

首次覆盖  
投资评级 优于大市

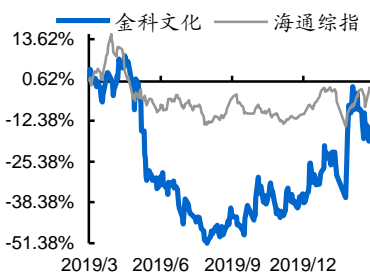
# 以汤姆猫系列为核心，打造全栖 IP 运营商

## 股票数据

03月06日收盘价(元)	3.80
52周股价波动(元)	2.26-9.56
总股本/流通A股(百万股)	3544/2269
总市值/流通市值(百万元)	13465/8621

## 相关研究

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.5	10.8	26.7
相对涨幅(%)	-10.6	10.6	20.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郝艳辉

Tel: (010)58067906

Email: hyh11052@htsec.com

证书: S0850516070004

分析师: 毛云聪

Tel: (010)58067907

Email: myc11153@htsec.com

证书: S0850518080001

分析师: 孙小雯

Tel: (021)23154120

Email: sxw10268@htsec.com

证书: S0850517080001

分析师: 陈星光

Tel: (021)23219104

Email: cxg11774@htsec.com

证书: S0850519070002

## 投资要点:

- 公司简介: 剥离传统化工业务, 全面转型移动互联网。**公司成立于2007年6月, 原主要从事精细化工产品的研发、生产和销售。2016年, 公司通过收购杭州哲信, 进军互联网领域, 2018年, 公司实现控股全球著名互联网企业 Outfit 7, 拥有“会说话的汤姆猫家族”IP 系列产品版权。2019年公司旗下化工业务全部出售, 转型成为单一主营的移动互联网企业。
- 围绕“会说话的汤姆猫家族”, 打造全栖 IP 运营商。**自2017年底完成对“会说话的汤姆猫家族”的收购后, 公司围绕 Talking Tom 系列 IP 着力将公司打造成全栖 IP 生态运营商, 线上通过移动互联网应用、动漫影视提升用户流量, 实现广告和游戏变现, 线下通过衍生品与 IP 授权业务、主题乐园、汤姆猫之家等连锁业态, 近距离触达用户, 实现 IP 的深度变现。通过线上业务和线下业务的同步推进, 公司形成了线上线下协同发展的互联网文化产业生态链。
- 汤姆猫 IP 系列应用表现亮眼。**公司自2010年推出《会说话的汤姆猫》等第一代产品以来, 相继推出了超过20款休闲移动应用, 全球累计下载量超过100亿次, 月活跃用户数超过3.7亿人次, 庞大的活跃用户基数已维持超过9年。在继续运营原 IP 系列移动应用的同时, 公司持续研发新产品, 产品储备丰富。产品变现方面, 公司探索出了成熟的广告变现模式。公司通过自身的移动应用产品, 与 App Store、Facebook、Google Play 等平台进行运营合作, 并与全球数十家知名的营销服务商进行对接合作, 包括 Applovin、Goole、Twitter、Smaato、穿山甲广告联盟等知名广告服务商。
- 盈利预测与估值分析。**我们预计公司2019-2021年EPS分别为-0.68、0.26、0.30元。2019年公司净利润出现大幅亏损, 主要系商誉、应收账款和长投等资产减值, 为一次性影响, 考虑到2019年公司化工业务实现剥离, 杭州哲信商誉减值以及不良应收账款等项目的减值出清, 公司财报质量将得到较大程度优化, 未来业务将更多地集中于以汤姆猫为核心的 Outfit 7, 经营情况有望获得改善, 参照可比公司, 我们给予公司2020年20-23倍动态PE, 对应合理价值区间为5.2-5.98元/股。首次覆盖给予公司优于大市评级。
- 风险提示:** 游戏政策不确定性; IP 衍生品落地不及预期; 限售股权解禁风险。

## 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1396	2725	2149	2434	2791
(+/-)YoY(%)	56.1%	95.2%	-21.1%	13.3%	14.6%
净利润(百万元)	394	842	-2400	911	1063
(+/-)YoY(%)	92.2%	113.8%	-385.0%	138.0%	16.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.11	0.24	-0.68	0.26	0.30
毛利率(%)	45.2%	70.9%	81.4%	79.7%	80.0%
净资产收益率(%)	4.2%	12.5%	-58.2%	18.1%	17.4%

资料来源: 公司2017-2018年年报, 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 彻底剥离化工业务，全面转型移动互联网 .....	5
2. 行业分析：游戏行业增速回暖，疫情推升线上娱乐需求 .....	7
2.1 游戏行业增速回暖，手游依然为核心增长引擎 .....	7
2.2 疫情推升线上娱乐需求 .....	9
3. 以汤姆猫为核心，打造全栖 IP 运营商 .....	9
3.1 以“会说话的汤姆猫家族”为核心的全栖 IP 运营商 .....	9
3.2 汤姆猫 IP 系列应用表现亮眼 .....	10
3.3 基于汤姆猫 IP 的衍生开发 .....	12
4. 盈利预测与估值分析 .....	14
5. 风险提示 .....	15
财务报表分析和预测 .....	16

## 图目录

图 1	公司发展历程.....	5
图 2	2015-2018 公司营业收入及同比增速.....	5
图 3	2015-2018 公司归母净利润及同比增速.....	5
图 4	2015-2018 公司扣非归母净利润及同比增速.....	6
图 5	2015-2018 公司毛利率及净利率（%）.....	6
图 6	2015-2019H1 公司移动互联网业务收入及占比.....	6
图 7	2015-2019H1 公司化工业务收入及占比.....	6
图 8	2015-2019H1 公司收入构成（%）.....	6
图 9	2016-2019H1 公司游戏发行收入及同比增速.....	6
图 10	2019Q1-Q3 公司营业收入及同比增速.....	7
图 11	2019Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速（%）.....	7
图 12	2019Q1-Q3 公司扣非归母净利润及同比增速.....	7
图 13	2019Q1-Q3 公司毛利率及净利率.....	7
图 14	2015-2019 年中国游戏市场实际销售收入及增长率.....	8
图 15	2015-2019 年中国游戏用户规模及增长率.....	8
图 16	中国移动游戏市场实际销售收入及增长率.....	8
图 17	中国移动游戏用户规模及增长率.....	8
图 18	2020 移动互联网典型行业使用时长占比（%）.....	9
图 19	2020 手机游戏行业用户日人均使用时长（分钟）.....	9
图 20	2020 春节假期前后典型手游日活跃用户规模（万人）.....	9
图 21	2020 春节期间手游行业日人均使用时长（分钟）.....	9
图 22	2019 全球下载量 TOP10 游戏及公司.....	10
图 23	“会说话的汤姆猫” IP 业务.....	10
图 24	《汤姆猫飞车》游戏宣传图.....	11
图 25	《会说话的汤姆猫家族》动画登陆中央电视台少儿频道.....	12
图 26	汤姆猫 2020 春夏新品“派对明星”系列.....	13
图 27	汤姆猫 2020 春夏新品“我是冠军”系列.....	13
图 28	汤姆猫亲子主题乐园杭州店开业.....	13
图 29	会说话的汤姆猫荣登喜马拉雅“新锐主播”榜首.....	14

## 表目录

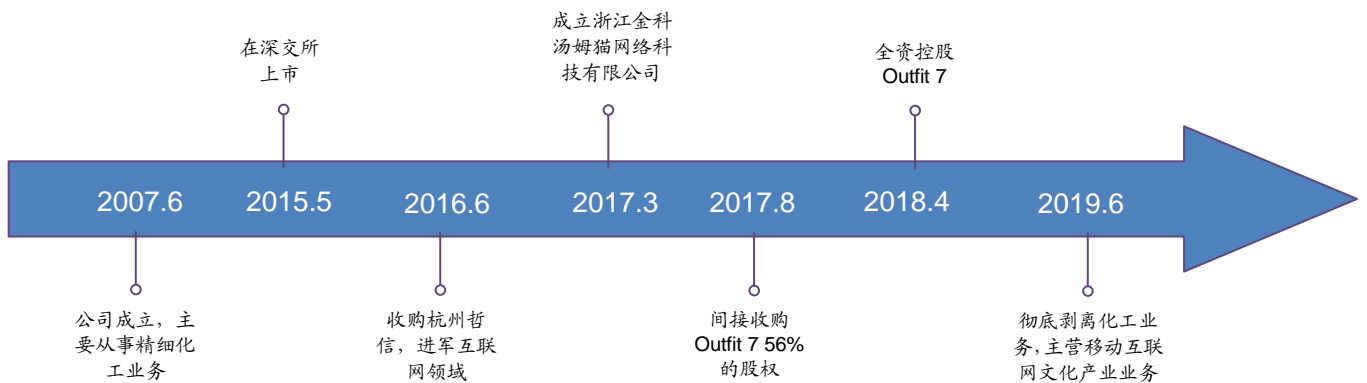
---

表 1	公司部分已上线游戏中国地区排名 .....	11
表 2	公司部分储备游戏.....	11
表 3	可比公司盈利预测及估值表 .....	14
表 4	金科文化主营业务各分项收入预测与假设（百万元） .....	14

## 1. 彻底剥离化工业务，全面转型移动互联网

**精细化工起家，成功转型移动互联网。**公司成立于2007年6月，原主要从事氧系漂白助剂 SPC 和 TAED 等精细化工产品的研发、生产和销售。2015年5月，公司在深交所上市。2016年6月，公司收购杭州哲信，进军互联网领域。2017年3月，公司成立浙江金科汤姆猫网络科技有限公司，同年8月全资收购杭州逗宝和上虞码牛，获得其合计持有的全球著名互联网高科技企业 Outfit 7 56%的股权。2018年4月，公司完成对 Outfit 7 的全资控股。2019年上半年，公司将子公司浙江金科日化原料有限公司 100% 股权全部售出，不再持有化工业务相关资产。移动互联网文化产业业务成为公司目前唯一的主营业务。

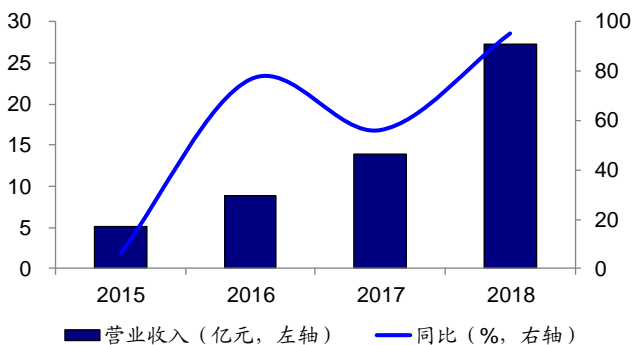
图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，海通证券研究所

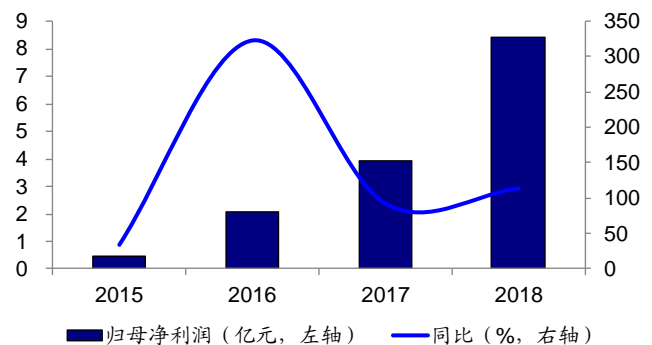
**业务转型带来公司营业收入和净利润大幅提升。**公司2018年实现营业收入27.25亿元，2016-2018年年均复合增速75.23%；归母净利润8.42亿元，2016-2018年年均复合增速158.98%；扣非归母净利润8.16亿元，2016-2018年年均复合增速160.11%。

图2 2015-2018 公司营业收入及同比增速

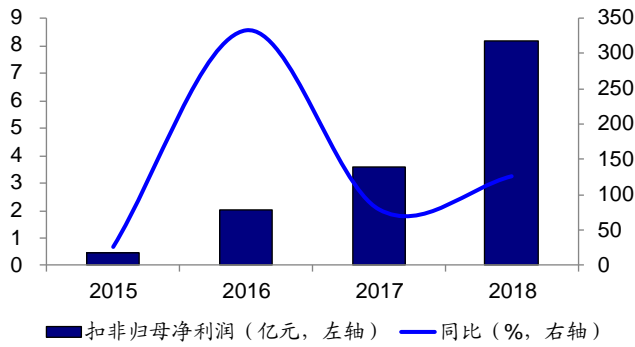


资料来源：wind，海通证券研究所

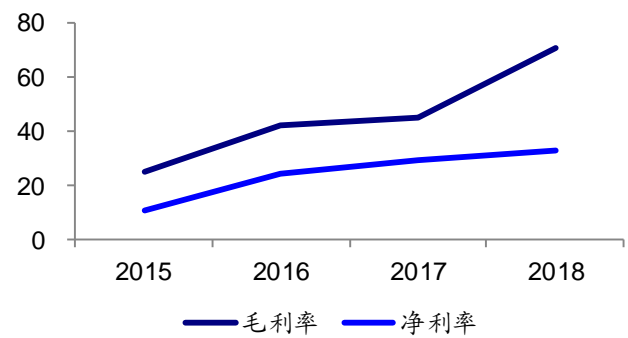
图3 2015-2018 公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind，海通证券研究所

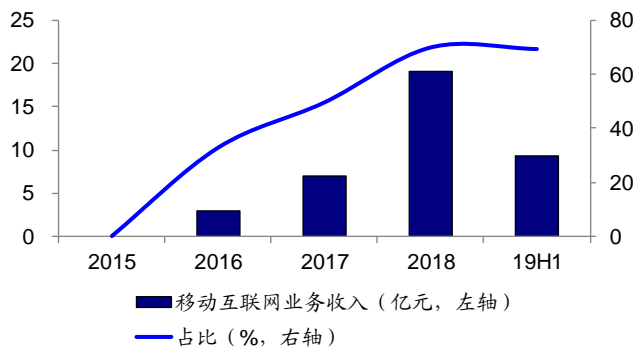
**图4 2015-2018 公司扣非归母净利润及同比增速**


资料来源: wind, 海通证券研究所

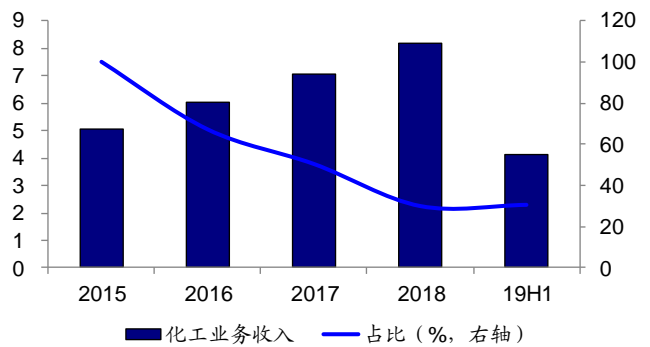
**图5 2015-2018 公司毛利率及净利率 (%)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

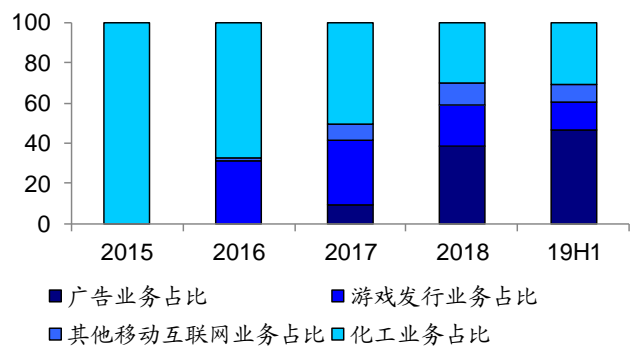
**业务转型带来收入结构变动，移动互联网成主要收入来源。**公司自 2016 年进军移动互联网领域以来，移动互联网业务收入占比迅速攀升。2018 年，公司移动互联网业务收入 19.08 亿元，同比+175.49%，占总收入比重 70.01%，同比+20.41pct。其中，广告业务收入占比最高，2018 年收入 10.43 亿元，同比+676.03%，占总收入比重 38.29%。而游戏收入受版号发放政策的影响大幅下降，公司 19H1 游戏发行收入仅 1.96 亿元，较 2018 年同期-44.38%。

**图6 2015-2019H1 公司移动互联网业务收入及占比**


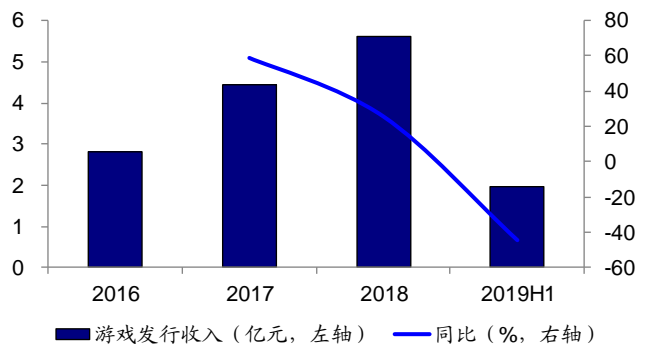
资料来源: wind, 海通证券研究所

**图7 2015-2019H1 公司化工业务收入及占比**


资料来源: wind, 海通证券研究所

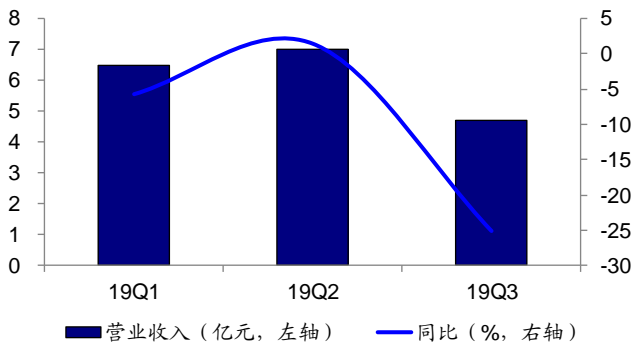
**图8 2015-2019H1 公司收入构成 (%)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

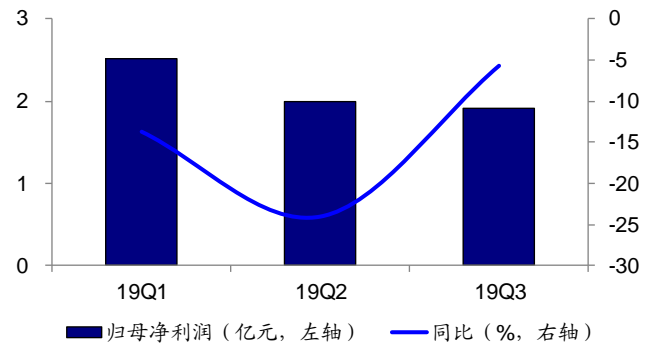
**图9 2016-2019H1 公司游戏发行收入及同比增速**


资料来源: wind, 海通证券研究所

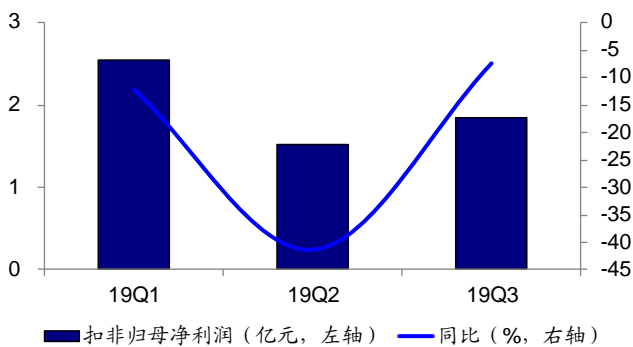
**剥离化工业务致公司 2019 年 Q3 营收下滑，但利润率有所提升。**公司 19Q3 营业收入 4.71 亿元，同比-25.06%；归母净利润 1.90 亿元，同比-5.72%；扣非归母净利润 1.85 亿元，同比-7.43%。公司营业收入下滑主要是由于 2019 年上半年彻底剥离化工业务所致。

**图10 2019Q1-Q3 公司营业收入及同比增速**


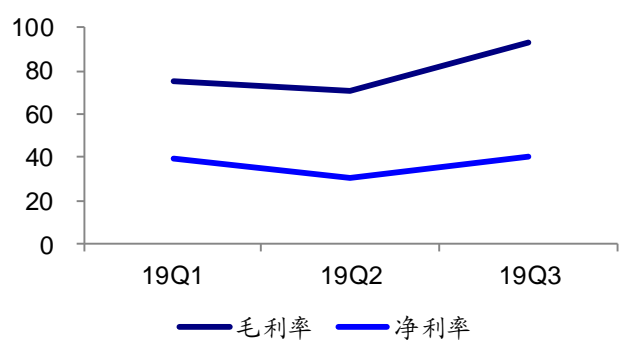
资料来源: wind, 海通证券研究所

**图11 2019Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速 (%)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**图12 2019Q1-Q3 公司扣非归母净利润及同比增速**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**图13 2019Q1-Q3 公司毛利率及净利率**


资料来源: wind, 海通证券研究所

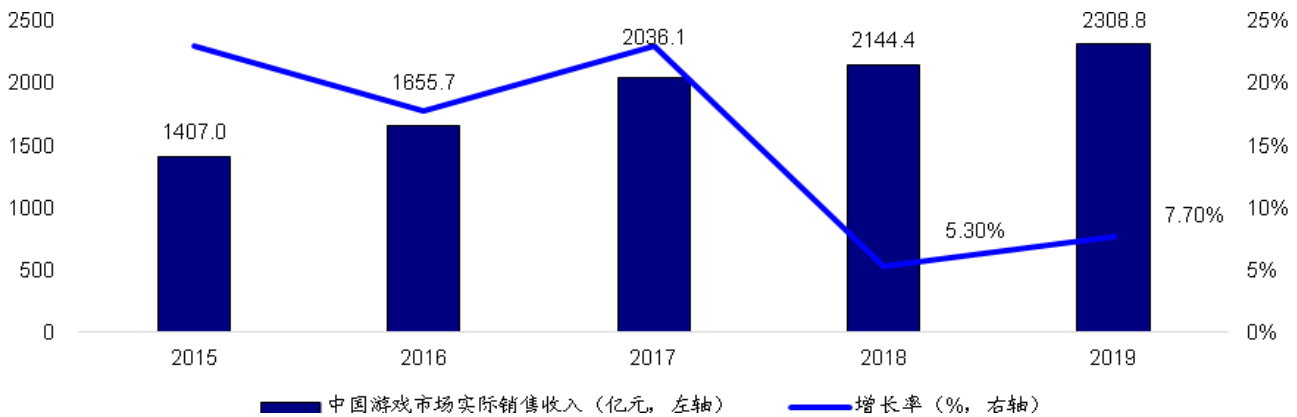
**受商誉减值影响，2019 年业绩大幅亏损。**根据公司 2019 年业绩预告，公司上年度预计亏损 23.95 亿元—24 亿元，同比下滑 384.42%—385.01%。业绩亏损主要是由于游戏版号总量控制、版号审核趋严、国内电信运营商增值业务的行业整治等宏观政策环境影响，子公司杭州信哲业绩不及预期，而出现商誉减值。此外，公司也对资产负债表中的应收账款、无形资产、长期股权投资等项目进行减值测试，并预计进行相应资产减值处理。我们认为随着杭州信哲商誉减值以及不良应收账款等项目的减值出清，公司财报质量将得到较大程度优化，未来业务将更多地集中于以汤姆猫为核心的 IP 公司 Outfit 7，经营情况有望获得改善。

## 2. 行业分析：游戏行业增速回暖，疫情推升线上娱乐需求

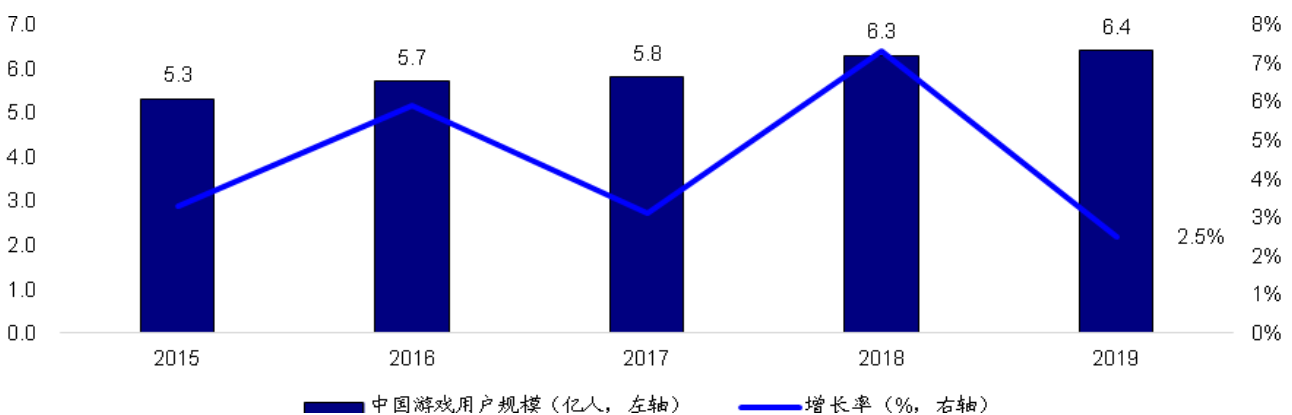
### 2.1 游戏行业增速回暖，手游依然为核心增长引擎

**2019 年游戏行业整体增速回暖，手游依然为核心增长引擎。**根据游戏工委数据，2019 年国内游戏市场规模为 2308.8 亿元（同比+7.7%，2018 年同比+5.3%），用户规模为 6.4 亿人（同比+2.5%，2018 年同比+7.3%），其中移动游戏市场规模为 1581.1 亿元（同比+18%，2018 年同比+15.4%）。整体行业和移动游戏规模相较上一年均出现回暖，我们认为主要与游戏版号放开，年初至今众多优质游戏陆续上线变现有关。2019 年移动游戏占整体游戏比重达 68.5%，依然为占比最大的细分品类，此外电脑客户端游戏 2019 年市场规模为 615.1 亿元（同比-0.7%），页游市场规模为 98.7 亿元（同比-22%），继续维持下滑趋势。

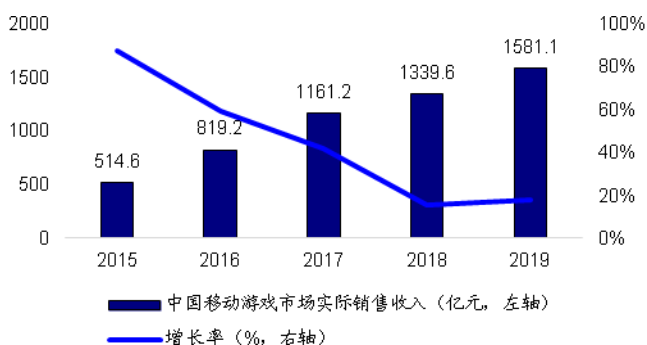


**图14 2015-2019年中国游戏市场实际销售收入及增长率**


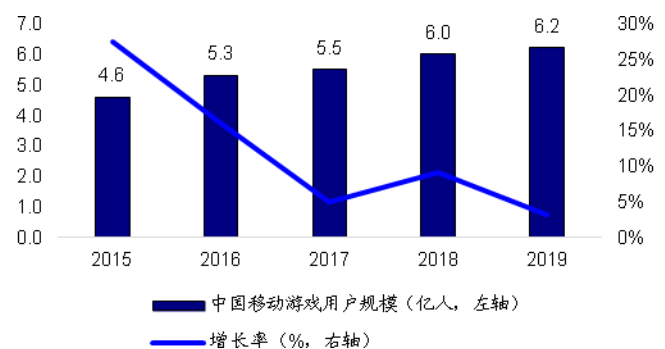
资料来源：中国音数协游戏工委 (GPC) &amp; 国际数据公司 (IDC)，海通证券研究所

**图15 2015-2019年中国游戏用户规模及增长率**


资料来源：中国音数协游戏工委 (GPC) &amp; 国际数据公司 (IDC)，海通证券研究所

**图16 中国移动游戏市场实际销售收入及增长率**


资料来源：中国音数协游戏工委 (GPC) &amp; 国际数据公司 (IDC)，海通证券研究所

**图17 中国移动游戏用户规模及增长率**


资料来源：中国音数协游戏工委 (GPC) &amp; 国际数据公司 (IDC) 海通证券研究所

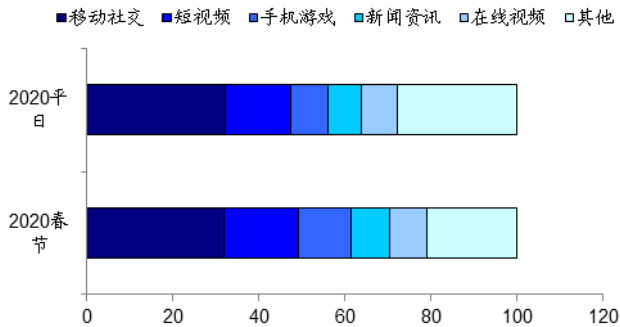
**游戏用户整体增速仍在放缓，付费率和 ARPU 值提升是未来重点。**2019 年移动游戏用户规模为 6.2 亿人 (同比+3.2%)，按照 19 年移动游戏市场规模计算 ARPU 值为 255 元，相比 18 年 ARPU 值 223 元提升了 14.3%，可见当前移动游戏市场增长主要依靠 ARPU 提升来拉动。我们认为 ARPU 提升原因在于：1) 用户付费习惯持续养成且愿意在游戏中投入的金额持续增加；2) 《王者荣耀》等高 DAU 手游引入 Battle Pass 新机制，撬动玩家付费率和 ARPU 值提升；3) 游戏内的激励视频等广告机制为更多休闲游戏采纳，增加了广告收入。我们认为用户红利见顶后，提升 ARPU 值将是收入持续增长的重要方式。



## 2.2 疫情推升线上娱乐需求

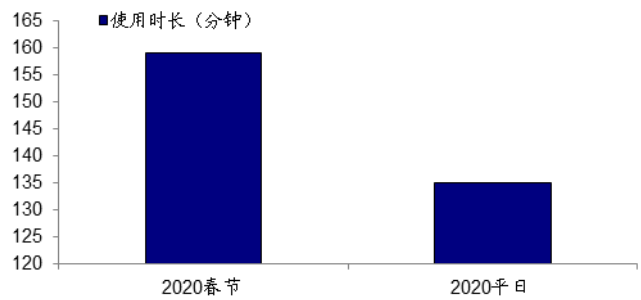
**春节叠加疫情，推动在线娱乐市场爆发。**受疫情影响，2020年春节期间人们的线上娱乐时长明显增加。根据 QuestMobile 提供的数据，2020年春节期间，在移动互联网使用总时长中，短视频使用时长占比 17.3%，较平日+2.1%；手机游戏使用时长占比 12.2%，较平日+3.7%。手游的用户规模较平日增长 30%，人均单日使用时长 159 分钟，较平日增长 17.8%。其中，王者荣耀春节当天的用户规模达到 9535 万人，较平日增长超过 30%；春节期间人均单日使用时长 194 分钟，较去年同期增长近 75%。和平精英等其他游戏也有一定增长。

图18 2020 移动互联网典型行业使用时长占比 (%)



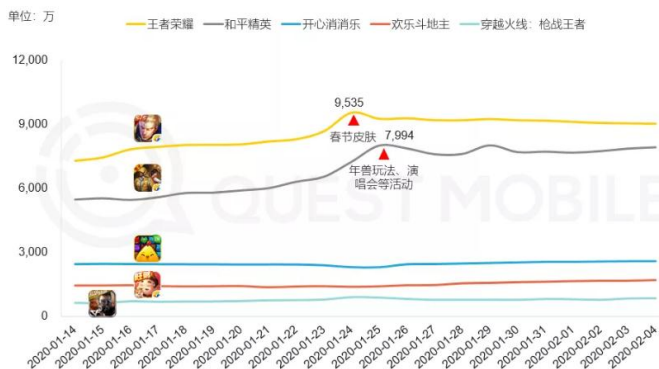
资料来源: QuestMobile 《2020 中国移动互联网“战疫”专题报告》, 海通证券研究所  
 注: 2020年平日指2020年1月2日-8日, 2020年春节指2020年1月24日-2月2日

图19 2020 手机游戏行业用户日人均使用时长 (分钟)



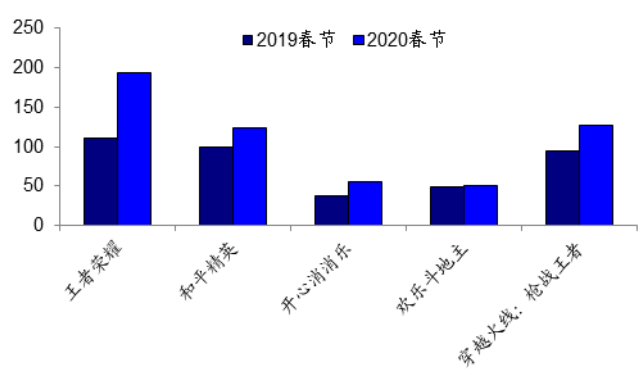
资料来源: QuestMobile 《2020 中国移动互联网“战疫”专题报告》, 海通证券研究所  
 注: 2020年平日指2020年1月2日-8日, 2020年春节指2020年1月24日-2月2日

图20 2020 春节假期前后典型手游日活跃用户规模 (万人)



资料来源: QuestMobile 《2020 中国移动互联网“战疫”专题报告》, 海通证券研究所

图21 2020 春节期间手游行业日人均使用时长 (分钟)



资料来源: QuestMobile 《2020 中国移动互联网“战疫”专题报告》, 海通证券研究所  
 注: 2019年春节指2019年2月4日-10日, 2020年春节指2020年1月24日-2月2日

## 3. 以汤姆猫为核心，打造全栖 IP 运营商

### 3.1 以“会说话的汤姆猫家族”为核心的全栖 IP 运营商

“会说话的汤姆猫家族”是由全球著名互联网高科技企业 Outfit 7 创造的世界知名 IP。Outfit 7 自 2010 年上线第一款移动应用《会说话的汤姆猫》以来，不断丰富“家族”成员。目前的“家族”成员包括冒险乐观的汤姆猫、优雅自信的安吉拉、淘气可爱的金杰猫、睿智的狗狗本、呆萌的汉克狗、激情的鸚鵡皮埃尔、快乐的河马 Hippo 等诸多受人喜爱的卡通形象。

公司全资子公司 Outfit 7 是全球知名的家庭娱乐和亲子互动应用开发公司，业务覆

盖欧盟、美国、中国、俄罗斯、巴西、印度等全球众多国家和地区。Outfit 7 创造了“会说话的汤姆猫家族”这一全球知名 IP，主要产品在世界范围内有庞大的用户基础，被 Applovin、Google、Twitter 等国际主流广告服务商列为优先广告发布平台。根据 App Annie 发布的数据，2019 年，Outfit 7 在全球游戏公司下载量排行榜中位列第四，在中国 iOS 游戏下载量排名中位列第八，在印度的 iOS 与 Google Play 游戏综合下载量排名中位列第一，在俄罗斯、印度尼西亚的 iOS 与 Google Play 游戏综合下载量排名中位列第四。

**图22 2019 全球下载量 TOP10 游戏及公司**

Top Games			Top Games Companies	
	Free Fire	Sea	Voodoo	France
	PUBG MOBILE	Tencent	Good Job Games	Turkey
	Subway Surfers	Kiloo	SayGames	Belarus
	Color Bump 3D	Good Job Games	<b>Outfit7</b>	<b>Cyprus</b>
	Fun Race 3D	Good Job Games	Playgendary	Germany
	My Talking Tom 2	Outfit7	AppLovin	United States
	Run Race 3D	Good Job Games	Crazy Labs	Israel
	Homescapes	Playrix	Miniclip	Switzerland
	Call of Duty: Mobile	Activision Blizzard	BabyBus	China
	Stack Ball	Azur Interactive Games	Tencent	China

资料来源：199IT 援引 App Annie 《2019 年全球移动应用报告》，海通证券研究所

自 2017 年底完成对“会说话的汤姆猫家族”的收购后，公司围绕 Talking Tom 系列 IP 着力将公司打造成全栖 IP 生态运营商，线上通过移动互联网应用、动漫影视提升用户流量，实现广告和游戏变现，线下通过衍生品与 IP 授权业务、主题乐园、汤姆猫之家等连锁业态，近距离触达用户，实现 IP 的深入变现。通过线上业务和线下业务的同步推进，公司形成了线上线下协同发展的互联网文化产业生态链。

**图23 “会说话的汤姆猫” IP 业务**


资料来源：公司 2019 年半年度报告，海通证券研究所

### 3.2 汤姆猫 IP 系列应用表现亮眼

**原 IP 系列移动应用继续保持强劲竞争力。**公司自 2010 年推出《会说话的汤姆猫》等第一代产品以来，相继推出了超过 20 款休闲移动应用，全球累计下载量超过 100 亿次，月活跃用户数超过 3.7 亿人次，庞大的活跃用户基数已维持超过 9 年。其中，2013 年发行的《我的汤姆猫》、2014 年发行的《我的安吉拉》、2016 年发行的《汤姆猫跑酷》等产品，目前仍活跃在各大应用市场的下载及月活榜单。根据 App Annie 的数据统计，

《我的汤姆猫》在 2018 年、2019 年均入围了俄罗斯、越南等国家和地区的游戏月活前十榜单，而《汤姆猫跑酷》也在 2018 年和 2019 年位列中国游戏月活前十。

在继续运营原 IP 系列移动应用的同时，公司持续研发新产品。2018 年，公司发行了《汤姆猫战营》、《汤姆猫摩托艇 2》、《安吉拉时尚泡泡》、《汤姆猫弹弹乐》、《汤姆猫叠叠糕》、《汤姆猫快跑》、《我的汤姆猫 2》、《果冻爆爆乐》等。其中，2018 年 11 月上线的《我的汤姆猫 2》在全球 100 余个国家和地区的角色扮演类手游榜单中位列第一。2019 年 6 月，公司发行了《汤姆猫英雄跑酷》，该游戏一经推出就跻身全球 96 个国家 iOS 动作游戏免费榜的前 10 位。2020 年 1 月，公司首款弹射对手手游《汤姆猫大冒险》上线国内安卓平台，目前表现良好。

表 1 公司部分已上线游戏中国地区排名

应用	上线时间	类别	游戏总榜排名 (免费)	分类排名
我的汤姆猫 2	2018.9	模拟游戏	40	6
汤姆猫跑酷	2016.5	动作游戏	66	16
汤姆猫英雄跑酷	2020.1	休闲游戏	91	25
汤姆猫的摩托艇 2	2018.3	休闲游戏	196	54
我的安吉拉	2014.12	模拟游戏	208	34
我的汤姆猫	2013.11	模拟游戏	252	43
我的汉克狗	2016.12	模拟游戏	488	88

资料来源：七麦数据，榜单排名截止 2020 年 2 月 18 日 14:50，海通证券研究所

此外，公司游戏储备丰富。在研和测试中的产品包括 IP 首款赛车竞技类游戏《汤姆猫飞车》、3D 射击动作游戏《汤姆猫荒野派对》、养成类游戏《Talking Tom Friends》、跑酷游戏《Talking Tom Flight》、休闲竞技抛射手游《汤姆猫弹弹奇兵》、休闲竞技类游戏《汤姆猫乱斗小队》等多个游戏产品。

表 2 公司部分储备游戏

应用	类别	产品进展
汤姆猫飞车	赛车竞技类	测试中
汤姆猫荒野派对	3D 射击动作类	测试中
Talking Tom Friends	养成类	在研
Talking Tom Flight	跑酷类	在研
汤姆猫弹弹奇兵	休闲竞技抛射类	在研
汤姆猫乱斗小队	休闲竞技类	在研

资料来源：公司《2020 年 2 月 6 日、7 日投资者关系活动记录表》，TapTap，海通证券研究所

图 24 《汤姆猫飞车》游戏宣传图



资料来源：公司官网，海通证券研究所



**产品变现方面，公司探索出了成熟的广告变现模式。**公司通过自身的移动应用产品，与 App Store、Facebook、Google Play 等平台进行运营合作，并与全球数十家知名的营销服务商进行对接合作，包括 Applovin、Goole、Twitter、Smaato、穿山甲广告联盟等知名广告服务商。公司通过对接这些广告服务商获取广告主的营销需求，并将该等广告在移动应用内进行推送，进而向营销服务商收取广告费，获取广告分发收入。同时，公司自建了广告控制平台 Mediation，对营销服务商的广告需求进行动态的流量调节，优先选择推送和展示费率较高的广告，并针对用户特点对广告内容进行筛选，保证广告的填充效率和变现效率。2019 年下半年，公司与字节跳动旗下移动平台——穿山甲联盟达成战略合作，公司 IP 系列移动应用产品已接入穿山甲广告平台 SDK。

### 3.3 基于汤姆猫 IP 的衍生开发

基于汤姆猫 IP，公司还拓展了动漫影视业务，衍生品及 IP 授权业务、主题乐园业务和儿童教育业务。

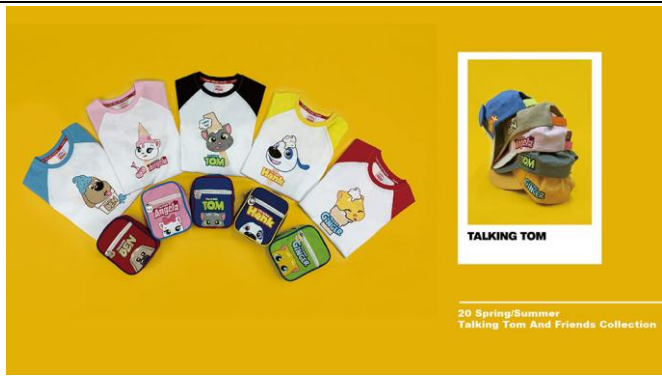
**动漫影视业务：**公司围绕“会说话的汤姆猫家族”IP，已推出四季动画及系列短片作品，在全球 200 多个国家及地区播放，全球累计点击量超过 400 亿次。就国内而言，《会说话的汤姆猫家族》系列动画片先后在优酷、腾讯、爱奇艺、华数、百视通、芒果 TV 等网络平台上线，累计播放量超过 190 亿次，并于 2019 年 12 月成功登陆中央电视台少儿频道。此外，公司正在积极推进 IP 系列大电影的前期筹划工作。

图25 《会说话的汤姆猫家族》动画登陆中央电视台少儿频道



资料来源：公司官网，海通证券研究所

**衍生品及 IP 授权业务：**公司基于“会说话的汤姆猫家族”IP，通过自研及品牌授权推出了丰富的 IP 系列衍生品，目前已经超过 900 个 SKU，涵盖鞋服、日用品、有氧洗护系列、AI 机器人、智能玩具、儿童教育等品类。2019 年 9 月，公司举办了 Talking Tom And Friends 2020 春夏新品发布会，现场发布超过 450 余款家居服饰新品，涵盖服装、配饰、家居、文具、公仔等品类，该系列产品将于 2020 年正式上线。在 IP 授权领域，公司于 2019 年先后与腾讯游戏、网易游戏、浦发银行、杭州地铁、蓝帽子互动娱乐科技、卓牧乳业、来电科技、小鹿叮叮、一鸣食品、萧山恒隆广场等开展了 IP 授权合作。

**图26 汤姆猫 2020 春夏新品“派对明星”系列**


资料来源：公司官网，海通证券研究所

**图27 汤姆猫 2020 春夏新品“我是冠军”系列**


资料来源：公司官网，海通证券研究所

**主题乐园业务：**公司基于“会说话的汤姆猫家族”IP 开发了中小型汤姆猫室内亲子主题乐园。2018 年 10 月，汤姆猫亲子主题乐园在合肥、上虞双店开业，截止 2019 年 10 月已接待家庭数量累计超过 77000 组，吸纳有效会员超过 18000 人，组织各类主题活动超过 700 场。从网上用户点评及随访调查来看，两家乐园深受当地粉丝喜爱。顾客到店体验转化为会员的转化率数据良好，单店获客和盈利能力较强。2019 年 12 月，第三家汤姆猫亲子主题乐园在杭州开业，开业第三天就跻身西湖区儿童乐园热门榜榜首。此外，公司也正在筹建郑州、宁波、济南等城市的亲子主题乐园，同时发起了“全国城市合伙人”招募计划，通过引进城市合伙人，加速国内市场的规模化布局。

**图28 汤姆猫亲子主题乐园杭州店开业**


资料来源：公司官网，海通证券研究所

**儿童教育业务：**公司围绕“会说话的汤姆猫家族”IP，通过星宝乐园平台、IP 授权及自主研发等方式为青少年及儿童用户提供教育产品及服务。公司旗下互联网教育平台星宝乐园深耕儿童早期教育多年，拥有星宝乐园 APP 等产品，是中国移动家庭业务重要合作伙伴。同时，基于 Talking Tom 系列 IP，公司先后与腾讯旗下儿童内容平台企鹅童话、专业音频平台喜马拉雅、一线少儿编程教育平台编程猫等国内知名教育品牌展开了 IP 合作。自研方面，公司相继开发了《会说话的汤姆猫陪宝宝养成好习惯》儿童绘本、《汤姆猫成长同行记》彩绘注音书、《汤姆猫 AR 学英语》儿童早教 AR 卡片、《汤姆猫 AR-Code》少儿编程教育卡片、《汤姆猫编程星球》少儿学习应用、汤姆猫儿童智能学习机等教育产品。其中，《汤姆猫 AR-Code》少儿编程教育卡片已经与浙江省十几所幼儿园、小学及 STEAM 教育培训机构合作，参与推进编程教育普及工作。

**图29 会说话的汤姆猫荣登喜马拉雅“新锐主播”榜首**


资料来源：公司官网，海通证券研究所

## 4. 盈利预测与估值分析

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为-0.68、0.26、0.30 元。2019 年公司净利润出现大幅亏损，主要系商誉、应收账款和长投等资产减值，为一次性影响，考虑到 2019 年公司化工业务实现剥离，杭州哲信商誉减值以及不良应收账款等项目的减值出清，公司财报质量将得到较大程度优化，未来业务将更多地集中于以汤姆猫为核心的 Outfit 7，经营情况有望获得改善，参照可比公司，我们给予公司 2020 年 20-23 倍动态 PE，对应合理价值区间为 5.2-5.98 元/股。首次覆盖给予公司优于大市评级。

**表 3 可比公司盈利预测及估值表**

简称	代码	股价 (元/股)	每股盈利 (元/股)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
完美世界	002624.SZ	48.00	1.16	1.89	2.16	41	25	22
吉比特	603444.SH	416.38	12.52	14.56	16.77	33	29	25
三七互娱	002555.SZ	34.46	1.02	1.19	1.38	34	29	25
平均			4.90	5.88	6.77	36	28	24

注：对应为 2020 年 3 月 6 日收盘价  
 资料来源：wind，海通证券研究所

**表 4 金科文化主营业务各分项收入预测与假设 (百万元)**

	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>收入</b>	2725.15	2149.06	2434.34	2790.64	<b>毛利</b>	1931.42	1749.91	1940.71	2231.32
广告业务	1043.57	1111.06	1380.11	1587.13	广告业务	1019.23	1099.94	1265.12	1454.89
化工业务	817.35	412.85	0	0	化工业务	277.43	150.70	0	0
游戏发行	559.64	259.64	615.61	677.17	游戏发行	373.21	173.96	342.82	377.10
IP 版权	304.59	365.51	438.61	526.34	IP 版权	261.55	325.31	332.77	399.33
<b>成本</b>	793.73	399.15	493.63	559.32	<b>毛利率 (%)</b>	70.87	81.43	79.72	79.96
广告业务	24.34	11.11	115.00	132.25	广告业务	97.67	99.00	91.67	91.67
化工业务	539.92	262.15	0	0	化工业务	33.94	36.50	0	0
游戏发行	186.43	85.68	272.79	300.07	游戏发行	66.69	67.00	55.69	55.69
IP 版权	43.04	40.21	105.84	127.01	IP 版权	85.87	89.00	75.87	75.87

资料来源：公司 2018 年年报，海通证券研究所

**盈利预测假设：**1) 随着化工业务的彻底剥离，移动互联网成为公司的唯一主营业务，我们预计公司 2020-2021 年化工业务的收入为 0。2) 考虑公司丰富的游戏储备和 Outfit 7 强大的研发实力，我们预计公司未来游戏收入及由此带来的广告业务收入增速保

持稳定。3) 汤姆猫衍生品及 IP 版权业务处于初期发展阶段, 考虑到汤姆猫 IP 领先的品牌价值, 该业务未来将保持较快增长。4) 我们预计随着低毛利率化工业务的剥离, 公司 2019 -2021 年整体毛利率相对 2018 年将有所提升。

## 5. 风险提示

游戏政策不确定性; IP 衍生品落地不及预期; 限售股权解禁风险。



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	2725	2149	2434	2791
每股收益	0.24	-0.68	0.26	0.30	营业成本	794	399	494	559
每股净资产	1.90	1.16	1.42	1.72	毛利率%	70.9%	81.4%	79.7%	80.0%
每股经营现金流	0.23	0.37	0.32	0.36	营业税金及附加	17	16	19	22
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	171	138	243	335
P/E	30.93	—	12.41	10.64	营业费用率%	6.3%	6.4%	10.0%	12.0%
P/B	3.86	2.74	2.25	1.85	管理费用	365	155	426	447
P/S	2.79	6.36	5.62	4.90	管理费用率%	13.4%	7.2%	17.5%	16.0%
EV/EBITDA	11.92	8.31	10.14	8.08	EBIT	1206	1377	1008	1149
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	140	107	54	26
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	5.1%	5.0%	2.2%	0.9%
毛利率	70.9%	81.4%	79.7%	80.0%	资产减值损失	97	3690	0	0
净利润率	30.9%	-111.7%	37.4%	38.1%	投资收益	-9	85	85	85
净资产收益率	12.5%	-58.2%	18.1%	17.4%	<b>营业利润</b>	969	-2335	1040	1208
资产回报率	6.6%	-29.1%	9.8%	10.1%	营业外收支	0	-10	0	0
投资回报率	12.7%	28.3%	20.2%	22.4%	<b>利润总额</b>	969	-2345	1040	1208
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1416	1456	1107	1267
营业收入增长率	95.2%	-21.1%	13.3%	14.6%	所得税	66	-158	70	81
EBIT 增长率	218.0%	14.2%	-26.8%	13.9%	有效所得税率%	6.8%	—	6.7%	6.7%
净利润增长率	113.8%	-385.0%	138.0%	16.6%	少数股东损益	62	-115	59	64
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	842	-2400	911	1063
资产负债率	47.3%	51.0%	46.4%	42.0%					
流动比率	1.2	3.2	3.7	4.3	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	1.1	3.1	3.6	4.2	货币资金	2466	2407	3273	4258
现金比率	0.8	2.3	2.8	3.4	应收账款及应收票据	1129	688	779	893
<b>经营效率指标</b>					存货	103	44	55	62
应收帐款周转天数	116.8	116.8	116.8	116.8	其它流动资产	143	136	146	157
存货周转天数	40.3	40.3	40.3	40.3	流动资产合计	3841	3275	4253	5370
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	长期股权投资	728	228	228	228
固定资产周转率	5.0	2.9	2.8	2.8	固定资产	658	807	937	1046
					在建工程	9	9	9	9
					无形资产	650	650	650	650
					非流动资产合计	8999	4958	5088	5197
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>12840</b>	<b>8233</b>	<b>9341</b>	<b>10566</b>
净利润	842	-2400	911	1063	短期借款	1651	0	0	0
少数股东损益	62	-115	59	64	应付票据及应付账款	188	89	110	124
非现金支出	307	3768	99	119	预收账款	9	7	8	9
非经营收益	126	105	54	54	其它流动负债	1402	930	1046	1130
营运资金变动	-537	-65	25	-33	流动负债合计	3250	1026	1164	1263
<b>经营活动现金流</b>	<b>800</b>	<b>1294</b>	<b>1147</b>	<b>1266</b>	长期借款	2775	2775	2775	2775
资产	-514	-238	-228	-228	其它长期负债	46	399	399	399
投资	-155	500	0	0	非流动负债合计	2821	3173	3173	3173
其他	-55	85	85	85	<b>负债总计</b>	<b>6071</b>	<b>4199</b>	<b>4337</b>	<b>4436</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-723</b>	<b>347</b>	<b>-143</b>	<b>-143</b>	实收资本	1971	3544	3544	3544
债权募资	1420	-1651	0	0	普通股股东权益	6744	4124	5035	6098
股权募资	4	1572	0	0	少数股东权益	25	-90	-31	32
其他	-1602	-1620	-139	-139	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>12840</b>	<b>8233</b>	<b>9341</b>	<b>10566</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-179</b>	<b>-1699</b>	<b>-139</b>	<b>-139</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-103</b>	<b>-58</b>	<b>866</b>	<b>985</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 06 日  
 资料来源：公司 2018 年年报，海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

郝艳辉 互联网及传媒  
 毛云聪 互联网及传媒  
 孙小雯 互联网及传媒  
 陈星光 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 当代明诚,光线传媒,顺网科技,平治信息,城市传媒,完美世界,华策影视,中南传媒,横店影视,星辉娱乐,浙数文化,分众传媒,游族网络,中信出版,立思辰,吉比特,掌趣科技,中国电影,新媒股份,中文传媒,北京文化,三七互娱,新经典,万达电影,宝通科技

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com  
联系人  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zhx12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
李凡 lf12596@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

### 中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
联系人  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com  
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 蒋磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒昭 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyx11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160  
 oymc11039@htsec.com  
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：（021）23219000  
传真：（021）23219392  
网址：www.htsec.com