

2018年04月01日

金科文化 (300459.SZ)

公司分析

证券研究报告

看好汤姆猫在线上的流量变现业务，关注其线下周边衍生业务的布局及推进

■线上流量变现，随着 Outfit7 装入上市公司体系及新游上线，预计 2018 年公司盈利能力将大幅提升。

1) Outfit7 并表增厚公司业绩。根据公司公告披露，Outfit7 2017 年分别实现营业收入、净利润 8.53 亿元、5.99 亿元，基于 O7 强大且稳定的盈利能力（连续 3 年毛利率超 98%），与上市公司多年的合作基础，以及一季度业绩预告的良好表现（净利润同增超 150%），我们预判其 2018 年 9287 万欧元的业绩承诺完成概率较大，有望显著提高公司整体业绩及利润率水平，开启公司新一轮的成长周期。

2) 杭州哲信与 Outfit7 两大流量航母有效协同，深耕大数据精准分发系统，进一步放大平台效应。杭州哲信旗下“移动游戏综合运营平台”通过自动化筛选、接入精品化的移动休闲游戏产品进行多渠道分发，将优质的游戏内容和服务提供给用户并从中获取游戏发行运营收入分成，2016 年新激活用户数达 2 亿；O7 则是通过用户行为大数据分析，将广告主提供的内容精准送达至目标用户并从中获取广告展示分成，2017 年全球平均月活达到 4 亿。二者本质上都是利用大数据分析实现精准匹配，未来杭州哲信与 O7 在技术整合及客户共享层面有望合力探索复合型创新“精准型智能化分发模式”，在发行和广告业务形成互补和协同发展，进一步提升公司变现能力。

3) 2018 年多款新游上线带来业绩弹性：2018 年公司拟上线《我的汤姆猫 2》等 7 款新游上线，其中已在一季度上线的《汤姆猫跑酷》、《汤姆猫战营》表现出色，《汤姆猫战营》目前稳居全球各国家地区苹果游戏免费榜前十。

■线下衍生品开发，关注公司在教育培训及亲子互动市场的积极布局。

1) O7 与星宝乐园合作开发儿童绘本，并借由中国移动线上渠道及星宝乐园线下图书馆等渠道推广；2) 目前公司已经与国际培训机构达成合作意向，考虑在国内设立合资公司，由对方负责课程内容，公司提供用户，共同开发中国教育培训市场；3) 金科汤姆猫帮助 O7 对接中国开发团队和合作方，开发更多优质视频作品、儿童服饰、AI 玩具等系列衍生产品；4) 建设线下主题乐园，丰富亲子互动场景，根据公告披露，公司预计到 2018 年年底之前至少在国内落地 3-5 家乐园。

■投资建议：基于 1) 汤姆猫 IP 在全球范围内的广泛用户基础；2) Outfit7 与杭州哲信两大大数据分发平台的自我放大效应及协同作用；3) 汤姆猫 IP 的全产业链开发有望撬动儿童衍生品市场，我们看好公司在互联

投资评级 **买入-A**
首次评级

6 个月目标价：**16.20 元**
股价 (2018-03-30) **12.66 元**

交易数据

总市值(百万元)	24,955.81
流通市值(百万元)	6,613.17
总股本(百万股)	1,971.23
流通股本(百万股)	522.37
12 个月价格区间	10.62/13.66 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.87	5.31	-4.05
绝对收益	11.25	13.75	-4.41

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

网泛娱乐产业领域内的发展前景。预计公司 2018-2020 年净利润分别为 10.68 亿元、12.81 亿元、14.92 亿元，对应 EPS 0.54 元、0.65 元、0.76 元。我们给予 2018 年 30 倍目标 PE，对应目标价 16.2 元，给予“买入-A”评级。

■风险提示：新游表现低于预期，教育等周边衍生业务推进速度低于预期，线下主题乐园建设低于预期。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	894.6	1,396.3	2,464.4	3,011.5	3,854.7
净利润	205.0	393.9	1,067.7	1,280.8	1,491.8
每股收益(元)	0.10	0.20	0.54	0.65	0.76
每股净资产(元)	2.52	4.78	5.07	5.77	6.51

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	121.7	63.4	23.4	19.5	16.7
市净率(倍)	5.0	2.6	2.5	2.2	1.9
净利润率	22.9%	28.2%	43.3%	42.5%	38.7%
净资产收益率	4.1%	4.2%	10.7%	11.3%	11.6%
股息收益率	0.2%	0.0%	1.0%	0.1%	0.1%
ROIC	45.2%	13.0%	14.2%	16.8%	19.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 双主业运行：泛娱乐为主，精细化工为辅	4
1.1. 历史沿革：坚定转型移动互联网，化工行业细分领域龙头地位稳固.....	4
1.2. 财务数据：迈入高速增长通道，2018年Q1并表业绩预增超150%.....	5
2. 产业链升级：加速布局移动互联网泛娱乐	7
2.1. Outfit7与杭州信哲有效协同，持续放大平台效应.....	7
2.2. 全面开发“会说话的汤姆猫”，搭建泛娱乐新生态.....	8
2.2.1. 系列游戏落地中国市场表现出色，期待新游上线.....	8
2.2.2. IP衍生品全产业链开发，深挖亲子市场变现力.....	10

图表目录

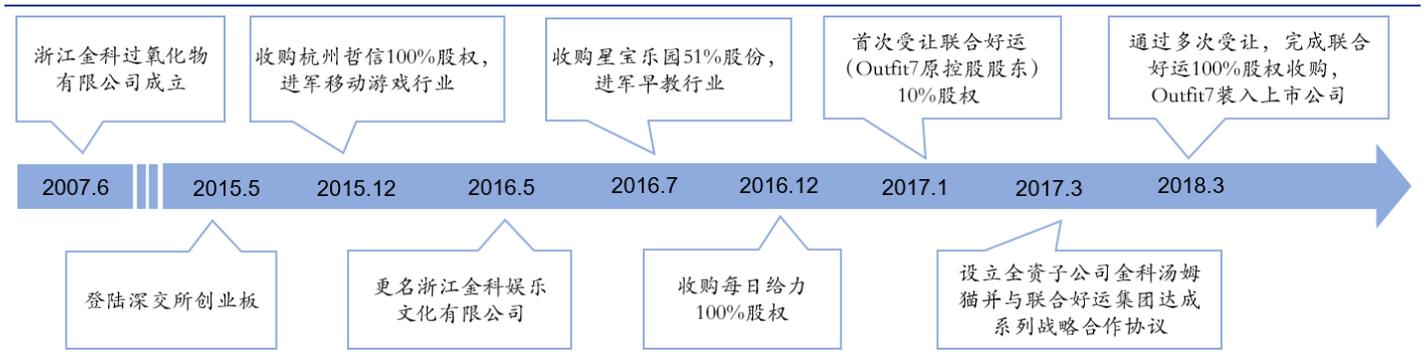
图 1：公司历史沿革.....	4
图 2：2015-2017 年公司营业收入及同比增速.....	5
图 3：2015-2017 年公司净利润及同比增速.....	5
图 4：2017 年公司主要业务收入占比.....	6
图 5：2015-2017 年公司主要业务毛利率.....	6
图 6：2015-2017 年公司利润率.....	6
图 7：2015-2017 年公司三费率.....	6
图 8：Outfit7 广告业务核心商业模式.....	7
图 9：“会说话的汤姆猫”系列游戏.....	9
图 10：汤姆猫 AI 机器人产品.....	10
图 11：天猫在售周边衍生品.....	10
表 1：公司收购资产业绩承诺及完成情况.....	6
表 2：2015-2017 年 Outfit7 营业数据.....	6
表 3：2015-2017H1 《我的汤姆猫》月活用户地区分布.....	8
表 4：2018 年公司拟上线新游.....	10

1. 双主业运行：泛娱乐为主，精细化工为辅

1.1. 历史沿革：坚定转型移动互联网，化工行业细分领域龙头地位稳固

公司前身浙江金科过氧化物股份有限公司成立于 2007 年，最初主营业务为氧系漂白助剂 SPC 的研发、生产和销售，于 2015 年 5 月在创业板上市。上市后公司一方面持续巩固其在精细化工细分领域的行业领先地位，一方面通过一系列并购重组逐步实现向泛娱乐方向的战略转型。2016 年 5 月，公司更名为浙江金科娱乐文化股份有限公司。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

收购杭州哲信、Outfit7，成为全球移动游戏综合运营商。杭州哲信以自主开发的开放型“移动游戏综合运营平台”为依托，通过自动化筛选、接入精品化的移动休闲游戏产品，构建起多元化渠道发行体系从而获得游戏发行运营收入分成，2016 年平台激活新增用户人次近 2 亿，对接硬核联盟、九游、4399、腾讯等渠道商近 700 家。Outfit7 是全球知名的移动游戏研发/发行商，通过“会说话的汤姆猫”这一全球知名系列 IP 聚合了全球数亿用户从而获取大数据广告分发收入，截至 2017 年末 Outfit7 移动应用下载量累计超过 70 亿次，全球平均月活跃用户数超过 4 亿。公司通过吸纳杭州哲信及 Outfit7 完整覆盖了海内外游戏玩家、开发商、渠道商及广告主资源，成为全球最大的综合移动互联网流量平台之一。

公司擅长休闲小游戏开发，助力“汤姆猫”系列产品落地中国。2017 年公司发行运营移动互联网游戏 116 款，包括《蛇蛇大作战》、《球球大乱斗》、《火爆鸟》、《小猫快跑》、《传奇来了》等动作、益智、消除、跑酷类明星移动休闲游戏。同时，公司与联合好运（Outfit7 原控股股东）达成系列战略合作协议后，迅速将汤姆猫系列亲子互动应用进行国内本土化，从游戏思路、场景设计（加入中国元素）、渠道资源（对接安卓商店）等多方面进行升级，主要产品有《我的汤姆猫》（全球移动游戏下载量总榜第 2）、《我的安吉拉》、《我的汉克狗》、《汤姆猫水上乐园》等多款高留存、高活跃用户数、长周期优秀产品，在业界内均处于 S 级及 A 级水平，公司最新上线的战斗策略类移动互联网游戏《汤姆猫战营》目前稳居全球各国家地区苹果游戏免费榜前十。

收购星宝乐园、设立金科汤姆猫、发起文教产业基金，向儿童教育、IP 运营及衍生等领域拓展，逐步搭建以 IP 为核心的泛娱乐生态圈。星宝乐园深耕家庭教育多年，线上产品有星宝乐园 APP、星宝乐园 TV，线下场景有家和园图书馆、星宝体验馆、星宝驿站等，金科汤姆猫则主要协助 Outfit7 对接中国开发团队和合作方，通过星宝乐园、金科汤姆猫及配套文教产业基金的扶持，公司力图在儿童早期教育、电影动漫、衍生品开发、汤姆猫亲子互动乐园等领域进行全方位、立体化的拓展。除汤姆猫 IP 外，公司签约了世界级电影大师黑泽明所有未影像化作品的全版权；拓展海内外漫画、小说等领域供应商，签约了《九州》、《永夜》、《九藏喵窝》等知名的互联网游戏改编权并逐步投入开发；影视板块则在人才建设，项目与商业模式定位等方面做出积极探索，旗下 IP《枪神》、《偷脸贼》等都已联合行业内优质团队

进入孵化阶段，为公司未来可持续发展奠定基础。

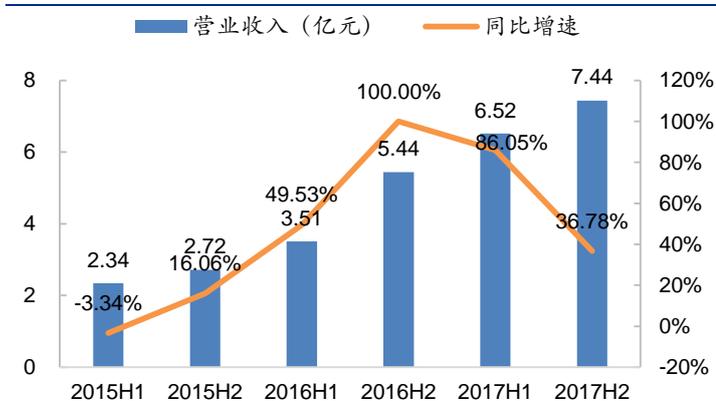
SPC（过碳酸钠）出口份额进一步提升，精细化工细分领域龙头地位稳固。SPC 属于环境友好型精细化工新材料，主要作为新型洗涤剂广泛应用于日化领域，用于生产高效、节能、环保的含氧洗涤剂产品，可应用于环保、印染、造纸、医疗等领域。公司系国家 SPC 行业标准第一起草单位，是国内最大的 SPC 出口企业，为海关总署 AA 类进出口管理企业，享受“属地报关、口岸验放、信任放行”等通关便利措施。2017 年公司 SPC 出口市场份额从 50% 提升至 70%，行业龙头地位稳固。目前公司相关产品已进入欧美、日韩、澳洲、中东等主流市场，以较强的性价比优势被纳入 Reckitt Benckiser（利洁时）、Henkel（汉高）、Kao（花王）、Lion（狮王）、P&G（宝洁）等国际大型日化企业的全球采购体系。

1.2. 财务数据：迈入高速增长通道，2018 年 Q1 并表业绩预增超 150%

2015-2017 年公司分别实现营业收入 5.06 亿元、8.95 亿元、13.96 亿元，同增 6.19%、76.64%、56.08%；净利润 0.48 亿元、2.05 亿元、3.94 亿元，同增 33.99%、322.87%、92.16%。

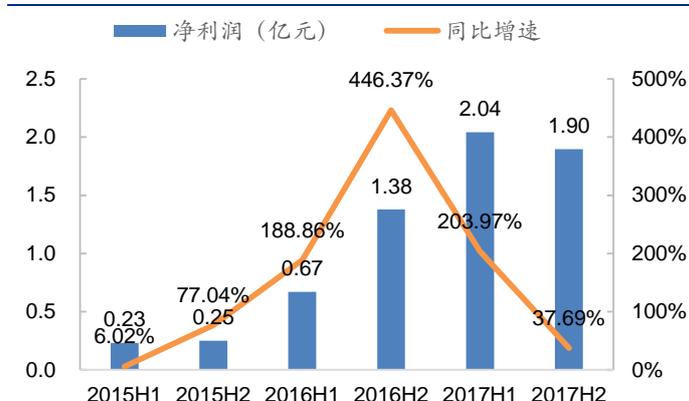
内生与外延并举，业绩迈入高速增长通道。2016 年公司业绩大幅增加主要系杭州哲信并表业绩所致，其当年业绩承诺为 1.7 亿元，最终完成 1.92 亿元；2017 年公司业绩进一步提升，主要系合并每日给力带来 2290 万元净利润，部分并表 Outfit7（2017 年 12 月 21 日公司通过联合好运、上虞码牛、杭州逗宝共计持有 Outfit7 的 71.4% 的股权，2018 年 3 月完成 Outfit7 100% 收购）带来 2399 万元净利润；根据公司公告，2018 年一季度公司预计实现净利润 2.75-3.06 亿元，同增 159%-189%，主要系 Outfit7 并表增厚公司业绩。

图 2：2015-2017 年公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：2015-2017 年公司净利润及同比增速

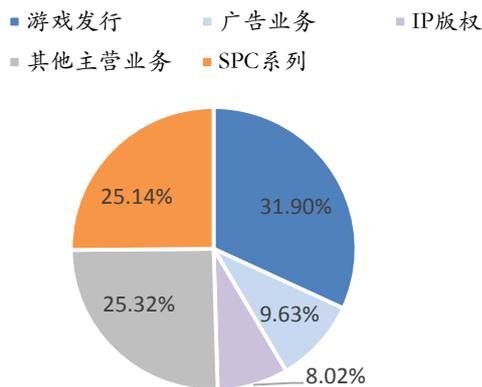


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

互联网泛娱乐板块权重逐年加重。具体看业绩拆分，2017 年公司互联网泛娱乐板块实现营业收入及毛利润 6.93 亿元、4.38 亿元，同增 136%、245%；营收占比达到 49.6%，毛利润占比达到 69.35%。同时，受每日给力及 Outfit7 的高利润率带动，2017 年公司互联网泛娱乐板块毛利率进一步提升 2.39%，达到 63.24%。公司泛娱乐板块主要涵盖游戏发行、广告及 IP 版权三项业务，目前游戏发行业务收入占比 31.9% 最高，广告及 IP 版权则主要来自 Outfit7，预计 2018 年 Outfit7 完全并表后，公司泛娱乐板块权重将进一步加重。

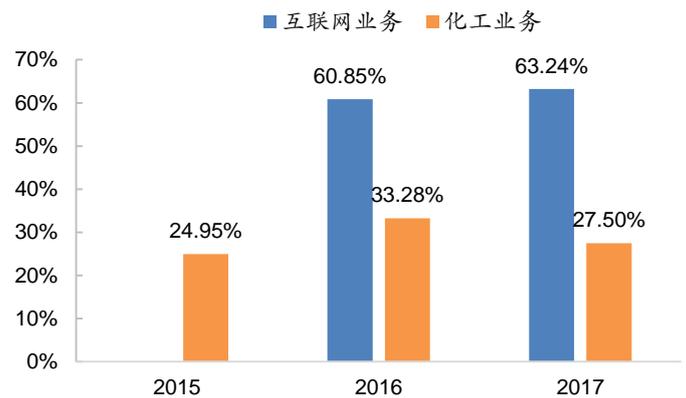
2017 年公司精细化工领域实现营业收入与毛利润 7.04 亿元、1.94 亿元，同增 17%、-3%；营收占比为 50.4%，毛利润占比 30.65%。主要化工产品中 SPC 实现销售收入 3.51 亿元，同增 9.61%；TAED 实现销售收入 1.22 亿元，同增 25.97%；TC 实现销售收入 0.79 亿元，同增 23.33%。

图 4：2017 年公司主要业务收入占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

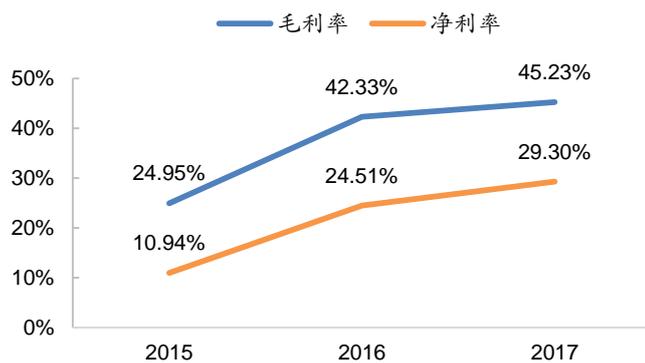
图 5：2015-2017 年公司主要业务毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

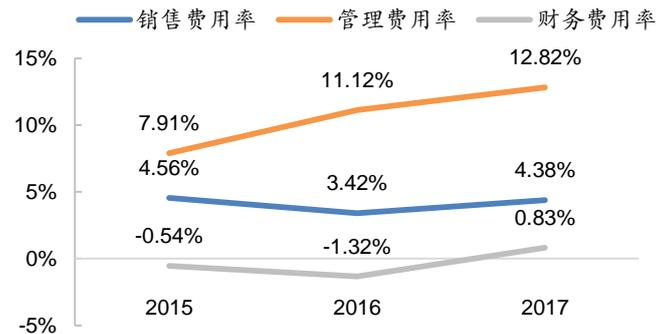
利润率方面，2015-2017 年公司毛利率分别为 24.95%、42.33%、45.23%；净利率分别为 10.94%、24.51%、29.30%。公司转型后利润率稳步提升，一方面受益于互联网泛娱乐板块的高毛利率，另一方面归功于公司在转型过程中对三费把控得当。

图 6：2015-2017 年公司利润率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：2015-2017 年公司三费率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 1：公司收购资产业绩承诺及完成情况

单位：元/欧元		2016	2017	2018	2019
杭州哲信 (100%)	承诺	1.70 亿元	2.30 亿元	3.0 亿元	
	实际	1.92 亿元	2.38 亿元	-	
Outfit7 (100%)	承诺		7809 万欧元	9287 万欧元	10980 万欧元
	实际		7841 万欧元	-	-
每日给力 (100%)	承诺/实际		2017 扣非大于 2500 万元，实际完成 2290 万元		
			2017+2018 累计扣非大于 5750 万元		
			2017+2018+2019 累计扣非大于 10000 万元		

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：2015-2017 年 Outfit7 营业数据

单位：亿元	2015	2016	2017
营业收入	7.52	6.78	8.53
营业成本	0.12	0.05	0.06
毛利率	98.38%	99.21%	99.31%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 产业链升级：加速布局移动互联网泛娱乐

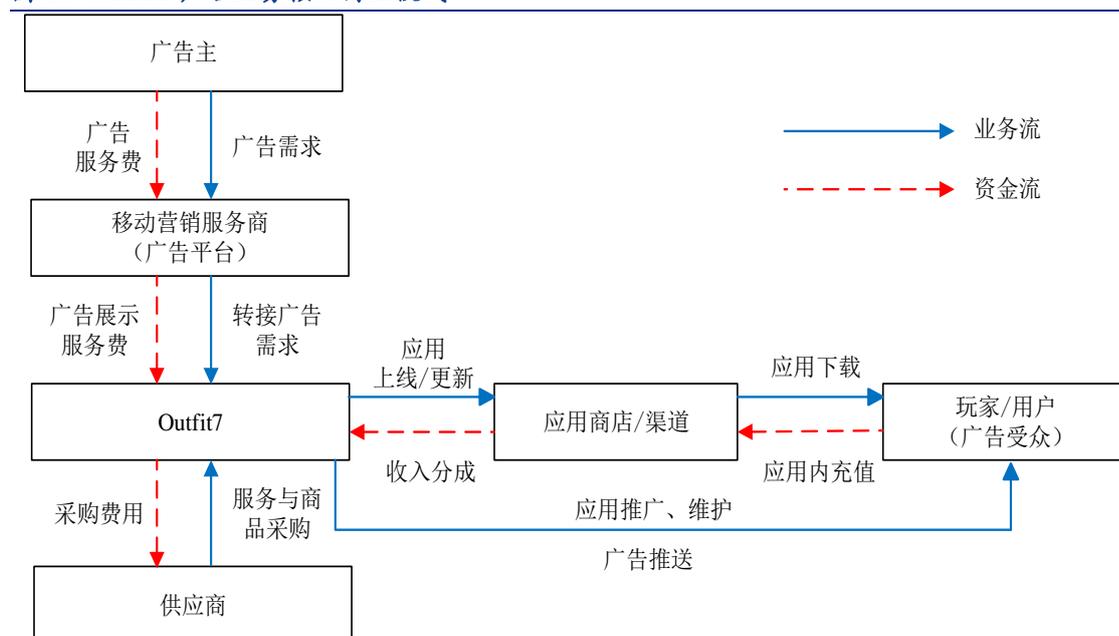
2.1. Outfit7 与杭州信哲有效协同，持续放大平台效应

2018年3月，公司以现金1.02亿美元价格受让联合好运65%股权，间接取得Outfit7 28.6%股权。此前公司已通过发行股份购买资产的重大资产重组方式收购了Outfit7 56%股权，通过金科国际持有联合好运35%的股权间接持有Outfit7 15.4%股权，合计持有71.4%股权。本次对外投资后，公司合计持有Outfit7 100%股权。

Outfit7 是全球知名的移动游戏研发/发行商，以经典休闲手游《会说话的汤姆猫》为起点，通过发布系列手游《会说话的汤姆猫2》、《我的汤姆猫》、《我的安吉拉》、《我的汉克狗》等，O7 逐步构建出整套具备全球影响力的“会说话的汤姆猫家族”IP。根据公司公开披露数据，截至2017年末Outfit7 移动应用下载量累计超过70亿次，全球月活跃用户数峰值超过4亿；根据SensorTower数据，《我的汤姆猫》位居全球移动游戏下载量总榜第2，《我的安吉拉》位列谷歌应用市场下载量排行榜第7，同时Outfit7 在2017全球移动APP 发行商排行榜中位列第6。

我们分析认为Outfit7 之所以成为流量航母的关键原因在于其自我放大的平台效应。一方面，基于初期游戏用户数据基础，Outfit7 构建起精细化营销运营体系通过广告展示服务收入获利（2017年广告收入占比超过75%）；另一方面，其自有的移动广告投放能力反哺游戏产品，大大降低用户获取成本并通过系列游戏的交叉推广进一步延长产品生命周期（汤姆猫系列游戏庞大的下载量和月活数据并不依靠买量来导流，75%的下载量来自用户主动下载，约20%为应用间交叉营销所产生，用户获取成本远低于同行业），最终平台用户基数的扩大开启下一周期，即基于更多的用户数据，Outfit7 得以再次完善其大数据分发精准营销体系，形成良性循环。

图 8: Outfit7 广告业务核心商业模式



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

Outfit7 与杭州信哲在技术整合、客户资源、综合变现层面有效协同。杭州信哲成立于2010年，是一家依托大数据分析从事移动休闲游戏发行运营为主的移动互联网企业，其自主开发

的开放型“移动游戏综合运营平台”在投入运营 2 年中积累了庞大的客户资源及游戏开发商，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，对接渠道商近 700 家。综合来看，“移动游戏综合运营平台”与 Outfit7 两大分别拥有数亿级别用户平台的合作值得期待：

1) 技术整合方面，“移动游戏综合运营平台”通过自动化筛选、接入精品化的移动休闲游戏产品进行多渠道分发，将优质的游戏内容和服务提供给用户并从中获取游戏发行运营收入分成；Outfit7 则是通过用户行为大数据分析，将广告主提供的内容精准送达至目标用户并从中获取广告展示分成。二者本质上都是利用大数据分析实现精准匹配，只是变现方向不同。未来杭州哲信与 Outfit7 有望合力深化综合型创新“精准型智能化分发模式”，在发行和广告业务形成互补和协同发展。

2) 客户维护方面，杭州哲信移及 Outfit7 除拥有大量国内国际玩家外，主要客户既覆盖硬核联盟、九游、4399、腾讯等近 700 家国内渠道商，也涵盖 Google、Facebook、Twitter、Applovin、Vungle 等全球 30 余家国际大型广告平台。公司通过吸纳杭州哲信及 Outfit7 完整覆盖了海内外游戏玩家、开发商、渠道商及广告主资源，为业务区域拓展融合提供可能，有望进一步提升公司变现能力。

2.2. 全面开发“会说话的汤姆猫”，搭建泛娱乐新生态

2.2.1. 系列游戏落地中国市场表现出色，期待新游上线

IP 认知基础好，2017 年 12 月中国区合计月活用户数约为 1.2-1.5 亿。根据公司披露数据，Outfit7 所有应用产品累计 2015 年度平均月活跃用户数为 2.33 亿人，2016 年平均月活跃用户数为 2.64 亿人，2017 年平均月活跃用户数超过 4 亿人。其中主要增量驱动来自中国市场，2015-2017 年中国区 Outfit7 平均月活用户分别约为 3600 万、6512 万、9200 多万，以每年 3000 万的月活用户在递增，2017 年 12 月中国区的月活用户数约为 1.2-1.5 亿，稳坐全球第一大用户区位置。以 2013 年上线的《我的汤姆猫》为例，作为主打产品其用户遍及全球，2015 年到 2017H1 期间，中国、印度印尼等新兴市场用户活跃占比明显上升，持续验证了汤姆猫在中国广泛的用户认知基础及 IP 热度。

表 3：2015-2017H1 《我的汤姆猫》月活用户地区分布

序号	地区	2017 年 1-6 月占比	2016 年占比	2015 年占比
1	中国	29.33%	25.67%	12.35%
2	印度	7.64%	5.12%	3.31%
3	俄罗斯	5.91%	6.83%	9.64%
4	越南	5.62%	6%	6.68%
5	美国	4.83%	5.87%	7.40%
6	巴西	4.82%	5.49%	8.01%
7	印度尼西亚	2.99%	2.38%	1.68%
8	土耳其	2.77%	2.98%	3.62%
9	墨西哥	2.55%	2.94%	4.17%
10	乌克兰	1.75%	1.72%	1.96%
11	泰国	1.53%	1.77%	2.11%
12	哥伦比亚	1.32%	1.60%	2.78%
13	阿根廷	1.30%	1.36%	1.37%
14	法国	1.18%	1.43%	1.90%
15	英国	1.06%	1.36%	1.76%
16	南非	0.96%	1.08%	0.65%
17	德国	0.94%	1.14%	1.39%
18	菲律宾	0.90%	0.78%	0.80%

19	沙特阿拉伯	0.79%	1.03%	1.50%
20	波兰	0.76%	0.90%	1.17%
21	意大利	0.67%	0.81%	1.04%
22	其他国家和地区	20.38%	21.73%	24.72%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

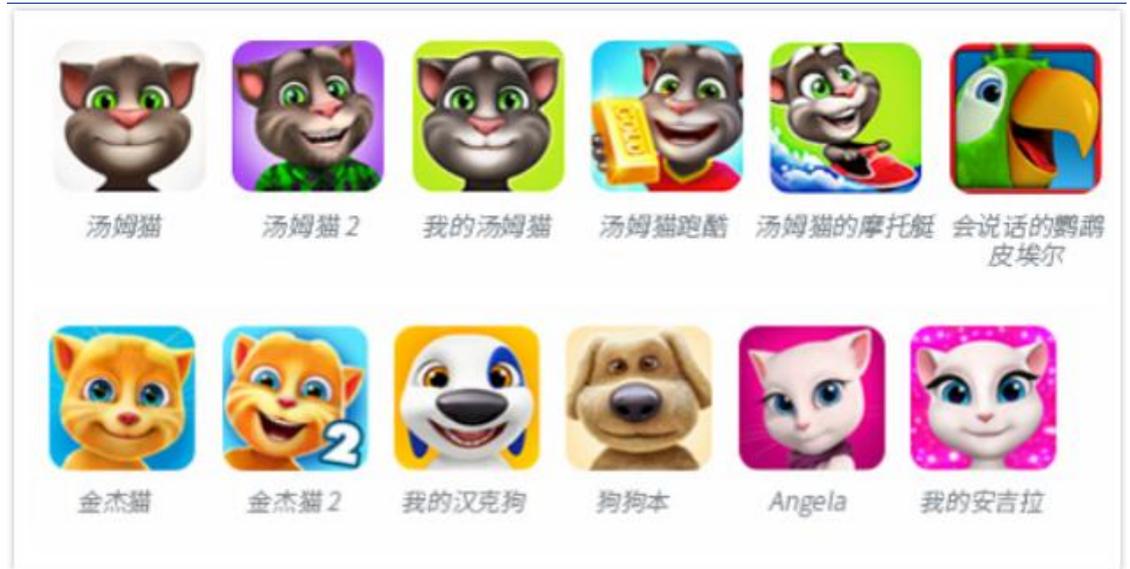
团队合作效果惊喜，新游《汤姆猫跑酷》、《汤姆猫战营》表现出色。2018年2月《汤姆猫跑酷》全球收入环比大幅增长，2018年3月上线的《汤姆猫战营》稳居全球各国家地区苹果游戏免费榜前十。以《汤姆猫跑酷》及《汤姆猫战营》为代表的产品持续成功，重要原因在于国内和国外团队取长补短。根据公司披露，2018年还将有5款不同类型的合作开发新游陆续上线，进一步壮大汤姆猫IP矩阵。

1) **国内游戏研发团队优化产品付费点的设计和运营。**根据公司公告信息，2017年下半年，国内游戏开发团队帮助 Outfit7 为产品增加了较多内购及类内购设计（如奖励视频，具有内购性质的广告形式）。内购的变现效率大大高于广告的变现效率高，以2017年发行的《汤姆猫水上乐园》为例，经过国内研发团队的设计优化，目前其内购和广告的收入比例已经接近1:1。此外，新产品首充礼包的设置等也进一步刺激了用户付费意愿。

2) **杭州哲信助力 Outfit7 对接本土渠道商。**Outfit7 独立负责 IOS 端在全球的发行和安卓的海外发行，国外安卓系统相对简单，主要和谷歌对接。而国内安卓市场切割的更细，2017年下半年以来，杭州哲信帮助 Outfit7 在国内安卓渠道全网铺开 Outfit7 产品，打开了国内安卓市场用户增长，我们预计未来国内安卓市场仍有持续增长空间。

3) **《汤姆猫跑酷》在春节期间的更新版本注入了更多的中国文化元素。**其中，滑雪场景、中国风街区以及汉克狗的功夫套装都深受用户喜爱。

图 9：“会说话的汤姆猫”系列游戏



资料来源：汤姆猫天猫官网，安信证券研究中心

表 4: 2018 年公司拟上线新游

序号	新应用名称 (拟用名)	类型	拟上线时间
1	汤姆猫快跑	横版跑酷类	2018 年第二季度
2	汤姆猫摩托艇 2	运动类、赛车类	2018 年第二季度
3	汤姆猫水球大战	休闲对战类	2018 年第二季度
4	汤姆猫的探宝之旅	策略探险类	2018 年第二季度
5	我的汤姆猫 2	养成类、模拟类	2018 年第四季度

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.2.2. IP 衍生品全产业链开发, 深挖亲子市场变现力

基于公司对汤姆猫的活跃用户的用户画像分析, 13 岁以下的用户占比 45%, 作为一个亲子互动应用, 汤姆猫 IP 具有多重用户特征, 即到达父母的同时也会到达小朋友, 因此公司将儿童早教及亲子互动作为未来战略发展重点, 进行 IP 全产业链开发, 具体环节包括:

1) **与星宝乐园合作开发线上线下绘本。**公司子公司星宝乐园深耕家庭教育多年, 主打“互动绘本+亲子课程+父母课堂”三位一体家庭教育内容服务, 推出了线上星宝乐园 APP 和星宝乐园 TV 及线下家和园图书馆、星宝体验馆、星宝驿站等。星宝乐园作为中国移动阅读基地的重要合作伙伴, 一直为中国移动定制化开发线上儿童绘本和有声读物等产品。未来公司计划结合汤姆猫的用户特征推出汤姆猫的线上线下儿童绘本。

2) **与国际培训机构合作教育培训。**根据公告披露, 目前公司已经与一些国际培训机构达成合作意向, 考虑在国内设立合资公司, 由对方负责课程内容, 公司提供用户, 共同开发中国教育培训市场。

3) **金科汤姆猫协助 Outfit7 对接中国开发团队和合作方, 开发更多优质视频作品和应用产品。**影视作品方面, Outfit7 在海外已经有自己的动画片, 在全球 100+个国家播放, 国内播放渠道主要是优酷; 衍生品方面, 目前主要销售渠道为天猫旗舰店, 未来公司计划通过应用内 H5 商城和线下乐园相结合的方式来进行进一步开发、销售周边衍生品。

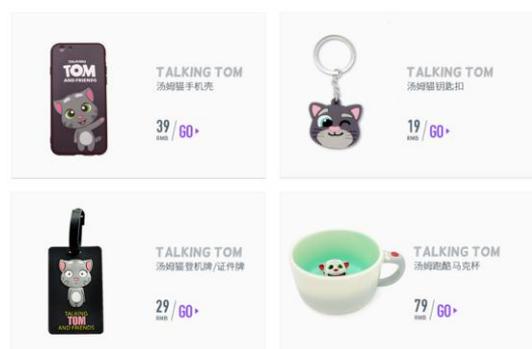
4) **建设线下主题乐园, 丰富亲子互动场景。**公司邀请了来自美、日、韩等不同国家的设计师对乐园项目进行了设计、调整、优化, 乐园在规模上将分为小型、中型和大型, 以满足不同地区不同用户的需求。短期内首先在购物商场内的小型乐园为主(单店面积在 2000 平方以内), 主要包括一些娱乐设施, 以线下情景化再现线上产品, 作为衍生产品的渠道和家庭娱乐、亲子互动的乐园。公司计划在 2018 年年底之前至少落地 3-5 家乐园, 第一家有望在杭州, 目前正在进行运营人员招聘和培训。

图 10: 汤姆猫 AI 机器人产品



资料来源: 汤姆猫天猫官网, 安信证券研究中心

图 11: 天猫在售周边衍生品



资料来源: 汤姆猫天猫官网, 安信证券研究中心

■**投资建议：**基于 1) 汤姆猫 IP 在全球范围内的广泛用户基础；2) Outfit7 与杭州哲信两大大数据分发平台的自我放大效应及协同作用；3) 汤姆猫 IP 的全产业链开发有望撬动儿童衍生品市场，我们看好公司在互联网泛娱乐产业领域内的发展前景。预计公司 2018-2020 年净利润分别为 10.68 亿元、12.81 亿元、14.92 亿元，对应 EPS 0.54 元、0.65 元、0.76 元。我们给予 2018 年 30 倍目标 PE，对应目标价 16.2 元，给予“买入-A”评级。

■**风险提示：**新游表现低于预期，教育等周边衍生业务推进速度低于预期，线下主题乐园建设低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	894.6	1,396.3	2,464.4	3,011.5	3,854.7	成长性					
减:营业成本	515.9	764.8	653.0	792.4	1,151.1	营业收入增长率	76.6%	56.1%	76.5%	22.2%	28.0%
营业税费	10.5	12.0	21.5	29.1	34.7	营业利润增长率	287.5%	75.3%	212.4%	17.9%	16.3%
销售费用	30.6	61.2	126.2	189.9	280.2	净利润增长率	322.9%	92.2%	171.0%	20.0%	16.5%
管理费用	99.5	179.0	335.6	425.2	559.7	EBITDA 增长率	191.7%	90.4%	178.4%	16.3%	14.9%
财务费用	-11.8	11.6	18.8	20.6	20.0	EBIT 增长率	285.5%	84.8%	215.6%	17.7%	16.0%
资产减值损失	0.3	14.6	4.7	6.5	8.6	NOPLAT 增长率	296.0%	102.8%	181.0%	17.7%	16.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	604.0%	158.6%	-0.7%	1.7%	0.7%
投资和汇兑收益	-2.2	70.8	50.7	49.8	57.1	净资产增长率	667.1%	90.5%	7.0%	14.2%	13.3%
营业利润	247.5	433.9	1,355.4	1,597.4	1,857.5	利润率					
加:营业外净收支	4.7	4.6	3.6	4.3	4.2	毛利率	42.3%	45.2%	73.5%	73.7%	70.1%
利润总额	252.1	438.4	1,359.0	1,601.7	1,861.7	营业利润率	27.7%	31.1%	55.0%	53.0%	48.2%
减:所得税	32.9	29.4	203.8	240.3	279.3	净利润率	22.9%	28.2%	43.3%	42.5%	38.7%
净利润	205.0	393.9	1,067.7	1,280.8	1,491.8	EBITDA/营业收入	31.5%	38.4%	60.6%	57.7%	51.8%
						EBIT/营业收入	26.3%	31.2%	55.8%	53.7%	48.7%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	97	87	61	46	33
货币资金	1,285.0	1,214.5	1,606.9	2,793.4	4,276.2	流动营业资本周转天数	12	66	63	69	75
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	408	485	323	380	456
应收帐款	280.8	688.5	516.9	1,093.3	1,114.2	应收帐款周转天数	76	125	88	96	103
应收票据	23.3	6.9	75.6	14.5	94.7	存货周转天数	24	17	11	10	11
预付帐款	5.3	53.5	13.2	22.9	39.6	总资产周转天数	1,255	2,074	1,554	1,364	1,220
存货	59.2	72.8	84.5	86.2	155.0	投资资本周转天数	733	1,475	1,201	988	781
其他流动资产	3.8	66.8	26.2	32.3	41.8	投资回报率					
可供出售金融资产	432.5	508.9	313.8	418.4	413.7	ROE	4.1%	4.2%	10.7%	11.3%	11.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.1%	3.8%	11.0%	11.1%	11.4%
长期股权投资	169.7	607.9	607.9	607.9	607.9	ROIC	45.2%	13.0%	14.2%	16.8%	19.2%
投资性房地产	9.5	9.3	9.3	9.3	9.3	费用率					
固定资产	245.1	430.6	401.0	371.4	341.8	销售费用率	3.4%	4.4%	5.1%	6.3%	7.3%
在建工程	134.0	9.2	9.2	9.2	9.2	管理费用率	11.1%	12.8%	13.6%	14.1%	14.5%
无形资产	178.6	511.9	423.2	334.6	246.0	财务费用率	-1.3%	0.8%	0.8%	0.7%	0.5%
其他非流动资产	2,534.9	6,547.9	6,459.3	6,482.8	6,492.6	三费/营业收入	13.2%	18.0%	19.5%	21.1%	22.3%
资产总额	5,361.7	10,728.6	10,547.1	12,276.2	13,842.1	偿债能力					
短期债务	-	437.0	-	-	-	资产负债率	6.6%	11.0%	3.2%	5.0%	4.6%
应付帐款	149.8	250.7	93.3	338.7	273.5	负债权益比	7.0%	12.4%	3.3%	5.3%	4.8%
应付票据	43.3	45.3	48.7	58.6	93.0	流动比率	5.97	2.32	8.36	7.54	10.31
其他流动负债	84.6	173.3	135.9	139.0	188.5	速动比率	5.76	2.24	8.06	7.38	10.03
长期借款	-	177.2	-	-	-	利息保障倍数	-19.98	37.63	73.09	78.55	93.88
其他非流动负债	75.4	101.8	60.5	79.2	80.5	分红指标					
负债总额	353.1	1,185.3	338.3	615.6	635.5	DPS(元)	0.02	-	0.12	0.01	0.02
少数股东权益	47.7	123.7	206.7	286.0	374.7	分红比率	23.1%	0.0%	22.3%	1.0%	2.0%
股本	1,581.3	1,971.2	1,971.2	1,971.2	1,971.2	股息收益率	0.2%	0.0%	1.0%	0.1%	0.1%
留存收益	3,336.8	7,396.2	8,030.8	9,403.4	10,860.7						
股东权益	5,008.6	9,543.3	10,208.7	11,660.7	13,206.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	219.2	409.1	1,067.7	1,280.8	1,491.8	EPS(元)	0.10	0.20	0.54	0.65	0.76
加:折旧和摊销	52.7	106.3	118.2	118.2	118.2	BVPS(元)	2.52	4.78	5.07	5.77	6.51
资产减值准备	0.3	14.6	-	-	-	PE(X)	121.7	63.4	23.4	19.5	16.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.0	2.6	2.5	2.2	1.9
财务费用	-8.8	18.0	18.8	20.6	20.0	P/FCF	-9.8	-6.2	48.8	21.8	17.4
投资损失	2.2	-70.8	-50.7	-49.8	-57.1	P/S	27.9	17.9	10.1	8.3	6.5
少数股东损益	14.2	15.1	87.4	80.6	90.7	EV/EBITDA	90.4	38.7	15.5	12.6	10.3
营运资金的变动	103.4	-362.4	83.0	-287.3	-198.9	CAGR(%)	83.8%	57.0%	175.2%	83.8%	57.0%
经营活动产生现金流量	337.5	217.2	1,324.5	1,163.2	1,464.7	PEG	1.5	1.1	0.1	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	-1,278.3	-791.7	245.8	-54.8	61.8	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	2,004.5	503.0	-1,177.9	78.2	-43.7	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn	
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn	
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
	高思雨	021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034