金科文化（300459）

公司研究/动态报告

以“汤姆猫”为核心驱动，打造全栖 IP 运营商

--金科文化公司研究报告

动态研究报告/传媒　　2019 年 08 月 12 日

报告摘要

- **聚焦顶级IP“汤姆猫”，打造全栖生态圈**

公司于2017年年底和2018年3月分两次共计收购海外游戏巨头Outfit7，并引进顶级IP“汤姆猫系列”，以知名IP“会说话的汤姆猫”为核心打造全栖IP运营商。时至2018年末，“会说话的汤姆猫家族“系列亲子互动类移动应用继续保持行业内领先优势，截至2018年全球累计下载量超过95亿次，平均月活跃用户数超过3.5亿次，用户保持持续活跃。

- **暑期档来临，助力三季度业绩边际向好**

公司核心休闲游戏对标人群为学龄儿童及青少年，三季度暑期档来临将推动休闲类游戏平均使用时常及付费率出现年内高点。暑期档来临，8月份新游戏上线，预计《汤姆猫飞车》、《汤姆猫乱斗小队》等新游戏助力2019H2业绩增长。2015至2018连续三年间休闲游戏安卓端平均使用时长均在暑期档出现年内高点。2018年，受版号限制，但游戏付费率仍在暑期档出现反弹，平均付费率达到2.65%。

- **依傍一带一路，IP海外导入、全球输出**

收购一带一路国家顶级流量平台，助力文化交互引导建设“网上丝绸之路”通向全世界。Outfit7创始于斯洛文尼亚，创造的“会说话的汤姆猫家族”这一全球知名IP吸引了数十亿用户。其移动应用累计下载量超过60亿次，为全球最大的移动互联网流量平台之一。其月活用户中约70%来自除中国以外的全球市场，这为当前中国产品出口、文化出海，提供了一个很好的通道和载体，以及强大的数据流量支持，将有力助推“一带一路”与“网上丝绸之路”建设。**由此，金科文化更成为少数的“一带一路”的政策受益传媒股，其海外市场的布局或将持续向好。**

- **投资建议**

受宏观经济下行影响，2019Q1公司业绩下滑，且受上游客户广告投放减少以及资本研发投入增加的影响。我们预计2019-2021年公司实现归母净利润10.8/13.1/14.7亿元，EPS为0.30/0.37/0.41元，对应PE为8.3/6.8/6.1，考虑到公司“汤姆猫”IP的影响力与资源生产和衍生能力较强，长期来看依然有较大成长空间，对比可比营销和游戏公司2019E平均为15-20X估值，公司目前估值处于历史低位，我们给予“推荐”评级。

- **风险提示**

游戏政策风险；宏观经济下行风险；广告政策趋紧风险；游戏产品发行延期风险；版号发放监管趋紧风险；海外市场风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,725	3,249	3,713	4,020
增长率（%）	95.2%	19.2%	14.3%	8.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	842	1,078	1,314	1,467
增长率（%）	113.8%	28.0%	21.9%	11.7%
每股收益（元）	0.24	0.30	0.37	0.41
PE（现价）	30.93	8.29	6.80	6.09
PB	3.86	1.03	0.89	0.77

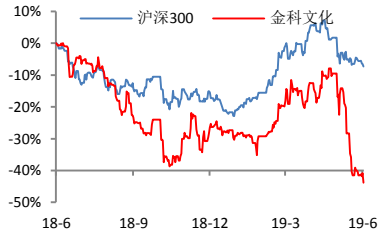
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

当前价格：　2.30 元

交易数据	2019-8-9
近 12 个月最高/最低（元）	9.31/2.52
总股本（百万股）	3,544
流通股本（百万股）	2,269
流通股比例（%）	64.02
总市值（亿元）	81.5
流通市值（亿元）	52.2

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号：　S0100519030001

电话：　010-85127513

邮箱：　liuxin@mszq.com

相关研究

目录

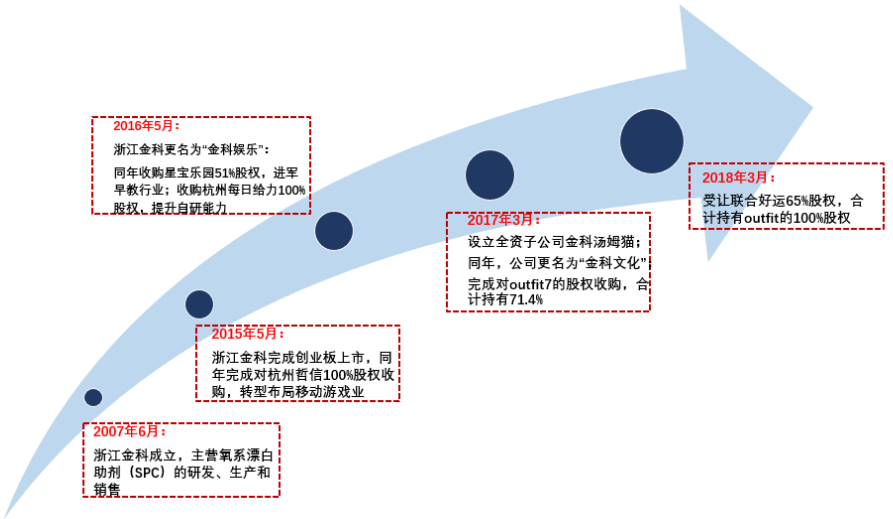
一、内部协同整合，以“汤姆猫”为核，打造全栖 IP 运营商 3
1.1 审时度势华丽转型，深耕互联网文娱产业 3
1.2 聚焦顶级 IP“汤姆猫”，打造全栖生态圈 3
二、暑期档来临，助力三季度业绩边际向好 6
三、依傍一带一路，IP 文化海外导入、全球输出 7
四、财务分析：OUTFIT 并表移动互联网业务贡献主要利润 9
4.1 OUTFIT 并表驱动业绩骤增，移动互联网业务毛利率持续提升 9
4.2 化工业务稳固增长，龙头优势稳固 11
五、风险提示 11
六、投资建议 12

一、内部协同整合，以“汤姆猫”为核，打造全栖 IP 运营商

1.1 审时度势华丽转型，深耕互联网文娱产业

公司成立于 2007 年，原主业为氧系漂白助剂（SPC）的研发、生产和销售，2015 年在创业板上市，同年起连续发起多次收购布局互联网产业，现转型为以知名 IP“会说话的汤姆猫”为核心的全栖运营商，是一家线上与线下、娱乐与教育、衍生品与授权、乐园与专卖店协同发展的互联网生态型企业，深耕游戏、智能广告、互联网教育、影视动漫等多个领域。

图 1：公司主要发展历程概览



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 聚焦顶级 IP“汤姆猫”，打造全栖生态圈

公司并购拥有 IP“汤姆猫”系列的海外游戏巨头 Outfit7，聚焦汤姆猫系列 IP 对游戏产品持续更新迭代，下载量排行经久不衰，玩法类型不断革新。公司 IP 具有较强活力，全球 MAU 保持在 3.5 亿水平。

公司于 2017 年年底和 2018 年 3 月分两次共计收购海外游戏巨头 Outfit7，并引进顶级 IP“汤姆猫系列”。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；《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。

自 2011 年《会说话的汤姆猫》在中国区上线至今，“汤姆猫”系列不断更新迭代，玩法上也从起初的的互动、模仿，发展至如《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，在 2018 年上线的《汤姆猫战营》进军 SLG 类型游戏，并闯入 IOS 免费榜前

40 名，同年 4 月“汤姆猫系列”国内总 MAU 超过 1.2 亿。

图 2：2018 中国 IOS 和安卓手机游戏 MAU 排名

1	《开心消消乐》	乐元素
2	《王者荣耀》	腾讯
3	《绝地求生：刺激战场》	腾讯
4	《欢乐斗地主》	腾讯
5	《迷你世界》	迷你玩科技
6	《糖果萌萌消》	MicroFunPlus
7	《QQ 麻将》	腾讯
8	《穿越火线》	腾讯
9	《贪吃蛇大作战》	微派
10	《汤姆猫跑酷》	Outfit7

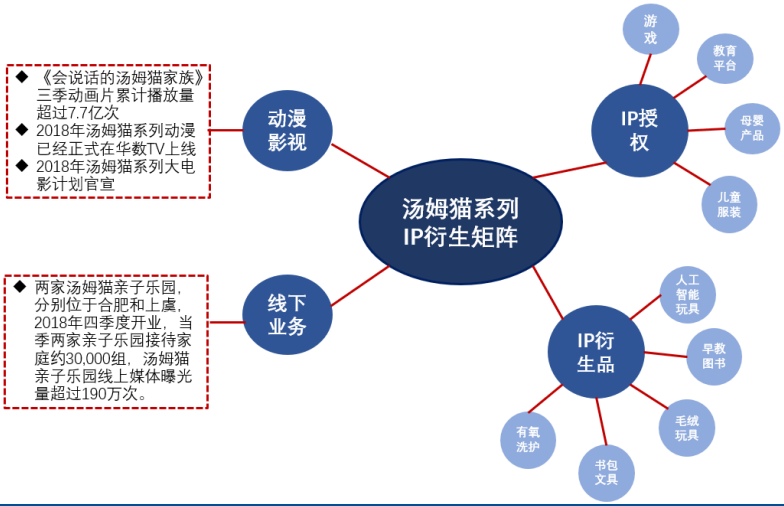
资料来源：GPC＆CNG，民生证券研究院

图 3：从《会说话的汤姆猫》（左）到《汤姆猫战营》（右）

资料来源：《会说话的汤姆猫》、《汤姆猫战营》，民生证券研究院

“汤姆猫”IP 衍生品不断，影视动漫、线下乐园、文娱玩具等衍生品矩阵持续完善，构建全栖生态圈。2018 年，公司“会说话的汤姆猫家族“系列动画片、短片、迷你剧等动漫影视作品，在全网保持较高的播放量，截至 2018 年末，已累计播放超过 280 亿次；线下业务钟，公司在运营的两家汤姆猫亲子乐园，分别位于合肥和上虞，自 2018 年第四季度开业至本报告期末，两家亲子乐园接待家庭约 30,000 组，汤姆猫亲子乐园线上媒体曝光量超过 190 万次；IP 授权方面，“会说话的汤姆猫家族“与游戏《我的世界》《编程猫》以及童装服饰等多领域达成合作；IP 衍生品开发方面，人工智能玩具“汤姆猫寻迹小车”发布，早教益智类(包括汤姆猫儿童绘本、汤姆猫 AR 学英语、幼小衔接描红书、智能学习机等)毛绒玩具、书包文具、有氧洗护系列、创意周边等均有涉及。

图 4：汤姆猫系列 IP 衍生矩阵



资料来源：公司公告，民生证券研究院

时

至 2018 年末，“会说话的汤姆猫家族“系列亲子互动类移动应用继续保持行业内领先优势，截至 2018 年全球累计下载量超过 95 亿次，平均月活跃用户数超过 3.5 亿次，用户保持持续活跃。根据数据统计机构 AppAnnie 出具的 2018 年度全球手游指数报告，公司海外子公司 Outfit7 发行的《汤姆猫跑酷》位列综合活跃度国内第十名。

表 1：中国 IOS-TOP100 中汤姆猫系列游戏

游戏名称	类别	IOS 游戏免费榜单	开发商	发布日期
汤姆猫炫跑-超级英雄来袭	休闲游戏	43	Outfit7 Limited	2019/4/4
我的汤姆猫 2	RPG	46	Outfit7 Limited	2018/9/29
汤姆猫跑酷	休闲游戏	78	Outfit7 Limited	2016/5/13

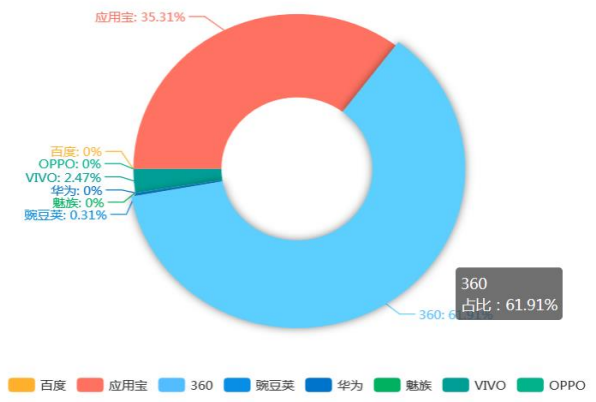
数据来源：七麦数据、民生证券研究院

表 2：中国安卓应用宝-TOP100 中汤姆猫系列游戏

游戏名称	类别	应用宝游戏总榜	上线日期	总下载量
会说话的汤姆猫 2	休闲游戏	39	2012	1.13 亿
我的汤姆猫	休闲游戏	58	2016	2.49 亿
我的安吉拉	休闲游戏	53	2016	1.88 亿
汤姆猫跑酷	休闲游戏	64	2016	0.44 亿

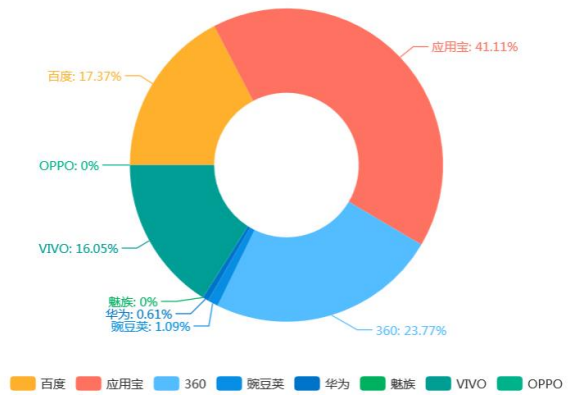
数据来源：七麦数据、民生证券研究院

图 5：会说话的汤姆猫 2 累计下载渠道分布



资料来源：七麦数据、民生证券研究院

图 6：我的汤姆猫累计下载渠道分布

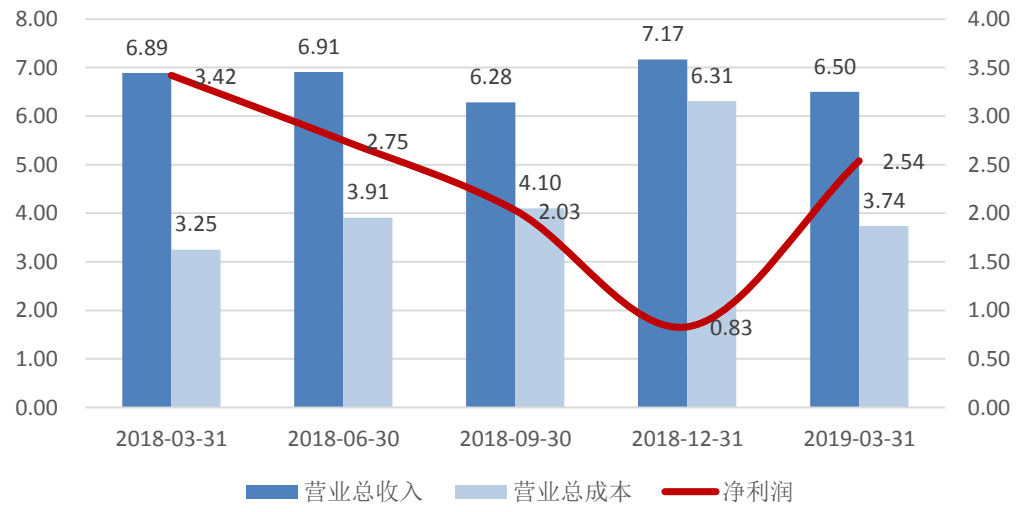


资料来源：七麦数据、民生证券研究院

未来公司将以“汤姆猫”系列为点，打造在内容和营销、线上和线下、虚拟和实物、娱乐和教育等方面交织而成的 IP 生态系统。通过授权优质商户，开发各类“会说话的汤姆猫“系列衍生品，定位在年轻用户和儿童用户两条产品方向，持续扩大衍生品 SKU;在天猫、淘宝等电子商务平台，搭建“会说话的汤姆猫“超级旗舰店，与阿里巴巴合作进行策划、品宣、导流，打通电子商务销售变现的通道；用 3-5 年的时间，让汤姆猫衍生品专卖店遍布国内外主要城市，衍生品遍布各个国家地区的电子商务渠道，形成强势的“汤姆猫亲子生活品牌”,以“中国品牌”接棒“中国制造”,以“Brand from China”代替“Made in China”,走出中国，

走向全球。

图 7：2018 年完成并表以来公司业绩表现



资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、暑期档来临，助力三季度业绩边际向好

公司核心 IP“汤姆猫”系列现已扩展至以休闲游戏为主的全栖游戏类型。其中休闲游戏对标人群为学龄儿童及青少年，三季度暑期档来临将推动休闲类游戏平均使用时常及付费率出现年内高点。

2015 年至 2018 连续三年间移动休闲游戏安卓端平均使用时长均在暑期档及春节档出现年内高高点。同时，在游戏行业的凛冬之年，也即 2018 年，各大研运商受游戏版号限制，造成产品堆积，致使移动休闲游戏付费率整体下滑，但仍在暑期档出现反弹，平均付费率达到 2.65%。

图 8：移动休闲游戏平均使用时常：Android 平台（小时）

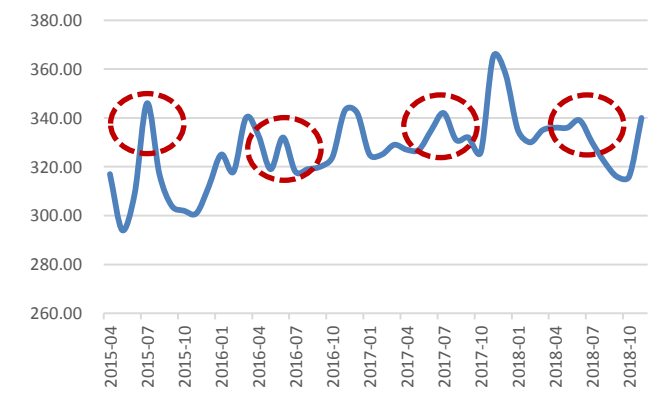
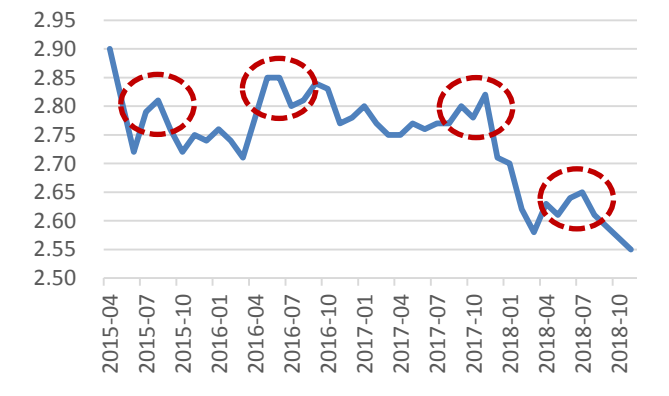


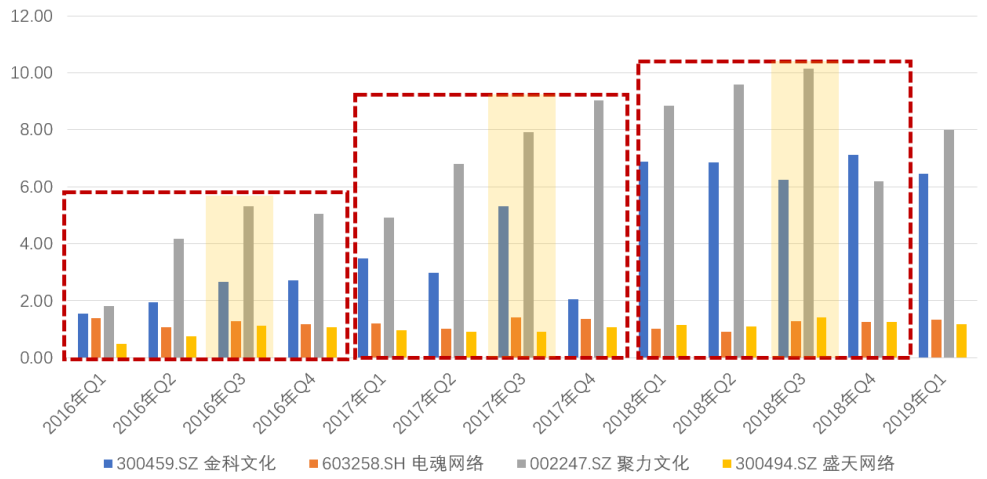
图 9：移动休闲游戏付费率：Android 平台（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院　　资料来源：公司公告，民生证券研究院

对比同行业可比公司，盛天网络、电魂网络、聚力文化等，其暑期档游戏活跃度提升带来的效益显著体现在三季度业绩之上。结合今年版号发放恢复，金科文化已获得《汤姆猫飞车》游戏版号，预计暑期档上线，我们有理由推断三季度或迎业绩迸发期。

图 10：2016-2019 年同行业可比公司单季度营收对比情况（亿元）



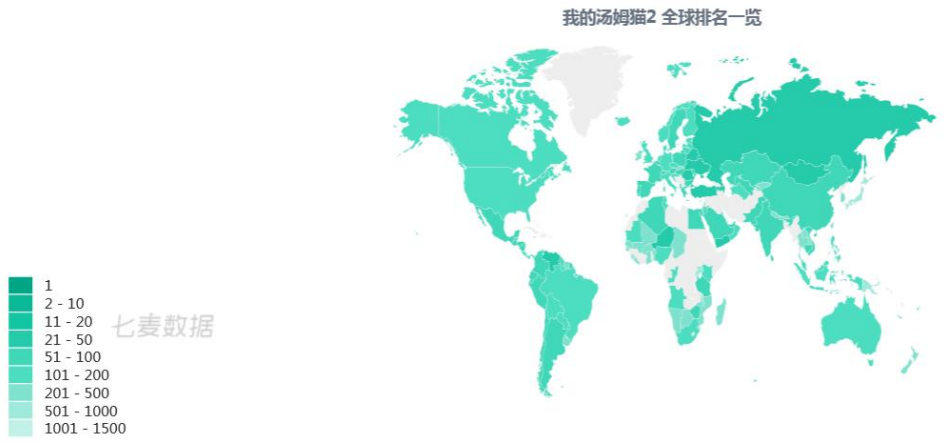
资料来源：公司公告、WIND、民生证券研究院

三、依傍一带一路，IP 文化海外导入、全球输出

收购一带一路国家顶级流量平台，助力文化交互引导建设“网上丝绸之路”通向全世界。

子公司 Outfit7 是一家创始于斯洛文尼亚，集大数据广告分发与互联网儿童早期教育于一体的全球著名移动互联网高科技企业，创造的“会说话的汤姆猫家族”这一全球知名 IP 吸引了数十亿用户。其移动应用累计下载量超过 60 亿次，为全球最大的移动互联网流量平台之一。其月活用户中约 70%来自除中国以外的全球市场，这为当前中国产品出口、文化出海，提供了一个很好的通道和载体，以及强大的数据流量支持，将有力助推“一带一路”与“网上丝绸之路”建设。由此，金科文化更成为少数的“一带一路”的政策收益传媒股，其海外市场的布局或将持续向好。

图 11：《我的汤姆猫 2》App store 畅销榜全球排名一览



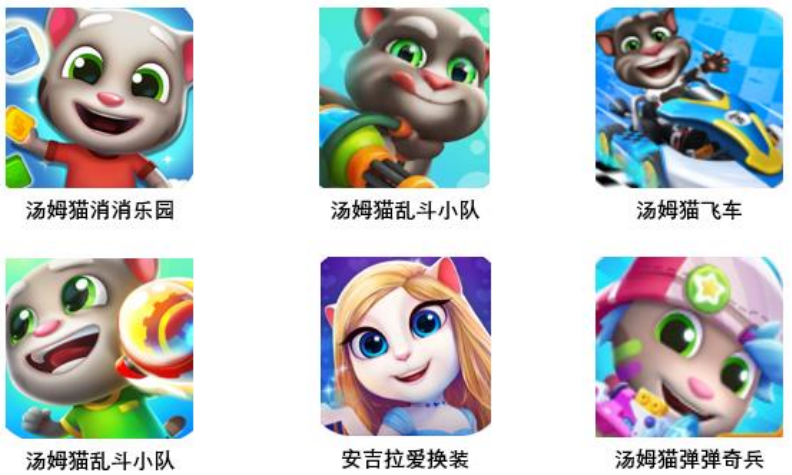
资料来源：七麦数据、民生证券研究院

图 12:《我的汤姆猫 2》App store 全球下载量历史最高排名

	所有类别	游戏	Role Playing (Games)	Simulation (Games)
国家/地区的# — 排名达1	5	20	134	112
国家/地区的# — 排名达5	30	89	152	150
国家/地区的# — 排名达10	45	125	152	153
国家/地区的# — 排名达100	145	154	155	155
国家/地区的# — 排名达500	154	155	155	155
国家/地区的# — 排名达1000	155	155	155	155

资料来源：七麦数据、民生证券研究院

图 13：预计 2019 年上线的汤姆猫 IP 游戏矩阵



资料来源：民生证券研究院整理

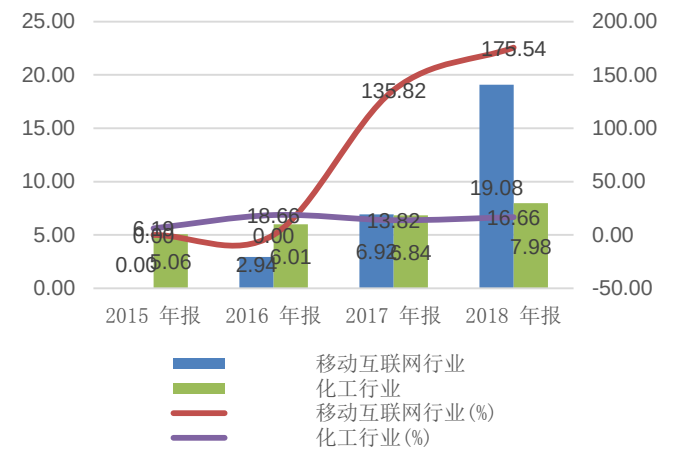
四、财务分析：Outfit 并表移动互联网业务贡献主要利润

4.1 Outfit 并表驱动业绩骤增，移动互联网业务毛利率持续提升

Outfit 并表驱动业绩骤增，2018 年归母净利润同比增长 113.8%，移动互联网业务毛利率持续提升，2018 年达到 86.6%，成为主要业绩驱动业务。

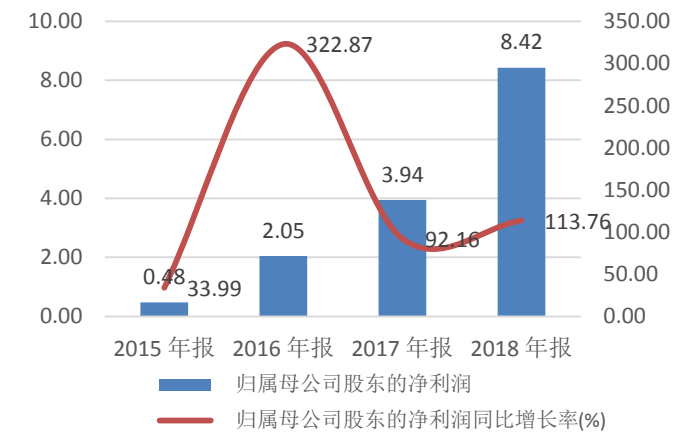
2018 年公司实现总营收 27.25 亿元，同比增长 95.17%，其中移动互联网收入同比增长 175.54%，传统化工业务同比增长 16.66%；毛利润 19.31 亿元，其中移动互联网和化工业务分别占 85.26%和 14.74，归母净利润 8.42 亿元，同比增长 113.7%。**同时在现金流端也得以改善，2018 年现金流净额达 8 亿元，以上盈利骤增主要系报告期完成 Outfit 7 并购的带动，**其中第三季度为暑假是公司游戏产品的盈利高峰期，因此四季度环比有所下滑复合预期；同时，并购贷款利息费用对公司净利润有一定影响。此次 Outfit 的并购项目给公司带来新增贷款约 30 亿元，公司 2018 年新增有息负债约 34 亿元，该部分债务所产生的利息费用一定程度上减少了公司的净利润水平。

图 14：2015-2018 年移动互联网和化工业务营收及增速（亿元；%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 15：2015-2018 年公司归母净利润及其增速（亿元；%）

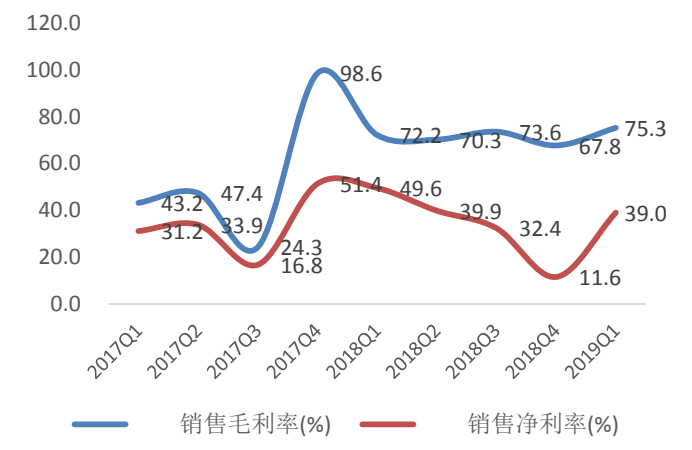


资料来源：公司公告，民生证券研究院

并表之后公司毛利率保持较高水平，波动范围在 65-75%，主要原因是公司的商业模式以构建流量平台为主，通过高下载量游戏获取流量后，以自身游戏平台为媒介进行广告输出，收取的广告费，自有流量平台属性决定了互联网高毛利率的特性，我们认为公司游戏平台的媒介属性的竞争力将一直保持，高毛利率优势贡献较为稳定的业绩。

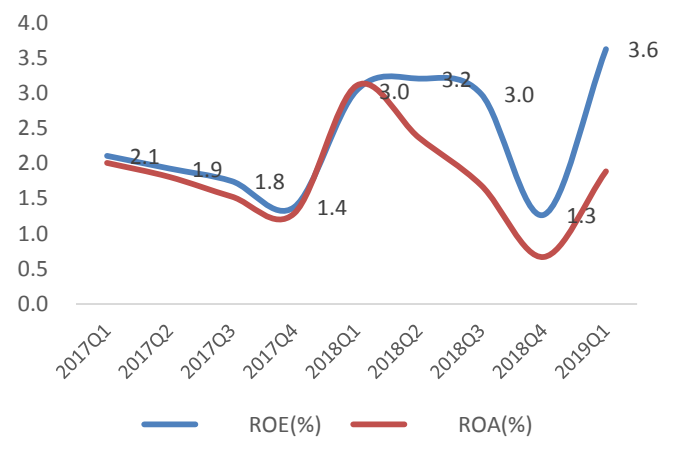
公司费用率管控较好，管理费用率从 2018 年末的 13.4%下降至 2019Q1 的 9.2%，销售费用率保持稳定，约为 6.0%左右，成本费用端的管控使得公司净利率有所提升，2019Q1 位 39.0%。

图 16：2017Q1-2019Q1 金科文化毛利率与净利率变化趋势



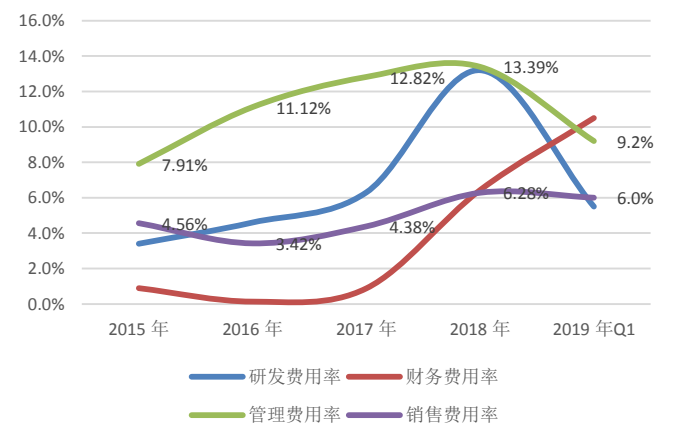
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 17：2017Q1-2019Q1 金科文化 ROE 与 ROA 变化趋势



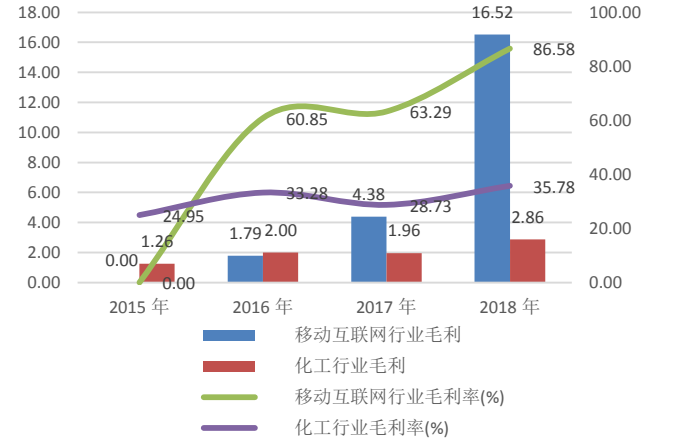
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 18：2015-2019 年 Q1 公司财务费用三费及研发费用概况（亿元；%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

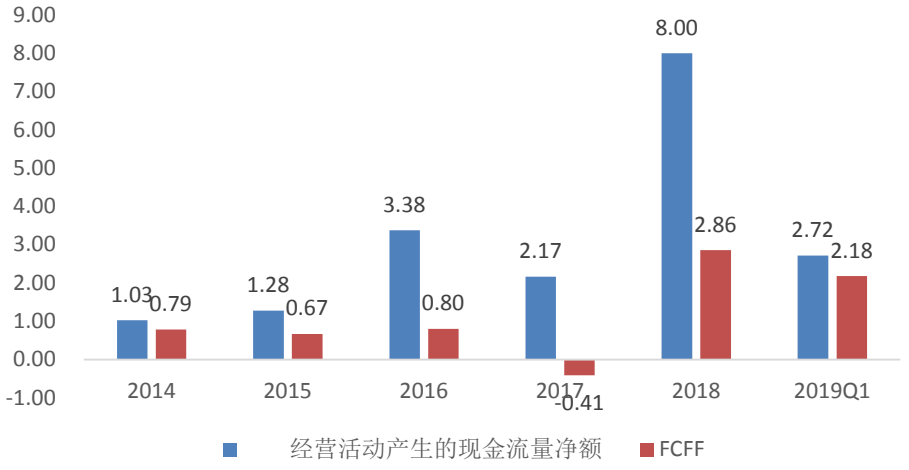
图 19：2015-2018 年公司各业务毛利及毛利率（亿元；%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2018-2019Q1 移动互联网业务的增长使得现金流情况逐渐改善，2019Q1 自由现金流约为 2.18 亿元，2019 年 Q1 实现营收 6.50 亿元，同比下降 5.7%；归母净利润 2.54 亿元，同比下降 13.73%，主要系宏观经济下行，上游客户广告投放减少以及资本研发投入较去年同期显著提升所致。

图 20：2015-2019 年 Q1 公司自由现金流和经营性现金流净额概况（亿元）

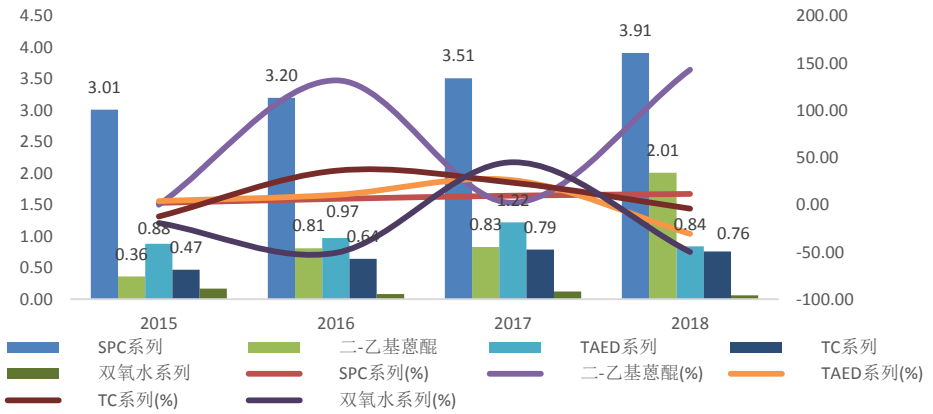


资料来源：公司公告、WIND、民生证券研究院

4.2 化工业务稳固增长，龙头优势稳固

2019 年公司主要化工产品 SPC 出口市场份额保持全国出口总量的 70%以上，同时新产品二-乙基蒽醌销售额快速增长 142.97%至 2.01 亿元，成为公司第二大支柱化工产品。同时，公司在原有欧美、日韩、澳洲、中东等发达国际及地区之外，持续开拓包括中国内地、印度、伊朗在内的新兴市场，取得较大突破，后续将持续加强对研发项目的支持力度，截至 2018 年，公司已获得数十项国家专利，多次获得浙江省科学技术奖，工艺技术水平处于国内领先地位，部分核心技术已达到国际先进水平。

图 21：公司化工业务各品类营业收入及增速（亿元；%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

五、风险提示

游戏政策风险；宏观经济下行风险；广告政策趋紧风险；游戏产品发行延期风险；版号发放监管趋紧风险；海外市场风险。

六、投资建议

受宏观经济下行影响，中国互联网公司广告业务收入均面临增速下滑的压力，2019Q1 公司营收 6.50 亿元，同比下降 5.7%；归母净利润 2.54 亿元，同比下降 13.73%，主要系宏观经济下行，上游客户广告投放减少以及资本研发投入较去年同期显著提升所致。我们预计 2019-2021 年公司实现归母净利润 10.8/13.1/14.7 亿元，EPS 为 0.30/0.37/0.41 元，对应 PE 为 8.3/6.8/6.1，考虑到公司“汤姆猫”IP 的影响力与资源生产和衍生能力较强，游戏产品矩阵丰富，暑期档新游戏上线助力 2019H2 业绩增长，长期来看业绩依然有较大成长空间，我们给予“推荐”评级。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,725	3,249	3,713	4,020
营业成本	794	950	1,180	1,280
营业税金及附加	17	26	29	31
销售费用	171	227	260	265
管理费用	365	504	557	595
研发费用	173	227	267	289
EBIT	1,206	1,315	1,420	1,559
财务费用	140	330	190	147
资产减值损失	97	18	11	7
投资收益	-9	247	268	255
营业利润	969	1,222	1,497	1,670
营业外收支	-0	4	4	4
利润总额	969	1,226	1,501	1,674
所得税	66	83	101	113
净利润	904	1,144	1,399	1,561
归属于母公司净利润	842	1,078	1,314	1,467
EBITDA	1,416	1,718	1,927	2,212

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,466	2,062	2,544	3,164
应收账款及票据	1,129	1,046	1,193	1,292
预付款项	40	54	64	70
存货	103	97	124	133
其他流动资产	104	1	108	67
流动资产合计	3,841	3,259	4,033	4,726
长期股权投资	728	728	728	728
固定资产	658	822	969	1,090
无形资产	650	881	1,117	1,203
非流动资产合计	8,999	9,873	10,938	11,959
资产合计	12,840	13,132	14,971	16,685
短期借款	1,651	0	0	0
应付账款及票据	188	203	256	276
其他流动负债	1,411	1,354	1,676	1,744
流动负债合计	3,250	1,558	1,931	2,020
长期借款	2,775	2,775	2,775	2,775
其他长期负债	46	46	46	46
非流动负债合计	2,821	2,821	2,821	2,821
负债合计	6,071	4,379	4,752	4,841
股本	1,971	1,971	1,971	1,971
少数股东权益	25	91	177	271
股东权益合计	6,769	8,754	10,218	11,844
负债和股东权益合计	12840	13132	14971	16685

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	95.2%	19.2%	14.3%	8.3%
EBIT 增长率	218.0%	9.0%	8.0%	9.8%
净利润增长率	113.8%	28.0%	21.9%	11.7%
盈利能力				
毛利率	70.9%	70.8%	68.2%	68.2%
净利润率	33.2%	35.2%	37.7%	38.8%
总资产收益率 ROA	6.6%	8.2%	8.8%	8.8%
净资产收益率 ROE	12.5%	12.4%	13.1%	12.7%
偿债能力				
流动比率	1.18	2.09	2.09	2.34
速动比率	1.14	2.00	1.99	2.24
现金比率	0.76	1.32	1.32	1.57
资产负债率	47.3%	33.3%	31.7%	29.0%
经营效率				
应收账款周转天数	116.80	117.48	117.25	117.33
存货周转天数	40.32	37.38	38.36	38.03
总资产周转率	0.23	0.25	0.26	0.25
每股指标（元）				
每股收益	0.24	0.30	0.37	0.41
每股净资产	1.90	2.44	2.83	3.27
每股经营现金流	0.23	0.52	0.58	0.65
每股股利	0.00	0.02	0.02	0.02
估值分析				
PE	30.93	8.29	6.80	6.09
PB	3.86	1.03	0.89	0.77
EV/EBITDA	11.92	3.55	2.92	2.26
股息收益率	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%

现金流量表（百万元）	2018E	2019E	2020E	2021E
净利润	904	1,144	1,399	1,561
折旧和摊销	210	404	507	653
营运资金变动	-537	117	71	7
经营活动现金流	800	1,848	2,050	2,302
资本开支	-514	-723	-867	-819
投资	-155	-550	-700	-850
投资活动现金流	-723	-1,026	-1,299	-1,414
股权募资	4	0	0	0
债务募资	1,420	-1,651	0	0
筹资活动现金流	-179	-1,225	-268	-268
现金净流量	-103	-404	482	620

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：公司主要发展历程概览 3
图 2：2018 中国 IOS 和安卓手机游戏 MAU 排名 4
图 3：从《会说话的汤姆猫》（左）到《汤姆猫战营》（右） 4
图 4：汤姆猫系列 IP 衍生矩阵 4
表 1：中国 IOS-TOP100 中汤姆猫系列游戏 5
表 2：中国安卓应用宝-TOP100 中汤姆猫系列游戏 5
图 5：会说话的汤姆猫 2 累计下载渠道分布 5
图 6：我的汤姆猫累计下载渠道分布 5
图 7：2018 年完成并表以来公司业绩表现 6
图 8：移动休闲游戏平均使用时常：Android 平台（小时） 6
图 9：移动休闲游戏付费率：Android 平台（%） 6
图 10：2016-2019 年同行业可比公司单季度营收对比情况（亿元） 7
图 11：《我的汤姆猫 2》App store 畅销榜全球排名一览 7
图 12：《我的汤姆猫 2》App store 全球下载量历史最高排名 8
图 13：预计 2019 年上线的汤姆猫 IP 游戏矩阵 8
图 14：2015-2018 年移动互联网和化工业务营收及增速（亿元；%） 9
图 15：2015-2018 年公司归母净利润及其增速（亿元；%） 9
图 16：2017Q1-2019Q1 金科文化毛利率与净利率变化趋势 10
图 17：2017Q1-2019Q1 金科文化 ROE 与 ROA 变化趋势 10
图 18：2015-2019 年 Q1 公司财务费用三费及研发费用概况（亿元；%） 10
图 19：2015-2018 年公司各业务毛利及毛利率（亿元；%） 10
图 20：2015-2019 年 Q1 公司自由现金流和经营性现金流净额概况（亿元） 10
图 21：公司化工业务各品类营业收入及增速（亿元；%） 11

表格目录

表 1：中国 IOS-TOP100 中汤姆猫系列游戏 5
表 2：中国安卓应用宝-TOP100 中汤姆猫系列游戏 5

分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。