

心动公司 (02400.HK)

新游《伊瑟重启日》国际服 6 月 5 日上线国内开启预约，老游戏整体表现稳定

新游《伊瑟重启日》国际服 6 月 5 日上线国内开启预约，老游戏整体表现稳定。公司今年老游戏国际服及新游戏均陆续上线，会弥补老游戏流水自然下滑情况，且老游戏进入利润释放期，我们认为今年整体增量确定性较高，建议持续关注。

- 《仙境传说 M》初心服台服上线即登顶，新老游戏长线运营稳健。《仙境传说 M》初心服于 4 月 16 日 11:00 上线台服，开服前预下载即登顶 iOS 台区总榜免费榜第一，4 月 17 日凌晨 3 点总榜畅销榜登顶第一。其他游戏方面，《心动小镇》春节活动期间畅销榜中国大陆区升至 13 名，4 月版本更新后重新升至 16 名。《出发吧麦芬》日服游戏畅销榜 2 月 12 日上线以来最高 19 名。《火炬之光：无限》1 月 10 日赛季更新，中国大陆区升至 41 名。
- 自研精品游戏取得突破，后续储备产品可期。24H1，公司自研放置类 MMORPG 新品《出发吧麦芬》上线，在 iOS 游戏畅销榜中国大陆区最高达到第 4，成为公司排名表现最佳产品，且外服上线持续增厚流水。24H2，公司自研生活模拟类新游《心动小镇》上线，社交属性带动大量人气，对公司游戏产品及 TapTap 平台扩圈产生重大作用。25H1 已上线《RO 初心服》东南亚及港澳台。公司后续储备产品包括 6 月 5 日即将上线的都市异能题材策略回合制游戏《伊瑟》国际服；《心动小镇》国际服、《伊瑟》国服、《RO 初心服》日韩地区，以及仙境传说 IP 续作开放世界 MMO《仙境传说 RO：守护永恒的爱 2》。
- TapTap 平台持续扩张，AI 技术有望赋能效率提升。24 年 TapTap MAU 达到新高 4400 万，收入增长至 15.78 亿元。“不联运&零分成”的原则打破了传统下载渠道对流水高比例分成的惯例，吸引众多开发者入驻，获得玩家广泛青睐；实现“平台+游戏”双轮驱动，与《心动小镇》发行紧密合作，为平台带来了大量新用户和更广泛的品牌认知。预计 25 年 TapTap 货币化率将保持平稳，且随着 AI 技术的发展与应用，TapTap 广告营销效率及广告主 ROI 有望持续提升。公司已完成 AIGC 服务 TapSight 备案，在 TapTap 中加入 AI 问答模块并接入 DeepSeek，相较传统搜索效果更好，提升用户留存率，为游戏选择体验、社区用户活跃等多方面带来提升。
- 维持“强烈推荐”投资评级。游戏部分，《出发吧麦芬》《心动小镇》25 年均有新服上线贡献流水增量，26 年还有多款储备产品待上线；TapTap 24H2 营收呈现环比增长趋势，MAU 24H2 环比增速有所放缓，预计 25-27 年公司营收有望达到 53.93/58.51/63.49 亿元，归母净利润为 10.27/11.33/12.55 亿元，对应 PE 分别为 17.2/15.6/14.1x，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：新游戏表现不及预期、老游戏流水下滑、TapTap 平台扩张不及预期等。

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/传媒
目标估值: NA
当前股价: 37.7 港元

基础数据

总股本 (百万股)	492
香港股 (百万股)	492
总市值 (十亿港元)	18.5
香港股市值 (十亿港元)	18.5
每股净资产 (港元)	5.1
ROE (TTM)	32.3
资产负债率	30.8%
主要股东	黄一孟
主要股东持股比例	33.3526%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	56	88
相对表现	-1	36	60



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《心动公司 (02400) — 自研游戏爆发储备产品丰富, TapTap AI 赋能可期》2025-04-01
- 《心动公司 (02400) — 盈利预告增长亮眼, 游戏+TapTap 双轮驱动》2025-03-06
- 《心动公司 (02400) — TapTap+ 游戏双轮推进, 自研水平步入新台阶》2025-02-05

顾佳 S1090513030002
gujia@cmschina.com.cn
谢笑妍 S1090519030003
xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3389	5012	5393	5851	6349
同比增长	-1%	48%	8%	8%	8%
营业利润(百万元)	(42)	895	1068	1153	1257
同比增长	93%	2252%	19%	8%	9%
归母净利润(百万元)	(83)	812	1027	1133	1255
同比增长	85%	1077%	27%	10%	11%
每股收益(元)	(0.17)	1.69	2.14	2.36	2.61
PE	-212.4	21.7	17.2	15.6	14.1
PB	10.3	7.0	5.3	4.2	3.5

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3713	3347	4201	5139	6067
现金及现金等价物	3207	2781	3603	4501	5385
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	148	129	129	129	129
应收账款及票据	287	333	359	389	422
其它应收款	55	103	111	120	131
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	17	0	0	0	0
非流动资产	696	577	659	696	846
长期投资	141	122	137	143	143
固定资产	44	25	70	112	262
无形资产	426	372	402	395	395
其他	85	58	50	46	46
资产总计	4409	3923	4860	5835	6913
流动负债	2382	1079	1100	1178	1264
应付账款	195	186	187	201	218
应交税金	108	97	115	117	117
短期借款	1553	0	0	0	0
其他	526	796	798	860	930
长期负债	159	129	130	125	125
长期借款	0	0	0	0	0
其他	159	129	130	125	125
负债合计	2541	1209	1230	1303	1389
股本	0	0	0	0	0
储备	1888	1709	2513	3348	4173
少数股东权益	160	201	282	358	435
归属于母公司所有者权益	1709	2514	3348	4174	5088
负债及权益合计	4409	3923	4860	5835	6913

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	235	850	1037	1166	1269
净利润	(83)	812	1027	1133	1255
折旧与摊销	145	0	0	0	0
营运资本变动	(68)	0	(13)	38	43
其他非现金调整	242	38	23	(6)	(28)
投资活动现金流	344	87	(10)	54	(33)
资本性支出	(16)	0	(45)	(42)	(150)
出售资产获得的现金	4	0	0	0	0
投资增减	819	0	45	(1)	0
其它	(2)	87	80	95	117
筹资活动现金流	(501)	0	(205)	(322)	(352)
债务增减	(432)	0	0	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	0	0	192	308	340
其它筹资	(69)	(20)	(13)	(14)	(12)
其它调整	0	20	(384)	(616)	(680)
现金净增加额	109	937	822	898	884

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	3389	5012	5393	5851	6349
主营业务收入	3389	5012	5393	5851	6349
营业成本	1321	1534	1537	1656	1790
毛利	2068	3479	3856	4195	4558
营业支出	2110	2584	2788	3043	3301
营业利润	(42)	895	1068	1153	1257
利息支出	114	19	14	9	12
利息收入	92	38	54	61	70
权益性投资损益	5	6	13	25	42
其他非经营性损益	(19)	15	5	5	5
非经常项目损益	47	0	38	35	35
除税前利润	(30)	935	1164	1270	1397
所得税	35	45	56	60	65
少数股东损益	18	79	81	76	77
归属普通股股东净利润	(83)	812	1027	1133	1255
EPS(元)	(0.17)	1.69	2.14	2.36	2.61

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-1%	48%	8%	8%	8%
营业利润	93%	2252%	19%	8%	9%
净利润	85%	1077%	27%	10%	11%
获利能力					
毛利率	61.0%	69.4%	71.5%	71.7%	71.8%
净利率	-2.4%	16.2%	19.0%	19.4%	19.8%
ROE	-4.9%	32.3%	30.7%	27.2%	24.7%
ROIC	2.2%	33.4%	29.9%	26.1%	23.7%
偿债能力					
资产负债率	57.6%	30.8%	25.3%	22.3%	20.1%
净负债比率	35.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.6	3.1	3.8	4.4	4.8
速动比率	1.6	3.1	3.8	4.4	4.8
营运能力					
资产周转率	0.8	1.3	1.1	1.0	0.9
存货周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转率	10.8	12.9	11.9	12.0	12.0
应付帐款周转率	6.6	8.0	8.2	8.5	8.6
每股资料(元)					
每股收益	-0.17	1.69	2.14	2.36	2.61
每股经营现金	0.49	1.77	2.16	2.43	2.64
每股净资产	3.56	5.23	6.97	8.69	10.59
每股股利	0.00	0.40	0.64	0.71	0.78
估值比率					
PE	-212.4	21.7	17.2	15.6	14.1
PB	10.3	7.0	5.3	4.2	3.5
EV/EBITDA	94.4	17.9	15.0	13.8	12.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。