

## TapTap 赋能游戏研发，心动渐入佳境

### 报告摘要:

集合游戏研发与海内外发行与运营，心动网络是国内优质的“产品+平台”游戏厂商。据公司财报显示，2020H1 公司实现营业收入 14.4 亿元，YoY 为 10%；归母净利润 2.07 亿元，归母净利率为 14.3%，盈利能力稳定。用户方面，2020H1 公司网络游戏平均月活增至 3047.4 万人，YoY 为 65.4%；Taptap 平台平均活跃用户数增至 2479.6 万人，YoY 为 52%，呈现强劲增长态势。

国内市场稳健增长，游戏出海大有可为。据游戏工委&IDC 数据显示，2019 年我国游戏产业实际销售收入达 2308.8 亿元，其中移动游戏收入占比最高达 68.5%。随着移动端优势逐步得到体现，预计我国移动游戏市场仍将维持双位数以上规模增长，研运一体化公司有望持续分享增长红利。海外方面，除了美日韩，欧洲、东南亚等地区仍具巨大潜力；“本地化游戏产品+国际合作运营”成为获取市场份额关键。

创新渠道打法，“产品+平台”联动成就公司优质游戏生态。1) 游戏产品：公司通过“自建研发团队+参股外部工作室”夯实研发力量，并联手优质游戏厂商获取热门游戏授权，搭建了极具竞争力的游戏组合；同时公司海外发运机制渐趋成熟，韩国、港澳台、东南亚已成为公司优势市场，公司跻身中国手游发行商全球收入 Top30。2) 平台：“不联运分成+客观评分推荐体系”迅速聚拢超万家优质研发商与近 2500 万游戏玩家，渠道优势确立的同时其生态效应已逐步显现。

投资建议：基于公司优质的游戏研发运营能力以及 TapTap 垂直社区的领先地位，我们预计公司 2020/21/22 年收入分别为 34.4/42.6/51.1 亿元，净利润 6.7/8.7/10.5 亿元，对应每股收益为 1.5/1.9/2.3 元。参考相对估值法，综合给予公司目标价 40.6 港元，对应 2020/21/22 年每股收益的 PE 分别为 20.2/15.5/12.9 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：老游收入不及预期；新游无法如期上线；TapTap 广告变现能力不及预期；行业监管风险

### 股票数据

2020/11/25

6 个月目标价 (港元)	40.6
收盘价 (港元)	35.2
12 个月股价区间 (港元)	11.86-46.95
总市值 (亿港元)	159.8
总股本 (亿股)	4.54
A 股 (亿股)	0
B 股/H 股/N 股 (亿股)	0/4.54/0
日均成交量 (万股)	382.5

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	2%	-4%	197%
相对收益	-5%	-9%	198%

### 相关报告

《哔哩哔哩 (BILI.O): 深耕内容, 强生态力量助力腾飞》

20200722

《哔哩哔哩 (BILI.O) 中报点评: 收入转化亮眼, 下半年用户高增长可期》

20200901

《网易 (NTES.O) 中报点评: 游戏业务强势依旧, 创新业务表现亮眼》

20200818

### 证券分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550511020007  
(021)20361162 liulx@nesc.cn

### 研究助理: 周路韵

执业证书编号: S0550120040019  
13062763086 zhouluyun@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1887	2838	3444	4259	5109
(+/-)%	40%	50%	21%	24%	20%
年内溢利/	353	513	672	871	1047
(+/-)%	193%	46%	31%	30%	20%
净利润率	19%	18%	19%	20%	21%
经调整溢利/(亏损)	285	347	504	654	786
(+/-)%	144%	22%	45%	30%	20%
经调整利润率	15%	12%	15%	15%	15%
每股收益 (元)	0.8	1.1	1.5	1.9	2.3
每股经营现金流 (元)	0.4	1.9	1.7	2.5	2.9

## 目 录

<b>1.</b>	<b>公司简介：心动公司是集手游研运与平台分发一体化的优质游戏厂商.....</b>	<b>5</b>
1.1.	发展历程：立足研发，顺势而为成就心动完整游戏生态.....	5
1.2.	投融资情况：以游戏为轴，纵横拓展产业布局.....	6
1.2.1	融资情况：游戏研运优势突出，渐受资本认可.....	6
1.2.2	投资情况：深入布局游戏产业，TapTap 再获增持.....	6
1.3.	股权情况：创始团队拥有绝对控股权，长期战略一以贯之.....	7
1.4.	经营情况：收入稳步增长，净利率提升空间尚足.....	8
<b>2.</b>	<b>游戏运营：海外发运能力脱颖而出，丰富游戏储备未来可期.....</b>	<b>10</b>
2.1.	游戏行业：国内市场稳健增长，海外市场大有可为.....	10
2.2.	游戏业务：自研授权齐发力，海外发行能力突出.....	14
2.2.1.	游戏研发：加大自研游戏投入+与游戏厂商深度合作，优质游戏产品供给稳定.....	15
2.2.2.	游戏发运机制渐趋成熟，海外市场多点开花。.....	18
2.3.	多元游戏组合精准匹配，新游储备广受关注.....	20
<b>3.</b>	<b>TapTap：广告收入增长可期，平台现阶段重在驱动自研.....</b>	<b>24</b>
3.1.	发展历程：社区生态逐步建立，TapTap 成为国内领先手游平台.....	24
3.2.	“不联运分成”汇聚优质产品，硬核用户加速沉淀.....	25
3.2.1.	平台优势：扶持优质游戏内容，客观评分体系渐受认可.....	25
3.2.2.	用户：流量池沉淀加速，Z世代用户是核心组成部分.....	28
3.2.3.	商业模式：平台收入主要来源于广告，广告位若增加将贡献收入增量.....	29
3.3.	TapTap VS Bilibili VS 好游快爆：TapTap 平台内容更具综合性，社区生态优势逐渐显现.....	29
<b>4.</b>	<b>盈利预测与估值.....</b>	<b>31</b>
4.1.	盈利预测.....	31
4.1.1.	公司营业收入预测：2020/21/22 年营业收入增速为分别为 21.4 %/23.6%/20.0%.....	31
4.1.2.	公司营业成本预测：2020/21/22 年营业成本增速为分别为 21.4 %/23.6%/20.0%.....	32
4.1.3.	公司利润预测：2020/21/22 年归母净利润率分别为 19.5%/20.5%/20.5%.....	33
4.2.	公司估值.....	33
4.3.	投资建议：基于公司良好游戏生态，给予目标价 46.6 港元，首次覆盖给予“买入”评级.....	34
<b>5.</b>	<b>风险提示.....</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图 1:	心动公司发展历程.....	6
图 2:	心动公司融资情况.....	6
图 3:	心动公司股权架构.....	8
图 4:	2016 年—2020H1 公司营业收入及增速情况.....	9
图 5:	2016 年—2020H1 公司营业收入构成情况.....	9

图 6: 2016 年—2020H1 年游戏业务收入细分情况.....	9
图 7: 2016 年—2020H1 网络游戏收入情况.....	9
图 8: 2016 年—2020H1 付费游戏收入情况.....	9
图 9: 2017 年—2020H1 信息服务业务收入情况.....	9
图 10: 2016 年—2020H1 公司毛利率情况.....	10
图 11: 2016 年—2020H1 公司净利润及净利率.....	10
图 12: 2016 年—2020H1 公司网络游戏用户情况.....	10
图 13: 2016 年—2020H1 公司 TapTap 用户情况.....	10
图 14: 全球游戏市场规模及 YoY.....	11
图 15: 全球手游市场规模及占比.....	11
图 16: 全球细分游戏市场规模 CAGR.....	11
图 17: 中国游戏产业实际销售收入及 YoY.....	12
图 18: 全球部分地区游戏市场规模 CAGR.....	12
图 19: 中国移动游戏市场实际销售收入及 YoY.....	12
图 20: 中国移动游戏用户规模及 YoY.....	12
图 21: 2015 年-2019 年主要游戏厂商研发费用 CAGR.....	13
图 22: 2015 年-2019 年主要游戏厂商研发费用率.....	13
图 23: 全球游戏市场按终端划分占比.....	13
图 24: 2015 年-2019 年中国自主研发游戏海外收入.....	13
图 25: 中国自主研发游戏国内外市场对比.....	14
图 26: 中国头部游戏企业游戏出海情况.....	14
图 27: 中国自主研发游戏出海重点地区收入分布.....	14
图 28: 中国自主研发游戏出海类型.....	14
图 29: 心动公司游戏研发模式.....	15
图 30: 2016—2019 年前五个月自研游戏、授权游戏收入.....	15
图 31: 2016—2019 年前五个月自研游戏、授权游戏收入占比.....	15
图 32: 2016—2019 年公司研发费用及 YoY.....	16
图 33: 2016—2019 年公司研发人员数量及 YoY.....	16
图 34: 公司海外发行、运营的通常步骤.....	19
图 35: 2016—2019 年公司海外游戏收入及 YoY.....	19
图 36: 2016 年—2019 年公司海内外游戏收入占比.....	19
图 37: 公司热门网络游戏一览.....	20
图 38: 公司热门网络游戏发行后近两年排名情况.....	21
图 39: 公司热门网络游戏发行后两年内排名情况.....	22
图 40: 2016—2020H1 公司网络游戏平均月活跃用户.....	22
图 41: 2016—2020H1 网络游戏平均月付费用户及 YoY.....	22
图 42: 公司 Top5 网络游戏收入 (单位: 百万元).....	23
图 43: 公司 Top5 网络游戏收入占比.....	23
图 44: 公司热门付费游戏一栏.....	23
图 45: TapTap 发展历程.....	24
图 46: 2016 年—2019 年 TapTap 注册游戏开发商数量及 YoY.....	25
图 47: TapTap 礼仪考试.....	27
图 48: 2017 年—2019 年 TapTap 评论数量与帖子数量情况.....	28
图 49: TapTap 平均活跃用户数情况.....	28
图 50: 哔哩哔哩、TapTap、好游快爆用户重合率情况.....	31

表 1: 心动网络投资情况.....	7
表 2: 心动公司基石投资者情况 .....	8
表 3: 公司参股外部游戏工作室情况 .....	16
表 4: 心动网络部分热门自研游戏一览.....	17
表 5: 心动网络部分热门授权游戏一览.....	18
表 6: 截至 2019 年 9 月 30 日主要热门网络游戏的资料 .....	21
表 7: 公司游戏 Pipeline (数据截至 20201011) .....	23
表 8: TapTap 平台部分游戏厂商列举 (数据截至 20201008) .....	25
表 9: TapTap 部分热门游戏列举 (数据截至 20201008) .....	26
表 10: 哔哩哔哩 VS TapTap VS 好游快爆基本情况对比 .....	29
表 11: 公司营业收入测算 (百万元) .....	31
表 12: 公司营业成本测算 (百万元) .....	32
表 13: 公司利润测算 (百万元) .....	33
表 14: 游戏类公司估值对比 (截至 20201108) .....	33

## 1. 公司简介：心动公司是集手游研运与平台分发一体化的优质游戏厂商

### 1.1. 发展历程：立足研发，顺势而为成就心动完整游戏生态

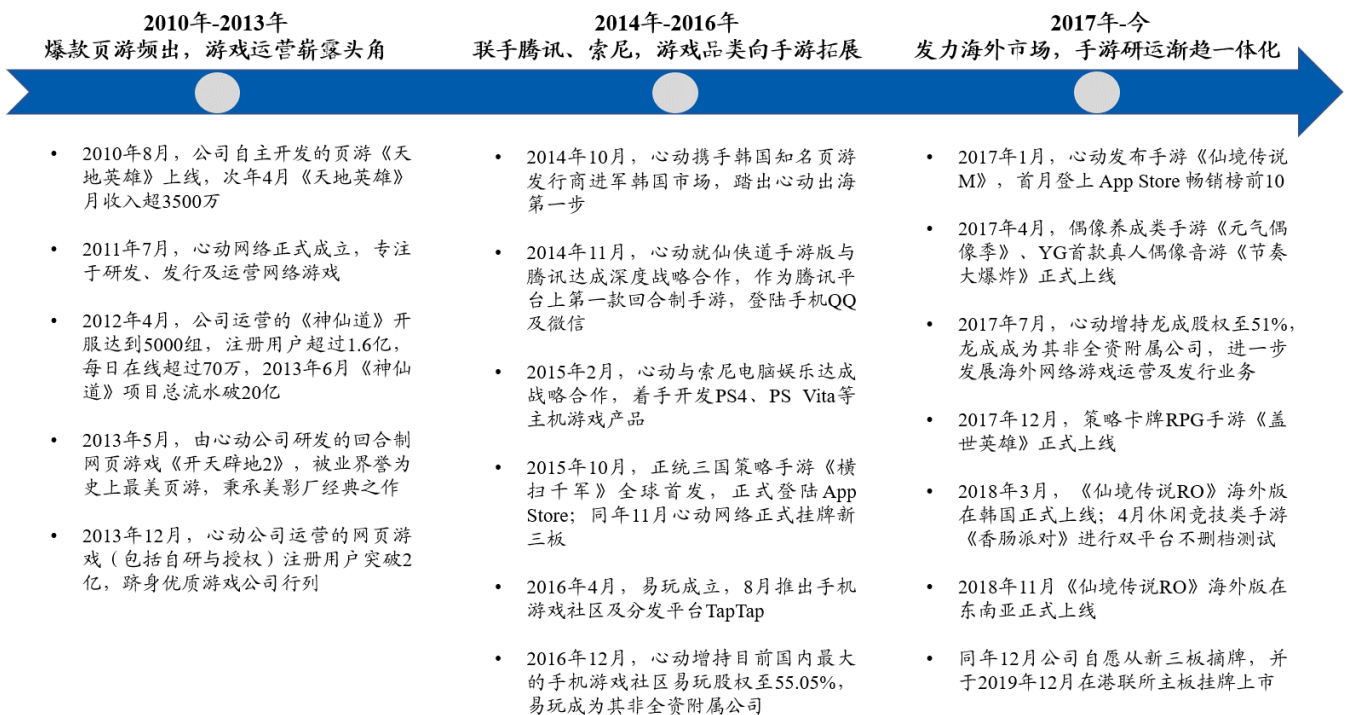
心动公司正式成立于 2011 年 7 月，以“聚匠人心，动玩家情”为使命，致力于网游及手游的研发与发行，在国内及海外运营了多款不同类型的优质游戏，是国内颇具竞争力的知名游戏公司。公司经过多年的发展，业务模式已从初创时的以“网游运营”为主向“手游研发+海内外发行及运营+TapTap 平台”联动转变。此外，公司亦不断完善自身在泛娱乐产业链的全方位布局，成立了“心动娱乐”等品牌，致力于提供更优质的综合娱乐服务体验。

**爆款页游频出，游戏运营崭露头角（2010 年-2013 年）：**2010 年 8 月，公司自主开发的页游《天地英雄》上线，次年 4 月《天地英雄》月收入超 3500 万；2011 年 7 月，心动网络正式成立，专注于研发、发行及运营网络游戏；2012 年 4 月，公司运营的《神仙道》开服达到 5000 组，注册用户超过 1.6 亿，每日在线超过 70 万，2013 年 6 月《神仙道》项目总流水破 20 亿；2013 年 5 月，由心动公司研发的回合制网页游戏《开天辟地 2》被业界誉为史上最美页游，秉承美影厂经典之作；2013 年 12 月，心动公司运营的网页游戏（包括自研与授权）注册用户突破 2 亿，跻身优质游戏公司行列。

**联手腾讯索尼，游戏品类向手游拓展（2014 年-2016 年）：**2014 年 10 月，心动携手韩国知名页游发行商进军韩国市场，踏出心动出海第一步；11 月，心动公司就仙侠道手游版与腾讯达成深度战略合作，作为腾讯平台上第一款回合制手游，登陆手机 QQ 及微信；2015 年 2 月，心动与索尼电脑娱乐达成战略合作，着手开发 PS4、PS Vita 等主机游戏产品；10 月正统三国策略手游《横扫千军》全球首发，正式登陆 App Store；同年 11 月心动网络正式挂牌新三板；2016 年 4 月易玩成立，8 月推出手机游戏社区及分发平台 TapTap，同年 12 月，心动公司增持目前国内最大的手机游戏社区易玩股权至 55.05%，易玩成为其非全资附属公司。

**发力海外市场，手游研运渐趋一体化（2017 年-今）：**2017 年 1 月，心动发布手游《仙境传说 M》，首月登上 App Store 畅销榜前 10；4 月，偶像养成类手游《元气偶像季》、YG 首款真人偶像音游《节奏大爆炸》正式上线；7 月，心动增持龙成股权至 51%，龙成成为其非全资附属公司，进一步发展海外网络游戏运营及发行业务；12 月策略卡牌 RPG 手游《盖世英雄》正式上线；2018 年 3 月，《仙境传说 RO》海外版在韩国正式上线；4 月休闲竞技类手游《香肠派对》进行双平台不删档测试；11 月《仙境传说 RO》海外版在东南亚正式上线；同年 12 月公司从新三板摘牌，并于 2019 年 12 月于港交所主板挂牌上市。

图 1: 心动公司发展历程



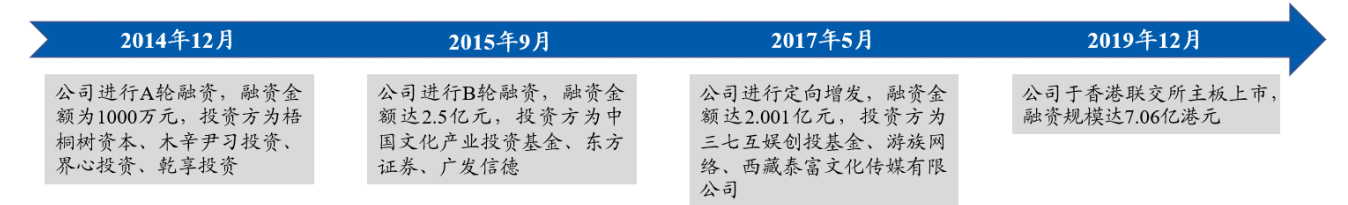
数据来源：公开资料整理，公司官网，东北证券

## 1.2. 投融资情况：以游戏为轴，纵横拓展产业布局

### 1.2.1 融资情况：游戏研运优势突出，渐受资本认可

心动网络自成立以来共获得4笔大额融资，2014年12月A轮融资金额为1000万元，投资方为梧桐树资本、木辛尹习投资、界心投资、乾享投资；2015年9月B轮融资金额为2.5亿元，投资方为中国文化产业投资基金、东方证券、广发信德；2015年11月在新三板挂牌上市；2017年5月定向增发金额达2.001亿元，投资方为三七互娱创投基金、游族网络、西藏泰富文化传媒有限公司；2019年12月赴港上市，融资规模达7.06亿港元。

图 2: 心动公司融资情况



数据来源：天眼查，东北证券

### 1.2.2 投资情况：深入布局游戏产业，TapTap 再获增持

据天眼查数据显示，心动网络公开的投资事件数量共7次，被投公司业务涉及手游

开发、分销发布、动画制作、游戏电台等领域。2012年1月、2015年9月公司投资海岸线动画、变月文化等动画制作公司，布局动漫IP领域；2014年4月公司独立投资机核网打造游戏网络电台；2015年1月公司联合美图共同投资游侠汽车数千万；在手游开发方面，公司于2016年10月向木七七网络注资500万元。在七次投资事件中，公司共对TapTap进行两次投资，第一次于2016年7月独立投资数百万，第二次于2018年6月联合吉比特、飞鱼科技、网易、吉相资本共同投资2亿元。TapTap现在已经成为国内最大的游戏社区，集手游分销发布、社区和媒体于一体，用户可以在平台进行游戏购买、下载、讨论和分享。

**表 1: 心动网络投资情况**

被投资方	投资时间	参与轮次	投资金额	被投公司简介
 海岸线动画	2012-01-01	天使轮	独立投资，投资金额1000万人民币	一家专注于制作国产动画的公司，旗下主要产品为3D动画《纳米核心》。
 机核网	2014-04-01	天使轮	独立投资，金额未披露	一个游戏电台，通过语音的方式打造游戏网络电台。
 游侠汽车	2015-01-07	Pre-A 轮	联合美图共同投资数千万人民币	一家智能电动汽车制造商，致力于提供集新能源整车研发与设计等为一体的智能电动汽车综合制造。
 变月文化	2015-09-09	天使轮	独立投资，投资金额数百万人民币	一家黑白定格动画制作公司，主要团队为福利喵工作室，旗下作品主要有《口水三国》，《口水封神》系列恶搞动画。
 TapTap	2016-07-22	天使轮	独立投资，投资金额数百万人民币	一个集手游分销发布、社区和媒体一体的服务平台，用户可在平台进行游戏的购买、下载、讨论和分享。
 木七七网络	2016-10-12	A 轮	独立投资，投资金额为500万人民币	一家手机游戏开发商，主打产品为《冒险与挖矿》，原创复古像素放置游戏。
 TapTap	2018-06-21	B 轮	联合吉比特、飞鱼科技、网易、吉相资本共同投资2亿人民币	一个集手游分销发布、社区和媒体一体的服务平台，用户可在平台进行游戏的购买、下载、讨论和分享。

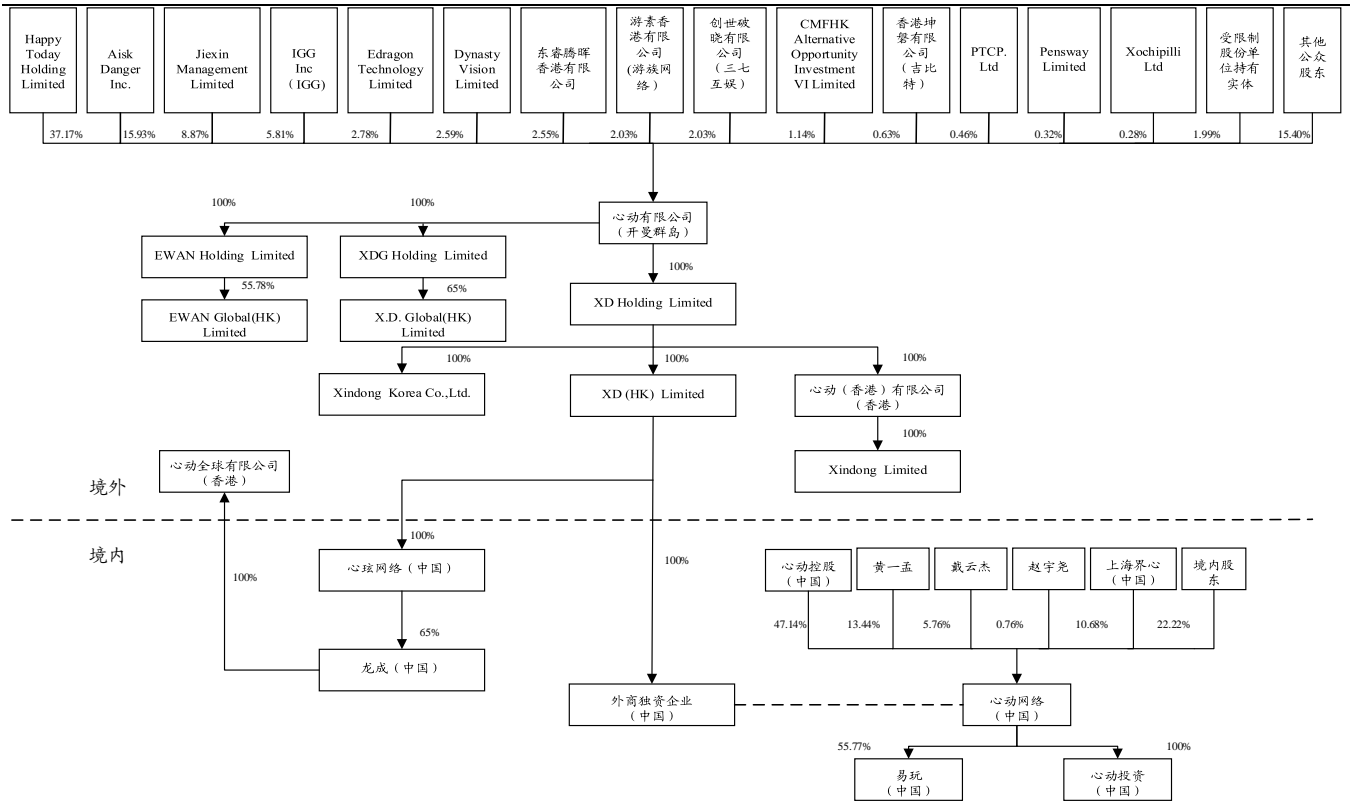
数据来源：天眼查，东北证券

### 1.3. 股权情况：创始团队拥有绝对控股权，长期战略一以贯之

公司实行VIE股权架构：（1）境内架构上，公司董事长黄一孟为控股股东，根据公司招股书披露显示，境内心动网络公司全部股份由心动控股（47.14%）、黄一孟（13.44%）、戴云杰（5.76%）、赵宇尧（0.76%）、上海界心（10.68%）及其他境内股东（22.22%）持有，其中心动控股的全部股份由黄一孟（66.5%）、戴云杰（28.5%）、赵宇尧（5.0%）持有，黄一孟通过直接持有和间接持有公司股份比例最大。（2）境外架构上，公司创始团队共计拥有过半数股份。公司董事长黄一孟通过家族信托控制公司第一大股东 Happy Today Holding Limited 持有公司约 37.17% 股份，公司副董事长戴云杰通过家族信托控制公司第二大股东 Aiks Danger Inc 持有公司约 15.93% 股份，公司创始团队（黄一孟、戴云杰）拥有半数以上股份，且两位创始人拥有丰富的互联网、软件、游戏产品的开发和运营经验，皆致力于打造优质游戏产品。公

司股权的高度集中有利于保障公司稳定快速发展，实现公司长期战略目标。在表决权方面，除了任何类别的股份当时所赋予的特权、优先权或限制外，每股普通股拥有一票表决权。

图 3: 心动公司股权架构



数据来源：公司招股书，东北证券

从具体股东构成来看，心动公司境外股东中不乏部分国内知名游戏公司身影，例如 IGG、游族网络、三七互娱等，其所持股权比例分别为 5.81%、2.03%、2.03%，此外公司还成功吸引了字节跳动、米哈游、莉莉丝、叠纸香港等四家基石投资者。

表 2: 心动公司基石投资者情况

基石投资者	投资金额(百万美元)	占全球发售完成后已发行股份百分比 (按发售价 13.45 港元)	
		假设超额配股权未行使	假设超额配股权全部行使
字节跳动 (香港) 有限公司	10	1.37%	1.36%
米哈游有限公司	5	0.69%	0.68%
Lilith Mobile Company Limited	5	0.69%	0.68%
叠纸香港有限公司	3	0.41%	0.41%

数据来源：公司招股书，东北证券

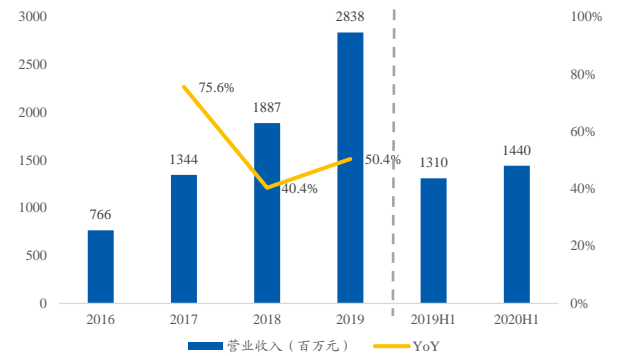
### 1.4. 经营情况：收入稳步增长，净利率提升空间尚足

营收高速增长，信息服务收入占比逐年提高。据公司财报显示，2020H1 公司实现营业收入 14.4 亿元，YoY 为 10%。从收入结构来看，2020H1 公司游戏运营收入占比最高，达 80.6%，信息服务收入次之，达 17.6%。公司游戏运营收入主要来源于



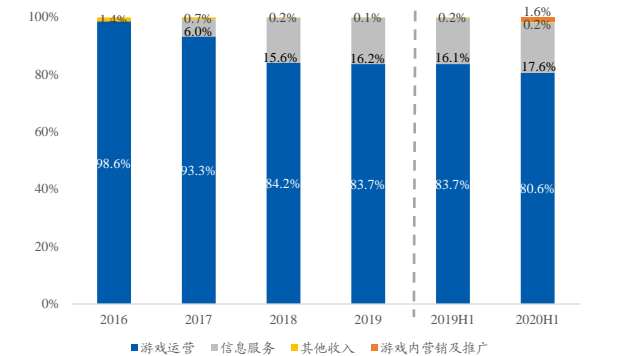
网络游戏和付费游戏，其中网络游戏收入占比稳定在 95% 以上，付费游戏收入占比不足 5%：2020H1 公司实现网络游戏收入 11.11 亿元，YoY 为 3.8%；实现付费游戏收入 0.5 亿元，YoY 为 98.4%，增长强劲。作为公司第二大收入来源，2020H1 公司实现信息服务收入 2.53 亿元，YoY 为 19.9%，主要受益于 Taptap 变现能力的提升。

图 4：2016 年—2020H1 公司营业收入及增速情况



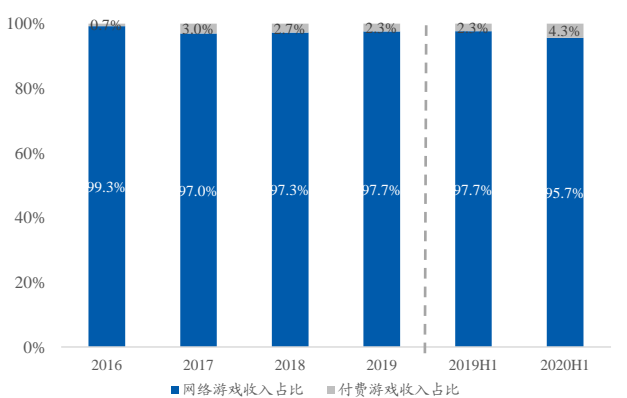
数据来源：公司招股书，公司财报，东北证券

图 5：2016 年—2020H1 公司营业收入构成情况



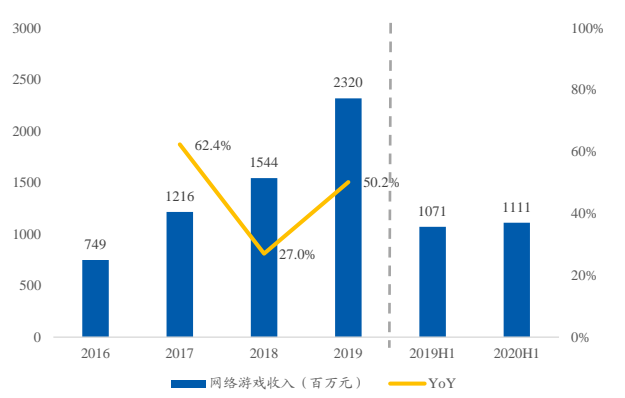
数据来源：公司招股书，公司财报，东北证券

图 6：2016 年—2020H1 年游戏业务收入细分情况



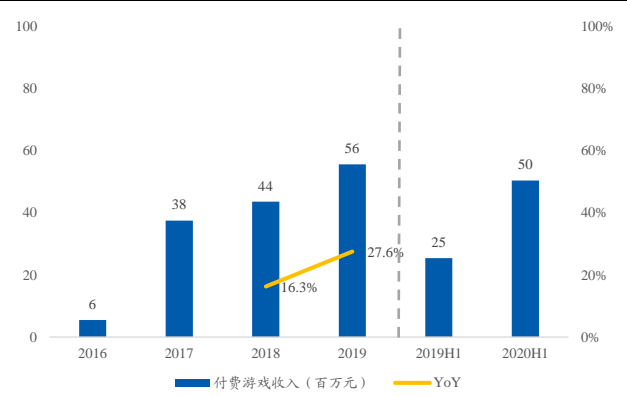
数据来源：公司财报，东北证券

图 7：2016 年—2020H1 网络游戏收入情况



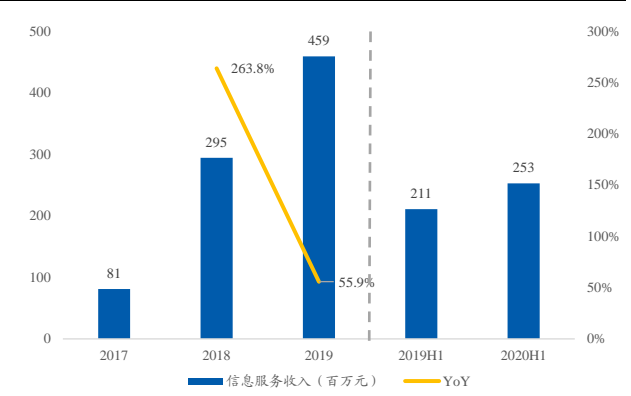
数据来源：公司财报，东北证券

图 8：2016 年—2020H1 付费游戏收入情况



数据来源：公司财报，东北证券

图 9：2017 年—2020H1 信息服务业务收入情况

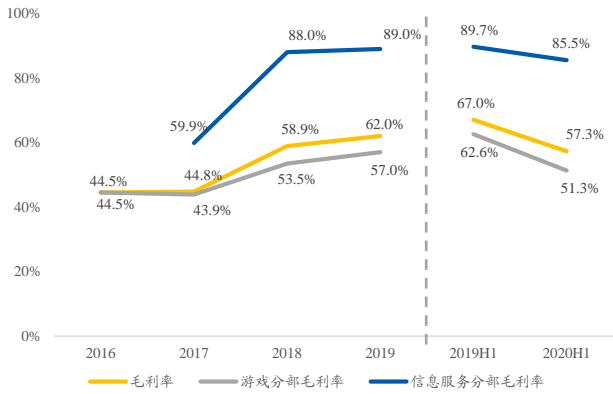


数据来源：公司财报，东北证券

归母净利润稳定增长，净利率稳步提升。2020H1 公司实现毛利率 57.3%，其中游戏

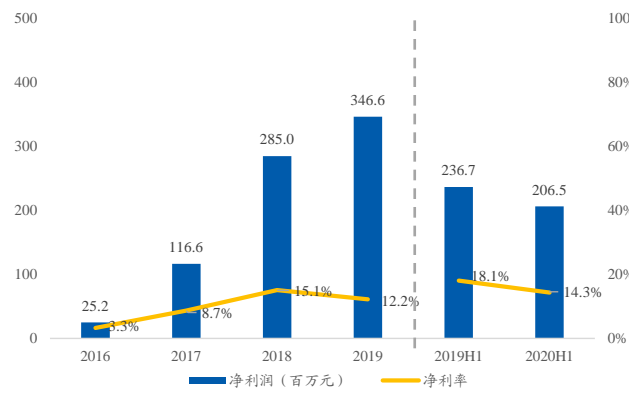
分部毛利率达 51.3%，信息服务分部毛利率达 85.5%。扣除三费后，2020H1 公司实现归母净利润 2.07 亿元，归母净利率为 14.3%，呈现稳定的盈利能力。

图 10: 2016 年—2020H1 公司毛利率情况



数据来源：公司招股书，公司财报，东北证券

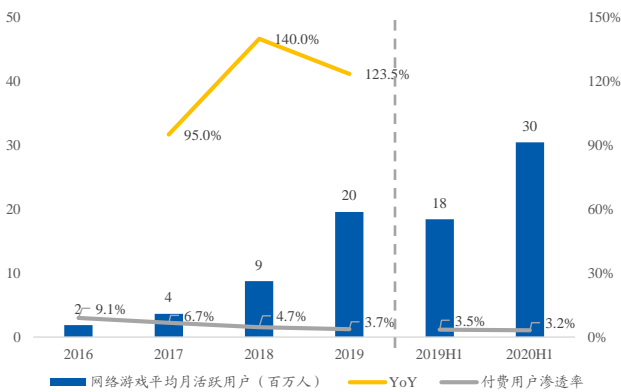
图 11: 2016 年—2020H1 公司净利润及净利率



数据来源：公司招股书，公司财报，东北证券

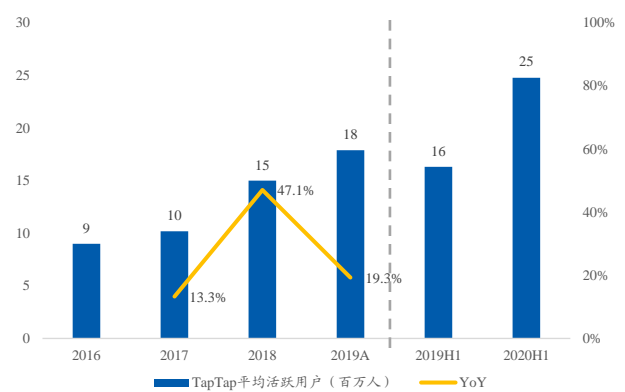
用户基本盘扩大，核心玩家积淀加速。2020H1 公司网络游戏平均月活增至 3047.4 万人，YoY 为 65.4%，主要受益于疫情期间用户居家时间增长导致的娱乐时间增加；对应付费渗透率为 3.2%，受公司以免费游戏为主的产品结构的影响，在用户基本盘扩大的情况下，付费率相比去年同期有所降低。2020H1 公司 Taptap 平台平均活跃用户数增至 2479.6 万人，YoY 为 52%，呈现强劲增长态势。

图 12: 2016 年—2020H1 公司网络游戏用户情况



数据来源：公司招股书，公司财报，东北证券

图 13: 2016 年—2020H1 公司 Taptap 用户情况



数据来源：公司招股书，公司财报，东北证券

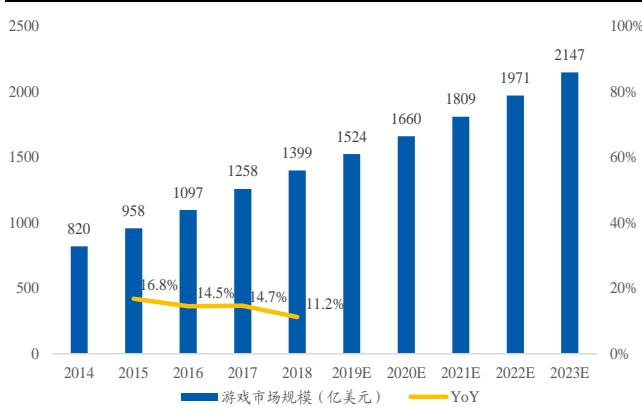
## 2. 游戏运营：海外发运能力脱颖而出，丰富游戏储备未来可期

### 2.1. 游戏行业：国内市场稳健增长，海外市场大有可为

全球游戏市场规模稳定增长，手游市场规模增速领先。据 Frost&Sullivan 报告显示，2018 年全球游戏市场规模自 2014 年增长 70.6% 至 1399 亿美元，市场规模占比达 55.8%，预计 2023 年该市场规模将达到 2147 亿美元，CAGR 为 8.9%。从细分游戏市场来看，全球手机游戏市场规模由 2014 年的 338 亿美元增长至 2018 年的 780 亿美元，CAGR 为 23.3%，高于同期网页游戏、主机游戏、客户端游戏 CAGR (13.8%)。

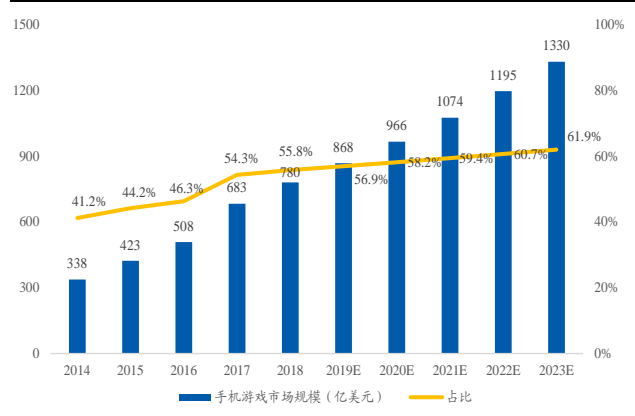
6.4%、5.3%)。受益于游戏渐趋移动化以及智能设备升级迭代,预计手游渗透率将进一步提升,尤其是发展中国家及地区(比如中国和东南亚等),预计2023年全球手游市场有望升破千亿美元达到1330亿美元。

图 14: 全球游戏市场规模及 YoY



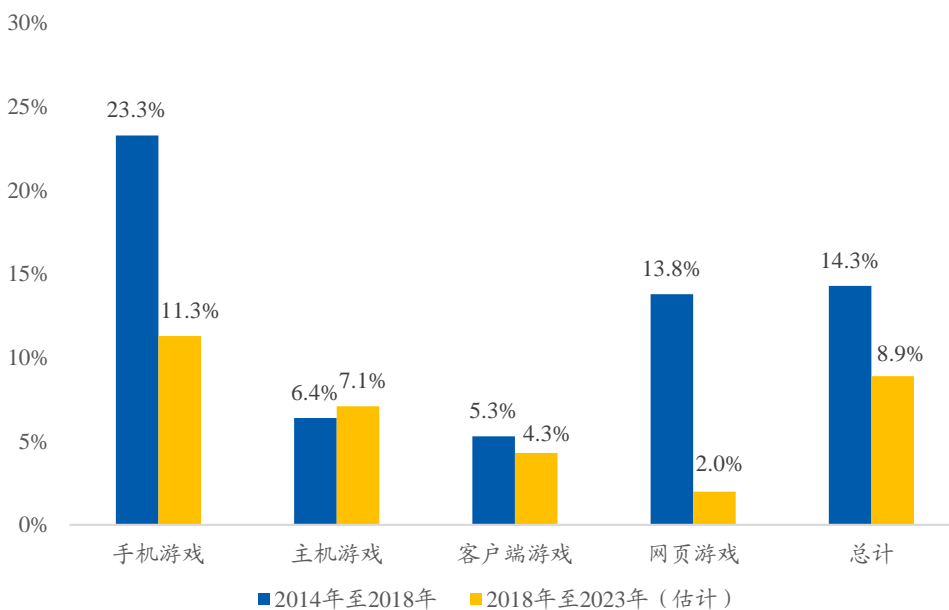
数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

图 15: 全球手游市场规模及占比



数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

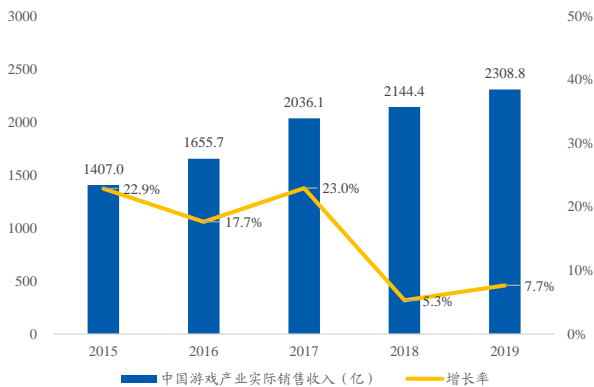
图 16: 全球细分游戏市场规模 CAGR



数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

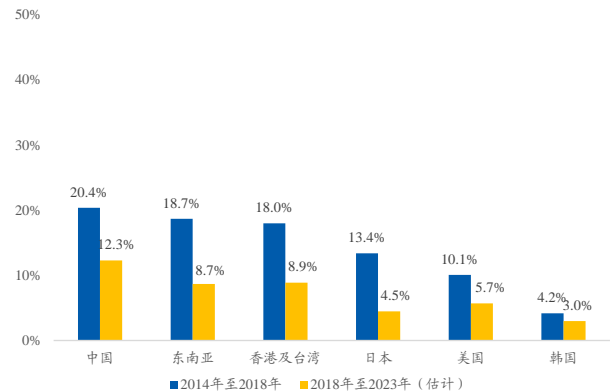
我国游戏市场规模持续高增,“研发一体”态势趋显。据游戏工委&IDC 数据显示,2019 年我国游戏产业实际销售收入达 2308.8 亿元, YoY 为 7.7%, 收入相比 2015 年净增长 901.8 亿, 增幅达 64.1%; 从市场规模增速来看, 据 Frost&Sullivan 报告显示, 2014 年-2018 年中国大陆以 20.4% 的年均复合增速领先东南亚 (18.7%)、香港及台湾 (18.0%)、日本 (13.4%)、美国 (10.1%)、韩国 (4.2%) 等地区, 2018 年-2023 年中国游戏市场的 CAGR 预计为 12.3%, 高于东南亚 (8.7%)、香港及台湾 (8.9%)、日本 (4.5%)、美国 (5.7%)、韩国 (3.0%) --在高市场规模基数下, 我国游戏市场后续增长空间仍然可观。

图 17: 中国游戏产业实际销售收入及 YoY



数据来源: 游戏工委&IDC, 东北证券

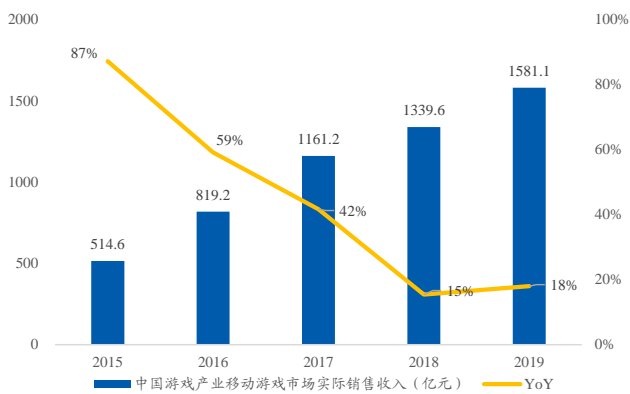
图 18: 全球部分地区游戏市场规模 CAGR



数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

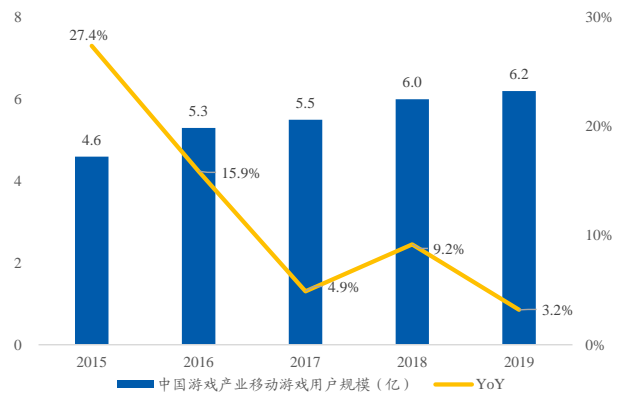
从国内细分游戏市场结构来看, 据游戏工委&IDC 数据显示, 移动游戏收入占比最高达 68.5%, 是我国游戏市场中最重要细分市场, 客户端游戏、网页游戏分别以 26.6%、4.5% 占比分列二三位。从收入增速来看, 2019 年中国移动游戏市场实际销售收入达到 1581.1 亿元, YoY 为 18.0%, 受游戏版号审批限制逐步放开影响市场收入增速有所回升; 从用户规模来看, 2019 年移动游戏用户规模已达到 6.2 亿人, 较 2018 年增加 0.2 亿人, YoY 为 3.2%, 用户基本盘稳步扩大。我们认为, 随着 5G 深入推进及游戏云化将进一步降低硬件门槛, 极具便捷性的移动游戏将继续稳步扩大其用户覆盖群体和市场规模。

图 19: 中国移动游戏市场实际销售收入及 YoY



数据来源: 游戏工委&IDC, 东北证券

图 20: 中国移动游戏用户规模及 YoY

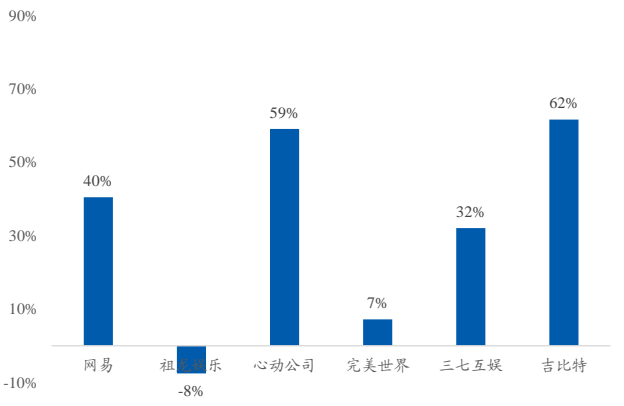


数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

受不断扩大的市场规模驱动, 国内许多知名游戏厂商近年不断加大游戏研发投入: 我们选取 2015 年-2019 年网易、祖龙娱乐、心动公司、完美世界、三七互娱、吉比特研发费用 CAGR 及研发费用率作为观察对象可以发现, 多数主流厂商不断提升研发力量储备, 夯实游戏产品内核, 形成自身差异化研发能力。在游戏发行渠道端, 优质研发厂商也不再局限于选择传统分发渠道, 转而打造公司自有的分发平台社区, 形成良好的“研发+发行”联动生态: 极具竞争力的游戏产品内核将极大提升自有社区的核心吸引力, 而自有社区的用户积淀将为厂商提供研发指引, 开发者甚至能够直面游戏玩家进行一对一交流, 获得直接有效的游戏反馈从而更好地进行游

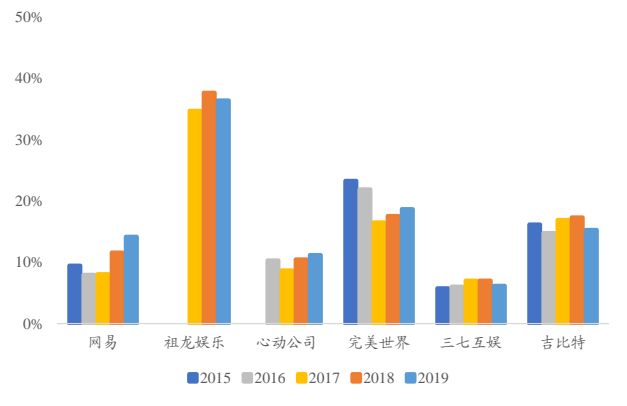
戏优化。在游戏运营方面，精准化匹配愈发重要，而优质分发社区更能把握核心用户画像：游戏厂商可通过游戏分发平台或者游戏论坛社区等渠道获得用户的游戏评测与反馈，分析了解用户的游戏类型偏好，进而实现产品与需求的精细化匹配，提升用户体验及留存率，延长游戏生命周期。

图 21: 2015 年-2019 年主要游戏厂商研发费用 CAGR



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

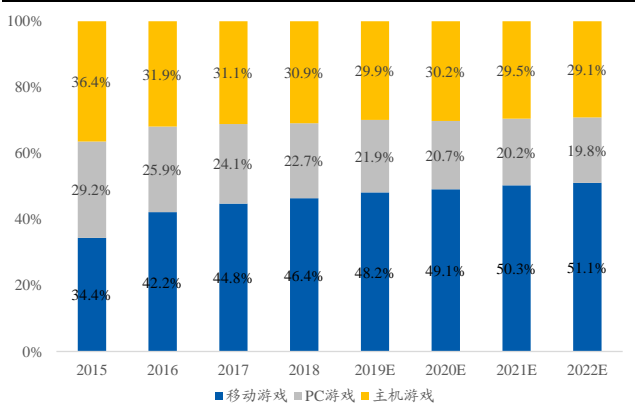
图 22: 2015 年-2019 年主要游戏厂商研发费用率



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

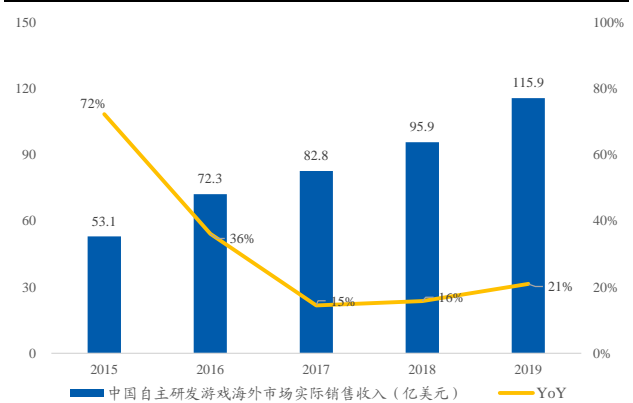
**游戏出海成为新趋势，“国际合作+本地化”不可或缺。**据艾瑞咨询数据显示，按游戏终端划分，2019 年全球市场移动游戏规模预计占比为 48.2%，而同期国内移动游戏市场收入占比达到 68.5%--相比之下全球市场移动游戏渗透率较低，未来规模提升空间较大。据游戏工委&IDC 数据显示，2019 年中国自研游戏海外市场实际销售收入为 115.9 亿美元，YoY 为 21.0%，同比增长再次提速并超过国内市场实际销售同比增长（15.3%）--游戏出海浪潮下，国内企业积极进行海外业务的拓展，打造精品原创游戏：2019 年韩国移动游戏畅销榜 TOP100 中，有 30 款游戏来自中国公司；《荒野行动》在日本市场上线近两年依然保持在 iOS 畅销榜 TOP5。凭借差异化的产品定位与卓越的游戏品质，大量优秀的中国游戏产品在海外市场脱颖而出：截止 2019H1 腾讯游戏总出海产品数量最多达到 37 款，网易游戏、游族网络以 31 款、23 款位居二三位。随着游戏出海经验的积累，我们认为未来更多优质游戏厂商有望分享海外市场增长红利。

图 23: 全球游戏市场按终端划分占比



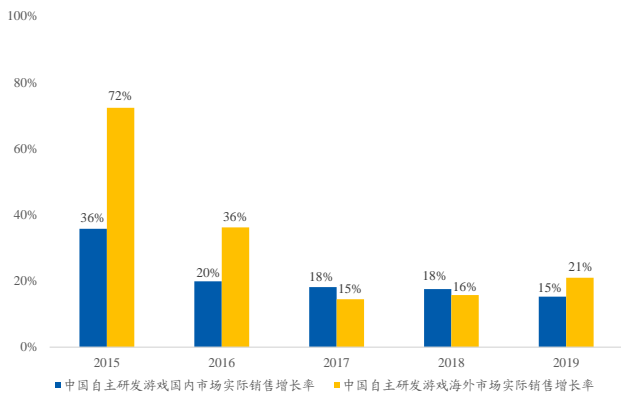
数据来源：艾瑞咨询，东北证券

图 24: 2015 年-2019 年中国自主研发游戏海外收入



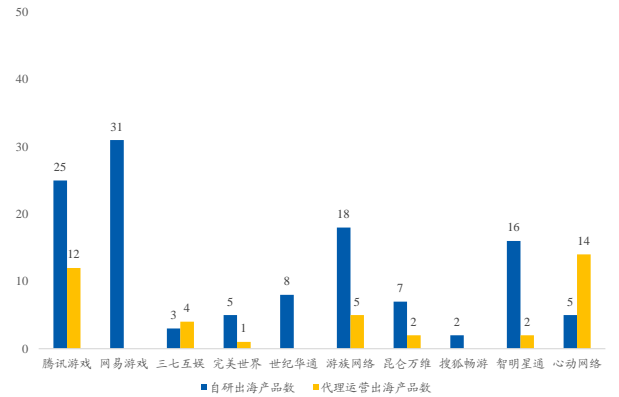
数据来源：艾瑞咨询，东北证券

图 25: 中国自主研发游戏国内外市场对比



数据来源: 东北证券

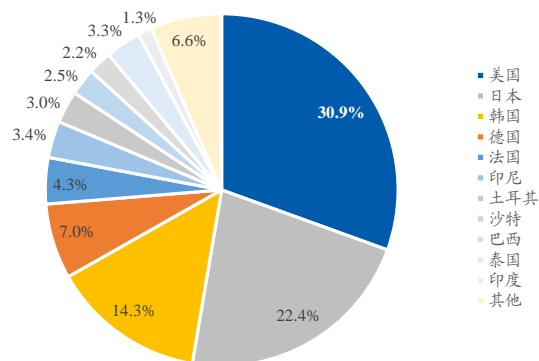
图 26: 中国头部游戏企业游戏出海情况



数据来源: 东北证券

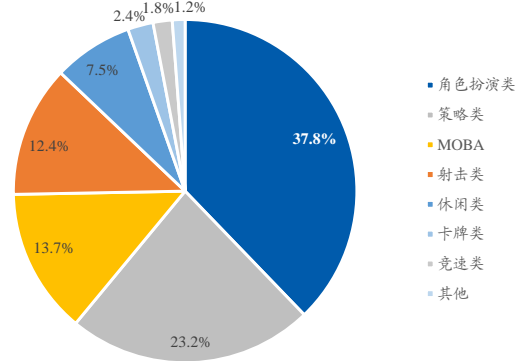
从海外市场收入地区分布来看, 2019 年来自美国的收入占比最高达 30.9%, 日本、韩国分别以 22.4%、14.3% 的收入占比分列二三位, 三个地区合计占比达到 67.5%。美日韩地区的游戏市场更发达, 用户愿意为游戏付费的意愿更强。从出海游戏类型分布来看, RPG 类收入占比达到 37.8%, 位列第一; SLG、MOBA 类收入占比分别以 23.2%、13.7% 位列二三位, 三类游戏合计占比达到 74.7%, 是国内游戏企业出海的重要选择品类。

图 27: 中国自主研发游戏出海重点地区收入分布



数据来源: 游戏工委&IDC, 东北证券

图 28: 中国自主研发游戏出海类型



数据来源: 游戏工委&IDC, 东北证券

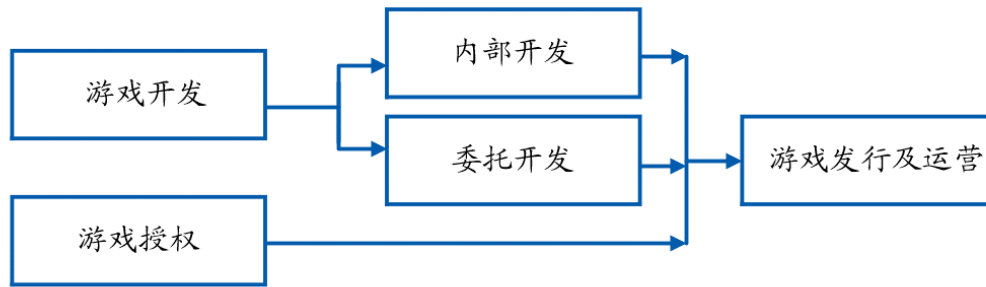
与国内发行游戏不同的是, 出海游戏除了自发行外往往需要与多类渠道与平台建立友好而稳固的合作关系, 充分发挥海外平台的优势宣发优质产品, 实现供应链层面的国际合作。此外, 出海游戏产品本地化极为关键, 参考不同地区目标玩家偏好进行相应的游戏设计以及语言匹配, 例如欧美玩家倾向魔幻、战争以及黑帮等题材, 对游戏的画面品质与精度要求较高; 韩国地区男性玩家偏爱 RPG 类游戏, 女性玩家偏爱益智解谜类游戏; 日本地区玩家喜欢二次元风格以及 SLG 类; 港澳台地区玩家偏爱游戏类型以 RPG、ARPG、卡牌类为主; 东南亚地区玩家而言更偏向于角色扮演类、策略类游戏; 中东地区玩家以 SLG 类游戏为主。

## 2.2. 游戏业务: 自研授权齐发力, 海外发行能力突出

2.2.1. 游戏研发：加大自研游戏投入+与游戏厂商深度合作，优质游戏产品供给稳定

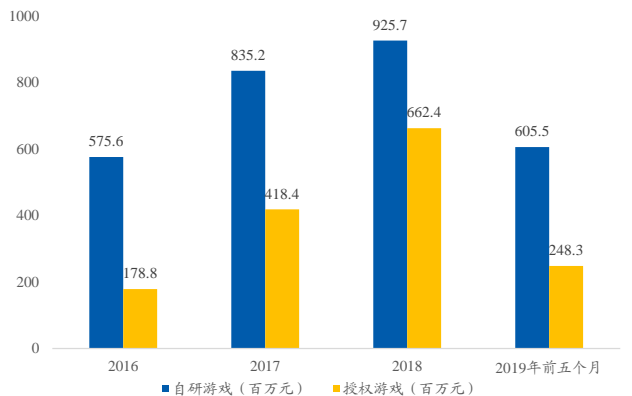
公司游戏研发的整体模式主要分为游戏开发与游戏授权，其中游戏开发部分细分为内部开发和委托开发两种形式。据招股书披露，2019年前五个月公司自研游戏达到6.06亿元，占比达70.9%，自研与授权齐发力的研发思路始终贯穿于公司发展。

图 29：心动公司游戏研发模式



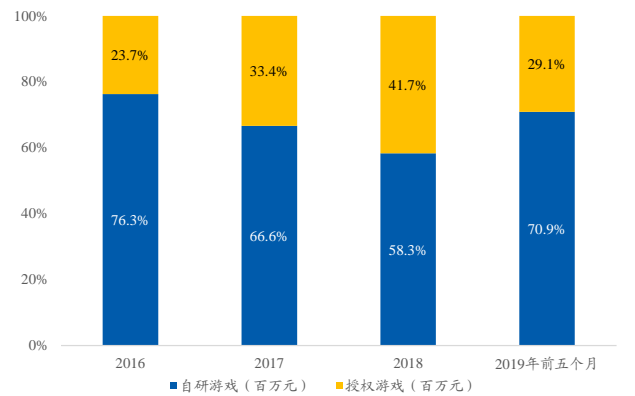
数据来源：公司公告，东北证券

图 30：2016—2019 年前五个月自研游戏、授权游戏收入



数据来源：公司招股书，东北证券

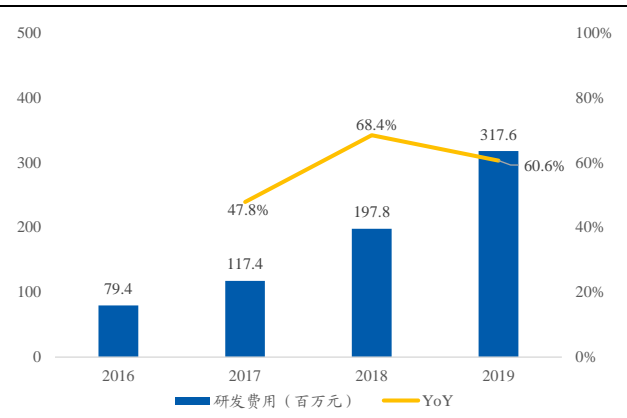
图 31：2016—2019 年前五个月自研游戏、授权游戏收入占比



数据来源：公司招股书，东北证券

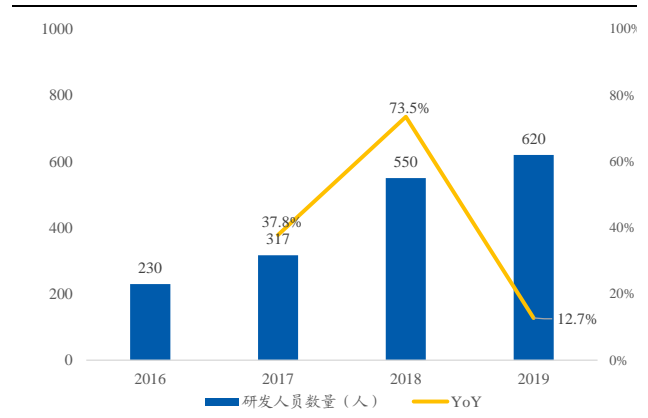
**游戏开发：“重金研发投入+参股外部工作室”双管齐下，游戏产品内核不断升级。**作为公司游戏产品供给的重要来源之一，自研游戏主要由公司内部团队制作。自2012年来公司不断加大对自研游戏的投入，2019年公司研发费用达3.18亿元，YoY为60.6%，CAGR(2016年—2019年)为58.7%，呈现高速的增长趋势。公司重视对优质游戏开发人才的挖掘和激励，研发团队人员数量稳步扩大：截至2019年12月31日，公司拥有7个游戏开发工作室和620名游戏开发人员，研发人员数量占员工总数的50.2%；公司通过良好的激励措施使得员工任职时间平均在2年以上-公司致力于搭建并维持稳定的内部游戏开发团队，不断提升设计及开发各类游戏的研发能力。

图 32: 2016—2019 年公司研发费用及 YoY



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 东北证券






图 33: 2016—2019 年公司研发人员数量及 YoY










数据来源: 公司招股书, 公司财报, 东北证券

除了组建公司自己的游戏开发团队外, 公司还投资多家外部游戏工作室, 进行游戏开发合作, 包括厦门真有趣(《香肠派对》著作权人)、上海幻刃、上海极心、上海吉标、广州壕游等。除了与参股工作室进行游戏合作开发制作, 公司亦积极开放漫画及动画设计与制作、提供互联网文化产品和服务等其他领域, 进一步提升公司研发实力。

表 3: 公司参股外部游戏工作室情况

公司名称	持有股权比例	主营业务
 上海欣雨	27.86%	漫画及动画设计与制作
 上海变月	15.32%	漫画及动画设计与制作
 北京机核	19.55%	提供游戏相关媒体服务与互联网文化产品和服务
 上海心梦想	46.0%	提供互联网文化产品和服务
 上海幻刃	25.0%	游戏研发, 提供互联网文化产品和服务
 上海领音	20.0%	游戏研发, 提供互联网文化产品和服务
 广州壕游	20.0%	游戏研发, 提供互联网文化产品和服务
 厦门真有趣	18.0%	游戏研发, 提供互联网文化产品和服务
 吉标软件	20.0%	游戏研发
 极心	20.0%	游戏研发
 盟源	20.0%	游戏研发



	天津队友	15.8%	游戏研发
	上海擎月	15.0%	游戏研发
	上海顽梦	15.0%	游戏研发
	北京幻羽	10.0%	游戏研发
	上海游英	10.0%	游戏研发
	北京斯库瑞姆博克斯	10.0%	游戏研发
	上海新赋	20.0%	网络教育

数据来源：公司招股书，东北证券

截止 2019 年 9 月 30 日，公司已发行 10 款自研游戏，包括 8 款网络游戏及 2 款付费游戏，其中由 Gravity、骏梦网络与心动网络共同开发的《仙境传说 M》，是公司目前游戏业务最主要的收入来源。

表 4：心动网络部分热门自研游戏一览

	游戏名称	上线日期	类别	主要运营市场	
网 游 戏		《横扫千军》	2015.10	SLG	中国大陆地区
		《神仙道高清重制版》	2016.03	RPG	中国大陆地区
		《仙境传说 M》	2017.01	MMORPG	中国大陆、港澳台地区、东南亚、日韩、美洲及澳大利亚
付 费 游 戏		《去月球》	2017.05	RPG	中国及海外
		《海姆达尔》	2018.07	RPG	中国及海外

数据来源：公司招股书，游戏工委，东北证券

**与优质游戏厂商深入合作，获取热门游戏授权。**除了通过自主研发推出优质热门游戏外，公司还与完美世界、上海散爆、杭州元梦等优质的游戏厂商建立了良好的合作关系，获取第三方游戏授权来运营热门游戏，比如《少女前线》、《香肠派对》、《不休的乌拉拉》、《第五人格》、《猎魂觉醒》等，主要运营市场多为海外市场。在一般授权协议下，公司负责重新设计及本地化、营销推广、分发、货币化、游戏运营及客户服务，而游戏开发商通常协助安装游戏、解决技术难题和根本新版本等方面。

授权游戏的推出得到了玩家的广泛认可与喜爱，取得了优异的市场表现：上海散爆授权的《少女前线》自 2017 年至 2019 年前五个月的游戏收入占比仅次于公司自研的《仙境传说 M》，成为公司第二大游戏收入来源；厦门真有趣授权的《香肠派对》2018 年 10 月连续五天在中国的 App Store 的免费游戏榜中排名第一，截止 2019 年的前九个月平均月活跃用户约为 1100 万。

表 5: 心动网络部分热门授权游戏一览

	游戏名称	上线日期	类别	主要运营市场	游戏周期	授权到期日
网络 游 戏	 《少女前线》	2017.01	CCG	中国港澳台地区、韩国	成熟期	2020.01 (上海散爆)
	 《碧蓝航线》	2018.03	CCG	韩国	成熟期	2021.03 (上海蛮啾 厦门勇仕)
	 《香肠派对》	2018.04	战术竞技类	中国大陆地区	成长期	2021.04 (厦门真有趣)
	 《苍蓝境界》	2018.08	RPG	日本	成熟期	2021.12 (北京破晓)
	 《第五人格》	2018.09	非对称性 战术竞技类	韩国	成熟期	2021.09 (杭州元梦)
	 《明日之后》	2019.04	MMORPG	韩国	成熟期	2022.04 (杭州元梦)
付 费 游 戏	 《不休的乌拉拉》	2019.05	放置类	中国港澳台地区、美日韩及东南亚	成长期	2022.05 (厦门真有趣)
	 《艾希》	2016.11	ARPG	中国及海外	-	2024—2027 (上海幻刃)
	 《说剑》	2016.02	休闲游戏	中国	-	2021.11 (日头游戏)
	 《喵斯快跑》	2018.06	音乐游戏	中国及海外	-	2021.06 (PeroPeroGames)

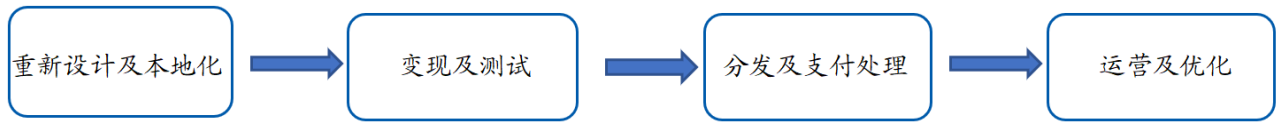
数据来源：公司招股书，游戏工委，东北证券

### 2.2.2. 游戏发运机制渐趋成熟，海外市场多点开花。

截止 2019 年 9 月 30 日，公司打造了一支由 145 名员工构成的富有经验的海外发行团队，海外游戏发行及运营机制也日趋成熟，主要包括：重新设计及本地化、变现及测试、分发及支付处理、运营及优化四个环节。凭借对海外市场当地文化、用户

偏好的深入了解，叠加公司与 App Store 以及 Google Play 等平台建立的良好合作关系，公司海外收入表现亮眼。

图 34: 公司海外发行、运营的通常步骤



重新设计 & 本地化的主要内容:

本地化游戏内容及设计，包括故事情节、人物性格、语言翻译及用户界面

根据目标市场用户的偏好，创设及提供游戏内虚拟物品并调整符合当地价格水平的定价政策

优化游戏的技术参数，确保技术参数与目标市场的主流移动设备及网络基础设施系统的兼容性

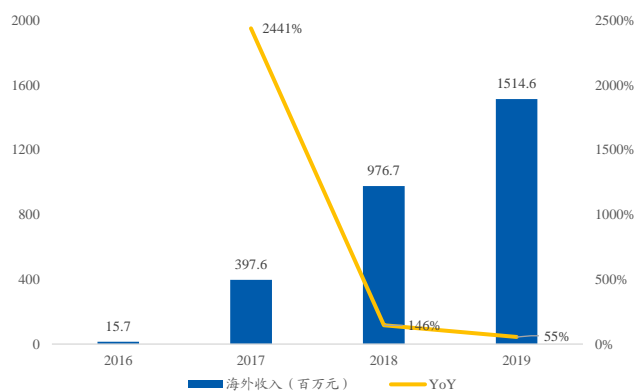
在各类移动设备、分发平台及管理体系上对游戏进行公测

持续密切监察及分析游戏在目标市场的表现，获取当地用户意见，为不同市场定制拓展包及最新版本

数据来源：公司公告，东北证券

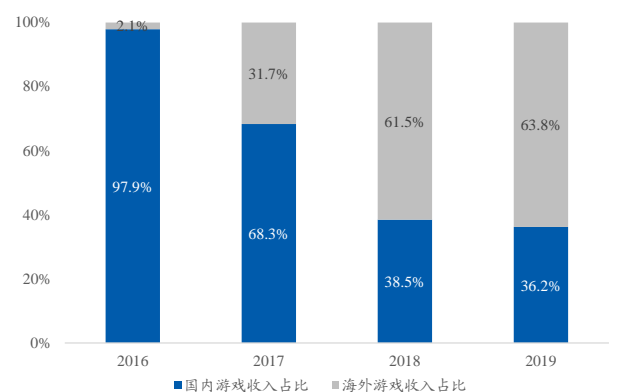
2019 年公司海外游戏收入达到 15.15 亿元，YoY 为 55%，收入占比相比 2018 年提升 2.3 个百分点至 63.8%，继 2018 年首超国内游戏收入占比后再次拉开差距。从海外市场收入结构来看，韩国、港澳台地区、东南亚地区是主要收入来源，其中受益于东南亚地区获客成本较低以及产品 LTV 更高，东南亚收入增长势头最为强劲。

图 35: 2016—2019 年公司海外游戏收入及 YoY



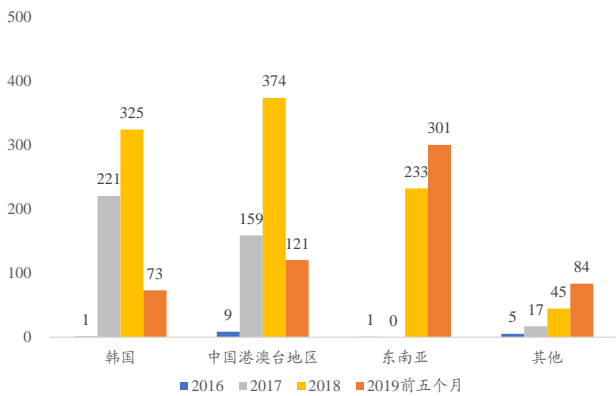
数据来源：公司招股书，公司财报，东北证券

图 36: 2016 年—2019 年公司海内外游戏收入占比



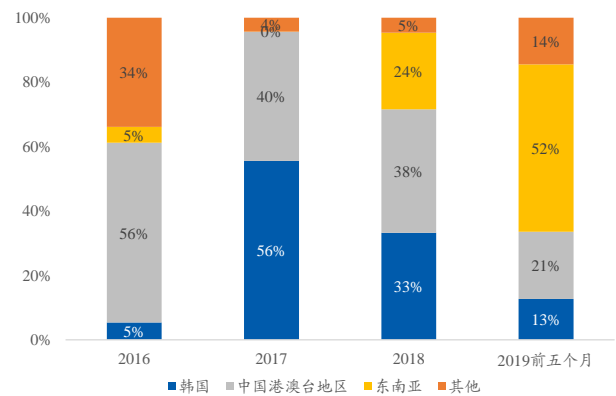
数据来源：公司招股书，公司财报，东北证券

图 35: 2016 年-2019 年前 5 月公司海外各地区收入



数据来源: 易观千帆, 东北证券

图 36: 2016 年-2019 年前 5 月公司海外各地区占比



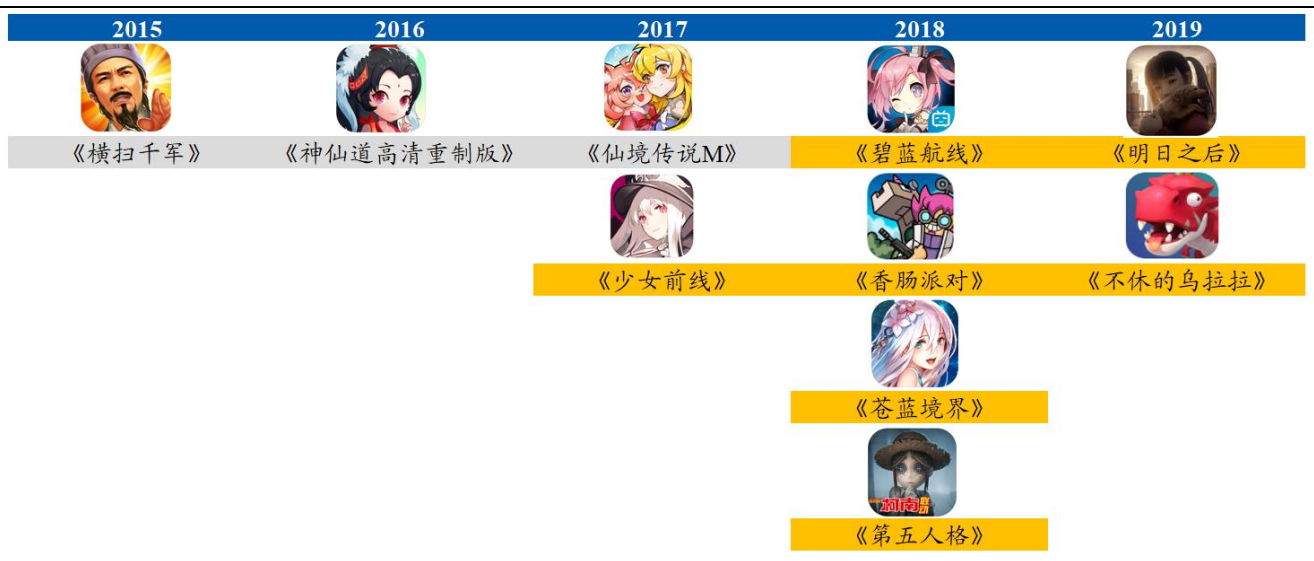
数据来源: 易观千帆, 东北证券

### 2.3. 多元游戏组合精准匹配, 新游储备广受关注

受益于公司稳步提升的研发能力及与优质游戏厂商的良好合作关系, 截止 2019 年底公司已形成由 38 款网络游戏及 11 款付费游戏组成的多元游戏组合, 游戏类别包括角色扮演类游戏、集换式卡牌游戏、策略类游戏、战术竞技类游戏等:

爆款网络游戏吸引用户付费, 头部网络游戏收入占比较高。公司专注于开发、发行及运营网络游戏, 通过自研及授权方式成功打造了多款爆款网络游戏: 热门自研游戏《横扫千军》《神仙道》《仙境传说 M》运营市场主要集中在大陆地区, 其中《仙境传说 M》更拓展了港澳台、东南亚、日韩、美洲、澳大利亚市场; 热门授权游戏《少女前线》《碧蓝航线》《香肠派对》《不休的乌拉拉》等运营市场则主要集中在海外地区。

图 37: 公司热门网络游戏一览



数据来源: TapTap 官网, 东北证券

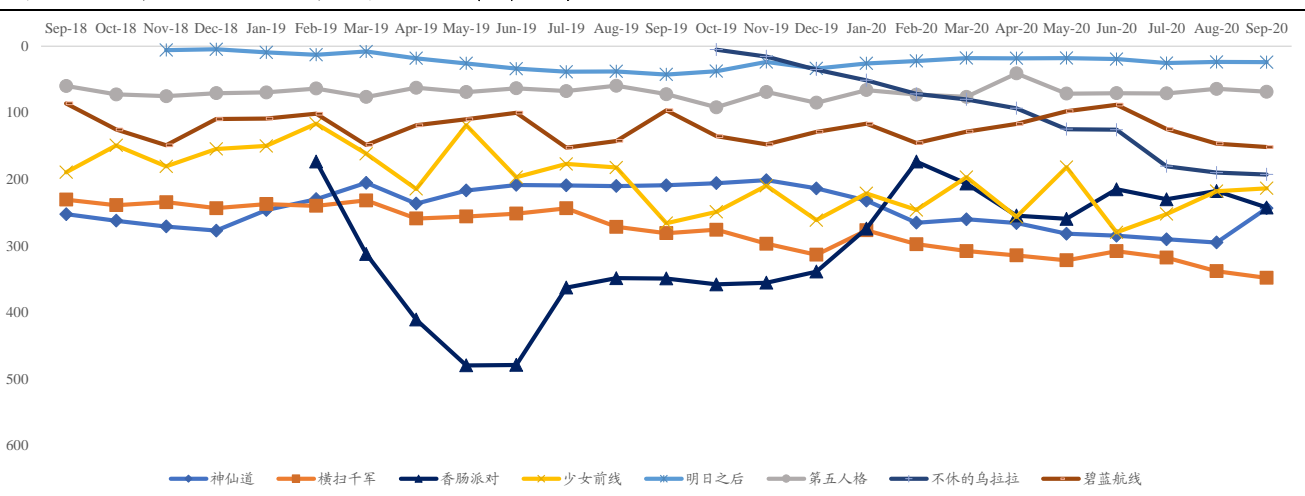
表 6: 截至 2019 年 9 月 30 日主要热门网络游戏的资料

游戏名称	来源	上线日期	类别	主要运营市场	游戏周期	授权协议到期日
《横扫千军》	自研	2015.10	SLG	中国大陆地区	成熟期	-
《神仙道高清重制版》	自研	2016.03	RPG	中国大陆地区	成熟期	-
《仙境传说 M》	自研	2017.01	MMORPG	中国大陆、港澳台、东南亚、日韩、美洲、澳大利亚	成熟期	2020.12 (中国大陆地区)
《神仙道页游》	授权	2011.05	RPG	中国大陆地区	成熟期	2022.05
《少女前线》	授权	2017.01	CCG	中国港澳台地区、韩国	成熟期	2020.01
《碧蓝航线》	授权	2018.03	CCG	韩国	成熟期	2021.03
《香肠派对》	授权	2018.04	战术竞技类	中国大陆地区	成长期	2021.04
《苍蓝境界》	授权	2018.08	RPG	日本	成熟期	2021.12
《第五人格》	授权	2018.09	非对称性战术竞技类	韩国	成熟期	2021.09
《明日之后》	授权	2019.04	MMORPG	韩国	成熟期	2022.04
《不休的乌拉拉》	授权	2019.05	放置类	中国港澳台地区、美日韩及东南亚	成长期	2022.05

数据来源: 公司招股书, 东北证券

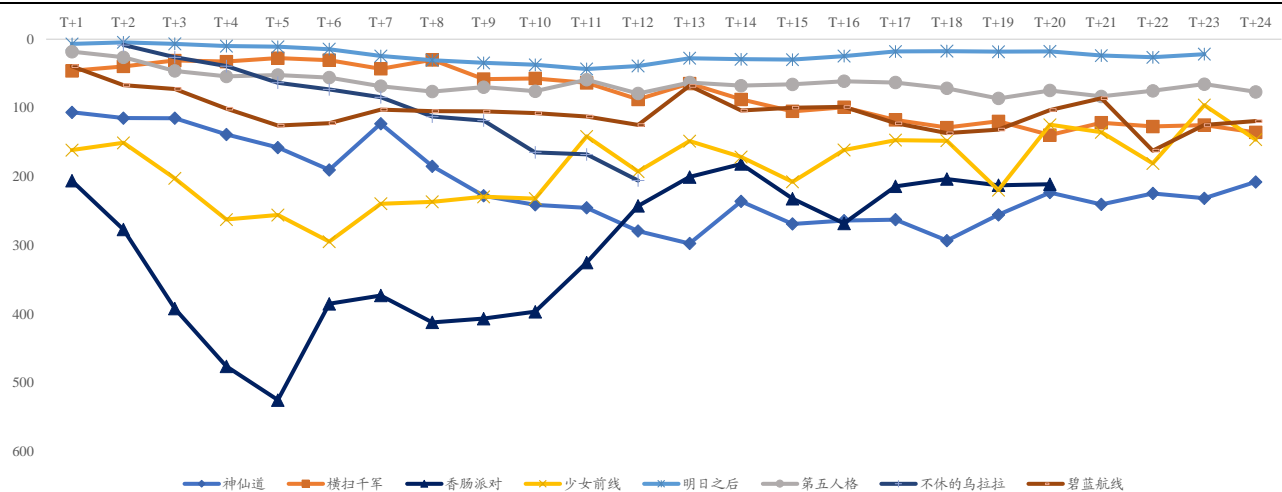
我们选取自研热门网络游戏《横扫千军》、《神仙道》以及授权热门网络游戏《少女前线》、《碧蓝航线》、《香肠派对》、《第五人格》、《明日之后》、《不休的乌拉拉》共 8 款游戏为观察对象, 发现: 1) 受产品周期影响, 近两年内《碧蓝航线》(2017 年)、《少女前线》(2016 年)、《神仙道》(2016 年)、《横扫千军》(2015 年) 等老游整体排名较发行初有所下滑但相对稳定, 新游《明日之后》(2018 年)、《第五人格》(2018 年) 表现较为突出; 2) 从产品发行后两年内维度来看, 无论自研还是授权网络游戏排名表现均较为稳定, 显现了心动优质的自研游戏产品内核以及强大的运营能力。

图 38: 公司热门网络游戏发行后近两年排名情况



数据来源: 七麦数据, 东北证券

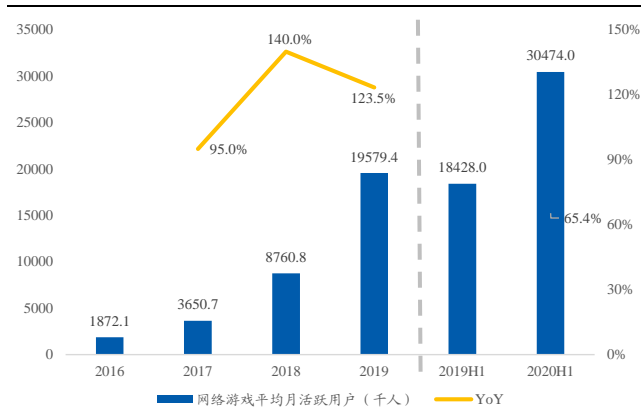
图 39: 公司热门网络游戏发行后两年内排名情况



数据来源: 七麦数据, 东北证券

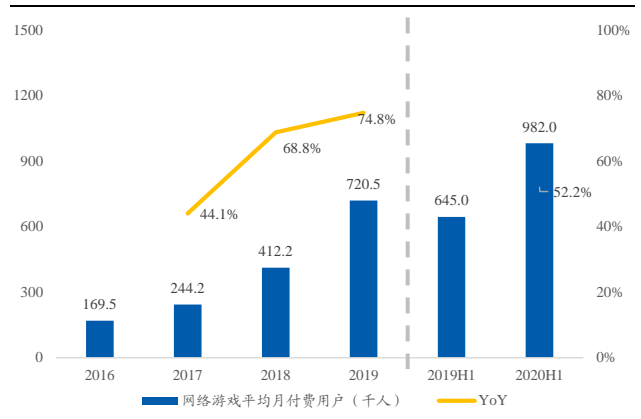
优质网络游戏组合也为公司沉淀了大批游戏玩家: 2020H1 网络游戏月活跃用户达到 3047.4 万人, 相较于 2019H1 的 1842.8 万人同比增长 65.4%; 月付费用户数量为 98.2 万, 相比于 2019H1 的 64.5 万同比增长 52.2%, 呈现高增长态势。从公司网络游戏收入来源来看,《仙境传说 M》上线后始终保持最大贡献比例: 截至 2019 年前五个月《仙境传说 M》收入达 5.0 亿元, 收入贡献比达 59.1%; Top5 网络游戏占比整体呈降低趋势, 彰显公司多元化游戏组合的整体实力。

图 40: 2016—2020H1 公司网络游戏平均月活跃用户



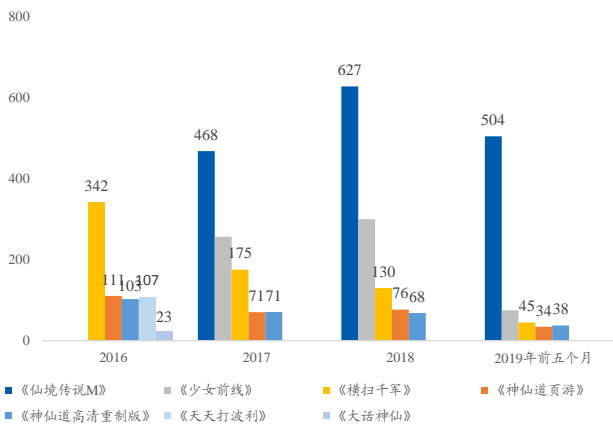
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 东北证券

图 41: 2016—2020H1 网络游戏平均月付费用户及 YoY



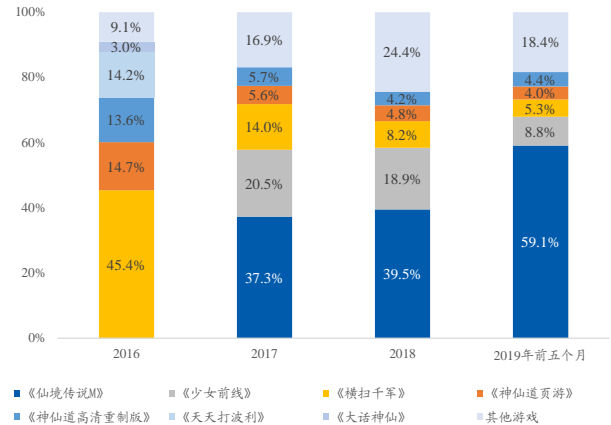
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 东北证券

图 42: 公司 Top5 网络游戏收入 (单位: 百万元)



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 东北证券

图 43: 公司 Top5 网络游戏收入占比



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 东北证券

精品付费游戏相继推出, 游戏组合进一步丰富。公司除了打造爆款网络游戏外, 公司还运营了 5 款付费游戏, 其中 3 款为授权游戏, 2 款为自研游戏, 进一步丰富了公司运营的游戏组合, 其中部分付费游戏凭借精致的画面制作与新颖的游戏玩法, 在国际上享有较高的知名度并获得相应的奖项认可如 2016 年发布的付费游戏《艾希》被苹果 App Store 评为“App Store 2017 年度最佳本土独立游戏”、被新浪游戏评为“2017 年度十佳独立游戏”等。

图 44: 公司热门付费游戏一栏



数据来源: TapTap 官网, 东北证券

新款游戏储备丰富, 游戏业务增长可期。根据公司财报披露, 公司目前储备了 7 款网络游戏与 5 款付费游戏, 游戏产品类别涵盖 RPG、CCG、放置类、模拟类等多个类型, RPG 类游戏共有 3 款, 储备数量最多, 游戏上线时间集中在 2020H2, 其中热门新游《火炬之光: 无限》、《心动小镇》、《项目 A》预计 2020H2 将进入量产阶段, 付费游戏《人类跌落梦境》预计于 2020 年 12 月上线。

表 7: 公司游戏 Pipeline (数据截至 20201011)

	游戏名称	开发商	预计上线时间	类别	预计推出市场	预约人数
网络游戏	《另一个伊甸: 超越时空的猫》	WFS	2020H2	RPG	中国	628445
	《火炬之光: 无限》	心动网络	2020H2	RPG	中国	312001
	《心动小镇》	心动网络	2020H2	模拟游戏	中国	224397
	《元气偶像季 2》	心动网络	2020H2	模拟游戏	中国	-
	A 项目	心动网络	2020H2	CCG	中国	-

	B 项目	心动网络	2020H2	MMORPG	中国	-
	C 项目	心动网络	2020H2	放置类游戏	中国	-
付费 游戏	《龙套英雄》	上海擎月	2020H1	ARPG	中国	156994
	《人类跌落梦境》	505Games	2020H2	休闲游戏	中国	6331605
	《风来之国》	皮克皮工作室	2020H2	RPG	中国	307697
	《钢琴师》	LINKEDTUNE	2020H2	音乐游戏	中国	139325
	《萌物 X 魔物》	SmallOne Stuido	2021H1	SLG	中国	91398

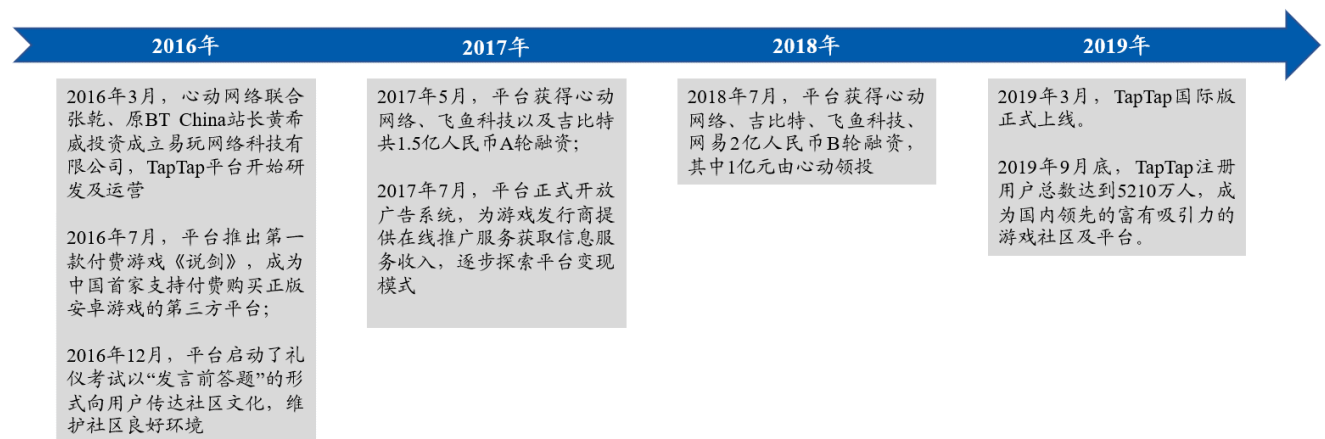
数据来源：公司财报，东北证券

### 3. TapTap: 广告收入增长可期，平台现阶段重在驱动自研

#### 3.1. 发展历程：社区生态逐步建立，TapTap 成为国内领先手游平台

TapTap 是国内目前领先的集手游分销发布、用户社区和媒体一体的服务平台：2016 年 3 月心动网络联合张乾、原 BT China 站长黄希威投资成立易玩（上海）网络科技有限公司，开始进行 TapTap 平台的研发及运营。同年 4 月 TapTap 安卓版本正式上线；6 月平台上线“安利墙”——用户可在首页滚动阅读优质游戏玩家评价；7 月，第一款付费游戏《说剑》以 1 元价格开售，TapTap 成为中国首家支持付费购买正版安卓游戏的第三方平台；8 月平台推出 IOS 版本；12 月平台通过开发者后台升级能够实时展示游戏运营数据，12 月还启动了“礼仪”考试--以“发言前答题”的形式向用户传达社区文化，维护社区良好环境。TapTap 平台成立初期良好的运营表现受到不少游戏厂商青睐：2017 年 5 月 TapTap 获得心动网络、飞鱼科技以及吉比特共 1.5 亿元 A 轮融资；7 月正式开放广告系统，为游戏发行商提供在线推广服务并获取信息服务收入，逐步探索平台变现模式。2018 年 7 月 TapTap 再次获得心动网络、吉比特、飞鱼科技、网易共计 2 亿元 B 轮融资，其中 1 亿元由心动领投。随着心动网络在海外游戏市场布局的不断深入，2019 年 3 月 TapTap 国际版正式上线，截止 2019 年 9 月 30 日，TapTap 注册用户总数达到 5210 万人，成为国内领先的对玩家极具吸引力的游戏平台。

图 45: TapTap 发展历程



数据来源：公司招股书，公司财报，东北证券

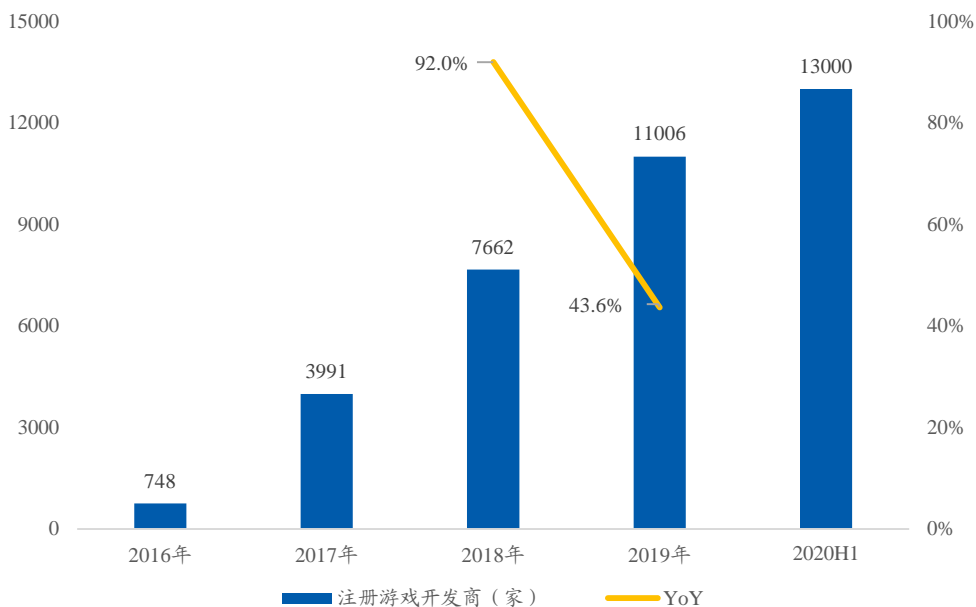


### 3.2. “不联运分成” 汇聚优质产品，硬核用户加速沉淀

#### 3.2.1. 平台优势：扶持优质游戏内容，客观评分体系渐受认可




“不联运分成”打破传统，国内大批优质游戏厂商入驻。TapTap 是国内率先采用免费分发模式的游戏平台：TapTap 除了对付费即玩游戏收取游戏价格最高 5% 作为分发费用外，对免费畅玩游戏不收取任何分发费用，而通过传统的游戏分发平台比如 App Store、Google Play、应用宝等进行游戏分发，第三方分发平台通常收取游戏充值流水的 30%—60% 作为分发费用。此外，游戏开发商通过 TapTap 发行游戏不需要嵌入软件开发工具包或 SDK 即可便利地上传游戏供游戏玩家下载。TapTap“不联运分成”的商业模式以及便捷的发行程序迅速吸引了腾讯、网易、哔哩哔哩游戏、米哈游等国内知名游戏开发商，开发商注册数量实现了强劲增长：2016 年、2017 年、2018 年分别有 748 家、3991 家及 7662 家开发商在 TapTap 上注册；截止 2019 年底 TapTap 上拥有共 11006 名注册开发商，YoY=43.6%，继续保持高速增长。







图 46：2016 年—2019 年 TapTap 注册游戏开发商数量及 YoY



数据来源：公司招股书，公司财报，东北证券

表 8：TapTap 平台部分游戏厂商列举（数据截至 20201008）

厂商名称	粉丝数量	上线游戏数量	主要游戏作品
 网易游戏	1140916	215	《幻书启世录》、《天谕》
 腾讯	992473	221	《王者荣耀》、《和平精英》
 哔哩哔哩游戏	560500	46	《碧蓝航线》、《公主连结 Re:Dive》
 心动网络	407773	67	《香肠派对》、《不休的乌拉拉》



	凉屋游戏	331452	8	《战魂铭人》、《元气骑士》
	扑家工作室	209891	164	《丰裕之角》
	米哈游	192037	8	《原神》、《崩坏3》
	龙渊网络	118497	28	《多多自走棋》
	鹰角网络	110168	4	《明日方舟》
	雷霆游戏	106276	44	《不思议迷宫》

数据来源：TapTap 官网，东北证券

相比于传统游戏分发平台，TapTap 成为众多优质游戏的优选平台：不联运分成模式使得更多“美但小”的优质游戏获得更多流量触达机会，并使其厂商获得较大比例收入，激励厂商完成新的优质产品开发。除了不收取分成费用，Taptap 对优质游戏在游戏测试及运营、宣传推广、技术支持等方面持续向游戏开发商提供帮助：TapTap 帮助游戏开发商向玩家开放游戏测试，厂商可直接与玩家交流获得反馈并及时优化更新；TapTap 数据分析工具帮助开发商收集游戏运营指标，例如玩家数量、游戏时长、留存率及游戏内购买金额等。由于对优质游戏内容的大力扶持，平台游戏资源库也愈加丰富：截止 2019 年 9 月 30 日，TapTap 有 6500 多款手机游戏可供下载，包括处于测试阶段的 4100 多款游戏，除可下载的手机游戏以外，TapTap 还包含了超过 41000 款游戏的信息，比如游戏介绍、最新新闻等；《召唤与合成》、《元气骑士》、《月圆之夜》、《匠木》等优质游戏均获得 9.0 以上高评分。

表 9: TapTap 部分热门游戏列举 (数据截至 20201008)

游戏名称	厂商	安装数量	关注数量	评分	
	召唤与合成	召唤网络	2920638	1489404	9.7
	元气骑士	凉屋游戏	6999913	3272592	9.6
	月圆之夜	滴答工作室	6999928	3272606	9.3
	匠木	雷霆游戏	926599	738500	9.1
	明日方舟	鹰角网络	9565028	4468066	7.9
	香肠派对	真有趣游戏	85496653	16609563	7.6
	江南百景图	椰岛游戏	9692502	3491382	7.1
	和平精英	腾讯	29746828	31644406	6.9

	光遇	网易游戏	5876220	3228574	5.8
	王者荣耀	腾讯	20481513	31205106	4.7

数据来源：TapTap 官网，东北证券

**编辑资深玩家合力推荐，共构客观评分体系。**相比于部分传统游戏分发平台存在人为恶意刷分、评论区无关信息较多等原因造成评分体系不够客观、玩家对于平台推荐内容的信任程度下降的现象，TapTap 从平台侧与玩家侧两方面共同构建客观游戏评分体系：1) 平台侧方面，截止 2019 年 9 月 30 日，TapTap 编辑团队共拥有 20 名成员，其中 2 名总编辑在游戏及媒体行业从业经历超过五年；编辑团队将综合考量游戏玩法、内容、创意、市场趋势及公众接受程度等因素为玩家精心推荐优质游戏，由编辑团队推荐的游戏会放置于手游，亦通常会受到玩家更多关注；2) 玩家侧方面，平台一方面吸引了许多资深游戏玩家积极分享游戏体验并对游戏进行客观公正的评分；另一方面通过社区礼仪考试提高评分门槛，普通玩家需要实名认证并且通过礼仪考试之后才有权参与游戏评分。

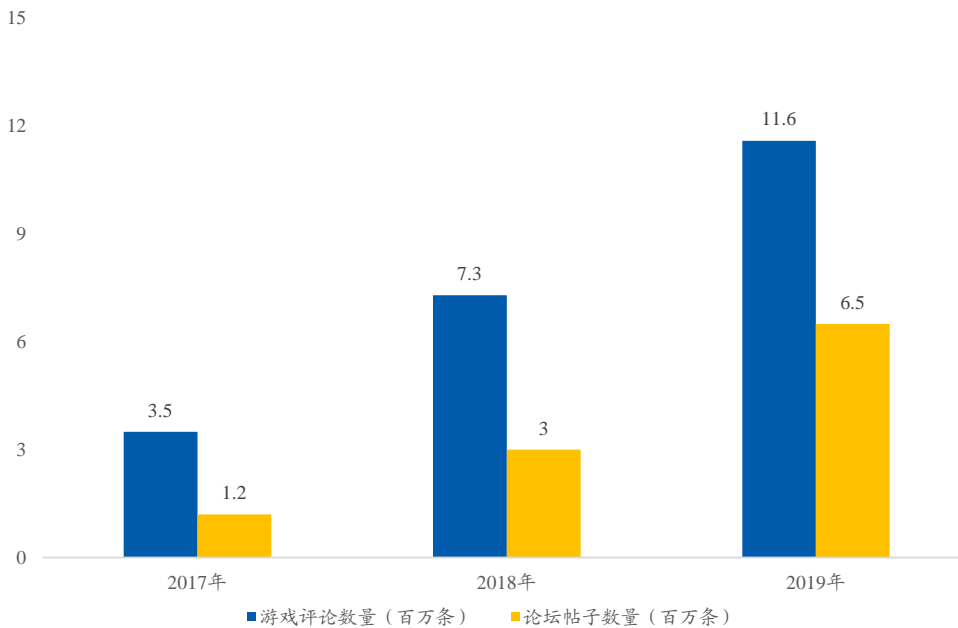
图 47: TapTap 礼仪考试



数据来源：东北证券，Wind

**UGC 内容生态繁荣，游戏交流讨论热情高涨。**UGC 内容是 TapTap 主要的内容产出模式，游戏玩家可以在社区内对游戏做出评价、发布游戏攻略、在安利墙上分享游戏体验等，是 TapTap 社区文化的重要基础。TapTap 内 UGC 内容的呈现频率主要由其受其他玩家认可程度决定，对粉丝数量等指标依赖较低，因此普通玩家的产出内容也能得到同样的关注：截止 2019 年底，平台内游戏评测与论坛帖子数量分别为 1160 万、650 万，同比增长 58.9%、116.7%，社区的高活跃度推动 UGC 内容持续高速增长。

图 48: 2017 年—2019 年 TapTap 评论数量与帖子数量情况

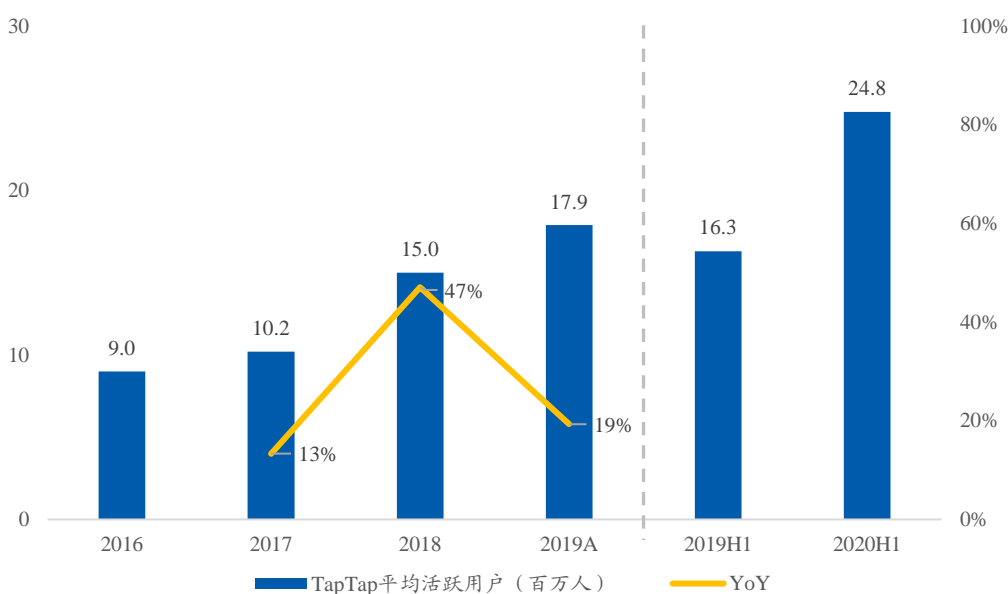


数据来源: 公司招股书, 公司财报, 东北证券

### 3.2.2. 用户: 流量池沉淀加速, Z 世代用户是核心组成部分

截止 2019 年前 9 个月 TapTap 平台内拥有超过 6500 款手机游戏可供下载, 包含超过 41000 款游戏的相关信息, 平台内游戏下载量达到 2.67 亿次。丰富的游戏资源+活跃的社区生态为 TapTap 吸引了大批硬核游戏玩家积淀: 2020H1 TapTap 平均月活跃用户为 2479.6 万人, 同比 2019H1 增长 52%。从用户年龄结构来看, 据公司招股说明书披露, 截至 2019 年 5 月 31 日 TapTap 超过 84% 的用户出生于 1990 年之后。

图 49: TapTap 平均活跃用户数情况



数据来源: 公司财报, 东北证券

### 3.2.3. 商业模式：平台收入主要来源于广告，广告位若增加将贡献收入增量

**广告宣发效果出色：广告主端精准投放+玩家端智能匹配。** TapTap 目前只有一个广告位，位于首页编辑推荐下方，多采用 CPA 模式计费，广告主通过实时竞价系统竞价，广告库存经由程序化的即时拍卖后其广告费用从广告主账户中扣除--广告定价收费模式清晰、发布程序简便。针对特定用户类型投放是 TapTap 广告投放的又一特色：TapTap 会根据玩家的设备类型、游戏兴趣等信息来筛选出与其最匹配的广告在显著位置展现，智能匹配提升了用户点击广告、浏览内容、下载游戏的意愿，增强了广告推广效果。

### 3.3. TapTap VS Bilibili VS 好游快爆：TapTap 平台内容更具综合性，社区生态优势逐渐显现

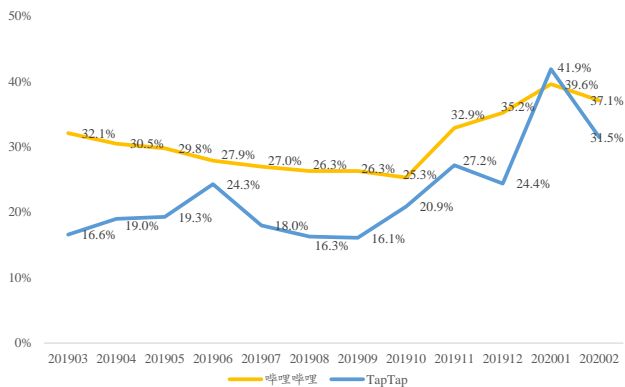
**TapTap 游戏品类与好游快爆更相似，覆盖范围更广；而平台形式与哔哩哔哩更相似，社区氛围更浓。** 就垂直游戏社区建设而言，相比于哔哩哔哩与好游快爆，TapTap 在游戏分发与社区运营方面有较为明显的综合优势：（1）尽管与哔哩哔哩平台形式类似，TapTap 主力优势品类不仅仅局限于二次元游戏，RPG、MOBA、模拟经营类、女性向均有涉及，这主要得益于 TapTap 的历史积淀与“不联运分成”模式吸引了大批游戏厂商入驻；从用户留存来看，哔哩哔哩优质的社区氛围使其拥有更高的用户留存率，但 TapTap 留存亦呈现迅猛的增长态势；（2）尽管与好游快爆的游戏品类覆盖范围类似，TapTap 的核心优势在于其相对于好游快爆社区准入有一定门槛，其以“游戏从业者、资深游戏玩家”为主的用户群体使得 TapTap 平台内容更有深度，对用户留存更具吸引力：据易观千帆数据显示，哔哩哔哩与 TapTap 平台用户活跃度更胜一筹。

**表 10: 哔哩哔哩 VS TapTap VS 好游快爆基本情况对比**

	哔哩哔哩	TapTap	好游快爆
成立时间	2009 年	2016 年	2017 年
参与方式	PC 端、客户端	PC 端、客户端	PC 端、客户端
社区准入	会员考试	礼仪考试	缺乏社区元素 （“招募”“QQ 群”）
内容生产	UGC+PGC	UGC+PGC	PUGC
平台特色	二次元氛围浓厚 社区氛围和谐友好	游戏品类覆盖面广 海量玩家反馈	游戏品类多而全

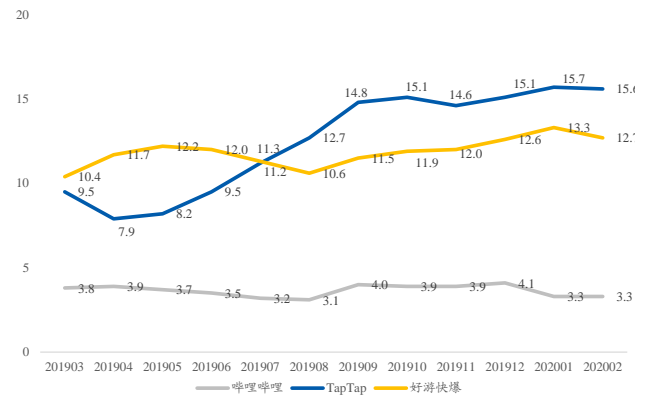
数据来源：东北证券

图 37: 平台次月留存率对比



数据来源: 易观千帆, 东北证券

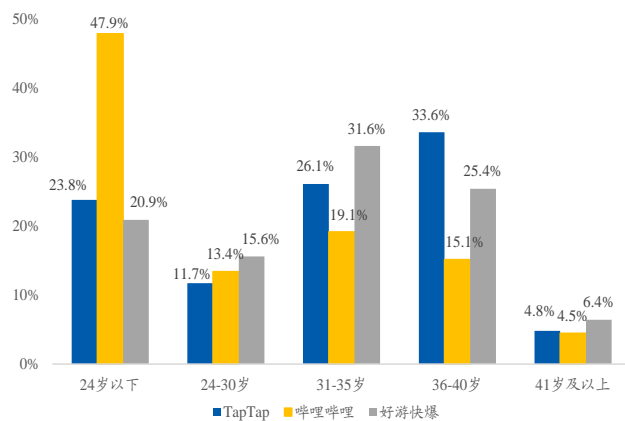
图 38: 平台用户活跃度对比



数据来源: 易观千帆, 东北证券

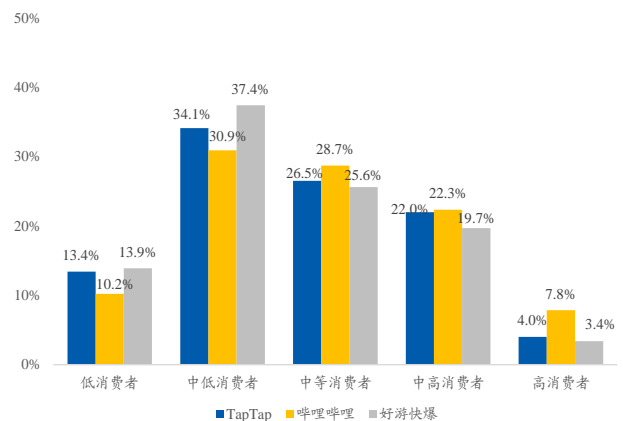
TapTap 用户结构比肩哔哩哔哩, 用户重合影响有限。从用户特征来看, 参考易观分析数据 1) 用户年龄: 哔哩哔哩、TapTap、好游快爆均趋于年轻化, 其中哔哩哔哩 24 岁以下用户占比最高, 达 47.9%, TapTap 次之, 为 23.8%; 2) 用户消费能力分布类似, 其中哔哩哔哩高消费者占比更高, 达 7.8%; TapTap 次之, 为 4.0%。

图 35: 平台用户年龄结构对比



数据来源: 易观千帆, 东北证券

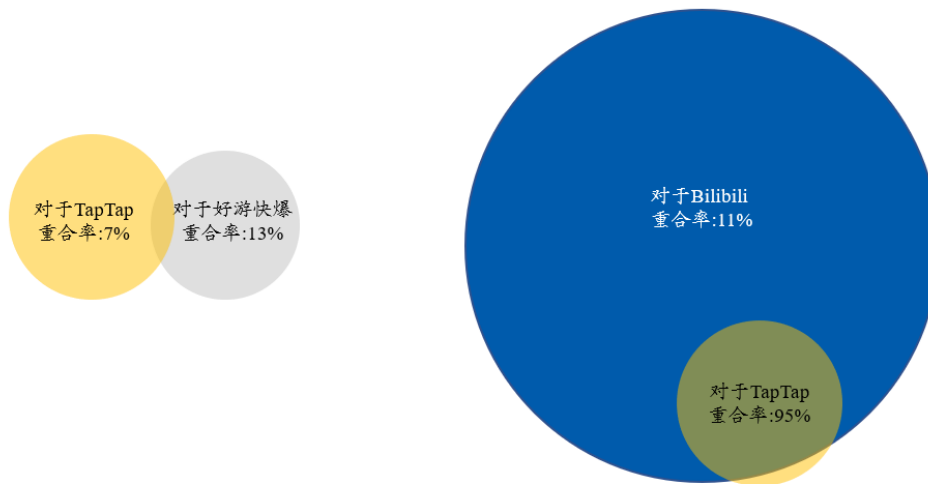
图 36: 平台用户消费能力结构对比



数据来源: 易观千帆, 东北证券

参考易观数据, 我们从用户重合率来分析 TapTap 相对其他两家平台的竞争优势: 1) 相对于好游快爆, TapTap 社区生态更完善, 通过互动式交流方式对用户的吸引和留存更强, 因此对于 TapTap 来讲, 其与好游快爆的用户重合率较低, 中短期内好游快爆对 TapTap 的竞争影响有限; 2) 相对于哔哩哔哩, TapTap 最大的优势在于游戏品类覆盖更为全面, 尽管对 TapTap 而言其于哔哩哔哩用户重合率已达到 95%, 但由于两者优势品类方向不同, 因此我们认为两者的竞争并不是非我即他的直接竞争关系——哔哩哔哩满足用户的泛娱乐需求, 而 TapTap 满足用户游戏的泛品类需求。

图 50: 哔哩哔哩、TapTap、好游快爆用户重合率情况



数据来源: 易观分析, 东北证券

#### 4. 盈利预测与估值

##### 4.1. 盈利预测

##### 4.1.1. 公司营业收入预测: 2020/21/22 年营业收入增速为分别为 21.4%/23.6%/20.0%

根据公司公告口径做业务拆分, 公司营业收入主要来源于游戏运营业务、游戏内营销及推广业务、信息服务业务以及其他业务:

**游戏运营业务:** 该部分收入来源主要为网络游戏收入和付费游戏收入两部分。考虑公司热门游戏的稳定收入贡献与丰厚的新游储备, 我们预计公司 2020 年-2022 年游戏运营业务收入达 27.5/33.1/40.0 亿元, YoY 分别为 79.7%/77.8%/77.7%。

**游戏内运营及推广:** 鉴于公司具有竞争力的游戏运营及宣发能力, 我们预计公司 2020 年-2022 年该部分收入分别为 0.6/0.8/1.0 亿元, YoY 分别为-/30.0%/25.0%。

**信息服务收入:** 考虑 TapTap 渠道能力的增强与用户渗透率的逐步提升, 我们预计公司该部分收入分别为 6.4/8.6/10.1 亿元, YoY 分别为 38.2%/18.3%/16.6%

加总各细分业务收入, 我们预计公司 2020/21/22 年营业收入达 34.4/42.6/51.1 亿元, 增速仍然维持在较高水平, 分别为 21.4%/23.6%/20.0%。

表 11: 公司营业收入测算 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
游戏运营收入	2375	2746	3314	4002
YoY		83.7%	79.7%	77.8%
游戏内营销及推广		58	76	95
YoY			30.0%	25.0%
信息服务收入	459	635	864	1007
YoY		55.9%	38.2%	18.3%

其他收入	4	5	5	5
YoY	-16.0%	26.6%	0.0%	0.0%
<b>营业总收入</b>	<b>2838</b>	<b>3444</b>	<b>4259</b>	<b>5109</b>
YoY	50.4%	21.4%	23.6%	20.0%

数据来源：东北证券海外组测算

#### 4.1.2. 公司营业成本预测：2020/21/22 年营业成本增速为分别为 21.4%/23.6%/20.0%

公司营业成本主要由游戏开发商收益分成成本、分发平台及支付渠道收取的佣金成本、带宽及伺服器托管成本、无形资产摊销成本以及其他成本构成：

**游戏开发商收益分成成本：**收益分成成本主要包括根据与游戏开发商签订的相关收益分成协议支付游戏代理许可费用，考虑到公司未来会代理更多优质热门游戏，我们预计公司 2020 年-2022 年收益分成成本达//百万元，收益分成成本率分别为//。

**分发平台及支付渠道收取的佣金成本：**佣金成本主要包括向 App Store 及 Google Play 等分发平台支付的佣金以及向为公司提供营销推广和支付服务的渠道所支付的佣金。考虑到公司未来仍将通过分发平台及渠道进行游戏的运营，我们预计公司 2020 年-2022 年佣金成本达 4.9/5.6/6.4 亿元，佣金成本率分别为 14.3%/13.2%/12.6%。

**带宽及伺服器托管成本：**该部分成本主要指公司在进行游戏运营时使用第三方提供的带宽及服务所支付的费用。考虑到公司未来运营游戏增加带来的规模效应，我们预计公司 2020 年-2022 年带宽及伺服器托管成本达 1.9/1.9/2.0 亿元，带宽及伺服器托管成本率分别为 4.7%/4.0%/3.4%。

加总各细分成本支出，我们预计公司 2020/21/22 年营业成本达 13.7/16.4/19.3 亿元，增速分别为 28.2%/19.8%/17.7%。

表 12: 公司营业成本测算（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
游戏开发商的收益分成	283	473	659	854
收益分成成本率	10.0%	13.7%	15.5%	16.7%
分发平台及支付渠道收取的佣金	385	491	563	642
佣金成本率	13.6%	14.3%	13.2%	12.6%
带宽及伺服器托管费	185	186	191	200
带宽及伺服器托管成本率	6.5%	5.4%	4.5%	3.9%
无形资产摊销	59	55	57	59
无形资产摊销成本率	2.1%	1.6%	1.3%	1.2%
其他成本	155	162	168	174
其他成本率	5.5%	4.7%	4.0%	3.4%
<b>营业总成本</b>	<b>1066</b>	<b>1367</b>	<b>1639</b>	<b>1928</b>
YoY	37.4%	28.2%	19.8%	17.7%

数据来源：东北证券海外组测算



#### 4.1.3. 公司利润预测：2020/21/22 年归母净利率分别为 19.5%/20.5%/20.5%

基于对公司营业收入和营业成本的测算，我们预计公司 2020/21/22 年毛利润将达到 20.8/26.2/31.8 亿元。考虑公司未来为了进一步提高核心竞争力，致力推出优质自研游戏，我们预期公司 2020 年-2022 年研发费用将逐年增长，分别达 4.9/6.9/8.9 亿元；销售费用增速将逐步放缓，分别达 7.0/8.0/9.5 亿元；管理费用保持稳定，分别达 2.0/2.2/2.4 亿元。在以上测算下，预计公司 2020/21/22 年净利润分别为 6.7/8.7/10.5 亿元，净利率分别为 19.5%/20.5%/20.5%。

表 13: 公司利润测算 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2838	3444	4259	5109
营业成本	1066	1367	1639	1928
毛利润	1772	2077	2620	3181
毛利率	62%	60%	62%	62%
销售费用	745	694	795	953
销售费用率	26.3%	20.1%	18.7%	18.6%
管理费用	203	202	220	240
管理费用率	7.1%	5.9%	5.2%	4.7%
研发费用	318	486	688	886
研发费用率	11.2%	14.1%	16.2%	17.3%
营业利润	529	695	917	1103
营业利润率	19%	20%	22%	22%
净利润	513	672	871	1047
YoY	45.6%	30.8%	29.8%	20.2%
净利率	18.1%	19.5%	20.5%	20.5%

数据来源：东北证券海外组测算

## 4.2. 公司估值

相对估值法下，我们参考心动公司的主营业务选取了 A 股（完美世界、三七互娱、吉比特、世纪华通、宝通科技）及港股（网易、IGG、中手游、腾讯、友谊时光、祖龙娱乐）相关可比上市公司作为参考，发现 2020 年 A 股主要上市游戏公司平均 PE 为 19.8，港股主要上市游戏公司平均 PE 为 16.1。考虑心动公司在游戏自研以及运营方面的出色能力、TapTap 在垂直游戏社区的领先地位、公司游戏业务与 TapTap 之间的生态效应以及公司已被纳入港股通，给予心动 21.5X PE 估值，目标价 40.6 港元。

表 14: 游戏类公司估值对比 (截至 20201125)

证券代码	公司名称	股价 (元)	市值(百万元)	PS(TTM)	PE (2020E)
603444.SH	377.5	27130.3	10.2	24.5	377.5
002624.SZ	25.3	49150.3	4.8	20.3	25.3
002555.SZ	25.1	53102.0	3.6	18.4	25.1
002602.SZ	7.7	57459.2	3.7	15.4	7.7

300031.SZ	20.1	7990.9	3.0	19.7	20.1
平均				18.5	
证券代码	公司名称	股价(港元)	市值(百万港元)	PS(TTM)	PE(2020E)
0700.HK	腾讯	573.0	5492048.8	10.6	37.3
9999.HK	网易	148.8	514121.5	6.5	29.2
9990.HK	祖龙娱乐	19.4	15804.6	10.7	39.7
0302.HK	中手游	2.9	6734.1	1.9	7.5
0799.HK	IGG	7.2	8829.2	1.8	5.6
6820.HK	友谊时光	1.9	4123.0	1.9	6.6
平均				17.7	

数据来源：东北证券海外组测算

#### 4.3. 投资建议：基于公司良好游戏生态，给予目标价 40.6 港元，首次覆盖给予“买入”评级

基于公司优质的游戏研发运营能力以及 TapTap 垂直社区的领先地位，我们预计公司 2020/21/22 年收入分别为 34.4/42.6/51.1 亿元，净利润 6.7/8.7/10.5 亿元，对应每股收益为 1.5/1.9/2.3 元。参考相对估值法，综合给予公司目标价 40.6 港元，对应 2020/21/22 年每股收益的 PE 分别为 20.2/15.5/12.9 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

- 1) 老游收入不及预期;
- 2) 新游无法如期上线;
- 3) TapTap 广告变现能力不及预期;
- 4) 行业监管风险

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
贸易应收款项	406	592	642	739	除税前溢利	545	707	917	1103
预付款项及其他资产	134	192	271	382	财务费用	0	0	0	0
短期投资	497	587	675	756	折旧及摊销	108	141	178	220
现金及现金等价物	1337	1448	1758	2037	营业资本变动前之现金流量	712	850	1098	1325
<b>流动资产合计</b>	<b>2374</b>	<b>2819</b>	<b>3346</b>	<b>3913</b>	经营活动所得现金	856	763	1144	1316
固定资产—物业厂房及设备	87	133	186	246	已付所得税	5	-35	-46	-55
使用权资产与无形资产	237	237	218	176	经营活动产生现金流量净额	861	728	1099	1261
递延税项资产	11	15	19	24	投资活动产生现金流量净额	-469	-616	-789	-982
权益法核算的投资	53	63	76	91	融资活动产生现金流量净额	363	0	0	0
以公允价值计量的长期投资	30	28	27	26	现金及现金等价物净增加额	755	111	310	279
预付款项, 按金及其他资产	74	84	95	106	期初现金及现金等价物余额	573	1337	1448	1758
<b>非流动资产合计</b>	<b>492</b>	<b>561</b>	<b>621</b>	<b>670</b>	期末现金及现金等价物余额	1337	1448	1758	2037
<b>资产总计</b>	<b>2866</b>	<b>3380</b>	<b>3967</b>	<b>4583</b>					
递延税项负债	2	2	2	2	财务与估值指标				
租赁负债	23	23	23	23		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>非流动负债合计</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	每股指标				
贸易应付款项	201	279	356	435	每股收益 (元)	1.1	1.5	1.9	2.3
客户预付款项	16	26	41	62	每股净资产 (元)	5.0	6.0	6.9	7.8
其他应付款项及应计费用	152	215	294	387	每股经营性现金流量 (元)	1.9	1.7	2.5	2.9
合约负债	99	104	110	115	成长性指标				
即期所得税负债	70	0	0	0	营业收入增长率	50%	21%	24%	20%
租赁负债	16	16	16	16	净利润增长率	46%	31%	30%	20%
<b>流动负债合计</b>	<b>554</b>	<b>641</b>	<b>817</b>	<b>1015</b>	经调整利润增长率	22%	45%	30%	20%
<b>负债合计</b>	<b>580</b>	<b>666</b>	<b>842</b>	<b>1040</b>	盈利能力指标				
股东权益合计	2287	2714	3125	3543	毛利率	62%	60%	62%	62%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2866</b>	<b>3380</b>	<b>3967</b>	<b>4583</b>	净利率	18%	19%	20%	21%
					运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	7	7	7	7
利润表 (百万元)						2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2838	3444	4259	5109	偿债能力指标				
营业成本	-1066	-1367	-1639	-1928	资产负债率	20%	20%	21%	23%
<b>毛利</b>	<b>1772</b>	<b>2077</b>	<b>2620</b>	<b>3181</b>	流动比率	428%	440%	410%	386%
销售及营销开支	-745	-694	-795	-953	费用率指标				
研发开支	-318	-486	-688	-886	销售费用率	26%	20%	19%	19%
一般及行政开支	-203	-202	-220	-240	管理费用率	7%	6%	5%	5%
<b>经营溢利</b>	<b>529</b>	<b>695</b>	<b>917</b>	<b>1103</b>	研发费用率	11%	14%	16%	17%
财务费用	5	5	0	0	估值指标				
按公允价值计入损益之金融资产	11	0	0	0	P/E (倍)	26.4	20.2	15.5	12.9
<b>除所得税前溢利</b>	<b>545</b>	<b>707</b>	<b>917</b>	<b>1103</b>	P/B (倍)	8.1	6.8	5.9	5.2
所得税开支	-32	-35	-46	-55					
<b>年内溢利</b>	<b>513</b>	<b>672</b>	<b>871</b>	<b>1047</b>					
净利率	18%	19%	20%	21%					
<b>经调整 EBITDA</b>	<b>347</b>	<b>504</b>	<b>654</b>	<b>786</b>					
经调整利润率	12%	15%	15%	15%					

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

**刘立喜:** 上海财经大学经济学博士, 上海交通大学&上汽集团管理学博士后, 现任东北证券组合策略分析师。曾任兴业证券研发中心分析师, 东北证券研究所汽车行业分析师等。具有20年证券研究从业经历。

**周路昀:** 新加坡大学量化金融专业硕士, 西南财经大学金融专业本科。现任东北证券海外组研究助理。2020年4月加入东北证券研究所。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn