

自研代理共擎游戏业务, TapTap 社区资产大有可为

买入 (首次)

2020 年 02 月 18 日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李赛

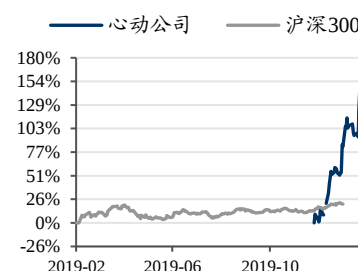
lis@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,887	2,589	3,336	4,123
同比 (%)	40.4%	37.2%	28.8%	23.6%
归母净利润 (百万元)	285	490	641	818
同比 (%)	144.4%	72.0%	30.8%	27.5%
每股收益 (元/股)	0.67	1.15	1.50	1.91
P/E (倍)	37.1	21.6	16.5	12.9

投资要点

- 公司拥有研发+发行+渠道资源, 是仍处高速成长期的优质稀缺游戏标的。心动是一家游戏开发运营与游戏社区平台建设并行的互联网公司, 旗下热门游戏包括《仙境传说 M》《香肠派对》等, 游戏 MAU 达 1918 万; 同时拥有中国最大游戏社区平台 TapTap, 社区 MAU1700 万, 游戏业务及 TapTap 具有强大的协同效应。2018 年公司总收入 18.9 亿元, 游戏业务占比 84%, 信息服务业务占比 16% (来自 TapTap), 净利润 3.5 亿元, 16-18 年净利润复合增速达 289%, 18 年公司 ROE 30%, 领先同业。
- 行业背景: 20 年手游行业增速有望持续回升, 同时优质研发商议价能力走强, 出海仍为重要增量市场。观点一: 我们判断 20 年行业增速有望持续回升: 1) 当前版号审批进度恢复正常 2) 短期疫情影响, 游戏新增大批用户, 有望被教育为长期用户 3) 行业供给充足大厂重点产品明确。观点二: 20 年发行渠道或将重新洗牌, 云游戏开启测试, 优质研发商或享双重红利。观点三: 全球范围仍存流量红利, 游戏出海仍为重要增量市场。
- 游戏业务: 自研+代理双引擎, 发力海外市场, 20 年产品储备充足。公司拥有多品类产品矩阵, 头部产品贡献主要营收, 付费游戏赚口碑, 头部产品《仙境传说 M》19 年在国内营销推广+海外发行新地区情况下, 保持较高增长, 同时 19 年新游《不休的乌拉拉》海内外表现抢眼。目前头部产品多处于成长/成熟期, 预计仍将贡献稳定收益, 同时 20 年产品线丰沛 (招股书披露 9 款网游及 7 款付费游戏)。自研项目: 包括模拟游戏《创想世界》(17.9 万预约, 预计 H2 发行国内地区)、ARPG 类《火炬之光:无限》(完美世界 IP 授权, 预计发行国内)等; 代理项目: CCG 类《明日方舟》(国内首月流水近 6 亿, 预计 H1 登陆港澳台)、RPG 类《另一个伊甸:超越时空的猫》(日本下载超 600 万次, 52.6 万预约, 预计 H2 发行国内)、休闲类《人类:一败涂地》(截至 18 年 6 月全平台销量超 400 万, 520 万预约, 预计 H2 发行国内)等。
- TapTap 社区: 广告变现替代联运分成, 收入快速提升, UGC 社区具备高利润率, 长远看用户规模远未达天花板, 货币化水平仍有较大空间。社区运营兼顾开发者与玩家利益, 且与游戏业务形成协同。社区营收=MAU*单用户收入, 根据我们的测算, TapTap 潜在用户规模上限约 1.5 亿, 天花板较高; 从货币化水平来看, 对标主要互联网公司, TapTap 单用户创造价值处于尾部, 主要系单一广告位压制平台商业化水平。TapTap 广告类型均为游戏广告 (价格更高), 且具备更高的转化率, 我们认为游戏社区流量理应具备更强的货币化能力, 但公司仍以用户体验为首位, 应给予估值溢价。
- 盈利预测与投资评级: 预计 2019-2021 年公司实现营收分别为 25.9/33.4/41.2 亿, 归母净利 4.9/6.4/8.2 亿, EPS 分别为 1.1/1.5/1.9 元, 对应当前股价 PE 分别为 22/17/13X。参考可比公司估值, 考虑公司标的的稀缺性, TapTap 社区仍有较大货币化潜力, 给予公司 20 年 22-25 倍估值, 对应目标价 36.7-41.7 港元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示: 监管政策趋严; 核心游戏增长不及预期; 海外市场扩张受阻; TapTap 平台用户增长不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	27.50
一年最低/最高价	11.26/30.30
市净率(倍)	4.96
港股流通市值(百万港元)	11770.51

基础数据

每股净资产(元)	4.99
资产负债率(%)	23.13
总股本(百万股)	428.02
流通股本(百万股)	428.02

相关研究

内容目录

1. 心动公司：手握研发+发行+渠道资源，仍处高速成长期的优质稀缺标的	5
2. 行业背景：手游增速有望持续回升，优质研发商议价能力走强，出海仍为重要增量市场	13
2.1. 2020 年手游行业增速或超越 2019 年.....	13
2.2. 发行渠道或将重新洗牌，云游戏开启测试，优质研发商享双重红利.....	15
2.3. 海外市场仍为重要增量市场.....	15
3. 游戏运营：推进自研代理双引擎，发力海外市场	16
3.1. 多品类产品矩阵，稳营收兼口碑，20 年产品储备充足.....	16
3.2. 推进自研代理双引擎，出海发力营收占比过半.....	21
4. TapTap 社区：国内最大的游戏社区，如何评估资产价值？	24
4.1. TapTap：领先的游戏推荐平台和高品质玩家社区	24
4.2. 商业模式：广告变现替代联运分成，兼顾开发者利益与玩家体验.....	25
4.3. 从用户和开发者角度看 TapTap.....	26
4.4. 社区与游戏业务的协同效应.....	29
4.5. 如何看待 TapTap 的平台价值？	30
4.5.1. 广告收入快速提升，UGC 社区带来高利润率	30
4.5.2. 用户规模远未达天花板，货币化潜力较大.....	30
5. 盈利预测及估值	33
6. 风险提示	34

图表目录

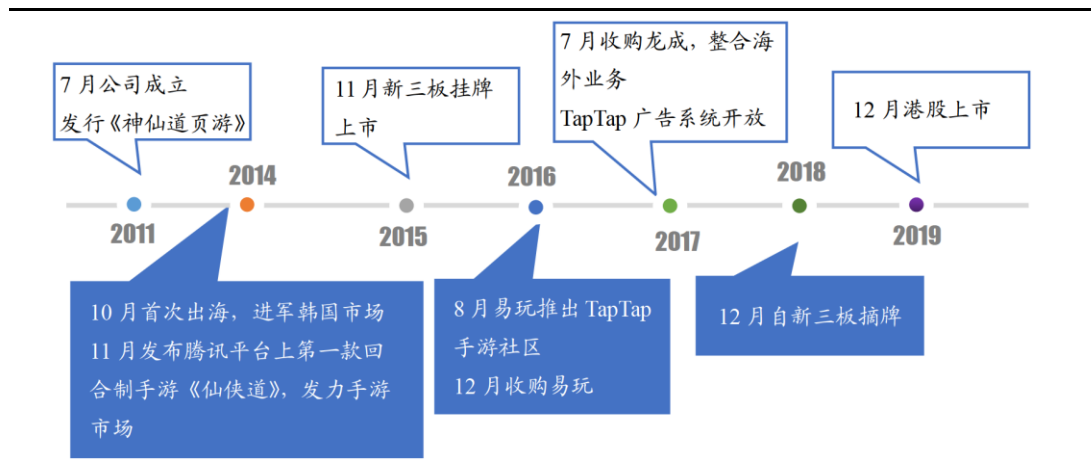
图 1: 心动公司发展历程	5
图 2: 心动公司股权结构 (紧随全球发售完成后且假设超额配股权未获行使)	6
图 3: 心动公司投资布局 (截止 2019 年 9 月 30 日)	7
图 4: 心动公司部分投资产品	7
图 5: 近年来公司网络游戏业务业绩增长情况	8
图 6: 心动作为负责人、游戏开发商代理人、游戏发行商代理人时的不同收入分成	9
图 7: 2016-2018、2019 年 1-5 月游戏运营收入分成结构	10
图 8: 2016-2018、2019 年 1-5 月总收入情况	10
图 9: 2016-2018、2019 年 1-5 月收入结构	10
图 10: 2016-2018、2019 年 1-5 月游戏业务收入情况	11
图 11: 2016-2018、2019 年 1-5 月地区游戏收入占比	11
图 12: 2016-2018、2019 年 1-5 月主营业务成本情况	11
图 13: 2016-2018、2019 年 1-5 月主要成本占比情况	11
图 14: 2016-2018、2019 年 1-5 月毛利率、净利率	12
图 15: 2016-2018、2019 年 1-5 月期间费用率变化	12
图 16: 2017、2018 年主要游戏公司 ROE (平均) 对比	12
图 17: 商誉占流动资产比例及货币资金占流动资产比例	13
图 18: 2016-2018 主要游戏公司货币资金/流动资产对比	13
图 19: 2009-2019 年中国游戏市场收入规模及增速	13
图 20: 2009-2019 年中国游戏市场用户规模及增速	13
图 21: 2009-2019 年中国游戏行业细分市场增量规模	14
图 22: 2018-2019 年中国游戏行业主要市场收入占比	14
图 23: 2013-2019 年游戏审批数量	14
图 24: 2019 年国产网游版号数量	14
图 25: 2018-2022 年全球游戏市场规模	15
图 26: 18-19 年全球重要移动游戏市场流水 TOP100 的产品所属企业数量	15
图 27: 2008-2019 年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入情况	16
图 28: 中国自主研发游戏国内外市场实际销售收入增长率对比	16
图 29: 网络游戏及付费游戏占游戏业务收入比例	17
图 30: 公司营收前五的网络游戏收入占游戏运营业务比例	18
图 31: 《仙境传说 M》各地区上线情况	19
图 32: 《仙境传说 M》海内外月活跃用户情况	19
图 33: 《仙境传说 M》海内外平均月付费用户情况	19
图 34: 《仙境传说 M》海内外每付费用户每月平均收入	19
图 35: 《不休的乌拉拉》国内 iOS 游戏畅销榜排名情况 (截止 2020 年 2 月 13 日)	20
图 36: 2016-2018、2019 年 1-5 月公司研发投入情况	21
图 37: 2016-2018、2019 年 1-5 月自研、代理游戏收入占比	21
图 38: 公司与 A 股主要游戏公司研发人员占总员工比重	22
图 39: 公司与 A 股主要游戏公司研发投入占收入比重	22
图 40: 公司游戏海外发行及运营过程的主要步骤	23
图 41: 2016-2018、2019 年 1-5 月海外各地版本营收情况	24
图 42: TapTap 发展历程	24

图 43: TapTap MAU 和新增游戏下载量	25
图 44: TapTap 上累计游戏评测和论坛帖子数量	25
图 45: TapTap 首页信息流广告界面	26
图 46: TapTap 业务流程图	26
图 47: 篝火计划页面	28
图 48: TapDB 页面	28
图 49: 《仙境传说 RO》数据表现	29
图 50: TapTap 独家资源	29
图 51: TapTap 平台 MAU 及单用户广告收入情况	30
图 52: TapTap 用户年龄占比	30
图 53: 2019 年中国手游用户安卓/苹果设备数量占比	31
图 54: 2019 年 6 月手机游戏行业年龄分布	31
表 1: 心动公司高级管理层	6
表 2: 基石投资者基本资料	7
表 3: 主要网络游戏基本情况	17
表 4: 主要付费游戏基本情况	17
表 5: 《不休的乌拉拉》上线时间及表现	20
表 6: 2020 年公司游戏产品储备（招股说明书披露）	21
表 7: 重新设计&本地化主要工作内容	23
表 8: 传统渠道与 TapTap 商业模式对比	25
表 9: TapTap 用户端主要功能	27
表 10: 主要互联网平台货币化能力比较	32
表 11: 分业务盈利分拆表	33
表 12: 可比公司估值对比（截止 2020 年 2 月 18 日）	34

1. 心动公司：手握研发+发行+渠道资源，仍处高速成长期的优质稀缺标的

公司成立于 2011 年，早期专注于研发、发行和运营网页游戏，打造了《神仙道》、《盛世三国》等优质产品，2013 年网页游戏注册用户破 2 亿，研发及运营实力初显。2014 年首次出海，进军韩国市场，是国内最早做海外业务的公司之一，同年 11 月在腾讯平台上发布第一款回合制手游《仙侠道》，开始转型手游。2016 年 8 月通过投资易玩推出游戏社区兼发行渠道 TapTap，同年 12 月收购易玩。2017、2018 年对龙成进行两轮股票收购后持有其 65% 股票，龙成主营业务为海外网络游戏运营与发行，至此公司完成游戏研运、海外发行和游戏渠道三块业务的整合。

图 1：心动公司发展历程

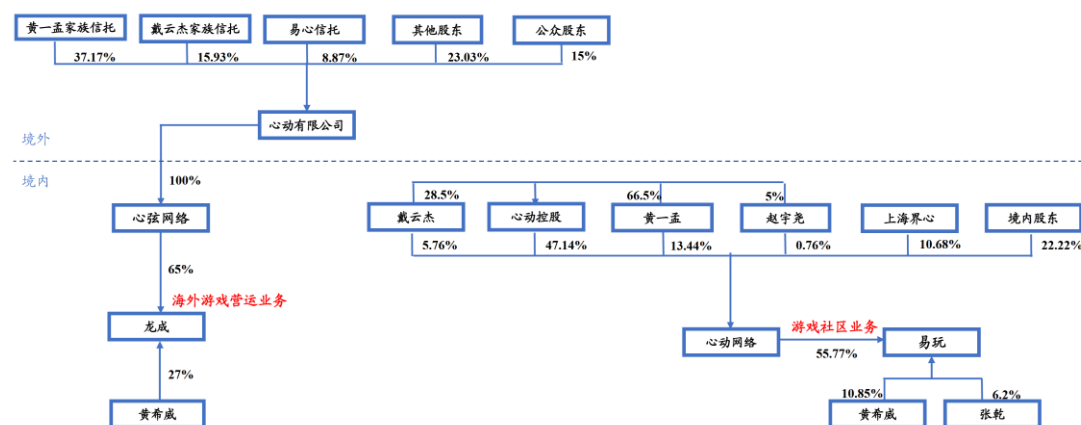


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

创始人为公司大股东，股权集中。 IPO 前两位创始人黄一孟、戴云杰持股比例共超过 60%。为赴香港上市，公司设立 VIE 架构，境内实体公司心动网络由心动控股、黄一孟、戴云杰、赵宇尧分别持股 47.14%、13.44%、5.76%、0.76%，而心动控股由黄、戴二人分别持股 66.50%、28.50%，由此两位创始人总计分别持股 44.79%、19.19%。境外架构上，紧随全球发售完成后且假设超额配股权未获行使的前提下，黄一孟的家族信托将通过 Happy Today Limited 持有公司 37.17% 的股份，戴云杰的家族信托通过 Aiks Dragon Inc. 持有公司 15.93% 的股份。此外，子公司创始人也是相应公司的大股东。海外游戏发行运营公司龙成的创始人黄希威持有龙成 27% 的股份；易玩除黄一孟以外的两大创始人兼高管黄希威、张乾分别持股 10.85%、6.20%。

其他上市游戏公司参股，同行认可度高。 境外部分，IPO 完成后，IGG、游族网络、三七互娱、吉比特通过子公司分别持有心动公司 5.81%、2.03%、2.03%、0.63% 的股份，这四家公司亦均作为境内实体公司心动网络的境内股东持有少数股份。此外，吉比特亦参与了 TapTap 的 B 轮融资，目前持股 6.66%。公司作为业内上市公司布局泛娱乐产业，拓展游戏产业链的投资对象，可见同行对心动公司的认可。

图 2：心动公司股权结构（紧随全球发售完成后且假设超额配股权未获行使）



数据来源：公司招股说明书，企查查，东吴证券研究所

核心管理团队有丰富的互联网创业经历，业务负责人背景多元。创始人黄一孟担任公司的董事长兼 CEO，另一创始人戴云杰担任公司的副董事长兼总裁，二人曾共同创办过 VeryCD，有丰富的产品开发、运营经验与一定的合作默契。CTO 沈晟、负责企业管制及法务的樊舒阳、CFO 龚睿均在各自的专业领域，如技术、咨询、金融等拥有扎实的从业经验。此外，公司旗下游戏社区 TapTap 的三位创始人分别是黄一孟、张乾、黄希威。张乾和黄希威曾共同创立过沙发管家，且张乾曾是 VeryCD 的产品总监，有多年社区运营经历，目前负责把握 TapTap 整体产品方向；黄希威是 BTChina 的创始人，且拥有多年海外游戏发行经验，对公司游戏出海业务和 TapTap 的迅速发展起到了重要作用。

表 1：心动公司高级管理层

姓名	职位	履历
黄一孟	董事长、CEO (创始人，负责制定集团整体战略及目标)	2003 年学生时期创办 VeryCD，将电驴软件带入中国
戴云杰	副董事长、总裁 (创始人，负责集团日常运营、海外业务及人力资源)	VeryCD 联合创始人，首创集网页 Flash、微端、客户端三端融合的全新游戏模式
沈晟	CTO	射手科技和品志文化 CEO，研发经历从网站到 Windows 多媒体播放器，从 Mac 应用到手机游戏，从 WebAPI 服务到游戏后端
樊舒阳	执行董事兼联席公司秘书之一 (企业管治以及法律及合规事务)	于游戏及咨询行业拥有逾十二年经验，曾任世嘉(上海)项目经理及软件工程师，毕马威中国转移定价顾问
龚睿	CFO	于投行及财务管理行业拥有十年经验。历任文化产业投资基金管理有限公司助理副总裁及副总裁，中银国际亚洲有限公司经理、分析师

附属公司高管

黄希威	海外发行业务负责人、TapTap 创始人	沙发管家创始人，BTChina 创始人，上海游韵网络创始人，海外游戏发行经验丰富。
张乾	TapTap 创始人（负责把握公司产品方向）	曾担任沙发管家的创始人、VeryCD 电驴的产品总监，拥有 15 年以上互联网工作经验。

数据来源：公司招股说明书，天眼查，东吴证券研究所

吸引优质基石投资者，投资原创泛娱乐产品，围绕游戏和社区整合产业链资源。基石投资者：字节跳动、米哈游、莉莉丝、叠纸已与心动订立基石投资协议，总计认购心动 1.8 亿港元左右的股份，约占发行规模的 20%。其中字节跳动有望提供广告服务与泛娱乐资源，米哈游等游戏研运商将会在 TapTap 上投放手游以丰富游戏品类。**投资：**公司投资了 30 家游戏动漫相关领域的公司及工作室，其中 18 家涉及游戏研发业务。公司通过整合资金及各类泛娱乐优质资源，辅助游戏研运和用户社区业务，实现长足发展。**募资用途：**所募集资金将最大比例用于核心业务。约有 35% 的款项用于游戏开发及技术，30% 的款项用于 TapTap 开发，15% 的款项用于扩展游戏发行营运业务。

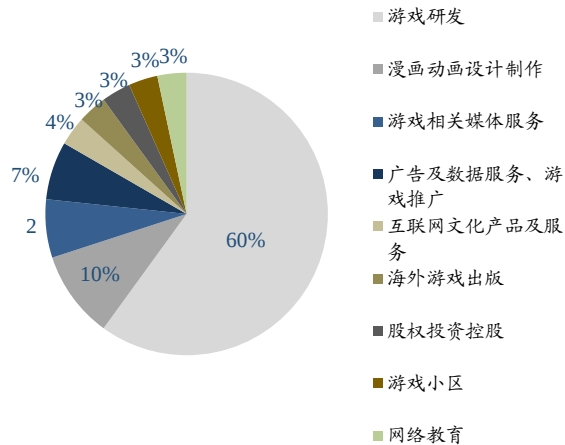
表 2：基石投资者基本资料

公司	投资金额（百万美元）	业务及优势
字节跳动	10	2012 年成立，泛娱乐产业巨头，布局图文、短视频、直播、问答等多个赛道，个性化推荐算法、垂直内容矩阵建设等带来较大流量，技术+内容双驱动的巨量引擎广告系统是其核心商业模式。
米哈游	5	2012 年成立，业务集中在国产动漫文化下的移动游戏、漫画等领域。作为研发商，米哈游陆续推出了《崩坏学园》等优秀游戏作品，并联动漫画、动画、周边等打造出原创国漫 IP--崩坏系列。
莉莉丝	5	2013 年成立，主营业务为开发、分发及运营手游等网络游戏。动作卡牌游戏业内标杆，2016 年着力游戏发行研运一体。
叠纸	3	2013 年成立，是一家专注于互动娱乐领域的新型互联网公司，以移动端女性向手游起步，当前拥有“暖暖系列”和“恋爱系列”两条主要产品线。

数据来源：字节跳动、米哈游、莉莉丝、叠纸公司官网，东吴证券研究所

图 3：心动公司投资布局（截止 2019 年 9 月 30 日）

图 4：心动公司部分投资产品



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所



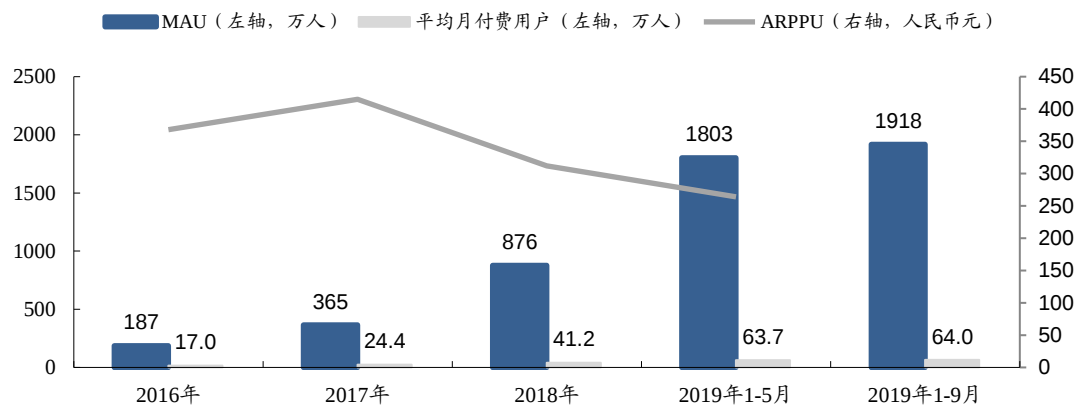
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

➤ **商业模式：**内容+社区引流促活，通过游戏营运及信息服务两大途径变现。

用户获取：内容+社区协同效应，搭建公司、游戏开发商、玩家共赢生态。一方面，公司结合自研与版权采购，打造多元化游戏组合满足玩家需求。另一方面，以 TapTap 社区吸引开发商、沉淀用户，与游戏业务协同增长。TapTap 通过精准高质量的游戏推荐和开放友好的社区氛围吸引高质量用户；同时对于游戏开发商来说，这是一个低成本游戏分发平台及高效的沟通渠道。公司借助该社区更好地掌握用户需求和市场动向，亦将自研的优质游戏作为 TapTap 的独占内容发行以带动 TapTap 用户增长，内容与社区形成有效的良性循环机制。

游戏月活、社区月活等获客指标快速增长。游戏业务：2016-2018 年及 2019 年 1-9 月，网络游戏累计注册玩家的数量为 1510 万/3840 万/9130 万/1.65 亿；MAU 保持高速增长，由 187 万上升到 1918 万；平均月付费用户由 17 万增长到 64 万。随着付费用户数量的增长，每付费用户每月平均收入有所波动。**社区业务：**2016-2018 年，TapTap MAU 分别为 90 万/1020 万/1500 万，截至 2019 年 9 月 30 日，MAU 达 1700 万人，注册用户数达到 5210 万人。同时注册开发商数量保持强劲增长，2016-2018 年分别新增 748 家、3991 家及 2923 家开发商在 TapTap 上注册；截至 2019 年 9 月 30 日，TapTap 注册开发商数量达到 10000 多家。社区 MAU 及注册开发商的强势增长意味着广告收入的较大增长潜力。

图 5：近年来公司网络游戏业务业绩增长情况

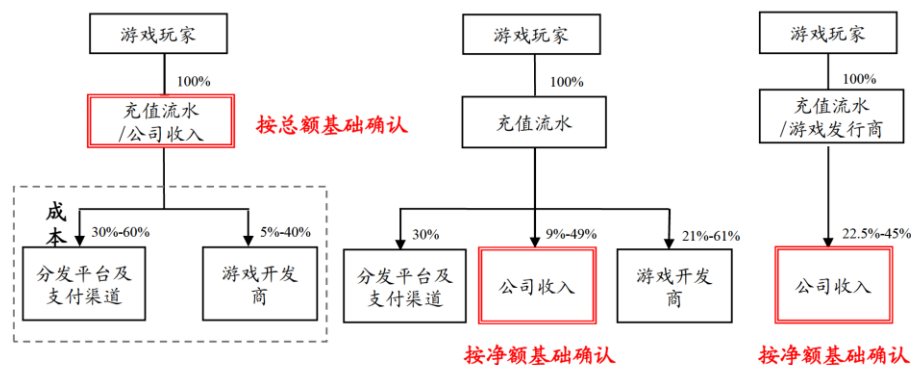


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

变现方式：游戏业务收入部分可分为如下两种 1) 免费网络游戏模式：通过销售游戏内虚拟物品获取游戏收入。2) 付费游戏模式：游戏玩家需在下载游戏前支付固定价格才能不受限制地使用或需要在游戏内购买以便解锁额外的游戏内容。近三年来前者占游戏收入的 96.3% 以上。手游占据主要收入，2018 年手游收入占网络游戏收入的 93.6%。信息服务收入来自 TapTap，包括 1) 向游戏开发商、游戏发行商及广告代理人提供的基于绩效的在线推广服务，采用 CPS 或 CPA 定价模式。2) 针对付费游戏收取不超过 5% 的分发费用。

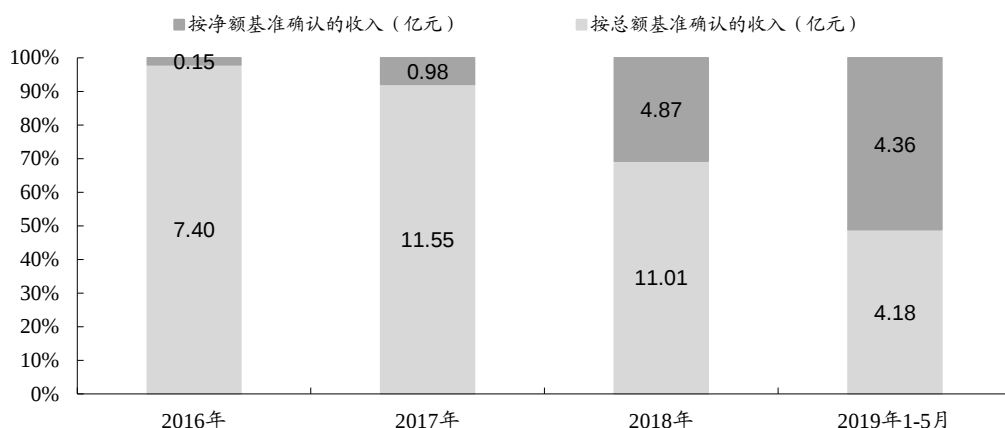
游戏运营收入分成结构：根据公司在游戏发行及运营过程中所担任的角色不同，游戏运营收入确认方式及利润分成比例均有不同。1) 当公司作为负责人时，按总额基准确认游戏运营收入；并将分发平台及支付渠道收取的佣金及游戏开发商的收益分成确认为收入成本。2) 当公司担任游戏开发商或发行商的代理人时，按净额基准确认游戏运营收入，收入占游戏充值流水的一定比例，前者约为 9%-49%，后者约为 22.5%-45%。近年来公司按净额基准确认的游戏运营收入增加，占游戏运营收入的比例从 2016 年的 2% 到 2019 年 1-5 月的 51.1%，主要由于《仙境传说 M》于海外市场的收入增加（海外市场收入按净额确认）导致的。

图 6：心动作为负责人、游戏开发商代理人、游戏发行商代理人时的不同收入分成



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 7：2016-2018、2019 年 1-5 月游戏运营收入分成结构

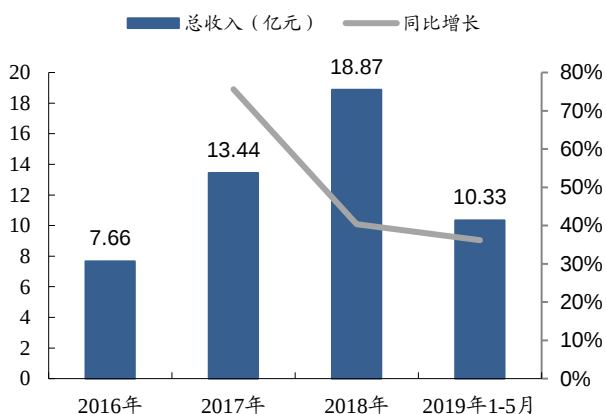


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

收入端：总收入持续增长，游戏业务是主要收入来源，但占比有所下降。2016-2018 年及 2019 年 1-5 月公司总收入分别为 7.66 亿元/13.44 亿元(yoy75.6%)/18.87 亿元 (yoy40.4%)/10.33 亿元 (yoy36.2%)，维持较高增长。游戏业务是主要收入来源，2016-2018 年及 2019 年 1-5 月游戏收入分别为 7.66 亿元/12.63 亿元 (yoy65.0%) / 15.92 亿元 (yoy26.0%)/8.56 亿元 (yoy32.4%)，国内游戏业务由于 18 年开始受游戏版号影响，增速放缓；相对而言，信息业务增速显著高于游戏业务，2018 及 2019 年 1-5 月分别同比增长 263.9%、57.9%，占总营收比重由 17 年的 6.0% 上升至 19 年 1-5 月的 17.1%，平台型资产创收占比提升，体现公司抗风险能力的提高。

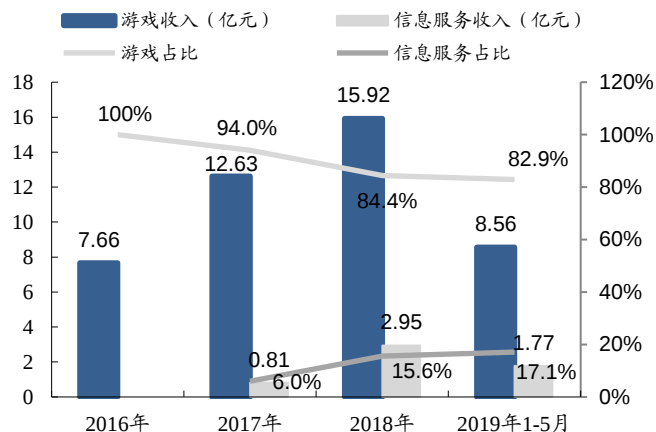
游戏业务增长高于行业平均水平，其中海外市场收入及占比显著增长。心动网络游戏业务收入 2017 及 2018 年同比增长 65.0%/26.0%，高于行业增速。此外，2016-2018 年及 2019 年 1-5 月来自海外市场占游戏运营收入的比例持续上涨，分别为 2.1%/31.7%/61.5%/67.8%，一方面是来自海外市场的扩张，另一方面受国内版号市场审批影响，国内游戏收入自 2017 年 8.56 亿元减少至 2018 年 6.11 亿元。

图 8：2016-2018、2019 年 1-5 月总收入情况



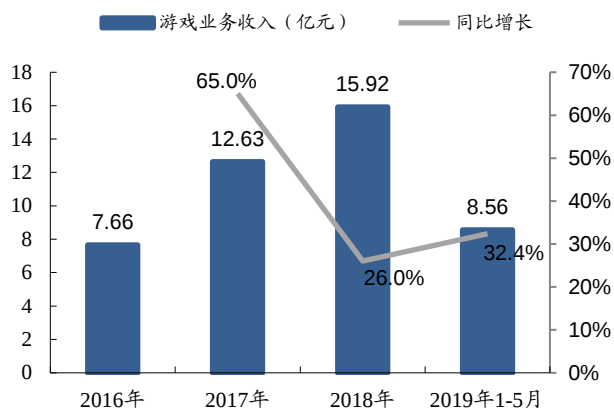
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 9：2016-2018、2019 年 1-5 月收入结构



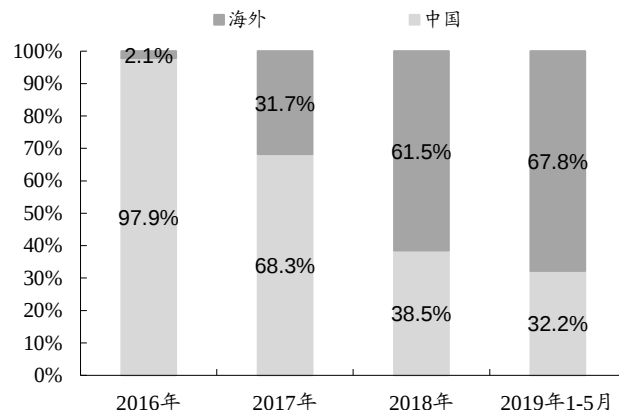
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 10: 2016-2018、2019 年 1-5 月游戏业务收入情况



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 11: 2016-2018、2019 年 1-5 月地区游戏收入占比



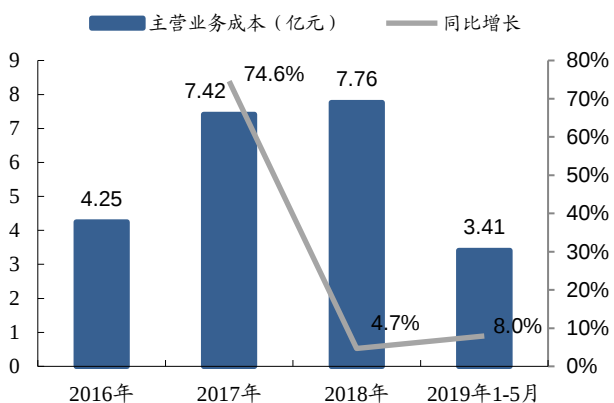
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

成本端: 主营业务成本 18 年开始增长大幅放缓, 成本主要由游戏分成费用构成。

2016-2018 及 2019 年 1-5 月主营业务成本分别为 4.25 亿元/7.42 亿元 (yoy74.6%) /7.76 亿元 (yoy4.7%) /3.41 亿元 (yoy8.0%), 17 年业务扩张及信息服务业务带来成本大幅增长, 但 18 年开始由于按净额确认的游戏收入增加, 成本增长趋缓且显著低于收入增速。

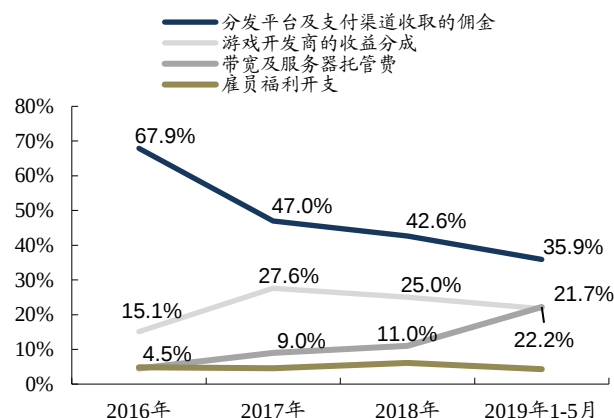
从成本结构来看, 主要成本集中在游戏业务供应商的分成费用上, 包括分发平台及支付渠道收取的佣金、游戏开发商的收益分成及带宽和服务费托管费, 2018 年三者合计占比达 78.56%。其中, 分发平台及支付渠道收取的佣金占成本的比重逐年下降, 2016-2018 年及 2019 年前 1-5 月分别为 67.9%/47.0%/42.6%/35.9%, 主要因为公司按全额法确认的运营收入占比下降; 而带宽及服务费托管费占比逐年上升, 主要由于 TapTap 注册用户快速增长带来的技术支出。此外, 随着公司业务的扩大, 雇员福利开支亦有所增长。

图 12: 2016-2018、2019 年 1-5 月主营业务成本情况



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 13: 2016-2018、2019 年 1-5 月主要成本占比情况



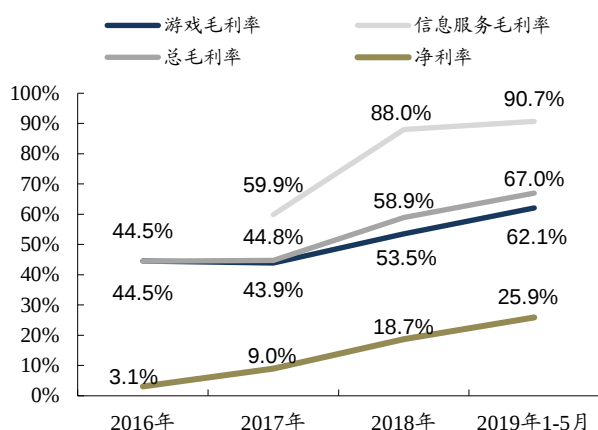
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

信息服务业务具备高毛利, 拉动公司整体毛利率提升。 2016-2018 年及 2019 年 1-5 月, 公司综合毛利率分别为 44.5%/44.8%/58.9%/67.0%, 受益于两块业务共同驱动。1)

信息服务业务具备高毛利，2018 年达 88.0%，较 2017 年提高 28.1pct 且仍有上涨势头，主要由于业务扩张而运营成本相对稳定。2) 2018 年游戏业务毛利率 53.5%，较 2017 年提升 9.6pct，主要由于《仙境传说 M》海外市场收入的增加，导致按净额基准确认的游戏收入增加，净额确认方式下游戏毛利率水平更高。

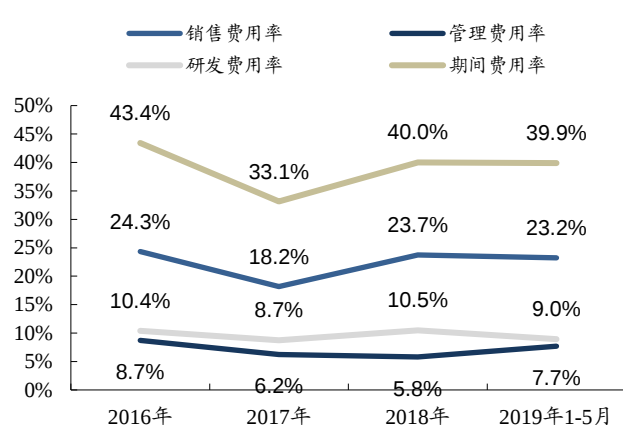
公司控费能力较为稳健，管理能力突出。2016-2018 年及 2019 年 1-5 月公司期间费用率分别为 43.4%，33.1%，40.0%，39.9%，整体较为稳定。从结构来看，管理费用率 2016-2018 年每年有所下降，销售费用率除 2017 年业务调整期间大幅下降，近年来稳定在 23%左右，研发费用率稳定在 8.7%到 10.5%之间。

图 14: 2016-2018、2019 年 1-5 月毛利率、净利率



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

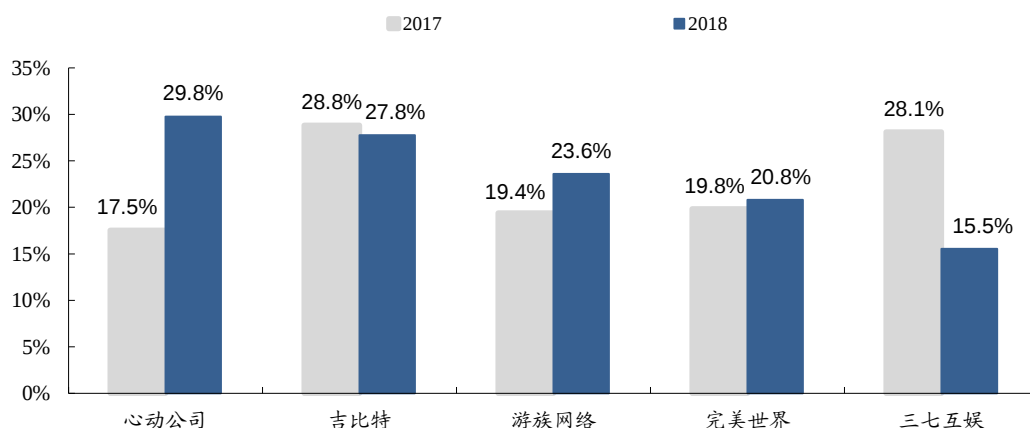
图 15: 2016-2018、2019 年 1-5 月期间费用率变化



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

净利率显著提升，ROE 领先全行业。毛利率的提升与良好的控费能力带来净利率的显著增长，2016-2018 年公司净利率分别为 3.1%、9.0%、18.7%。2018 年公司的 ROE 达到 29.76%，较 2017 年 17.53%大幅提升，在行业中处于领先水平。

图 16: 2017、2018 年主要游戏公司 ROE (平均) 对比

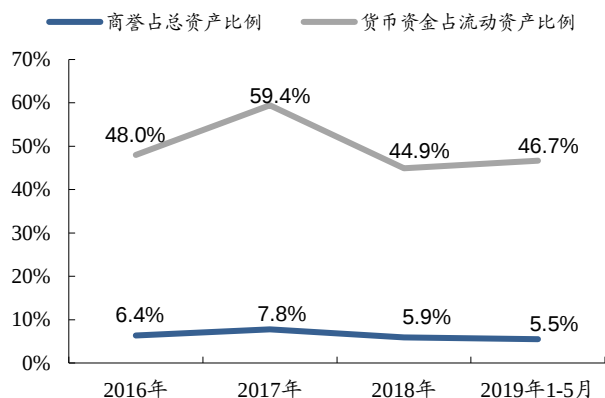


数据来源：公司招股说明书，Wind，东吴证券研究所

17 年以来经营活动现金流净额持续为正，财务状况良好。现金流方面，公司 2016-2018 年及 2019 年 1-5 月经营活动所得现金净额分别为 -865.1 万/2.96 亿/1.74 亿/3.69 亿

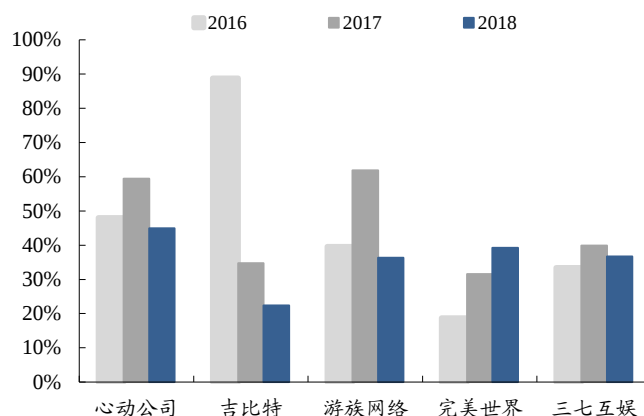
元。资产负债方面，公司近三年来并无任何借款或未动用银行信贷，且货币资金在流动资产中占比保持在 40% 以上。商誉指标方面，2016-2018 及 2019 年前 5 个月，商誉占总资产的比例为 6.4%/7.8%/5.9%/5.5%，17 年收购龙成使商誉增加至 1.02 亿之后，商誉值未发生变化，且随着总资产的增加占比越来越低，商誉减值风险较小。

图 17：商誉占流动资产比例及货币资金占流动资产比例



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 18：2016-2018 主要游戏公司货币资金/流动资产对比



数据来源：公司招股说明书，Wind，东吴证券研究所

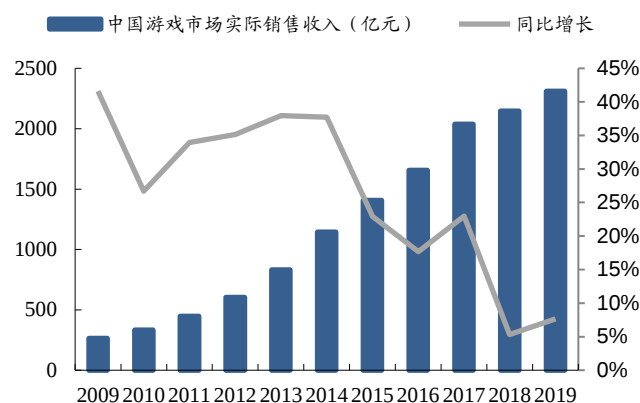
2. 行业背景：手游增速有望持续回升，优质研发商议价能力走强，出海仍为重要增量市场

2.1. 2020 年手游行业增速或超越 2019 年

2019 年中国游戏市场总体增速回暖，手游份额占比继续提升。2019 年中国游戏市场实际销售收入 2308.8 亿元，同比增长 7.7%，增速同比上升 2.4pct，19 年行业发展出现小幅度回暖，但仍处于稳定低增长阶段；用户规模方面已达到 6.4 亿人，相较 2018 年仅增加 0.1 亿人，流量红利见顶。细分市场来看，由于 19 年版号政策放松，手游市场增速有所上升（yoy18.0%，增速同比上升 2.6pct），为市场主要驱动力，端游和页游市场份额继续缩减，2019 年手游市场份额升至 68.5%（yoy+6pct），端游和页游市场份额分别降至 26.6%（yoy-2.3 pct）和 4.3%（yoy-1.6pct）。由于游戏行业处于稳定低增长阶段、用户红利逐渐见顶，同时存量玩家追求高品质游戏，游戏体验感成为吸引用户的关键，行业精品化趋势凸显，过去单纯依靠买量而不追求创新的模式陷入瓶颈，各大厂商更注重研发精品化及品效合一。

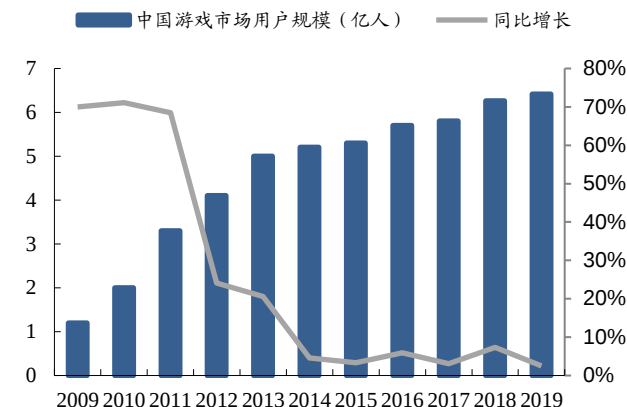
图 19：2009-2019 年中国游戏市场收入规模及增速

图 20：2009-2019 年中国游戏市场用户规模及增速



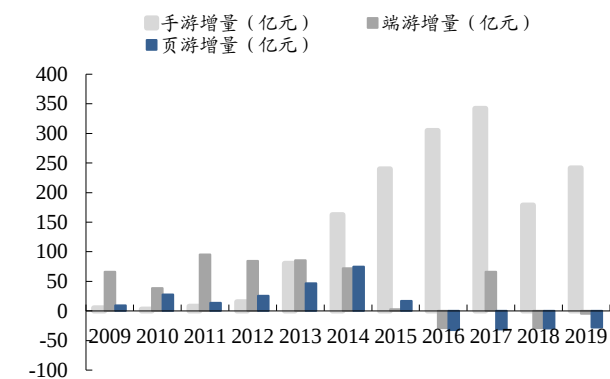
数据来源：GPC&IDC，东吴证券研究所

图 21: 2009-2019 年中国游戏行业细分市场增量规模



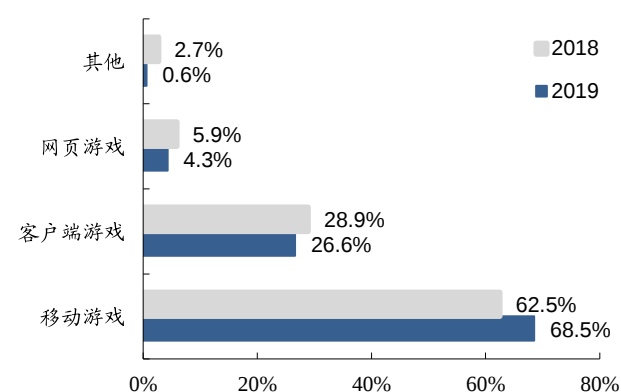
数据来源：GPC&IDC，东吴证券研究所

图 22: 2018-2019 年中国游戏行业主要市场收入占比



数据来源：GPC&IDC，东吴证券研究所

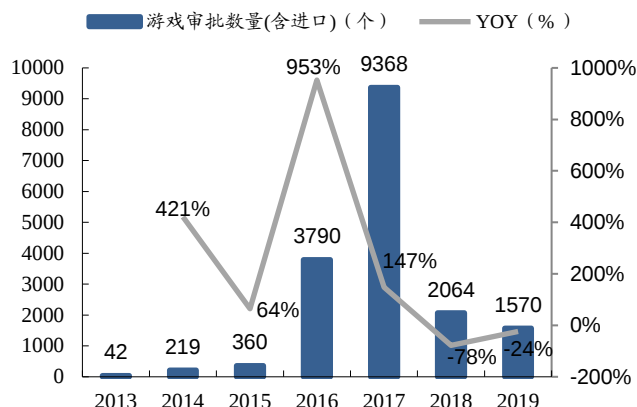
图 23: 2013-2019 年游戏审批数量



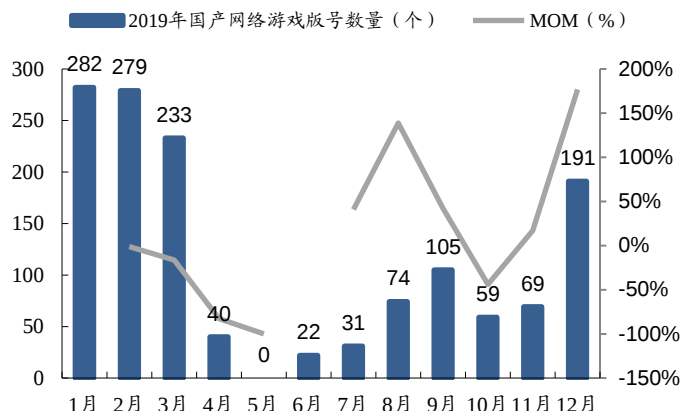
数据来源：GPC&IDC，东吴证券研究所

图 24: 2019 年国产网游版号数量

2020 年，我们判断手游行业增速或较 2019 年出现提升。1) 当前版号审批进度恢复正常，版号发放速度已进入稳定阶段，且随着监管对于游戏行业健康发展的态度及北京 2025 年建成游戏之都的目标，我们预判 2020 年版号审批将不再是制约行业发展的因素。2) 在短期疫情的影响下，游戏新增大批用户，厂商对于新增用户的长期留存及变现拥有成熟的运营体系作为支撑，同时用户群会产生一定的用户粘性，这对行业中长期发展较为有利，过去大批不玩游戏用户有望被教育成为长期用户。3) 行业供给充足且各大游戏公司重点产品明确，将助推行业增速回升。



数据来源：国家新闻出版广电总局，智研咨询，东吴证券研究所



数据来源：国家新闻出版广电总局，Gamelook，东吴证券研究所

2.2. 发行渠道或将重新洗牌，云游戏开启测试，优质研发商享双重红利

流量平台介入发行，增强优质 CP 议价能力。今日头条或进入游戏分发领域，将打破手游行业近年来形成的渠道格局，短期非常有利于游戏研发商提升溢价能力，而游戏行业为内容创意行业，研发商有足够利润空间才能迸发出更多创意，今日头条或打破渠道现有格局，有利于手游行业长期健康发展。

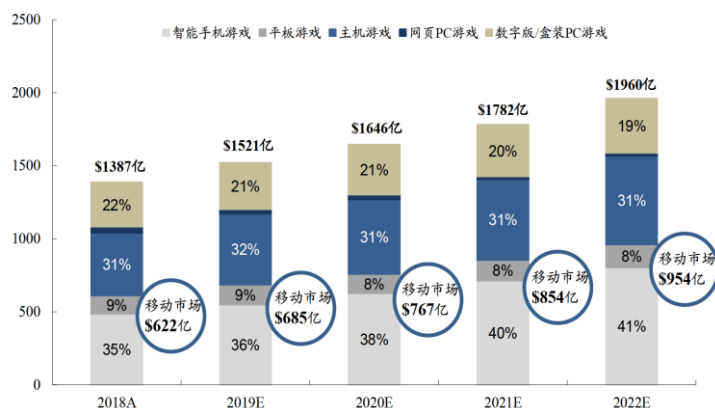
云游戏 20 年开启测试期，研发商红利或将兑现。2020 年将会是国内主流云游戏平台进入测试的一年，随着云游戏平台测试及逐步落地，将为研发商核心 IP 再次移植变现打开空间，而游戏平台依靠优质内容驱动，优质游戏研发商在行业爆发期议价能力将显著提高。

2.3. 海外市场仍为重要增量市场

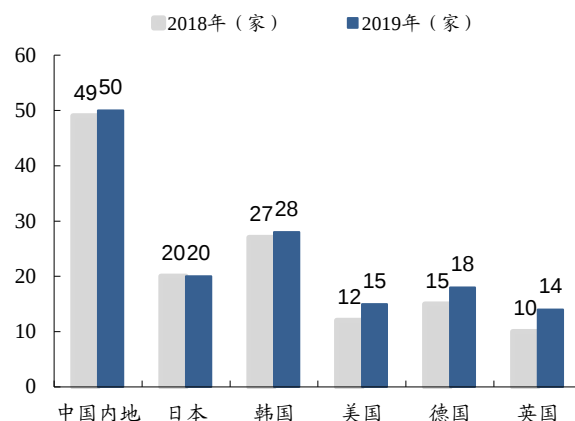
在国内游戏市场用户红利进入尾声，但全球范围内仍存流量红利的情况下，游戏厂商出海仍为重要增量市场。Newzoo 测算 2022 年全球移动游戏市场规模将达 954 亿美元，未来三年复合增速 11.7%，增速超越国内。随着近几年中国手游市场增速放缓，国内竞争愈发激烈，厂商出海热度不断增长。从进入全球重要移动游戏市场流水 TOP100 的产品所属企业地区来看，中国企业数量稳居首位。

图 25: 2018-2022 年全球游戏市场规模

图 26: 18-19 年全球重要移动游戏市场流水 TOP100 的产品所属企业数量



数据来源：Newzoo，东吴证券研究所



数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

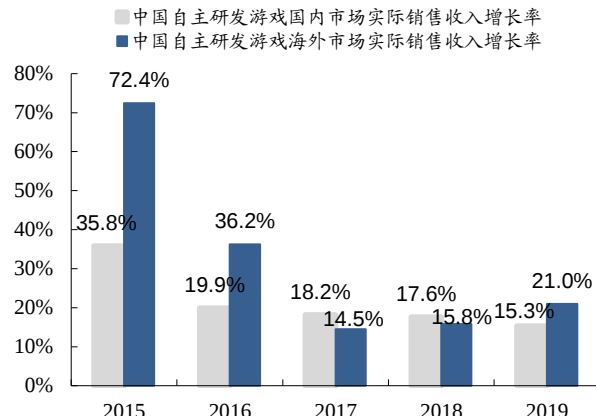
2019 年自研游戏出海增速快于国内手游行业增速。2019 年中国自主研发网络游戏海外市场销售收入达 115.9 亿美元（825.2 亿元人民币），同比增长 21.0%，同时国内市场收入为 1895.1 亿元人民币，同比增长 15.3%，自研游戏出海增速继 15、16 年后再次超越国内，海外仍是重要增量市场。

图 27: 2008-2019 年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入情况

图 28: 中国自主研发游戏国内外市场实际销售收入增长率对比



数据来源：GPC&IDC，东吴证券研究所



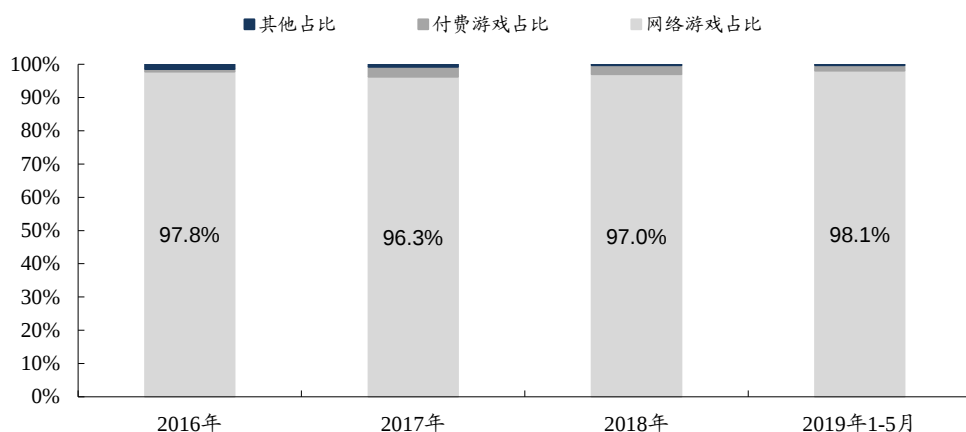
数据来源：GPC&IDC，东吴证券研究所

3. 游戏运营：推进自研代理双引擎，发力海外市场

3.1. 多品类产品矩阵，稳营收兼口碑，20 年产品储备充足

“网络游戏稳营收、付费游戏赚口碑”的产品矩阵初步形成。截至 2019 年 9 月 30 日，公司共运营 42 款网络游戏及 12 款付费游戏，包括《仙境传说 M》、《少女前线》、《横扫千军》、《香肠派对》、《艾希》等热门产品。游戏品类丰富多样，涵盖 MMORPG、RPG、CCG、SLG、战术竞技及放置类。从营收占比来看，网络游戏是近年游戏业务增长的核心推动力，占比稳定在 96% 以上。由于现有产品集中于 2017-2019 年上线，多处于成长期/成熟期，预计未来仍可贡献较为稳定的收入。同时付费游戏凭借较高的精品率（TapTap 均分 9.5）获得核心玩家的认可，为公司打造优质品牌口碑。

图 29：网络游戏及付费游戏占游戏业务收入比例



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

表 3：主要网络游戏基本情况

游戏名称	来源	推出时间	类别	主要运营市场	生命周期	TapTap 评分 (平均 6.8)
《仙境传说 M》	自研	2017-01	MMORPG	中国大陆、港澳台、 韩国、日本、东南亚、 南北美洲及澳大利亚	成熟期	7.2
《香肠派对》	授权	2018-04	战术竞技	中国	成长期	7.6
《不休的乌拉拉》	授权	2019-05	放置类游戏	中国大陆、港澳台、 韩国、日本、 美国及东南亚	成长期	4.3
《少女前线》	授权	2017-01	CCG	港澳台及韩国	成熟期	大陆版 9.1
《横扫千军》	自研	2015-10	SLG	中国	成熟期	6.9
《神仙道高清重制版》	自研	2016-03	RPG	中国	成熟期	6.0
《第五人格》	授权	2018-09	非对称性 战术竞技	韩国	成熟期	大陆版 7.5
《明日之后》	授权	2019-04	MMORPG	韩国	成熟期	大陆版 4.0
《碧蓝航线》	授权	2018-03	CCG	韩国	成熟期	大陆版 8.4
《苍蓝境界》	授权	2018-08	RPG	日本	成熟期	大陆版 6.6
《神仙道页游》	授权	2011-05	RPG	中国	成熟期	-

注：TapTap 评分截止日期 2020 年 2 月 15 日

数据来源：公司招股说明书，TapTap 官网，东吴证券研究所

表 4：主要付费游戏基本情况

游戏名称	来源	推出日期	类型	运营市场	TapTap 评分 (平均 9.5)
------	----	------	----	------	-----------------------

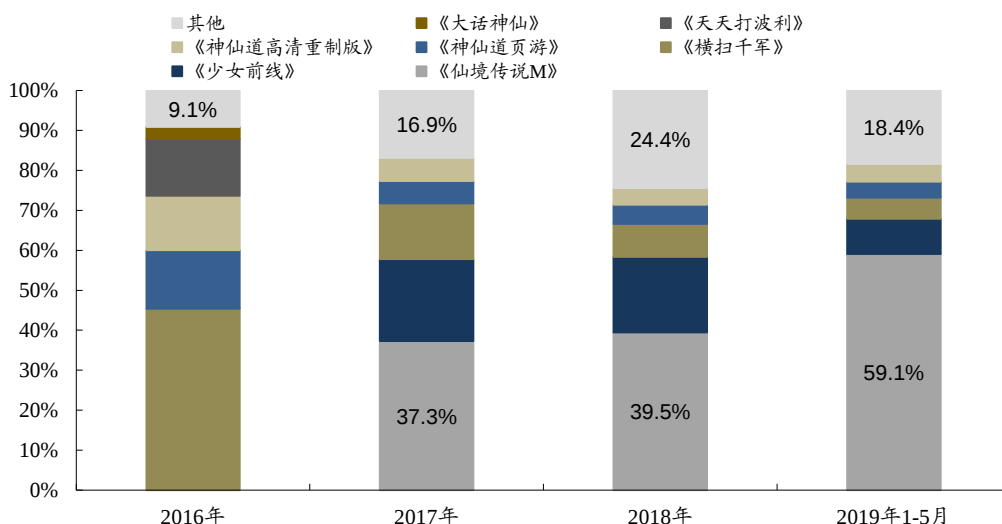
《艾希》	授权	2016-11	ARPG	中国及海外	9.8
《喵斯快跑》	授权	2018-06	音乐游戏	中国及海外	9.6
《去月球》	自研	2017-05	RPG	中国及海外	9.8
《海姆达尔》	自研	2018-07	RPG	中国及海外	9.4
《说剑》	授权	2016-02	休闲游戏	中国	8.7

注：TapTap 评分截止日期 2020 年 2 月 15 日

数据来源：公司招股说明书，TapTap 官网，东吴证券研究所

头部游戏贡献主要收益，近年营收结构有所优化。公司营收前五的网络游戏基本为游戏运营业务贡献 75% 以上的收入，其中《仙境传说 M》为核心产品，占据三成以上收益。同时近年营收结构有所优化，头部 5 款游戏收入占比逐年降低，从 16 年的 90.9% 下降到 18 年的 75.6%，反映公司持续优化产品矩阵，19 年 1-5 月头部游戏贡献 81.6% 的游戏运营收入，占比有所回升，主要是期间《仙境传说 M》上线新版本且新游上线数量较少，19 年下半年《不休的乌拉拉》等产品上线后，营收结构有望继续优化。

图 30：公司营收前五的网络游戏收入占游戏运营业务比例



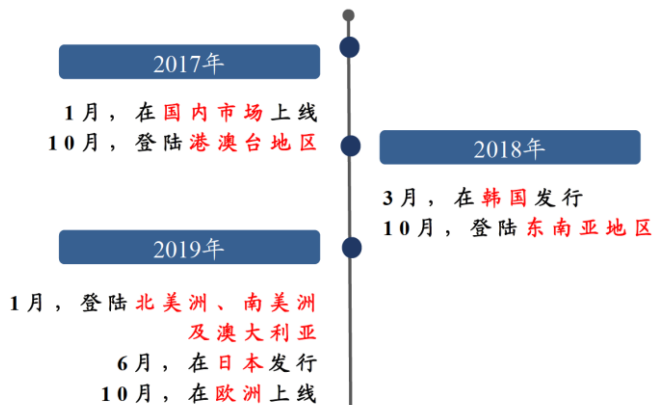
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

国内营销拉升+海外发行新地区，经典老游《仙境传说 M》重焕新生。《仙境传说 M》17 年 1 月在国内上线，截至 2019 年 9 月 30 日，该款游戏已在逾 50 个国家及地区的 3000 万名游戏玩家中普及。2017-2018 年，《仙境传说 M》营收分别为 4.7/6.3 亿元，其中国内营收为 4.2/2.3 亿元，海外营收为 0.5/4.0 亿元。2019 年 1-5 月，《仙境传说 M》国内市场收入 1.1 亿元，每月平均收益高于 18 年；海外市场收入 3.9 亿元，逼近 18 年全年海外收入。

纵向比较，《仙境传说 M》于 2017 年上线国内，目前正处于成熟期，18 年月活用户数及月付费用户数有所下降，但经过沉淀后 ARPPU 值表现稳定，19 年公司实行两周年推广及营销活动，推动月活用户及 ARPPU 重回巅峰；同时公司凭借持续上线新版本，

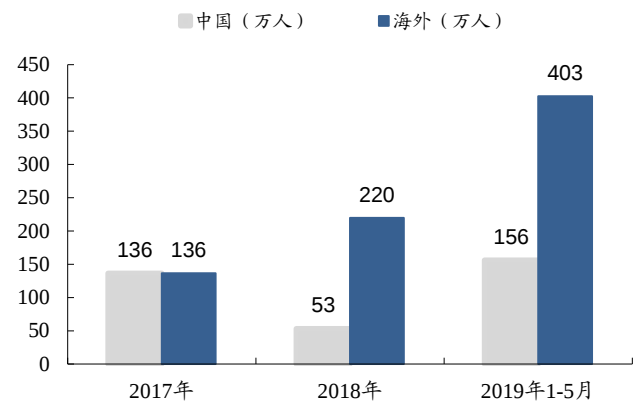
不断开拓海外新市场，海外月活用户数、月付费用户及 ARPPU 逐年攀升。目前游戏在海外市场中正处于上升期。**横向比较**，17-18 年及 19 年 1-5 月《仙境传说 M》国内 ARPPU 分别为 611 元/576 元/686 元（以总额计），海外 ARPPU 分别为 118 元/172 元/230 元（以净额计），考虑到各地区上线时间及流水分成比例，预计海外 ARPPU 以总额计约为 473 元/510 元/541 元，国内单用户付费能力更强。结合该款游戏生命周期，预计 2019-2020 年《仙境传说 M》凭借上升的海外市场及相关的营销活动，仍将为游戏运营业务贡献较大营收。

图 31:《仙境传说 M》各地区上线情况



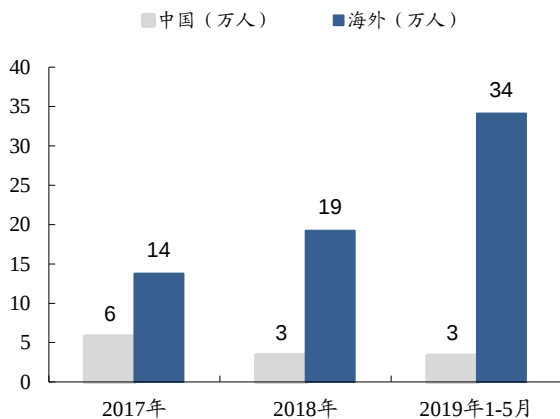
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 32:《仙境传说 M》海内外月活跃用户情况



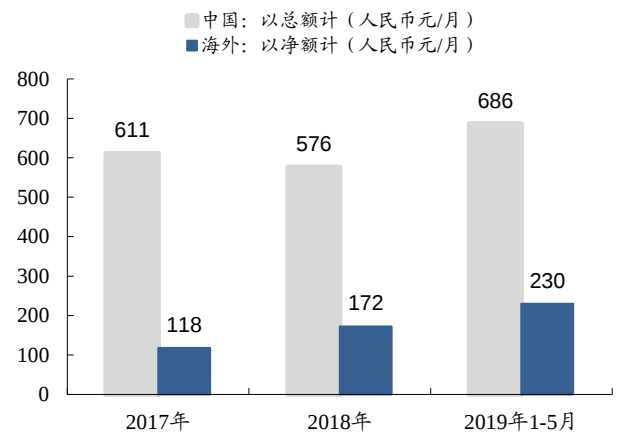
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 33:《仙境传说 M》海内外平均月付费用户情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 34:《仙境传说 M》海内外每付费用户每月平均收入



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

新游《不休的乌拉拉》海内外表现靓丽。公司 2019 年上线《不休的乌拉拉》、《战斗天赋解析系统》等多款游戏，其中《不休的乌拉拉》海内外表现靓丽，年初发行港澳台地区，曾获港澳地区 App Store 畅销榜 TOP1、台湾地区 TOP2；9 月初在海外其他地区正式上线，进入过 13 个地区 iOS 免费榜 TOP10 和 3 个地区畅销榜 TOP10，并在美韩日三大体量市场表现优异；10 月发行国内市场，上线当天登顶 App Store 免费榜，连续 16 天位于游戏畅销榜排名前 10，冒险类畅销榜排名第一。据 Sensor Tower 统计，该款

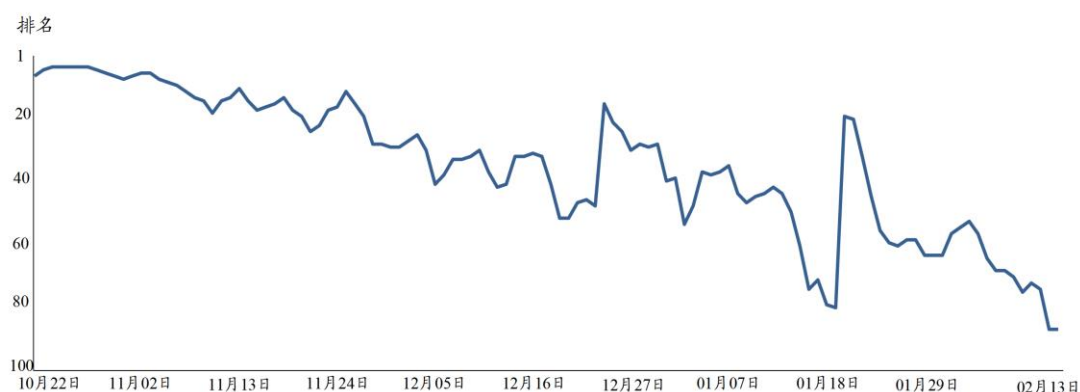
游戏 9 月营收占公司全球收入的 49%，推动心动网络 9 月进入中国手游发行商全球 App Store 和 Google Play 收入排行榜第 24 位；10 月前进至第 13 名；11 月由于国服收入环比上涨，入围排行榜 TOP10。

表 5:《不休的乌拉拉》上线时间及表现

时间	上线地区	游戏榜单表现	公司在中国手游发行商全球 App Store 和 Google Play 收入排行
2019-05	港澳台地区上线	曾获港澳地区 App Store 畅销榜 TOP1、最高台湾地区 TOP2	-
2019-09	海外其他地区上线	进入过 13 个地区 iOS 免费榜 TOP10、3 个地区畅销榜 TOP10	9 月榜单 24 名
2019-10	国内市场上线	上线当天登顶 App Store 免费榜 连续 16 天位于游戏畅销榜排名前 10、冒险类畅销榜排名第一	10 月榜单 13 名
2019-11	-	-	11 月榜单 10 名

数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

图 35:《不休的乌拉拉》国内 iOS 游戏畅销榜排名情况（截止 2020 年 2 月 13 日）



数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

游戏矩阵持续迭代，2020 年产品储备丰富。自 17 年至今，公司产品矩阵迭代速度较快，17、18 年分别推出 18/19 款新游，同时停止运营 5/7 款游戏。同时 20 年产品线丰沛（招股书披露 9 款网游及 7 款付费游戏）。自研项目中，模拟游戏《创想世界》（17.9 万人预约）预计下半年发行国内地区；ARPG 类《火炬之光：无限》（12.3 万人预约）由完美世界正版 IP 授权，预计在国内市场上线。代理项目中，CCG 类《明日方舟》（国内首月流水近 6 亿）预计将于 20 年上半年发行港澳台地区；RPG 类《旅行物语》（官网已有 61.6 万人预约）预计下半年在中韩地区上线；RPG 类《另一个伊甸：超越时空的猫》（日本下载次数超 600 万，已有 52.6 万人官网预约）及休闲类《人类：一败涂地》（截至 2018 年 6 月全平台销量超 400 万套，Steam 好评率 90%+，已有 520.1 万人预约）预计下半年登陆国内市场；策略类《深渊地平线》（80.6 万人官网预约）及 RPG 类《天

华百剑斩》（50.9 万人官网预约）等产品同样具有较高热度。

表 6：2020 年公司游戏产品储备（招股说明书披露）

游戏名称	来源	预计时间	类别	预计上线地区	预约人数
网络游戏					
《牧羊人之心》	授权	2020H1	RPG	日本	-
《明日方舟》	授权	2020H1	CCG	中国港澳台地区	-
《另一个伊甸：超越时空的猫》	授权	2020H2	RPG	中国	52.6 万人
《旅行物语》	授权	2020H2	RPG	中国及韩国	61.6 万人
《创想世界》	自研	2020H2	模拟游戏	中国	17.9 万人
《元气偶像季 2》	自研	2020H2	模拟游戏	中国	2.9 万人
A 项目	自研	2020H2	CCG	中国	-
B 项目	自研	2020H2	MMORPG	中国	-
C 项目	自研	2020H2	放置类游戏	中国	-
付费游戏					
《钢琴师》	授权	2020H1	音乐游戏	中国	8.0 万人
《萌物 X 魔物》	授权	2020H1	SLG	中国	8.6 万人
《不当英雄》	授权	2020H1	ARPG	中国	14.0 万人
《风来之国》	授权	2020H2	RPG	中国	8.2 万人
《人类：一败涂地》	授权	2020H2	休闲游戏	中国	520.1 万人
《雷顿教授与不可思议小镇》	授权	2020H2	休闲游戏	中国	11.2 万人
《逆向坍塌：面包房行动》	授权	2020H2	RPG	中国	17.2 万人

注：预约人数截至 2020 年 2 月 15 日，《另一个伊甸》、《旅行物语》为官网预约人数，其余为 TapTap 平台预约人数。

数据来源：公司招股说明书，TapTap 官网，心动网络官网，东吴证券研究所

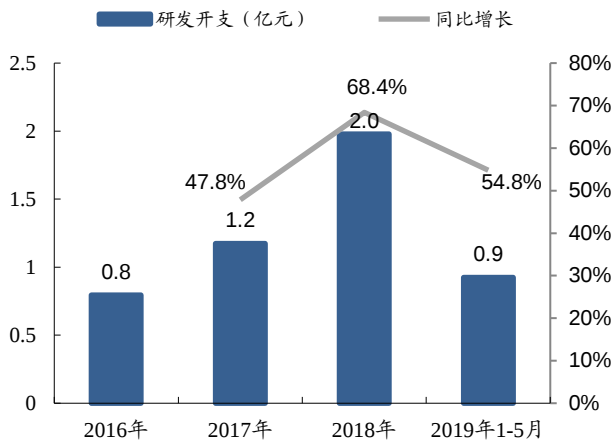
3.2. 推进自研代理双引擎，出海发力营收占比过半

拥有 8 大工作室，研发投入比重居行业前列。截至 2019Q3，公司拥有 716 名研发人员，占员工总数的 64%，其中包括 8 间工作室的 552 名游戏研发人员，及 164 名技术开发人员。工作室游戏开发经验丰富，其中 B 格猫工作室擅长 MMO（代表作：《仙境传说 M》、《青春篮球》），城北大王寨工作室对卡牌 SLG 经验丰富（代表作《横扫千军》）。近年来公司研发开支持续增长，2016-2018 年复合增长率为 57.8%，占收入比重稳定在 8%-11%之间，研发投入占比在行业中处于较前水平。

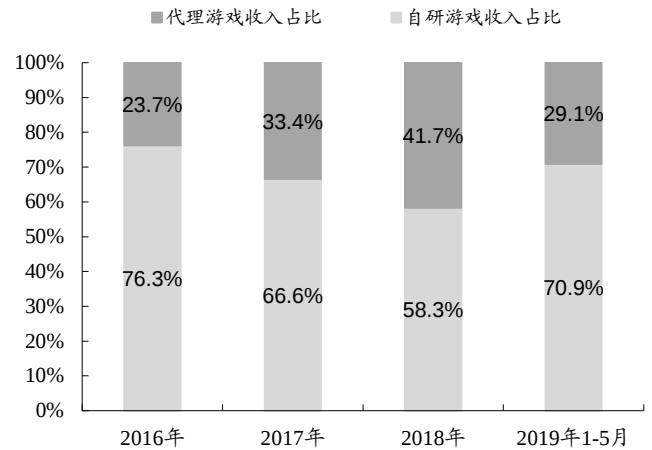
自研游戏贡献主要收益，持续探索研发新领域。截至 2019Q3，公司已发行 10 款自研游戏，从游戏营收占比来看，自研游戏贡献度均大于授权游戏。2019 年 1-5 月自研游戏收入占游戏总收入的 70.9%，较 2018 年的 58.3%有所回升。20 年预计上线 5-6 款自研游戏，B 格猫及城北大王寨工作室均参与相关研制，包括完美世界 IP 授权的系列产品《火炬之光：无限》（现已开启预约）。同时公司在努力探索研发新领域，目前已有 3 个使用虚幻引擎的项目立项，计划探索与攻克准 3A 游戏领域，试图突破自身研发壁垒，追求游戏精品化。预计公司未来会继续加大自研项目的推出与投入，同时利用 TapTap 的独占发行完成游戏与平台之间的双向导流，实现“1+1>2”的叠加效果。

图 36：2016-2018、2019 年 1-5 月公司研发投入情况

图 37：2016-2018、2019 年 1-5 月自研、代理游戏收入占比



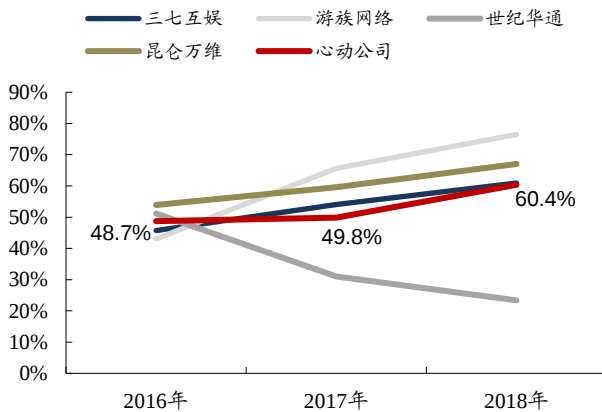
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所



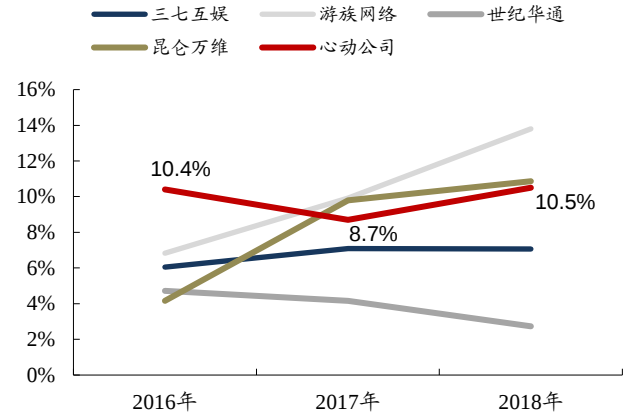
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 38: 公司与 A 股主要游戏公司研发人员占总员工比重

图 39: 公司与 A 股主要游戏公司研发投入占收入比重



数据来源：公司招股说明书，Wind，东吴证券研究所



数据来源：公司招股说明书，Wind，东吴证券研究所

加大代理力度，TapTap 赋能发行。公司 2011 年代理游戏起家，发行、运营第三方游戏经验丰富，国内已成功推出《不休的乌拉拉》、《香肠派对》、《艾希》等游戏。近年加大代理力度，代理游戏营收占比逐步增加，由 16 年的 23.7% 上升至 18 年的 41.7%，19 年 1-5 月占比下降主要由于 18 年 10 月发行的《仙境传说 M》（东南亚版）表现较为稳定。预计未来公司将持续推进自研与代理双引擎，TapTap 在代理发行方面为公司打造特有的数据优势。TapTap 平台独有的评分机制及玩家反馈给予公司数据指导，公司对第三方研发商过往游戏的质量进行评估，并以此筛选出优质合作方，同时 TapTap 平台凭借“不分成、不联运”的渠道模式打造独有吸引力，进一步提高公司与优质研发商的谈判能力。

海外市场占据先发优势，多款游戏海外市场表现亮眼。自 2016 年起，公司加大海外扩张力度，布局全球化战略，多年来已形成了丰富的经验积累，目前发行版图已拓展至全球 100 多个国家及地区。2016-2018 年及 2019 年 1-5 月来自海外市场占游戏收入总额比例分别为 2.1%/ 31.7%/ 61.5% / 67.8%，截至 2019 年 9 月 30 日，已有 30 款网游及

7 款付费游戏于全球海外市场发行。其中《仙境传说 M》曾位列 10 多个国家及地区的 App Store 畅销榜榜首，获得 2018 年度十大最受海外欢迎游戏；《少女前线》曾获韩国市场 App Store 畅销榜 TOP1，曾多次获 Google Play 和 App Store 畅销榜 Top 3；《第五人格》于韩国上线首日即获 App Store 免费榜 TOP1；《不休的乌拉拉》在多个国家及地区的主流分发平台也获得了广泛的认可。预计 2020 年公司将于海外上线 4-5 款网游，包括《明日方舟》、《牧羊人之心》、《人生若只如初见》及《魂器学院》等国内热门游戏。

海外发行一站式服务形成领先优势，获国内顶级游戏认可。公司构建 145 人的专业化海外发行团队，针对当地的文化背景及消费习惯对游戏进行本地化工作，侧重版本改造及本地化运营，并提供相应的优化、市场推广、分发及支付等一系列服务。凭借优秀的海外发行表现以及专业化团队，公司取得多款国内爆款游戏的海外代理权，如网易旗下的《明日之后》（首月流水破 6 亿）及《第五人格》（据伽马统计，2018 年综合热度排行榜排名第二仅次于王者荣耀），哔哩哔哩旗下的《碧蓝航线》及《大王不高兴》等。

图 40：公司游戏海外发行及运营过程的主要步骤



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

表 7：重新设计&本地化主要工作内容

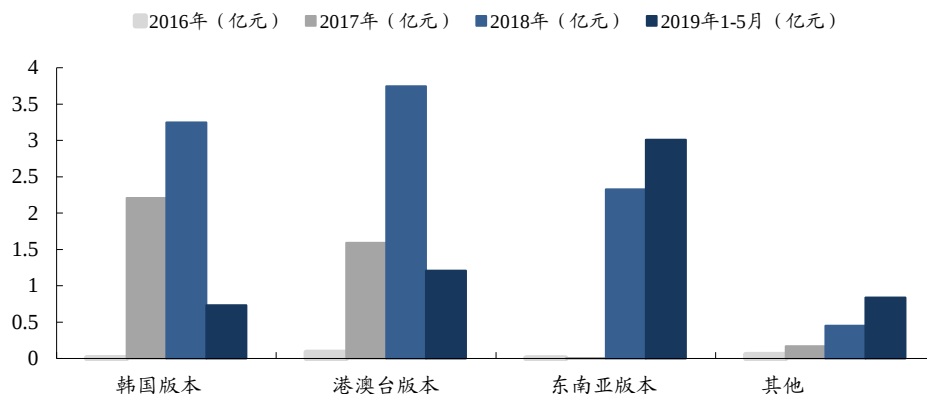
主要工作	工作内容
本地化游戏内容	设计故事情节、人物性格、语言翻译及用户界面等部分
设计虚拟物品并参与定价	根据目标市场用户的偏好，创设及提供游戏的虚拟物品，并调整符合当地价格水平的定价政策
优化游戏技术参数	确保技术参数与目标市场的主流移动设备及网络基础设施系统的兼容性
游戏公测	于各类移动设备、分发平台及营运体系上对游戏进行公测
监察及分析游戏表现	持续密切监察及分析游戏于目标市场的表现，获取当地用户意见，为不同市场定制拓展包及最新版本

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

本地化成果显著，出海营收过半，其中东南亚异军突起，成海外最大市场。公司围绕本地化工作，对游戏进行重新设计，推出本地版本，直接推动海外市场快速扩张。海外游戏收入由 16 年的 1565 万上升至 18 年的 9.77 亿元，复合增速 690.0%，2018 年及 2019 年 1-5 月海外市场收入占比均超过国内。公司主打港澳台、韩国及东南亚地区的本

地版本。从营收来看，港澳台版本 16-18 年营收处于高位运行，分别收入 873.7 万元/1.59 亿元/3.74 亿元，复合增长率为 554.6%，韩国地区由于 17 年推出《少女前线》，当年营收同比增长 263 倍。东南亚地区异军突起，近两年收入呈倍数增长，17 年营收仅为 222 万元，18 年同比增长 1046 倍至 2.33 亿元。仅 2019 年前 5 个月，东南亚地区营收为 3.01 亿元（已超 18 年全年），占比 52%。

图 41：2016-2018、2019 年 1-5 月海外各地版本营收情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4. TapTap 社区：国内最大的游戏社区，如何评估资产价值？

4.1. TapTap：领先的游戏推荐平台和高品质玩家社区

TapTap 是中国领先的游戏社区及平台。玩家在应用内下载、购买、评价、讨论游戏，通过与其他玩家的交流发现更多好游戏，安卓系统为 TapTap 用户流量的主要入口。TapTap 只收录官方包，不与开发者分成，是国内率先支持付费购买正版安卓游戏的第三方平台。

公司在 2016 年通过投资易玩间接创办了 TapTap，2016 年 12 月将股权增至 55.05% 后，易玩成为公司的子公司。

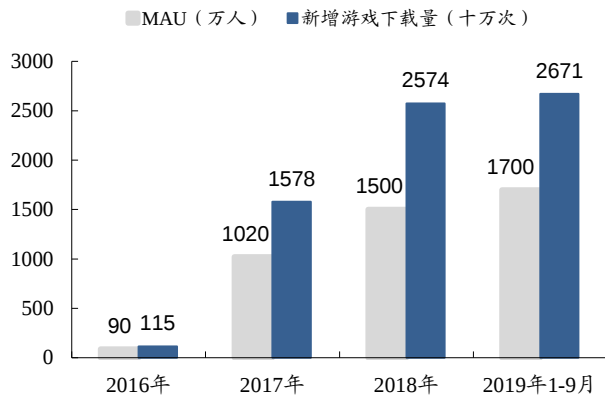
图 42：TapTap 发展历程



数据来源：TapTap 官网，东吴证券研究所

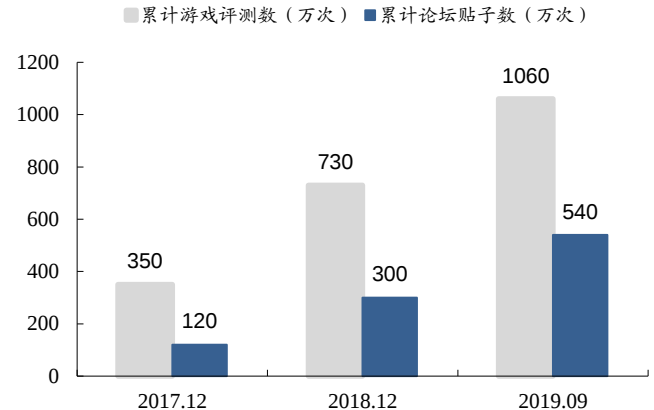
2016 至 2019 年，TapTap 发展迅速，按 2018 年的 MAU 计已成为中国最大的游戏社区及平台。随着 MAU 的增长，TapTap 游戏下载量、游戏评测及论坛帖子的数目也迅速上升。截至 2019 年 9 月 30 日，TapTap 注册用户累计超过 5210 万，可下载手机游戏超过 6500 款，提供新闻及信息的游戏超过 41000 多款，累计游戏下载 6.94 亿次、游戏关注 5.75 亿次、游戏评测 1060 万次。

图 43: TapTap MAU 和新增游戏下载量



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 44: TapTap 上累计游戏评测和论坛帖子数量



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4.2. 商业模式：广告变现替代联运分成，兼顾开发者利益与玩家体验

TapTap 的收入来源是广告变现及付费游戏分发费用，但核心商业模式是广告变现。首先平台以不收取分成费用的免费游戏为主，其次付费游戏虽然收取 5% 的分发费用，但减去支付渠道抽成、税务等相关成本后，几乎没有盈利。与传统的联运模式相比，TapTap 免费分发政策一方面更能维护开发者的利益，避免与开发商的利益冲突而以服务者姿态协助游戏运营与分发，进而获得更多手游资源，另一方面通过游戏数量和质量间接提高用户的游戏体验，为社区的运营和扩展打下坚实基础，从而支撑其广告变现模式。

表 8: 传统渠道与 TapTap 商业模式对比

商业模式	含义	重要指标	角色定位	劣势
联运分成	游戏的所有内购必须先充值给平台，然后再由平台按比例（通常低于 70%）分给开发者	首日收入（决定渠道推广资源分配）	手握用户，对开发商具有强势的议价权	1) 开发商自充增加游戏热度以争取渠道推广资源，造成现金流压力。2) 过分引导用户充值，降低游戏质量，损害用户体验。3) 恶性竞争损害行业生态。
广告变现	出卖用户注意力给广告主	MAU 等用户规模和数据、	借助开发商导流用户，服务	清爽的用户体验与商业化水平之间存在天然的矛盾

CPA 等广告价 者姿态 格和计算方法

数据来源：TapTap 官网，东吴证券研究所

广告投放兼顾平台营收与用户、广告主体验。1) 原生广告，与编辑推荐内容形式和谐统一，增强用户对广告的接受度。目前唯一一个广告位是首页的第二个图片位。只有其广告主已在 TapTap 上注册为开发者，TapTap 上评分大于等于 3 分的游戏才具有推广资格，广告素材需经过审核。2) 自动个性化内容推荐系统根据玩家的设备类型、历史行为数据等匹配广告与玩家，做到精准投放。3) 用户不喜欢的广告可手动关闭后不再接收，系统经过机器学习后尽量避免向同类玩家展示类似广告。**算法、数据及人性化的设计使得广告亦能实现使玩家“发现好游戏”的社区愿景。**

此外，广告主充值广告账户后通过实时竞价系统进行程式化购买，一周内可退款，广告价格及展示次数由广告库存、竞价水平、匹配情况、既有广告效果等决定。定向投放、合理的广告价格与良好的用户体验最大程度实现广告主利益，即使是预算有限的独立游戏厂商，只要游戏优质，依然可以获得不错的下载量和关注度。作为用户及游戏开发商纽带的 TapTap 也最终获益，2018 年信息服务收入达 2.95 亿元，同比增长 263.9%，毛利率达 88%，月活在中国的游戏社区平台中排名第一。活跃高质量的社区又成为商业变现的基础，社区增长与商业变现之间形成良性循环，利于平台长远发展。

图 45: TapTap 首页信息流广告界面

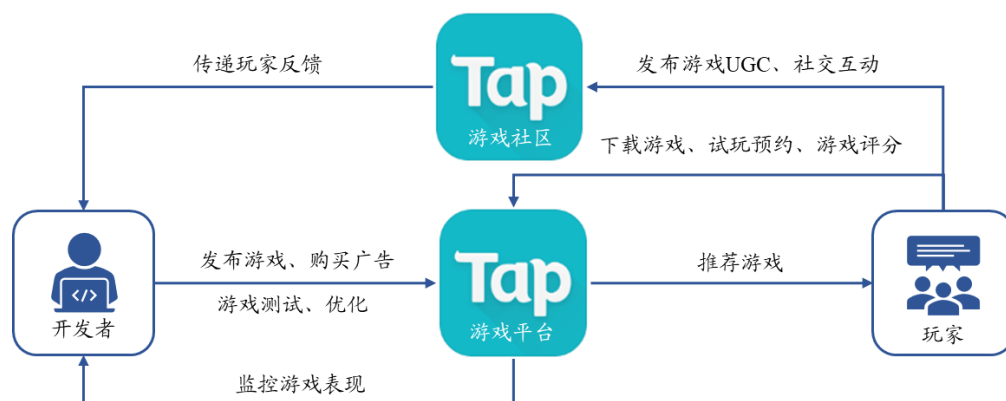


数据来源：公司招股说明书，TapTap 官网，东吴证券研究所

4.3. 从用户和开发者角度看 TapTap

TapTap 以游戏推荐平台和玩家社区为内核获取用户流量，通过游戏广告进行变现，为游戏玩家与开发商之间的沟通桥梁。上接开发者，为其提供游戏分发、测试、推广等一系列服务；下接游戏玩家，为其提供海量高质量游戏下载以及丰富的社区功能。

图 46: TapTap 业务流程图



数据来源：TapTap 官网，东吴证券研究所

TapTap 面向玩家的主要功能包括游戏内容策划和推荐、游戏评测和评分、论坛、预约、下载，其中论坛内的 UGC 内容构成了 TapTap 社区文化的基础。游戏平台方面，TapTap 上可供下载的游戏均来自官方渠道，游戏资源丰富，玩家可通过“新游预约”、“游戏测试”等功能，第一时间体验新游、发表评价、推动游戏改进，游戏开发商与玩家的双向沟通提高了玩家在 TapTap 上的游戏体验；游戏社区方面，TapTap 社区由玩家、开发者、媒体人共同组成，社区内新鲜游戏资讯及高品质 UGC 内容吸引玩家在此交流，这增强了用户粘性，有利于游戏产品的推广。TapTap 严厉治理水军和刷榜，玩家发言前需通过礼仪考试，其评价及榜单基本来自于玩家的真实反馈，玩家对平台的信任度高，目前 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。

表 9：TapTap 用户端主要功能

功能名称	简介
游戏内容策划和推荐	TapTap 拥有庞大的手机游戏信息数据库，游戏玩家可轻松搜索特定游戏。TapTap 使用大数据算法，基于对游戏玩家的分析，向不同的游戏玩家推送个性化的推荐内容。TapTap 也提供编辑推荐以及按不同计量标准得出的排名，使游戏玩家能够更有效地寻找到所需的游戏内容。
游戏下载	玩家可于 TapTap 的安卓应用程序下载手机游戏，活跃的游戏玩家可受邀试玩 TapTap 独家测试的游戏。
游戏预约	玩家可使用预约功能参与新游测试，深度介入游戏开发的过程。
游戏评测	玩家可使用该功能分享观点，对游戏进行评分，直接与开发商沟通。TapTap 的自动化算法应用人工智能技术，筛选出优质的游戏评测。将其显示在 TapTap 主页上的热门评测区，以便向更多的游戏玩家展示。
论坛	TapTap 提供可实现游戏玩家之间以及游戏玩家与开发商之间社交互动的论坛功能。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

TapTap 为开发商提供的主要服务包括游戏分发、游戏推广、游戏测试以及游戏监控。其中游戏分发为基础服务，TapTap 依靠不分成模式吸引开发商入驻平台进行游戏分发；

游戏推广为付费增值服务，TapTap 主要依靠该服务进行变现以维持平台运转；**游戏测试和监控为免费增值服务**，能显著提高开发者的平台使用体验。

游戏测试方面，为了向开发者提供更广阔的创作和讨论环境，TapTap 推出了篝火计划。在初期，TapTap 将选择热爱游戏、乐于积极反馈的活跃玩家，提供独家参与篝火计划游戏内测的资格。内测期间，仅该部分玩家可对相关游戏进行评价，TapTap 不会计算和展示评价总分。篝火计划让开发者没有了评分压力，在开发过程中能够探索更多可能性，同时，经过挑选后的玩家对游戏的评价更加合理，质量更高，对游戏测试的助益更大。**游戏监控方面**，TapTap 为开发者提供免费数据分析工具 TapDB，开发商能够实时监控游戏表现，及时获得玩家反馈，持续优化游戏体验；及时识别运营问题并优化，减少不必要运营成本，最终尽可能延长产品的生命周期。

TapTap 对独立游戏开发者较为友好。这些开发者虽然制作出了许多优质游戏，但缺少足够的营销资金来为其做市场推广，而且该类开发者大多不太懂得游戏运营。TapTap 所提供的几乎免费的游戏分发、测试、监控服务有效解决了上述问题，只要游戏品质过硬，独立开发者依然可以利用 TapTap 渠道，以极低的成本完成游戏测试、发行、运营全过程，最终获得可观的下载量和关注度，完成商业变现。

图 47：篝火计划页面



数据来源：TapTap 官网，东吴证券研究所

图 48：TapDB 页面



数据来源：TapTap 官网，东吴证券研究所

4.4. 社区与游戏业务的协同效应

TapTap 为游戏研发、优化、推广提供独特有力的数据和市场支持。随着 TapTap 用户规模的增长，大量多维的用户画像及行为数据产生。类似电商 C2M 生产模式，渠道数据与游戏开放商自研能力的产业深度整合，使得公司及时把握用户需求、市场导向，从而推出更多质量与流量俱佳的游戏产品。

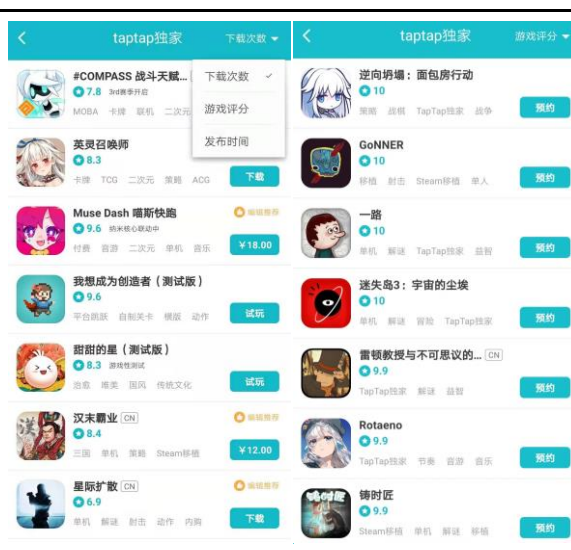
优质游戏作为 TapTap 独占资源达到引流效果。一方面，TapTap 作为一款下载软件，与下载渠道形成竞争关系，下载渠道受限，诸如 vivo 等手机应用商店并不提供 TapTap 的下载，iOS 版本的 TapTap 没有下载功能。另一方面，TapTap 作为游戏垂直软件推广成本较高。在这样的背景下，协同内部生命周期较长的优质游戏资源为 TapTap 引流，从成本、精准度、引流量等角度来说不失为一个优质的增长突破口。比如 2017 年 1 月心动网络重头产品《仙境传说 RO：守护永恒的爱》安卓渠道只上架 TapTap，为后者的冷启动打下基础。

图 49：《仙境传说 RO》数据表现



数据来源：TapTap 官网，东吴证券研究所

图 50：TapTap 独家资源



数据来源：TapTap 官网，东吴证券研究所

4.5. 如何看待 TapTap 的平台价值？

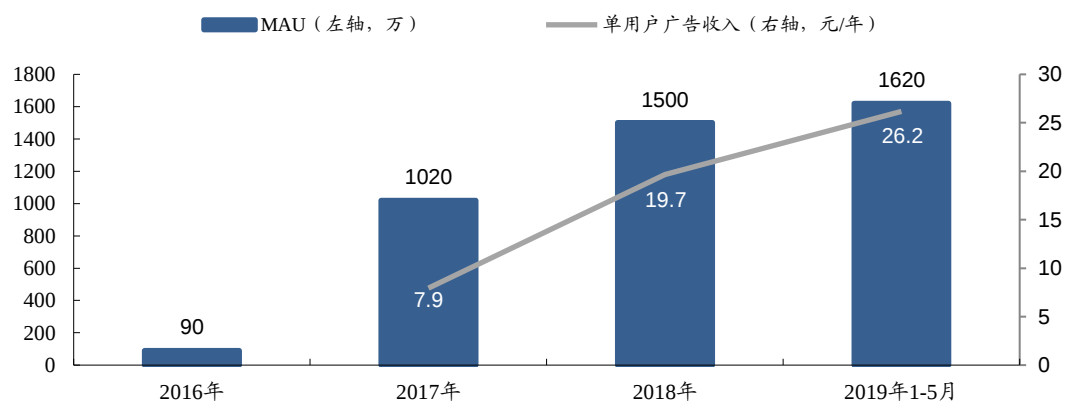
4.5.1. 广告收入快速提升，UGC 社区带来高利润率

TapTap 主要以内容推广及付费游戏分成进行变现，由于分成模式扣除成本后盈利规模较小，故平台价值集中于广告变现。

MAU 及单用户创造价值双增长，驱动广告收入快速提升。MAU 保持稳步增长。2016-2018 年分别为 90/1020/1500 万，同比上涨 1133%/47%，19 年 1-5 月 MAU 为 1620 万人，截至 2019 年 9 月 30 日，TapTap 平台的 MAU 增长至 1700 万。**单用户创造的广告收入持续升高。**由 17 年的 7.94 元/年上升至 18 年的 19.65 元/年，同比增长 147.48%，19 年 1-5 月单用户广告收入年化为 26.18 元。两大指标驱动 18 年广告收入同比增长 263.9%。

UGC 社区带来高利润率。TapTap 的定位是社区型游戏平台，与其他的平台型互联网公司相比，毛利率较高，主要原因是社区内容均为用户自发上传，用户参与度、积极性较高，平台不需要为此支付昂贵的内容成本，同时后期维护成本较为稳定，17、18 年 TapTap 平台营业成本在 3.2-3.6 亿元之间，而 18 年 TapTap 平台进入稳定期后，毛利率高达 88.0%。

图 51: TapTap 平台 MAU 及单用户广告收入情况

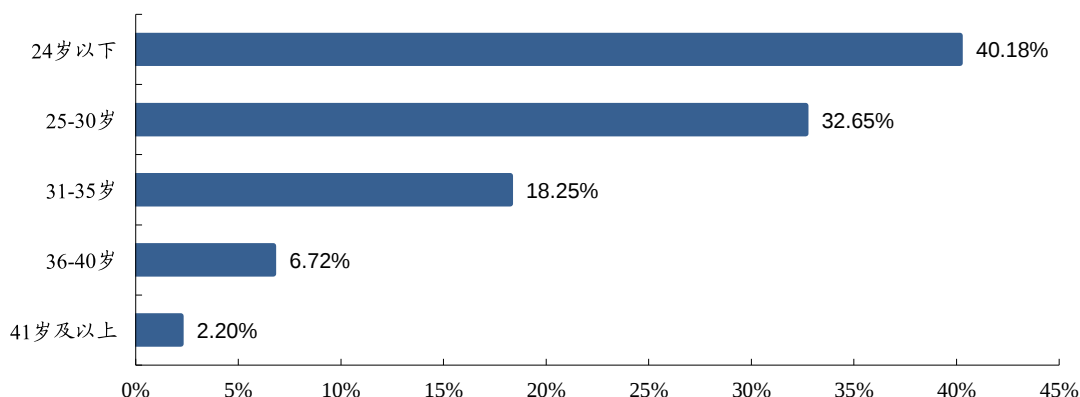


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4.5.2. 用户规模远未达天花板，货币化潜力较大

TapTap 平台目标用户定位清晰明确，核心群体为国内 35 岁以下的高素质老玩家。据艾瑞统计，TapTap 平台使用者集中于 35 岁以下，占比为 91.08%。TapTap 以“发现好游戏”为口号，专注于高品质手游分享，热爱游戏并对游戏质量有较高需求的玩家为 TapTap 的潜在用户。

图 52: TapTap 用户年龄占比

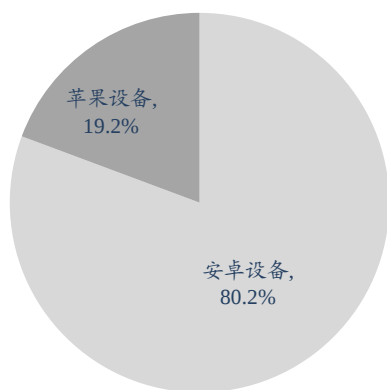


数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

我们对 TapTap 潜在用户规模进行测算：由于截至 2019 年 9 月 30 日，TapTap 平台 90% 以上的月活用户来自安卓市场，我们在核心用户画像（国内手游用户、35 岁以下、追求高品质游戏）的基础上，将安卓用户占比纳入测量范围，更深入地洞察 TapTap 的用户规模及结构。

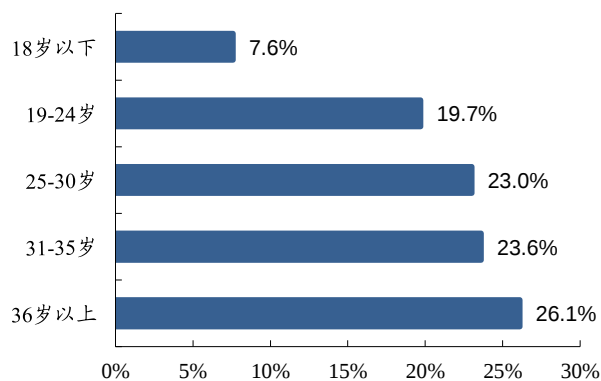
基础数据：据 GPC&IDC 统计，2019 年中国移动游戏用户规模达 6.2 亿人，艾瑞咨询预计 2019 年中国移动游戏设备安卓比例将达到 80.2%。据 QuestMobile 统计，2019 年 6 月中国手游用户中 18 岁以下用户占整体手游用户的 7.6%，19-24 岁占比为 19.7%，25-30 岁占比 23%，31-35 岁占比 23.6%。

图 53：2019 年中国手游用户安卓/苹果设备数量占比



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图 54：2019 年 6 月手机游戏行业年龄分布



数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

关键假设：18 岁以下手游用户中，部分人群由于年龄较小，同时课业较重，没有足够的时间精力追求优质游戏，因此假设 30% 的未成年手游用户是 TapTap 的潜在用户；19-30 岁手游用户，相较而言时间更为充裕，对游戏体验的要求更高，假设该年龄段手游用户中品质玩家的占比为 50%；30-35 岁的手游用户，一部分玩家对游戏的体验需求较低，他们拥有稳定的生活和朋友圈，游戏社区交友意义较小，同时在经历过盗版游戏鼎盛时期后，对盗版的容忍度更高，因此假设 30% 的 30-35 岁手游用户为 TapTap 的潜在用户。

理想状态下:

平台用户规模=中国手游用户规模*安卓设备占比*目标用户占比

$$=6.2 \text{ 亿} * 80.2\% * (7.6\% * 30\% + 19.7\% * 50\% + 23\% * 50\% + 23.6\% * 30\%)$$

$$=1.53 \text{ 亿}$$

截至 2019 年 9 月 30 日, TapTap 平台注册用户为 5210 万人, MAU 为 1700 万, 距离用户规模天花板尚远, 平台用户数量仍有较大增长空间。

单广告位压制平台商业化水平, 游戏流量具备更强的货币化能力。对标国内外主要互联网公司, 可以发现 TapTap 单用户创造价值处于尾部, 主要是由于目前 TapTap 为保障用户体验, 仅有一个可关闭的广告位, 压制平台商业化水平, 单用户价值仍存较大潜力。同时我们发现, TapTap 平台货币化能力与微博接近, 但 TapTap 目前广告类型均为游戏广告, 游戏广告价格应远高于其他类型广告, 同时 TapTap 依据平台资源精准定位目标群体, 实现更高的转化率, 理应具备更强的货币化能力。同样定位于游戏社区的 Steam, 2018 年货币化水平过百, 由于 Steam 以总额计算营收, 实际分成比例约为 30%, 对应货币化水平约为 30 元/季度, 在主要互联网平台中位居前列, 推测游戏社区具备更强的货币化能力。

公司目前仍以用户体验和用户增长为主要目标, 对平台的商业化水平较为克制, 不会急于增加广告位。TapTap 平台具有良好的社区文化及较大的货币化潜力, 我们认为应给予估值溢价。

表 10: 主要互联网平台货币化能力比较

	单季度收入 (亿)	MAU(亿)	货币化能力 (元/季度)
游戏社区			
Steam	91.00	0.90	101.11
社交平台			
FaceBook	1235.50	24.50	50.43
微博	32.75	4.97	6.59
陌陌	44.52	1.14	39.01
直播平台			
YY	68.82	4.70	14.64
虎牙	22.65	1.46	15.50
斗鱼	18.59	1.64	11.34
映客	7.43	0.30	25.19
视频平台			
B 站	18.59	1.28	14.53
爱奇艺	74.00	5.65	13.10
腾讯视频	-	4.89	-
优酷视频	-	4.29	-
网购平台			

值得买	1.37	0.26	5.33
平均		4.59	19.57
TapTap	1.06	0.16	6.54

注：爱奇艺、腾讯视频、优酷的 MAU 数据来自易观千帆，映客、值得买数据为 2019 上半年平均值，Steam 数据为 18 年平均值，收入为付费游戏营收，其余公司数据为 2019 三季度平均值。美元兑人民币汇率取 7（2019 年均值）。

数据来源：易观千帆，Gamelook，公司财报，Wind，东吴证券研究所

5. 盈利预测及估值

（1）游戏运营收入

游戏业务是公司主要的收入来源。2016-2018 年及 2019 年 1-5 月游戏收入分别为 7.66 亿元/12.63 亿元（yoy65.0%）/15.92 亿元（yoy26.0%）/8.56 亿元（yoy32.4%），毛利率分别为 44.5%/43.9%/53.5%/62.1%。截至 2019 年 9 月底，公司共运营 42 款网络游戏及 12 款付费游戏，包括《仙境传说 M》、《少女前线》、《艾希》等热门产品。营收前五的网络游戏基本为游戏运营业务贡献 75%以上的收入，目前头部产品多处于成长/成熟期，预计仍将贡献稳定收益。新品方面，招股说明书披露 2020 年预计上线 9 款网络游戏及 7 款付费游戏，包括自研产品（《创想世界》（17.8 万预约，预计下半年发行国内地区）、ARPG 类《火炬之光：无限》（完美世界 IP 授权，预计发行国内）等，以及《明日方舟》、《人类：一败涂地》等热门代理产品，覆盖 RPG、MOBA、SLG 等多个品类，有望成为业绩增长的重要驱动。预计 2019-2021 年公司游戏运营收入分别为 21.2/26.7/32.6 亿，分别同比增长 33%/26%/22%。

（2）信息服务收入

近年信息服务收入快速增长。2017、2018 及 2019 年 1-5 月收入分别为 0.81/2.95/1.77 亿元，毛利率分别为 59.9%/88.0%/90.7%。信息服务营收=MAU*单用户收入，根据我们的测算，TapTap 潜在用户规模上限约 1.5 亿，天花板较高；从货币化水平来看，对标主要互联网公司，TapTap 单用户创造价值处于尾部，主要系单一广告位压制平台商业化水平。TapTap 广告类型均为游戏广告（价格更高），且具备更高的转化率，我们认为游戏社区流量理应具备更强的货币化能力。预测 19-21 年公司信息服务收入分别为 4.7/6.7/8.7 亿元，同比增长 60%/42%/30%。

表 11：分业务盈利拆分表

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
游戏收入	1592	2118	2669	3256
同比增长（%）	26.0%	33.0%	26.0%	22.0%
营业成本	741	889	1121	1367
毛利率（%）	53.5%	58.0%	58.0%	58.0%
信息服务收入	295	472	668	868
同比增长（%）	263.9%	60.0%	42.0%	30.0%

营业成本	35	42	59	69
毛利率(%)	88.0%	91.0%	91.0%	92.0%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

预计 2019-2021 年公司实现营业收入分别为 25.9/33.4/41.2 亿, 归母净利 4.9/6.4/8.2 亿, EPS 分别为 1.1/1.5/1.9 元, 对应当前股价 PE 分别为 22/17/13X。参考可比公司估值, 考虑公司目前仍处快速成长期, 标的的具备稀缺性, TapTap 社区仍有较大货币化潜力, 给予公司 20 年 22-25 倍估值, 对应目标价 36.7-41.7 港元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值对比 (截止 2020 年 2 月 18 日)

	单位: 元	EPS(单位: 元)		PE	
可比公司	目前股价	2019E	2020E	2019E	2020E
完美世界	50.32	1.64	1.90	31	26
吉比特	430.93	12.53	14.65	34	29
游族网络	30.04	1.36	1.62	22	19
世纪华通	15.19	0.51	0.67	30	23
平均	112.83	3.41	4.01	29	24

注: 完美世界、吉比特、游族网络预测为东吴证券研究所预测, 世纪华通预测为 Wind 一致预期

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 风险提示

(1) 监管政策趋严

我国网络游戏行业受政策影响较大, 相关监管部门针对游戏研发、出版等各个环节均实行严格的资格及内容审查制度, 版号发放数量供远小于求, 由于游戏业务是公司的主要收入来源, 若行业政策持续趋紧, 公司业绩将会受到一定影响。

(2) 核心游戏增长不及预期

一方面, 公司较为依赖头部游戏, 公司营收前五的网络游戏基本为游戏运营业务贡献 75%以上的收入, 其中《仙境传说 M》等产品已进入成熟期, 未来创收能力有下滑风险。另一方面, 公司预测期内有多款新品手游推出, 其中不乏顶级 IP 或大投入作品, 若新品的研发进度或市场表现不及预期, 将影响产品流水情况。

(3) 海外市场扩张受阻

海外游戏市场正逐渐成为公司的重要收入来源, 不少进入成熟期的产品也借助海外市场焕发生机, 但全球经济和地方政策不确定性, 或将影响公司在海外市场表现及扩张。

(4) TapTap 平台用户增长不及预期

由于其他游戏分发平台进行了一定的产品优化, 如增加社区调性, 减少平台分成比

例，将会加剧 TapTap 竞争的压力。而 TapTap 为了维持社区调性所采取的礼仪考试等策略以及手游行业增速放缓，都可能会影响 TapTap 的用户增长。

心动公司三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,276	2,239	2,597	2,709	营业收入	1,887	2,589	3,336	4,123
现金	573	1,409	1,504	1,306	营业成本	776	932	1,180	1,437
应收账款	449	432	629	815	销售费用	448	616	807	998
存货	0	0	0	0	管理费用	305	435	571	705
其他流动资产	254	398	465	588	财务费用	2	2	2	2
非流动资产	448	646	1,113	1,992	营业利润	360	609	793	996
长期股权投资	44	69	107	145	利息收入	5	5	16	14
固定资产	46	83	130	196	投资收益	29	6	12	30
在建工程	0	0	0	0	利润总额	389	615	805	1,026
无形资产	192	265	582	1,287	所得税费用	37	58	76	97
其他非流动资产	166	228	294	363	少数股东损益	68	67	87	112
资产总计	1,725	2,885	3,710	4,701	归属母公司净利润	285	490	641	818
流动负债	342	385	482	541	EBIT	358	606	779	984
短期借款	23	16	17	19	EBITDA	432	702	940	1,271
应付账款	101	110	164	186					
其他流动负债	218	258	300	336					
非流动负债	40	33	33	36					
长期借款	38	31	30	33					
其他非流动负债	2	2	3	3					
负债合计	382	418	514	577					
少数股东权益	265	331	419	530					
归属母公司股东权益	1,078	2,135	2,776	3,594					
负债和股东权益	1,725	2,885	3,710	4,701					
现金流量表 (百万 元)					重要财务与估值指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	135	625	758	988	每股收益(元)	0.67	1.15	1.50	1.91
投资活动现金流	-197	-345	-678	-1,202	每股净资产(元)	2.52	4.99	6.49	8.40
筹资活动现金流	57	556	14	16	发行在外股份(百万 股)	428	428	428	428
现金净增加额	-5	836	95	-197	ROIC(%)	24.4%	22.9%	22.9%	22.5%
折旧和摊销	74	96	161	287	ROE(%)	26.4%	23.0%	23.1%	22.8%
资本开支	-108	-207	-525	-1,059					
营运资本变动	302	78	168	252	毛利率(%)	58.9%	64.0%	64.6%	65.2%
					销售净利率(%)	15.1%	18.9%	19.2%	19.8%
					资产负债率(%)	22.2%	14.5%	13.9%	12.3%
					收入增长率(%)	40.4%	37.2%	28.8%	23.6%
					净利润增长率(%)	144.4%	72.0%	30.8%	27.5%
					P/E	37.1	21.6	16.5	12.9
					P/B	9.8	5.0	3.8	2.9
					EV/EBITDA	24.6	15.1	11.3	8.4

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

