



**买入**

**76% ↑**

目标价格:人民币 22.00

300459.CH

价格:人民币 12.47

目标价格基础:100倍17年市盈率

板块评级:未有评级

# 金科文化

## 拥抱“汤姆猫”，做互联网文化产业先锋军

金科文化成立于2007年，原主营业务为从事氧系漂白助剂 SPC 的研发、生产和销售，并与2015年5月在深交所上市。公司自上市初期即提出移动互联网转型，看准移动互联网产业的红利时代通过并购杭州哲信切入移动互联网文化内容制作、分发与运营领域；看好幼儿教育领域，与“汤姆猫”这个世界级IP 联姻开启全面文化产业发展布局。我们给予其买入的首次评级，目标价格22.00元，盈利预测前提假设为此次重大资产重组顺利实施。

### 支撑评级的要点

- 公司原有化工业务保持稳定发展。自2014年以来，公司原有化工业务始终保持稳健发展态势，作为国内 SPC 产品龙头企业，出口总量常年位居行业第一，已纳入各大国际日化品厂商采购体系，是公司稳定的现金流来源之一，为公司文娱产业发展提供良好现金流支持。
- 收购杭州哲信，建立泛娱乐大数据平台。2014年以来，国内移动游戏行业已连续三年保持80%的市场增速，未来三年仍将保持20%以上的市场增长率，广阔的市场空间给了中小游戏厂商发展机会。哲信作为移动游戏发行商，在产业链中担任承上启下作用，为中小游戏厂商对接流量资源，有着较强的议价能力。同时公司通过哲信数据平台储备IP版权，为泛娱乐转型奠定基础。
- 拥抱“汤姆猫”，提升互联网数字文化内容制作。公司此次与 Outfit7 的重大资产重组将极大提升公司在移动互联网数字文化领域的内容制作能力。Outfit7 主打的“汤姆猫”系列应用产品在全球拥有超过3亿的月活跃用户，累计下载量超过60亿次。“汤姆猫”系列作为儿童早教类移动应用，无论在儿童早教领域或是移动互联网广告领域都极具发展潜力。公司将通过与 Outfit7 的合作，将聚焦优质IP资源，打通线上线下运营模式，形成移动应用开发与运营、大数据流量变现、儿童教育、衍生品开发、汤姆猫智慧乐园建设等IP资源的全方位商业变现。

### 评级面临的主要风险

- 重组方案失败，重组标的业绩不达预期，文化产业政策出现重大变更。

### 估值

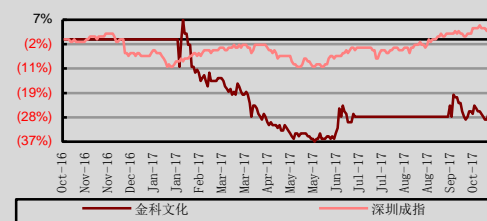
- 预计公司2017-2019年实现每股收益0.22、0.48和0.57元，对应当前市盈率约为58、26和22倍，给予首次**买入**评级，目标价格22.00元。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币百万)	506	895	1,283	2,581	3,090
变动(%)	6	77	43	101	20
净利润(人民币百万)	48	205	343	937	1,128
全面摊薄每股收益(人民币)	0.183	0.130	0.217	0.476	0.573
变动(%)	(59.8)	(29.1)	67.4	119.2	20.4
全面摊薄市盈率(倍)	68.2	96.2	57.5	26.2	21.8
价格/每股现金流量(倍)	25.8	58.4	41.7	34.1	12.9
每股现金流量(人民币)	0.48	0.21	0.30	0.37	0.97
企业价值/息税折旧前利润(倍)	202.7	65.0	42.4	13.0	9.8
每股股息(人民币)	0.080	0.030	0.022	0.048	0.057
股息率(%)	0.6	0.2	0.2	0.4	0.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(27.4)	(5.8)	0.6	(29.8)
相对深证成指	(36.9)	(6.2)	(7.9)	(34.1)

发行股数(百万)	1,581
流通股(%)	33
流通股市值(人民币百万)	6,479
3个月日均交易额(人民币百万)	207
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
王健	18

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2017年10月20日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

刘昊涯

(8621)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080006

## 目录

报告摘要.....	5
盈利预测 .....	6
公司简介.....	7
巩固化工业务市场份额，为转型提供现金流支持.....	9
收购杭州哲信，搭建移动互联网大数据平台.....	10
移动游戏行业增速放缓，红利犹存 .....	10
巨人之下，小型游戏厂商依旧有发展空间 .....	12
哲信业务分析：把握行业痛点，做中小开发企业的商业纽带 .....	15
拥抱“汤姆猫”，发展精品内容制作 .....	18
本次收购流程详述.....	18
稀缺性和国际化是此次收购的两大亮点 .....	21
精准受众定位、加快更新迭代、细化应用功能成就世界级 IP.....	22
从线上到线下，“汤姆猫”将成为孩子们成长的乐园 .....	24
“汤姆猫”系列产品在中国市场仍有广阔的提升空间.....	25
未来展望：“汤姆猫”将全方位助力金科文化的泛文化战略	28
公司现有业务财务分析 .....	30
盈利预测.....	32
研究报告中所提及的有关上市公司.....	34

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展历史.....	7
图表 2. 上市公司股权控制关系图.....	7
图表 3. 2013-2017 年上半年公司营业收入情况.....	8
图表 4. 2012-2016 年公司化工类业务营收情况.....	9
图表 5. 交易情况说明.....	10
图表 6. 中国移动游戏市场规模变化 .....	10
图表 7. 中国网络游戏市场份额占比 .....	11
图表 8. 2011-2017 年中国移动游戏用户规模 .....	11
图表 9. 中国移动游戏产业链布局.....	12
图表 10. 移动游戏主要盈利及推广模式简介 .....	12
图表 11. 2016 年中国移动游戏上市企业市场份额.....	13
图表 12. 2014-2017 年中国移动游戏活跃产品数量 .....	13
图表 13. 2014-2017 年中国移动游戏产品数量分布 .....	14
图表 14. 2016 年单机游戏分层.....	14
图表 15. 2016 年中国移动单机游戏流水 TOP30.....	15
图表 16. 休闲游戏产业链.....	15
图表 17. 自主发行平台流程示意图.....	16
图表 18. 杭州哲信 2013-2016 年营业收入及营业利润情况.....	17
图表 19. 本次收购完成前后上市公司股东持股情况 .....	18
图表 20. Outfit7 最新产权控制关系 .....	19
图表 21. 业绩承诺情况.....	19
图表 22. Outfit7 业务收入构成 .....	19
图表 23. Outfit7 主要产品用户情况.....	20
图表 24. 2015-2017 年 1-6 月 Outfit7 营业收入及营业利润表现情况.....	20
图表 25. 2015-2017 年 1-6 月 Outfit7 毛利率及期间费用占比情况 .....	21
图表 26. 各世界级应用对比.....	21
图表 27. 三家影视公司收购后电影票房表现 .....	22
图表 28. 《我的汤姆猫》用户年龄分布 .....	22
图表 29. “汤姆猫”系列主要形象一览.....	23
图表 30. “汤姆猫”系列部分应用场景.....	23

图表 31. Outfit7 主要产品储备情况.....	24
图表 32. 2004-2016 年迪士尼主题乐园营收情况.....	24
图表 33. 迪士尼六大主题乐园.....	25
图表 34. “汤姆猫”系列主要产品中国区活跃用户占比.....	25
图表 35. 中国 0-14 岁人口比例及总数.....	26
图表 36. 2016 年中国互联网儿童教育领域月度活跃用户规模.....	26
图表 37. 儿童家长用户消费能力情况.....	26
图表 38. 2012-2019 年中国移动广告市场规模.....	27
图表 39. Outfit 员工构成情况 (单位: 人) .....	27
图表 40. 移动应用年度下载量.....	28
图表 41. 移动应用年度销售收入.....	29
图表 42. 2016 年公司营收及扣非后归母净利润情况 .....	30
图表 43. 2016 年和 2017 年上半年公司业务毛利占比 .....	30
图表 44. 2016 年与 2017 年上半年收入结构对比.....	31
损益表(人民币 百万).....	33
资产负债表(人民币 百万).....	33
现金流量表(人民币 百万).....	33
主要比率 (%).....	33

## 报告摘要

金科文化成立于 2007 年，原主营业务为从事氧系漂白助剂 SPC 的研发、生产和销售，并与 2015 年 5 月在深交所上市。公司于 2016 年完成对杭州哲信的重大资产重组，全面切入移动互联网文化产业，转型为精细化工业务与移动互联网产业双主业经营企业。

公司自上市初期即提出移动互联网文化转型，看准移动互联网文化产业的红利时代通过并购杭州哲信切入移动互联网文化内容制作、分发与运营领域；看好幼儿教育领域，与“汤姆猫”这个世界级 IP 联姻开启全面文化产业发展布局。

公司原有化工业务始终保持良好发展态势。公司化工产品出口量在国内同行业中长期处于领先地位，生产线长期保持满负荷运作状态，成为全球主要含氧洗涤剂生产企业的主要供应商，并被宝洁、联合利华等多家国际大型日化企业纳入其全球采购体系。良好的业务发展为公司的运营带来持续的现金流支持，这也是公司目前未考虑剥离化工制造类业务原因所在。

收购杭州哲信，搭建移动互联网文化内容制作、分发与运营大数据平台。2015 年 12 月，公司发布重大资产重组报告，以发行股份并支付现金方式购买杭州哲信 100% 股权，同时发行股份募集配套资金，交易总对价 29 亿元。

2016 年中国移动游戏市场规模约 1,023 亿元，同比增长 81.9%，预计 2017 年将超过 1,400 亿元。2014-2016 年，中国移动游戏市场保持了连续三年超过 80% 的年增长率，已经超过端游成为国内第一大游戏市场。同时，2017 年开始，移动游戏市场规模增速将有所放缓，但未来三年仍将保持超过 20% 的复合增长率，提升空间依旧广阔。

虽然大型游戏厂商在研发投入和营销方面都具有一定优势，同时占据了游戏市场超过 60% 的市场份额，但所研发的游戏类型都各自有侧重方向，主要以重度游戏为主，无法覆盖所有游戏品类，玩家对游戏多样化的需求和尝新的意愿使得中小型游戏公司拥有发展空间。

哲信作为移动互联网文化内容制作、分发与运营商，在整个移动互联网文化产业链上起到了承上启下的关键作用。公司在传统移动互联网文化产品运营模式的基础上，对休闲移动互联网文化产品上下游进行创新型整合，不仅能为开发商提供渠道资源，还能通过自身大数据平台，分析产品运营和付费情况，为移动互联网文化产品的更新迭代提供数据支持。此外，哲信瞄准大平台间的市场空隙，整合小平台资源，实现上下游的对接，激活闲置流量，对产业链的上下游都拥有较高的议价能力。

拥抱“汤姆猫”，发展精品内容制作。8 月 31 日，公司发布重大资产重组报告书，以发行股份方式购买杭州逗宝和上虞码牛 100% 股权，间接收购 Outfit7 56% 股权，发行股份 3.9 亿股，交易对价合计 42 亿人民币。业绩承诺方面，Outfit7 在 2017 年度、2018 年度和 2019 年度承诺实现扣非后归属于母公司股东净利润分别不低于 7,809.04 万欧元、9,286.68 万欧元和 1.1 亿欧元（折合人民币分别为 6.13 亿元、7.30 亿元和 8.64 亿元），年增长率约为 18.9%。

Outfit7 是一家集大数据广告分发与互联网儿童早期教育于一体的世界知名移动应用开发商和发行商，主要运营《我的汤姆猫》、《我的安吉拉》及《汤姆猫跑酷》等移动应用产品，主要收入来自于基于移动应用产品的大数据广告投放、视频广告收入及用户应用内购买收入。精准受众定位、加快更新迭代、细化应用功能是成就“汤姆猫”世界级 IP 的主要原因。



稀缺性和国际化是此次收购的两大亮点。首先，“汤姆猫”是目前 A 股市场唯一的国际化幼儿教育类知名 IP，而且具备优秀的盈利能力；相比一些高溢价的移动互联网类标的，“汤姆猫”由于其幼教的特性，几乎不存在沉迷性、损害健康等负面影响。另外，“汤姆猫”作为世界级 IP，其受众人群国际化程度高、范围广，具有强大的泛娱乐潜质；与其他世界级应用相比，“汤姆猫”坐拥 2 亿月活用户（去重后），10 亿美元的总对价非常便宜。

此次收购也体现出对文化产业核心竞争力的清晰认识。公司发展文化产业既需要支持庞大流量和对接产业链上下游的平台，也需要拥有自主造血能力的优质内容 IP 为平台提供流量支持，单一拥有技术平台会面临核心竞争力不足的风险，一旦技术普及或者行业革新会迅速流失市场份额。公司作为文化产业的新晋者，并购优质内容 IP 是最迅速便捷的发展方式。

“汤姆猫”系列产品在中国市场仍有广阔的提升空间。在用户层面，中国早期教育人口红利已经显现。数据显示，中国 0-14 岁儿童人口正在不断增长，2016 年达到 2.3 亿人。在市场层面，中国移动广告市场规模仍在高速扩张。数据显示，2016 年中国网络广告市场规模达 2,902.7 亿元，同比增长 32.9%，预计到 2019 年整体规模将突破 6,000 亿元，年复合增长率接近 30%，而移动广告市场规模将达到 4,800 亿元，市场占比超过 75%。

“汤姆猫”将全方位助力金科文化的泛文化战略。本次交易完成后，Outfit7 将纳入上市公司体系，其广告分发业务及儿童早期教育业务和公司现有平台拥有显著的协同效应。公司通过横向整合将丰富其移动应用领域产品和业务的多样性，增强了既有业务的竞争能力，完善在移动应用和儿童早期教育领域的发展战略布局。此次与 Outfit7 的结合也将极大扩张公司在内容领域的拓展能力，公司将聚焦优质 IP 资源，打通线上线下运营模式，形成移动应用开发与运营、大数据流量变现、儿童教育、衍生品开发、汤姆猫智慧乐园建设等 IP 资源的全方位商业变现。

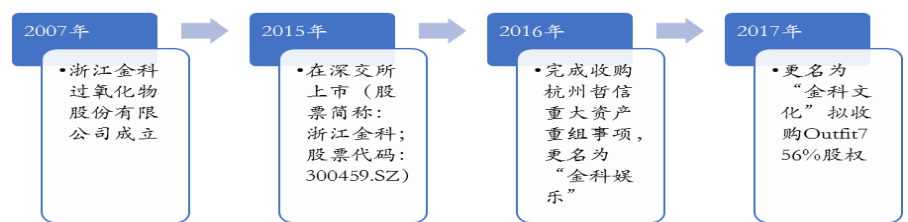
## 盈利预测

预计公司 2017-2019 年实现每股收益 0.22、0.48 和 0.57 元，对应当前市盈率约为 58、27 和 22 倍，给予首次买入评级，目标价格 22.00 元。

## 公司简介

金科文化成立于 2007 年，原主营业务为从事氧系漂白助剂 SPC 的研发、生产和销售，并与 2015 年 5 月在深交所上市（股票简称：浙江金科；股票代码：300459.CH）。公司于 2016 年完成对杭州哲信的重大资产重组，全面切入移动互联网文化产业，转型为精细化工业务与移动互联网产业双主业经营企业，同时更名为“金科娱乐文化股份有限公司”（股票简称：金科娱乐）。2017 年，公司通过收购、参控股“星宝乐园”等互联网企业，积极布局互联网幼儿早期教育领域，为与公司业务战略相匹配，更名为“浙江金科文化产业股份有限公司”（股票简称：金科文化）。

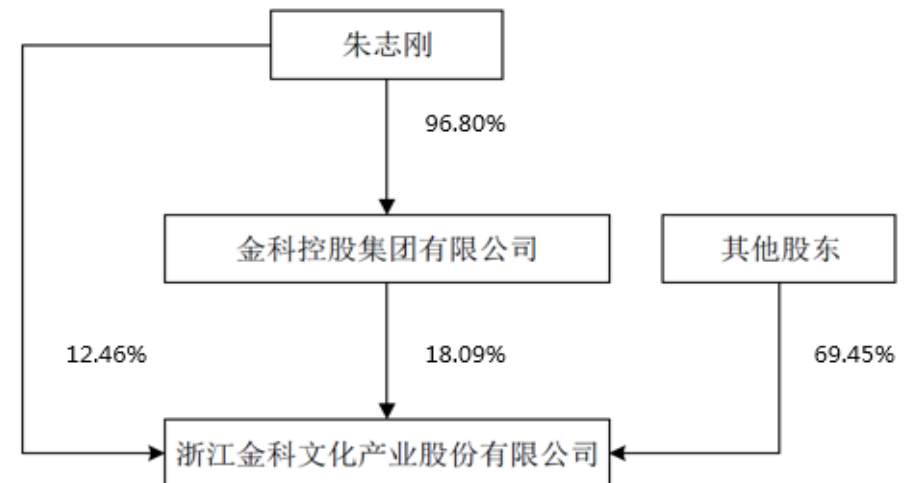
图表 1. 公司发展历史



资料来源：公司公告，中银证券

股权控制方面，公司董事长朱志刚先生直接持有公司股份 1.97 亿股，占公司总股本的 12.46%，朱志刚控制的金科控股持有公司股份 2.86 亿股，占公司总股本的 18.09%，朱志刚直接和间接控制的上市公司股权比例为 30.40%。朱志刚为上市公司的实际控制人，金科控股为上市公司的控股股东。

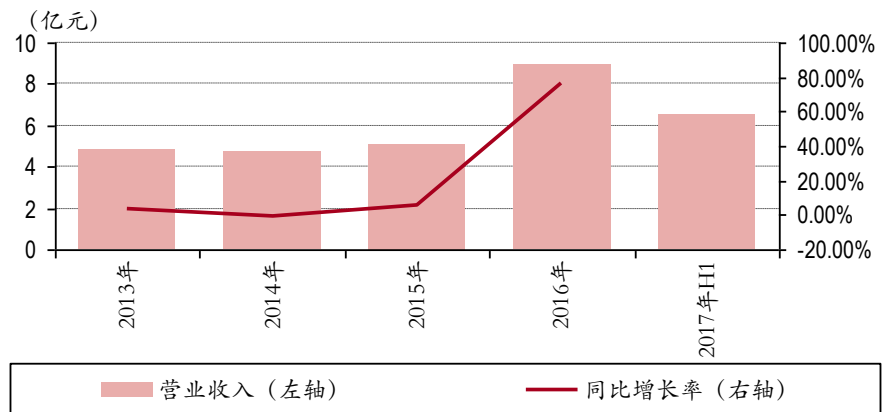
图表 2. 上市公司股权控制关系图



资料来源：公司公告，中银证券

业务方面，金科文化通过收购杭州哲信，形成精细化工和移动互联网的双主业经营模式。公司 2016 年实现营业收入 8.95 亿元，同比增长 76.64%，其中移动互联网发行及 IP 版权业务合计实现收入 2.93 亿元；实现归属于母公司股东净利润 2.05 亿元，同比增长 322.87%，业绩大幅增长主要来自于杭州哲信的业绩并表。

图表 3. 2013-2017 年上半年公司营业收入情况



资料来源：公司公告，中银证券

金科文化从上市以来虽然只有短短两年历程，但是发展战略非常明确，同时体现了强大的执行能力。公司自上市初期即提出移动互联网转型，看准移动互联网文化产业的红利时代通过并购杭州哲信切入移动互联网文化内容制作、分发与运营发行领域；看好幼儿教育领域，与“汤姆猫”这个世界级 IP 联姻开启全面文化产业发展布局。

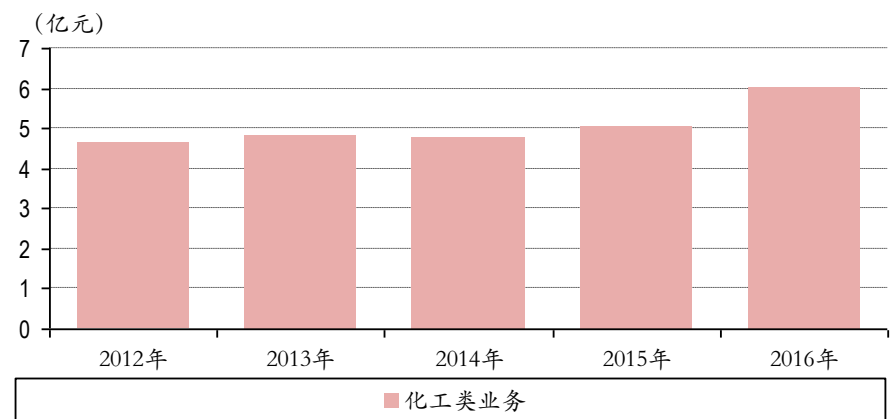


## 巩固化工业务市场份额，为转型提供现金流支持

公司化工业务主要为 SPC（漂白剂）、TAED（漂白活化剂）等生产业务。SPC 主要用于日化洗涤领域，下游客户对产品品质要求非常高，对产品的稳定性、环保性及适用性要非常严格。公司经过自主研发和技术创新，逐步突破了影响 SPC 产品品质的多项核心技术，使得产品品质具有较强的市场竞争优势，产品出口量在国内同行业中长期处于领先地位，生产线长期保持满负荷运作状态，成为全球主要含氧洗涤剂生产企业的主要供应商。同时，公司良好的性价比优势使得公司产品在欧美、日韩等主流市场拥有较强的竞争优势，并被宝洁、联合利华等多家国际大型日化企业纳入其全球采购体系。

初始业务的稳定增长为公司带来良好的现金流支持。营收方面，公司化工业务长期保持稳定发展态势，2016 年化工业务实现营业收入 6.01 亿元，同比增长 18.7%，主要由于业务产能扩张所致。具体方面，SPC 业务实现营业收入 3.2 亿元，同比增长 6.22%，TAED 系列实现收入 0.97 亿元，同比增长 10.44%，TC 系列实现收入 0.64 亿元，同比增长 36.03%，二-乙基萘醌实现收入 0.81 亿元，同比增长 131.70%。

图表 4. 2012-2016 年公司化工类业务营收情况



资料来源：公司公告，中银证券

此外，公司并没有停止化工业务的扩张，截至 2017 年 5 月，公司累计收购吉昌化学 90% 股权，总对价 2.52 亿元，以满足公司现有业务需求。良好的业务发展为公司的运营带来持续的现金流支持，这也是公司目前暂未考虑剥离化工制造类业务原因所在。

## 收购杭州哲信，搭建移动互联网大数据平台

2015年12月，公司发布重大资产重组报告，以发行股份并支付现金方式购买杭州哲信100%股权，同时发行股份募集配套资金。此次交易总对价29亿元，其中发行股份方式支付20.3亿元，现金支付8.7亿元。同时公司募集配套资金21亿元用于支付现金对价以及综合运营平台建设升级等项目。业绩承诺方面，杭州哲信承诺2016-2018年度实现扣除非经常性损益的净利润分别不低于1.7亿元、2.3亿元和3亿元，年增长率分别为35.3%和30.4%。

图表 5. 交易情况说明

交易总价	股权对价	现金对价	业绩承诺		
			2016年	2017年	2018年
29亿元	20.3亿元	8.7亿元	1.7亿元	2.3亿元	3亿元

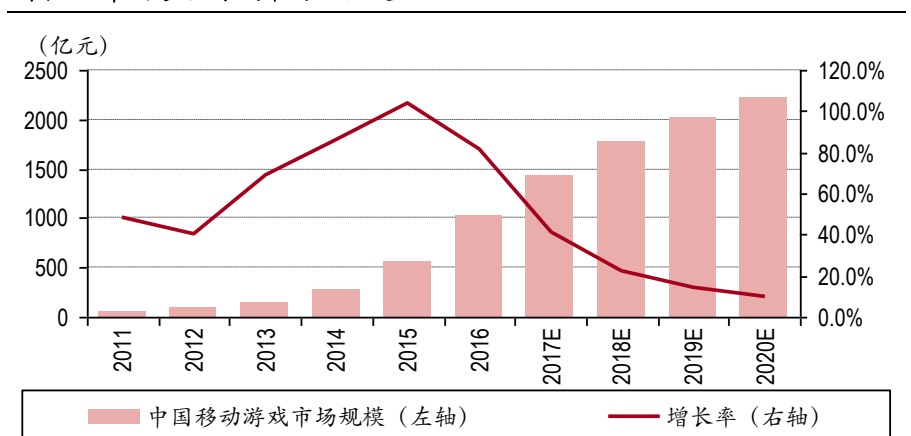
资料来源：公司公告，中银证券

此次收购使得公司获得了业内一流的移动互联网发行平台。同时，公司准确看到移动互联网行业特别是移动游戏行业迅猛发展的大趋势，也看到了在长尾市场移动互联网数字文化产品发行商作为对价上下游生态中的开发商、渠道商合作伙伴的角色优势之所在。通过大数据分发平台，获得海量长尾流量资源，为公司未来在IP衍生、内容创作等领域提供流量支持打下坚实基础。

### 移动游戏行业增速放缓，红利犹存

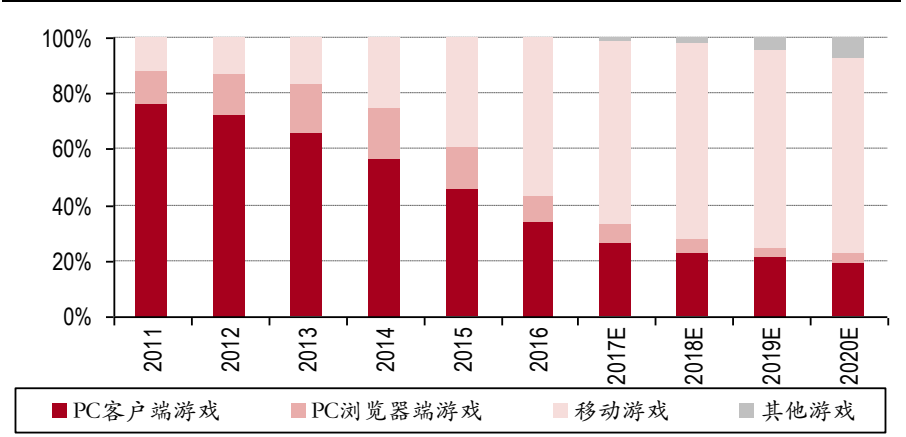
2016年中国移动游戏市场规模约1,023亿元，同比增长81.9%，预计2017年将超过1,400亿元；移动游戏用户达到5.21亿人，同比增长14.5%，未来将逐渐趋于稳定。2014-2016年，中国移动游戏市场保持了连续三年超过80%的年增长率，已经超过端游成为国内第一大游戏市场。同时，2017年开始，移动游戏市场规模增速将有所放缓，但未来三年仍将保持超过20%的复合增长率，提升空间依旧广阔。

图表 6. 中国移动游戏市场规模变化



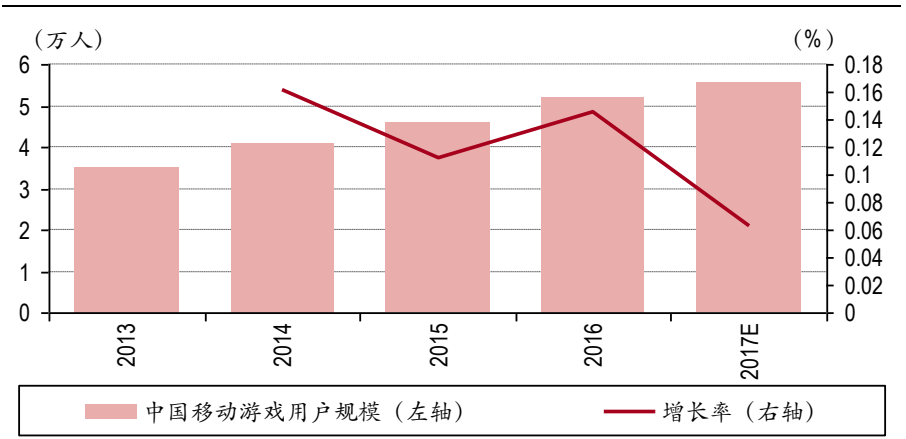
资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 7. 中国网络游戏市场份额占比



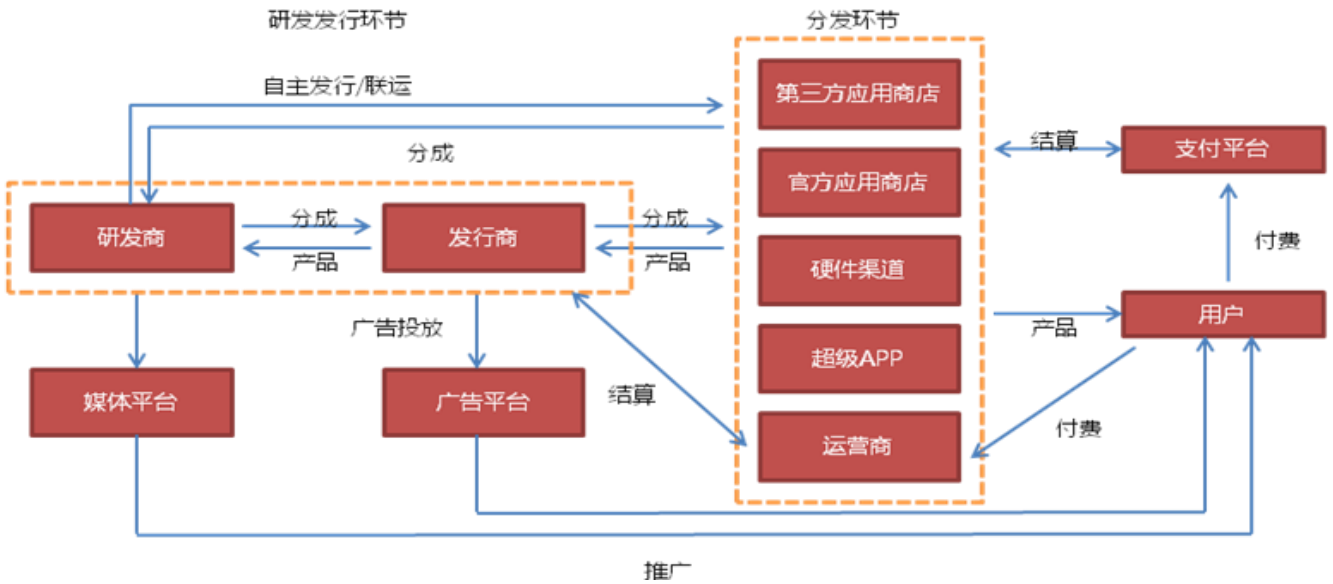
资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 8. 2011-2017 年中国移动游戏用户规模



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

目前国内移动游戏产业已经形成了以研发商和发行商为核心，涵盖了媒体、广告、分发、支付等各环节的完整产业链。产业链之间的分工日益明确，上下游厂商紧密合作，加速优质资源的整合，提升产业链整体价值。盈利模式呈现多样化，重度游戏依靠内置道具购买，轻度休闲游戏则主要依靠内置广告收入。

**图表 9. 中国移动游戏产业链布局**


资料来源：易观，中银证券

**图表 10. 移动游戏主要盈利及推广模式简介**

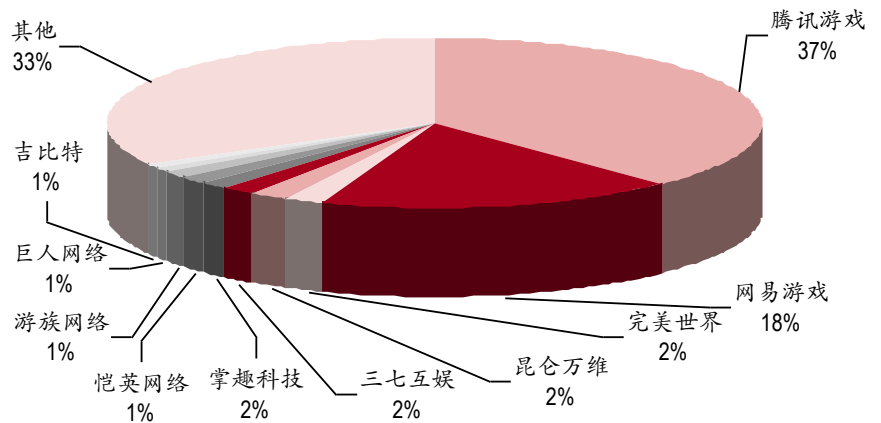
模式类型	简介
盈利模式	下载付费 通常是按下载游戏的数量收费，到月底的时候，运营商与手机游戏厂商分成。
	购买游戏时间（点卡） 通常是以包月的形式，用户购买游戏时间，或者购买虚拟点卡为游戏进行充值。
	游戏内付费 游戏运营商对用户免费开放游戏，不再以点卡为收入来源，而销售虚拟道具的运营模式
	内置广告 目前内置广告主要的方式主要出现在免费游戏上，厂商通过在游戏中的内置广告向广告主收取费用或换取在对方产品中推广自己产品的广告位置
推广模式	自主平台推广 游戏厂商在自有平台上或其他应用平台如 AppStore 等进行新品推荐。
	付费广告推广 主要以游戏站点、论坛及社交网站等浏览量较大的站点为主，主要付费模式有 PPI 或者 PPC
	内置广告及交叉推广 App 之间的互相推荐曝光，通过流量互换的方式来获得更多的自己产品平时无法触及到的独立用户
	应用商店限免推广 厂商在 AppStore 等应用商店里通过限时免费的方式吸引用户下载安装应用

资料来源：文睿研究，中银证券

### 巨人之下，小型游戏厂商依旧有发展空间

目前，以腾讯、网易为首的游戏类上市公司已经占据了手游市场主要份额。数据显示，2016 年，腾讯游戏和网易游戏市场份额分别为 37.8% 和 17.7%，占比总额超过 55%，完美世界、昆仑万维等竞争较为激烈。值得注意的是，在上市公司所占据的份额之外，其他各大小移动游戏厂商的市场份额总额为 33%，若乘以 2016 年 1,023 亿元的市场总额，约为 337 亿元，市场份额依旧不容小觑。

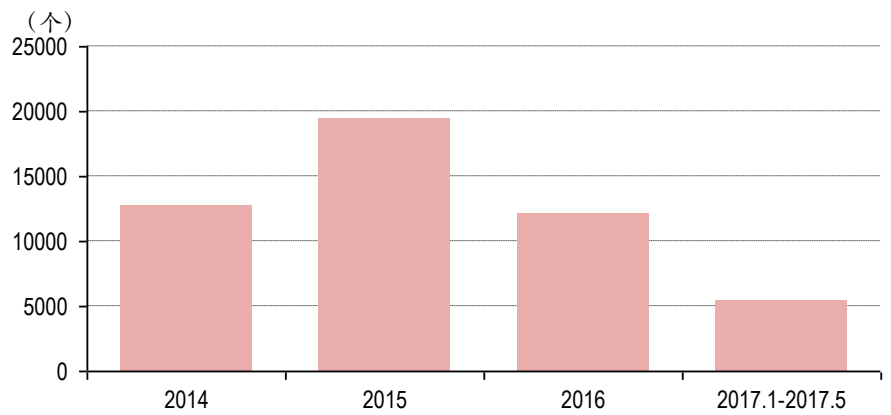
图表 11. 2016 年中国移动游戏上市企业市场份额



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

虽然大型游戏厂商在研发投入和营销方面都具有一定优势，但所研发的游戏类型都各自有侧重方向，主要以重度游戏为主，无法覆盖所有游戏品类，玩家对游戏多样化的需求和尝新的意愿使得中小型游戏公司拥有发展空间。数据显示，2016 年中国移动游戏活跃产品数量超过 12,000 个，虽自 2015 年的接近 20,000 个的巅峰水平大幅回落，但是依旧数量庞大，由此可见，在大型游戏厂商占据了主要市场份额的同时，游戏市场呈现了明显的“长尾”现象。

图表 12. 2014-2017 年中国移动游戏活跃产品数量

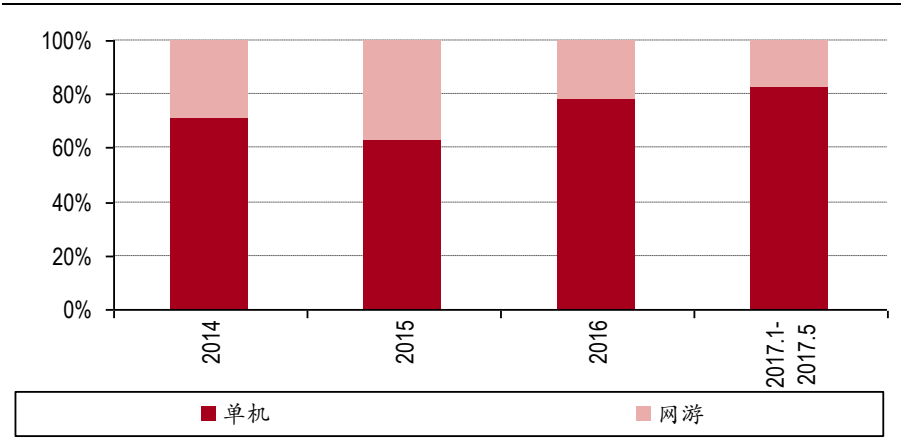


资料来源：艾瑞咨询，中银证券

中小型游戏厂商大量涌入单机游戏研发市场，争抢少数市场份额。数据显示 2014 年以来，中国移动游戏市场中，单机游戏数量占比持续上升，而在流水方面，移动网络游戏获得了超过 90% 的流水。



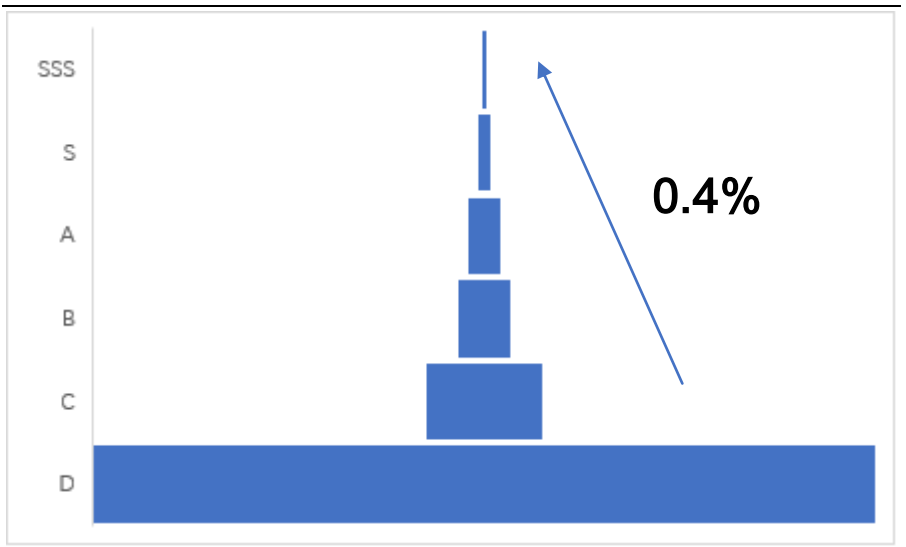
图表 13. 2014-2017 年中国移动游戏产品数量分布



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

游戏产品类同和营销投入资本匮乏是长尾市场竞争激烈的主要原因。首先，由于硬件方面的限制，国内移动游戏呈现游戏方式类同，产品相似度高的特点。中小游戏厂商的游戏研发模式主要以模仿跟风大型游戏厂商为主，很少通过研发全新游戏模式来使得产品脱颖而出。以移动单机游戏为例，数据模型显示，2016 年中国单机游戏产品中 SSS 级别移动单机游戏共 31 款，相比超 7,700 款移动单机游戏总体样本，精品游戏产出率仅为 0.4%。

图表 14. 2016 年单机游戏分层



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

此外，中小游戏 CP 厂商普遍缺乏资金进行营销宣传，如买量、“刷榜”等，缺乏营销渠道支持，产品上线后一旦收入下降无法支持后续更新迭代，即进入“上线——掉榜——埋没”的死循环。从 2016 年中国移动单机游戏流水 TOP30 可以看出，精品休闲单机游戏存续时间较长，通过长时间的系列迭代、版本更新等方式，持续不断地提升用户黏性，积累用户总量。中小游戏 CP 特别是主营休闲游戏的厂商，若没有固定流水和盈利渠道，很难在长时间内保持游戏迭代更新获得可观收益。

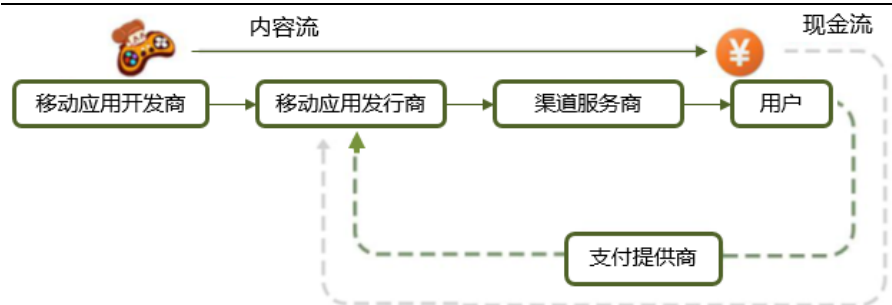
**图表 15. 2016 年中国移动单机游戏流水 TOP30**

排名	游戏名称	排名	游戏名称	排名	游戏名称
1	开心消消乐	11	消灭星星 2016	21	熊出没之天降美食
2	我的世界	12	捕鱼达人千炮版	22	饥饿鲨进化
3	地铁跑酷	13	火柴人联盟	23	会说话的安吉拉
4	神庙逃亡 2	14	保卫萝卜 2	24	登山赛车
5	植物大战僵尸 2	15	会说话的汤姆猫 2	25	捕鱼达人 3
6	PopStar! 消灭星星	16	熊出没之疯狂弹射	26	天天酷跑 3D
7	宾果消消乐	17	保卫萝卜	27	海底消消
8	别踩白块儿	18	糖果传奇	28	滑雪大冒险
9	单机斗地主	19	熊出没之熊大快跑	29	单机斗地主 (腾讯)
10	水果忍者	20	会说话的汤姆猫	30	狙击行动 3D: 代号港鹰

资料来源：艾瑞咨询，中银证券

### 哲信业务分析：把握行业痛点，做中小开发企业的商业纽带

哲信作为移动互联网文化内容制作、分发与运营商，在整个移动互联网文化产业链上起到了承上启下的关键作用。公司在传统移动互联网文化产品发行运营模式的基础上，对休闲移动互联网文化产品上下游进行创新型整合，以自主开发的开放型“移动互联网综合运营平台”为依托，一方面，向上游开发商寻找优质的互联网产品，通过支付版权金或者买断的形式与开发商签订代理协议；另一方面，利用自身丰富的移动互联网文化内容制作、分发与推广运营经验和资源，选择有利的渠道服务商，并将产品推送给渠道服务商。

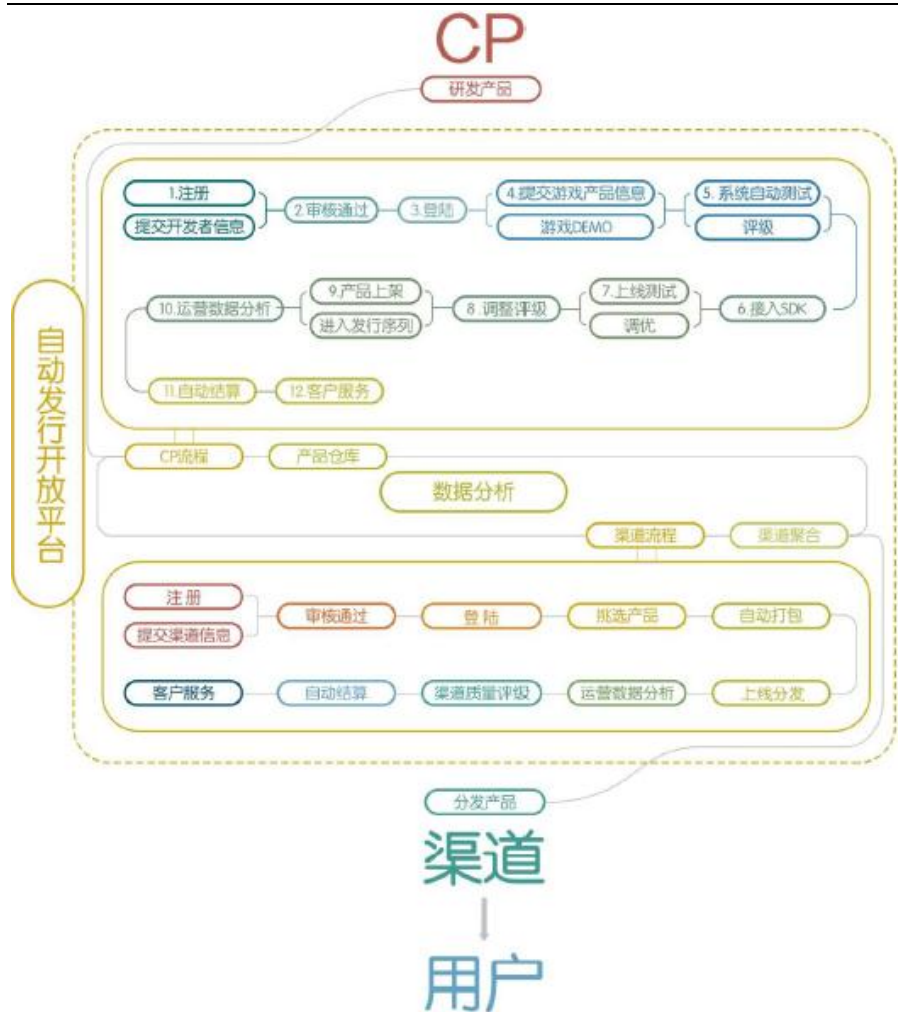
**图表 16. 休闲游戏产业链**


资料来源：公司公告，中银证券

完善服务平台，把握细分领域话语权。中小开发商由于受自身规模限制，并不具备自主推广发行能力，在竞争激烈的长尾移动业务领域，急需找到能对接渠道资源的发行商来获得收入来源。哲信作为移动应用发行商，不仅能为开发商提供渠道资源，还能通过自身大数据平台，分析产品运营和付费情况，为产品的更新迭代提供数据支持。

同时，在下游渠道方面，虽有百度、腾讯、360等拥有亿级流量资源的分发平台，仍有大量百万、千万级小规模流量平台，这些平台同样希望对接移动互联网文化产品来获得流量变现。而哲信瞄准大平台间的市场空隙，整合小平台资源，实现上下游的对接，激活闲置流量，对产业链的上下游都拥有较高的议价能力。

图表 17. 自主发行平台流程示意图

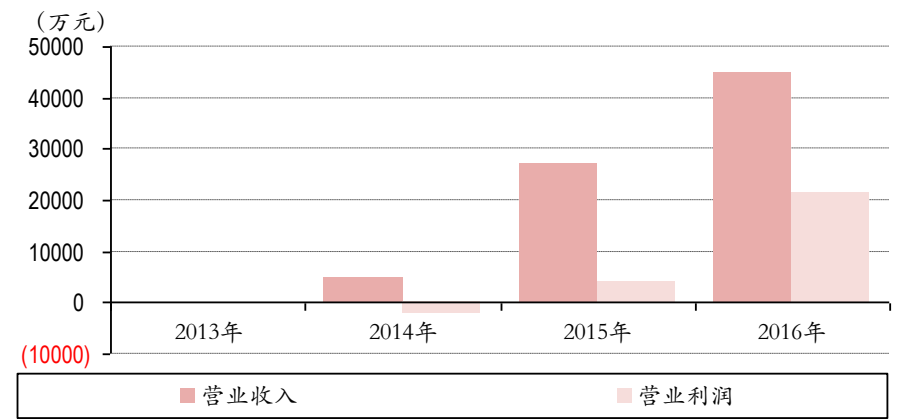


资料来源：公司公告，中银证券

2016 年并入上市公司后，哲信在发行产品数量、开发商合作数量、渠道合作数量各方面较 2015 年均有明显增加。2016 年度激活新增用户人次近 2 亿，日新增激活用户数超过 50 万。公司成功发行产品超过 160 款，其中包括《蛇蛇大乱战》、《球球大乱斗》等长周期、精品明星游休闲移动产品，最高月活跃用户人数超过 2,300 万人，最高月流水超过 8,000 万元。

营收方面，杭州哲信 2016 年实现营业收入 4.5 亿元，同比增长 66.67%，净利润 4.32 亿元，同比增长 953.66%。杭州哲信 2016 年的营业利润中包含 2.75 亿元投资收益，主要来自于帝龙文化的股权对价，公司于 2015 年投资获得苏州美生元信息 8.6% 股权，美生元于 2015 年 12 月被帝龙文化以 34 亿交易对价收购美生元 100% 股权，公司转而持有帝龙文化对应股权，该部分账面价值为 3.38 亿元。若剔除投资收益，2016 年杭州哲信实现营业利润 2.15 亿元，同比增长 436.89%。由此可知，杭州哲信自 2013 年以来，业务处于迅猛增长阶段，未来仍将保持较高的业绩增速。此外，2016 年，杭州哲信实现扣除非经常性损益的净利润为 1.92 亿元，完成 2016 年业绩承诺盈利的 113.09%，优秀的业绩表现证明公司的独到收购眼光。

图表 18. 杭州哲信 2013-2016 年营业收入及营业利润情况



资料来源：公司公告，中银证券

## 拥抱“汤姆猫”，发展精品内容制作

8月31日，公司发布重大资产重组报告书，以发行股份方式购买杭州逗宝和上虞码牛100%股权，间接收购 Outfit7 56%股权，发行股份3.9亿股，交易对价合计42亿人民币；同时本次交易拟募集资金不超过3.1亿元。由于收购前，公司全资子公司金科国际（香港）通过持有联合好运集团35%控制权间接持有 Outfit7 15.4%股权，因此交易完成后上市公司所持有的 Outfit7 股权占比共计71.4%。

图表 19. 本次收购完成前后上市公司股东持股情况

股东名称	重组前		重组后（未考虑配套募集资金）		重组后（考虑配套募集资金）	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
金科控股	286,092,501	18.09%	286,092,501	14.51%	286,092,501	14.30%
朱志刚	194,540,509	12.30%	257,214,603	13.05%	257,214,603	12.86%
王健	287,223,332	18.16%	349,897,426	17.75%	349,897,426	17.49%
上虞杭天	-	-	34,818,941	1.77%	34,818,941	1.74%
深圳霖枫	-	-	34,818,941	1.77%	34,818,941	1.74%
徐波	-	-	46,425	0.00%	46,425	0.00%
上虞朱雀	-	-	194,939,647	9.89%	194,939,647	9.75%
配套融资投资者	-	-	-	-	28,861,142	1.44%
其他股东	813,404,511	51.44%	813,404,511	41.26%	813,404,511	40.67%
总股本	1,581,260,853	100.00%	1,971,232,995	100.00%	2,000,094,137	100.00%

资料来源：公司公告，中银证券

### 本次收购流程详述

2016年12月28日，联合好运以10亿美元的对价收购 Outfit7 的100%股权，并完成 Outfit7 的交割。

2017年1月12日，上市公司全资子公司金科香港收购欧亚平持有的联合好运10%股权。2017年6月7日，金科香港收购欧亚平持有的联合好运25%股权。

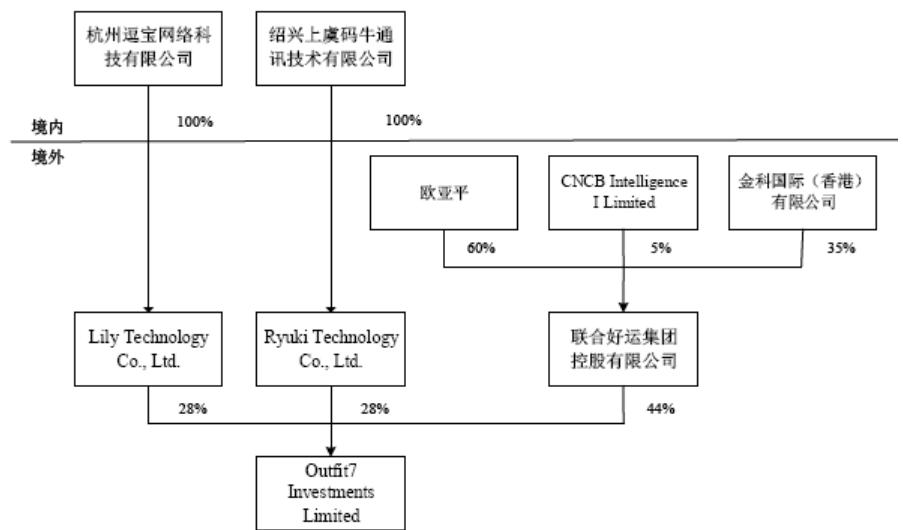
2017年5月24日，联合好运于英属维尔京群岛分别设立 Lily 及 Ryuki，2017年6月5日，联合好运分别将其持有的 Outfit7 的28%股权无偿转让给 Lily、Ryuki。

2017年8月10日，联合好运将其持有的 Lily 全部股权，以2.996亿美元的价格转让给杭州逗宝。

2017年8月10日，联合好运将其持有的 Ryuki 全部股权，以2.996亿美元的价格转让给上虞码牛。

2017年8月31日，上市公司公告拟通过收购杭州逗宝和上虞码牛的全部股权，间接控股 Outfit7 的56%股权。



**图表 20. Outfit7 最新产权控制关系**


资料来源：公司公告，中银证券

业绩承诺方面，公司实际控制人朱志刚和总经理王健作为利润补偿义务人，承诺 Outfit7 在 2017 年度、2018 年度和 2019 年度实现扣非后归属于母公司股东净利润分别不低于 7,809.04 万欧元、9,286.68 万欧元和 1.1 亿欧元（折合人民币分别为 6.13 亿元、7.30 亿元和 8.64 亿元），年增长率约为 18.9%。

**图表 21. 业绩承诺情况**

时间	2017	2018	2019
承诺业绩 (亿元)	6.13	7.30	8.64
对应股权市盈率	12.2	10.2	8.7

资料来源：公司公告，中银证券

Outfit7 是一家集大数据广告分发与互联网儿童早期教育于一体的世界知名移动应用开发商和发行商，主要运营《我的汤姆猫》、《我的安吉拉》及《汤姆猫跑酷》等移动应用产品，主要收入来自于基于移动应用产品的大数据广告投放、视频广告收入及用户应用内购买收入。其中广告业务收入在 2017 年 1-6 月、2016 年度和 2015 年度的收入占比分别为 79.91%、82.66%和 81.21%。用户方面，2015 年以来，“汤姆猫”系列应用的月均活跃人数稳步提升，2017 年 1-6 月平均月活跃用户数达到 3.01 亿人，去重后累计平均月活跃用户接近 2 亿人，平均每名用户体验系列应用产品数量达到 1.5 个。2016 年 9 月数据显示，“汤姆猫”系列应用总下载量已经超过 45 亿次。

**图表 22. Outfit7 业务收入构成**

(人民币, 万元)	2017 年 1-6 月		2016 年度		2015 年度	
	收入	占比 (%)	收入	占比 (%)	收入	占比 (%)
广告收入	33,902.97	79.91	56,083.10	82.66	61,065.68	81.21
其中：移动广告投放	32,973.97	77.72	54,489.40	80.31	59,542.57	79.18
视频广告投放	929	2.19	1,593.70	2.35	1,523.11	2.03
用户应用内购买	6,152.20	14.5	8,700.02	12.82	10,501.76	13.97
特许权收入	374.39	0.88	147.73	0.22	627.16	0.83
其他	1,996.62	4.71	2,916.23	4.3	2,999.75	3.99
<b>合计</b>	<b>42,426.18</b>	<b>100</b>	<b>67,847.08</b>	<b>100</b>	<b>75,194.35</b>	<b>100</b>

资料来源：公司公告，中银证券

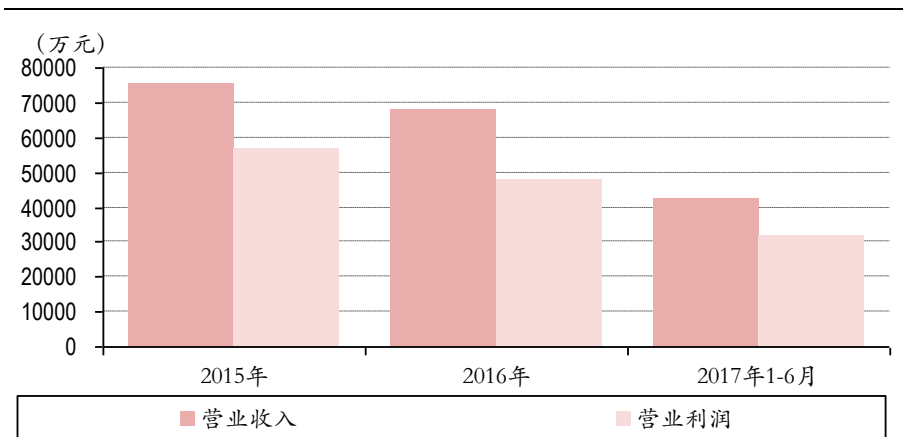
**图表 23. Outfit7 主要产品用户情况**

应用产品	2017 年 1-6 月	2016 年	2015 年
《我的汤姆猫》	84,796,235	78,373,340	70,437,064
《我的安吉拉》	61,367,453	52,762,149	42,625,210
《汤姆猫跑酷》	46,795,436	33,995,884	-
《我的汉克狗》	17,236,297	-	-
《会说话的汤姆猫 2》	16,655,826	22,120,780	31,262,913
其他应用产品	74,457,019	76,504,329	88,887,673
累计平均月活跃用户数 A	301,308,266	263,756,482	233,212,860
去重后累计平均月活跃用户数 B	198,902,477	165,866,502	150,634,588
平均每名活跃用户当月体验的应用产品数量 C=A/B	1.51	1.59	1.55

资料来源：公司公告，中银证券

营业收入方面，2016 年 Outfit7 实现营业收入 6.78 亿元，较 2015 年有所下滑，主要原因在于 2016 年 Outfit7 为加大在亚太地区的推广效果，重新调整了部分拟发布产品的定位，2016 年仅发布一款应用产品，导致收入下滑；而且，Outfit7 在 2016 年下半年加大了应用产品推广力度，销售费用提升。2017 年 1-6 月 Outfit7 营业利润显著增长主要由于 2016 年应用推广取得成效同时中国区用户基数显著提升。

此外，由于公司采用轻资产经营模式，毛利率非常高，2015-2017 年 1-6 月，公司毛利率始终保持在 99% 左右；期间费用占比方面，2016 年由于加大推广效果，销售费用占比显著增加，导致期间费用总占比有所增长，2017 年 1-6 月期间费用总占比回落至 24.17%，与 2015 年的 22.86% 较为接近。

**图表 24. 2015-2017 年 1-6 月 Outfit7 营业收入及营业利润表现情况**


资料来源：公司公告，中银证券

**图表 25. 2015-2017 年 1-6 月 Outfit7 毛利率及期间费用占比情况**

项目	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度
毛利率(%)	98.98	99.21	98.38
销售费用占营业收入比例(%)	5.49	7.90	2.06
管理费用占营业收入比例(%)	14.42	19.01	23.48
财务费用占营业收入比例(%)	4.26	1.20	(2.68)
合计(%)	24.17	28.10	22.86

资料来源：公司公告，中银证券

### 稀缺性和国际化是此次收购的两大亮点

首先，“汤姆猫”是目前 A 股市场唯一一个国际化的幼儿教育类标的，而且具备优秀的盈利能力；相比一些高溢价的移动互联网类标的，“汤姆猫”由于其幼教的特性，几乎不存在沉迷性、损害健康等负面影响。另外，“汤姆猫”作为世界级 IP，其受众人群国际化程度高、范围广，具有强大的发展潜力；与其他世界级应用相比，“汤姆猫”坐拥 2 亿月活用户（去重后），10 亿美元的总对价非常便宜，以 Whatsapp 为例，Facebook 以 190 亿美元总对价的股权及现金收购 Whatsapp，该通讯软件目前最高月活用户达到 12 亿人。

**图表 26. 各世界级应用对比**

序号	产品名称	用户数据	估值
1	汤姆猫系列	月活跃用户 2 亿	10 亿美元
2	Supercell 系列	日活跃用户最高 1 亿	86 亿美元
3	Whatsapp	月活跃用户 12 亿	190 亿美元
4	支付宝	月活跃用户 3.5 亿	500 亿美元
5	微信	月活跃用户 9.4 亿	1,000 亿美元

资料来源：公司公告，网络公开资料，中银证券

此次收购也体现出对文化产业核心竞争力的清晰认识。公司发展文化产业既需要支持庞大流量和对接产业链上下游的平台，也需要拥有自主造血能力的优质内容 IP 为平台提供流量支持，单一拥有技术平台会面临核心竞争力不足的风险，一旦技术普及或者行业革新会迅速流失市场份额。公司作为文化产业的新晋者，并购优质内容 IP 是最迅速便捷的发展方式。即使是大型综合性传媒集团，同样也通过并购最有价值的 IP 来维持自身的市场竞争力。以迪士尼为例，近年来迪士尼强化其“高空稀薄地区”策略，即只制作 2 亿美元左右及以上成本的大制作电影，收到良好效果，2016 年实现电影全球票房 76 亿美元，利润达到 25.3 亿美元。这种策略的核心便是其分别耗资 74 亿美元、42 亿美元和 41 亿美元收购的皮克斯动画、漫威工作室和卢卡斯电影公司，近 160 亿美元的收购奠定了如今迪士尼在影视行业霸主的地位。

**图表 27. 三家影视公司收购后电影票房表现**

公司名称	收购时间及金额	收购后上映电影	票房表现
皮克斯	2006 年/74 亿美元获 40% 股权	赛车总动员	4.6 亿美元
		美食总动员	6.2 亿美元
		机器人总动员	5.2 亿美元
		飞屋环游记	7.3 亿美元
		玩具总动员 3	10.6 亿美元
		赛车总动员 2	5.6 亿美元
		勇敢传说	5.4 亿美元
		怪兽大学	7.4 亿美元
		头脑特工队	8.5 亿美元
		恐龙当家	3.3 亿美元
		海底总动员 2	10.3 亿美元
		钢铁侠	5.85 亿美元
		钢铁侠 2	6.2 亿美元
		钢铁侠 3	12.1 亿美元
漫威工作室	2008 年/42.4 亿美元整体收购	美国队长	3.7 亿美元
		美国队长 2	7.1 亿美元
		美国队长 3: 内战	11.5 亿美元
		复仇者联盟	15.2 亿美元
		复仇者联盟 2:	14.05 亿美元
		银河护卫队	7.73 亿美元
		银河护卫队 2	7.3 亿美元
		雷神	4.5 亿美元
		雷神 2	6.4 亿美元
		蚁人	5.2 亿美元
卢卡斯影业	2012 年/40.5 亿美元整体收购	奇异博士	6.77 亿美元
		星球大战: 原力觉醒	20.68 亿美元
		星球大战外传: 侠盗一号	10.56 亿美元

资料来源: 百度百科, 中银证券

### 精准受众定位、加快更新迭代、细化应用功能成就世界级 IP

“汤姆猫”作为幼儿早期教育类产品,其目标人群定位为 0-14 岁年龄段儿童,这类人群主体呈现如下特点:首先幼儿认知能力处于早期提升阶段,对文字类信息处理能力较弱,主要接受方式以图片和动画为主;其次,儿童对外界事物的好奇心较强,喜欢探索发现;另外,该年龄段儿童受家长管控严格,电子产品的使用往往产生于亲子互动场景下,因此信息传递及新事物在传递给儿童过程中一般要经过家长的审核。以《我的汤姆猫》的用户年龄分布为例,主要用户集中在 25 至 44 岁年龄层,而这个年龄层人群的子女年龄往往在 13 岁以下,符合上述逻辑推断。

**图表 28. 《我的汤姆猫》用户年龄分布**

年龄段	2017 年 1-6 月	2016 年	2015 年
13 岁以下	-	-	-
13 至 24 岁	23%	23%	21%
25-44 岁	43%	44%	45%
45 岁以上	35%	34%	34%
13 岁以上用户合计	100%	100%	100%

资料来源: 公司公告, 中银证券

因此“汤姆猫”系列产品在游戏设计和营销设计两方面需要同时考虑两个年龄段人群。在游戏人物设计方面，“汤姆猫”系列的人物形象突出可爱、呆萌的特点，给人以不具有伤害性的印象。在玩法方面，“汤姆猫”系列将极简、碎片化等特点一以贯之，如《会说话的汤姆猫》中，用户只需通过触碰、滑动屏幕或者说话的方式即能玩转，与汤姆猫形成良好互动；而在之后的系列应用中，针对儿童对世界的好奇心加入了环球飞行环节，通过环球飞行的方式了解国家地名；针对儿童在基本生活能力方面的引导培养方面加入了“汤姆猫陪你刷牙”、“帮安吉拉换衣服”等功能元素。这种以培养生活习惯及提升认知能力的亲子互动方式容易获得家长的认可并且传递到最终用户。

图表 29. “汤姆猫”系列主要形象一览



资料来源：网络公开资料，中银证券

图表 30. “汤姆猫”系列部分应用场景



资料来源：网络公开资料，中银证券

加速产品迭代，维护现有市场。自 2013 年 11 月第一款“汤姆猫”系列应用上线至今，Outfit7 共开发和运营了超过 20 款休闲移动应用，由于“汤姆猫”系列收入来源主要以广告收入为主，产品的数量与广告投放量有明显的正比关系，连续的产品投放为“汤姆猫”系列提供了收入保证。对于用户体验而言，产品的持续更新迭代能始终保持新鲜感，保证系列产品的留存率。另外，单一终端安装多个“汤姆猫”系列应用意味着该终端的多次广告投放，因此非去重月活用户数有时比去重用户数更能体现“汤姆猫”系列产品的市场规模。



**图表 31. Outfit7 主要产品储备情况**

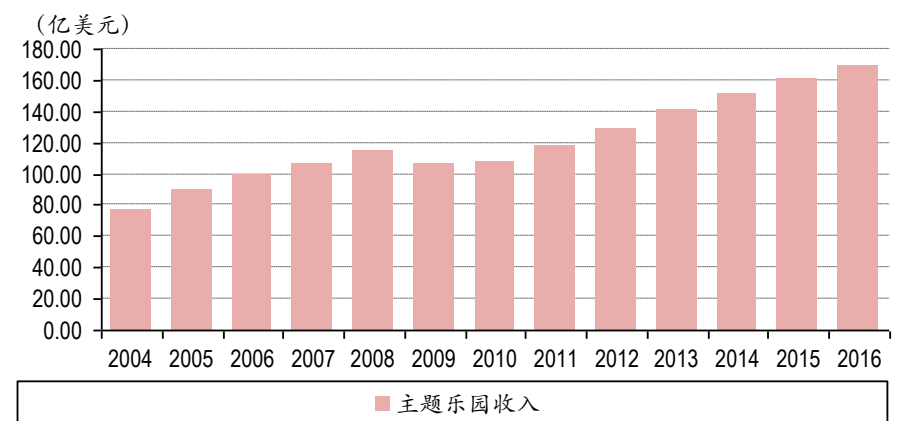
序列	类型	研发阶段	名称	来源	拟推出时间
1	解谜	产品开发	汤姆猫派对	自研	2017年11月
2	策略	限制性发行	汤姆猫战地	联合开发	2018年1月
3	运动	概念	汤姆猫摩托艇	联合开发	2018年度第二季度
4	运动	概念	汤姆快跑	联合开发	2018年度第二季度
5	策略	原型	汤姆和小偷	自研	2018年度第二季度
6	养成	重制	安吉拉时尚工作室	自研	待定

资料来源：公司公告，中银证券

### 从线上到线下，“汤姆猫”将成为孩子们成长的乐园

线下布局有着银幕或者虚拟世界无法比拟的优势。首先，线下发展给 IP 受众带来的是多重感官体验，线上或者说银幕上的展现仅是声音和视觉方面的感受，而线下的体验则是包括触觉、嗅觉在内沉浸式全方位的体验；其次，从线上到线下也是一种社交环境的进化，受众群体在现实中的交流所获得的快乐是虚拟社交无法替代的；此外，从儿童的发展教育出发，现实社会的互动相比虚拟世界更有助于其成长。

迪士尼的主题乐园是儿童乐园发展标杆。迪士尼公司自 1955 年 7 月在加州建立第一个迪士尼乐园以来，已经在全球范围内拥有 6 个顶级迪士尼乐园。2016 年，迪士尼乐园总营收达到 169.7 亿美元，其中上海迪士尼乐园在开园第一年游客数达到 1,100 万人次，创下迪士尼乐园游客接待量记录。一方面，迪士尼乐园是儿童互动的乐园，这些儿童在观赏、体验迪士尼的动画电影后渴望交流互动，而游乐园则是最好的互动交流场所；另一方面，迪士尼乐园是迪士尼公司最大的营销名片，聚集了迪士尼所有的影视 IP 形象，通过线下互动体验能反复增强 IP 在受众群体心中的印象。这也是许多影视文化公司纷纷开始建设自有主题乐园的原因所在。

**图表 32. 2004-2016 年迪士尼主题乐园营收情况**


资料来源：万得，中银证券

图表 33. 迪士尼六大主题乐园



资料来源：网络公开资料，中银证券

Outfit7 发展主题乐园潜力巨大。从 2013 年至今，Outfit7 经历了近 4 年的发展历程，相比迪士尼近 90 年的发展时间，是一个非常年轻的世界级 IP 品牌。而 Outfit7 的发展理念及定位和迪士尼的早期发展理念极为相似，即成为致力于为儿童带来快乐的企业，因此，主题乐园的建设理念非常适合 Outfit7 未来的发展。不仅仅是主题乐园，线下体验中心、幼儿教育互动中心等类主题乐园场所也是 Outfit7 的选择策略之一。而目前 Outfit7 已经拥有的近 2 亿全球活跃用户则是这些重资产项目盈利的有力保障。

### “汤姆猫”系列产品在中国市场仍有广阔的提升空间

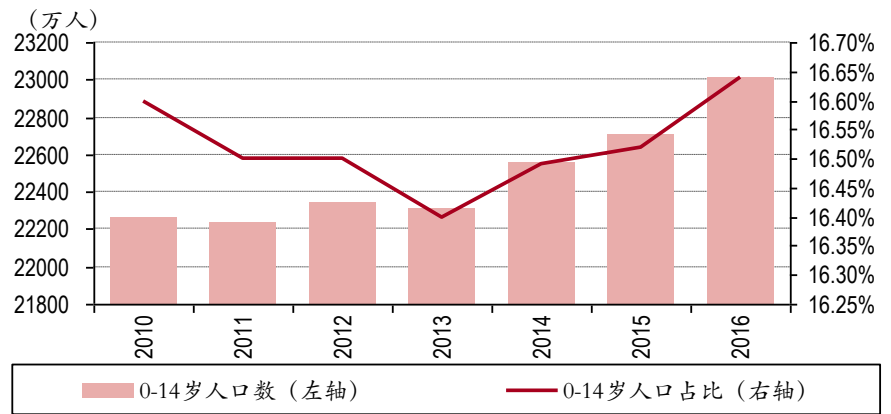
在用户层面，中国早期教育人口红利已经显现。数据显示，中国 0-14 岁儿童人口正在不断增长，2016 年达到 2.3 亿人，同时人口占比自 2013 年低谷后已经稳步回升，2016 年创下自 2010 年以来新高点。假设该群体人均拥有一台大屏智能移动设备，那么“汤姆猫”系列应用中国地区的月活跃人数的上限将超过 2 亿。目前数据显示，“汤姆猫”系列主要产品 2017 年月均活跃人数占比在 30% 左右，对应 2 亿月活跃总人数约为 6,000 万提升空间非常广阔。

图表 34. “汤姆猫”系列主要产品中国区活跃用户占比

应用名称	2017 年 1-6 月占比	2016 年占比	2015 年占比
《我的汤姆猫》	29.33%	25.67%	12.35%
《我的安吉拉》	30.57%	24.54%	10.71%
《汤姆猫跑酷》	46.88%	30.01%	
《我的汉克狗》	29.65%		
《会说话的汤姆猫 2》	39.44%	40.09%	36.94%

资料来源：公司公告，中银证券

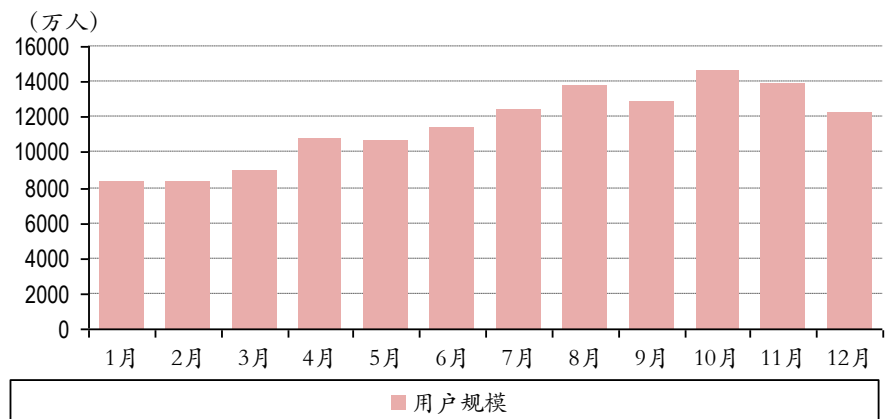
图表 35. 中国 0-14 岁人口比例及总数



资料来源: 万得, 中银证券

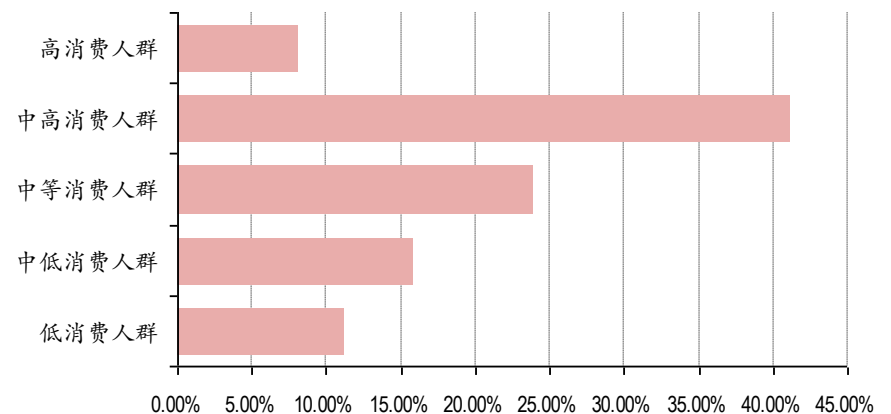
另外, 新生代父母对在线教育接受程度较高, 付费能力出色。截至 2016 年 12 月底, 中国互联网教育领域月度活跃用户规模超过 1.2 亿人, 儿童教育领域用户使用粘性较高, 人均单次启动次数接近 5 次, 人均单日使用时长超过一个小时。用户群体中, 中高消费群体占比超过 40%, 精准的用户画像使得 Outfit7 有能力获得更大的广告资源及议价能力。

图表 36. 2016 年中国互联网儿童教育领域月度活跃用户规模



资料来源: 易观数据, 中银证券

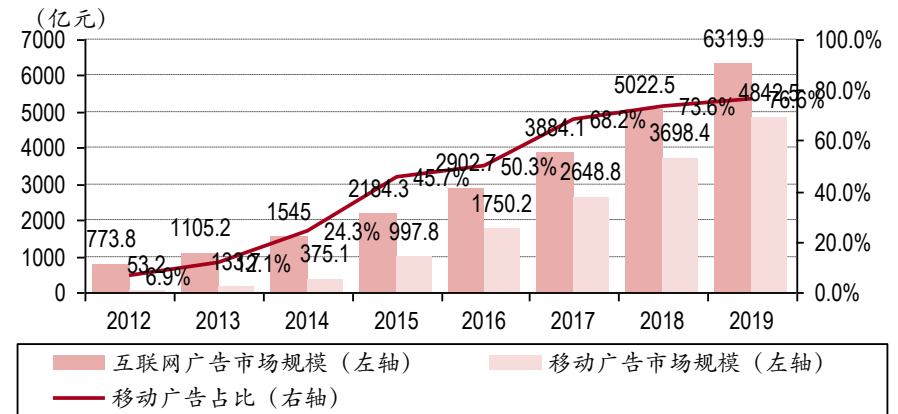
图表 37. 儿童家长用户消费能力情况



资料来源: 易观数据, 中银证券

在市场层面，中国移动广告市场规模仍在高速扩张。数据显示，2016 年中国网络广告市场规模达 2,902.7 亿元，同比增长 32.9%，预计到 2019 年整体规模将突破 6,000 亿元，年复合增长率接近 30%，而移动广告市场规模将达到 4,800 亿元，市场占比超过 75%。行业的迅速发展为 Outfit7 在中国市场的流量变现及扩张带来保障。

**图表 38. 2012-2019 年中国移动广告市场规模**



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

此外，与哲信的大数据平台对接将有效改善 Outfit7 在营销方面的不足。从 Outfit7 的业务模式流程可知，Outfit7 主要负责产品研发更新，而将广告对接及产品分发业务外包给如谷歌、Facebook 等平台服务商，而这些服务商由于国内政策的限制，无法充分有效地进行广告投放。从员工构成情况来看，公司营销人员数量不到员工总数的 5%，营销投入力度较小。此次纳入上市公司体系之后，Outfit7 将拥有自主广告流量对接平台，上市公司将为其对接更加精准的广告主，提升广告流量的投放效果。

**图表 39. Outfit7 员工构成情况 (单位：人)**

岗位	2017 年 6 月 30 日	2016 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 30 日
技术 (含测试)	85	77	62
美术	37	32	29
规划 (产品管理)	12	9	9
营销	9	6	8
本地化	2	2	1
录音	1	1	1
其他	86	79	80
<b>合计</b>	<b>232</b>	<b>206</b>	<b>190</b>

资料来源：公司公告，中银证券

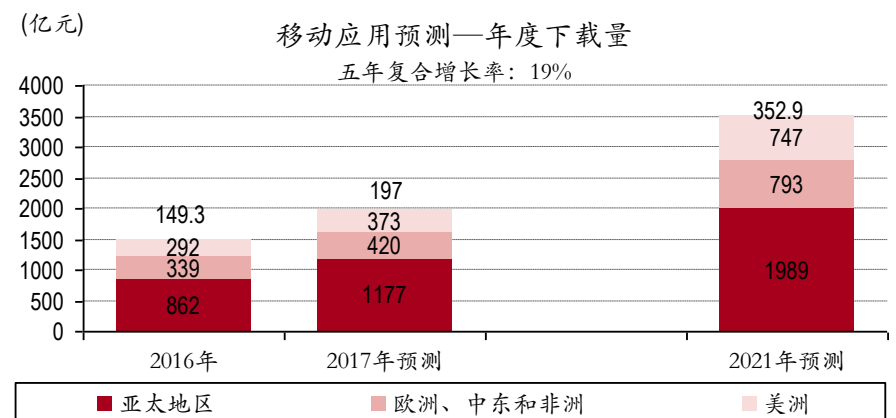
## 未来展望：“汤姆猫”将全方位助力金科文化的泛文化战略

本次交易完成后，Outfit7 将纳入上市公司体系，其广告分发业务及儿童早期教育业务和公司现有平台拥有显著的协同效应。公司通过横向整合将丰富其移动应用领域产品和业务的多样性，增强了既有业务的竞争能力，完善在移动应用和儿童早期教育领域的发展战略布局。

哲信作为公司业务核心平台将保持其在长尾市场的优势地位。公司依托哲信的大数据分析和人工智能技术，对海量交易信息进行数据模型分析，掌握各类产品的体验、付费改进点，为调优、迭代升级提供数据支持；另一方面，对众多渠道用户特征进行画像，将适合的产品类型推送到相应推广渠道，实现精准的市场投放。通过与 Outfit7 的整合，将进一步优化公司的大数据分析系统，完善精细化的市场营销和优化运营体系，为公司的内容推广、流量变现以产品投放提供有力保证。

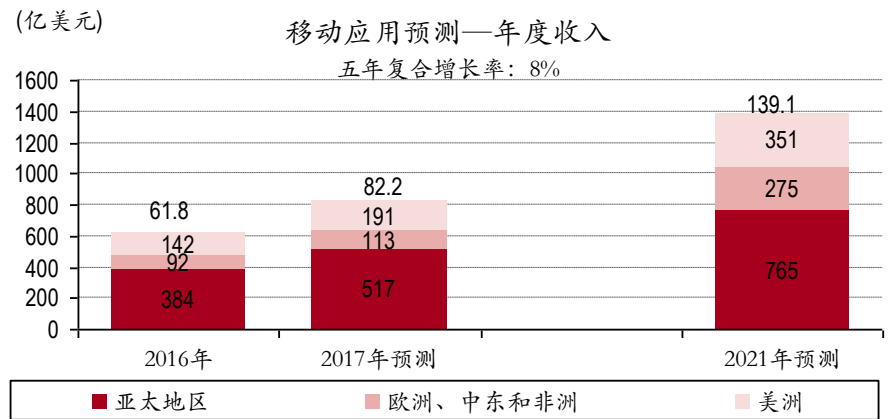
Outfit7 将为公司打开海外市场之门。AppAnnie 数据显示，到 2021 年，全球移动应用商店总下载量将达到 3,529 亿次，总消费额将超过 1,390 亿美元，亚太地区将贡献超过 50% 的下载量及消费额。Outfit7 自 2016 年开始将战略重心转向以中国、印度、美国为首的亚太市场，与公司开拓海外市场的思想不谋而合。公司将依托 Outfit7 的国际化分发渠道，打造全球化的移动应用发行运营平台，加强公司产品在全球市场的推广力度，提升产品在海外市场的竞争力，并通过迭代开发、升级改造、数据挖掘并制定精准的营销和运营策略，提升应用产品的市场占有率及用户流量变现能力。同时公司在亚太地区的运营平台将持续为 Outfit7 提供客户资源及渠道，进一步提升亚太市场占有率。

图表 40. 移动应用年度下载量



资料来源：APPAnnie，中银证券



**图表 41. 移动应用年度销售收入**


资料来源: APPAnnie, 中银证券

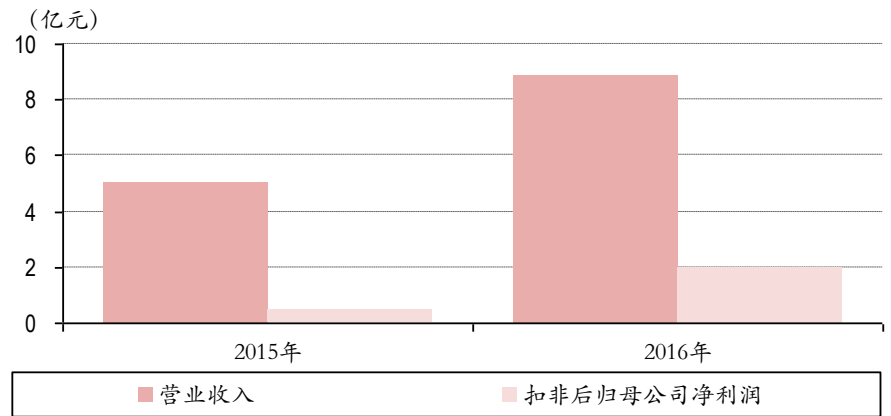
“汤姆猫”系列将助力公司全面拓展儿童早期教育领域。公司自转型伊始便积极探索布局互联网儿童早期教育业务。公司在 2016 年 4 月通过收购“星宝乐园”等互联网企业，完成了在互联网早教领域的早期布局。此次收购完成后，公司将利用 Outfit7 在亲子互动类应用的研发实力，根据用户特点，加强与国内外儿童教育品牌的合作，持续适时推广汤姆猫 IP 特有的教育类产品；在衍生品方面，将通过 ODM 等方式，开发“汤姆猫”全系列衍生品，通过主题乐园、亲子互动应用内商城、电商渠道、线下渠道等多渠道进行销售；此外，公司将在各地大型商城，布点“汤姆猫智慧乐园+衍生品”的旗舰店，实现公司线上线下的协同发展。

同时，“汤姆猫”作为公司核心 IP，将助力公司在泛娱乐方向的突破。公司通过与影视、文学、动漫的 IP 版权商合作，积极培育优质 IP 资源，已经收录的包括游戏 IP《加蒂斯英雄》、影视 IP 黑泽明未影像化作品《枪神》、文学 IP《蜀山》、动漫 IP《海绵宝宝》等一系列经典 IP 使用权。此次与 Outfit7 的结合将极大扩张公司在内容领域的拓展能力，公司将聚焦优质 IP 资源，打通线上线下运营模式，形成移动应用开发与运营、大数据流量变现、儿童教育、衍生品开发、汤姆猫智慧乐园等 IP 资源的全方位商业变现。

## 公司现有业务财务分析

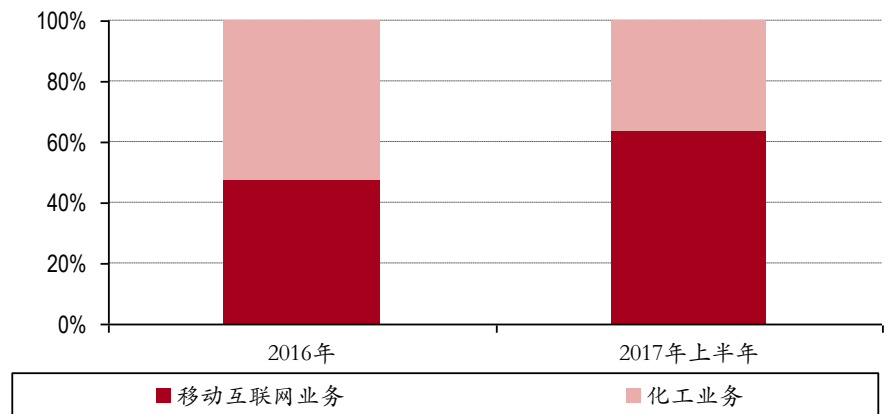
2016年金科文化实现营业收入8.9亿，同比增长76.64%；实现归属于上市公司股东净利润2.05亿元，同比增长322.87%。收入结构方面，移动互联网业务收入2.94亿元，占营收比重的32.82%；化工业务收入6.0亿元，营收占比为67.18%。毛利率方面，移动互联网业务毛利率为60.85%，化工业务毛利率为33.28%。因此从毛利占比来看，2017年上半年公司移动互联网业务的毛利占比已超过60%。

图表 42. 2016 年公司营收及扣非后归母净利润情况



资料来源：公司公告，中银证券

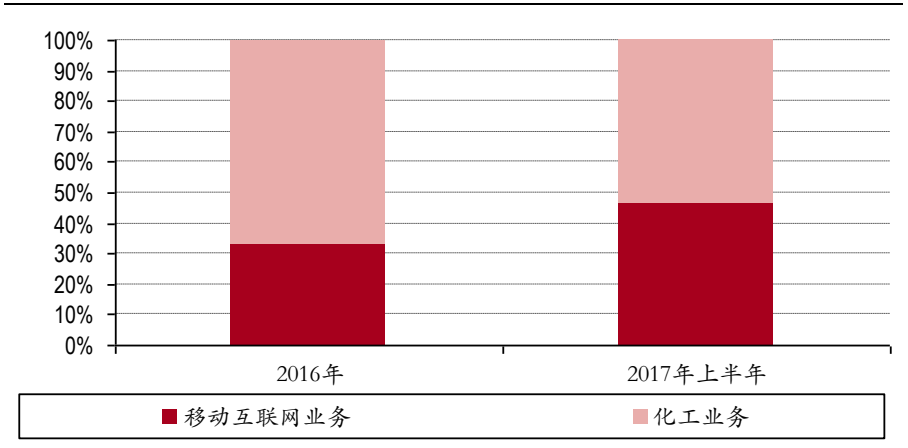
图表 43. 2016 年和 2017 年上半年公司业务毛利占比



资料来源：公司公告，中银证券

2016年4月底，公司正式完成杭州哲信的重大资产重组及过户，因此移动互联网业务仅并表2016年5月-12月的营收及净利润，这是2016年公司移动互联网业务占比不高的主要原因；从2017半年报显示，公司实现营业收入6.5亿元，同比增长86.05%，实现扣非后归属于母公司股东净利润2.0亿元，同比增长207.54%。其中移动互联网业务实现营业收入3.02亿元，营收占比为46.5%；化工业务实现营业收入3.5亿元，营收占比53.5%。移动互联网业务毛利率61.88%，与2016年底基本保持一致，化工业务毛利率30.68%，较2016年底小幅下滑。

图表 44. 2016 年与 2017 年上半年收入结构对比



资料来源：公司公告，中银证券

## 盈利预测

盈利预测方面，我们假设：

- 1、Outfit7 的重大资产重组在 2017 年顺利完成并于 2018 年正式并表；
- 2、Outfit7 和杭州哲信业绩承诺顺利完成；
- 3、公司原有化工业务保持每年 10%左右的业绩增速且毛利率保持稳定；

预计公司 2017-2019 年实现每股收益 0.22、0.48 和 0.57 元，对应当前市盈率约为 58、26 和 22 倍，给予首次**买入**评级。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	506	895	1,283	2,581	3,090
销售成本	(383)	(526)	(717)	(859)	(1,012)
经营费用	(27)	(84)	(125)	(260)	(316)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>96</b>	<b>284</b>	<b>441</b>	<b>1,462</b>	<b>1,761</b>
折旧及摊销	(35)	(46)	(75)	(89)	(101)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>61</b>	<b>238</b>	<b>366</b>	<b>1,373</b>	<b>1,659</b>
净利息收入/(费用)	3	12	3	(3)	1
其他收益/(损失)	2	3	53	53	53
<b>税前利润</b>	<b>65</b>	<b>252</b>	<b>422</b>	<b>1,423</b>	<b>1,714</b>
所得税	(10)	(33)	(55)	(186)	(224)
少数股东权益	(7)	(14)	(24)	(301)	(362)
<b>净利润</b>	<b>48</b>	<b>205</b>	<b>343</b>	<b>937</b>	<b>1,128</b>
<b>核心净利润</b>	<b>49</b>	<b>206</b>	<b>344</b>	<b>937</b>	<b>1,128</b>
每股收益(人民币)	0.183	0.130	0.217	0.476	0.573
核心每股收益(人民币)	0.184	0.130	0.217	0.476	0.573
每股股息(人民币)	0.080	0.030	0.022	0.048	0.057
收入增长(%)	6	77	43	101	20
息税前利润增长(%)	14	290	54	275	21
息税折旧前利润增长(%)	8	194	55	231	20
每股收益增长(%)	(60)	(29)	67	119	20
核心每股收益增长(%)	(60)	(29)	67	119	20

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	65	252	422	1,423	1,714
折旧与摊销	35	46	75	89	101
净利息费用	(3)	(12)	(3)	3	(1)
运营资本变动	22	65	96	(543)	370
税金	(3)	(19)	(55)	(186)	(224)
其他经营现金流	11	5	(61)	(66)	(53)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>128</b>	<b>338</b>	<b>473</b>	<b>720</b>	<b>1,908</b>
购买固定资产净值	13	115	105	70	70
投资减少/增加	(144)	(2,470)	(566)	(4,152)	50
其他投资现金流	(26)	1,077	(227)	(140)	(140)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(158)</b>	<b>(1,278)</b>	<b>(688)</b>	<b>(4,222)</b>	<b>(20)</b>
净增权益	(21)	(47)	(34)	(94)	(113)
净增债务	(164)	(10)	123	0	0
支付股息	21	47	34	94	113
其他融资现金流	212	2,014	(55)	3,137	(112)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>48</b>	<b>2,004</b>	<b>68</b>	<b>3,137</b>	<b>(112)</b>
现金变动	18	1,064	(147)	(364)	1,775
期初现金	171	193	1,285	1,138	775
公司自由现金流	(29)	(941)	(215)	(3,501)	1,888
权益自由现金流	(196)	(963)	(95)	(3,499)	1,886

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	200	1,289	1,143	780	2,555
应收帐款	103	304	352	895	652
库存	61	59	62	82	88
其他流动资产	5	5	10	8	13
<b>流动资产总计</b>	<b>369</b>	<b>1,657</b>	<b>1,568</b>	<b>1,765</b>	<b>3,307</b>
固定资产	281	379	396	398	388
无形资产	64	179	192	171	150
其他长期资产	30	259	628	1,027	1,027
<b>长期资产总计</b>	<b>375</b>	<b>817</b>	<b>1,216</b>	<b>1,596</b>	<b>1,565</b>
<b>总资产</b>	<b>877</b>	<b>5,362</b>	<b>5,963</b>	<b>10,339</b>	<b>11,847</b>
应付帐款	61	139	170	198	231
短期债务	10	0	123	123	123
其他流动负债	148	139	253	223	320
<b>流动负债总计</b>	<b>219</b>	<b>278</b>	<b>545</b>	<b>544</b>	<b>674</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	75	102	102	102
股本	265	1,581	1,581	1,969	1,969
储备	359	3,337	3,663	7,352	8,367
<b>股东权益</b>	<b>624</b>	<b>4,918</b>	<b>5,244</b>	<b>9,321</b>	<b>10,336</b>
少数股东权益	26	48	72	372	734
<b>总负债及权益</b>	<b>877</b>	<b>5,362</b>	<b>5,963</b>	<b>10,339</b>	<b>11,847</b>
每股帐面价值(人民币)	2.36	3.11	3.32	4.73	5.25
每股有形资产(人民币)	2.12	3.00	3.19	4.65	5.17
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.69)	(0.81)	(0.64)	(0.33)	(1.23)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	19.0	31.7	34.4	56.6	57.0
息税前利润率(%)	12.0	26.6	28.6	53.2	53.7
税前利润率(%)	12.9	28.2	32.9	55.1	55.5
净利率(%)	9.6	22.9	26.8	36.3	36.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.7	6.0	2.9	3.2	4.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	530.9	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	5.8	2.8	3.1	4.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	68.2	96.2	57.5	26.2	21.8
核心业务市盈率(倍)	67.8	95.9	57.4	26.2	21.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	119.7	169.2	101.3	46.2	38.4
市净率(倍)	5.3	4.0	3.8	2.6	2.4
价格/现金流(倍)	25.8	58.4	41.7	34.1	12.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	202.7	65.0	42.4	13.0	9.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	57.4	41.6	30.9	30.6	30.6
应收帐款周转天数	72.4	83.1	93.4	88.2	91.4
应付帐款周转天数	42.7	40.8	43.9	26.0	25.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	43.7	23.1	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	9.4	7.4	6.8	12.9	11.5
资产收益率(%)	6.7	6.6	5.6	14.6	13.0
已运用资本收益率(%)	2.1	1.8	1.6	3.1	2.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

腾讯控股 (0700.HK/港币 351.6, 未有评级)

阿里巴巴 (BABA.N/美元 177.32, 未有评级)

FACEBOOK (FB.O/美元 174.98, 未有评级)

迪士尼 (DIS/美元 99.40, 未有评级)

以2017年10月20日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371