

## 消费升级与娱乐研究中心

## 金科文化 (300459.SZ) 买入 (维持评级)

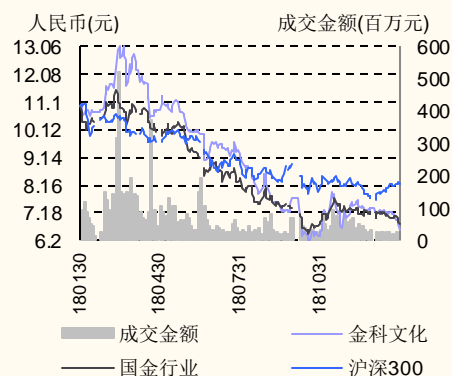
## 公司点评

市场价格(人民币): 6.55元

目标价格(人民币): 15.00-15.00元

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	765.72
总市值(百万元)	12,911.58
年内股价最高最低(元)	13.08/6.20
沪深300指数	3168.48



## 相关报告

1.《休闲游戏有大“钱景”：手游市场第三次历史变局的弄潮儿-金科...》，2018.5.3

## 《我的汤姆猫》2018年成绩亮眼，汤姆猫系列成长空间可观

## 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.887	1.095	1.442	1.844	2.238
每股净资产(元)	5.20	5.74	7.10	8.66	10.58
每股经营性现金流(元)	0.86	0.56	1.70	2.08	2.55
市盈率(倍)	33.58	30.56	20.03	15.67	12.91
净利润增长率(%)	304.34%	23.43%	31.72%	27.86%	21.37%
净资产收益率(%)	16.17%	18.08%	19.26%	20.20%	20.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

## 事件简评

- 在刚刚过去的2018年，版号审批暂停导致整个游戏行业哀鸿遍野，吃鸡游戏和出海成为为数不多的亮点。但除此之外，超休闲游戏在2018年的卓越表现同样引人瞩目，世界范围内，Voodoo、Lion Studio、Ketchap、Playgendary四足鼎立，《欢乐水杯》《恋爱球球》《黑洞大作战》等产品轮番轰炸下载榜，在如此激烈的产品竞争中，Sensor Tower发布的2018年数据显示，Outfit7旗下的《我的汤姆猫》进入了全球手游综合下载榜和Google Play下载榜TOP10。
- 作为全球知名的老牌休闲手游IP，汤姆猫系列在全球积累了亿级粉丝，Outfit7被金科文化收购后，与杭州哲信形成协同效应，在原有的海量粉丝的基础上，进一步在中国和世界范围进行扩张。2018年，《汤姆猫战营》《汤姆猫摩托艇2》《汤姆猫快跑》等新作陆续上线，随着非洲、南美等新兴市场的崛起，汤姆猫系列的影响力和潜力还将得到进一步释放。

## 投资建议

- 重度化浪潮之后，轻度手游和超休闲手游价值开始被进一步发掘，汤姆猫在休闲游戏中的IP影响力首屈一指，产品品质出众，而且新兴市场都以休闲游戏为先行者，因此我们认为未来汤姆猫系列仍有可观的成长空间。
- 基于20倍2019年P/E，维持“买入”评级和15元目标价。这一估值水平略高于A股游戏行业的平均值。
- 风险因素：游戏延期或不达预期风险，海外市场风险，监管风险。

裴培

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

- 2010年7月，Outfit发布首款汤姆猫系列作品《会说话的汤姆猫》，成为手游市场爆发之前为数不多的智能机代表作品之一。此后数年，Outfit7深耕汤姆猫IP，直到今天共推出汤姆猫系列手游十多款，在全球累计下载量超过80亿次，是休闲手游领域当之无愧的头部产品。

**图表 1：汤姆猫系列游戏清单**

产品名称	中国区上线日期	最后更新日期	类型
会说话的汤姆猫	2011年5月	2019年1月	休闲
汤姆猫情书	2012年1月	已下架	休闲
汤姆猫爱安吉拉	2012年6月	已下架	休闲
会说话的汤姆猫2	2012年7月	2018年11月	休闲
我的汤姆猫	2013年11月	2019年1月	休闲
汤姆猫摩托艇	2015年10月	2018年5月	竞速
汤姆猫泡泡射手	2015年12月	2018年5月	消除
汤姆猫跑酷	2016年7月	2019年1月	跑酷
汤姆猫水上乐园	2017年11月	2018年10月	休闲
汤姆猫战营	2018年3月	2018年6月	SLG
汤姆猫摩托艇2	2018年3月	2019年1月	竞速
汤姆猫快跑	2018年4月	2018年12月	跑酷
汤姆猫叠叠糕	2018年6月	2018年9月	休闲
汤姆猫弹弹乐	2018年8月	2018年11月	休闲

来源：App Store，国金证券研究所

- 纵观近几年汤姆猫系列游戏的发展路径，我们很容易发现 Outfit7 的核心战略——专注于汤姆猫这一知名 IP，并通过提高游戏品质，拓展游戏类型来深挖汤姆猫的 IP 价值。早期的汤姆猫游戏几乎是清一色的模拟养成玩法，游戏性不足，变现能力有限。从 2015 年开始，Outfit7 开始尝试消除、竞速、跑酷等热门益智休闲品类，甚至还推出了《汤姆猫战营》这样一款 SLG 产品，被戏称为“汤姆猫版的《部落冲突》”。正是凭借着游戏品质的提高和品类的拓展，Outfit7 才能在移动游戏大潮中屹立不倒且稳步发展。
- 2017 年，金科文化成为 Outfit7 控股股东，2018 年，金科文化完成对 Outfit7 的全资收购。在此之前，金科文化已于 2016 年完成了杭州哲信的收购，后者是一家休闲游戏发行商，可整合长尾 Android 渠道流量，这正好与 Outfit7 形成协同效应，帮助汤姆猫系列游戏提高在国内手游玩家群体中的渗透率。
- 2018 年，国内游戏版号审批暂停，吃鸡、出海和电竞成为最大亮点，但与此同时，超休闲游戏异军突起，国外有 Voodoo、Lion Studio、Ketchap、Playgendary 等厂商，国内有 Supertapx，《恋爱球球》《黑洞大作战》《欢乐水杯》《拥挤城市》等产品引爆全球市场。作为传统休闲游戏厂商，Outfit7 在围追堵截中脱颖而出，Sensor Tower 发布的榜单显示，《我的汤姆猫》位列 2018 年全球手游综合下载榜第十，Google Play 下载榜第八。

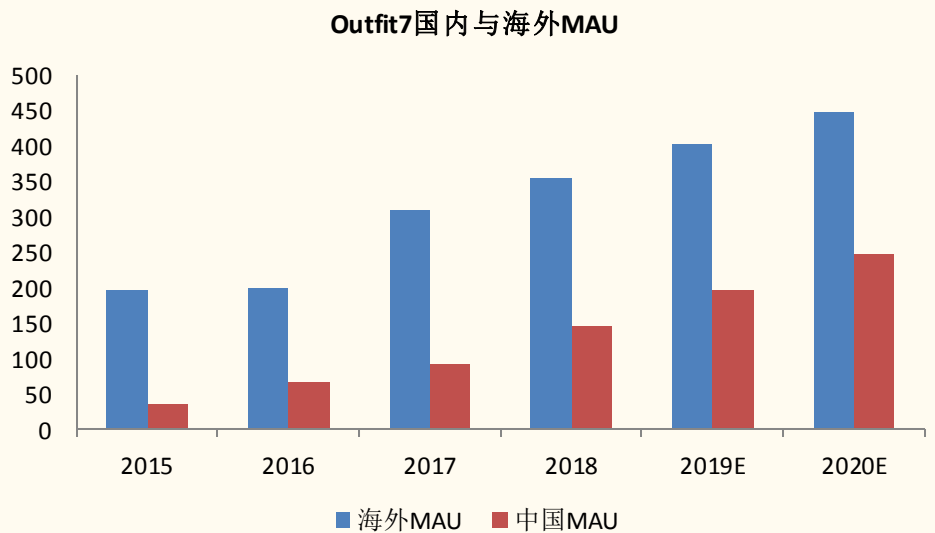
图表 2：2018 年全球热门手游下载榜



来源：SensorTower，国金证券研究所

- 我们认为，未来汤姆猫系列在中国和全球市场还将持续保持增长，原因在于：1、从区域上说，尽管截止目前汤姆猫 IP 在全球游戏市场有较高的渗透率，但非洲、南美、东欧等市场还有极大的增长潜力，而休闲游戏向来是手游市场高速增长的先行者；2、从品类上说，汤姆猫系列产品主打益智休闲，但《汤姆猫战营》代表着中重度尝试，超休闲品类的火爆，又给 Outfit7 提供了新的产品思路。

图表 3：Outfit7 国内与海外 MAU（百万）



来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,129	6,159	7,930	8,675	10,375	12,177
增长率		445.3%	28.8%	9.4%	19.6%	17.4%
主营业务成本	-562	-2,404	-3,381	-3,551	-4,114	-4,776
%销售收入	49.8%	39.0%	42.6%	40.9%	39.7%	39.2%
毛利	567	3,755	4,549	5,124	6,262	7,401
%销售收入	50.2%	61.0%	57.4%	59.1%	60.3%	60.8%
营业税金及附加	-9	-54	-64	-69	-83	-97
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-80	-755	-744	-807	-965	-1,120
%销售收入	7.1%	12.3%	9.4%	9.3%	9.3%	9.2%
管理费用	-109	-1,836	-2,073	-2,221	-2,646	-3,069
%销售收入	9.6%	29.8%	26.1%	25.6%	25.5%	25.2%
息税前利润 (EBIT)	370	1,110	1,668	2,027	2,568	3,114
%销售收入	32.7%	18.0%	21.0%	23.4%	24.7%	25.6%
财务费用	-45	-1	-190	-99	-71	-43
%销售收入	3.9%	0.0%	2.4%	1.1%	0.7%	0.4%
资产减值损失	-23	-100	-137	-19	-4	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	25	192	183	201	222	233
%税前利润	6.6%	14.2%	11.6%	9.3%	8.0%	6.9%
营业利润	328	1,201	1,524	2,111	2,715	3,300
营业利润率	29.0%	19.5%	19.2%	24.3%	26.2%	27.1%
营业外收支	57	155	59	65	72	79
税前利润	385	1,356	1,584	2,176	2,787	3,379
利润率	34.1%	22.0%	20.0%	25.1%	26.9%	27.7%
所得税	-86	-223	-189	-272	-348	-422
所得税率	22.3%	16.4%	11.9%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	299	1,133	1,395	1,904	2,439	2,957
少数股东损益	11	-33	-45	8	14	14
归属于母公司的净利润	288	1,166	1,440	1,896	2,425	2,943
净利率	25.5%	18.9%	18.2%	21.9%	23.4%	24.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	299	1,133	1,460	1,904	2,439	2,957
少数股东损益	11	-33	-45	8	14	14
非现金支出	28	286	344	166	184	222
非经营收益	-9	-185	48	-197	-221	-237
营运资金变动	-126	-100	-1,121	365	336	408
经营活动现金净流	193	1,134	731	2,239	2,738	3,350
资本开支	-2	-156	-188	-181	-321	-302
投资	-531	-8,461	1,800	-12	0	0
其他	23	6	103	201	222	233
投资活动现金净流	-510	-8,611	1,715	9	-100	-70
股权募资	56	6,014	3	0	0	0
债权募资	1,208	1,020	-467	-428	72	64
其他	-341	1,148	-1,023	-94	-343	-359
筹资活动现金净流	923	8,182	-1,488	-522	-272	-295
现金净流量	606	706	958	1,726	2,366	2,985

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,098	2,097	3,236	4,294	5,953	8,200
应收款项	790	2,020	1,818	2,168	2,593	3,043
存货	344	496	1,576	1,557	1,803	2,094
其他流动资产	266	6,595	3,616	3,582	3,671	3,768
流动资产	2,498	11,208	10,246	11,601	14,019	17,105
%总资产	82.4%	68.8%	61.8%	64.2%	67.7%	71.4%
长期投资	416	2,698	3,237	3,249	3,248	3,248
固定资产	8	527	491	657	923	1,128
%总资产	0.3%	3.2%	3.0%	3.6%	4.5%	4.7%
无形资产	58	1,690	2,384	2,314	2,261	2,219
非流动资产	533	5,089	6,339	6,459	6,683	6,858
%总资产	17.6%	31.2%	38.2%	35.8%	32.3%	28.6%
资产总计	3,031	16,297	16,585	18,060	20,702	23,963
短期借款	522	550	1,724	1,298	1,370	1,433
应付款项	564	1,304	1,368	1,336	1,572	1,833
其他流动负债	153	2,369	2,124	2,168	2,324	2,576
流动负债	1,239	4,223	5,215	4,803	5,266	5,842
长期贷款	643	2,033	500	500	500	501
其他长期负债	0	1,589	2,083	2,083	2,086	2,090
负债	1,882	7,845	7,798	7,385	7,852	8,433
普通股股东权益	1,026	7,214	7,964	9,844	12,005	14,672
少数股东权益	123	1,238	823	831	845	859
负债股东权益合计	3,031	16,297	16,585	18,060	20,702	23,963

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.591	0.887	1.095	1.442	1.844	2.238
每股净资产	1.834	5.204	5.745	7.100	8.659	10.583
每股经营现金净流	0.345	0.863	0.556	1.703	2.082	2.548
每股股利	0.040	0.060	0.170	0.180	0.200	0.210
回报率						
净资产收益率	28.12%	16.17%	18.08%	19.26%	20.20%	20.06%
总资产收益率	9.52%	7.16%	8.68%	10.50%	11.71%	12.28%
投入资本收益率	12.42%	8.38%	13.31%	14.18%	15.23%	15.57%
增长率						
主营业务收入增长率	21.99%	445.33%	28.76%	9.40%	19.60%	17.36%
EBIT增长率	23.68%	200.18%	50.30%	21.52%	26.66%	21.28%
净利润增长率	51.66%	304.34%	23.43%	31.72%	27.86%	21.37%
总资产增长率	84.07%	437.74%	1.76%	8.89%	14.63%	15.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	221.7	77.3	81.2	81.2	81.2	81.2
存货周转天数	258.3	63.8	111.8	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	19.5	56.6	65.6	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	2.5	31.2	22.0	22.9	21.5	18.4
偿债能力						
净负债/股东权益	5.85%	5.74%	-11.53%	-23.38%	-31.77%	-40.35%
EBIT利息保障倍数	8.3	904.0	8.8	20.5	36.3	72.0
资产负债率	62.10%	48.13%	47.02%	40.89%	37.93%	35.19%

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	1	2	2	5	8
增持	0	0	0	1	3
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.43	1.42

来源：贝格数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-05-03	买入	11.03	15.00~16.10

来源：国金证券研究所



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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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