

心动公司 (02400.HK)

《伊瑟》定档 9 月 25 日国内全平台公测，《RO 守爱 2》12 月开启首测

公司新游《伊瑟重启日》定档 9 月 25 日国内全平台公测，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。

- 自研精品游戏取得突破，后续储备产品可期。老游戏方面，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，近期该游戏上线一周年版本，小马宝莉 IP 联名活动。25H1 已上线《RO 初心服》东南亚及港澳台。
- 新游戏方面，6 月 5 日上线的都市异能题材策略回合制游戏《伊瑟》国际服表现优秀，国内定档 9 月 25 日全平台公测；仙境传说 IP 续作开放世界 MMO《仙境传说 RO：守护永恒的爱 2》将于 12 月开启首测，预计该游戏将于明年公测。代理游戏方面，Steam 上好评如潮的《火山的女儿》移动端独家登陆 Taptap，25Q3 开启不限号测试；Steam 西幻逆后宫乙女视觉小说《灾厄黑龙与谎言公主》手机移植版本，目前已在 TapTap 独家开启了试玩 DEMO；三维立体音游《Arcaea》国服版本，预计将于 2026 年夏季 TapTap 独家上线。
- Taptap 开始进入 PC 市场。25 年 7 月的 Taptap 游戏节，除《异环》《伊瑟》等跨端游戏外，本次另有《明末：渊虚之羽》等 13 款 PC 游戏登陆发布会，前期公司也已上架了 Taptap PC 端，开始进入 PC 市场。
- 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，吸引了众多开发者入驻，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 56.14/61.19/66.57 亿元，归母净利润 11.00/12.08/13.10 亿元，对应 PE 分别为 20.9/19.0/17.5x，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：新游戏表现不及预期、老游戏流水下滑风险、TapTap 平台扩张不及预期等。

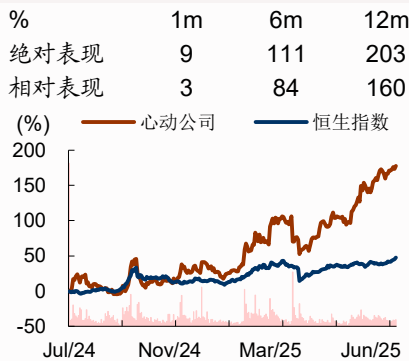
强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/传媒
目标估值：NA
当前股价：51.4 港元

基础数据

总股本（百万股）	493
香港股（百万股）	493
总市值（十亿港元）	25.4
香港股市值（十亿港元）	25.4
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



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《心动公司（02400）—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》2025-06-06
- 2、《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
- 3、《心动公司（02400）—盈利预告增长亮眼，游戏+TapTap 双轮驱动》2025-03-06

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	5614	6119	6657
同比增长	-1%	48%	12%	9%	9%
营业利润(百万元)	(42)	895	1151	1236	1318
同比增长	93%	2252%	29%	7%	7%
归母净利润(百万元)	(83)	812	1100	1208	1310
同比增长	85%	1077%	36%	10%	8%
每股收益(元)	(0.17)	1.69	2.29	2.51	2.73
PE	-276.4	28.3	20.9	19.0	17.5
PB	13.4	9.1	6.7	5.3	4.4

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	4321	5324	6295
现金及现金等价物	3207	2781	3703	4662	5586
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	373	407	443
其它应收款	55	103	115	126	137
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	4980	6020	7141
流动负债	2382	1079	1140	1227	1320
应付账款	195	186	194	210	228
应交税金	108	97	115	117	117
短期借款	1553	0	0	0	0
其他	526	796	831	899	975
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	1270	1352	1445
股本	0	0	0	0	0
储备	1888	1709	2513	3421	4299
少数股东权益	160	201	288	369	449
归属于母公司所有者权益	1709	2514	3422	4299	5246
负债及权益合计	4409	3923	4980	6020	7141

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	235	850	1137	1249	1331
净利润	(83)	812	1100	1208	1310
折旧与摊销	145	0	0	0	0
营运资本变动	(68)	0	8	42	46
其他非现金调整	242	38	29	(1)	(25)
投资活动现金流	344	87	(10)	54	(33)
资本性支出	(16)	0	(45)	(42)	(150)
出售资产及现金	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)	(344)	(374)
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	330	362
其它筹资	(69)	(20)	(13)	(14)	(12)
其它调整	0	20	(384)	(660)	(725)
现金净增加额	109	937	922	959	924

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	3389	5012	5614	6119	6657
主营收入	3389	5012	5614	6119	6657
营业成本	1321	1534	1600	1732	1877
毛利	2068	3479	4014	4387	4780
营业支出	2110	2584	2863	3151	3462
营业利润	(42)	895	1151	1236	1318
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	1247	1353	1458
所得税	35	45	60	64	68
少数股东损益	18	79	87	81	80
归属普通股股东净利润	(83)	812	1100	1208	1310
EPS(元)	(0.17)	1.69	2.29	2.51	2.73

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-1%	48%	12%	9%	9%
营业利润	93%	2252%	29%	7%	7%
净利润	85%	1077%	36%	10%	8%
获利能力					
毛利率	61.0%	69.4%	71.5%	71.7%	71.8%
净利率	-2.4%	16.2%	19.6%	19.7%	19.7%
ROE	-4.9%	32.3%	32.1%	28.1%	25.0%
ROIC	2.2%	33.4%	31.4%	27.1%	24.0%
偿债能力					
资产负债率	57.6%	30.8%	25.5%	22.5%	20.2%
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	4.3	4.8
速动比率	1.6	3.1	3.8	4.3	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	12.1	12.0	12.0
应付帐款周转率	6.6	8.0	8.4	8.6	8.6
每股资料(元)					
每股收益	-0.17	1.69	2.29	2.51	2.73
每股经营现金	0.49	1.77	2.37	2.60	2.77
每股净资产	3.56	5.23	7.12	8.95	10.92
每股股利	0.00	0.40	0.69	0.75	0.82
估值比率					
PE	-276.4	28.3	20.9	19.0	17.5
PB	13.4	9.1	6.7	5.3	4.4
EV/EBITDA	123.7	23.5	18.4	16.9	15.6

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。