

公司收购 LeanCloud, TapTap 开发者服务有望升级

心动公司 (02400.HK) 跟踪报告 | 2021.4.8

中信证券研究部

核心观点



王冠然
首席传媒分析师
S1010519040005



朱话笙
传媒分析师
S1010521010005

2021 年 4 月 6 日，公司宣布完成了对后端云服务解决方案提供商 LeanCloud 的收购，我们认为本次收购有望推进 TapTap 平台 ToB 业务开发者服务的发展，赋能更多的游戏开发者，TapTap 平台在游戏产业地位有望持续提升。TapTap 产品形态上持续迭代，泛游戏化内容平台加速发展，用户规模有望持续增长。我们看好公司作为游戏产业核心资产的价值，维持“买入”评级。

■ **2021 年 4 月 6 日，公司宣布了完成对 LeanCloud 的收购。**LeanCloud 是一家提供一站式后端云服务解决方案的公司，使开发者免去服务器环境部署和运维、数据分布式储存等复杂的后端工作，节约开发后端代码的时间；并为各类移动应用开发者提供丰富的 SDK、工具、平台和服务。自 2014 年成立以来，公司赋能了数十万应用开发者。公司收购 LeanCloud 后，LeanCloud 将会把大部分服务集成到 TapTap 平台的开发者服务 TDS 体系中，TDS 与 LeanCloud 将会基于同一个 Codebase，由同一个团队开发和支持。LeanCloud 的联合创始人江宏未来将作为 TDS 负责人，技术背景深厚。公司通过本次收购，有望推进 TapTap 平台 ToB 能力的升级，为更多的游戏开发者提供功能更强大的服务，进一步提升产业地位。

■ **LeanCloud 为移动应用开发者提供后端云服务（BaaS），其中游戏解决方案功能强大，赋能广大游戏开发者。**其中游戏解决方案可以使开发者无需关注复杂的服务端工作，而是集中精力开发游戏逻辑本身。其功能包括：①支持多人在线对战，支持主流游戏玩家的匹配场景如随机匹配、条件匹配等，并且提供毫秒级多端数据同步和每秒亿级的消息下发量，实现流畅的游戏体验。②支持玩家排行榜，可以对任意指标排序，并提供世界、好友等多种榜单查询。③即时通讯服务可以与游戏结合，满足游戏内组队、工会等多种沟通需求，并且支持图文、语音、视频消息等。

■ **本次收购后 TapTap 开发者服务与 LeanCloud 业务有望实现顺利整合。**从 LeanCloud 角度，2020 年 LeanCloud 来自游戏客户的营收已经占到一半以上。同时心动公司已经是 LeanCloud 的重要用户，旗下自研或代理的天天打波利、香肠派对、人类跌落梦境、Muse Dash 等知名游戏均应用了 LeanCloud 的产品。此外，被收购后 LeanCloud 的原有产品和用户将不受影响。对于心动公司和 TapTap，开发者服务 TDS 本身通过数据能力提升、账号体系打通等方式赋能游戏开发者；而收购 LeanCloud 后，开发者服务有望得到进一步拓展，为游戏开发者提供功能更强、更简便的解决方案，让开发者专注于打磨游戏玩法、剧情、美术等核心要素。此外，管理层在商业理念上也相互认同。我们认为，公司收购 LeanCloud 后业务上有望与 TapTap 开发者服务实现顺利整合，并且对财务、原有产品和客户层面上机务没有影响。同时 LeanCloud 团队的加入将进一步提升开发者服务的研发能力，未来有望提供更加丰富的服务来赋能游戏开发者。

心动公司	02400.HK
评级	买入（维持）
当前价	57.50 港元
目标价	113 港元
总股本	454 百万股
港股流通股本	454 百万股
总市值	261.11 亿港元
近三月日均成交额	0.37 百万港元
52 周最高/最低价	110.8/18.98 港元
近 1 月绝对涨幅	-4.96%
近 6 月绝对涨幅	43.39%
近 12 月绝对涨幅	183.95%

■ **风险因素：**TapTap 平台建设和用户增长不及预期风险；收购 LeanCloud 进展和业务整合不及预期；游戏上线时间和流水不及预期风险；行业监管趋严风险；外部市场变化风险；战略执行不及预期风险；可转债及配股进展不及预期风险。

■ **投资建议：**公司收购 LeanCloud 有望提升 TapTap 平台 ToB 开发者服务能力，赋能更多的游戏开发者，TapTap 平台在游戏产业地位有望持续提升。同时公司计划通过近期募资进一步推动自研游戏和 TapTap 平台等业务发展；并且引入 B 站等产业股东，未来有望开展深入合作。公司自研游戏有望在 21 年底/22 年收获成果，游戏业务有望重回增长；TapTap 产品形态上持续迭代，内容社区建设不断推进，泛游戏化内容平台加速发展，用户规模有望持续增长。我们看好公司作为游戏产业核心资产的价值。我们维持公司 2021-2023 年 EPS 预测分别为-0.2/0.0/0.2 元。维持公司 2023 年目标价 113 港元，维持“买入”评级。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,838	2,848	3,111	3,615	4,177
营业收入增长率 YoY	50.4%	0.3%	9.3%	16.2%	15.5%
归母净利润(百万元)	347	9	-90	2	90
归母净利润增长率 YoY	21.6%	-97.4%	-1079.0%	N/A	4600.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.8	0.0	-0.2	0.0	0.2
毛利率	62.4%	53.8%	54.2%	57.6%	60.5%
净资产收益率 ROE	18.5%	0.4%	-3.9%	0.1%	3.7%
PE	61.57	2,384.19	-236.24	11,186.75	238.35
PS	7.52	7.66	6.80	5.93	5.14

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 4 月 7 日收盘价

目录

事件：公司完成对 LeanCloud 收购，TapTap 平台 ToB 能力进一步升级	1
LeanCloud 业务：BaaS 赋能开发者，提供丰富服务	1
高效云端数据存储功能	2
云引擎+数据库功能	2
即时通讯功能	3
消息推送和短信功能	3
游戏解决方案	4
微信小程序解决方案	5
TapTap 开发者服务：实现平台与游戏厂商双赢，服务丰富度不断提升	5
风险因素	7
投资建议	8

插图目录

图 1: LeanCloud 云端存储功能.....	2
图 2: LeanCloud 云引擎工作原理.....	2
图 3: LeanCloud 云引擎+数据库实用功能.....	2
图 4: LeanCloud 及时通讯实用功能.....	3
图 5: LeanCloud 消息推送功能.....	3
图 6: LeanCloud 短信功能.....	3
图 7: LeanCloud 游戏行业用户.....	4
图 8: LeanCloud 小程序解决方案特色.....	5
图 9: TapDB 数据分析系统概览.....	6
图 10: TapDB 数据分析支持多角度细化结果.....	6
图 11: TapTap 测试上线流程.....	6
图 12: 《香肠派对》游戏内朋友圈实例.....	7
图 13: 《人类跌落梦境》与 TapTap 账号体系打通.....	7
图 14: TapTap TDS 全部功能示意图.....	7

表格目录

表 1: LeanCloud 游戏解决方案收费标准.....	4
表 2: 心动公司盈利预测.....	8

■ 事件：公司完成对 LeanCloud 收购，TapTap 平台 ToB 能力进一步升级

2021 年 4 月 6 日，公司宣布了完成对 LeanCloud 的收购。LeanCloud 是一家提供一站式后端云服务解决方案的公司，使开发者免去服务器环境部署和运维、数据分布式储存等复杂的后端工作，节约开发后端代码的时间；并为各类移动应用开发者提供丰富的 SDK、工具、平台和服务。自 2014 年成立以来，公司已经赋能了逾 24 万应用开发者。公司收购 LeanCloud 后，LeanCloud 将会把大部分服务集成到 TapTap 平台的开发者服务 TDS 体系中，TDS 与 LeanCloud 将会基于同一个 Codebase，由同一个团队开发和支持。公司通过本次收购，有望推进 TapTap 平台 ToB 能力的升级，为更多的游戏开发者提供功能更强大的服务，从而进一步提升在游戏产业的地位。

LeanCloud 的联合创始人江宏未来将作为 TDS 负责人，技术背景深厚。江宏拥有耶鲁大学计算机博士的学历背景，发表过多篇分布式系统领域相关学术论文，并作为 Google 研发工程师工作多年。2012 年起，江宏担任 YouTube 联合创始人陈士骏的创业公司 AVOS 中国总经理。2014 年，江宏创立 LeanCloud（原 AVOS Cloud），并于同年获得 IDG 资本 A 轮融资。本次收购完成后，LeanCloud 团队将加入 TapTap，其深厚的技术背景将提升 TapTap 平台开发者服务能力。

本次收购后 TapTap 开发者服务与 LeanCloud 业务有望实现顺利整合。从 LeanCloud 角度，2020 年公司来自游戏客户的营收已经占到一半以上。同时心动公司已经是 LeanCloud 的重要用户，旗下自研或代理的天天打波利、香肠派对、人类跌落梦境、Muse Dash 等知名游戏均应用了 LeanCloud 的产品。此外，被收购后 LeanCloud 的原有产品和用户将不受影响。）对于心动公司和 TapTap，开发者服务 TDS 本身通过数据能力提升、账号体系打通等方式赋能游戏开发者；而收购 LeanCloud 后，开发者服务有望得到进一步拓展，为游戏开发者提供功能更强、更简便的解决方案，包括游戏后端搭建、聊天系统等，让开发者专注于打磨游戏玩法、剧情、美术等核心要素。此外，管理层在商业理念上也相互认同。我们认为，公司收购 LeanCloud 后业务上有望实现顺利整合，并且对财务、原有产品和客户层面基本没有影响。

■ LeanCloud 业务：BaaS 赋能开发者，提供丰富服务

LeanCloud 的主营业务是为移动应用开发者提供后端云服务（BaaS）的解决方案，这部分业务为用户省去了复杂的后端代码开发和服务器配置等工作，并且提供丰富的功能和 SDK。其中 LeanCloud 基础服务包括数据储存、云引擎+数据库、及时通讯、消息推送、短信，并且提供了针对游戏和微信小程序的行业解决方案。

高效云端数据存储功能

LeanCloud 为用户提供替代传统数据库的高效云端存储, 高效存取海量级 JSON 对象、二进制文件、地理位置等数据, 实现结构化数据存储和文件存储。采用无服务器架构, 并且实现多端实时同步。同时, 通过 ACL 权限控制快速实现安全而灵活的数据访问。其产品优势在于对数据实现多副本分布保存, 拥有强大的数据可靠性和并发访问能力; 每日可以支撑超过 10 亿次请求, 服务稳定性强。此外, 云端存储拥有较多扩展功能组件, 支持朋友圈、动态消息等常见社区功能, 并提供通用的 SQL 查询接口, 实现大数据分析处理。

图 1: LeanCloud 云端存储功能

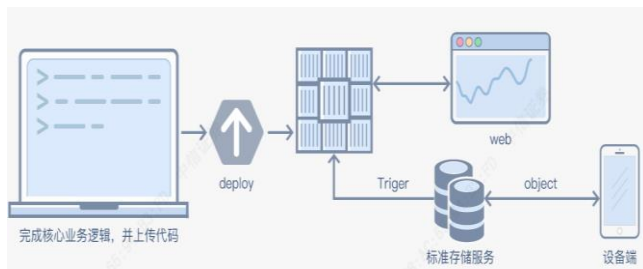


资料来源: LeanCloud 官网

云引擎+数据库功能

LeanCloud 为用户提供专属的容器云计算平台, 既可以简单地拥有托管静态网站, 又可以接受任意程序语言的定制开发来动态处理外来请求, 满足业务定制化需求; 无需自搭服务器, 即可开发后端系统。其工作原理是通过云引擎为结构化数据增加触发器(trigger)、开发 HTTP Endpoint (可供公开访问的 url, 将复杂的客户端逻辑简化为云函数) 以及托管产品的静态页面。并且基于分布式 Redis 集群技术, 可以承载达 7 万 QPS 的峰值并发流量。此外, LeanCloud 支持在线编写代码等灵活部署方式, 并提供多种类型项目模板, 以及可以部署多份云引擎代码实现云引擎分组管理。

图 2: LeanCloud 云引擎工作原理



资料来源: LeanCloud 官网

图 3: LeanCloud 云引擎+数据库实用功能



资料来源: LeanCloud 官网

即时通讯功能

LeanCloud 可以实现将即时聊天公司快速集成到产品中，满足社交通讯、企业协同办公、直播互动、在线客服、游戏对战等场景的需求。支持单聊、群聊、聊天室、公众号等类型对话和文本、语音、视频、位置等消息，并且支持@、撤回和修改以及黑名单、敏感词管理等功能，功能全面且接口灵活。目前该业务已经稳定服务数万开发团队并支撑日活千万的产品，支持消息下发峰值逾 1.2 亿条/分钟，稳定可靠。

图 4: LeanCloud 及时通讯实用功能



资料来源：LeanCloud 官网

消息推送和短信功能

LeanCloud 支持 iOS、Android、Web 端全平台推送解决方案，以及短信推送功能。并且可以快速集成至产品中，支持文本通知、富媒体、自定义消息等推送形式和定时推送、按条件推送等推动操作，并且具备完备的推送效果统计，提供到达率和用户打开率展示。LeanCloud 支持短信推送功能，包括验证码短信、系统通知、活动通知等，适用于用户注册、登录、重要操作的身份验证以及营销活动通知等场景。

图 5: LeanCloud 消息推送功能



资料来源：LeanCloud 官网

图 6: LeanCloud 短信功能

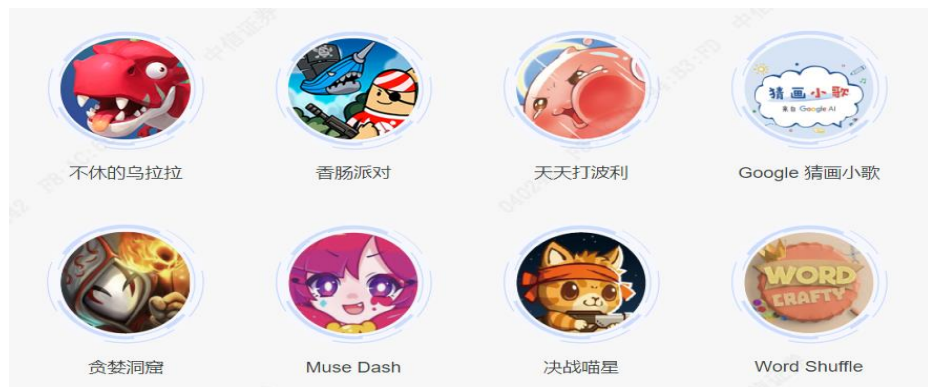


资料来源：LeanCloud 官网

游戏解决方案

LeanCloud 提供专为在线游戏开发准备的后端整体解决方案，使开发者无需关注复杂的服务端工作，而是集中精力开发游戏逻辑本身。游戏解决方案支持多人在线对战，支持主流游戏玩家的匹配场景如随机匹配、条件匹配等，并且提供毫秒级多端数据同步和每秒亿级的消息下发量，实现流畅的游戏体验。并且支持玩家排行榜，可以对任意指标排序，并提供世界、好友等多种榜单，支持最大、最小、最新、累计等数据更新策略，并且自动计算排名和查询指定玩家的前后排名。LeanCloud 即时通讯服务可以与游戏结合，满足游戏内组队、工会等多种沟通需求，并且支持图文、语音、视频消息。此外，实现了玩家数据的云端存储，支持 Unity、Cocos Creator、微信小游戏等主流开发引擎，并支持跨区域部署和专线加速，助力游戏出海的流畅体验。我们认为，LeanCloud 游戏后端解决方案有望与 TapTap 开发者服务实现良好融合，并且 LeanCloud 团队的加入将进一步提升开发者服务的研发能力，未来有望提供更加丰富的服务来赋能游戏开发者。

图 7: LeanCloud 游戏行业用户



资料来源: LeanCloud 官网

表 1: LeanCloud 游戏解决方案收费标准

多人在线对战			
	开发版	商用版	企业版
同时在线人数 (CCU)	按使用量计费，最大支持 20 CCU	25 元/500 CCU/天，最大支持 5000 CCU	商务洽谈
流量	免费 1 GB/天，超出部分 0.8 元/GB	0.8 元/GB/天	商务洽谈
排行榜			
	开发版	商用版	企业版
请求次数	免费 1 万次 / 天	2.5 元/万次	商务洽谈
榜单记录数	免费 1 万条，超出部分 0.05 元/万条/天	0.05 元/万条/天	商务洽谈
Client Engine			
	体验版	标准版	
计算单元	免费 1 计算单元 (每计算单元包含 100 CCU 和 50% CPU)	每计算单元 4 元 (每计算单元包含 100 CCU 和 50% CPU)	
流量	免费 1GB/付费实例/天，超出后 0.8 元/GB	0.8 元/GB	
是否强制休眠	是	否	
自动扩容	无	有	
负载均衡	无	有	
免费预备环境	无	有	

资料来源: LeanCloud 官网，中信证券研究部

微信小程序解决方案

LeanCloud 提供微信小程序解决方案，省掉域名备案、数据接口开发、后端系统搭建与运维等繁重工作，让小程序开发更加简单高效。提供了内建账户系统，支持微信用户身份一键登录，并且还支持保存手机号、收货地址等额外信息，允许在多个平台、应用中打通账户体系。同时提供一站式数据管理平台，支持结构化数据增删改查并优化效率，并与 LeanCloud 云引擎服务器无缝衔接以及支持在小程序中使用 LeanCloud 即时通讯服务。

图 8: LeanCloud 小程序解决方案特色

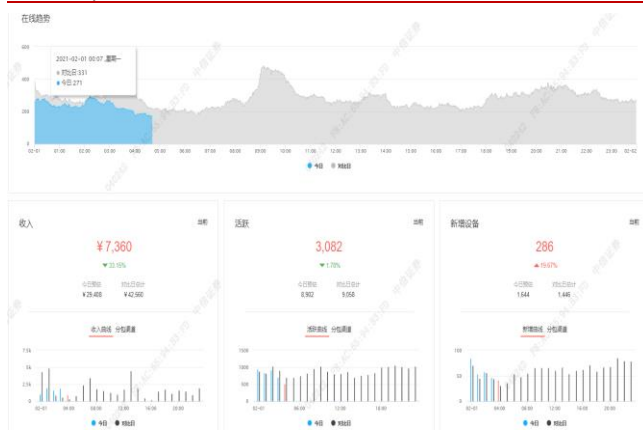


资料来源：LeanCloud 官网

TapTap 开发者服务：实现平台与游戏厂商双赢，服务丰富度不断提升

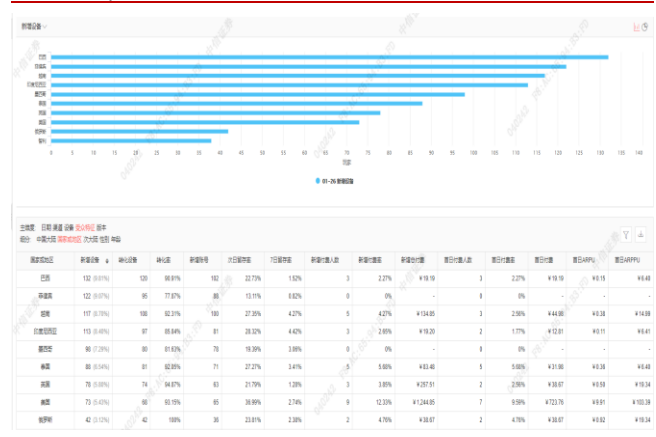
TapTap 开发者服务 TDS 功能之一是帮助游戏开发者提升数据分析能力。TapTap 计划将游戏数据统计分析系统 TapDB 及相应 SDK 整合进入 TapTap 开发者中心，提供用户来源、活跃度、留存率、付费程度等层面的数据分析，并支持从分包渠道、广告渠道、使用设备、用户画像等角度细化结果。同时，TapDB 支持超过 520 种指标，通过不同的指标组合方式可以实现精准定位问题源头，例如某条广告激活率极低，通过 TapDB 可以检查出相应的作弊渠道。此外，基于用户行为及标签数据，TDS 可以实现定向邀请玩家测试，以《原神》测试为例，与传统的发码测试不同，平台定向给一万余名不同类型的 TapTap 用户发送邀请，可以获得更加清晰综合的各类用户实测数据。

图 9: TapDB 数据分析系统概览



资料来源: TapDB

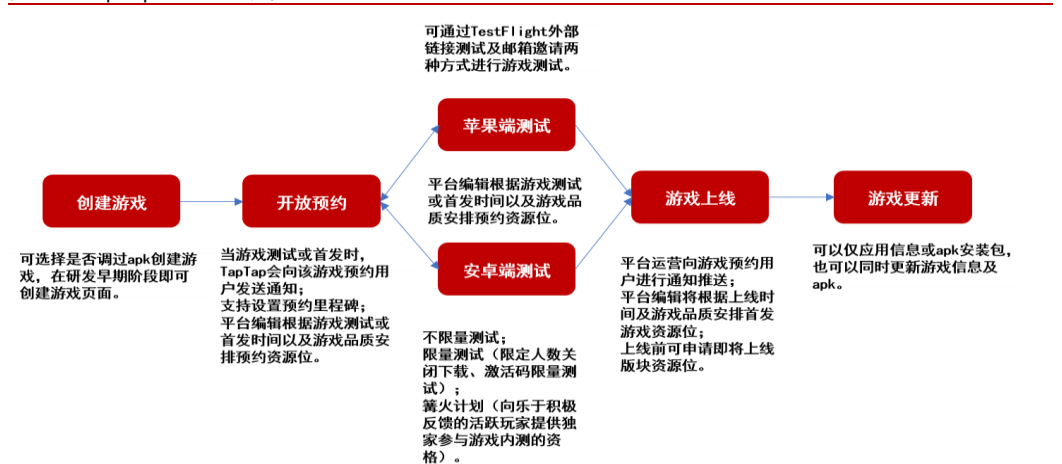
图 10: TapDB 数据分析支持多角度细化结果



资料来源: TapDB

TapTap 开发者服务同时简化了游戏的测试上线流程。开发者在 TapTap 平台创建游戏时可选择跳过应用包, 在研发早期阶段即可创建游戏页面进行推广宣传、获取玩家意见、开放游戏预约。进入到游戏测试阶段, TapTap 平台运营会协助游戏开发者的测试流程, 支持 iOS 端 TestFlight 测试和安卓端限量/不限量测试形式, 同时 TapTap 编辑将根据游戏测试时间以及游戏品质安排游戏测试资源位。TapTap 搭建还了“篝火计划”的测试模式, 选择积极反馈的核心游戏玩家作为“拾薪者”并提供独家参与游戏内测的资格, 允许开发者在开发过程中探索更多创意玩法的可能性, 并且与核心玩家对接反馈而无评分压力。

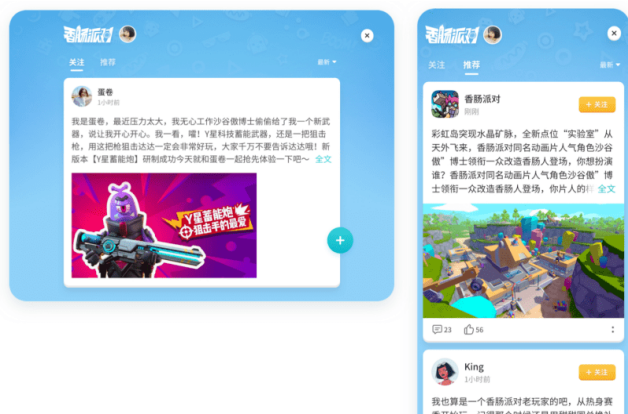
图 11: TapTap 测试上线流程



资料来源: TapTap 开发者中心, 中信证券研究部

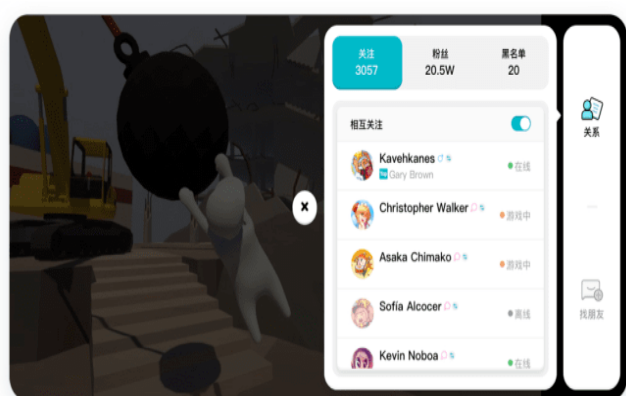
打通游戏与 TapTap 平台账号体系, TapTap 助力游戏沉淀好友关系并升级体验。从《香肠派对》开始, 公司计划将所有心动游戏账号合并进入 TapTap 账号体系中, 沉淀游戏本身和 TapTap 平台的社交关系, 并为游戏提供基于好友关系的游戏内朋友圈和社区服务。其中游戏内朋友圈为好友之间提供更多离线交互的可能, 展示游戏中值得炫耀的光辉时刻、遇到的奇闻异事、对于新版本的评价和吐槽等内容以及来自游戏官方、KOL 的高质量内容。此外, 从《人类跌落梦境》和《泰拉瑞亚》起, TapTap 游戏账号功能升级, 支持匹配、开房间、云存档等更多与游戏相关的内容通过 TapTap 账号体系实现连通。当心动游戏测试成功后, TapTap 账号体系也将全面开放供游戏开发者选择。

图 12:《香肠派对》游戏内朋友圈实例



资料来源: 2020 年 TapTap 开发者沙龙

图 13:《人类跌落梦境》与 TapTap 账号体系打通



资料来源: 2020 年 TapTap 开发者沙龙

TapTap 开发者服务作为公司战略重要环节,旨在让开发者和玩家受益并促进游戏生态发展的同时,提升公司在游戏产业中的地位。一方面, TapTap 降低了游戏测试和发行的成本和难度,让更多优质的游戏内容可以在 TapTap 平台出现;另一方面, TapTap 的 0 分成比例、账号体系打通、开发者服务等特色本身也在引领产业变革,产业地位不断深化,实现平台与开发者双赢。未来,消息系统、成就系统、排行榜、游戏视频、创意工坊等新功能有望持续提升 TapTap 开发者服务的丰富度,向更多的开发者免费开放。随着公司收购 LeanCloud, LeanCloud 的游戏解决方案可以融合开发者服务体系,为游戏开发者提供更丰富的服务项目,同时 LeanCloud 团队有望带来更强的技术研发实力,为 TapTap 开发者服务业务带来更大的发展空间。

图 14: TapTap TDS 全部功能示意图



资料来源: 2020 年 TapTap 开发者沙龙

■ 风险因素

TapTap 平台建设和用户增长不及预期风险;收购 LeanCloud 进展和业务整合不及预期;游戏上线时间和流水不及预期风险;行业监管趋严风险;外部市场变化风险;战略执行不及预期风险;可转债及配股进展不及预期风险。

投资建议

公司本次收购 LeanCloud 有望提升 TapTap 平台 ToB 开发者服务能力,赋能更多的游戏开发者, TapTap 平台和公司在游戏产业地位有望持续提升。同时公司计划通过近期募资进一步推动自研游戏和 TapTap 平台等业务发展;并且引入 B 站等产业股东,未来有望开展深入合作。公司自研游戏有望在 21 年底/22 年收获成果,游戏业务有望重回增长; TapTap 产品形态上持续迭代,内容社区建设不断推进,泛游戏化内容平台加速发展,用户规模有望持续增长。我们看好公司作为游戏产业核心资产的价值。我们维持公司 2021-2023 年 EPS 预测分别为-0.2/0.0/0.2 元。维持公司 2023 年目标价 113 港元,维持“买入”评级。

表 2: 心动公司盈利预测

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,838	2,848	3,111	3,615	4,177
营业收入增长率 YoY	50.4%	0.3%	9.3%	16.2%	15.5%
归母净利润(百万元)	347	9	-90	2	90
归母净利润增长率 YoY	21.6%	-97.4%	-1079.0%	N/A	4600.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.8	0.0	-0.2	0.0	0.2
毛利率	62.4%	53.8%	54.2%	57.6%	60.5%
净资产收益率 ROE	18.5%	0.4%	-3.9%	0.1%	3.7%
PE	61.57	2,384.19	-236.24	11,186.75	238.35
PS	7.52	7.66	6.80	5.93	5.14

资料来源:公司公告, 中信证券研究部预测

相关研究

心动公司 (02400.HK) 深度跟踪报告: 公司 2020 年业绩前瞻及 TapTap 近况更新
(2021-02-28)

心动公司 (02400.HK) 深度跟踪报告: 公司 2020 年业绩前瞻及 TapTap 近况更新
(2021-02-28)

心动公司 (02400.HK) 2020 年中报点评—短期业绩承压, 用户规模增长可观
(2020-08-28)

心动公司 (02400.HK) 2020 年中报点评—短期业绩承压, 用户规模增长可观
(2020-08-28)

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,838	2,848	3,111	3,615	4,177
营业成本	(1,066)	(1,316)	(1,425)	(1,532)	(1,651)
毛利	1,772	1,532	1,686	2,084	2,526
销售费用	(745)	(633)	(716)	(875)	(1,003)
管理费用	(203)	(180)	(264)	(271)	(292)
研发费用	(318)	(658)	(880)	(976)	(1,107)
财务费用	5	12	15	13	14
原材料	0	0	0	0	0
折旧和摊销	0	0	0	0	0
租赁费	0	0	0	0	0
其他收益	4	3	11	12	9
投资收益	11	15	10	14	14
EBITDA	648	95	(81)	85	243
营业利润	847	745	734	984	1,266
利润总额	545	107	(122)	35	188
所得税费用	(32)	(51)	(27)	(31)	(38)
税后利润	513	56	(149)	3	150
少数股东损益	167	47	(60)	2	60
归母净利润	347	9	(90)	2	90

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
税后利润	513	56	-149	3	150
折旧和摊销	108	46	56	63	69
营运资金的变化	144	183	-273	109	24
其他经营现金流	96	-30	-26	-35	-35
经营现金流合计	861	254	-392	141	209
资本支出	-140	-38	-56	-68	-54
其他投资现金流	-329	421	-54	-30	-34
投资现金流合计	-469	383	-110	-97	-88
权益变动	630	-	-	-	-
负债变化	-	90	-	-	-
股息支出	-	-	-	-	-
其他融资现金流	-267	-64	73	66	27
融资现金流合计	363	27	73	66	27
汇率变动净额	9	-10	-	-	-
现金等价物变动	764	654	-429	110	148
期末现金等价物	1,337	1,991	1,890	2,000	2,148

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测（注：公司未披露 2020 年现金流量数据，因此 2020 年现金流量表数据为中信证券研究部预测）

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,337	2,320	1,890	2,000	2,148
存货	-	-	-	-	-
应收及预付款	540	420	651	659	750
其他流动资产	497	30	30	30	30
流动资产	2,374	2,770	2,571	2,690	2,929
物业、厂房及设备	87	113	152	198	226
联营及合营公司的权益	53	66	66	66	66
无形资产	199	199	199	199	199
其他长期资产	153	197	223	233	243
非流动资产	492	575	640	696	735
资产总计	2,866	3,345	3,212	3,386	3,665
短期借款	-	-	-	-	-
应付款	368	426	396	490	574
合同负债	99	129	133	148	179
其他流动负债	87	127	109	118	118
流动负债	554	681	639	756	872
长期借款	-	-	-	-	-
其他长期负债	25	84	82	82	82
非流动性负债	25	84	82	82	82
负债合计	580	765	721	838	954
归母权益合计	1,872	2,296	2,267	2,322	2,425
少数股东权益	415	284	224	226	286
股东权益合计	2,287	2,580	2,491	2,548	2,711
负债权益总计	2,866	3,345	3,212	3,386	3,665

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率	50.4%	0.3%	9.3%	16.2%	15.5%
营业利润增长率	45.0%	-12.0%	-1.6%	34.2%	28.6%
净利润增长率	21.6%	-97.4%	-1079%	N/A	4600.2%
毛利率	62.4%	53.8%	54.2%	57.6%	60.5%
净利率	12.2%	0.3%	-2.9%	0.1%	2.2%
净资产收益率	18.5%	0.4%	-3.9%	0.1%	3.7%
总资产收益率	12.1%	0.3%	-2.8%	0.1%	2.5%
资产负债率	20.2%	22.9%	22.4%	24.8%	26.0%
所得税率	5.9%	47.9%	-22.0%	90.0%	20.0%
股利支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资决策委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。