

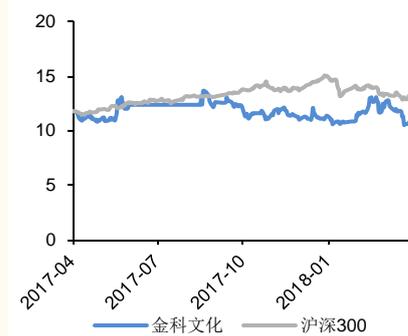
金科文化 (300459.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 11.03 元
 目标价格 (人民币): 15.00-16.10 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 534.25
 总市值 (百万元) 21,742.70
 年内股价最高最低 (元) 13.66/10.55
 沪深 300 指数 3763.65



休闲游戏有大“钱景”： 手游市场第三次历史变局的弄潮儿

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益 (元) | 0.130 | 0.243 | 0.560 | 0.750 | 0.878 |
| 每股净资产 (元) | 3.14 | 4.78 | 5.31 | 6.03 | 6.88 |
| 每股经营性现金流 (元) | 0.21 | 0.11 | 0.60 | 0.75 | 0.93 |
| 市盈率 (倍) | 132.75 | 45.84 | 23.36 | 17.44 | 14.90 |
| 市净率 (倍) | 5.49 | 2.33 | 2.46 | 2.17 | 1.90 |
| 净利润增长率 (%) | 322.87% | 87.29% | 187.51% | 33.97% | 17.02% |
| 净资产收益率 (%) | 4.13% | 4.08% | 10.55% | 12.44% | 12.77% |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **手游市场第三次大变局正在进行:** 有史以来, 中国手游市场经历了三次大变局: 第一次是 2015-16 年的“端游转手游”浪潮, 网易受益最大; 第二次是 2017 年的“移动电竞”浪潮, 腾讯受益最大; 第三次是正在进行的“垂直细分市场”浪潮, 新型休闲游戏是重要的弄潮儿。
- **“汤姆猫”是本次变局的受益者:** 金科文化旗下 Outfit7 出品的“汤姆猫”系列是全球最有影响力的休闲游戏 IP 之一。近年来, “汤姆猫”强调模拟、养成、社交元素, 在玩法上向重度游戏靠拢, 在美术上坚持卡通风格; 除了传统的广告变现, 内购变现的潜力也不可小视。
- **金科文化让“汤姆猫”更上一层楼:** 首先, 金科全面收购 Outfit7 之后, 将在中国这个全球最大手游市场投入更多资源, 扩大“汤姆猫”的用户基数; 其次, 金科旗下的杭州哲信擅长整合安卓渠道的长尾流量, 具备丰富的国内安卓发行经验, 恰恰可以弥补 Outfit7 的短板。最后, 金科的财务和战略资源将加速“汤姆猫”IP 的多元变现, 包括动画、教育、主题乐园等。

投资建议

- 2018 年一季度, 公司收入同比增长 96%、归母净利润同比增长 174%, 我们估计大部分增长来自 Outfit7 并表的贡献。目前, “汤姆猫”在中国的 MAU 超过 1.2 亿, 广告和内购变现都有很大潜力, 是公司业绩的首要增长引擎。
- 杭州哲信的业绩承诺隐含 2018 年扣非净利润增长 23% 以上; 与“汤姆猫”的合作将为哲信注入新活力。原有化工业务将保持稳定增长。
- 基于可比对象估值法和 DCF 估值法, 我们赋予金科文化目标价 15.00-16.10 元, 对应 20-22 倍 2019 年 P/E。首次评级“买入”。

风险: 限售股解禁, 新产品延期风险, 监管风险, IP 变现风险, 海外市场风险。

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
 peipei@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|---|----|
| 手游市场的第三次大变局：休闲游戏有“大钱景”..... | 4 |
| 第一次与第二次大变局：2015-16 年网易先手，2017-18 年腾讯先手..... | 4 |
| 第三次大变局：垂直细分市场做大，休闲游戏有大“钱景”..... | 5 |
| 放眼未来：休闲游戏依靠什么提高用户黏性和付费率？..... | 7 |
| “汤姆猫”如何成为休闲游戏市场的大赢家？..... | 10 |
| 全球热门 IP“汤姆猫”的崛起、衰落与复苏..... | 10 |
| “汤姆猫”产品进化论：玩家需要什么、喜欢什么？..... | 11 |
| “汤姆猫”市场进化论：如何接触更多玩家？..... | 13 |
| 中国 VS 海外：仍在向全球扩张的“汤姆猫”..... | 15 |
| 不仅仅是 Outfit7：金科文化的其他主营业务..... | 17 |
| 杭州哲信：整合安卓渠道流量的休闲游戏发行商..... | 17 |
| 每日给力：横跨多个品类的手游自主研发商..... | 18 |
| 化工业务：原有主业，稳定增长..... | 20 |
| 财务分析..... | 22 |
| “汤姆猫”系列的变现与增长潜力..... | 22 |
| 整体业绩预测..... | 23 |
| 估值..... | 24 |
| 风险..... | 25 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1：2014 年以来典型的“端游移植手游”案例..... | 4 |
| 图表 2：《梦幻西游》是端转手时代的代表..... | 5 |
| 图表 3：《王者荣耀》是移动电竞时代的先声..... | 5 |
| 图表 4：2015 年以来典型的“移动电竞”游戏产品..... | 5 |
| 图表 5：2017 年以来典型的“休闲”或“次休闲”手游产品..... | 6 |
| 图表 6：休闲游戏是发达国家 iOS 游戏畅销榜前 10 名的常客（2018 年 4 月）..... | 7 |
| 图表 7：两年以来，手游付费渗透率上升 2 倍..... | 8 |
| 图表 8：五个季度内，腾讯视频付费渗透率上升 1.8 倍..... | 8 |
| 图表 9：《梦幻家园》以模拟经营元素提高用户黏性..... | 8 |
| 图表 10：《消除者联盟》强调剧情和竞技元素..... | 9 |
| 图表 11：Outfit7“汤姆猫”系列 IP 主要产品一览..... | 10 |
| 图表 12：从《会说话的汤姆猫》到《汤姆猫水上乐园》..... | 11 |
| 图表 13：Outfit7“汤姆猫”系列 IP 主要产品一览..... | 12 |
| 图表 14：《汤姆猫战营》借鉴《部落冲突》玩法，坚持 Q 版美术风格..... | 12 |
| 图表 15：2018 年“汤姆猫”系列新产品计划一览..... | 13 |
| 图表 16：部分“汤姆猫”休闲游戏获得的苹果编辑推荐..... | 13 |
| 图表 17：“汤姆猫”与同类产品部分安卓渠道周下载量对比（千次）..... | 14 |

| | |
|--|----|
| 图表 18: “汤姆猫”与部分同类产品百度指数对比 (2018 年 3 月) | 14 |
| 图表 19: Outfit7 国内与海外 MAU 对比 (单位: 百万人) | 15 |
| 图表 20: 三款“汤姆猫”游戏在 11 个国家 iOS 免费榜的最高排名 | 16 |
| 图表 21: 杭州哲信主要合作游戏渠道一览 | 17 |
| 图表 22: 2016 年杭州哲信手游收入分布 (百万元) | 18 |
| 图表 23: 2017 年杭州哲信手游收入分布 (百万元) | 18 |
| 图表 24: 杭州哲信 2016-17 年主要财务指标 | 18 |
| 图表 25: 每日给力自研养成对战手游《口袋联盟》 | 19 |
| 图表 26: 每日给力自研二次元卡牌手游《爱妹大作战》 | 19 |
| 图表 27: 每日给力 2016-17 年主要财务指标 | 20 |
| 图表 28: 公司下游客户的代表性含氧洗涤产品 | 20 |
| 图表 29: 公司化工业务收入 (百万元) 与毛利率趋势 | 21 |
| 图表 30: Outfit7“汤姆猫”系列用户与收入估算 | 22 |
| 图表 31: 金科文化主要财务数据预测 | 23 |
| 图表 32: 金科文化与同业估值对比 | 24 |
| 图表 33: 金科文化 DCF 模型核心假设 | 25 |
| 图表 34: 2018-21 年金科文化限售股解禁一览 | 26 |

手游市场的第三次大变局：休闲游戏有“大钱景”

- 中国的手游市场从 2010 年开始兴起，在短短 8 年的高速增长过程中，已经经历了两次历史大变局。第一次大变局，网易是赢家，腾讯是追随者；第二次大变局，腾讯是赢家，网易是追随者。现在，第三次大变局已经呼之欲出，虽然腾讯可能还是最大的赢家，但是垂直型、特色型游戏厂商也将获得更大的话语权。我们认为，金科文化将是本次大变局的受益者，它在“半重度休闲游戏”市场将取得巨大斩获。

第一次与第二次大变局：2015-16 年网易先手，2017-18 年腾讯先手

- 2010 年前后，随着智能手机和 3G 网络的普及，中国手游市场进入了高速发展的轨道。早年的手游产品以休闲类、卡牌类、挂机类为主，游戏性和原创性都不强，换皮产品满天飞，还停留在低层次的“洗流量”阶段。2013-14 年，腾讯、网易、巨人、盛大等端游巨头大举进军手游，手游市场遂进入了“端游移植”（端转手）时期。
- 在“端游移植”时期，网易占据了先手：2015 年的《梦幻西游》《大话西游》，2016 年的《倩女幽魂》《天下》，不但取得了很高的畅销榜排名，而且拥有很长的生命周期。网易几乎将自己在 PC 端游市场的优势“平移”到了手游市场，让端游玩家心甘情愿地为同名手游付费。
- 2015-16 年，手游市场最热门的游戏大部分都是 MMORPG，几乎复制了端游市场早期（2000-08 年）的发展轨迹。因为 MMORPG 在中国拥有最大的群众基础、成熟的付费模式和深厚的研发积累，网易这样的自研 RPG 大厂可以坐吃一波红利。直到今天，中国手游市场上的热门 MMORPG 仍然是以端游移植为主，许多端游已经被移植了不止一次。

图表 1：2014 年以来典型的“端游移植手游”案例

| 上线时间 | 游戏名称 | 类型 | 开发商 | 发行商 |
|-------------|-----------|--------|--------------|------|
| 2014 年 9 月 | 魔域口袋版 | MMORPG | 网龙 | 网龙 |
| 2015 年 3 月 | 梦幻西游 | MMORPG | 网易 | 网易 |
| 2015 年 8 月 | 热血传奇 | MMORPG | 盛大 | 腾讯 |
| 2015 年 9 月 | 大话西游 | MMORPG | 网易 | 网易 |
| 2016 年 3 月 | 征途 | MMORPG | 巨人 | 腾讯 |
| 2016 年 4 月 | 问道 | MMORPG | 吉比特 | 吉比特 |
| 2016 年 5 月 | 倩女幽魂 | MMORPG | 网易 | 网易 |
| 2015 年 9 月 | 穿越火线：枪战王者 | FPS | 腾讯/Smilegate | 腾讯 |
| 2016 年 8 月 | 诛仙 | MMORPG | 完美世界 | 完美世界 |
| 2016 年 9 月 | 剑侠情缘 | MMORPG | 西山居 | 腾讯 |
| 2016 年 9 月 | 天下 | MMORPG | 网易 | 网易 |
| 2016 年 12 月 | 梦幻诛仙 | MMORPG | 祖龙 | 腾讯 |
| 2017 年 1 月 | 大唐无双 | MMORPG | 网易 | 网易 |
| 2017 年 2 月 | 龙之谷 | APRG | 盛大 | 腾讯 |
| 2017 年 3 月 | 传奇世界 | MMORPG | 盛大 | 腾讯 |
| 2017 年 5 月 | 天龙八部 | MMORPG | 畅游 | 腾讯 |
| 2018 年 1 月 | 奇迹 MU：觉醒 | MMORPG | 掌趣科技 | 腾讯 |

来源：公司官网，国金证券研究所整理

- 相比之下，腾讯在这个时期的市场表现略逊于网易，只能依靠《热血传奇》《穿越火线》等代理产品吸引玩家。腾讯也有不少优秀的自研端游，但是大部分属于竞技类、休闲类而非 MMORPG；RPG 一直是腾讯自研游戏最大的软肋。所以，腾讯暂时无法挑战网易在手游市场的先手优势。
- 2016 年底，随着《王者荣耀》的异军突起，中国手游市场迎来了第二次大变局：竞技类游戏成为主流。所谓竞技类游戏，就是强调多人对抗、强调公平性、节奏较快、有明确胜负判定方式的游戏。在端游市场，《英雄联盟》

《穿越火线》《DOTA2》等竞技类游戏早已成为毫无争议的主流；但是“移动电竞时代”是由《王者荣耀》开启的。

图表 2:《梦幻西游》是端转手时代的代表



来源：游戏截图，国金证券研究所

图表 3:《王者荣耀》是移动电竞时代的先声



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 事实上，早在 2015 年，《自由之战》《全民超神》《穿越火线》等移动电竞游戏就上线了；《王者荣耀》也是 2015 年 11 月上线的。不过，当时的玩家习惯和手机硬件水平尚不成熟，移动电竞游戏经过了漫长的培育期。在《王者荣耀》崛起之后，各大游戏巨头纷纷加强在这一领域的投入；2017 年底的“吃鸡”手游大战，进一步扩大了移动电竞的群众基础。
- 在“移动电竞”时期，腾讯占据了绝对的先手：首先，微信/QQ 绑定的社交链，大幅度提升了玩家与朋友进行竞技的积极性；其次，《王者荣耀》《穿越火线》等电竞产品的成功，让腾讯在玩法设计和数据上积累了丰富经验，形成了“强者恒强”的局面。相比之下，网易虽然有《荒野行动》等个别优质产品，却无法打破腾讯的战略优势。

图表 4: 2015 年以来典型的“移动电竞”游戏产品

| 上线时间 | 游戏名称 | 类型 | 开发商 | 发行商 |
|-------------|------------|------|--------------|-----|
| 2015 年 5 月 | 球球大作战 | IO | 巨人 | 巨人 |
| 2015 年 8 月 | 全民超神 | MOBA | 腾讯 | 腾讯 |
| 2015 年 8 月 | 拳皇 98 终极之战 | FTG | 掌趣科技 | 腾讯 |
| 2015 年 9 月 | 穿越火线：枪战王者 | FPS | 腾讯/Smilegate | 腾讯 |
| 2015 年 11 月 | 王者荣耀 | MOBA | 腾讯 | 腾讯 |
| 2015 年 11 月 | 虚荣 | MOBA | Super Evil | 巨人 |
| 2016 年 7 月 | 皇室战争 | RTS | Supercell | 腾讯 |
| 2017 年 1 月 | 街头篮球 | SPT | 掌趣科技 | 腾讯 |
| 2017 年 4 月 | 小米枪战 | FPS | 西山居 | 小米 |
| 2017 年 5 月 | 战地指挥官 | RTS | 博瑞 | 龙谷 |
| 2017 年 8 月 | 卡片怪兽 | TCG | 木七七 | 腾讯 |
| 2017 年 10 月 | 荒野行动 | FPS | 网易 | 网易 |
| 2017 年 10 月 | 终结者 2 | FPS | 网易 | 网易 |
| 2017 年 12 月 | QQ 飞车 | RAC | 腾讯 | 腾讯 |
| 2018 年 2 月 | 绝地求生：刺激战场 | FPS | 腾讯 | 腾讯 |
| 2018 年 2 月 | 绝地求生：全军出击 | FPS | 腾讯 | 腾讯 |

来源：公司官网，国金证券研究所整理

第三次大变局：垂直细分市场做大，休闲游戏有大“钱景”

- 我们认为，2018 年的手游市场迎来了第三次大变局：垂直细分市场做大，手游类型呈现百花齐放的局面，尤其以二次元、女性向和休闲游戏三个细分市场最为突出。在 2015 年，畅销榜前列的游戏大部分是端游移植的 MMORPG；在 2017 年，畅销榜基本由 MMORPG 和移动电竞游戏瓜分；

2018 年以后，畅销榜前列将有无穷的可能性——任何玩法、任何美术风格、任何目标用户的手游，只要具备特色和完成度，就可能成功。

- 在此，我们集中探讨“休闲游戏”这个细分市场。在历史上，休闲游戏一直是用户基数最大的游戏品类，相信大部分人的手机里都有几个消除类、跑酷类、放置类或养成类游戏。然而，对于手游厂商来说，休闲游戏不算一门“好生意”：它们很难贡献高流水，而且容易被抄袭，生命周期一般不会太长。因此，休闲游戏往往得不到游戏业界的重视。
- 2017 年以来，以上局面有了很大改观：越来越多的休闲游戏进入了畅销榜的前 200 甚至前 100 名，流水贡献已经不容忽视；《纪念碑谷 2》作为一款买断制游戏，竟然进入了畅销榜前 30 名；像《青蛙旅行》这样的特色休闲游戏在社交网络引发了显著的话题效应。2018 年第一季度，腾讯就推出了至少 4 款休闲游戏，体现了对该市场的高度重视。
- 休闲游戏与重度游戏结合，产生了一批“次休闲”游戏产品——《恋与制作人》的玩法是休闲向的恋爱养成，但是重剧情、高氪金的特点又酷似重度 RPG；《野蛮人大作战》将休闲与竞技结合起来，在“休闲竞技”的道路上迈出了一大步；《全民岛主》《汤姆猫战营》则将模拟经营元素融合进了休闲游戏。休闲游戏的跨界发展，提高了自身的收入潜力。

图表 5：2017 年以来典型的“休闲”或“次休闲”手游产品

| 上线时间 | 游戏名称 | 类型 | 免费榜最高 | 畅销榜最高 |
|-------------|---------|------|-------|-------|
| 2017 年 1 月 | 地铁跑酷 | 跑酷 | 9 | 426 |
| 2017 年 2 月 | 猎鱼达人 | 休闲射击 | 28 | 111 |
| 2017 年 2 月 | 愤怒的小鸟 2 | 休闲动作 | 150 | 430 |
| 2017 年 6 月 | 纪念碑谷 2 | 解谜 | - | 30 |
| 2017 年 7 月 | 野蛮人大作战 | 大乱斗 | 242 | 295 |
| 2017 年 9 月 | 梦幻家园 | 消除 | 43 | 66 |
| 2017 年 10 月 | 我的绿洲 | 模拟经营 | 91 | 650 |
| 2017 年 11 月 | 汤姆猫水上乐园 | 消除 | 105 | 496 |
| 2017 年 12 月 | 恋与制作人 | 恋爱养成 | 9 | 4 |
| 2017 年 12 月 | 凯蒂环球之旅 | 消除 | 420 | 715 |
| 2018 年 1 月 | 全民岛主 | 模拟经营 | 97 | 144 |
| 2018 年 1 月 | 青蛙旅行 | 放置 | 1 | 15 |
| 2018 年 2 月 | 汤姆猫战营 | 模拟经营 | 39 | 464 |
| 2018 年 3 月 | 消除者联盟 | 消除 | 1 | 166 |

来源：公司官网，国金证券研究所整理

- 在发达国家，休闲游戏经常进入 iOS 畅销榜前列，玩家的付费意愿早已得到验证。2018 年 4 月初，《糖果粉碎传奇》《决战高尔夫》《梦幻花园》《Pokemon Go》等休闲游戏在北美和欧洲多个国家进入游戏类畅销榜前 10 名；日本和韩国畅销榜前 10 名的休闲游戏数量较少，但是一般也有 1-3 席。在全球主要手游市场当中，只有中国的 iOS 畅销榜前 10 名几乎从来没有出现过休闲游戏，这是一个特例。

图表 6：休闲游戏是发达国家 iOS 游戏畅销榜前 10 名的常客（2018 年 4 月）

| | | | | | | | | | | |
|------|---|--|--|---|---|--|--|---|--|--|
| 美国 |  Fortnite |  Candy Crush S... |  Fate |  Candy Crush S... |  Golf Clash |  Final Fantasy XV |  Slotomania Slots |  Toy Blast |  ROBLOX |  Pokémon GO |
| 日本 |  Fate |  モンスタースト... |  荒野行動 |  リネージュ2レ... |  実況パワフルプ... |  パズル&ドラゴ... |  戦国炎舞 |  ラブライブ |  ドラゴンボール... |  LINE |
| 韩国 |  검은사막 모바일 |  리니지M |  라그나로크M |  FIFA ONLINE 3 ... |  리니지2 레블루션 |  세븐나이츠 for k... |  모두의마블 for ... |  메이플스토리M |  삼국지M |  프렌즈마블 for k... |
| 英国 |  Candy Crush S... |  Fortnite |  ROBLOX |  Homescapes |  Pokémon GO |  Gardenscapes |  Candy Crush S... |  MARVEL Conte... |  Golf Clash |  WWE SuperCard |
| 加拿大 |  Fate |  Fortnite |  Candy Crush S... |  Art of Conquest |  Slotomania Veg... |  MARVEL Conte... |  Final Fantasy XV |  Lords Mobile |  Summoners War |  Clash of Clans |
| 澳大利亚 |  Heart of Vegas |  Cashman Casin... |  Slotomania Casi... |  Candy Crush S... |  Fortnite |  Gardenscapes |  House of Fun Sl... |  Guns of Glory |  MARVEL Conte... |  Final Fantasy XV |
| 德国 |  Candy Crush S... |  Guns of Glory |  Fortnite |  Pokémon GO |  Clash Royale |  Gardenscapes |  Summoners War |  Homescapes |  Clash of Clans |  Candy Crush S... |
| 法国 |  MARVEL Tourm... |  仙剑奇侠传 官方... |  Candy Crush S... |  《神仙道》高清... |  Summoners War |  Fortnite |  Clash of Clans |  Clash Royale |  Candy Crush S... |  Lords Mobile |

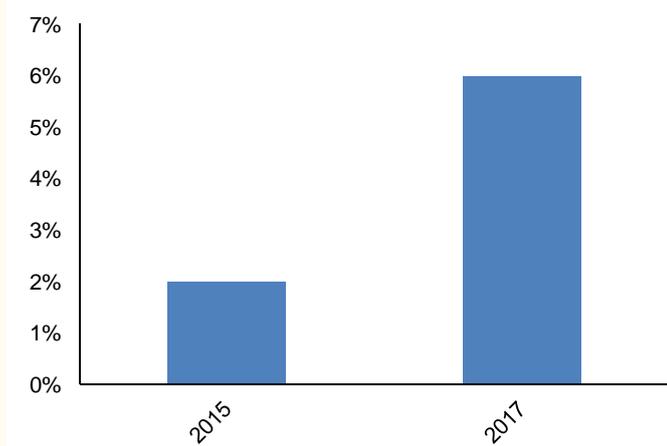
来源：App Store, 七麦数据, 国金证券研究所

- 为什么休闲游戏在中国的变现能力远远落后于发达国家？原因很复杂：发达国家的玩家往往习惯在主机和 PC 端玩重度游戏，在手机端玩休闲游戏；发达国家的人均可支配收入高，为手游付费的习惯养成较早；中国手游厂商在历史上对休闲游戏的投入不够，等等。关键在于：休闲游戏在中国的付费率已经呈现上升势头，这个势头能不能持续下去？

放眼未来：休闲游戏依靠什么提高用户黏性和付费率？

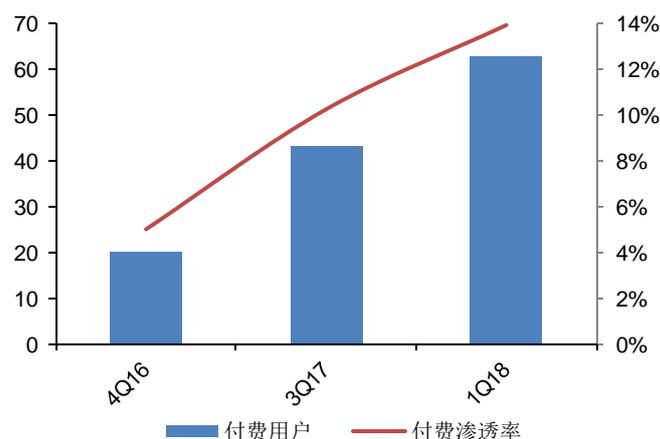
- 从宏观上看，包括游戏在内的整个互联网行业都在受益于“消费升级红利”。所谓“消费升级红利”，就是指用户的付费倾向更强，平均付费(ARPU)也更高。一方面，居民可支配收入的持续上升，使得人们有更多收入可以花在娱乐内容上；另一方面，消费观念的进步和知识产权保护的完善，也使得人们更愿意为优秀内容付费。
- 根据我们对手游行业的调研，从 2015 年到 2017 年，手游用户的整体付费渗透率从 2%提升到了 6%。简而言之，两年前每 100 个手游玩家当中有 2 人付费，现在则有 6 人付费。在《阴阳师》《王者荣耀》等全民游戏出现之后，“为游戏付费”已经成为新一代消费者的习惯。在其他领域，付费渗透率的上升也是大势所趋：从 2016 年 11 月到 2018 年 2 月，腾讯视频的付费人数上升了 2 倍多，付费渗透率从 5%上升到 14%。既然各个互联网细分行业的付费渗透率都在上升，休闲游戏当然也不例外。

图表 7：两年以来，手游付费渗透率上升 2 倍



来源：国金证券研究所估算

图表 8：五个季度内，腾讯视频付费渗透率上升 1.8 倍



来源：公司公告, QuestMobile, 国金证券研究所估算

- 从产品角度看，传统休闲游戏最大的问题是：只能消耗玩家的碎片时间，无法让玩家产生忠诚度和黏性，开辟不出足够的付费点。对于大部分休闲玩家来说，躺在沙发上玩一局“跑酷”或“消消乐”，然后把战绩发到朋友圈就够了。他们既不会像 RPG 玩家那样，对游戏品牌和游戏内社交产生忠诚度；也不会像移动电竞玩家那样，为了输赢而持续付出时间和金钱。
- 为此，游戏厂商提出了两个解决方案。第一是增强休闲游戏的模拟经营或养成属性，建立明确的、可持续的“成长线”。例如，《汤姆猫水上乐园》可以通过完成关卡获得钥匙，用来建造和定制自己的水上乐园；《梦幻家园》在闯关过程中可以获得道具，以整修和装饰豪宅内的房间。当玩家被经营或养成元素吸引，就会对游戏产生忠诚度和依赖性。而且，模拟经营游戏的付费模式早已被验证，可以移植到休闲游戏里。

图表 9：《梦幻家园》以模拟经营元素提高用户黏性



来源：App Store, 国金证券研究所

- 第二是增强休闲游戏的竞技属性，推出类似竞技类游戏的实时对战和天梯机制。例如，《消除者联盟》提供快速对战、段位赛等多种对战模式，让玩家在消除类游戏中也能玩出 MOBA 或 FPS 的成就感；《开心消消乐》的最近几个新版本反复加强周赛模式，每个季节的周赛都有不同的体验。休闲游戏的用户基数大，在轻度竞技方面具备先天性优势。

- 此外，强化剧情和收集元素也是增加用户黏性的王道（在传统上，这属于MMORPG等重度游戏的特色），休闲游戏厂商早在几年前就意识到了这一点。现在，随着手机硬件的进步，休闲游戏可以占据更大的存储空间，从而提供更丰富的内容、更多样的表现手法。2017年以来国内上线的爆款休闲游戏，一般都在模拟经营元素、电竞元素和剧情元素方面同时有所突破，对不同层次的玩家构成吸引。

图表 10:《消除者联盟》强调剧情和竞技元素



来源：App Store, 国金证券研究所

- 金科文化旗下 Outfit7 出品的“汤姆猫”系列，是世界上资格最老、用户基数最大的休闲游戏系列之一。2017年以来，Outfit7 已经推出了《我的汉克狗》《安吉拉时尚泡泡》《汤姆猫水上乐园》《汤姆猫战营》四款游戏，横跨养成、消除、休闲策略等细分品类。其中，《汤姆猫水上乐园》《汤姆猫战营》都在 iOS 免费榜取得了不错的排名；再加上 2016 年发布的《汤姆猫跑酷》，“汤姆猫”IP 在国内休闲游戏界的影响力可谓根深蒂固。投资者肯定会提问：“汤姆猫”还能火多久？它的上限在哪里？如何判断它的长期潜力和用户黏性？我们将在下文予以回答。

“汤姆猫”如何成为休闲游戏市场的大赢家？

- Outfit7 研发并发行的“汤姆猫”系列，自 2010 年以来一直是全球最流行的休闲游戏 IP 之一。2017 年，金科文化成为 Outfit7 的控股股东；2018 年 3 月，又宣布全资收购 Outfit7 剩余股份的计划。“汤姆猫”是如何成为休闲游戏“常青树”的？它的优势地位能够维持多久？金科文化与 Outfit7 能不能产生协同效应？对于以上问题，我们的答案是积极的：“汤姆猫”的优势将在未来 2-3 年放大，金科文化作为母公司将发挥重要作用。

全球热门 IP “汤姆猫”的崛起、衰落与复苏

- Outfit7 于 2010 年 7 月发布了“汤姆猫”系列的第一款产品——《会说话的汤姆猫》，该产品于 2011 年 5 月在中国区上线；此前，同属于“汤姆猫”系列的“小河马”和“狗狗本”已经与中国消费者见面。《会说话的汤姆猫》以其交互式玩法、全 3D 画面和讨喜的人物形象，迅速赢得了全球消费者的认可，曾经进入过 135 个国家 iOS 免费榜前列。
- 我们可以将“汤姆猫”IP 的历史划分为三个阶段。第一阶段是 2010-2012 年，Outfit7 致力于延伸产品线、扩大受众面，推出了汤姆猫、狗狗本、皮埃尔鹦鹉、安吉拉、金杰猫等多个人物。在玩法上，所有的产品都以简单互动、模仿和快照为主；在受众上，基本都是未成年甚至低幼向；在变现方式上，完全依赖广告，几乎没有内购变现渠道。
- 第二阶段是 2013-16 年，这是“汤姆猫”的衰落期。一方面，智能手机用户日益成熟，对于简单的互动玩法已经厌倦，“汤姆猫”很难进一步占据用户时间。另一方面，“汤姆猫”系列更新频率大幅下降，平均每年才有 1-2 款新产品；显然，以 Outfit7 的人力、财力，无法支撑更快速的产品迭代。不过，在这个阶段，Outfit7 在玩法上做出了许多突破，例如《我的汤姆猫》强化了养成玩法，《汤姆猫摩托艇》和《汤姆猫泡泡射手》分别涉足跑酷和消除玩法。至此，“汤姆猫”已经彻底迈出了传统的疆域。

图表 11: Outfit7 “汤姆猫”系列 IP 主要产品一览

| 产品名称 | 中国区上线日期 | 最后更新日期 |
|-----------|-------------|-------------|
| 会说话的小河马 | 2010 年 9 月 | 已下架 |
| 会说话的狗狗本 | 2011 年 4 月 | 2017 年 8 月 |
| 会说话的汤姆猫 | 2011 年 5 月 | 2018 年 3 月 |
| 汤姆猫与狗狗本新闻 | 2011 年 10 月 | 已下架 |
| 会说话的皮埃尔鹦鹉 | 2011 年 11 月 | 已下架 |
| 汤姆猫情书 | 2012 年 1 月 | 已下架 |
| 汤姆猫爱安吉拉 | 2012 年 6 月 | 已下架 |
| 会说话的金杰猫 | 2012 年 8 月 | 2018 年 2 月 |
| 会说话的安吉拉 | 2012 年 12 月 | 2018 年 3 月 |
| 我的汤姆猫 | 2013 年 11 月 | 2018 年 3 月 |
| 我的安吉拉 | 2014 年 12 月 | 2018 年 3 月 |
| 汤姆猫的摩托艇 | 2015 年 10 月 | 2017 年 11 月 |
| 汤姆猫泡泡射手 | 2015 年 12 月 | 2017 年 8 月 |
| 汤姆猫跑酷 | 2016 年 7 月 | 2018 年 3 月 |
| 我的汉克狗 | 2017 年 1 月 | 2017 年 11 月 |
| 安吉拉时尚泡泡 | 2017 年 9 月 | 2017 年 9 月 |
| 汤姆猫水上乐园 | 2017 年 11 月 | 2018 年 3 月 |
| 汤姆猫战营 | 2018 年 3 月 | 2018 年 3 月 |

来源：App Store, 国金证券研究所整理

- 第三阶段从 2017 年开始。自从中国投资者入主之后，“汤姆猫”系列的更新频率大幅提升，玩法和受众面都大幅度拓宽了。2018 年春节期间，《汤姆猫跑酷》《汤姆猫水上乐园》两款游戏均进入 iOS 免费下载榜前 100 名，

后者还进入游戏类免费榜前 10 名。2018 年 3 月上线的《汤姆猫战营》被玩家称为“汤姆猫版的《部落冲突》”，一度杀入 iOS 免费榜前 40 名。2018 年 4 月，“汤姆猫”系列在国内的总 MAU 超过 1.2 亿。

- 在短短的一年之内，“汤姆猫”IP 走出衰落阶段、大放异彩，尤其是在中国市场取得了巨大突破。这是怎么做到的？我们认为有两个主要原因：首先，在产品上，“汤姆猫”系列的玩法、美术设计均有持续进步，达到了休闲游戏业界的最高水平；其次，在发行和运营上，金科文化（尤其是旗下的杭州哲信）与 Outfit7 产生了协同效应，为优质产品找到了足够的流量。

图表 12：从《会说话的汤姆猫》到《汤姆猫水上乐园》



来源：App Store, 国金证券研究所

- 金科文化对 Outfit7 的收购分为两步：第一步，2017 年 8 月 31 日，宣布以 42 亿元人民币的对价购买该公司 56% 的股权，全部以发行股票购买资产的方式完成（发行价 10.77 元），该计划已经于 2018 年 1 月 4 日完成；与此同时，金科文化还通过参股“联合好运”这一投资实体，间接持有 Outfit7 的 15.4% 股份（实际并表比例为 71.4%）。
- 第二步，2018 年 3 月 8 日，公司宣布以 1.0173 亿美元的现金对价，收购“联合好运”65% 的股权，使其成为自身的全资子公司；“联合好运”的主要资产是对 Outfit7 的股权投资；该计划正在进行中，如果完成，公司将拥有 Outfit7 全部股权。总体上看，公司以价值约 48.5 亿元人民币的现金加股票，获得了 Outfit7 的 84.6% 的股份（其余股份此前已经间接获得），赋予该公司的整体估值为 57.3 亿元，对应 9.6 倍 2017 年 P/E。

“汤姆猫”产品进化论：玩家需要什么、喜欢什么？

- 最近的几款“汤姆猫”游戏在中国都取得了成功，在 iOS 免费榜进入前 200 名甚至前 50 名，取得了较好的口碑。在浩如烟海的休闲游戏当中，“汤姆猫”系列如何杀出重围？应该归功于多年积累的 IP 效应，还是其他深层原因？这个问题最好让玩家回答。我们收集了 TapTap 社区对《汤姆猫跑酷》《汤姆猫水上乐园》《我的汤姆猫》的评论，得出了如下结论。
- **“汤姆猫”游戏的优点：**大部分玩家都承认，“汤姆猫”系列的美术风格很可爱、不用氪金、产品设计有趣而合理、适合亲子娱乐。《汤姆猫跑酷》的关卡难度设计得到了认可，《汤姆猫水上乐园》的“模拟建造+益智”类型是玩家眼中的亮点，《我的汤姆猫》的养成玩法和自带小游戏都赢得了玩家的欢心。值得一提的是，早年的“汤姆猫”美术风格偏向现实主义，现在

则日益卡通 Q 版化，更符合年轻一代的审美口味。当然，“不用氪金”这个特点未必是优点，今后“汤姆猫”游戏总要走向内购化。

- **“汤姆猫”游戏的缺点：**“核心玩法单调/不够丰富/换汤不换药”是玩家最大的诟病，这也是大部分休闲游戏的通病。《汤姆猫水上乐园》引入了模拟建造元素，增加了玩家能做的事情，但是核心消除玩法仍然被认为单调。广告太多也引发了玩家不满，而且广告频繁出现还增加了卡顿或闪退的可能性。部分玩家在评论中表示，愿意接受“用内购/订阅取代广告”的模式，说明“汤姆猫”系列在内购方面有一定的潜力。

图表 13: Outfit7 “汤姆猫”系列 IP 主要产品一览

| 产品名称 | 玩家正面评价 | 玩家负面评价 |
|---------|-----------------------------------|-------------------------------|
| 汤姆猫跑酷 | 适合亲子娱乐 不用氪金 难度设计合理 美术很可爱 | 闪退 广告太多 核心玩法换汤不换药 |
| 汤姆猫水上乐园 | 模拟建造+益智的设计很棒 美术风格很优秀 不用氪金 | 核心玩法单调 广告太多 容易卡顿 |
| 我的汤姆猫 | IP 承载情怀 小游戏很有趣 养成互动很有成就感 | 玩法不够丰富 产品迭代导致小游戏消失 广告太多 |

来源：TapTap, 国金证券研究所整理

- 《汤姆猫战营》体现了“汤姆猫”的最新设计思路：在玩法上向重度游戏靠拢，在美术上坚持 Q 版风格。与《部落冲突》相比，《汤姆猫战营》并未脱离“异步多人 SLG”的传统，关键的改变在于让汤姆猫、安吉拉等卡通人物充当主角，让玩家感觉这是一款“不同调性”的 SLG。这种美术风格转换，与常见的“换皮手游”有天壤之别：“换皮手游”只是简单地修改 UI 和素材，没有统一美术风格，也不能与 IP 结合起来。在“Q 版 SLG”战略成功之后，该战略可能扩展到 MOBA、FPS 等其他重度游戏。

图表 14: 《汤姆猫战营》借鉴《部落冲突》玩法，坚持 Q 版美术风格



来源：App Store, 国金证券研究所

- 2018 年，“汤姆猫”系列还计划推出至少 5 款手游，涵盖跑酷、竞速、休闲对战、策略冒险和模拟养成五个细分品类。2016 年的《汤姆猫跑酷》成为了纵版跑酷的名作，今年的《汤姆猫快跑》则主打横版跑酷；《汤姆猫摩托艇 2》从上一代作品的跑酷玩法换成了竞速玩法；《汤姆猫水球大战》则将乘上近年来由《球球大作战》《野蛮人大作战》掀起的休闲对战浪潮；

《汤姆猫的探宝之旅》涉及的“策略+冒险”品类不但是“汤姆猫”系列从未涉及的，在国内休闲游戏中也属罕见。

- 不过，如此密集的产品发布计划，也给 Outfit7 提出了挑战——即便是腾讯这样的巨头，每年新上线的休闲游戏也很少超过 5 款。我们估计，公司不会在所有游戏上投入同样的资源；一旦某款游戏不及预期，后续资源将被调配出去。通过 2018 年的产品线扩张，“汤姆猫”系列将找到自己最合适的细分市场；从 2019 年开始，我们预计“汤姆猫”新产品将集中在 4-5 个最有优势、变现能力最强的休闲游戏品类中。

图表 15：2018 年“汤姆猫”系列新产品计划一览

| 产品名称 | 玩法类型 | 预计上线时间 |
|----------|------|--------|
| 汤姆猫跑酷 | 横版跑酷 | 2018Q2 |
| 汤姆猫摩托艇 2 | 竞速 | 2018Q2 |
| 汤姆猫水球大战 | 休闲对战 | 2018Q2 |
| 汤姆猫的探宝之旅 | 策略冒险 | 2018Q2 |
| 我的汤姆猫 2 | 模拟养成 | 2018Q4 |

来源：公司公告，国金证券研究所

“汤姆猫”市场进化论：如何接触更多玩家？

- 谈到“汤姆猫”的市场策略，人们往往会不假思索地说出“自带流量”一词：作为全球下载量最大的休闲游戏 IP 之一，“汤姆猫”在 8 年的历史上积累了数以亿计的用户，他们都对“汤姆猫”品牌有一些认知。然而，这并不意味着“汤姆猫”游戏不用做市场营销、不用导流。我们认为，除了 IP 热度，“汤姆猫”还有两个重要流量来源：在高端依赖苹果等应用商店的推荐，在中低端与金科文化的原有业务形成互补。
- 2016 年以来发布的“汤姆猫”游戏均获得了苹果编辑的推荐，其中《汤姆猫跑酷》还获得过首页推荐。在 iOS 11 发布之后，苹果 App Store 加强了编辑推荐功能，削弱了排行榜的导流作用。因此，产品有特色、有持续编辑推荐记录的“汤姆猫”系列将更加受益。例如，《汤姆猫战营》于 2018 年 3 月发布之后，一个月内都没有离开“策略游戏推荐榜”的前三位。对于《王者荣耀》《梦幻西游》等头部游戏来说，编辑推荐带来的流量只是杯水车薪；但是对于休闲游戏来说，已经足够称霸一时。

图表 16：部分“汤姆猫”休闲游戏获得的苹果编辑推荐

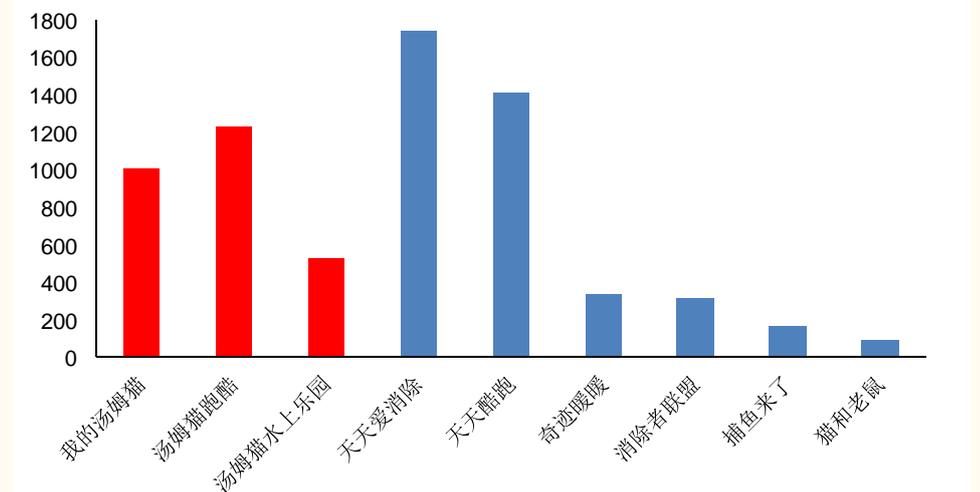
| 产品名称 | 推荐类别 | 推荐专题 |
|---------|--------|---------------------|
| 汤姆猫跑酷 | 首页 | Now It's Your Turn! |
| | 商品指南 | 游戏更新 |
| | 游戏 | 最佳更新 |
| 我的汤姆猫 | 角色扮演游戏 | 时下热门 |
| | 模拟游戏 | 时下热门 |
| 汤姆猫水上乐园 | 街机游戏 | 新上架 |
| | 动作游戏 | 新上架 |
| 汤姆猫战营 | 策略游戏 | 新上架 |
| | 动作游戏 | 新上架 |

来源：App Store，七麦数据，国金证券研究所

- “汤姆猫”在苹果编辑心目中的地位能够维持吗？从历史经验看，苹果编辑倾向于选择有原创 IP、有调性、有死忠用户群、在玩法或美术上有创新的游戏；反而不太推荐一般意义上的“热门游戏”。在大型游戏公司中，网易获得的推荐比例就高于腾讯，完美世界获得的推荐比例也高于大部分同类公司。只要 Outfit7 坚持“重度游戏玩法 + Q 版美术风格”的新路线，只要“汤姆猫”IP 的独创性得以保持，苹果编辑就会予以青睐。

- 我们的独家监测数据显示，“汤姆猫”游戏来自安卓渠道的流量也非常大。2018年3月下旬，《我的汤姆猫》《汤姆猫跑酷》《汤姆猫水上乐园》在应用宝、360等安卓渠道的下载量仅次于《天天爱消除》《天天酷跑》，远高于腾讯和网易发行的其他休闲游戏。即便在腾讯自己的应用宝渠道上，“汤姆猫”的下载量也经常高于腾讯的休闲游戏。这种现象说明：“汤姆猫”的受众绝不仅仅是“情怀粉”，它在市场营销上必有独到之处。

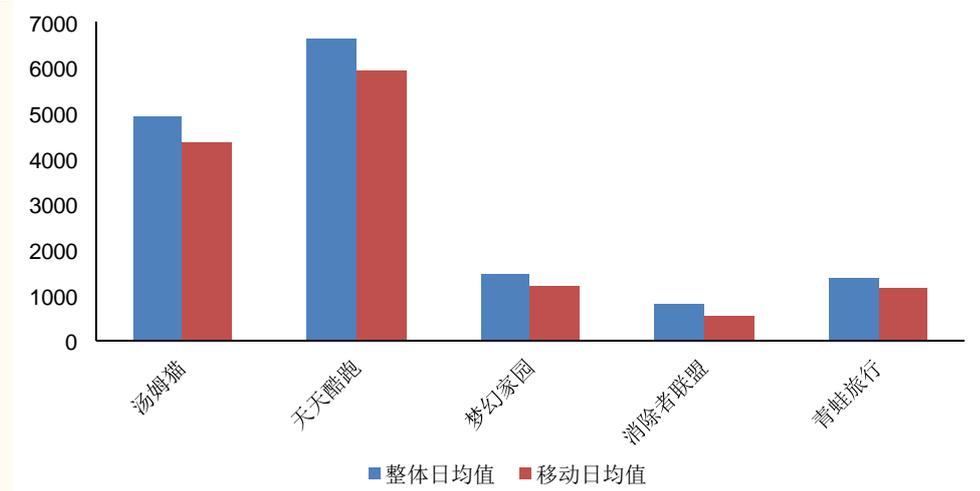
图表 17：“汤姆猫”与同类产品部分安卓渠道周下载量对比（千次）



来源：国金证券研究所监测数据

- “汤姆猫”系列的搜索引擎热度也明显高于大部分竞争对手：2018年3月，国内主流休闲游戏当红，只有《天天酷跑》的百度指数高于“汤姆猫”，即便是1-2月红极一时的《青蛙旅行》和腾讯的最新主打休闲游戏《消除者联盟》都远远落后。我们的结论是：“汤姆猫”在中国具备多元化的流量来源，既包括内生的“IP自带流量”，也包括外来的免费流量（以苹果编辑推荐、粉丝评论转发为代表），还包括广告投放、第三方导流等。

图表 18：“汤姆猫”与部分同类产品百度指数对比（2018年3月）



来源：百度指数，国金证券研究所

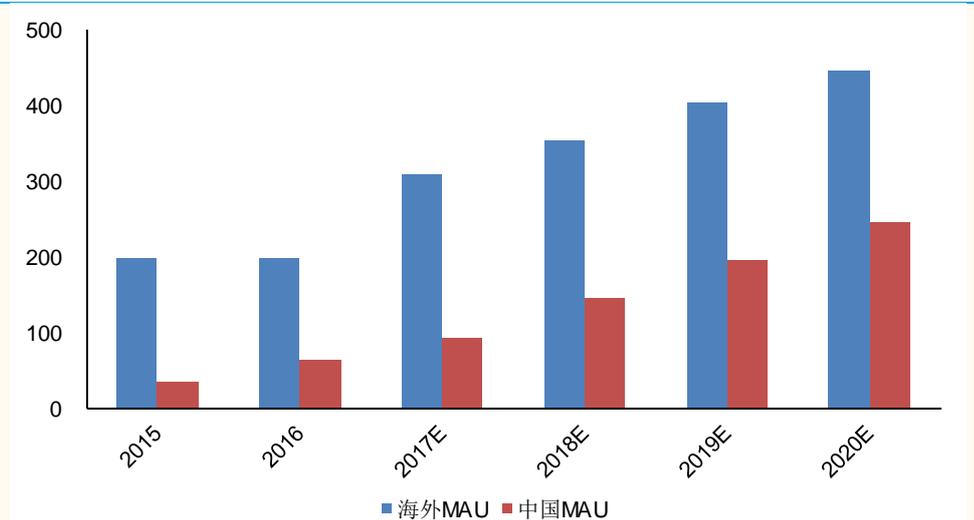
- 金科文化旗下的杭州哲信是一家依托大数据分析、整合安卓渠道长尾流量的休闲游戏公司。在历史上，杭州哲信的游戏产品主要来自代理，玩法差异性很小、产品生命周期较短；如果能将安卓渠道的长尾流量用于“汤姆猫”这样的优质游戏，无疑将产生巨大的协同效应。“Outfit7 + 杭州哲信”的商业模式，能够实现产品和流量的内部闭环。
- 目前，杭州哲信与 Outfit7 的合作主要是建议、协助；在金科文化收购 Outfit7 完成之后，杭州哲信全面代理“汤姆猫”系列在国内的发行和广告

代理，两家将进入“亲密无间”的深度合作阶段。我们预计，在 1-2 年内，杭州哲信的流量资源将高效、无缝地用于“汤姆猫”新产品，从而进一步扩大后者的用户基础。与此同时，Outfit7 的产品研发经验也将促使杭州哲信加强游戏研发和选择优质代理产品的能力。

中国 VS 海外：仍在向全球扩张的“汤姆猫”

- 2015 年，Outfit7 的 MAU 约有 15% 来自中国；2016 年，中国的贡献上升到 24%，我们预期 2017 年维持在 25% 左右。虽然这个比例不算低，但是仍然有很大上升空间——毕竟中国是遥遥领先的世界第一大手游市场。我们估计，今年年初以来，“汤姆猫”系列在中国各应用商店的下载次数已经超过 1 亿，其中还不包括破解版等非法下载。根据公司最新公告，2018 年 4 月“汤姆猫”系列在中国的 MAU 为 1.2-1.5 亿。
- 在被金科文化全面收购之后，Outfit7 将在中国获得稳定的代理商、额外的流量和统一的市场策略，中国玩家的占比将不断提升。我们预计，中国用户占 Outfit7 MAU 的比例将于 2018 年上升至 29%，2020 年上升至 35%。未来几年，我们很可能看到某款“汤姆猫”游戏成为与《天天爱消除》《钢琴块》《奇迹暖暖》相提并论的“国民游戏”。

图表 19: Outfit7 国内与海外 MAU 对比 (单位: 百万人)



来源：公司公告，国金证券研究所预测

- 与此同时，Outfit7 在海外市场的扩张没有结束；我们预计 2018-2020 年，Outfit7 的海外 MAU 复合增速仍能达到 13%。在稳固欧洲、北美等发达国家市场的同时，“汤姆猫”系列将在东欧、东南亚、中东、拉美等新兴市场取得更大的突破。与金科文化的合并可能有利于 Outfit7 进入更多的国家，因为中国手游厂商在东南亚、中东早已取得了巨大成功。
- 根据 App Store 数据，“汤姆猫”系列的最近几款游戏在美国、德国等西方发达国家市场都进入过免费榜前 50 名（仅考虑过去 12 个月的排名）；在俄罗斯、越南、沙特阿拉伯的表现甚至更好，可以进入免费榜前 10-20 名；在巴西、阿根廷的表现也可圈可点。在全球主要手游市场中，“汤姆猫”系列覆盖最弱的是日本、韩国，几乎没有进入过免费榜前 100 名。
- 从历史经验看，全球手游市场的发展存在着几个轮次：第一轮是欧美、日韩等发达国家，第二轮是中国（而且中国已经后来居上），第三轮是东南亚、东欧、拉美等新兴市场，现在又轮到了南亚、中东、北非等地。在新兴市场的发展初期，休闲游戏往往最受欢迎，可以积累较大的用户基数；但是，新兴市场的用户付费倾向较弱、广告单价也远低于发达国家，又给 Outfit7 这样的休闲游戏大厂提出了挑战。

图表 20: 三款“汤姆猫”游戏在 11 个国家 iOS 免费榜的最高排名

| | 汤姆猫跑酷 | 汤姆猫水上乐园 | 汤姆猫战营 |
|-------|-------|---------|-------|
| 中国 | 42 | 101 | 39 |
| 美国 | 45 | 27 | 45 |
| 德国 | 26 | 16 | 36 |
| 土耳其 | 56 | 134 | 91 |
| 俄罗斯 | 50 | 28 | 8 |
| 韩国 | 320 | 240 | 393 |
| 印度尼西亚 | 82 | 351 | 176 |
| 越南 | 2 | 49 | 13 |
| 沙特阿拉伯 | 15 | 20 | 25 |
| 巴西 | 22 | 50 | 133 |
| 阿根廷 | 75 | 70 | 111 |

来源: App Store, 七麦数据, 国金证券研究所

- 对于已经有 8 年历史的“汤姆猫”来说, 要进一步拓展区域版图, 似乎有一定难度。我们相信“汤姆猫”的杀手锏正是“借鉴重度游戏玩法 + 坚持 Q 版美术风格”的设计思路, 这一思路在全世界都处于领先水平, 代表了在移动互联网高度成熟之后的玩家偏好。事实上, 中国手游市场的产品成熟度领先于绝大部分其他国家, 如果一个产品类型或 IP 系列能够在中国取得成功, 在发展中国家乃至发达国家取得成功的可能性也会上升。

不仅仅是 Outfit7：金科文化的其他主营业务

- 全面收购 Outfit7，使得金科文化获得了发展互联网娱乐业务的重要支点，但是金科文化不止有 Outfit7 这个核心资产。2016 年并入上市公司的杭州哲信和 2017 年并入的每日给力，分别是重要的手游发行和自研平台；我们认为，杭州哲信与 Outfit7 在国内市场和渠道端将产生巨大的协同效应。此外，公司原有的精细化工业业务仍在稳定发展之中。

杭州哲信：整合安卓渠道流量的休闲游戏发行商

- 2016 年并入金科文化的杭州哲信是一家游戏发行商，其商业模式可以归结为：整合安卓平台的长尾流量并将其与小成本休闲游戏对接。众所周知，手机游戏有两大平台——苹果和安卓，其中苹果渠道集中、系统高度统一，而安卓渠道和系统都趋向碎片化。哲信基于大数据分析以及丰富的市场经验，整合这些碎片化流量，将其导向休闲游戏实现变现。
- 哲信的游戏广泛采用了话费支付模式：在这一模式下，游戏发行商相当于移动 SP，用户充值从话费中扣除，以短信形式确认。话费支付模式比较适合休闲游戏，因为此类游戏 ARPU 较低、每次付费较少，通过第三方支付效率较低；这种模式既可通过三大运营商的应用商店进行，也可以通过与运营商有合作的第三方渠道进行。不过，苹果系统禁止绕过 App Store 进行应用内购，所以话费支付模式只适用于安卓系统。我们估计，2016-17 年，哲信的几乎全部游戏收入都来自安卓用户。

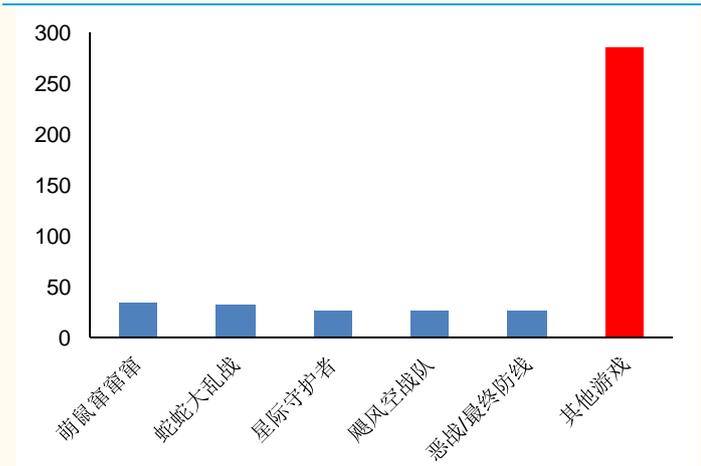
图表 21：杭州哲信主要合作游戏渠道一览



来源：公司官网，国金证券研究所

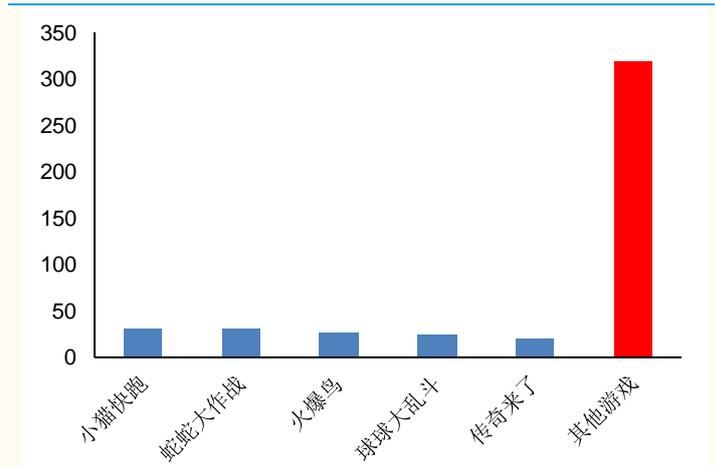
- 在历史上，哲信是一家纯粹的代理发行商，几乎没有自研游戏。我们在前文总结过：中国休闲游戏市场的特点是同质化竞争，产品数量多、生命周期短，核心玩法创新较少。哲信的财务数据体现了这一点：从 2016 年到 2017 年，公司收入贡献前 5 名的游戏几乎完全不同，而且前 5 名游戏的收入贡献只有 30% 左右。公司擅长的贪吃蛇、跑酷、大乱斗等细分品类，竞品数量都很庞大，需要持续快速地进行产品迭代。
- 金科文化收购 Outfit7，恰好为哲信带来了新机遇：Outfit7 比较擅长苹果渠道和海外安卓渠道(Google Play)的发行，不适应国内碎片化的安卓渠道环境。所以，在历史上，“汤姆猫”系列产品往往只能登陆应用宝、百度等少数安卓渠道，对安卓用户的整体覆盖率较低。现在，哲信掌握的安卓长尾流量资源也可用于“汤姆猫”系列。在最新公告中，金科文化管理层表示：2017 年下半年以来，公司一直在帮助 Outfit7 对接国内安卓渠道，未来国内安卓市场还有增长空间。我们相信其中首功归于哲信。

图表 22：2016 年杭州哲信手游收入分布（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

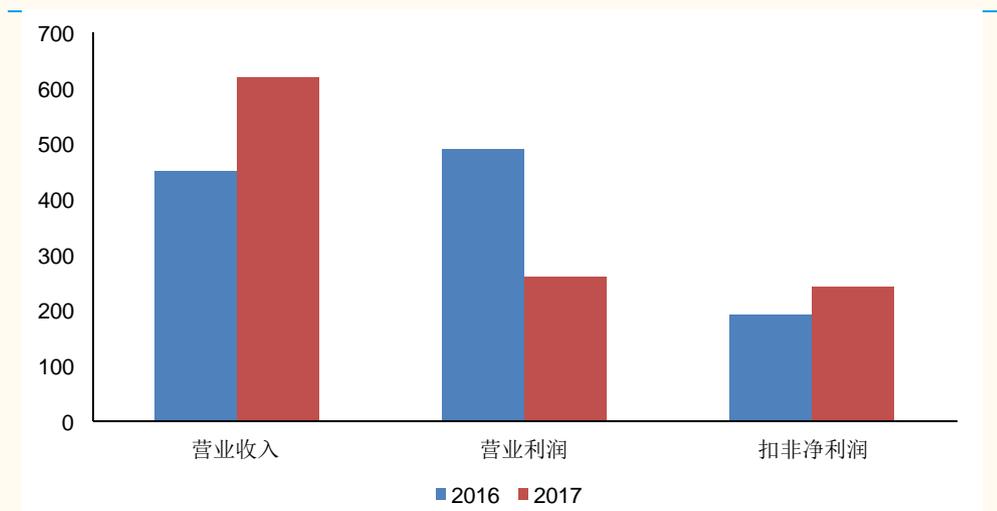
图表 23：2017 年杭州哲信手游收入分布（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所估算

- 2017 年，杭州哲信的营业收入和扣非净利润分别同比增长 38%和 27%。值得注意的是，虽然收入增长势头不错，但是略慢于手游行业的整体增速；公司的总成本费用率上升了约 8 个百分点。我们认为，在手游市场竞争日益激烈、代理商获得优秀产品的难度越来越高的情况下，哲信不可避免地受到了影响。然而，“汤姆猫”系列产品的到来，为哲信注入了新的活力：用优质产品撬动流量基础，可以事半功倍。

图表 24：杭州哲信 2016-17 年主要财务指标



来源：公司公告，国金证券研究所

每日给力：横跨多个品类的手游自主研发商

- 2017 年并入金科文化的每日给力是一家手游研发商，它聚焦于自主研发产品，在发行环节基本依靠代理商。早在 2012 年，公司研发的《文明复兴》就成为了第一代 SLG 手游的代表，在苹果 App Store 年度总畅销榜名列第 59 位。每日给力的特点是自研产品跨越多个品类，既有《口袋联盟》这样的养成对战游戏，又有《黑暗之光》这样的回合制 SLG，还有《爱妹大作战》这样的二次元卡牌游戏。

图表 25：每日给力自研养成对战手游《口袋联盟》



来源：公司官网，国金证券研究所

- 在历史上，每日给力的多款游戏都进入了全球市场：《文明复兴》一度名列台湾 App Store 免费榜、畅销榜第一；《口袋联盟》在台湾、东南亚多个市场取得较好的榜单排名，全球累计用户约 688 万人；《黑暗之光》获得韩国 App Store 编辑推荐。与此同时，公司的主流产品在国内也有较大规模的发行，并非单纯依赖海外市场。

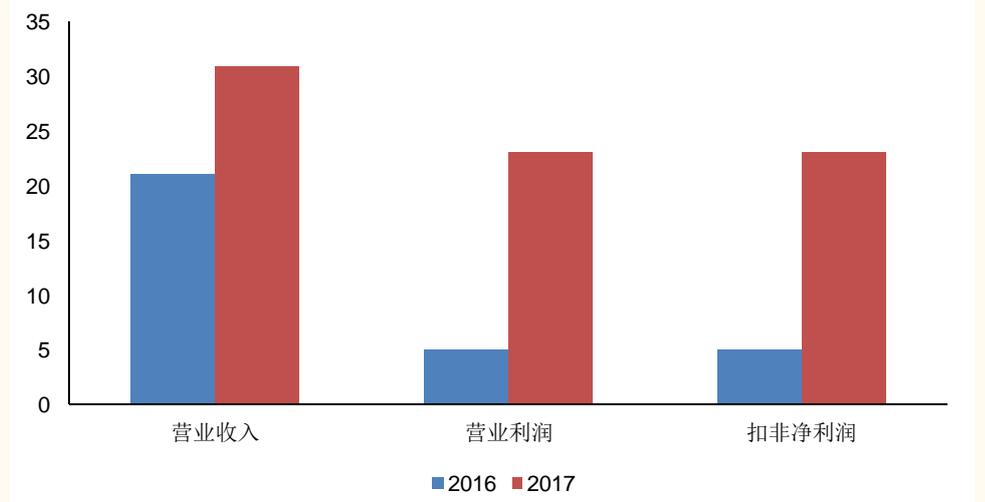
图表 26：每日给力自研二次元卡牌手游《爱妹大作战》



来源：公司官网，国金证券研究所

- 然而，在市场集中度不断提升的手游市场，每日给力的规模实在太小：2017 年，公司营业收入 3145 万元、净利润 2290 万元，可能还比不上一线游戏公司一个工作室的体量。金科文化收购每日给力，能够为它带来宝贵的战略资源和产业链支持，使其避免重蹈大部分中小游戏研发商的覆辙。当时，金科文化通过收购杭州哲信进入了手游市场，但是缺乏自主研发产品，每日给力能够提供较强的研发能力。
- 2017 年下半年，金科文化又通过收购 Outfit7，获得了“汤姆猫”这个优质手游产品线。相比之下，每日给力的地位就显得没那么重要了。我们认为，今后每日给力对金科文化的意义将主要体现在战略上：产生新创意、尝试新产品，争取与母公司旗下其他游戏业务实体产生协同效应。即便该公司今后不再产生有影响力的新产品，对母公司的影响也不大。
- 作为纯粹的游戏研发公司，每日给力的最大优点是运营风险较小、利润率较高。手游发行公司需要投入大量的市场和运营经费，虽然收入盘子较大，但是利润率波动很大，在买量成本居高不下的情况下有可能出现亏损。相比之下每日给力一直维持着很高的营业利润率和扣非净利润率。虽然 2017 年每日给力没有完成业绩承诺，但是相差幅度不大。

图表 27：每日给力 2016-17 年主要财务指标



来源：公司公告，国金证券研究所

化工业务：原有主业，稳定增长

- 在进入移动互联网行业之前，公司原主业系氧系漂白助剂 SPC 的研发、生产和销售，是国内产销量最大的过氧化物(SPC)制造企业和亚洲唯一的四乙酰乙二胺(TAED)生产企业。公司凭借其技术创新优势，使得产品品质具有较强的市场竞争力，产品出口量在国内同行业中长期处于领先地位，并成为国内主要含氧洗涤剂生产企业的主要供应商。合作伙伴包括利洁时、德国汉高、宝洁等国际日化巨头以及阿克苏-诺贝尔、伊士曼、立白、白猫、纳爱斯等。全球供应网络覆盖亚太、美洲、欧洲、中东、非洲。
- 2017 年，金科文化并未放弃发展精细化工业务，收购了重要子公司湖州吉昌的 30% 股权；化工业务达到了年初设定的产销任务，当年 SPC 出口市场份额占据全国 70%。在 2017 年年报中，公司管理层表示将在保持技术、产品、市场优势的基础上，实现精细化工业务的持续健康发展。

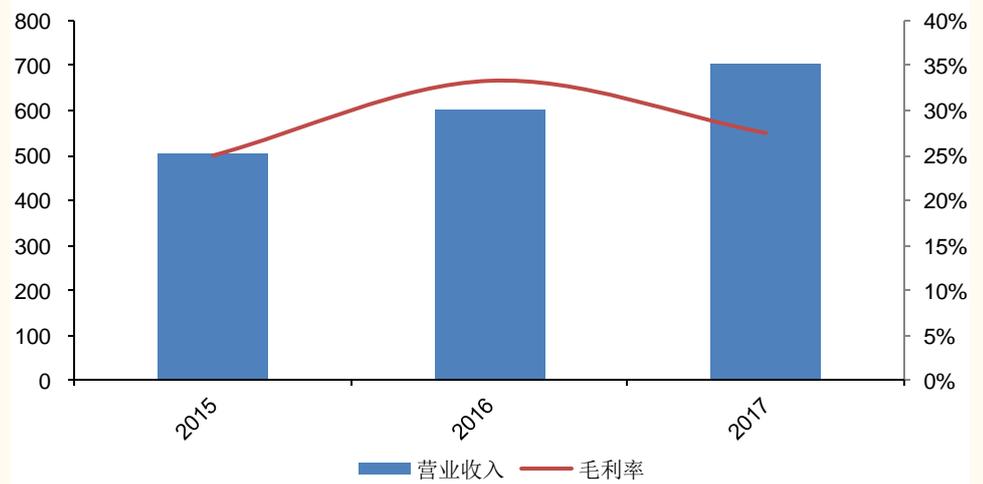
图表 28：公司下游客户的代表性含氧洗涤剂产品

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
|  |  |  |  |  |
| 立白去渍霸 | 汉高宝莹 | 利洁时碧莲 | 狮王屋内晾干洗衣粉 | 花王产品 |
|  |  |  |  |  |
| 碧浪洗衣粉 | 家安洗衣机槽清洁剂 | 碧珍彩漂剂 | 毛宝洗衣槽去污剂 | 妙管家洗衣粉 |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016-17 年，公司的化工业务收入复合增速为 18%，增长势头平稳；毛利率波动较大，2016 年同比上升约 8 个百分点，2017 年又同比下降约 6 个百分点，与产品结构和原材料成本有一定关联。与高速发展的手机游戏、IP 授权等业务相比，化工业务的增速不会很快，会扮演公司业绩“稳定器”的角色。随着移动互联网业务比例的不断扩大，金科文化的化工色彩将不断变淡，该项业务在长期将不再重要。

图表 29：公司化工业务收入（百万元）与毛利率趋势



来源：公司公告、国金证券研究所

财务分析

- 目前，金科文化的业绩可以划分为三大部分：**Outfit7**（主要是“汤姆猫”系列），其他互联网业务，以及化工业务。随着**Outfit7**被全面收购，我们估计“汤姆猫”与母公司旗下其他互联网业务的关联性会越来越高。在短期，我们仍有必要对“汤姆猫”业务进行单独核算，但是其中一部分收入有可能计入其他实体之内。化工业务则将维持稳定增长。

“汤姆猫”系列的变现与增长潜力

- 2018年第一季度，金科文化实现营业收入同比增长96.1%、归母净利润同比增长174.2%。公司承认，**Outfit7**开始并表，是驱动收入和利润增长的重要因素。虽然公司没有披露**Outfit7**的具体贡献，但是我们估计公司第一季度收入有40%以上左右来自**Outfit7**。如果不考虑**Outfit7**的并表，我们估计公司原有业务在第一季度的收入增速约为20%。
- “汤姆猫”系列的收入来源有三个：广告收入，与用户基数挂钩；内购收入，与付费用户基数挂钩；特许权及其他收入（包括IP授权、影视和未来可能发展的主题乐园等）。随着用户基数的稳步上升，“汤姆猫”的广告收入将维持较快增长，但是最大的增长还是内购。
- 2016年，**Outfit7**拥有2.64亿MAU，其中0.65亿在中国大陆，1.99亿在海外。此后，公司没有详细披露**Outfit7**的MAU变化，但是2018年4月宣布“汤姆猫”系列在国内的MAU超过1.2亿。在《汤姆猫战营》等新产品方兴未艾、第二季度产品线饱满的情况下，我们预计今年“汤姆猫”系列的国内MAU可达1.44亿，明年可达1.97亿；与此同时，“汤姆猫”在东南亚、南亚、中东等新兴市场大步前进，海外用户仍在增长。
- 在历史上，**Outfit7**的单用户广告价值在2.5-3.0元人民币之间。公司并未拆分中国与海外广告收入，但是我们估计海外单用户广告价值大约相当于国内的5-6倍。广告业务的单用户价值受到诸多因素影响：用户消费水平，发达国家的单用户价值一般高于发展中国家；广告主投放习惯，成熟手游市场的广告需求会更高；广告类别，例如“奖励视频”等广告形式的变现能力就远高于传统的Banner广告。
- 我们认为，“汤姆猫”系列的单用户广告价值受到双重因素的影响：一方面，随着新产品不断推出、用户规模急剧扩大，广告收入可能落后于用户增长；尤其是在海外，新兴市场的广告价值不可能与发达国家相比。另一方面，随着新产品站稳脚跟、更高效的广告形式成为主流，单用户价值又会上升。所以，我们估计2018-20年“汤姆猫”的广告收入增长主要由用户基数驱动，单用户价值基本不变或略有提升。

图表 30: **Outfit7** “汤姆猫”系列用户与收入估算

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 海外 MAU (百万) | 197 | 199 | 308 | 354 | 402 | 446 |
| 国内 MAU (百万) | 36 | 65 | 92 | 144 | 197 | 246 |
| 海外单用户价值 | 3 | 2.7 | 2.1 | 2.08 | 2.1 | 2.1 |
| 国内单用户价值 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.48 | 0.52 | 0.54 |
| 广告收入 (百万) | 609 | 570 | 684 | 806 | 947 | 1070 |
| 年化付费比例 | 0.8% | 0.9% | 1.0% | 1.1% | 1.2% | 0.8% |
| 总付费用户 | 0.52 | 0.78 | 1.39 | 2.21 | 2.91 | 0.52 |
| ARPU (渠道后) | 170 | 170 | 210 | 240 | 250 | 170 |
| 内购收入 (百万) | 0.8% | 0.9% | 1.0% | 1.1% | 1.2% | 0.8% |
| 特许权及其他收入 | 6 | 1 | 9 | 70 | 127 | 170 |
| “汤姆猫”总收入 | 752 | 678 | 853 | 1,167 | 1,604 | 1,968 |

来源：公司公告，国金证券研究所估算

- 我们在上文指出，休闲游戏可以通过加强建造和养成模式、推出电竞机制等方法，提高内购付费比例。在这方面，《青蛙旅行》和《消除者联盟》都

是绝佳的范例。《汤姆猫跑酷》《汤姆猫水上乐园》都加强了养成和收集要素，《汤姆猫战营》的玩法已经非常接近重度 SLG。虽然以上游戏都尚未进入过畅销榜前 100 名，但是上升势头一直存在。

- Outfit7 在 2017 年 8 月披露了主要产品的付费情况：一般而言，每月充值人数约占 MAU 的 0.03-0.15%。据此，我们推测 Outfit7 用户的年化付费率约为 1%：在全部活跃用户中，有 1% 在一年之内为某款产品付费过；由此反推出年化 ARPU（渠道后）约为 210 元。我们预计 2018 年，“汤姆猫”系列的付费渗透率和 ARPU 都不会有明显增长，因为用户基数急剧扩大，重要的是夯实基础、提高用户留存率。但是，2019 年以后，随着用户付费习惯的养成、新内购模式的成熟，付费渗透率和 ARPU 均将上升。
- 此外，“汤姆猫”系列的收入来源还包括 IP 授权、影视等。中国是正在兴起的 IP 授权市场，阿里巴巴“授权宝”推出之后，正版授权的娱乐衍生品市场很可能迎来高速发展。Outfit7 一直在基于“汤姆猫”IP 开发影视动画作品，并入金科文化之后将加强在国内的落地，例如在优酷等视频平台播出。我们对“汤姆猫”IP 的多渠道变现持乐观态度，不过，在 2020 年以前，IP 授权、影视和主题乐园等收入占比仍将低于 10%。

整体业绩预测

- “汤姆猫”是金科文化最大的增长引擎，但是杭州哲信、每日给力的地位也不可小视。杭州哲信承诺 2018 年实现扣非净利润不低于 3 亿元，相当于比 2017 年扣非净利润增长 23% 以上。每日给力承诺 2017-18 年累计实现扣非净利润不低于 5750 万元，2017-19 年累计实现扣非净利润不低于 1 亿元，隐含 2018 年扣非净利润增长 51% 以上。2017 年，杭州哲信完成了业绩承诺的 103%，每日给力完成了业绩承诺的 92% 并支付了补偿金。
- Outfit7 在收购时的业绩承诺是：2017-19 年实现的扣非净利润分别不低于 7809 万、9287 万、10976 万欧元；其中 2017 年承诺已经完成。业绩承诺隐含的扣非净利润增长率较低，但是我们认为投资者不必过分担心：在完成对 Outfit7 的全面收购后，金科文化对该公司的掌控力很强，又避免了核心人员的流失；在收购前三年，Outfit7 的核心人员也没有出现流失。

图表 31：金科文化主要财务数据预测

| 人民币百万元 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 游戏发行 | 445 | 770 | 965 | 1102 |
| 广告 | 134 | 871 | 1031 | 1155 |
| IP 版权 | 112 | 145 | 224 | 297 |
| 移动互联网业务收入 | 692 | 1,786 | 2,220 | 2,554 |
| 毛利率 | 63.2% | 85.0% | 87.3% | 88.6% |
| 化工行业及其他 | 704 | 838 | 968 | 1084 |
| 毛利率 | 27.5% | 29.0% | 29.5% | 29.5% |
| 总收入 | 1,396 | 2,624 | 3,188 | 3,638 |
| 增长率 | 56.0% | 88.0% | 21.5% | 14.1% |
| 总毛利率 | 45.2% | 67.1% | 69.8% | 71.0% |
| 销售费率 | 4.4% | 4.2% | 4.3% | 4.4% |
| 管理费 | 12.8% | 12.4% | 12.3% | 12.3% |
| 营业利润 | 424 | 1,314 | 1,702 | 2,001 |
| 税前利润 | 428 | 1,319 | 1,707 | 2,006 |
| 有效税率 | 6.9% | 12.5% | 12.5% | 13.0% |
| 净利润 | 399 | 1,154 | 1,494 | 1,745 |
| 归母净利润 | 384 | 1,104 | 1,479 | 1,730 |
| 增长率 | 87.3% | 187.5% | 34.0% | 17.0% |
| EPS | 0.24 | 0.56 | 0.75 | 0.88 |

来源：公司公告，国金证券研究所预测

- 我们预计 2018-20 年，金科文化的移动互联网业务（包括游戏发行、广告和 IP 版权）收入将实现 54.6% 的复合增速，其中很大一部分来自 Outfit7 的全面并表。在并表完成后，2019-20 年移动互联网业务收入仍能实现 20% 的复合增速。随着“汤姆猫”系列在产品端和市场端的不断壮大，公司会把越来越多的资源分配到这一产品线；原有的休闲游戏代理业务则有可能增速趋缓甚至收缩。在历史上，由于 IP 基础较强、产品质量较高，Outfit7 的毛利率和净利润率水平一直很高，未来将带动金科文化的整体毛利率走高，实现“有质量的增长”。
- 与此同时，我们预计 2018-20 年，化工业务收入将实现 15.5% 的复合增速。到 2020 年，化工业务仍将为公司贡献 29.8% 的收入；但是，由于毛利率偏低，该项业务对公司毛利的贡献将降低到 12.4%。总而言之，虽然公司仍将是中国最大的 SPC 出口企业，而且精细化工仍将是公司的一项主营业务，但是该业务对利润增长而言将变得无足轻重。
- 我们预计金科文化的销售和管理费率在 2018 年将小幅下降，此后基本保持稳定。首先，Outfit7 的销售管理费用比较稳定，2015 年为 1.92 亿人民币，2016 年降至 1.82 亿，我们估计 2017 年不超过 2 亿。目前，Outfit7 在海外市场 and 国内安卓市场还是以 IP 自带流量和编辑推荐引流为主，没有太大的市场费用压力；核心技术团队长期稳定，也没有很大的管理费用压力。其次，杭州哲信原有的安卓渠道长尾流量可以嫁接到“汤姆猫”系列产品，实现规模效应，整体费用率反而可能下降。最后，公司致力于整合控股子公司，将湖州吉昌的持股比例提升至 90%、将 Outfit7 转变为全资子公司，这些都有助于提升管理效率、控制费用。
- 截止 2018 年第一季度末，金科文化实际持有 Outfit7 约 71.4% 的权益，当季度产生了约 5100 万元少数股东损益，我们估计绝大部分来自 Outfit7。目前，金科文化已经与 Outfit7 剩余股份的持有者签署了转让协议，我们预计从第二季度开始，公司的少数股东损益数量将可以忽略不计。
- 2018 年 1 月 4 日，金科文化完成了发行股份购买 Outfit7 股权的交易，公司总股本从 15.81 亿股扩大到 19.71 亿股，新增股份将在 2021 年 1 月解禁。此后，公司提出以现金收购 Outfit7 的剩余股权，不涉及股本规模的扩大。我们估计公司的总股本将在可见的未来保持稳定。
- 综上所述，我们预计 2018-20 年金科文化的归属母公司股东的净利润将分别增长 187.5%，34.0%，17.0%；同期公司的 EPS（摊薄）为人民币 0.56 元，0.75 元，0.88 元。

估值

- 在收购 Outfit7 之后，金科文化已经成为一家主流手机游戏公司，应该参照游戏行业的同行估值水平。经过 2016-17 年的大浪淘沙，现在 A 股游戏的绝对估值已经不高：我们选取的 7 家主流游戏产业链公司的平均 2018 年 P/E 仅为 22.5 倍，2019 年 P/E 仅为 18.5 倍；其中最低的甚至只有 12.3 倍 2019 年 P/E，已经低于很多港股、美股同行的水平。
- 然而，平均估值不能说明一切，关键要看公司增长潜力和稳定性。在大型游戏公司当中，完美世界因为与腾讯联合发布了两款新手游，估值水平明显较高；世纪华通因为有盛大游戏的整合预期，估值也高于几乎所有同行；迅游科技、顺网科技则受到“吃鸡”游戏热度影响，市场预期较高。在游戏行业高度分化的今天，具体情况需要具体分析。

图表 32：金科文化与同业估值对比

| 名称 | 市值 (十亿元) | 2017A P/E | 2018E P/E | 2019E P/E |
|------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 完美世界 | 46.2 | 29.2 | 24.1 | 19.5 |
| 三七互娱 | 30.8 | 18.9 | 14.8 | 12.3 |
| 游族网络 | 19.1 | 30.2 | 17.6 | 13.5 |
| 世纪华通 | 51.2 | 44.6 | 35.1 | 29.6 |

| 名称 | 市值 (十亿元) | 2017A P/E | 2018E P/E | 2019E P/E |
|-----------|----------|-------------|-------------|-------------|
| 昆仑万维 | 25.1 | 23.7 | 19.0 | 15.8 |
| 迅游科技 | 8.9 | 103.9 | 24.5 | 19.5 |
| 顺网科技 | 14.3 | 24.8 | 22.6 | 19.1 |
| 平均 | | 39.3 | 22.5 | 18.5 |
| 金科文化 | 21.4 | 43.4 | 19.4 | 14.5 |

来源：Wind, 国金证券研究所

注：金科文化的估值基于我们的预测，其他公司的估值基于 Wind 一致预期。

- 金科文化至今仍保留着化工业务，这是否意味着应该予以估值折扣？我们不这么认为。世纪华通至今也保留着庞大的汽车零部件业务（2017 年占营业收入约一半），但是资本市场仍然赋予其游戏行业的较高估值。我们上文分析过：到 2020 年，化工业务将只贡献公司毛利的 12%，对公司利润增长的作用几乎可以忽略，在估值时不宜过分考虑。
- 在手机游戏行业，金科文化最大的优势是“汤姆猫”系列的 IP 热度和产品质量；公司旗下的杭州哲信掌握的安卓渠道资源，可以让“汤姆猫”如虎添翼，实现更高效的增长。我们看到，对于完美世界、世纪华通（部分体现盛大游戏的预期）这样自研实力较强、有拳头产品、打通了研发和渠道的公司，资本市场并不吝惜给予高估值。此外，“汤姆猫”系列在海外拥有庞大的用户，而且仍在新兴市场开疆拓土，符合国产手游“走出去”的大趋势，也应该享有略高于同行的估值。
- 同时，我们应该注意到：游戏行业的估值处于 2015 年来的较低水平，因为投资者担心行业高成长时期已经结束，腾讯、网易两巨头将给二线厂商带来持续压力。但是，在上文我们指出，手游行业正处在“第三次大变局”之中，本次变局以深挖细分市场、提高用户付费水平为核心，整个行业仍然可以在 2-3 年内实现稳定健康的成长。随着市场热点转变、均值回归，整个游戏行业的估值水平不是没有提升空间。
- 综上所述，我们认为应给予金科文化 20 倍 2019 年 P/E 的估值，略高于可比对象的平均水平（18.5 倍）。由此得出目标价 15.00 元人民币。
- 我们同时采用 DCF 模型进行绝对估值，基于 9.1% 的 WACC、十年的显性成长期、3.0% 的永续增长率，得出目标价 16.10 元，首次评级“买入”。我们通过绝对估值和相对估值得出的目标价相差不大。

图表 33：金科文化 DCF 模型核心假设

| 指标 | 数值 |
|--------|-------------|
| 无风险利率 | 3.8% |
| WACC | 9.1% |
| 显性成长期 | 2018-2027 年 |
| 永续增长率 | 3.0% |
| 每股企业价值 | 16.41 元 |
| 每股债务价值 | 0.31 元 |
| 目标价 | 16.10 元 |

来源：国金证券研究所

风险

- **限售股解禁风险：**金科文化在 2018-19 年有大量限售股解禁。其中，2018 年 4 月 24 日有 1388 万股解禁，来自 2016 年收购杭州哲信时的定向增发股东；该笔解禁数量不大，我们认为对市场影响有限。2018 年 5 月 15 日有 3.8 亿股解禁，全部是实际控制人朱志刚及其控制的金科控股集团的首发股东解禁。按照监管规定，中小板及创业板上市公司实际控制人计划未来六个月减持超过 5% 的，需要预先披露，而金科文化尚未进行这样的披露；作为实际控制人，朱志刚及其一致行动人在连续 90 天内通过集中竞价

减持股份不得超过总股本 1%，通过大宗交易减持不得超过 2%。因此，我们认为今年 5 月的限售股解禁对股价压力有限。

- 但是，2019 年 6 月，公司又将有 6.65 亿股解禁，主要来自 2016 年定向增发收购杭州哲信产生的限售股。这些限售股股东大部分持有公司股份低于 5%，不受深交所对“大股东减持”要求的制约。我们估计，届时金科文化的股价可能受到一定的压力。

图表 34：2018-21 年金科文化限售股解禁一览

| 时间 | 解禁数量(百万股) | 占解禁前流通股比例 | 占总股本比例 | 解禁股东 |
|-----------------|-----------|-----------|--------|--------|
| 2018 年 4 月 24 日 | 13.88 | 2.67% | 0.70% | 定向增发股东 |
| 2018 年 5 月 15 日 | 379.93 | 71.11% | 19.27% | 实际控制人 |
| 2019 年 6 月 10 日 | 665.08 | 72.75% | 33.74% | 定向增发股东 |
| 2021 年 1 月 5 日 | 389.97 | 24.69% | 19.78% | 定向增发股东 |

来源：Wind, 公司公告, 国金证券研究所

- **新游戏延期风险：**游戏产品“跳票”是常见现象，公司新推出的重磅手游产品存在延期风险。
- **政策监管风险：**游戏行业是监管部门高度关注的领域，除了出台行业性的监管措施，监管当局也可能对单一游戏进行窗口指导。
- **IP 多元化变现风险：**公司致力于对“汤姆猫”IP 进行多元化变现，开发影视、动漫、主题乐园等，同时也存在失败的风险。
- **海外市场风险：**“汤姆猫”系列有大量用户和收入来自海外，海外市场的监管、管理、汇率等都蕴含着风险。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|-------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 主营业务收入 | 506 | 895 | 1,396 | 2,624 | 3,188 | 3,638 | 货币资金 | 193 | 1,285 | 1,214 | 1,312 | 2,312 | 3,941 |
| 增长率 | | 76.6% | 56.1% | 87.9% | 21.5% | 14.1% | 应收账款 | 103 | 304 | 695 | 853 | 1,036 | 1,183 |
| 主营业务成本 | -380 | -516 | -765 | -863 | -964 | -1,056 | 存货 | 61 | 59 | 73 | 59 | 66 | 72 |
| %销售收入 | 75.0% | 57.7% | 54.8% | 32.9% | 30.2% | 29.0% | 其他流动资产 | 13 | 9 | 120 | 127 | 67 | 74 |
| 毛利 | 126 | 379 | 631 | 1,761 | 2,224 | 2,582 | 流动资产 | 369 | 1,657 | 2,103 | 2,351 | 3,482 | 5,270 |
| %销售收入 | 25.0% | 42.3% | 45.2% | 67.1% | 69.8% | 71.0% | %总资产 | 42.1% | 30.9% | 19.6% | 20.2% | 27.0% | 36.0% |
| 营业税金及附加 | -3 | -10 | -12 | -18 | -19 | -22 | 长期投资 | 29 | 612 | 1,126 | 1,127 | 1,126 | 1,126 |
| %销售收入 | 0.6% | 1.2% | 0.9% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 固定资产 | 281 | 379 | 440 | 484 | 524 | 561 |
| 营业费用 | -23 | -31 | -61 | -110 | -137 | -160 | %总资产 | 32.0% | 7.1% | 4.1% | 4.2% | 4.1% | 3.8% |
| %销售收入 | 4.6% | 3.4% | 4.4% | 4.2% | 4.3% | 4.4% | 无形资产 | 196 | 2,634 | 6,894 | 7,493 | 7,495 | 7,497 |
| 管理费用 | -40 | -99 | -179 | -325 | -392 | -447 | 非流动资产 | 507 | 3,704 | 8,626 | 9,277 | 9,389 | 9,352 |
| %销售收入 | 7.9% | 11.1% | 12.8% | 12.4% | 12.3% | 12.3% | %总资产 | 57.9% | 69.1% | 80.4% | 79.8% | 73.0% | 64.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 60 | 238 | 379 | 1,307 | 1,676 | 1,953 | 资产总计 | 877 | 5,362 | 10,729 | 11,628 | 12,871 | 14,622 |
| %销售收入 | 11.9% | 26.6% | 27.2% | 49.8% | 52.6% | 53.7% | 短期借款 | 10 | 0 | 437 | 267 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 3 | 12 | -12 | -22 | -7 | 7 | 应付款项 | 190 | 223 | 308 | 365 | 416 | 461 |
| %销售收入 | -0.5% | -1.3% | 0.8% | 0.8% | 0.2% | -0.2% | 其他流动负债 | 19 | 55 | 161 | 122 | 144 | 162 |
| 资产减值损失 | 1 | 0 | -15 | -2 | -2 | -2 | 流动负债 | 219 | 278 | 906 | 753 | 560 | 622 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 177 | 177 | 177 | 177 |
| 投资收益 | -1 | -2 | 71 | 30 | 36 | 43 | 其他长期负债 | 4 | 75 | 102 | 57 | 57 | 57 |
| %税前利润 | n.a | n.a | 16.5% | 2.3% | 2.1% | 2.2% | 负债 | 224 | 353 | 1,185 | 988 | 794 | 857 |
| 营业利润 | 64 | 247 | 424 | 1,314 | 1,702 | 2,001 | 普通股股东权益 | 627 | 4,961 | 9,420 | 10,464 | 11,884 | 13,555 |
| 营业利润率 | 12.6% | 27.7% | 30.4% | 50.1% | 53.4% | 55.0% | 少数股东权益 | 26 | 48 | 124 | 174 | 189 | 204 |
| 营业外收支 | 2 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 负债股东权益合计 | 877 | 5,362 | 10,729 | 11,626 | 12,867 | 14,616 |
| 税前利润 | 65 | 252 | 428 | 1,319 | 1,707 | 2,006 | | | | | | | |
| 利润率 | 12.9% | 28.2% | 30.7% | 50.3% | 53.6% | 55.2% | 比率分析 | | | | | | |
| 所得税 | -10 | -33 | -29 | -165 | -213 | -261 | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 所得税率 | 15.4% | 13.0% | 6.9% | 12.5% | 12.5% | 13.0% | 每股指标 | | | | | | |
| 净利润 | 55 | 219 | 399 | 1,154 | 1,494 | 1,745 | 每股收益 | 0.183 | 0.130 | 0.243 | 0.560 | 0.750 | 0.878 |
| 少数股东损益 | 7 | 14 | 15 | 50 | 15 | 15 | 每股净资产 | 2.366 | 3.137 | 4.779 | 5.309 | 6.029 | 6.877 |
| 归属于母公司的净利润 | 48 | 205 | 384 | 1,104 | 1,479 | 1,730 | 每股经营现金净流 | 0.450 | 0.209 | 0.107 | 0.597 | 0.747 | 0.930 |
| 净利率 | 9.6% | 22.9% | 27.5% | 42.1% | 46.4% | 47.6% | 每股股利 | 0.080 | 0.030 | 0.020 | 0.030 | 0.030 | 0.030 |
| | | | | | | | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 7.73% | 4.13% | 4.08% | 10.55% | 12.44% | 12.77% |
| 净利润 | 55 | 219 | 409 | 1,154 | 1,494 | 1,745 | 总资产收益率 | 5.53% | 3.82% | 3.58% | 9.49% | 11.49% | 11.84% |
| 少数股东损益 | 7 | 14 | 15 | 50 | 15 | 15 | 投入资本收益率 | 7.70% | 4.10% | 3.46% | 10.32% | 11.97% | 12.19% |
| 非现金支出 | 35 | 46 | 115 | 119 | 131 | 143 | 增长率 | | | | | | |
| 非经营收益 | -1 | -1 | -52 | -48 | -95 | 40 | 主营业务收入增长率 | 6.19% | 76.64% | 56.08% | 87.93% | 21.49% | 14.10% |
| 营运资金变动 | 30 | 67 | -261 | -48 | -58 | -96 | EBIT增长率 | 12.19% | 294.92% | 59.25% | 244.72% | 28.17% | 16.55% |
| 经营活动现金净流 | 119 | 331 | 212 | 1,177 | 1,472 | 1,833 | 净利润增长率 | 33.99% | 322.87% | 87.29% | 187.50% | 33.97% | 17.02% |
| 资本开支 | -59 | -258 | -258 | -762 | -164 | -176 | 总资产增长率 | 33.33% | 511.57% | 100.10% | 8.38% | 10.69% | 13.60% |
| 投资 | -96 | -1,024 | -843 | 0 | 0 | 0 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | -2 | 4 | 309 | 30 | 36 | 43 | 应收账款周转天数 | 62.1 | 74.6 | 114.9 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 投资活动现金净流 | -158 | -1,278 | -792 | -732 | -128 | -133 | 存货周转天数 | 57.9 | 42.5 | 31.5 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 股权募资 | 192 | 2,101 | 3 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 26.0 | 44.1 | 51.3 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| 债权募资 | -164 | -10 | 614 | -173 | -267 | 0 | 固定资产周转天数 | 171.6 | 100.0 | 112.6 | 65.8 | 58.7 | 55.1 |
| 其他 | 25 | -76 | -119 | -174 | -77 | -71 | 偿债能力 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | 53 | 2,014 | 498 | -347 | -344 | -71 | 净负债/股东权益 | -27.96% | -25.66% | -6.29% | -8.16% | -17.68% | -27.36% |
| 现金净流量 | 15 | 1,067 | -82 | 98 | 1,000 | 1,630 | EBIT利息保障倍数 | -22.1 | -20.2 | 32.8 | 60.7 | 229.2 | -269.6 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 25.52% | 6.58% | 11.05% | 8.50% | 6.17% | 5.86% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 3 | 7 | 10 | 17 |
| 增持 | 1 | 2 | 6 | 7 | 9 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 2.00 | 1.40 | 1.46 | 1.41 | 1.35 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH