

## 公司研究

## 第三方程序化广告平台领军者，经营杠杆持续兑现

## ——汇量科技（1860.HK）首次覆盖报告

## 要点

**汇量科技是全球领先的中国第三方程序化广告平台。**公司经历三次战略升级，核心依托 Mintegral 平台构建全链路程序化广告生态，已跻身全球第三方程序化广告第一梯队。2025 年公司实现总收入 20.47 亿美元，同比增长 35.75%；程序化广告 Mintegral 贡献超 95% 收入，其中智能出价产品占比超 80%，IAA ROAS 为核心支柱，IAP 业务逐步突破，收入结构持续健康升级。25 年经调整净利润 0.95 亿美元，同比增长 93.53%，凸显经营杠杆。

**全球移动广告程序化渗透率持续提升，第三方平台份额稳步扩张。**1) 根据 Statista，MAA（全球移动应用广告）口径下，2020 年程序化广告支出占比达 70%，2024 年程序化广告支出占比已超 80%，2025 年进一步升至 85%-90%（规模约为 3459~3663 亿美元），预计 2030 年程序化广告支出占比将达到 90%-95%，2025-2030 年复合增速为 10.25%~12.73%。2) 程序化广告的分发渠道主要可分为大媒体与第三方平台，以海外市场（除中国外）为例，根据 Lit research 数据，2025 年第三方平台在广告支出中的占比已从 2020 年的 15% 上升至 25%，市场份额显著提升。海外媒体渠道相对国内更加分散，隐私保护与反垄断监管双重收紧，利好海外第三方程序化广告平台发展。3) 25 年全球移动应用广告支出规模达 4070 亿美元，游戏类应用仍是重要细分板块，该品类广告支出约 750 亿美元，占比 18.43%。

**公司业务核心是程序化广告平台 Mintegral。**商业模式以 AI 算法为核心，通过 DSP/SSP/ADX 全链路技术聚合海外中长尾流量，以 SDK 深度绑定开发者，依托 Target ROAS 和 Target CPE 等智能出价体系实现精准投放，赚取广告主预算与流量成本之间的技术价差，算法精度与规模效应直接决定盈利水平。**核心竞争力体现为数据+算法飞轮与强经营杠杆共振：**截至 2025 年末，SDK 集成应用超 11.7 万款，日均广告请求量超 4000 亿次，供给侧形成高替换成本壁垒；流量与转化数据持续反哺算法，提升广告主投放效果并吸引更多预算，形成自我强化的增长闭环。

**盈利预测、估值与评级：**汇量科技是全球领先的中国第三方程序化广告平台，依托 Mintegral 构建全链路投放与变现生态，以 AI 全栈算法与数据闭环构建核心壁垒。公司通过聚焦服务以 IAP 为核心变现模式的中重度游戏广告主，不断打磨和验证其 IAP 智能出价算法，并积极拓展电商、短剧等非游戏广告主。我们预测 2026-2028 年公司收入分别为 26.14/32.47/39.57 亿美元（yoy+28%/24%/22%），经调整净利润分别为 1.60/2.46/3.47 亿美元（yoy+67%/54%/41%）。公司收入增速领跑行业，经营杠杆持续兑现，成长性与盈利质量支撑估值；首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**AI 广告投放模型进展不确定性、广告主投放预算不及预期、行业竞争加剧、海外数据监管风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万美元）	1,508	2,047	2,614	3,247	3,957
营业收入增长率	43%	36%	28%	24%	22%
经调整净利润（百万美元）	49	95	160	246	347
经调整净利润增长率	158%	94%	67%	54%	41%
经调整 EPS（美元）	0.03	0.06	0.10	0.16	0.22
经调整 PE	74	38	23	15	11

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测；注：股价时间为 2026-05-06，汇率为 1 美元=7.8369 港币

## 买入（首次）

当前价：18.18 港元

## 作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

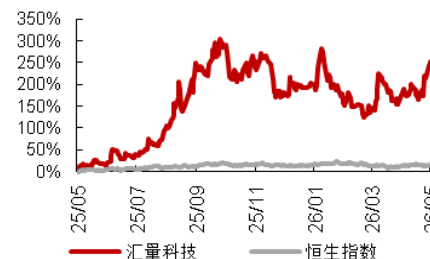
021-52523878

yangpengpei@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	15.74
总市值(亿港元)	286.18
一年最低/最高(港元)	5.04-21.62
近 3 月换手率：	116.1%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	33.8	36.0	235.3
绝对	38.1	33.7	251.0

资料来源：Wind

## 目录

<b>1、汇量科技：程序化广告领先者</b>	<b>5</b>
1.1 经历三次重要拓展，聚焦程序化广告赛道	5
1.2 完成核心管理层换届，修订股权激励计划	6
1.3 商业模式：算法技术决定流量价差	6
1.4 财务分析：收入加速增长，规模效益驱动盈利释放	7
<b>2、程序化广告：主导地位增强，第三方平台占比提升</b>	<b>10</b>
2.1 程序化广告正定义数字广告新常态	10
2.2 去中心化趋势下，第三方案序化平台兴起	12
2.3 程序化广告的基本盘——游戏行业	14
<b>3、数据+算法飞轮，经营杠杆效应凸显</b>	<b>17</b>
3.1 公司业务：以程序化广告平台 Mintegral 为核心	17
3.2 核心竞争力：飞轮效应+经营杠杆	18
3.3 竞对分析：公司实现差异化突围	20
<b>4、盈利预测</b>	<b>21</b>
<b>5、估值分析</b>	<b>24</b>
<b>6、风险分析</b>	<b>25</b>

## 图目录

图 1: 汇量科技发展历程 .....	5
图 2: 汇量科技商业模式 .....	7
图 3: 2021-2025 年公司毛收入和净收入(百万美元).....	8
图 4: 2021-2025 年公司分业务类型收入结构(百万美元) .....	8
图 5: 2021-2025 年广告技术业务收入结构 .....	8
图 6: 2021-2025 年程序化广告收入结构 (按广告类型) .....	8
图 7: 2021-2025 年分业务毛利率.....	9
图 8: 2021-2025 年广告技术业务 take rate.....	9
图 9: 公司销售费用率、研发费用率、管理费用率 .....	10
图 10: 2021-2025 年公司经调整净利润 (单位: 百万美元) 及经调整净利润率 .....	10
图 11: 非程序化广告与程序化广告的区别.....	11
图 12: 全球移动应用广告支出规模.....	12
图 13: 程序化广告占比全球移动广告份额持续上升 .....	12
图 14: 第三方平台在海外 (除中国外) 广告市场中的份额持续提升.....	12
图 15: 2021-2025 年中国移动广告领域市场份额.....	13
图 16: 2023 年美国移动广告领域市场份额 .....	13
图 17: 程序化平台交易模式.....	14
图 18: iOS14.5 后更新的 ATT 功能 .....	14
图 19: CRPA 法规成立 .....	14
图 20: MAA 口径下全球移动游戏展示支出规模.....	15
图 21: 海外市场在投手游数量趋势 (单位: 个) .....	15
图 22: 2025 年我国全网移动广告投放素材条数行业分布 .....	15
图 23: 不同行业广告消费路径 .....	16
图 24: 插屏广告和横幅广告示意 .....	16
图 25: 原生广告示意.....	16
图 26: 2025 年全球移动应用/游戏总收入分变现结构占比.....	17
图 27: 公司在程序化广告技术产业链中的战略布局 .....	17
图 28: 公司 AI 基础设施更新迭代.....	17
图 29: SDK 集成数量 .....	18
图 30: 来自 SDK 的广告请求数量.....	18
图 31: Mintegral 广告技术业务的飞轮效应 .....	19
图 32: 公司不断强化自身优势 .....	19
图 33: Mintegral 广告技术业务的规模效应 .....	19
图 34: Mintegral 广告技术业务的经营杠杆 .....	19

## 表目录

表 1: 汇量科技核心管理团队简介 .....	6
表 2: 汇量科技业务介绍 .....	7
表 3: 汇量科技竞对分析 .....	20
表 4: 汇量科技收入利润预测 .....	23
表 5: 汇量科技相对估值 .....	25
表 6: 汇量科技盈利预测与估值简表 .....	25

# 1、汇量科技：程序化广告领先者

## 1.1 经历三次重要拓展，聚焦程序化广告赛道

汇量科技是全球领先的移动广告技术 (Ad-tech) 与营销技术 (Mar-tech) 服务商，公司依托 Mintegral 程序化广告平台、非程序化广告业务和 SaaS 工具矩阵，形成从广告投放、用户行为分析到跨渠道归因的全链路数据驱动体系。**程序化广告业务是公司长期的主赛道**：核心增长引擎 Mintegral 通过自主研发的深度学习模型，推出了针对不同商业化模式的智能出价方案，包括 IAA ROAS、IAP ROAS、Hybrid ROAS 和 Target CPE。

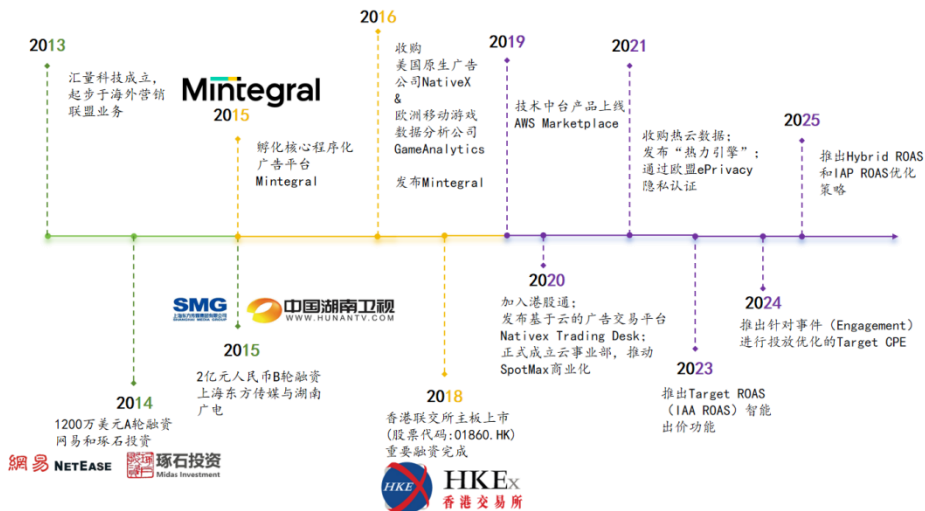
汇量科技的发展历程大致可以分为三个阶段：

**效果营销筑基期 (2013-2015 年)**：以效果营销服务为起点，2013 年出海联盟 Mobvista 广告平台上线，开展非程序化广告业务，搭建起覆盖多地区的效果营销网络。这一阶段的核心是深刻理解流量结构与客户需求，并以此为基础建立起稳定的盈利模式。

**程序化广告探索期 (2016-2019 年)**：公司抓住移动应用碎片化与全球中长尾流量崛起的机遇，2015 年开始孵化 Mintegral 平台，正式切入程序化广告赛道。前期帮广告主通过 CPI、CPM 这种传统手工出价的方式来获取流量；Mintegral 平台通过整合 DSP/ADX/SSP 全链路技术聚合中长尾流量，并以 SDK 深度绑定开发者，构建供给侧壁垒；公司亦收购 GameAnalytics 切入欧美开发者生态，初步形成规模化流量网络。2019 年，公司程序化广告 Mintegral 平台收入占比达 64%，标志着第三方程序化平台发展成熟稳定。

**程序化广告扩张期 (2020 年至今)**：从单一程序化广告平台进化为覆盖用户增长全周期的工具与平台组合。自 2021 年下半年起，公司大力投入构建智能出价体系，并于 2023 年至 2025 年间陆续推出 IAA ROAS、Target CPE、Hybrid ROAS 及 IAP ROAS 等核心智能出价产品，同时上线新一代 Autopilot 系统 MaxAgent，显著提升了广告投放全链路的自动化水平。在 SaaS 侧，公司布局了 XMP、Playturbo、热力引擎等工具，形成“工具—数据—投放”闭环，推动公司使命升级为中小开发者 Growth Hub。

图 1：汇量科技发展历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 1.2 完成核心管理层换届，修订股权激励计划

截至 2025 年 12 月 31 日，顺流技术有限公司为公司第一大股东，持股 37.91%；此外，创始人段威直接持股 0.12%，联合创始人曹晓欢持股 0.18%，CPO 方子恺持股 0.19%。

**2026 年 3 月 11 日，汇量科技公告完成管理层调整：**创始人段威辞任董事会主席及提名委员会主席，留任执行董事；曹晓欢获委任为董事会主席、提名委员会主席并继续兼任 CEO；方子恺辞任执行董事，留任首席产品官以专注产品与技术研发；蒋若帆获委任为执行董事，同时完成公司秘书更替。本次调整旨在完善管理梯队、赋能核心团队更大决策权限，创始人段威转向战略指导，曹晓欢统筹经营与治理，技术核心回归产品攻坚。

2026 年 3 月 12 日，拟修订股权激励计划并授予 CEO 奖励股份。1) 修订员工 RSU 计划，修订后整体授权上限为已发行股份的 10%，设 CEO 分项限额 4%、核心研发团队分项限额 4%，需经股东大会批准。2) 终止 2018 年购股权计划，过往授予的期权已全部失效，无未行权期权。2) 拟向 CEO 曹晓欢授出 62,966,166 股（占已发行股份 4%），其中 50%分 4 年等额归属，要求必须在任；另外 50%按市值/业绩目标解锁（市值达 400/600/800/1000 亿港元，或经调整净利润较 2025 年增 100%/200%/300%/400%），首次达成任一阶段目标即可解锁对应比例，可跳阶累计。

表 1: 汇量科技核心管理团队简介

姓名	职位	加入时间	职责	背景简介
曹晓欢	联合创始人、集团 CEO、董事长	2014.08	负责集团整体经营管理、战略落地与组织运营	浙江大学系统科学与工程学学士、系统分析与集成硕士，CPAAustralia 会员。加入汇量前曾在中新苏州工业园区创投、元禾原点担任投资总监，主导半导体与 TMT 领域股权投资。2014 年加入汇量科技，历任副总裁、总裁，目前全面负责集团运营
段威	联合创始人、执行董事	2013.11	负责集团整体战略规划、重大业务方向和全球化布局	浙江大学系统科学与工程学学士。曾在华为任产品经理、在 UCWeb 负责海外产品与市场。2013 年创立汇量科技并带领公司在 2018 年于港交所主板上市，长期深耕全球移动营销与广告技术领域
宋笑飞	集团首席财务官 (CFO)、执行董事	2015.04	负责集团整体财务管理、融资与资本运作	中国注册会计师协会会员。曾在毕马威任审计经理，在阴阳电气负责节能业务。2015 年加入汇量科技，历经多轮融资与并购项目，牵头公司香港上市以及欧洲、美国的跨境并购，现全面负责集团财务、合规及投资者关系
方子恺	集团首席产品官 (CPO)	2015.07	负责广告业务线产品规划与管理，主导 Mintegral 等核心产品体系	浙江大学数学与应用数学学士，美国匹兹堡大学硕士。曾在百度、友盟、淘宝从事广告与数据产品工作。2015 年加入汇量后负责广告产品线，带队孵化出程序化互动广告平台 Mintegral，并在全球移动广告平台排名中取得前列成绩
蔡超	技术副总裁、集团首席工程架构师，云计算业务负责人	2017.01	负责集团技术架构与云计算/基础设施布局，统筹 SpotMax 等云业务	贵州大学计算机软件与理论研究所硕士学位，主修计算机软件与理论专业。2017 年加入汇量科技，主要负责主导开发云计算成本优化系统—SpotMax 及搭建公司程序化业务核心架构。其于 2005 年获北京市人力资源和社会保障局机构认证为系统架构设计师。
奚原	副总裁	2013.11	负责广告业务拓展及大客户经营	通信工程及微电子专业背景。曾任华为重大客户部交付总监，负责网络质量与售后交付。2013 年加入汇量科技，历任广告业务线负责人、海外区域负责人等职位，负责全球广告主与流量合作拓展
Morten E. Wulff	GameAnalytics 创始人	2016.07	负责集团游戏分析解决方案与 GameAnalytics 业务	丹麦连续创业者和投资人，2011 年创立专注游戏行业的数据分析平台 GameAnalytics，并多轮融资后于 2016 年被汇量科技收购。收购后保留 GameAnalytics 独立运营

资料来源：公司公告，Global Corporate Venturing，光大证券研究所

## 1.3 商业模式：算法技术决定流量价差

公司收入核心来自程序化广告平台 **Mintegral**。公司业务主要分为广告技术 (Ad-Tech) 与营销技术 (Mar-Tech) 两部分。其中，广告技术以 **Mintegral** 程序化广告平台为核心，25 年 **Mintegral** 贡献公司总营收约 96%；营销技术则通过 SaaS 工具提供创意优化、数据洞察等增值服务，该板块贡献收入比约 1%。

两大板块共同覆盖客户数字化营销全链条，广告技术积累的海量投放数据与营销技术输送的行为及归因数据形成双向协同，共同构成公司“广告+SaaS”的混合商业模式基础。

表 2: 汇量科技业务介绍

分部	子业务	主要内容	典型收入来源	关键成本
Ad-tech	程序化 (Mintegral) 核心业务	涵盖 DSP/SSP/ADX/SDK 的智能出价系统, 跨媒体实时竞价、创意/人群/出价引擎	oCPI/目标 ROAS/目标 CPE/IAP ROAS/IAA ROAS 结算; 以 IAA 为主, 正往 Hybrid/IAP 拓展	TAC、竞价/通道费、研发费用
	非程序化/代理 (Nativex 等)	媒体代理/整合投放、渠道协同与运营服务	代理服务费/返点/打包投放服务费	采购媒体成本、第三方服务费
Mar-tech	数据分析 (GameAnalytics)	游戏/应用分析 SaaS (AI 优化)	订阅/分级/按量 (超额用量)	云资源、技术支持
	创意自动化 (Playturbo)	素材管理与 AI 生成、视频/动效批量化 (AI 优化)	订阅/席位费; 按项目或产出量计费	算力与工具开发、创意服务人力
	广告跨渠道投放管理 (XMP)	全渠道统一投放, 素材全生命周期管理	分层订阅费+效果分成	云服务器与数据成本
	云成本优化 (SpotMax)	算力/FinOps	订阅/节省分成 (gain-share) /专业服务	云成本、交付与支持

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

### 对于程序化广告业务:

收入端, 汇量科技将广告主投流费用按总额法确认收入。公司的核心收入来源于 Ad-tech 端的程序化广告, 公司以广告主效果目标为导向进行收费, 主流模式正从传统的按安装 (CPI) 等固定行为计价, 转向基于广告投入回报率 (ROAS) 或基于特定事件 (CPE, 如 purchase) 的智能动态出价模式, 主要系对用户后链路数据的深度算法优化。

成本端, 汇量科技核心成本为流量采购成本, 其基础可表述为 TAC (流量获取成本) = 媒体结算价 CPM (竞价最高价) × 展示次数。公司通过直接集成 SDK 对接流量端, 并基于展示次数与媒体进行结算, 从而形成其作为技术平台的核心成本。

因此, 公司的盈利模型可简化为 (效果转化单价 × 实际转化量) - (媒体 CPM × 展示次数), 即广告主投放的广告预算 - 流量端广告展示成本。通过自有的 AI 驱动中间件平台, 公司实时预测转化率并动态选择最优的混合采购模式, 其商业模式的本质在于确保向广告主承诺的效果单价始终高于经技术优化后的综合流量获取成本, 从而稳定赚取技术赋能下的流量差价。

图 2: 汇量科技商业模式



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

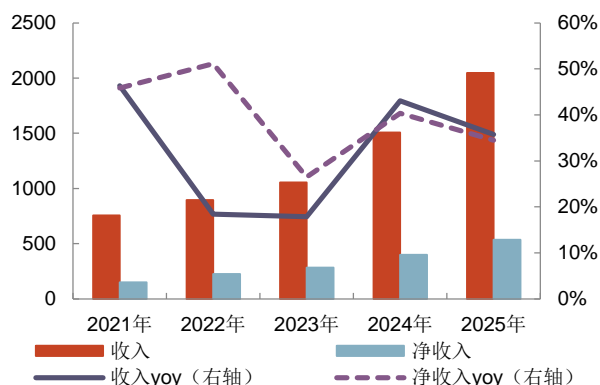
## 1.4 财务分析: 收入加速增长, 规模效益驱动盈利释放

近年来公司收入实现加速增长。自 23 年 5 月公司推出智能出价产品 IAA ROAS 后, 24 年公司收入和净收入<sup>1</sup>呈现加速增长; 25 年公司实现收入 20.5 亿美元, 同比增长 35.75%; 实现净收入 5.37 亿美元, 同比增长 34.51%。按业务划分,

<sup>1</sup> 公司将“净收入”定义为减去分配给流量发布者的成本后的经调整收入

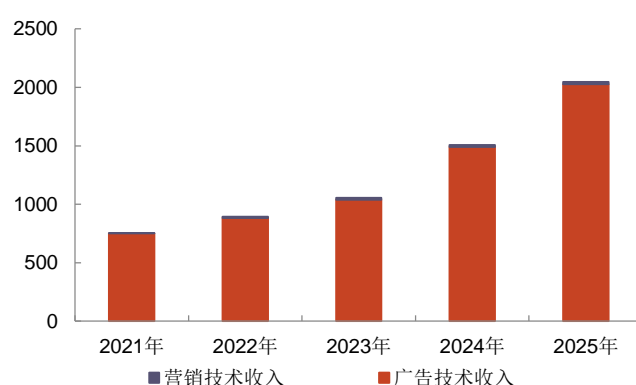
公司的收入核心来自广告技术 (Ad-tech) 业务, 该业务 2025 年贡献了总收入的约 99%, 营销技术 (Mar-tech) 业务主要由 GameAnalytics 与热力引擎等 SaaS 工具构成, 仍然处于早期产品打磨阶段。

图 3: 2021-2025 年公司毛收入和净收入(百万美元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 4: 2021-2025 年公司分业务类型收入结构(百万美元)

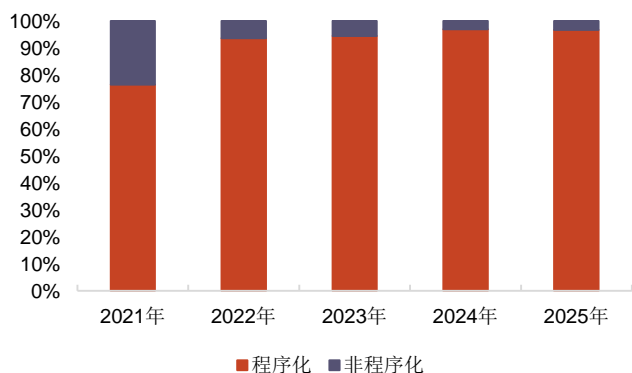


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

**广告技术 (Ad tech) 业务:** 1) 分地区看, 25 年该业务已覆盖全球约 130 个国家和地区, 其中亚太地区为主, 收入占比 Ad tech 超过 50% (其中新加坡地区 25 年收入占比为 9.8%)。2) 分业务部门看, Ad tech 业务主要包括程序化广告 Mintegral 和非程序化广告。Mintegral 是全球领先的程序化广告技术平台, 其占 Ad tech 的比重自 21 年的 76% 提升至 25 年的 97%。25 年公司程序化广告 Mintegral 业务实现收入 19.6 亿美元, 同比增长 35.88%。

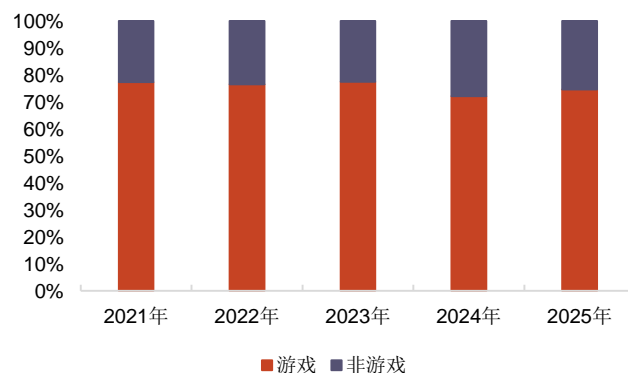
**程序化广告 Mintegral 业务:** 1) 智能出价系统已成为 Mintegral 的主导力量, 25 年收入贡献占 Mintegral 比超过 80%, 其中 IAA ROAS 产品收入占比超过 50%, 随后是 Target CPE、Hybrid ROAS 和 IAP ROAS, 传统手工出价 (基于 CPI、CPM 固定价格买量) 占比持续下降。2) 从应用类型来看, 25 年游戏品类收入约 14.6 亿美元, 同比增长 40.61%, 占 Mintegral 业务收入比为 74.6%; 非游戏品类收入约 5.0 亿美元, 同比增长 23.69%, 收入占比从 21 年的 22.8% 提升至 25.4%。3) 从客户结构来看, 21-23 年贡献收入超 10 万美元的客户占 Mintegral 收入的比例始终超过 90%, 23 年贡献收入超 100 万美元的客户占 Mintegral 收入的比例为 83.0%, 较 22 年的 82.1% 小幅上升。

图 5: 2021-2025 年广告技术业务收入结构



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 6: 2021-2025 年程序化广告收入结构 (按广告类型)

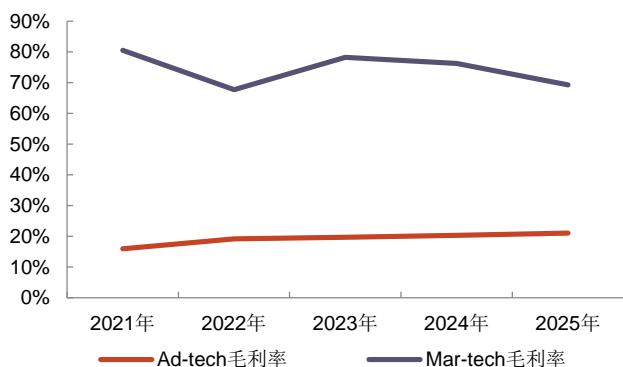


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

公司整体毛利率稳中有升。25 年公司毛利润为 4.3 亿美元，同比增长 37.22%，对应毛利率为 21.21%，相较 21 年的 16.14%提升 5.07pct。分业务看，25 年 Ad-Tech 业务毛利率约 21%，Mar-Tech 业务毛利率约 69%。

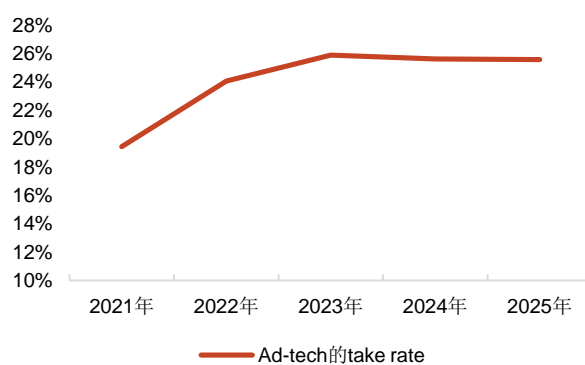
我们认为公司毛利率抬升主要系：1) 服务器成本控制良好。2022 年随着云原生平台与算法优化，2023 年公司成功将单位服务器成本消耗显著降低至约 5% 的较低水平，成功将算力这一核心可变成本转化为具备规模效应的成本，为后续盈利能力的持续改善奠定了基础。2) 算法能力的持续进化带来流量获取成本增长低于收入增长。在程序化广告中，模型越精准，越能识别高 LTV 用户、过滤无效流量，在流量采购成本相对稳定的情况下，同样的媒体成本可实现更多有效转化，从而抬升毛利空间，这一机制直接体现在 take rate (净收入/收入) 的提升上。通过测算显示，公司广告技术业务的 take rate 已从 21 年的 19.43% 提升至 25 年的 25.56%。此外，公司为获取高价值数据进行算法模型训练，公司将部分战略性补贴买量成本计入研发费用，若还原这部分成本，25 年广告技术业务整体 take rate 约为 20%+。随着算法模型逐步成熟并减少补贴，中长期广告技术业务 take rate 有望提升至 25%-30%。

图 7：2021-2025 年分业务毛利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

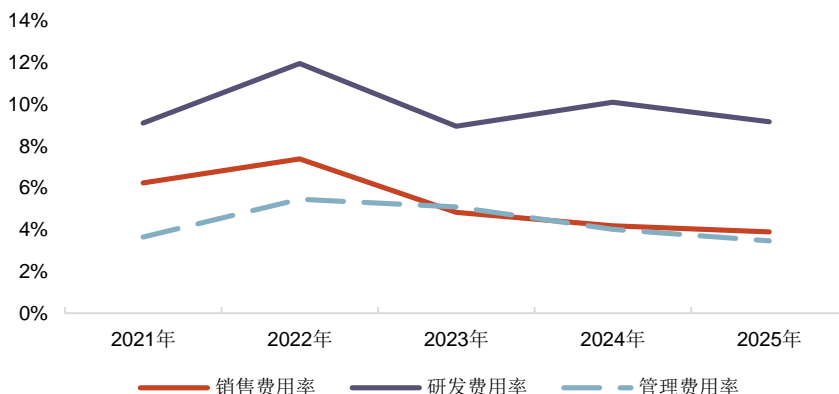
图 8：2021-2025 年广告技术业务 take rate



资料来源：公司公告，光大证券研究所

费用率呈现下降趋势，经营杠杆进一步显现。公司固定运营费用占收入比例从 2022 年的 9.94% 下降至 2025 年 4.53%。整体来看，费用端绝对值虽随业务扩张有所上行，但费用率维持下行态势。从细分费用来看，1) 25 年销售费用同比上涨 26.31% 至 79.7 百万美元，主要源于竞价费的提升以及对开发者激励补贴的小幅增加，旨在增强优质流量侧资源粘性；对应销售费用率同比下降 0.29pct 至 3.89%。2) 25 年研发费用同比上涨 23.24% 至 187.7 百万美元，绝对值增加约 35 百万美元，主要用于模型训练投入及产品技术迭代。这部分形成“降本-反哺”闭环：一方面通过模型迭代优化降低单次资源消耗；另一方面以补贴获取的增量数据持续反哺算法，从而提升单位研发支出所支撑的交易规模与投放精准度。25 年研发费用率达 9.17%，同比下降 0.93pct。3) 25 年管理费用率稳步降至 3.47%，管理费用绝对值增加主因股权激励支出，目的在于留住核心管理人才、支持公司长期发展。

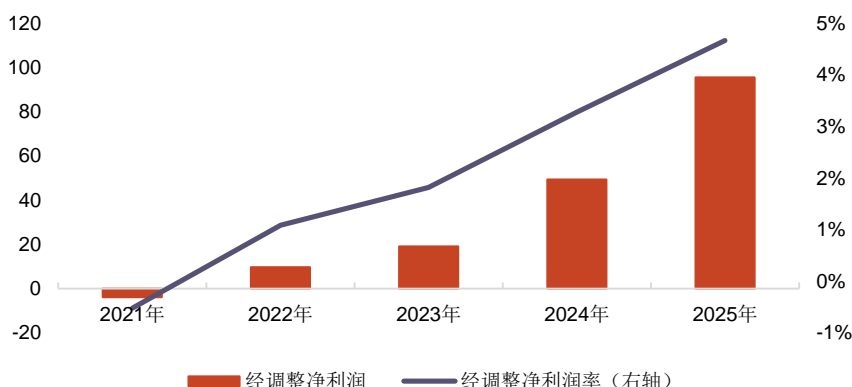
图 9：公司销售费用率、研发费用率、管理费用率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

**22 年扭亏为盈，利润加速释放。**公司自 22 年扭亏为盈后，23-25 年连续三年经调整净利润同比增速均超过 90%，显著高于同期收入增速。公司 25 年经调整净利润达 0.95 亿美元，同比增长 93.53%，增速依然保持高位，对应经调整净利润率达 4.7%，体现出收入规模扩大后的强经营杠杆效应。

图 10：2021-2025 年公司经调整净利润（单位：百万美元）及经调整净利润率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

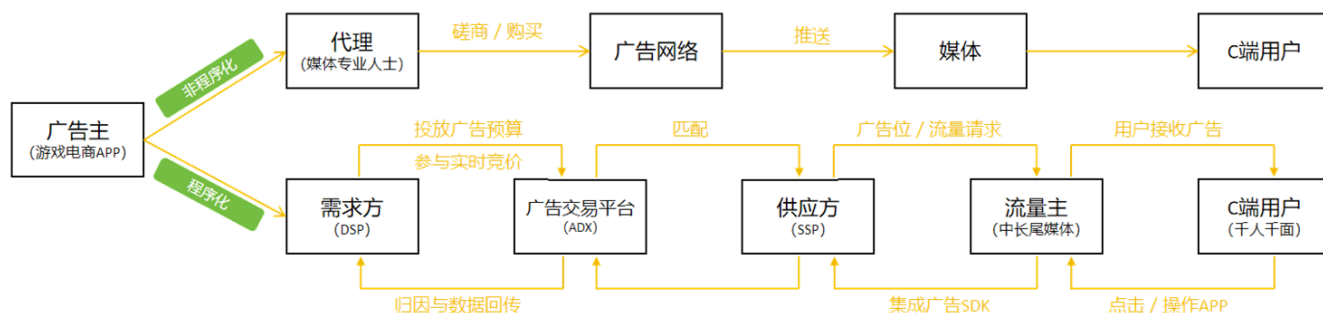
## 2、程序化广告：主导地位增强，第三方平台占比提升

### 2.1 程序化广告正定义数字广告新常态

广告技术分为程序化广告和非程序化广告两种形态，其本质区别在于交易方式和投放精准度的不同。传统非程序化广告依赖于人工谈判、合作关系和固定广告位的采购，流程复杂且投放较为粗放；而程序化广告则以自动化、数据驱动的实时竞价 (RTB) 为核心交易机制。程序化广告通过广告交易平台 (ADX)，在每一次广告展示机会出现时，以毫秒级速度自动完成供需匹配：需求方平台

(DSP) 帮助广告主跨多个交易平台和媒体，基于人群数据、智能算法与投放目标实时出价，竞争广告展示机会。媒体或开发者则通过供应方平台 (SSP) 将广告位接入多个交易平台，以期在保障填充率的同时实现更高的 eCPM，最大化广告收入。这一模式不仅实现了“千人千面”的精准定向、实时效果优化与全局预算高效配置，也自然形成了从数据反馈到算法迭代的闭环系统。

图 11：非程序化广告与程序化广告的区别



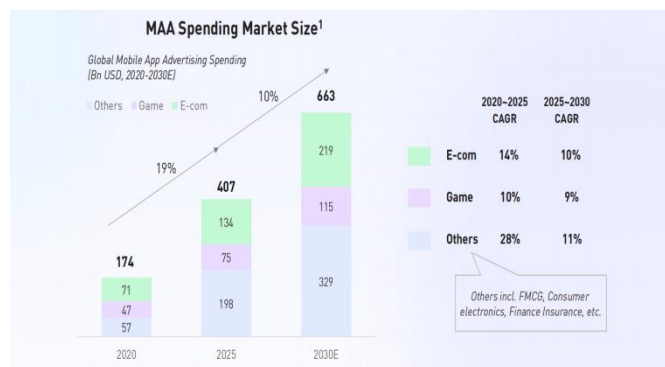
资料来源：公司公告，BidsCube，光大证券研究所

**移动应用生态持续扩张，全球移动应用广告市场保持稳健增长。**根据 Statista 数据，25 年全球移动应用广告支出规模达 4070 亿美元（20-25 年复合增长率约为 19%），并将在 2025-2030 年间以约 9.95% 的年复合增长率扩张，至 2030 年攀升至 6630 亿美元。从用户行为来看，移动应用已成为数字生活的核心入口。Sensor Tower 数据显示，2025 年全球用户在移动应用中的总使用时长达到 5.3 万亿小时，同比增长 3.8%，人均月使用应用数量增至 34 款，广泛涵盖游戏、泛娱乐、工具及 AI 聊天机器人等开放网络（Open Internet）应用，反映出用户对多元化应用场景的需求持续增强。随着用户在移动端的使用时长与场景不断拓展，流量持续向移动端汇集，驱动广告支出向移动端结构性倾斜。

**广告的程序化广告交易渗透率持续提升，主导地位增强。**根据 Statista，MAA（全球移动应用广告）口径下，2020 年程序化广告支出占比达 70%，2024 年程序化广告支出占比已超 80%，2025 年进一步升至 85%-90%，预计 2030 年程序化广告支出占比将达到 90%-95%，意味着届时几乎全部移动应用展示广告都将通过程序化交易完成，广告交易已经全面地从人工交易转向了机器交易。这也意味着程序化交易系统正在成为行业最核心的基础设施。

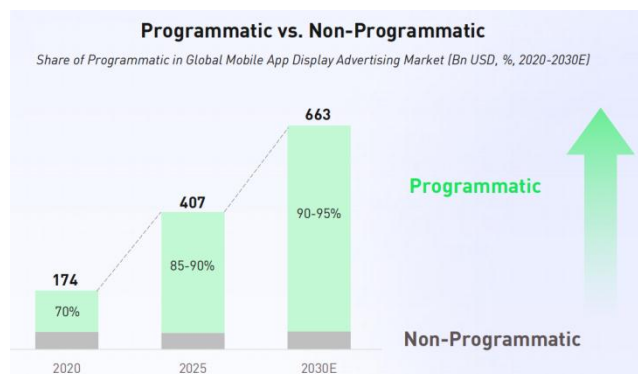
基于以上数据估算，2025 年全球移动应用程序化广告支出规模约为 3459~3663 亿美元，并预计到 2030 年将增长至至少 5967 亿美元，2025-2030 年复合增速为 10.25%~12.73%。DIResearch 研究则显示，2026 年全球程序化展示广告市场规模预计达 3180 亿美元，到 2033 年将增长至 8703.88 亿美元，2026-2033 年复合增长率为 15.47%；而麦肯锡对全球数字广告整体市场的预测显示，乐观估计下至 2040 年的规模约 2.1~2.9 万亿美元，复合增速约为 8~10%。因此，程序化广告的增速明显高于数字广告整体水平，因此我们认为程序化广告已成为行业增长的核心动力。

图 12: 全球移动应用广告支出规模



资料来源: Statista, Newzoo, Expert interview, 公司 25 年业绩演示材料, 光大证券研究所

图 13: 程序化广告占比全球移动广告份额持续上升

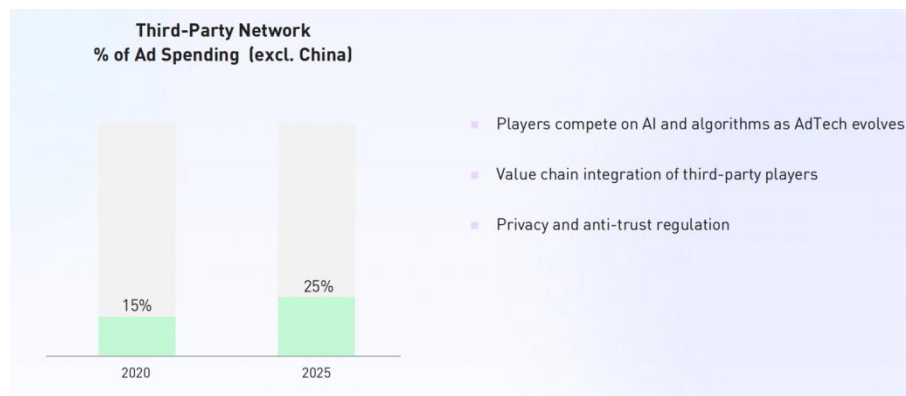


资料来源: MAGNA, Expert interviews, 公司 25 年业绩演示材料, 光大证券研究所

## 2.2 去中心化趋势下，第三方程序化平台兴起

程序化广告的分发渠道主要可分为大媒体与第三方平台。大媒体以 Google、Meta、腾讯、百度、字节跳动为典型代表；第三方平台则包括 Applovin、Unity Ads、汇量科技旗下 Mintegral 等，主要服务于中长尾流量市场。以海外市场（除中国外）为例，根据 Lit research 数据，2025 年第三方平台在广告支出中的占比已从 2020 年的 15% 上升至 25%，市场份额显著提升。但无论海外还是国内市场，大媒体凭借其庞大的用户基础和流量规模，在流量供给端始终占据较大市场，而第三方平台则通过灵活的服务和对中长尾流量的深度挖掘，成为市场不可或缺的补充力量。

图 14: 第三方平台在海外（除中国外）广告市场中的份额持续提升



资料来源: Lit research, Expert interviews, 公司 25 年业绩演示材料, 光大证券研究所

程序化广告平台的产业链参与者按上游、中游、下游划分，可分为：1) 上游的广告主（代理商）；2) 中游的广告技术服务商，包括需求方平台（“DSP”）、广告交易平台（“ADX”）和供应方平台（“SSP”）、提供相关服务的数据管理服务商、监测和分析服务商、归因工具服务商等；3) 下游的媒体流量主，而媒体流量主背后即是终端受众。不同的广告技术服务商凭借其产业链优势和洞察，战略性布局一个甚至多个产业链环节。

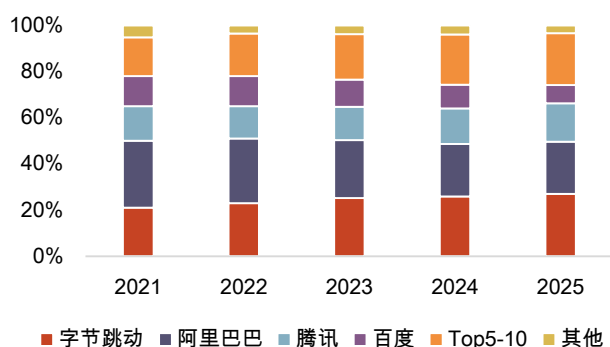
为什么需要第三方程序化广告技术平台？

1) 对于上游广告主，第三程序化平台能有效帮助其提升 ROI 与最终收益。通过像素埋点与 SDK 回传等技术，第三程序化广告平台可实现精准投放，追踪从曝光、点击到注册、付费乃至用户长期价值的完整链路，使广告主能依据真实的 ROI/ROAS 数据，按效果贡献优化预算分配。凭借 DSP 与算法系统，平台能实时进行出价调整与人群优化，并通过 A/B 测试快速验证素材、定向等策略效果，大幅缩短试错周期。在此基础上，广告主还可基于最终收益效果进行付费和按目标出价，从而实现更精细、可控的成本管理。

2) 对于下游媒体流量主侧，海外媒体渠道相对国内更加分散，更有利于第三方平台的成长。

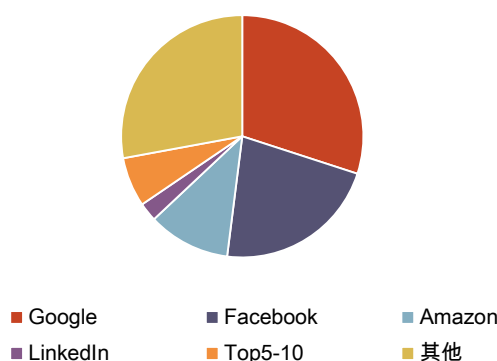
海外市场（以美国为例）的头部媒体集中度明显偏低。根据 eMarketer 数据，2023 年美国移动广告市场 CR10 仅为 72.1%，中长尾流量占比相对较大且高度碎片化。这些海量且分散的媒体自身缺乏构建完整广告平台的能力，因而天然需要接入第三方供应方平台或聚合平台，这构成了第三方平台成长的流量基础。相比之下，中国互联网广告市场集中度更高。头部平台凭借自有流量与一体化广告系统占据主导地位，广告主通常直接与这些平台对接，导致第三方平台主要扮演辅助角色。据中关村互动营销实验室测算，2021-2025 年中国移动广告市场 CR10 长期超过 94%；其中 Top4 平台（字节跳动、阿里巴巴、腾讯、百度）合计份额虽从 2021 年的 78% 降至 2025 年的 74.16%，但仍保持绝对优势。

图 15：2021-2025 年中国移动广告领域市场份额



资料来源：中关村互动营销实验室，光大证券研究所

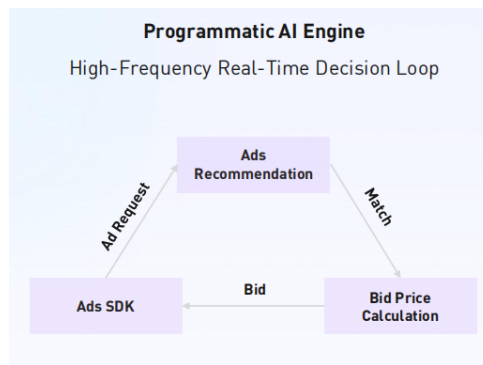
图 16：2023 年美国移动广告领域市场份额



资料来源：eMarketer，光大证券研究所

交易模式方面，在分散的海外市场格局下，传统的“一对一”直投模式因效率低下与成本高昂，催生了对高效程序化交易的天然需求。程序化平台交易模式通过统一的广告交易平台，将海量中长尾流量整合纳入实时竞价体系：对媒体方，一次集成 SDK 即可对接全球广告预算；对广告主，通过少数聚合平台或 DSP 便能高效采购全球流量。这种模式完美匹配了海外广告主习惯通过独立 DSP 进行多渠道投放的生态，从而推动第三方平台演变为海外流量的交易枢纽与基础设施。

图 17：程序化平台交易模式



资料来源：公司 25 年业绩演示材料，光大证券研究所

近年来海外隐私保护与反垄断监管双重收紧，也正改变流量媒体侧移动广告平台的竞争格局。以 GDPR、CRPA 为代表的法规，以及苹果 ATT 框架的推行，显著限制了跨应用、跨网站的数据追踪能力，从而直接削弱了 Meta、Google 等传统巨头依赖广泛用户画像进行精准投放的优势。这些政策不仅抬高数据获取与使用的合规门槛，也通过反垄断调查（如欧盟对 ATT 涉嫌巩固市场地位的审查）进一步制约了大平台利用隐私工具维系垄断的可能性。在此背景下，依赖设备 ID 和第三方 Cookie 的粗放定向模式难以为继，行业加速向第一方数据、上下文定向及预测建模转型。而这一转变恰恰为 Mintegral 等第三方程序化平台创造了机遇：它们无需收集可识别个人身份的数据，而是通过 SDK 与 SaaS 工具合规地汇聚海量匿名行为数据，并利用基于上下文信息的机器学习模型，不断优化 LTV 和 ROI 的预测能力。因此，在隐私新规下，这类平台反而能帮助广告主重建可测量、可优化的广告体系，逐渐成长为连接碎片化流量、平衡数据效用与隐私保护的新一代基础设施。

图 18：iOS14.5 后更新的 ATT 功能



资料来源：iPhone 系统，光大证券研究所

图 19：CRPA 法规成立

What are your California consumer privacy rights?

Californians' privacy rights were officially established with the passage of the California Consumer Privacy Act (CCPA) in 2018.

In 2020, California voters approved [Proposition 24, the California Privacy Rights Act \(CPRA\)](#), which amended the CCPA and added additional consumer privacy rights and obligations for businesses.

Download our brochure (available in [English](#) or [Español](#)), or read more about your rights below.

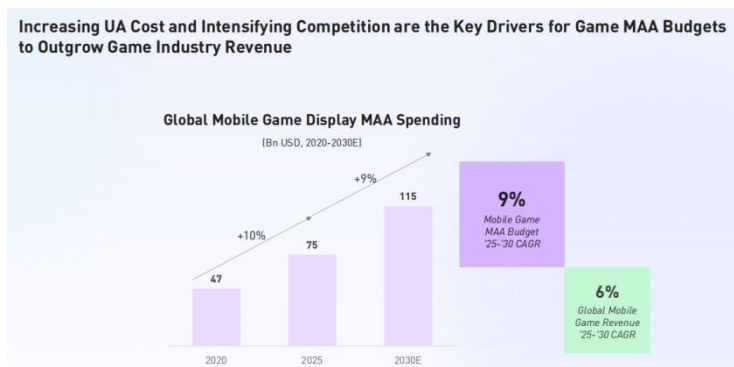


资料来源：加利福尼亚州官方网站，光大证券研究所

### 2.3 程序化广告的基本盘——游戏行业

25 年全球移动应用广告支出规模达 4070 亿美元，其中游戏类应用仍是重要细分板块，该品类广告支出约 750 亿美元，占比 18.43%。在众多采用程序化广告的垂直行业中，移动游戏不仅是其最早、最彻底的实践者，更是推动该模式发展与成熟的核心驱动力。这主要源于游戏业务独有的三大内在特性：

图 20: MAA 口径下全球移动游戏展示支出规模



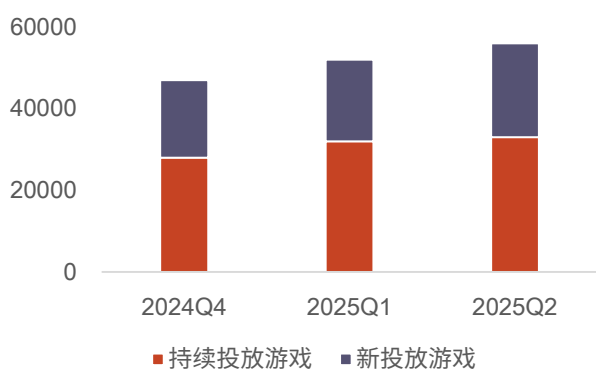
资料来源: Statista, AppsFlyer, Lit research, Expert interviews, 公司 25 年业绩演示材料, 光大证券研究所

**1、游戏行业高度依赖买量，投放预算占比高。**对于绝大多数手游厂商而言，用户获取成本往往占据整体营销开支的大头，甚至可以接近或超过研发成本。游戏生命周期中，买量节奏直接决定流水规模与回本周期，任何投放效率的提升都能直接改善项目的回本情况和盈亏平衡点。因此，手游厂商是最愿意、也最有动力尝试程序化广告与各种智能出价模型的一类广告主，Applovin、Mintegral、Unity、各大用户获取平台的客户案例也几乎都从游戏切入。

**2025-2030 年游戏广告预算增速将超过游戏行业收入增速。**根据 Statista 数据显示，预计移动游戏 MAA2025-2030 年复合年增长率为 9%，而同期移动游戏收入增速仅为 6%，主要系游戏内容的供给侧增速快于用户时长的增速，游戏厂商对终端用户市场的竞争趋于激烈。

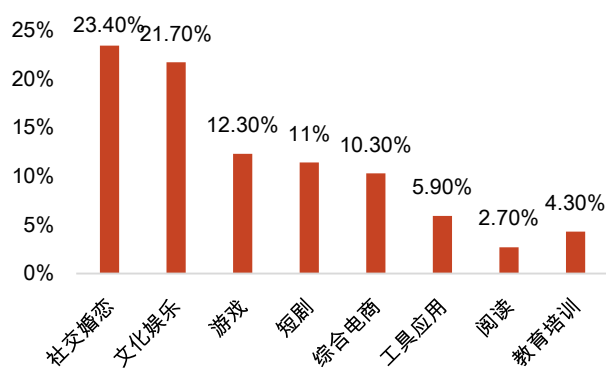
**AppGrowing 监测显示，2025 年上半年海外手游市场持续增长：**在投手游数量从一季度的 5.1 万款增至二季度的 5.6 万款，其中二季度新投放游戏数量环比增长 15%。25H1 海外月均在投手游数同比增长 27.6%，反映出厂商极为积极的投放态度。而在我国 2025 年全网移动广告投放行业分布中，游戏、短剧、电商分别位列第三至五位。

图 21: 海外市场在投手游数量趋势 (单位: 个)



资料来源: Appgrowing, 光大证券研究所

图 22: 2025 年我国全网移动广告投放素材条数行业分布



资料来源: Appgrowing, 光大证券研究所

**2、游戏行业数据反馈闭环完整，消费决策路径极短。**游戏下载和内购（尤其是小额消费）属于低决策成本的冲动型体验消费，使得“点击-安装-付费”的转化路径较短且完整，这让广告效果（如 CPI,ROAS）能在短时间内被验证和优

化，快速跑通程序化投放模型。而电商、金融、汽车等其他行业用户决策链条更长，考虑因素更多，很难用一次点击或安装来衡量用户的最终价值；它们的“转化”定义更复杂，数据模型更难构建，模型验证和迭代速度慢。根据 AppsFlyer 与 Supersonic 的合作案例，采用价值优化模型后，游戏广告的 D7 ROAS 可提升超过 40%，激活量增长达 4 倍。相比之下，汽车等大宗消费品的决策周期长达数周，且线上线下数据割裂，模型构建与迭代难度显著更高。

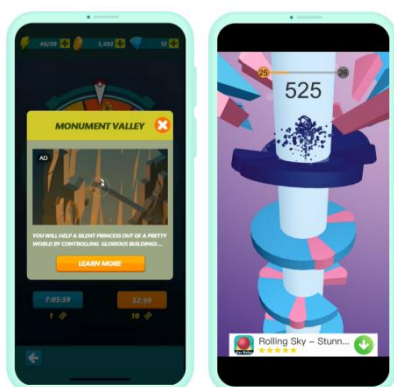
图 23：不同行业广告消费路径



资料来源：光大证券研究所整理

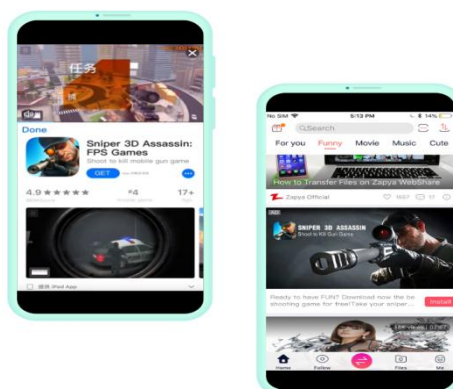
3、游戏作为媒体侧，其广告形式高度原生，实现用户体验与变现平衡。游戏产品本身就是高度互动的数字内容，适配多种广告形式，其体验与激励视频、试玩广告等形式能实现无缝融合。通过提供游戏内奖励（如道具、生命值）与用户进行价值交换，游戏广告不仅不构成干扰，反而内化为玩法的一部分。另外所有广告展示、交互与转化数据均可被精细统计与实时回传，使第三方案程序平台能通过 A/B 测试持续优化广告位、频次与奖励机制，平台可以基于素材表现不断微调投放策略，把最佳素材分发到最合适的人群。在保障用户体验的前提下，平台得以同时最大化媒体侧收益与广告主效果，构建出可持续的健康生态。相比之下，其他大多数行业难以复现如此原生、互动的广告场景，其广告展示更易被视为对用户体验的中断。

图 24：插屏广告和横幅广告示意



资料来源：汇量科技官网，光大证券研究所

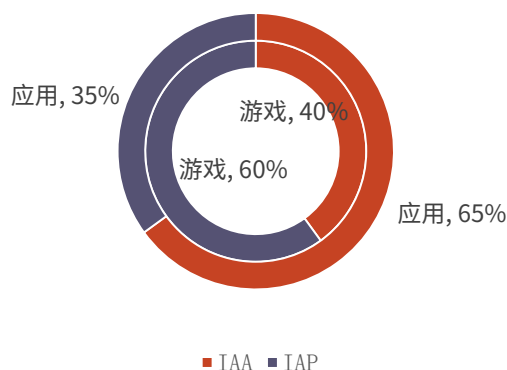
图 25：原生广告示意



资料来源：汇量科技官网，光大证券研究所

从变现结构看，当前移动应用变现模式正加速向混合变现演进。根据 Statista 数据显示,2025 年全球移动应用总收入预计达 5860 亿美元，其中应用内广告（IAA）贡献约 65%，应用内购买（IAP）占 35%，且 IAA 收入增速显著快于 IAP。在游戏领域，收入结构虽仍以 IAP 为主（约占 60%），但 IAA 增速持续领先，休闲游戏通过引入 IAP 降低对广告的依赖，中重度游戏则在 IAP 增长放缓下增加低干扰广告，推动混合变现成为主流。

图 26：2025 年全球移动应用/游戏总收入分变现结构占比



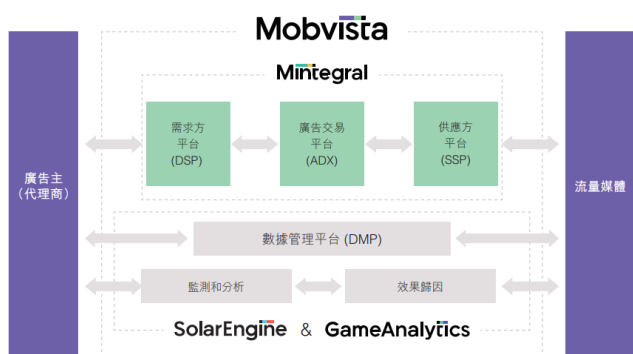
资料来源：Statista, 光大证券研究所

### 3、数据+算法飞轮，经营杠杆效应凸显

#### 3.1 公司业务：以程序化广告平台 Mintegral 为核心

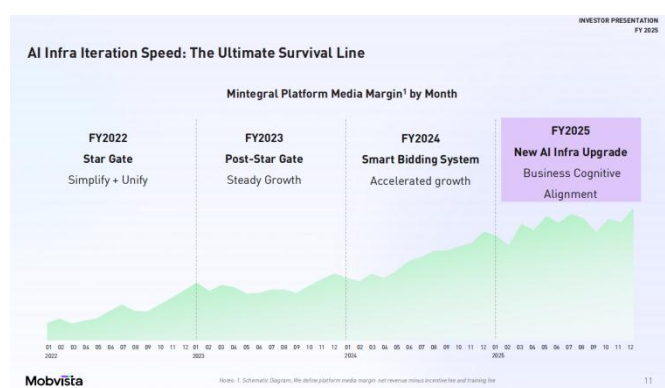
作为第三方移动程序化广告平台，Mintegral 对产业链中游的覆盖相对完整。该平台业务涵盖 DSP 和 SSP 两侧，并提供实时竞价的 ADX，其中 SSP 侧负责聚合海外的中长尾流量。公司当前资源开发侧重于 DSP 侧，其核心是“SmartBidding”智能出价产品，广告主为效果消费，利用机器学习预测用户价值并实时动态出价，已成为核心增长引擎。同时，公司长期持续建设 AI Infra，2025 年通过组件化、零代码改造流程，并结合 LLMs 与 AI Agents，实现业务与技术的高效协同。

图 27：公司在程序化广告技术产业链中的战略布局



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 28：公司 AI 基础设施更新迭代



资料来源：公司 25 年业绩演示材料，光大证券研究所

上游以全球游戏、电商与内容类应用开发者等效果类广告主为主，涵盖轻度游戏、中重度游戏以及 APP 与电商等多个垂类。下游则对接海外中长尾流量为主的应用程序 Apps，并也会通过实时竞价的方式接入并竞拍头部广告交易平台所开放的第三方媒体流量。Mintegral 平台可直接触达广告主与流量发布者，并且有相当一部分客户同时也是流量发布者。这种双向合作模式深化了公司与客

户的合作关系，而数据闭环又使公司得以更好地提升算法能力，带来更高的客户留存率，并提升了在产业链中的议价权。

### 3.2 核心竞争力：飞轮效应+经营杠杆

汇量科技的核心竞争力包括：

#### 1) 早期积累一定的供给侧流量优势

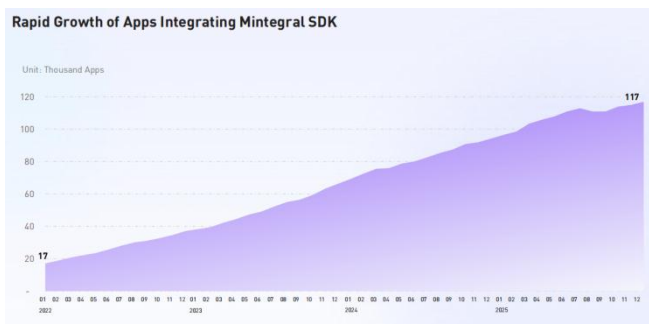
得益于公司初期非程序化广告业务，Mintegral 平台迅速积累了大量客户资源。在流量侧，其通过开发者激励计划吸引大量优质流量对接，并通过收购 GameAnalytics 快速进入欧美游戏开发者生态圈子，形成了规模化的流量生态。

**公司依托 SDK 集成的规模优势，构筑了事实上的排他性壁垒。**截至 2025 年末，Mintegral SDK 的应用数量已从 2022 年初的不足 2 万款，快速增长至 2025 年底的超过 11.7 万款，公司并没有在此过程中投入额外的营销费用，这一趋势体现了平台的网络效应。相应来自 SDK 的广告请求量从 2022 年的 160 亿/天增长到 2025 年的 1480 亿/天，算上来自广告交易所的广告请求，2025 年每天要处理超过 4000 亿次广告请求。

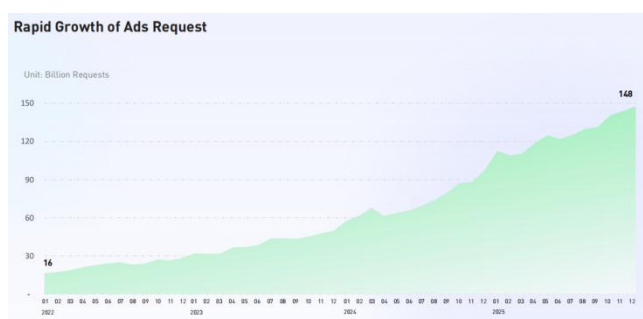
对于应用开发者而言，由于 SDK 的稳定性直接关系到应用核心体验，同时集成过多 SDK 会增加应用大小、影响性能，且更换 SDK 需投入额外的重新编码与发布成本，因此通常只会精选少数几个（一般为 5-8 个）核心第三方广告 SDK 进行长期深度集成。这使得 Mintegral 一旦被选中并集成，便与开发者形成了高替换成本的稳定合作关系，构筑了事实技术上的“排他性”护城河。

图 29：SDK 集成数量

图 30：来自 SDK 的广告请求数量



资料来源：公司 25 年业绩演示材料，光大证券研究所



资料来源：公司 25 年业绩演示材料，光大证券研究所

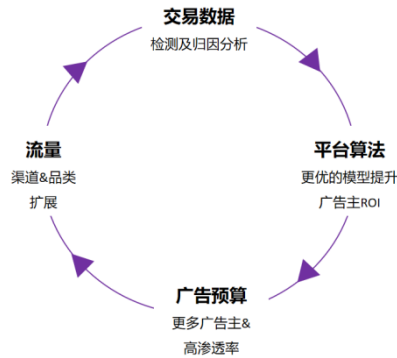
#### 2) 数据+算法构筑飞轮效应

公司以 Mintegral 程序化广告平台为中枢，构建了连接广告主与开发者的双边市场生态：平台服务大量兼具“广告主”与“流量方”双重身份的客户，一方面通过广告竞价获取点击、转化数据，另一方面通过客户回传获得应用内的用户行为、留存乃至付费等全链路后效数据，形成了生态内的数据自循环。这种“数据越多→算法越准→广告主投放效果越好→更多广告预算”的自我强化飞轮，相对新进入者形成一定的竞争优势。

**公司持续强化技术实力，优化算法基建。**1) **算力方面**：公司主要通过云厂商租赁算力资源，可以根据业务规模灵活扩展；具体到算力和线上的节点规模，公司从 2022 年的 1.25 万个节点扩张到了 2025 年的 4.1 万个节点，25 年公司云

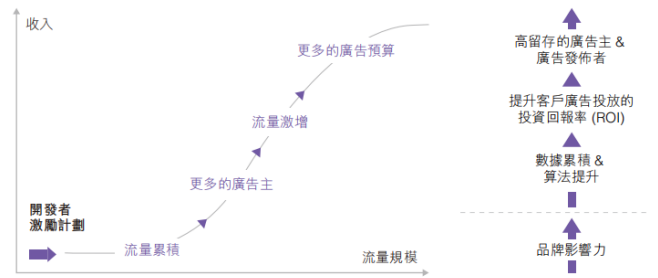
基础设施投入首次突破 1 亿美元。公司 AI 基建体现在每年持续增加的研发投入上，2025 年研发费用为 187.7 百万美元，同比增长 23.3%。2) 团队方面：25 年公司使用内部成为“组件化”的方式对研发工作流程进行全面改造，推动 Mintegral 平台从编程语言的显性编程，到基于提示词意图和数据流配置的隐性编程，使用 AI 大量辅助代码生成、测试、上线和运维。除了提升研发效率，组件化的研发范式能让一线非技术背景的业务团队通过配置数据流的方式参与到整个广告算法策略的迭代中，有效降低了产研团队与业务团队的沟通成本。Mintegral 核心团队规模呈现下降的趋势，并在 25 年年末首次少于 200 人规模，人均创收从 24 年的 600 万美元提升到 25 年的 1100 万美元。

图 31: Mintegral 广告技术业务的飞轮效应



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 32: 公司不断强化自身优势

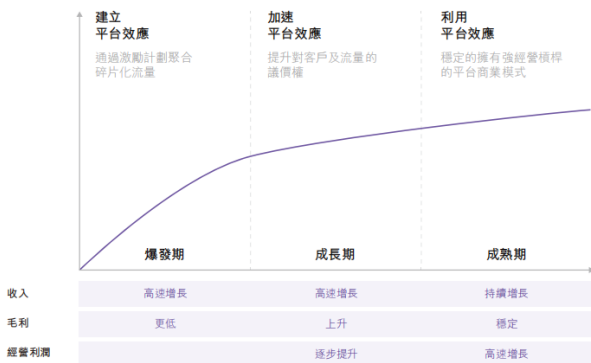


资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 3) 规模效应与经营杠杆

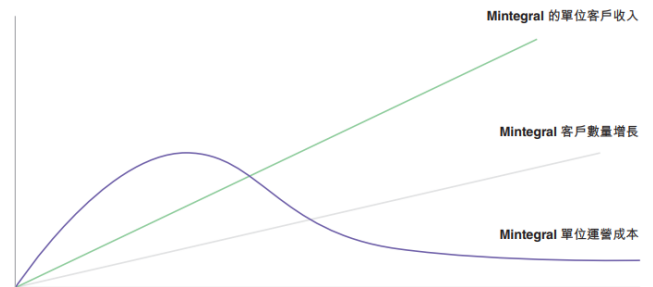
2025 年公司收入同比增长 35.74%，而经营利润与调整后净利润同比增速分别高达 170.25%与 93.53%，利润增长显著超越收入增速，经营杠杆效应凸显。这一杠杆效应源于规模扩大对单位成本的摊薄：随着行业知名度提升，新增客户及投放预算增加，已有客户留存与净扩张率持续向好，推动收入规模可持续增长；同时，更多开发者接入 Mintegral 平台，流量规模不断扩大，规模效应驱动单位流量成本占 Ad-tech 收入比例逐步优化（已从 2021 年的 80.6%下降至 2025 年的 74.4%），叠加云资源议价权增强及研发等固定费用率下降，平台毛利率得以提升。这标志着公司已进入“规模扩大 → 成本率与费用率下降 → 利润率提升 → 利润加速增长”的良性循环，为其向高价值业务的战略转型提供了坚实的财务基础。

图 33: Mintegral 广告技术业务的规模效应



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 34: Mintegral 广告技术业务的经营杠杆



资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 3.3 竞对分析：公司实现差异化突围

**从产品闭环完整性看：**AppLovin 构建了行业最完整的程序化广告闭环，覆盖 DSP、聚合平台、ADX、归因全链路，“广告+发行”双轮驱动确立游戏生态强势地位。Unity 依托引擎生态形成“工具+广告”架构，LevelPlay 聚合平台与 SSP 结合，实现从开发到变现的闭环。汇量科技以 Mintegral 覆盖 DSP、SSP、ADX，但缺少独立聚合平台。易点天下以“整合营销服务+广告平台业务服务”双轮结构，依托 Cyberclick 系统整合头部媒体代理，利用自研程序化广告平台 zMaticoo 对全球中长尾流量进行聚合与变现，形成服务中国出海企业的特色矩阵。

**上下游资源方面：**AppLovin 与 Unity 以游戏全品类广告主为核心需求侧，汇量科技聚焦轻度游戏及中小开发者，易点天下深耕中国出海企业、电商与互联网为主力。供给侧，AppLovin 凭借 MAX 聚合平台覆盖头部及中长尾媒体，Unity 依托 SSP 网络与聚合平台 LevelPlay 整合应用生态流量，汇量科技以 SDK 覆盖中长尾流量具备先发优势，易点天下“头部代理+中长尾自研”并重。

#### 财务方面：

收入结构上，AppLovin 以广告平台收入为主（近乎 100%），Unity 中 Grow（广告）占比约 66%，汇量科技 Ad-tech 占比超 99%，易点天下整合营销与广告平台收入约各占 50%。收入确认方式差异影响盈利指标的可比性：AppLovin 与 Unity 采用净额法确收，收入绝对值未能反映真实广告流水规模，毛利率及利润率偏高；而汇量科技与易点天下采用总额法确收。2025 年 AppLovin 净收入规模为 54.81 亿美元，毛利率为 87.86%，根据三方估算若按照 50%的 take rate 计算，按总额法计入的收入为 109.61 亿美元；2025 年汇量科技 Ad-tech 业务收入规模为 20.29 亿美元，take rate 为 25.56%、毛利率为 21.2%；2025 年易点天下广告平台业务收入为 18.38 亿元（vs 2024 年的 12.34 亿元同比增加 48.92%），毛利率为 20.31%。

面向未来，公司战略重点可概括为“两条主线”：一是沿“数据—算法—规模”路径持续升级 AI 智能出价和创意自动化能力，实现 IAP 产品的跑通；二是在保持游戏基本盘稳健的同时，加速向电商、工具、短剧等非游戏垂类破圈。

表 3：汇量科技竞对分析

层面	维度	汇量科技	AppLovin	Unity	易点天下	
业务技术	定位	全球化第三方移动广告技术平台，主要定位成为第二大第三方程序化广告平台	第三方程序化移动广告行业龙头和游戏发行商，主要定位系移动应用变现+买量平台	“引擎+广告双平台”：Create 游戏引擎业务（实时 3D 引擎/工具）+ Grow 广告业务（广告与聚合）	中国企业出海效果营销服务商，分为营销服务和数字化服务，主打“AI+BI+CI”出海全链路聚合	
	主要产品	主营业务相关产品	Mintegral (DSP/SSP/ADX/SDK) Nativex (非程序化/代理) GameAnalytics/Playturbo/ XMP/SolarEngine 等	AppDiscovery（需求侧用户获取） MAX（供给聚合平台，实时竞价） Adjust（数据归因）+Wurl（触达高 CTV 用户）	Create: Unity Pro 等引擎 Grow: LevelPlay（聚合） IronSource Ads/Unity Ads (SSP)+Unity Analytics（收集用户数据）+Unity Vector（数据分析）	整合营销服务：Cyberclick（对接流媒体） 广告平台业务：zMaticoo（程序化广告平台） Yeahmobi（中长尾媒体资源整合）
		DSP	Mintegral	AppDiscovery	Unity Ads	zMaticoo/Cyberclick
		聚合平台	-	MAX	LevelPlay	-
		SSP	Mintegral	MAX	Unity Ads	zMaticoo/Yeahmobi
		归因平台	SolarEngine	Adjust	Unity Analytics	FunsData
	定价/结算	Ad-tech: oCPI/CPI; Mar-tech: 订阅/使用量	以实际效果付费，如 CPI/CPA/ROAS	Grow: CPM/部分 IAP ROAS; Create: 订阅/席位	效果广告服务: CPA/CPC/CPM+KPI 头部媒体账户管理服务: CPM/CPC	
广告主和流量主	供给需求两侧	需求：主要服务轻度游戏广告主等独立/中小开发者	需求：覆盖轻度中重度全球手游广告主及部分非游戏广告主；	Grow 业务 需求：覆盖全球轻度到重度手游	需求：以中国出海企业为主，以电商和互联网企业为主（占比约	

		供给: SDK 覆盖的中长尾媒体	供给: MAX 聚合覆盖广、头部资源多 (Meta、Google 等)	游戏广告主/开发者; 供给: 覆盖中长尾流量	30%), 还包含游戏、应用、短剧、金融、教育; 供给: 通过自研平台聚合长尾流量, 并通过代理业务撬动, 头部+中长尾均涉及, 其中大媒体流量偏多
优势与局限	护城河	先发优势, 中长尾覆盖能力; 跨媒体覆盖×出价/创意算法; 工具链与投放正反馈闭环	布局完整覆盖第三方程序化广告产业链; 先发优势, 头部及中长尾覆盖能力; 供给侧拥有主流聚合平台 (MAX) + 算法领先 (AXON), 数据闭环带来的飞轮效应已运转起来	唯一可以同时创造和增长游戏的平台。引擎锁定效应 (开发者生态) + “制作→变现” 两端协同效应	深耕中国企业出海, 以电商广告起家, 与头部广告主 (阿里、SHEIN 等) 及头部媒体 (Google, Meta 等) 合作紧密。凭借 “AI 技术+媒体渠道” 双重能力, 成为 AppLovin 大中华区首家电商一级代理
	局限	缺乏聚合平台	产业链相对完整, 有一定监管风险	主要接入第三方 DSP	对头部媒体的议价能力较弱
财务数据	收入结构	25 年: Ad-tech 为主 (程序化+非程序化/代理), 占比大于 99%; Mar-tech 为辅 (数据反哺)	25 年: 100%来源于平台收入	25 年: Create (订阅/服务) + Grow (广告) 的 “软件+广告” 混合结构, 其中 Grow 业务占比约 66%	整合营销服务与广告平台业务分别占比 51%和 48%
	收入口径	收入以总额法计算 25 年: 20.47 亿美元	收入以净额法计算 25 年: 54.81 亿美元	收入以净额法计算 25 年: 18.50 亿美元	收入以总额法计算 25 年: 5.28 亿美元 (财报口径: 38.30 亿元)
	take rate (净收入/收入)	25 年广告技术业务 take rate 为 25.56%, 毛利率为 21.2%	25 年的毛利率为 87.86% (take rate 根据三方估算约为 50-60%)	25 年的毛利率高达 74% (take rate 根据三方估算约为 30-35%)	25 年整合营销服务毛利率 8.89%, 广告平台业务毛利率 20.31%

资料来源: 各公司官网、各公司公告, 光大证券研究所

## 4、盈利预测

**收入方面:** 我们预测 2026-2028 年公司收入分别为 26.14/32.47/39.57 亿美元, 同比增长分别为 27.7%/24.2%/21.9%。收入拆分具体如下:

### 1.广告技术业务 (Ad-tech)

公司收入高度集中于广告技术业务板块, 25 年收入占比约 99%, 以程序化广告为主。

1) **程序化广告业务:** 为公司核心业务, 由 Mintegral 平台承担, 25 年收入占广告技术业务收入的 96.7%。考虑到 Mintegral 平台常年 70%以上收入来源于游戏行业, 因此我们在此基础上对 2026-2028 年收入进行分行业估算:

- **游戏类客户:** 游戏广告收入 24/25 年增速分别为 37%/41%。游戏广告收入自 24Q3 起进入加速发展阶段, 24H2 同比增长 57% (vs24H1 同比增长 16%), 主要系 IAA 产品有所放量; 25H1 游戏广告收入延续 52%的同比增速, 但 25H2 进入相对平台期, 同比增速放缓至 33%, 但环比 25H1 仍有 21%的增长。根据公司管理层规划, 2026 年将重点推进 IAP 产品发展, IAP 增速快但放量仍需要 1-2 年的窗口期, IAA 产品进入平台期后增长稳中有降。因此, 我们预计 26H1/26H2 游戏广告收入同比增长 36.1%/30.4%; 预计 27/28 年同比增速分别为 28.0%/25.0%。
- **非游戏类客户:** 非游戏广告收入 24/25 年增速分别为 82%/24%。公司非游戏客户以电商、社交娱乐类为主, 25 年非游戏广告收入增长有所降速 (25H1 增速 41%, 25H2 增速 12%), 降速系关税、中美关系对电商广告主投放意愿产生影响。我们预计 26-28 年非游戏业务收入同比增速分别为 11.5%/10.0%/8.0%。

因此我们预计 26-28 年程序化广告业务同比增速为 27.5%/24.0%/21.6%。

**2) 非程序化广告业务:** 该业务为传统手工出价广告产品, 由 Native 平台承接, 收入占比较低, 该业务 24/25 年增速分别为-18.8%/43.9%, 24 年公司主动收缩低效渠道, 集中资源于高性价比中长尾流量, 25 年该业务重回较高增长, 核心驱动来自战略聚焦、IAP 客户预算增长以及短剧出海红利。考虑全球移动应用广告市场仍在扩容, 非程序化广告业务作为补充获客渠道, 承接 ROAS 外的增量预算, 我们假设 26-28 年非程序化广告业务同比增速分别为 40%/35%/30%。

综上, 我们预计 26-28 年广告技术业务收入分别为 25.95/32.28/39.38 亿美元, 同比增长 27.9%/24.4%/22.0%。

## 2. 营销技术业务

该业务为公司辅助广告技术业务的一部分, 占营收比重较小, 近年收入占比不足 1%, 对整体业绩影响有限, 因此我们粗略预计 26-28 年营销技术业务收入分别为 18.32/18.65/18.93 百万美元, 同比增长 2.0%/1.8%/1.5%。

**成本方面:** 公司营业成本主要来自广告技术业务。

**1. 广告技术业务:** 主要由流量获取成本和服务器成本构成。其中, 流量获取成本系向流量拥有者或管理者采买广告资源以展示客户广告所产生的费用, 通常根据广告展示次数与开发者进行结算, 为占公司营收大头且无法节省的必要开支; 服务器成本则主要为云计算资源支出。2025 年广告技术业务成本率呈微降趋势, 主要受益于服务器成本占比的优化。因此, 我们认为随着业务规模扩大、资源使用效率提升及云服务单价优化, 服务器成本占收入的比重有望持续下降。因此我们预计 26-28 年广告技术业务成本率分别为 78.72%/78.22%/77.82%。

**2. 营销技术业务:** 主要系其他的运营成本。2025 年营销技术业务成本率略有上升, 考虑到该业务仍处于产品迭代与结构调整阶段, 预计短期内成本率将延续小幅上升趋势, 因此我们预计 26-28 年营销技术业务成本率为 31.71%/32.71%/33.71%。

**毛利方面:** 结合上述收入及成本假设, 我们预计公司 26-28 年毛利润分别为 5.65/7.16/8.86 亿美元, 对应毛利率为 21.61%/22.05%/22.39%。

### OPEX 费用方面,

**销售费率:** 公司 25 年销售费率为 3.89%。我们认为随着公司业务规模效应显现, 销售费率预计保持下降趋势, 我们预计 26-28 年的销售费率分别为 3.60%/3.35%/3.10%。

**研发费率:** 公司 25 年研发费率为 9.17%, 我们认为随着公司业务规模效应显现, 以及 IAP 模式补贴买量的相对控制, 预计 26-28 年的研发费率分别为 8.4%/7.6%/6.9%。

**管理费率:** 公司 25 年管理费率为 3.48%, 考虑到公司持续提升经营效率, 叠加公司人员精简的推进, 预计 26-28 年的管理费率为 3.0%/2.6%/2.2%。

综上, 我们预测 2026-2028 年公司实现经调整净利润 1.60/2.46/3.47 亿美元 (yoy+67%/54%/41%), 对应净利润率为 6.11%/7.58%/8.77%。

表 4: 汇量科技收入利润预测

单位: 百万美元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	1,508	2,047	2,614	3,247	3,957
yoy	43%	36%	28%	24%	22%
<b>1.广告技术业务收入 ad tech</b>	1490	2029	2595	3228	3938
yoy	44%	36%	28%	24%	22%
<b>1)程序化广告 (Mintegral)</b>	1,443	1,961	2,500	3,100	3,771
yoy	47%	36%	28%	24%	22%
占比 (全部营收)	95.7%	95.8%	95.7%	95.5%	95.3%
日均广告流水 (收入/天数)	3.94	5.37	6.85	8.49	10.33
<b>游戏类型客户</b>	1,040	1,462	1,944	2,488	3,110
yoy	37%	41%	33%	28%	25%
占比 (Mintegral 收入)	72%	75%	78%	80%	82%
<b>非游戏类型客户</b>	403	499	556	612	661
yoy	82%	24%	12%	10%	8%
占比 (Mintegral 收入)	28%	25%	22%	20%	18%
<b>2)非程序化广告(Native)</b>	47	68	95	128	167
yoy	-19%	44%	40%	35%	30%
占比 (全部营收)	3.1%	0.9%	3.6%	4.0%	4.2%
<b>2.营销技术收入 mar tech</b>	18	18	18	19	19
yoy	12.3%	2.5%	2.0%	1.8%	1.5%
<b>主营业务成本</b>	1,191	1,613	2,049	2,531	3,071
成本率	79.0%	78.8%	78.4%	78.0%	77.6%
<b>1. 广告技术业务成本</b>	1,187	1,607	2,043	2,525	3,064
成本率	79.7%	79.2%	78.7%	78.2%	77.8%
<b>2.营销技术业务成本</b>	4	6	6	6	6
成本率	23.7%	30.7%	31.7%	32.7%	33.7%
<b>毛利</b>	316	434	565	716	886
毛利率	21.0%	21.2%	21.6%	22.0%	22.4%
<b>1.广告技术业务毛利</b>	303	422	552	703	874
毛利率	20.3%	20.8%	21.3%	21.8%	22.2%
<b>2.营销技术业务毛利</b>	13	12	13	13	13
毛利率	76.3%	69.3%	68.3%	67.3%	66.3%
<b>经营费用</b>	276	339	392	440	483
yoy	39%	23%	16%	12%	10%
费用率	18.3%	16.5%	15.0%	13.6%	12.2%
<b>销售及市场推广开支</b>	63	80	94	109	123
yoy	24%	26%	18%	16%	13%
费用率	4.2%	3.9%	3.6%	3.4%	3.1%
<b>研发开支</b>	152	188	220	247	273
yoy	62%	23%	17%	12%	11%
费用率	10.1%	9.2%	8.4%	7.6%	6.9%
<b>一般行政开支</b>	61	71	78	84	87
yoy	13%	17%	10%	8%	3%
费用率	4.0%	3.5%	3.0%	2.6%	2.2%
<b>经调整净利润</b>	49	95	160	246	347
yoy	158%	94%	67%	54%	41%
<b>净利润率</b>	3.3%	4.7%	6.1%	7.6%	8.8%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

## 5、估值分析

汇量科技深耕全球程序化广告与营销科技赛道，依托 Mintegral 平台实现收入高速增长，叠加 AI 算法优化与规模效应，利润有望持续加速释放，我们采用 PE 及 PEG 估值法进行估值。考虑到公司核心为 AI 驱动的全球化广告技术平台，具备高成长、高经营杠杆、出海营销属性，我们选取 AppLovin、Unity、The Trade Desk、Meta、易点天下、蓝色光标作为可比公司。

- 1) AppLovin：全球程序化广告领域的标杆企业，主打 AI 驱动的应用获客与广告变现服务。公司依托自研 AXON AI 引擎与 MAX 广告聚合平台，为移动应用开发者提供全链路营销解决方案，技术架构与产品体系成熟。其业务以移动游戏广告为核心，同时覆盖电商、社交等多元广告主，采用双边平台模式运营，具备明显的规模效应与高成长特性。
- 2) Unity：全球领先游戏引擎与移动广告科技平台，业务覆盖游戏开发、用户获取与广告变现全链路。公司依托 Vector AI 算法与 LevelPlay 广告聚合体系，为全球移动应用与游戏开发者提供智能投放、流量聚合与效果优化服务，技术架构与商业化路径成熟。
- 3) The Trade Desk：全球领先独立程序化广告需求方平台（DSP），专注于品牌方、广告代理商提供云端自助式全域广告投放与优化解决方案，在全球数字广告技术领域具备标杆地位。公司以 Koa AI 智能引擎为核心技术，支持跨设备、全渠道实时竞价与数据驱动决策。
- 4) Meta：全球社交与数字广告龙头，依托 Facebook、Instagram 等核心产品构建全球最大社交流量生态，广告业务收入规模与行业影响力位居全球前列。公司以 Advantage+ 智能投放体系与 AI 推荐算法为核心技术，为全球广告主提供精准投放、效果优化与全域营销解决方案，AI 驱动广告效率与 ROI 持续提升。
- 5) 易点天下：国内领先全球化智能营销服务商，专注为企业提供出海广告投放、用户增长与全链路营销解决方案。公司以效果广告为核心业务，依托自研 AI 技术与程序化广告平台，为跨境电商、移动游戏、工具应用等广告主提供精准投放与优化服务。
- 6) 蓝色光标：国内领先 AI 营销科技集团，核心覆盖出海广告投放、全案数字营销与 AI 智能投放服务，全球化布局完善。公司以 BlueX 程序化平台与 BlueTurbo AI 引擎为技术核心，深度对接 Meta、Google、TikTok 等全球媒体，为游戏、电商、社交等广告主提供全域智能投放解决方案。

可比公司 2026 年预测 PE 平均值为 63x，25-28E 经调整净利润年均复合增速均值为 26%，2026 年预测 PEG 均值为 2.3x。若剔除 A 股易点天下、蓝色光标，美股可比公司 2026 年预测 PE 平均值为 21x，25-28E 经调整净利润年均复合增速均值为 21%，2026 年预测 PEG 均值为 1.0x。

汇量科技 2026 年预测 PE 为 23x，低于于可比公司平均水平，略高于美股可比公司平均水平 21x。但公司当前处于业绩加速成长期，25-28E 经调整净利润年均复合增速为 54%，2026 年预测 PEG 仅为 0.4x，明显低于可比公司平均水平。

我们认为，公司是跻身全球第一梯队的中国第三方程序化广告平台，Mintegral 位列全球应用内广告头部阵营，在出海营销赛道具备稀缺性，对比 AppLovin、Unity 等全球龙头，汇量科技估值仍有较大修复空间。

表 5: 汇量科技相对估值

证券代码	证券名称	市值 (亿元, 原始币种)	经调整净利润 (亿元, 财报货币)				25-28E 三年 CAGR	PE (x)				PEG			
			25A	26E	27E	28E		25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
APP.O	Applovin	1,577	33	52	69	85	37%	47	30	23	18	1.3	0.8	0.6	0.5
U.N	Unity	119	4.4	4.9	6.1	7.8	21%	27	24	20	15	1.3	1.2	1.0	0.7
TTD.O	Trade Desk	115	8.7	9.9	11.3	12.8	14%	13	12	10	9	1.0	0.9	0.8	0.7
META.O	Meta	15,557	809	848	1001	1221	15%	19	18	16	13	1.3	1.2	1.1	0.9
301171.SZ	易点天下	220	1.6	2.6	3.5	4.6	43%	139	86	63	47	3.2	2.0	1.4	1.1
300058.SZ	蓝色光标	648	2.2	3.1	3.6	4.2	26%	288	206	182	155	11.1	7.9	7.0	6.0
<b>均值</b>						26%	89	63	52	43	3.2	2.3	2.0	1.6	
<b>均值 (美股)</b>						21%	27	21	17	14	1.2	1.0	0.8	0.7	
1860.HK	汇量科技	286	0.95	1.60	2.46	3.47	54%	38	23	15	11	0.7	0.4	0.3	0.2

资料来源: Wind, 彭博, 光大证券研究所预测。注: 可比公司易点天下、蓝色光标来源于 Wind 一致预期, 其余公司来源于彭博一致预期。A 股公司选择归母净利润, 其余公司选择经调整净利润。股价时间为 2026-05-06, 汇率为 1 美元=7.8369 港币。

**投资建议:** 汇量科技是全球领先的中国第三方案程序化广告平台, 依托 Mintegral 构建全链路投放与变现生态, 以 AI 全栈算法与数据闭环构建核心壁垒。公司通过聚焦服务以 IAP 为核心变现模式的中重度游戏广告主, 不断打磨和验证其 IAP 智能出价算法, 并积极拓展电商、短剧等非游戏广告主。我们预测 2026-2028 年公司收入分别为 26.14/32.47/39.57 亿美元 (yoy+28%/24%/22%), 经调整净利润分别为 1.60/2.46/3.47 亿美元 (yoy+67%/54%/41%)。公司收入增速领跑行业, 经营杠杆持续兑现, 成长性与盈利质量支撑估值; 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 6: 汇量科技盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万美元)	1,508	2,047	2,614	3,247	3,957
营业收入增长率	43%	36%	28%	24%	22%
经调整净利润 (百万美元)	49	95	160	246	347
经调整净利润增长率	158%	94%	67%	54%	41%
经调整 EPS (美元)	0.03	0.06	0.10	0.16	0.22
经调整 PE	74	38	23	15	11

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测; 注: 股价时间为 2026-05-06, 汇率为 1 美元=7.8369 港币

## 6、风险分析

### AI 广告投放模型进展不确定性

公司算法迭代快, 若模型升级不及预期或跨品类适配效果不佳, 可能会导致客户流失。

### 广告主投放预算不及预期

游戏品类集中度较高, 若宏观经济波动或者产品周期等因素导致广告主削减预算, 将直接冲击公司业绩增长。

### 行业竞争加剧

Google、Meta、AppLovin 等巨头持续加码 AI 广告技术, 行业竞争加剧可能压缩公司利润空间。

### 海外数据监管风险

公司营收基本来自海外市场，而欧盟 GDPR 及美国 PADFA 等法规日益趋严，若未能满足数据合规要求，可能面临罚款或市场准入受阻风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	1,508	2,047	2,614	3,247	3,957
营业成本	1,191	1,613	2,049	2,531	3,071
毛利	316	434	565	716	886
其它收入	-15	-12	-9	-9	-8
营业开支	-276	-339	-392	-440	-483
营业利润	25	83	164	267	396
财务成本净额	-7	-4	-6	-6	-7
应占利润及亏损	0	0	0	0	0
税前利润	17	79	158	261	388
所得税开支	-4	-17	-33	-55	-82
税后经营利润	14	62	125	206	307
少数股东权益	-2	0	0	0	0
归母净利润	12	62	125	206	307
经调整净利润	49	95	160	246	347

现金流量表 (百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	285	214	278	341	456
投资活动现金流	-81	-85	-217	-124	-24
融资活动现金流	-186	-181	-20	-4	-6
净现金流	18	-51	40	212	426

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	815	884	1,016	1,337	1,887
流动资产	504	562	699	1,025	1,579
现金及短期投资	173	129	170	382	808
有价证券及短期投资	21	57	57	57	57
应收账款	247	323	410	509	620
存货	0	0	0	0	0
其它流动资产	64	52	62	77	93
非流动资产	310	322	317	312	308
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产净额	11	11	16	19	20
其他非流动资产	300	311	301	293	288
总负债	592	588	595	710	953
流动负债	581	578	588	701	943
应付账款	387	394	492	582	798
短期借款	85	15	0	0	0
其它流动负债	109	168	96	119	145
长期负债	11	10	7	9	11
长期债务	0	0	0	0	0
其它	11	10	7	9	11
股东权益合计	222	296	421	627	934
股东权益	215	289	414	620	927
少数股东权益	7	7	7	7	7
负债及股东权益总额	815	884	1,016	1,337	1,887

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼