

发力大 DAU 手游，引流年轻用户实现“破圈”

买入|维持

——吉比特(603444)公司跟踪报告

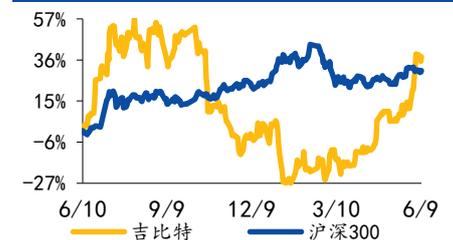
报告要点:

- 模拟经营+MMO 核心玩法，经营与社交需求相互驱动提升用户粘性**
 社区经营手游《摩尔庄园》由淘米网络研发，吉比特旗下雷霆游戏独代发行。6.1 全平台开服，连续多日保持 iOS 免费榜首位，畅销榜 TOP3。手游开服 8 小时内新增用户破 600 万，同时在线人数破 100 万。**下载量来看**，截止 6 月 7 日，硬核联盟中华为、oppo 下载量分别达 449 万和 225 万，小米商店下载量为 348 万，TapTap 下载量为 270 万。除官方平台外，主流渠道下载量超 1600 万。**核心玩法上**，游戏主打模拟经营+MMO，包括庄园建设、模拟经营、宠物养成以及社交休闲等，实现资源获取与社交需求间的相互驱动，游戏运行框架完善，提高用户粘性。**付费内容上**，主要包括外观装饰、资源礼包以及通行证会员。作为休闲类大 DAU 游戏的玩法和付费相对轻度，主要在于为官方平台持续导流和长期积累用户。
- 注重品牌宣发，雷霆在 IP 打造与长线运营优势凸显**
 《摩尔庄园》页游 09 年底注册用户数超 5000 万，累计注册用户数超过亿，IP 历史用户量级大，核心目标在于充分挖掘历史玩家以及拓展了解 IP 的泛用户群体。雷霆在营销上注重品牌宣发，通过情怀+热点内容结合焕活 IP 影响力召回老玩家。在抖音、B 站、微博以及微信公众号等高流量社区平台持续更新话题和短视频，激发游戏关注度和讨论度，并合作知名乐队新裤子乐队，联动草莓音乐节活动等契合年轻群体兴趣热点内容。此外，配合手游中自由度高的经营玩法，鼓励各类游戏直播、同人行生、资讯运营、游戏攻略等产出，利用 UGC 创作空间鼓励玩家二创进行持续传播，保证 IP 内容的持续更新，形成独有的文化圈层来维系游戏的长线运营，优质的内容产出除了反哺游戏生态外，能吸引到泛用户圈层参与，达到良好的二次传播效果。
- 投资建议与盈利预测**
 公司近年在研发侧收敛布局赛道，聚焦放置、MMO 等优势品类，扩大商业化游戏比重，发力大 DAU 游戏进行“破圈”并在产品端得以体现，基本盘《问道手游》保持长线稳定前提下增量盘实现突破。预计 2021-2023 年，公司实现归母净利润 15.80/17.41/20.31 亿元，对应 EPS21.99/24.23/28.26 元，PE26x/23x/20x，维持“买入”评级。
- 风险提示**
 单一产品依赖，老产品流水过快下滑，重点新游戏产品不及预期。

基本数据

52 周最高/最低价 (元):	653.6 / 305.74
A 股流通股 (百万股):	71.86
A 股总股本 (百万股):	71.86
流通市值 (百万元):	40351.95
总市值 (百万元):	40351.95

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-吉比特 (603444) 事件点评:《摩尔庄园》首日新增超 600 万, 进入畅销榜 TOP3》2021.06.03

《国元证券公司研究-吉比特 (603444) 2021 年一季度报点评: 自研新品表现优异, Q1 业绩超预期》2021.04.23

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 路璐
 执业证书编号 S0020519080002
 电话 021-51097188-2174
 邮箱 lulu@gyzq.com.cn

附表: 盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2170.37	2742.29	4325.67	4870.33	5772.81
收入同比(%)	31.16	26.35	57.74	12.59	18.53
归母净利润(百万元)	809.19	1046.41	1580.03	1741.15	2030.60
归母净利润同比(%)	11.93	29.32	51.00	10.20	16.62
ROE(%)	26.35	27.52	34.89	29.46	26.78
每股收益(元)	11.26	14.56	21.99	24.23	28.26
市盈率(P/E)	49.87	38.56	25.54	23.18	19.87

资料来源: Wind, 国元证券研究所

目 录

1.发力大 DAU 手游，引流年轻用户实现“破圈”.....	3
1.1 模拟经营+MMO 核心玩法，经营与社交需求相互驱动提升用户粘性	3
1.2 注重品牌宣发，雷霆在 IP 打造与长线运营优势凸显	5
2.投资建议与盈利预测	6
3.风险提示.....	6

图表目录

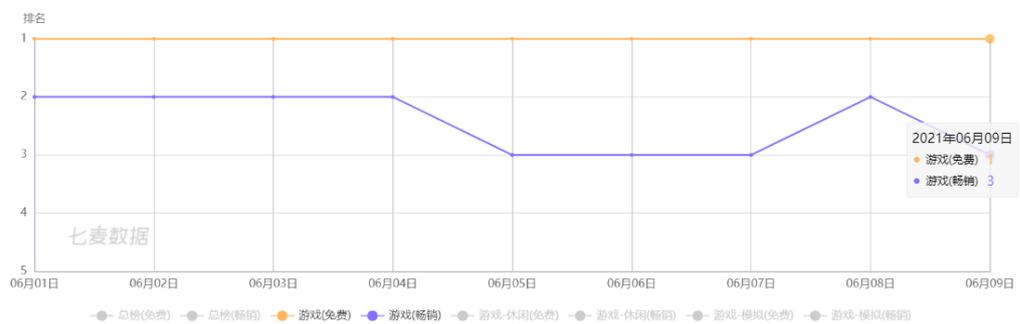
图 1:《摩尔庄园》手游上线以来 iOS 畅销榜、免费榜排名	3
图 2:《摩尔庄园》主要安卓渠道累计下载量（万）	3
图 3:《摩尔庄园》主要任务系统.....	4
图 4:《摩尔庄园》目前已开放职业	4
图 5:《摩尔庄园》中的礼包、装饰部分收费.....	4
图 6:《摩尔庄园》中超级拉姆会员收费	4
图 7:雷霆发行团队在抖音、B 站、微博持续发布手游相关活动	5
图 8:合作新裤子乐队举办全息演唱会.....	5
图 9:《摩尔庄园》中的玩家创作.....	5

1.发力大 DAU 手游，引流年轻用户实现“破圈”

1.1 模拟经营+MMO 核心玩法，经营与社交需求相互驱动提升用户粘性

社区经营手游《摩尔庄园》由淘米网络研发，吉比特旗下雷霆游戏独代发行。6.1 全平台开服，连续 9 日排名 iOS 免费榜首位，保持畅销榜 TOP3。IP 源自淘米 08 年上线自研页游《摩尔庄园》，主要玩法为角色扮演+经营养成，覆盖当时大量 95-00 后儿童用户，09 年底注册用户数达 5000 万，IP 受众广泛并已经成长为手游主力消费群体之一。官方数据显示，手游开服 8 小时内新增用户破 600 万，同时在线人数破 100 万。

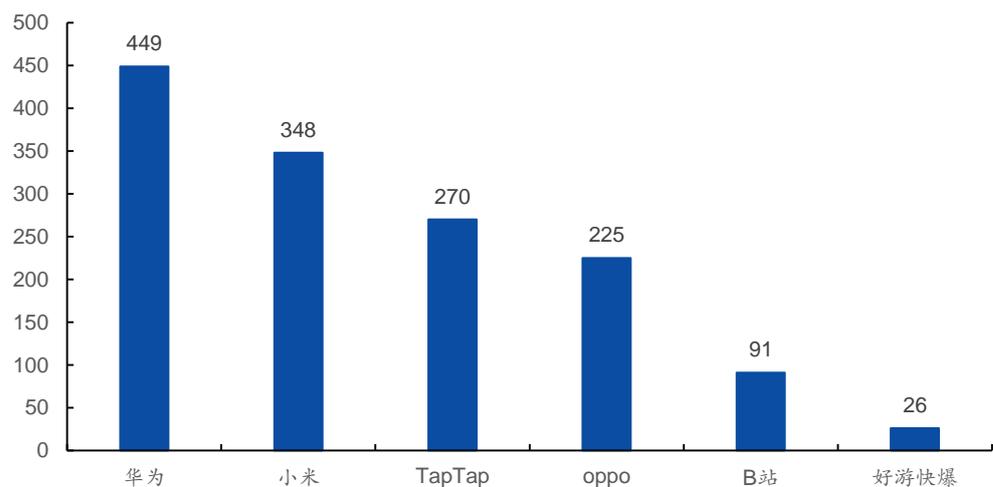
图 1：《摩尔庄园》手游上线以来 iOS 畅销榜、免费榜排名



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

下载量来看，iOS 渠道首日预下载超 200 万，达成 App Store 下载总榜第一。安卓渠道方面，根据平台及应用商店显示，截止 6 月 7 日，硬核联盟中华为、oppo 下载量分别达 449 万和 225 万，小米商店下载量为 348 万，TapTap 下载量为 270 万，B 站及好游快爆分别为 91 万、26 万。除官方平台外，主流渠道下载量超 1600 万。

图 2：《摩尔庄园》主要安卓渠道累计下载量（万）



资料来源：官网，应用商店，国元证券研究所 注：下载量截止 2021.6.7

核心玩法上，游戏主打模拟经营+MMO，包括庄园建设、模拟经营、宠物养成以及社交休闲等，实现资源获取与社交需求间的相互驱动，游戏运行框架完善，提高用户粘性。相较于页游相对分散和粘性较低的养成装扮+小游戏的玩法，手游玩法做出一定调整强化原先 SMC 职业系统中的农场玩法，游戏前期玩家不再进行职业自由选择而是统一被引导至农夫职业，适合加入各类阶段性任务点从而提高玩家留存。例如，在庄园养殖各类动植物，通过订单任务进行售卖交换获取游戏内货币资源。此外，庄园中加入特产系统，促使玩家需要换取其他用户的特产资源，推动用户间的社交行为。后续随着角色升级逐步开放更多不同职业（勤务员、厨师、勇者等）和地图范围，各职业对应不同的成长任务体系，并通过各类 NPC 以及玩家间交互引出更多玩法和游戏内容。

图 3:《摩尔庄园》主要任务系统

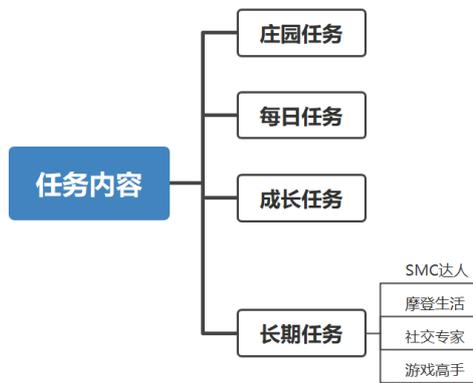


图 4:《摩尔庄园》目前已开放职业



资料来源：游戏内容整理，国元证券研究所

资料来源：游戏截图，国元证券研究所

付费内容上，主要包括外观装饰、资源礼包以及通行证会员。其中，外观装饰包括养成角色服装以及庄园建设家具，资源礼包主要为角色成长和经营过程中需要获得的各类资源材料、道具、游戏内货币等，通行证会员为原先页游中“超级拉姆”增值服务的升级，分为月卡（25/月）、季卡（68/季）和年卡（198/年），除可以获得宠物拉姆外观升级外，还可以获得各类稀有装扮和资源以及每日奖励。作为休闲类大 DAU 游戏的玩法和付费相对轻度，主要在于为官方雷霆平台持续导流和长期积累年轻泛用户。

图 5:《摩尔庄园》中的礼包、装饰部分收费



资料来源：游戏截图，国元证券研究所

图 6:《摩尔庄园》中超级拉姆会员收费



资料来源：游戏截图，国元证券研究所

1.2 注重品牌宣发，雷霆在 IP 打造与长线运营优势凸显

营销上注重品牌宣发，通过情怀+热点内容结合焕活 IP 影响力召回老玩家，利用充分的 UGC 创作空间鼓励玩家二创进行持续传播。《摩尔庄园》页游 09 年底注册用户数超 5000 万，累计注册用户数超过亿，IP 历史用户量级大，因此核心目标在于充分挖掘历史玩家以及拓展了解 IP 的泛用户群体。首先，在高流量社区平台充分进行预热，重新激发游戏关注度和讨论度。2020 年 8 月开始，发行团队陆续在抖音、B 站、微博以及微信公众号等平台注册官方账号并定期发布手游相关话题讨论和游戏相关短视频，持续宣传 IP 内容设定和手游的新玩法。微博多个话题阅读量破亿，抖音、B 站短视频观看量过万，拉动玩家关注度和预约量，游戏上线前官方预约超 900 万。

图 7：雷霆发行团队在抖音、B 站、微博持续发布手游相关活动



资料来源：抖音、B 站、微博，国元证券研究所

除上线前利用情怀向活动对 IP 充分铺垫预热外，合作知名乐队新裤子乐队推出《你要跳舞吗》MV，联动草莓音乐节活动，并在 6.5 举办拉姆与新裤子乐队合作的全息演唱会，契合年轻群体兴趣热点。此外，官方配合手游中自由度高的经营玩法发布“明星摩尔养成计划”，鼓励各类游戏直播、同人衍生、资讯运营、游戏攻略等产出，保证 IP 内容的持续更新，形成独有的文化圈层来维系游戏的长线运营，优质的内容产出除了反哺游戏生态外也能吸引到泛用户圈层参与，达到良好的二次传播效果。

图 8：合作新裤子乐队举办全息演唱会

图 9：《摩尔庄园》中的玩家创作



资料来源：摩尔庄园公众号，国元证券研究所

网红地 网吧，电影院，酒店，澡堂打卡#摩尔庄园手游#



资料来源：微博，国元证券研究所

2. 投资建议与盈利预测

公司近年在研发侧收敛布局赛道，聚焦放置、MMO 等优势品类，扩大商业化游戏比重，发力大 DAU 游戏进行“破圈”并在产品端得以体现，基本盘《问道手游》保持长线稳定前提下增量盘实现突破。预计 2021-2023 年，公司实现归母净利润 15.80/17.41/20.31 亿元，对应 EPS21.99/24.23/28.26 元，PE26x/23x/20x，维持“买入”评级。

3. 风险提示

单一产品依赖，老产品流水过快下滑，重点新游戏产品不及预期，行业政策风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2453.36	3256.47	4649.27	6676.07	9082.59
现金	803.70	2143.71	3134.22	5115.98	7373.57
应收账款	210.44	195.48	367.30	391.42	472.70
其他应收款	36.66	101.95	131.56	159.10	184.25
预付账款	35.87	90.84	114.26	154.38	177.08
存货	0.53	0.00	0.45	0.40	0.54
其他流动资产	1366.16	724.49	901.48	854.78	874.45
非流动资产	1915.45	2131.19	1930.11	1866.14	1753.72
长期投资	322.22	545.30	470.94	495.73	487.46
固定资产	984.84	866.01	805.73	745.46	685.19
无形资产	13.27	7.32	4.56	3.01	1.47
其他非流动资产	595.13	712.57	648.89	621.94	579.59
资产总计	4368.81	5387.67	6579.38	8542.21	10836.30
流动负债	803.17	971.89	1002.93	1073.21	1117.02
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	118.88	126.33	218.15	266.42	316.21
其他流动负债	684.29	845.56	784.78	806.80	800.81
非流动负债	130.53	168.08	146.11	153.44	151.00
长期借款	35.31	6.95	6.95	6.95	6.95
其他非流动负债	95.23	161.13	139.16	146.48	144.04
负债合计	933.70	1139.97	1149.05	1226.65	1268.02
少数股东权益	364.12	444.73	901.66	1405.06	1986.51
股本	71.88	71.86	71.86	71.86	71.86
资本公积	1107.49	1137.38	1137.38	1137.38	1137.38
留存收益	1914.70	2601.78	3319.43	4701.26	6372.53
归属母公司股东权益	3070.99	3802.96	4528.68	5910.50	7581.78
负债和股东权益	4368.81	5387.67	6579.38	8542.21	10836.30

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1297.05	1533.01	1653.30	2170.14	2476.17
净利润	1066.23	1331.53	2036.95	2244.55	2612.05
折旧摊销	44.43	124.71	99.70	104.48	106.15
财务费用	-17.02	34.18	-19.41	-34.87	-64.66
投资损失	-31.15	-114.62	-265.00	-120.00	-100.00
营运资金变动	128.09	205.80	-53.86	-32.38	-34.58
其他经营现金流	106.47	-48.59	-145.09	8.36	-42.79
投资活动现金流	-159.97	409.12	171.22	136.37	75.98
资本支出	58.53	69.45	0.00	0.00	0.00
长期投资	206.56	-450.38	-106.13	35.38	-11.79
其他投资现金流	105.12	28.20	65.09	171.75	64.19
筹资活动现金流	-851.02	-548.95	-834.01	-324.75	-294.56
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-27.89	-28.36	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	30.98	29.89	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-854.11	-550.47	-834.01	-324.75	-294.56
现金净增加额	293.40	1337.71	990.51	1981.77	2257.59

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2170.37	2742.29	4325.67	4870.33	5772.81
营业成本	205.32	383.91	529.02	692.73	802.86
营业税金及附加	13.98	18.16	28.87	32.23	38.31
营业费用	225.10	299.21	796.62	687.30	859.16
管理费用	185.22	234.99	346.05	389.63	461.83
研发费用	332.18	430.57	583.97	657.49	779.33
财务费用	-17.02	34.18	-19.41	-34.87	-64.66
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	30.00	30.00	30.00
投资净收益	31.15	114.62	265.00	120.00	100.00
营业利润	1230.26	1562.47	2385.56	2628.83	3058.99
营业外收入	0.02	0.04	0.04	0.03	0.04
营业外支出	0.04	4.61	2.35	2.72	2.91
利润总额	1230.24	1557.90	2383.25	2626.14	3056.11
所得税	164.01	226.37	346.30	381.59	444.07
净利润	1066.23	1331.53	2036.95	2244.55	2612.05
少数股东损益	257.04	285.12	456.93	503.41	581.44
归属母公司净利润	809.19	1046.41	1580.03	1741.15	2030.60
EBITDA	1257.67	1721.37	2465.85	2698.44	3100.48
EPS (元)	11.26	14.56	21.99	24.23	28.26

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	31.16	26.35	57.74	12.59	18.53
营业利润(%)	15.48	27.00	52.68	10.20	16.36
归属母公司净利润(%)	11.93	29.32	51.00	10.20	16.62
获利能力					
毛利率(%)	90.54	86.00	87.77	85.78	86.09
净利率(%)	37.28	38.16	36.53	35.75	35.18
ROE(%)	26.35	27.52	34.89	29.46	26.78
ROIC(%)	164.42	201.74	318.43	390.17	509.67
偿债能力					
资产负债率(%)	21.37	21.16	17.46	14.36	11.70
净负债比率(%)	6.77	3.10	3.06	2.87	2.77
流动比率	3.05	3.35	4.64	6.22	8.13
速动比率	3.05	3.35	4.64	6.22	8.13
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.56	0.72	0.64	0.60
应收账款周转率	7.48	12.50	15.37	12.84	13.36
应付账款周转率	1.89	3.13	3.07	2.86	2.76
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	11.26	14.56	21.99	24.23	28.26
每股经营现金流(最新摊薄)	18.05	21.33	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	42.73	52.92	63.02	82.24	105.50
估值比率					
P/E	49.87	38.56	25.54	23.18	19.87
P/B	13.14	10.61	8.91	6.83	5.32
EV/EBITDA	29.30	21.41	14.94	13.66	11.89

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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。

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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)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。

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。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
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	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: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188