

买入

上半年收入平稳增长, TapTap 规模快速提升

心动公司 (2400. HK)

2020-09-17 星期一

投资要点

目标价: **50.4 港元**
 现价: 40.95 港元
 预计升幅: 23%

重要数据

日期	2020-09-21
收盘价 (港元)	40.95
总股本 (百万股)	454
总市值 (百万港元)	18,595
净资产 (百万港元)	2,329
总资产 (百万港元)	3,412
52 周高低 (港元)	47.90/11.26
每股净资产 (港元)	5.44

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Happy Today	34.71%
Aiks Danger Inc.	14.87%
樊舒旻	7.97%
沈晟	2.57%

相关报告

心动公司 (2400.HK) - 首发报告-
 20200313

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gzyq.com.hk

➤ 公司收入平稳增长, 略低于预期:

公司上半年实现收入 14.40 亿元, 同比增长 10.0%; 实现毛利 8.26 亿元, 同比下降 5.9%; 实现期内利润 2.60 亿元, 同比下降 20.5%。分业务来看, 公司收入主要由游戏业务和信息服务业务, 其中游戏业务实现收入为 11.88 亿元, 同比增长 8.1%, 占总营收比重为 82.4%; 信息服务实现收入为 2.53 亿元, 该业务收入主要来自 Taptap 的广告收入, 同比增长 19.9%。

➤ 部分核心游戏进入生命尾期, 新游戏上线节奏稍慢:

上半年平均游戏月活跃用户及平均付费用户数量分别同比上升 65.4% 及 52.2%, 该上升主要由于《香肠派对》在疫情期间有所爆发。目前公司有 880 名员工从事游戏研发工作, 共有 11 款游戏处于在研阶段, 其中三款预计下半年进入量产阶段: 分别是《火炬之光: 无限》、《心动小镇》、《项目 A》。

➤ TapTap 月活保持高增长, 商业化潜力初现:

上半年 Taptap 平台用户规模继续高速增长, Taptap 的平均月活跃人数同比增长 51.9% 至 2480 万人, 安卓用户通过 Taptap 平台进行游戏下载次数为 2.2 亿次, 同比增长 26.4%, 平台论坛新增发帖数量为 340 万贴, 同比增长 143.0%, 新增发帖数量的增速高于活跃人数增速, 反映出 TapTap 平台在用户数高速增长的同时, 用户的活跃度也在提升。

➤ 维持“买入”评级:

公司未来游戏业务及信息服务业务有较强的业务协同性, 业务发展值得长期看好, 我们将采用分布估值法。得到公司合理估值为 229 亿港元, 对应 2020 年 56 倍 PE, 给予公司 50.4 港元的目标价, 维持“买入”评级。

人民币百万元	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
营业额	1,887	2,838	3,236	3,934	4,881
同比增长	40.37%	50.39%	14.01%	21.59%	24.07%
净利润	285	347	368	531	713
同比增长	144%	22%	6%	44%	34%
净利润率	15.10%	12.21%	11.36%	13.49%	14.61%
每股盈利 (元)	0.63	0.76	0.81	1.17	1.57
PE	58.9	48.5	45.7	31.6	23.5

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

公司收入平稳增长，略低于预期：

公司上半年实现收入 14.40 亿元，同比增长 10.0%；实现毛利 8.26 亿元，同比下降 5.9%；实现期内利润 2.60 亿元，同比下降 20.5%。分业务来看，公司收入主要由游戏业务和信息服务业务，其中游戏业务实现收入为 11.88 亿元，同比增长 8.1%，占总营收比重为 82.4%；信息服务实现收入为 2.53 亿元，该业务收入主要来自 Taptap 的广告收入，同比增长 19.9%。公司上半年实现毛利 8.26 亿元，同比下降 5.9%，毛利率由去年同期的 67.0% 下降至 57.3%，毛利率下降主要是由于 1) 游戏业务中的代理游戏是按照总额法来确认收入，该业务毛利率较自研产品要低，因此代理游戏营收占比扩大导致游戏业务毛利率下降；2) 信息服务业务中，Taptap 的带宽及服务器托管费因为月活跃用户的大幅增长而增长，而公司在 Taptap 广告商业化进程上并没有很激进的推进，业务收入并没有随着用户大幅增长而增长，因此业务毛利率出现了下降。

图 1：公司历年收入情况（千元）

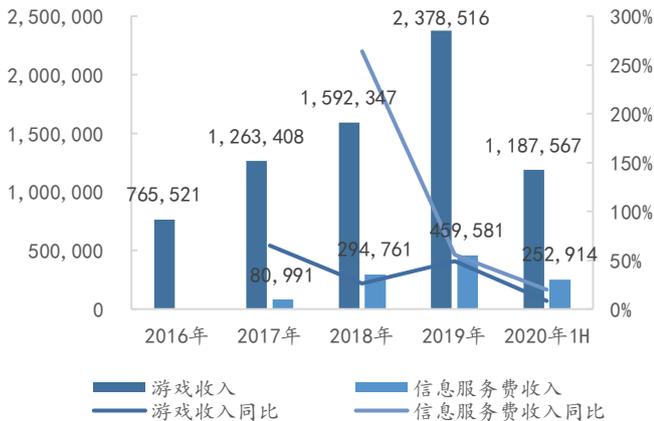
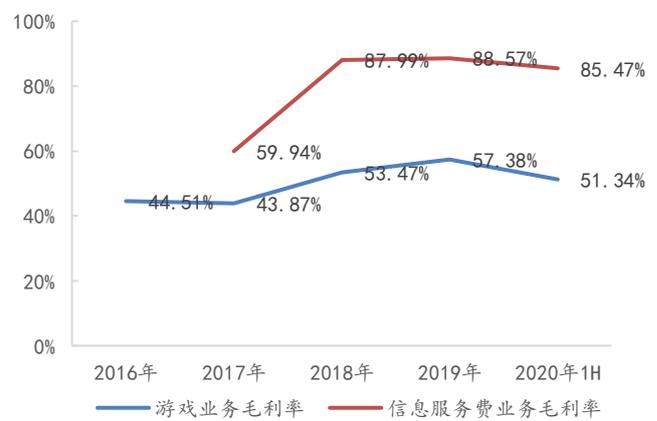


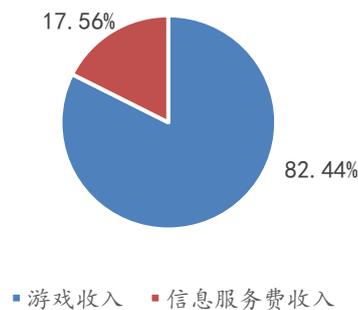
图 2：公司历年毛利率情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

图 3：2020 年中期各项业务占收入比重



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

部分核心游戏进入生命尾期，新游戏上线节奏稍慢：

上半年游戏业务实现收入为 11.88 亿元，同比增长 8.1%，收入增长低于我们预期。平均游戏月活跃用户及平均付费用户数量分别同比上升 65.4% 及 52.2%，该上升主要由于《香肠派对》在疫情期间有所爆发。目前公司游戏业务收入前 5 大产品分别是《仙境传说 M》、《不休的乌拉拉》、《香肠派对》、《蓝颜清梦》、《少女前线》。首先《仙境传说 M》上线至今已经三年半，我们认为该产品游戏生命周期已经到了末期，该游戏 2020 年上半年的收入同比有所下降，未来公司计划进行一次大的版本更新，来维持当年的收入水平。《不休的乌拉拉》自 2019 年 5 月份以来，已经在 50 个国家和地区上线，目前该游戏的月流水较上线之初有明显回落，我们预计未来下跌趋势将会持续。《香肠派对》上线时间超过三年半，在 2020 年一季度，该游戏的用户增长非常迅速，总下载量超过了一亿次，并且公司通过持续优化赛季及黄金季票系统，让该游戏的货币化程度有了极大提升，该产品仍有一定发展潜力。此外，上半年公司还在该游戏中加入了游戏内激励广告，丰富了游戏产品变现方式。目前公司有 880 名员工从事游戏研发工作，共有 11 款游戏处于在研阶段，其中三款预计下半年进入量产阶段：分别是《火炬之光：无限》、《心动小镇》、《项目 A》，但目前这三款产品还未拿到版号。

表 1：2020 年下半年将进入量产阶段产品（需要经过几轮测试后才能上线）

产品名称	项目详情
《火炬之光：无限》	该游戏为知名端游《火炬之光》授权，使用 UE4 引擎制作的一款暗黑类手游。该游戏于今年 7 月 CJ 现场开放了试玩，广受好评。
《心动小镇》	原《创想世界》项目改名。该项目为一款生活仿真社交游戏。该游戏已经完成了核心框架的搭建及一次小规模的内测。
《项目 A》	该游戏为一款使用 UE4 引擎制作的日式少女风的 MMORPG。该游戏预计将在今年确定名字并放出预告片。

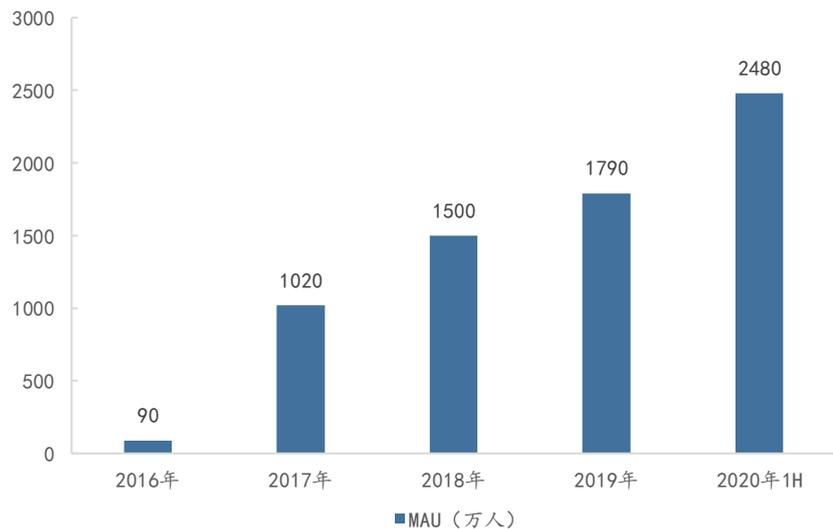
资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

TapTap 月活保持高增长，商业化潜力初现：

2020 年上半年信息服务收入为 2.53 亿元，同比增长 19.9%。收入增长主要系 Taptap 平台用户规模大幅增长，Taptap 的平均月活跃人数同比增长 51.9% 至 2480 万人，安卓用户通过 Taptap 平台进行游戏下载次数为 2.2 亿次，同比增长 26.4%，平台论坛新增发帖数量为 340 万贴，同比增长 143.0%，新增发帖数量的增速高于活跃人数增速，反映出 TapTap 平台在用户数高增长的同时，

用户的活跃度也在提升。我们预计下半年平台活跃用户会继续增长，主要是由于 TapTap 发行了优质的独家内容，例如独家发布的《江南百景图》，上线后连续 36 天位于 iOS 免费榜前三位，新玩家必须要下载 TapTap 平台才能下载游戏，《江南百景图》为 TapTap 成功吸引了大量新用户。相信未来各类独占游戏将构成 TapTap 的护城河。今年上半年，TapTap 为玩家提供了数十款独占游戏。上半年 Taptap 平台注册游戏开发商累计为 13000 家，较 2019 年底新增 1994 家，更多入驻开发商有助于平台在产业链上的地位提升。我们认为 Taptap 具备较高的价值，但目前并不是一个很好的商业化提速阶段。首先我们认为目前平台用户粘性及活跃度还未达到蜕变的量级，平台上的内容还需要不断打磨和扩张，需要吸引更多的游戏类 UGC 和 PUGC 在平台上产生内容，让用户能够了解到除了游戏产品评论以外，移动游戏行业里各类新闻和动态（类似专业游戏门户网的游戏频道）。这样才能让用户活跃度提升，产品才具备更高的商业化价值。另外公司于 8 月份增持 TapTap 平台公司易玩股份，公司将以 3.3 亿元收购 Taptap 公司易玩网络 18.34% 股权，持股比例将增加至 74.12%，增持股份公司未来将进一步强化与 Taptap 协同效应，公司计划未来将所有游戏产品的账号和 Taptap 账号打通。

图 4：TapTap 平台历年活跃用户（万人）



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

维持买入评级，目标价 50.4 港元：

公司未来游戏业务及信息服务业务有较强的业务协同性，业务发展值得长期看好，我们将采用分布估值法。**游戏业务：**假设公司 2021 年游戏业务收入 29.2 亿元，预 2021-2023 年游戏业务整体增速保持在 25% 以上，考虑港股市场游戏

公司平均估值水平以及公司在游戏研发及运营上的绝对优势，参考行业平均净利润水平，我们给予公司游戏业务 2021 年 20 倍 PE 估值，对应约 130 亿港元市值。**信息服务业务：**目前 TapTap 平台商业化程度还在提升阶段，收入仍将快速增长；未来公司可持续扩展广告投放位置及广告展现模式，进一步提升业务用户价值转化效率，另一方面，TapTap 平台 MAU 还有较高提升空间，预计在 2021 年将达到 3000 万以上。更多的用户能够直接提升业务收入规模潜力空间，给予该业务收入 2021 年 12 倍 PS 收入，对应估值约为 134 亿港元，公司持股比例为 74%，因此对应上市公司估值为 99 亿港元。综上，我们得到公司合理估值为 229 亿港元，对应 2020 年 56 倍 PE，给予公司 50.4 港元的目标价，维持“买入”评级。

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	1,887	2,838	3,236	3,934	4,881
成本	(776)	(1,066)	(1,195)	(1,549)	(1,879)
毛利	1,111	1,772	2,041	2,385	3,003
销售费用	(448)	(745)	(880)	(913)	(1,132)
研发费用	(198)	(318)	(395)	(401)	(449)
管理费用	(107)	(203)	(172)	(209)	(259)
其他收益	32	39	11	11	12
除税前溢利	389	545	605	873	1,174
所得税	(37)	(32)	(60)	(87)	(117)
净利润	353	513	544	786	1,057
净利润	285.0	346.6	367.5	530.6	713.3
(不含少数股东)					
增长					
总收入 (%)	40.4%	50.4%	14.0%	21.6%	24.1%
净利润 (%)	144.4%	21.6%	6.0%	44.4%	34.4%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
物业, 厂房及设备	46	87	96	105	116
无形资产	251	237	237	237	237
递延税项资产	8	11	11	11	11
投资	78	83	83	83	83
其他资产	65	74	82	90	99
固定资产合计	448	492	508	526	545
应收账款	449	406	463	563	699
预付款项	97	134	161	193	231
金融资产	157	497	497	497	497
货币资金	573	1,337	1,653	2,170	2,824
流动资产合计	1,276	2,374	2,775	3,423	4,251
应付账款	101	201	225	292	354
负债合同	91	99	105	122	147
客户预付款	9	16	17	17	18
其他负债	107	168	186	237	284
应交所得税	34	70	70	70	70
流动负债合计	342	554	603	739	873
递延税项负债	5	2	2	2	2
租赁	22	38	23	23	23
长期负债合计	27	40	25	25	25
股东权益合计	1,343	2,287	2,654	3,185	3,898

财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率 (%)	58.9%	62.4%	63.1%	60.6%	61.5%
EBITDA 率 (%)	20.6%	19.2%	18.7%	22.2%	24.1%
净利率 (%)	18.7%	18.1%	16.8%	20.0%	21.6%
ROE	26.3%	22.5%	20.5%	24.7%	27.1%
营运表现					
费用/收入 (%)	39.9%	44.6%	44.7%	38.7%	37.7%
实际税率 (%)	9.4%	5.9%	10.0%	10.0%	10.0%
应收账款天数	86	52	52	52	52
应付账款天数	47	68	68	68	68
财务状况					
负债/权益	0.95	1.04	1.05	1.07	1.09
收入/总资产	1.09	0.99	0.99	1.00	1.02
总资产/权益	1.28	1.25	1.24	1.24	1.23

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前收益	389	545	605	873	1,174
非现金调整	97	167	129	155	186
资本变动	(288)	144	(35)	3	(39)
已付所得税及利息	(25)	5	(60)	(87)	(117)
经营活动现金流	174	861	639	945	1,204
投资固定资产	(173)	(140)	(145)	(173)	(206)
其他金融资产变动	(27)	(329)	0	0	0
投资活动现金流	(200)	(469)	(145)	(173)	(206)
实收资本变动	1	(213)	(177)	(255)	(343)
融资	0	576	0	0	0
融资活动现金流	1	363	(177)	(255)	(343)
现金变化	(25)	755	316	516	654
期初持有现金	578	573	1,337	1,653	2,170
汇兑变化	20	9	0	0	0
期末持有现金	573	1,337	1,653	2,170	2,824

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>