

# 吉比特 (603444)

证券研究报告

2021年06月07日

## 《摩尔庄园》：模拟经营+MMO 社交玩法组合跑通

**事件：**由吉比特旗下雷霆游戏发行的《摩尔庄园》手游于6月1日上线。由于页游 IP 情怀、粉丝自来水效应使游戏一上线就迎来了一波高速增长，据雷霆游戏公布的数据，开服 8 小时游戏新增用户突破 600 万，同时在线人数突破 100 万，TapTap 下载量突破 250 万；ios 畅销榜成绩最新冲进 TOP1，下载榜霸榜一 8 天，游戏表现大超前期市场预期。

**成功要素：**经典 IP 回归、宣发得力、模拟经营+MMO 社交的独特玩法。《摩尔庄园 手游》作为经典页游 IP 转手游作品，坐拥庞大老粉丝基础。宣发营销活动出色，引发现象级关注及传播。秉承高 DAU 低付费的策略，此策略除了核心用户外，还吸引更多的非核心用户和休闲泛用户。

**玩法：**模拟经营+MMO。《摩尔庄园》具有完整的游戏循环逻辑，后续更新策略将围绕 SMC 职业、剧情故事、运营活动、小游戏等逐步丰富，随着丰富的内容量、多样的玩法类型增加，《摩尔庄园 手游》生命周期得以延长。

**付费点：**付费点多样，但考虑到摩尔玩家更加偏向社交和情怀属性，秉承高 DAU 低付费的平衡设计初衷，氪金整体比较克制，预计 LTV 不会太高。

**营销宣发活动：**社区运营+情怀话题，刺激核心 IP 粉丝。《摩尔庄园 手游》的宣发营销没有像常规的 IP 游戏在预热期间投放大量的效果广告，而是通过社区运营和情怀话题来触达老 IP 的用户感知，自来水效应刺激核心 IP 粉丝主动回归，首发期的预约数>930 万。

**立足于情怀及社交玩法的《摩尔庄园》大火，启示我们关注已经着力布局社交游戏的公司：**腾讯（魔方工作室《洛克王国》、投资《鸡你太美》研发商）、网易（《蛋仔派对》、《代号：百鬼幼儿园》）、B 站（代理《糖豆人手游》）、心动（《心动小镇》）、百奥家庭互动（《奥比岛》年内可期）等。

**投资建议：**吉比特布局多元化产品矩阵，涵盖放置养成类、模拟经营类、roguelike 类、策略类等游戏品类，怀旧大 DAU 社区养成游戏《摩尔庄园》已于 6 月 1 日公测，经典 IP 回归，「模拟经营+MMO 社交」玩法组合跑通，表现超市场预期，目前热度仍然正在发酵，出现了微博、B 站等多核心渠道的热搜。此外，公司五周年大作《问道》手游长周期运营稳定，预计 4 月 30 日 5 周年庆为 5 月带来营收环比高速增长、同比持平的成绩，《一念逍遥》维持买量模式，在修仙放置品类表现优秀，公司 Q1 代理《鬼谷八荒》PC 版创 Steam 国产游戏购买记录，预计突破 200w 份。发行方面，雷霆游戏将推出“雷霆村”APP 作为游戏化的社区平台。由于 5 月至今老游戏《问道手游》以及 Q1 新游《一念逍遥》表现持续亮眼，《摩尔庄园》表现超预期，我们上调公司盈利预测，最新预计 21-23 年净利润分别为 15.58 亿/18.88 亿/22.81 亿（前期为 14.89 亿/18.04 亿/21.79 亿），同比增长 49%/21%/21%，对应估值 27x/22x/18x，维持“买入”评级。

**风险提示：**上线递延、玩家偏好变化、游戏运营不当等表现不及预期风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,170.37	2,742.29	4,282.03	5,361.10	6,508.38
增长率(%)	31.16	26.35	56.15	25.20	21.40
EBITDA(百万元)	1,679.63	2,050.62	2,353.77	2,842.28	3,423.94
净利润(百万元)	809.19	1,046.41	1,557.64	1,888.06	2,281.49
增长率(%)	11.93	29.32	48.86	21.21	20.84
EPS(元/股)	11.26	14.56	21.67	26.27	31.75
市盈率(P/E)	51.43	39.77	26.72	22.04	18.24
市净率(P/B)	13.55	10.94	10.19	9.42	8.64
市销率(P/S)	19.18	15.18	9.72	7.76	6.39
EV/EBITDA	11.44	13.43	16.28	13.36	10.96

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	577.55 元
目标价格	元

### 基本数据

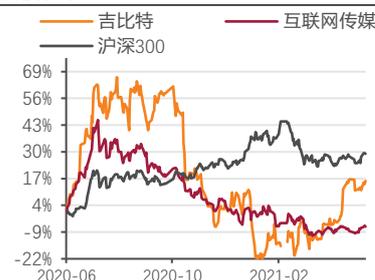
A 股总股本(百万股)	71.86
流通 A 股股本(百万股)	71.86
A 股总市值(百万元)	32,688.31
流通 A 股市值(百万元)	32,688.31
每股净资产(元)	58.16
资产负债率(%)	23.24
一年内最高/最低(元)	671.60/296.34

### 作者

**冯翠婷** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090001  
fengcuiting@tfzq.com

**文浩** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

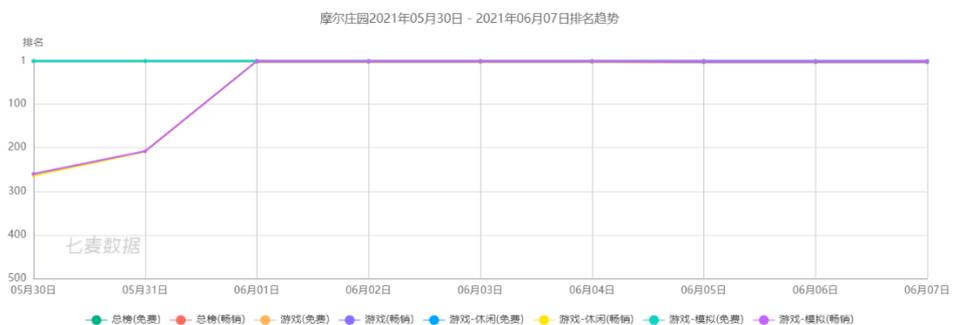
- 1 《吉比特-季报点评:21Q1 业绩亮眼，拟向腾讯创投、灵犀互娱及幻电信息科技有限公司转让青瓷股权》 2021-04-23
- 2 《吉比特-年报点评报告:20 年符合预期，《一念逍遥》表现亮眼打下业绩基础》 2021-04-01
- 3 《吉比特-公司点评:春节前手游 PC 两开花，雷霆多元化及买量策略落地》 2021-02-02

## 1. 产品简介：情怀 IP 回归，自来水效应持续冲榜

由吉比特旗下雷霆游戏发行、淘米游戏研发的《摩尔庄园》手游于 6 月 1 日上线。游戏一上线就迎来了一波高速增长，据雷霆游戏公布的数据，开服 8 小时游戏新增用户突破 600 万，同时在线人数突破 100 万，TapTap 下载量突破 250 万；ios 畅销榜成绩冲进 TOP 1，下载榜霸榜一 8 天。

- TapTap 评分（截至 2021.06.07）：7.0
- Bilibili 评分（截至 2021.06.07）：5.9
- ios 榜单：下载榜霸榜一 8 天，游戏畅销榜冲至榜 1
- 新浪微博粉丝数：46 万
- 制作人：郑宙理（《摩尔庄园》、《赛尔号》制作人）
- 研发：淘米游戏
- 发行：雷霆游戏（吉比特）
- 上线日期：2021.06.01
- 版本更新：2021.06.05，上线音乐节系列活动、拉姆乐队 × 新裤子乐队全息 Live 秀、上新草莓音乐节装扮；优化修复 Bug 30+ 个
- 产品关键词：IP 回归、养成、模拟经营、MMO、社交、剧情元素、3D、快乐养老
- 产品定位：《摩尔庄园页游》情怀用户（页游 1.5 亿注册量，2015 年页游正式暂停更新以及关闭支付通道，页游核心用户如今 18-25 岁）、模拟经营游戏玩家

图 1：《摩尔庄园手游》上线以来 iOS 免费及畅销榜排名趋势



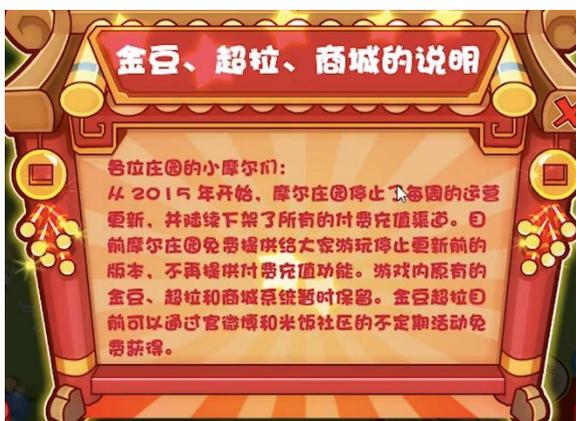
资料来源：七麦数据，天风证券研究所，截至 6 月 7 日

图 2：摩尔庄园页游游戏内画面



资料来源：《摩尔庄园 页游》游戏内截图，天风证券研究所

图 3：《摩尔庄园 页游》于 2015 年停止更新及充值



资料来源：《摩尔庄园 页游》游戏内截图，天风证券研究所

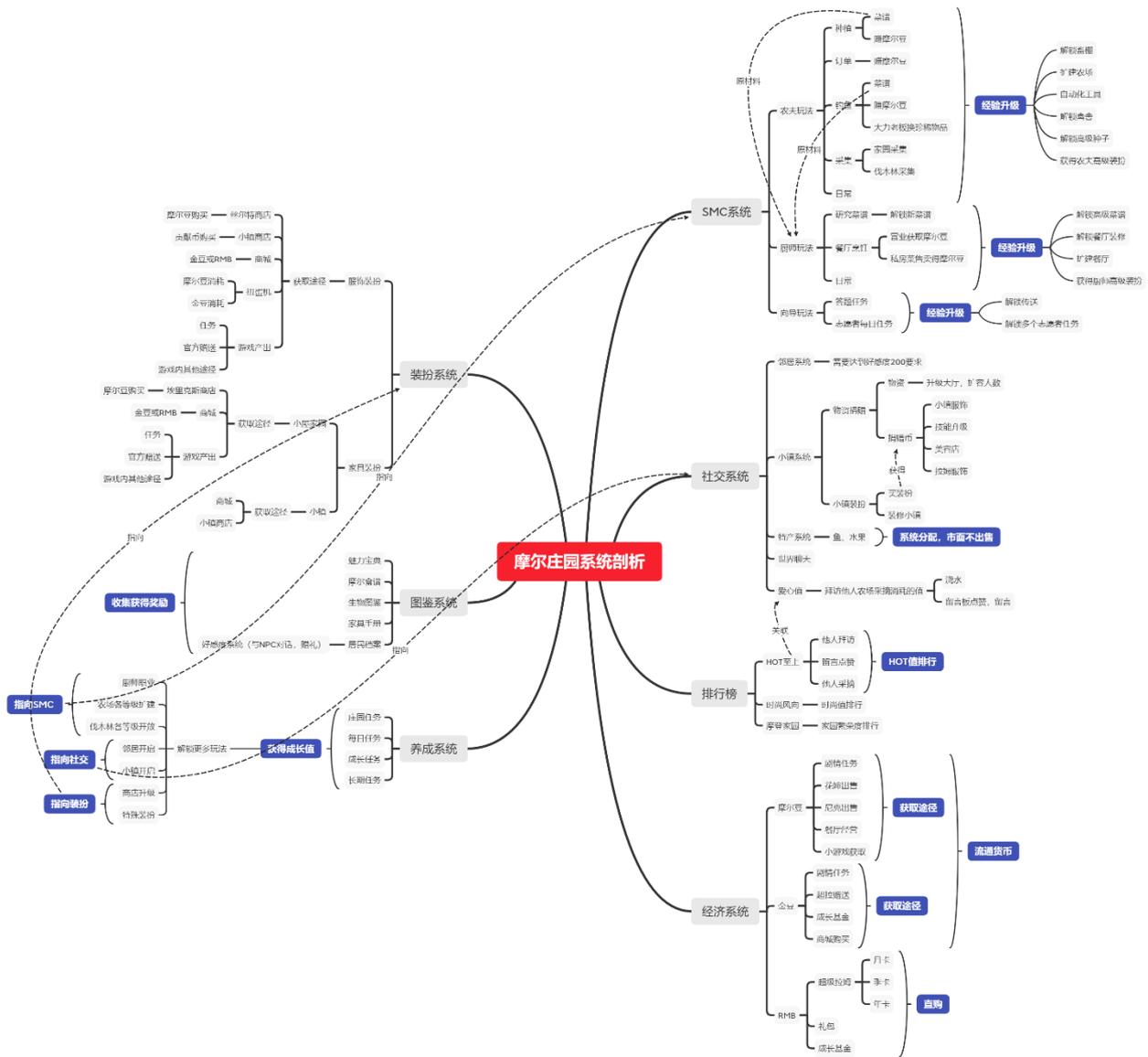
图 4：《摩尔庄园 页游》于 08 年 9 月开启“超级拉姆”付费项目



资料来源：《摩尔庄园 页游》，天风证券研究所

## 2. 游戏系统剖析：还原及创新

图 5：《摩尔庄园 手游》系统剖析



资料来源：《摩尔庄园 手游》、天风证券研究所整理

### 3. 游戏分析：模拟经营+MMO 社交的核心玩法跑通

#### 3.1. 《摩尔庄园》成功要素：经典 IP 回归、宣发得力、模拟经营+MMO 社交的独特玩法

《摩尔庄园 页游》在 08 年上线，注册量达 1.5 亿用户。《摩尔庄园 手游》作为经典页游 IP 转手游作品，坐拥庞大老粉丝基础。

《摩尔庄园 手游》宣发过程可以分为 IP 铺垫、活动预热、上线前的高速增长期以及长线运营四个阶段。从去年 8 月份开始，《摩尔庄园 手游》在微博多次发起 IP 回归相关的话题，截至 2021 年 6 月 7 日，摩尔庄园超话的阅读量已经达到了 8.4 亿，讨论数超 52 万；而后在活动预热期，针对老用户大多已成长为 18-25 岁青年，发起高校舞蹈征集活动吸引众多老用户关注并回归；上线前高速增长期，推出“寻找红鼻子”H5 活动进行社交裂变传播；此外，在游戏内开启“新裤子乐队 X 拉姆”线上 LIVE，点燃游戏热度。

制作人郑宙理表示，原有的《摩尔庄园 页游》没有核心玩法，粘性较差，且需要大量的内容积累，若照搬还原，情怀最多只能支持 1-2 周。

《摩尔庄园 手游》研发秉承高 DAU 低付费的策略，此策略除了核心用户外，还要吸引更多的非核心用户和休闲泛用户才能支撑。因此，《摩尔庄园 手游》主打「模拟经营+MMO」玩法组合。其中，手游版主要加强了原有的农场玩法（前期核心玩法），通过 SMC 的职业推出不断加入耐玩的核心模拟经营玩法，如第二、三 SMC 职业是厨师经营餐厅、勤务员玩法。后续更新策略是围绕 SMC 职业、剧情故事、运营活动、小游戏等逐步丰富。作为一款 MMO，《摩尔庄园 手游》玩法还非常重视社交互动，如游戏设计的交换特产、互相为农场浇水、小游戏联机等功能，让游戏有了基本的社交框架。玩家在进行社交过程中，不仅可以向他人展示装扮或者农场家具，同时也推进了模拟经营玩法的进程。以社交分享为驱动力、模拟经营为主要玩法的循环思路在目前游戏市场上比较少见。

#### 3.2. 玩法：模拟经营+MMO 社交

《摩尔庄园 手游》主打「模拟经营+MMO 社交」玩法组合。游戏营造了童稚化的、轻松休闲的氛围，玩家可以在摩尔庄园世界中体验农牧场经营、餐厅经营、勤务员站岗等多种模拟经营玩法。作为一款 MMO 游戏，游戏内设计玩家通过模拟经营赚钱货币或充值购买装扮或家具生产 UGC 内容，实现玩家社交需求。游戏内还设计剧情故事、运营活动、小游戏等强化模拟经营与社交之间的循环。

与页游版对比，《摩尔庄园 手游》加强了原有的农场玩法，并通过 SMC 的职业维持核心玩法。伴随游戏进度的推进，除了核心的农民职业之外，还有勤务员、厨师；还预告了尚未开放的勇者职业。玩家可以同时体验多种职业，不同职业有对应的任务系统，农民和厨师需要根据订单提交产出的道具，勤务员的任务则是去游戏的不同地区“站岗”。

目前来看，《摩尔庄园 手游》已具有完整的游戏循环逻辑，后续更新策略将围绕 SMC 职业、剧情故事、运营活动、小游戏等逐步丰富，随着丰富的内容量、多样的玩法类型增加，《摩尔庄园 手游》生命周期得以延长。

图 6:《摩尔庄园 手游》家园、订单系统



资料来源：游戏葡萄，天风证券研究所

图 7:《摩尔庄园 手游》SMC 职业、内置小游戏



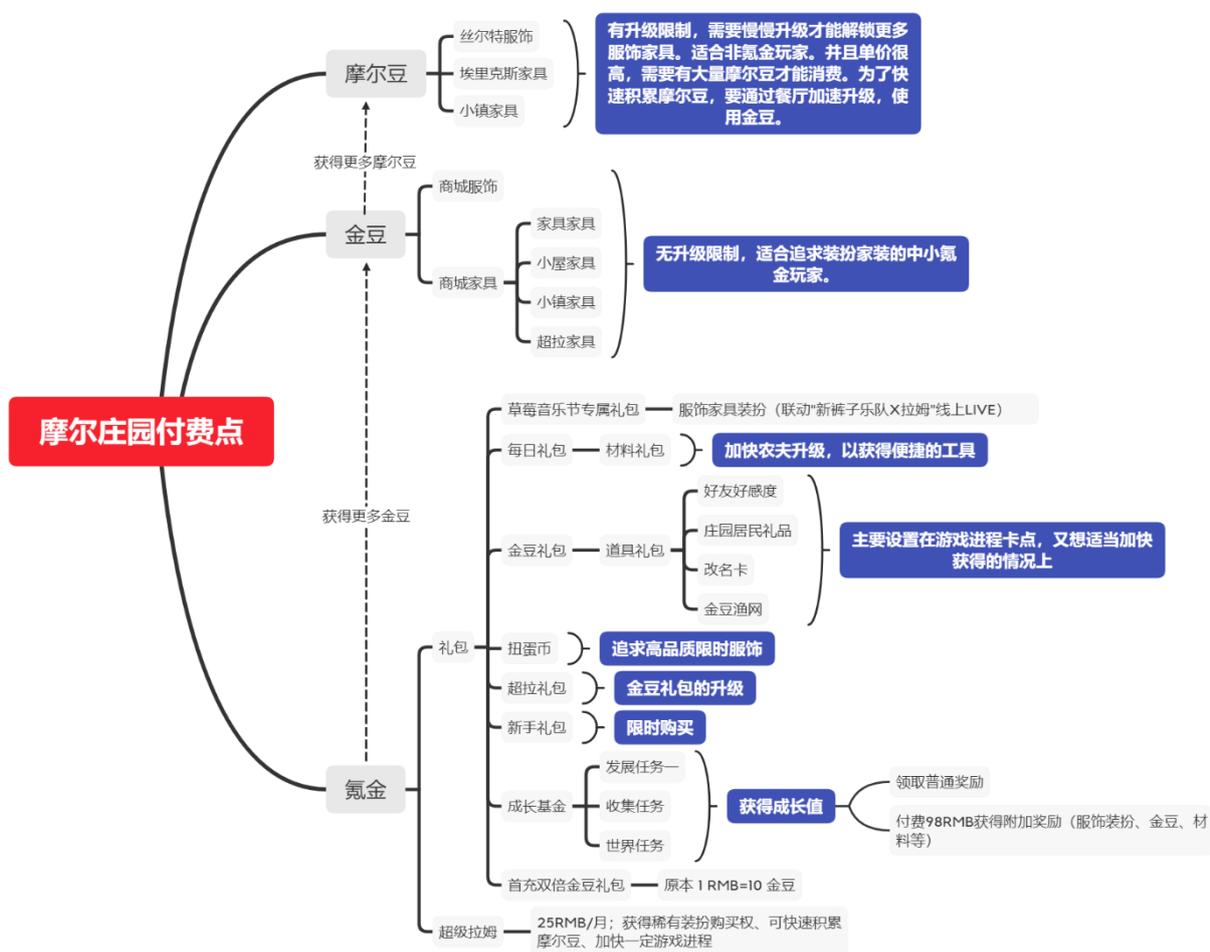
资料来源：游戏葡萄，天风证券研究所

### 3.3. 付费点分析：秉承高 DAU 低付费策略，整体体验感平衡

游戏里有两种显性的流通货币，金豆（可 RMB 充值）和摩尔豆。目前摩尔豆的获取方式很少，能大量获取摩尔豆的只有餐厅，但每天餐厅限时经营 2 小时。玩家为了获取大量摩尔豆购买家具服饰等满足社交需求，需要花费金豆去加速餐厅经营获得摩尔豆。而金豆除了 RMB 充值获得（充值超级拉姆，购买成长基金等可快速积累金豆）外，需要通过任务去获取。

同时，金豆可以消费的服饰家具不受等级限制，不需如摩尔豆购买服饰家具要受等级限制。对于中小氪金玩家，前期付费点主要是在金豆消费上。另一方面，金豆也可以通过游戏任务等获取，并不影响非氪金玩家，游戏整体体验感平衡，秉承高 DAU 低付费的平衡设计初衷。

图 8：摩尔庄园游戏付费点



资料来源：《摩尔庄园 手游》、天风证券研究所整理

图 9：摩尔庄园游戏内购买项目

App内购买	
萌新哈士奇套	¥6.00
6元金豆直购	¥6.00
6元礼包	¥6.00
每日1元礼包	¥1.00
特色家具	¥6.00
10级扩建礼包	¥6.00
超拉初级礼包	¥25.00
30元金豆直购	¥30.00
成长基金购买凭证	¥98.00
超拉高级礼包	¥198.00

资料来源：App Store、天风证券研究所

图 10：摩尔庄园游戏内商城画面（服装、家具等主要氪金点）



资料来源：《摩尔庄园 手游》、天风证券研究所

### 3.4. 营销宣发活动：社区运营+情怀话题，刺激核心 IP 粉丝

《摩尔庄园 手游》宣发过程可以分为 IP 铺垫、活动预热、上线前的高速增长期以及长线运营四个阶段。从去年 8 月份开始，《摩尔庄园 手游》在微博多次发起 IP 回归相关的话题，如“#20 岁还在玩摩尔是什么体验#”、“#摩尔庄园十二周年庆#”、“#摩尔庄园回来了#”、“#摩尔庄园回忆大赛#”、“#摩尔庄园可爱度测评#”等，话题均破千万阅读量。截至 2021 年 6 月 7 日，摩尔庄园超话的阅读量已经达到了 8.4 亿，讨论数超 52 万；从热度指数的变化趋势来看，摩尔庄园的热度在 6 月 1 日 15 时达到了 94.11 的峰值，摩尔庄园多次登上微博热搜话题，IP “自来水效应”明显。临近上线前，通过 H5 小游戏以及和新裤子乐队的联动等，将话题在目标用户群中进一步渗透和扩散，点燃热度。

《摩尔庄园 手游》的宣发营销没有像常规的 IP 游戏在预热期间投放大量的效果广告来获取大众流量以提升首发期的预约数，而是通过社区运营和情怀话题来触达老 IP 的用户感知，一步步渲染怀旧情绪，刺激核心 IP 粉丝抱团主动回归。

图 11：《摩尔庄园 手游》“寻找红鼻子” H5 裂变活动海报



资料来源：摩尔庄园手游官方微博，天风证券研究所

图 12：《摩尔庄园 手游》“新裤子乐队 x 拉姆”线上 LIVE 海报



资料来源：摩尔庄园手游官方微博，天风证券研究所

开放度和可塑性高使《摩尔庄园》玩家能够自行创造热点。除官方的活动外，玩家也可以主动造梗，在游戏中寻找乐趣。比如#在摩尔庄园泡澡被偷窥#、#在摩尔庄园不穿衣服被抓了#等玩家利用游戏功能或者 bug 点创造笑点，自来水效应引发讨论和关注。

图 13:《摩尔庄园》上线至今微博热搜梳理

#摩尔庄园#	50.7万讨论	8.1亿阅读
#摩尔庄园手游#	11.3万讨论	2.7亿阅读
#为什么要伤害玩摩尔庄园的小朋友#	7.2万讨论	4.4亿阅读
#摩尔庄园菜谱#	4.9万讨论	7078.9万阅读
#摩尔庄园手游上线#	4.8万讨论	2亿阅读
#摩尔庄园回来了#	3.9万讨论	1亿阅读
#摩尔庄园加好友#	3.9万讨论	1.5亿阅读
#摩尔庄园迷惑行为#	3.9万讨论	1.7亿阅读
#在摩尔庄园不穿衣服被抓了#	3.7万讨论	3.5亿阅读
#因摩尔庄园分手了#	3.6万讨论	2.3亿阅读
#摩尔庄园下雨#	3.4万讨论	2.3亿阅读
#摩尔庄园烟花#	3.2万讨论	2.7亿阅读
#在摩尔庄园泡澡被偷窥#	2.9万讨论	1.8亿阅读
#建议不要沉迷摩尔庄园太久#	2.7万讨论	2亿阅读
#玩摩尔庄园能有多努力#	2.6万讨论	7312.9万阅读
#摩尔庄园渔网#	2.4万讨论	7870.8万阅读
#摩尔庄园如何防贼#	2万讨论	1.4亿阅读
#摩尔庄园的bug好好笑#	1.8万讨论	9760.1万阅读
#摩尔庄园的任务是不是发朋友圈#	1.7万讨论	1.7亿阅读
#摩尔庄园联动草莓音乐节#	1.6万讨论	1.3亿阅读
#玩摩尔庄园像是找了新工作#	1.6万讨论	1.3亿阅读
#摩尔庄园小镇#	1.5万讨论	5530万阅读
#摩尔庄园起名大赏#	1.4万讨论	820.7万阅读
#摩尔庄园偷牛#	1.3万讨论	1.1亿阅读
#摩尔庄园新裤子演唱会#	1.3万讨论	7832.2万阅读
#摩尔庄园河童#	1万讨论	2177.1万阅读

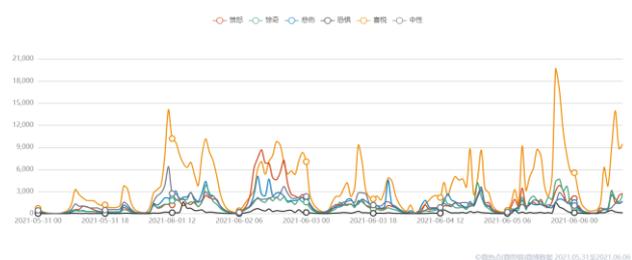
资料来源：游戏陀螺、天风证券研究所

图 14：“摩尔庄园”全网热度指数趋势（20210531-20210606）



资料来源：微热点、天风证券研究所

图 15：“摩尔庄园”微博情绪走势（20210531-20210606）



资料来源：微热点、天风证券研究所

#### 4. 社交游戏潜力无限，看好腾讯网易 B 站心动百奥等的布局

立足于情怀及社交玩法的《摩尔庄园》大火，启示我们去关注已经着力布局社交游戏的公司腾讯、网易、B 站、心动、百奥家庭互动以及他们的产品。

08-10 年间推出的“小学生页游”，除了《摩尔庄园》以外，包括腾讯魔方工作室研发《洛克王国》和百奥家庭互动研发的《奥比岛》。《摩尔庄园》网页版在 2008 年 4 月的时候正式上线在 4399 网页。同年 9 月，《奥比岛》正式上线。继《摩尔庄园》《奥比岛》推出之后，腾讯也在 2010 年推出了自己第一款儿童游戏《洛克王国》。虽然在游戏测试初期，儿童社区类的游戏模式并没有获得太大的反响。但是在内测时，加入了宠物系统后，《洛克王国》的关注度直线飙升，一跃成为一线游戏大作，让原本两雄争霸的儿童游戏市场形成了三足鼎立的形式。

《摩尔庄园》手游上线引发情怀社交浪潮，我们预计《奥比岛》《洛克王国》上线亦有望引发关注。目前《奥比岛》官方公布全平台预约人数已突破 100 万，《摩尔庄园》上线前预约人数超过 930 万。腾讯魔方工作室新发布的《手游真实研发周期》科普小课堂中，不仅介绍了游戏研发的真实周期，还曝光了工作室项目《洛克王国》手游最新动态，如果研发进展顺利，预计 2021 年底开放内测。

图 16:《奥比岛手游》官方公布预约人数突破 100 万



资料来源: Gamelook、天风证券研究所

图 17: 腾讯魔方工作室公布《洛克王国》2021 年开放内测



资料来源: Gamelook、天风证券研究所

值得关注的社交游戏题材还有 20 年大火的 Party Game 派对游戏。2020 年，《糖豆人》、《Among Us》、《动物派对》等派对游戏火遍全球。20 年 8 月《糖豆人》正式发售，上线第一天，《糖豆人》Steam 在线人数突破 12 万，加上 PS 平台数据，开发商 Mediatonic 透

露首日游戏用户人数便超过 150 万，人气之高乃至引发服务器多次宕机。此后，《糖豆人》继续风靡全球，陆续达成首周 200 万销量、单周 Twitch 累计观看 2300 万小时的里程碑。而根据 Superdata 的统计，上线首月《糖豆人》收入达到 1.85 亿美元，折合人民币约 12 亿元。几乎没有推广，单靠 PS Plus 自带用户和口碑传播，便实现单月流水轻松破 10 亿。发售仅半个月，B 站便公布拿下《糖豆人：终极淘汰赛》手游代理权，成为目前 B 站最值得期待的几款核心游戏之一。21 年 3 月 3 日，Epic Games 宣布收购英国游戏厂商 Tonic Games Group。Tonic Games Group 是爆款派对游戏《糖豆人》开发商 Mediatonic 母公司。

图 18: B 站已获《糖豆人》手游代理权



资料来源: Gamelook、天风证券研究所

图 19: 腾讯入股摘星网络正在开发的《炸鸡派对》



资料来源: Gamelook、天风证券研究所

**腾讯、网易齐发力,派对游戏有望成为新的细分赛道增长点。**21 年 2 月腾讯入股摘星网络,占股 70%,后者正是 2019 年《鸡你太美》开发商,摘星网络游戏制作人刘腾 2019 年 12 月在采访中透露:“我们正在开发 2 代作品《炸鸡派对》,并且将登陆包括 Steam、移动端在内的全平台。”

网易旗下两款休闲竞技手游 2 月双双开测,2 月 4 日,网易旗下阴阳师 IP 衍生游戏《代号:百鬼幼儿园》开启紧急测试,游戏的玩法与《Among Us》类似,主打偏重社交的推理玩法,《代号:百鬼幼儿园》的原生动漫《百鬼幼儿园》目前已经推出了三季,在 B 站上一共拥有了超过 6000 万的播放量,《代号:百鬼幼儿园》继承了动漫中的人物设计,叠加《阴阳师》IP 的加持,阴阳师中的式神在游戏里全部变成了幼儿园的小朋友,立绘建模也从妖怪的风格变为了 Q 版二头身的小人。

2 月 6 日由网易发行的首款潮玩竞技手游《蛋仔派对》正式上线不限号测试。《蛋仔派对》游戏世界观是盲盒贩卖机的背后,是一个充满魔法的潮玩国度,里面有一大堆可爱的潮玩,当你投下硬币时,这些潮玩就会进行 PK,最终胜利的人,就会来到这个世界。游戏的主角就是一颗蛋,可以在一次次的 PK 当中积累能量,他可以不断孵化出其他各种各样的潮玩形象。《蛋仔派对》一局一共三十个玩家,活到最后的蛋仔获得胜利,游戏中的关卡除了在通关人数上固定要淘汰一批人之外,还会有时间限制,因为移动平台的特性,每个关卡的限制时间相较于《糖豆人》而言较短,这个游戏的节奏也更快。

图 20: 网易《代号:百鬼幼儿园》



资料来源: Gamelook、天风证券研究所

图 21: 网易《蛋仔派对》



资料来源: Gamelook、天风证券研究所

心动过去在大 DAU 社交游戏方面成绩不俗。20 年《香肠派对》以及 21 年值得期待的《心动小镇》。《心动小镇》是一款开放社区游戏，模拟经营+社交，可以建造房屋、飙车钓鱼、更有多项职业体验，目前 taptap 篝火测试已开启，评分 9.0 分。

图 22：心动自研《心动小镇》游戏界面



资料来源：Taptap、天风证券研究所

图 23：心动自研《心动小镇》Taptap 界面



资料来源：Taptap、天风证券研究所

## 5. 投资建议：吉比特强 $\alpha$ 上调预测，同时看好游戏 $\beta$ 行情

吉比特布局多元化产品矩阵，涵盖放置养成类、模拟经营类、roguelike 类、策略类游戏品类，怀旧大 DAU 社区养成游戏《摩尔庄园》已于 6 月 1 日公测，经典 IP 回归，「模拟经营+MMO 社交」玩法组合跑通，表现超市场预期，目前热度仍然正在发酵，出现了微博、B 站等多核心渠道的热搜。此外，公司五周年大作《问道》手游长周期运营稳定，预计 4 月 30 日 5 周年庆为 5 月带来营收环比高增长、同比持平的成绩，《一念逍遥》维持买量模式，在修仙放置品类表现优秀，公司 Q1 代理《鬼谷八荒》PC 版创 Steam 国产游戏购买记录，预计突破 200w 份。发行方面，雷霆游戏将推出“雷霆村”APP 作为游戏化的社区平台。由于 5 月至今老游戏《问道手游》以及 Q1 新游《一念逍遥》表现持续亮眼，《摩尔庄园》表现超预期，我们上调公司盈利预测，最新预计 21-23 年净利润分别为 15.58 亿/18.88 亿/22.81 亿（前期为 14.89 亿/18.04 亿/21.79 亿），同比增长 49%/21%/21%，对应估值 27x/22x/18x，维持“买入”评级。

图 24:《问道》畅销榜排名-五周年庆后表现亮眼,目前处于畅销榜第 18



资料来源: App Annie, 天风证券研究所

图 25:《一念逍遥》畅销榜排名-5月21日推出上线后第二个大版本后表现亮眼,目前处于畅销榜第 9



资料来源: App Annie, 天风证券研究所

5月24日我们外发《游戏行业年报及一季报总结:游戏轻装上阵,出海为帆,VR崛起》,明确Q1财报落地后我们更强调基本面业绩,21Q1游戏高基数影响增速放缓,Q2有望同比回升,关注大厂海外流水高增及元宇宙、VRAR、5G催化。即将进入暑期档,推荐【腾讯(《LOL手游》等大作下半年可期、经典IP《洛克王国》年内有望开启测试)、网易(网易云音乐即将赴港分拆上市,估值超700亿港元,自研《哈利波特》、《无尽的拉格朗日》、暴雪合作《暗黑破坏神》等大作暑期公测或开启测试,派对游戏《代号:百鬼幼儿园》、《蛋仔派对》值得期待)、B站(代理恺英《刀剑神域》即将上线、代理《糖豆人手游》值得期待)、中手游(合作腾讯《真三国无双霸》定档7月15日)、心动(暑期档催化Taptap安卓独占渠道、开放社区手游《心动小镇》值得期待)、百奥家庭互动(《奥比岛手游》年内可期)】、国内【吉比特(代理《摩尔庄园》6月1日公测、《复苏的魔女》6月23日公测)、完美(《梦幻新诛仙》定档6月25日)、三七(《斗罗大陆:魂师对决》定档7月9日)、凯撒(《七雄纷争》定档6月3日、《新荣耀三国》腾讯516发布会披露表现可期)、姚记(鱼丸游戏平台2.0年内可期、投资抖音代运营公司商策科技)、宝通(《终末阵线》B站独代)、恺英(《刀剑神域》B站独代6月8日、《魔神英雄传》自研自发6月23日)】。

表 1: 暑期档上线游戏(截至 20210530)

序号	发行	研发	游戏名称	类型	题材	(预计)上线时间	TapTap 评分
1	腾讯	北京华夏乐游科技	比特大爆炸	STG	像素 Roguelike	6月10日	8.2

2	腾讯	凯撒文化	荣耀新三国	SLG	三国	7月15日	8.3
3	腾讯	中手游、天戏互娱合作	真·三国无双 霸	ARPG	三国无双 IP	7月15日	8.5
4	腾讯	谷得游戏	神角技巧	沙盒 MMORPG	开放世界	7月29日	8.8
5	腾讯	腾讯	光与夜之恋	卡牌	女性向	8月8日	8.2
6	腾讯	北京畅游时代	俄罗斯方块环游记	消除	俄罗斯方块	暑期	9
7	腾讯	腾讯	末剑 2	RPG	国风	7月25日	9.5
8	腾讯	腾讯	英雄联盟手游	MOBA	英雄联盟	5月20日内测	9.3(预约榜一)
9	网易	网易	有杀气童话 2	MMORPG	有杀气童话 IP	6月3日终极测试;7月16日公测	6.1
10	网易	网易	阴阳师:妖怪小班	休闲策略	阴阳师 IP	7月全平台首测	8.4
11	网易	24 Entertainment (网易)	永劫无间	战术竞技	武侠	暑期	9.1
12	网易	暴雪、网易合作	暗黑破坏神:不朽	ARPG	暗黑破坏神 IP	暑期	7.2
13	哔哩哔哩	Access!	机动战姬:聚变	卡牌	二次元机甲	5月25日	5.1
14	哔哩哔哩	恺英网络	刀剑神域黑衣战士:王牌	MMORPG	刀剑神域 IP	6月9日	7.1
15	雷霆游戏	淘米	摩尔庄园	社区养成	摩尔 IP	6月1日	9.2
16	雷霆游戏	皮克喵工作室	复苏的魔女	RPG	二次元像素	6月23日	8.5
17	雷霆游戏	蓬莱飞鱼工作室	恶魔秘境	卡牌	Roguelike	夏天	8.9
18	三七互娱	三七互娱	斗罗大陆:魂师对决	卡牌	斗罗大陆 IP	7月9日	7.8
19	完美世界	完美世界	梦幻新诛仙	RPG	仙侠	6月25日	8.4
20	Taptap 独家	武汉网贤	江湖悠悠	RPG	武侠	6月5日	9.2
21	Taptap 独家	可口游戏工作室	猫旅馆物语	休闲	宠物	6月底公测	9.3
22	Taptap 独家	上游网络	我是航海家	模拟经营	航海	7月中下旬	9.3
23	莉莉丝	胖布丁游戏	古镜记	解密	国风	7月8日	9.8
24	百奥家庭互动	广州天梯	奥比岛:梦想国度	休闲	社区养成	-	8.6
25	盛趣游戏	Klab	学园偶像季:群星闪耀	卡牌音游	二次元偶像	5月28日	9
26	盛趣游戏	数龙信息技术	Love live! 学园偶像季	音乐养成	二次元	7月31日	9.5
27	恺英网络 (XY 游戏)	恺英网络	魔神英雄传:神龙斗士	RPG	冒险	6月23日	7.2
28	深圳欣欣	海南慕远	七雄纷争	SLG	春秋战国	6月3日	7.5
29	咕咕工作室	轻梨工作室	风起长安:驭骨人	AVG	女性向	6月4日 (ios)	9
30	芜湖百游	厦门幻域网络	妖罗英雄传	RPG 卡牌	国风玄幻	6月9日	7.2
31	云畅	云畅	鬼泣:巅峰之战	ARPG	鬼泣 IP	6月11日	8.4
32	多酷游戏 (百度)	-	舌尖上的小镇	模拟经营	烹饪	6月24日	8.5

33	海南尤达	海南尤达	我的仙门	RPG	修仙	6月6日	7.7
34	影游互娱	成都千行科技	斗斗堂	休闲竞技	弹射	6月12日	7.8
35	英雄互娱	KUNPO	两座城池	休闲竞技	塔防策略	6月14日	8.9
36	-	五彩斑斓的黑工作室	誓灵	卡牌	暗黑	5月27日	4.2
37	-	海南尤达科技	拔剑称王	SLG	魔幻	5月27日	6.3
38	-	剑侠客	剑墨江湖	MUD	武侠放置	6月7日	9.1
39	-	Netmarble Level5	二之国: 交错世界	MMORPG	奇幻	6月10日海外上线	9.6
40	-	奥秘之家	咪莫	解密	动物	6月11日	10

资料来源: ios app store、安卓渠道 TapTap (TapTap 评分截至 5 月 28 日)、天风证券研究所整理

表 2: A 股游戏可比公司估值表

证券代码	当前股价 (元)	证券简称	总市值 (亿元)	2021E 净利润	2022E 净利润	2021E 增速	2022E 增速	2021PE	2022PE
002555.SZ	24.60	三七互娱	545.59	29.76	36.33	7.79%	22.08%	18.33	15.02
002624.SZ	20.94	完美世界	406.23	24.56	30.48	58.60%	24.08%	16.54	13.33
603444.SH	579.11	吉比特	416.17	14.76	17.12	41.05%	15.99%	28.20	24.31
002558.SZ	14.00	巨人网络	283.41	11.12	14.84	8.08%	33.45%	25.48	19.10
300418.SZ	18.59	昆仑万维	218.13	17.92	20.48	-64.11%	14.29%	12.17	10.65
002425.SZ	8.79	凯撒文化	84.09	5.79	7.98	369.66%	37.84%	14.52	10.53
300280.SZ	40.51	紫天科技	65.65	6.07	8.72	101.39%	43.57%	10.82	7.53
002605.SZ	24.07	姚记科技	96.87	7.82	9.44	-28.52%	20.79%	12.40	10.26
300031.SZ	17.61	宝通科技	69.87	5.54	6.85	26.90%	23.59%	12.61	10.20
002602.SZ	6.90	世纪华通	514.23	41.69	47.68	41.50%	14.37%	12.33	10.78
300315.SZ	4.30	掌趣科技	118.57	9.35	11.14	194.96%	19.11%	12.68	10.65
300459.SZ	3.34	金科文化	117.43	8.33	9.77	10.62%	17.30%	14.10	12.02
300299.SZ	5.30	富春股份	36.64	4.76	6.06	1195.54%	27.45%	7.70	6.04
300113.SZ	13.10	顺网科技	90.95	2.09	2.66	129.94%	27.27%	43.52	34.19
603258.SH	26.64	电魂网络	66.07	5.59	6.67	41.57%	19.32%	11.82	9.90
002517.SZ	4.52	恺英网络	97.29	4.45	5.23	150.10%	17.53%	21.86	18.60
002354.SZ	3.84	*ST 天娱	63.86	3.05	3.78	99.43%	23.93%	20.94	16.89
600373.SH	10.63	中文传媒	144.04	19.44	22.23	7.66%	14.35%	7.41	6.48

资料来源: Wind、天风证券研究所; (盛天网络、惠程科技、星辉娱乐、游族网络无 Wind 一致预期)

表 3: 海外游戏可比公司估值表

公司	市值 (亿人民币)	PE			PS			ROE(%)		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
港股										
腾讯	48440.06	34.2	27.5	22.4	8.2	6.8	5.8	18.4	18.3	18.5
网易-S	4905.21	23.4	19.8	14.9	5.6	4.7	4.1	17.9	17.7	18.7
Bilibili	2616.32	-	-	-	13.5	9.2	6.7	-35.5	-17.3	19.0
金山软件	604.61	56.3	36.4	28.8	8.5	6.8	5.6	4.5	6.4	7.1
心动公司	235.80	533.5	70.3	46.0	7.5	5.9	4.8	2.0	10.4	16.4
IGG	116.31	9.4	8.7	8.1	2.2	2.1	2.0	34.2	28.8	26.7
祖龙娱乐	92.37	10.0	7.7	5.5	4.0	2.0	1.7	29.0	28.9	30.8
中手游	76.56	7.0	6.4	4.9	1.4	1.2	1.0	18.4	16.6	16.5

友谊时光	43.57	<b>7.0</b>	5.6	4.4	1.6	1.3	1.0	31.8	29.6	27.9
百奥家庭互动	39.93	<b>10.1</b>	7.6	6.3	2.5	1.9	1.5	17.1	18.3	18.2
<b>日韩</b>										
任天堂	5197.96	<b>18.8</b>	19.1	21.2	5.2	5.4	5.8	22.3	19.5	15.9
Nexon	1252.78	<b>19.7</b>	15.5	15.0	6.8	5.8	5.6	14.9	15.8	14.2
NC Soft	1064.55	<b>23.9</b>	16.6	16.4	6.3	4.9	4.7	22.6	26.5	22.3
万代南梦宫	1007.42	<b>22.9</b>	20.3	17.1	2.2	2.1	1.9	14.8	15.2	16.3
Netmarble	675.15	<b>35.3</b>	30.3	26.7	4.4	3.9	3.6	6.2	7.2	7.1
Mixi	120.64	<b>19.5</b>	18.9	-	1.8	1.7	-	5.4	5.1	-
Gungho	118.14	<b>8.4</b>	9.3	10.0	2.1	2.2	2.2	15.4	12.0	9.5
<b>欧美</b>										
暴雪	4726.66	<b>25.4</b>	21.8	20.8	8.6	7.6	7.4	17.2	17.1	15.9
EA	2602.56	<b>22.9</b>	20.2	17.1	5.6	5.3	5.0	17.8	20.5	23.2
Take-Two	1322.35	<b>37.1</b>	25.0	19.3	6.0	4.8	4.0	15.7	17.6	20.2
育碧	548.87	<b>23.9</b>	19.6	17.4	2.9	2.7	2.4	13.1	14.5	13.0
CD Projekt	290.14	<b>29.8</b>	26.1	31.1	12.0	13.1	13.1	28.3	18.1	13.6

资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	803.70	2,143.71	2,912.30	3,770.92	4,826.38
应收票据及应收账款	210.44	195.48	438.36	355.21	608.19
预付账款	35.87	90.84	149.42	169.08	217.58
存货	0.53	0.00	1.00	0.33	1.29
其他	1,402.81	806.41	849.91	876.43	900.16
<b>流动资产合计</b>	<b>2,453.36</b>	<b>3,236.44</b>	<b>4,351.00</b>	<b>5,171.98</b>	<b>6,553.60</b>
长期股权投资	322.22	545.30	708.49	890.56	1,080.01
固定资产	984.84	866.01	816.76	767.52	718.28
在建工程	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	13.27	7.32	6.26	5.21	4.15
其他	595.08	712.57	457.85	286.21	91.55
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,915.45</b>	<b>2,131.19</b>	<b>1,989.37</b>	<b>1,949.50</b>	<b>1,893.99</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,368.81</b>	<b>5,387.67</b>	<b>6,350.39</b>	<b>7,136.50</b>	<b>8,460.11</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	118.88	126.33	338.61	277.73	470.51
其他	684.29	845.56	904.48	888.47	1,004.65
<b>流动负债合计</b>	<b>803.17</b>	<b>971.89</b>	<b>1,243.09</b>	<b>1,166.21</b>	<b>1,475.15</b>
长期借款	35.31	6.95	25.00	25.00	25.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	95.23	161.13	128.18	144.65	136.42
<b>非流动负债合计</b>	<b>130.53</b>	<b>168.08</b>	<b>153.18</b>	<b>169.65</b>	<b>161.42</b>
<b>负债合计</b>	<b>933.70</b>	<b>1,139.97</b>	<b>1,396.26</b>	<b>1,335.86</b>	<b>1,636.57</b>
少数股东权益	364.12	444.73	869.16	1,383.61	2,005.27
股本	71.88	71.86	71.86	71.86	71.86
资本公积	1,107.49	1,137.38	1,137.38	1,137.38	1,137.38
留存收益	3,022.18	3,739.16	4,013.10	4,345.16	4,746.40
其他	-1,130.56	-1,145.44	-1,137.38	-1,137.38	-1,137.38
<b>股东权益合计</b>	<b>3,435.11</b>	<b>4,247.69</b>	<b>4,954.12</b>	<b>5,800.64</b>	<b>6,823.54</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,368.81</b>	<b>5,387.67</b>	<b>6,350.39</b>	<b>7,136.50</b>	<b>8,460.11</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,066.23	1,331.53	1,557.64	1,888.06	2,281.49
折旧摊销	44.43	124.71	50.30	50.30	50.30
财务费用	-3.86	57.88	0.00	0.00	0.00
投资损失	-31.15	-114.62	-280.00	-180.00	-150.00
营运资金变动	1,746.21	474.50	-15.97	-33.30	-20.18
其它	-1,524.81	-340.99	424.42	514.46	621.66
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,297.05</b>	<b>1,533.01</b>	<b>1,736.39</b>	<b>2,239.52</b>	<b>2,783.26</b>
资本支出	593.64	94.77	32.95	-16.48	8.24
长期投资	159.93	223.08	163.19	182.07	189.45
其他	-913.54	91.27	93.87	9.40	-45.18
<b>投资活动现金流</b>	<b>-159.97</b>	<b>409.12</b>	<b>290.02</b>	<b>174.99</b>	<b>152.50</b>
债权融资	63.20	35.31	53.12	53.24	53.18
股权融资	83.16	12.81	10.17	2.10	2.10
其他	-997.37	-597.06	-1,321.11	-1,611.23	-1,935.58
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-851.02</b>	<b>-548.95</b>	<b>-1,257.82</b>	<b>-1,555.89</b>	<b>-1,880.30</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>286.06</b>	<b>1,393.19</b>	<b>768.59</b>	<b>858.62</b>	<b>1,055.46</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,170.37</b>	<b>2,742.29</b>	<b>4,282.03</b>	<b>5,361.10</b>	<b>6,508.38</b>
营业成本	205.32	383.91	727.94	965.00	1,171.51
营业税金及附加	13.98	18.16	28.36	35.50	43.10
营业费用	225.10	299.21	717.29	820.24	971.70
管理费用	185.22	234.99	271.73	312.49	359.37
研发费用	332.18	430.57	513.24	615.88	739.06
财务费用	-17.02	34.18	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-68.50	-0.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	12.61	66.82	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.15	114.62	280.00	180.00	150.00
其他	20.08	-401.90	-560.00	-360.00	-300.00
<b>营业利润</b>	<b>1,230.26</b>	<b>1,562.47</b>	<b>2,303.47</b>	<b>2,791.99</b>	<b>3,373.64</b>
营业外收入	0.02	0.04	0.68	0.68	0.68
营业外支出	0.04	4.61	1.27	1.27	1.27
<b>利润总额</b>	<b>1,230.24</b>	<b>1,557.90</b>	<b>2,302.88</b>	<b>2,791.40</b>	<b>3,373.05</b>
所得税	164.01	226.37	320.82	388.87	469.91
<b>净利润</b>	<b>1,066.23</b>	<b>1,331.53</b>	<b>1,982.06</b>	<b>2,402.52</b>	<b>2,903.15</b>
少数股东损益	257.04	285.12	424.42	514.46	621.66
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>809.19</b>	<b>1,046.41</b>	<b>1,557.64</b>	<b>1,888.06</b>	<b>2,281.49</b>
每股收益(元)	11.26	14.56	21.67	26.27	31.75

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	31.16%	26.35%	56.15%	25.20%	21.40%
营业利润	15.48%	27.00%	47.42%	21.21%	20.83%
归属于母公司净利润	11.93%	29.32%	48.86%	21.21%	20.84%
<b>获利能力</b>					
毛利率	90.54%	86.00%	83.00%	82.00%	82.00%
净利率	37.28%	38.16%	36.38%	35.22%	35.05%
ROE	26.35%	27.52%	38.13%	42.75%	47.35%
ROIC	58.18%	165.31%	270.68%	304.32%	380.95%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.37%	21.16%	21.99%	18.72%	19.34%
净负债率	-21.56%	-49.64%	-57.71%	-64.09%	-69.95%
流动比率	3.05	3.35	3.51	4.45	4.45
速动比率	3.05	3.35	3.51	4.45	4.45
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	8.46	13.51	13.51	13.51	13.51
存货周转率	415.88	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.52	0.56	0.73	0.80	0.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	11.26	14.56	21.67	26.27	31.75
每股经营现金流	18.05	21.33	24.16	31.16	38.73
每股净资产	42.73	52.92	56.84	61.46	67.05
<b>估值比率</b>					
市盈率	51.43	39.77	26.72	22.04	18.24
市净率	13.55	10.94	10.19	9.42	8.64
EV/EBITDA	11.44	13.43	16.28	13.36	10.96
EV/EBIT	11.62	13.85	16.64	13.60	11.13

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com