

强烈推荐

核心平台为产业创造高价值 安卓市场重量级玩家

万咖壹联 (1762.HK)

2019-03-22 星期五

目标价: HK\$ 6.80
现价: HK\$ 5.13
预计升幅: 28%

股本数据

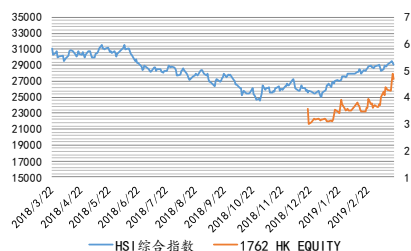
总股本(亿股): 12.73
港股市值(亿港元): 62.26
52周高/低 (HK\$): 5.02/2.85

所属行业: TMT

主要股东

Wanka Media 37.31%
Goodluckshome Inc. 9.44 %
KIP Overseas 7.80 %
Richland Cayman 2.69 %

52周行情图 (Vs 恒生中国指数)



国元国际研究部

姓名: 李承儒

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点:

利用平台及品牌优势，为产业上下游创造高价值:

公司利用自身核心技术平台 DAPG 让公司的行业客户精准匹配目标用户群及高效地分发如广告、游戏及视频等内容，另外通过硬核联盟体系与智能手机制造商深度绑定，将推送内容通过手机应用商城精准分发到数量庞大的匹配用户群体上。公司分发的内容产品拥有比其他分发平台更高的付费行为，提升了广告主及开发者收入水平，同时也开拓了手机制造商售后收入的市场空间。公司助力产业链升级，自身也不断成长，解决了安卓移动市场高度分散化所带来的货币化难题，提升了制造商在流量市场的话语权。

未来收入仍将保持高速增长:

公司 2016 年来收入保持高速增长，主要是由于公司核心技术能够帮助客户解决发展过程中的痛点。未来移动互联网巨大用户流量仍然蕴含巨大商机。预计未来移动广告市场，复合年增长率为 32.6%，其中安卓设备移动广告的市场规模复合年增长率为 36.8%。目前公司服务的产品数约 2500 多，占市场份额约 0.31%，随着硬核联盟在行业中话语权不断提升，公司必将能够吸引更多的潜在客户，根据公司产品规划，未来每年都将增加 20% 的销售人员来满足市场开拓及客户维护需求，我们预计 2019 年收入将能达到 33 亿元以上，同时实现净利润 2.3 亿元。

未来将成长为中国安卓市场核心分发平台，首次覆盖评级推荐:

根据公司核心优势及与上下游紧密的战略合作关系，我们预计该公司在未来将能成长为安卓市场核心分发平台之一，收入及净利润均有突破式增长，净利润率也能随着业务规模扩大产生杠杆效应，首次覆盖给予目标价 6.8 港元，对应 2019 年 44 倍 PE，2.8 倍 PS 估值，有 32% 上升空间，评级**强烈推荐**。

关键财务指标预测

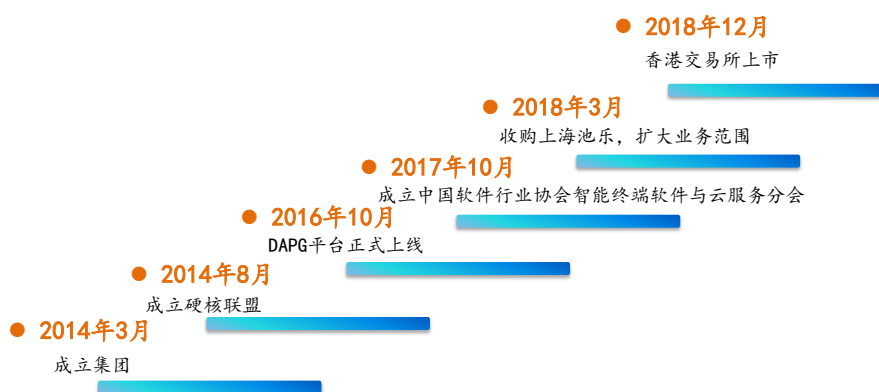
截至12月31日财政年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总营收 (百万元)	40.6	485.6	1,404.3	2,777.1	3,977.8
变动	165.1%	1097.6%	189.2%	97.8%	43.2%
净利润 (百万元)	(98.1)	(145.1)	(880.7)	167.1	266.2
变动	N/A	N/A	N/A	扭亏	59.29%
EBIT (百万元)	(56.3)	12.9	65.5	196.6	313.2
经营利润率	-138.75%	2.65%	4.67%	7.08%	7.87%
每股盈利 (元)	(0.08)	(0.11)	(0.69)	0.13	0.21
基于股价的市盈率 (倍)	N/A	N/A	N/A	33.3	20.9

资料来源: 公司年报、国元证券 (香港) 预测

中国安卓市场领先分发平台

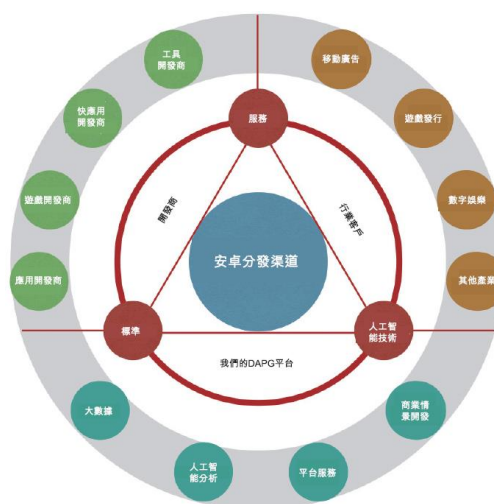
公司为一家经营安卓移动互联网分发市场的平台公司，通过公司自有的平台，将软件开发者及广告主企业与智能手机用户进行连接。目前公司主要业务包括移动广告、在线视频分发及游戏联运服务，即为客户提供安卓内容的分发服务。公司一方面通过硬核联盟与中国智能手机制造商建立了深度的合作关系，为手机制造商客户提供定制化的软件解决方案；另一方面通过自有的DAPG平台为软件开发者及广告主客户解决安卓市场分散化的问题，提供高效分发渠道和标准化开发系统。公司通过与手机制造商、软件开发者、广告主、手机用户之间深度绑定形成了一个可持续发展的生态闭环。

图表 1：公司发展历程



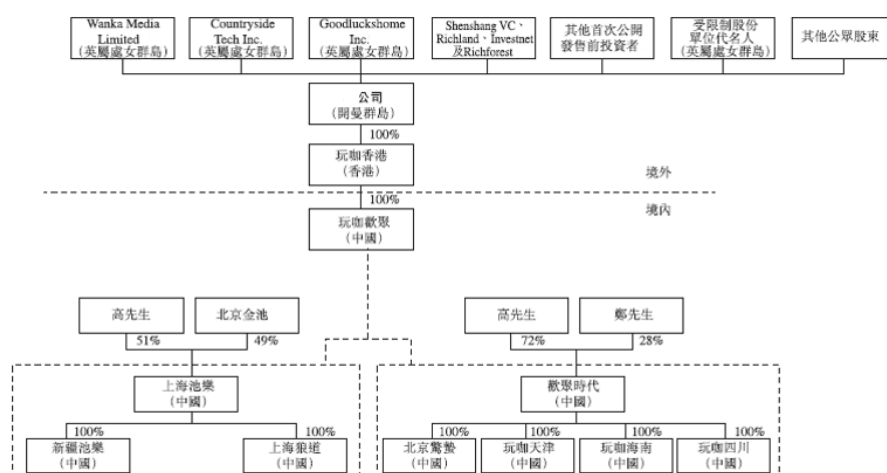
来源：公司资料、国元国际

图表 2：公司自有的玩咖生态系统



来源：公司资料、国元国际

图表 3：公司架构



来源：公司资料、国元国际

管理层团队

高弟男先生，创办人、执行董事及董事会主席，负责集团业务、战略及企业发展的整体管理，于科技行业拥有14年经验。创办万咖壹联之前，于2008年至2014年担任百度（BIDU.US）附属公司百度在线网络技术（北京）有限公司移动业务部业务总监，专门从事与互联网有关的服务和产品以及人工智能。

牛充先生，公司的副技术总裁，于2014年加入集团。主要负责提供计算机科学方面的指引。牛先生于计算机科学应用方面拥有五年经验。加入集团之前，担任百度在线网络技术（北京）有限公司高级工程师，负责云计算平台的研究。

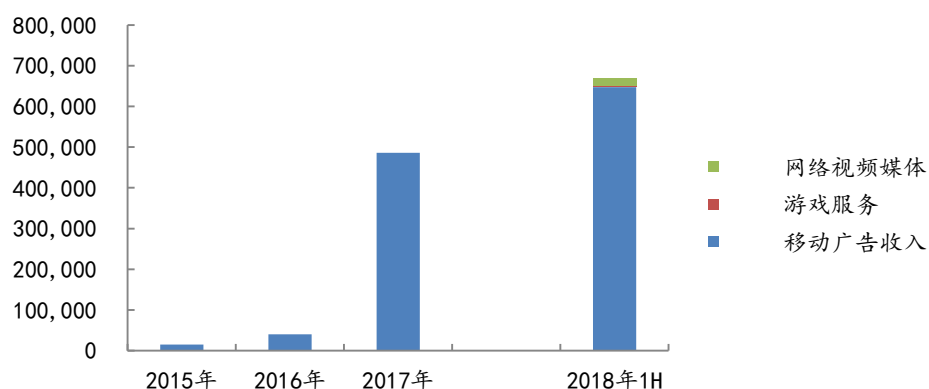
武旻先生，首席战略官，于2014年加入集团。主要负责集团的战略发展，在科技行业拥有近17年经验。加入集团之前，武先生于2011年至2013年担任搜狐新时代网路资讯技术有限公司产品运营总监。于2010年至2011年，担任北京神州泰岳（300002.SZ）附属公司北京新媒传信科技有限公司的商业产品部总经理。于2006年至2010年，担任北京宽连十方数字技术有限公司的产品经理及副总经理。于2001年至2006年，担任搜狐新时代网路资讯技术有限公司工程师及生产经理。

公司业务简介

公司收入主要来自于移动广告服务

公司通过自有的DAPG平台，向客户提供内容分发服务。DAPG平台可以是一个集合数据挖掘、数据分析及场景分析等技术的大数据平台，可精确有效地定位安卓智能手机用户进行用户画像，分析用户需求，然后通过智能手机内置移动应用分发程序及用户界面发布广告客户需要推广的内容。

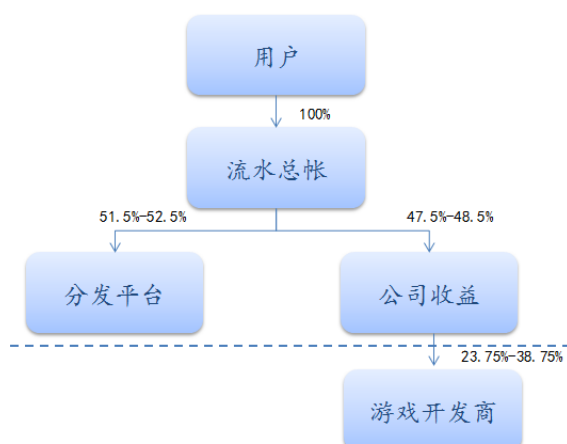
图表 4：2015 年至 2018 年中期公司收入结构（千元）



来源：公司财报、国元国际

公司收入约1%来自移动游戏联运带来的收入，具体模式主要是公司与硬核联盟成员提供的分发平台合作来发行游戏开发商授权的应用程序。公司享有产品所得总流水的50%，并与硬核联盟成员分摊占总流水账3%至5%的佣金费用。

图表5：移动程序发行业务分成模式



来源：公司资料、国元国际

公司与移动游戏开发商深度合作，开始试着利用自身品牌及平台来联合运营游戏，截至2018年中期公司一共联运五个移动游戏，实现收入430万元。

图表6：公司目前联运的游戏

名稱	安卓操作平台	類型	首次推出時間
傳奇來了	移動	角色扮演遊戲	二零一八年一月
大聖外傳	移動	紙牌遊戲	二零一八年一月
神遊記	移動	角色扮演遊戲	二零一八年五月
時光幻境	移動	角色扮演遊戲	二零一八年五月
加勒比海戰姬	移動	模擬遊戲	二零一八年六月

来源：公司资料、国元国际

另外公司绝大部分左右收入来自移动应用推广分发收入，这类型的服务一般通过CPM、CPC、CPA、CPS 及CPD的方式收取服务费，另外万咖的DAPG平台将运行实时投标流程，来分发投标获胜者的APP。

图表 7：移动应用广告业务展示



来源：公司资料、国元国际

公司约3%左右收入来自于视频产品分发，收入模式基本与游戏发行业务相似。主要是推广视频类APP产品，当用户决定付费观看视频时，公司即可获得分成，分成比例视频平台获得总流水约30%收入，公司获得剩余70%，但是需要与视频内容提供者进行分成，比例约40%。

核心竞争力：DAPG 平台及硬核联盟

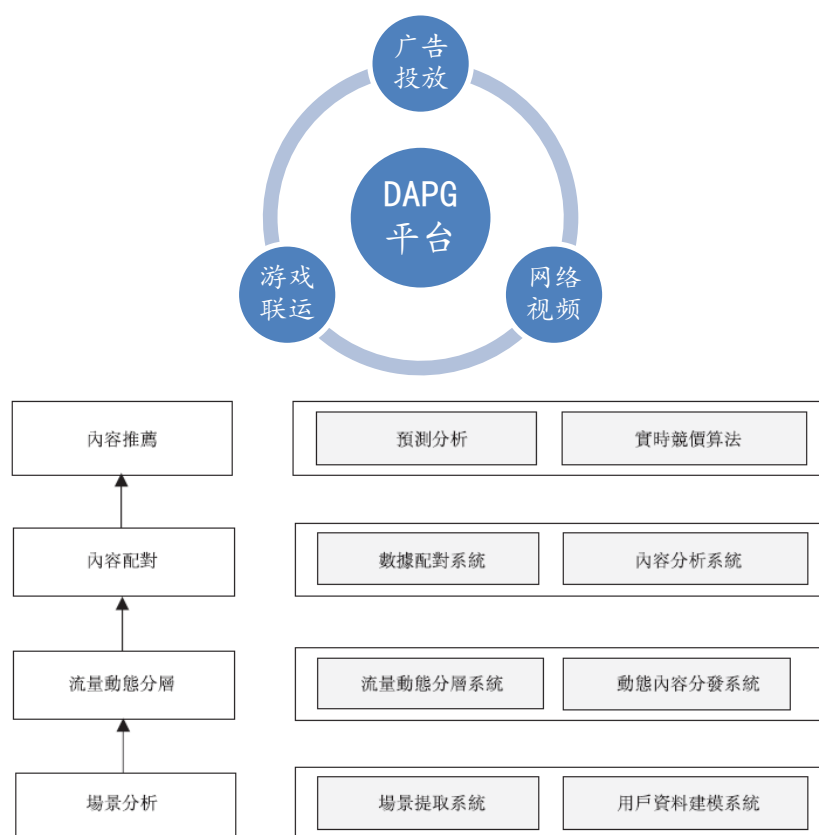
DAPG 平台是公司生态体系的核心基础，由一系列尖端技术包括大数据、人工智能算法及商业场景开发的多个互相关连的技术平台组成，目前该平台用户及开发者正经历爆发式增长。通俗来说，该平台是一种以算法为基础的平台，可以让公司的行业客户有效及高效地分发如广告、游戏

及视频等内容。DAPG 平台的优势在于能够对内容及智能手机用户进行分析，并利用数据分析技术进行内容与用户之间的匹配，然后将需要分发的内容与智能手机制造商对接，通过智能手机制造商自带的应用商城精准分发到匹配的用户上，因此公司客户需要分发及发行的内容产品拥有比其他平台更高的付费行为。

平台对三类用户提供服务：

- 广告主：为各行业广告主客户提供安卓发行服务，包括移动广告、游戏、数字娱乐、互联网金融保险等，主要提供线上广告、网络视频产品分发服务和游戏联运服务。
- 开发者：为移动应用开发者提供不同分发平台所要求的最新技术、设计和内容标准，使用互动广告帮助提升用户参与度，提供快速便捷的软件版权申请服务。
- 手机厂商服务：向智能手机厂商提供技术支持，提高变现潜力，包括建立和开发应用商店和游戏中心的移动技术平台，提供与浏览器和搜索引擎相关的其他技术支持。

图表 8：DAPG 平台商业化场景



来源：公司资料、国元国际

图表 9：平台的合作分发伙伴

应用商店



信息流媒体



超级 APP



来源：公司资料、国元国际

硬核联盟于 2014 年 8 月成立，由万咖壹联负责运营及管理，联盟成员由国内主要智能手机制造商，包括 OPPO、vivo、酷派、金立、联想、华为、魅族共同组成。联盟的战略方向是一方面帮助手机制造商建设垂直生态系统（包括分发、运营、制定标准），另一方面为移动应用开发者提供扶持、引导、分发等服务。联盟每年都会定期举办硬核大会，为中国安卓智能手机互联网发展，游戏以及应用 APP、移动广告的状况进行分析研究，同时也为广大的厂商和客户搭建桥梁，促进沟通，对安卓移动互联网行业进行指导和规划等。

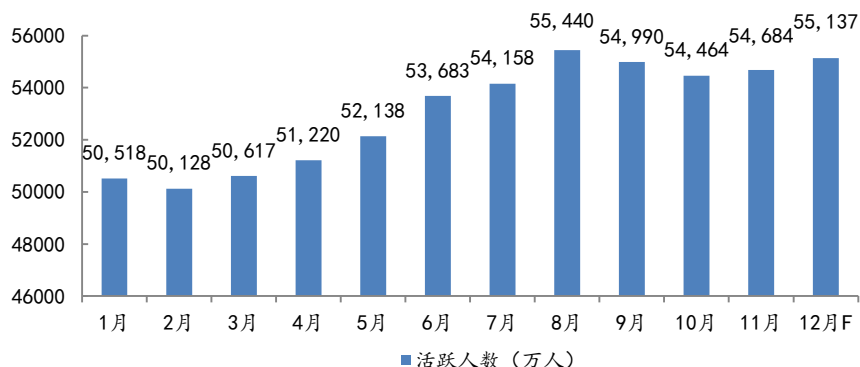
图表 10：硬核联盟及其成员



来源：公司资料、国元国际

在大会上主办单位以大数据为依托，面向中国移动游戏领域评选出一批优秀的产品、企业及代表人物并颁发“黑石奖”。目前“黑石奖”在业界影响力逐年提升，从而聚集了行业里最优秀的 CP、运营商、媒体代表、游戏玩家，而公司与之建立深度的战略联系，加强了公司对行业未来发展方向的预判能力。

图表 11：硬核联盟应用商店月活跃人数



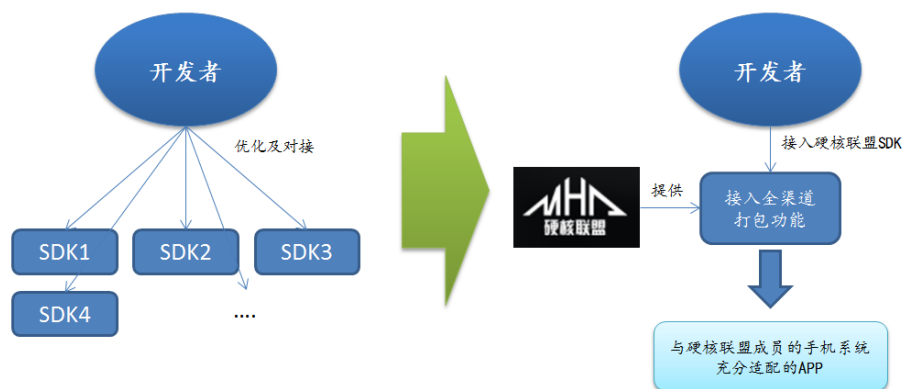
来源：公司资料、国元国际

由于移动互联网新形势下的安卓 APP 分发体系十分复杂，除了 91 手机助手、百度手机助手、360 手机助手等应用软件商店，更有智能桌面、安全软件和浏览器等 APP 分发渠道，而智能手机制造商在应用分发布局落后。经过时间变迁，目前安卓分发渠道基本被互联网巨头所垄断（应用宝、百度助手、360 助手），但是分散化问题仍然存在。

安卓市场分散化归根结底是由于安卓系统的开源性导致不同的智能手机制造商定制了独特的操作系统，软件面对不同操作平台时兼容性问题十分严重。硬核联盟诞生之前，开发者不得不面对国内复杂的安卓生态，经常面临接入十几个 SDK 的困境，需要消耗大量的人力及时间成本来对产品进行优化。

因此中国移动互联网产业亟需智能手机厂商联合起来解决生态分散问题，公司试着引领行业向进行整合，促成手机硬件厂商之间合作，提升手机硬件厂商对于 APP 分发渠道的影响力，同时节省开发者的开发成本。

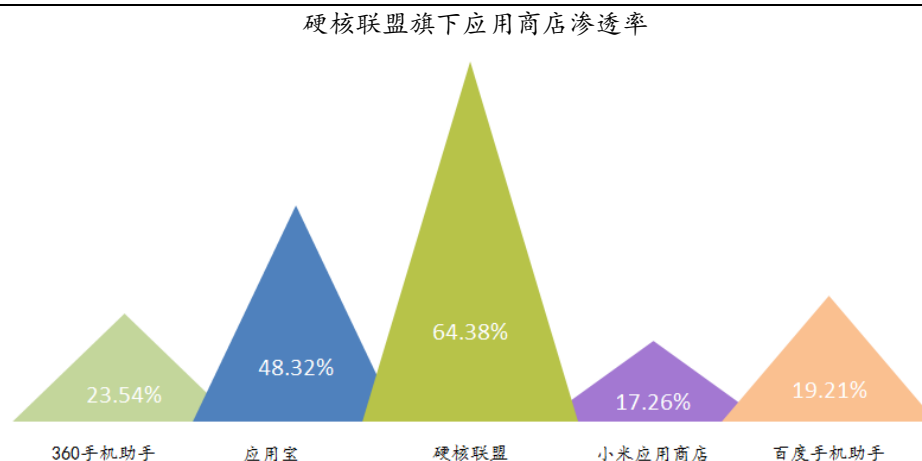
图表 12：硬核联盟对安卓分发市场的改变



来源：公司资料、国元国际

硬核联盟为硬件制造商寻求到一条新的盈利增长路径，目前各大智能手机制造商面临利润率降低、行业天花板临近以及竞争加剧的外部环境，因此需要在硬件之外找寻新的利润增长点，而挖掘手机售后用户价值成为当前中国智能手机制造商首要及可行的目标。由万咖主导的硬核联盟不但解决了中国安卓生态系统分散化的问题，同时为安卓移动应用程序及手机游戏开发者提供标准化的营销渠道，降低了开发成本，而手机制造商在分发领域的话语权得到提升，开始分享巨大存量用户背后的蛋糕。

图表 13：硬核联盟目前在安卓分发渠道中有明显优势



来源：公司资料、国元国际

移动互联网广告行业保持快速增长

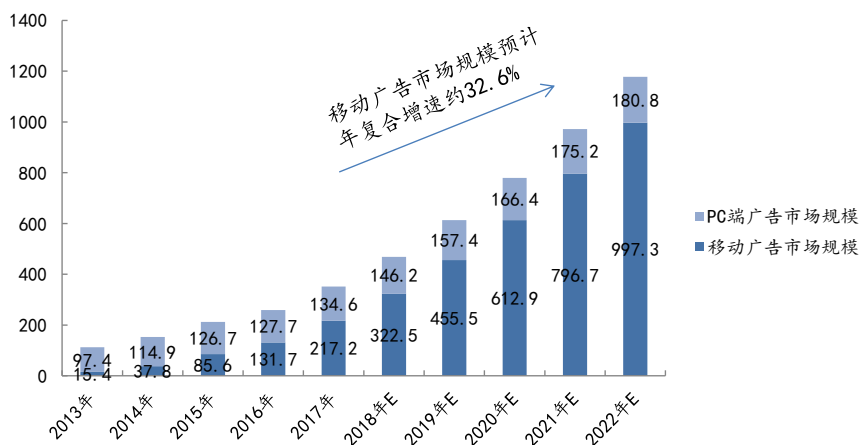
随着移动互联网的普及率增加，目前移动设备已经成为人们生活必不可少的工具，而其中所产的巨大用户流量也为行业淘金者带来巨大商机。中国的在线广告市场按广告开支计算由 2013 年约 1128 亿元增加至 2017 年的 3518 亿元，复合年增长率为 32.9%。根据弗若斯特沙利文的资料，受技术创新及多元化商业模式带动，中国在线广告市场到 2022 年预计将达约 1.1 万亿元，复合年增长率 25.9%，远高于线下广告市场 2.8% 的增速。

而中国在线广告市场增长主要受移动广告所驱动，市场规模由 2013 年的 154 亿元提升至 2017 年的 2172 亿元，复合年增长率为 93.7%。根据相关报告显示，移动广告的市场规模到 2022 年预计将达至 9973 亿元，复合年增长率为 32.6%。其中安卓设备移动广告的市场规模由 2013 年的 70 亿元增至 2017 年的 1017 亿元，复合年增长率为 95.4%，预计 2022 年将达 5495 亿元，复合年增长率为 36.8%。

2017 年移动广告三个主要形式中，应用商店广告占智能手机售后广告市场的 46.7%，市场规模约 302 亿元，预计到 2022 年市市场规模达到 1903 亿元，年复合增长率约 44.5%。应用内嵌广告所占市场份额为 48.0%，市场规模为 310 亿元，预计到 2022 年市场规模将达到人民币 1397 亿元，

年复合增长率约 35.1%。

图表14：移动广告市场规模保持较快增速（十亿）

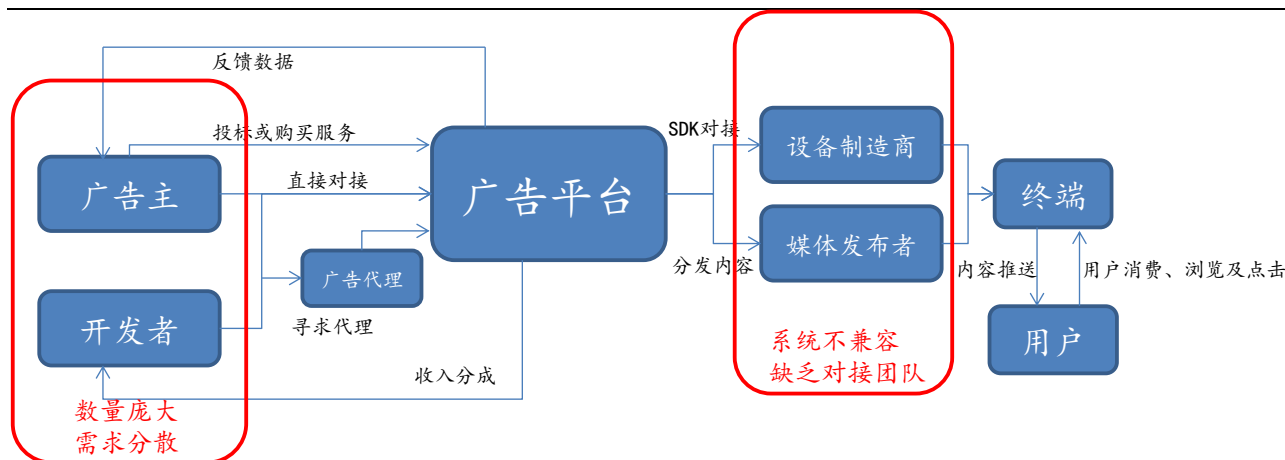


来源：弗若斯特沙利文报告、国元国际

由于移动广告市场规模庞大，且参与者众多，特别是安卓市场的开源性导致广告市场较为混乱，中国智能手机制造商要获取用户流量价值的话需要庞大的销售及对接团队来进行资源整合，因此中国智能手机制造商在很大程度上需要第三方移动广告服务提供商的帮助来实现用户流量变现。2017 年智能手机制造商通过第三方移动广告服务提供商产生售后广告收益约 576 亿元，占同年售后广告收益总额 89.2%，预计到 2022 年将达到 2855 亿元。

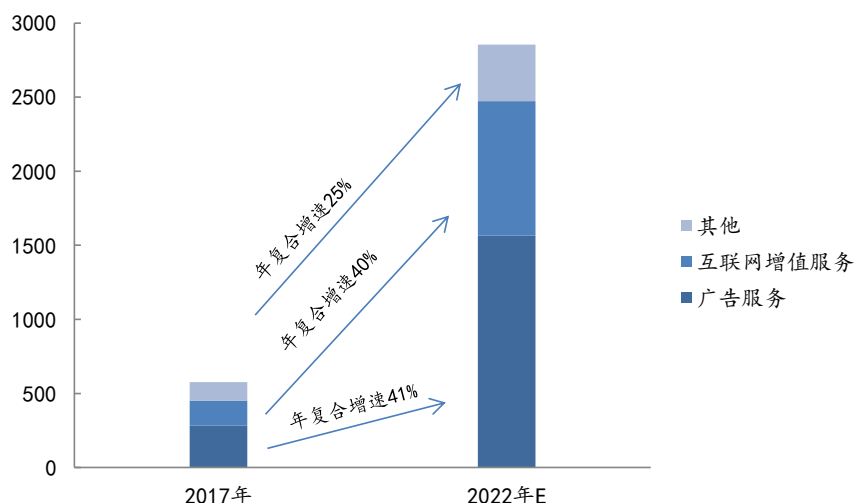
但是中国智能手机制造商售后第三方广告市场高度分散且竞争激烈，五大第三方广告服务提供商占智能手机制造商售后第三方广告市场总额约 2.09%。万咖一联目前市场份额占比约 0.31%，市场排名第三。

图表 15：移动广告市场价值链



来源：国元国际

图表16：我国智能手机售后市场规模演变



来源：弗若斯特沙利文报告、国元国际

海外数据分析服务供应商 The Trade Desk

The Trade Desk (简称TTD) 是一家于2009年成立的互联网数据分析技术公司，主要为广告主提供自助服务平台来获取收入，使得客户可以使用自己的团队来购买和管理数据驱动的数字广告活动。该平台允许客户跨多种广告形式，包括视频和社交集成管理广告活动，并支持电脑、移动设备和电视等多种设备的数据分析。

图表17：TTD 数据分析平台展示

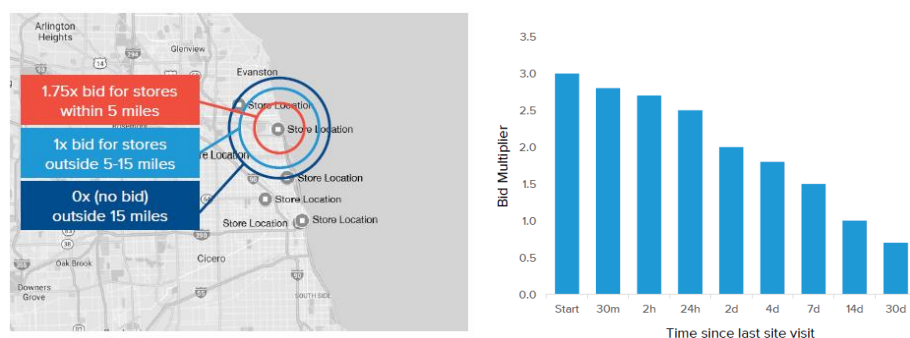


来源：公司资料、国元国际

TTD 的核心技术为可扩展架构、预测模型、性能优化及实时分析模型。基于投标因子的架构优于其他买方系统使用的基于项目的架构。该系统允许用户定义与这些因素相关的理想因子和价值。基于这些因素，平台可以实时计算展示次数的价值，并仅针对最佳展示次数进行出价。

TTD 主要依赖于代理商提供服务的广告商，其优势源于程序化广告降低广告活动的规划和执行成本，同时增强数据用于定位与替代购买媒体的方式，截至2018年12月31日，TTD 共有大约742个客户。

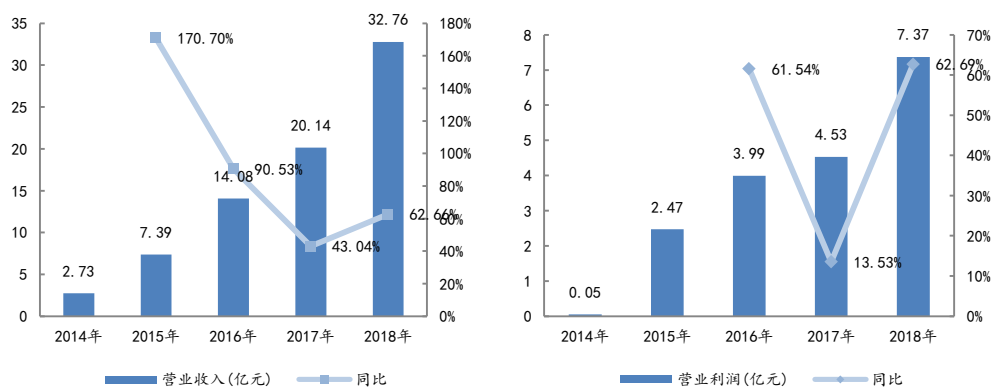
图表 18：使用 TTD 公司数据分析的酒店预定软件能有效帮助用户降低费用



来源：公司资料、国元国际

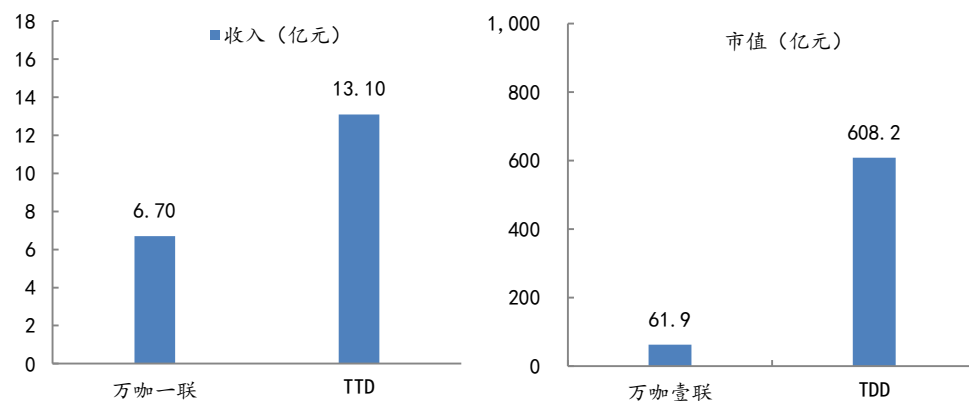
我们认为万咖与 The Trade Desk 有极其相似的特征，即能够获取有效且关键的用户数据并进行分析，最终促进行业发展同时收获利润。

图表 19：TTD 公司收入及利润均保持高增速



来源：公司资料、国元国际

图表 20：2018 年 1H TTD 公司与万咖收入及市值对比



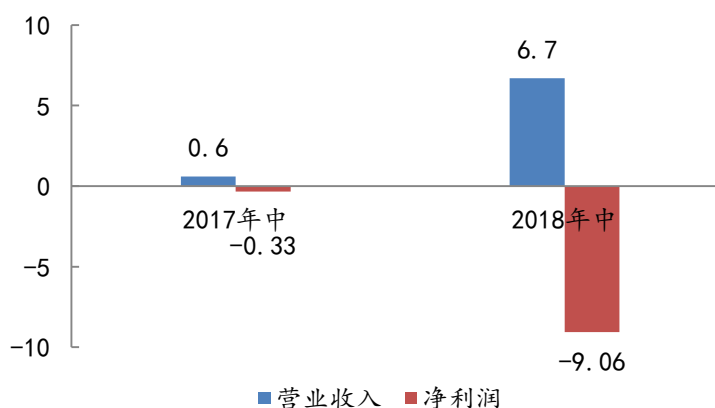
来源：公司资料、国元国际

财务分析

2018 年中期公司收入 6.7 亿港元增长 1114.87%，净利润亏损 9.06 亿港元，其中来自移动广告收入占比最大，为 6.5 亿港元，占营业总收入的 96.7%。同比收入增长 1073.4%。公司的战略部署 DAPG 平台取得成果，推广内容与用户匹配度高，用户消费意愿不断提升，公司客户反馈效果良好并持续在公司平台投放需求，使得公司收入及经营利润大幅增长。

2018 年中报显示，总资产 9.27 亿港元。流动资产 6.7 亿港元，流动负债 5.76 亿港元，负债总计 17.04 亿港元。

图表21：公司收入及利润（亿港元）

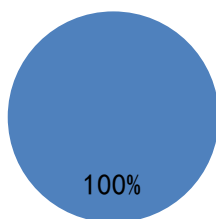


来源：公司资料、国元国际

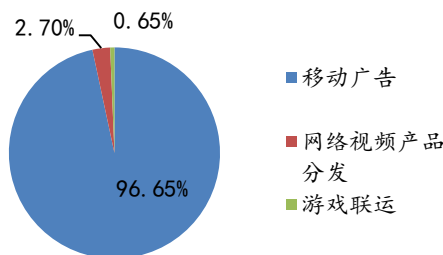
从收入结构来看，移动广告占公司收入比重最大，达到96.7%。该业务收入同比去年增长1073.4%，主要是由于公司2018年中协助进行宣传的移动应用程序及移动游戏的数量大幅增加。公司于2018年开始网络视频产品分发及游戏联运业务。

图表22：公司收入结构变化

2017年中公司收入结构



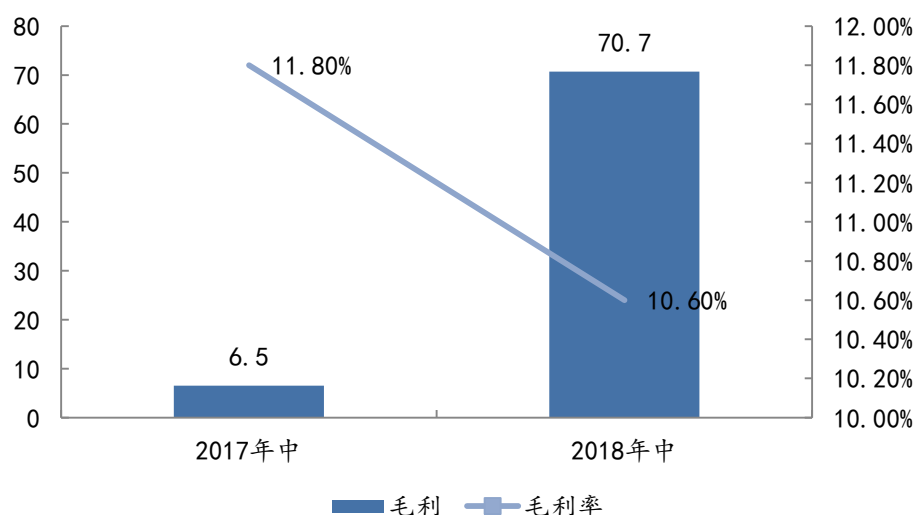
2018年中公司收入结构



来源：公司资料、国元国际

2018年中公司经营业务毛利润7千万港元，毛利率10.6%，同比下降1.2个百分点，毛利率同比下降的主要原因为2018年上半年收购上海池乐引致的无形资产摊销及有关股票发型的其它开支，预计未来毛利率将会稳定在11%至12%左右。

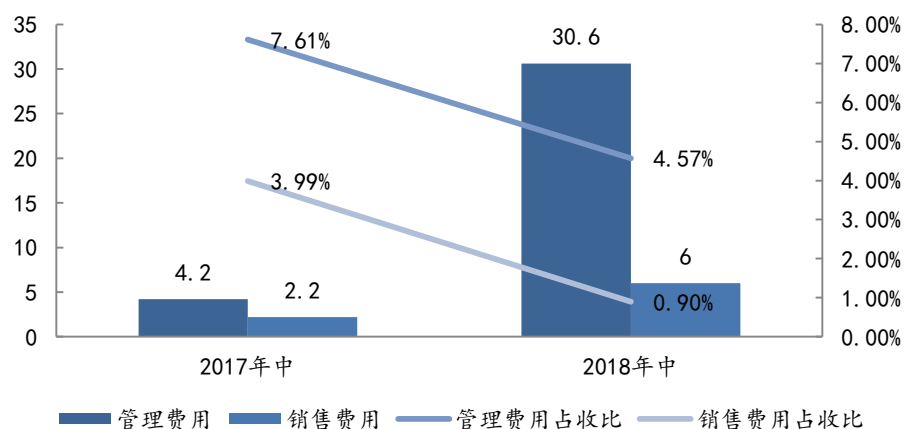
图表23: 公司毛利及毛利率（百万港元）



来源：公司资料、国元国际

公司分销成本及行政费用近两年大幅增加，2018年中分销成本及行政费用共36.6百万港元，同比增加471.9%，主要是由于销售员工人数和行政员工人数的增加、相关福利开支、差旅成本、会议成本、营销开支确认上市开支及专业服务开支增加。

图表24: 公司行政费用、及销售分销成本（百万港元）



来源：公司资料、国元国际

图表25：资本结构分析

	2018-06-30
资本结构	
资产负债率	183.75
权益乘数	-1.19
流动资产/总资产	72.21
非流动资产/总资产	27.79
归属母公司股东的权益/全部投入资本	-100.47
流动负债/负债合计	33.80
非流动负债/负债合计	66.20
偿债能力	
流动比率	1.16
速动比率	
货币资金/流动负债	0.27
营业利润/流动负债	0.04
营业利润/负债合计	0.01
经营活动产生的现金流量净额/流动负债	-0.12
经营活动产生的现金流量净额/负债合计	-0.04
经营活动产生的现金流量净额/净债务	-0.05
归属母公司股东的权益/负债合计	-0.46

来源：公司资料、国元国际

公司竞争优势

公司与手机制造商有紧密的战略关系

鉴于分散、开源的安卓生态，公司通过创办硬核联盟为中国手机制造商寻求一条可持续发展路径，提升厂商对用户流量把控的话语权。由于公司是硬核联盟的秘书处兼官方媒体合伙人以及硬核联盟商标持有人，因此公司在业务上与硬核联盟成员有紧密的战略关系，通过联盟成员的渠道网络，公司的客户可以接触到中国最大的智能手机用户群。

拥有高效率的分发平台 DAPG

公司拥有核心技术平台DAPG，通过该平台，公司可以高效地实现内容与用户间精准匹配，从而优化来自不同行业的行业客户的推广工作。公司通过分析脱敏数据，并向目标受众投放由行业客户创建的个性化内容。具体而言DAPG平台能基于不同的商业价值将用户数据及行为归纳为独立的层次，通过大数据对比利用长尾数据的价值，提升产品变现潜力。这也让智能手机制造商可应用长尾战略向智能手机用户来实现收益。

潜在风险

- 1、手机制造商集中度提升，行业对中间商依赖降低
- 2、公司与硬核联盟成员关系变动
- 3、激烈竞争使成本费用大幅提升
- 4、移动游戏产业受国家过度管控，移动游戏行业规模下滑

图表 26：平台类型上市公司估值分析

代码	公司名称	市值(亿)	EPS				PE				PB			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
CTRP US	携程	231.3	0.61	1.12	1.27	1.75	74.65	37.34	32.94	23.94	1.83	1.80	1.76	1.67
JOBS US	前程无忧	46.3	0.92	2.83	3.37	4.20	32.55	26.45	22.19	17.83	3.96	4.54	3.71	3.09
SFUN US	搜房	5.8	0.05	0.14	0.17	0.18	97.59	9.29	7.65	7.22	3.35	0.90	0.82	0.74
BITA US	易车网	11.7	(3.43)	1.35	1.38	1.91	N/A	11.88	11.61	8.42	1.33	0.55	0.54	0.53
ATHM US	汽车之家	107.5	2.57	3.65	4.49	5.28	24.80	25.09	20.39	17.35	6.20	6.85	4.91	3.82
LEJU US	乐居控股	2.2	(1.19)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.75	N/A	N/A	N/A
TOUR US	途牛	6.3	(0.91)	(0.07)	(0.01)	0.14	N/A	N/A	N/A	35.15	1.76	1.80	1.85	1.86
WUBA US	58 同城	95.6	1.32	2.70	2.91	3.82	52.36	23.85	22.14	16.86	3.49	3.14	2.79	2.49
BABA US	阿里巴巴	4704.8	3.74	4.99	5.36	6.63	43.77	36.38	33.87	27.35	7.89	8.42	6.44	5.52
BIDU US	百度	600.1	7.87	9.66	8.76	11.78	37.33	17.78	19.60	14.58	4.60	2.53	2.20	1.94
JD US	京东	416.1	(0.02)	0.23	0.57	0.98	N/A	123.48	50.83	29.43	7.39	4.78	4.39	4.02
TTD US	Trade Desk	94.7	0.19	0.36	0.39	0.51	39.30	88.77	81.17	62.61	7.75	26.83	17.22	12.39
2280 HK	慧聪集团	49.0	0.04	0.04	0.05	0.09	18.00	13.21	11.41	5.98	1.42	1.04	0.95	N/A
700 HK	腾讯控股	34559.0	1.13	1.19	1.45	1.87	44.50	39.38	32.53	25.17	12.54	8.84	7.04	5.50
1917 HK	豆盟科技	11.4	0.02	N/A	N/A	N/A	19.70	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2013 HK	微盟集团	79.9	N/A	0.00	0.01	0.02	N/A	N/A	52.92	24.57	#N/A N/A	15.29	11.66	7.91
平均							44.05	37.74	30.71	22.60	4.59	6.24	4.73	3.96

来源：Bloomberg、国元国际

盈利预测

财务报表摘要

损益表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	41	486	1,404	2,777	3,978
成本	(54)	(440)	(1,239)	(2,449)	(3,492)
毛利	-14	46	166	328	486
其他收入	2	1	4	4	4
销售费用	(2)	(6)	(18)	(31)	(44)
研发费用	(10)	(16)	(26)	(52)	(71)
管理费用	(4)	(9)	(53)	(50)	(60)
其他收益	(28)	(4)	(6)	(2)	(2)
除税前溢利	(56)	13	66	197	313
财务费用	0	(4)	(9)	(29)	(47)
公允价值变动	(35)	(134)	(671)	0	0
所得税	0	(4)	(9)	(29)	(47)
净利润	(98)	(145)	(881)	167	266
增长					
总收入 (%)	165.1%	1097.6%	189.2%	97.8%	43.2%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	59.3%

资产负债表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
物业、厂房及设备	0.6	0.9	0.7	1.6	1.6
无形资产	0.0	17.9	43.8	43.8	43.8
商誉	0.4	0.4	183.6	183.6	183.6
递延税项资产	0.0	0.0	9.8	9.8	9.8
长期预付款	0.0	18.9	18.9	18.9	18.9
固定资产合计	1.1	38.1	256.8	257.7	257.7
应收账款	16.3	182.6	528.1	678.7	777.8
预付款项及其它	0.8	93.7	271.0	535.9	767.6
金融资产	9.5	0.0	5.0	5.0	5.0
货币资金	8.2	11.5	195.0	318.8	580.6
流动资产合计	34.8	287.8	999.0	1,538.4	2,131.0
应付账款	13.9	52.6	148.1	292.9	417.6
其他应付款	2.6	31.9	90.0	177.9	253.6
客户垫款	0.2	12.3	117.7	232.7	331.8
短期借款	0.0	10.0	60.0	60.0	60.0
应交所得税	0.0	3.8	8.8	8.8	8.8
可换股债券	14.0	25.3	0.0	0.0	0.0
流动负债合计	30.6	135.9	424.6	772.3	1,071.8
其他应付款项	0.3	61.0	0.5	0.5	0.5
优先股	64.7	259.9	0.0	0.0	0.0
认股权证负债	17.5	41.4	0.0	0.0	0.0
递延税项负债	0.0	0.0	6.7	6.7	6.7
长期负债合计	82.4	362.3	7.2	7.2	7.2
股东权益合计	(76.9)	(172.5)	825.0	1,016.7	1,309.7

财务分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
毛利率 (%)	-34.0%	9.5%	11.8%	11.8%	12.2%
EBITDA 率 (%)	-138.7%	2.7%	4.7%	7.1%	7.9%
净利率 (%)	-242.0%	-29.9%	-62.7%	6.0%	6.7%
ROE	127.7%	84.1%	-106.8%	16.4%	20.3%
营运表现					
费用/收入 (%)	40.1%	6.2%	7.0%	4.8%	4.4%
实际税率 (%)	N/A	29.2%	13.9%	15.0%	15.0%
应收账款天数	505	495	495	448	430
应付账款天数	109	69	69	69	69
财务状况					
负债/权益	-0.45	-1.67	1.21	1.51	1.63
收入/总资产	1.13	1.49	1.12	1.55	1.67
总资产/权益	-0.47	-1.89	1.52	1.77	1.82

现金流量表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
除税前收益	(98.1)	(141.3)	(871.6)	196.6	313.2
非现金调整	83.6	167.9	945.7	25.9	28.5
资本变动	(1.7)	(201.4)	(317.6)	(67.9)	(31.3)
已付所得税	0.0	(0.0)	(4.1)	(29.5)	(47.0)
经营活动现金流	(16.2)	(174.8)	(247.7)	125.2	263.5
投资收入	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
金融资产变动	10.5	9.5	(5.0)	0.0	0.0
购买固定资产	(0.8)	(0.2)	(0.9)	(1.2)	(1.5)
购买无形资产	0.0	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)
收购附属公司	0.1	0.0	20.4	0.0	0.0
投资活动现金流	9.8	9.3	14.3	(1.3)	(1.7)
借贷现金变动	(16.0)	18.0	50.0	0.0	0.0
优先股及注资	16.3	152.8	132.3	0.0	0.0
支付股息	0.0	0.0	(3.5)	0.0	0.0
融资	0.0	0.0	234.0	0.0	0.0
融资活动现金流	0.3	170.8	412.8	0.0	0.0
现金变化	(6.1)	5.2	179.5	123.8	261.8
期初持有现金	13.5	8.2	11.5	195.0	318.8
汇兑变化	0.6	(2.0)	3.9	0.0	0.0
期末持有现金	8.0	11.4	194.9	318.8	580.6

投资评级定义和免责条款

投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责声明：

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写，所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，谨慎从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关系的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元国际控股有限公司

香港干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼

电 话：(852) 3769 6888

传 真：(852) 3769 6999

服务热线：400-888-1313

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>