

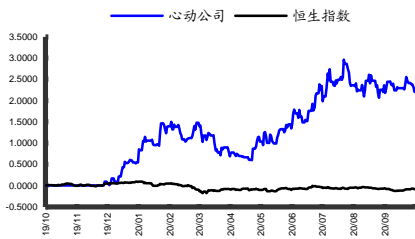
研究所

证券分析师：朱珠 S0350519060001
021-61981372 zhuz@ghzq.com.cn
联系人：于越 S0350120080038
yuy05@ghzq.com.cn

独家游戏与 TapTap 协同成长，注重研发能力与 用户规模“双提升”

——心动公司（2400.HK）深度报告

最近一年走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
心动公司	0.0	7.5	220.4
恒生指数	-2.0	-3.3	-9.6

市场数据

当前价格（港元）	38.00
52周价格区间（港元）	11.26-47.9
总市值（百万港元）	17256.28
流通市值（百万港元）	17256.28
总股本（万股）	45411.27
流通股（万股）	45411.27
日均成交额（百万港元）	97.31
近一月换手（%）	8.11

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **公司 2016-2019 年营业总收入四年复合增速为 54.79%，归母净利润四年复合增速为 140.32%，营收、净利润均保持快速增长趋势。**2016 年底公司合并易玩之后，自 2017 年起高毛利率的信息服务业务产生收入，游戏业务与信息业务双驱动，助力公司业绩高速增长。2019 年公司毛利率和净利率分别为 62.4% 和 18.1%，公司整体毛利率逐年增长，主要受益于海外市场按净额基准确认的游戏运营收入占比提升，高毛利率的信息服务业务收入占总收入比例的提升，以及信息服务业务的毛利率提升。
- **独家游戏驱动 TapTap 用户规模高速增长** 2017-2019 年三年 TapTap app 平均 MAU 复合增速为 32.47%，截至 2019 年底，TapTap app 平均月活跃用户为 1790 万，受疫情期间用户线上娱乐需求旺盛影响，2020 年上半年，TapTap app 平均月活跃用户同比增长 51.9% 至 2480 万。公司战略以独家游戏内容驱动 TapTap 用户增长，《香肠派对》《江南百景图》《帕斯卡契约（安卓版）》等精品独家游戏为 TapTap 带来用户的同时，也有助于提升公司在玩家中的品牌认可度，进而收获口碑。公司的自研游戏业务，除了创造自研游戏本身的收入外，还可以通过精品的游戏内容为 TapTap 带来用户增长，进而创造额外的价值与回报。
- **TapTap 采用不分成模式，注册开发商数量不断增长** 与传统联运渠道采用游戏流水分成的模式相比，TapTap 让利游戏开发商，以广告作为平台的核心盈利模式，不参与游戏流水的分成，成为游戏开发商获取利润最高的渠道之一。此外，TapTap 搭建了玩家与游戏开发商之间的桥梁，提供了两者之间交流互动的平台，利于游戏向精品化方向的不断打磨。截至 2020 年上半年，TapTap 的注册开发商数量约为 13000 名，注册开发商的数量实现快速增长，TapTap 在开发商中的影响力不断扩大。
- **盈利预测和投资评级：** 首次覆盖，给予买入评级。公司发力自研，2020 年下半年《火炬之光：无限》《心动小镇》与《项目 A》进入量产阶段，预计部分自研游戏将于 2021 年正式上线，带来业绩弹性，公司后续拟推出的自研游戏品类丰富，注重提供持续可玩的游戏内容，2020 年 6 月公司于港澳台地区推出《明日方舟》，同时计划在

2020年下半年推出《人类跌落梦境》《泰拉瑞亚》等付费游戏，公司游戏组合内容进一步丰富，叠加 TapTap 新游发布会亮相的产品相继上线，重点新游《原神》可用 TapTap 账号登录，精品游戏导流有望助推 TapTap 用户规模快速增长。此外，2020 年 TapTap 的产品改版及全球化的步伐将有望为 TapTap 带来更多的价值，基于审慎客观的原则，暂不考虑公司非公开发行股票的影响，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 4.00 亿元人民币、5.52 亿元人民币、7.51 亿元人民币（同比增速分别为 15.4%、38.0%、36.1%），对应最新市值的 PE 分别为 43.2 倍、31.3 倍、23.0 倍，首次覆盖，给予买入评级。

- **风险提示：** 市场竞争加剧风险、行业政策监管风险、头部游戏收入下滑风险、新游表现不达预期风险、游戏产品延期上线风险、出海游戏产品表现不及预期风险、公司与 Steam 业务的对比仅供参考、公司非公开发行的不确定性。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（人民币百万元）	2841	3264	4034	4964
增长率(%)	50.5%	14.9%	23.6%	23.1%
归母净利润(人民币百万元)	347	400	552	751
增长率(%)	21.6%	15.4%	38.0%	36.1%
摊薄每股收益（人民币元）	0.82	0.88	1.21	1.65
ROE(%)	15.2%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、秉持“聚匠人心，动玩家情”愿景的心动公司	6
1.1、公司介绍：游戏业务与 TapTap 社区平台协同成长	6
1.2、财务数据：游戏业务与信息服务业务双驱动	7
2、专注“发现好游戏”的 TapTap	14
2.1、TapTap 简介	14
2.2、TapTap 的产品内容与功能	15
2.3、TapTap 的长期价值——不断增长的优质玩家与注册开发商	20
2.4、TapTap 新游发布会携重点产品亮相	24
2.5、精品游戏社区平台对比——TapTap VS Steam	25
2.6、浅析 TapTap 对精品游戏开发者的意义	30
3、“自研+代理”游戏驱动公司游戏业务增长	32
3.1、夯实自研实力是公司发展的核心驱动力之一	34
3.2、精品代理游戏助力游戏业务成长	36
3.3、付费游戏的快速增长	38
3.4、“投资+代理”扩张公司精品游戏版图	39
4、盈利预测与评级	41
5、风险提示	42

图表目录

图 1: 心动公司里程碑.....	6
图 2: 心动公司主要股权结构.....	7
图 3: 2016-2019 年总营收及同比增速.....	8
图 4: 2016-2019 年归母净利润及增速.....	8
图 5: 2016-2019 年心动公司各主营业务收入及增速.....	9
图 6: 心动公司游戏运营业务按不同承担角色所确认的收入比例.....	10
图 7: 2016-2019 年心动公司按总额、净额基准确认收入情况.....	12
图 8: 2016-2019 年心动公司费用情况.....	13
图 9: 2016-2019 年心动公司费用率情况.....	13
图 10: 2016-2019 年心动公司经营活动产生的现金流量净额及同比增速.....	14
图 11: 2016-2019 年 TapTap app 平均月活跃用户及同比增速.....	15
图 12: 2017-2019 年 TapTap 单用户广告收入及同比增速.....	15
图 13: TapTap 功能导图 (版本 2.4.6).....	16
图 14: TapTap 首页—推荐界面展示.....	17
图 15: TapTap 首页—视频界面展示.....	17
图 16: TapTap 发现界面展示.....	18
图 17: TapTap 动态界面展示.....	18
图 18: TapTap 排行界面展示.....	19
图 19: TapTap 我的游戏界面展示.....	19
图 20: TapTap 官方周边淘宝店展示.....	19
图 21: TapTap 海外版展示 (版本 2.4.7).....	20
图 22: 2016-2019 年 TapTap 游戏下载量及同比增速.....	21
图 23: 2017-2019 年 TapTap 游戏评测及论坛帖子数.....	21
图 24: 2016-2019 年 TapTap 注册开发商数量.....	22
图 25: TapTap“篝火计划”社区展示.....	23
图 26: TapTap 独家游戏《江南百景图》素材展示.....	24
图 27: TapTap 独家游戏《帕斯卡契约》素材展示.....	24
图 28: 《原神》素材展示.....	25
图 29: 《玛娜希斯回响》素材展示.....	25
图 30: 2015-2018 年 Steam 全球注册用户数.....	26
图 31: 2015-2018 年发行商在 Steam 发行的游戏数量.....	26
图 32: Steam 同时在线人数变化 (截至 2020.10.13 16:00).....	26
图 33: 在线玩家人数 Top10 (2020.10.13 16:00).....	26
图 34: Steam 功能导图.....	27
图 35: Steam 2019 年度最畅销游戏—铂金 (最高) 等级.....	28
图 36: Steam 全球流量图 (截至 2020.10.13 止前 7 日).....	29
图 37: 中国内地移动游戏行业价值链.....	30
图 38: 2016-2019 年公司网络游戏平均月活跃用户.....	33
图 39: 2016-2019 年公司网络游戏平均月付费用户.....	33
图 40: 2016-2019 年公司网络游戏每付费用户平均每月收入.....	33
图 41: 《仙境传说 M》官方截图展示.....	35
图 42: 《火炬之光: 无限》官方截图展示.....	36
图 43: 《不休的乌拉拉》官方截图展示.....	37
图 44: 《香肠派对》官方截图展示.....	38

图 45: 《艾希 (ICEY)》官方截图展示.....	39
图 46: 《喵斯快跑》官方截图展示	39
表 1: 2016-2019 年心动公司主营收入构成.....	9
表 2: 2016-2019 年心动公司游戏运营业务按不同标准确认收入构成	10
表 3: 2016-2019 年心动公司收入成本构成.....	11
表 4: 2016-2019 年心动公司毛利率、净利率情况.....	12
表 5: 2020TapTap 游戏发布会产品	24
表 6: 2020 年 9 月应用商店/游戏平台 MAU Top10	32
表 7: 2016-2019 年心动公司游戏运营收入按地区构成.....	34
表 8: 心动公司推出的部分知名授权代理游戏	36
表 9: 心动公司推出的部分热门付费游戏.....	39
表 10: 心动公司投资的部分游戏研发公司.....	40

1、秉持“聚匠人心，动玩家情”愿景的心动公司

1.1、公司介绍: 游戏业务与 TapTap 社区平台协同成长

心动公司为国内知名游戏公司，于 2019 年 12 月在香港上市，公司不仅在中国及海外地区从事研发、运营、发行游戏的业务，也运营国内领先的游戏社区平台 TapTap。公司秉承“聚匠人心，动玩家情”的愿景，致力于持续地为玩家带来优质游戏，以及支持开发者创作和发布游戏。心动网络成立于 2011 年，早期曾发行《天地英雄》《神仙道》等知名页游，于 2015 年 11 月在新三板挂牌上市，为实现发展国际融资平台及提高股东价值的总体战略目标，公司在 2018 年 10 月自愿将心动网络的股份自新三板摘牌，2019 年心动公司赴香港上市。

公司拥有不同品类的多元化游戏组合，截至 2020 年 6 月，公司的游戏组合包括 35 款网络游戏及 11 款付费游戏，包括《仙境传说 M》《不休的乌拉拉》《香肠派对》《蓝颜清梦》和《少女前线》等产品。据心动公司招股书显示，公司 2018 年在中国手机游戏市场排名第 18 位，市场份额为 0.9%，按 2018 年手游的收入计，公司 2018 年在海外赚取大部分游戏运营收入的中国游戏运营商中排名第五。据 App Annie 数据统计，心动网络位居 2019 年度中国厂商出海收入排行榜的第 26 名。

TapTap 是中国领先的手游社区及发行平台，由易玩（上海）网络科技有限公司在 2016 年 8 月推出。TapTap 致力于为全球用户提供更全面的 game 选择，包括优质的网络游戏与付费游戏。截至 2020 年上半年，TapTap 的 app 平均月活跃用户达到 2480 万，同比增长 51.9%。

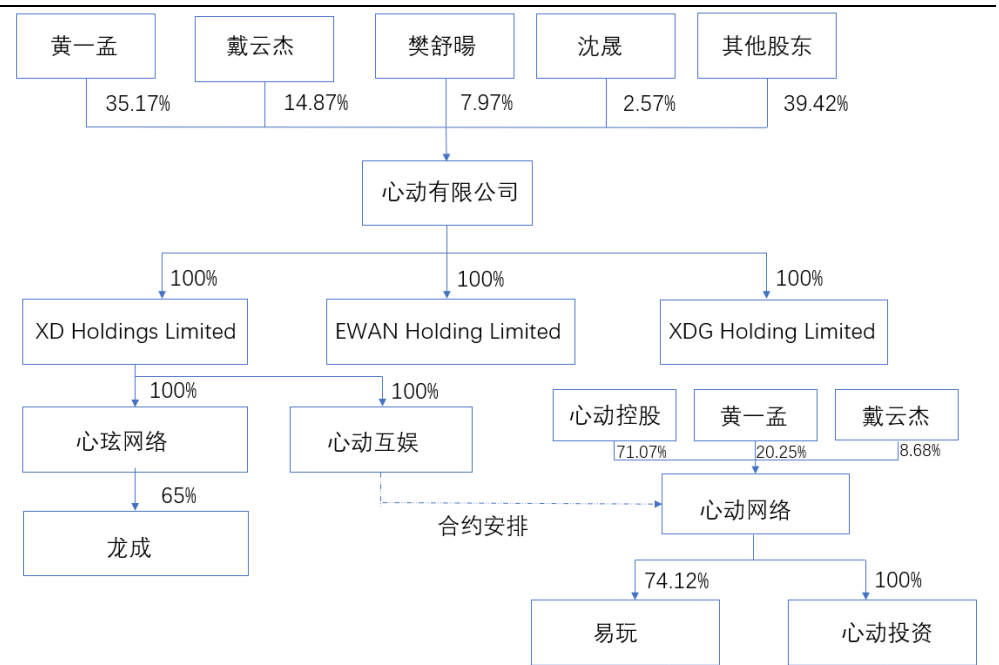
图 1：心动公司里程碑



资料来源：心动公司招股书、国海证券研究所

心动公司贯通上游研发、中游发行、下游渠道平台的游戏全产业链。公司主要通过心动网络股份有限公司、易玩(上海)网络科技有限公司和上海龙成网络科技有限公司开展业务。心动网络为公司的中国综合联属实体,主要从事游戏开发及运营,公司通过外商独资企业(心动互娱)与心动网络的股东之间的合约安排,来有效控制及接受心动网络当前运营业务所产生的的全部经济利益;易玩成立于2016年3月,负责 TapTap 运营,2020年8月,心动网络拟以3.3亿元收购易玩(上海)网络科技有限公司18.34%股权,完成后,心动网络将持有易玩74.12%股权,本次收购将进一步强化心动公司的游戏业务与 TapTap 之间的协同效应,据 it 桔子显示, TapTap 投后估值为18亿元;龙成于2015年9月成立,主要负责海外网络游戏运营及发行,2019年5月,心动公司旗下心弦网络自心动网络股份有限公司收购上海龙成网络科技有限公司65%股权。心动公司控股股东为黄一孟先生及 Happy Today Holding Limited,黄一孟先生直接持有210万股(总股本0.46%),并从 Happy Today Holding Limited 持有的1.58亿股股份(总股本34.71%)中拥有权益,合计持有35.17%。

图 2: 心动公司主要股权结构



资料来源:公司公告、天眼查、国海证券研究所

1.2、财务数据: 游戏业务与信息服务业务双驱动

公司的整体战略为通过研发和发行为 TapTap 提供优质的独家内容,依靠独家内容驱动 TapTap 用户增长,凭借 TapTap 自身的运营优势留下用户、产生收入,然后通过 TapTap 反哺第一方和第三方的内容创作,从而产生更多优质内容,驱动 TapTap 的进一步成长。

公司的主营业务包括游戏业务与信息服务业务。游戏业务主要是来自第三方及自有分发平台销售网络游戏的游戏内虚拟物品,以及付费游戏产生的游戏运营收入。信息服务业务主要来自 TapTap 提供在线推广服务产生的收入。

公司营业总收入由 2016 年的 7.66 亿元增长至 2019 年的 28.41 亿元，四年复合增速为 54.79%，归母净利润由 2016 年的 0.25 亿元增长至 2019 年的 3.47 亿元，四年复合增长率为 140.32%，营收、净利润均保持快速增长趋势。2016 年底公司合并易玩之后，自 2017 年起，高毛利率的信息服务业务产生收入，游戏业务与信息业务共同驱动公司近三年营收、净利润高速增长。2020 年上半年，公司实现总营收 14.41 亿元，同比增长 9.75%，归母净利润为 2.07 亿元，同比减少 12.73%，2020H1 归母净利润下滑的主要原因为《不休的乌拉拉》《香肠派对》《蓝颜清梦》等代理游戏的开发商收益分成增加、发行平台与支付渠道收取的佣金增加、研发费用的增加以及 2020H1 推出的新游较少等。

图 3：2016-2019 年总营收及同比增速

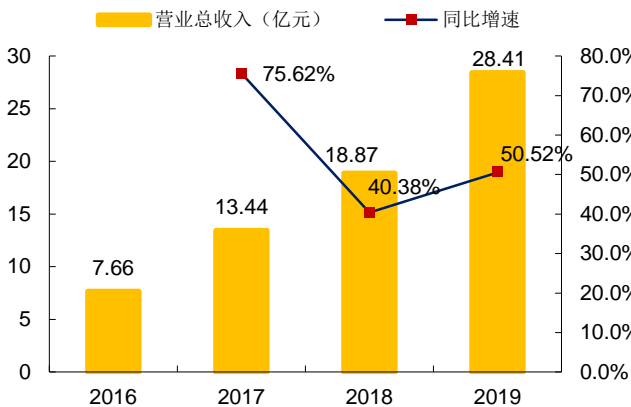
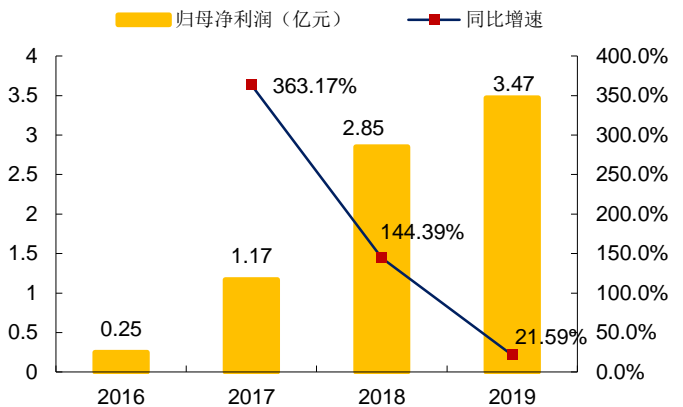


图 4：2016-2019 年归母净利润及增速

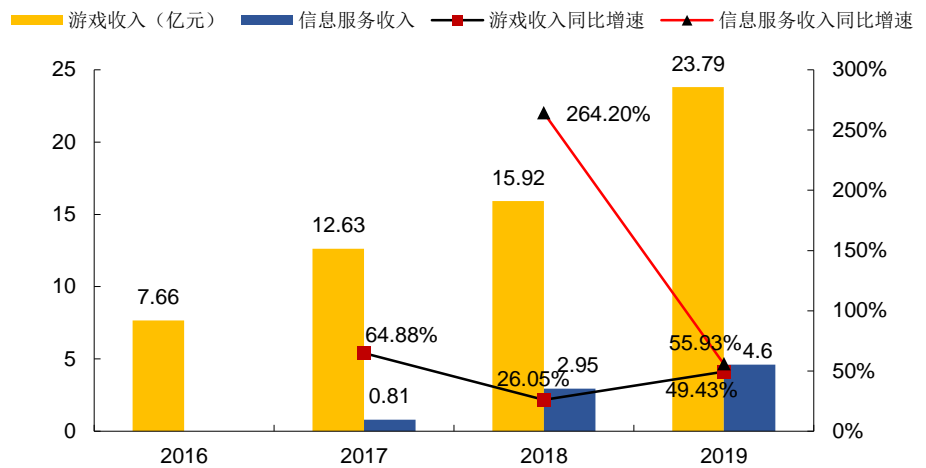


资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

从主营业务看，公司游戏业务 2016-2019 年四年复合增长率为 45.90%，信息服务业务 2017-2019 三年复合增长率为 138.31%，两项主营业务均有出色的高增速表现。由于公司在 2017 年 7 月推出在线推广服务以及 2018 年增加货币化力度，2018 年的信息服务业务收入实现大幅增长，同比增速高达 264.20%。2020 年上半年，公司主营业务中，游戏业务收入同比增长 8.1%至 11.88 亿元。其中，网络游戏收入同比增长 3.8%至 11.11 亿元，代理游戏《不休的乌拉拉》《香肠派对》《蓝颜清梦》表现稳健，但由于《仙境传说 M》的收入下滑抵消了网络游戏的部分增长，导致网络游戏收入同比增速不高。公司付费游戏收入增速亮眼，2020H1 付费游戏收入同比增长 98.4%至 0.5 亿元，主要由于《恶果之地》先后于 Switch、TapTap 推出，以及《喵斯快跑》的稳健表现。此外，从 2020 年 1 月起，公司开始提供游戏内营销及推广服务以拓展收入来源，公司在 2020 年 1 月为第三方广告商推出在《香肠派对》投放精准广告，截至 2020 年上半年总计产生 0.235 亿元收入。2020 年上半年，信息服务收入为 2.53 亿元，同比增长 19.9%，主要是由 TapTap 的 app 平均月活跃用户的高速增长推动。

图 5：2016-2019 年心动公司各主营业务收入及增速



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

各主营业务收入占比方面，受益于 TapTap 平台月活跃用户的高速增长，信息服务业务自 2017 年对公司贡献收入起，其收入占比不断提升，信息服务收入占比由 2017 年的 6.0% 提升至 2019 年的 16.2%。截至 2020 年上半年，信息服务收入占比为 17.6%。游戏业务收入占比虽然逐年下降，但仍保持较好的增长趋势，且为公司营收的主要来源。

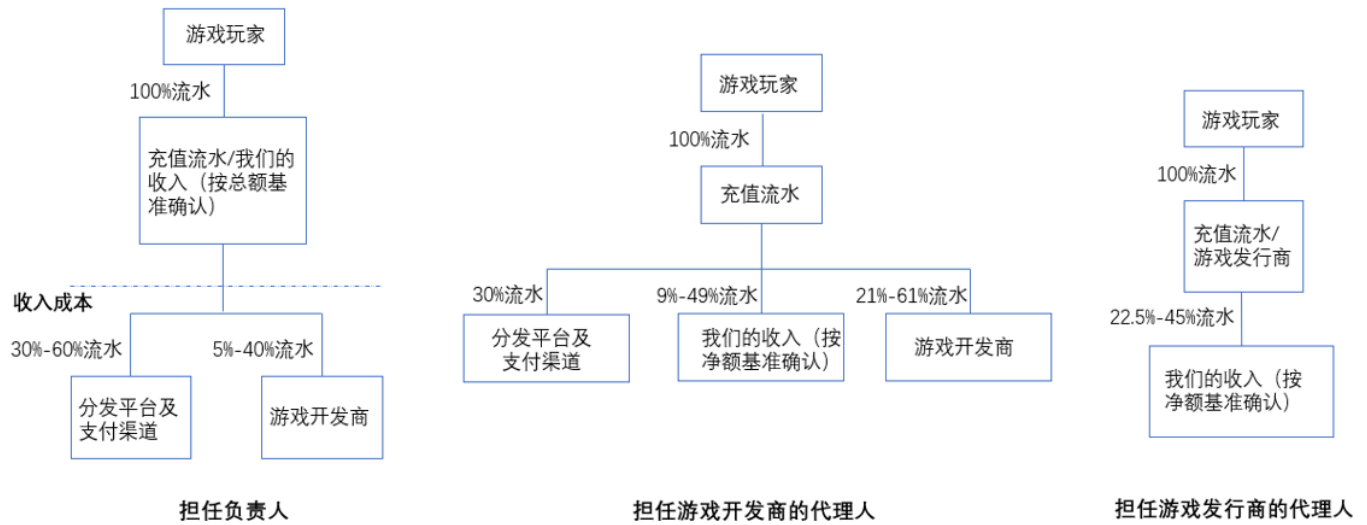
表 1：2016-2019 年心动公司主营收入构成

	2016		2017		2018		2019	
主营业务	收入 (亿元)	占比	收入 (亿元)	占比	收入 (亿元)	占比	收入 (亿元)	占比
游戏	7.66	100%	12.63	94.0%	15.92	84.4%	23.79	83.8%
信息服务	--	--	0.81	6.0%	2.95	15.6%	4.60	16.2%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

收入确认方面，公司的游戏运营业务按确认收入标准的不同，可以分为按总额基准确认收入和按净额基准确认收入，主要取决于公司在游戏运营和发行中所承担的角色。当公司作为负责人时，按总额基准确认游戏收入，公司的收入相当于游戏的全部充值流水，支付给分发平台和支付渠道的佣金、支付给第三方游戏开发商的许可费计入收入成本；当公司作为游戏开发商代理人时，按净额基准确认游戏收入，公司的收入占游戏充值流水的部分比例，若游戏开发商给予心动公司选择分发平台和支付渠道的自主权，向分发平台及支付渠道支付的佣金按总额基准呈列并计入收入成本；当公司作为游戏发行商代理人时，按净额基准确认收入。信息服务业务方面，公司按 CPA 或 CPS 定价模式从使用在线推广服务的客户收取费用，除在线推广服务外，就通过 TapTap 分发的付费即玩游戏而言，公司通常收取游戏价格最高 5% 的费用作为分发平台费，就免费畅玩而言，公司不收取分发平台费。

图 6: 心动公司游戏运营业务按不同承担角色所确认的收入比例



资料来源: 心动公司招股书、国海证券研究所

公司游戏运营业务收入中,按总额基准确认的收入占游戏运营业务收入的比例自2016年起逐年降低,其比例由2016年的98%降至2019年的61.1%,而按净额基准确认收入的比例逐年提升,主要是得益于《仙境传说 M》《梦幻模拟战》等游戏在海外市场按净额基准确认收入的游戏的良好表现。2020年上半年,公司按总额基准确认的收入为8.48亿元(占游戏运营总收入73%),而按净额基准确认的收入为3.14亿元(占游戏运营总收入27%),按总额基准确认的收入及其占比较2019年同期均有增加,主要由于《香肠派对》《蓝颜清梦》等代理游戏的收入增加,而《仙境传说 M》在海外市场的收入减少,导致公司按净额基准确认的收入减少。

表 2: 2016-2019 年心动公司游戏运营业务按不同标准确认收入构成

	2016		2017		2018		2019	
游戏运营业务	收入(亿元)	占比	收入(亿元)	占比	收入(亿元)	占比	收入(亿元)	占比
按总额基准确认	7.4	98.0%	11.55	92.2%	11.01	69.3%	14.51	61.1%
按净额基准确认	0.15	2.0%	0.98	7.8%	4.87	30.7%	9.25	38.9%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

收入成本方面,公司游戏业务收入成本包括由分发平台及支付渠道收取的佣金、游戏开发商的收益分成(在公司担任负责人的情况下)、带宽和服务器托管费以及员工福利开支等,公司信息服务业务收入成本包括带宽和服务器托管费以及员工福利开支。游戏业务2016-2019年的收入成本分别为4.25亿元、7.09亿元、7.41亿元、10.14亿元,四年复合增速为33.62%,信息服务业务2017-2019年的收入成本分别为0.32亿元、0.35亿元、0.53亿元,三年复合增速为28.70%。**收入成本占比方面,**2017-2019年信息服务业务的收入成本占总收入成本的比例

逐年增加，主要是带宽及服务器托管费的增长，与 TapTap app 的平均月活跃用户增长、游戏玩家在 TapTap 的活跃度增加相符，但游戏业务的收入成本占比仍保持在 90%以上。2020 年上半年，游戏业务、信息服务业务的收入成本分别为 5.78 亿元、0.37 亿元，占总收入成本的比例分别为 94%、6%，信息服务业务收入成本占比进一步扩大。

表 3: 2016-2019 年心动公司收入成本构成

	2016		2017		2018		2019	
主营业务	成本 (亿元)	占比	成本 (亿元)	占比	成本 (亿元)	占比	成本 (亿元)	占比
游戏	4.25	100%	7.09	95.6%	7.41	95.4%	10.14	95.1%
信息服务	--	--	0.32	4.4%	0.35	4.6%	0.53	4.9%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

➤ 整体毛利率逐年增长，主要由于信息服务业务的收入占比不断增加，信息服务业务毛利率高于游戏业务毛利率。

游戏毛利率方面，公司 2016-2019 年游戏毛利率分别为 44.5%、43.9%、53.5%、57.4%。2017 年游戏业务毛利率较 2016 年略有下滑，主要由于长期资产减值、带宽与服务器托管费、无形资产摊销增加。2018 年的游戏毛利率较 2017 年提升近 10%，主要由于按净额确认的游戏运营收入占游戏运营收入总额的比例大幅提升。按净额基准产生的收入，分发平台、支付渠道的佣金以及游戏开发商的收益分成已扣除。

信息服务毛利率方面，公司 2017-2019 年信息服务毛利率分别为 59.9%、88.0%、88.6%，整体呈上升趋势，主要由于带宽及服务器托管费、雇员福利开支等成本维持相对稳定，而信息服务收入不断增长。

整体毛利率方面，公司 2016-2019 年整体毛利率分别为 44.5%、44.8%、58.9%、62.4%，整体毛利率由 2017 年的 44.8% 提升至 2018 年的 58.9%，提升幅度较大的原因为以下三点，一是海外市场按净额基准确认的游戏运营收入（来自《仙境传说 M》等游戏）占游戏运营收入总额的比例增加，二是高毛利率的信息服务业务收入占总收入比例的提升，三是信息服务业务毛利率上升，有关业务扩张使得公司营运成本保持相对稳定。2020 年上半年公司毛利率为 57.3%，较 2019 年同期的 67% 下滑近 10 个百分点，一方面是由于按总额基准确认游戏运营收入的游戏（《不休的乌拉拉》《香肠派对》等代理游戏）在 2020H1 表现稳健，使得按总额基准确认的游戏运营收入占游戏运营总收入的比例大幅提升，另一方面，公司信息服务业务的毛利率由 2019H1 的 89.7% 降至 85.5%，主要由于 TapTap 的平均月活跃用户增长率高于 TapTap 的收入增长率。**整体净利率方面**，公司 2016-2019 年净利率分别为 3.1%、9.0%、18.7% 和 18.1%，2020H1 公司净利率为 18.04%。

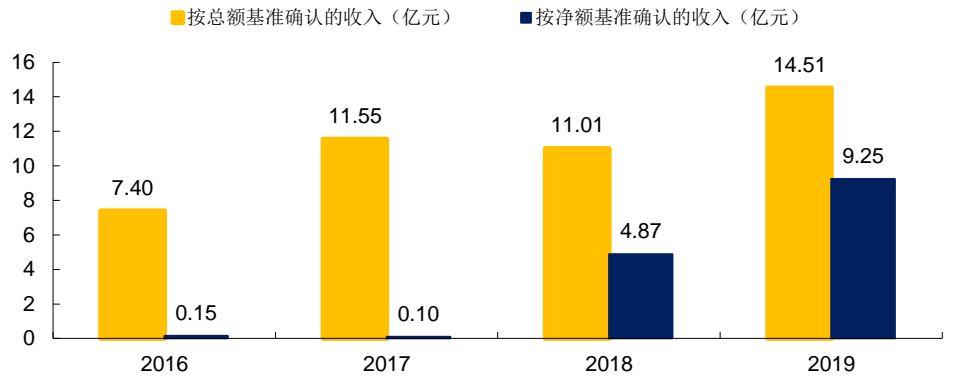
表 4: 2016-2019 年心动公司毛利率、净利率情况

	2016	2017	2018	2019
游戏毛利率	44.5%	43.9%	53.5%	57.4%
信息服务毛利率	--	59.9%	88.0%	88.6%
整体毛利率	44.5%	44.8%	58.9%	62.4%
整体净利率	3.1%	9.0%	18.7%	18.1%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

公司 2016-2019 年的游戏运营收入中, 按净额基准确认的收入不断增加。2019 年, 公司按净额基准确认的收入为 9.25 亿元, 占公司游戏运营总收入的 38.9%, 而公司按总额基准确认的收入占游戏运营总收入的比例降至 61.1%, 主要是由于《仙境传说 M》等按净额基准确认收入的游戏, 在海外市场的游戏运营收入有所增加。2020 年上半年, 按总额基准确认的收入为 8.48 亿元, 同比增长 57.08%, 而按净额基准确认的收入为 3.14 亿元, 同比减少 43.59%, 主要由于《香肠派对》《蓝颜清梦》(按总额基准确认) 收入增加, 以及《仙境传说 M》(按净额基准确认) 在海外市场的收入减少。

图 7: 2016-2019 年心动公司按总额、净额基准确认收入情况



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

费用端, 公司销售费用主要包括向外部广告代理和专业资讯传播公司支付的推广和广告开支, 以及销售和营销人员有关的雇员福利开支。公司 2016-2019 年销售费用分别为 1.86 亿元、2.44 亿元、4.48 亿元、7.45 亿元, 销售费用率分别为 24.33%、18.18%、23.74%、26.23%, 2019 年公司销售费用同比增加 66.3% 至 7.45 亿元, 主要由于新游戏营销活动增加、专业及技术服务费增加和 TapTap 的营销活动。2020 年上半年, 公司销售费用率为 19.30%, 一方面是由于 2020 年上半年推出的新游戏较少, 游戏业务销售费用减少, 另一方面公司上半年总营收实现同比增长 9.75%, 进而导致公司上半年销售费用率有所降低。

管理费用主要为行政人员有关的雇员福利开支、专业和技术服务费用、办公费用

以及办公空间有关的物业、厂房、设备以及使用资产折旧。2016-2019 年管理费用分别为 0.67 亿元、0.84 亿元、1.07 亿元、2.03 亿元，管理费用率分别为 8.71%、6.24%、5.69%、7.14%，2019 年受公司一次性上市开支、一般及行政人员雇员福利水平提高、就股份购回作出一次性以股份为基础的付款以及物业、厂房和设备折旧增加等原因，管理费用出现较大幅度的增长，同比增长 88.9%。2020 年上半年，公司管理费用和管理费用率分别为 0.81 亿元、5.65%。

研发费用主要为研发人员的雇员福利开支、游戏艺术设计和技术支持在内的专业技术服务费用。2016-2019 年研发费用分别为 0.79 亿元、1.17 亿元、1.98 亿元、3.18 亿元，研发费用率分别为 10.31%、8.71%、10.49%、11.19%，研发费用自 2016 年起逐年增加，研发费用率自 2017 年起不断提升，公司在研发上的投入不断加大，2020 年上半年，公司研发费用为 2.18 亿元，研发费用率为 15.13%，公司研发人员数量扩张、雇员福利水平提高、专业及技术服务的有关开支增加，将有利于公司提高游戏研发实力以及改良优化 TapTap 的产品。

图 8：2016-2019 年心动公司费用情况

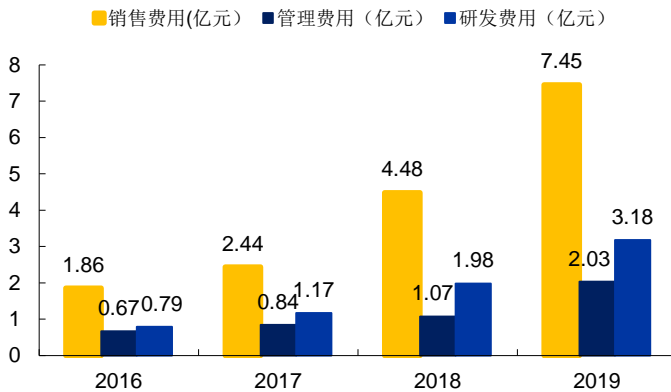
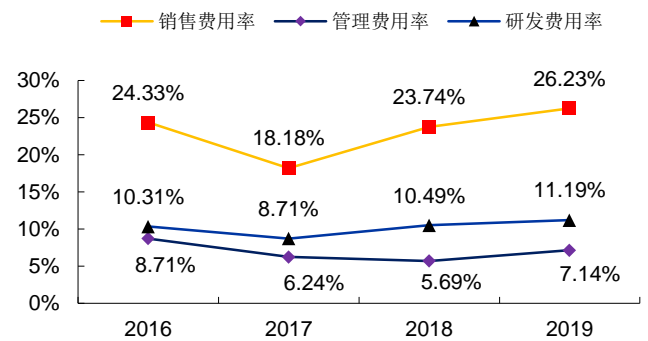


图 9：2016-2019 年心动公司费用率情况

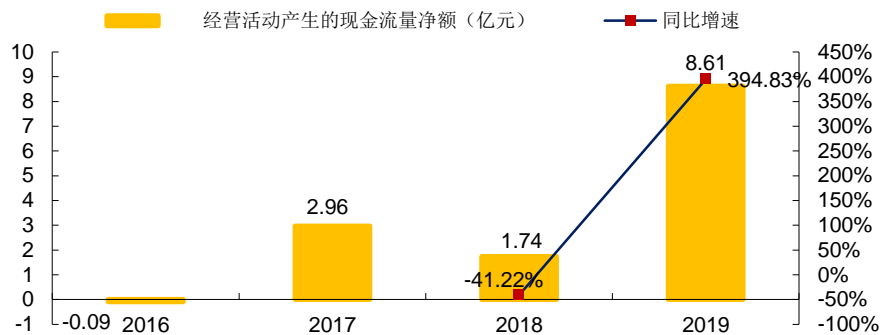


资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

经营性现金流方面，公司 2016-2019 年经营活动产生的现金流量净额分别为 -0.09 亿元、2.96 亿元、1.74 亿元、8.61 亿元，2017-2019 年经营活动产生的现金流量净额占净利润的比例分别为 252.99%、61.05%、248.13%，整体盈利质量较好。2018 年公司经营活动产生的现金流量净额低于净利润，主要是由于应收账款增加、预付款项增加以及应付账款减少等原因。2019 年公司经营性现金流为 8.61 亿元，同比增长 394.83%，且较净利润增加 5.14 亿元，主要为少数股东损益增加、上市开支、应付账款增加、折旧与摊销增加等原因，截至 2020 年上半年，公司现金及现金等价物和短期投资总额为 21.59 亿元，较 2019 年底的 18.34 亿元有所增加，主要由于 2020 年上半年经营活动产生现金净额 3.82 亿元。2020 年 7 月心动公司完成股份配售，总计取得 7.67 亿港元的所得款项净额，其中，5.37 亿港元将用于进一步开发 TapTap，包括通过开发第一方游戏、丰富内容和改进内容推荐算法提升 TapTap 的知名度、用户参与度和忠诚度，发掘于 TapTap 作进一步投资的潜在机会，开发及营销海外版 TapTap 等。

图 10: 2016-2019 年心动公司经营活动产生的现金流量净额及同比增速



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

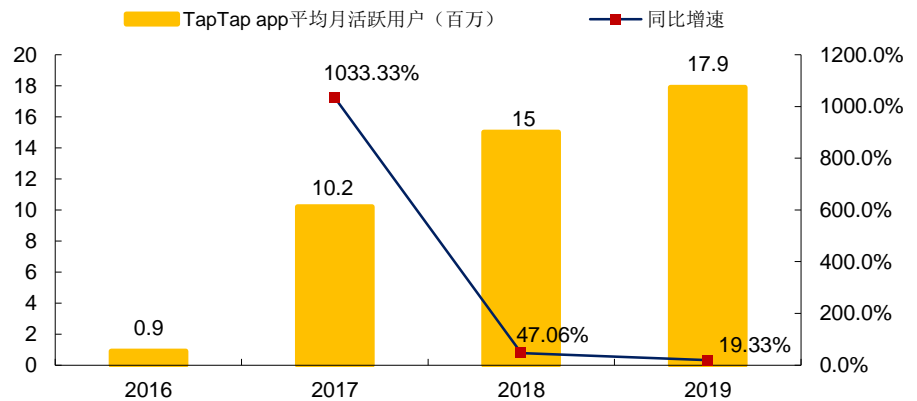
2、专注“发现好游戏”的 TapTap

2.1、TapTap 简介

心动公司于 2016 年通过对易玩的投资共同创办 TapTap，易玩已于 2016 年 12 月成为公司附属公司。TapTap 为中国领先的游戏社区和平台，Slogan 为“发现好游戏”。TapTap 移动 App 可用于 ios 系统和安卓系统，游戏玩家也可以在电脑端访问 TapTap 官网，其中，安卓系统为 TapTap 用户流量的主要入口。TapTap 向游戏玩家提供游戏信息、游戏推荐、可下载的游戏等手游资源库，也向玩家提供游戏评测、评分和社区论坛等社交和社区功能，TapTap 社区由玩家、开发商、媒体人共同组成，产出高质量的新鲜游戏 UGC 内容，吸引玩家参与到社区的互动中。

2019 年，TapTap 的游戏下载量为 3.52 亿次，同比增加 36.8%，游戏评论及论坛帖子的数量由 2018 年的 730 万条及 300 万条增长为 2019 年的 1160 万条及 650 万条，截至 2019 年底，TapTap app 平均月活跃用户为 1790 万，2017-2019 年三年 app 平均 MAU 复合增速为 32.47%，2020 年上半年，受疫情期间用户高涨的线上娱乐需求影响，2020H1 的 TapTap app 平均月活跃用户同比增长 51.9% 至 2480 万，TapTap 平台的用户参与度、活跃度不断提高。截至 2019 年底，在 TapTap 上注册的开发商数量已达 11006 个，相较截至 2018 年底的 7662 个注册开发商，注册开发商的数量增长明显，TapTap 在开发商中的影响力不断扩大。

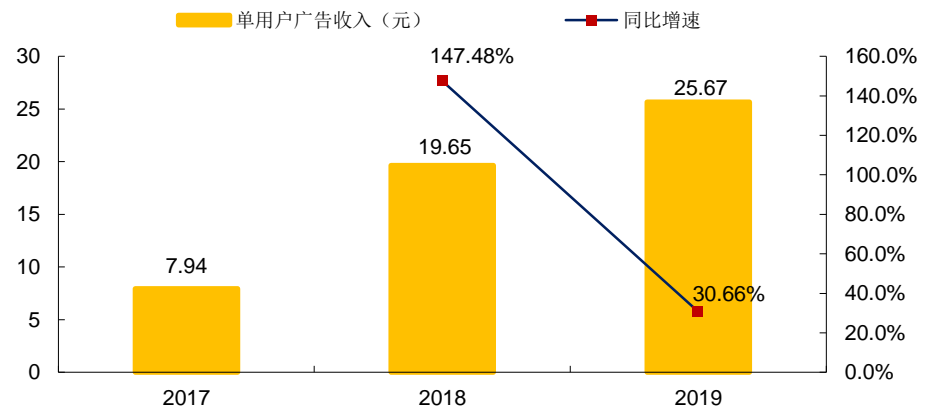
图 11: 2016-2019 年 TapTap app 平均月活跃用户及同比增速



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

2017-2019 年 TapTap 在线推广服务的年化单用户广告收入呈上升趋势, 由 2017 年的 7.94 元上升至 2019 年的 25.67 元, 且保持了较高的增速, 叠加 TapTap 平均月活跃用户的高速增长, 共同驱动公司信息业务收入的持续高增长。

图 12: 2017-2019 年 TapTap 单用户广告收入及同比增速



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

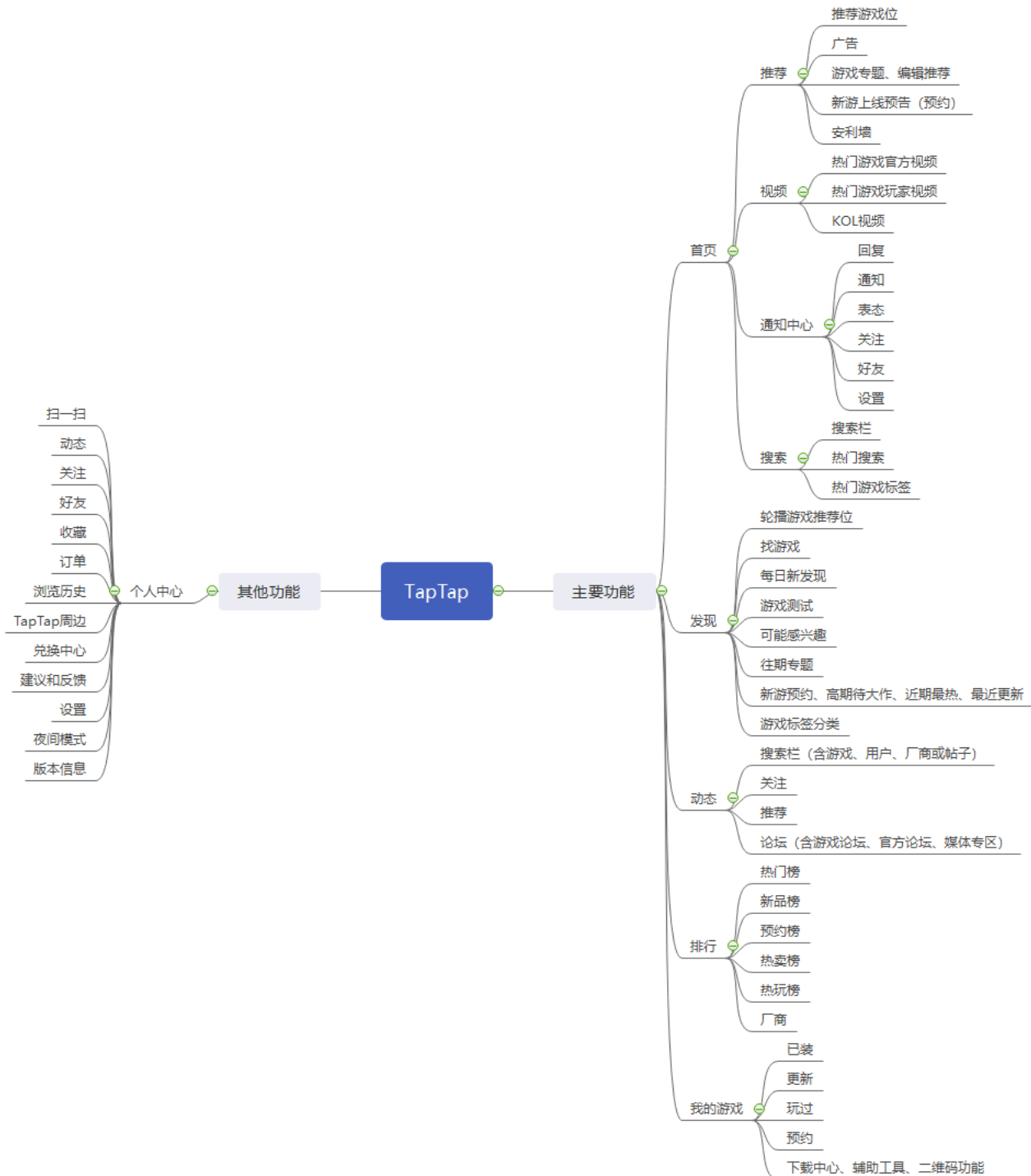
2.2、TapTap 的产品内容与功能

从 TapTap 手机游戏库来看, 截至 2019 年 9 月, TapTap 有 6500 多款手机游戏可供下载, 涵盖超过 41000 款游戏的信息, 包括基本游戏介绍、最新的游戏新闻等。TapTap 的产品功能主要分为“首页”、“发现”、“动态”、“排行”和“我的游戏”五个模块, 每个模块都有丰富的游戏相关内容和明确的功能, TapTap 的核心功能主要围绕推荐优质游戏、社交互动两方面, 其中社交互动不仅包括玩家与玩家之间的交流, 也包括玩家与游戏开发商之间的交流。此外, TapTap 的评分功能具有较高权威性和影响力, 据公司招股书显示, TapTap 拥有许多经验丰富的游戏玩家, 且愿意积极分享游戏体验, 而 TapTap 的游戏评分已成为中国手机游戏行业最权威的参考标准。玩家可使用游戏测评功能分享对游戏的观点以

及评分，一方面可以与其他玩家交流互动，另一方面也可直面游戏开发商，提供游戏建议与观点，间接参与到游戏的开发过程中，利于游戏开发商打磨更贴合受众需求的游戏内容。

TapTap 的核心战略是通过游戏研发和发行为 TapTap 提供优质的独家内容，凭借独家内容驱动 TapTap 用户增长，依靠 TapTap 自身的产品运营优势留下用户、产生收入，然后再通过 TapTap 反哺第一方和第三方的内容创作，从而产生更多的优质内容，继续驱动 TapTap 成长。

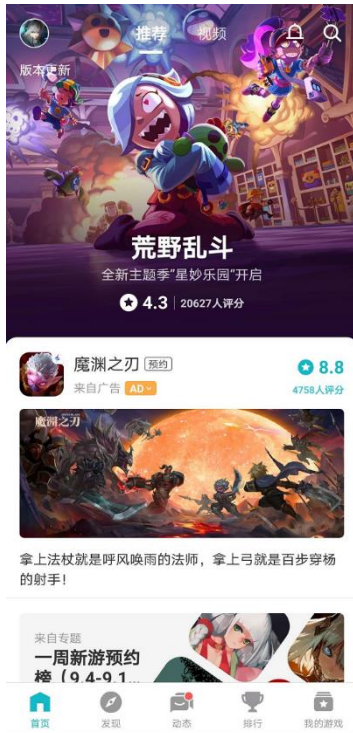
图 13: TapTap 功能导图 (版本 2.4.6)



资料来源: TapTap、国海证券研究所

“首页”模块包括推荐、视频、通知中心、搜索等功能。推荐的形式有首页 Banner 推荐位、广告、游戏专题、编辑推荐、新游上线预告、安利墙等。TapTap 使用专有、自动化的大数据算法为游戏玩家推送个性化的游戏内容，首页可通过下拉操作，实现对页面刷新更换其他推荐游戏。目前 TapTap 只有一个广告位，首页第二个推荐位即为广告位，广告内容由游戏 Banner 图、游戏评分和广告标语组成，广告收入也是 TapTap 的主要收入来源。编辑推荐游戏是 TapTap 采用的重要方式之一，编辑的推荐，也通常会获得游戏玩家较大的关注，TapTap 具有编辑每日推荐 3-10 款游戏的功能，编辑通过审查与游戏有关的资料并试玩，为玩家筛选精品游戏内容，筛选的标准包括游戏玩法、内容、创意、市场趋势、公众接受度和类似游戏的过往表现等。安利墙则为用户对游戏的评分与反馈，通过口碑的方式在玩家之间实现对游戏的宣传。搜索功能方面，TapTap 依靠庞大的手机游戏信息数据库为玩家提供特定游戏搜索服务，涵盖搜索栏、热门搜索及热门游戏标签。

图 14: TapTap 首页—推荐界面展示



资料来源：TapTap 截图、国海证券研究所

图 15: TapTap 首页—视频界面展示



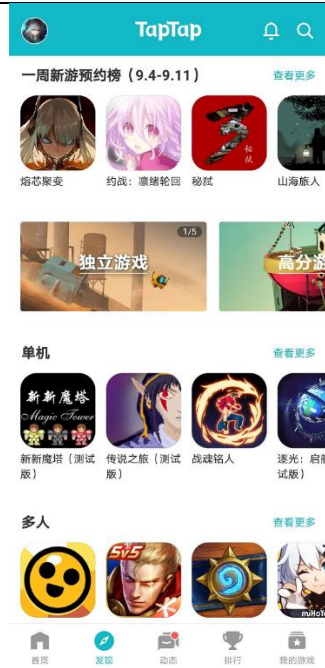
资料来源：TapTap 截图、国海证券研究所

“发现”模块包括轮播游戏推荐位、每日新发现、游戏测试、游戏标签分类等游戏相关内容。该模块的核心目的与首页模块的内容相同，也是向用户推荐精品游戏。发现页面最上方的游戏推荐位采用轮播的形式，内容涵盖游戏、游戏专题等，下方的每日新发现、游戏标签分类等游戏内容的展现多采用左右滑动的形式，增加平台游戏的曝光度，同时，游戏标签分类的游戏展示内容非常细致，游戏小标签丰富，可以一直下拉页面发现更多分类的游戏。

“动态”模块包括搜索栏、关注、推荐和论坛。在动态页面可以发布自己的动态，搜索栏与首页的搜索栏功能相同，关注页面可以查看已关注的玩家、游戏官方账号等发布的信息，推荐页面可以查看其它玩家发布的游戏内容以及添加关注，TapTap 鼓励用户主动关注好友和游戏，利用社交关系整合、推送信息，提高用

户获取信息的效率和质量，论坛功能满足了游戏玩家之间、游戏玩家与开发商之间的社交互动需求，论坛按类别氛围，关注的游戏论坛、热门游戏论坛、官方论坛和媒体专区。TapTap 的 UGC 内容构成了平台社区文化的基础，且增强了用户粘性，玩家可以通过和其他玩家的交流互动获得满足感或结识朋友，也可向游戏开发商评分反馈建议，帮助游戏开发商更好地开发游戏。

图 16: TapTap 发现界面展示



资料来源：TapTap 截图、国海证券研究所

图 17: TapTap 动态界面展示



资料来源：TapTap 截图、国海证券研究所

“排行”模块包括热门榜、新品榜、预约榜、热卖榜、热玩榜和厂商。TapTap 提供了多种标准展示的排行榜，增加了更多精品游戏的曝光度，也强化了推荐精品游戏的效果。厂商界面可以查看游戏厂商的详情、评价和社区，可通过关注厂商的官方账号，接收厂商最新的游戏内容。

“我的游戏”模块包括已装、更新、玩过、预约及辅助工具。该模块记录用户的游戏行为，方便用户获取关注的游戏信息以及管理游戏的下载和更新，同时，提供了游戏相关的辅助工具，以提高游戏用户的体验。

图 18: TapTap 排行界面展示



资料来源: TapTap 截图、国海证券研究所

图 19: TapTap 我的游戏界面展示



资料来源: TapTap 截图、国海证券研究所

其他功能方面，用户可以在个人中心进入 TapTap 周边店，TapTap 周边店的目的是为扩大、加深与游戏开发者的联系合作，例如 2019 年 9 月 TapTap 与《明日方舟》推出了联名款游戏周边产品。

图 20: TapTap 官方周边淘宝店展示



资料来源: TapTap 截图、国海证券研究所

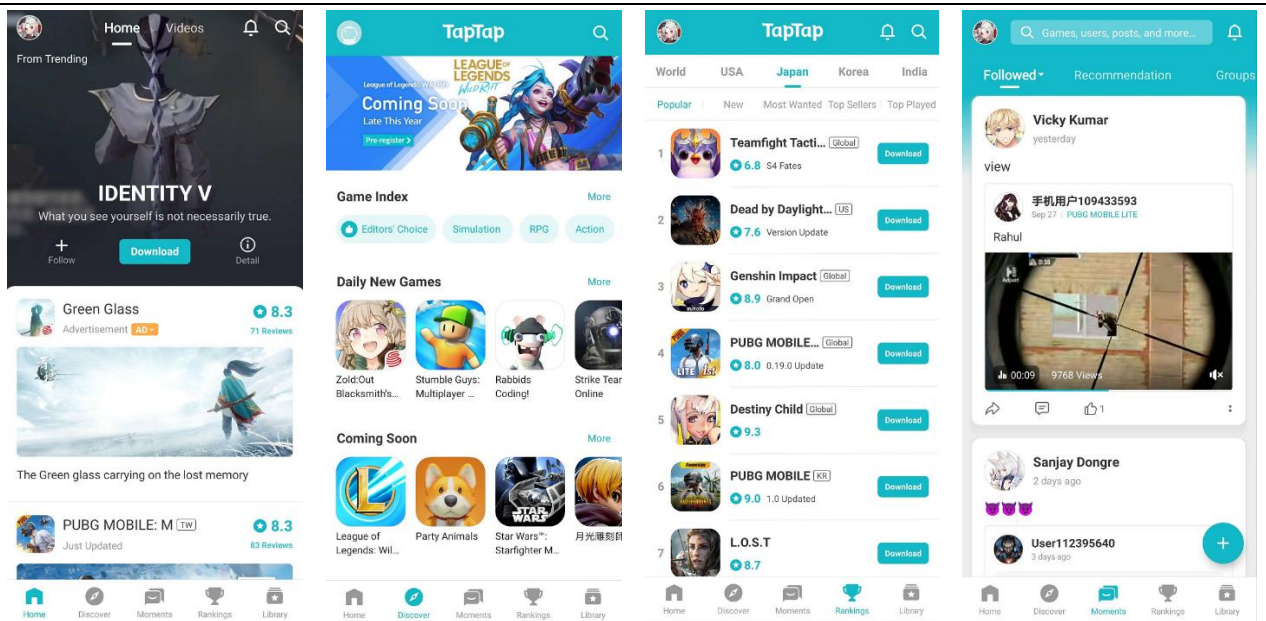
据公司 2019 年年报显示，TapTap 的 2020 年目标将会围绕产品和技术方面、

开发者服务和工具方面两个维度。产品和技术主要集中在三个层面：（1）在 TapTap 首页的游戏推荐上将全面引入深度学习的推荐算法，结合编辑推荐与社区评分，针对不同用户的偏好进行首页游戏的推荐与排序。（2）对 TapTap 社区作出重大改版，评价、论坛、视频等内容以用户为中心整合，进一步鼓励用户和好友之间、用户和游戏之间的主动关注，提高用户获取信息的效率和质量。（3）对 TapTap 进行适用于全球多语言多规则的底层框架改版，并在未来所有新产品设计制作的时候，直接支持全球化的版本。

开发者服务和工具方面，公司协调发行与运营资源，帮助开发者在 TapTap 的游戏发行，除了将相关部门改组为 TapTap 的开发者服务部门外，公司还将为开发者提供更多在游戏中使用的组件工具。公司将面向开发者的服务统一整合为 TapTap Developer Service (TDS)，公司计划逐步在 TDS 中为开发者提供定向邀请测试、数据分析、TapTap 账号登录、TapTap 好友同步、游戏内嵌 TapTap 社区等功能。

TapTap 的海外版功能方面，以海外版本 2.4.7 为例，海外版本的产品功能、UI 界面等与国内版 TapTap 基本相同，但海外版 TapTap 的手机游戏库与国内版存在差异，海外版 TapTap 的“Rankings”页面，提供了按不同地区划分的游戏排行榜，包括世界、美国、日本、韩国、印度、越南和台湾，让玩家直观的看到世界各地玩家在玩的热门游戏，海外版 TapTap 可以使用 Line、谷歌账号、手机号等方式登录，在语言支持上，目前海外版可以选择跟随系统、繁体中文、英文、日语和韩文，在海外版的 TapTap 中，可以找到热门新游《原神》的全球版本，心动公司通过海外版 TapTap 来帮助游戏开发商实现游戏的全球发行，未来将会有更多游戏开发商借助海外版 TapTap 将游戏发到海外市场，进一步增强 TapTap 平台对游戏开发商的重要性以及提高 TapTap 对游戏开发商的吸引力。

图 21: TapTap 海外版展示 (版本 2.4.7)



资料来源：TapTap 海外版、国海证券研究所

2.3、TapTap 的长期价值——不断增长的优质玩家与

注册开发商

据艾瑞咨询统计，2019年3月，TapTap的男性用户与女性用户的比例分别为60.25%、39.75%，男性用户多于女性用户，从城市分布来看，TapTap的独立设备数在一线城市、新一线城市、二线城市、三线城市、四线城市和五线城市的占比分别为11.01%、25.92%、24.64%、21.65%、12.29%和4.49%，新一线城市、二线城市和三线城市的合计占比超过70%。从年龄分布上看，据心动公司招股书数据，截至2019年5月，TapTap超过84%的用户出生于1990年之后，在改善的生活水平及较好的教育背景下成长，通常了解互联网并更愿意在游戏上消费，此外，据QuestMobile显示，二次元游戏人群多为重度游戏爱好者，喜欢到TapTap等游戏平台寻找新游戏或游戏相关信息。TapTap的玩家活跃度较高，体现在游戏体验以及与游戏开发商、其他玩家交流互动等行为。多样化的游戏组合为TapTap吸引了越来越多热衷于讨论游戏及分享游戏体验的用户群，而来自TapTap用户的反馈也使得公司及第三方开发商能够更好地了解和满足游戏玩家对优质游戏的需求并有效地跟随市场趋势。

TapTap的游戏下载量、游戏评测数与论坛帖子数均实现快速增长，凸显平台玩家的高活跃度。2016-2019年TapTap的游戏下载量分别为0.12、1.58、2.57、3.52亿次，2020年上半年TapTap的游戏下载量达到2.2亿次，同比增长26.4%，在平台优质游戏不断增多、用户规模不断扩张以及用户本身的高活跃度等因素的助推下，游戏下载量实现快速增长。2017-2019年TapTap的游戏评测数分别为350万、730万和1160万，论坛帖子数为120万、300万和650万，2020年上半年，TapTap新增发帖数量为340万，同比增速高达143%，TapTap的玩家除了游戏行为外，也在积极参与游戏内容主题的讨论与活动。

图 22: 2016-2019 年 TapTap 游戏下载量及同比增速

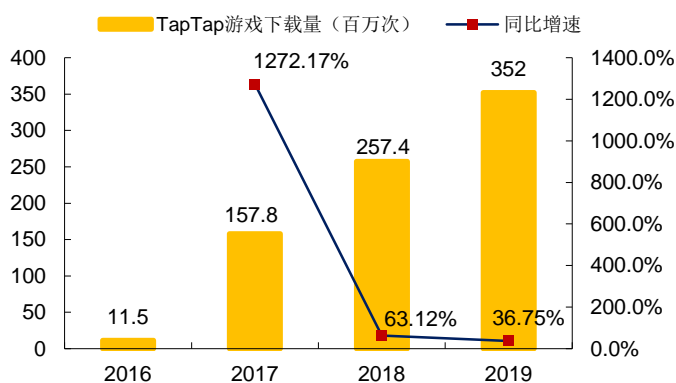
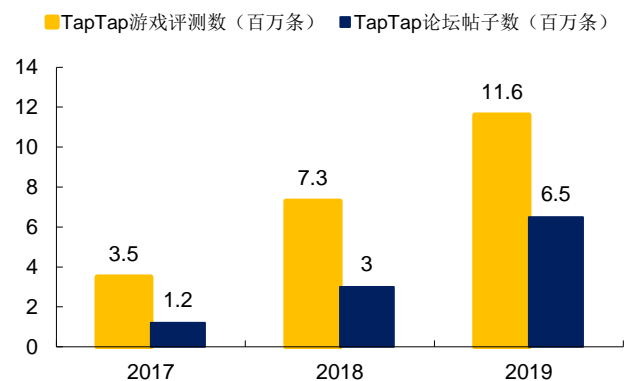


图 23: 2017-2019 年 TapTap 游戏评测及论坛帖子数



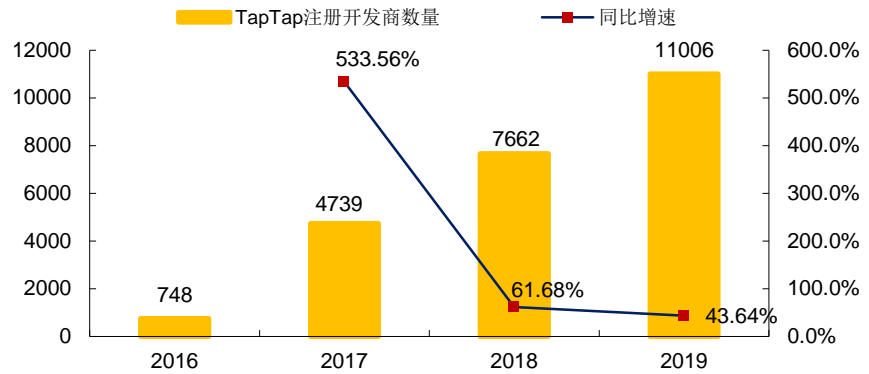
资料来源：公司公告、国海证券研究所

资料来源：公司公告、国海证券研究所

TapTap 为游戏开发商提供多层面便利，增强游戏开发商的粘性。首先，与传统的联运平台不同，TapTap的游戏只提供国服版本，TapTap不参与游戏流水的分成，是游戏开发商获得利润最高的渠道之一。相比传统的联运平台参与游戏流水分成的模式，TapTap让利游戏开发商，使得TapTap在游戏开发商中更具吸引力。广告盈利是TapTap核心的商业模式，广告产生的收入将用于TapTap的研发、推广及协助游戏开发商制作更多优质的游戏内容。目前TapTap只有一

个广告位，广告的展现，会根据玩家的游戏兴趣、设备类型等信息筛选匹配玩家需求的广告来展现，广告主在投放时，可只针对特定用户的类型进行投放，广告会在安卓、IOS 和网页三端的显著位置显示，增加了游戏的曝光度，进而提升游戏的关注度和下载量。2016-2019 年，TapTap 的注册开发商数量分别为 748、4739、7662、11006，截至 2020 年上半年，注册开发商数量约为 13000 名，注册开发商的数量实现快速增长。优质的用户群和不分成的模式使得 TapTap 能够留住且吸引越来越多的游戏开发商，进而不断扩充 TapTap 的手机游戏库。

图 24：2016-2019 年 TapTap 注册开发商数量



资料来源：公司公告、国海证券研究所

对开发商发行游戏的支持方面，心动公司协调发行与运营资源，不仅专门成立 TapTap 的开发者服务部门，还为开发者提供更多在游戏中使用的组件工具，将面向开发者的服务统一整合为 TDS，包括为开发者提供数据分析、TapTap 账号登录、游戏内嵌 TapTap 社区等功能。在游戏首发资源与广告投放上，TapTap 运营将与编辑同步游戏的正式上线信息，TapTap 不会对游戏评级，编辑将根据游戏的上线时间与游戏品质安排首发游戏资源位，在广告投放上，TapTap 会在安卓、ios 和网页三端将广告推送到显著位置，进而提升关注度与下载量。游戏开发商的海外发行方面，心动公司将把越来越多的资源集中在 TapTap 的全球化上，依靠 TapTap 来破除全球不同市场的信息差，利用公司自身的发行和运营资源，通过人力投入、工具开发、精细化运营协助游戏开发者自己使用 TapTap 实现全球发行。

开发者的游戏品质打磨方面，TapTap 在玩家与游戏开发商之间起到了桥梁的作用，搭建了两之间沟通的平台。游戏开发商从游戏立项初期到上线后的运营阶段，通过不断获得玩家对游戏的意见反馈，可以针对用户的需求不断优化游戏的版本内容，利于游戏的精品化以及提升玩家的游戏体验，而玩家从间接参与游戏的制作与优化中获得了满足感与归属感。为连接乐于探索的游戏开发者与玩家，回归对好游戏向往的初心，TapTap 推出了一个特别的社区“篝火计划”，篝火计划持续提供从类型、玩法等方面展现多样性的优质游戏进行测试，为活跃度高的游戏玩家提供独家参与游戏内测的资格，这些玩家被称为“拾薪者”，意在用拾薪者的光明照亮游戏的创意之路，在游戏的内测期间，仅拾薪者可以对相关游戏进行评价，但不计算评分。开发商在篝火计划中探索更多的可能性，在游戏的制作商可以更好地与玩家对游戏的期待值相匹配，价值观更契合，融入创意性环境，进而收获口碑。

图 25: TapTap “篝火计划”社区展示



资料来源: TapTap 截图、国海证券研究所

为引入更多的精品独家游戏，心动公司积极地与优质游戏开发商合作，为他们提供研发资金和宣传资源。以《帕斯卡契约》安卓版为例，2020年5月底，《帕斯卡契约》安卓版在 TapTap 平台独家发售，首发当日，TapTap 提供了开屏广告、首页大图推荐以及默认搜索等资源位，该游戏在产品的信息详情页面也获得了“编辑推荐”的标注，此外，TapTap 在游戏上线之前也会投入线下资源为游戏做宣传预热，其曾在多个线下展会设立专门的《帕斯卡契约》展示位。为了获取特定期限的游戏独占权，TapTap 也会为游戏支付费用。截至目前，该游戏在 TapTap 上已有超过 50 万人购买，并获得 9.0 的 TapTap 评分，实现口碑、销量双丰收。

2020年7月上线的《江南百景图》，是 TapTap 今年的一款爆款独家游戏，该游戏由椰岛游戏研发。椰岛游戏成立于 2009 年，是中国领先的独立游戏开发商和发行商，已推出《决战喵星》、《超脱力医院》、《归家异途》等游戏产品，也曾发行轰动国内游戏圈的现象级作品《中国式家长》，椰岛游戏的产品覆盖 ios、安卓、Xbox One、PS4 和 Steam 平台，2020年3月椰岛游戏获得了 TapTap 数千万人民币的战略融资，投后估值为 2 亿元。

《江南百景图》是一款古风放置类模拟经营手游，游戏从传统美学入手，采用国画风的留白、透视等技法，将传统与现代艺术结合，融入传统的市井文化，以明朝江南地区为背景，纯手绘的美术画风非常精致，玩家可以设计规划城市面貌，解锁名胜古迹，建立自己的创意城镇，NPC 间的互动与事件尽收眼底，游戏内也加入了很多“梗”元素，玩家还可邀请特殊居民协助工作，游戏与传统文化结合后的价值在这款游戏中得以显现。江南百景图的热度，不仅在偏好模拟经营品类的玩家受众中，也实现了“破圈”，扩大到更广的人群中，《江南百景图》的微博超话截至目前已经突破 28 亿阅读量，帖子数量累计超过 56 万，自上线以来，

游戏长期位居 ios 免费榜前列，截至目前，《江南百景图》在 TapTap 的安装量已经超过 900 万，独家游戏反哺 TapTap 的价值凸显。

图 26: TapTap 独家游戏《江南百景图》素材展示



资料来源: TapTap、国海证券研究所

图 27: TapTap 独家游戏《帕斯卡契约》素材展示



资料来源: TapTap、国海证券研究所

2.4、TapTap 新游发布会携重点产品亮相

在 2020 年 7 月的 TapTap 游戏发布会上，TapTap 公布了 17 款游戏产品，《火炬之光：无限》《原神》《人类跌落梦境》《天涯明月刀》《鬼泣-巅峰之战》等市场关注度较高的手游悉数登场，其中，第三人称解谜探索游戏《人类跌落梦境》在 TapTap 的预约人数超过 600 万，该游戏选择在 2020 年秋季在 TapTap 开启独家测试，《天涯明月刀》手游在 TapTap 的预约人数超过 120 万。从参与新游发布会的游戏厂商来看，与 TapTap 合作的开发商包括腾讯、米哈游、巨人网络等国内知名游戏厂商。在本次发布会发布的游戏中，TapTap 独家游戏有 10 款，非独家游戏有 7 款。在非独家的部分游戏中，TapTap 为玩家提供了独家测试或独家预约的资格与机会。

表 5: 2020TapTap 游戏发布会产品

游戏名称	游戏类型	是否TapTap独家	开发商	游戏进度	TapTap预约人数(万)
火炬之光：无限	角色扮演	是	心动网络	将于2021年春季在TapTap开启独家测试	27
原神	角色扮演	否	米哈游	PC技术性开放测试9月15日开启，全球同步公测定档9月28日	420 (安装数，已上线)
人类跌落梦境	冒险	否	505 Games	2020年秋季开启TapTap独家测试	599
鬼泣-巅峰之战	动作	否	云畅游戏	预计于2020年第四季度上线	91
战魂铭人	动作	否	凉屋游戏	已于2020年8月20日上线	81 (安装数，已上线)
泰拉瑞亚	冒险	是	505 Games	手游版将于2020年第三季度在 TapTap 独家上线	36
雷顿教授与不可思议的小镇	益智	是	LEVEL-5 Inc.	2020年冬季在 TapTap 独家发售	15
雷顿教授与恶魔之箱	益智	是	LEVEL-5 Inc.	现已开启预约	2
另一个伊甸：超越时空的猫	角色扮演	是	WFS	2020年9月17日删档测试	59
帕斯卡契约	动作	是	TipsWorks (巨人网络旗下工作室)	2020年5月29日，《帕斯卡契约》安卓版在TapTap平台正式独家发售	50 (购买数，已上线)
天涯明月刀	角色扮演	否	腾讯	将于2020年内上线	119
铸时匠	角色扮演	是	Wild Kid	2020年7月11日在 TapTap 独家发售	1 (购买数，已上线)
玛娜希斯回响	角色扮演	是	犬酱组	将于2020年第四季度开启“学院实习之旅”测试	17
不思议的皇冠	角色扮演	否	NExT Studios (腾讯旗下工作室)	TapTap 独家预约中	3
波西亚时光	角色扮演	是	帕斯卡科技	2020年内在 TapTap 独家上线	26
小动物之星	动作	是	创梦天地	2020年第四季度在 TapTap 首发上线	7
小森生活	模拟	否	睿选网络	将于2020年第四季度上线	25

资料来源: 2020TapTap 游戏发布会、国海证券研究所

9月15日，由米哈游研发的重点游戏《原神》开启 PC 端技术性开放测试，PC

端的玩家可在官网下载并体验游戏，同时还可以使用 TapTap 账号登录。9 月 28 日，《原神》手游全球同步公测，上线首日，《原神》手游版便已跃居国内 ios 畅销榜第二名，ios 免费榜第一名，在日本、韩国等地区，《原神》手游版也跻身当地 ios 畅销榜 Top10。此外，《原神》手游版正式上线前，在 TapTap 的预约人数超过 320 万，截至目前，《原神》在国内版 TapTap 的安装数已超 420 万，在海外版的 TapTap 上也贡献了超过 20 万的安装量，叠加该游戏上线后可以使用 TapTap 账号登录，精品游戏的引流，有望助力 TapTap 的用户规模进一步成长。

椰岛游戏继成功在 TapTap 平台发行《江南百景图》之后，将由犬酱组研发的二次元 JRPG 新作《玛娜希斯回响》再次带到 TapTap 平台，且该游戏为 TapTap 独家游戏，通过投资获取独家游戏与合作的方式，使得 TapTap 的内容矩阵更加丰富，目前该游戏在 TapTap 的评分为 9.3 分，预约人数超过 17 万。

图 28:《原神》素材展示



资料来源: TapTap、国海证券研究所

图 29:《玛娜希斯回响》素材展示



资料来源: TapTap、国海证券研究所

2.5、精品游戏社区平台对比——TapTap VS Steam

Valve Corporation 成立于 1996 年，总部位于美国华盛顿州，是全球著名的游戏开发商，代表产品有《Half-Life》《CS:GO》《DOTA2》等，公司旗下的 Steam 是目前全球领先的 PC 端综合性数字发行平台之一，玩家可以在该平台购买、下载、讨论、上传和分享游戏与其他游戏相关产品。Steam 除发行自己研发的游戏外，还为其他的游戏开发商提供了发行平台，丰富 Steam 的游戏内容库，此外，Steam 还建立了玩家之间可以互动分享游戏体验、发表游戏评论与攻略的全球性社区。

Steam 上的游戏内容包括《绝地求生》《Dota2》《GTA5》《巫师 3》《刺客信条：奥德赛》等知名产品，据 Steam 官网数据显示，截至目前，Steam 有约 3 万款游戏，从 AAA 大作到独立游戏种类繁多，Steam 月活跃用户为 9400 万，同时在线玩家数量在 1400 万以上。2015 年-2018 年 Steam 全球注册用户数快速增长，四年复合增速为 53.54%，2018 年 Steam 全球注册用户数达到 514 万，2015-2018 年发行商在 Steam 发行的游戏的数量同样呈现高速增长的趋势，四年复合增速为 51.69%，与全球注册用户的同期复合增速接近，与 TapTap 类似，精品游戏内容也是驱动 Steam 平台用户增长的动力。

图 30: 2015-2018 年 Steam 全球注册用户数

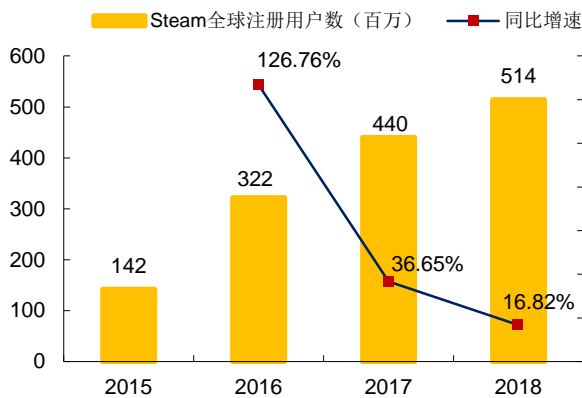
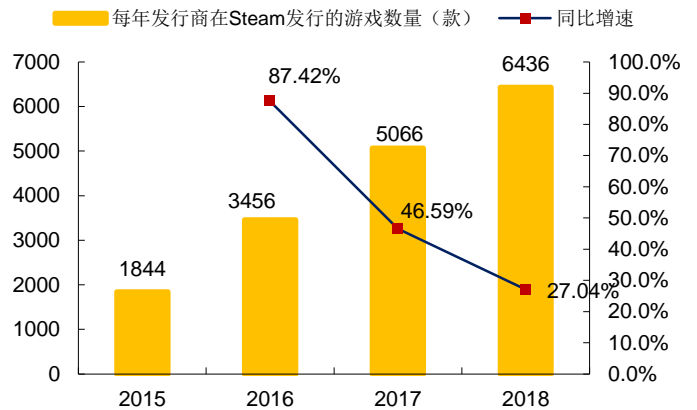


图 31: 2015-2018 年发行商在 Steam 发行的游戏数量

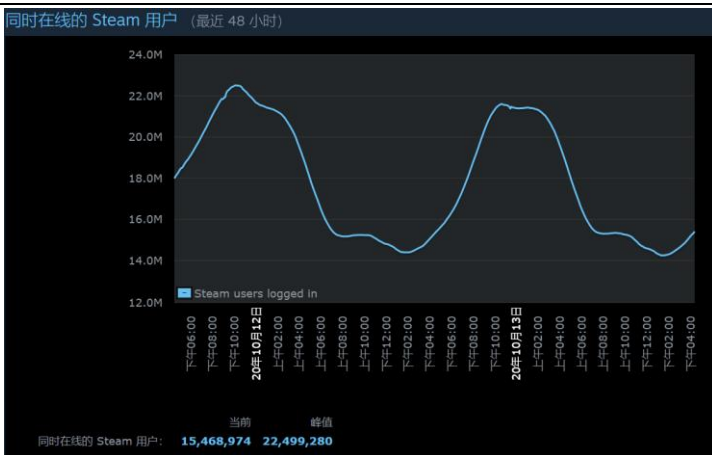


资料来源:《2018 年游戏行业外部市场观察》、国海证券研究所

资料来源:《2018 年游戏行业外部市场观察》、国海证券研究所

精品大 DAU 游戏是 Steam 同时在线用户数量的重要支撑。据 Steam 官网数据统计,2020 年 10 月 13 日 16 时,Steam 的同时在线用户数量约为 1547 万,前 48 小时 Steam 的同时在线人数峰值接近 2250 万。同样以 10 月 13 日 16 时的时间节点为例,《CS: GO》《Dota2》《PUBG》等精品大 DAU 游戏的玩家在线人数位居前列,三款游戏合计同时在线人数约为 102 万,占同时在线用户总数 1547 万的 6.6%,而在线玩家人数 Top10 游戏合计同时在线用户数约为 138 万,占当时同时在线用户总数的 8.9%,精品大 DAU 游戏对 Steam 平台的用户数量支撑作用明显,同时,引入更多的精品大 DAU 游戏,也有望为 Steam 引流带来更多的游戏用户。

图 32: Steam 同时在线人数变化(截至 2020.10.13 16:00)



资料来源: Steam 官网截图、国海证券研究所

图 33: 在线玩家人数 Top10 (2020.10.13 16:00)

依据当前玩家人数排列的最热门游戏

当前玩家人数	今日峰值	游戏
501,492	823,765	Counter-Strike: Global Offensive
341,920	568,804	Dota 2
176,868	318,080	PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS
80,143	344,415	Among Us
64,773	88,847	Team Fortress 2
51,583	85,856	Grand Theft Auto V
45,828	90,082	Tom Clancy's Rainbow Six Siege
44,175	135,843	Party Animals Demo
40,199	69,565	Football Manager 2020
35,261	70,188	Monster Hunter: World

资料来源: Steam 官网截图、国海证券研究所

从 Steam 的具体功能来看, Steam 的产品功能涵盖了聊天功能、游戏中心、直播、创意工坊等。在 Steam 的社区中,用户可以发布动态,与其他玩家进行聊天互动,可以在市场交易游戏内的道具、Steam 集换式卡牌等物品,可以在创意工坊制作、发布、下载创意的游戏内容,例如游戏 MOD、游戏地图等,可以使用 Steam 直播进行游戏过程的实况直播,还可以使用游戏指南,达成游戏完美通关或全成就目标,进而获得游戏成就感。丰富多样的社区功能,增强了 Steam

平台的用户粘性与活跃度,同时,Steam 作为全球性游戏社区,支持 28 种语言,未来也会支持更多语言。

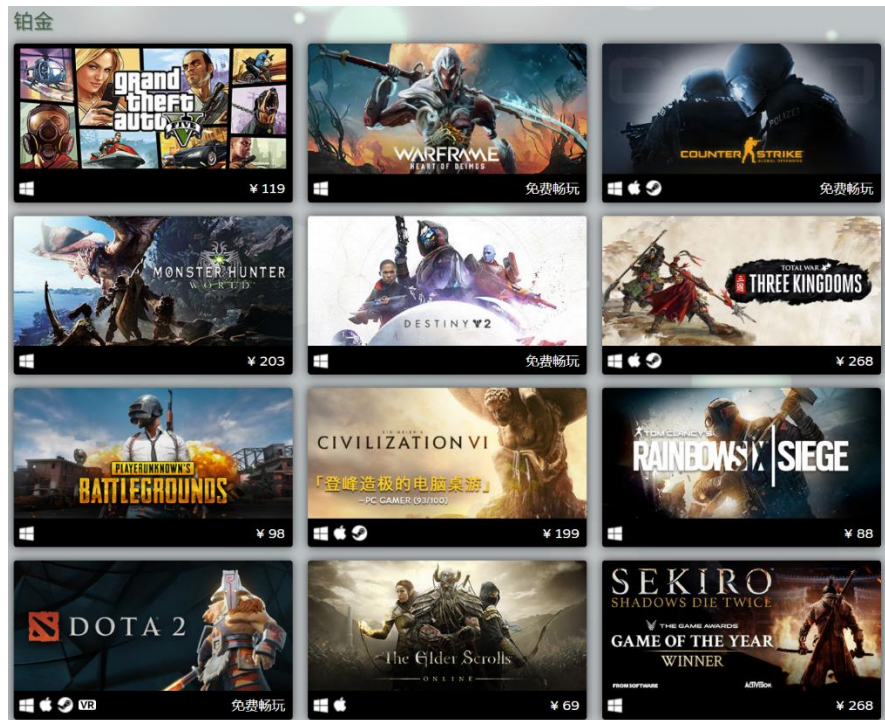
图 34: Steam 功能导图



资料来源: Steam、国海证券研究所

Steam 提供的游戏内容分为免费游戏和付费游戏,部分免费游戏中也会加入内购的付费内容。在特殊的时间节点,Steam 会通过开展付费游戏的折扣活动,吸引玩家付费,夏季特卖、圣诞特卖等折扣活动打折力度大、覆盖的游戏广,玩家在以较低折扣购买、收集游戏后,也会获得成就感与满足感。在用户的付费习惯的培养上,Steam 玩家习惯于购买正版游戏,具备较好的正版意识以及付费习惯,乐于收集游戏获取成就感,而 TapTap 也是国内手游渠道较早推出付费即玩游戏的平台,平台的用户也逐渐养成了购买正版付费游戏的习惯,例如《喵斯快跑》《说剑》两款游戏在 TapTap 上均有超过 80 万份销量的良好表现。在支付的渠道上,Steam 提供了 100 多种支付方式及 35 种货币,方便全球玩家购买游戏。

图 35: Steam 2019 年度最畅销游戏—铂金（最高）等级



资料来源: Steam、国海证券研究所

Steam 提供 Steamworks 服务帮助游戏开发商和发行商在 Steam 上分发游戏。

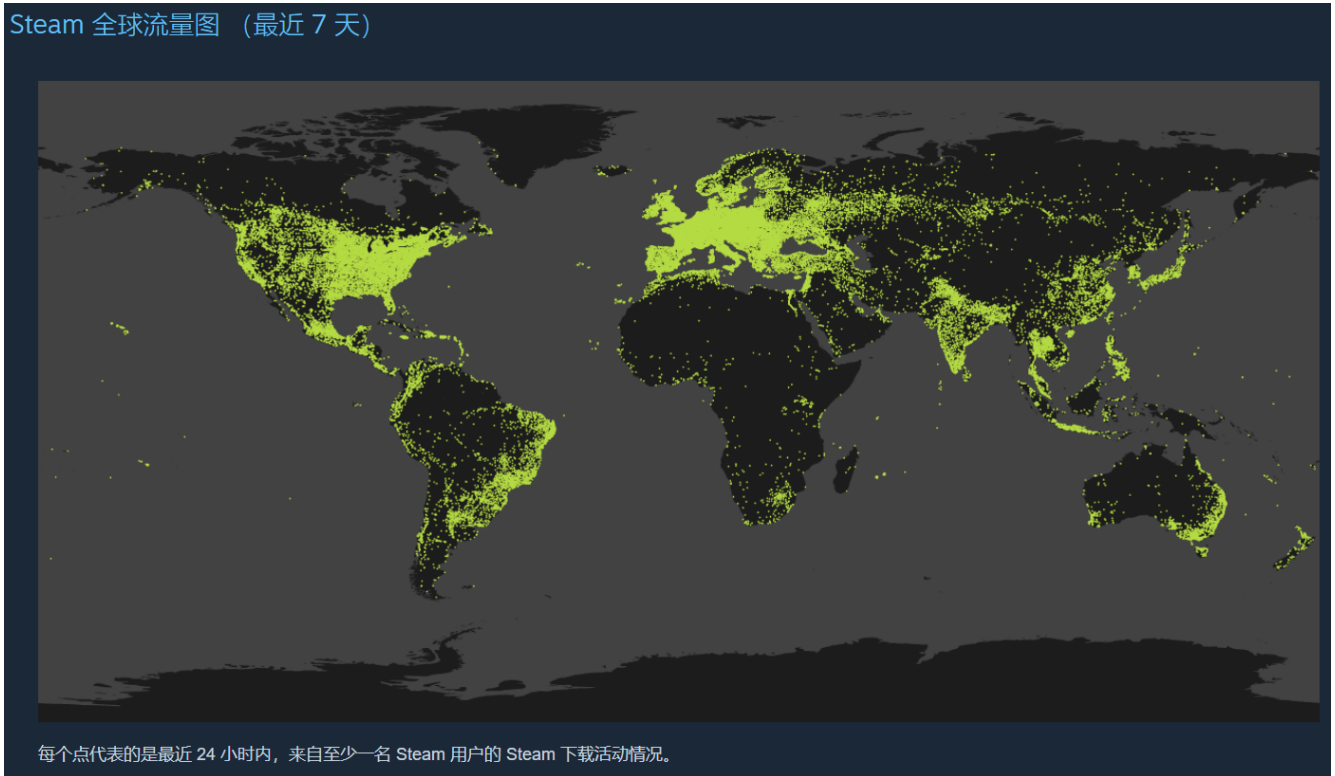
(1) Steam 支持 28 种语言和 35 种货币, 在全球拥有超过 400 台分布式服务器和 1TB 光纤主干, 具备服务全球玩家的能力; (2) Steam 提供实时销售数据、防欺诈和盗版、Steam 序列号等功能, 辅助开发商、发行商管理游戏业务; (3) Steam 通过平台内置的一系列独特营销机会, 利用 Steam 每天 1 万亿次的曝光量, 增强营销影响力; (4) Steam 通过社区、用户创建指南、实况直播、云存档等功能提升游戏玩家的参与度和满意度; (5) Steam 提供各种游戏功能, 例如成就、排行榜、游戏通知、创意工坊等, 使用 Steamworks API 即可添加到游戏中。

尽管 Steam 提供的游戏内容服务与 TapTap 类似, 且都具有社区属性, 但 Steam 的商业模式与 TapTap 不同。在游戏收入方面, Steam 的分销协议规定, 若游戏收入低于 1000 万美元抽成 30%, 收入在 1000-5000 万美元, 抽成 25%, 收入超过 5000 万美元, 抽成 20%, 从 Steam 的游戏分成中可以看出, Steam 在高收入的游戏抽成相对较少, 具备高品质游戏研发能力的开发商在 Steam 平台可以获取较高的利润, 但仍需与 Steam 平台分成, 而 TapTap 则是不参与游戏流水的分成, 核心盈利模式主要依靠广告收入。

从平台全球化的角度看, Steam 作为全球化 PC 端游戏社区平台, 玩家受众遍及全球 248 个国家, 拥有 9400 万的月活跃用户, 据 Steam 官网显示, 截至 2020 年 10 月 13 日止前 7 日, Steam 的全球流量图涵盖美国、日本、韩国、中国、印度、东南亚、欧洲、拉丁美洲、大洋洲、中东地区等主要的游戏市场, 覆盖范围广, Steam 在语言支持、支付方式及币种、游戏注册及分销、分销网络与服

务器等方面具备成熟的游戏服务分发能力,可以快速将精品游戏分发到全球各地的玩家。心动公司在 2020 年对 TapTap 的目标之一是对 TapTap 进行适用于全球多语言多规则的底层框架改版,并在未来所有新产品设计制作的时候,直接支持全球化的版本,这样可以最及时的跟进中国版的产品改进,也实现了全球用户数据打通,让海外用户看到更多中国开发者和玩家的有效信息,心动公司将把越来越多的资源集中在 TapTap 的全球化上,依靠 TapTap 来破除全球不同市场的信息差,利用自身的发行和运营资源,协助游戏开发者使用 TapTap 实现全球发行。

图 36: Steam 全球流量图 (截至 2020.10.13 止前 7 日)



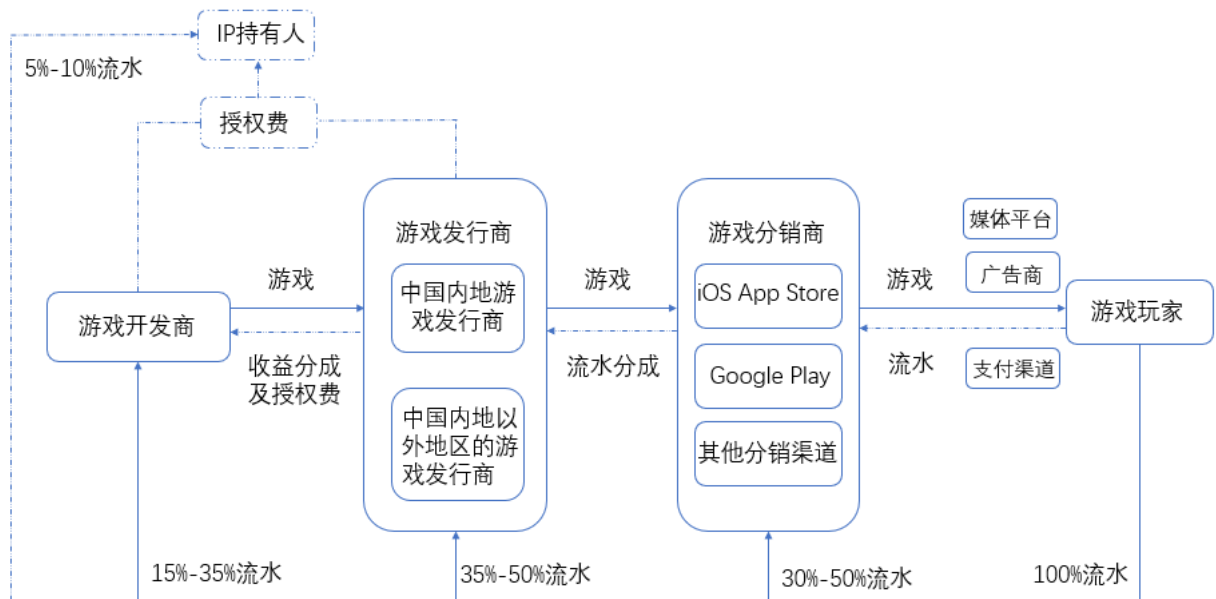
资料来源: Steam 官网截图、国海证券研究所

据 Newzoo 发布的《2020 全球游戏市场报告》统计,2020 年全球游戏市场将产生 1593 亿美元的收入,同比增长 9.3%,移动游戏市场规模仍占据主要份额,2020 年将创造 772 亿美元的收入,同比增长 13.3%,高于全球游戏市场增速,而 2020 年数字版/盒装 PC 游戏(从 Steam、Epic Games 商城等网站或服务商会处下载数字版或作为实体产品售卖的 PV 游戏)的收入将达到 339 亿美元,同比增加 6.7%,从细分市场占比来看,2020 年移动游戏市场规模将占全球游戏市场规模的 49%,而数字版/盒装 PC 游戏的市场规模占比为 21%,移动游戏市场规模高于数字版/盒装 PC 游戏的市场规模,且移动游戏市场在高增速的驱动下,市场占比也有了进一步的提升。用户规模方面,据 Newzoo 数据统计,2020 年有 25 亿游戏玩家使用移动端进行游戏,8.8 亿玩家使用游戏主机,13 亿玩家偏爱 PC,与 Steam 的全球化发展相比,虽然 TapTap 的全球化步伐相对较晚,但拥有丰富精品移动游戏内容库的 TapTap 的全球化具备较大的潜力与成长空间,基于全球移动游戏市场的空间高于 PC 游戏市场,相比 Steam 的 9400 万月活跃人数,未来 TapTap 的平均月活跃用户有望达到 1-2 亿,用户规模具有较大的增长空间。

2.6、浅析 TapTap 对精品游戏开发者的意义

游戏流水分成方面，游戏在传统的联运渠道上架，需要接入渠道的 SDK，联运渠道方需要参与游戏总流水的分成，苹果商店、谷歌商店一般收取游戏总流水的 30%，而国内的安卓渠道通常除了 5% 的渠道费外，还会收取游戏总流水的 50% 左右，游戏的总流水在经渠道分成后，剩余的流水会在游戏开发商与发行商之间再次分配，可以看出，游戏开发商在联运模式中实际分配到的流水较低。而 TapTap 平台不参与游戏流水的分成方式，让利游戏开发商，从利润的角度，游戏开发商可以获取高额利润。

图 37：中国内地移动游戏行业价值链



资料来源：祖龙娱乐招股书、国海证券研究所

用户获取方面，传统的联运渠道，会重点关注新游戏上线前期的表现，核心关注的指标包括 DAU、付费率、arpu、流水、ltv、留存等，偏好收入表现好的游戏以提高渠道的利益，若新游戏在前期表现不佳，后续很难进入渠道的游戏排期获取资源位，游戏在逐渐失去导流资源之后，新用户的来源只能依靠自然量，在这样的情况下，通常游戏的整体收入表现会有比较明显的下滑，如果后续游戏的版本调优及游戏内的活动效果未达预期，游戏在联运平台的生命周期也会缩减。TapTap 为游戏开发商提供了一个相对公平的广告服务，游戏开发商可以针对自身游戏的实际情况，综合考虑导流情况、ROI 等指标，制定合理的投放计划，同时，TapTap 会根据玩家的游戏兴趣、设备类型等信息筛选匹配玩家需求的广告来展现，广告主也可选择只针对特定用户的类型进行投放，提高了广告的转化效率，此外，广告会在安卓、IOS 和网页三端的显著位置显示，增加了游戏的曝光度，进而提升游戏的关注度和下载量，此外，TapTap 的广告满足了用户找游戏的需求，广告素材与其他资源位内容相似，广告不跳 TapTap 之外的位置，这些使得 TapTap 的广告内容违和感较少，从用户体验上较好，有利于提高广告的点击和转化率。

游戏开发商与渠道的流水分成或将迎来新局面，具备精品游戏研发实力的游戏厂商议价能力或将进一步提升。国外看，2020年8月13日，Epic Games更新了《堡垒之夜》，允许玩家在游戏内直接从Epic Games处购买虚拟货币V-Bucks，相比此前售价节约20%，但在数小时内，苹果与谷歌商店就将《堡垒之夜》下架，随后，Epic Games起诉、指控苹果和谷歌垄断与反竞争。8月24日，法院要求苹果不得干扰iOS开发者的虚幻引擎使用权限，同时未支持《堡垒之夜》重新上架的诉求。8月28日，苹果停止了Epic Games的iOS开发者权限。Epic不能再更新《堡垒之夜》iOS版，但不影响Epic Games继续为苹果生态开发软件。2020年9月11日，苹果更新了App Store审核指南，其中，苹果特别对第三方支付进行了相关的更新，包括针对阅读APP、多平台服务APP、企业服务APP、一对一体验APP、免费独立APP等允许使用第三方支付的适用条件。尽管条款中，没有涉及游戏APP，但苹果扩充了允许使用第三方支付的APP，其抽成所涉范围变小。

国内看，2020年9月，重点新游《原神》《万国觉醒》相继宣布无法准时上架华为、小米应用商店等安卓联运渠道，虽未说明具体原因，但可能与游戏开发商和渠道的分成矛盾有关，传统的联运渠道分成过高可能是两款重点新游未上架的主要原因。《万国觉醒》虽在应用宝等安卓渠道上架，但游戏均为官包，由于TapTap的不分成模式且平台上的游戏都为官包，因此TapTap也成为《原神》与《万国觉醒》等重点游戏的主要上线平台之一。此外，《明日方舟》《最强蜗牛》此前也未选择上架主流的安卓应用商店，而腾讯与渠道的合作经常采用CPS方式，投放官包，由腾讯将游戏流水按约定的比例支付给渠道，具备强议价能力。

整体看，目前传统联运渠道在用户规模方面仍占据优势，但买量渠道与采用不分成模式的TapTap平台在游戏开发商中的地位不断提升。据易观千帆数据统计，2020年9月应用商店月活跃用户Top10中，传统手机应用商店与硬核渠道仍然占据头部位置，应用宝以2.76亿月活位居第一，硬核渠道华为、OPPO应用商店位列二、三位，但随着明星、网红、游戏KOL、创意视频等买量打法层出不穷，抖音、快手等短视频买量渠道崛起，从买量渠道获取用户也逐渐成为了的大厂的偏好，买量渠道相对公平，成本相对安卓联运渠道的“五五分成”可控性更高，同时，游戏厂商可以做到主动为游戏推广，在联运渠道若游戏前期表现不佳，难以获得后续的资源位推荐，因此，在买量渠道，游戏厂商可以根据游戏产品版本节奏及成本预算等实际情况，主动为游戏制定推广计划来获取用户，同时，TapTap的崛起，也是对传统联运渠道的冲击，精品游戏若仅在官网、TapTap和买量渠道提供游戏下载，就游戏平台而言，TapTap将会有更多的其他渠道不具有的独家游戏内容，可能导致传统联运渠道的地位逐步减弱，未来具备优质研发实力的游戏厂商在渠道端的议价能力有望进一步提升，TapTap有望获取更多游戏厂商的青睐，更多的精品游戏有望进一步加速TapTap用户数量的增长以及对公司信息服务业务贡献收入。

表 6: 2020 年 9 月应用商店/游戏平台 MAU Top10

序号	APP	活跃人数 (万)	环比增幅
1	应用宝	27576.8	2.6%
2	华为应用市场	15568.8	-2.5%
3	OPPO 软件商店	12316.4	-4.0%
4	360 手机助手	11024.3	-0.7%
5	vivo 应用商店	9013.9	-2.5%
6	小米应用商店	8716.8	-4.2%
7	百度手机助手	6773.7	-15.6%
8	4399 游戏盒	3117.1	-0.2%
9	安智市场	2911.8	3.4%
10	MM 应用商场	2330.6	-1.8%

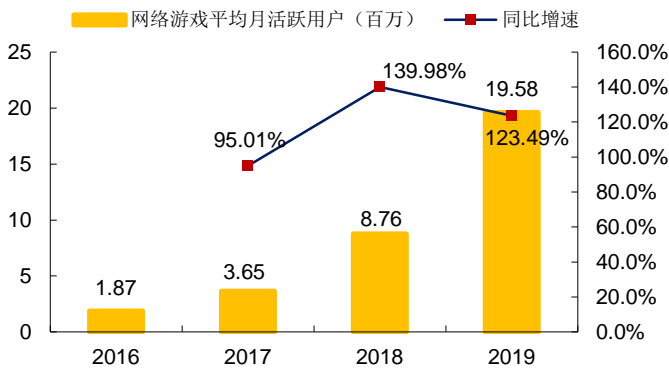
资料来源: 易观千帆、国海证券研究所

3、“自研+代理”游戏驱动公司业务增长

截至 2020 年上半年,心动公司的游戏组合包括 35 款网络游戏和 11 款付费游戏,其中,网络游戏包括《仙境传说 M》《香肠派对》《不休的乌拉拉》等,付费游戏包括《恶果之地》《喵斯快跑》《艾希》等,丰富的游戏组合有利于提升公司的品牌知名度以及满足玩家多元化的游戏内容需求。按游戏运营收入计,公司在 2016 年、2017 年、2018 年以及截至 2019 年 5 月 31 日止五个月,来自五大网络游戏的收入分别占 90.9%、83.1%、75.6%、81.6%,公司游戏组合中的头部网络游戏贡献了绝大部分的游戏运营收入。2020 年上半年,公司为 TapTap 玩家提供了数十款独占游戏,包括在中国的安卓平台独占或限时独占。截至 2020 年上半年,公司收入贡献前五大游戏分别为《仙境传说 M》《不休的乌拉拉》《香肠派对》《蓝颜清梦》和《少女前线》。

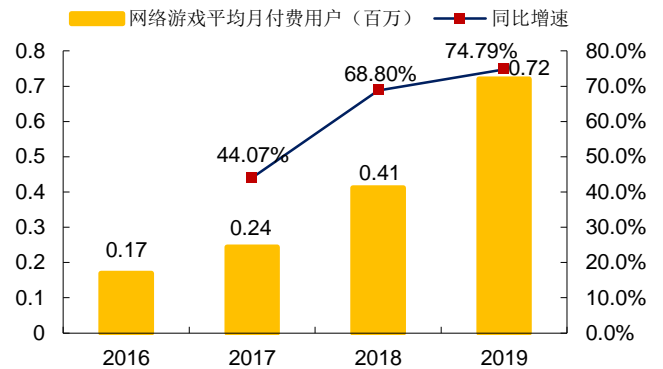
网络游戏业务运营指标方面,心动公司近四年网络游戏平均月活跃用户与平均月付费用户均实现高速增长。2016-2019 年网络游戏平均月活跃用户与平均月付费用户四年复合增速分别为 118.69%、61.99%,截至 2019 年,平均月活跃用户和平均月付费用户分别达到 1958 万、72 万。2020 年上半年,受疫情影响,游戏用户线上娱乐需求旺盛,心动公司网络游戏的平均月活跃用户同比增长 65.4% 至 3047 万,平均月付费用户同比增长 52.2% 至 98 万,两项指标的进一步增长主要得益于《香肠派对》手游在居家期间大受欢迎。

图 38: 2016-2019 年公司网络游戏平均月活跃用户



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

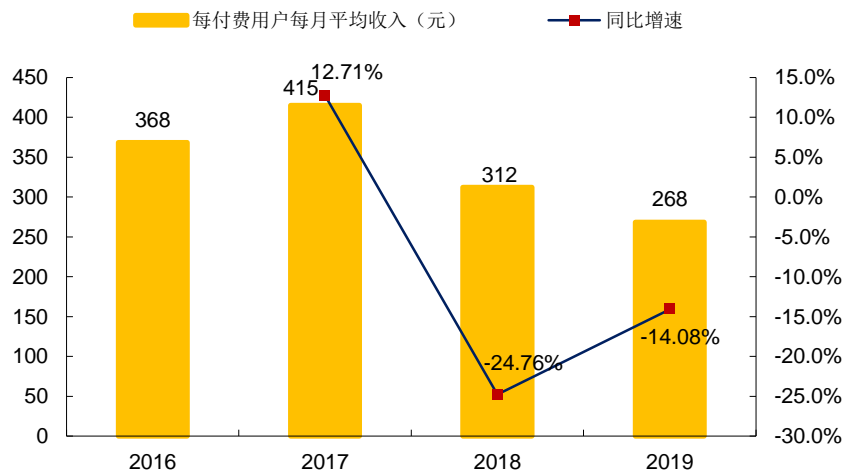
图 39: 2016-2019 年公司网络游戏平均月付费用户



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

从付费用户付费能力看,公司 2016-2017 年每付费用户平均每月收入有所增加, 2017 年达到 415 元, 增长主要是由于公司在 2017 年推出数款月均 ARPPU 较高的游戏, 2017-2019 年, 该项数据指标有所回落, 主要原因为 2018 年起《仙境传说 M》的海外市场游戏运营收入比例提升(公司收入仅占充值流水的部分比例), 以及《香肠派对》在货币化早期的月均 ARPPU 相对较低。

图 40: 2016-2019 年公司网络游戏每付费用户平均每月收入



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

公司 2016-2019 年来自海外市场的游戏运营收入不断增长, 占游戏运营总收入的比例不断提升。2019 年, 公司在海外市场的游戏运营收入为 15.15 亿元, 占游戏运营总收入的 63.8%, 海外市场已成为公司游戏运营收入的主要来源。公司自 2016 年起, 加大海外的扩张力度, 海外市场的游戏运营收入主要来自韩国、香港、澳门、台湾及东南亚地区, 公司未来仍可积极拓展海外业务, 提升来自欧美、日本等其他手游市场的游戏运营收入, 进而带来更多的出海收入。2020 年上半年, 海外市场的游戏运营收入为 6.26 亿元, 占游戏运营总收入的比例降至 53.9%, 主要由于疫情期间公司旗下的游戏在国内市场表现稳健及《仙境传说 M》在海外市场的收入减少。

表 7: 2016-2019 年心动公司游戏运营收入按地区构成

地区	2016		2017		2018		2019	
	游戏运营收入 (亿元)	占比	游戏运营收入 (亿元)	占比	游戏运营收入 (亿元)	占比	游戏运营收入 (亿元)	占比
中国 市场	7.39	97.9%	8.56	68.3%	6.11	38.5%	8.61	36.2%
海外 市场	0.16	2.1%	3.98	31.7%	9.77	61.5%	15.15	63.8%

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

3.1、 夯实自研实力是公司发展的核心驱动力之一

心动公司通过对自研游戏的投入,不仅可以持续地产出优质独家游戏内容,还能在自身研发实力与游戏产品 IP 系列化方面不断积累,从自研游戏本身的价值来看,除了游戏本身的收入外,还可以通过精品的游戏内容为 TapTap 带来用户增长,进而创造额外的价值与回报。截至 2019 年 9 月,公司已发行 10 款自研游戏,包括 8 款网络游戏和 2 款付费游戏,在 2016 年、2017 年、2018 年及截至 2019 年 5 月 31 日止五个月,公司从自研游戏产生的游戏运营收入分别为 5.76 亿元、8.35 亿元、9.26 亿元和 6.06 亿元。2018 年公司自研游戏所得游戏运营收入占比为 58.3%,其中《仙境传说 M》贡献的运营收入占比为 39.5%。在研发费用上,公司不断加大对研发的投入力度,研发费用自 2016 年起逐年增长,2020 年上半年,公司研发费用达 2.18 亿元,同比增加 68.2%,公司在 2020 年上半年增加了超过 250 名游戏研发人员,截至 2020 年 6 月,公司共有超过 880 名员工从事游戏研发。

截至 2020 年上半年,公司共有 11 款游戏处于在研阶段,其中《火炬之光:无限》《心动小镇》《项目 A》预计在 2020 年下半年进入量产阶段。据心动公司年报显示,公司后续计划推出的自研游戏类型较为丰富,包括类似《香肠派对》的高 DAU 预期的休闲竞技游戏、使用 UE4 引擎制作的高质量 RPG 游戏、《天天打波利》团队新作的放置类游戏、像素风的王道 SRPG 游戏等。心动公司的自研游戏的共性为靠核心玩法驱动、全球化题材、且不依赖买量的风格独特的游戏产品。在付费系统的设计上,公司倾向于通过持续提供丰富可玩内容,进而获取收入,持续稳定的培养用户。

《仙境传说 M》手游由 Gravity、骏梦网络与心动公司共同开发,于 2017 年 1 月在中国正式发行,该游戏为基于《仙境传说》IP、以北欧神话为背景的 MMORPG 游戏,游戏继承了 RO 标志性的卡通风格,重现了端游中的转职、卡片、换装等经典元素,美术较为精致,游戏通过多线性碎片化叙事为玩家呈现了一个开放无限制的世界,从玩法上看,游戏具有丰富的玩法内容,包含 6V6 组队竞技赛、蛋糕保卫战、达纳托斯塔、无限回廊、挂机玩法等。截至 2019 年底,《仙境传说 M》的累积注册用户超过 3300 万,月均活跃用户超过 500 万,目前

已在全球超过 50 个国家与地区发行。此外，该游戏在 TapTap 的目前评分为 7.1 分，累计安装量超过 540 万。据心动公司招股书数据显示，《仙境传说 M》在 2017 年、2018 年及截至 2019 年 5 月 31 日止五个月分别贡献 4.68 亿元、6.27 亿元和 5.04 亿元的游戏运营收入。

《仙境传说 M》上线时间已超过三年半，目前由超过 150 人的团队对其维护与支持，并持续更新高质量的内容。公司计划在 2020 年下半年发布《仙境传说 M》的重要更新版本，在该版本中，公司将大幅提升画质并增加新的游戏内容，以吸引更多新的玩家。

图 41:《仙境传说 M》官方截图展示



资料来源：TapTap、国海证券研究所

《火炬之光：无限》为心动公司与完美世界和 Runic Games 达成 IP 授权合作，由心动网络自主研发并在亚洲范围内发行的手游，该游戏基于知名 IP《火炬之光》，使用 UE4 引擎研发的暗黑类手游，强调通过装备与技能的无限搭配和持续性的赛季内容给玩家带来优质的游戏体验，公司计划通过更丰富的游戏内容，提升游戏的口碑和用户规模，并非传统的“卖数值”的 MMO 游戏。《火炬之光：无限》在美术上会延续欧美卡通、蒸汽朋克的元素，保留自由丰富的技能与天赋系统，让玩家享受 MF 打宝与战斗过程，高自由度也是游戏设计的核心思路，在付费系统的设计上，《火炬之光：无限》也会注重玩家 MF 打宝体验，设计更贴合游戏本身的付费系统。

图 42:《火炬之光:无限》官方截图展示



资料来源: TapTap、国海证券研究所

3.2、精品代理游戏助力游戏业务成长

代理游戏方面,公司先后在部分地区推出了《香肠派对》《不休的乌拉拉》《少女前线》《明日之后》《蓝颜清梦》等代理游戏。2020年上半年公司收入贡献 Top5 的游戏中,代理游戏占据 4 席。2020 年 6 月底,公司在港澳台地区上线《明日方舟》(Arknights),并曾登顶台湾和香港地区的游戏畅销榜。

表 8: 心动公司推出的部分知名授权代理游戏

游戏名称	来源	研发商	推出日期	类别	主要运营市场
《香肠派对》	授权	厦门真有趣信息科技有限公司	2018 年 4 月	战术竞技	中国
《不休的乌拉拉》	授权	厦门真有趣信息科技有限公司	2019 年 5 月	放置	港澳台、韩国、日本、美国及东南亚
《少女前线》	授权	上海散爆网络科技有限公司	2017 年 1 月	CCG	港澳台及韩国
《第五人格》	授权	网易游戏	2018 年 9 月	非对称性战术竞技	韩国
《明日之后》	授权	网易游戏	2019 年 4 月	MMORPG	韩国
《碧蓝航线》	授权	上海蛮啾, 厦门勇仕	2018 年 3 月	CCG	韩国
《苍蓝境界》	授权	破晓互动	2018 年 8 月	RPG	日本

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

《不休的乌拉拉》由厦门真有趣信息科技有限公司研发,心动网络发行的放置类手游,游戏以石器时代为背景,角色与宠物采用 3D 建模,音乐轻松愉快,游戏强调社交互动,需要 4 名玩家一起组队合作,小队通过不同的职业分工特性、搭配不同的角色技能、宠物、咔哒牌、玩具等不断推图,游戏的主要玩法有英雄山、部落战、竞技场、传奇争霸赛、英杰训练场、刀疤兔等内容,游戏在上线初期,付费活动主要以限定时装、3 个不同的珍珠月卡为主,后续加入了 Battle Pass 模式的活活动不定期开展,抽数字集奖励、定制礼包等新的付费活动,今年下半年,游戏陆续和《Hello Kitty》《中华小当家》等知名 IP 联动,更新了宠物进化系统,同时开启了国服的周年庆版本,公司和研发商计划后续持续为游戏提供高质量的

更新和第三方的 IP 联动活动，进而提升游戏的流水表现。

《不休的乌拉拉》自 2019 年 5 月以来，陆续在海外超过 50 个国家和地区以及中国上线，在上线之初迅速进入多个国家的游戏畅销榜前十，曾连续 2 个月在台湾地区的 App Store 的畅销榜中排名前 10 位、连续 2 周在中国的 App Store 畅销榜中排名前 10 名，曾与《剑与远征》一起在海内外掀起了一场放置类游戏热潮，截至目前该游戏在 TapTap 的累计安装量已超过 108 万。

图 43:《不休的乌拉拉》官方截图展示



资料来源：TapTap、国海证券研究所

《香肠派对》由厦门真有趣信息科技有限公司研发，心动网络发行的一款大 DAU 战术竞技游戏，游戏中的角色为香肠形状，玩家可选择登陆多种地形，寻找和使用装备击败其他玩家，进而获得其装备，与其他“吃鸡”类游戏类似，在《香肠派对》中存活下来的最后一个人或团队将获得游戏的胜利，游戏中提供了多种不同的游戏模式、多样化的地图，最多允许 100 名玩家在同一张地图中进行游戏。

《香肠派对》于 2018 年 4 月在中国推出，2019 年 2 月开始货币化，截至 2019 年 9 月 30 日止九个月，该游戏的平均月活跃用户约为 1110 万，在《香肠派对》的 IP 价值打造方面，公司与多方合作制作《香肠派对》动画片，截至 2019 年 9 月，《香肠派对》动画片的播放量超过 35 亿次。2020 年上半年，受疫情影响，用户线上娱乐需求高涨，《香肠派对》在 2020 年一季度的游戏用户增长迅速，总下载量超过 1 亿次。此外，《香肠派对》疫情期间的大受欢迎，也推动公司网络游戏的平均月活跃用户和平均月付费用户的同比高增长。《香肠派对》通过持续优化赛季和黄金季票系统，实现货币化的成功，2020 年 1 月，公司在该游戏内加入激励广告，丰富了大用户量游戏的变现方式，2020 年上半年，公司为第三方广告商在《香肠派对》内投放广告共计产生 2350 万元收入。截至目前，该

游戏在 TapTap 上的累计安装量超过 8300 万。

图 44:《香肠派对》官方截图展示



资料来源: TapTap、国海证券研究所

《不休的乌拉拉》和《香肠派对》均为厦门真有趣信息科技有限公司研发,心动网络代理发行的游戏,真有趣游戏成立于 2012 年 8 月,主要从事游戏研发、提供互联网文化产品和服务等业务,据天眼查数据显示,心动网络持有其 18% 股权,心动公司通过“对外投资+代理游戏”的方式,可以通过自研之外的途径,获取精品的游戏内容,提高公司游戏组合出现爆款的成功率,也利于为 TapTap 提供更多的精品游戏内容。此外,吉比特全资子公司厦门吉相股权投资有限公司持有真有趣游戏 10% 股份,越来越多的厂商通过对外投资的方式来获取游戏的代理权,不断丰富自身产品矩阵,增强自身的内容竞争壁垒。

3.3、付费游戏的快速增长

付费游戏是公司游戏组合中的重要组成部分,公司在海内外发行的知名付费游戏包括《说剑》《艾希》《喵斯快跑》《恶果之地》等。截至 2020 年上半年,公司的游戏组合中共有 11 款付费游戏,付费游戏一方面丰富了公司的内容产品矩阵,提升了公司在核心游戏玩家中的认可度,另一方面也可以培养用户为正版游戏内容付费的习惯。2020 年上半年,公司付费游戏收入同比增长 98.4% 至 5050 万元,实现高速增长,2020 年下半年,公司预计将在手机端发行两款备受玩家期待的付费游戏《人类跌落梦境》和《泰拉瑞亚》,随着用户对于付费游戏的付费习惯的养成以及精品付费游戏的不断推出,未来付费游戏有望为公司游戏业务贡献更多的收入。

表 9: 心动公司推出的部分热门付费游戏

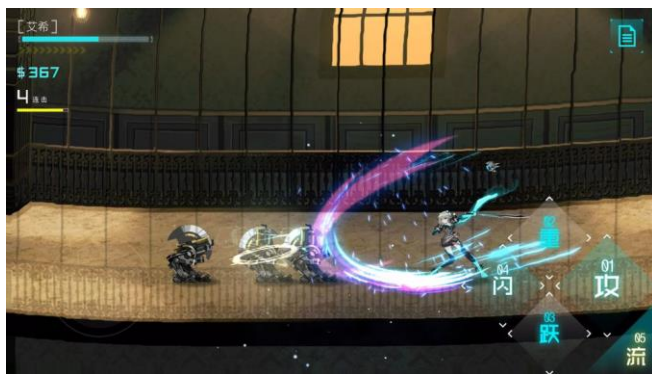
游戏名称	来源	类别	推出日期	运营市场	TapTap 售价	TapTap 上的购买数量
《艾希》	授权	ARPG	2016 年 11 月	中国及海外	18 元	1744099
《喵斯快跑》	授权	音乐游戏	2018 年 6 月	中国及海外	18 元	845716
《去月球》	自研	RPG	2017 年 5 月	中国及海外	安卓 18 元/苹果 30 元	254983
《海姆达尔》	自研	RPG	2018 年 7 月	中国及海外	18 元	144310
《说剑》	授权	休闲游戏	2016 年 2 月	中国	1 元	812009
《恶果之地》	授权	动作	2020 年 5 月 (移动版)	中国	18 元	257075

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

从付费游戏的价格来看, 该类游戏的价格多在 6-20 元之间, 而“免费+内购”的网络游戏的付费内容的价格, 多设置在 6 元、30 元、68 元、128 元、328 元和 648 元等档位, 玩家在这类游戏投入的成本一般高于付费游戏, 针对付费玩家来说, 付费游戏提供了更高的性价比, 付费即可畅玩。

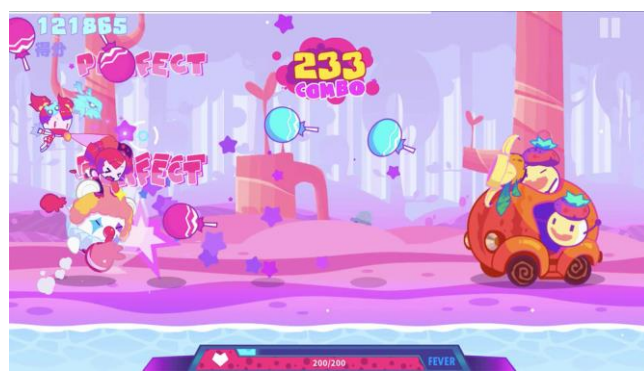
《艾希》是由幻刃网络研发, 心动网络发行的 2D 横版 ARPG 游戏, 在 IOS、安卓、PlayStation4、Steam 和 Switch 等多平台发行, 《艾希》曾获得“2017 年度十佳独立游戏”在内的多个知名游戏奖项, 该游戏在 TapTap 的评分高达 9.8 分。在《艾希》中, 玩家需要考虑旁白的提示并通过互动探索游戏, 思考何为游戏、何为真相等命题, 玩家可以扮演“你”或“艾希”去探索, 游戏具有多个结局, 玩家可按照不同的选择解锁不同的结局, 并通过多次游戏逐渐探索、发现真实的结局和隐藏剧情。截至 2019 年底, 公司已在全球所有平台出售超过 300 万份《艾希》。截至目前, 《艾希》在 TapTap 上的购买人数已经超过 174 万, 其在 TapTap 上的定价为 18 元。《艾希》的研发商上海幻刃网络科技有限公司的主要业务包括游戏研发、提供互联网文化产品和服务, 据天眼查数据显示, 心动网络通过全资子公司上海心动投资管理有限公司持有幻刃网络 25% 股权。

图 45: 《艾希 (ICEY)》官方截图展示



资料来源: TapTap、国海证券研究所

图 46: 《喵斯快跑》官方截图展示



资料来源: TapTap、国海证券研究所

3.4、“投资+代理”扩张公司精品游戏版图

心动公司积极对外投资较为优质的游戏公司, 进而获取更多精品的代理游戏, 扩充公司精品游戏内容, 公司 2020 年上半年, 贡献收入 top5 的游戏中, 《香肠派

对》和《不休的乌拉拉》均为心动网络持股 18%的厦门真有趣信息科技有限公司研发、心动网络代理发行的游戏，曾获得多个知名独立游戏奖项的精品付费游戏《艾希》，开发商为上海幻刃网络科技有限公司，心动投资持有其 25%的股权，《艾希》也交由心动网络发行。除了代理游戏外，心动公司积极布局对外投资，也有助于 TapTap 引入更多的独家游戏，2020 年 3 月，上海可那信息科技有限公司（椰岛游戏）获得了易玩（上海）网络科技有限公司（TapTap）数千万元战略投资，易玩的股权占比为 5%，椰岛游戏的投后估值为 2 亿元。2020 年 7 月，由椰岛游戏研发的《江南百景图》在 TapTap 平台独家上线，至今已累计在 TapTap 上贡献了超 900 万的下载量，凸显精品独占游戏驱动 TapTap 平台成长的重要价值。椰岛游戏的另一款游戏《玛娜希斯回响》也将会以 TapTap 独家游戏的形式上线，投资更多的优质游戏研发公司，有助于丰富公司的游戏产品矩阵，公司的游戏业务和信息服务业务两大业务都将受益。

表 10: 心动公司投资的部分游戏研发公司

投资的游戏研发公司	公司主要游戏	心动公司持有的权益
厦门真有趣信息科技有限公司	研发《香肠派对》《不休的乌拉拉》（两款游戏均由心动网络发行）	心动网络持有 18%的股权
厦门易灵网络科技有限公司	发行《斯特恩大陆》	心动网络持有 8.33%的股权
北京水琴铃信息技术有限公司	研发《魔女兵器》	心动投资持有 8%的股权
上海幻刃网络科技有限公司	研发《艾希》（由心动网络发行），发行游戏《映月城与电子姬》	心动投资持有 25%的股权
广州壕游信息科技有限公司	研发《注》《锻冶屋英雄谭》《天天飞喵》《天才联盟》	心动投资持有 20%的股权
广州睿果信息科技有限公司	研发《异次元契约》	心动投资持有 12%的股权
上海擎月软件科技有限公司	研发《龙套英雄》（由心动网络发行）	心动投资持有 15%的股权
上海可那信息科技有限公司	研发《江南百景图》（TapTap 独家），发行《玛娜希斯回响》（TapTap 独家）	易玩持有 5%的股权

资料来源：心动公司招股书、TapTap、天眼查、国海证券研究所

4、盈利预测与评级

游戏业务，公司发力自研，2020年下半年《火炬之光：无限》《心动小镇》与《项目A》进入量产阶段，有望在2021年陆续正式推出进而带来业绩贡献，公司后续拟推出的自研新游品类丰富，注重提供持续可玩的游戏内容，2020年6月公司于港澳台地区推出《明日方舟》，同时计划在2020年下半年推出《人类跌落梦境》《泰拉瑞亚》等付费游戏，公司游戏组合内容进一步丰富。此外，公司旗下《仙境传说M》《香肠派对》等头部手游收入较为稳健，且公司积极通过持续更新版本内容、联动知名IP等方式打造产品长线运营的长生命周期，增强玩家的游戏体验，探索货币化的潜力。

信息服务业务，公司以精品独家游戏驱动TapTap用户增长，《江南百景图》《香肠派对》《不休的乌拉拉》《帕斯卡契约安卓版》等TapTap独家游戏在助推平台用户持续增长的同时，也有望为TapTap树立品牌效应。TapTap新游发布会亮相的产品相继上线，重点新游《原神》可用TapTap账号登录，精品游戏导流有望助推TapTap用户规模快速增长，叠加《原神》《万国觉醒》等游戏无法准时上架华为、小米等安卓联运渠道事件，TapTap以其不分成的模式有望吸引更多的优质游戏开发商，进而在TapTap平台推出更多的精品游戏，有望吸引更多的优质用户，以及带来信息服务业务收入增量。此外，目前TapTap仅有一个广告位，以用户体验为主，未来的广告商业化仍有空间，若增加广告位将为信息服务业务收入带来弹性。

公司通过研发或发行精品独家游戏，驱动TapTap用户增长，依靠TapTap产品优势提高用户活跃度、增强用户粘性，同时通过TapTap反哺游戏开发商，在打造精品玩家社区的同时，也为游戏开发商提供良好的游戏发行平台，我们认为未来TapTap的平均月活跃用户与注册开发商的数量将会持续保持良好的增长趋势，此外，TapTap在2020年的平台改版有望提升用户的产品体验，增强用户粘性，而TapTap的全球化则有望在为TapTap带来更多的用户同时，进一步打造TapTap品牌知名度，树立品牌形象。另一方面，公司发力自研，未来有望推出更多精品自研游戏，有利于提升公司盈利能力，树立公司品牌形象，基于审慎客观的原则，暂不考虑公司非公开发行股票的影响，我们预计2020-2022年公司归母净利润为4.00亿元人民币、5.52亿元人民币、7.51亿元人民币（同比增速分别为15.4%、38.0%、36.1%），对应最新市值的PE分别为43.2倍、31.3倍、23.0倍，首次覆盖，给予买入评级。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（人民币百万元）	2841	3264	4034	4964
增长率(%)	50.5%	14.9%	23.6%	23.1%
归母净利润（人民币百万元）	347	400	552	751
增长率(%)	21.6%	15.4%	38.0%	36.1%
摊薄每股收益（人民币元）	0.82	0.88	1.21	1.65
ROE(%)	15.2%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 市场竞争加剧风险;
- 2) 行业政策监管风险;
- 3) 头部游戏收入下滑风险;
- 4) 新游表现不达预期风险;
- 5) 游戏产品延期上线风险;
- 6) 出海游戏产品表现不及预期风险;
- 7) 公司与 Steam 业务的对比仅供参考;
- 8) 公司非公开发行的不确定性;

附表：心动公司盈利预测表

证券代码：2400.HK		股价：38港元				投资评级：		买入		日期：2020-10-15	
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E		
盈利能力					每股指标						
ROE	15%	15%	16%	17%	EPS	0.82	0.88	1.21	1.65		
毛利率	62%	61%	59%	59%	BVPS	4.42	5.00	6.22	7.87		
期间费率	33%	31.7%	29.0%	28.4%	估值						
销售净利率	12.2%	12.3%	13.7%	15.1%	P/E	46.5	43.2	31.3	23.0		
成长能力					P/B	8.6	7.6	6.1	4.8		
收入增长率	51%	15%	24%	23%	P/S	5.7	5.3	4.3	3.5		
利润增长率	22%	15%	38%	36%							
营运能力					利润表 (人民币百万元)	2019	2020E	2021E	2022E		
总资产周转率	0.99	0.94	0.94	0.91	营业收入	2841	3264	4034	4964		
应收账款周转率	6.99	5.83	5.38	5.81	营业成本	1066	1278	1664	2018		
					营业税金及附加	0	0	0	0		
偿债能力					销售费用	745	850	950	1150		
资产负债率	20%	18%	16%	14%	管理费用	203	170	210	253		
流动比	4.28	4.65	4.60	5.05	财务费用	2	3	3	3		
速动比	4.28	4.65	4.60	5.05	其他费用/(-收入)	23	29	32	36		
					营业利润	532	575	802	1099		
资产负债表 (人民币百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业外净收支	27	27	25	25		
现金及现金等价物	1337	1487	1362	1627	利润总额	545	596	821	1118		
应收款项	406	560	750	855	所得税费用	32	36	49	67		
存货净额	0	0	0	1	净利润	513	560	772	1051		
其他流动资产	631	697	907	1210	少数股东损益	167	160	220	300		
流动资产合计	2374	2744	3019	3693	归属于母公司净利润	347	400	552	751		
固定资产	87	135	220	305							
权益性投资	53	68	112	134	现金流量表 (人民币百万元)	2019	2020E	2021E	2022E		
商誉及无形资产	237	395	765	1080	经营活动现金流	861	597	801	1304		
其他非流动资产	115	124	190	219	净利润	513	560	772	1051		
资产总计	2866	3466	4306	5431	少数股东权益	167	160	220	300		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	108	103	111	151		
应付款项	201	210	265	311	公允价值变动	8	8	8	8		
交易性金融负债	0	0	0	0	营运资金变动	64	(234)	(310)	(206)		
其他流动负债	354	380	392	420	投资活动现金流	(469)	(218)	(441)	(536)		
流动负债合计	554	590	657	731	资本支出	(41)	(151)	(196)	(236)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(8)	(15)	(44)	(22)		
其他长期负债	25	30	31	31	其他	(419)	(52)	(201)	(278)		
长期负债合计	25	30	31	31	筹资活动现金流	364	30	20	25		
负债合计	580	620	688	762	债务融资	(24)	(20)	(30)	(25)		
股本	424	454	454	454	权益融资	576	0	0	0		
股东权益	2287	2846	3618	4669	其它	(188)	50	50	50		
负债和股东权益总计	2866	3466	4306	5431	现金净增加额	756	409	380	793		

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所（注：港元对人民币汇率取 1 港元=0.8676 元人民币）

【传媒与互联网组介绍】

朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业从业经验，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究
于越，新南威尔士大学金融硕士，吉林大学理学学士，2020年加入国海证券，拥有实业经验，现从事传媒互联网行业研究

【分析师承诺】

朱珠，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先恒生指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随恒生指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后恒生指数。

股票投资评级

买入：相对恒生指数 指数涨幅 20%以上；
增持：相对恒生指数 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对恒生指数 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对恒生指数 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。