

## 公司研究

## TapTap 商业化效率提升，关注《伊瑟》国服表现

## ——心动公司 (2400.HK) 25H1 业绩点评

## 要点

**事件：**25H1 公司实现收入 30.82 亿元人民币 (yoy+38.8%)，增长主要系游戏及 TapTap 双轮驱动；实现毛利润 22.53 亿元，同比增长 50.5%，对应毛利率为 73.1%，主要由于《仙境传说 M：初心服》在海外市场表现强劲，按净额法入账的游戏收入占游戏运营收入的比重同比提升 9.3pct 至 13.9%，导致游戏业务毛利率同比提升 8.1pct 至 68.0%，TapTap 业务毛利率同比提升 1.1pct 至 83.6%；实现归母净利润 7.55 亿元，同比增长 268.0%，对应净利率 24.5%。

**《仙境传说 M：初心服》带动游戏收入超预期，关注《伊瑟》国服上线表现。**

25H1 游戏业务收入 20.71 亿元 (yoy+39.4%)，其中游戏运营收入 20.45 亿元：**1、网络游戏收入** 19.82 亿元 (yoy+39.0%)，主要来自自研游戏《仙境传说 M：初心服》《心动小镇》《火炬之光：无限》的收入增加；网络游戏的平均 MAU 同比增加 19.7%，平均 MPU 同比增长 21.1%。**老游戏方面：**25H1 收入贡献前三大游戏为《出发吧麦芬》《心动小镇》《仙境传说 M》，《出发吧麦芬》已经完成了在全球主要市场的上线工作，整体已处于成熟期；《心动小镇》25H1 制作团队得到了补充，推出若干更新版本，计划于 26 年初在海外市场推出；《仙境传说 M》于 17 年 1 月在中国境内上线，24 年 4 月在中国境内推出初心服版本，25 年 2 月/4 月分别在东南亚/中国港澳台市场上线。**新游戏方面：**《伊瑟》6 月 5 日正式上线国际服，首日登上美国、法国、德国等多个国家的 IOS 免费榜前三，《伊瑟》9 月 25 日将全球全平台正式上线，该游戏玩法机制类似“魔灵 like”卡牌对战，具备长线更新潜力。公司持续投入游戏研发，截止 25H1 游戏研发人员达 745 名，环比增加 21 人。**2、付费游戏收入** 0.63 亿元 (yoy+14.2%)，主要来自《大侠立志传》与《全面憨憨战争模拟器》带动了整体表现，即将上线《火山的女儿》手机和 PC 版本与储备中的《潜水员戴夫》双端版本。

**TapTap 收入增长超预期，主要由商业化效率驱动。**25H1 公司 TapTap 广告收入为 10.11 亿元 (yoy+37.6%)，中国版 MAU 为 4360 万人，同比增长 0.9%，收入增长主要得益于广告主收入增长（行业竞争水位提高）、TapTap 算法提升以及广告展示数量增加（公司并未增加广告位置，曝光数量增长主要源于 DAU、人均观看广告频次或时长的增加）。产品侧，公司推动了更多的游戏接入 TapSDK 与生态服务，实现了账号-游戏-数据的互联互通；将用户沉淀的数据反哺社区，推动社区产出差异化的内容，也在 TapTap 中加入了人工智能助手的模块。此外，25 年 4 月正式发布 TapTap PC 版，聚焦服务 PC 端核心玩家。

**盈利预测、估值与评级：**新游表现亮眼，老游戏更新迭代后表现良好，验证公司游戏长线运营能力，TapTap 收入增长超预期。考虑自研游戏发展带动游戏业务毛利率提升，TapTap 商业化效率提升，以及营销投放相对克制，上修 25-27 年归母净利润预测至 16.9/20.7/23.8 亿元 (较上次预测+52.0%/+51.4%/+69.6%)；维持“买入”评级。

**风险提示：**TapTap 商业化不及预期；新游表现不及预期；广告主预算收紧。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,389	5,012	6,531	7,600	8,429
营业收入增长率	-1.2%	47.9%	30.3%	16.4%	10.9%
归母净利润 (百万元)	-83	812	1695	2073	2384
EPS (元)	-0.18	1.65	3.44	4.20	4.83
ROE (归属母公司) (摊薄)	-4.86%	32.28%	39.81%	32.74%	27.36%
P/E	NA	45	21	18	15

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截至 2025-08-29；按照 1HKD=0.9116RMB 换算

## 买入 (维持)

当前价：80.8 港元

## 作者

分析师：付天姿 CFA, FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

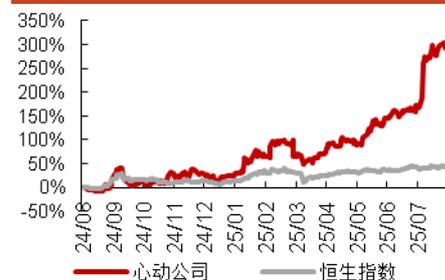
021-52523878

yangpengpei@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.93
总市值(亿港元)	398.57
一年最低/最高(港元)	17.7-81.7
近 3 月换手率(%)	81.2

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	52.3	113.3	279.1
绝对	51.9	121.0	320.1

资料来源：Wind

## 相关研报

新游+TapTap 驱动业绩高增，关注储备游戏上线进展——心动公司 (2400.HK) 24 年业绩点评 (2025-03-31)

《出发吧麦芬》畅销榜排名稳定，关注后续流水表现——心动公司 (2400.HK) 游戏事件点评 (2024-07-02)

TapTap 用户有所修复，《出发吧麦芬》预计带来业绩增量——心动公司 (2400.HK) 2023 年业绩公告点评 (2024-04-02)

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,389	5,012	6,531	7,600	8,429
营业成本	-1,321	-1,534	-1,705	-1,801	-1,876
毛利	2,068	3,479	4,826	5,799	6,554
其它收入	37	25	59	56	34
营业开支	-2,106	-2,583	-2,965	-3,402	-3,675
营业利润	0	921	1,920	2,453	2,913
财务成本净额	-30	14	31	44	66
应占利润及亏损	0	0	0	0	0
税前利润	-30	935	1,950	2,497	2,979
所得税开支	-35	-45	-156	-300	-447
税后经营利润	-65	890	1,794	2,198	2,532
少数股东权益	18	79	100	125	148
归属母公司净利润	-83	812	1,695	2,073	2,384

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	235	1,280	1,946	2,329	2,652
投资活动产生现金流	344	17	360	304	307
融资活动现金流	-501	-1,744	-334	-374	-356
净现金流	79	-447	1,972	2,259	2,603

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	4,409	3,923	5,910	8,212	10,828
流动资产	3,713	3,347	5,369	7,661	10,273
现金及短期投资	3,207	2,781	4,753	7,013	9,615
有价证券及短期投资	148	129	129	129	129
应收账款	287	333	402	430	435
存货	0	0	0	0	0
其它流动资产	72	103	85	90	94
非流动资产	696	577	541	551	556
长期投资	141	122	122	117	117
固定资产净额	236	169	113	112	104
其他非流动资产	319	286	306	322	335
总负债	2,541	1,209	1,353	1,457	1,541
流动负债	2,382	1,079	1,220	1,315	1,386
应付账款	195	186	207	219	228
短期借贷	1,553	0	0	0	0
其它流动负债	634	893	1,013	1,096	1,159
长期负债	159	129	132	142	155
长期债务	0	0	0	0	0
其它	159	129	132	142	155
股东权益合计	1,869	2,715	4,558	6,755	9,287
股东权益	1,709	2,514	4,257	6,330	8,714
少数股东权益	160	201	300	425	574
负债及股东权益总额	4,409	3,923	5,910	8,212	10,828

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>	A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP