

# 文化传媒

证券研究报告

2020年06月15日

## 姚记科技点评：收购字节跳动买量公司芦鸣科技剩余88%股权，围绕头条打造高成长产业链闭环

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

文浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

冯翠婷

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090001  
fengcuiting@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《文化传媒-行业专题研究:泡泡玛特龙头上市,盲盒究竟价值几何?》  
2020-06-09
- 2 《文化传媒-行业点评:游戏行业跟踪:字节跳动游戏合作梳理,掌趣科技1~2亿集合竞价二次回购显信心》  
2020-06-02
- 3 《文化传媒-行业点评:19年&20Q1总结-广电篇:国网整合及广电5G建设贯穿全年,坚定看好价值重估》  
2020-06-01

事件：2020年6月13日，姚记科技披露拟以现金方式收购以字节跳动系信息流广告营销为核心的参股公司芦鸣科技88%股权，购买价格为2.63亿元。根据公告，19年全年芦鸣科技营收为7.63亿元，净利润为0.21亿元；20年1-4月营收为4.32亿元，净利润为0.04亿元。芦鸣科技的股东全部权益价值为2.99亿元，按19年净利2069万元，对应静态估值为14x。本次交易完成后，姚记科技将持有芦鸣科技100%股权，芦鸣科技将成为公司全资子公司。根据19年年报，姚记科技对上海芦鸣网络科技有限公司投资3000万元，持股12%，对应静态估值为12x。

原股东承诺芦鸣科技于2020年、2021年、2022年和2023年实现的净利润分别不低于人民币2700万元、人民币3500万元、人民币4000万元和人民币4500万元。未来5年，芦鸣科技高管将保持稳定。业绩承诺和任职承诺将一定程度上保证芦鸣科技被收购后业务的稳定性和增长潜力。

芦鸣科技主营业务为互联网营销，致力于为客户提供移动互联网精准营销服务，以技术和数据驱动流量运营，深挖流量价值。公司以字节跳动系信息流广告营销为核心，构建覆盖数据分析、效果营销、效果优化、短视频内容生产、内容营销的互联网营销全链条，通过技术和数据提升用户转化效果，为网络服务、电商、游戏、金融、教育、快速消费品等行业客户提供最具商业价值的一体化营销服务。同时，芦鸣科技帮助客户制定基于目标用户的整体优化策略，有针对性地对广告物料、投放时段、目标人群、投放媒体、投放地域、人群拓展等方面进行优化，致力于为客户提供移动互联网精准营销服务，以基于大数据的精准营销提升广告投放回报率，与大量优质客户形成长期稳定的合作关系，打造了强大的行业头部客户资源矩阵。

姚记科技过去以扑克牌为主营业务，近年来，公司积极转型进入网络游戏、医疗健康等领域，成绩亮眼。2018年4月，姚记出资6.68亿收购休闲竞技类手游企业成蹊科技53.45%股权，实现并表；2019年4月，姚记又以6.68亿元收购成蹊科技余下46.55%股权，至此成蹊科技成为姚记全资子公司，并于2019年末收购大鱼竞技26%股权（收购后共持股51%），成蹊科技业绩高速增长，带动公司业绩重回增长轨道。公司转型游戏加速互联网行业布局，芦鸣科技在互联网营销上的经验优势与公司深耕的游戏业务相辅相成，高质量营销加强主营游戏业务在互联网产业链中的变现能力，从而打造高成长产业链闭环。

姚记科技与字节跳动长期合作，提升用户量及投放效率。《鱼丸游戏（2014）》、《姚记捕鱼（2018）》（《捕鱼炸翻天》）、《小美斗地主（2020）》、《指尖捕鱼（2020）》等在头条系买量经验丰富，其中字节跳动独家代理《小美斗地主》1月广告投放数手游排行榜TOP20，春节期间在iOS游戏免费榜排名第一。

投资建议：我们近期推出《行业点评：字节跳动游戏合作梳理》及周报多次强调字节跳动入局游戏带来边际变化，优先关注合作公司带来的业绩增量，除姚记科技外，游戏合作的凯撒文化（6月12日出战略合作公告）、中手游、富春股份、赛为智能以及买量合作的三七互娱、世纪华通、掌趣科技、完美世界、金科文化也值得关注。芦鸣科技20年承诺业绩2700万，以及公司同时披露出售上海嘉定工业用地预计产生的净利润约为6200万元（非经），加上上海细胞5亿投资收益（非经），预计将继续增厚姚记科技20年业绩。姚记科技前期与字节跳动在游戏方面的深度合作以及此次收购以字节跳动买量为核心的芦鸣科技，表明公司继续围绕头条进行深度布局，建议积极关注。

风险提示：游戏作品不及预期；监管风险；头条合作不及预期

## 1. 事件点评

事件：2020年6月13日，姚记科技披露拟以现金方式收购以字节跳动系信息流广告营销为核心的参股公司芦鸣科技88%股权，购买价格为2.63亿元。根据公告，19年全年芦鸣科技营收为7.63亿元，净利润为0.21亿元；20年1-4月营收为4.32亿元，净利润为0.04亿元。芦鸣科技的股东全部权益价值为2.99亿元，按19年净利2069万元，对应静态估值为14x。本次交易完成后，姚记科技将持有芦鸣科技100%股权，芦鸣科技将成为公司全资子公司。根据19年年报，姚记科技对上海芦鸣网络科技有限公司投资3000万元，持股12%，对应静态估值为12x。

表1：芦鸣科技19年及20年1月-4月的主要财务数据

项目	2019年12月31日	2020年4月30日
总资产	1.62亿元	1.76亿元
负债	0.97亿元	1.08亿元
所有者权益	0.64亿元	0.68亿元
项目	2019年度	2020年1月-4月
营业收入	7.63亿元	4.32亿元
营业总成本	7.38亿元	4.28亿元
利润总额	0.25亿元	0.05亿元
净利润	0.21亿元	0.04亿元
经营活动产生的现金流量净额	-0.17亿元	0.04亿元

资料来源：公司公告、天风证券研究所

原股东承诺芦鸣科技于2020年、2021年、2022年和2023年实现的净利润分别不低于人民币2700万元、人民币3500万元、人民币4000万元和人民币4500万元。若芦鸣科技实现的实际净利润数<净利润承诺数，则原股东须按照以下计算方式确定补偿金额（**先以其各自拥有的自有资金向现股东进行补偿**）：

原股东当年应补偿金额 = (芦鸣科技截至当年期末累计净利润承诺数 - 芦鸣科技截至当年期末累计实现的实际净利润数) / 盈利补偿期间内芦鸣科技的净利润承诺数总额 × 芦鸣科技总估值 × 88% - 已补偿金额

任一原股东当年应补偿金额 = 原股东当年应补偿金额 × 该原股东于股权转让前持有芦鸣科技股权比例/88%

未来5年，芦鸣科技高管将保持稳定。业绩承诺和任职承诺将一定程度上保证芦鸣科技被收购后业务的稳定性和增长潜力。

表2：管理层及核心人员名单

管理层及核心人员名字	所在公司	任职
郑隆腾	上海芦鸣网络科技有限公司	总经理
夏玉春	上海芦鸣网络科技有限公司	人事总监
黄立羽	上海闲锐网络科技有限公司	视频总监
黄旭晨	上海闲锐网络科技有限公司	运营总监

资料来源：公司公告、天风证券研究所

芦鸣科技主营业务为互联网营销，致力于为客户提供移动互联网精准营销服务，以技术和数据驱动流量运营，深挖流量价值。公司以字节跳动系信息流广告营销为核心，构建覆盖数据分析、效果营销、效果优化、短视频内容生产、内容营销的互联网营销全链条，通过技术和数据提升用户转化效果，为网络服务、电商、游戏、金融、教育、快速消费品等行业客户提供最具商业价值的一体化营销服务。同时，芦鸣科技帮助客户制定基于目标用户的整体优化策略，有针对性地对广告物料、投放时段、目标人群、投放媒体、投放地域、

人群拓展等方面进行优化，致力于为客户提供移动互联网精准营销服务，以基于大数据的精准营销提升广告投放回报率，与大量优质客户形成长期稳定的合作关系，打造了强大的行业头部客户资源矩阵。

姚记科技过去以各类扑克牌的设计、生产和销售为主业。近年来，面对扑克牌行业的整体下滑，公司积极转型进入医疗健康、网络游戏等领域，成绩亮眼。2018年4月，姚记出资6.68亿收购休闲竞技类手游企业成蹊科技53.45%股权，实现并表；2019年4月，姚记又以6.68亿元收购成蹊科技余下46.55%股权，至此成蹊科技成为姚记全资子公司，并于2019年末收购大鱼竞技26%股权（收购后共持股51%），成蹊科技业绩高速增长，带动公司业绩重回增长轨道。公司转型游戏加速互联网行业布局，芦鸣科技在互联网营销上的经验优势与公司深耕的游戏业务相辅相成，高质量营销加强主营游戏业务在互联网产业链中的变现能力，从而打造高成长产业链闭环。

姚记科技与字节跳动长期合作，提升用户量及投放效率。《鱼丸游戏（2014）》、《姚记捕鱼（2018）》、《捕鱼炸翻天》、《小美斗地主（2020）》、《指尖捕鱼（2020）》等在头条系买量经验丰富，其中字节跳动独家代理《小美斗地主》1月广告投放数手游排行榜TOP20，春节期间在iOS游戏免费榜排名第一。

## 2. 芦鸣科技简介

上海芦鸣网络科技有限公司隶属于姚记科技旗下的数字科技产业矩阵，致力于打造互联网一站式整合营销。作为媒体与客户之间的触媒通道，芦鸣以字节跳动系信息流广告营销为核心内容，打造生产、流量运营变现以及KOL达人孵化的渠道，为客户提供全面的整合营销、广告创意设计、网红达人、内容制作、品牌传播等一站式、专业、拥有行业数据积累经验的整合营销服务。

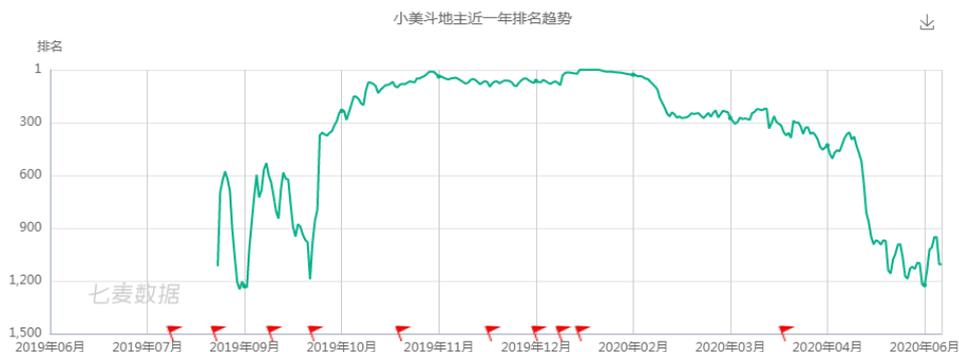
芦鸣创始团队汇聚了来自腾讯、今日头条、百度等核心媒体以及核心代理商等知名互联网企业的人才，涵盖整合营销全领域专业能力。目前拥有多行业TOP级优质客户，如360、网易，完美世界等。

## 3. 姚记科技游戏表现

2019年，公司基于传统主业与“大娱乐”战略的联动性，公司逐步实现了以移动游戏业务为重心，不断向互联网领域扩张的竞争格局。2019年公司成功收购了成蹊科技剩余股权，控股了大鱼竞技等互联网游戏公司，成功完成了转型升级，已形成以扑克牌和移动游戏为主的两大业务板块。公司将愉趣公司转让给成蹊科技，利用成蹊科技的资源优势和团队优势，实现愉趣公司在游戏领域的业务开拓。

愉趣旗下产品《小美斗地主》由字节跳动独家代理于2020年1月正式上线，位于1月广告投放数手游排行榜TOP20，春节期间在iOS游戏免费榜排名第一。《捕鱼炸翻天》表现强劲，近半年以来一直稳居iOS国内畅销榜前100名。3月上线的《指尖捕鱼》居iOS国内畅销榜前200名。

图 1:《小美斗地主》近一年免费榜游戏排名



资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 2:《捕鱼炸翻天》近一年畅销榜游戏排名



资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 3:《指尖捕鱼》近三个月畅销榜游戏排名



资料来源：七麦数据、天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com