

2025 年 09 月 09 日

万咖壹联(1762.HK)

公司探访

证券研究报告

软件服务

上半年收入增长加速，营收指引强劲

万咖壹联是手机应用商店游戏广告分发商，1H25 广告业务贡献 99%收入。年初至今/最近 20 个交易日股价涨幅 491%/53%，最近 20 个交易日日均成交额 2,500 万港元。公司指引 2025 年收入 38-40 亿元（同比增 45%-52%），现价对应 2025 年市销率约为 0.47 倍，建议关注。

报告摘要

手机应用商店游戏广告分发商：公司的核心业务为移动应用商店游戏广告分发，自 2021 年起，移动游戏分发的移动广告收入的贡献占比提升至 97%，至今仍维持高占比。公司合作的手机厂商包括华为、小米、OPPO、vivo、荣耀、苹果，链接手机终端超 20 亿。2024 年，总收入为 26 亿元，同比增 25%，其中移动广告收入占比 98%，经调整净利润 3,400 万元，利润率 1.3%。

1H25 收入加速增长：1H25 总收入为 17.1 亿元，同比增 39%，对比 1H24/2H24 增速为 18%/33%，收入增速提速，其中 99%收入来自移动广告。移动广告收入同比增 43%，快于国内手游市场流水增长（+17%，游戏工委）。毛利同比增 29% 至 1.8 亿元，毛利率为 10.3%，同比下降 0.8 个百分点，主要因分发渠道费用增加。经营利润 7,000 万元，同比增 11%，净利润 5,200 万元，同比增 10%，净利率 3%，略低于去年同期的 3.8%，主要因主动增加海外营销投放。

海外业务进展：1H25 海外收入为 4,187 万元，同比增 4.4 倍，环比增 70%，占总收入 2.4%。管理层指引下半年海外收入增速较上半年加速，全年海外收入占比有望提升至 7%，未来 3 年海外收入占比目标为提升至 30%。当前海外主要服务苹果、小米，未来新平台拟支持 Meta/Google/TikTok 等生态的广告投放。

与阿里云达成 AI+营销战略合作：公司在 9 月 1 日公告与阿里云达成为期 3 年的合作备忘录，双方将在 AI+营销、及手机终端智能体领域合作。1) AI 营销：接入通义千问，实现投放全链路自动化，广告分发智能化，实时竞价及预算调整，提升广告投放 ROI。2) AI 终端智能体：端侧大模型数据服务、数据接口标准制定、智能服务分发等。

股份回购+管理层增持：公司在 2025 年 7 月宣布上限为 2 亿港元的回购计划，截至 9 月 5 日，公司已回购 2,181 万股，合计 1,765 万港元，平均回购价格 0.81 港元/股。9 月 5 日，公告管理层高弟男、蒋宇通过公开市场交易各自增持 30 万股股份。

财务前景：根据公司 2025 年战略发布会及业绩电话会信息，公司指引 2025 年收入预计为 38-40 亿元，隐含全年收入增速 45%-52%，及下半年收入增速 50%-64%。中期目标为 2029 年实现营收超 100 亿元，隐含 2024-2029E CAGR 为 31%。指引 2025 年毛利率 10.5%，隐含毛利同比增超 70%。

投资建议：我们认为，公司基本面进入新阶段，收入及利润前景均有明显改善。同时，今年以来交易量明显增加，市场关注度持续提升。现价对应 2025E 市销率约为 0.47 倍，对比汇量科技为 1.7x 2025E，建议关注。

风险提示：利润季节性波动；收入增速不及预期；海外拓展不及预期；渠道费用增加超预期而影响利润率。

投资评级

未有

6 个月目标价

未有

股价(2025-09-08)

1.10 港元

总市值(百万港元)

1,947

流通市值(百万港元)

1,484

总股本(百万股)

1,770

流通股本(百万股)

1,333

12 个月低/高(港元)

0.2/1.2

3 个月平均成交(百万港元)

14.8

股东结构

高弟男

24.01%

蒋宇

10.22%

其他

65.77%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	52	31	964
绝对收益	55	38	1,011

数据来源：彭博，国证国际

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

1H25 财务概览

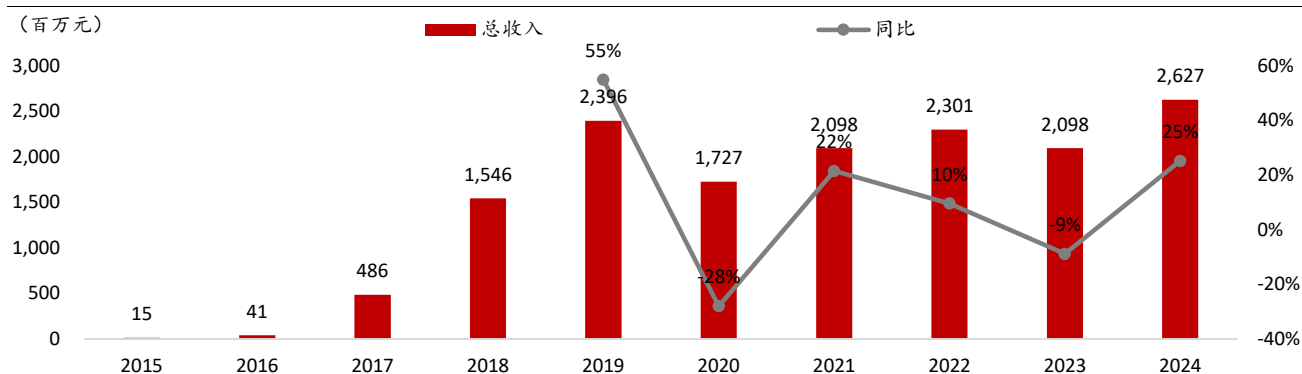
图表 1: 1H25 总收入同比增 39%，经调整净利润同比增 10%

百万元	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2021	2022	2023	2024
收入	1,047	1,051	1,232	1,395	1,713	2,098	2,301	2,098	2,627
同比	-12%	-6%	18%	33%	39%	22%	10%	-9%	25%
营业成本	-915	-960	-1,095	-1,298	-1,536	-1,835	-2,066	-1,875	-2,393
同比	-11%	-7%	20%	35%	40%	24%	13%	-9%	28%
毛利	133	91	137	97	177	263	234	223	234
毛利率	12.7%	8.6%	11.1%	7.0%	10.3%	12.5%	10.2%	10.6%	8.9%
销售及分销开支	-11	-14	-15	-17	-38	-15	-19	-26	-32
同比	19%	47%	34%	17%	151%	-9%	29%	33%	25%
研发成本	-27	-53	-31	-62	-38	-67	-86	-81	-93
同比	-3%	-8%	12%	17%	26%	-9%	29%	-6%	15%
行政开支	-25	-25	-25	-27	-28	-46	-53	-50	-51
同比	-19%	17%	-3%	6%	14%	15%	14%	-5%	2%
经营利润	59	-11	63	-31	70	95	-99	48	32
经营利润率	5.7%	-1.1%	5.1%	-2.2%	4.1%	4.5%	-4.3%	2.3%	1.2%
净利润	43	-21	47	-39	52	62	-129	22	8
净利润率	4.1%	-2.0%	3.8%	-2.8%	3.0%	3.0%	-5.6%	1.0%	0.3%
经调整EBITDA	72	-7	69	-1	74	122	87	66	68
经调整EBITDA利润率	6.9%	-0.6%	5.6%	0.0%	4.3%	5.8%	3.8%	3.1%	2.6%
经调整净利润	53	-21	47	-13	52	81	48	33	34
同比	-23%	-2%	-12%	-35%	10%	-7%	-40%	-33%	3%
经调整净利润率	5.1%	-2.0%	3.8%	-1.0%	3.0%	3.9%	2.1%	1.5%	1.3%
分部收入									
移动广告	1,026	972	1,191	1,373	1,699	2,005	2,197	1,998	2,564
同比	-9%	-9%	16%	41%	43%	21%	10%	-9%	28%
收入占比	98%	92%	97%	98%	99%	96%	95%	95%	98%
网络视频产品分发	5	51	20	-	-	85	85	57	20
游戏联运	2	3	3	3	1	8	6	4	7
其他	14	25	17	20	12	-	14	40	37

资料来源：公司财报，国证国际

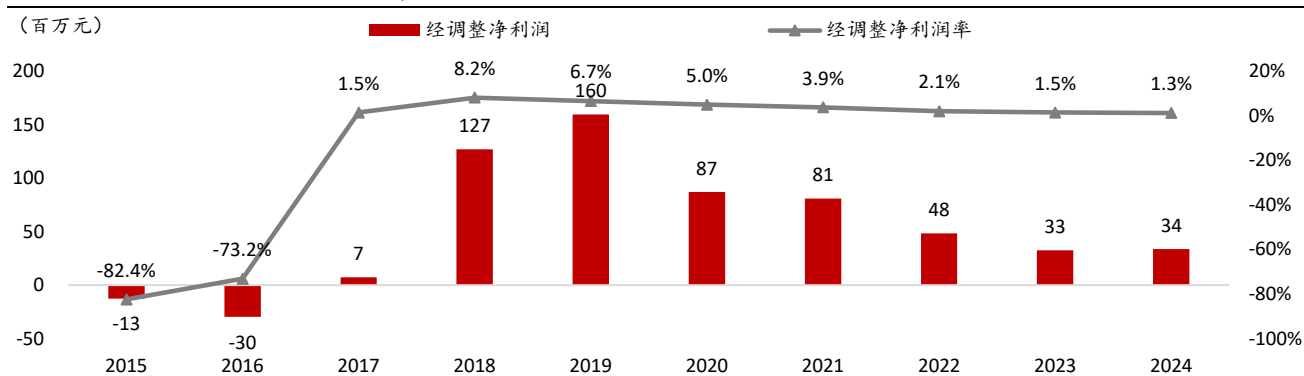
数据回顾

图表 2：过去 10 年公司总收入表现：2024 年总收入 27 亿元，同比增 25%



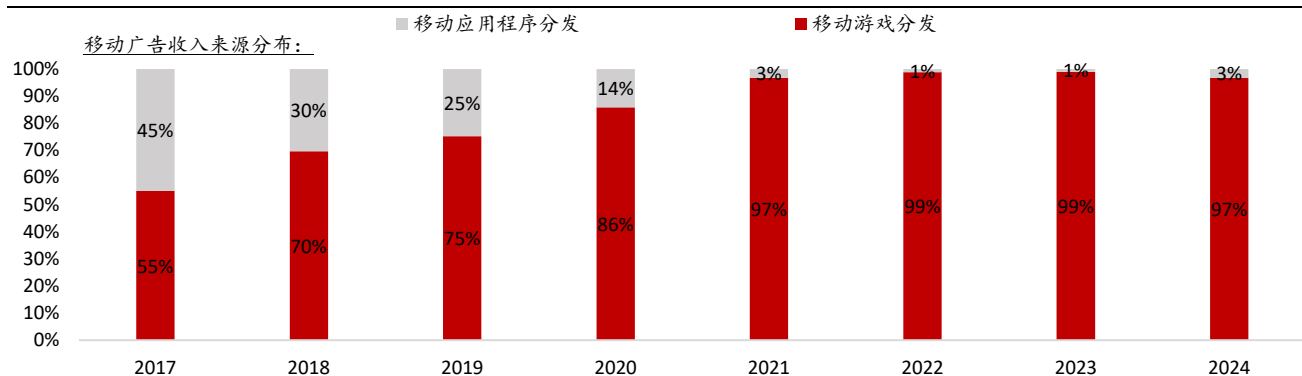
资料来源：公司财报，国证国际

图表 3：2024 年利润率为 1.3%，历史利润率峰值为 8.2%



资料来源：公司财报，国证国际

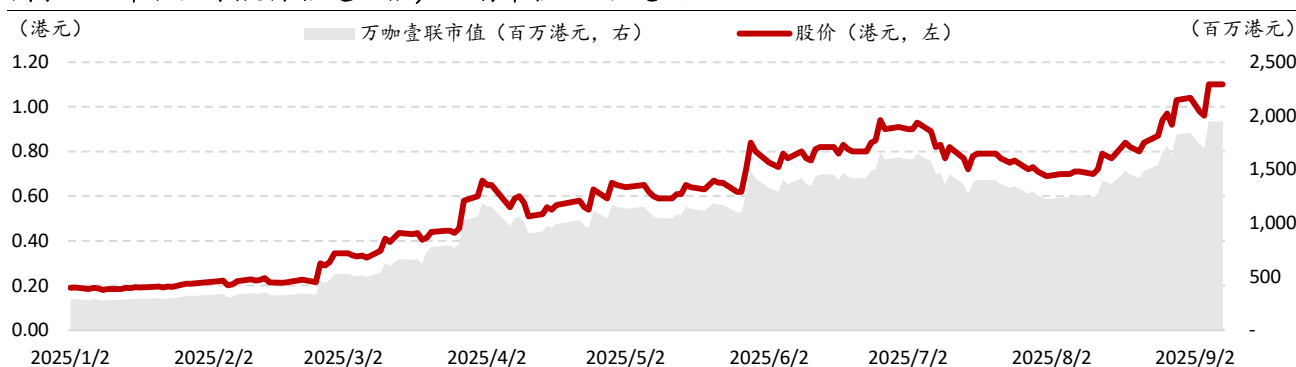
图表 4：当前移动游戏分发是移动广告收入的主要来源



资料来源：公司财报，国证国际

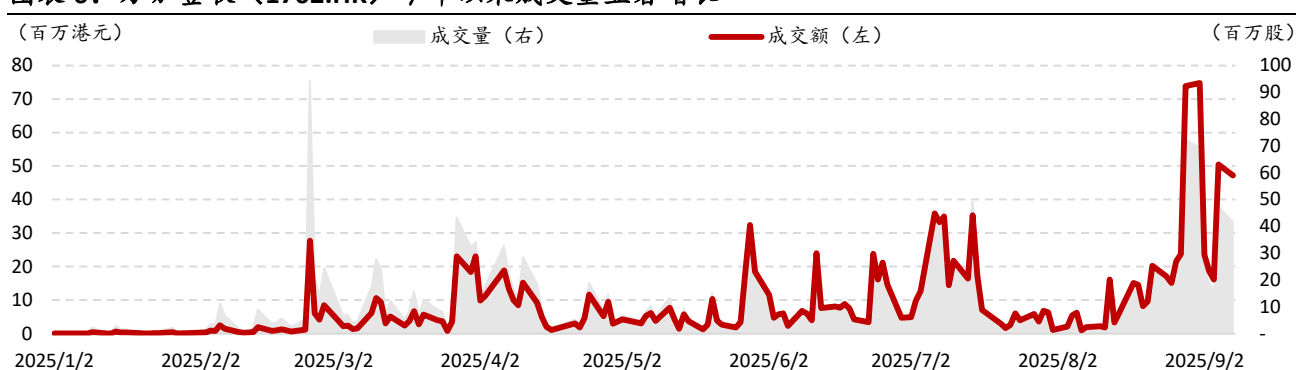
股价及交易量表现

图表 5：年初至今股价涨超 4 倍，目前市值 19 亿港元



资料来源：彭博，国证国际（注：截至 2025 年 9 月 8 日）

图表 6：万咖壹联 (1762.HK) 今年以来成交量显著增长



资料来源：公司资料，彭博，国证国际（注：截至 2025 年 9 月 8 日）

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解, 分析, 预测, 推断和期望都是以这些可靠数据为基础, 只是代表观点的表达。国证国际, 其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断, 可随时更改而毋须另行通知。国证国际, 其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险, 若干投资可能不易变卖, 而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标, 财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告, 而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前, 应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工, 可能不时地, 在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问, 投资银行, 或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际, 其母公司和/或附属公司的一位或多位董事, 高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士, 尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国, 或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释), 国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此, 投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权, 任何人不得以任何目的复制, 派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上;
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%;
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%;
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010