

游戏业务带动业绩大增，TapTap生态优化

——心动公司(2400.HK)2025年半年度业绩点评

买入|维持

事件:

公司发布2025年半年度业绩。

点评:

● 上半年利润端大幅增长，毛利率持续提升

2025H1，公司实现营业收入30.82亿元，同比+38.8%，实现归母净利润7.55亿元，同比+268.0%，毛利润22.53亿元，同比+50.5%，毛利率为73.1%，同比+5.7pct。公司上半年销售/研发费用率分别为24.14%/17.81%，同比-7.18/-1.08pct，费用有所改善。

● 新游《伊瑟》国服上线值得期待，TapTap平台生态逐步优化

分业务看，公司游戏业务实现营收20.71亿元，同比+39.4%；其中，网络游戏收入19.82亿元，同比+39.0%；付费游戏收入0.63亿元，同比+14.2%。上半年，网络游戏平均MAU同比+19.7%，平台月均付费用户数同比+21.1%。《出发吧麦芬》于25年2月上线日本区域后完成在全球主要市场的上线，产品进入成熟期，为公司稳定贡献营收，《仙境传说M：初心服》、《心动小镇》及《火炬之光：无限》表现良好。6月，公司异能英雄养成回合策略RPG游戏《伊瑟》海外服开启公测，公测一周内，游戏下载量突破百万并持续活跃，表现优秀。储备产品方面，《伊瑟》国服将于9.25上线，《RO2》将于12月开启首次测试。上半年信息服务业务实现营收10.11亿元，同比增长37.6%，主要由于广告算法的改进以及用户参与度提升。2025H1，TapTap中国版app平均MAU为43.6百万人，同比基本持平，用户活跃度有所提升，上半年更多游戏接入TapSDK与生态系统，实现账号-游戏-数据的互联互通，同时在TapTap中加入AI助手模块，探索通过AI实现交互式游戏推荐。上半年，公司陆续发布TapTap PC版和TapTap小游戏，并举办TapTap游戏发布会、开发者沙龙及一系列游戏创作大赛，平台生态持续优化。

● 投资建议与盈利预测

公司聚焦自研游戏产品，发力降本增效，提升商业化水平。考虑到公司自研储备产品陆续上线贡献收入，TapTap平台用户规模和分发效率提升带动广告收入增长，预计25-27年实现归母净利润16.45/19.57/21.69亿元，对应EPS为3.33/3.97/4.40元/股，对应PE为22/19/17x。维持“买入”评级。

● 风险提示

游戏流水下滑风险，新游上线延后风险，TapTap用户增速不及预期风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3389.14	5012.11	6579.10	7799.64	8497.37
收入同比(%)	-1.22	47.89	31.26	18.55	8.95
归母净利润(百万元)	-83.04	811.53	1644.96	1957.43	2168.97
归母净利润同比(%)	-	1077.29	102.70	19.00	10.81
每股收益(元)	-0.17	1.65	3.33	3.97	4.40
市盈率(P/E)	-182.60	45.32	22.36	18.79	16.96

资料来源：同花顺，国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(港元):81.70/17.70

港股流通股(百万股):493.28

港股总股本(百万股):493.28

流通市值(百万港元):39,857.33

总市值(百万港元):39,857.33

相关研究报告

《国元证券公司研究-心动公司(2400.HK)2024年度业绩点评：全年业绩扭亏为盈，游戏+平台双轮驱动增长》2024.04.03

《国元证券公司研究-心动公司(2400.HK)2024年中报点评：新游带动业绩高增，TapTap用户快速增长》2024.09.03

《国元证券公司研究-心动公司(2400.HK)2023年年度业绩点评：TapTap收入增长亮眼，自研新品上线值得期待》2024.04.01

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 郜子娴

执业证书编号 S0020525080001

电话 021-51097188

邮箱 gaozixian@gyzq.com.cn

表 1：利润表预测（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3389.14	5012.11	6579.10	7799.64	8497.37
yoy	-1.22%	47.89%	31.26%	18.55%	8.95%
收入成本	(1320.77)	(1533.58)	(1815.03)	(2162.61)	(2329.12)
毛利	2068.37	3478.53	4764.08	5637.03	6168.26
毛利率	61.03%	69.40%	72.41%	72.27%	72.59%
销售及营销开支	(865.24)	(1397.25)	(1644.78)	(1949.91)	(2124.34)
一般及行政开支	(224.61)	(266.92)	(235.11)	(235.11)	(235.11)
研发开支	(1015.66)	(919.45)	(1184.24)	(1403.94)	(1529.53)
经营溢利/(亏损)	(5.22)	914.79	1762.80	2108.20	2336.46
财务收入/(成本)净额	(29.87)	14.14	39.47	46.80	50.98
采用权益法核算的投资结果份额	4.99	6.46	16.55	9.33	10.78
除所得税前溢利/(亏损)	(30.10)	935.38	1818.83	2164.33	2398.22
所得税开支	(35.26)	(44.89)	(87.29)	(103.87)	(115.10)
期内溢利/(亏损)	(65.36)	890.49	1731.54	2060.46	2283.13
以下各方应占期内溢利:					
本公司权益持有人	(83.04)	811.53	1644.96	1957.43	2168.97
非控股权益	17.68	78.96	86.58	103.02	114.16

资料来源：公司公告，同花顺，国元证券研究所

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027