
2021年 心动公司商业模式分析报告

2021 X.D. Inc. Business Model Analysis Report

2021年 X.D. Inc. ビジネスモデル分析レポート

概览标签：商业模式、电子游戏、手机游戏、社区平台

报告主要作者：尹铭媚

2021/03

B站阿里入股，后疫情时代心动公司能否借势回暖？

2020年上半年，疫情催化“宅经济”的背景下，用户居家娱乐及上网时间大幅增加，游戏行业整体业绩爆发，然而主要上市公司股价在相继创新高后一路走低。除了腾讯游戏、网易游戏第一梯队外的游戏公司是否具备可持续造血能力呢？

2021年2月，作为游戏行业中“小而美”代表的心动公司遭恒生科技指数剔除并发布业绩盈警，而4月1日，心动公司发布公告称，B站将以42.38港元/股的价格认购公司发行的普通股2,266万股，总认购价格约为9.6亿港元，同时阿里巴巴旗下淘宝中国认购365.8万股，涉资1.55亿港元，当日心动公司股价大涨22%，是什么让投资者为之心动？本报告将从商业模式角度切入，分析心动公司经营表现及核心竞争力。

1. 手游市场为增速最快、规模最大的细分市场

- 全球游戏市场近年来保持稳定增长，销售收入从2016年的1,097亿美元增至2020年的1,717亿美元，年均复合增长率为11.9%。
- 中国电子游戏市场已成为全球最大的游戏市场，主要受到手游市场增长的推动：2020年，中国手游市场规模达2,166亿元，占比为73%，预计2025年市场规模可达4,276亿元，占比提升至83.7%。

2. 心动公司具有丰富多样游戏产品矩阵

- 心动公司依托自研的独占游戏以及创新向的独立游戏构建起丰富多元游戏产品矩阵，覆盖MMORPG、SLG、CCG、战术竞技、模拟社交等品类，游戏库存充足，产能释放在即。

3. 稀缺性商业模式为心动打开增长空间

- TapTap于2016年正式上线，以“发现好游戏”为宗旨，目前已成为中国最大的手游社区和下载渠道之一。
- 与传统的游戏平台不同，TapTap采取不联运的机制，保证游戏利润最大限度给予开发商，协助开发者与玩家直接沟通，优化游戏内容，打造良性游戏生态圈。这正是作为游戏社区平台，TapTap稀缺性所在之处。
- 未来TapTap可通过增加广告位数量、丰富广告形式，进一步释放变现潜力。

目录

CONTENTS

◆ 名词解释	-----	11
◆ 行业分析		
• 全球游戏市场规模	-----	13
• 游戏行业发展历程	-----	14
• 中国游戏市场规模	-----	15
• 中国手游市场规模	-----	17
◆ 企业综述		
• 心动公司企业概况	-----	19
• 心动公司股权概况	-----	20
• 心动公司发展历程	-----	21
◆ 商业模式		
• 心动公司业务布局	-----	24
• 心动公司游戏产品	-----	26
• 心动公司头部游戏	-----	27
• 心动公司网络游戏	-----	28
• 心动公司游戏业务收入	-----	29
• 心动公司海外市场收入	-----	30
• 心动公司信息服务业务	-----	32
• TapTap开发商服务	-----	33
• TapTap用户体验	-----	34
• TapTap平台稀缺性	-----	35
• TapTap广告模式	-----	36



目录

CONTENTS

• TapTap广告收入分析	-----	37
• TapTap与竞品比较	-----	38
◆ 竞对分析		
• 游戏公司产业链布局对比	-----	40
• 游戏公司研发能力对比	-----	41
• 游戏公司盈利能力对比	-----	42
◆ 竞争力及风险分析		
• 心动公司竞争力及风险分析	-----	44
◆ 方法论	-----	46
◆ 法律声明	-----	47

目录 CONTENTS

◆ Terms	-----	11
◆ Industry Analysis		
• Global Video Game Market Size	-----	13
• Game Video Industry History	-----	14
• China Video Game Market Size	-----	15
• China Mobile Game Market Size	-----	17
◆ Company Overview		
• XD Profile	-----	19
• XD Equity	-----	20
• XD History	-----	21
◆ Business Model		
• XD Business Layout	-----	24
• XD Product Matrix	-----	26
• XD Top Games	-----	27
• XD Online Games	-----	28
• XD Games Business Revenue	-----	29
• XD Games Revenue from Overseas Markets	-----	30
• XD Information Services Business	-----	32
• TapTap Developer Services	-----	33
• TapTap User Experience	-----	34
• TapTap Platform Scarcity	-----	35
• TapTap Advertising Model	-----	36

目录 CONTENTS

• TapTap Advertising Revenue Analysis	-----	37
• Comparison of TapTap and its Competitors	-----	38
◆ Competitor Analysis		
• Comparison of the Industry Chain Layout	-----	40
• Comparison of R&D Capabilities	-----	41
• Comparison of Profitability	-----	42
◆ Competitiveness and Risk Analysis		
• XD Competitiveness and Risk Analysis	-----	44
◆ Methodology	-----	46
◆ Legal Statement	-----	47

图表目录

List of Figures and Tables

图表1: 全球游戏市场规模（按收入计），2016-2025E	-----	13
图表2: 全球游戏市场发展历程	-----	14
图表3: 中国游戏市场规模（按收入计），2016-2025E	-----	15
图表4: 中国游戏市场用户规模，2014-2020	-----	16
图表5: 中国游戏市场人均付费率，2014-2020	-----	16
图表6: 手机游戏分发模式	-----	17
图表7: 中国手机游戏市场用户规模，2013-2020	-----	17
图表8: 心动公司企业基本概况	-----	19
图表9: 心动公司企业股权概况	-----	20
图表10: 心动公司发展历程	-----	21
图表11: 心动公司业务布局	-----	24
图表12: 心动公司代表游戏产品	-----	26
图表13: 心动公司头部游戏介绍	-----	27
图表14: 心动公司网络游戏介绍	-----	28
图表15: 心动公司游戏业务按品类拆分，2016-2020	-----	29
图表16: 心动公司游戏业务按地区拆分，2016-2020	-----	30
图表17: TapTap平台基本概况	-----	32
图表18: TapTap游戏上线流程	-----	33
图表19: TapTap注册游戏开发商数量，2016-2020	-----	33
图表20: TapTap平均月活跃用户，2016-2020	-----	34
图表21: TapTap平台稀缺性	-----	35

图表目录

List of Figures and Tables

图表22: TapTap广告盈利模式	-----	36
图表23: TapTap广告收入分析	-----	37
图表24: TapTap与竞争产品优劣势比较	-----	38
图表25: 全球主要游戏厂商产业链布局	-----	40
图表26: 中国主要上市游戏公司研发能力对比, 2018-2020H1	-----	41
图表27: 中国主要游戏上市公司盈利能力对比, 2020H1	-----	42
图表28: 心动公司竞争力及风险分析	-----	44

名词解释

- ◆ **主机游戏**：专门开发在主机上运营、通常通过控制台与游戏玩家互动的游戏，主流的游戏主机包括任天堂的“Switch”、微软的“Xbox”
- ◆ **SDK**：Software Development Kit，软件开发工具包，一般是一些被软件工程师用于为特定的软件包、软件框架、硬件平台、操作系统等创建应用程序的开发工具的集合
- ◆ **ROI**：Return on Investment，投资回报率
- ◆ **平均月活跃用户**：各款游戏于某期间的月活跃用户总数之和除以该期间内月份数
- ◆ **平均月付费用户**：各款游戏于某期间的月付费用户总数之和除以该期间内月份数
- ◆ **PGC**：Professional Generated Content，专业生产内容，泛指内容个性化、视角多元化、传播民主化、社会关系虚拟化
- ◆ **PUGC**：Professional User Generated Content，专业用户生产内容，指在移动音视频行业中，将UGC+PGC相结合的内容生产模式
- ◆ **UGC**：User Generated Content，用户生成内容，即用户原创内容
- ◆ **CPS**：Cost Per Sales，一种以实际销售额来计算广告费用的广告定价模式
- ◆ **CPA**：Cost Per Action，一种按广告投放实际效果计价方式的广告定价模式，比如按照一个注册行为等
- ◆ **CPM**：Cost Per Mille，表示某广告每展示1,000次的价格
- ◆ **CPC**：Cost Per Click，是一种根据广告被点击的次数收费，如关键词广告一般采用这种定价模式
- ◆ **ARPPU**：Average Revenue Per Paying User，统计周期内，每位付费用户对产品贡献的收入

第1章节：行业分析

Industry Analysis



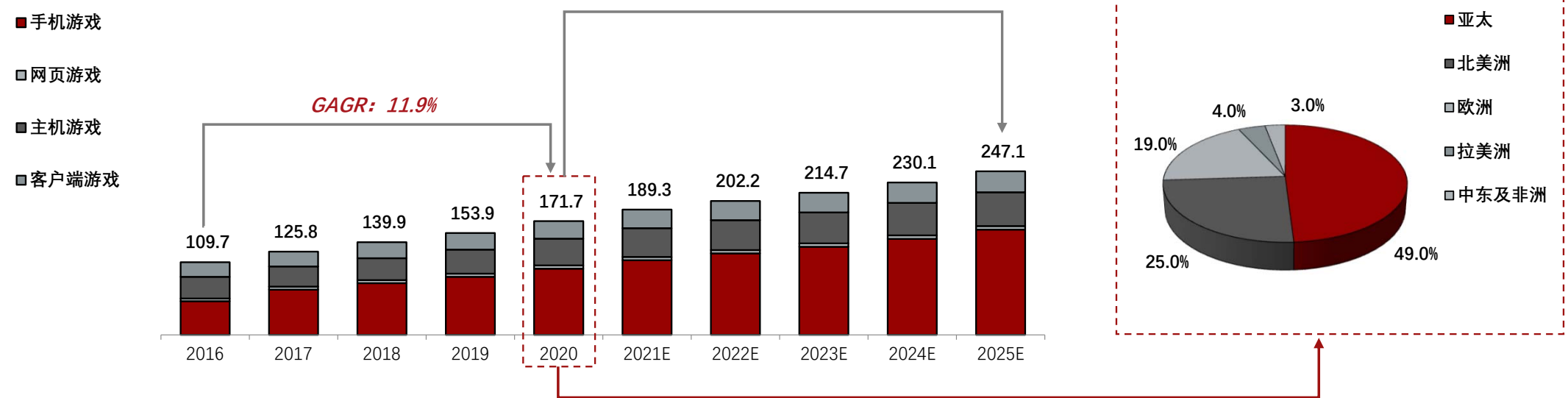
- ❑ 全球游戏市场近年来保持稳定增长，其中手机游戏的市场规模占比最大且增速最快
- ❑ 中国电子游戏市场已成为全球最大的游戏市场，同时中国游戏用户付费意愿及能力也在不断提升

章节 1.1
 全球游戏市场

全球游戏市场规模由2016年的1,097亿美元增长至2020年的1,717亿美元，其中亚太地区贡献收入占比达49%，预计在消费水平和技术应用的提升下，游戏市场将持续增长

全球游戏市场规模（按收入计），2016-2025E

单位：[十亿美元]



- 按游戏分发平台的不同，电子游戏可以分为手机游戏、电脑游戏和主机游戏三大类，电脑游戏可进一步分类为客户端游戏与网页游戏。全球游戏市场销售收入从2016年的**1,097亿美元**增至2020年的**1,717亿美元**，年均复合增长率为**11.9%**。2020年上半年，**疫情催化“宅经济”发展，电子游戏作为娱乐消费品的必需属性得到强化**
- 亚太地区是全球游戏产业规模最大、增长最快的地区：在**人口红利与经济增长驱动**下，亚太地区2020年在全球游戏市场收入比重达**49%**。此外，随着**人均消费水平的提升、互联网技术的普及**，新兴市场如拉美洲、中东及非洲游戏市场迅猛扩张

章节 1.2 发展历程

从硬件设备升级过程来看，游戏发展历程大致可以分为5个阶段，从端游、网游到手游，历经快速成长期与成熟发展期，伴随着技术进步与监管完善，未来游戏行业将面临更多创新机遇

全球游戏市场发展历程

1980-1994	红白机时代	雅达利开创的街机时代落幕。80年代，任天堂的红白机FC主宰游戏市场长达十几年；当时主流游戏如超级马里奥等画风简单。中国市场山寨品泛滥，知识产权意识薄弱
1994-2001	电脑时代	个人电脑的普及带动了客户端游戏的兴起，以英特尔、暴雪、联想、西山居为首的企业抓住机遇成为游戏行业领军者。代表游戏如魔兽争霸依旧保持像素风格，但玩法更加丰富
2001-2008	互联网时代	互联网技术升级，拉开网络游戏时代序幕。MMORPG游戏如魔兽世界、大话西游Online获得市场青睐，国外游戏画风偏魔幻写实，国内以仙侠风格居多，付费以按时收费为主
2008-2018	手机时代	硬件升级促使用户接入互联网的端口从客户端转向移动端，手游市场规模超过端游市场，成为最大细分市场。国外手游分发平台形成APP Store、Google Play Store平分天下的局面
2018-至今	创新时代	未来以5G、VR、AR、MR等新技术为卖点的创新游戏将提供更多玩法。国务院印发《完善促进消费体制机制实施方案》，加强对网络游戏研发出版运营的规范力度

分析师观点

- 1971年，Nolan Bushnell设计的一款视频游戏《Computer Space》上市销售，标志着第一款商用游戏诞生，从此**电子游戏逐渐以娱乐消费品的形式进入大众生活**。20世纪80年代，任天堂发布第一款家用游戏机——红白机FC，**拉开现代游戏的时代序幕**
- 1994年，索尼发布的PS彻底推翻了任天堂的霸主地位，开启**3D游戏时代篇章**，同时电脑显示性能的快速提升带动**端游产业**迅猛发展，Valve公司整合游戏下载平台Steam问世。2008年APP Store上线，**为移动端游戏开发者及玩家提供更多机会，也为手游市场的蓬勃发展打好铺垫**
- 2018年后，电子游戏已然成为一种缓解压力的娱乐方式，随着5G等技术与监管政策的落地，**未来游戏行业将朝着多元化、规范化方向发展**



来源：头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



400-072-5588

www.leadleo.com

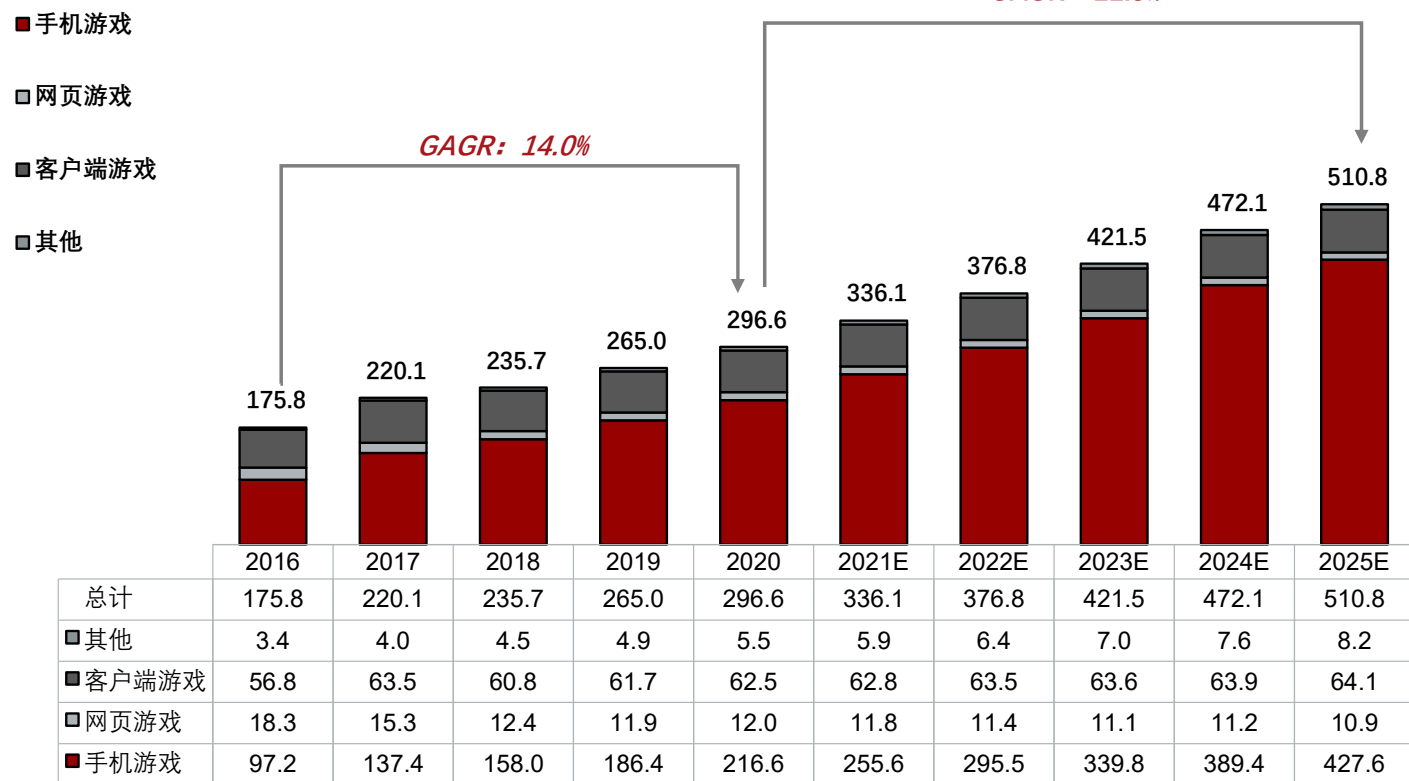
14

章节 1.3.1 中国游戏市场

中国游戏市场已成为全球最大的游戏市场，2020年销售收入约为2,966亿元，同比增长11.9%，主要由手机游戏市场稳步扩张所推动，未来仍将保持强劲增长势头

中国游戏市场规模（按收入计），2016-2025E

单位：[十亿元人民币]



分析师观点

- 中国已成为全球最大的游戏市场，且近年增速保持稳定，从2016年的1,758亿元增长至2020年的2,966亿元，年均复合增速为14%
- 疫情期间以手游为代表的线上娱乐充分受益，新用户的积累可提升行业整体盈利空间：数据显示，2020年春节期间，用户规模同比增长30%，人均单日使用时长同比增长17.8%，拉动手游市场收入规模同比大增32.9%，iOS畅销榜TOP10游戏总流水同比增幅超40%
- 随着生活节奏加快，用户日常时间逐渐碎片化，人均手机使用时长攀升，2020年中国的手机用户平均每人每天使用手机达6小时，占一天时间的四分之一。网页游戏与客户端游戏因不能满足用户碎片化娱乐需求，市场份额持续萎缩，而手游因其便利性和较低开发成本迅速吸引大量玩家及开发商。未来手游赛道仍是中国游戏市场的增长引擎，预计2025年市场规模可达4,276亿元，占比提升至83.7%

来源：头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹
LeadLeo

400-072-5588

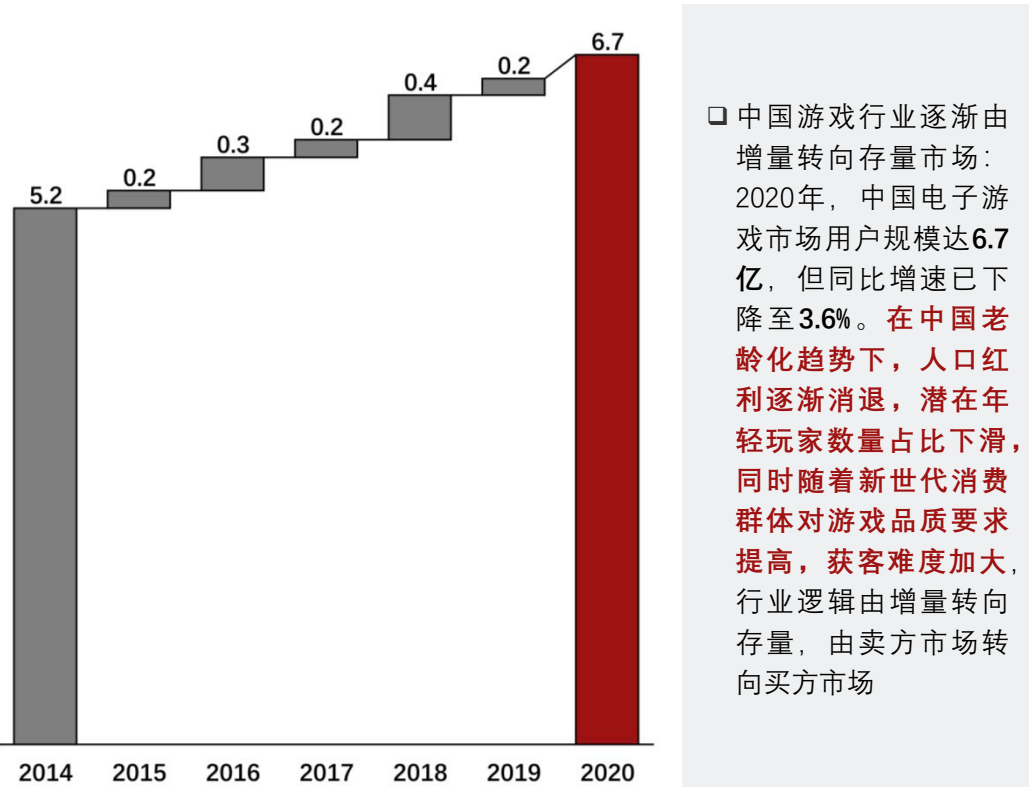
www.leadleo.com

章节 1.3.2
中国游戏市场
用户数据分析

在用户规模增速放缓的背景下，中国游戏行业驱动力开始转向人均付费额提升。2020年，中国游戏玩家的人均付费额已增至419.1元，同比增长16.5%

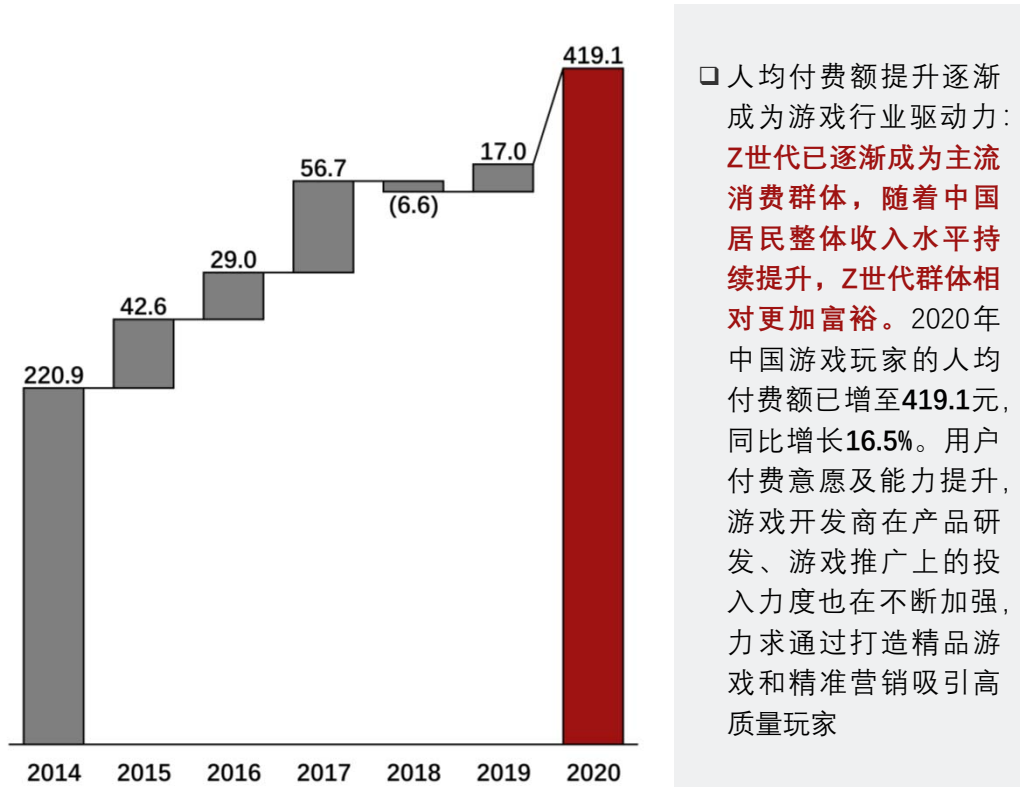
中国游戏市场用户规模，2014-2020

单位：[亿人]



中国游戏市场人均付费额，2014-2020

单位：[元人民币]



来源：头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

章节 1.4 中国手游市场

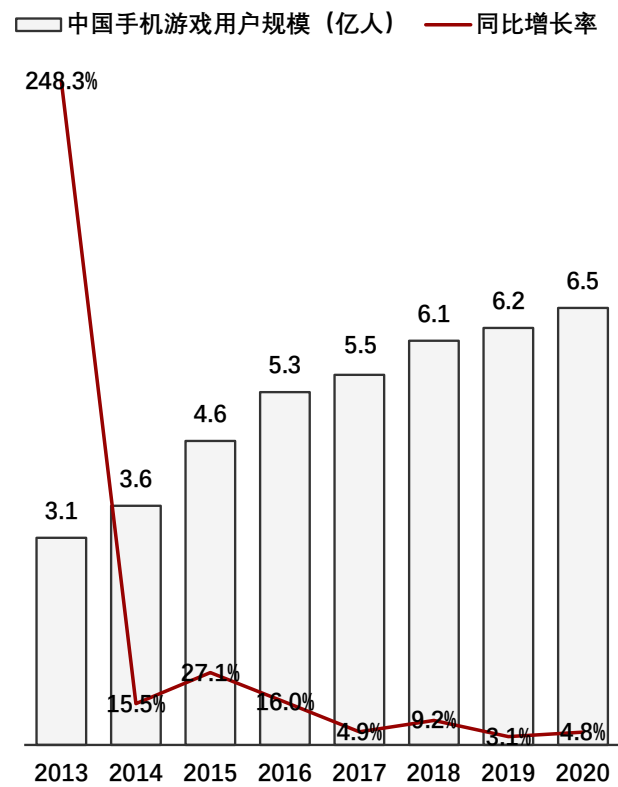
中国手机游戏市场近年来保持稳定增长，2020年用户规模达6.5亿人。手机游戏分发模式可分成联运与买量两种，买量模式下游戏开发商拥有更大主动权，可做到精准营销

手机游戏分发模式

	联运模式	买量模式
定义	游戏开发商与应用应用商店进行联合运营进而获取用户的分发模式	游戏开发商通过在媒体投放广告直接引流的分发模式
优势	<ul style="list-style-type: none"> 应用商店发展历史较长，用户使用习惯已被培养 目标客户较为固定，获客成本较低 	<ul style="list-style-type: none"> 准入门槛较低 获取用户更持续、更稳定、更精准
劣势	<ul style="list-style-type: none"> 联运商的提成较高 对产品流水数据等有一定要求 	<ul style="list-style-type: none"> 需大量投放资金 投放素材同质化导致买量转化效率下降
代表	华为应用市场、OPPO软件商店、vivo应用商店、360手机助手	百度信息流、腾讯广告、阿里汇川、巨量引擎、快手

□ 买量模式兴起：手机游戏的分发模式可分为**联运和买量**两类。联运模式中，平台分成比例一般在**30%-50%**左右，且平台对内容方有较多干预，比如为了保证渠道流水，要求设置更多充值入口；而**买量模式下游戏开发商拥有更大主动权，可根据自身产品特性进行精准营销，同时根据自身运营节奏为游戏持续引流**

中国手机游戏市场用户规模，2013-2020



□ 自2013年中国手游元年后，市场蓬勃成长：供给端上，**移动终端与系统体验的不断完善**催化了第一批国产手游迅速占领市场。需求端上，2013年，**多款具有创新开拓性的手游获得玩家青睐与商业成功**。由于手游存在产品同质化严重、生命周期短等问题，当前中国手游用户规模增速明显放缓，但仍维持增长态势

第2章节：企业综述

Company Overview



- ❑ 心动公司主要以游戏开发与运营为主要业务，整体营业收入稳定增长
- ❑ 心动公司股权集中且稳定，核心管理团队均具有丰富从业经验。实现向手机游戏业务为主的成功转型，成为集研发、运营一体的龙头游戏企业

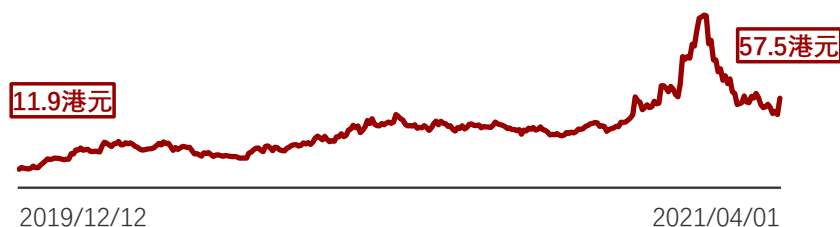
章节 2.1 企业概况

心动公司主要以游戏开发与运营为主要业务，整体营业收入稳定增长，但净利率自2018年起有所下滑，2020年净利润同比减少89%

企业简介

企业全称	心动网络股份有限公司
注册地址	上海市闵行区东川路555号戊楼1166室
主营业务	网络游戏研发与运营
主要股东	黄一孟、戴云杰、樊舒旸、IGG Inc.、哔哩哔哩、淘宝中国
董事长	黄一孟
研发人员	1,355人
资本市场	香港联合交易所（2019年上市）；股票代码（2400.HK）

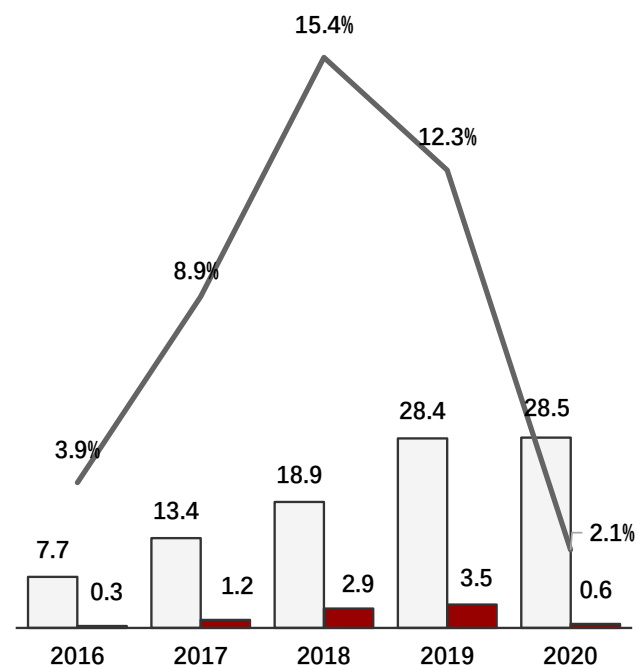
市场表现



心动公司基本盈利情况，2016-2020

单位：[人民币亿元]

□ 主营收入 ■ 净利润 — 净利率



□ 2016-2020年，心动公司营业收入年复合增长率达**38.9%**，主要得益于公司游戏业务在海外市场扩张迅速

□ 2020年业绩出现下滑趋势，营业收入同比增长0.3%，与2019年大致持平，而净利润同比减少**89%**，主要原因是研发投入增长，同时因为心动公司2020年度新游投放数量较少且部分主力出海游戏大多进入成熟阶段

来源：Wind，天眼查，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



400-072-5588

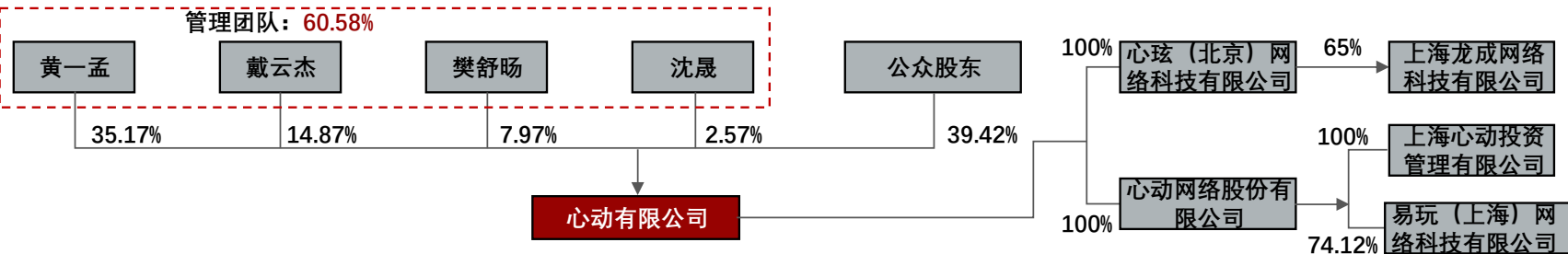
www.leadleo.com

章节 2.2
股权概况

心动公司股权集中且稳定，创始人黄一孟为实际控制人，截至2020H1，黄一孟通过直接和间接持股形式共持有公司37.31%的股份，核心管理团队均具有丰富从业经验

股权架构及核心团队介绍

股权架构



核心团队

姓名	黄一孟	戴云杰	沈晟	樊舒扬	龚睿
年龄	37岁	37岁	42岁	36岁	34岁
职位	执行董事、董事会主席兼首席执行官	执行董事、总裁	执行董事、首席技术官	执行董事、联席公司秘书之一	首席财务官
职责	负责公司整体经营	负责公司日常运营、海外业务发展及人员管理	负责公司整体技术政策、平台建立及产品研发	负责公司日常运营、企业管制及法律合规事宜	负责公司整体财务、投资及战略发展
履历	公司创始人 逾13年相关工作经验	公司创始人 逾13年相关工作经验	曾创办电影字幕网站射手网；逾7年相关工作经验	前世嘉软件工程师，前KPMG转移定价顾问；逾12年游戏与咨询经验	前中国文化产业投资基金管理有限公司副总裁；逾10年投资银行及财务管理经验

分析师观点

- 心动公司控制权稳定，创始人均为公司控股比例10%以上的大股东及高层管理人员，有利于公司战略持续推进
- 心动公司创始人具有十年以上的互联网行业创业经历，游戏行业管理经验丰富。董事长黄一孟亲身经历了游戏行业从页游到手游转型历程，其他核心管理人员均具备多年的相关从业经验

来源：心动公司招股书，头豹研究院编辑整理

©2021LeadLeo

章节 2.3
发展历程

心动公司成立于2011年，以网页游戏运营起家，实现向手机游戏业务为主的成功转型，成为集研发、运营一体的龙头游戏企业

心动公司发展历程		分析师观点	
初步发展阶段 (2011-2015)		快速扩张阶段 (2016-至今)	
发展特征	<ul style="list-style-type: none">以页游起家逐步开始从网页游戏向手机游戏转型	<ul style="list-style-type: none">以手机游戏为重心开拓海外游戏市场	<div>❑ 2011年，心动公司由原资源分享网站VeryCD创业团队黄一孟等人在上海共同创立。2015年更名为心动网络，同年转为股份有限公司</div> <div>❑ 经过多年发展，心动公司实现了从以网页游戏运营为主到以手机游戏为主的成功转型，形成研运一体化业务能力</div> <div>❑ 2016年、2017年，心动公司控股易玩、龙成，分别负责TapTap运营及对出海业务进行整合，表现亮眼</div>
重大事件	<ul style="list-style-type: none">2011年成立2011年，发布网页游戏《神仙道页游》，游戏最高月流水曾突破1.5亿元2014年，进军韩国市场，踏出出海第一步	<ul style="list-style-type: none">2016年控股易玩，负责游戏平台TapTap的运营2017年控股龙成，开拓海外游戏市场2019年初，在境外完成股权重组结构2019年，完成战略转型，摒弃以往以ROI为单一指标的游戏研发模式，确定了以平台为核心的游戏制作发行战略	
融资情况	<ul style="list-style-type: none">2015年，获东睿腾辉4,986万元人民币B轮融资2015年，于新三板挂牌上市（2018年主动摘牌）	<ul style="list-style-type: none">2017年，TapTap获1.5亿人民币A轮融资2018年，TapTap获2亿人民币B轮融资2019年，于香港联合交易所主板挂牌上市，发行7,314万股2020年，增发配售2,609.42万股，募资约7.67亿港元2021年，发行可转债及配售新股，获Bilibili、阿里投资	

第3章节：商业模式

Business Model



- ❑ 心动公司依托自研的独占游戏以及代理创新向的独立游戏构建起丰富多元游戏产品矩阵，库存充足，产能释放在即
- ❑ 旗下TapTap平台以“发现好游戏”为愿景，构建连接开发者与玩家的桥梁，目前已成为中国最大的手游社区和下载渠道之一

第3.1小节：业务布局

Business Layout



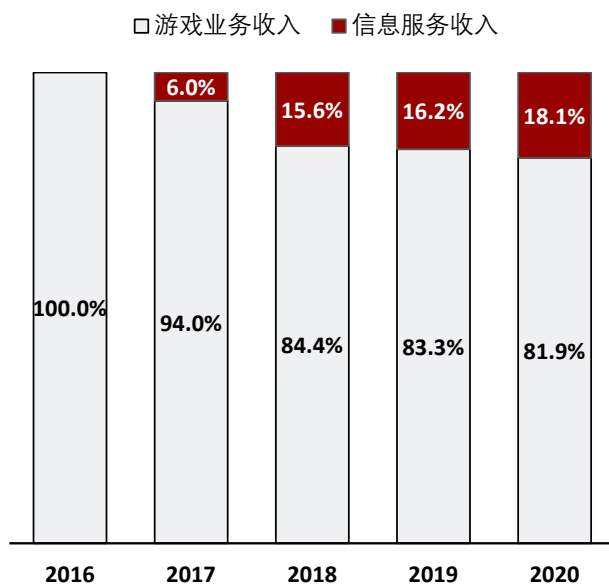
□ 游戏业务为心动公司主要收入来源，公司游戏收入从2016年的7.7亿元增长至2020年23.3亿元，驱动业绩持续增长，同时TapTap平台创收实力也在逐步显现

章节 3.1 业务布局

分业务来看，游戏业务为心动公司主要收入来源，公司游戏收入从2016年的7.7亿元增长至2020年23.3亿元，驱动业绩持续增长，同时TapTap平台创收实力也在逐步显现

心动公司营业收入结构，2016-2020

单位：[百分比]

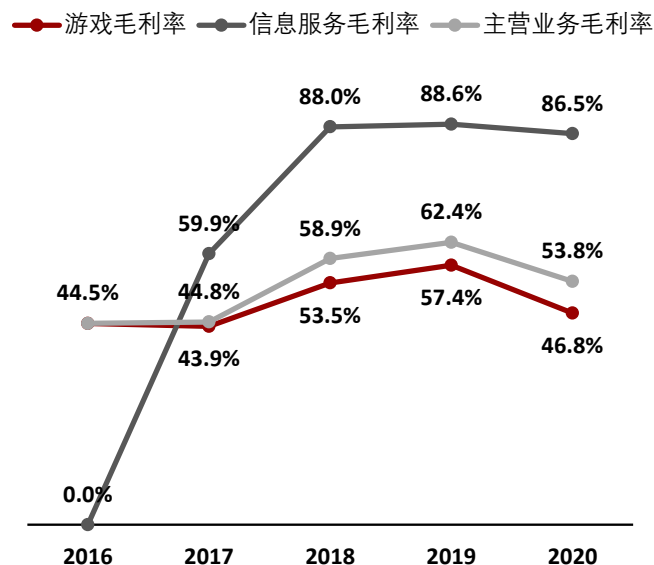


信息服务收入占总营收比重逐年增加

□ 心动公司信息服务收入占总营收比重持续提升：心动公司信息服务收入由2017年的6%上升至2020年的18.1%，主要来源于TapTap平台推荐广告收入。尽管信息服务收入持续提升，**游戏业务依旧贡献了心动公司收入主要来源**，主要包括网络游戏和付费游戏的发行及运营，其中网络游戏收入主要来自手游，占总营收比重均保持在80%以上

心动公司毛利率，2016-2020

单位：[百分比]



2020年整体毛利率出现下滑

□ 心动公司信息服务业务毛利率较高，随着贡献收入占比逐年提升，2016-2019年整体毛利率水平被拉升

□ 2020年心动公司主营业务毛利率有所下降：2020年，**主要通过总额法确认的代理游戏的收入占比提高造成游戏业务毛利率下降**，同时，TapTap平台活跃用户快速增长带来的服务器及贷款成本上升导致信息服务业务毛利率下降，因此整体毛利率同比下滑8.6pct

第3.2小节：游戏业务

Game Business



- ❑ 随着心动公司知名度提升，近年来代理的付费游戏量质齐涨，凭借优秀的游戏发行运营能力，心动公司付费游戏创收大幅增长
- ❑ 心动公司通过增持龙成网络，海外收入增长迅速，收入来源地的多样化可降低单一地区游戏业绩波动带来的风险

章节 3.2.1
产品矩阵

心动公司拥有“自研+代理”的多元游戏产品矩阵，覆盖MMORPG、SLG、CCG、战术竞技、模拟社交等品类，库存充足，产能释放在即

心动公司代表游戏产品

	自研游戏	类别	主要运营市场	代理游戏	类别	主要运营市场
已上架	《仙境传说M》	MMORPG	中国大陆及港澳台、韩国、日本、东南亚、北美洲、南美洲及澳大利亚	《香肠派对》	战术竞技类	中国
	《横扫千军》	SLG	中国	《不休的乌拉拉》	放置类	港澳台、韩国、日本、东南亚及美国
	《神仙道高清重制版》	RPG	中国	《少女前线》	CCG	港澳台及韩国
				《第五人格》	非对称性战术竞技类	韩国
				《明日之后》	MMORPG	韩国
			《碧蓝航线》	CCG	韩国	
储备中	《心动小镇》	生活模拟社交	中国	《萌物 X 魔物》	SLG	中国
	《火炬之光：无限》	ARPG	中国	《退休模拟器》	模拟养成	中国
	《项目A》	MMORPG	中国	《龙套英雄》	Roguelike	中国
				《风来之国》	RPG	中国
				《忆落谜境》	解谜	中国
	《SSRPG》	SRPG	中国	《泰拉瑞亚》	沙盒	中国

分析师观点

- 心动公司游戏类别包括自研网络游戏和代理付费游戏两大类。截至2020年12月31日，心动公司游戏产品矩阵由33款网络游戏及13款付费游戏组成，构建起多元产品组合
- 其中，《仙境传说M》的收入贡献巨大，2017-2019年5月，累计创收近16亿元，占同期游戏业务总收入的43%，至今该作维持头部产品地位，2020年全球流水达15亿元。此外，《不休的乌拉拉》、《香肠派对》成绩突出，全年合计贡献7-10亿元收入

来源：心动公司公告，头豹研究院编辑整理

©2021LeadLeo

章节 3.2.2
头部游戏

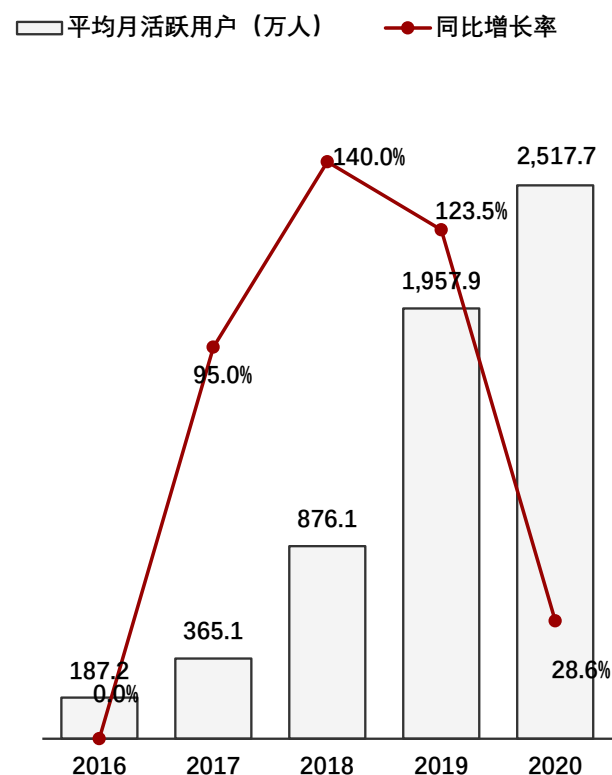
《仙境传说M》、《香肠派对》游戏上线至今分别有超过四年、三年时间，市场表现仍不俗，心动公司有意将其打造长线精品游戏，使之在用户与收入方面保持增长动力

心动公司头部游戏介绍			分析师观点
	《仙境传说M》	《香肠派对》	
研发商	韩国Gravity 上海骏梦游戏 心动公司B格猫工作室	厦门真有趣游戏	<div>□ 心动公司是同时在MMORPG与战术竞技领域具有成功运营经验的厂商</div> <div>□ 《仙境传说》为心动公司自研MMORPG类型的代表作，上线至今已有四年时间，公司旗下B格猫工作室承担主力研发工作，对Gravity和骏梦的国内流水分成已降至12%，目前仍有超过150人的研发团队提供游戏支持，力求将该作打造为长线游戏</div> <div>□ 《香肠派对》目标用户为低龄玩家，DAU达百万级，对TapTap用户流量贡献巨大，未来有望推动玩家整体活跃度进一步提升</div>
发行商	心动公司	心动公司	
用户画像	年龄集中于20-30岁的大学生及职场新人，女性玩家占比高	玩家年龄层较低，以小学生、青少年为主	
商业特征	<div><ul style="list-style-type: none">装备、时装及消耗品为付费点，付费需求较大DAU小，ARPU值高，中国地区月度ARPPU约686元，游戏前期可实现较高ROI买量投入较少，主要收入依靠挖掘老玩家的付费需求</div>	<div><ul style="list-style-type: none">时装道具为主要的付费点，付费需求弹性较大DAU大，ARPU值较低，每DAU月度ARPU约15-18元，游戏前期ROI较低买量投入少，获客主要依靠同名动画</div>	
出海情况	2019年10月已完成所有地区上线，出海市场流水占比更高，集中于韩国、东南亚、港澳台	收入全部来自中国地区，预计2021年于海外市场上线	

章节 3.2.3 网络游戏

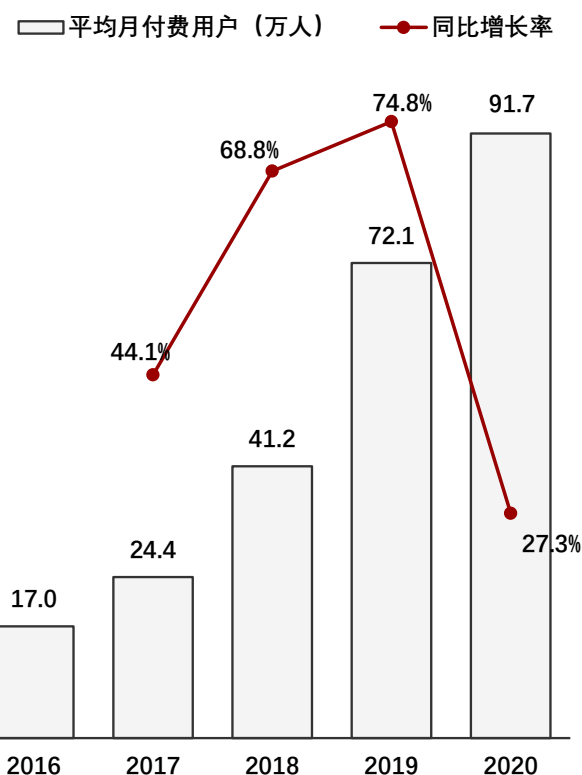
心动公司游戏产品组合中，网络游戏贡献了主要收入，2020年公司网络游戏平均月活跃用户与平均月付费用户数量增速均出现大幅下滑

心动公司网络游戏平均月活跃用户，2016-2020



□ 心动公司网络游戏的平均月活跃用户增长率有所放缓：截至2020年12月31日，心动公司网络游戏平均月活跃用户为**2,517.7万人**，较2019年同比增长**28.6%**，增速大幅下降**94.9pct**。主要原因是受疫情影响，2020年心动公司研发进度延缓、新发行游戏数量较少

心动公司网络游戏平均月付费用户，2016-2020



□ 2020年，心动公司网络游戏平均月付费用户增速大幅下降：截至2020年12月31日，心动公司网络游戏平均月付费用户为**91.7万人**，较2019年同比增长**27.3%**，增速下降**47.5pct**，主要受新游较少、出海游戏产品进入成熟期影响

来源：游戏工委，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



400-072-5588

www.leadleo.com

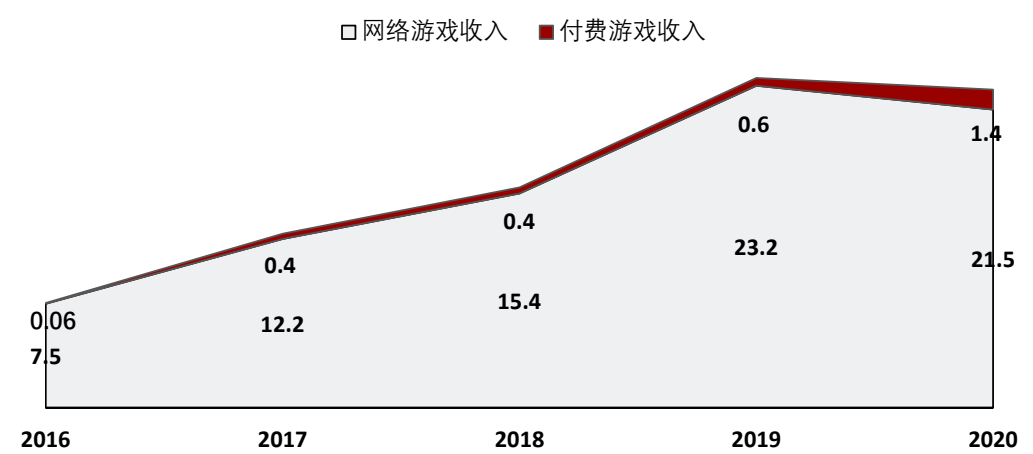
28

章节 3.2.4
游戏业务收入

随着心动公司知名度提升，近年来代理的付费游戏量质齐涨，凭借优秀的游戏发行运营能力，2020年，心动公司付费游戏创收同比大幅增长158%

心动公司游戏业务按品类拆分，2016-2020

单位：[亿元人民币]



付费游戏榜TOP10

排名	应用名称	总榜排名	分类榜排名	开发商
1	Muse Dash 喵斯快跑	1	1	X.D. Network Inc.
2	重生细胞	3	1	Shanghai Hode Information Technology Co.,Ltd.
3	大道争锋	4	4	Baoding LongChi Network Technology Co., Ltd.
4	地藏降魔录-武道神尊	-	-	荣灵游戏
5	混元仙尊-傲天绝剑	-	-	Yunnan Heju Network Technology Co., Ltd.
6	阴阳双修-仙剑至尊	16	4	剑侠游戏
7	九天封魔录-神话修仙手游	8	2	Dongguan Ruihe Network Technology Co., Ltd.
8	人类跌落梦境	12	1	X.D. Network Inc.
9	武林英雄传	5	2	Shenzhen Qianhai Hongcheng Games Co.,Ltd
10	大明侠客令-Q版江湖武侠策略手游	7	2	深圳市小黑龙网络科技有限公司

□ 由于去年网络游戏的表现欠佳，2020年心动公司游戏业务总收入同比减少2%。值得一提的是，其代理付费游戏业务收入同比大增158.1%。2011年，心动公司以代理页游《神仙道页游》起家，后将代理的范围延伸至手游领域且成绩突出。比如，《艾希》、《去月球》等为TapTap在玩家中积累了较高口碑，2020年12月17日发布的付费游戏《人类跌落梦境》表现优异，上线首周在TapTap及App store合计销售量超过200万套。截至2021年4月5日，心动公司共有2款游戏跻身内地iOS付费游戏榜TOP10之列，占比超过其他厂商，《喵斯快跑》延续之前的出色表现，位列榜首，《人类跌落梦境》位居第8名。依托中国最大的游戏垂直社区TapTap触达众多资深玩家，平台自研的独占游戏以及重点布局创新品类向的独立游戏可以吸引更多核心用户，从而取得正向循环，这也是越来越多的游戏开发商愿意让心动公司做代理发行人的原因

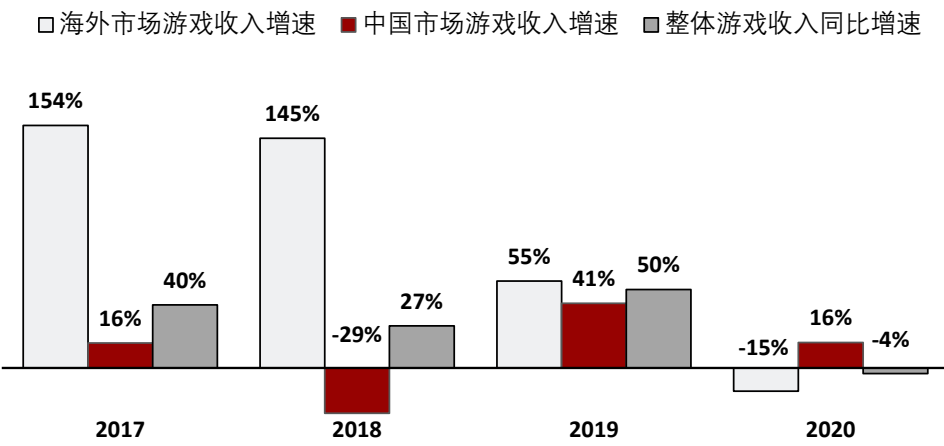
来源：心动公司年报，七麦数据，头豹研究院编辑整理
©2021 LeadLeo

章节 3.2.5
海外市场收入

出海方面，心动公司通过增持龙成网络，近年来海外收入增长迅速，实现了产品生命周期与游戏上线节奏的互补关系，收入来源地的多样化也可降低单一地区业绩波动的风险

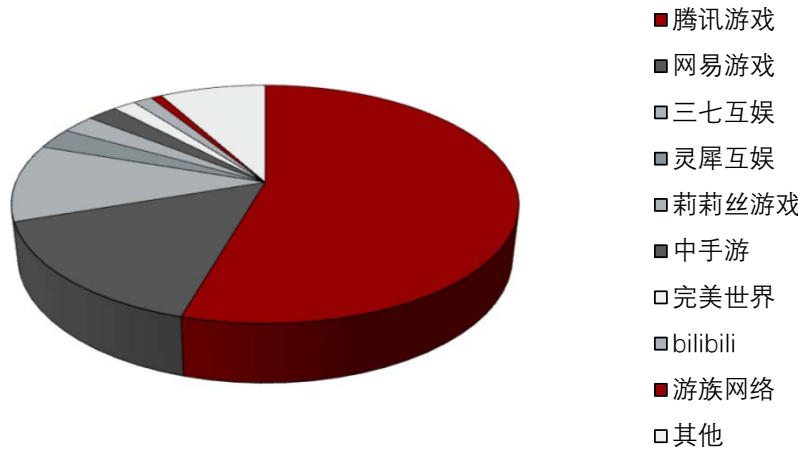
心动公司游戏业务按地区拆分，2016-2020

单位：[百分比]



中国手游市场竞争格局，2020H1

单位：[百分比]



- 2017年，心动公司增持游戏出海发行商龙成网络的股份，并以之为基础建立了全新的海外发行品牌X.D. Global，强化了出海市场的竞争力。出海策略上，心动公司采用了以**自研大DAU游戏驱动平台用户增长**的战略，如《香肠派对》、《不休的乌拉拉》；而在出海地区的选择上，心动公司计划优先登陆亚洲市场
- 中国手游市场被腾讯、网易两大巨头垄断，且集中度逐年提升，2020H1中国手游行业收入前三名囊括了近80%市场份额。**在中国市场容量日趋见顶的情况下，心动公司通过布局海外业务打开了增长的天花板，此外还实现了产品生命周期与游戏上线节奏的互补，同时收入来源地的多样化可降低依赖单一地区游戏市场造成业绩波动风险**

来源：心动公司财报，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

第3.3小节：TapTap平台

TapTap Platform



- TapTap以“发现好游戏”为宗旨，目前已成为中国最大的手游社区和下载渠道之一
- TapTap采取不联运的机制，保证游戏利润最大限度给予开发商
- TapTap覆盖丰富优质PGC、PUGC及UGC内容，平均月活跃用户持续增长

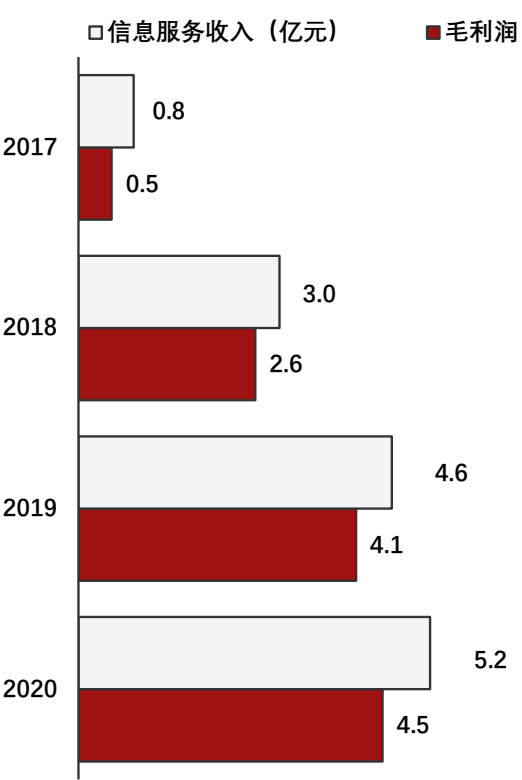
TapTap于2016年正式上线，以“发现好游戏”为宗旨，目前已成为中国最大的手游社区和下载渠道之一。2019年完成公司战略转型后，心动公司确定了以游戏平台为核心的游戏制作发行战略

TapTap平台发展历程



□ TapTap以“发现好游戏”为愿景：2016年，心动公司控股易玩，负责游戏平台TapTap的运营。2019年，心动完成公司战略转型，摒弃之前以ROI为单一指标的游戏研发模式，确定了围绕游戏平台进行的游戏制作发行的发展战略，旨在发挥游戏与平台之间的协同效应，打造独一无二的游戏生态圈，未来新版TapTap将加速开发升级

TapTap基本盈利情况，2016-2020



□ 信息服务业务收入稳定增长：自成立以来，TapTap逐步建立起开发者生态，加入广告投放系统，依靠独占游戏及运营优势，用户沉淀、收入增长效果明显。随后TapTap反哺内容创作者，从而产生更多优质内容，促使其进一步发展。根据弗若斯特沙利文数据，TapTap已成为目前中国最大手机游戏社区和下载渠道平台之一，未来TapTap将成为心动成长的核心驱动力

章节 3.3.2 开发商服务

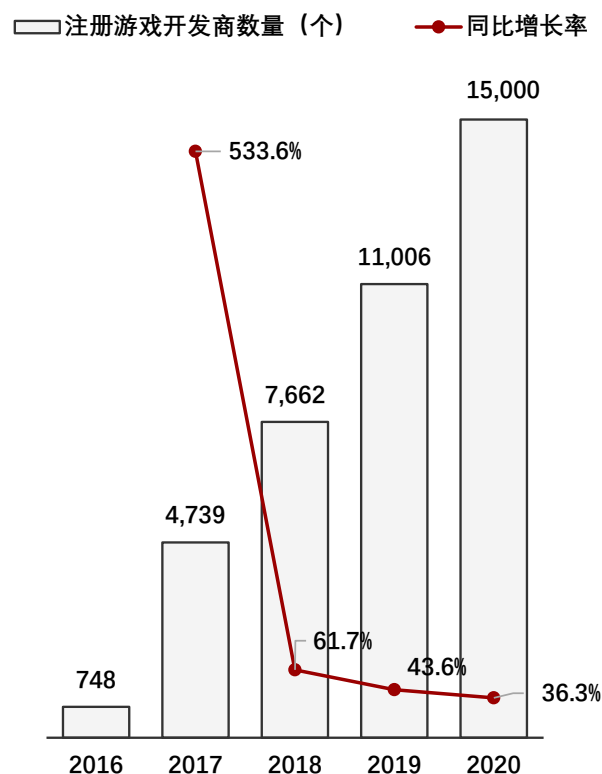
TapTap通过简化游戏上线流程，为开发商降低成本，未来将凭借TDS提供更多的优质服务吸引更多优秀开发商，平台规模有望持续扩大

TapTap游戏上线流程



□ TapTap游戏上线流程简易：与传统应用商店游戏复杂上线流程不同，除了无需安装额外SDK，TapTap还为开发者精简步骤，建立了“**创建-预约-测试-上线-投放**”简易上线流程。开发商在游戏研发阶段便可以在TapTap上创建游戏论坛，招募用户进行早期测试，通过收集游戏反馈，修复漏洞、优化程序，**大大降低开发商的上线成本以及**与玩家的沟通成本

TapTap注册游戏开发商数量，2016-2020



□ 注册开发商数量稳定增长：2016-2020年TapTap注册游戏开发商数量翻了20倍，2020年注册游戏开发商数量达**15,000**个，尽管同比增长率有所下降，但仍保持**36.3%**的高增速。心动将面向开发者的服务统一整合为**TDS**（TapTap Developer Service），未来将逐步在TDS中提供定向邀请测试、数据分析、好友同步及游戏内嵌TapTap社区等功能，从而将平台优势发挥到最大

来源：头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



400-072-5588

www.leadleo.com

章节 3.3.3 用户体验

TapTap平台内容同时覆盖PGC、PUGC及UGC，逐渐成为集优质游戏分发渠道与游戏相关资讯分发中心于一体的多元化平台，平均月活跃用户持续增长

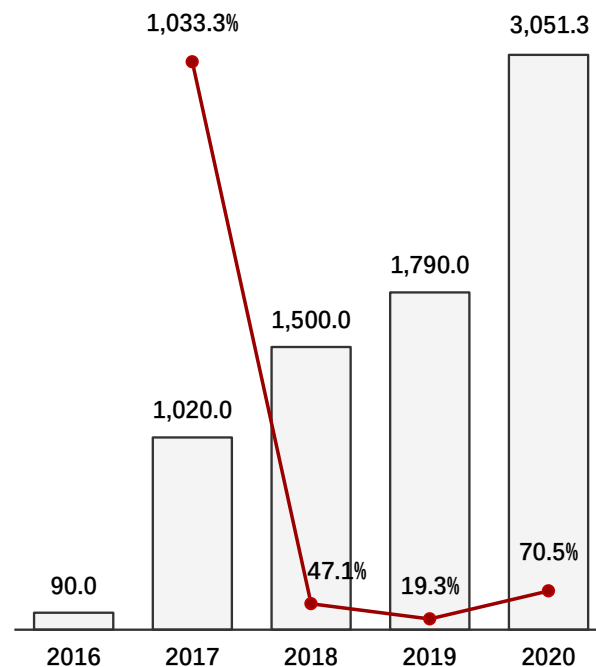
TapTap为玩家提供优质内容

	PGC	UGC	PUGC
生产者	游戏生产商	普通玩家	游戏从业者、媒体等KOL
形式	游戏产品	游戏评论	游戏攻略、评测、资讯、解说视频等
媒介	游戏产品	视频、图文	视频、图文
机制	编辑推荐、算法推荐	算法推荐、社交分发	算法推荐
特点	内容专业、可信度较高	个性化，质量参差不齐	PGC+UGC兼具专业度与个性化

□ TapTap为玩家提供了丰富多样的优质内容：目前，TapTap在内容层面上已完成了对PGC、PUGC及UGC内容的同时覆盖。PGC内容主要来自于游戏产品，PUGC内容则主要依靠KOL的输出，而普通玩家是UGC内容主要贡献者。**依靠丰富多样内容，TapTap逐渐成为集优质游戏分发渠道与游戏相关资讯分发中心于一体的多元化平台，吸引玩家入驻**

TapTap平均月活跃用户，2016-2020

□ TapTap平均月活跃用户（万人） —●— 同比增长率



□ 凭借优质内容，TapTap平均月活跃用户大幅增长：2020年，TapTap整体平均月活跃用户同比提升70.5%，分地区来看，中国的APP平均月活跃用户达**2,570万人**，同比增长**43.7%**，于海外的APP平均月活跃用户达**481.3万人**，同比大幅增长**330.9%**，平台分发效率与客户沉淀凸显。随着出海战略的深入，海外市场平均月活跃用户2020年占比提升至**15.8%**，预计未来还将持续增长

来源：头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



400-072-5588

www.leadleo.com

34

章节 3.3.4 平台稀缺性

与传统的游戏平台不同，TapTap采取不联运的机制，保证游戏利润最大限度给予开发商，协助开发者与玩家直接沟通，收集更多反馈，优化游戏内容，打造良性游戏生态圈

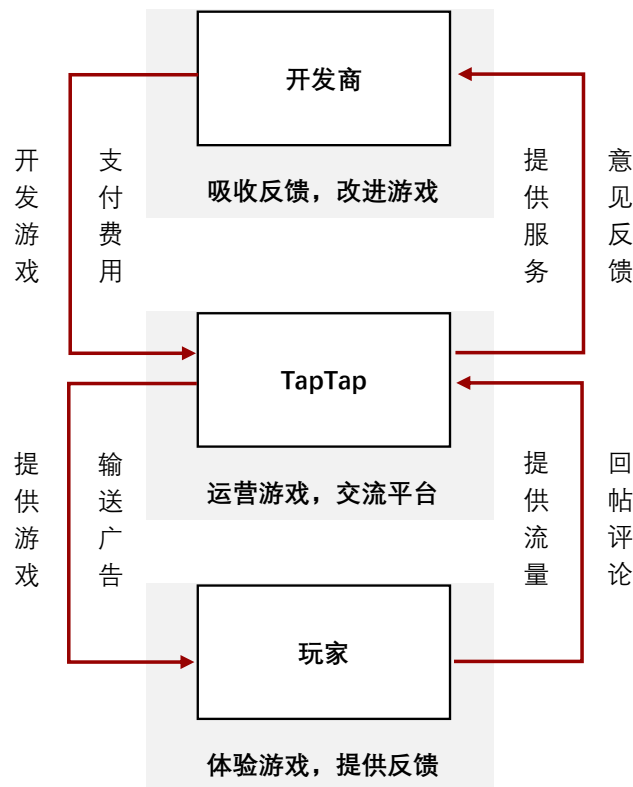
TapTap与传统渠道对比

	TapTap	传统渠道
定位	兼顾玩家、开发者与社区自身环境的良性生态	利益至上，不重视用户体验等
模式	不联运，主要通过广告收入实现盈利	联合运营模式，分成比例为30-50%
SDK	无需SDK，降低开发者的上线成本	需要SDK，不断增加开发者上线成本
环境	禁止一切刷榜、刷评分等恶性竞争行为	以收益为重，对刷榜乱象缺乏监管
体验	向玩家推送优质游戏，公平推荐	向玩家提供的游戏良莠不齐

□ 传统渠道指如华为等应用商店采取的联运模式，游戏开发者通过制造各种充值入口，甚至自充的方式营造繁荣假象，造成低劣游戏霸占排行榜首

□ 作为新兴的内容垂直渠道，TapTap平台优势明显，**不仅兼顾了游戏开发商和玩家体验，最大限度让利开发者，同时禁止刷榜刷等恶性竞争行为，让优质游戏被发现，构建起良性生态环境**

TapTap“双向引流”良性循环



□ TapTap连接游戏开发商与玩家：TapTap不仅作为一个游戏发行平台，还根据玩家实际需求陆续推出了「预约」、「试玩」、「论坛」等各个功能

□ TapTap打造良性游戏生态圈：**心动公司借助TapTap平台可构建良性循环：不联运模式吸引开发者-优质游戏吸引玩家-平台用户黏性提升-平台影响力及认可度提高-更多开发者入驻平台-游戏量质齐升-吸引更多玩家**

来源：头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



400-072-5588

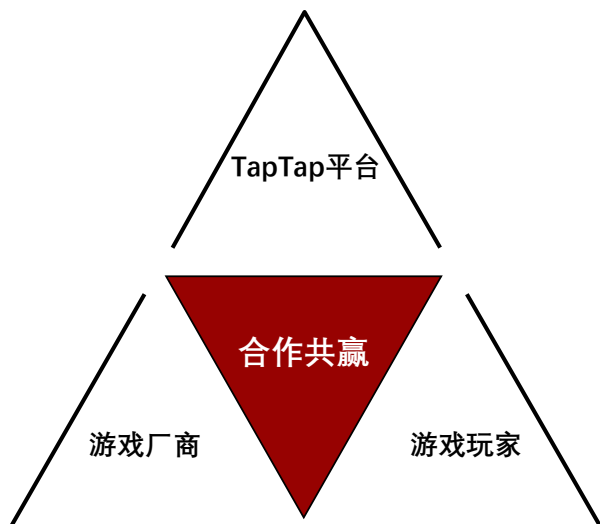
www.leadleo.com

35

章节 3.3.5 广告模式

TapTap平台广告功能及广告位数未完全开放，但定价模式清晰，盈利模式可持续，未来有望通过增加广告位数量、丰富广告形式，进一步释放变现潜力

TapTap广告盈利模式

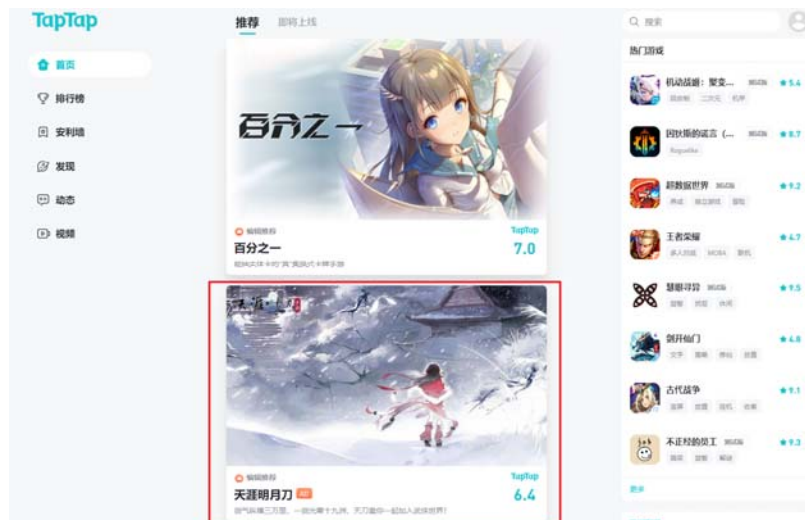


TapTap平台：兼顾游戏开发商与玩家体验，定价模式清晰，根据玩家信息智能推荐产品

游戏开发商：通过精准投放吸引到匹配度更高的玩家，投放效率提升

游戏玩家：用户体验感更好，粘性增加

TapTap唯一的广告位



□ TapTap平台广告服务仍未完全开放，但盈利模式清晰可持续，商业化空间大：目前，TapTap仅有一个广告位，位于首页的第二条信息推送窗口，且广告展出的同时包含游戏评分，投放成本与评分高低成反比关系。广告主通过实时竞价系统对广告位的使用时间进行竞价，通过程序化的即时拍卖购买广告位库存，TapTap采用**CPS/CPA**定价模式向广告主收取费用，即按照用户点击下载或预约按钮两种方式收费，而投放单价则根据游戏质量、玩家与游戏的匹配度发生变化。**这一系列措施与TapTap“发现好游戏”的创立理念相一致，未来TapTap有望通过增加广告位数量、丰富广告形式，进一步释放变现潜力**

来源：头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



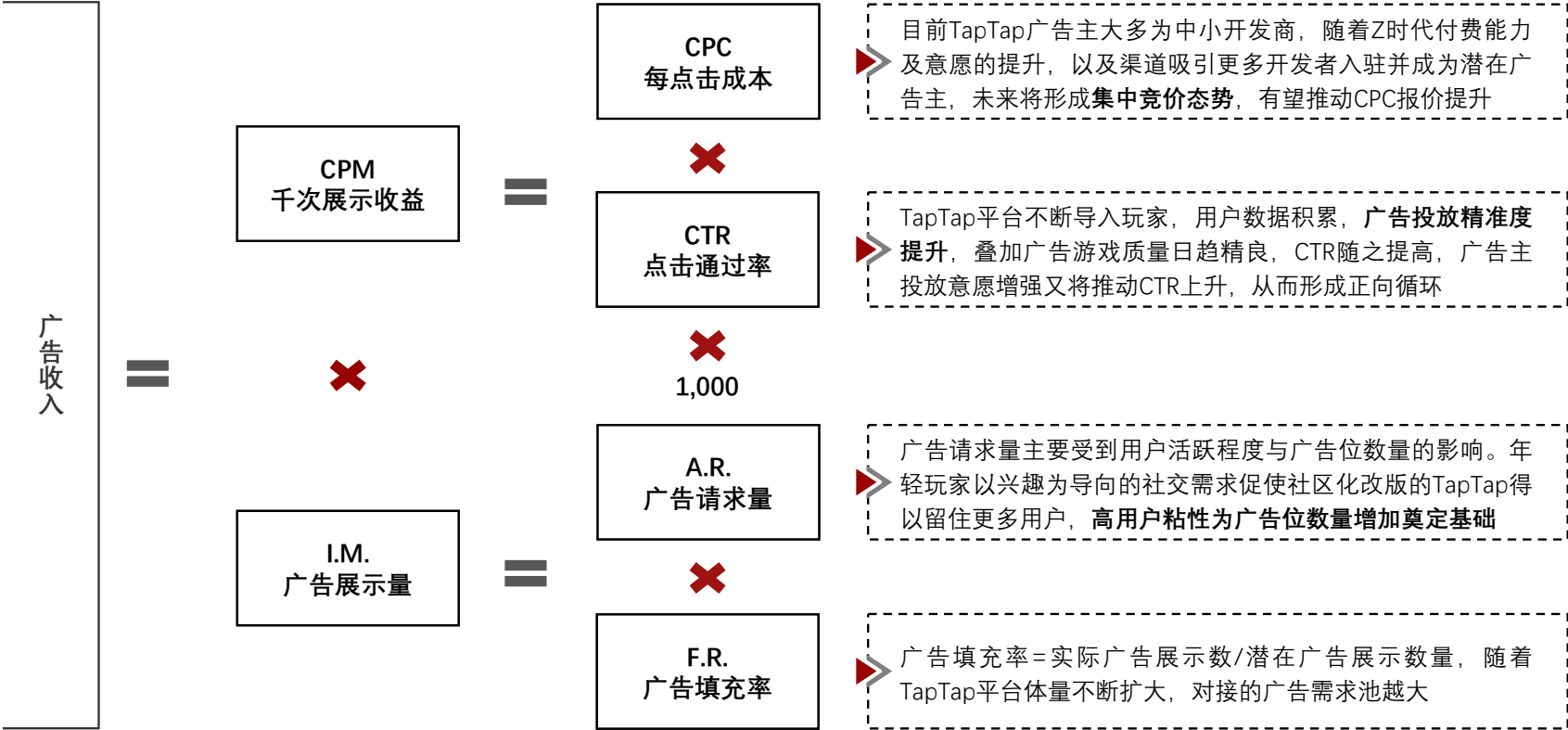
400-072-5588

www.leadleo.com

36

以“广告收入 = CPM×I.M.” 来分析TapTap平台广告定价机制，在Z世代消费群体付费能力增强、用户数据沉淀、广告匹配度提高等因素的推动下，TapTap广告收入空间巨大

TapTap广告收入分析



- TapTap用户逐渐年轻化，Z世代消费群体具有更高的付费潜力，叠加TapTap用户数据积累沉淀投放转化率提高，广告主有望增加投入成本，CPC的提高带动CTR提高，促使CPM实现增长
- 与年轻一代独特社交需求相契合与优质内容的优势，促使TapTap得以沉淀更多玩家，用户粘性随之提高，满足了增加广告位数量及丰富广告形式的先决条件；随着A.R.增加，广告主投放意愿相应提高，被浪费的广告库存比例下降，F.R.上升，从而推动I.M.高速增长

来源：头豹研究院编辑整理
©2021 LeadLeo

章节 3.3.7
竞品分析

与各类竞争对手相比，TapTap在用户粘性、社区内容、玩家体验及开发环境上具有较强竞争力，叠加在独占游戏的先发优势，引流能力还有较大的提升空间

TapTap与竞争平台优劣势比较

	TapTap	Bilibili	华为应用商店	抖音	腾讯WeGame
用户规模	●	●●	●	●●	●
用户粘性	●●	●●	●	●●	●
内容品质	内容丰富多元 质量高于同业	内容丰富多元 UGC内容优势较大	PGC内容为主 UGC内容以短评为主	UGC内容为主 视频占主导	内容形式全面 PUGC内容较弱
玩家体验	体验感较好 环境纯净、无广告干扰	体验感较好 可设置快捷方式	体验感较薄弱 游戏功能不完善	体验感薄弱 游戏功能不完善	体验感较好 功能全面完善
开发环境	上架游戏评分不得低于3分，无需接入SDK	游戏上线不设门槛，但开发商仍需接入SDK	推荐位由测试数据决定，不利于中小游戏生产商，且强制接入SDK	开发商上线游戏门槛低，需要接入SDK	个人开发者需以公司名义进行注册，需要SDK
独占游戏	独占游戏数量多	暂无独占游戏	独占游戏数量较少	独占游戏数量少	数量少，仅部分进口游戏有独占中文版
盈利模式	付费游戏抽成，主要收入来自广告变现	联运模式，游戏流水分成50%	游戏流水分成50%	以买量为主，联运分成30-40%	游戏流水分成30%

备注：●越大代表用户规模越大/用户粘性越强

来源：头豹研究院编辑整理

头豹洞察

- 与竞品相比，TapTap主要的优势在于：用户粘性较强、社区内容多元且质量高等。主要劣势在于，与应用商店及超级APP相比，用户规模相对较小
- TapTap与Bilibili的用户画像重合度高，均为Z世代年轻消费者。尽管商业模式不同，但为了吸引玩家，二者都在传统的变现模式上做出了一定舍弃。Bilibili主要采用CPM/CPC模式；而TapTap主要采用CPA/CPS模式，资深玩家占比高，**用户行动意愿更强，广告投放精准度与转化率更高**

第4章节：竞对分析

Competitor Analysis



- ❑ 全球游戏行业中的主要厂商均已实现研运一体化，在产品与流量的共同驱动下，产业链整合趋势将进一步加快
- ❑ 心动公司投入大量研发资金，技术优势将助力商业变现加速
- ❑ 版号数量缩减或倒逼国产游戏精品化加速

章节 4.1 产业链布局

全球游戏行业中的主要厂商均已实现研运一体化，在产品与流量的共同驱动下，产业链整合趋势将进一步加快

全球主要游戏厂商产业链布局

		研发	分发平台				运营平台		其他
		自研团队	移动端	客户端	网页	主机	广告平台	媒体	硬件生产销售
	心动公司								
	bilibili								
	三七互娱								
	完美世界								
	腾讯游戏								
	Steam								
	暴雪								
	育碧								
	任天堂								

分析师观点

- 电子游戏产业链大致为：“游戏研发-发行运营平台-玩家”，发行运营平台包括分发平台、广告平台与媒体，主机游戏厂商还会提供硬件支持。目前，头部游戏厂商大多集研运为一体，布局全产业链
- 游戏分发平台主要可分为四类：移动端、客户端、网页和主机游戏。**移动端的手游依赖流量，分发渠道和广告利润高，开发门槛较低、产品数量多**；网页游戏的门槛最低，更加依赖流量；而主机游戏与客户端游戏均是以产品为核心，产业链整合度较高

来源：头豹研究院编辑整理

©2021LeadLeo



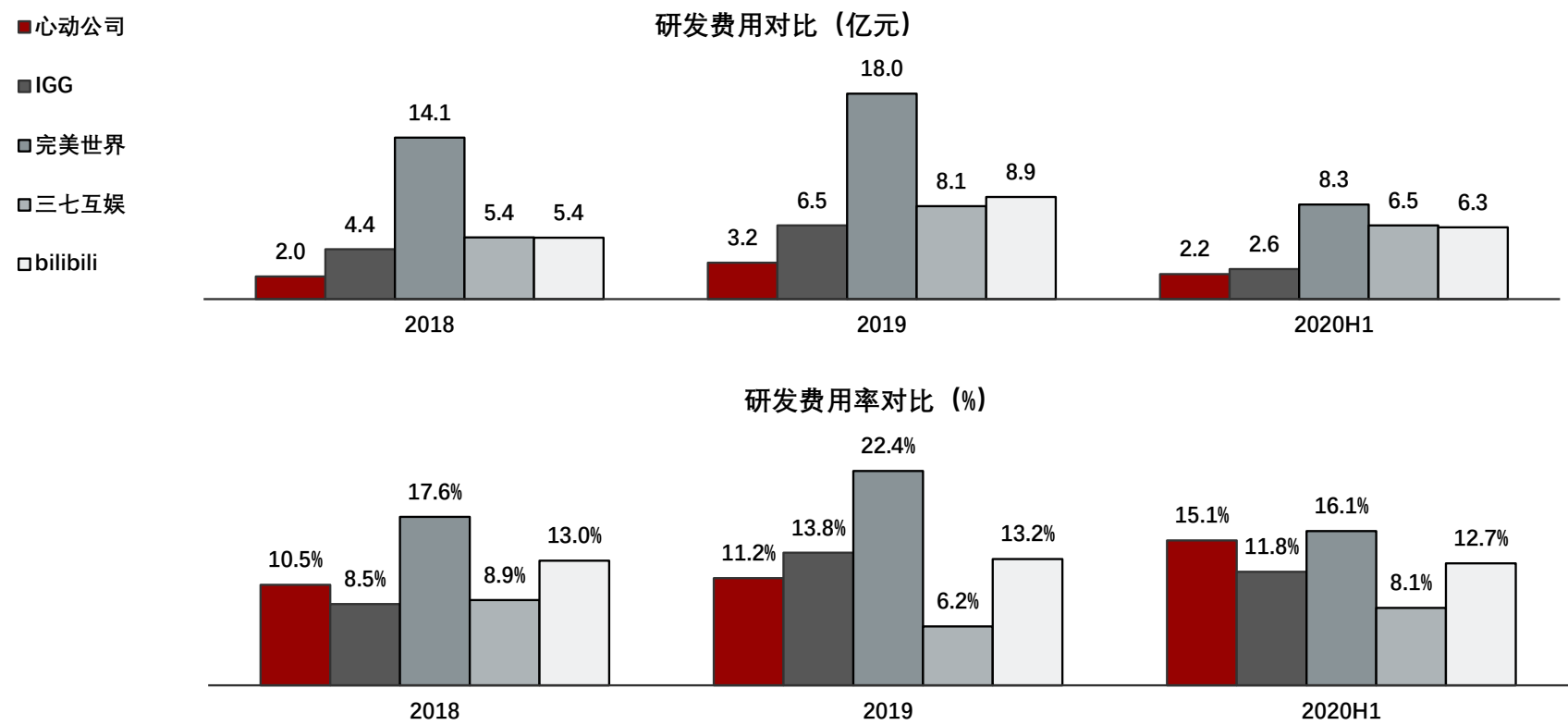
400-072-5588

www.leadleo.com

章节 4.2
研发能力对比

心动公司投入大量研发资金，近年来增长幅度领跑行业，同时研发团队规模也在快速扩张，体现出其对研发的重视，技术优势将助力商业变现加速

中国主要上市游戏公司研发能力对比，2018-2020H1



分析师观点

- 近年来，游戏品质不断提升：为争夺优质用户资源，各大游戏开发商开始增加研发资金投入。2019年，完美世界的研发费用超过10亿元，领跑游戏行业
- 心动公司研发费用率高于行业均值水平：2020H1，心动公司研发费用率为15.1%，与完美世界仅相差1pct。2020年，心动公司研发开支达6.6亿元，同比增加107%，研发费用率为23.09%，同比上升11.9pct，主要因雇员数量增加、福利水平提高及与技术服务有关的开支增加，旨在提升游戏研发能力及TapTap的用户体验

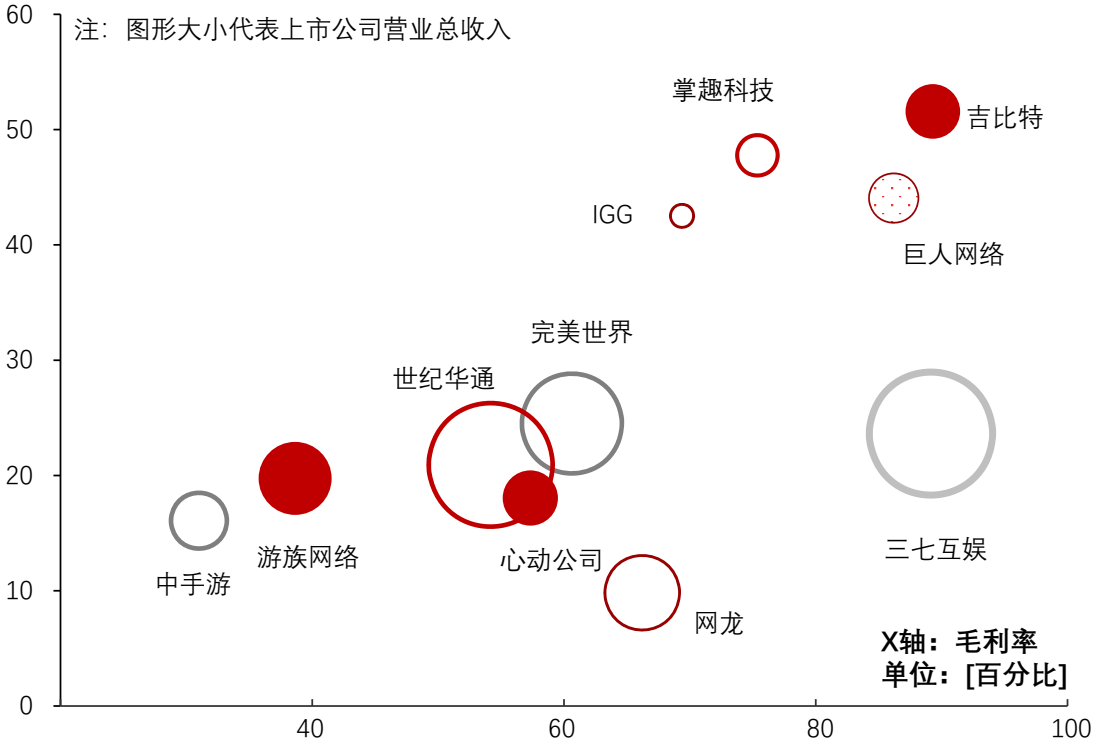
来源：Wind，头豹研究院编辑整理
©2021LeadLeo

章节 4.3
盈利能力对比

受疫情宅家红利因素影响，2020H1以吉比特的《问道手游》为代表的一系列头部长线产品表现较好，同时随着版号数量缩减，行业内容升级趋势将加速

中国主要游戏上市公司盈利能力对比，2020H1

Y轴：净利率
单位：[百分比]



上市公司	毛利率 (%)	净利率 (%)
吉比特	89.3	51.6
三七互娱	89.2	23.6
巨人网络	86.2	44.1
掌趣科技	75.4	47.8
IGG	69.4	42.5
网龙	66.2	9.8
完美世界	60.6	24.5
心动公司	57.3	18.0
世纪华通	54.2	20.9
游族网络	38.6	19.8
中手游	31.0	16.1
平均数	65.2	29.0

分析师观点

- 在选取的10家可比性较强的竞对中，心动公司的盈利水平并不算突出，这与心动公司对游戏产品抱有“匠人情怀”的理念有关
- 2020H1，因疫情宅家红利释放，主要头部长线游戏受益充分：以吉比特为例，因自研头部产品《问道手游》流水表现不俗，同时代理游戏《最强蜗牛》自去年发行后大获好评，带动业绩增长，维持领跑同业的高利润水平
- 从供给侧来看，版号发放收紧，去年仅有608款游戏获得版号，这或将促使游戏厂商精品化趋势加速

来源：Wind，头豹研究院编辑整理
©2021LeadLeo

第5章节：竞争力&风险

Competitiveness & Risk



- 心动公司核心竞争力体现在游戏自研实力强、代理能力优秀以及TapTap平台相对稀缺的商业模式上，主营业务协同性较强；需重点防范行业竞争加剧带来的同质化等问题

心动公司核心竞争力体现在游戏自研实力与代理能力，以及TapTap平台相对稀缺的商业模式上，主营业务协同性较强；需重点防范行业竞争加剧带来的产品同质化等问题

心动公司核心竞争力



心动公司核心风险因素



来源：头豹研究院编辑整理
©2021 LeadLeo

第6章节：方法论与法律声明



方法论

- ◆ 头豹研究院布局中国市场，深入研究10大行业，54个垂直行业的市场变化，已经积累了近50万行业研究样本，完成近10,000多个独立的研究咨询项目。
- ◆ 研究院依托中国活跃的经济环境，从手机游戏、网页游戏、主机游戏等领域着手，研究内容覆盖整个行业的发展周期，伴随着行业中企业的创立，发展，扩张，到企业走向上市及上市后的成熟期，研究院的各行业研究员探索和评估行业中多变的产业模式，企业的商业模式和运营模式，以专业的视野解读行业的沿革。
- ◆ 研究院融合传统与新型的研究方法，采用自主研发的算法，结合行业交叉的大数据，以多元化的调研方法，挖掘定量数据背后的逻辑，分析定性内容背后的观点，客观和真实地阐述行业的现状，前瞻性地预测行业未来的发展趋势，在研究院的每一份研究报告中，完整地呈现行业的过去，现在和未来。
- ◆ 研究院密切关注行业发展最新动向，报告内容及数据会随着行业发展、技术革新、竞争格局变化、政策法规颁布、市场调研深入，保持不断更新与优化。
- ◆ 研究院秉承匠心研究，砥砺前行的宗旨，从战略的角度分析行业，从执行的层面阅读行业，为每一个行业的报告阅读者提供值得品鉴的研究报告。

法律声明

- ◆ 本报告著作权归头豹所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复刻、发表或引用。若征得头豹同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“头豹研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改。
- ◆ 本报告分析师具有专业研究能力，保证报告数据均来自合法合规渠道，观点产出及数据分析基于分析师对行业的客观理解，本报告不受任何第三方授意或影响。
- ◆ 本报告所涉及的观点或信息仅供参考，不构成任何投资建议。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在法律许可的情况下，头豹可能会为报告中提及的企业提供或争取提供投融资或咨询等相关服务。本报告所指的公司或投资标的的价值、价格及投资收入可升可跌。
- ◆ 本报告部分信息来源于公开资料，头豹对该等信息的准确性、完整性或可靠性不做任何保证。本文所载的资料、意见及推测仅反映头豹于发布本报告当日的判断，过往报告中的描述不应作为日后的表现依据。在不同时期，头豹可发出与本文所载资料、意见及推测不一致的报告和文章。头豹不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，头豹对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，读者应当自行关注相应的更新或修改。任何机构或个人应对其利用本报告的数据、分析、研究、部分或者全部内容所进行的一切活动负责并承担该等活动所导致的任何损失或伤害。