

一、公司简介

1.1、汇量科技—专注移动出海

广州汇量网络科技股份有限公司于 2013 年 3 月开始展开业务，拥有覆盖全球的移动数字营销平台和移动网游海外发行平台，专注于为广告主与应用开发者提供高效的优质用户获取、精准营销及流量变现综合解决方案。目前，公司已建立起覆盖全球 240 多个国家和地区、每天超过 100 亿次展示量的移动流量体系，并拥有涵盖超过 20 亿设备数据和超过 3000 个人群定向标签的用户数据库，主要客户包括百度、阿里巴巴、360、Uber、King、Flipkart 等全球知名企业。目前，汇量科技分别与 Google Adwords, Twitter 和 Facebook 三大国际顶级移动平台建立战略合作关系。

图表1 亚洲领先的移动广告平台



资料来源：公司官网，平安证券研究所

移动营销实力得到权威机构认可。在移动广告监测机构 AppsFlyer 发布的最新全球移动营销指数报告中，公司凭借强劲的推广实力，于安卓综合榜单（非游戏类）位列全球第三，仅次于 Facebook、Google AdWords，再度稳居亚洲第一。公司是唯一于 AppsFlyer 至今发布的所有游戏类与非游戏类（iOS/Android）综合榜单保持全部上榜并稳居前列的亚洲移动营销企业，显示了公司强大的综合推广实力。

图表2 公司在 Appsflyer 榜单中稳居前列

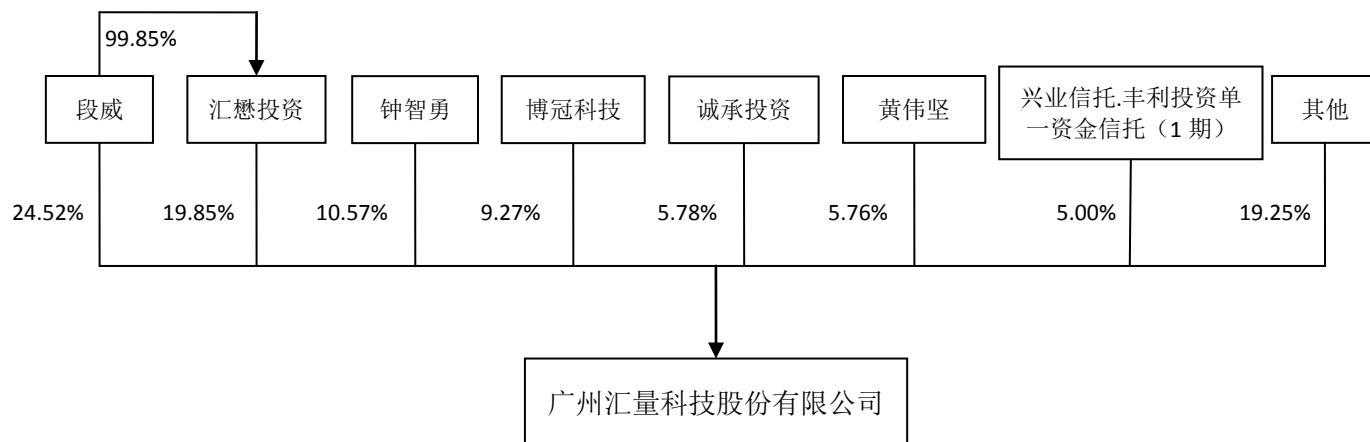
	游戏类综合排行榜				非游戏类综合排行榜			
	2015.4 (TOP25)		2016.2(TOP30)		2015.4 (TOP25)		2016.2(TOP30)	
Mobvista	Android	iOS	Android	iOS	Android	iOS	Android	iOS
	3	10	7	12	2	6	3	14

资料来源：公司官网，平安证券研究所

1.2、公司股权结构

目前，段威直接持有公司股份 2068.80 万股，通过汇懋投资间接控制公司股份 1671.63 万股，合计持有公司股份 3740.43 万股，占公司总股本的 44.34%，认定段威为公司控股股东、实际控制人。

图表3 汇量科技股权结构图（截至 2016 年 3 月 1 日）

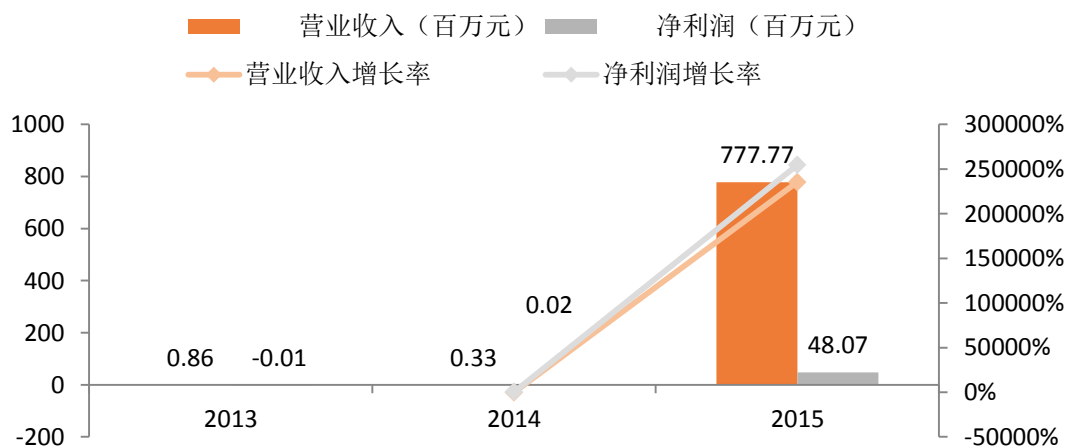


资料来源：WIND，平安证券研究所

1.3、转型移动营销，营收大幅增长

2015 年，公司实现营业收入 7.77 亿元，同比增长 235516.96%，实现净利润 4806.62 万元，同比增长 254607.54%。主要原因为公司引入 Mobvista 业务体系和管理团队后，实现向移动数字营销和移动网游海外发行的业务转型，引起营业收入的大幅增长。

图表4 转型后公司营业收入、净利润大幅增长



资料来源：WIND，平安证券研究所

Mobvista 业务体系立足国内面向全球，主要经营数字营销业务和移动网游海外发行业务，从 2013 年至今 Mobvista 业务体系服务的广告主客户数量、推广应用产品数量逐年递增。

图表5 Mobvista 业务规模快速扩张

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-5 月
营业收入 (万元)			
来自自动观科技与 MNC 公司	4958.24	27470.55	—
来自 MIT 公司和汇量信息	—	—	32309.22

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-5 月
服务客户（家）	14	157	293
推广移动应用产品累计（个）	约 110	约 680	约 1306

资料来源：公司公开转让说明书，平安证券研究所

与可比公司相比，汇量科技的销售毛利率处于中游水平。其中有米科技销售毛利率较高，主要原因是其国内业务占比较高；Avazu 虽然在 2014 年的销售毛利率较高，但相对于 2013 年 34.85% 的毛利水平呈明显下降趋势，而且根据天神娱乐的公告资料，Avazu 的毛利率水平与行业水平相当，因而，我们预计 Avazu2015 年毛利率在 20% 左右；木瓜移动的销售毛利率较低，主要原因是其移动数字营销业务处于初创时期，前期运营效率较低。由于汇量科技具有明显的收入规模和用户规模双重壁垒，未来盈利能力有望进一步提升。

图表6 汇量科技与可比公司毛利率对比

	时间	销售毛利率
有米科技	2015（1-3 月）	26.88%
Avazu	2014	29.14%
木瓜移动	2015（1-9 月）	5.01%
汇量科技	2015（1-5 月）	18.95%

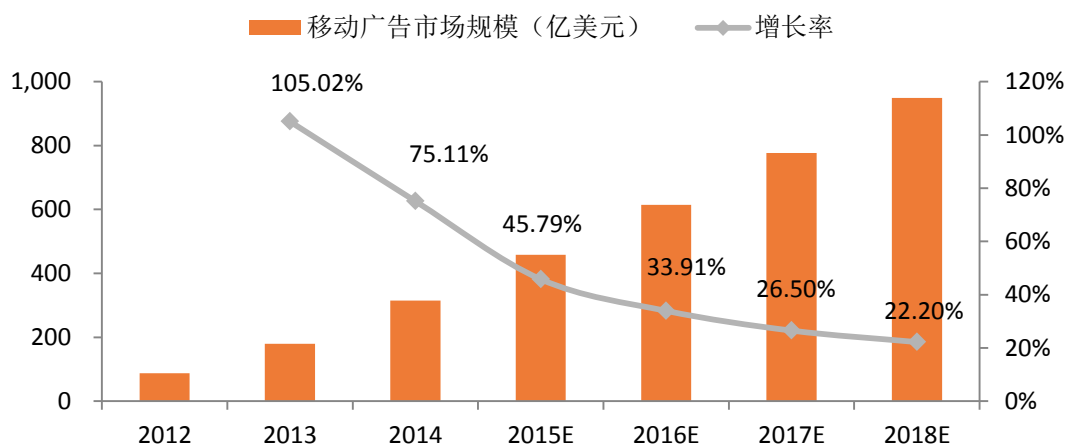
资料来源：WIND，平安证券研究所

二、 行业分析

2.1、移动出海，扬帆起航

随着移动广告技术的不断成熟和移动端数据的不断积累，加上移动终端设备的快速增长，移动营销不断得到重视。移动广告市场规模保持着较高的增速，2015 年全球移动广告市场规模达到 458.5 亿美元，同比增长 45.79%，预计到 2018 年全球移动广告市场规模将达到 949.1 亿美元。

图表7 2012-2018 年全球移动广告市场规模快速增长

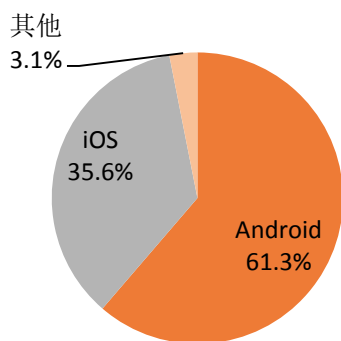


资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

广告需求向移动端转移。从全球市场来看，传统 PC 出货量逐年下降，而移动手机出货量仍保持较高增速，增长速度同比放缓。随着移动端用户的不断增长，以及移动营销技术的不断成熟，广告市场开始逐渐向移动平台转移。eMarketer 预测，到 2015 年底移动广告之处将占到网络广告整体支出的 47.6%，2016 年移动广告市场规模有望首次超过 PC 端，移动广告已经成为未来网络广告发展的方向。

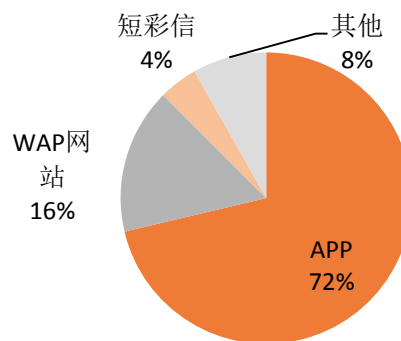
APP 是移动广告投放的主要渠道。目前，Android 系统仍然在用户规模上占据优势，所以投放广告覆盖范围较广，2016 年上半年，Android 系统的广告投放比例为 61.3%，iOS 系统仅占 35.6%。在投放渠道方面，由于 APP 用户较多，活跃度高，且能够进行精准营销，在 APP 上进行投放能够达到更好的营销效果。

图表8 2016H1 投放终端系统中 Android 占比较高



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

图表9 2016H1 投放渠道中 APP 占比较高



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

大量 APP 在国内市场接近饱和，国内市场被 BAT 垄断。在国内，国内应用面临着较强的竞争，大部分被下载的 APP 的使用率和留存率都相对较低，移动应用的生命周期平均只有 10 个月，85% 的用户会在 1 个月内删除已下载的应用，其中社交类 APP 竞争最为残酷，死亡率达 35%。由于国内移动应用的普及率已经较高，应用开发商和运营商有较强的出海需求。BAT 及其控股或参股的企业，已经占据超过 80% 的生态，并占据绝对的资本和流量的优势。《2015 年度 APP 总排行榜》前十名的应用全部被 BAT 三家垄断，其中腾讯 6 家，阿里 3 家，百度 1 家。在排行榜前二十名中，BAT 也以 17 个席位占据绝对优势。

图表10 《2015 年度 APP 总排行榜》前十

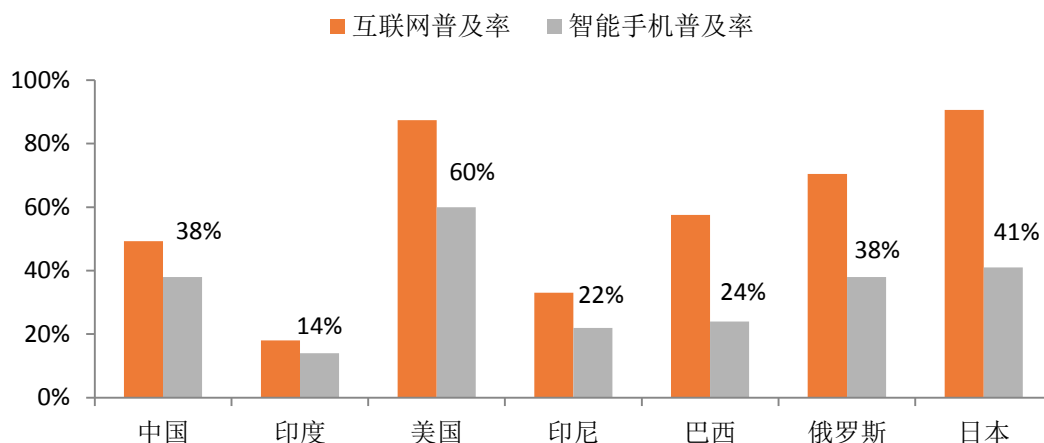
排名	图标	APP 名称	所属公司	2015 年月均活跃用户数 (亿)
1		微信	腾讯	5.45
2		QQ	腾讯	4.08
3		手机百度	百度	2.03
4		淘宝	阿里	1.53
5		搜狗输入法	腾讯	1.46

排名	图标	APP 名称	所属公司	2015 年月均活跃用户数 (亿)
6		QQ 浏览器	腾讯	1.36
7		UC 浏览器	阿里	1.16
8		腾讯视频	腾讯	1.08
9		优酷视频	阿里	1.06
10		腾讯新闻	腾讯	1.04

资料来源：百度百科，平安证券研究所

在经历多年高速增长后，我国手机网民的增速已经放缓。2015 年我国手机网民规模为 6.20 亿人，同比增长 11.32%。在世界七大人口大国之中，美国、日本、俄罗斯和中国的智能手机普及率较高，巴西、印度和印尼的普及率较低，印度智能手机的普及率仅为 14%。3G/4G 在各个国家不断普及，海外市场移动互联网环境日益改善，潜在用户规模快速增长，市场需求正呈现爆发增长之势移动数字营销在新兴国家市场具有广阔的市场。

图表11 全球人口大国中，印度、印尼和巴西的智能手机普及率较低



资料来源：中商情报网，平安证券研究所

海外媒体集中度低，更能凸显营销平台价值。当媒体越分散时，聚合的价值越大；当媒体越集中时，聚合的价值越小。因为媒体集中时，广告主完全可以去掉中间环节，与大媒体直接合作。国内媒体主要集中在百度、阿里巴巴、腾讯、360 等第三方渠道，而海外媒体比较分散，广告主面对大量分散媒体，交易成本较高，媒体聚合的需求更高，更能凸显广告平台的价值。

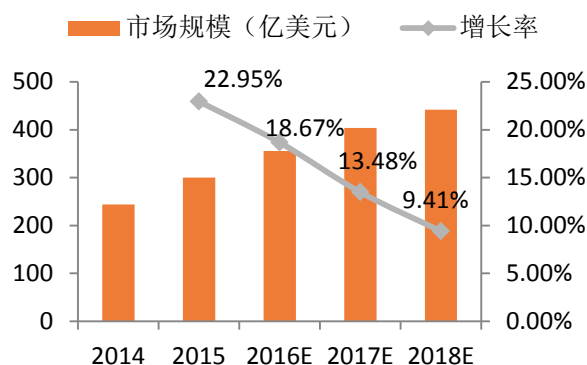
2.2、移动网游海外发行市场广阔

2.2.1、移动网游快速增长，海外市场巨大

随着智能设备和移动网络在世界各地的不断普及，全球移动游戏市场规模快速增长。2015 年全球移动游戏市场规模同比增长 23%，达到 300 亿美元，其中智能手机端收入为 206 亿美元，占比为 69%。预计到 2018 年，全球移动网游市场规模将达到 442 亿美元。2015 年全球移动游戏市场规模中，

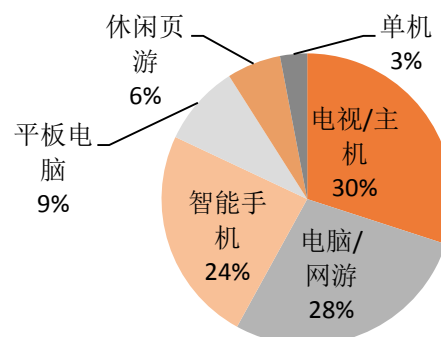
移动端占比为 33% (其中智能手机为 24%，平板电脑为 9%)，移动端的占比有望进一步加大，预计到 2019 年移动端占比将达到 45%。

图表12 全球移动游戏市场规模持续增长



资料来源: Newzoo, 平安证券研究所

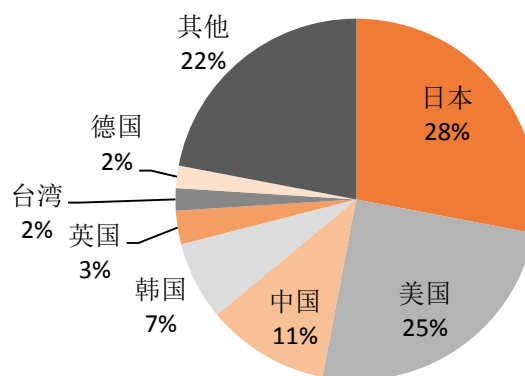
图表13 游戏市场中移动端占比较高



资料来源: Nexzoo, 平安证券研究所

海外手游市场广阔。据 R2Games 统计，2015 年日本手游市场规模达到 56.7 亿美元，全球占比为 28%，美国和日本两国占据了全球过半的市场。目前，中国占据了全球手游市场规模的 11%，海外市场的占比达到 89%，值得关注的是香港、台湾和东南亚量级相当可观，**占据了全球近 6% 的市场份额**。2015 年国家广电总局大幅度压缩游戏出版审批时限，并通过一系列扶持政策帮助产业提升核心竞争力，在国内人口红利减退后，游戏公司开始大举进军海外市场。

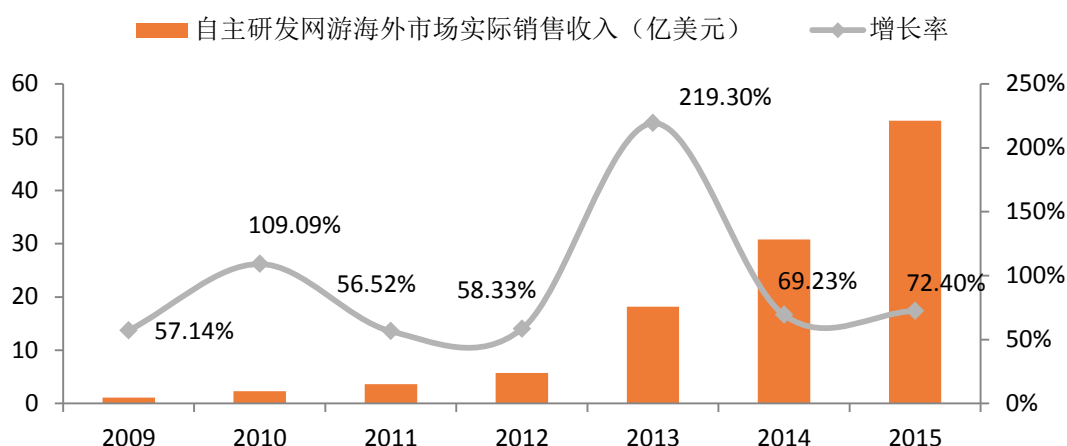
图表14 海外手游市场巨大



资料来源: R2Games, 平安证券研究所

国产网游出海成为趋势。由于国内市场竞争激烈，加上越来越多承载自主远传及中国文化内涵的作品获得美国、俄罗斯、德国、日本、东南亚等国家和地区用户的好评，高质量国产手游进行海外推广与扩张的需求也快速增加。2015 年中国自主研发网游游戏出口规模快速增长，以 72.40% 的增速实现了 53.1 亿元的收入。

图表15 2008-2015 年中国自主研发网游海外出口销售收入不断增长

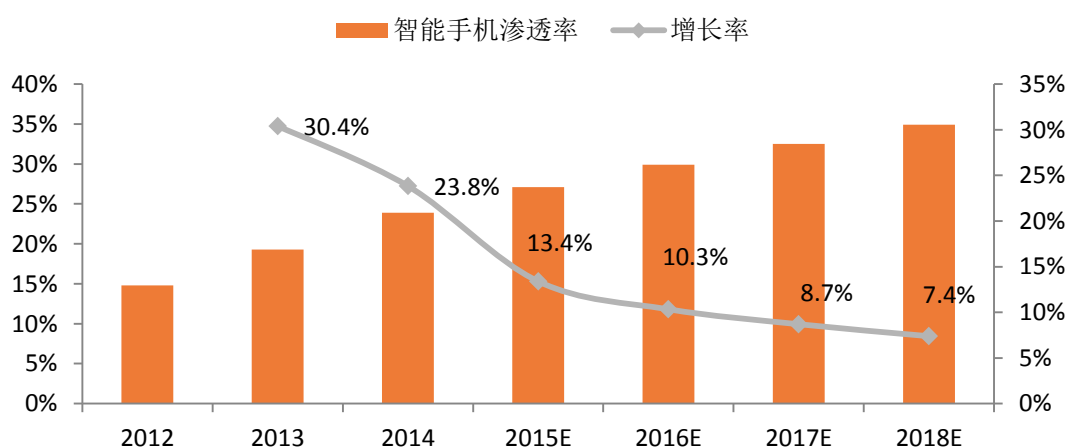


资料来源:《2015 年中国游戏产业报告》, 平安证券研究所

2.2.2、东南亚市场手游市场潜力巨大

东南亚地区人口总数超过 6 亿, 经济增长迅速, 东南亚中经济发展最好的地区包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国和越南六国。加上东南亚地区移动互联网覆盖率快速增长, 潜在互联网用户及智能手机用户增长潜力巨大。据 eMarketer 预计, 2018 年亚太地区智能手机渗透率将达到 34.9%。

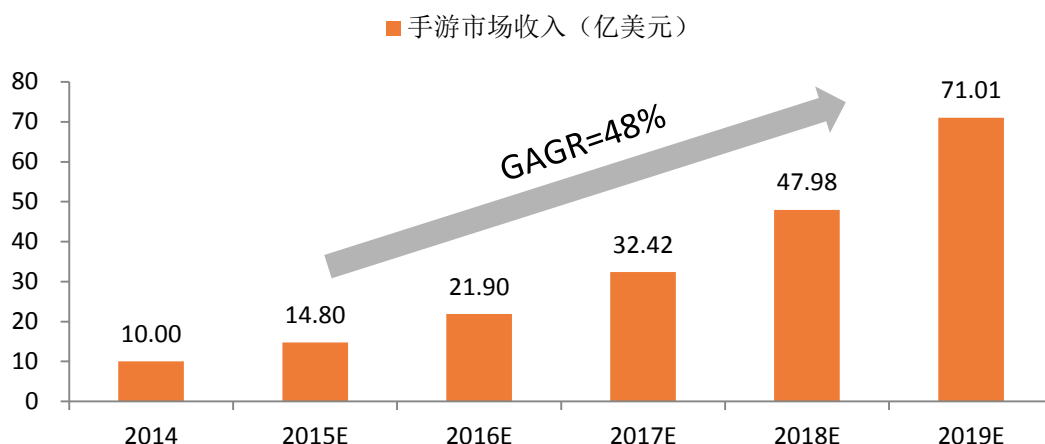
图表16 2012-2018 年亚太地区智能手机渗透率不断提升



资料来源: eMarketer, 平安证券研究所

东南亚手游市场门槛较低, 中国游戏具有天然优势。东南亚市场自行研发和推广的手游类型与数量为数不多, 广阔的地区手机游戏市场仍是一片蓝海。同时由于东南亚市场与中国市场文化相近、地域毗邻, 便于国内研发符合东南亚手游用户口味的多种类型手机游戏在东南亚市场进行推广和拓展, 占据东南亚手游市场的大部分收入。据 Frost&Sullivan 数据显示, 2014 年东南亚手游市场规模已经达到 10 亿美元, 并且预计在 2015-2019 年的年复合增长率为 48%, 预计 2019 年东南亚手游市场收入规模将超过 70 亿元。

图表17 2014-2019 年东南亚手游市场收入将保持快速增长



资料来源：Frost&Sullivan，平安证券研究所

三、 亚洲领先的移动广告平台

符合行业发展趋势，具备发展潜力。目前，全球范围内移动智能设备性能持续提升、移动互联网宽带网络不断普及，全球移动数字营销产业仍将保持快速发展。另一方面，经历多年快速增长后，我国手机网民规模的增长已经放缓，移动应用的普及率已经较高、大量优质应用在国内市场已经相对饱和，应用开发商和运营商的出海需求巨大。在这种背景下，公司以移动数字营销业务为核心建立竞争优势，以移动网游海外发行延伸业务范围，两者相互支撑协调发展，具备广阔的发展空间。

3.1、多渠道获取用户，实现流量变现

由于中国企业跟海外市场的割裂，对中国企业来说，最主要的困难表现在**获取用户**上。公司一方面通过面向全球的移动数字广告投放平台“Mobvista”“为广告主提供产品推广服务；另一方面，依托数据、技术优势和对海外移动媒体的深刻了解，研发了对接移动应用开发者的”智能广告管家“系统，向开发者提供广告流量变现优化服务。目前，公司拥有覆盖全球的移动数字营销平台和移动网游海外发行平台，已建立起**覆盖全球 240 多个国家和地区、每天超过 100 亿次展示量的移动流量体系，点击超过 3 亿**（整个百度搜索一天的点击量大约是 10 亿次），并拥有**涵盖超过 20 亿设备数据和超过 3000 个人群定向标签的用户数据库**。

图表18 公司具有丰富的资源



资料来源：公司官网，平安证券研究所

整合海外多层次优质对接媒体，汇聚最优流量。由于海外市场互联网媒体发展情况、集中度、技术水平等不尽相同。因此公司通过建立多层次的流量体系对接媒体，分别与联盟网络、应用内网络、社交网络与搜索引擎、视频渠道资源以及广告交易平台与供给方平台等进行合作。公司已成为 **Google AdWords** 的核心合作伙伴，并拥有 **Facebook** 的最高权限程序接口，是国内为数不多的与三大移动平台（Google AdWords，Twitter 和 Facebook）建立长期密切合作关系的数字营销企业。

图表19 公司拥有丰富、多层次且优质的对接媒体



资料来源：公司公开转让说明书，平安证券研究所

公司业务在东南亚地区开展较早，积累了充沛的高质流量，能更有针对性的帮助企业进行海外推广。

图表20 公司覆盖 10000+优质海外移动媒体，更好地实现流量变现

序号	渠道	媒体	详情
1	社交网络与搜索引擎	Facebook、Twitter、GoogleADwords 等	公司是 Facebook 数据 PMD 的合作伙伴，不仅可以拿到程序化广告的投放权限，还可以获得用户的数据；帮助广告主实现精准投放的同时，增加品牌曝光，从而提升免费自然用户获取比例

序号	渠道	媒体	详情
2	网盟网络	全球 10000+publisher	帮助应用、手机游戏及电商等各类广告主在全球范围内，以最短时间和最低成本高效获取目标用户，攻占目标市场
3	应用内网络		SDK 及 API 对接全球海量优质 APP，提供 Banner，插屏、全屏、原生等多样定制化的广告展现形式，实现更加精准的广告投放效果
4	视频网络	YouTube 等	整合全球优质的视频渠道资源，在众多知名的 Android/iOS 应用和手机游戏中，通过 15 秒 or 30 秒高清视频展示用户的 APP，确保带来高质量的非激励用户下载
5	程序化网络		对接全球个大优质广告交易平台和卖方平台，并通过基于数据的人群定向技术，实时竞价获得广告曝光机会，将广告投放到目标受众，大幅提升广告效率
6	激励性网络		整合全球激励性渠道，提供积分墙、视频等形式的激励流量，帮助广告主在最短时间到达 GooglePlay 以及 iOS 应用商店榜单位置，增加大量自然用户从而降低整体 CPA 成本

资料来源：公司官网，平安证券研究所

客户资源丰富，合理多层次的客户结构。公司客户主要分为三大类型：其一，是以百度、360、畅游等为代表的大型的国内移动互联网企业，该等企业在稳定国内市场份额的同时亦着力拓展海外市场；其二，随着我国移动互联网行业出海需求的持续提升，创业型、中小型且具有海外推广需求的广告主也日益增加，如七游、UC Mobile 等；其三，随着公司业务规模的拓展和渠道的集聚，公司业务的影响力辐射至海外有全球推广需求的互联网企业，如印度知名支付平台 PayTM。

图表21 公司部分合作广告主



资料来源：百度，平安证券研究所

收费方式：公司将广告投放于海外媒体后，投放效果的衡量方式以及计费方式由于推广应用类型不同有所差异。公司主要收费方式共有两种，分别为 CPA 和 CPI。

图表22 公司移动营销业务主要收费方式

收费方式	详情	应用类型
CPA	按照新增下载、安装或用户注册等收费	工具类、游戏类、桌面助手类、聊天类
CPI	按每一次安装收费	——

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2、海外经验丰富，技术实力强大

3.2.1、丰富的海外资源，迅速进行本地化

本地化营销。中国企业在出海时面临的最大的问题是**获取用户和支付**上的困难，不同国家的支付状况、网络情况、用户喜好、手游产业发展现状均不相同，需要进行相应的本地化，才能获取更多的用户。（1）**专业的翻译团队**，涉及到越南语、泰语、印尼语、英语、法语，能够保证在国家都能较好的本地化；（2）设立**全球办公室**，目前，公司已经在广州、香港、北京、新德里、新加坡、硅谷设立了办公室，可以更好的进行本地化的推广和运营；（3）公司构建了**较好的本地支付**，支持双币种及多种付款方式，按周支付。

公司建立了**强大且稳定的团队**，以保持技术和运营能力的持续领先，公司管理团队均来自 UC、阿里巴巴、百度、华为、高德等公司海外事业部门核心岗位，具有敏锐的行业嗅觉和专业度。公司主要创始人之一段威曾担任 UC 国际业务部副总监，帮助 UC 实现了在印度、越南和印尼等国家占据 25%以上的市场份额，积累了丰富的海外经验。目前公司团队规模近 320 人，其中 40% 为技术研发人员。

图表23 一站式全方位解决广告主海外推广需求



资料来源：公司官网，平安证券研究所

3.2.2、智能广告管家将带来精准化、低成本流量来源

智能广告管家**首先为开发者提供聚合 SDK 产品**，解决了不同平台推出的 SDK 工具繁多造成的开发者广告展示技术成本及时间成本激增的问题，更好地实现开发者与不同平台广告的低成本、高拟合的无缝对接，实现高效的流量变现。

在此基础上，利用公司强大的数据分析和挖掘技术，根据开发者需求选择并且推荐三个维度（时间、空间和内容）上最优化、最合适的广告，帮助开发者进行高效自动化并不断优化的广告推荐。随着智能广告管家在开发者端的不断渗透和普及，它将成为公司海外移动互联网广告平台重要流量来源之一，进一步提升公司数字营销的精准度和营销效率。

图表24 智能广告管家—M 系统



资料来源：公司官网，平安证券研究所

3.2.3、合理且完善的业务考察、风险控制体系

公司构建了完善的业务考察和风控体系，通过各种方式对业务进行监控和考察，如通过多维度的业务数据实时监控和报警系统保证业务的平稳运行。

图表25 完善的业务考察和风控体系

类别	详情
客户甄选	公司承接合同前，会对拟推广产品以及相关竞争产品进行分析，选择优质产品进行数字营销推广，保证客户及推广源的质量；
流量筛选	公司以展示量、转化率、客户群体属性、渠道类别等核心指标建立流量接入评估体系，并对核心渠道所在地区进行实地考察，调研当地的网络、设备、使用习惯等，针对客户不同地域推广需求配对最有效的流量媒体种类，保证展示媒体的优质；
技术研发控制	公司采用技术迭代设计方式，在产品设计和开发阶段嵌入多阶段迭代测试，在产品上线前进行内部多个技术团队审核，控制产品的质量。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2.4、深入数据挖掘，精准广告投放

在大数据处理方面，公司每日可存储超过 200G 的海量数据，确保能够在需要时随时访问；利用先进的云计算服务及自建平台，对海量数据进行筛选及聚合等预处理，供后续数据分析、挖掘及线上实时精准推广使用；使用业界先进的数据仓库及数据服务等，提供高效的数据统计分析解决方案。

精准投放方面，公司大数据体系主要分为离线数据管理分析、数据挖掘以及在线实时精准投放三部分。公司使用业界领先及流行的机器学习算法，离线对数据进行学习挖掘，线上构建预估模型。同时从海量数据中从多维度挖掘用户及流量特征构建用户档案，提升在线算法预估准确性。在大数据离线挖掘及构建用户档案的基础上，使用高效的机器学习算法对每次流量进行精准匹配，结合集成最终模型，对优质广告进行筛选及排序，保证用户体验的前提下，最大化广告主的流量变现效率。

图表26 强大的技术支持，提升转化效率

优势		详情
精准人群定向	全球丰富的人群定向库	20+亿设备数据，3000+人群定向标签，覆盖 80%以上展示流量
	海量大数据分析和模型计算	基于每天百亿级展现数据、3 亿+点击转化数据，使用最领先的大规模实时在线模型训练技术，保障转化效果
	高并发、高性能在线广告服务	承载每天百亿级流量请求，平均 50ms 以内的响应速度，99.999%的服务稳定性
全球化部署	智能链路选择	跳转服务器全球化部署，遍布五大洲近百个国家，超过 100 台服务器，为每次点击智能选择最为稳定高效的跳转链路，提升转化效率
	CDN 全球优化	通过全球 CDN 部署优化，进一步提升跳转效率
反作弊风控专家	海量大数据分析和作弊模式挖掘	基于每天百亿级展示数据、3 亿+点击转化数据，应用业界领先的作别模式挖掘算法，精准识别作弊流量和点击，充分保障广告主的利益
	多维度作别识别策略保护	已储备上百套作弊识别策略，同时每周更新作弊识别策略，通过多维度识别策略叠加，为整体转化漏斗的效果提升报价护航

资料来源：公司官网，平安证券研究所

反作弊系统提升广告投放效果。公司 2015 年上半年整体 CTR(Click Through Rate, 即广告点击率) 提升 15%，整体 CVR(Click Value Rate, 即广告转化率)提升 40%，eCPM(effective Cost Per Mile, 即千次广告展示可获得的广告收入) 提升 60%。

3.3、收购 NativeX、GameAnalytics，布局 “国际化产业链 ”

■ 收购 NativeX，巩固海外优质流量供给能力

面对日趋严峻的市场化竞争，公司将拓展海外市场作为战略重点。通过对海外成熟企业的品牌资产和运营团队的并购，促进原有业务的提升和品牌扩张，获取新的利润增长点，实现公司的快速发展。2016 年，公司以不超过 2500 万美元的对价收购全球移动原生广告平台 NativeX, LLC100%的成员权益。

图表27 收购 NativeX，深度拓展国际市场

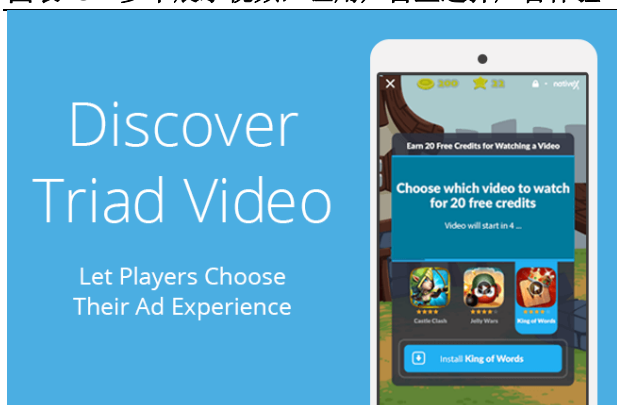


资料来源：公司官网，平安证券研究所

NativeX 是行业最早专注原生广告领域的平台，于 2000 年成立于美国，专注于为广告主在移动端提供创新的效果营销技术，帮助发行商以较高的 eCPM 实现流量变现。平台在 2015 年最新覆盖的独立设备数量超过 13 亿部，拥有功能全面的 SDK 与领先的数据处理和 UI 设计能力，配合能够有效播放高清视频广告的 **Lightning Play 技术**。NativeX CEO 兼联合创始人 Robert Weber 预计，2016 年全年营收将超过 5000 万美金。

目前，NativeX 已与包括 Yodo1、Square Enix、Fingersoft 和 Play With Games 等上千家移动开发者合作，帮助其获得较高效益的变现，并且为包括 Disney、King、Glu、IGG 和 Machine Zone 等上百家知名公司在内的广告主提供用户获取服务。曾被美国知名媒体 VentureBeat 评选为全球十佳提供用户获取和变现业务供应方广告平台(SSP)之一；在第三方移动广告数据监测平台 AppsFlyer 于 2016 年 2 月公布的全球广告平台排名中，NativeX 在其中一项游戏类影响力榜单排名中，分列 iOS 第 16 名和 Android 第 24 名（被检测广告平台超过 1200 家）。

图表28 多个展示视频，让用户自主选择广告体验



资料来源：NativeX 官网，平安证券研究所

图表29 NativeX 原生广告示例



资料来源：NativeX 官网，平安证券研究所

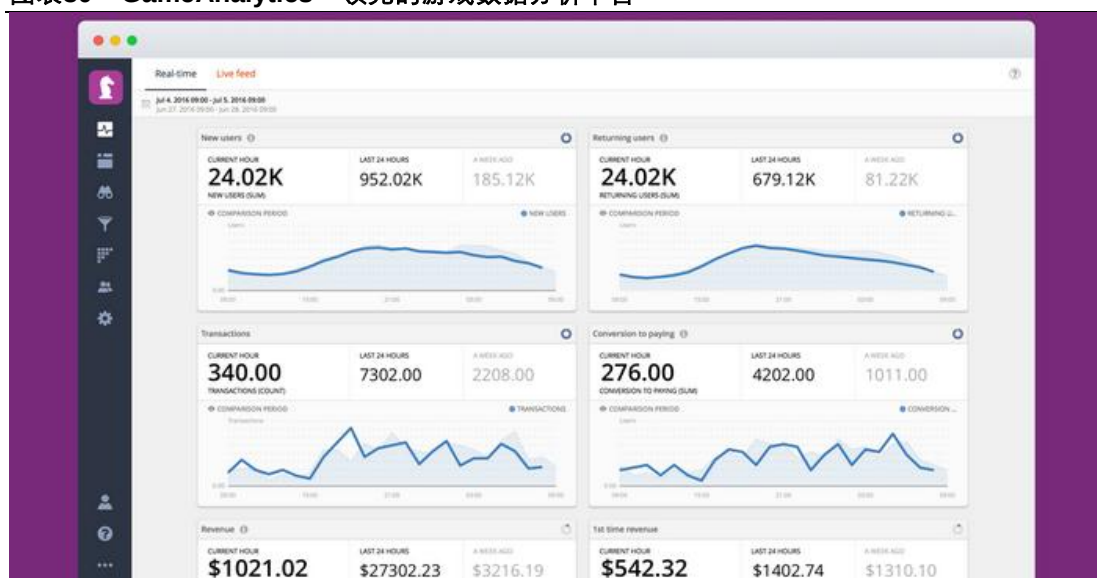
本次收购完成后，公司将通过横向整合公司遍布全球的广告主资源与 NativeX 的优质流量、产品技术及数据积累，加大原生广告产品的研发与迭代，优化包括视频广告在内的高收益广告展现形式，打造更高效的全方位解决方案。公司在海外尤其是欧美地区的优质流量供给能力将得到进一步提升，在海外流量覆盖方面的领先优势将得到巩固。

■ 收购 GameAnalytics，提高精准投放能力

为进一步拓展公司的海外市场，增强公司产品的国际影响力，公司拟通过下属子公司 MIT 向 GameAnalytics ApS 股东收购其 90.01% 的股权。GameAnalytics 主要业务是为游戏开发者提供免费、专业的玩家游戏内行为数据分析，作为游戏留存和流量变现的参考。

- GameAnalytics 是欧洲领先的移动游戏数据统计分析平台，成立于 2011 年，其网络中拥有超过 2.2 万款游戏，包括当下热门的“天天过马路”（Crossy Road）等，月活跃用户达 3.5 亿。目前，GameAnalytics 已与 Unity、Fabric(twitter)、Unreal、Marmalade、Corona、Xamarin 等几大游戏引擎和开发平台建立了合作关系，数据资源非常丰富。相比于欧美其他的数据统计平台，GameAnalytics 更专注于挖掘游戏统计的需求，能为开发者提供更具针对性的服务，拥有更丰富的数据深度和广度。平台可为游戏开发者提供用户获取、玩家热情及游戏进展、变现、游戏内经济和虚拟资源等常规指标，还能通过定制事件提供额外 20% 的个性化数据。

图表30 GameAnalytics—领先的游戏数据分析平台



资料来源：百度，平安证券研究所

此次收购将丰富公司的用户数据库，补充和完善现有的人群标签和受众画像，进而**优化程序化投放的精准度**，提升广告收入。下一步，GameAnalytics 将与 Mobvista 自主研发的原生+视频广告平台进行整合，从而为游戏开发者提供从统计分析到货币化的一站式问题解决方案。

3.4、Vstargame—从东南亚走向全球

公司立足于移动网游海外发行平台 Vstargame 和移动数字广告投放平台，为游戏内容提供商提供涵盖产品优化、宣传推广、运营策略、客服支持及收款的一站式服务，全面解决国内游戏内容提供商海外拓展所面临的核心问题。公司业务在东南亚地区开展较早，积累了充沛的高质流量，结合游戏进行立体式推广，以取得更好的发行效果。

图表31 Vstargame—公司移动网游发行平台



资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司发行游戏在东南亚取得较好反响。从 2014 年初开始到 2015 年，Vatargame 在东南亚手游市场取得了优异的成绩。公司旗下子品牌 Vstargame 已在东南亚成功发行了多款游戏，所发行的《秦美人》、《仙剑奇缘》、《三剑豪》均为越南 S 级网游，月流水超过 100 万美元。在新马泰发行的《疾风猎人》进入了 App Store 畅销榜第四名；《战龙之刃》位列新马泰 Google Play 和 iOS 畅销榜前 10；《幻想编年史》位居新马泰印菲双端畅销榜前十；泰国发行的《足球大师》首周登顶 Google Play 第一名和 App Store 免费榜第三名。2016 年，Vstargame 将重点发展韩国、欧美等海外区域，深挖东南亚市场。

图表32 公司发行的游戏市场表现良好

游戏图标	游戏名称	游戏类型	市场效果
	秦美人 (Ă iMỹ Nhân)	ARPG 武侠网页游戏	目前注册用户逾一百万；据全球应用数据平台 App Annie 榜单显示，秦美人在越南手游 iOS 市场日下载量曾多次位居前三。
	疾风猎人(Anime Arena)	战斗合体卡牌动作手机游戏	目前注册用户逾一百万；据全球应用数据平台 App Annie 榜单显示，疾风猎人在马来西亚 iOS 角色扮演游戏市场日下载量曾多次位居前十。
	三剑豪 (Tam Ki ĩ m H ò o)	以武侠为题材的即时类 RPG 手机网游	2015 年 4 月上线，注册用户至今已达 40 万，月流水稳定在 40 万美金左右。

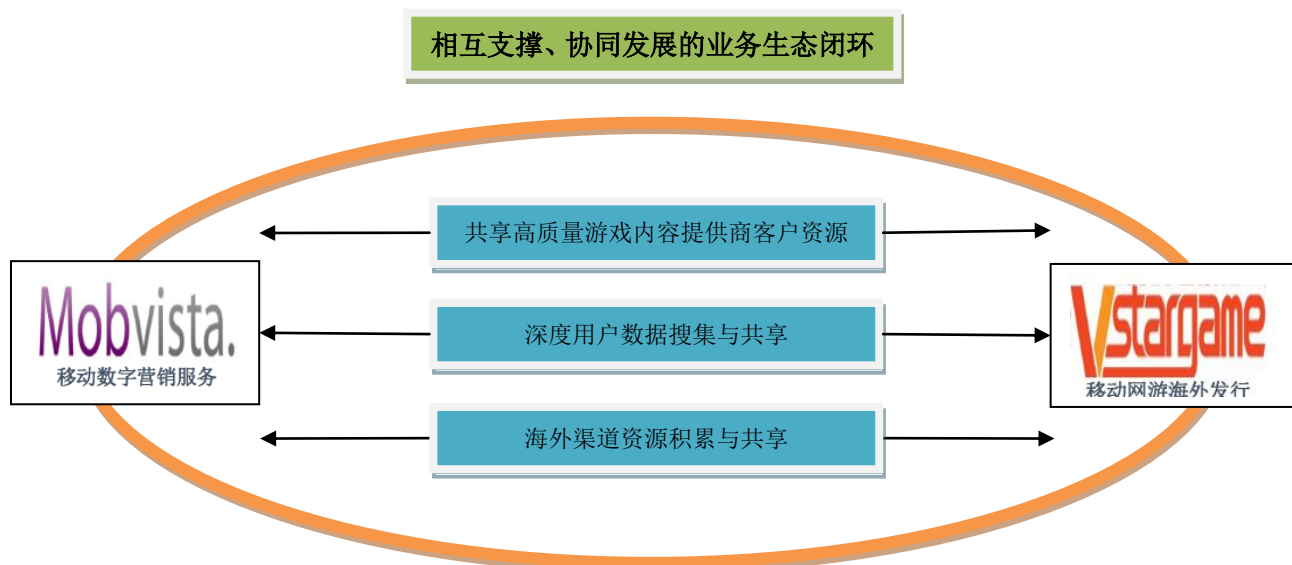
游戏图标	游戏名称	游戏类型	市场效果
	仙劍奇緣 (Tiên Kiếm Kỳ Duyên)	一款以小说《蜀山》为背景的玄幻修仙 ARPG 手游	据全球应用数据平台 App Annie 榜单显示，仙劍奇緣在越南手游 iOS 市场日下载量于 2015 年 3 月 25 日位居第一。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2016 年，公司在深耕东南亚市场的基础上，将全面进军全球发行市场，其中港澳台和欧美两大市场是 Vstargame 今年发行战略的两大阵地。

两大业务资源共享、协同发展。随着技术水平的提升、渠道体系的建立和优化，运营数据的积累和挖掘，公司海外数字营销业务将实现客户规模扩张和服务质量提升相互促进的良性循环。客户中不乏谋求海外拓展的游戏内容提供商，也将为移动网游海外发行业务提供客户基础；另一方面，移动网游海外发行作为更深度的一站式服务，Mobvista 可以获取丰富的用户行为、消费数据，在大幅优化游戏运营效果的同时将提升 Mobvista 数字营销服务的整体精度。两大业务之间多维度的资源共享和良性互动，将打造相互支持、协同发展的业务生态闭环。

图表33 公司两大业务相互支撑



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、 盈利预测

4.1、基本假设

1) 由于公司将进一步拓展海外市场，加上国内应用出海需求的不断增长，预计公司移动数字营销业务保持较为稳定的增速；移动游戏海外发行业务方面，假设收购标的 GameAnalytics 在 2016 年完成并表，将为游戏发行和广告投放带来积极协同效应；

2) 由于公司业务的不断扩展带来的规模效应,以及公司的在技术能力上的优势,我们预计公司未来销售毛利率将会有所提升。

4.2、盈利预测

根据基本假设,我们预计公司 2016-2018 年收入分别为 10.73 亿元、13.44 亿元和 16.48 亿元,同比增长率分别为 37.90%、25.32%和 22.64%。归母净利润分别为 0.50 亿元、0.86 亿元和 1.21 亿元,同比增长率分别为 3.25%、72.43%和 41.43%。

图表34 公司业务分类盈利预测(单位:百万元)

营业收入拆分	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
移动数字营销服务	0	0	716.23	966.91	1200.25	1464.31
YoY				35%	26%	22%
移动网游海外发行	0	0	61.46	92.19	129.06	167.78
YoY				50%	40%	30%
技术服务和代理	0.86	0.33	0.08	0.08	0.08	0.08
YoY		-61.63%	-74.40%	0%	0%	0%
游戏数据分析	0	0	12.15	13.37	14.70	16.17
YoY				10%	10%	10%
合计	0.86	0.33	777.77	1072.55	1344.10	1648.35
YoY		-61.63%	235589.24%	37.90%	25.32%	22.64%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

我们选取主营业务相似的新三板公司有米科技(834156)和 A 股的明家联合(300242)、麦达数字(002137)作为可比公司,我们看好公司的成长能力和国际化布局,首次覆盖给予“推荐”评级。

图表35 汇量科技可比估值表

公司代码	公司简称	股价(2016.8.5)	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2016PE	2017PE	2018PE
834156	有米科技	26.05	0.78	1.06	1.27	33	25	21
300242	明家联合	34.99	0.69	0.88	1.00	51	40	35
002137	麦达数字	14.60	0.28	0.23	0.23	52	63	63
	平均					45	43	40

注:可比公司 EPS 均取自 WIND 一致预测

资料来源: WIND, 平安证券研究所

4.3、风险评价

业务扩展的不确定性、应收账款占比较高、媒体渠道成本上升的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	533	937	1203	1216
现金	137	661	914	920
应收账款	386	264	273	276
其他应收款	3	2	4	4
预付账款	6	9	12	16
存货	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	37	34	32	32
长期投资	25	0	0	0
固定资产	2	2	2	2
无形资产	5	5	5	5
其他非流动资产	5	28	26	26
资产总计	569	972	1235	1248
流动负债	266	87	265	157
短期借款	35	0	0	0
应付账款	189	70	250	138
其他流动负债	43	17	15	19
非流动负债	30	30	30	30
长期借款	30	30	30	30
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	296	116	295	187
少数股东权益	0	0	0	0
股本	80	93	93	93
资本公积	136	655	655	655
留存收益	48	107	192	313
归属母公司股东权益	273	855	941	1062
负债和股东权益	569	972	1235	1248

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-65	52	243	-7
净利润	48	50	86	121
折旧摊销	2	2	2	0
财务费用	1	-4	-10	-12
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-457	233	-191	101
其他经营现金流	342	-229	357	-216
投资活动现金流	-31	0	0	0
资本支出	-8	0	0	0
长期投资	-25	0	0	0
其他投资现金流	2	0	0	0
筹资活动现金流	153	501	10	12
短期借款	35	-35	0	0
长期借款	30	0	0	0
普通股增加	79	13	0	0
资本公积增加	136	519	0	0
其他筹资现金流	-127	4	10	12
现金净增加额	67	553	253	6

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	778	1073	1344	1648
营业成本	680	933	1156	1401
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	8	11	14	17
管理费用	56	80	97	119
财务费用	1	-2	-8	-10
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	30	50	86	121
营业外收入	30	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	61	50	86	121
所得税	12	0	0	0
净利润	48	50	86	121
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	48	50	86	121
EBITDA	62	48	77	109
EPS (元)	0.52	0.53	0.92	1.30

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	235517.0	37.9	25.3	22.6
营业利润(%)	132946.2	64.3	72.4	41.4
归属于母公司净利润(%)	254607.5	3.3	72.4	41.4
获利能力				
毛利率(%)	12.5	13.0	14.0	15.0
净利率(%)	6.2	4.6	6.4	7.3
ROE(%)	17.6	5.8	9.1	11.4
ROIC(%)	2024.7	21.6	35.9	241.4
偿债能力				
资产负债率(%)	49.3	12.0	23.8	14.9
净负债比率(%)	23.6	3.5	3.2	2.8
流动比率	2.13	10.82	4.54	7.75
速动比率	2.13	10.82	4.54	7.75
营运能力				
总资产周转率	1.44	1.10	1.09	1.32
应收账款周转率	2.0	4.1	4.9	6.0
应付账款周转率	6.8	6.5	6.6	6.6
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.53	0.92	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.68	0.56	2.60	-0.07
每股净资产(最新摊薄)	2.93	9.18	10.10	11.40
估值比率				
P/E	119.6	115.8	67.2	47.5
P/B	21.0	6.7	6.1	5.4
EV/EBITDA	78.4	105.7	62.7	44.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033