

吉比特 (603444.SH)

2021年05月31日

投资评级: 买入 (维持)

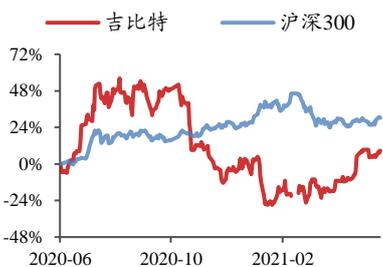
《摩尔庄园》手游上线在即, 或再次验证公司差异化竞争力

——公司深度报告

日期	2021/5/28
当前股价(元)	463.71
一年最高最低(元)	671.60/296.34
总市值(亿元)	333.22
流通市值(亿元)	333.22
总股本(亿股)	0.72
流通股本(亿股)	0.72
近3个月换手率(%)	91.13

方光照 (分析师) 余倩莹 (联系人)
 fanguangzhao@kysec.cn yuqianying@kysec.cn
 证书编号: S0790520030004 证书编号: S0790120040010

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-《一念逍遥》表现优异, 助力2021Q1业绩亮眼增长》-2021.4.22

《公司首次覆盖报告-《问道》夯实业绩基石, 差异化赛道拓宽成长边界》-2021.4.12

● 研运一体精品游戏厂商, 差异化突围取胜, 维持“买入”评级

公司独家代理的《摩尔庄园》手游将于2021年6月1日正式上线, 其为页游《摩尔庄园》改编而成的3D休闲模拟经营类游戏, 截至2021年5月29日, 官网预约量超926.2万, TapTap预约量超133.6万, TapTap评分为9.2分。我们看好公司突出的研发、发行及运营能力, 公司以《问道》IP为基石, 逐步拓展Roguelike、放置、模拟经营等细分赛道, 《摩尔庄园》或验证公司在模拟经营赛道的突出运营能力。基于对于《摩尔庄园》的预期, 我们上调2021-2023年盈利预测, 预测公司2021/2022/2023年归母净利润分别为14.76/17.52/20.04(调整前为14.09/16.24/18.51)亿元, 对应EPS分别为20.54/24.37/27.89元, 当前股价对应PE分别为22.6/19.0/16.6倍, 维持“买入”评级。

● 研发发行运营三方合力, 或助力《摩尔庄园》手游出圈

《摩尔庄园》手游在研发方面, 通过农场种植、房屋建造、宠物养成等元素丰富游戏内容; 通过月卡/季卡/年卡、精美时装等轻氪付费模式获取用户好感; 通过五次大型测试和多次小型测试调优提升游戏品质。在发行运营方面, 通过国民级IP情怀唤醒页游玩家回流; 通过雷霆游戏的“成熟运营经验+精准营销策略”助力游戏宣发; 通过周边、影视、线下乐园等衍生泛娱乐开发扩大IP影响力。

● 《摩尔庄园》手游或为公司带来“业绩+用户+社区”

我们认为, 《摩尔庄园》手游有望以品质满足需求, 以口碑激活期待, 以情怀带动付费, 放大IP价值。《摩尔庄园》手游或短期冲击iOS游戏免费榜及畅销榜单, 1500/2000/2500/3000/3500万预估下载量对应的首月流水预估分别为2700/3600/4500/5400/6300万元, 并通过长线运营为公司贡献长期业绩; 或为公司带来年轻及女性用户群体, 优化公司用户画像; 或以其高用户流量推动公司自身社区平台“雷霆村”App出圈, 长期降低公司渠道分成费用。

● **风险提示:** 单一产品依赖的风险、新游戏上线时间推迟或流水表现不及预期的风险、游戏行业政策变化对公司的影响存在不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,170	2,742	3,995	4,889	5,739
YOY(%)	31.2	26.4	45.7	22.4	17.4
归母净利润(百万元)	809	1,046	1,476	1,752	2,004
YOY(%)	11.9	29.3	41.1	18.7	14.4
毛利率(%)	90.5	86.0	86.6	85.6	85.6
净利率(%)	37.3	38.2	37.0	35.8	34.9
ROE(%)	31.0	31.3	35.7	33.6	30.7
EPS(摊薄/元)	11.26	14.56	20.54	24.37	27.89
P/E(倍)	41.2	31.8	22.6	19.0	16.6
P/B(倍)	10.9	8.8	7.5	6.3	5.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 研发、发行、运营或合力助《摩尔庄园》手游出圈.....	3
1.1、 游戏内容丰富优质，轻氪模式受玩家欢迎.....	3
1.2、“国民 IP+精准营销+泛娱乐开发”，游戏宣发高效进行.....	4
2、 《摩尔庄园》手游或为公司带来“业绩+用户+社区”.....	6
2.1、 或短期冲击游戏榜单，长线运营贡献稳定业绩.....	6
2.2、 或带来年轻及女性用户群体，优化公司用户画像.....	8
2.3、 或推动“雷霆村”App 出圈，降低公司渠道分成费用.....	9
3、 盈利预测与投资建议.....	10
4、 风险提示.....	11
附：财务预测摘要.....	12

图表目录

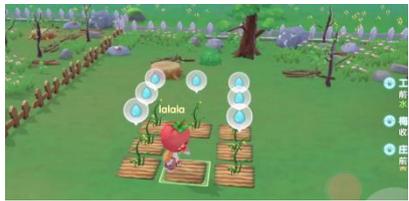
图 1： 2019 年起移动 IP 游戏市场规模超千亿元.....	5
图 2： 2019 年收入 Top100 游戏中 IP 产品占比为 73%.....	5
图 3： 玩家容易受 IP 的吸引而玩游戏（2020.12）.....	5
图 4： IP 游戏玩家比非 IP 游戏玩家的付费意愿更强（2020.12）.....	5
图 5： 长线运营下，《问道》手游的 iOS 游戏畅销榜排名稳定在 9-60 名.....	7
图 6： 长线运营下，《地下城堡 2》手游的 iOS 游戏畅销榜排名稳定在 80-400 名.....	8
图 7： 相比吉比特其他产品，《摩尔庄园》手游的人群画像更为年轻（2021 年 4 月）.....	8
图 8： Z 世代用户线上消费能力和意愿高于全网平均水平（2020 年 11 月）.....	8
图 9： 相比《一念逍遥》和《问道》，《摩尔庄园》手游更受女性用户关注（2021 年 4 月）.....	9
图 10： 2018-2023 年女性向手游市场规模 CAGR 预计为 18.4%.....	9
图 11： “雷霆村”App 主要功能涉及游戏资讯、游戏讨论、用户资产等.....	9
图 12： 传统终端、应用商店的传统渠道式弱，垂直渠道和官方自营渠道渐成新趋势.....	10
表 1： 《摩尔庄园》手游中多种游戏玩法给予玩家丰富的游戏体验.....	3
表 2： 相比其他田园经营手游，《摩尔庄园》玩法更加丰富，且有独特 IP 价值.....	3
表 3： 付费内容的价格档位不等，丰俭由人.....	4
表 4： 五次大型测试不断提升游戏品质，为正式上线做好充足准备.....	4
表 5： 雷霆游戏代理发行过多款产品，具有丰富成熟的手游运营经验.....	5
表 6： 《摩尔庄园》IP 已延伸至泛娱乐多生态领域.....	6
表 7： 其他模拟类游戏的上线前预约情况及上线后首月表现.....	7
表 8： 《摩尔庄园》手游 1500/2000/2500/3000/3500 万预估下载量对应的首月流水预估分别为 2700/3600/4500/5400/6300 万元.....	7
表 9： 传统应用商店渠道分成较高，TapTap 和官方自营社区零渠道分成，CP 毛利率或最高.....	10

1、研发、发行、运营或合力助《摩尔庄园》手游出圈

1.1、游戏内容丰富优质，轻氪模式受玩家欢迎

《摩尔庄园》手游以模拟经营为核心玩法，农村种植、房屋建造、宠物养成、职业培养等元素丰富游戏内容。由吉比特独家代理的《摩尔庄园》手游将于2021年6月1日正式上线，其是由页游版《摩尔庄园》改编而成的3D休闲模拟经营类游戏，每个玩家根据游戏中的主线及支线任务展开剧情，在虚拟世界中展开农场种植、社区经营、社交游玩、宠物养成等多种活动。游戏赋予玩家极高的自由度，玩家可根据个人喜好进行服饰装扮、房屋装修、活动探索等多项活动；同时，手游版新增小镇、邻居的社交内容，进一步强调玩家之间互动。

表1: 《摩尔庄园》手游中多种游戏玩法给予玩家丰富的游戏体验

游戏玩法	具体描述	图例
农场种植	玩家根据 NPC 订单或者自身喜好，在农场上种植蔬果或在池边钓鱼，获得各类游戏道具或摩尔豆	
房屋建造	玩家购买道具或根据自有材料，建筑房屋、花园等，进行个性化精细装修	
社交游玩	玩家可前往广场、城堡、丛林、滑雪场等多个场景完成任务或者与其他玩家进行社交活动	
宠物养成	玩家领养宠物“拉姆”，通过喂食照料、玩耍互动等逐步提升宠物等级	
职业培养	玩家完成特定任务后加入 SMC，担任庄园警察、厨师、农场主等特定职业	

资料来源：哔哩哔哩、淘米游戏、开源证券研究所（注：SMC（Super Mole Club），即超级摩尔俱乐部）

表2: 相比其他田园经营手游，《摩尔庄园》玩法更加丰富，且有独特 IP 价值

游戏名称	游戏特色	核心玩法	有无 IP	TapTap 评分	iOS 畅销榜最高排名
《摩尔庄园》	3D、多人社交	农场种植、社区经营、 宠物养成、职业角色	有	9.2	-
《小森生活》	日式田园生活、	农场种植、料理手作	无	5.3	26

游戏名称	游戏特色	核心玩法	有无 IP	TapTap 评分	iOS 畅销榜最高排名
	吉卜力美术画风				
《梦想城镇》	城镇建设	农场经营、城市建设	海外《Township》 手游的中国区版本	6.6	44
《悠长假期》	海岛风格	农场种植经营	无	6.4	73
《全民农场》	农场经营	农场种植经营	无	7.2	11
《梦想农场-农场小镇模拟经营游戏》	农场经营	农场种植经营	无	8.4	230

资料来源：TapTap、七麦数据、开源证券研究所（TapTap 评分及 iOS 畅销榜排名截至 2021 年 5 月 29 日）

付费模式氪金度较低，更易获得用户好感。游戏中流通的游戏豆主要为摩尔豆、金豆，可通过做任务、活动或直接充值获取，用于购买各种虚拟道具。付费项目上，主要有超级拉姆的月卡/季卡/年卡、成长基金、虚拟道具、礼包内容等，可用于直接获取游戏豆、游戏道具，享受专属权益。付费项目的具体内容和金额不同，丰俭由人，整体而言氪金要求相对较轻，更易获得用户好感。截至 2021 年 5 月 29 日游戏在 TapTap 评分高达 9.2 分，玩家对其轻氪金模式的接受度较高。

表3：付费内容的价格档位不等，丰俭由人

项目	金额/游戏豆数额	内容
金豆充值	¥1 对应 10 金豆	包含 ¥6 至 ¥648 不同金额
超级拉姆-月卡/季卡/年卡	¥30/¥90/¥360	每日可获取摩尔豆、金豆等；可解锁超拉专属道具、礼包等
成长基金	¥98	累计登录可领取摩尔豆、金豆
购买礼包	¥6 至 ¥300 不等	各类道具及摩尔豆、金豆
虚拟道具（金豆类）	金豆几十至几千不等	家具服装等精美道具
虚拟道具（摩尔豆类）	摩尔豆几个至几千不等	木头石头、服饰建筑等各类道具
抽奖	一次 150 个金豆	奖品主要为各类精美服饰

资料来源：哔哩哔哩、开源证券研究所（注：以上数据仅为测试服内、非活动时期的数据）

历经五次大型测试，精益求精提升游戏品质。自 2020 年 3 月开测以来，《摩尔庄园》手游团队前后共开展了 5 次大型测试和多次小型测试，在游戏 bug 修复、功能完善、体验改进等多个方面提升游戏品质。2021 年 4 月份的“稻香”测试更考验了在 20 万真人规模下服务器的承受能力，为正式公测上线做好了进一步准备。

表4：五次大型测试不断提升游戏品质，为正式上线做好充足准备

测试名称	时间	时长	内容亮点
黑盒	2020.03	约 1 个月	基础功能测试
首测	2020.05.22 - 2020.05.29	8 天	3D 画面；农场种植、房屋建造装饰体验；淘淘乐街、阳光牧场等页游场景重现；连连看等休闲小游戏
二测	2020.09.10 - 2020.09.29	20 天	新增小镇、邻居的社交内容玩法；皇家彩球、烟花秀等易炸服型活动；新增道具；新增回收系统；新增厨师 SMC 职业等
共研	2020.12.18 - 2020.05.05	超 5 个月	举报系统开发；家具一键回收、保存多套装修方案等家园优化内容；超级拉姆权益优化；餐厅菜谱大更新
稻香测试	2021.03.26 - 2021.04.02	8 天	测试 20 万真人环境下服务器的压力承受能力；新手教程分为城堡线、田园线和自主选择线

资料来源：《摩尔庄园》官网、开源证券研究所

1.2、“国民 IP+精准营销+泛娱乐开发”，游戏宣发高效进行

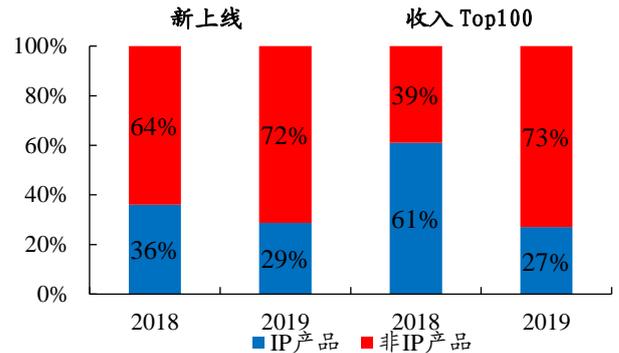
国民级 IP 助力游戏发行，游戏情怀唤醒页游玩家回流。 IP 游戏由于庞大的粉丝基础与精准的用户定位，较非 IP 类游戏收入表现更好、生命周期更长。根据易观数据，2019 年收入 Top100 游戏中 IP 产品收入占比为 73%。根据艾媒咨询报告，51.5% 的玩家会因为对 IP 的喜爱而玩相应的手游，78.9% 的 IP 受众玩家曾进行游戏付费。《摩尔庄园》页游版是许多 90 后、00 后的童年回忆，根据腾讯网报道，2010 年《摩尔庄园》注册用户数达 5000 万。我们认为，《摩尔庄园》手游有望以品质满足需求，以口碑激活期待，以情怀带动付费，放大 IP 价值。

图1: 2019 年起移动 IP 游戏市场规模超千亿元



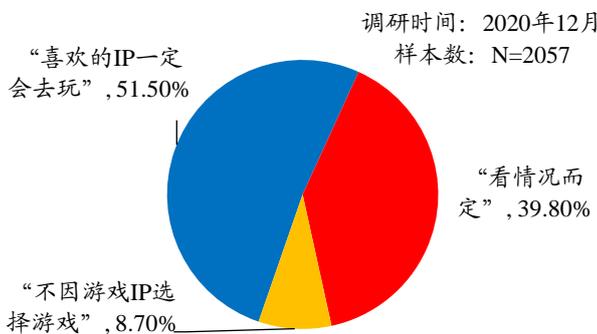
数据来源: 易观数据、开源证券研究所

图2: 2019 年收入 Top100 游戏中 IP 产品占比为 73%



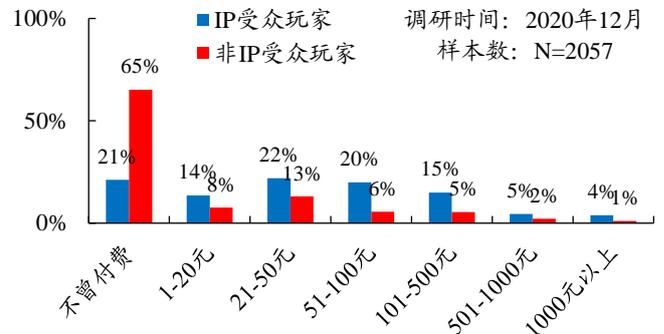
数据来源: 易观数据、开源证券研究所

图3: 玩家容易受 IP 的吸引而玩游戏 (2020.12)



数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

图4: IP 游戏玩家比非 IP 游戏玩家的付费意愿更强 (2020.12)



数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

“成熟运营经验+精准营销策略”助力游戏宣发。《摩尔庄园》手游由吉比特旗下雷霆游戏发行，其凭借《地下城堡 2》、《贪婪洞窟 2》、《不思议迷宫》等已积累了独特的游戏发行经验。根据 GameLook 对雷霆游戏 CEO 翟健的采访，《摩尔庄园》手游的目标用户定位于高校在读生及刚毕业工作人群，群体画像较为年轻。针对此目标人群定位，在发行上，雷霆游戏选择“安卓+iOS”全渠道发行，并配合淘米通过哔哩哔哩的倒计时直播、高校摩尔舞蹈接力、音乐节互动等潮流方式，让摩尔庄园 IP 更进一步深入年轻群体。截至 2021 年 5 月 29 日，《摩尔庄园》手游在官网的预约量超 926.2 万人，TapTap 上预约量超 133.6 万人，关注人数超 138 万人，成为当下较受期待的手游新品之一。

表5: 雷霆游戏代理发行过多款产品，具有丰富成熟的手游运营经验

游戏名称	手游/端游	游戏类型	游戏题材	上线时间	TapTap 评分	iOS 畅销榜最高排名
《一念逍遥》	手游	放置、养成	修仙	2021.02	6.7	5

游戏名称	手游/端游	游戏类型	游戏题材	上线时间	TapTap 评分	iOS 畅销榜最高排名
《剑开仙门》	手游	策略	修仙	2021.04	5.5	46
《像素危城》	手游	动作、经营	废土、生存	2021.01	6.1	59
《巨像骑士团》	手游	放置、卡牌	冒险	2020.10	5.9	38
《异化之地》	手游	RPG、动作	冒险、生存	2019.12	7.0	129
《贪婪洞窟2》	手游	RPG、策略	冒险、生存	2018.11	6.7	37
《地下城堡2》	手游	策略、模拟经营	冒险、生存	2017.06	9.2	76
《不思议迷宫》	手游	RPG、收集	冒险	2016.12	8.6	42
《问道》	手游	回合制、策略	国风	2016.04	4.6	2
《贪婪洞窟》	手游	RPG、策略	冒险、生存	2016.01	7.5	187

资料来源：雷霆游戏官网、TapTap、七麦数据、开源证券研究所（TapTap 评分及 iOS 畅销榜排名截至 2021 年 5 月 29 日）

泛娱乐开发助力游戏出圈，扩大 IP 影响力。 不仅限于游戏应用，《摩尔庄园》IP 方还围绕“摩尔”形象和故事进一步推出周边、影视、线下乐园等衍生内容和服务。全方面的 IP 生态构建，一方面，能助力《摩尔庄园》手游出圈，转换更多影视粉丝为游戏粉丝；另一方面，能够完善游戏世界观，为玩家提供更丰富的内容消费体验。

表6: 《摩尔庄园》IP 已延伸至泛娱乐多生态领域



资料来源：摩尔庄园微信公众号、时光网、搜狐网、开源证券研究所

2、《摩尔庄园》手游或为公司带来“业绩+用户+社区”

2.1、或短期冲击游戏榜单，长线运营贡献稳定业绩

短期来看，我们预估《摩尔庄园》手游首月下载量为 3000 万，流水为 5400 万元。根据官网和 TapTap 数据，截至 2021 年 5 月 29 日，《摩尔庄园》手游官网预约用户数超 926.2 万人，TapTap 预约用户数超 133.6 万人。考虑到距离游戏 6 月 1 日正式上线仍有近一周时间，以及正式上线后随着营销推广将有大量新增用户，我们假设上线首月的下载量为 1500/2000/2500/3000/3500 万。付费率及付费金额方面，根据 TalkingData 数据，2019 年 3 月模拟类手游安卓平均付费率为 1.7%，iOS 平均付费率约为 2.3%；根据 GameAnalytics 数据，2020 年模拟类游戏的月度 ARPPU 中位值为 9.6 美元，头部产品（前 25%）的平均值约为 14.33 美元。根据公式“月流水=用户数*付费率*月度 ARPPU”，《摩尔庄园》手游 1500/2000/2500/3000/3500 万预估下载量对应的首月流水预估分别为 2700/3600/4500/5400/6300 万元。

表7: 其他模拟类游戏的上线前预约情况及上线后首月表现

游戏名称	上线日期	上线前预约人数	上线首月 iOS 游戏畅销榜排名	上线首月 iOS 下载量预估 (万次)	上线首月 iOS 流水预估 (万元)
《我是大东家-笑着赚钱》	2021.05.11	-	40 - 86	123	1052
《叫我大掌柜》	2021.05.01	TapTap 超 10 万人	35 - 101	94	1194
《小森生活》	2021.03.31	超 1000 万人	26 - 252	253	1198
《悠长假期》	2020.08.07	截至 2020.07.30 超 1 万人	73 - 177	73	687
《江南百景图》	2020.07.02	截至 2020.06.16 超 67 万人	11 - 45	359	4296
《三国志·战略版》	2019.09.20	截至 2019.09.06 超 30 万人	3 - 18	229	35185

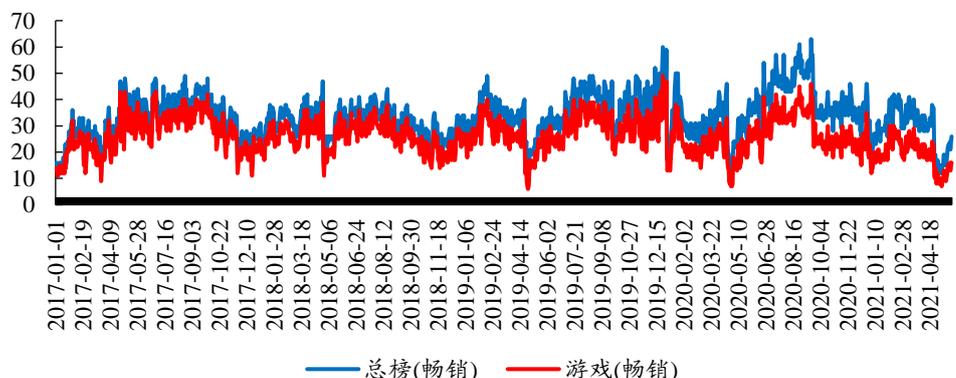
数据来源: 游戏官网、七麦数据、TapTap、开源证券研究所 (上线首月 iOS 游戏畅销榜排名、iOS 下载量预估、iOS 流水预估数据来自七麦数据)

表8: 《摩尔庄园》手游 1500/2000/2500/3000/3500 万预估下载量对应的首月流水预估分别为 2700/3600/4500/5400/6300 万元

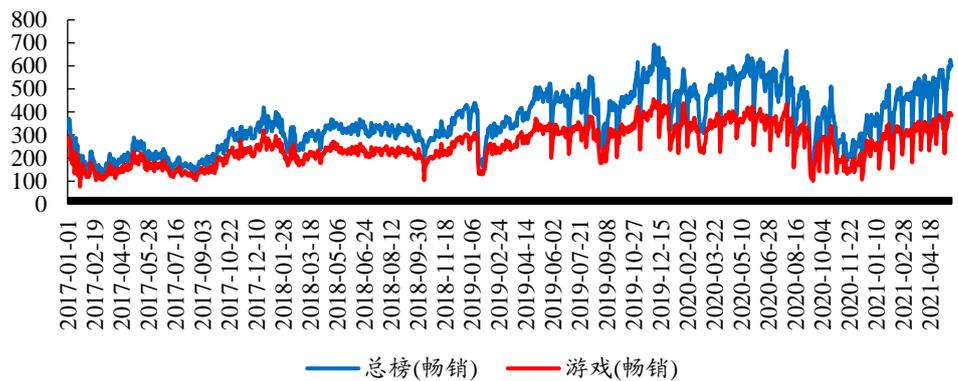
预估指标	预估数额
预约数	预计将超 1100 万人
首月下载量	假设上线首月的下载量为 1500/2000/2500/3000/3500 万
付费率	以 2% 计算
ARPPU	以每月 14 美元 (约 90 元) 计算
1500/2000/2500/3000/3500 万下载量预估下载量对	
首月流水 (用户数*付费率*ARPPU)	应的首月流水预估分别为
	2700/3600/4500/5400/6300 万元

数据来源: TalkingData、GameAnalytics、开源证券研究所

长期来看,《摩尔庄园》手游长线运营定位明确,流水或随着用户数量增加而提升。《摩尔庄园》手游希望玩家在社区经营、宠物养成、玩家互动中逐渐形成与游戏的长期情感联结,随着用户数量的增加和对游戏的情感加深,高用户数量将逐渐转化为高游戏流水,从而有望为公司长期业绩增长带来持续贡献。我们认为,公司在大型 MMORPG 游戏《问道》、放置游戏《一念逍遥》、小众 Roguelike 游戏《地下城堡 2》等积累的长线运营经验,将助力《摩尔庄园》手游延长生命周期。

图5: 长线运营下,《问道》手游的 iOS 游戏畅销榜排名稳定在 9-60 名


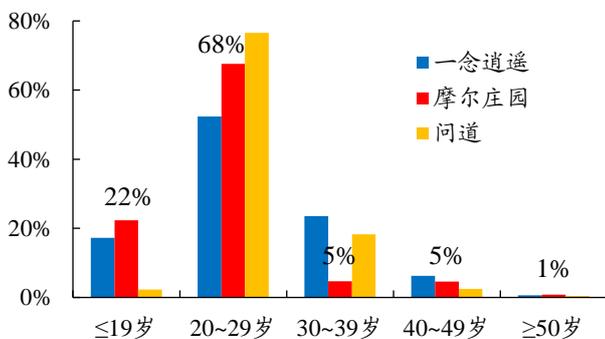
数据来源: 七麦数据、开源证券研究所

图6: 长线运营下,《地下城堡2》手游的iOS游戏畅销榜排名稳定在80-400名


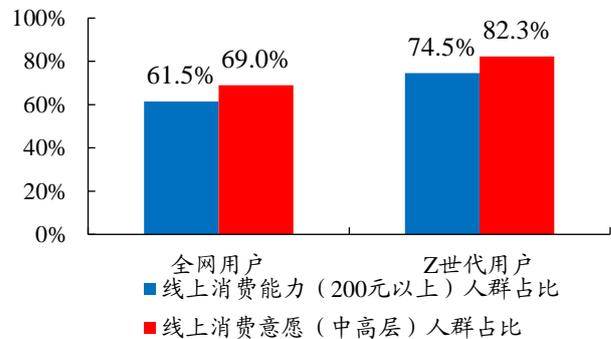
数据来源: 七麦数据、开源证券研究所

2.2、或带来年轻及女性用户群体,优化公司用户画像

《摩尔庄园》或带来更年轻的用户及更强的用户消费意愿。《摩尔庄园》手游的目标用户群体定位于高校生及刚毕业人群,相较于公司其他手游的用户画像更为年轻。根据百度指数,2021年4月《摩尔庄园》搜索用户的平均年龄约23.2岁,低于公司旗舰产品《一念逍遥》、《问道》的平均年龄(分别为26.1岁、26.7岁)。更年轻的目标群体不仅意味着更多元的用户画像,也意味着更强的游戏消费能力和意愿。根据QuestMobile数据,2020年11月,Z世代(1995-2009年间出生的人群)用户中线上消费能力高于200元、消费意愿为中高层的人群占比均高于全网平均水平。

图7: 相比吉比特其他产品,《摩尔庄园》手游的人群画像更为年轻(2021年4月)


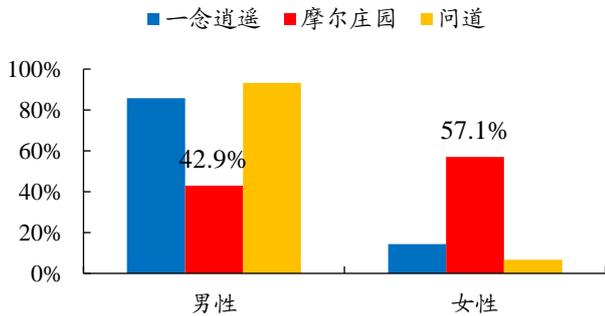
数据来源: 百度指数、开源证券研究所

图8: Z世代用户线上消费能力和意愿高于全网平均水平(2020年11月)


数据来源: QuestMobile、开源证券研究所

《摩尔庄园》广受女性用户关注,或进一步丰富公司用户画像。根据百度指数数据,2021年4月《摩尔庄园》搜索用户中女性用户占比达57.1%,远高于《一念逍遥》、《问道》的女性用户占比(分别为14.3%、6.7%),更受女性用户关注。由于女性用户有着较强的付费能力及付费意愿,女性向是目前中国手游市场较有潜力的发展方向之一,根据TalkingData报告,2021年女性向手游市场收入规模或将突破700亿元,2018年至2023年CAGR预计为18.4%。《摩尔庄园》或将在目前公司硬核用户群体之外丰富公司用户画像,并通过时装、家居装扮等吸引女性玩家付费。

图9: 相比《一念逍遥》和《问道》,《摩尔庄园》手游更受女性用户关注(2021年4月)



数据来源: 百度指数、开源证券研究所

图10: 2018-2023年女性向手游市场规模 CAGR 预计为 18.4%



数据来源: TalkingData、开源证券研究所

2.3、或推动“雷霆村”App 出圈，降低公司渠道分成费用

《摩尔庄园》高流量或为公司自身社区平台“雷霆村”App 引流。“雷霆村”App 为公司研发的游戏社区平台，囊括自研及代理游戏产品，玩家可以在 App 内启动吉比特旗下游戏、获取游戏攻略资讯、领取游戏礼包、预约新游戏、与其他玩家互动交流等。我们认为，“雷霆村”一方面能够为玩家提供游戏启动入口和分享平台，通过社区化运营提升玩家粘性；另一方面能够通过用户数据的挖掘分析，更好地服务公司游戏用户。目前，“雷霆村”App 仍处于推广期，《摩尔庄园》手游庞大的用户基数或为其引流，吸引更多用户入驻。

图11: “雷霆村”App 主要功能涉及游戏资讯、游戏讨论、用户资产等



资料来源: “雷霆村”APP、开源证券研究所

建立“雷霆村”App 或长期降低公司渠道分成费用。2020 年以来,《原神》、《万国觉醒》、《游戏王: 决斗链接》、《四叶草剧场》等新游戏选择不在传统安卓应用商店首发上架/上架, 而选择通过 TapTap、哔哩哔哩等垂直新渠道和官方渠道进行游戏发行, 其背后原因是传统发行渠道的高额渠道分成对游戏厂商的利润压缩。我们认为, 用户通过“雷霆村”官方自营社区下载公司产品, 可避免公司向传统应用渠道支付高

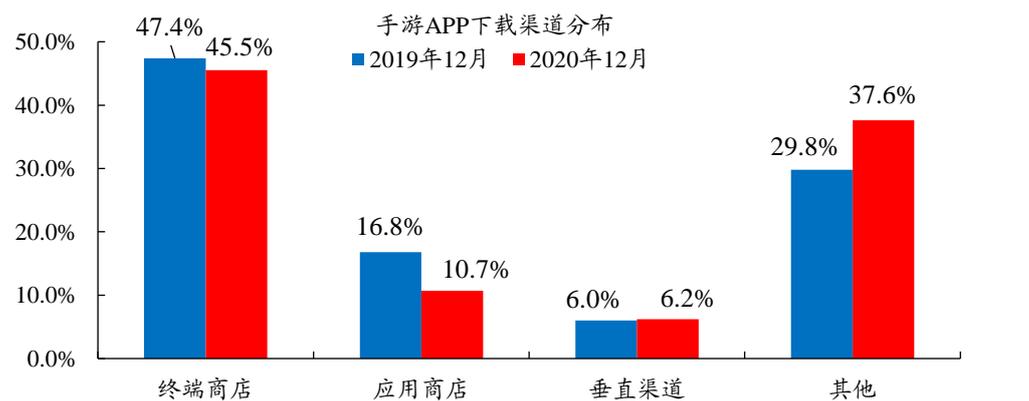
额流水分成，“雷霆村”的发展长期或提升公司利润率。

表9: 传统应用商店渠道分成较高, TapTap 和官方自营社区零渠道分成, CP 毛利率或最高

平台	渠道	渠道分成	CP 毛利率
iOS	苹果商店	30%	10%-30%
安卓	华为应用商店	50%	15%-20%
安卓	OpPO 应用商店	50%	1%-10%
安卓	Vivo 应用商店	50%	1%-10%
安卓	哔哩哔哩	50%	20%-25%
安卓	TapTap	0%	50%-70%
安卓	游戏公司官方自营社区	0%	50%-70%
安卓	阿里九游	50%	5%-15%
安卓	腾讯应用宝	50%	1%-8%

数据来源: 网易、开源证券研究所

图12: 传统终端、应用商店的传统渠道式弱, 垂直渠道和官方自营渠道渐成新趋势



数据来源: QuestMobile、开源证券研究所 (注: 终端商店指 App Store、华为应用商店、OPPO 软件商店、vivo 应用商店等, 应用商店指应用宝、360 手机助手、百度手机助手等, 垂直渠道仅包含 TapTap、4399 游戏盒两个渠道)

3、盈利预测与投资建议

公司独家代理的《摩尔庄园》手游将于 2021 年 6 月 1 日正式上线, 其为页游《摩尔庄园》改编而成的 3D 休闲模拟经营类游戏, 截至 2021 年 5 月 29 日, 官网预约量超 926.2 万人, TapTap 预约量超 133.6 万人, TapTap 评分为 9.2 分。《摩尔庄园》手游在研发方面, 通过农场种植、房屋建造、宠物养成、职业培养等元素丰富游戏内容; 通过月卡/季卡/年卡、精美时装、装扮道具等轻氪付费模式获取用户好感; 通过五次大型测试和多次小型测试调优提升游戏品质。在发行运营方面, 通过国民级 IP 情怀唤醒页游玩家回流; 通过雷霆游戏的“成熟运营经验+精准营销策略”助力游戏宣发; 通过周边、影视、线下乐园等衍生泛娱乐开发扩大 IP 影响力。我们认为, 《摩尔庄园》手游有望以品质满足需求, 以口碑激活期待, 以情怀带动付费, 放大 IP 价值。《摩尔庄园》手游或短期冲击 iOS 游戏免费榜及畅销榜单, 并通过长线运营为公司贡献长期业绩; 或为公司带来年轻及女性用户群体, 优化公司用户画像; 或以其高用户流量推动公司自身社区平台“雷霆村”App 出圈, 长期降低公司渠道分成费用。

我们看好公司突出的研发、发行及运营能力，公司以《问道》IP 为基石，逐步拓展 Roguelike、放置、模拟经营等细分赛道，拓宽成长边界。2021 年 2 月上线的《一念逍遥》验证了公司在差异化赛道的自研能力，或成为公司继《问道》之后的第二业绩支柱。将于 2021 年 6 月 1 日上线的《摩尔庄园》或验证公司在模拟经营赛道的突出运营能力，基于对于《摩尔庄园》的预期，我们上调 2021-2023 年盈利预测，预测公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 14.76/17.52/20.04(调整前为 14.09/16.24/18.51)亿元，对应 EPS 分别为 20.54/24.37/27.89 元，当前股价对应 PE 分别为 22.6/19.0/16.6 倍，维持“买入”评级。

4、风险提示

(1) **单一产品依赖的风险。**公司业绩来自于《问道手游》的比例较高，如果《问道手游》不能通过持续更新迭代和运营推广保持对玩家的吸引力，或将导致游戏产生的收益下降，对公司的经营业绩和财务状况造成不利影响。

(2) **新游戏上线时间推迟或流水表现不及预期的风险。**若《摩尔庄园》、《复苏的魔女》等新游戏上线时间推迟或《问道手游》、《一念逍遥》等游戏流水表现低于预期，或导致公司未来业绩低于预期。

(3) **游戏行业政策变化对公司的影响存在不确定性。**公司游戏业务的开展受行业政策的影响较大，监管政策的变化对于公司业绩的影响存在不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2453	3256	3856	4789	6158
现金	804	2144	2542	3457	4635
应收票据及应收账款	210	195	396	328	522
其他应收款	37	102	100	147	143
预付账款	36	91	94	132	133
存货	1	0	1	0	1
其他流动资产	1366	724	724	724	724
非流动资产	1915	2131	2701	3149	3590
长期投资	322	545	786	1027	1268
固定资产	985	866	1052	1206	1373
无形资产	13	7	6	3	1
其他非流动资产	595	713	857	912	948
资产总计	4369	5388	6558	7938	9748
流动负债	803	972	1114	1122	1246
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	119	126	214	234	295
其他流动负债	684	846	900	888	951
非流动负债	131	168	180	185	185
长期借款	35	7	19	24	23
其他非流动负债	95	161	161	161	161
负债合计	934	1140	1294	1307	1430
少数股东权益	364	445	847	1324	1870
股本	72	72	72	72	72
资本公积	1107	1137	1137	1137	1137
留存收益	1915	2602	2932	3324	3773
归属母公司股东权益	3071	3803	4417	5306	6448
负债和股东权益	4369	5388	6558	7938	9748

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1297	1533	1807	2194	2469
净利润	1066	1332	1878	2229	2550
折旧摊销	44	125	77	94	98
财务费用	-17	34	-29	-39	-62
投资损失	-31	-115	-63	-58	-38
营运资金变动	128	206	-36	-12	-69
其他经营现金流	106	-49	-20	-20	-10
投资活动现金流	-160	409	-564	-463	-491
资本支出	59	69	329	206	200
长期投资	-207	450	-241	-249	-241
其他投资现金流	-308	929	-476	-506	-532
筹资活动现金流	-851	-549	-845	-816	-800
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-28	-28	12	5	-1
普通股增加	0	-0	0	0	0
资本公积增加	31	30	0	0	0
其他筹资现金流	-854	-550	-857	-821	-799
现金净增加额	293	1338	398	915	1178

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2170	2742	3995	4889	5739
营业成本	205	384	533	702	828
营业税金及附加	14	18	26	32	38
营业费用	225	299	445	548	649
管理费用	185	235	342	419	492
研发费用	332	431	631	775	912
财务费用	-17	34	-29	-39	-62
资产减值损失	-69	-1	-22	-27	0
其他收益	32	33	33	33	33
公允价值变动收益	13	67	20	20	10
投资净收益	31	115	63	58	38
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	1230	1562	2183	2590	2963
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	5	2	2	2
利润总额	1230	1558	2181	2588	2961
所得税	164	226	303	359	411
净利润	1066	1332	1878	2229	2550
少数股东损益	257	285	402	477	546
归母净利润	809	1046	1476	1752	2004
EBITDA	1253	1619	2188	2593	2938
EPS(元)	11.26	14.56	20.54	24.37	27.89

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	31.2	26.4	45.7	22.4	17.4
营业利润(%)	15.5	27.0	39.7	18.6	14.4
归属于母公司净利润(%)	11.9	29.3	41.1	18.7	14.4
获利能力					
毛利率(%)	90.5	86.0	86.6	85.6	85.6
净利率(%)	37.3	38.2	37.0	35.8	34.9
ROE(%)	31.0	31.3	35.7	33.6	30.7
ROIC(%)	32.6	32.2	39.8	39.4	37.0
偿债能力					
资产负债率(%)	21.4	21.2	19.7	16.5	14.7
净负债比率(%)	-19.3	-46.6	-45.4	-49.7	-53.8
流动比率	3.1	3.4	3.5	4.3	4.9
速动比率	2.9	3.2	3.3	4.1	4.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	8.5	13.5	13.5	13.5	13.5
应付账款周转率	1.9	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	11.26	14.56	20.54	24.37	27.89
每股经营现金流(最新摊薄)	18.05	21.33	25.15	30.54	34.36
每股净资产(最新摊薄)	42.73	52.92	61.46	73.83	89.72
估值比率					
P/E	41.2	31.8	22.6	19.0	16.6
P/B	10.9	8.8	7.5	6.3	5.2
EV/EBITDA	25.3	19.2	14.2	11.8	10.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn