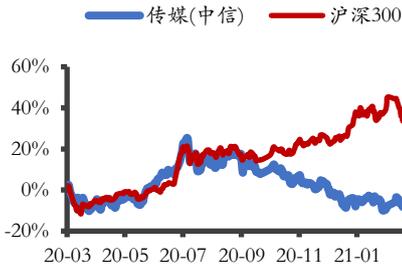


游戏：2020 年业绩整体向好，甄选标的的机会犹存

行业评级：增 持

报告日期：2021-03-29

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

研究助理：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

主要观点：

● 游戏行业：2020 年业绩整体向好，甄选标的的结构性机会犹存

近期，多家 A 股、港股游戏公司发布 2020 年业绩。2020 年，中国游戏行业保持较高景气度，在上半年“宅经济”影响下，实际销售收入同比增长 20.7%。从上市公司业绩来看，多数游戏公司营业收入及归母净利润均呈现同比增长态势。然而，从近期游戏公司股价表现来看，市场对于手游行业增速下滑以及买量成本上升的担忧依然存在。我们认为，4G 时代用户红利的末期，流量成本处于历史较高水平以及玩家对于游戏品质的高要求，使得手游研发商价值逐渐凸显。与此同时，随着新兴买量平台崛起，下游传统渠道的议价权逐渐降低。在此趋势下，**建议重点关注拥有零分成游戏平台 TapTap、且多款新游测试在即的心动公司。**

● 心动公司：多款新游测试在即，TapTap 社区化进程加速

自研游戏：随着公司研发投入持续增长，公司产品储备也初现规模。目前，公司共有 13 款游戏处于研发阶段，其中两款休闲游戏正处于篝火测试阶段，将于 2021 年进行全球化发行；此外，《心动小镇》等 4 款重磅游戏也将于 2021 年陆续开放封闭测试。**TapTap：**随着国内版社区化进程加速，用户规模及留存率有望进一步提升；此外，随着海外版的推出，TapTap 有望协同公司的全球化发行业务，打开海外游戏市场的广阔空间。

● 投资建议

在自研产品管线的协同下，TapTap 有望形成“研发-发行-平台”的正向循环，成长为全球化、全生态游戏服务平台，商业化潜力静待释放。1) **研发端：**TapTap 通过零分成等优惠政策和 TDS 等服务功能，吸引优质研发商入驻平台；同时公司自研游戏逐步上线，为平台提供独家优质内容。2) **发行端：**公司在游戏发行和运营端与 TapTap 深度结合，一方面以官方内容吸引平台用户，另一方面以用户数据反哺游戏厂商。3) **平台端：**借由独家优质内容和社区化改造，TapTap 用户规模和粘性的提升将大幅提升平台广告价值，同时将进一步反哺研发端，扩大公司的选择面。

● 风险提示

- 1) 游戏行业增速放缓的风险；
- 2) 游戏版号政策收紧的风险；
- 3) 新游戏延迟上线或流水表现不及预期的风险；
- 4) TapTap 平台社区化不及预期的风险。

正文目录

1 游戏行业：2020 年业绩整体向好，甄选标的机会犹存.....	4
2 心动公司：多款新游测试在即，TAPTAP 社区化进程加速.....	4
2.1 心动公司 2020 年业绩概览.....	4
2.2 业绩拆分：游戏业务营收稳定，TAPTAP 广告价值持续增长.....	7
2.3 核心看点：自研游戏协同下，TAPTAP 有望成长为全生态游戏服务平台.....	10
风险提示：.....	12

图表目录

图表 1 A 股、港股上市游戏公司 2020 年业绩	4
图表 2 公司历年营业收入及同比增长率	5
图表 3 公司历年归母净利润及同比增长率	5
图表 4 公司历年各项业务营收占比	5
图表 5 公司各项业务毛利率	6
图表 6 公司历年按净额/总额基准确认的收入占比	6
图表 7 公司历年研发费用及同比增长率	6
图表 8 公司历年网络游戏收入及同比增长率	7
图表 9 公司历年付费游戏收入及同比增长率	8
图表 10 公司历年信息服务业务收入及同比增长率	8
图表 11 TAPTAP 历年 MAU 及同比增长率	8
图表 12 《帕斯卡契约》TAPTAP 截图	9
图表 13 《江南百景图》TAPTAP 截图	9
图表 14 TAPTAP 社区界面	9
图表 15 TAPTAP 历年论坛帖子数量及同比增长率	9
图表 16 公司重点游戏储备情况	10
图表 17 TAPTAP 海外版界面	11

1 游戏行业：2020 年业绩整体向好，甄选标的机会犹存

近期，多家 A 股、港股游戏公司发布 2020 年业绩。2020 年，中国游戏行业保持较高景气度，在上半年“宅经济”影响下，实际销售收入同比增长 20.7%。从上市公司业绩来看，多数游戏公司营业收入及归母净利润均呈现同比增长态势。然而，从近期游戏公司股价表现来看，市场对于手游行业增速下滑以及买量成本上升的担忧依然存在。我们认为，4G 时代用户红利的末期，流量成本处于历史较高水平以及玩家对于游戏品质的高要求，使得手游研发商价值逐渐凸显。与此同时，随着新兴买量平台崛起，下游传统渠道的议价权逐渐降低。在此趋势下，建议重点关注拥有零分成游戏平台 TapTap、且多款新游测试在即的心动公司。

图表 1 A 股、港股上市游戏公司 2020 年业绩

上市地点	简称	代码	公告类型	营业收入(亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY (%)
A 股	三七互娱	002555.SZ	业绩预告	144.0	8.9%	27.8	31.3%
	完美世界	002624.SZ	业绩预告	-	-	15.1-15.7	0.5%-4.5%
	电魂网络	603258.SH	业绩预告	-	-	3.7-4.5	65.9%-93.3%
港股	腾讯控股	0700.HK	业绩公告	4820.6	27.8%	1598.5	71.3%
	网易-S	9999.HK	业绩公告	736.7	24.4%	120.6	-43.2%
	心动公司	2400.HK	业绩公告	28.5	0.3%	0.1	-97.4%
	祖龙娱乐	9990.HK	业绩预告	-	-	7.0-7.5	127.9%-192.4%
	IGG	0799.HK	业绩公告	7.0	5.5%	2.7	64.0%
	中手游	0302.HK	业绩公告	38.3	25.6%	7.0	182.4%
	友谊时光	6820.HK	业绩公告	21.8	29.2%	5.0	21.2%
	创梦天地	1119.HK	业绩公告	32.4	15.5%	-4.4	-225.4%

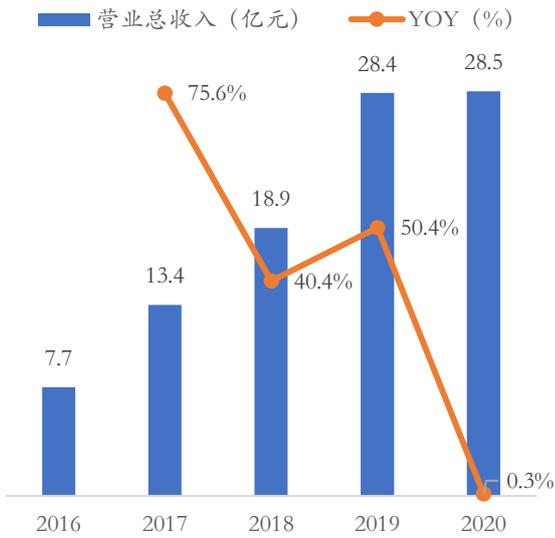
资料来源：Wind，华安证券研究所

2 心动公司：多款新游测试在即，TapTap 社区化进程加速

2.1 心动公司 2020 年业绩概览

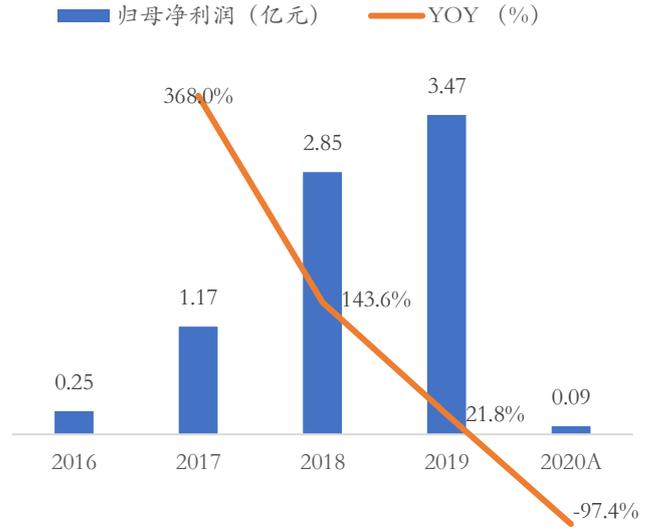
营业收入：2020 年公司共实现营业收入 28.5 亿元，同比增长 0.3%。分业务来看，游戏业务收入 23.32 亿元，同比下降-2%，占总营收比重持续下降至 81.9%，主要原因系《仙境传说 M》受生命周期影响，流水出现下滑，而《香肠派对》等代理游戏表现优异。信息服务收入 5.16 亿元，同比增长 12.2%，占总营收比重持续提升至 18.1%，主要系 TapTap 用户规模增长带动其广告价值提升。**归母净利润：**2020 年公司实现归母净利润 910 万元，同比下降-97.4%，主要原因系代理游戏占比增加导致毛利率下滑，以及研发投入的持续增长。

图表2 公司历年营业收入及同比增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表3 公司历年归母净利润及同比增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表4 公司历年各项业务营收占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

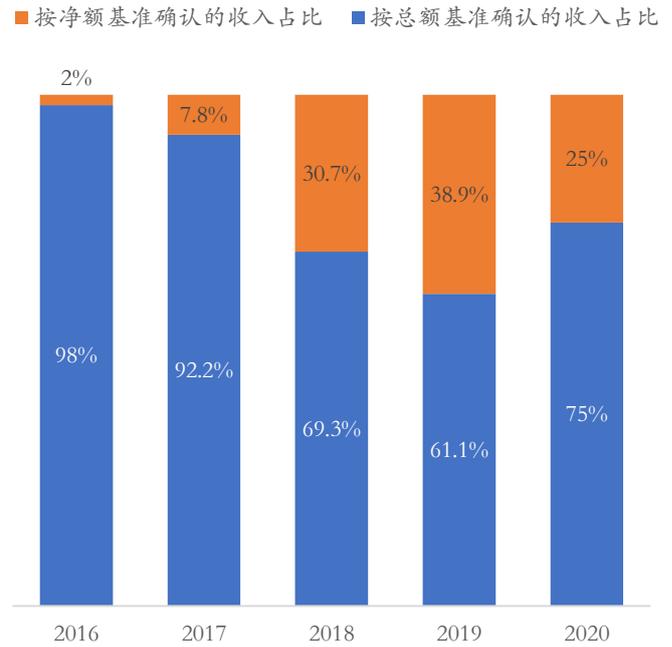
毛利率：公司2020年毛利率为53.8%，同比下降-8.6pct。分业务来看，主要系游戏业务的毛利率同比下降-10.6pct至46.8%。由于《不休的乌拉拉》、《香肠派对》、《蓝颜清梦》、《明日方舟》等代理游戏的稳健表现，按总额基准确认的游戏运营收入占游戏运营总收入的比例由61.1%增长至75%，而代理游戏的毛利率较自研游戏较低，导致整体毛利率下降。信息服务业务的毛利率同比下降-3.1pct至85.5%，维持稳定水平。

图表5 公司各项业务毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

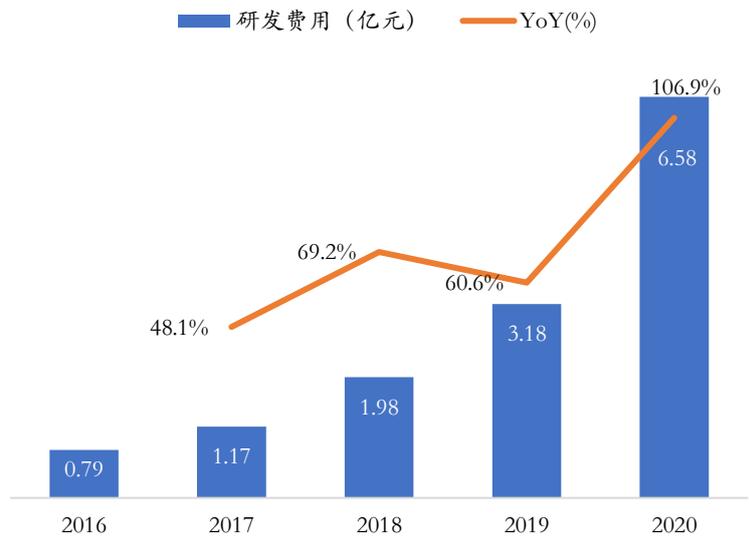
图表6 公司历年按净额/总额基准确认的收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

研发费用：公司2020年研发费用为6.58亿元，同比增加107%。研发费用大幅增加的主要原因系：1) 研发团队规模由2019年的806名增加至1355名，员工福利水平提高；2) 游戏研发以及TapTap相关的专业及技术服务开支增加。

图表7 公司历年研发费用及同比增长率



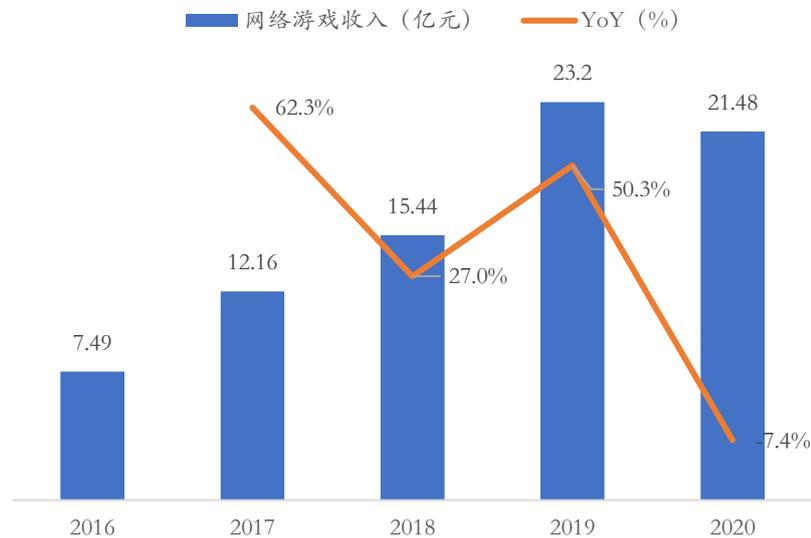
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 业绩拆分：游戏业务营收稳定，TapTap 广告价值持续增长

2.2.1 游戏业务：网络游戏营收稳定，付费游戏构筑口碑

网络游戏：自研游戏流水下滑，代理游戏表现优异。公司 2020 年网络游戏业务收入 21.48 亿元，同比下降 7.4%，其主要原因系自研游戏《仙境传说 M》收入下降，以及多款代理游戏在国内外的优异表现。1) **自研游戏：**受生命周期影响，《仙境传说 M》流水下滑。2020 年，公司无大体量自研游戏上线，而营收主力《仙境传说 M》已上线四年多时间，受生命周期的影响，游戏流水出现下滑。2) **代理游戏：**《香肠派对》商业化加速，多款新游海外发行成绩优异。其中，已上线三年的《香肠派对》在疫情期间用户增长迅速，并通过优化赛季及黄金季票系统、加入游戏内激励广告等方式进一步商业化；而于 2020H1 在香港、澳门、台湾等地区相继发行的《蓝颜清梦》和《明日方舟》也均取得优异成绩，驱动代理游戏收入提升。

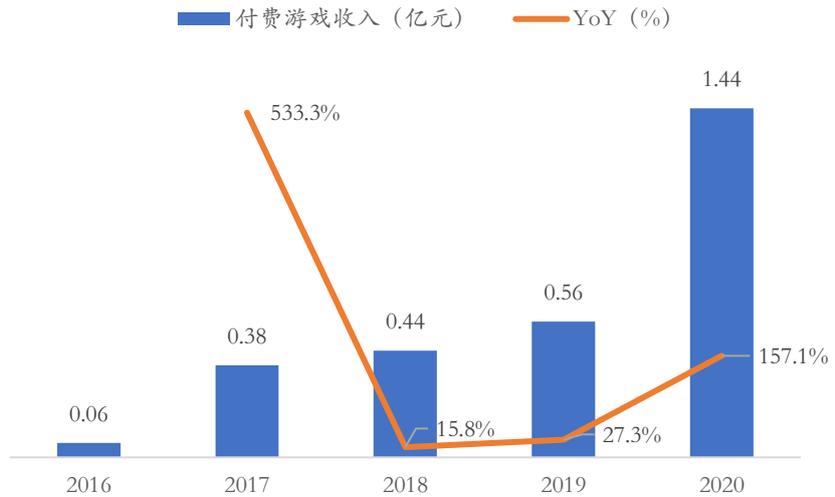
图表 8 公司历年网络游戏收入及同比增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

付费游戏：多款口碑游戏推出，带动收入高增。2020 年，公司付费游戏业务收入 1.44 亿元，同比增长 157.1%。主要原因系：1) 《人类跌落梦境》2020 年 11 月于 TapTap 推出，首周销量超过 20 万份；2) 《恶果之地》2019 年 12 月于任天堂 Switch 及 2020 年 5 月于 TapTap 推出，在任天堂 E 商店中被重点推荐；3) 《喵斯快跑》自 2018 年 6 月与中国和海外同步推出后，在社交媒体上广泛传播，至今表现稳定，总销量已超过 400 万份。公司通过丰富付费游戏矩阵，进一步提升了公司在核心玩家中的品牌认可度。

图表 9 公司历年付费游戏收入及同比增长率

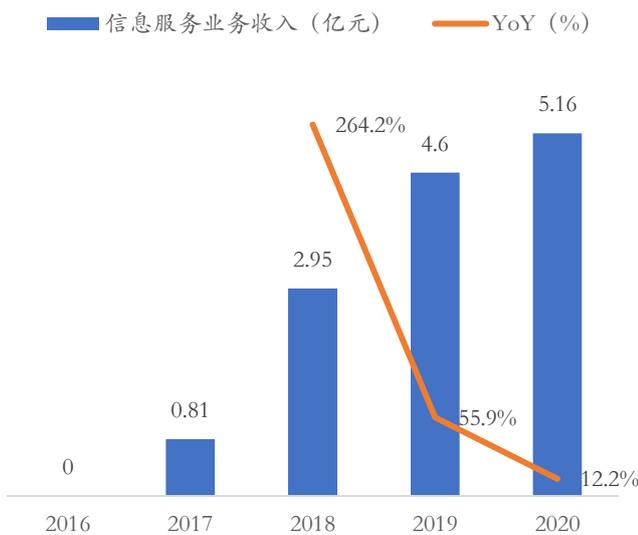


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2.2 信息服务业务：TapTap 社区化进程加速，广告价值持续增长

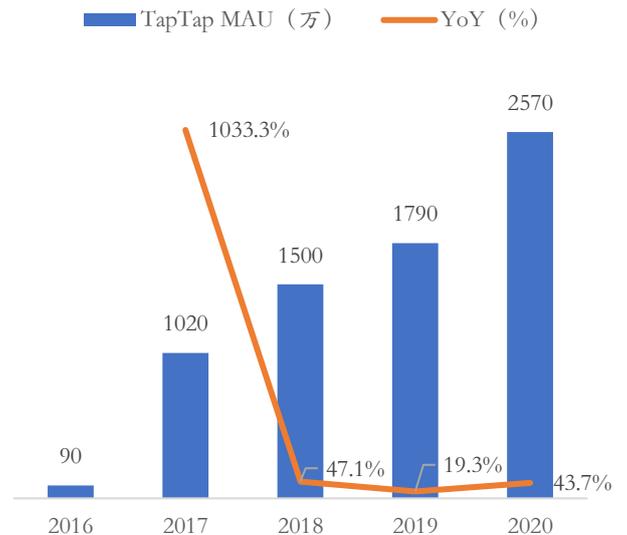
TapTap 广告价值持续提升，推动信息服务业务增长。公司 2020 年信息服务业务收入 5.16 亿元，同比增长 12.2%，原因系 TapTap 用户规模与留存双增长，平台的广告价值相应提升。2020 年，TapTap 平均 MAU 同比增长 43.7%至 2570 万人，游戏下载次数同比增长 15.8%至 4.08 亿次；新增发帖量同比增长 64%至 580 万。其主要原因系爆款独家游戏的上线以及持续的社区化改版，在吸引用户流量的同时，提升了用户在平台的活跃度和留存率。

图表 10 公司历年信息服务业务收入及同比增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 TapTap 历年 MAU 及同比增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

驱动力之一：独家游戏爆款叠出，推动 TapTap 用户规模增长。2020 年，共有数十款于国内安卓平台独占或限时独占的游戏在 TapTap 上线。其中，“黑魂 like”买断制手游《帕斯卡契约》作为首个亮相苹果发布会的中国游戏，获得游戏玩家的广泛关注，2020 年底销量破 100 万份；模拟经营类手游《江南百景图》成为暑期爆款，在 TapTap 的总下载量已超过 1100 万次。独家游戏的持续推出，使 TapTap 作为游戏分发渠道的价值进一步增长，用户规模随之不断提升。

图表 12 《帕斯卡契约》TapTap 截图



资料来源：TapTap，华安证券研究所

图表 13 《江南百景图》TapTap 截图



资料来源：TapTap，华安证券研究所

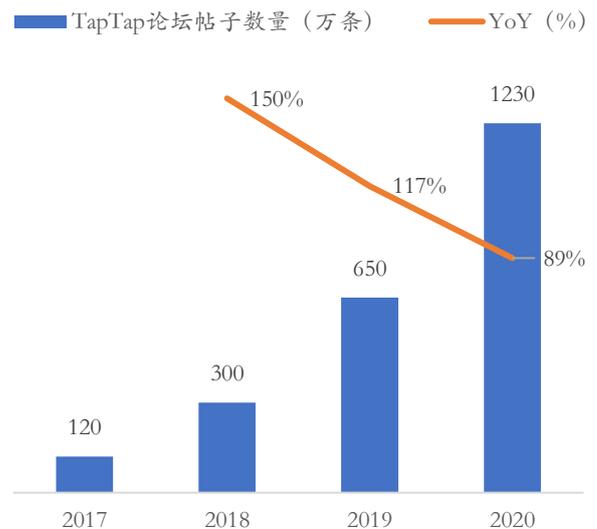
驱动力之二：社区化进程加速，用户规模与留存双提升。2020 年，TapTap 在产品形态上持续升级，通过界面设计的改版以及社交帐号的联动，社区化进程显著加速：1) UI 设计上，将一级界面由游戏排行改为 PGC/UGC 信息流，同时在图文之外，提供视频、直播等多形式内容，进一步完善社区生态建设；2) 社交关系上，通过打通 TapTap 与《香肠派对》等游戏内的账号体系，将游戏内社交关系进一步沉淀至社区；3) 算法推荐上，通过引入深度学习算法，提升内容推荐的效率和精准度；4) 推出“Tap 云玩”加码云游戏业务，通过全新的游戏场景进一步拓宽用户边界。

图表 14 TapTap 社区界面



资料来源：TapTap，华安证券研究所

图表 15 TapTap 历年论坛帖子数量及同比增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3 核心看点：自研游戏协同下，TapTap 有望成长为全生态游戏服务平台

2.3.1 自研游戏：多款新游测试在即，与 TapTap 协同效应有望增强

持续发力游戏自研，多款游戏即将进入测试阶段。2020 年，公司研发费用同比增长 107%至 6.58 亿元，占营收比例超过 23%，研发团队规模同比增长 68.1%至 1355 人。在连续多年的高投入下，公司产品储备初现规模。目前，公司共有 13 款游戏处于研发阶段，其中平台格斗类手游《Flash Party》和第三人称射击类游戏《T3》正处于篝火测试阶段，将于 2021 年进行全球化发行。此外，4 款重磅游戏将于 2021 年陆续开放封闭测试：1) 由 UE4 引擎制作暗黑类手游《火炬之光：无限》，2) 生活模拟社交游戏《心动小镇》，3) 由 UE4 引擎开发的日式少女风 MMORPG《Project A》，4) 像素风格角色扮演游戏《代号：SSRPG》。

图表 16 公司重点游戏储备情况

游戏图标	游戏名称	游戏类型	其他信息
	《Flash Party》	格斗类	处于篝火测试阶段，将于 2021 年全球发行
	《T3》	第三人称射击	处于篝火测试阶段，将于 2021 年全球发行
	《火炬之光：无限》	APRG	由 UE4 引擎制作的暗黑类手游，将于 2021 年开放封闭测试
	《心动小镇》	模拟社交	将于 2021 年开放封闭测试
暂无图片	《Project A》	MMORPG	由 UE4 引擎开发的日式少女风手游，将于 2021 年开放封闭测试
	《代号：SSRPG》	SRPG	像素风格的角色扮演游戏，将于 2021 年开放封闭测试

资料来源：公司公告，TapTap，华安证券研究所

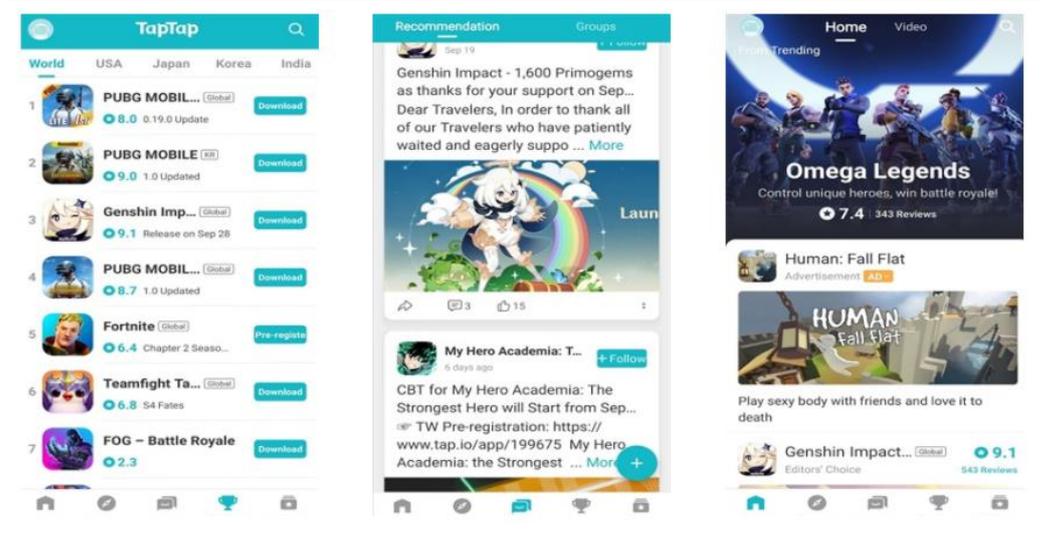
游戏研发目标明确，有望进一步与 TapTap 形成协同效应。公司在研的游戏产品定位于“全球化、全年龄向、长生命周期”，并且将在发行和运营方面与 TapTap 进行深度结合，战略目标明确，即通过自研体系与 TapTap 形成协同效应。**一方面**，自研游戏作为优质独家内容为 TapTap 引流，平台价值随着用户规模的扩大将持续提升；**另一方面**，随着 TapTap 平台价值的提升，公司的游戏研发将不再受限于 ROI 等指标，而能够根据用户需求，进行游戏品类上的探索创新。

2.3.2 TapTap：国内与海外市场同时发力，有望建成全生态游戏服务平台

国内版：To C 及 To B 功能进一步完善，用户规模及留存率有望持续提升。**To C 端：**2020 年，公司加快了 TapTap 的社区化改造进程。2021 年，公司有望通过 UI 界面设计、社交关系、算法推荐等方面的持续完善，结合精细化的游戏运营，提升用户粘性和留存率。**To B 端：**2020 年，公司在《香肠派对》等游戏中测试了 TDS (TapTap Developer Service) 功能模块，即通过免费提供用户数据分析、定向测试等功能服务于广大游戏厂商。2021 年，公司有望将 TDS 模块在其他第三方游戏中全面铺开，同时整合 TapTap 账号登录、好友同步、内嵌社交平台等功能，在服务于 B 端游戏厂商的同时，进一步完善社区化改造。

海外版：协同全球化发行业务，有望打开海外游戏市场广阔空间。2020 年，公司在多个国家和地区推出 TapTap 海外版，用户规模在 20Q4 实现高速增长，3 个月平均 MAU 达到 1070 万人。2021 年，随着多语言支持、本地化运营的进一步完善，以及公司两款休闲游戏《T3》和《Flash Party》的全球发行，TapTap 海外版用户规模有望继续保持高速增长。此外，从成本端看，由于 TapTap 海外版的产品底层逻辑和设计方向均与国内版一致，因此平台建设和维护成本相对可控，用户增长的边际成本较低。随着 TapTap 海外版用户规模的高速增长，公司有望通过协同游戏平台与全球化发行业务，复刻国内版的成功经验，进而打开海外游戏市场广阔空间。

图表 17 TapTap 海外版界面



资料来源：TapTap，华安证券研究所

在自研产品管线的协同下，TapTap 有望成长为全球化、全生态游戏服务平台，商业化潜力静待释放。**研发端：**TapTap 通过零分成等优惠政策和 TDS 等服务功能，吸引优质研发商入驻平台；同时公司自研游戏逐步上线，为平台提供独家优质内容。**发行端：**公司在游戏发行和运营方面与 TapTap 深度结合，一方面以官方内容吸引平台用户，另一方面以用户数据反哺游戏厂商。**平台端：**借由独家优质内容和社区化改造，TapTap 用户规模和粘性的提升将大幅提升平台广告价值，同时将进一步反哺研发端，扩大公司的选择面。TapTap 有望形成“研发-发行-平台”的正向循环，成长为全球化、全生态的游戏服务平台，商业化潜力静待释放。

风险提示：

- 1) 游戏行业增速放缓的风险；
- 2) 游戏版号政策收紧的风险；
- 3) 新游戏延迟上线或流水表现不及预期的风险；
- 4) TapTap 平台社区化不及预期的风险。

分析师与研究助理简介

姚天航，传媒行业高级研究员，中南大学本硕。三年传媒上市公司经验，曾任职于东兴证券、申港证券，2020年加入华安证券研究所。

郑磊，传媒行业高级研究员，英国萨里大学银行与金融专业硕士。三年买方传媒行业研究经验，两年传媒上市公司内容战略和投资经验，2020年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。