

自研游戏持续兑现,Taptap 发展可期

华泰研究

2025 年 1 月 17 日 | 中国香港

首次覆盖

文化娱乐

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

36.68

研究员

SAC No. S0570523100001

吴琚

wujun023190@htsc.com

+(86) 755 8249 2388

研究员

SAC No. S0570520040004

SFC No. BPX711

朱琚

zhujun016731@htsc.com

+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(港币)	36.68
收盘价(港币 截至 1 月 16 日)	23.90
市值(港币百万)	11,736
6 个月平均日成交额(港币百万)	92.49
52 周价格范围(港币)	7.47-28.05
BVPS(人民币)	3.63

股价走势图



资料来源: S&P

首次覆盖心动公司并给予“买入”评级，目标价 36.68 港币。公司目前游戏+社区业务双轮驱动增长，游戏业务 2023/24H1 占营业收入分别为 61.7%/66.9%，自研游戏突破助力游戏收入占比提升；社区业务得益于近年来中国市场推出的新游戏数量增加带来的营销需求和广告收入增加，TapTap 平台业务收入已连续多年实现稳定增长。

游戏：自研业务步入兑现周期，新品驱动双主业正向循环

公司自 22 年主动对自研游戏业务进行调整后，自研业务表现显著提升，先后推出多款自研热门产品。后续看，我们认为存量核心产品均已步入成熟阶段，且依托于公司 TapTap 平台+长线能力，生命周期有望延长，持续为公司贡献稳定收益，另一方面自研能力方面的短板得到补齐，后续有望持续为公司游戏业务及 TapTap 平台提供高质量产品，推动飞轮效应显现。

TapTap：优质渠道+社区属性，有望持续增加广告变现

作为优质游戏分发渠道，TapTap 依靠零分成+不联运模式，不断吸引游戏开发商入驻；作为游戏社区，TapTap 凭借繁荣的 UGC 生态和大量优质的独占内容吸引用户。2024H1 TapTap 的平均月活为 4324 万；自 24 年初至 10 月中，TapTap 游戏下载总量为 7.5 亿次。我们认为，过去平台广告收入增加主要系活跃用户数增加，未来随着平台自研游戏表现亮眼且后续储备丰富，加之第三方游戏数量增加，独占游戏数量预计持续提升；另一方面公司广告效率及用户付费深度提升，平台广告收入有望量价齐升。

相比于市场观点，我们对游戏流水稳定性及 Taptap 的商业化空间更加乐观。市场认为核心游戏产品流水短期增长缺乏动力。我们认为，公司自研游戏的成功并不是偶然，背后是公司游戏团队的持续经验积累。后续看，虽然《出发吧麦芬》产品受生命周期影响流水将自然回落衰减，但是海外版本推出会持续贡献增量，且《心动小镇》流水仍处于爬坡期，游戏业务流水将保持平稳。市场认为 Taptap 平台用户规模增长较慢，我们认为 Taptap 定位为游戏社区及平台，前期商业化较为克制，未来有较大的优化空间。

盈利预测与估值

我们预测公司 24-26 年归母净利润为 6.06/7.31/8.37 亿元，同比扭亏/+20.55%/+14.51%，对应 EPS1.23/1.49/1.70 元。我们采用 SOTP 法对公司估值，游戏业务给予 25 年 14.3XPE，估值 59.5 亿元；Taptap 平台业务给予 25 年 5XPE，估值 108 亿元，公司总体目标市值 167.5 亿人民币，目标价 36.68 港币（人民币/港币取 0.93）。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：老游戏流水下滑，游戏行业政策变化，社区生态发展不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	3,431	3,389	4,986	5,358	5,763
+/-%	26.92	(1.22)	47.10	7.47	7.56
归属母公司净利润(人民币百万)	(553.50)	(83.04)	606.37	730.97	837.02
+/-%	(35.92)	(85.00)	(830.22)	20.55	14.51
EPS(人民币，最新摊薄)	(1.13)	(0.17)	1.23	1.49	1.70
ROE(%)	(26.40)	(4.62)	30.13	27.26	24.16
PE(倍)	(19.72)	(131.43)	18.00	14.93	13.04
PB(倍)	5.78	6.39	4.71	3.58	2.81
EV/EBITDA(倍)	(27.65)	64.99	23.30	17.12	13.13

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,431	3,389	4,986	5,358	5,763
销售成本	(1,596)	(1,321)	(1,829)	(1,971)	(2,122)
毛利润	1,835	2,068	3,156	3,387	3,641
销售及分销成本	(922.68)	(865.24)	(1,555)	(1,618)	(1,729)
管理费用	(233.85)	(224.61)	(329.04)	(348.26)	(363.06)
其他收入/支出	(1,247)	(983.74)	(1,050)	(1,130)	(1,200)
财务成本净额	(30.16)	(29.87)	31.16	18.71	8.11
应占联营公司利润及亏损	38.20	4.99	21.00	21.00	21.00
税前利润	(559.83)	(30.10)	273.75	330.00	377.88
税费开支	(14.18)	(35.26)	320.73	386.64	442.73
少数股东损益	(20.52)	17.68	(11.89)	(14.33)	(16.41)
归母净利润	(553.50)	(83.04)	606.37	730.97	837.02
折旧和摊销	(179.95)	(144.67)	(134.42)	(154.16)	(176.79)
EBITDA	(349.72)	144.44	377.01	465.45	546.55
EPS (人民币, 基本)	(1.13)	(0.17)	1.23	1.49	1.70

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	301.60	358.63	333.81	410.34	390.06
现金及现金等价物	3,098	3,207	3,882	4,857	5,543
其他流动资产	490.80	147.66	129.32	168.34	151.82
总流动资产	3,891	3,713	4,345	5,436	6,084
固定资产	96.21	43.69	45.51	40.43	28.44
无形资产	256.38	233.42	217.30	244.85	263.17
其他长期资产	552.96	419.23	556.78	554.69	626.04
总长期资产	905.55	696.34	819.60	839.97	917.65
总资产	4,796	4,409	5,164	6,276	7,002
应付账款	502.10	470.15	546.20	767.97	764.72
短期借款	120.40	97.63	64.62	84.62	104.62
其他负债	248.00	1,814	1,833	1,833	1,833
总流动负债	870.50	2,382	2,444	2,686	2,702
长期债务	0.00	0.00	60.00	60.00	60.00
其他长期债务	2,020	158.64	197.08	350.49	239.01
总长期负债	2,020	158.64	257.08	410.49	299.01
股本	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
储备/其他项目	1,888	1,709	2,315	3,046	3,883
股东权益	1,888	1,709	2,316	3,047	3,884
少数股东权益	17.32	159.58	147.69	133.36	116.94
总权益	1,906	1,869	2,463	3,180	4,001

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	(19.72)	(131.43)	18.00	14.93	13.04
PB	5.78	6.39	4.71	3.58	2.81
EV EBITDA	(27.65)	64.99	23.30	17.12	13.13
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	0.89	3.52	6.00	6.98	7.69

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	(349.72)	144.44	377.01	465.45	546.55
融资成本	30.16	29.87	(31.16)	(18.71)	(8.11)
营运资本变动	550.30	254.16	119.21	106.21	33.57
税费	(14.18)	(35.26)	320.73	386.64	442.73
其他	(544.44)	(157.75)	29.03	(2.29)	(12.89)
经营活动现金流	(327.88)	235.45	814.83	937.30	1,002
CAPEX	(91.10)	(16.46)	(130.00)	(180.00)	(180.00)
其他投资活动	321.71	360.31	(68.24)	179.87	(164.94)
投资活动现金流	230.61	343.86	(198.24)	(0.13)	(344.94)
债务增加量	23.40	(22.77)	26.99	20.00	20.00
权益增加量	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(171.55)	(477.94)	31.16	18.75	8.11
融资活动现金流	(148.15)	(500.71)	58.15	38.75	28.11
现金变动	(245.41)	78.60	674.74	975.92	685.02
年初现金	3,165	3,098	3,207	3,882	4,857
汇率波动影响	178.77	30.14	0.00	0.00	0.00
年末现金	3,098	3,207	3,882	4,857	5,543

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	26.92	(1.22)	47.10	7.47	7.56
毛利润	49.67	12.70	52.59	7.30	7.50
营业利润	(40.57)	(99.08)	(4,343)	31.01	20.14
净利润	(35.92)	(85.00)	(830.22)	20.55	14.51
EPS	(35.92)	(85.00)	(830.22)	20.55	14.51
盈利能力比率 (%)					
毛利率	53.49	61.03	63.31	63.21	63.17
EBITDA	(10.19)	4.26	7.56	8.69	9.48
净利润率	(16.13)	(2.45)	12.16	13.64	14.52
ROE	(26.40)	(4.62)	30.13	27.26	24.16
ROA	(11.25)	(1.80)	12.67	12.78	12.61
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(157.69)	(181.91)	(162.25)	(154.69)	(138.48)
流动比率	4.47	1.56	1.78	2.02	2.25
速动比率	4.47	1.56	1.78	2.02	2.25

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.70	0.74	1.04	0.94	0.87
应收账款周转天数	31.07	35.07	25.00	25.00	25.00
应付账款周转天数	83.98	132.50	100.00	120.00	130.00
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA

每股指标 (人民币)

EPS	(1.13)	(0.17)	1.23	1.49	1.70
每股净资产	3.85	3.48	4.72	6.20	7.91

正文目录

核心推荐逻辑.....	5
公司概况：游戏、平台协同发展，TapTap 助力“发现好游戏”.....	6
公司业务：游戏与信息业务相互协同，打造独特游戏体验	6
财务简况：营收在波动中增长，信息服务逐步崛起	7
游戏业务：自研产品迈入兑现期，研发能力验证	10
复盘：代理转型自研成功，自研能力驱动双主业正向循环	10
模式：代理+自研并行，构建多元化产品矩阵	12
24 年新游表现突出，《麦芬》出海可期，《心动小镇》表现优异	14
核心存量产品：长线运营能力较强，但流水进入自然衰减周期	16
TapTap 平台：优质游戏渠道+社区，商业价值持续释放.....	18
领先的游戏分发渠道和社区，广告变现为核心商业模式	18
平台收入增长强劲，毛利率水平高	19
社区属性+独占内容构筑平台核心竞争力	20
历史广告收入增长由用户数增长驱动，未来有望量价齐升打开增长空间	21
盈利预测与估值	24
股价复盘.....	26
风险提示.....	26

图表目录

图表 1： 公司主营业务布局	6
图表 2： 公司发展历程	7
图表 3： 2019-24H1 年营收、归母净利润及增速	8
图表 4： 2019-24H1 公司主营业务收入构成情况	8
图表 5： 2019-24H1 年期间费用率变化情况	9
图表 6： 2019-24H1 年毛利率、净利率	9
图表 7： 公司游戏时间轴（游戏营收单位：亿元）	10
图表 8： 2016-19 年公司游戏业务快速增长	10
图表 9： 2019-21 年公司游戏业务毛利、研发费用及归母净利润	10
图表 10： 2016-24H1 年公司游戏业务营收及同比增速	11
图表 11： 2019-23 年公司游戏在研游戏数量（右轴）及游戏开发人员数量（左轴）	11
图表 12： 公司主要产品矩阵	12
图表 13： 公司在运营主要产品梳理	12
图表 14： 公司 2019 年以来前五大网络游戏梳理	13
图表 15： 公司主要自研产品梳理	13
图表 16： 公司主要代理产品梳理	14
图表 17： 《出发吧麦芬》国内 iOS 游戏排名	14

图表 18: 《香肠派对》国内 iOS 游戏排名.....	16
图表 19: 《仙境传说 M》国内 iOS 游戏-畅销榜排名.....	17
图表 20: 《不休的乌拉拉》国内 iOS 游戏-畅销榜排名.....	17
图表 21: TapTap 社区论坛.....	18
图表 22: TapTap 游戏建议上线流程.....	18
图表 23: TapTap 推广位及基础信息.....	19
图表 24: TapTap 注册开发商数量.....	19
图表 25: 2017-24H1TapTap 广告收入及增速和占总营收比.....	20
图表 26: 2020-24H1TapTap 广告业务毛利率.....	20
图表 27: TapTap 与自研游戏的飞轮效应.....	21
图表 28: 2017-24H1TapTapMAU 及增速.....	22
图表 29: 2017-22 年 TapTap 游戏下载次数.....	22
图表 30: 2017-2022TapTap 广告业务转化比率.....	22
图表 31: 心动公司广告收入/下载次数 (元).....	22
图表 32: TapTap2023 年转化比率和单价分析.....	23
图表 33: 心动公司盈利预测 (单位: 百万元).....	25
图表 36: 心动公司股价复盘.....	26
图表 37: 心动公司 PE-Bands.....	26
图表 38: 心动公司 PB-Bands.....	26

核心推荐逻辑

心动公司游戏与社交业务双轮驱动，2024H1 营收 22.2 亿元，同比增长 26.7%，其中游戏业务收入 14.86 亿元，占比 66.9%，TapTap 平台收入 7.34 亿元，占比 33.1%。公司旗下有多款成功的游戏产品，如《出发吧麦芬》自上线以来表现出色，在多个地区取得了不错的成绩，《心动小镇》也深受玩家喜爱，持续保持较高的热度；此外 TapTap 平台依靠零分成+不联运模式，不断吸引游戏开发商入驻，且凭借繁荣的 UGC 生态和大量优质的独占内容吸引用户。我们的核心推荐逻辑包括：

1. 游戏：自研业务步入兑现周期，新品驱动双主业正向循环

24 年公司自研游戏产品持续突破，24H1 游戏业务收入收入同增 29.3 至 14.9 亿元；游戏业务毛利率同比提升 12.6pct 至 59.9%，主因自研游戏收入增加，其中《出发吧麦芬》《心动小镇》上线后位居 iOS 免费榜及 TapTap 热门榜前列。我们认为公司游戏自研能力方面的短板得到补齐，后续有望持续为公司游戏业务及 TapTap 平台提供独占高质量产品。此外，我们认为公司核心自研产品在海外有望持续突破，为公司带来流水增量。

2. TapTap：优质独占内容+社区属性，有望量价齐升持续增加广告变现

TapTap 是领先的游戏社区和分发渠道，用户可以在 TapTap 社区查看丰富的手游资料库、游戏测评与评分、游戏预约与下载。同时 TapTap 为游戏开发商提供在线推广、游戏分发、游戏测试等服务。作为游戏社区，TapTap 采取“不联运”模式，且凭借繁荣的 UGC 生态和大量优质的独占内容吸引用户，提高用户的数量和质量。我们认为，一方面公司自研游戏表现亮眼且后续储备丰富，加之第三方游戏数量增加；另一方面，公司广告效率和用户质量不断提升，未来平台广告收入有望量价齐升，获得更大增长空间。

我们与市场的不同之处：

1) 市场认为核心游戏产品流水后续将下滑，短期增长缺乏动力。

我们认为，公司自研游戏的成功并不是偶然，24 年《出发吧麦芬》《心动小镇》上线后，均取得了较好的流水表现，但背后是公司游戏团队的持续经验积累，我们认为公司通过核心产品的成功，已经证明了自研产品的输出能力，后续看，虽然《出发吧麦芬》产品受生命周期影响流水将自然回落衰减，但是海外版本推出会持续贡献增量，且《心动小镇》流水仍处于爬坡期，游戏业务短期看流水将保持平稳，中长期看新品推出成功率有望提升，带动公司整体流水再上台阶。

2) 市场认为海外手游市场竞争加剧，游戏出海策略实行难度较大。

我们认为，一方面公司新游有望贡献业绩增量，同时海外存量产品流水有较强韧性。公司《铃兰之剑》24 年上线美日韩等热门地区，首日成绩即登顶了美国、日韩 GooglePlay 免费榜第一的位置，还进入了全球 54 个国家或地区的免费榜 Top10。根据点点数据统计，《铃兰之剑》8 月双端累计收入超 2000 万元。我们认为，心动公司出海产品具备竞争力，随着未来新品上线及国服产品出海，看好未来出海游戏对业务收入、利润端的同步提升。

3) 市场认为 TapTap 平台用户规模增长较慢，缺乏商业化潜力

我们认为，TapTap 定位为游戏社区及平台，前期商业化较为克制，未来有较大的优化空间。2023 年，平台在 MAUs 有所下滑的情况下，依然实现了 33% 的广告收入增长，得益于广告需求的增加和公司广告系统效率的持续提高，带来的转化比率的显著提升（单价或有轻微增加）。展望后续，平台的流量增长将持续带动广告价值及广告收入的提升。

公司概况：游戏、平台协同发展，TapTap 助力“发现好游戏”

公司业务：游戏与信息业务相互协同，打造独特游戏体验

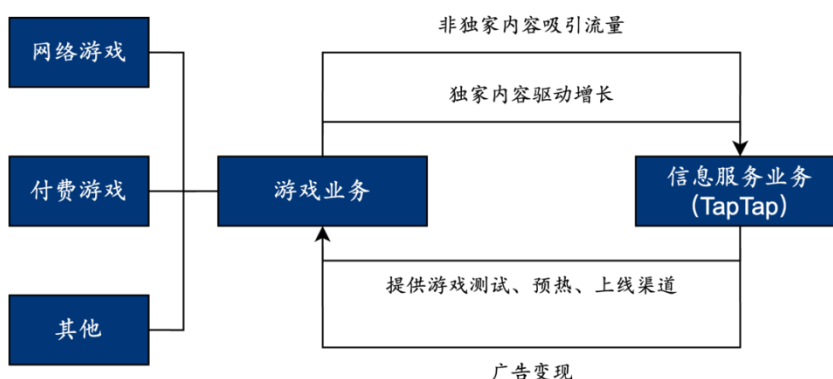
心动公司成立于 2011 年，前身为中国最早的互联网分享网站之一的 VeryCD，后开始转型手游并不断拓展海外市场。2016 年，心动公司推出了专注于为玩家提供高质量手游推荐和下载服务的平台——TapTap，成为国内外手游发行和推广的重要平台。2019 年，心动公司成功在港交所挂牌上市。

营收结构看，游戏业务占据公司营业收入最大比重。2023 年，游戏板块收入占总营收的 61.70%，信息服务收入为 12.97 亿元，占总营收的 32.63%。2024H1，公司游戏板块收入 14.86 亿元，占总营收 66.9%；信息服务收入为 7.34 亿元，占总营收 33.1%。

1) 游戏业务：截至 2024H1，公司游戏组合包括 20 款网络游戏及 33 款付费游戏。核心游戏如《出发吧麦芬》《心动小镇》《香肠派对》、《火炬之光：无限》、《仙境传说 M》活跃用户数及流水表现出色。2024 年 7 月，自研游戏《心动小镇》在中国内地市场上线并大受欢迎，上线首月取得了超过 2500 万次下载。自研放置类游戏《出发吧麦芬》于 2024 年 1 月在中国港澳台地区上线，并多次登顶三地苹果商店的游戏畅销榜，国服 5 月上线后，iOS 畅销榜排名持续爬升，最高排名第 4 名，根据《2024TapTap 移动游戏行业白皮书》，截止今年 10 月中旬，《心动小镇》的下载次数超过了 3000 万次，成为 TapTap 下载最高的游戏。

2) 信息服务业务：TapTap 平台是公司的核心竞争力和驱动力之一。公司游戏研发和发行为 TapTap 提供优质的独家内容，驱动其用户增长。同时，TapTap 的产品及运营优势将增加用户数量、产生收入，再通过 TapTap 反哺游戏厂商内容创作，从而产生更多优质内容。2021 年以来公司对 TapTap 的产品及技术架构进行了一系列的升级及机器学习算法的深度运用，TapTap 的游戏分发效率和广告系统的效率都得到明显提高。截至 24H1，TapTap 中国版 App 的平均 MAU 为 4320 万人，同增 27.3%，主因市场新游上线且其中一些游戏与 TapTap 达成了独家或深度的合作，及公司增加营销活动。

图表1：公司主营业务布局



资料来源：公司年报、华泰研究

公司主要发展历程可分为以下三个主要阶段：

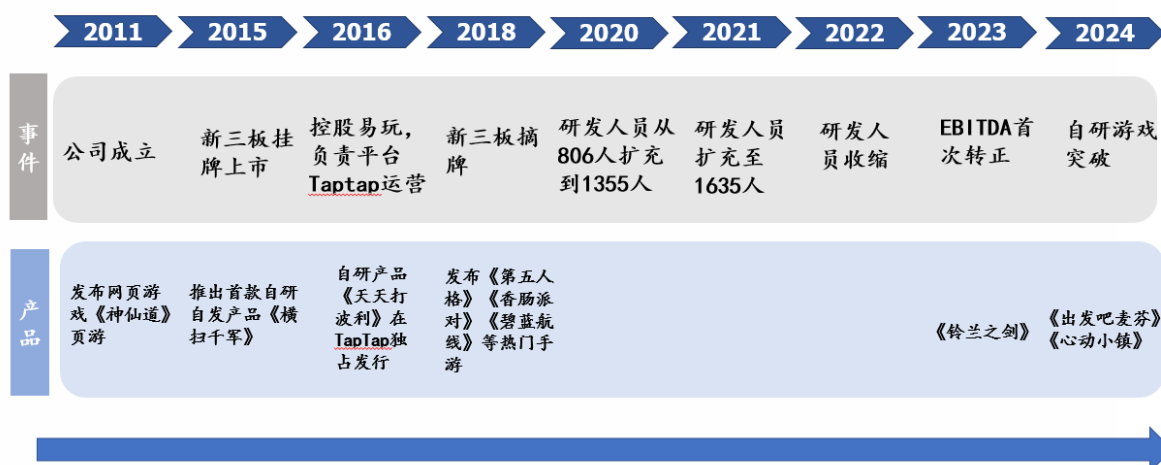
1) 2011-2015 年：页游起家，转型手游，积极开拓海外市场。2011 年发布网页游戏《神仙道页游》最高月流水突破 1.5 亿元，心动也借此正式成为页游领域头部玩家，并进入页游开发与运营时期。2014 年与韩国页游发行商合作，进入韩国市场，踏出出海第一步。2015 年获得《仙境传说 RO》研发授权，并推出首款自研自发自发手游《横扫千军》，公司“页游转手游”顺利进行。

2) 2016-2021 年：积极布局全产业链，平台和游戏协同发展。2016 年公司投资成立易玩科技，同年 4 月推出游戏平台 TapTap。TapTap 以其严格的审核机制和优质的内容推荐，加之“不联运、零分成”的游戏分发模式，赢得了玩家和开发者的广泛认可。2017 年，公司控股龙成，进一步发展海外游戏运营与发行服务。2019 年 12 月，心动公司于港交所挂牌上市。2020 年公司增发募资约 7.67 亿港币，用以游戏和平台研发投入。2018-2021 年，公司上线多款自研和代理游戏，包括《香肠派对》《不休的乌拉拉》《火力苏打》等。

3) 2021-2023 年：战略收缩，注重精细化游戏运作。由于前期在研游戏产品多，跨度大，资源分配不均，多款游戏研发周期延长且上线后反响不及预期。同时，国内政策端收紧，行业遇冷，加剧了公司营收面临的挑战。因此，2022 年公司调整战略，注重游戏的投入产出比，注重精细化运作，将资源集中于核心产品的研发上。同时，公司对前一阶段过度扩张的团队进行精简优化，降本增效，实现了亏损的收窄。

4) 2024 年至今：多款自研游戏表现亮眼，带动平台用户增长。2024 年 1 月和 5 月，公司分别在港澳台市场和中国内地市场上线了《出发吧麦芬》，皆取得了较好的成绩。2024 年 7 月，公司在内地上线了《心动小镇》，上线首月下载量即超过 2500 万。《心动小镇》发行与 TapTap 平台紧密合作，带动平台用户增长和更广泛的用户认知。

图表2：公司发展历程



资料来源：公司年报、华泰研究

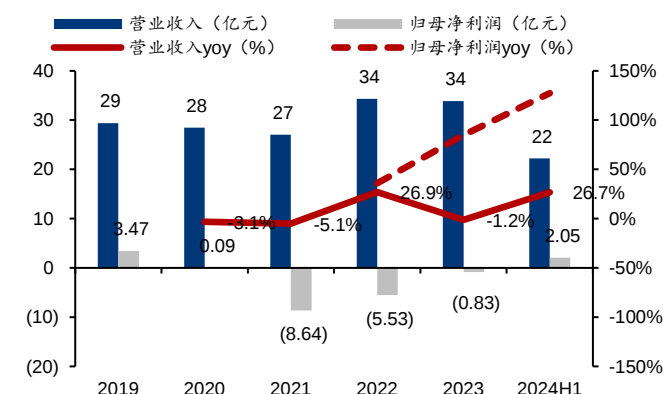
公司核心团队股权集中，核心高管经验丰富。公司创始人黄一孟是公司的控股股东和实际控制人，截至 10 月持有心动公司 33.38% 股权。创始团队的持股比例较高，确保了公司股权的稳定性和控制权的集中。此外，黄一孟和戴云杰在游戏、通信、技术及互联网行业有超过 15 年的经验，有利于公司的长期稳定发展。

财务简况：营收在波动中增长，信息服务逐步崛起

公司营收略有波动，TapTap 平台业务推动业绩稳步增长。2019-23 年公司营收略有波动，但总体呈现增长趋势。其中，2021 年营收同比减少 13.8% 至 20.11 亿元，主要由于处于成熟期的现有游戏收入减少。2023 年公司实现营收 33.56 亿元，同比下降 1.22%，主因公司部分核心游戏收入下降。24H1 得益于公司降本增效措施取得成效，同时新的自研游戏表现亮眼，公司实现营收 22.2 亿元，同比增加 26.7%。TapTap 平台业务收入已连续多年实现稳定增长，2019-23 年平台营业收入从 4.60 亿元提升至 12.96 亿元，得益于近年来中国市场推出的新游戏数量增加带来的营销需求和广告收入增加。24H1 公司平台收入 7.34 亿元，同比增长 27.3%，主因自研游戏（《心动小镇》等）带动平台用户显著增长，进而带来营收增长。

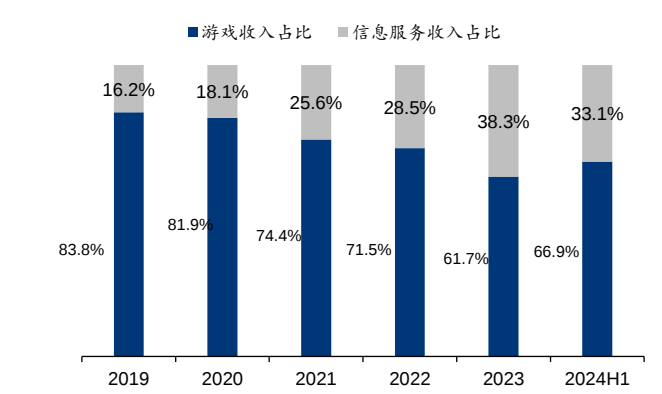
分板块看，信息服务营收占比不断提升。2019-23 年，公司游戏业务营收占比下降，由 2019 年的 83.8% 逐年降低至 2023 年的 61.7%。游戏业务方面，多款老游戏如《仙境传说 M》和《不休的乌拉拉》等进入成熟期，收入逐渐减少。而 TapTap 平台收入持续增长，贡献营收比重持续提高。24H1，因公司《铃兰之剑》《出发吧麦芬》表现出色，拉动游戏营收，游戏业务收入占比由去年同期的 65.6% 增加至 66.9%。

图表3：2019-24H1 年营收、归母净利润及增速



资料来源：公司公告、华泰研究

图表4：2019-24H1 公司主营业务收入构成情况



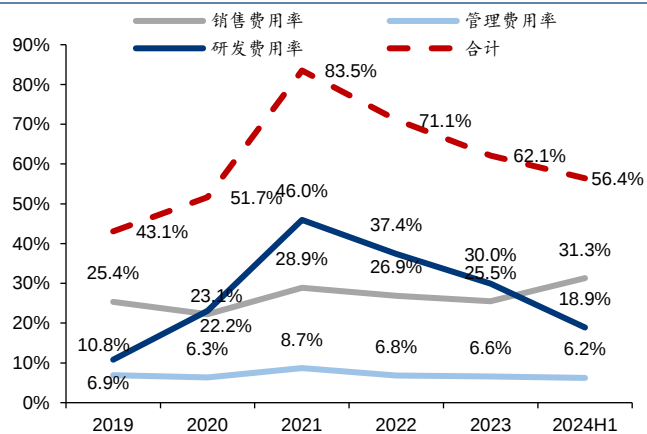
资料来源：公司公告、华泰研究

期间费用率整体先增后降，降本增效成效显著。2019-21 年由于公司大幅增加研发人员数量并提升了员工福利水平，期间费用率大幅增加，其中 2021 年研发费用率为 46.0%，较 2019 年 10.8% 大幅提升。2022 年以来，公司实行了一系列降本增效的措施，期间费用率整体呈下降趋势，2021/22/23 年期间费用率合计分别为 85.00%/72.81%/65.66%，主因游戏项目重组和人员优化带来研发费用率下降，以及公司减少后台办公室人员数量，合理控制人力资源和其他运营成本导致管理费用率下降。24H1 公司期间费用率为 56.4%，同比增加 1.6pct，其中研发/销售/管理费用率分别为 18.9%/31.3%/6.2%。销售费用率同比增加 12.5pct，主因《出发吧麦芬》和《铃兰之剑》推广费用以及平台营销费用增加；研发费用率同比减少 11.2pct，对应研发支出同比减少 20%，主因项目重组及人员优化。

毛利率逐步回升。2020-21 年由于处于成熟期的现有游戏收入减少，而新推出游戏开发商的收益分成增加，以及平台业务各项成本增加，公司毛利率有所下降。2022 年由于来自《香肠派对》及新游戏《火力苏打》和《火炬之光：无限》的收入增加，加上平台收入在总收入占比进一步扩大，公司毛利率开始回暖。2023 年公司毛利率为 61.0%，同比提升 14.02pct，基本回到 2019 年水平，主因自研游戏收入增加（自研游戏毛利率一般高于代理游戏）。同时，由于收入的显著增长以及带宽与服务器费用的降低，TapTap 平台业务的毛利率同样增加。24H1 公司毛利率为 67.4%，同比大幅增加 8.2pct，主因自研游戏收入增长带动游戏业务毛利率从去年同期 47.3% 增至 59.9%。

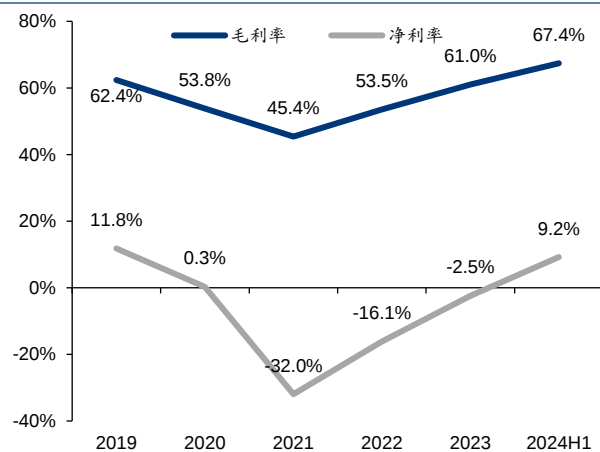
净利率持续改善，24H1 转负为正。2019-21 年，由于公司对自研游戏投入增加而收入不及预期，归母净利润出现大幅下降，2021 年的归母净利润降至 -8.64 亿元。2022 年后，随着公司重视投入产出比、集中资源精细化运作，以及实施人员优化等一系列降本增效措施，归母净利润开始缓慢回升，2023 年公司归母净利润 -8300 万元，同比降幅大幅收窄，主要系 TapTap 平台业务的稳步增长和游戏业务的降本增效。24H1，游戏业务营收增长叠加降本增效，公司实现归母净利润 2.51 亿元。

图表5：2019-24H1 年期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、华泰研究

图表6：2019-24H1 年毛利率、净利率



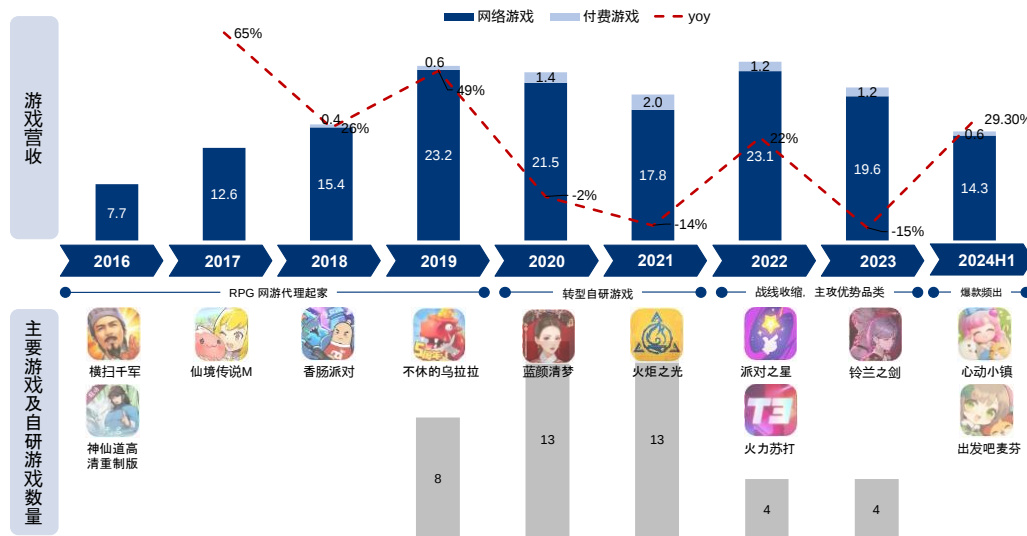
资料来源：公司公告、华泰研究

游戏业务：自研产品迈入兑现期，研发能力验证

复盘：代理转型自研成功，自研能力驱动双主业正向循环

2011-19 年：RPG 网游代理起家，手游驱动增长。2011 年公司通过代理发行网页游戏《神仙道页游》起家，2015 年推出首款自研手游《横扫千军》将业务拓展至手游赛道。随后公司在 2016-19 年期间推出多款热门手游产品，其中主要包括：自研《仙境传说 M》、《神仙道高清重制版》；代理《香肠派对》《不休的乌拉拉》《第五人格》《明日航线》等，驱动公司游戏业务快速增长，游戏业务营收由 2016 年的 7.7 亿元提升至 2019 年的 23.8 亿元，CAGR 达 45.9%。

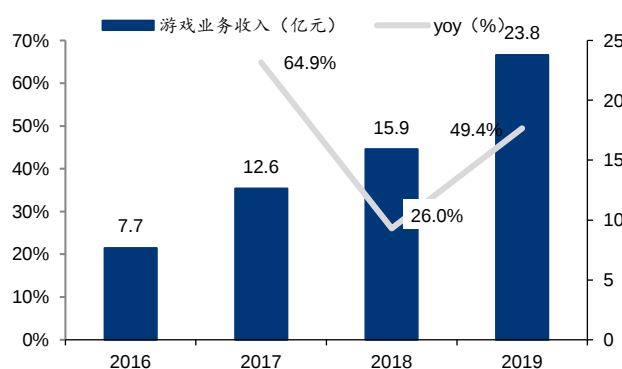
图表7：公司游戏时间轴（游戏营收单位：亿元）



资料来源：公司年报、华泰研究

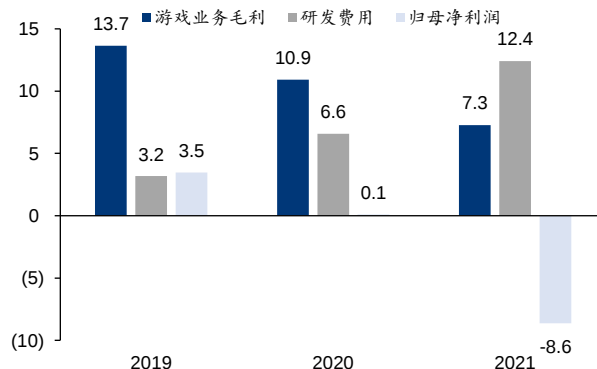
2019-21 年：转型游戏自研。随后公司持续加大研发投入，扩充研发团队，游戏业务研发团队人数及在研游戏数量均快速增长，分别由 2019 年的 620 人和 8 款增加至 2021 年的 1270 人和 13 款。但在此期间，由于公司 Pipeline 涉及品类跨度较大，战线过长，同时又过于追求玩法创新，导致研发资源分配不均，缺乏主次区分等因素，导致新产品上线进度不及预期，且缺乏爆款，叠加存量产品流水受生命周期影响流水自然下滑，导致公司游戏业务营收及利润持续承压。游戏业务营收及毛利由 2019 年的 23.8 亿元和 13.7 亿元，分别下滑 15.5% 和 46.7% 至 2021 年的 20.1 亿元和 7.3 亿元，同时研发方面的大规模投入也使得研发费用由 19 年的 3.2 亿元，大幅提升 291.1% 至 21 年的 12.4 亿元，两方面因素拖累公司归母净利润由 19 年的 3.5 亿元，21 年大幅下滑至 -8.6 亿元。

图表8：2016-19 年公司游戏业务快速增长



资料来源：公司公告、华泰研究

图表9：2019-21 年公司游戏业务毛利、研发费用及归母净利润

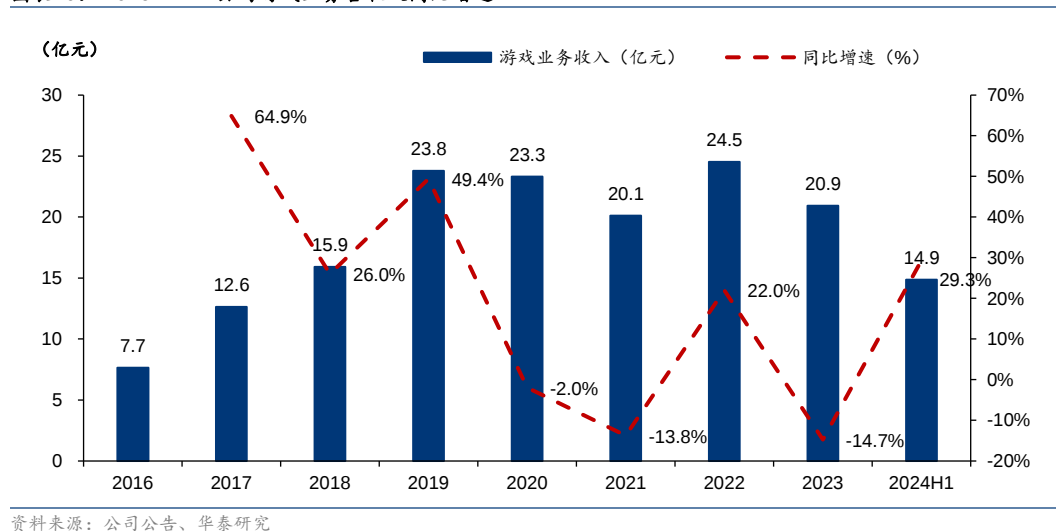


资料来源：公司公告、华泰研究

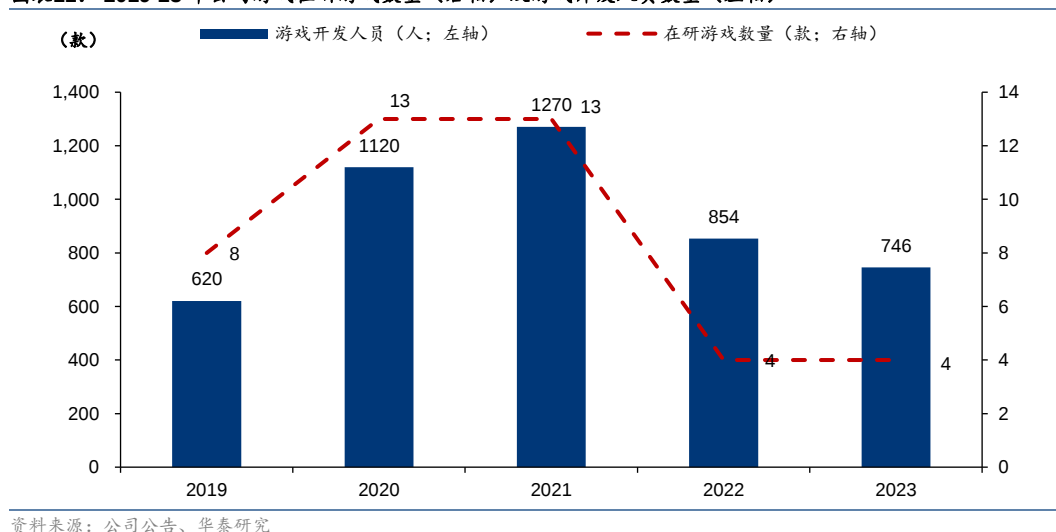
2022-23 年：收缩战线，主攻优势品类。公司开始注重产品本身质量及确定性，并将 ROI 作为重点考量指标。同时采取降本增效策略，主动对公司自研游戏体系进行了大幅调整，缩减了游戏工作室数量，对研发人员结构进行了优化，游戏业务研发人员数量由 21 年的 1270 人下降 32.8% 至 854 人，并主动终止或调整了 5 款规模较小或进度不理想的游戏项目开发工作。得益于上述的战略调整，22-23 年期间，公司推出多款自研热门手游，其中《火炬之光：无限》表现亮眼，国服上线首日便登顶 iOS 免费榜，并成功进入了 24 个国家与地区的 iOS 免费榜 Top10，成为 23 年公司前五大游戏。使得公司游戏业务毛利率及净利率由 2021 年的 36.2% 和 -32.0% 逐步提升至 23 年的 46.7% 和 -2.5%，研发费用率由 21 年的 46.0% 下降至 23 年的 30.0%。

2024 年：爆款产品频出，自研能力被验证。24 年以来，公司连续推出《出发吧麦芬》、《心动小镇》两款自研产品，均取得较好市场表现，其中《出发吧麦芬》上线后稳居 iOS 畅销榜 Top10 以及港澳台地区畅销榜 Top3，此外《心动小镇》上线后稳居 iOS 免费榜及 TapTap 热门榜前 2 名，为游戏业务带来可观的业绩增量。我们认为，公司自 22 年主动对自研游戏业务进行调整后，自研产品上线节奏及市场表现得到显著提升，标志着公司此前在自研能力方面的短板得到补齐，后续有望持续为公司游戏业务及 TapTap 平台提供高质量手游产品，稳固公司游戏业务基本盘，驱动双主业正向循环。

图表10：2016-24H1 公司游戏业务营收及同比增速



图表11：2019-23 年公司游戏在研游戏数量（右轴）及游戏开发人员数量（左轴）



模式：代理+自研并行，构建多元化产品矩阵

公司自成立以来通过代理、自研等模式构建出丰富的多元产品矩阵，产品类型涵盖广泛，在挂机放置、休闲、模拟经营、休闲混合、RPG、SLG 等多种品类均推出过热门产品。

图表12：公司主要产品矩阵



资料来源：公司公告、公司官网、华泰研究

截至 24H1，公司旗下共有在运营网络游戏 20 款及付费游戏 33 款，1) 按游戏品类分，RPG 类产品表现最亮眼，基于我们统计的公司成立以来推出的 20 款热门产品，其中有 10 款为 RPG 品类或包含 RPG 元素，且其中大多数热门产品如《仙境传说 M》、《神仙道高清重制版》等仍在运营。2) 按业务类型分，代理类产品贡献稳定流水，24 年起自研产品突破。3) 按地区分，公司于 2017 年起发力海外市场，旗下《天天打波利》、《仙境传说 M》、《不休的乌拉拉》、《T3》等多款产品在海外取得亮眼成绩，目前公司旗下产品已在全球上百个国家发行，积累了丰富的海外运营及商业化经验。

图表13：公司在运营主要产品梳理

游戏	上线时间	品类	来源
《神仙道页游》	2011 年 5 月	RPG	代理
《横扫千军》	2015 年 10 月	SLG	自研
《神仙道高清重制版》	2016 年 3 月	RPG	自研
《天天打波利》	2016 年 4 月	放置类+RPG	自研
《仙境传说 M》	2017 年 1 月	MMORPG	自研
《少女前线》	2017 年 1 月	CCG	代理
《碧蓝航线》	2018 年 3 月	CCG	代理
《香肠派对》	2018 年 4 月	战术竞技	代理
《苍蓝境界》	2018 年 8 月	RPG	代理
《明日之后》	2019 年 4 月	MMORPG	代理
《不休的乌拉拉》	2019 年 5 月	放置类+RPG	代理
《T3Arena》（火力苏打）	2022 年 5 月（海外）/2022 年 6 月（国内）	射击	自研
《火炬之光：无限》	2022 年 10 月（海外）/23 年 5 月（国内）	动作 RPG	自研
《铃兰之剑》	2023 年 8 月（港澳台）/23 年 11 月（大陆）	战旗+RPG	自研
《出发吧麦芬》	2024 年 1 月（港澳台）/2024 年 5 月（国内）	放置类+MMORPG	自研
《心动小镇》	2024 年 7 月（国内）	休闲模拟经营	自研

资料来源：公司公告、公司官网、华泰研究

公司长周期运营能力出色。截至 2024H1，公司共有在营网络游戏 21 款，其中多款核心产品运营时长达 5 年以上，其中《仙境传说 M》、《不休的乌拉拉》、《香肠派对》等更是长期稳居公司前五大游戏，持续为公司贡献稳定收益。公司前五大产品贡献流水我们认为公司出色的长周期运营能力主要得益于“TapTap+重度玩法”：以公司两款长线核心产品《不休的乌拉拉》、《仙境传说 M》为例，两款产品均含有 RPG、MMO 等中重度元素，重养成+重社交的属性有效的提升了用户粘性，此外公司依托于 TapTap 平台，一方面开发团队可以直接与用户交流并获得玩家反馈，对游戏进行优化，另一方面通过 TapTap 游戏社区内部的 PGC、UGC 内容和玩家活动等方式，提升玩家参与感与忠诚度。

图表14：公司 2019 年以来前五大网络游戏梳理

2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
《仙境传说 M》	《香肠派对》	《香肠派对》	《香肠派对》	《香肠派对》	《出发吧麦芬》
《不休的乌拉拉》	《仙境传说 M》	《仙境传说 M》	《仙境传说 M》	《仙境传说 M》	《香肠派对》
《梦幻模拟战》	《不休的乌拉拉》	《不休的乌拉拉》	《不休的乌拉拉》	《不休的乌拉拉》	《铃兰之剑》
《少女前线》	《明日方舟》	《明日方舟》	《明日方舟》	《火炬之光：无限》	《火炬之光：无限》
《横扫千军》	《蓝颜清梦》	《蓝颜清梦》	《蓝颜清梦》	《神仙道高清重制版》	《仙境传说 M》

资料来源：公司公告、公司官网、华泰研究

自研游戏方面，向内夯实自研能力，24 年进入自研产品兑现期。公司自 2015 年上线自研产品《横扫千军》之后，2017 年与骏梦网络共同研发《仙境传说 RO》上线后成为爆款持续贡献业绩，2022 年上线的产品包括《T3》《派对之星》等，《派对之星》2022 年 4 月上线后，连续十天位居日本 IOS 免费榜榜首；《T3》2022 年 5 月于海外上线，最高位居美国及日本免费榜 TOP2。24 年为公司自研产品大年，《出发吧麦芬》《心动小镇》上线后均取得亮眼表现，此外，8 月《铃兰之剑》海外服上线亦对公司业绩有贡献。

图表15：公司主要自研产品梳理

游戏名称	品类	上线时间	主要运营地区
《横扫千军》	SLG	2015 年 10 月	中国
《神仙道高清重制版》	RPG	2016 年 3 月	中国
《天天打波利》	放置类+RPG	2016 年 4 月	中国大陆及港澳台、韩国
《仙境传说 M》	MMORPG	2017 年 1 月	中国大陆及港澳台、韩国、日本、东南亚、北美等
《T3Arena》（火力苏打）	射击	2022 年 5 月（海外）/2022 年 6 月（国内）	中国、北美、日本
《派对之星》	格斗+PVP	2022 年 4 月	中国大陆、日本
《火炬之光：无限》	动作 RPG	2022 年 10 月（海外）/23 年 5 月（国内）	中国、北美、日韩、澳大利亚
《铃兰之剑》	战旗+RPG	2023 年 8 月（港澳台）/23 年 11 月（大陆）/24 年 H2（海外）	大陆、港澳台、日韩（计划）
《出发吧麦芬》	放置类+MMORPG	2024 年 1 月（港澳台）/2024 年 5 月（国内）/24 年 H2（日韩）	大陆、港澳台、日韩（计划）
《心动小镇》	休闲模拟经营	2024 年 7 月（国内）/计划 24 年 H2（日韩）	大陆、日韩（计划）
《Rotaeno 旋转音律》	音游	2023 年 12 月	中国及海外
《浮岛冒险》	沙盒生存	2024 年 6 月	中国大陆

资料来源：公司公告、公司官网、华泰研究

代理游戏方面，公司依托 Taptap 平台，投资国内精品游戏，海外发行持续突破。2016 年公司在 TapTap 上线《神仙道》高清重制版手游，并自此开始布局代理手游业务，2017 年获得《少女前线》在港澳台及韩国的独家代理权，自此突破海外游戏代理发行。目前公司代理产品包括：**1) 国内方面**，公司通过投资国内精品游戏制作商，参与到游戏的代理发行，公司投资了包括厦门真有趣、上海幻刃、广州睿果在内的多家中小游戏工作室，其中《香肠派对》及《不休的乌拉拉》开发商均为投资公司厦门真有趣。**2) 海外方面**，公司游戏发行业务已在韩国及港澳台地区形成区域优势，在运营的代表产品包括《明日方舟》《碧蓝航线》《少女前线》等。

图表16：公司主要代理产品梳理

游戏名称	游戏类型	上线时间	主要运营市场	TapTap 下载量	评分	研发商
《少女前线》	CCG	2017 年 1 月	香港、澳门、台湾、韩国	363 万	8.4	散爆网络
《碧蓝航线》	CCG	2018 年 3 月	韩国	358 万	9.2	Cygames、勇仕
《香肠派对》	战术竞技	2018 年 4 月	中国、东南亚	2.4 亿	8.7	真有趣游戏
《苍蓝境界》	RPG	2018 年 8 月	日本	55.5 万	7	破晓互动
《第五人格》	非对抗性战术竞技	2018 年 9 月	韩国	1998 万	7.9	网易游戏
《明日之后》	MMORPG	2018 年 11 月	韩国、欧洲	1298 万	6.7	网易游戏
《不休的乌拉拉》	放置类	2019 年 5 月	中国、香港、澳门、台湾	176 万	5.7	真有趣游戏
《梦幻模拟战》	SRPG	2019 年 6 月	韩国	94 万	8.3	紫龙游戏
《明日方舟》	塔防	2019 年 5 月	香港、澳门及台湾	1601.6 万	7.9	鹰角网络
《另一个伊甸：超越时空的猫》	RPG	2020 年 10 月	中国	404 万	8.9	WFS
《蓝颜清梦》	宫斗	2020 年 1 月	香港、澳门、台湾、韩国	-	-	-
《泰拉瑞亚》*	沙盒	2021 年 9 月	中国	482 万	9.3	505Games
《骰子元素师》	Roguelike 卡牌	2021 年 10 月	中国	84 万	8.9	U.148Studio
《传说法师》	Roguelike	2021 年 10 月	中国	132 万	7.6	Contigent99
《笼中窥梦》*	解谜	2021 年 11 月	中国	29 万	8.8	Optillusion
《部落与弯刀》*	沙盒	2021 年 12 月	中国	67 万	8.3	汉家松鼠工作室
《气球塔防 6》	塔防	2023 年 12 月	中国	101 万	8.6	NinjaKiwi

注：标*的为付费游戏

资料来源：公司公告、公司官网、华泰研究

24 年新游表现突出，《麦芬》出海可期，《心动小镇》表现优异

24 年两款自研新游表现亮眼。24 年以来，公司连续推出《出发吧麦芬》、《心动小镇》两款自研产品，均得到市场广泛认可，其中《出发吧麦芬》于 1 月上线港澳台地区后，首月位列 iOS 港澳台地区畅销榜 Top3。根据时代周报发布的《2024Q1 游戏出海黑马榜》显示，出发吧麦芬 24Q1 港澳台 iOS 端预估收入达 1.17 亿美元，位列榜单第三名，仅次于第一名《LastWar: SurvivalGame》和第二名《菇勇者传说》。5 月上线国服后，排名曾达到 iOS 国服畅销榜第 4 名。此外 7 月 17 日《出发吧麦芬》推出小游戏版，小游戏与游戏本身的挂架玩法适配度更高，有望进一步扩大玩家圈层。同时，公司旗下重点产品《心动小镇》自 7 月 17 日上线后，稳居 iOS 游戏-免费榜及 TapTap 热门榜前列，后续有望为游戏业务带来可观的业绩增量。

图表17：《出发吧麦芬》国内 iOS 游戏排名



资料来源：七麦数据、华泰研究

《出发吧麦芬》的成功：丰富经验+玩法平衡+成熟的商业化路径。《出发吧麦芬》是心动推出的第三款放置挂机+MMORPG 类游戏，此前开发的《天天打波利》、《不休的乌拉拉》两款同类型产品均在国内及海外市场取得了亮眼的表现。我们分析《出发吧麦芬》的成功主要可归功于以下 4 个原因：1) 公司及研发团队在放置挂机+MMORPG 类拥有丰富的经验；2) 重度玩法与轻度玩法的平衡；3) 轻量化社交；4) 成熟的商业化设计；

1) 公司及研发团队在放置挂机+MMORPG 类拥有丰富的经验：由《天天打波利》的研发团队 TeamMEKA 开发，在游戏架构、玩法设计等多个方面，《出发吧麦芬》都参考了此前表现出色的《天天打波利》、《不休的乌拉拉》这两款同类型产品。比如：沿用了多人组队共同推图的核心玩法；引入了职业搭配对战体系，玩家需要与不同职业的玩家组队并且默契配合才能通关；保留了《不休的乌拉拉》中组队共享推图进度的设定。

2) 重度玩法与休闲玩法的平衡：一方面，《出发吧麦芬》中加入了更多复杂硬核的重度玩法，提升游戏长期的可玩性，比如：在秘境之间和绝境挑战玩法中，玩家需要与团队中其他玩家通过职业互补、技能配合、利用克制关系，并基于 Boss 的出招顺序完成各种走位以及团队控制才能通关。另一方面，关卡及 Boss 难度的上升相对平稳，不会出现难度陡增的情况。如果玩家暂时无法通关，只要挂机一段时间的离线收益提升等级和装备即可。

3) 轻量化社交：《出发吧麦芬》推出了双人组队玩法并推出了 AI 队友补位等功能，将玩家从传统 MMORPG 中需要 4、5 个人才能完成组队的限制中解放出来，增加了社交灵活性的同时也给予了“情侣”、“好友”类型玩家更多的社交空间，将更多的经历投身于游戏中。

4) 成熟的商业化设计：《出发吧麦芬》的商业化设计主要依托于传统的 MMORPG 品类复杂且长线的养成系统，对游戏内资源的消耗较大，有较深的付费深度，玩家需要通过充值获得战力的快速提升以获得通关高难度副本的爽感。

整体来看，我们认为《出发吧麦芬》的成功主要依托于公司本身具有同品类产品丰富的经验积累，同时在玩法及设定上进行了一些适度的创新。此外更值得关注的是，相较于此前依托于“仙境 IP”而成功的《天天打波利》和代理发行的《不休的乌拉拉》而言，心动公司原创的自研自发产品《出发吧麦芬》的成功也代表着公司自研能力初步得到了市场的验证，随着公司的进一步发展，看好后续公司推出更多热门自研产品，在驱动游戏业务营收及毛利率同步提升的同时，也为 TapTap 平台提供了更多元优质独家内容，推动 TapTap 和游戏业务之间的协同作用，助力公司快速成长。

我们认为《出发吧麦芬》在海外具备较大潜力，有望给公司带来更多增量空间。1) 公司在放置挂机+MMORPG 类有成功出海经验：公司旗下同类型产品《天天打波利》、《不休的乌拉拉》均曾上线海外市场，并在美日韩的市场取得了亮眼表现。2) 放置挂机+MMORPG 已得到日韩市场验证：由 JoyNetGames 同类型产品《菇勇者传说》在画风、玩法设计等多个方面与《出发吧麦芬》相似度较高，曾一度登顶日本、韩国地区的 iOS 畅销榜，因此看好《出发吧麦芬》在日韩服的表现。

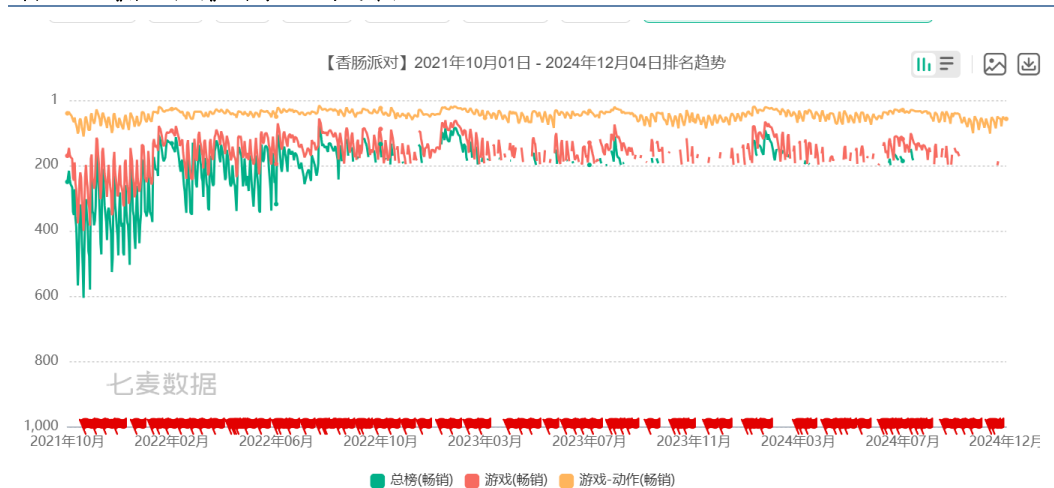
储备游戏看，《伊瑟·重启日》有望于 2025 年上线。根据 24 年 Taptap 发布会介绍，这是一款近未来虚拟都市题材的策略回合制卡牌手游。在游戏中，玩家需要扮演一名“超链者”，在虚拟世界“伊瑟”对抗受到未知病毒侵蚀的敌人。

核心存量产品：长线运营能力较强，但流水进入自然衰减周期

公司于 22、23、24 年推出多款热门新游，根据公司 2023 年报显示，目前公司贡献收入前五的游戏分别为《香肠派对》、《仙境传说 M》、《不休的乌拉拉》、《火炬之光：无限》、《神道高清重制版》，其中除《火炬之光：无限》外均为运营时长超过 5 年以上的老产品。为了更好的理解公司游戏业务的现状，我们对其中 3 款核心产品分别进行分析。

《香肠派对》：上线 6 年，长线运营能力优异。《香肠派对》于 2018 年 4 月上线国内市场，是由真有趣游戏开发，心动公司代理发行的一款 3D 像素风大逃杀生存题材手游，玩家可在游戏中扮演香肠人的角色，在充满危机的世界中进行一场激烈的生存竞赛。得益于公司出色长线运营能力，不断对游戏内容及玩法进行更新，使得该产品在 22 年重焕新生，MAU 及付费率快速提升，并在 23 年春节期间（已上线近 5 年）创下单月流水新高，此后在国内 iOS 游戏-畅销榜中长期稳定在 Top200。23 年《香肠派对》的 MAU 及 MPU 数较 22 年有所下滑，但一方面目前该产品在 iOS 游戏-畅销榜排名表现与 22、23 年基本持平，另一方面依托 TapTap 平台及公司出色的长周期运营能力，我们认为该产品目前处于成熟稳定阶段，未来有望持续为公司贡献稳定收入。

图表18：《香肠派对》国内 iOS 游戏排名



资料来源：七麦数据、华泰研究

《仙境传说 M》：“经典 IP+MMORPG”代表作，步入成熟稳定期。《仙境传说：守护永恒的爱》是由心动公司出品的一款 MMORPG 手游，基于韩国 Gravity 公司旗下著名网游《仙境传说》正版授权并重制。该产品于 2017 年 3 月上线内地市场，依托“仙境”这一经典 IP，迅速吸引大量玩家，首月流水即超过 1.2 亿元，随后于海外多个国家和地区上线，多次登顶数个地区 iOS 畅销榜，并获得苹果商店及 GooglePlay 推荐，2020 年该产品全球流水累计突破 20 亿元，是公司旗下最成功的游戏之一。

目前，该产品已上线 7 年，处于成熟期，流水受周期影响自然下滑。但根据国内 iOS 游戏-畅销榜，截至 24 年 7 月，该产品仍能长期进入榜单 Top200，且公司目前对该款游戏仍然保持较高的更新频率，同时持续通过 TapTap 平台获取用户反馈，我们认为该游戏未来流水或将随周期自然衰减，但整体下滑幅度有限。

图表19: 《仙境传说 M》国内 iOS 游戏-畅销榜排名



资料来源: 七麦数据、华泰研究

图表20: 《不休的乌拉拉》国内 iOS 游戏-畅销榜排名



资料来源: 七麦数据、华泰研究

《不休的乌拉拉》: 混合休闲游戏出海典范, 流水进入自然衰减阶段。由心动公司持股 18% 的厦门真有趣开发, 心动公司代理发行。该产品以石器时代为背景, 结合挂机、放置、组队、社交、养成等多种元素, 将放置挂机与 MMORPG 进行了深度融合。玩家需以 4 人为一个小队的模式, 以单个小队为放置单位。同时游戏内部引入了斗士、法师、刺客等 8 大职业以及装备、属性点、技能等多个养成维度, 从而将 MMORPG 传统的养成和职业搭配对战体系与放置玩法进行完美融合, 填补了放置类游戏社交层面的空白, 避免了“单机体验”带来的后期无聊、玩家粘性不足等问题。

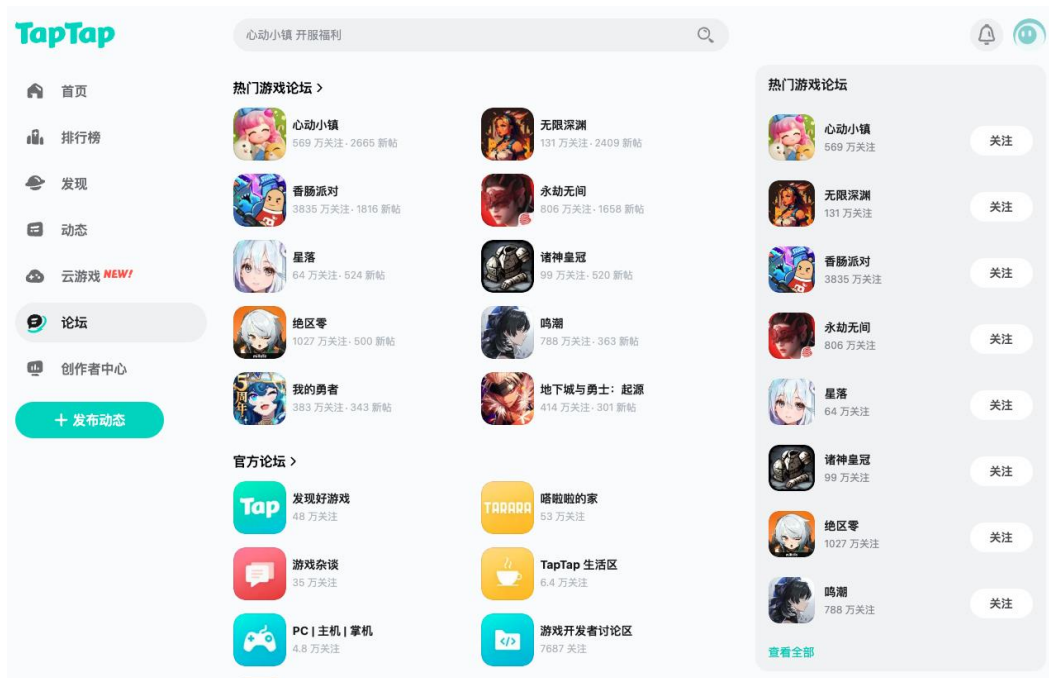
该产品自上线以来便稳居公司前五大游戏, 同时在海外市场取得了出色表现, 根据 AppAnnie 发布的相关数据, 该产品在上线后, 曾登顶港澳台地区 iOS 畅销榜第 1 名, 并一度在美日韩等 13 个成熟市场进入 iOS 免费榜 Top10。但根据公司公告披露, 该产品自 2021 年起, 收入贡献已连续三年下滑, 根据七麦数据统计的国内 iOS 游戏-畅销榜显示, 该产品近两年排名也保持了缓慢下滑态势, 同时自 22 年 6 月起该产品进入游戏-畅销榜 Top200 的次数明显减少。我们认为, 截至 24 年 7 月, 该产品已上线超五年, 相较于公司推出的纯 MMORPG 产品《仙境传说 M》, 《不休的乌拉拉》受制于其本身放置挂机类玩法, 生命周期略短于纯 MMORPG 产品, 流水下滑速度也或将高于《仙境传说 M》。

TapTap 平台：优质游戏渠道+社区，商业价值持续释放

领先的游戏分发渠道和社区，广告变现为核心商业模式

TapTap 是领先的游戏社区和分发渠道。1) 游戏社区：用户可以在 TapTap 社区查看丰富的手游资料库、游戏测评与评分、游戏预约与下载。同时 TapTap 为游戏开发商提供在线推广、游戏分发、游戏测试等服务。2) 分发渠道：TapTap 采取“不联运”模式，并为开发者建立了“创建-预约-测试-上线-投放”的建议上线流程。TapTap 通过简化游戏上线流程，凭借 TDS 提供更多服务吸引优质开发商。

图表21：TapTap 社区论坛



资料来源：TapTap 官网、华泰研究

图表22：TapTap 游戏建议上线流程



资料来源：TapTap 官网、华泰研究

平台主要商业模式为广告变现。TapTap 的主要盈利模式是通过提供在线广告产生信息服务收入。TapTap 采用 CPS（按照用户点击下载）/CPA（预约按钮）定价模式收费，投放单价根据游戏质量，玩家匹配度等指标发生变化。

图23: TapTap 推广位及基础信息

推广位名称	推广位置	触发属性	样式	计费
首页信息流	首页-推荐	被动触发	feed 卡片样式	CPA
标签页广告	发现-标签页	被动触发	icon 列表样式	CPA
搜索结果页顶部广告	搜索结果首页	主动触发	icon 列表样式	CPA
搜索结果页开位广告	搜索结果首页	被动触发	icon 列表样式	CPA
搜索-推广词	搜索引导页顶部和第4, 5, 10, 11位	被动触发	词条文字链及相关推荐样式	CPA, CPT
搜索-搜索词	搜索引导页及相关搜索词	被动触发	词条文字链及相关推荐样式	CPA

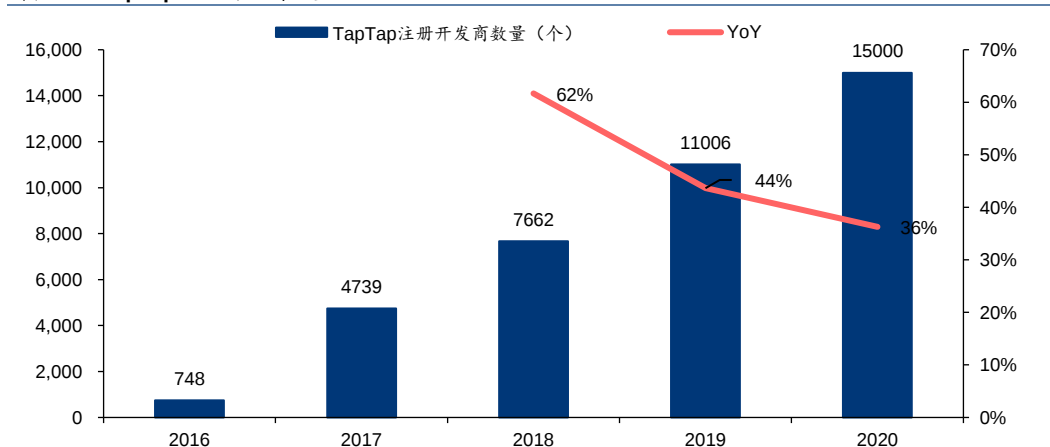
资料来源: TapTap 官网、华泰研究

TapTap 注重广告的质量, 保证用户体验。平台限制只有 TapTap 评分在 3 或以上的游戏才能投放广告, 并对广告的内容、风格、设计以及互动特性有所要求, 以使广告能自然地呈现于 TapTap 的应用界面。目前, TapTap 的广告位主要分布在三大位置, 分别是首页推荐、标签页、搜索页 (包括引导页、综合页和具体游戏页)。此外, 平台的推荐机制能确保好评游戏优先展示, 并实时监控评分, 防止刷榜行为。TapTap 对于游戏质量的把控以及精准推送, 使得玩家接受度高, 愿意接受推荐发现新游戏, 从而提高用户的粘性和广告转化率, 形成良性循环。

零分成模式让利开发者。不同于传统的大型游戏分发平台, 如 AppStore 和 GooglePlay 等, 在进行游戏分发时一般收取游戏充值流水的 30% (及以上) 作为分发费, TapTap 仅对付费游戏收取 5% 的平台费用, 对免费游戏则无此类收费。TapTap 通过零分成模式吸引了大量优质游戏入驻, 甚至独家上线。

平台开发商注册数量增长迅速。2016 年 TapTap 平台上线的一年内, 平台注册游戏开发商数量从 748 个跃升至 4739 个, 截至 2020 年末, 平台已有超 15000 名游戏开发商。

图24: TapTap 注册开发商数量



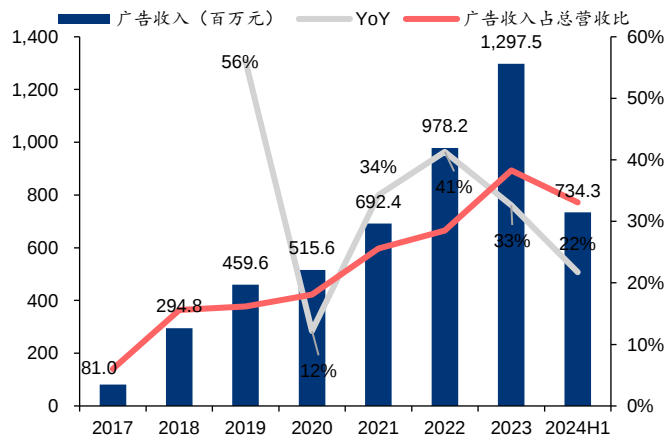
资料来源: 公司公告、华泰研究

平台收入增长强劲, 毛利率水平高

TapTap 广告收入持续增长, 23 年增长提速。平台广告收入长期保持增长趋势, 2017-22 年 CAGR 为 64.6%, 主因平台 MAU 持续增加。2023 年公司 TapTap 实现广告收入 13 亿元, 同比增长 33%, 占总营收比接近 40%, 2023 年平台广告收入大幅增长主要由于: 1) 2023 年新游戏数量增加带来的营销需求的增加; 2) 公司优化提升了广告系统及客户覆盖。24H1 平台实现收入 7.34 亿元, 同比增加 21.7%, 主因平台 MAU 显著提升 (同增 27.3% 至 4320 万人)。

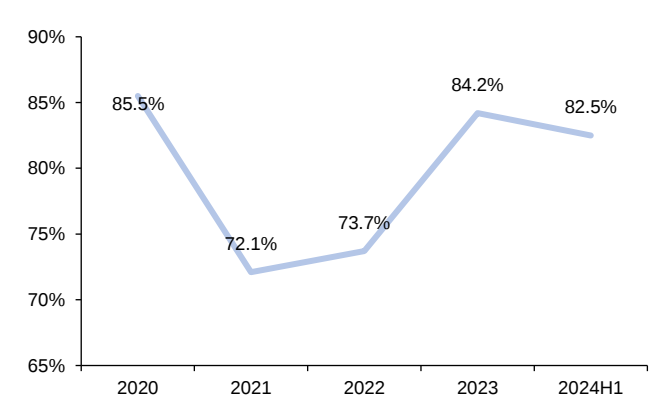
除收入增长强劲外，TapTap 广告业务的毛利率始终处于高水平。2021-22 年，由于公司多项新业务（TapTap 国际版、TapTap 开发者服务、云游戏、加速器）产生费用但尚未产生收入，平台业务毛利率有较大幅度下跌。2023 年公司毛利率达 84.2%，同比提高 10.5pct，基本回到 2019 年水平，主要因收入的显著增长以及带宽与服务器费用的降低。24H1 公司平台业务毛利率为 82.5%，同比小幅增加 0.6pct。

图表25：2017-24H1TapTap 广告收入及增速和占总营收比



资料来源：公司公告、华泰研究

图表26：2020-24H1TapTap 广告业务毛利率



资料来源：公司公告、华泰研究

社区属性+独占内容构筑平台核心竞争力

平台广告业务本质为流量业务，重点在于用户的数量及质量（活跃度/粘性/付费率），而吸引用户的核心又在于平台呈现的游戏丰富度及质量（精品头部内容数量/独占内容），和良好社区氛围。TapTap 正以其社区属性加上优质丰富的内容吸引更多用户，形成生态良性循环。

UGC+PGC 生态繁荣，社区建设促用户量质齐升

TapTap 积极建设游戏社区，引入动态、论坛等模块，鼓励用户在社区中进行讨论和互动，分享游戏体验，交流游戏内容。除了鼓励 UGC 外，平台还积极引入 PGC 以提升内容的专业性及感染力。比如，2020 年 TapTap 上线了游戏测评团功能，作为专业玩家意见集体，输出更为专业的内容。此外，TapTap 吸引多款游戏官方入驻，向用户提供游戏更新的即时介绍以及多种专属活动与福利。比如，今年 8 月份，《心动小镇》官方在 TapTap 推出专属抽奖活动。通过多样化形式的社区建设加上优质的游戏内容生态，TapTap 持续吸引用户留存，进而生产出更多丰富优质的内容，形成良性循环。

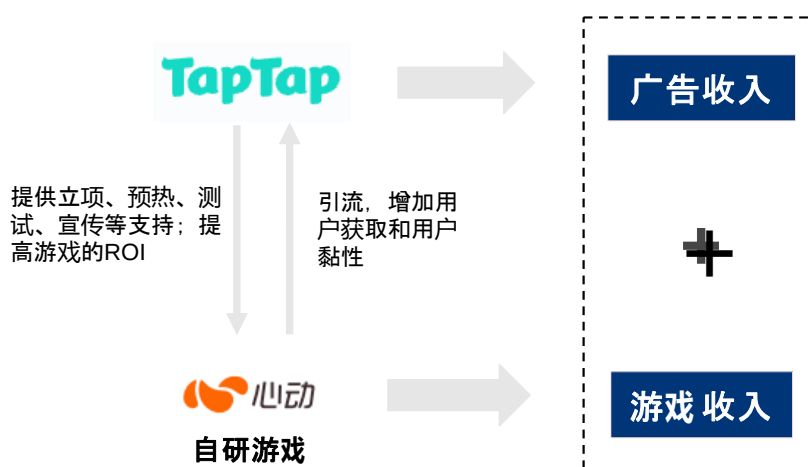
独占游戏：TapTap 用户护城河和增长核心驱动力。优质独占内容与平台形成协同效应，增加用户数量；同时独占内容的不断丰富，也不断深化游戏账户与 TapTap 平台账户的关联性，提高了用户从游戏活跃用户转化为平台活跃用户的转化率，并有效增加了用户粘性，进而提高广告变现的效率。

独占游戏贡献大量用户活跃度，提升用户粘性。2016 年公司自研的《天天打波利》安卓版在 TapTap 独占发行，取得了较好的发行效果，此后公司自研产品与第三方游戏在 TapTap 平台上独占发行的数量持续增加，2024 年《Phigros》《欢乐钓鱼大师》等第三方游戏及自研游戏《出发吧麦芬》《心动小镇》通过 TapTap 独家发行，给平台引来了大量流量。截至 2024 年 12 月，“TapTap 独家”标签下共计产品约 400 款。但实际上 TapTap 独家内容的完整规模会更大，因为部分产品存在下架或者独占期结束的情况，根据《2024TapTap 移动游戏行业白皮书》，截至 2024 年 10 月，TapTap 历史独家游戏超 1000 款，总下载量 7.2 亿+，总预约量超 9000 万。

此外，得益于 TapTap 零分成模式和给开发者营造的各方面便利，许多游戏开发商都选择将 TapTap 作为首发渠道。如 2023 年末哈游旗下新作《崩坏·星穹铁道》在始终未上架硬核联盟渠道的情况下，上线了包括 TapTap 和 iOS 等渠道。今年年初网易新作《全明星街球派对》在安卓区也仅在 TapTap 上线，而放弃了在华为、小米等应用商店首发。

自研游戏与 TapTap 平台形成正循环，飞轮效应驱动公司业绩增长。自研游戏在创造营收的同时，还能给 TapTap 平台引流，增加平台用户数量，进而提升广告需求和广告收入。如《心动小镇》的发行与 TapTap 深度绑定，安卓端仅能通过 TapTap 下载。同时，游戏内部也通过奖励用户游戏中虚拟货币或限量道具的方式，鼓励用户下载 TapTap 并注册，并设置多个 TapTap 专属福利活动，为 TapTap 引流。此外，平台能给自研游戏提供立项、预热、测试、宣传等多方面支持，广告收入的提升让公司能继续加大自研游戏的投入，形成正向循环，驱动公司业绩持续增长。

图表27：TapTap 与自研游戏的飞轮效应



资料来源：公司公告、华泰研究

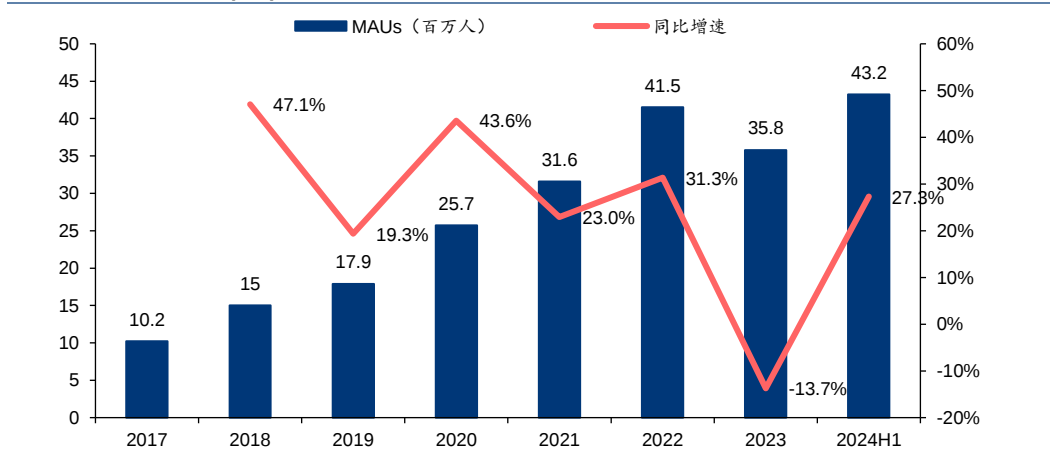
历史广告收入增长由用户数增长驱动，未来有望量价齐升打开增长空间

公司广告收入采取 CPA 的方式计价，我们将广告收入拆解为： $\text{广告收入} = \text{平均月活跃用户数 (MAU)} \times \text{转化比率} \times \text{单次下载平均收入}$ 。其中：

- 1) 转化比率：为平均月活跃用户转化为下载次数的比率，代表用户对产品的喜爱程度，用“下载次数/MAU”表示。
- 2) 单次下载平均价格：即广告的“单价”，代表广告主的支付意愿（与平台吸引力及行业买量平均成本有关），用“广告收入/下载次数”表示。

平台 MAU 总体保持增长趋势，24H1 达 4320 万。TapTap 平台 2017-24H1MAU 总体上保持增长趋势，但其中 2023 年有所下滑，MAU 同比减少 13.6%，一方面疫情结束，用户游戏的时间有所减少；另一方面则因为 2023 年公司上半年因成本控制减少了营销活动，导致新增用户数量有所下降。但公司于 2023 年 6、7 月对 TapTap 实施多次策略调整，24H1MAU 同比增长 27.3%，达 4320 万人，达到历史同期最高水平。主因上半年《铃兰之剑》《出发吧麦芬》等 TapTap 独家游戏表现出色，以及平台采取了新的营销推广策略，即通过限制广告加载率，让平台界面更简单透明，从而提升用户体验。

图表28：2017-24H1 TapTap MAU 及增速



资料来源：公司公告、华泰研究

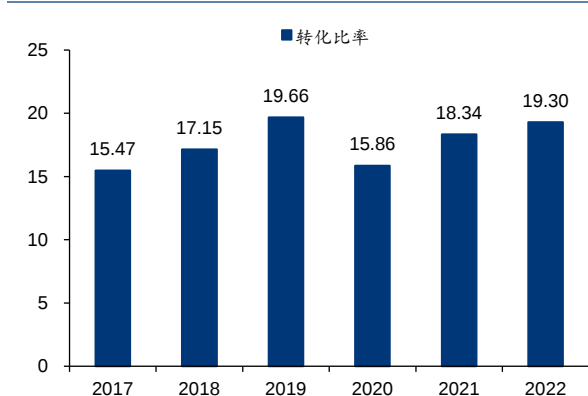
2017-22 年转化比率和单次下载收入均保持稳定。2017-22 年平台游戏下载次数逐年增加，CAGR 为 38%。尽管游戏下载次数持续显著增加，从 MAU 到下载的转化比率却基本稳定在 18 左右。而从以广告收入/下载次数表示的每次下载的单价来看，下载单价基本稳定在每次下载 1.2 元。因此 22 年及之前平台收入增长主要由 MAU 增长驱动。

图表29：2017-22 年 TapTap 游戏下载次数



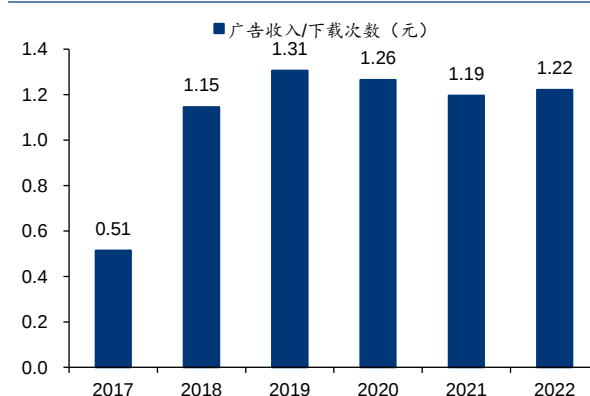
资料来源：公司公告、华泰研究

图表30：2017-2022 TapTap 广告业务转化比率



资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表31：心动公司广告收入/下载次数 (元)



资料来源：公司公告、华泰研究预测

2023 年 MAU 下滑情况下，我们预计转化率提升是推动平台广告收入增长的主要驱动力。2023 年平台在 MAU 有所下滑的情况下，依然实现了 33% 的广告收入增长。拆分来看，1) 游戏下载次数：由于 2023 年及以后的游戏下载次数不再公布，我们通过对游戏下载次数的增速进行假设，具体看，基于 2017-2022 平台游戏下载次数 CAGR 为 38%，结合 2023 年公司处于战略收缩期，我们假设 2023 年游戏下载次数相较 2022 年增速为 15%-45%，由下表可以看出基于现有的 23 年平台收入和 MAU 的数据，推算出的转化比率相较于历史水平（均在 20 以下）均有大幅增加。2) 单次下载收入：23 年整体广告市场较为低迷，我们预计销售单价（反映广告主投放意愿）增长空间有限，我们预计整体区间在 1.15-1.40 元。

图表32：TapTap2023 年转化比率和单价分析

2023 广告收入（百万元）	1297.46	1297.46	1297.46	1297.46	1297.46	1297.46
MAUs（百万）	35.8	35.8	35.8	35.8	35.8	35.8
下载次数增速	15%	20%	25%	30%	35%	40%
下载次数（百万）	921.15	961.2	1001.25	1041.3	1081.35	1121.4
转化比率	25.89	26.85	27.97	29.09	30.21	31.51
单次下载收入（元）	1.40	1.35	1.30	1.25	1.20	1.15

注：标蓝数字为假设数据

资料来源：公司公告、华泰研究预测

展望后续，我们再次从这三方面分析收入的增长情况：

1) MAU：公司大量优秀独占内容，特别是自研游戏有望驱动 MAU 持续增长。2024 年上半年《出发吧麦芬》上线后持续亮眼的表现为 TapTap 带来的 MAUs 的显著增长已经得以验证，下半年大 DAU 游戏《心动小镇》的成功，将有望驱动 TapTap 的 MAU 持续强劲增长。此外，公司后续储备游戏还包括《伊瑟·重启日》等，有望继续提高 MAU 提升。第三方游戏方面，凭借 TapTap 开发者友好的模式，有望吸引独占更多游戏首发渠道，进而驱动用户增长。

2) 转化比率：2022 年以前过去转化比率基本维持稳定水平，而 2023 年的推算表明转化比率有较大幅度的提升，转化比率代表用户对平台产品的满意度，我们预计随着平台游戏质量的提升转化率仍有提升空间，此外，考虑到目前平台广告位主要以首页信息流为主，其余的广告形式如标签页广告，用户需要点进某一类型的游戏标签，才能接收到同类型游戏广告。而像搜索引导页的发现词/热门词则相对隐蔽，并且广告位也较少，整体上平台对广告的投放仍然比较保守，公司未来通过有望增加广告位的数量以及丰富广告的表现形式，将有望提高转化比率，进一步释放变现潜力。

3) 单次下载价格：历史单次下载的收入基本保持不变，或是因为多数下载并不是由付费广告驱动的下，而是由免费下载贡献。在游戏行业卖量成本上涨的趋势下，TapTap 单次下载收入有望提升。其次，丰富的游戏新品带来的广告需求的提升以及对于广告的精准投放带来的转化效率的提升，或将共同推动“单价”的提升。

盈利预测与估值

收入端核心假设：

游戏业务：公司 24 年游戏业务增长强劲，24H1 公司《出发吧麦芬》《铃兰之剑》等新游戏带动游戏业务同增 29.3%至 14.86 亿，24H2《心动小镇》新游上线后表现较好，《出发吧麦芬》持续贡献流水，且《香肠派对》等老游戏流水相对较为平稳。25 年《心动小镇》预计流水有望持续增长，《出发吧麦芬》海外服有望贡献增量，但考虑到《出发吧麦芬》国服预计流水自然下滑，综合看，整体游戏收入预计小幅增长。后续随着公司自研新品上线，预计将推动后续年份游戏收入的增长，预计 24/25/26 年游戏业务收入分别为 31.4/32.0/32.6 亿元，对应增速 50%/2%/2%。

信息服务业务：24H1Taptap 平台业务收入同比增长 32.6%至 13 亿元，如前文所述，我们预计未来随着 TapTap 社区氛围的巩固，后续 TapTap 流量有望开启增长，广告转化率及广告价格提升是未来主要驱动力，由于 23 年整体基数较低，24 年会员数及新游驱动平台收入显著增长，但随着后续会员数增长趋于平稳，收入增速有所下滑但整体保持增长趋势，预计 24/25/26 年信息服务业务收入分别为 18.5/21.6/25.0 亿元，对应增速 42.4%/16.8%/15.8%。

综上，我们预计 24-26 年公司收入分别达到 49.9/53.6/57.6 亿元，对应增速 47.1%/7.5%/7.6%。主要由广告和游戏业务共同驱动。

毛利率及费用端核心假设：

- 1) 游戏业务毛利率：21-23 年自研产品发力，毛利率持续提升，分别为 36.2%/45.4%/46.7%，24H1 游戏业务同比提升 12.6pct 至 59.9%，主因自研游戏收入增加，后续看预计毛利率稍低代理游戏占比有所提升，毛利率较 24 年有所下滑，我们预计 24-26 年游戏业务毛利率分别为 52.0%/50.0%/48.0%。
- 2) 信息服务业务毛利率：21-23 年 taptap 商业化加速，毛利率分别为 72.1%/73.7%/84.2%，24H1 毛利率为 82.5%。长期看平台广告加载率及广告价值仍有增长空间，预计 24-26 年信息业务毛利率 82.5%/82.8%/83.0%。
- 3) 销售费用率：21-23 年分别为 29.0%/26.9%/25.5%，24H1 由于新游推广费用及 Taptap 中国版营销费用开支增加，销售费用率提升至 31.3%。预计新游发行期公司销售费用率较高，后续推广期结束后，销售费用率有望回落，预计 24-26 年销售费用率分别为 31.2%/30.2%/30.0%。
- 4) 研发费用率：21-23 年分别为 46.0%/37.4%/30.0%，公司 21 年研发投入到达高点后，后续持续收缩业务战线聚焦精品业务，24H1 研发费用率 18.9%，较 23 年进一步降低，我们预计公司将持续精品项目战略，研发费用率 24-26 年分别为 22.1%/22.0%/21.7%。
- 5) 管理费用率：21-23 年分别为 9.0%/6.8%/6.6%，21 年较高主因营业收入有所下滑，我们预计公司后续管理费用率稳中略降，24-26 年分别为 6.6%/6.5%/6.3%。

综上，我们预计 24-26 年公司归母净利润分别 6.06/7.31/8.37 亿元，对应增速扭亏/20.5%/14.5%。

图表33：心动公司盈利预测（单位：百万元）

假设简表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	2703.2	3430.9	3389.1	4985.5	5357.9	5762.9
YoY	-5.1%	26.9%	-1.2%	47.1%	7.5%	7.6%
总毛利率	45.4%	53.5%	61.0%	63.3%	63.2%	63.2%
营业收入						
游戏业务	2010.8	2452.7	2091.7	3137.5	3200.3	3264.3
信息服务业务	692.4	978.2	1297.5	1848.0	2157.6	2498.6
营业收入增速						
游戏业务	-13.8%	22.0%	-14.7%	50.0%	2.0%	2.0%
信息服务业务	34.3%	41.3%	32.6%	42.4%	16.8%	15.8%
毛利率						
游戏业务	36.2%	45.4%	46.7%	52.0%	50.0%	48.0%
信息服务业务	72.1%	73.7%	84.2%	82.5%	82.8%	83.0%
费用率						
销售费用率	29.0%	26.9%	25.5%	31.2%	30.2%	30.0%
管理费用率	9.0%	6.8%	6.6%	6.6%	6.5%	6.3%
研发费用率	46.0%	37.4%	30.0%	22.1%	22.0%	21.7%
财务费用率	-1.0%	-0.9%	-0.9%	0.6%	0.3%	0.1%
归母净利润	-863.81	-553.5	-83.04	606.37	730.97	837.02
YoY	亏损	亏损	亏损	扭亏	20.50%	14.50%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

SOTP 估值：

游戏业务：我们预计 24-26 年公司游戏业务实现收入 31.4/32.0/32.6 亿元，游戏业务毛利率 52%/50%/48%。参考行业内其他游戏公司净利率水平均值，我们预计公司游戏业务净利率 13%，测算 24-26 年公司游戏业务净利润分别为 4.08/4.16/4.24 亿元，游戏业务选取主营业务为游戏的恺英网络、神州泰岳、巨人网络作为可比公司，可比公司自研游戏同样表现较好，且与心动公司自研游戏有相似的游戏生命周期。可比公司平均 25 年 PE 为 14.3X，按 25 年游戏业务净利润水平，给予 25 年 14.3 倍 PE，游戏业务估值 59.5 亿元。

图表34：游戏业务可比公司估值（Wind 一致预期）

股票代码	股票简称	总市值（亿元）	PE			归母净利润（亿元）		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
002558 CH	巨人网络	228.1	21.0	15.7	13.7	10.9	14.5	16.7
300002 CH	神州泰岳	227.5	25.6	17.3	16.2	8.9	13.2	14.0
002517 CH	恺英网络	277.7	19.0	15.7	13.1	14.6	17.7	21.2
			平均		14.3			

注：截至 2024 年 1 月 17 日

资料来源：Wind、华泰研究

信息服务业务（Taptap 平台）：我们预计 24-26 年公司信息业务实现收入 18.5/21.6/25.0 亿元，Taptap 平台主要依靠广告变现，平台业务给予 PS 估值，我们选取同样为平台业务，且商业模式主要为广告变现的哔哩哔哩、Meta、Reddit 作为可比公司，可比公司平均 25 年 PS 为 10.2X，考虑到 Taptap 的营收规模，用户规模与可比公司有一定差距，给与 25 年 5XPS，估值 108 亿元。

图表35：信息服务业务可比公司估值（Wind 一致预期）

股票代码	股票简称	总市值（亿元）	PS			营业收入（亿元）		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
9626 HK	哔哩哔哩	562.9	2.5	2.1	1.9	225.3	266.6	301.7
META US	Meta	15400	11.4	9.5	8.2	1349.0	1625.1	1874.3
RDDT US	Reddit	307	38.2	25.8	20.6	8.0	11.9	14.9
			平均		10.2			

注：截至 2024 年 1 月 17 日

资料来源：Wind、华泰研究

综上，公司目标市值为 167.5 亿人民币，公司目标价 36.68 港币（人民币/港币取 0.93）。首次覆盖，给予“买入”评级。

股价复盘

图表36：心动公司股价复盘

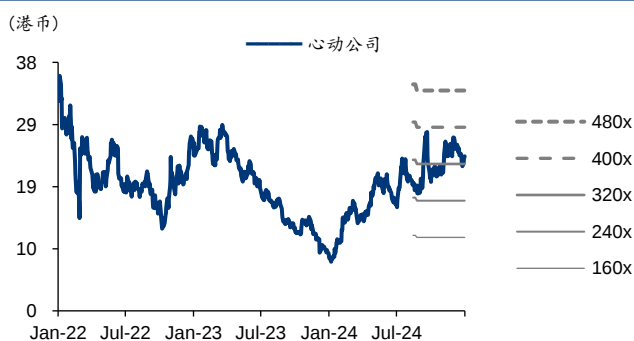


资料来源：Wind、心动公司官网、华泰研究

风险提示

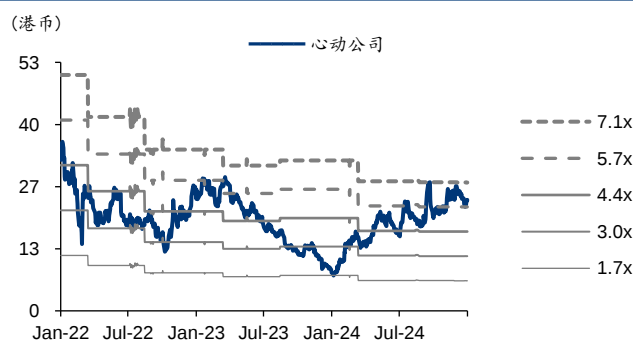
- 1) 老游戏流水下滑。**游戏玩家付费意愿受宏观环境及心理因素等多原因影响，玩家付费意愿与能力可能不及预期。
- 2) 游戏行业政策影响。**游戏行业政策将影响游戏版号的发行、游戏生产意愿、游戏发行方式等，缺乏新游戏上线或游戏无法如期上线将会影响公司游戏收入。
- 3) TapTap 社区生态发展不及预期。**TapTap 用户数规模增长不及预期，使用时长不及预期都将影响社区的生态，并直接影响公司的广告收入。

图表37：心动公司 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表38：心动公司 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，吴璐、朱璐，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师吴璿、朱璿本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司