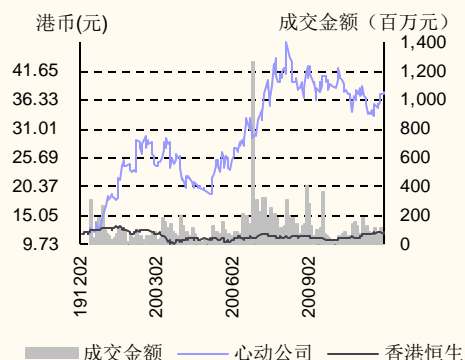


市价(港币): 37.800元

目标(港币): 48.75元

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 454.11
 总市值(百万元) 17,165.46
 年内股价最高最低(元) 46.950/11.860



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
 绝对 -11.37 45.38

相关报告

- 《增持 TapTap 至 74%，平台 MAU 增长至 2480 万-心动公...》，2020.8.31
- 《加大独占助力引流，平台改版提升变现潜力-心动公司深度报告》，2020.8.10

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号: S1130520040001
 yangxiaofeng@gjzq.com.cn

如何从广告价值看 TapTap 未来空间?

主要财务指标

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,887	2,838	3,096	3,715	4,643
营业收入增长率	40.37%	50.39%	9.07%	20.00%	25.00%
归母净利润(百万元)	285	347	366	464	592
归母净利润增长率	144.39%	21.59%	5.69%	26.80%	27.56%
摊薄每股收益(元)	0.628	0.763	0.807	1.023	1.305
每股经营性现金流净额	0.38	1.90	1.66	1.31	1.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.44%	18.51%	16.15%	17.00%	17.82%
P/E	60.22	49.53	46.87	36.96	28.98
P/B	15.92	9.17	7.57	6.28	5.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- 以广告收入=eCPM×I.M.测算未来广告收入空间, 5年内有望达到60亿。
- 一、eCPM(千次展示收益)如何提升: 高用户匹配度提高CTR、年轻化高LTV游戏增多拉高TapTap整体CPC: 1) TapTap用户年轻化, 用户定位与广告主要求更加契合: 以Z世代为代表的TapTap年轻用户具有高付费潜力; 2) 预计TapTap精准投放能力提升, 提高广告与细分用户的匹配度, CTR提高广告主投放意愿增强; 3) TapTap作为零分成新兴渠道吸引游戏入驻并成为潜在广告主; 4) 当前TapTap广告投放竞争分散, 预计未来针对年轻人的头部高品质高LTV游戏增多, 与TapTap定向用户广告匹配率提高, 一方面提高广告位竞争程度, 另一方面高LTV游戏广告预算将会更多, 平台整体的广告价格有望提升。
- 二、I.M.(广告展示量)——社区化改版为增加广告位, 拓展广告类型奠定基础, 展示量有望高速增长。TapTap“社区+渠道”模式拥有更大用户增长空间, 有望通过增加广告位, 扩展广告形式增加收入: 1) 社区化模式延长用户停留时间, 为增设广告位降低用户排斥感创设条件: TapTap意欲打破传统渠道身份成长为年轻化社区, 社区化改版丰富UGC内容产出, 增加用户粘性和使用时长, 为增设广告位创造前提; 2) 独占&自研游戏拉动用户增长: 得益于优质独占&自研游戏, 2020年上半年月活同比增长51.9%, 预计未来广告主投放意愿增强, 广告请求量相应增加。3) 丰富广告类型以提高广告匹配率: 当前TapTap广告形式单一, 未来预计更高eCPM的视频广告等形式增多, 提高广告填充率。

投资建议

- TapTap平台的成长是未来公司发展的关键, 预计5年后TapTap广告收入天花板约为60亿, 5年后TapTap和游戏业务估值合计493亿元, 由于游戏上线节奏较慢及老游戏流水下滑, 我们分别下调公司2020/2021/2022年归母净利润32%/36%/34%至3.66/4.64/5.92亿元, EPS分别为0.81/1.02/1.31元, 对应P/E46.87X/36.96X/28.98X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 平台用户增长不及预期; TapTap商业化进展不及预期; 头部游戏表现不及预期; 即将上线游戏表现不及预期; 游戏出海业务发展不及预期。

内容目录

一、基本研究思路：以“广告收入=eCPM×I.M.”公式拆分进行分析，预计 5 年后广告收入达到 60 亿	4
二、影响广告收入因素之一：eCPM——如何吸引更多 CPC 出价高的广告主是核心，高用户匹配度提高 CTR、年轻化高 LTV 游戏增多拉高平台整体 CPC ...5	
2.1 提高 TapTap 广告主出价意愿的内部驱动力：预计未来 TapTap 广告投放更精准，高 CTR 决定高投放意愿	5
2.2 提高 TapTap 广告主出价意愿的外部驱动力：预计未来符合平台属性高 LTV 游戏增多将加入广告竞争队列，提高广告预算	8
三、影响广告收入因素之二：广告展示量 (I.M.) ——社区化改版为增加广告位，拓展广告类型奠定基础，展示量有望高速增长	12
3.1 A.R. (广告请求量) 提升的用户基数保障：TapTap 社区化改版为“社区+渠道”模式提升用户粘性，未来广告位有望增至 2~3 个	13
3.2 通过 F.R. (广告填充率) 提高 I.M.：TapTap 广告类型扩展空间大，广告多样化将拉高广告填充率	18
四、TapTap 广告收入空间测算：预计 5 年天花板 60 亿元	19
五、投资建议	20
六、风险提示	21

图表目录

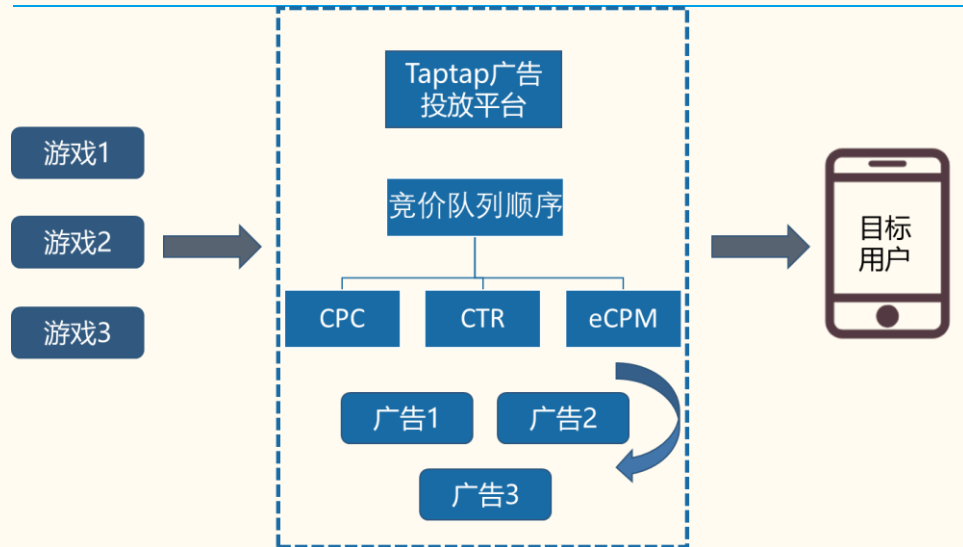
图表 1：广告竞价一般流程	4
图表 2：广告收入各影响因素	5
图表 3：5 年后 eCPM 敏感性分析=CPC×CTR×1000	5
图表 4：TapTap 近 3 年 MAU (人) 和 ARPU (元)	6
图表 5：TapTap 安利墙和动态模块传达用户喜好	7
图表 6：《人类跌落梦境》好友功能	7
图表 7：用户使用游戏渠道常用功能分布	8
图表 8：TapTap 投放广告游戏大多为高分游戏	8
图表 9：年轻消费者贡献主要消费增量	9
图表 10：近 8 成 TapTap 用户年龄在 30 岁以下	9
图表 11：Z 世代虚拟消费中充值游戏排第一	10
图表 12：Z 世代男性月均花费 120 元购买虚拟道具	10
图表 13：TapTap 当前各知名厂商的游戏广告投放较分散	11
图表 14：TapTap 广告投放游戏类型占比	11
图表 15：各类型游戏 LTV 对比 (策略类, RPG 类和卡牌类 LTV 最高)	12
图表 16：5 年后 I.M.变化敏感性分析=广告请求量*广告填充率	13
图表 17：微信/QQ 等泛社交软件无法完全满足社交需求	13
图表 18：近 30%Z 世代希望通过社交 APP 寻找同好	13

图表 19: 传统渠道软件用户日均使用时长提升空间较小.....	14
图表 20: 安卓版 TapTap 重要版本更新记录.....	14
图表 21: TapTap 评论和论坛数快速提升.....	15
图表 22: TapTap30 日活跃用户留存率波浪式上升.....	16
图表 23: TapTap 用户粘性 (DAU/MAU) 在同类平台中较高.....	16
图表 24: TapTap 用户日均使用时长在同类平台中较高, 单位: 分钟.....	16
图表 25: 同类型产品设备数对比.....	17
图表 26: TapTap 的 MAU 显著高于同类型软件.....	17
图表 27: 微信广告商业化进程.....	17
图表 28: TapTap 用户月均使用频次 (天) 持续上升.....	18
图表 29: TapTap 用户使用次数 (次/每天) 持续上升.....	18
图表 30: 5 年后 A.R. 敏感性分析: 以 MAU&广告位增长倍数测算倍数空间...18	18
图表 31: 手游广告素材中视频占比最高.....	19
图表 32: 2020H1 国内安卓渠道 eCPM 趋势.....	19
图表 33: 广告收入倍数空间.....	20
图表 34: 5 年后 TapTap 广告收入空间, 单位: 亿元.....	20
图表 35: TapTap 净利润及净利率.....	20

一、基本研究思路：以“广告收入=eCPM×I.M.”公式拆分进行分析，预计5年后广告收入达到60亿

- TapTap 的直接变现方式是广告，平台的广告投放方式为竞价广告，首先游戏厂商会根据游戏的受众特点确定广告投放的定向人群，并向 TapTap 广告平台提出广告请求，广告平台使用自己算法技术对用户进行分析分类后，与游戏厂商需求进行匹配。广告主的出价将被转化为预估 eCPM(Effective-Cost-per-Mile 千次展示收益)进行排序，eCPM 和广告质量排名较高的将被展示。

图表 1：广告竞价一般流程



来源：TapTap, 国金证券研究所整理

- 进行广告收入空间测算时，广告收入可用以下公式：

广告收入=eCPM（千次展示收益）×I.M.（广告展示量）

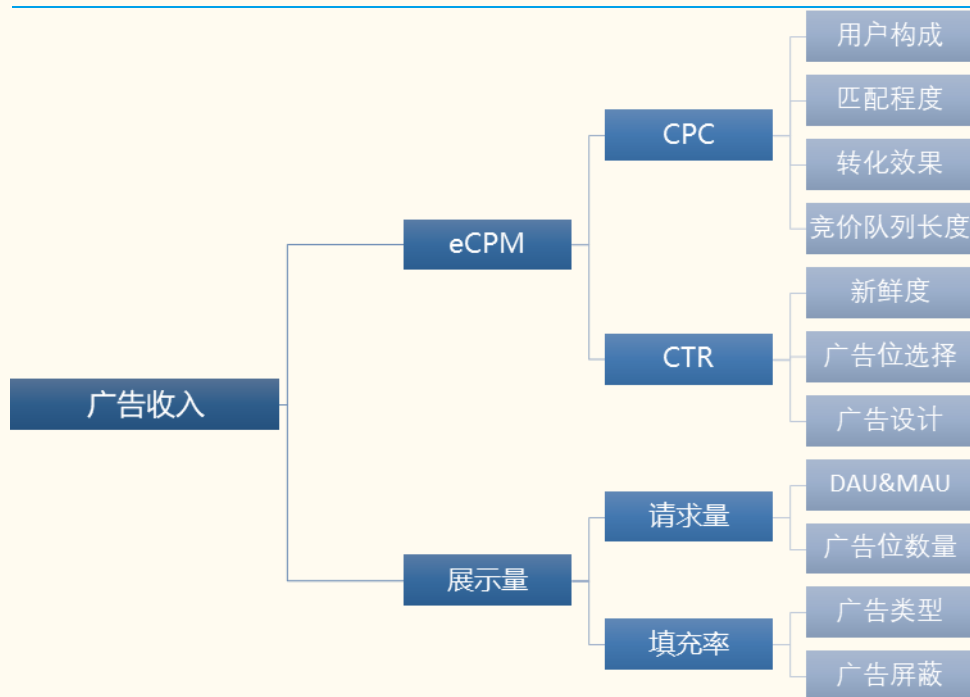
我们将 eCPM 和 I.M 拆分为更细分的变量进行测算：在进行测算时，eCPM 将被拆解为 CPC(Cost-per-Click 每点击成本)和 CTR(Click-Through-Rate 点击通过率)，I.M 广告展示量拆解为 A.R. (Ad-Request 广告请求量)和 F.R. (Fill Rate 广告填充率)。虽然广告竞价出价以 CPC 为准，但 TapTap 的广告计价方式是 CPA(广告价格，Cost-per-Action 意为每行动成本)，即按照用户点击下载或者预约按钮收费，用户产生行为后，平台会做相应记录并实现计费，而 CPA 的确定方式是 $CPC(\text{Cost-per-Click 每点击成本})/CVR(\text{Conversion-Rate 转化率})$ ，由于 CVR 与具体下载流程及落地页优化等有关，从 TapTap 端能够达到的影响较小，我们假设 CVR 不变，最终得到广告收入测算公式为：

广告收入=eCPM×I.M.

=CPA×CVR×CTR×1000×I.M.

=CPC×CTR×1000×A.R. ×F.R.

图表 2：广告收入各影响因素



来源：国金证券研究所整理

二、影响广告收入因素之一：eCPM——如何吸引更多 CPC 出价高的广告主是核心，高用户匹配度提高 CTR、年轻化高 LTV 游戏增多拉高平台整体 CPC

- 5 年后 eCPM 敏感性分析（倍数空间）， $eCPM = CPC \times CTR \times 1000$ 。若 CPC 上涨 50%，CTR 提高 30%，则 eCPM 有望翻倍。下面我们来具体分析，为什么 CPC 和 CTR 可以提高？主要原因是随着数据积累，TapTap 广告投放将会更加精准，CTR 将提高，广告主的投放意愿将增强；其中高 LTV 游戏广告主的增多、投放意愿的增强未来将对 TapTap 的广告价格起到拉动作用。

图表 3：5 年后 eCPM 敏感性分析= $CPC \times CTR \times 1000$

		eCPM 上升倍数空间						
		CPC 倍数空间						
		1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
CTR 倍数空间	1.1	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8	1.9	2.0
	1.2	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.2
	1.3	1.6	1.7	1.8	2.0	2.1	2.2	2.3
	1.4	1.7	1.8	2.0	2.1	2.2	2.4	2.5

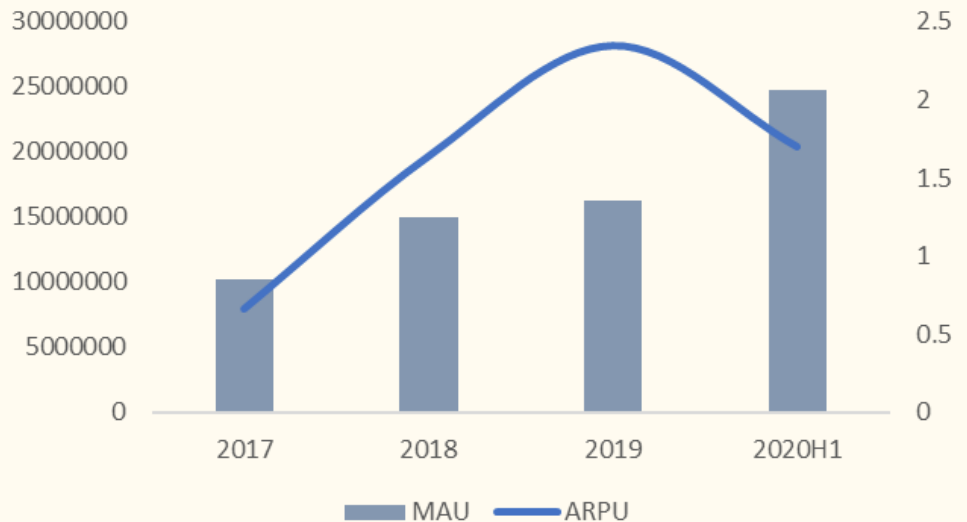
来源：国金证券研究所测算

2.1 提高 TapTap 广告主出价意愿的内部驱动力：预计未来 TapTap 广告投放更精准，高 CTR 决定高投放意愿

- 2.1.1 TapTap 后台数据随平台运营积累，算法分析用户特征分析更准确，广告匹配度更高
 - TapTap “渠道+社区”的模式定位与其他渠道平台相比更加吸引用户对游戏作出反馈，有利于其积累数据，用更清晰的用户画像匹配广告

与目标用户。投放精准度和实时性是广告能触及目标用户群体并实现下载转化的关键，只有平台通过数据分析和用户行为观察，才能形成差异化的用户画像和投放方式，将广告在最适宜的时间对目标用户予以展示。TapTap 近三年 MAU 和 ARPU 显示，随着平台 MAU 的急速上升，ARPU 有所下降，我们认为这是由于平台对新用户行为掌握程度暂时较低导致。随着新用户在 TapTap 产生的行为增加，用户画像也将更清晰，TapTap 能更精准地将用户类型与广告主意向的广告接受群体进行匹配，从而提高点击率，有利于提高广告主在 TapTap 平台出价意愿，拉高平台整体 CPC。

图表 4: TapTap 近 3 年 MAU (人) 和 ARPU (元)



来源：公司公告，国金证券研究所

- **TapTap 改版建立社区属性有利于增加用户使用时长、丰富用户行为从而建立更精准的用户标签。**游戏玩家在 TapTap 与同好交流的同时，也为平台提供大量的可分析数据，以便于进行差异化广告投向。如：安利墙帮助 TapTap 直接获得用户游戏喜好类型；论坛板块，帮助 TapTap 增加用户粘性，了解用户游戏行为和社交行为；动态板块独立运营，将用户分类并集中于同一模块，为精准推送广告打下精准的用户标签；从游戏测试阶段开始监控并记录相关用户数据，提供营销回路，并将中台数据独立出来，以便中小厂商调用，提供行业“温度计”。

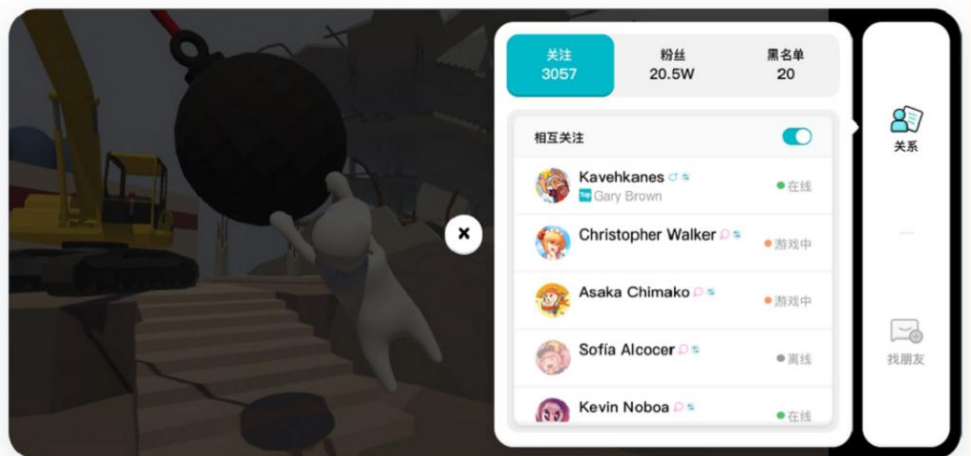
图表 5: TapTap 安利墙和动态模块传达用户喜好



来源: TapTap, 国金证券研究所

- 有望通过《人类跌落梦境》(定档 2020.12.17) 进一步建立并打通社交关系, 增加用户在平台的互动, 以便在提高留存率的同时集中用户流量进行定向分析。TapTap 将在即将上线的《人类跌落梦境》中, 重点关注稳定社交关系的建立与打通, 除了绑定 TapTap 账号登录游戏, 共享 TapTap 的好友系统, TapTap 游戏内嵌朋友圈以外, 所有和游戏网络服务相关的部分, 包括匹配、开房间、云存档等等, 都将由 TapTap 来完成。

图表 6: 《人类跌落梦境》好友功能

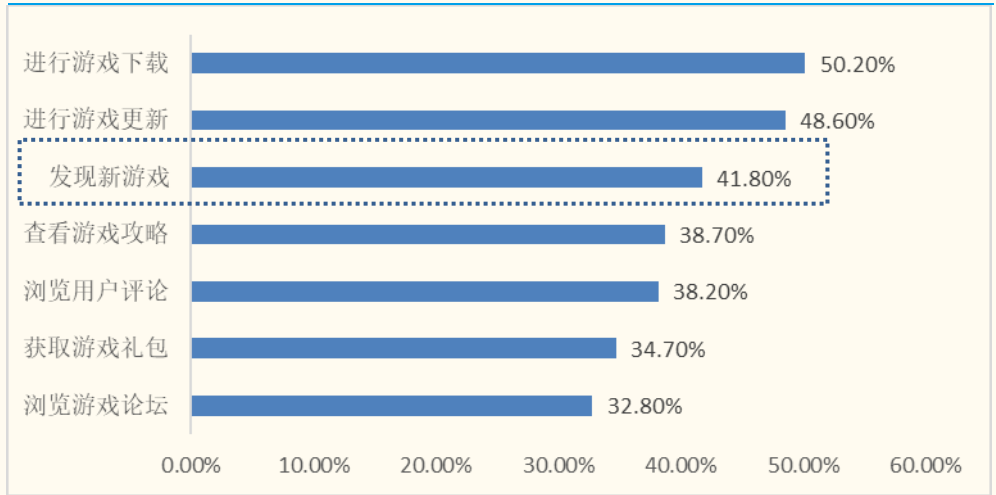


来源: TapTap, 国金证券研究所

- 2.1.2 投放广告游戏质量高, 增强用户对广告接受程度, 有利于 CTR 提升, 从而吸引广告主投入更多广告预算
- 用户进行新游戏探索已成为游戏渠道第三常用功能, 仅次于游戏下载和更新, TapTap 从发现新游戏属性培育广告业务有天然优势。根据《2019 硬核联盟白皮书》, 超过八成用户会在使用游戏渠道软件时关注游戏排行榜, 且有 41% 的用户表示排行榜上的游戏更容易吸引其下

载体验，用户使用渠道平台发现新游戏的意愿增强，对优质游戏的需求上升，并且愿意接受好的游戏推荐。游戏广告在一定程度上满足了用户发现新游戏的需求，TapTap 平台带有的发现新游戏属性和广告的结合能够在潜移默化中提高用户对其广告在接受度。

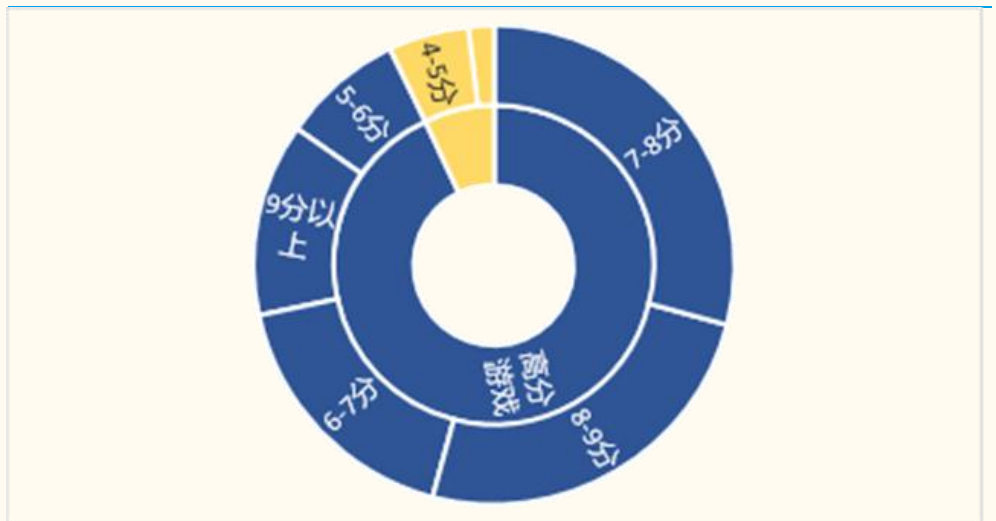
图表 7：用户使用游戏渠道常用功能分布



来源：《2019 硬核联盟白皮书》，国金证券研究所

- TapTap 游戏投放广告多为质量优、评分高的游戏，有助于培养用户点击广告，信任广告的行为习惯，提高转化率。TapTap 对于游戏广告的审核有较高标准，尽可能保证呈献优质、符合用户喜好的游戏。根据我们对 TapTap 广告投放数据的分析，约有 70% 的游戏评分不低于 7 分，4 分以下低评分游戏数量占比仅为 1.5%。同时，在广告投放过程中，TapTap 会根据用户的下载率、点击率来综合其他算法，减少低评分游戏的广告展现率，避免广告因质量低下引起用户的反感，确保“游戏广告多为高分游戏——玩家接受度高——正向反馈——愿意接受更多广告推荐满足发现新游戏需求”的链条持续高效运转。

图表 8：TapTap 投放广告游戏大多为高分游戏



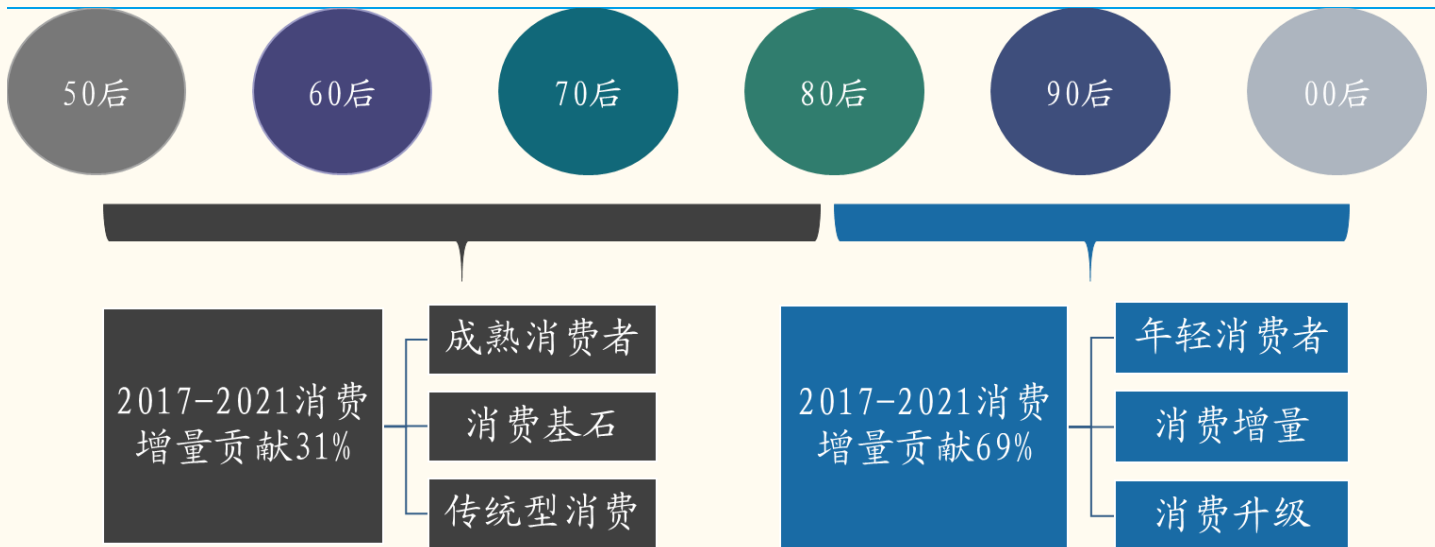
来源：TapTap，国金证券研究所整理

2.2 提高 TapTap 广告主出价意愿的外部驱动力：预计未来符合平台属性高 LTV 游戏增多将加入广告竞争队列，提高广告预算

- 2.2.1 增加广告主出价意愿的用户基础：TapTap 主要用户将成长为手游消费中坚力量，ARPU 值增加有利于保证 ROI，广告主有望增加广告预算

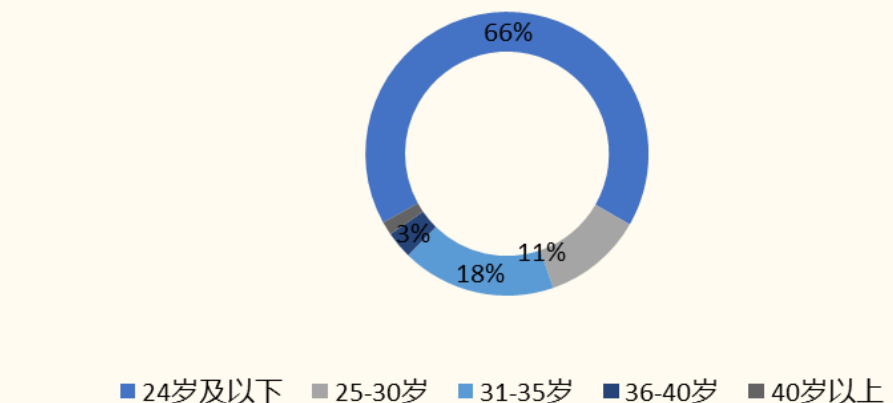
- TapTap 以 Z 世代用户（95-15 年出生的人群）为主，随着 Z 时代用户成长为新一代手游消费中坚力量，根据 TapTap 用户年龄结构，近 7 成用户未来将成长为手游消费主力和优质流量。TapTap 作为集游戏资讯，发现，分享，交流，点评，下载为一体的平台，立志于向玩家推荐高品质手游，并链接全球手游爱好者，建立同步玩家社区，品牌定位较为年轻化。根据艾瑞数据，截止到 2020 年 10 月，TapTap 使用人群中，约有 66% 为 24 岁及以下，年轻用户（30 岁以下）占到平台用户的 80%，Z 世代用户的高占比决定 TapTap 抓住了未来 5-10 年的手游消费主力，游戏厂商为获得优质流量，实现游戏收入增加，将加大于 TapTap 的广告投入，以获取更高的广告投放量，平台的广告价随广告主投入预算的提高有望提升。

图表 9：年轻消费者贡献主要消费增量



来源：《中国消费新趋势》BCG，国金证券研究所

图表 10：近 8 成 TapTap 用户年龄在 30 岁以下



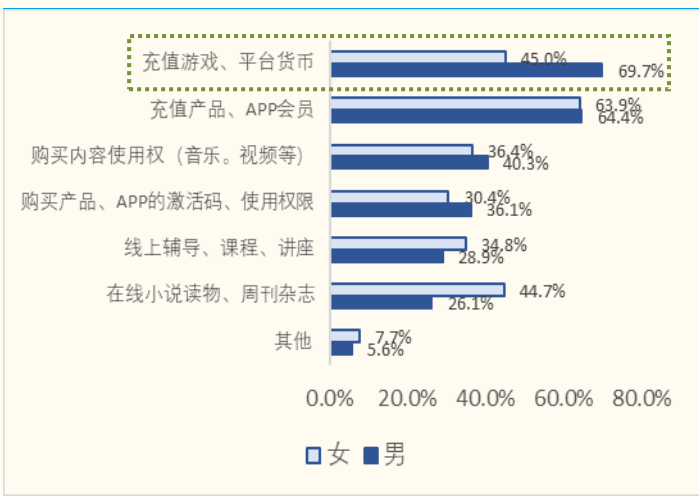
来源：艾瑞数据，国金证券研究所

- 代表着未来互联网文化主要消费人群的 Z 世代正在成为越来越多手游的目标用户群体。根据国家统计局数据，2018 年我国 Z 世代人群占总人口比例已超过总人口的 22%。根据 OC&C，中国 Z 世代消费支出已达到 4 亿元，占家庭支出的 13%，比例位居全球首位。手游行业收入增长靠年轻玩家驱

动，年轻并具有一定经济实力的企业白领往往有较高的付费意愿。**TapTap** 现拥有占比达 2/3 的 24 岁以下年轻用户，若这些用户对 **TapTap** 平台保持用户粘性，则 5 年后他们将成为游戏厂商重点关注的目标付费客户群体。

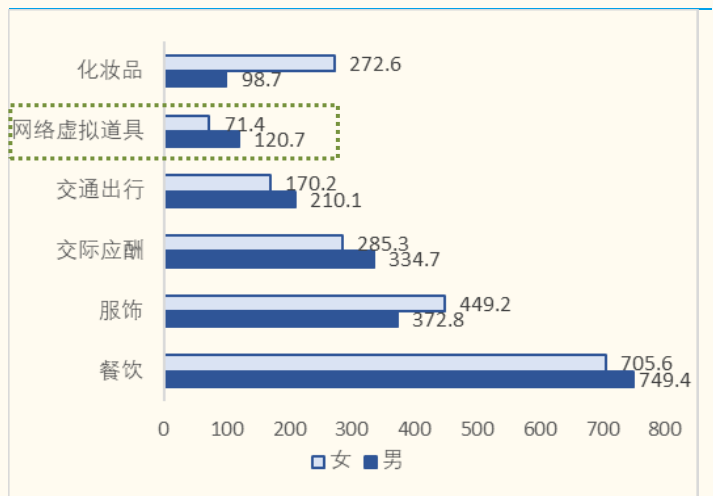
- **游戏充值或购买虚拟道具是 Z 世代常见的两种消费需求。**根据《2019 年 Z 世代消费力白皮书》，70% 的男性和 45% 的女性会因为游戏消费，男性平均每月会在虚拟道具购买商花费约 120 元，对手游厂商而言，Z 时代人群的游戏消费能力，带动游戏 LTV 增长能力进一步得到验证。手游用户与 **TapTap** 用户的高重合度，是 **TapTap** 游戏广告高效投放的基石，也是高 **CPC** 出价的有效保证。游戏厂商，尤其是专注年轻人手游和二次元手游的厂商将会更愿意以更高 **CPC** 出价，竞争在 **TapTap** 上投放广告，获得高匹配度的用户流量的机会。

图表 11: Z 世代虚拟消费中充值游戏排第一



来源：《2019 年 Z 世代消费力白皮书》，国金证券研究所

图表 12: Z 世代男性月均花费 120 元购买虚拟道具



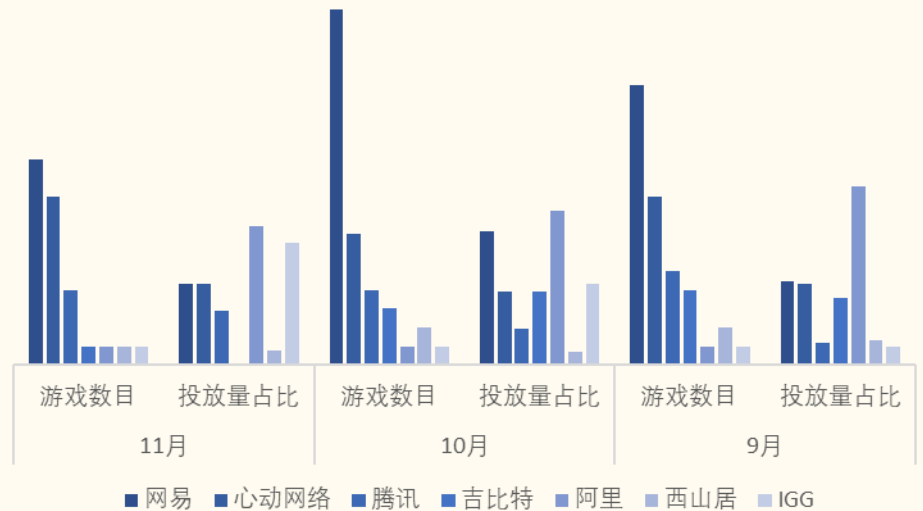
来源：《2019 年 Z 世代消费力白皮书》，国金证券研究所

- **2.2.2 以零分成模式从传统渠道吸引更多第三方精品游戏入驻，以“渠道+社区”的使用场景优势吸引游戏投放广告**

- 从广告主角度来看，大厂优质游戏自带流量，零分成渠道给予更多获利空间，从使用场景来看，从 **TapTap** 看到广告直接链接到下载不需要切换 APP，预计未来更多游戏入驻将同时参与 **TapTap** 广告投放和广告竞价，加剧 **TapTap** 广告竞争。传统渠道平台和游戏软件多采用联运分成的合作模式，**TapTap** “不联运，零分成”的合作模式在游戏上线前期降低的成本可以给游戏盈利更长容忍期，扶持一些短时间内无法实现盈利的优质游戏进行长线发展。近期《万国觉醒》和《原神》纷纷选择绕开主流安卓应用商店上架，《万国觉醒》和《原神》在上线前均达到 300 万以上的预约量，相比分成模式下传统渠道带来的流量，**TapTap** 平台具有更高的性价比，预计未来有更多头部游戏放弃传统渠道分成模式。无论厂商是否放弃传统渠道，游戏上架 **TapTap** 并不会增加额外成本，因此以 **TapTap** 为代表的零分成平台将拥有更大竞争优势，获得更多优质游戏入驻，吸引游戏参与广告投放和广告竞价，提高广告主投放意愿和出价预算。
- **TapTap** 广告投放目前以中小厂商为主，未形成大厂集中竞争态势，预计未来大厂加剧头部竞争，有望推动总体 **CPC** 报价提升。根据目前 **TapTap** 上广告投放情况，受研发能力、广告投放成本等限制，往往只有大厂会同时投放多于一款游戏广告。平台广告投放虽有向头部大厂集中的趋势，但拖尾较长，投放量占比在 1% 以上的游戏少于 20 款，

大厂之间也没有形成明确的竞争形势。预计随 TapTap 用户规模和用户粘性增加，大厂将会更加重视在 TapTap 上投放广告，由于竞争加剧，更多游戏为得到广告优先展示，将会相继增加 CPC 报价，带动整个平台的广告单价提升。

图表 13: TapTap 当前各知名厂商的游戏广告投放较分散

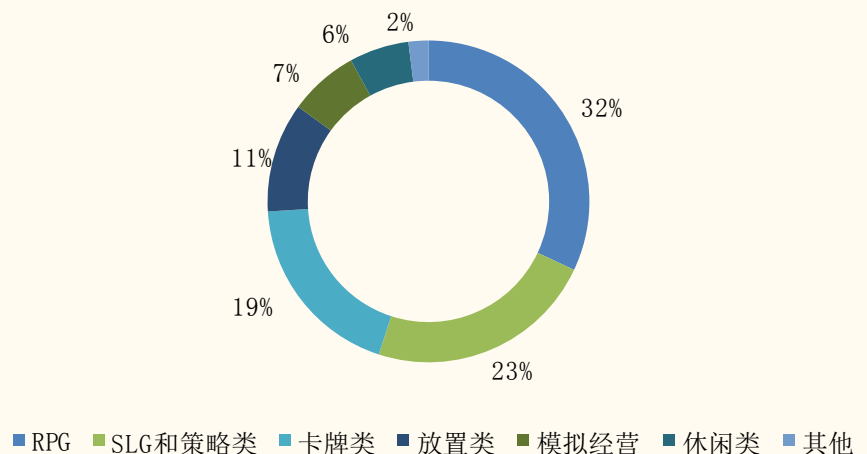


来源：国金证券研究所整理

■ 2.2.3 预计未来与平台属性更契合的头部年轻向高 LTV 游戏增加,提高 TapTap 平台广告主出价天花板

- 目前平台推广游戏品类以高 LTV 的 RPG/SLG/卡牌占据主流。根据目前 TapTap 广告投放数据，当前平台上的广告游戏类型特征明显，所投放的将近三分之一的游戏为 RPG 游戏，24%为 SLG/策略游戏，15%为卡牌类游戏，以上品类共同特征为单用户 ARPU 和 LTV 较高。在广告投放量占比大于 1% 的重度投放游戏中，几乎所有游戏都属于 RPG，卡牌和 SLG/策略游戏，此三类游戏在游戏品类中 LTV 最高。

图表 14: TapTap 广告投放游戏类型占比

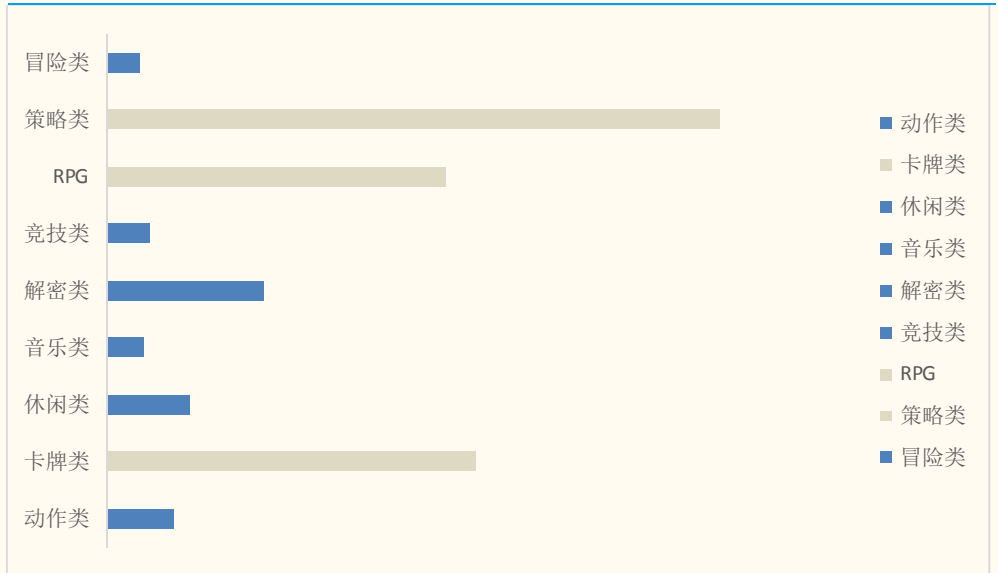


来源：国金证券研究所整理

- 高 LTV 游戏拥有更高的出价天花板，高 LTV 游戏占比的提升有望拉高 TapTap 广告价格均值。游戏厂商在购买游戏广告为产品导量时会根据自己产品的 LTV 来制定成本规划。为获得盈利，游戏厂商会控制成本

不能超过游戏 LTV，因此 LTV 代表了广告主购买广告所愿意出价的天花板。游戏 $ROI=LTV/CPA$ ，假设在广告主 ROI 目标一致的情况下，高 LTV 的游戏可以接受更高的 CPA 定价，从而为平台带来更高收益能够为广告平台带来更高的广告收入。

图表 15：各类型游戏 LTV 对比（策略类，RPG 类和卡牌类 LTV 最高）



来源：国金证券研究所整理

- 未来 TapTap 头部年轻向高 LTV 游戏产品增多将加剧广告位竞争，游戏厂商整体出价水平将提升。随着 Z 时代人群消费能力提升，Z 时代用户在未来将成为高 LTV 驱动力。当前 TapTap 广告投放游戏已经以高 LTV 游戏为主，但目前市场中大部分头部高 LTV 游戏，尤其是 SLG/策略类游戏受众多为 30 岁以上并具备一定经济实力，有较高消费能力和付费意愿的白领人群，专门为年轻用户打造的高 LTV 游戏还不多，但随着手游市场的年轻化，以及 Z 世代用户消费能力的提升，预计 5 年后，受众与 TapTap 平台契合的高 LTV 游戏会越来越多，大幅度提升平台广告竞争程度，同时年轻人群带来的消费增量和消费升级有望进一步拉高游戏 LTV 水平，从而抬高广告主广告投入预算天花板，吸引更高广告出价。

三、影响广告收入因素之二：广告展示量 (I.M.) ——社区化改版为增加广告位，拓展广告类型奠定基础，展示量有望高速增长

- 5 年后 I.M. (广告展示量) 敏感性分析 (倍数空间，蓝色部分为较合理值)。若平台广告请求量升至目前的 3 倍水平，广告填充率较现在增长 30%~40%，预期广告展示量将达到现在 4 倍水平。

图表 16: 5 年后 I.M. 变化敏感性分析=广告请求量*广告填充率

I.M 测算	F.R 广告填充率倍数				
	增长 20%	增长 30%	增长 40%	增长 50%	
A.R. 广告请求率倍数	增至 2.6 倍	3.1	3.4	3.6	3.9
	增至 2.8 倍	3.4	3.6	3.9	4.2
	增至 3 倍	3.6	3.9	4.2	4.5
	增至 3.9 倍	4.7	5.1	5.5	5.9
	增至 4.2 倍	5.0	5.5	5.9	6.3
	增至 4.5 倍	5.4	5.9	6.3	6.8

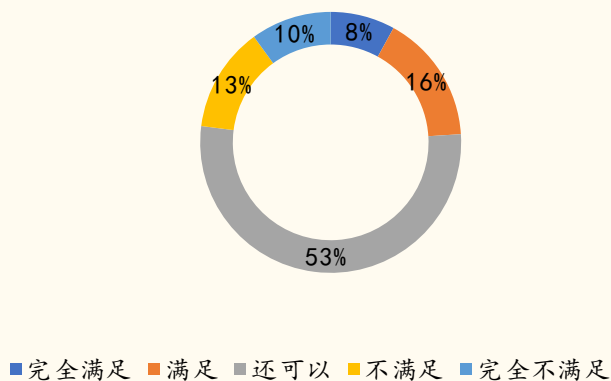
来源: 国金证券研究所

3.1 A.R. (广告请求量) 提升的用户基数保障: TapTap 社区化改版为“社区+渠道”模式提升用户粘性, 未来广告位有望增至 2~3 个

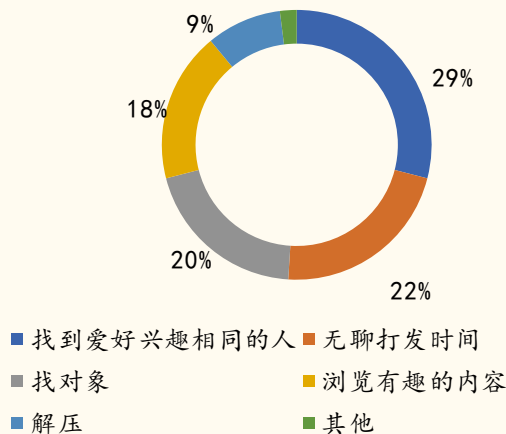
- 3.1.1 社区化改版提高用户粘性, 活跃度提升为增设广告位创造前提**
 - 从用户需求来看, 年轻用户以兴趣为导向的社交需求促使 TapTap 进行社区化改版以留住用户。TapTap 的主要用户群体是以 Z 时代为主的年轻人, 对 Z 世代而言, 除了对新游戏的高探索欲望外, 其需求的重要特征是高社交性, 80% 的 Z 世代希望通过各类社交 APP 扩大社交圈, 并且有 50% 以上的 Z 世代人群认为微信和 QQ 不能完全满足自己的社交需求。年轻一代独特的社交需求催生了一系列复合型“内容+社区”平台的诞生, 也是 TapTap 不断进行社区化改版的原因。

图表 17: 微信/QQ 等泛社交软件无法完全满足社交需求

图表 18: 近 30% Z 世代希望通过社交 APP 寻找同好



来源: 《Z 世代社交报告》, 国金证券研究所

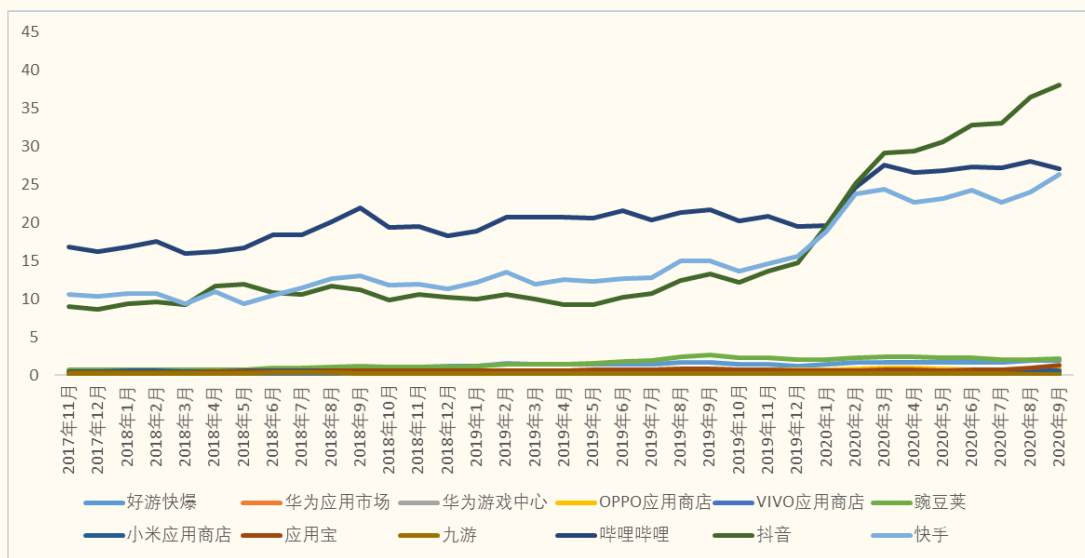


来源: 《Z 世代社交报告》, 国金证券研究所

- 整合 TapTap “动态”, “内容+社区” 平台在用户使用时长上具有内在优势和较大增长空间, TapTap 欲打破传统渠道身份成长为年轻人兴趣社区。** 类比“内容+社区”平台的代表哔哩哔哩、抖音、快手和其他软件分发渠道的用户日均使用时长, 可以发现“内容+社区模式”的视频软件具有绝对优势。作为可投放广告的平台, 用户停留时间和使用时长往往决定了用户能浏览的广告数量, 更长的停留时间将会对广告有更高的容忍度。对于 TapTap 而言, 平台一方面需要吸引用户做出足够的用户行为进行数据收集和分析, 从而形成用户画像来匹配广告需求, 另一方面, 要将平台广告给用户造成的负面影响降到最低, 这两者都需要 TapTap 提高其用户粘性和使用时长, 即 TapTap 也需要突破传统

渠道软件的限制，打造内容和社交功能兼备的游戏社区。

图表 19：传统渠道软件用户日均使用时长提升空间较小



来源：Questmobile，国金证券研究所

图表 20：安卓版 TapTap 重要版本更新记录

版本	更新时间	更新内容
1.5.7	07/2016	首页新增广告位，论坛新增细分模块
1.5.9	08/2016	新增收藏帖子功能
1.6.0	07/2016	新增对此游戏不感兴趣过滤功能
1.6.4	08/2016	榜单内容优化，增加开发者游戏测试
1.6.5	09/2016	新增举报功能
1.6.8	09/2016	新增收藏论坛版块功能；我的游戏新增已装，玩过，收藏，预约列表
1.7.0	10/2016	游戏详情页新增“开发者的其他游戏”，新增开发者专辑页
1.7.4	11/2016	游戏支持添加标签；评价可修改；支持QQ账号登录；增加测试版说明和认证系统说明
1.7.8	12/2016	新增 TapTap 广告介绍；上线“礼仪考试系统”
1.7.9	02/2017	发现模块由版块分类改为垂直瀑布游戏展示
1.8.1	02/2017	视频支持小窗播放，支持兑换码兑换游戏
1.8.8	06/2017	省流量更新；新增游戏评价分享；新增评价回复管理
1.8.9	07/2017	手机注册登录；QQ 钱包支付渠道，多端搜索历史同步
1.9.1	08/2017	新版首页界面；视频播放器支持横竖版全屏功能
1.9.3	08/2017	论坛主页界面改版为“关注”；游戏论坛增加了“焦点”筛选
1.9.5	10/2017	上线好友间“赠送游戏”
2.0	06/2018	首页每日推荐不再局限于一款游戏；发现好游戏由编辑推荐主导转变为由编辑和社区共同主导，加入了更多玩赏家、安利墙、以及关注者的内容；推动论坛的功能与内容建设；论坛动态频道新增了“推荐”栏目；增加单一游戏论坛的经验等级，成就系统，厂商论坛，玩家视频上传。
2.0.2.2	07/2018	上线“投稿”功能
2.0.4	08/2018	调整首页的游戏/推荐模块，提升浏览效率，推荐中增加攻略模块
2.0.6	10/2018	上线“搜论坛、搜帖子”；上线“黑名单”；帖子新增点赞用户展示
2.0.7	12/2018	上线“夜间模式”，新增视频播放页，支持上下滑动切换视频；新增用户视频投稿；游戏页社区模块新增视频分类；新增论坛内搜索功能
2.1.3	05/2019	论坛优化：增加简版帖子的浏览模式，支持展示目前子版块的名称、末尾会有相关帖。视频优化：支持对视频信息更完整的展示，包括相关视频、评论的查看；游戏下视频默认展示；支持视频搜索。支持通过私信分享内容给好友。

2.2.0	08/2019	新增论坛首页推荐流，个性化推荐论坛内容；首页视频更新为个性化视频流；新增侧边栏浏览历史；优化帖子阅读体验；
2.3.0.1	09/2019	新界面设计；新版视频流，观看视频更方便；新版个人页，支持上传背景图，置顶内容在主页
2.4.0	01/2020	页面优化，首页界面支持视频展示；视频支持切换清晰度和手势调整音量和视频亮度；支持在论坛中发布帖子、视频、图片三种内容形式；搜索结果页支持游戏和社区内容混排展示
2.4.4	06/2020	新增动态模块入口，支持发布图文动态；详情页图片模块新增图文动态；动态流页面设计优化；个人中心布局优化
2.4.5	07/2020	新增转发功能；官方内容页面支持展示作者；关注线/推荐线新增推荐用户模块；优化全局视频播放体验
2.4.6	08/2020	搜索支持搜索论坛；游戏评价支持转发；论坛单页新增固定版块；社区内容支持长按复制
2.4.7	10/2020	【我的游戏】里支持显示部分渠道包；图文动态/视频回复的同时支持转发；图文动态/视频发布时支持选择及展示子版块；论坛单页支持快速回到顶部
2.4.8	11/2020	动态和论坛支持浏览「官方转发」内容

来源：国金证券研究所整理

- TapTap 社区化改版在提高用户粘性的同时，也鼓励用户进行 UGC 创作，丰富社区平台内容，形成良性循环。TapTap 在 1.7.8 版本仿照哔哩哔哩上线了“礼仪考试系统”，用户对游戏进行评论打分需要先通过此考试，这强调 TapTap 社区文化的立意，增强了用户对 TapTap 社区的归属感，提高了软件使用门槛，同时在一定程度上防止了刷评和恶意评论的发生，保证 TapTap 上游戏评论的真实可靠性。TapTap2.0 版本将论坛与动态整合，推动论坛功能和内容建设。玩家出于对爱好者的信任，更热衷于通过论坛等 UGC 内容来挖掘游戏，2.0 版本加入了更多来自玩赏家，安利墙，关注者的内容，提升玩家社区参与感，也增加了“发现游戏”功能，同时满足用户寻找同好者和发现优质游戏的需求。2019 年 TapTap 的游戏评论数与论坛帖子数较 18 年增长近 100%。平台用户对 UGC 内容创作参与度很高，优质的内容将会反哺平台，真实而深度的 UGC 内容在建立玩家和游戏开发者沟通桥梁的同时，可以引发相似游戏喜好的玩家围观，从而建立 TapTap 自己的 OL 及其粉丝圈。

图表 21: TapTap 评论和论坛数快速提升

单位：万	2018	2019	2020E
累计游戏评论数	730	1160	3200
累计论坛帖子数	300	650	1400

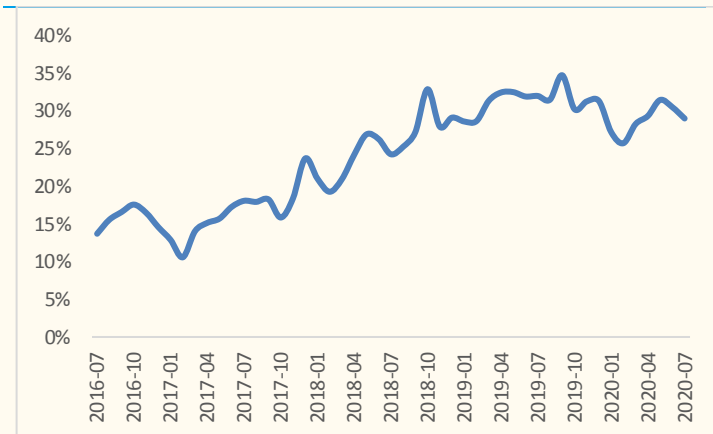
来源：公司公告，国金证券研究所预测

- TapTap 社区化改版初具成效，对比同类型平台拥有更高用户粘性和日均使用时长。TapTap 在 2019 年一直保持 30% 以上的较高 30 日留存率，2020 年由于新增用户数量和增速较高，用户留存率有一定下降，但仍然维持较高水准。

(1) 相比传统渠道：社区化提高留存率。传统渠道用户往往在下载游戏后就放弃使用渠道平台软件，而 TapTap 在分发平台基础上建立了游戏社区，优质的内容和社交功能可以有效提高用户留存。

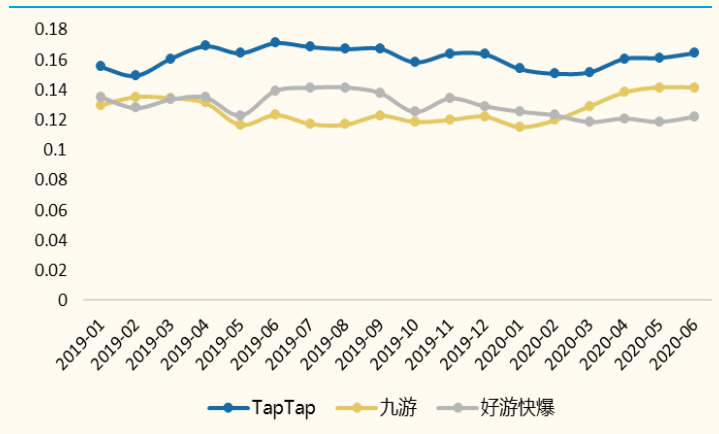
(2) 相比同类平台：用户粘性更高确保更高广告请求量。TapTap 具有较高的用户粘性。由于 TapTap 广告位于其首页第二位，用户每次打开 TapTap 软件首页，客户端都会向广告服务器发送请求信息，广告请求被响应后广告才能有展示机会。用户粘性和用户留存的增加，有利于保障针对已有用户画像老用户的广告请求量增加，即更多的广告展示机会。

图表 22: TapTap30 日活跃用户留存率波浪式上升



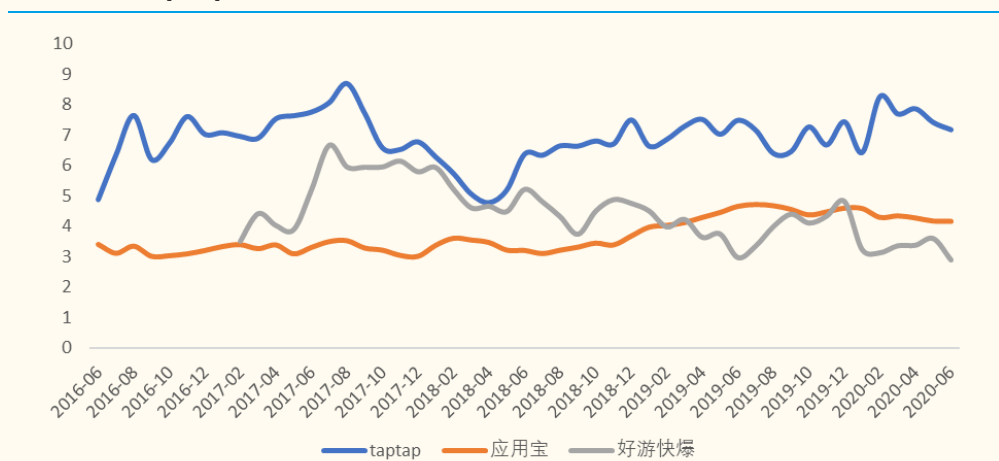
来源: Questmobile, 国金证券研究所

图表 23: TapTap 用户粘性 (DAU/MAU) 在同类平台中较高



来源: Questmobile, 国金证券研究所

图表 24: TapTap 用户日均使用时长在同类平台中较高, 单位: 分钟



来源: Questmobile, 国金证券研究所

■ 3.1.2 用户规模影响投放意愿: 预计独占游戏拉动高月活, 广告请求量相应提高

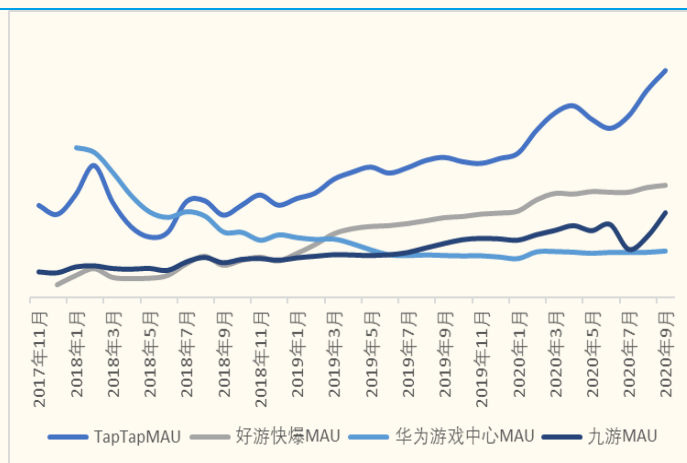
- 平台的 DAU 和 MAU 是影响广告请求量的重要因素, TapTap 的 MAU 及 MAU 增速高于同类型 APP, 未来广告展示次数有望继续提升, 推动广告请求量上升。一方面, TapTap 为增加用户粘性正进行一系列社区化改版, 建设自己的游戏社区平台; 另一方面, 对于游戏渠道软件来说, 除了最基础的下载速度和下载可靠性之外, 用户最关注的是平台能否提供丰富的游戏资源, 近两年 TapTap 上线多款独家优质游戏, 以增加平台特色内容, 从 TapTap 和其他游戏分发平台的月活数据看, 独占游戏对月活有明显拉动作用, 从而提高客户端向广告服务器发送请求信息频次, 广告请求量相应提高。

图表 25: 同类型产品设备数对比

排名	应用	类别	独立设备 (万台)
1	游戏堂	游戏资讯	1195
2	TapTap	游戏资讯	605
3	好游快爆	游戏资讯	514
4	虫虫助手	游戏资讯	458
5	小黑盒	游戏资讯	435
6	光环助手	游戏资讯	264
7	MAX+	游戏资讯	249
8	软天空	游戏资讯	132
9	网易大神	游戏资讯	82
10	手游宝	游戏资讯	60

来源: 艾瑞数据, 国金证券研究所

图表 26: TapTap 的 MAU 显著高于同类型软件



来源: 国金证券研究所

- 2.1.3 随用户活跃度增加, 未来 TapTap 广告位可能增至 2-3 个, A.R. (广告请求量) 有望翻倍
- 高用户粘性是增加广告位的前提。广告位的增设需要建立在用户对平台忠诚度高的情况下, 微信作为 10 亿级日活体量的社交软件, 其广告的开放过程在开始阶段十分谨慎, 3 年时间才开放第 2 条广告位, 同时不断在广告形式和广告社交互动上进行创新。

图表 27: 微信广告商业化进程

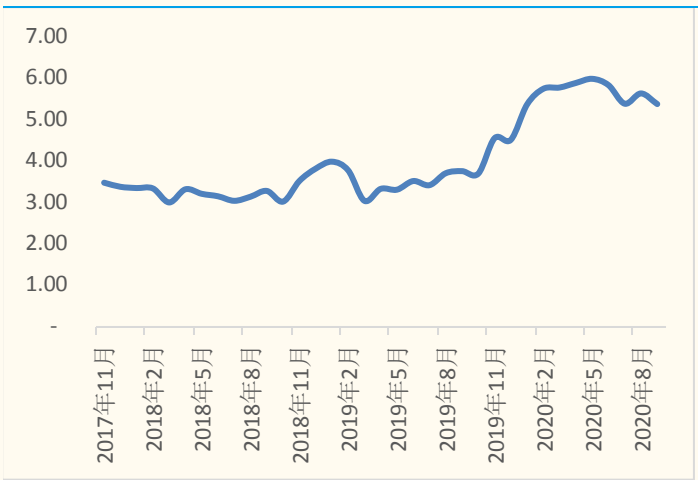
微信广告商业化进程	
2015 年 1 月	朋友圈出现了第一批商业广告, 宝马汽车、vivo 智能手机、可口可乐饮料等品牌的推广信息空降朋友圈
2015 年 8 月	微信朋友圈广告正式上线
2015 年 12 月	视频广告发布
2016 年 1 月	朋友圈广告自助投放功能以邀请制方式进行了开放测试
2016 年 2 月	开始全量开放自助投放功能。除常规品牌展示广告外, 还新增了公众号推广、移动应用推广等新的广告形态
2016 年 8 月	原生广告发布
2016 年 9 月	本地推广广告发布
2017 年 9 月	选择式卡片广告发布
2017 年 12 月	投票式卡片广告发布
2018 年 2 月	翻转式卡片广告发布
2018 年 3 月	开始“朋友圈一天 2 条广告”内测
2018 年 7 月	推出朋友圈广告免费投放计划
2018 年 8 月	全量开放“朋友圈一天 2 条广告”, 朋友圈广告官方网站正式上线并公开合作流程, 且放宽了合作金额的等级, 按曝光次数收费, 曝光单价由广告投放地域决定。目前最低投放金额下调为 20 万元
2018 年 10 月	朋友圈广告上线评论区@好友围观广告
2019 年 3 月	全量新增@好友评论功能
2019 年 5 月	全量开放“朋友圈一天 3 条广告”, 视频广告轻互动和明星送祝福功能开放测试
2019 年 8 月	朋友圈全景式卡片广告开放测试
2019 年 9 月	支持跳转直播落地页开放测试
2019 年 10 月	行动式卡片广告开放测试
2019 年 12 月	朋友圈广告上线评论区一楼引入明星评论
2020 年 6 月	朋友圈广告外层视频时长支持 6~30 秒视频, 朋友圈广告文案支持输入微信表情, 朋友圈广告外层支持应用直达
2020 年 8 月	朋友圈行动式卡片广告外层支持预约能力
2020 年 9 月	朋友圈广告常规单图样式支持跳转小程序/小游戏
2020 年 10 月	朋友圈常规样式支持原生页内嵌 webstore

来源: 国金证券研究所整理

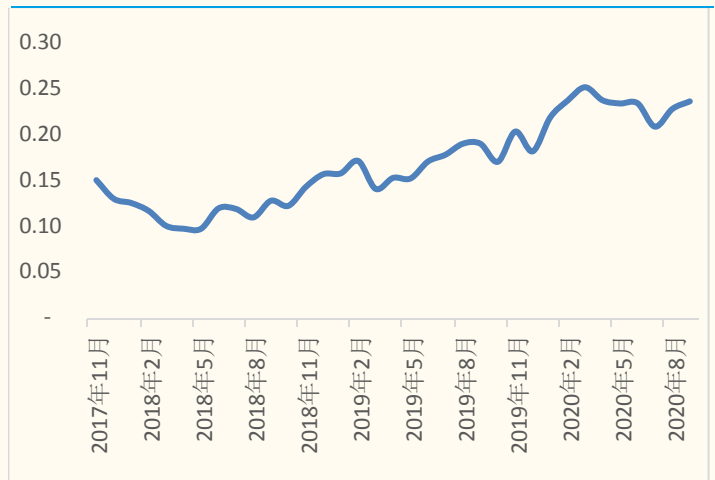
- TapTap 用户忠诚度较高, 对广告的容忍度未达饱和, 平台具备增加广告位的潜力。当前 TapTap 只拥有 1 个广告位, 位于首页第二位, 用户转换功能页面后不会刷新广告, 因此用户平均每次打开首页只能获得

一次广告请求机会。通过 TapTap 月均使用频次，可以发现用户对于 TapTap 社区化内容接受良好，使用频次及日均使用次数随着平台的版运营均有升高。

图表 28: TapTap 用户月均使用频次 (天) 持续上升



图表 29: TapTap 用户使用次数 (次/每天) 持续上升



来源: 国金证券研究所

来源: 国金证券研究所

- TapTap 高于传统游戏资讯和游戏分发平台的用户平均使用时长是增加广告位的基础。目前 TapTap 的用户平均使用时长上升趋势还不明显，预计随着平台进一步社区化发展，TapTap 将联合用户和开放商两端，创造优质内容保持用户留存，进一步提高平台用户使用时长，向哔哩哔哩等内容社区靠拢。由于用户停留时间越长，对于看到广告数目的容忍度越高，届时如果将增加广告位至 2-3 个，可以在不影响用户访问量的同时使广告请求量翻倍。

■ 3.1.4 A.R. (广告请求量) 敏感性分析

- 广告请求量主要受 MAU 和广告位数量影响，假设未来 TapTap 的 MAU 提升 30%~50%，广告位增至 2 到 3 个，广告请求量预期将增长至现在的 2.6~4.5 倍。

图表 30: 5 年后 A.R. 敏感性分析: 以 MAU&广告位增长倍数测算倍数空间

	广告位	1	2	3	4
MAU 不变	1	1	2	3	4
MAU 增加 10%	1.1	1.1	2.2	3.3	4.4
MAU 增加 20%	1.2	1.2	2.4	3.6	4.8
MAU 增加 30%	1.3	1.3	2.6	3.9	5.2
MAU 增加 40%	1.4	1.4	2.8	4.2	5.6
MAU 增加 50%	1.5	1.5	3	4.5	6
MAU 增加 60%	1.6	1.6	3.2	4.8	6.4
MAU 增加 70%	1.7	1.7	3.4	5.1	6.8

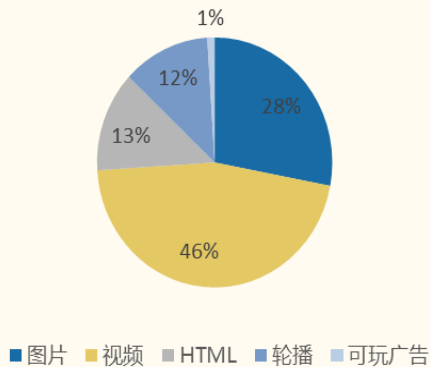
来源: 国金证券研究所测算

3.2 通过 F.R. (广告填充率) 提高 I.M.: TapTap 广告类型扩展空间大，广告多样化将拉高广告填充率

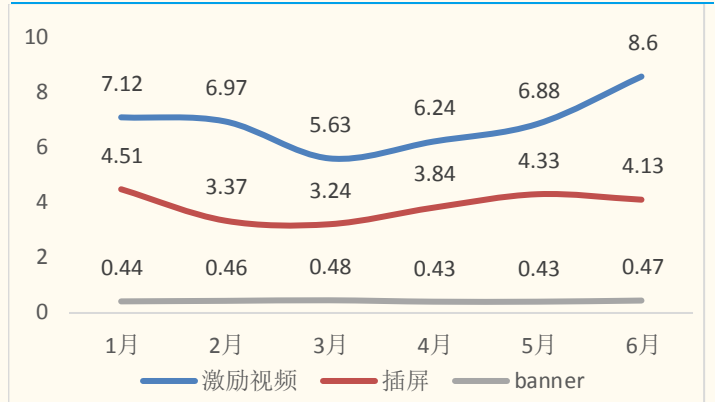
- 广告填充率 = 广告展示数/广告展示机会数，TapTap 目前广告形式是单一的 banner 广告，而广告主根据自身产品特性产生的广告创意对特定广告形式有倾向性，广告形式多样化也有利于提升广告的匹配率。目前 TapTap 广告外观与首页其他推荐游戏内容形式相似，与信息流融合好，但是广告

形式过于单一，对广告主投放素材有较大限制。当前的手游广告市场上，46%的广告形式为视频广告。随着 5G 的发展和智能机型的普及，预计视频广告，依托于视频的互动广告和可玩广告将成为新兴主流广告。

图表 31：手游广告素材中视频占比最高



图表 32：2020H1 国内安卓渠道 eCPM 趋势



来源：《全球手游广告投放与变现白皮书（2020 年上半年）》，国金证券研究所

来源：《全球手游广告投放与变现白皮书（2020 年上半年）》，国金证券研究所

- 广告类型越多样化，广告与喜好逐渐多元化的定向用户成功匹配的机会越多，相应 F.R.（广告填充率）广告填充率越高。随着 5G 技术的发展，预计更多视频广告，互动广告或者可玩广告逐渐占据用户视野，新型创意广告更有新鲜度，更容易吸引用户点击转化下载了解。TapTap 的用户以年轻人为主；而且从分布城市看，用户主要分布在沿海一二线城市，5G 普及率较高，预计 TapTap 平台受众对新型广告接受度强。基于以上用户特点，TapTap 广告主在广告类型和广告创意的拓展上有巨大潜力。同时，广告类型越多样化，广告与喜好逐渐多元化的定向用户成功匹配的机会越多，相应广告填充率越高。

四、TapTap 广告收入空间测算：预计 5 年天花板 60 亿元

- 我们依据公式：

$$\text{广告收入} = \text{eCPM} \times \text{I.M.}$$

$$= \text{CPA} \times \text{CVR} \times \text{CTR} \times 1000 \times \text{I.M.}$$

$$= \text{CPC} \times \text{CTR} \times 1000 \times \text{A.R.} \times \text{F.R.}$$

- 假设 2020 年整年 TapTap 广告收入约为 6 亿，以 2020 年为基准，5 年为期限对 eCPM 和 I.M. 增长倍数进行敏感性分析测算，假设 5 年后能够达到中性预测，预计 5 年后 TapTap 的广告收入天花板在 60 亿元左右。

图表 36：eCPM 敏感性分析 = CPC * CTR * 1000

		CPC 倍数空间						
		1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
CTR 倍数	1.1	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8	1.9	2.0
	1.2	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.2
	1.3	1.6	1.7	1.8	2.0	2.1	2.2	2.3
	1.4	1.7	1.8	2.0	2.1	2.2	2.4	2.5

来源：国金证券研究所测算

图表 33: 广告收入倍数空间

		eCPM 倍数空间											
		1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5
IM 倍数空间	3.6	4.7	5.0	5.4	5.8	6.1	6.5	6.8	7.6	7.9	8.3	8.6	9.0
	3.9	5.1	5.5	5.9	6.2	6.6	7.0	7.4	8.2	8.6	9.0	9.4	9.8
	4.2	5.5	5.9	6.3	6.7	7.1	7.6	8.0	8.8	9.2	9.7	10.1	10.5
	5.1	6.6	7.1	7.7	8.2	8.7	9.2	9.7	10.7	11.2	11.7	12.2	12.8
	5.5	7.2	7.7	8.3	8.8	9.4	9.9	10.5	11.6	12.1	12.7	13.2	13.8

来源: 国金证券研究所测算

图表 34: 5 年后 TapTap 广告收入空间, 单位: 亿元

28.1	30.2	32.4	34.6	36.7	38.9	41.0	45.4	47.5	49.7	51.8	54.0
30.4	32.8	35.1	37.4	39.8	42.1	44.5	49.1	51.5	53.8	56.2	58.5
32.8	35.3	37.8	40.3	42.8	45.4	47.9	52.9	55.4	58.0	60.5	63.0
39.8	42.8	45.9	49.0	52.0	55.1	58.1	64.3	67.3	70.4	73.4	76.5
42.9	46.2	49.5	52.8	56.1	59.4	62.7	69.3	72.6	75.9	79.2	82.5

来源: 国金证券研究所测算

五、投资建议

- 短期来看: 1) 12.17 日《人类跌落梦境》即将上线, 作为拥有 680 万预约量, 750 万关注量的大 DAU 游戏, 《人类跌落梦境》打通好友系统, 上线在短期内将极大提高 TapTap 平台的活跃度, 预计将帮助游戏玩家和 TapTap 用户形成良好的平台使用习惯, 为增设广告位奠定用户基础; 2) 预计《火炬之光》21 年上线, 有望为 21 年贡献较大增量, 除业绩外还将拉动平台活跃度进一步增长, 20 年心动没有大型游戏项目上线, 预计 21 年在 20 年低基数的基础上业绩增长性较好。
- 长期来看: TapTap 目前广告收入仍处于较低水平, 我们认为 TapTap 作为垂直化游戏“渠道+社区”, 广告潜力较大, 预计 5 年后 TapTap 广告收入天花板约为 60 亿元, 根据以往净利率水平, 我们假设净利率稳态能够在 40% 左右, 则对应 5 年后 TapTap 净利润天花板约为 25 亿元, 给予 25 倍 PE, 对应估值 625 亿元, 心动持股 74.12%, 归属于心动估值 463 亿元。假设游戏业务保持平稳增长, 5 年后净利润为 3 亿元, 给予 10 倍 P/E, 对应估值 30 亿元。TapTap+游戏业务 5 年后估值合计 493 亿元。

图表 35: TapTap 净利润及净利率

TapTap	2018	2019	2020H1
收入 (千元)	294,761	459,581	252,914
净利润 (千元)	72,658	194,674	74,703
净利率%	25%	42%	30% (推广较多导致净利率下降)

来源: 公司公告, 国金证券研究所

六、风险提示

- **平台的用户增长不及预期：**其他平台推出的降低分成、改版计划可能会加剧平台游戏上线的竞争，有可能影响 TapTap 用户的增长，如果 TapTap 改版后效果达不到预期，将会影响平台用户活跃度的提升。
- **TapTap 商业化进展不及预期：**如果 TapTap 商业化进程较慢，如增设广告位节奏、价格提升等较慢，将会对业绩成长产生较大影响。
- **头部游戏表现不及预期：**目前公司游戏收入主要靠几款热门游戏支撑，若收入表现不佳将会对公司的游戏收入产生较大影响。
- **即将上线游戏表现不及预期：**若版号等监管的限制加大，公司新游戏的发行时间延后，会影响公司收入增长，同时若公司在研/即将上线产品不符合市场需求，将影响公司收入增长。
- **游戏出海业务发展不及预期：**公司的海外游戏业务是收入的重要来源，海外市场拓展不及预期会对游戏的海外收入产生影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
主营业务收入	1,344	1,887	2,838	3,096	3,715	4,643	货币资金	578	573	1,337	2,051	2,572	3,210	
增长率	76%	40.4%	50.4%	9.1%	20.0%	25.0%	应收款项	270	539	530	578	693	867	
主营业务成本	742	776	1,066	1,218	1,462	1,827	存货	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	-55.2%	-41.1%	-37.6%	-39.4%	-39.4%	-39.4%	其他流动资产	124	164	508	347	417	521	
毛利	603	1,111	1,772	1,877	2,253	2,816	流动资产	972	1,276	2,374	2,976	3,682	4,598	
%销售收入	44.8%	58.9%	62.4%	60.6%	60.7%	60.7%	%总资产	74.2%	74.0%	82.8%	85.5%	87.5%	89.3%	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	43	44	53	61	70	80	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	29	46	87	89	95	103	
销售费用	244	448	745	774	910	1,161	%总资产	2.2%	2.6%	3.0%	2.6%	2.3%	2.0%	
%销售收入	-18.2%	-23.7%	-26.3%	-25.0%	-24.5%	-25.0%	无形资产	106	150	135	133	133	134	
管理费用	84	107	203	217	260	325	非流动资产	338	448	492	506	527	551	
%销售收入	-6.2%	-5.7%	-7.1%	-7.0%	-7.0%	-7.0%	%总资产	25.8%	26.0%	17.2%	14.5%	12.5%	10.7%	
研发费用	117	198	318	418	483	557	资产总计	1,311	1,725	2,866	3,482	4,209	5,149	
%销售收入	-8.7%	-10.5%	-11.2%	-13.5%	-13.0%	-12.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	157	358	509	472	603	776	应付款项	125	101	201	230	266	305	
%销售收入	11.7%	19.0%	17.9%	15.2%	16.2%	16.7%	其他流动负债	201	241	353	434	520	650	
财务费用	-1	-3	-6	-17	-18	-19	流动负债	326	342	554	663	786	955	
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	0.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
-	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	27	40	25	26	28	29	
-	0	0	0	0	0	0	负债	353	382	580	690	814	984	
投资收益	8	0	11	9	11	12	普通股股东权益	838	1,078	1,872	2,268	2,733	3,325	
%税前利润	5.3%	0.1%	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%	其中：股本	360	360	424	454	454	454	
营业利润	164	355	514	464	596	770	未分配利润	478	718	1,448	1,814	2,279	2,871	
营业利润率	12.2%	18.8%	18.1%	15.0%	16.0%	16.6%	少数股东权益	120	265	415	524	663	840	
营业外收支	-23	28	20	8	10	11	负债股东权益合计	1,311	1,725	2,866	3,482	4,209	5,149	
税前利润	142	389	545	506	642	818	比率分析		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
利润率	10.6%	20.6%	19.2%	16.3%	17.3%	17.6%	每股指标							
所得税	-22	-37	-32	-30	-38	-49	每股收益	0.257	0.628	0.763	0.807	1.023	1.305	
所得税率	15.4%	9.4%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%	每股净资产	1.845	2.374	4.122	4.995	6.018	7.322	
净利润	121	353	513	476	603	769	每股经营现金净额	0.651	0.382	1.896	1.661	1.311	1.577	
少数股东损益	4	68	167	109	139	177	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
归属于母公司的净利润	117	285	347	366	464	592	回报率							
净利率	8.7%	15.1%	12.2%	11.8%	12.5%	12.8%	净资产收益率	13.9%	26.4%	18.5%	16.1%	17.0%	17.8%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.9%	16.5%	12.1%	10.5%	11.0%	11.5%	
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	投入资本收益率	13.5%	23.4%	20.7%	15.7%	16.6%	17.4%	
净利润	117	285	347	476	603	769	增长率							
少数股东损益	4	68	167	109	139	177	主营业务收入增长率	75.6%	40.4%	50.4%	9.1%	20.0%	25.0%	
非现金支出	56	74	108	75	76	79	EBIT增长率	1811.5%	127.9%	42.3%	-7.4%	27.9%	28.8%	
非经营收益	63	102	263	-17	-21	-23	净利润增长率	363.2%	144.4%	21.6%	5.7%	26.8%	27.6%	
营运资金变动	60	-288	144	221	-62	-109	总资产增长率	84.6%	31.6%	66.2%	21.5%	20.9%	22.3%	
经营活动现金净流	296	174	861	754	596	716	资产管理能力							
资本开支	-35	-173	-140	-75	-81	-88	应收账款周转天数	56.4	78.3	68.8	65.3	62.5	61.3	
投资	-97	-27	-329	-4	-3	-2	存货周转天数	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
其他	1	0	0	8	10	11	应付账款周转天数	36.5	53.1	51.7	64.5	61.9	57.0	
投资活动现金净流	-132	-200	-469	-71	-74	-79	固定资产周转天数	6.8	7.2	8.5	10.4	9.1	7.8	
股权募资	197	0	576	30	0	0	偿债能力							
债权募资	-13	-18	-24	0	0	0	净负债/股东权益	-60.3%	-42.7%	-58.5%	-73.4%	-75.8%	-77.1%	
其他	65	19	-189	30	0	0	EBIT利息保障倍数	-146.9	-120.8	-86.9	-27.8	-33.9	-41.6	
筹资活动现金净流	249	1	363	60	0	0	资产负债率	26.9%	22.2%	20.2%	19.8%	19.3%	19.1%	
现金净流量	400	-5	764	714	521	638								

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH