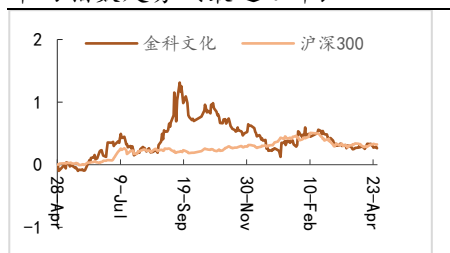


评级： 买入

李甜露  
首席分析师  
SAC 执证编号：S0110516090001  
litianlu@sczq.com.cn  
电话：86-10-5651 1814

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

#### 公司基本数据

最新收盘价 (元)	3.19
一年内最高/最低价 (元)	6.48/2.13
市盈率 (当前)	-4.01
市净率 (当前)	2.59
总股本 (亿股)	35.16
总市值 (亿元)	112.15

资料来源：聚源数据

#### 相关研究

#### 核心观点

- **事件：**4月28日，公司披露2020年年报，去年公司营业总收入18.07亿元，同比去年下跌6.99%，净利润为7.53亿元，同比去年126.8%，基本EPS为0.21元，平均ROE为23.7%。同日2021年一季报披露，营业总收入4.95亿元，同比去年增长5.5%，净利润为2.28亿元，同比去年4.62%，基本EPS为0.06元，平均ROE为8.0%。

- **点评：**

**核心 IP 创造长线流量规模，高效广告运营收获利润基本盘：**广告业务保证了公司利润的基本盘：2020年，公司广告业务收入13.83亿元，同比增长11.68%，营收占比76.53%，毛利率82.83%。子公司Outfit7创造和开发了全球知名亲子类IP“会说话的汤姆猫家族”。该IP所衍生的以养成类、跑酷为主的休闲游戏在全球拥有广泛的用户基础。截至去年年末，公司“会说话的汤姆猫家族”IP系列移动应用全球累计下载量已超过150亿次，全球MAU高达4.1亿次。据AppAnnie统计，2020年公司位列iOS及Google Play游戏综合下载榜全球第四位。由于游戏品种和用户年龄结构限制，通过上述应用产品的内置广告获取收入是公司目前第一大收入来源。在实际开展移动广告业务过程中，公司自建了广告控制平台Mediation，对Google、Facebook、Twitter、AppLovin、Smaato、穿山甲广告联盟等全球知名广告服务商的广告需求进行动态的流量调节，通过该控制平台以及大数据分析技术，公司可优化动态地选择推送和展示费率较高的营销广告，并对不同产品用户推送的广告内容进行筛选，以最大化保证公司应用产品中广告的填充效率和广告变现效率。

**养成品类新游拉动用户增长，积极探索开拓休闲品种：**2020年，公司游戏发行收入2.34亿元，同比增长13.74%，营收占比12.93%。公司继续围绕“会说话的汤姆猫家族”IP研发并上线了多款不同品类的精品，其中包括电子宠物养成类游戏《汤姆猫总动员》、IP首款弹射对战手游《汤姆猫大冒险》以及IP首款赛车竞技类手游《汤姆猫飞车》。《汤姆猫总动员》在原有养成玩法的基础上引入了多角色互动结合类沙盒的玩法，成为拉动公司整体活跃用户数量持续增长的主力游戏之一。据AppAnnie，该游戏以上线半年的优异表现位列2020年全球热门下载游戏榜第八位。公司每日给力团队推出的休闲小游戏《一波超人》《光头探长2》等产品陆续上线抖音、快手平台，上线后运营情况良好，其中《一波超人》上线抖音小游戏后登上该平台游戏榜首。同时，公司国内团队对《汤姆猫荒野派对》《汤姆猫泡泡团》《弹弹奇兵》《热血街头足球》等移动应用产品先后开展了多轮测试，将根据研发进度及版本号获取情况陆续上线相关产品。截至2021年1月，《弹弹奇兵》已在国内安卓渠道上线，上线首月即取得良好的市场表现。

**全球化运营亲子衍生生态，动漫影视作品持续热播：**公司基于“会说话的汤姆猫家族”IP 已推出系列动画片、短片及迷你剧等动漫影视作品，通过 YouTube、Netflix 等全球主流平台在全球 200 多个国家和地区播放，深受全球用户的喜爱。截至 2020 年，公司“会说话的汤姆猫家族”IP 系列动画作品已被翻译成 32 种语言，全球累计播放量已超过 720 亿次。2020 年，IP 系列动画作品在 YouTube 上的新增观看量突破 129 亿次，同比增长 114%，且拥有三个千万订阅量级别的 YouTube 官方号，全年获取收入 4106.51 万元。

**稳步推进线下轻资产 IP 衍生业务，新增多家亲子乐园：**公司积极布局线下室内亲子主题乐园、主题商业综合体、IP 主题酒店等新商业服务业务，以及 IP 衍生品与授权业务等场景与业态，稳步推进“建设汤姆猫全栖 IP 生态，打造汤姆猫亲子生活品牌”的战略发展规划。2020 年，公司先后与国内多家城市合伙人达成合作，陆续在浙江宁波、广东佛山、山东日照、杭州富阳、宁波慈溪等地新增开业了多家 IP 亲子主题乐园合伙人店，依托 IP 巨大的影响力与亲子乐园良好的口碑效应，各地 IP 亲子主题乐园合伙人店开业后运营情况良好，多家门店上榜大众点评网当地亲子乐园热门榜单前列。此外，公司携手其他企业打造的首个集室内外乐园、酒店、娱乐、餐饮、购物以及特色文化体验于一体的超大型汤姆猫主题乐园项目未来将落地于广东省佛山市粤港澳大湾区腹地。由于疫情影响，2020 年公司新商业服务业务收入同比减少 47%。

我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 20.3/22.3/25.1 亿元，同比增幅 12.6%/9.8%/12.5%，归母净利润 8.3/9.8/11.3 亿元，同比增幅 10.6%/17.3%/15.7%，对应 EPS 为 0.2/0.3/0.3 元，PE 为 13.5x/11.5x/15.7x。给与“买入”建议。

**风险提示：**新游推进不及预期；海外分部疫情控制不及预期；海外市场拓展不及预期；线下业务拓展不及预期；商誉减值风险

#### 盈利预测

	2020A	2021E	2022E	2022E
营收(亿元)	18.1	20.3	22.3	25.1
增速(%)	-1.3	12.6	9.8	12.5
归母净利润(亿元)	7.5	8.3	9.8	11.3
增速(%)	-126.7	10.6	17.3	15.7
EPS(元/股)	0.2	0.2	0.3	0.3
PE	14.9	13.5	11.5	9.9

资料来源：Wind，首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2022E		2020A	2021E	2022E	2022E
流动资产	989.2	1519.7	2979.1	4560.2	经营活动现金流	1075.8	1350.0	1381.8	1486.3
现金	712.3	1230.0	2661.9	4204.1	净利润	752.9	832.9	977.0	1129.9
应收账款	216.7	223.4	245.3	275.8	折旧摊销	129.5	411.6	370.7	334.0
其它应收款	21.2	23.8	26.2	29.4	财务费用	176.9	144.3	114.2	102.3
预付账款	10.4	13.4	14.2	15.5	投资损失	-93.3	-42.3	-51.2	-45.3
存货	4.6	1.9	1.9	2.0	营运资金变动	110.0	10.1	-22.4	-29.1
其他	24.0	27.0	29.6	33.3	其它	1.2	-5.0	-4.8	-3.6
非流动资产	5647.5	5225.0	4747.9	4307.6	投资活动现金流	-206.4	54.2	164.2	158.3
长期投资	851.8	851.8	851.8	851.8	资本支出	-172.5	12.4	113.5	113.5
固定资产	279.6	263.2	151.4	39.5	长期投资	45.6	0.0	0.0	0.0
无形资产	4086.3	3682.7	3319.4	2992.5	其他	-79.5	41.8	50.7	44.8
其他	48.3	48.3	48.3	48.3	筹资活动现金流	-1094.1	-886.5	-114.2	-102.3
资产总计	6636.7	6744.7	7727.0	8867.8	短期借款	739.8	500.0	500.0	500.0
流动负债	2224.2	1500.8	1507.9	1520.7	长期借款	-630.7	-502.4	0.0	0.0
短期借款	739.8	500.0	500.0	500.0	其他	-1606.1	0.0	0.0	0.0
应付账款	62.9	78.6	81.8	85.3	现金净增加额	-224.6	517.7	1431.8	1542.3
其他	-18.8	-24.3	-25.8	-28.1					
非流动负债	1664.3	1664.3	1664.3	1664.3	<b>主要财务比率</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	1663.2	1663.2	1663.2	1663.2	成长能力				
其他	1.1	1.1	1.1	1.1	营业收入	-1.3%	12.6%	9.8%	12.5%
负债合计	3888.5	3165.1	3172.2	3185.0	营业利润	-128.4%	9.3%	17.4%	15.8%
少数股东权益	1.4	-0.1	-1.8	-3.8	归属母公司净利润	-126.7%	10.6%	17.3%	15.7%
归属母公司股东权益	2746.8	3579.7	4556.7	5686.6	获利能力				
负债和股东权益	6636.7	6744.7	7727.0	8867.8	毛利率	77.9%	74.7%	75.5%	76.3%
					净利率	41.7%	40.9%	43.8%	45.0%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2022E</b>	ROE	27.4%	23.3%	21.4%	19.9%
营业收入	1807.2	2034.4	2233.0	2511.3	ROIC	15.5%	16.9%	16.2%	15.7%
营业成本	398.9	514.3	547.1	594.6	偿债能力				
营业税金及附加	8.3	9.3	10.3	11.5	资产负债率	58.6%	46.9%	41.1%	35.9%
营业费用	99.3	55.9	62.0	70.4	净负债比率	43.8%	32.1%	28.0%	24.4%
研发费用	138.5	159.0	178.0	204.2	流动比率	0.44	1.01	1.98	3.00
管理费用	370.1	333.3	362.2	403.2	速动比率	0.44	1.01	1.97	3.00
财务费用	116.8	144.3	114.2	102.3	营运能力				
资产减值损失	-6.1	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.27	0.30	0.29	0.28
公允价值变动收益	7.4	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	6.32	9.24	9.53	9.64
投资净收益	110.5	42.3	51.2	45.3	应付账款周转率	4.98	7.35	7.06	7.32
营业利润	787.1	860.5	1010.4	1170.2	每股指标(元)				
营业外收入	7.1	3.9	3.5	3.2	每股收益	0.21	0.24	0.28	0.32
营业外支出	21.9	7.5	8.9	10.5	每股经营现金	0.31	0.38	0.39	0.42
利润总额	772.3	856.8	1005.1	1162.9	每股净资产	0.78	1.02	1.30	1.62
所得税	20.7	25.5	29.8	34.9	估值比率				
净利润	751.6	831.4	975.3	1127.9	P/E	14.9	13.5	11.5	9.9
少数股东损益	-1.3	-1.5	-1.7	-2.0	P/B	4.08	3.13	2.46	1.97
归属母公司净利润	752.9	832.9	977.0	1129.9					
EBITDA	903.9	1416.4	1495.4	1606.5					
EPS (元)	0.21	0.24	0.28	0.32					

## 分析师简介

李甜露，中国人民大学新闻与传播硕士，对外经济贸易大学经济学学士，2014 年加入首创证券，覆盖领域为互联网与文化传媒，具有 6 年证券研究经验。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现