

## 心动公司 (02400.HK)

## 《出发吧麦芬》表现亮眼，自研游戏或开启正向循环

2024年06月17日

——公司深度报告

投资评级: 买入 (维持)

方光照 (分析师)

田鹏 (分析师)

fangguangzhao@kysec.cn

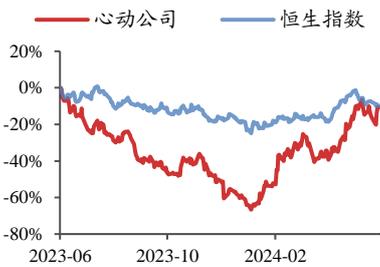
tianpeng@kysec.cn

证书编号: S0790520030004

证书编号: S0790523090001

日期	2024/6/17
当前股价(港元)	20.350
一年最高最低(港元)	23.100/7.470
总市值(亿港元)	97.81
流通市值(亿港元)	97.81
总股本(亿股)	4.81
流通港股(亿股)	4.81
近3个月换手率(%)	53.72

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《《出发吧麦芬》表现亮眼，自研游戏或开启正向循环——公司深度报告》-2024.6.16

《《出发吧麦芬》国服上线，或继续驱动公司成长——港股公司信息更新报告》-2024.5.15

《《出发吧麦芬》将测试，收购海外发行公司少数股权——港股公司信息更新报告》-2024.4.10

### ● 《出发吧麦芬》表现亮眼，有望驱动业绩快速增长，维持“买入”评级

公司自研自发的冒险放置手游《出发吧麦芬》1月24日上线港澳台地区，上线以来基本在保持港澳台 iOS 畅销榜前 10 名，根据点点数据预测，截至 5 月底，《出发吧麦芬》在港澳台收入达 4.6 亿元人民币。《出发吧麦芬》国服 5 月 15 日上线后，iOS 畅销榜排名持续爬升，最高排名第 4 名，仅次于《DNF 手游》《王者荣耀》《和平精英》三款头部游戏，截至 6 月 14 日《出发吧麦芬》基本保持在畅销榜前 10 名。根据 GameLook 预测，《出发吧麦芬》国服 5 月份流水约 3 亿元。基于《出发吧麦芬》亮眼表现及后续储备游戏预期，我们上调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.83/11.37/12.46（前值为 5.62/6.74/7.88）亿元，对应 EPS 分别为 1.6/2.4/2.6 元，当前股价对应 PE 分别为 11.6/8.0/7.3 倍，我们看好《出发吧麦芬》和储备游戏表现以及 TapTap 增长，维持“买入”评级。

### ● 研发与发行能力提升或带来产品成功率提升，储备游戏有望继续驱动增长

公司《铃兰之剑》的良好表现，和《出发吧麦芬》的亮眼表现，或体现出经过多年研发投入和项目经验积累，公司自研能力及对用户需求的理解持续提升，TapTap 原联合创始人黄希威回归公司负责发行业务，也有望进一步提升公司发行能力，公司自研业务或开启正向循环，TapTap 与自研游戏的飞轮效应或开始显现。此外，公司后续储备产品还包括《心动小镇》《伊瑟·重启日》《出发吧麦芬》(日韩服)《铃兰之剑》(日韩服)，有望继续驱动公司业绩增长。

### ● TapTap 流量与用户持续增长，利润或加速释放

2024H1 多款 TapTap 独家游戏及重磅游戏带动平台流量和用户进一步增长。TapTap 独家节奏音乐游戏《Phigros》在 TapTap 平台下载量超 3000 万，以 TapTap 为主要安卓端宣发渠道的《欢乐钓鱼大师》在 TapTap 平台下载量超 1200 万，带动 TapTap 4 月在 iOS 应用免费榜最高排名达 13 名，创历史新高。随游戏版号稳定发放，新游戏数量增多带来广告投入需求提升，TapTap 作为零分成的游戏渠道在游戏发行中的地位或持续提升，带动平台收入快速增长，加速利润释放。

### ● 风险提示: 新游戏上线表现不及预期，TapTap 收入增长不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,431	3,389	6,005	7,313	7,955
YOY(%)	26.9	-1.2	77.2	21.8	8.8
净利润(百万元)	-554	-83	783	1,137	1,246
YOY(%)	-35.9	-85.0	-1043.4	45.1	9.6
毛利率(%)	53.5	61.0	63.7	64.9	65.2
净利率(%)	-16.1	-2.5	13.0	15.5	15.7
ROE(%)	-29.3	-4.9	31.4	31.3	25.6
EPS(摊薄/元)	-1.2	-0.2	1.6	2.4	2.6
P/E(倍)	-16.4	-109.4	11.6	8.0	7.3
P/B(倍)	4.8	4.9	3.3	2.3	1.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所 (以 2024 年 6 月 17 日, 1 港币=0.9290 人民币对股价换算)

## 目 录

1、《出发吧麦芬》表现亮眼，自研游戏或走向正轨.....	3
1.1、《出发吧麦芬》表现亮眼，有望驱动公司业绩快速增长.....	3
1.2、研发积累与发行，成就《出发吧麦芬》亮眼表现.....	6
1.3、储备游戏值得期待，或继续驱动增长.....	11
2、TapTap 流量与用户持续增长，利润或加速释放.....	12
3、盈利预测与投资建议.....	14
3.1、关键假设.....	14
3.2、估值.....	14
3.3、投资建议与评级.....	14
4、风险提示.....	15
附：财务预测摘要.....	16

## 图表目录

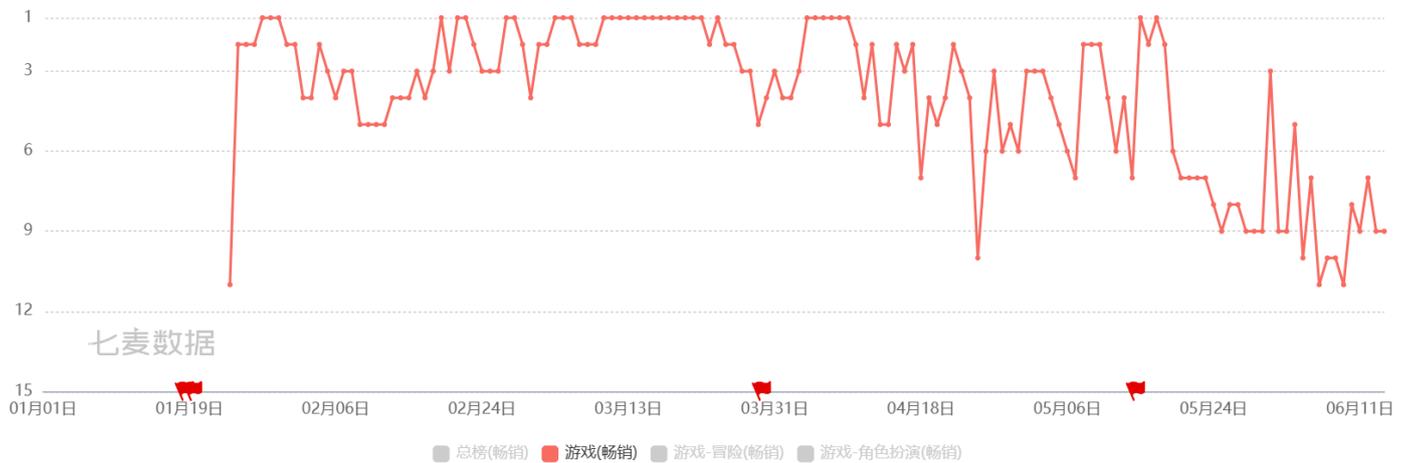
图 1: 《出发吧麦芬》港服保持在 iOS 畅销榜前列.....	3
图 2: 《出发吧麦芬》台服保持在 iOS 畅销榜前列.....	3
图 3: 《出发吧麦芬》国服最高排名 iOS 畅销榜第 4 名.....	4
图 4: 《出发吧麦芬》国服排名 iOS 畅销榜前列.....	5
图 5: 《出发吧麦芬》国服 iOS 免费榜相比畅销榜排名较低.....	5
图 6: 《菇勇者传说》最高排名日本 iOS 畅销榜第一.....	6
图 7: 《菇勇者传说》最高排名韩国 iOS 畅销榜第一.....	6
图 8: 心动公司曾研发并发行《天天打波利》.....	7
图 9: 心动公司曾代理发行《不休的乌拉拉》.....	7
图 10: 《出发吧麦芬》具有宠物等养成体系.....	8
图 11: 《出发吧麦芬》具有组队副本玩法.....	8
图 12: TapTap 原联合创始人创立的 HaoPlay 在海外发行了多款知名产品.....	9
图 13: 《出发吧麦芬》在抖音的推广覆盖多领域达人.....	10
图 14: 《出发吧麦芬》与线条小狗展开联动.....	11
图 15: 截至 6 月 14 日《心动小镇》预约量超 230 万.....	12
图 16: TapTap 在 iOS 免费榜排名创新高.....	13
图 17: 《剑网 3 无界》为 TapTap 独家发行.....	13
表 1: 公司储备游戏丰富.....	11
表 2: 预计公司营业收入持续增长.....	14
表 3: 公司估值具备吸引力.....	14

## 1、《出发吧麦芬》表现亮眼，自研游戏或走向正轨

### 1.1、《出发吧麦芬》表现亮眼，有望驱动公司业绩快速增长

《出发吧麦芬》首先在港澳台地区取得亮眼表现。公司自研自发的冒险放置手游《出发吧麦芬》1月24日上线港澳台地区，上线以来基本保持在港澳台 iOS 畅销榜前 10 名，特别是在中国香港和中国台湾地区，多日排名 iOS 畅销榜第一。根据点点数据，截至 5 月底，《出发吧麦芬》在港澳台收入达 4.6 亿元人民币。

图1: 《出发吧麦芬》港服保持在 iOS 畅销榜前列



资料来源: 七麦数据

图2: 《出发吧麦芬》台服保持在 iOS 畅销榜前列

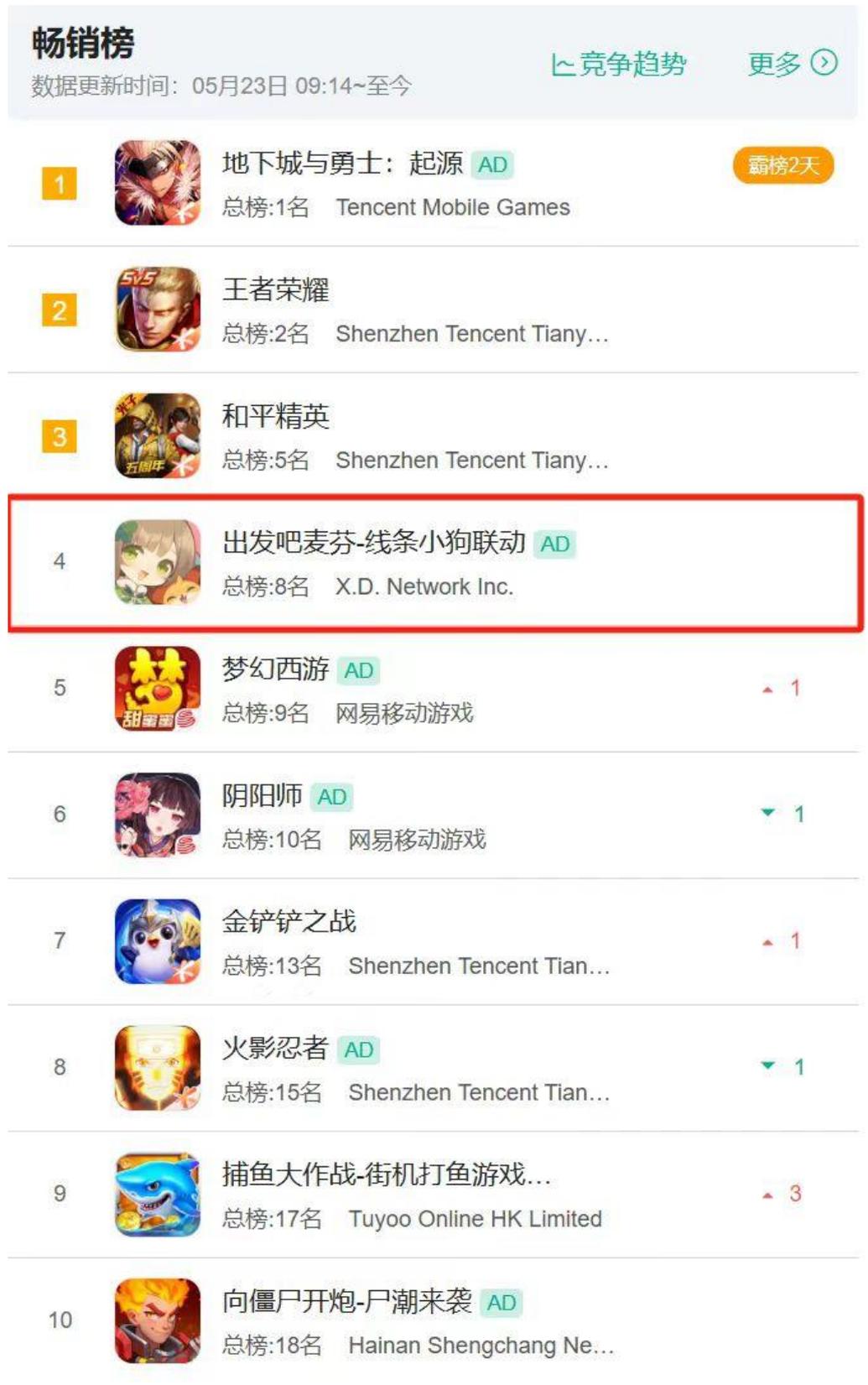


资料来源: 七麦数据

《出发吧麦芬》国服畅销榜排名靠前，有望保持良好表现。《出发吧麦芬》国服 5 月 15 日上线后，iOS 畅销榜排名持续爬升，最高排名第 4 名，仅次于《DNF 手游》《王者荣耀》《和平精英》三款头部游戏，截至 6 月 14 日《出发吧麦芬》基本保持在畅销榜前 10 名。根据 GameLook 预测，《出发吧麦芬》国服 5 月份流水约 3 亿元。基于游戏社交较强社交属性带来的高用户粘性 & 港澳台地区数据验证，我们认为《出

《出发吧麦芬》有望保持良好持续性。

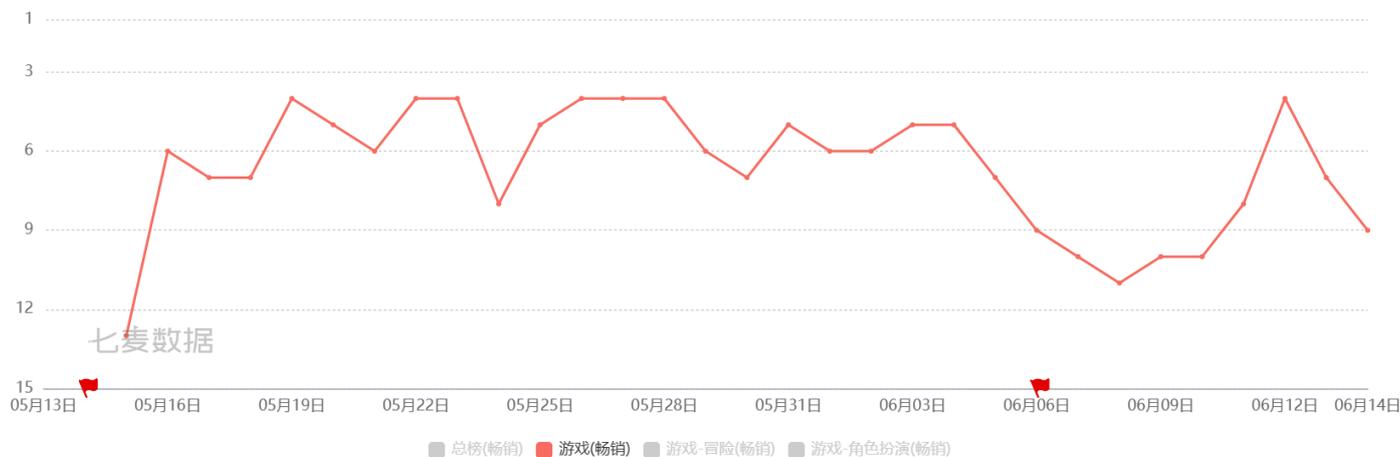
图3: 《出发吧麦芬》国服最高排名 iOS 畅销榜第 4 名



资料来源: 七麦数据、开源证券研究所

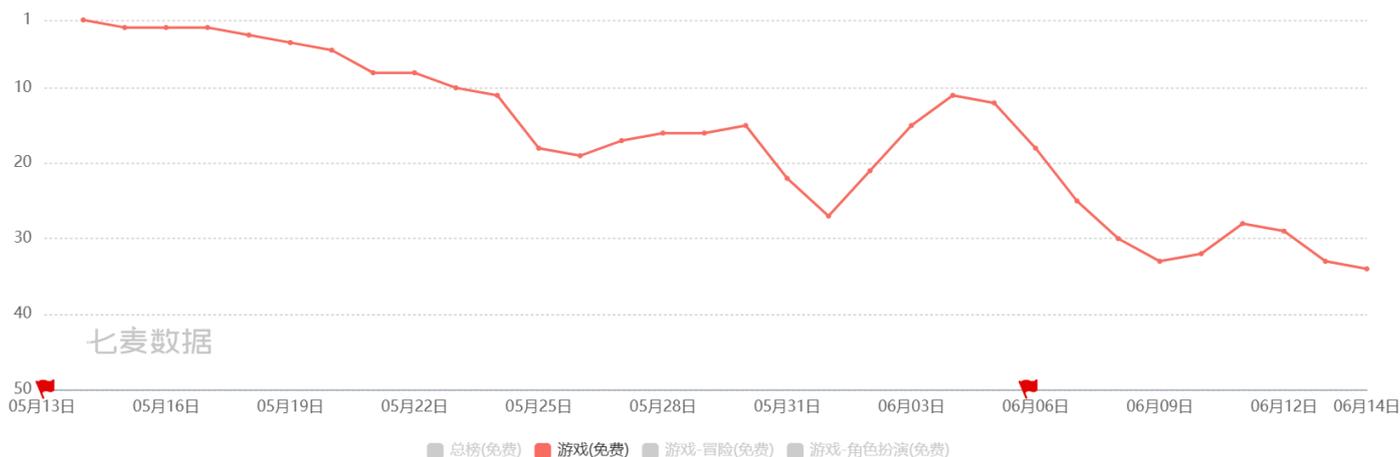
《出发吧麦芬》国服用户付费数据或较高，且买量投放较少，有望带来可观利润增量。《出发吧麦芬》国服安卓端为 TapTap 独家发行，截至 6 月 14 日在 TapTap 平台下载量为 142 万。根据七麦数据，截至 6 月 14 日在 App Store 下载量超 140 万，同为 5 月份上线的《西游：笔绘西行》《鸣潮》在 App Store 下载量分别为 120 及 144 万，在 iOS 下载量规模大致相当的情况下，《出发吧麦芬》在畅销榜的亮眼表现，或体现了其用户付费率或单用户付费金额较高，在 TapTap 平台 7.2 的评分也体现了用户对游戏品质的认可。此外，根据游戏日报预估，5 月份公司游戏买量投放金额约 2541 万，排名国内厂商第 43 名，相比畅销榜排名，买量投入相对较少，或体现了公司买量 ROI 相对较高，同时结合 TapTap 渠道的零分成，《出发吧麦芬》国服或具有较高的利润率，有望为公司带来可观的利润增量。

图4: 《出发吧麦芬》国服排名 iOS 畅销榜前列



资料来源：七麦数据

图5: 《出发吧麦芬》国服 iOS 免费榜相比畅销榜排名较低



资料来源：七麦数据

《出发吧麦芬》后续日韩服潜力大。《出发吧麦芬》后续计划上线日韩、欧美等更多海外地区。心动公司具备丰富的海外发行经验，曾发行过《明日方舟》《少女前线》《明日之后》《仙境传说 RO》等游戏的海外版本。对比同为放置挂机游戏的《菇勇者传说》来看，根据 GameLook 预估，《菇勇者传说》2024 年 3 月在全球月流水超 6 亿，而日韩市场占总收入三分之二，日韩市场用户对放置 RPG 游戏接受度高，且

《出发吧麦芬》为日系 RPG 风格游戏，或更受日韩地区用户欢迎，基于其在港澳台和国服良好表现，《出发吧麦芬》日韩服也具备较大潜力，有望继续为公司贡献业绩增量。

图6: 《菇勇者传说》最高排名日本 iOS 畅销榜第一

畅销榜		竞争趋势	更多
数据更新时间: 2024年03月19日			
1	 キノコ伝説: 勇者と魔法... AD 总榜:1名 Joy Net Games		
2	 ウマ娘 プリティーダービー AD 总榜:4名 Cygames, Inc.	▲ 1	
3	 ドラゴンボールZ ドッカ... AD 总榜:6名 Bandai Namco Entertain...	▲ 3	
4	 モンスターストライク AD 总榜:7名 XFLAG, Inc.	▼ 2	
5	 パズル&ドラゴンズ AD 总榜:8名 GungHo Online Entertain...		
6	 ロマシング・サガ・リ... 总榜:9名 SQUARE ENIX	▲ 91	
7	 プロ野球スピリッツA AD 总榜:10名 KONAMI		
8	 Pokémon GO AD 总榜:11名 Niantic, Inc.	▼ 4	
9	 Fate/Grand Order AD 总榜:16名 Aniplex Inc.	▲ 2	
10	 あんさんぶるスターズ! ... AD 总榜:17名 Happy Elements K.K	▼ 1	

资料来源: 七麦数据、开源证券研究所

图7: 《菇勇者传说》最高排名韩国 iOS 畅销榜第一

畅销榜		竞争趋势	更多
数据更新时间: 2024年03月01日			
1	 버섯커 키우기 AD 总榜:1名 Joy Net Games	▲ 5	
2	 리니지M 总榜:2名 NCSOFT	▲ 7	
3	 오딘: 발할라 라이징 总榜:4名 Kakao Games Corp.	▼ 2	
4	 FIFA ONLINE 4 M by EA S... 总榜:5名 NEXON Company	▲ 6	
5	 라스트 워: 서바이벌 总榜:6名 FirstFun	▼ 2	
6	 FIFA 모바일 总榜:8名 NEXON Company	▼ 2	
7	 WOS: 화이트아웃 서바이벌 总榜:9名 Century Games Pte. Ltd.	▼ 2	
8	 붕괴: 스타레일 AD 总榜:10名 COGNOSPHERE PTE. ...	▼ 6	
9	 한게임 섯다&맛고 AD 总榜:11名 NHN Corp.	▲ 17	
10	 리니지W AD 总榜:13名 NCSOFT	▲ 24	

资料来源: 七麦数据、开源证券研究所

## 1.2、研发积累与发行，成就《出发吧麦芬》亮眼表现

研发积累深厚，为《出发吧麦芬》打下坚实产品基础。《出发吧麦芬》由公司研发团队 Team MEKA 开发，Team MEKA 曾开发过放置挂机游戏《天天打波利》，心动公司此前也代理发行了放置挂机游戏《不休的乌拉拉》，《不休的乌拉拉》2019 年于国内及海外上线，至今上线 5 年仍在贡献流水，在放置挂机品类公司积累了深厚的研发和运营经验。

图8: 心动公司曾研发并发行《天天打波利》



资料来源: TapTap

图9: 心动公司曾代理发行《不休的乌拉拉》



资料来源: TapTap

以“放置挂机+MMO”为核心的玩法创新造就了《出发吧麦芬》优秀品质。我们认为《出发吧麦芬》的成功可以归结为3个原因:

(1) **玩法创新:** 不同于传统放置类游戏,《出发吧麦芬》融入了大量 MMO 元素,例如装备和宠物体系的成长系统和组队副本玩法,这些玩法创新和可玩性的提升,可以弥补挂机游戏中后期开始长草无聊等疲软问题,同时组队刷副本等玩法带来的社交属性提升,也有利于增强用户粘性,提高商业化上限。

(2) **美术优秀:**《出发吧麦芬》整体美术风格为可爱治愈风,用户接受度较好,研发团队之前开发做《天天打波利》,也非常擅长清新的美术风格。

(3) **数值平稳:** 游戏的养成体验很细致,数值成长平稳,用户不会卡在某个阶段,同时每个阶段也能得到不一样的体验。

图10: 《出发吧麦芬》具有宠物等养成体系



资料来源:《出发吧麦芬》

图11: 《出发吧麦芬》具有组队副本玩法



资料来源:《出发吧麦芬》

TapTap 原联合创始人黄希威回归, 增强公司发行实力。根据游戏茶馆及游戏葡萄, TapTap 原联合创始人黄希威已于 2024 年初回归心动公司, 负责公司的发行业务, 《出发吧麦芬》港澳台服为其回归后首个发行项目, 2021 年离开心动前, 黄希威曾作为合伙人, 负责心动的海外发行和 TapTap 业务, 发行过《明日方舟》《少女前线》《明日之后》《仙境传说 RO》等游戏的海外版本。离开心动公司后, 黄希威创立的 HaoPlay 先后在海外发行了《少女前线: 云图计划》《天谕》《马赛克英雄》《重返未来: 1999》等产品, 其所带队的产品, 在海外的累计流水已接近百亿。黄希威的回归或进一步增强心动公司发行特别是海外发行能力。为后续产品全球化发行提供助力。

图12: TapTap 原联合创始人创立的 HaoPlay 在海外发行了多款知名产品



Light and Night



Pixel Heroes



Reverse: 1999



Revelation



Girls' Frontline 2: Exilium



Ash Echoes



星落



Girls' Frontline: Neural Cloud



Castle Empire



Immortal Diaries



Ys VI Online

资料来源: HaoPlay 官网

以品牌向内容为根本, 进行饱和式营销, 使《出发吧麦芬》国服在市场站稳脚跟。《出发吧麦芬》国服的营销策略为通过以多维度、多圈层为主的内容曝光积聚声量, 为投放提供素材及市场热度上的支持, 提升买量获客效率。例如在抖音就包括达人视频、游戏直播等多种手段。以达人为例, 不少游戏在抖音上的推广只重视头部效应, 依靠强爆发打法迅速获量, 但效果往往较为短期。而《出发吧麦芬》则是全领域全覆盖, 从原生顶流达人到中腰部各品类达人, 既有游戏相关也有其它泛娱乐方向, 共同打造了一个围绕 IP 的内容圈层, 以此触达更广泛的用户群体。

图13: 《出发吧麦芬》在抖音的推广覆盖多领域达人



资料来源: 手游那点事公众号

与线条小狗展开联动, 扩大用户覆盖范围。《出发吧麦芬》国服上线即与线条小狗 IP 展开联动合作, 玩家在游戏内可以获得线条小狗联动时装、萌宠等奖励, 且此次为线条小狗的首次游戏联动, 线条小狗 IP 在各大社交媒体平台上拥有超 100 万粉丝, 且经常以表情包的形式流传于网络, 此次联动可以将游戏可爱治愈的风格辐射至更广泛的年轻用户群体。

图14: 《出发吧麦芬》与线条小狗展开联动



资料来源: 手游那点事公众号

### 1.3、储备游戏值得期待，或继续驱动增长

成功自研产品陆续推出，公司自研或走向正轨。根据 Gamelook 预估，公司 2023 年 11 月上线的《铃兰之剑》在 11 月流水为 6000 万，上线表现良好，此后《出发吧麦芬》更是取得了亮眼表现。我们认为，经过多年研发投入和项目经验积累，公司自研能力及对用户需求的理解或持续提升，有望提升公司自研产品成功率，目前公司后续储备产品包括《心动小镇》《伊瑟·重启日》《铃兰之剑》（日韩服），皆值得期待。

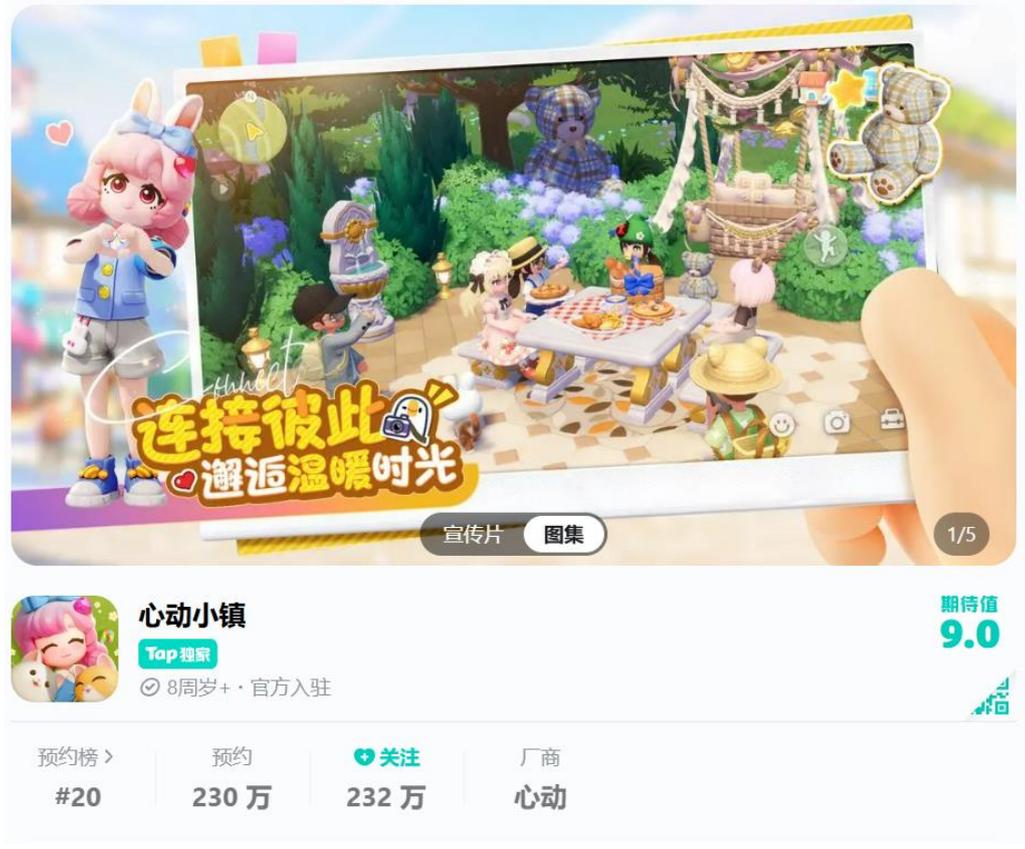
表1: 公司储备游戏丰富

游戏	上线时间	游戏类型	TapTap 预约量
心动小镇	预计 7 月 17 日	模拟经营	230 万
出发吧麦芬（日韩服）	预计 2024 年	放置 RPG	
铃兰之剑（日韩服）	预计 2024 年	RPG 战棋	
伊瑟·重启日	预计 2024 或 2025 年	二次元卡牌	53 万

资料来源: TapTap、开源证券研究所

《心动小镇》备受用户期待，或进一步带动 TapTap 平台破圈。《心动小镇》为一款多人在线的社区类生活模拟游戏，核心卖点是模拟生活，玩家在游戏里不再受快节奏、长任务链的困扰，既可以学习自己感兴趣的爱好、设计搭配每日穿搭，也能够拥有自己的房子和一只小宠物，随心所欲地在小镇闲逛、拍照等等。同时，游戏还会通过各种非利益的方式，引导玩家之间达成互相依赖的社交关系，增强用户粘性，在《心动小镇》的好友界面，有着一键关注好友 TapTap 账号的选项，有助于打造《心动小镇》和 TapTap 之间正向循环的社交关系。截至 6 月 14 日《心动小镇》在 TapTap 预约量超 230 万，评分 9.0 分，预约量较高。此前，2020 年在 TapTap 独家发行的《江南百景图》，上线一个月下载量超 500 万，同时带动了 TapTap 平台用户量增长。我们认为，《心动小镇》受众用户偏女性玩家与休闲玩家，上线后除了可以贡献增量流水外，也有望带动 TapTap 进一步破圈，驱动用户增长。

图15: 截至6月14日《心动小镇》预约量超230万



资料来源: TapTap

## 2、TapTap 流量与用户持续增长，利润或加速释放

多款 TapTap 独家游戏及重磅游戏带动平台流量和用户进一步增长。根据公司公告，TapTap 中国版 2023H1 的 MAU 为 3397 万，2023 年全年 MAU 为 3581 万，2023H2 用户量已有所回升，2024H1 多款 TapTap 独家游戏及重磅游戏带动平台流量和用户进一步增长。例如 TapTap 独家节奏音乐游戏《Phigros》在抖音掀起卡点舞蹈视频热潮，带动游戏下载量大幅提升，截至 2024 年 6 月 14 日《Phigros》在 TapTap 平台下载量超 3000 万。以 TapTap 为主要安卓端宣发渠道的《欢乐钓鱼大师》2024H1 表现亮眼，最高排名 iOS 畅销榜前 10，截至 2024 年 6 月 14 日《欢乐钓鱼大师》在 TapTap 平台下载量超 1200 万。多款重磅游戏为 TapTap 带来大量流量，带动 TapTap 在 iOS 应用免费榜排名创历史新高，进入前 20 名。

图16: TapTap 在 iOS 免费榜排名创新高



资料来源: 七麦数据

多款重磅游戏选择 TapTap 独家发行或将 TapTap 作为重要发行渠道, TapTap 在发行端地位持续提升。2024H1 除了《欢乐钓鱼大师》将 TapTap 作为重要安卓端宣发渠道外, 二次元大作《鸣潮》也将 TapTap 作为宣发重点, 且并未上线硬核渠道。此外, 西山居的《剑网3无界》6月13日于 TapTap 平台独家发行上线。由于 TapTap 独有的零分成政策和平台积累了大量的核心游戏用户, TapTap 在游戏发行的地位愈发重要, 同时随着游戏版号稳定发放, 新游戏投放需求提升, 有望驱动 TapTap 平台广告收入持续提升。

图17: 《剑网3无界》为 TapTap 独家发行



资料来源: TapTap

### 3、盈利预测与投资建议

#### 3.1、关键假设

(1) **移动游戏**:《出发吧麦芬》及储备游戏有望驱动公司游戏收入快速增长,我们预计 2024-2026 年公司手游收入增速分别为 112.7%、23.6%、6.5%。

(2) **信息服务**:随着 TapTap 流量及用户规模增长,以及新游戏投放需求增长,预计信息服务业务收入持续增长,我们预计 2024-2026 年公司信息服务收入增速分别为 19.8%、16.6%、15.6%。

表2: 预计公司营业收入持续增长

单位: (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	34.33	33.89	60.05	73.13	79.55
YOY	27.0%	-1.3%	77.2%	21.8%	8.8%
游戏收入	24.53	20.92	44.5	55	58.6
YOY	22.0%	-14.7%	112.7%	23.6%	6.5%
信息服务收入	9.80	12.97	15.54	18.13	20.95
YOY	41.7%	32.3%	19.8%	16.6%	15.6%
综合毛利率	53.5%	61.0%	63.7%	64.9%	65.2%

数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 3.2、估值

我们采用 PE 和 PS 相对估值法,选取腾讯控股、网易-S、金山软件作为可比公司。基于 2024 年 6 月 17 日收盘价,心动公司 PE (2025E) 与 PS (2025E),分别为 7.98、1.24,均低于可比公司的均值 16.56、3.43,估值具备吸引力。

表3: 公司估值具备吸引力

股票代码	公司名称	收盘价 (港元)	当前市值 (亿元)	基期净利润 (2023A, 亿元)	预测净利润 (2025E, 亿元)	基期收入 (2023A, 亿元)	预测收入 (2025E, 亿元)	PE (2025E)	PS (2025E)
0700.HK	腾讯控股	381.20	33259	1152.16	1872.60	6090.15	7732.48	17.76	4.30
9999.HK	网易-S	145.20	4324	294.17	373.18	1034.68	1325.90	11.59	3.26
3888.HK	金山软件	25.10	312	4.83	15.34	85.34	113.81	20.32	2.74
平均值								<b>16.56</b>	<b>3.43</b>
2400.HK	心动公司	20.35	91	-0.83	11.37	33.89	73.13	<b>7.98</b>	<b>1.24</b>

数据来源: Wind、开源证券研究所 (港股公司市值换算所用汇率为 1 港币=0.9290 人民币。金山软件 2025 年盈利预测采用 Wind 一致预期,腾讯控股、网易-S 的 2025 年盈利预测采用开源证券研究所预测数据)

#### 3.3、投资建议与评级

公司自研自发的冒险放置手游《出发吧麦芬》在港澳台和国服取得了亮眼表现,《出发吧麦芬》国服 5 月 15 日上线后,iOS 畅销榜排名持续爬升,最高排名第 4 名,仅次于《DNF 手游》《王者荣耀》《和平精英》三款头部游戏,截至 6 月 14 日《出发吧麦芬》基本保持在畅销榜前 10 名。根据 GameLook 预测,《出发吧麦芬》国服 5 月份流水约 3 亿元。此外《出发吧麦芬》计划上线日韩及其他海外地区,表现值得期待,公司储备游戏还包括《心动小镇》《伊瑟·重启日》《铃兰之剑》(日韩服),

有望继续驱动公司业绩持续增长。TapTap 在独家游戏及重磅游戏的驱动下，流量及用户量持续提升，随游戏版号稳定发放，新游戏数量增多带来广告投入需求提升，TapTap 作为零分成的游戏渠道在游戏发行中的地位或持续提升，带动平台广告等收入快速增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.83/11.37/12.46 亿元，对应 EPS 分别为 1.6/2.4/2.6 元，我们看好《出发吧麦芬》和储备游戏表现以及 TapTap 增长，维持“买入”评级。

#### 4、风险提示

**(1) 新游戏上线表现不及预期：**若《出发吧麦芬》其他地区及《心动小镇》流水表现不及预期，可能导致公司业绩增速不及预期。

**(2) TapTap 收入增长不及预期等：**若新游戏广告投放不及预期，可能导致 TapTap 收入增长不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3,891	3,713	3,988	5,453	7,187
现金	3,098	3,207	2,908	4,365	6,048
应收账款	289	341	573	683	768
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	13	17	30	34	39
<b>非流动资产</b>	906	696	717	737	757
固定资产及在建工程	96	44	35	26	17
无形资产及其他长期资产	528	426	455	484	513
<b>资产总计</b>	4,796	4,409	4,704	6,190	7,944
<b>流动负债</b>	871	2,382	1,751	1,929	2,263
短期借款	24	1,553	533	703	930
应付账款	302	303	414	280	302
其他流动负债	545	526	804	945	1,031
<b>非流动负债</b>	2,020	159	212	252	282
长期借款	1,806	-0	0	0	0
其他非流动负债	214	159	212	252	282
<b>负债合计</b>	2,890	2,541	1,962	2,181	2,545
股本	1,607	1,664	1,652	1,652	1,652
储备	-0	-0	0	0	0
归母所有者权益	1,888	1,709	2,493	3,629	4,875
少数股东权益	17	160	250	380	523
<b>负债和股东权益总计</b>	4,796	4,409	4,704	6,190	7,944

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-675	-293	1,051	1,181	1,417
税前利润	-554	-83	783	1,137	1,246
折旧和摊销	-180	-145	-20	-20	-20
营运资本变动	79	-83	197	-66	48
其他	-21	18	90	131	143
<b>投资活动现金流</b>	272	496	-329	105	40
资本开支	0	145	0	0	0
其他	302	343	-329	105	40
<b>融资活动现金流</b>	336	-94	-1,020	170	227
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
其他	336	-94	-1,020	170	227
<b>汇率变动对现金的影响</b>	-316	-399	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-67	109	-299	1,457	1,683
<b>期末现金总额</b>	3,098	3,207	2,908	4,365	6,048

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	3,431	3,389	6,005	7,313	7,955
营业成本	1,596	1,321	2,183	2,568	2,767
销售费用	923	865	1,261	1,463	1,631
管理费用	234	225	390	475	517
其他收入/费用	1,282	1,020	1,251	1,535	1,621
<b>营业利润</b>	-603	-42	919	1,272	1,420
净财务收入/费用	17	22	-94	-111	-158
其他利润	26	-10	94	173	201
除税前利润	-560	-30	919	1,334	1,463
所得税	14	35	46	67	73
少数股东损益	-21	18	90	131	143
<b>归母净利润</b>	-554	-83	783	1,137	1,246
EBITDA	-605	-37	790	1,198	1,290
<b>扣非后净利润</b>	-554	-83	783	1,137	1,246
EPS	-1.15	-0.17	1.63	2.36	2.59

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	26.9	-1.2	77.2	21.8	8.8
营业利润(%)	-41.6	93.1	2310.6	-38.4	-11.6
归属于母公司净利润(%)	-35.9	-85.0	-1043.4	45.1	9.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	53.5	61.0	63.7	64.9	65.2
净利率(%)	-16.1	-2.5	13.0	15.5	15.7
ROE(%)	-29.3	-4.9	31.4	31.3	25.6
ROIC(%)	22.3	68.2	129.5	2496.2	1724.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	60.6	61.2	47.0	41.4	38.6
净负债比率(%)	151.7	136.0	71.6	54.4	47.1
流动比率	4.5	1.6	2.3	2.8	3.2
速动比率	3.9	1.5	2.0	2.6	3.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.3	0.8	0.8	1.0
应收账款周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
应付账款周转率	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
存货周转率	0	0	0	0	0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-1.2	-0.2	1.6	2.4	2.6
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.4	-0.6	2.2	2.5	2.9
每股净资产(最新摊薄)	4.0	3.9	5.7	8.3	11.2
<b>估值比率</b>					
P/E	-16.4	-109.4	11.6	8.0	7.3
P/B	4.8	4.9	3.3	2.3	1.7

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn