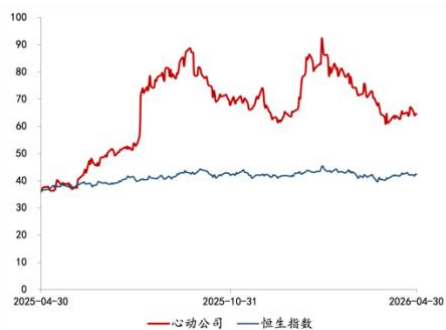


传媒互联网

2025年业绩高增，关注核心游戏长线运营及 TapTap 价值释放

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	4.92/4.92
总市值/流通(亿港元)	315.65/315.65
12个月内最高/最低价(港元)	92.45/33.30

■ 相关研究报告

《2025H1 业绩高增，关注后续新游上线及 TapTap 增长》——2025-08-31

■ 证券分析师：郑磊

E-MAIL: zhenglei@tpyzq.com
 分析师登记编码: S1190523060001

■ 证券分析师：李林卉

E-MAIL: lilh@tpyzq.com
 分析师登记编码: S1190526020001

事件：

公司 2025 年实现收入 57.6 亿元，同比增长 15%；归母净利润 15.4 亿元，同比增长 89.2%。此外，2026 年 1 月 5 日，公司发布 4 亿港元股份回购计划。

➤ 游戏及 TapTap 驱动 25 年业绩高增，其中 25H2 收入环比有所下滑

2025 年公司收入同比增长，由游戏及 TapTap 收入增长共同驱动。具体来看：1) 游戏收入 38 亿元，同比增长 10.5%。主要系：自研网络游戏《仙境传说 M：初心服》、《心动小镇》、《火炬之光：无限》收入增加，以及于 6 月上线的《伊瑟》贡献同比增量。2) TapTap 收入 19.7 亿元，同比增长 24.7%。主要得益于改进广告算法及提升用户参与度。此外，归母净利润同比增速远超收入，主要系游戏及 TapTap 毛利率改善，以及毛利率较高的 TapTap 收入占比提高，驱动公司整体毛利率由 2024 年的 69.4% 改善至 2025 年的 73.8%，同比增长 4.4pct。其中，2025H2 游戏收入 16.8 亿元，环比下降 17.9%，主要系在运营游戏流水自然下滑；TapTap 收入 9.57 亿元，环比下降 5.32%。

➤ 游戏：《心动小镇》海外服表现亮眼，关注后续游戏长线运营表现

2026 年 1 月，《心动小镇》海外服上线，上线后登顶 50 多个国家及地区免费榜榜首。根据 SensorTower 数据，该游戏于 2 月跃升至中国出海手游收入榜第 11 位，并登顶增长榜榜首。同时，公司完成对《火炬之光》IP 的全资收购，后续无需支付 IP 授权费用。《心动小镇》及《火炬之光：无限》具备成为长青游戏的潜力，关注后续游戏版本更新进展及流水表现。储备游戏方面，《仙境传说 RO：守护永恒的爱 2》于 2025 年 12 月开始，依次开启首次和线下测试，先行测试将于 2026 年 5 月 20 日开启。同时，公司仍有两款网络游戏处于研发阶段。

➤ TapTap：平台价值持续释放，AI 游戏创作智能体开启测试

2025 年，TapTap 中国版 App 平均 MAU 约 4500 万人，同比增长 2.1%，且用户活跃度有所提升。同时，公司持续推动 TapTap 平台优化：1) 升级广告系统基础模型，提升广告效果。2) 推动更多游戏接入 TapSDK 与生态服务，实现“账号-游戏-数据”的互联互通。3) 2025 年 4 月发布 TapTap PC 版，通过 APP 版和 PC 版协同，更好地服务游戏玩家和开发者；7 月，发布 TapTap 小游戏。4) 加入 AI 助手模块，用前沿科技为游戏玩家及开发者提供服务。2026 年 1 月开启 AI 游戏创作智能体“TapTap 制造”测试邀请，致力于降低由此创作门槛。看好 TapTap 平台稀缺性驱动价值持续释放。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司《心动小镇》、《火炬之光：无限》等存量游戏长线运营，《心动小镇》

海外服，及《仙境传说 R0: 守护永恒的爱 2》等储备游戏上线有望贡献增量。此外，TapTap 平台稀缺性有望驱动价值持续释放。因此，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 67.1/77.5/88.8 亿元，对应增速 16.4%/15.5%/14.6%，归母净利润分别为 19.3/23.4/28.2 亿元，对应增速 26%/21.2%/20.4%。维持公司“增持”评级。

➤ 风险提示

政策监管趋紧的风险，游戏行业增速放缓的风险，游戏流水、上线节奏不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5764	6707	7750	8879
营业收入增长率(%)	15.0%	16.4%	15.5%	14.6%
归母净利（百万元）	1535	1934	2344	2822
净利润增长率(%)	89.2%	26.0%	21.2%	20.4%
摊薄每股收益（元）	3.19	3.93	4.76	5.73
市盈率（PE）	20	16	13	11

资料来源：携宁，太平洋证券研究院，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	4,313	6,676	9,319	12,485
现金	3,689	5,949	8,520	11,568
应收账款及票据	411	497	548	640
存货	0	0	0	0
其他	212	230	251	277
非流动资产	907	895	881	865
固定资产	20	19	18	18
无形资产	616	616	616	616
其他	271	260	246	231
资产总计	5,220	7,571	10,200	13,350
流动负债	1,085	1,387	1,547	1,736
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	194	224	239	266
其他	891	1,162	1,307	1,470
非流动负债	88	88	88	88
长期债务	0	0	0	0
其他	88	88	88	88
负债合计	1,174	1,475	1,635	1,824
普通股股本	0	0	0	0
储备	4,076	6,002	8,335	11,147
归属母公司股东权益	3,811	5,738	8,070	10,883
少数股东权益	235	358	495	643
股东权益合计	4,046	6,096	8,565	11,526
负债和股东权益	5,220	7,571	10,200	13,350

现金流量表 (百万)

	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,713	2,195	2,507	2,978
净利润	1,535	1,934	2,344	2,822
少数股东权益	121	123	136	149
折旧摊销	78	1	1	1
营运资金变动及其他	-22	137	26	7
投资活动现金流	-360	72	76	79
资本支出	-322	0	0	0
其他投资	-38	72	76	79
筹资活动现金流	-396	0	0	0
借款增加	-43	0	0	0
普通股增加	74	0	0	0
已付股利	-179	0	0	0
其他	-248	0	0	0
现金净增加额	908	2,259	2,572	3,048

资料来源: 携宁, 太平洋证券研究院

利润表 (百万)

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,764	6,707	7,750	8,879
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,509	1,692	1,876	2,052
销售费用	1,436	1,543	1,860	2,131
管理费用	213	268	279	284
研发费用	981	1,140	1,240	1,421
财务费用	-42	0	0	0
除税前溢利	1,719	2,125	2,557	3,056
所得税	62	68	77	86
净利润	1,657	2,057	2,480	2,970
少数股东损益	121	123	136	149
归属母公司净利润	1,535	1,934	2,344	2,822
EBIT	1,677	2,125	2,557	3,056
EBITDA	1,755	2,126	2,558	3,056
EPS (元)	3.19	3.93	4.76	5.73

主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	15%	16%	16%	15%
归属母公司净利润	89%	26%	21%	20%
获利能力				
毛利率	74%	75%	76%	77%
销售净利率	27%	29%	30%	32%
ROE	40%	34%	29%	26%
ROIC	40%	34%	29%	26%
偿债能力				
资产负债率	22%	19%	16%	14%
净负债比率	-91%	-98%	-99%	-100%
流动比率	3.97	4.81	6.03	7.19
速动比率	3.93	4.79	6.00	7.16
营运能力				
总资产周转率	1.26	1.05	0.87	0.75
应收账款周转率	15.48	14.76	14.83	14.95
应付账款周转率	7.93	8.08	8.09	8.12
每股指标 (元)				
每股收益	3.19	3.93	4.76	5.73
每股经营现金流	3.48	4.46	5.09	6.05
每股净资产	7.74	11.65	16.39	22.10
估值比率				
P/E	20	16	13	11
P/B	8	5	4	3
EV/EBITDA	16	12	9	6

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对恒生指数指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对恒生指数指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对恒生指数指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对恒生指数指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对恒生指数指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。