

匠心打造精品，新游布局拓增量

——吉比特(603444.SH)首次覆盖报告

买入|首次推荐

报告要点:

● 国内领先的精品游戏研运一体厂商

公司是国内精品游戏研发及发行厂商，以端游起家，成功打造问道 IP，先后推出自研端、手游，长线运营稳定。2014年成立自主运营平台雷霆游戏，运营以 Roguelike 品类为代表的口碑向精品游戏。2016年成立吉相资本，参股上游优质研发团队，拓展下游运营业务，形成游戏全产业链覆盖。

● 手游行业保持高景气度，游戏出海贡献新增长极

手游市场保持高景气度。疫情影响下 2020 年 1-4 月手游市场销售收入近 710 亿，同比增长高达 43.6%。政策上，版号发放数量、频率趋于稳定，监管趋严下头部厂商份额持续提升。另一方面，出海成为国内厂商新增长极，贡献未来重要业绩增量，2020 Q1 国产游戏出海收入同比增速达 40.6%。

● 长线运营能力突出，《问道手游》流水稳定增长

公司长线运营能力极强，核心回合制 MMO 产品《问道手游》上线四年，流水规模稳步提升。2019 年该产品月活用户数增长 34%，流水增长 20%。公司通过多样化营销活动不断扩大问道 IP 影响力，并在每年进行数次大版本更新+小版本迭代，近一年更新次数达到 25 次，不断调优游戏内容。同时公司非常重视游戏内玩家反馈和意见，极大提升用户粘性。

● 通过投资和自研发力新产品新品类，积极拓展海外业务

公司旗下运营平台雷霆游戏，通过代理发行布局精品手游，涵盖 Roguelike、MMO、放置类、女性向、休闲等多品类，其中在 Roguelike 领域独树一帜，建立了核心优势。另一方面公司成立吉相资本，通过投资绑定多家优质研发公司及团队，其中青瓷数码近期推出爆款放置类手游《最强蜗牛》，目前稳居畅销榜 TOP5。此外，公司积极拓展海外业务，设立日本、香港子公司，完善海外发行体系。

● 投资建议与盈利预测

《问道手游》长线运营，流水稳定爬坡。雷霆游戏代理多款精品手游，在 Roguelike 领域积累独特优势，储备项目已公布 10 余款，涉及 Roguelike、放置、ARPG 多品类，并通过吉相资本投资绑定优质研发商，丰富产品矩阵。预计 2020-2022 年，公司实现归母净利润 11.18/12.98/14.96 亿，对应 EPS 15.56/18.05/20.81，PE31x/26x/23x，给予“买入”评级。

● 风险提示

依赖单一产品，新游戏上线表现不及预期，老游戏流水过快下滑。

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 549.01 / 201.8

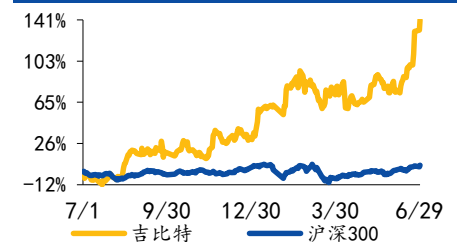
A 股流通股 (百万股): 71.86

A 股总股本 (百万股): 71.86

流通市值 (百万元): 39454.36

总市值 (百万元): 39454.36

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1654.70	2170.37	2883.23	3441.69	4042.54
收入同比 (%)	14.91	31.16	32.84	19.37	17.46
归母净利润(百万元)	722.97	809.19	1118.21	1297.57	1495.84
归母净利润同比 (%)	18.58	11.93%	38.19	16.04	15.28
ROE (%)	37.90	50.79	46.92	39.08	33.57
每股收益 (元)	10.06	11.26	15.56	18.05	20.81
市盈率(P/E)	47.39	42.34	30.64	26.41	22.91

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

目 录

1.公司介绍：精品游戏研运一体厂商.....	4
2.财务分析：营收及利润稳步双升，现金流表现良好.....	7
3.行业分析：手游行业保持高景气度，出海贡献新增长极.....	11
4.公司业务：《问道手游》运营稳定，多品类布局拓增量.....	14
4.1 经典 IP《问道》长线运营，手游产品贡献稳定流水.....	15
4.2 建设运营平台，投资优质研发团队，布局多元化产品线.....	22
4.2.1 雷霆游戏：坚持“精品化”导向游戏运营平台.....	22
4.2.2 吉相资本：坚持互惠共赢投资平台.....	24
4.2.3 储备项目丰富，试水多品类.....	26
4.3 加快出海步伐，扩大市场份额.....	27
5、估值分析与投资建议.....	29
6、风险提示.....	29

图表目录

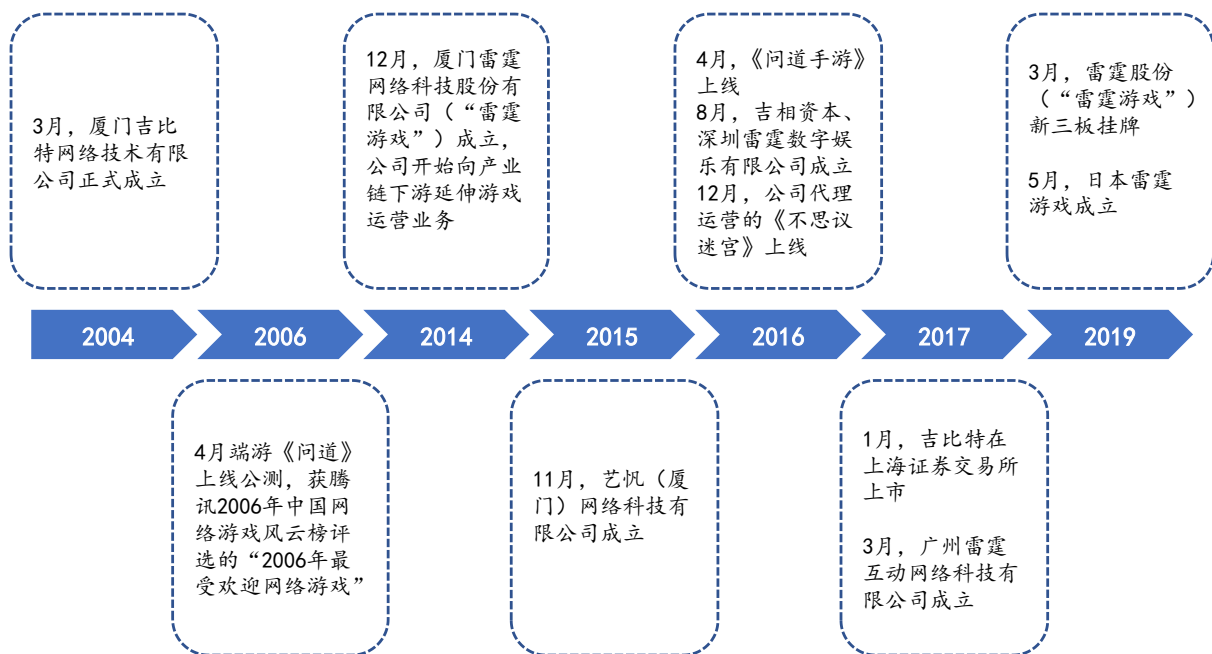
图 1：公司发展历程.....	4
图 2：吉比特主要参股公司.....	5
图 3：公司股权结构情况（截止 2020 年一季报）.....	5
图 4：2015-2020Q1 营业收入及增速.....	7
图 5：2015-2020Q1 归母净利润及增速.....	7
图 6：2018-2019 主营业务中各类型游戏来源收入占比.....	7
图 7：2015-2019 主营业务中各运营方式产品收入占比.....	7
图 8：2015-2020Q1 公司毛利率变化情况.....	8
图 9：2016-2019 不同运营方式业务的毛利率变化.....	8
图 10：2018-2019 各业务毛利率变化.....	8
图 11：2017-2019 同行业公司净利率比较（%）.....	8
图 12：2015-2020Q1 公司期间费用率变动情况.....	9
图 13：2017-2019 同行业公司销售费用率比较（%）.....	9
图 14：2018-2019 同行业公司研发费用率比较（%）.....	9
图 15：2015-2020Q1 公司现金流情况（亿元）.....	10
图 16：公司经营活动产生现金流占当期净利润比重.....	10
图 17：2017-2019 应收账款周转天数同业对比（天）.....	10
图 18：2017-2019 应收账款周转率同业对比（次）.....	10
图 19：中国移动游戏市场实际销售收入及增长率.....	11
图 20：中国移动游戏用户规模及增长率.....	11
图 21：各类型游戏人均付费金额变动.....	11
图 22：游戏版号发放情况（截止到 2020.5.28）.....	12
图 23：流水 TOP250 中国产移动游戏各上线时间流水占比.....	12
图 24：中国自主研发游戏海外市场实际收入及增长率.....	13

图 25: 2019 年全球重要移动游戏市场流水 TOP100 流水及其中国产游戏流水同比增长率.....	13
图 26: 中国自研游戏海外市场实际收入地区分布.....	13
图 27: 中国自研游戏海外市场实际收入产品类型分布.....	13
图 28: 2017-2019 年《问道》营收及占比变动.....	15
图 29: 2017-2019 年《问道》毛利及占比变动.....	15
图 30: 《问道手游》对战界面.....	16
图 31: 《问道手游》宠物养成系统.....	16
图 32: 《问道手游》上线以来畅销榜排名变动情况.....	17
图 33: 2017-2019 年《问道手游》营收及占比变动.....	18
图 34: 2017-2019 年《问道手游》毛利及占比变动.....	18
图 35: 2019 年流水 TOP100 手游中各玩法类型流水分布.....	19
图 36: 回合制 MMO 游戏用户粘性高 (2019.02).....	19
图 37: 版本更新后《问道手游》的排名均有所上升 (2018-2019.5).....	20
图 38: 聚宝斋交易平台游戏内入口.....	21
图 39: 聚宝斋交易平台寄售角色.....	21
图 40: 《问道手游》微信官方论坛.....	21
图 41: 《问道》手游线上微社区.....	21
图 42: 《问道手游》四周年代言人张若昀明星大玩家田雨.....	22
图 43: 《问道手游》线下“全民 PK 苏州城市赛”.....	22
图 44: 《魔渊之刃》TapTap 评分为 9.2, 预约人数超 35 万.....	23
图 45: 无厘头搞怪手绘画风与放置玩法.....	24
图 46: 与《万万没想到》团队合作宣传短片.....	24
图 47: 《最强蜗牛》上线以来 iOS 畅销榜排名.....	25
图 48: 《最强蜗牛》App Store 流水预估.....	25
图 49: 《人偶馆绮幻夜》TapTap 评分 9.4.....	27
图 50: 《The Ranger: Lost Tribe》玩家测评.....	27
表 1: 公司高管信息.....	6
表 2: 公司主要产品列表.....	14
表 3: 2017-2019 年《问道》端游运营数据.....	16
表 4: 吉比特流水 TOP10 的游戏 2018-2019 年流水情况.....	17
表 5: 2017-2019 年《问道手游》运营数据.....	18
表 6: 中国手游市场回合制 MMO 品类月活 TOP5 产品 (2019.03).....	19
表 7: 国内部分经典“端转手”MMORPG 手游的上线时间情况及排名.....	19
表 8: 《问道手游》上线至今的大版本更新情况.....	20
表 9: 雷霆游戏代理的 Roguelike 类游戏主要产品列表.....	23
表 10: 通过吉相资本主要参股公司及重点产品一览 (截止 2019 年报).....	25
表 11: 吉比特主要储备项目.....	26
表 12: 2020 年 4 月中国手游全球收入 TOP30 厂商 (App Store+Google Play).....	27

1. 公司介绍：精品游戏研运一体厂商

公司是国内领先研运一体化游戏厂商。吉比特成立于2004年，于2017年1月在上交所上市。公司自成立以来，持续加强自主研发能力，专注游戏设计与技术创新，先后在厦门、深圳、广州等地成立孵化中心夯实研发能力，2006年推出《问道》端游大获成功，最高同时在线用户数接近百万，后又产出《问道外传》、《斗仙》等多款端游产品。2016年1月依托《问道》端游积累的强大玩家基础和IP价值推出《问道手游》，正式进军移动游戏市场，截止2019年底《问道手游》累计注册用户超过4000万。在深耕自研IP的同时，公司加大代理比例，丰富产品矩阵。2014年成立自主运营平台雷霆游戏，代理运营以Roguelike品类为代表的口碑向精品游戏，服务于体验升级型用户。其中，《不思议迷宫》、《失落城堡》、《贪婪洞窟2》、《地下城堡2》等精品游戏均斩获高人气，帮助公司在Roguelike细分品类游戏运营上积累了独到经验。

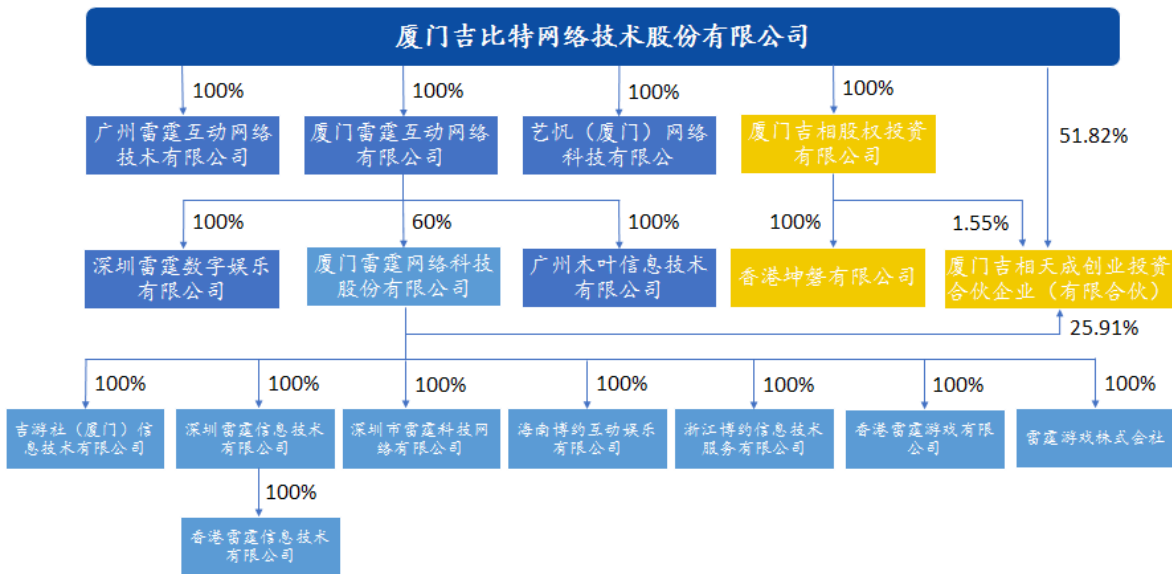
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

投资上游优质研发团队，拓展下游运营业务，形成游戏全产业链覆盖。公司于2015年成立艺帆科技公司，开展互联网行业的专业咨询与代理服务。2016年成立吉相资本，专注于文娱、互联网等领域投资，目前已投资了40多家优质公司，主要参股企业包括青瓷数码（《不思议迷宫》研发公司）、厦门真有趣（《香肠派对》、《不休的乌拉拉》研发公司）、勇仕网络（《碧蓝航线》联合研发公司）以及Rayark（《Cytus》研发公司）等。此外，公司进一步开拓海外市场，分别于2019年5月、7月新设立日本、香港地区子公司。

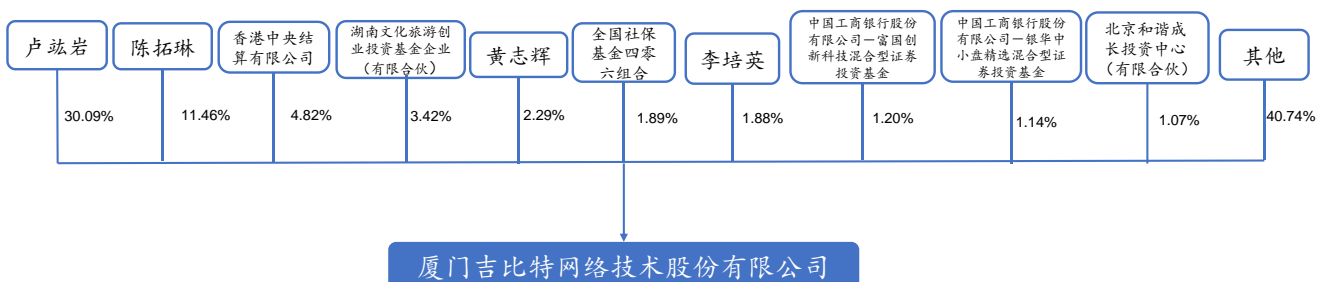
图 2：吉比特主要参股公司



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

实控人持股比例集中，高管两年内无减持意向，股权结构稳定。股权方面，吉比特创始人兼董事长卢竑岩为实际控制人，持有公司 30.09% 的股份。陈拓琳持股比例 11.46%，为公司第二大股东。双方一致行动关系于 2020 年 1 月 4 日解除，并承诺所持有股份在限售期到期（2020 年 1 月 4 日）后两年内无减持意向，彰显管理层对公司长期业绩表现的信心。

图 3：公司股权结构情况（截止 2020 年一季报）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

核心管理层均为专业技术背景出身，行业经验丰富。创始人卢竑岩先后任职于中兴通讯及美国 Salira Network 公司，担任开发工程师，同为软件工程师出身的陈拓琳在加入公司后，与卢竑岩共同参与《问道》端游的开发工作。

表 1：公司高管信息

姓名	职务	背景
卢竑岩	董事长, 董事	1998年毕业于天津大学计算机系, 曾任深圳中兴通讯股份有限公司软件工程师, 美国 Salira Optical Network Systems Inc 开发工程师。2004年创办吉比特, 现任公司董事长, 总经理。其参与的“网络游戏分布式服务器实现方法的推广”项目获“2011年厦门市科学技术进步奖三等奖”。
陈拓琳	副董事长, 董事	曾任 Robert Bosch Research & Technology Center, North America 软件工程师。2005年加入吉比特, 现任公司副董事长。其参与“动漫创意中心平台”项目入选“2014年度福建省新闻出版改革发展项目库”。
翟健	董事、运营负责人	曾任广州博冠信息科技有限公司商务专员、区域经理, 厦门雷霆互动网络有限公司运营总监。现任厦门雷霆网络科技股份有限公司董事长、总经理, 深圳雷霆信息技术有限公司总经理, 吉游社(厦门)信息技术有限公司总经理, 海南博约互动娱乐有限公司总经理, 深圳市雷霆科技网络有限公司监事。
高岩	董事, 副总经理	曾任武汉凡谷电子技术股份有限公司董事会秘书。2009年加入公司, 现任公司董事, 副总经理, 飞鼠网络董事, 艺帆网络总经理, 吉相资本监事, 雷霆娱乐执行董事、总经理, 雷霆股份董事。
梁丽莉	副总经理, 董事会秘书	曾任职于厦门万安智能股份有限公司证券事务部。2013年1月加入公司, 现任公司副总经理、董事会秘书
林佳金	副总经理, 财务总监	曾任职于漳州灿坤实业有限公司稽核部。2010年3月加入公司, 现任公司副总经理、财务总监。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2. 财务分析：营收及利润稳步双升，现金流表现良好

《问道手游》贡献主要流水，营收及利润稳步增长。2019 年实现营收 21.70 亿，同比增长 31.16%，实现归母净利润 8.09 亿元，同比增长 11.93%。上市以来公司业绩始终保持稳步增长，2017-2019 年收入及利润端复合增速分别为 22.76%、15.16%。《问道手游》贡献主要收入来源，其 19 年流水收入 24.87 亿元，占排名前 10 位游戏流水总和 69%。利润增速较 18 年下滑 6.65pct，主要为 2019Q4 对参股公司成都余香科技计提长投资减值准备 6693.54 万元，以及营收创新高，为激励员工计提了额外奖金。剔除减值影响后，19 年归母净利润增速为 21.4%。2020 Q1 受到疫情和假期延长的影响，营收和利润端增速爆发，分别为 46.28%、50.95%。

图 4：2015-2020Q1 营业收入及增速

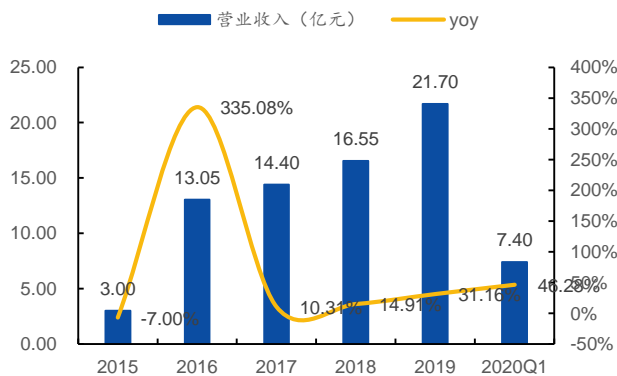
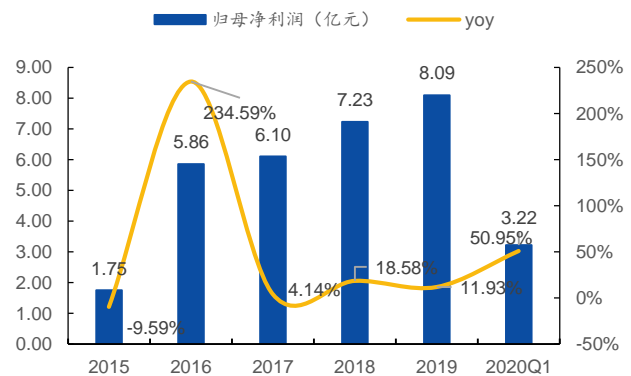


图 5：2015-2020Q1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

自研和代理游戏收入占比分别为 87%、13%，较去年代理游戏比重略有上升。分运营类型看，联合运营业务收入占比近半，自主运营业务近年来也呈现快速增长，2019 年收入占比达到 40.6%，主要得益于旗下雷霆平台陆续代理的新游数量增长。授权运营主要为公司《问道》端游授权光宇游戏运营收入，从 16 年手游兴起后该部分业务逐渐下滑。分地区来看，目前国内收入占主要比重，海外收入规模较小，占比 1.3%。

图 6：2018-2019 主营业务中各类型游戏来源收入占比

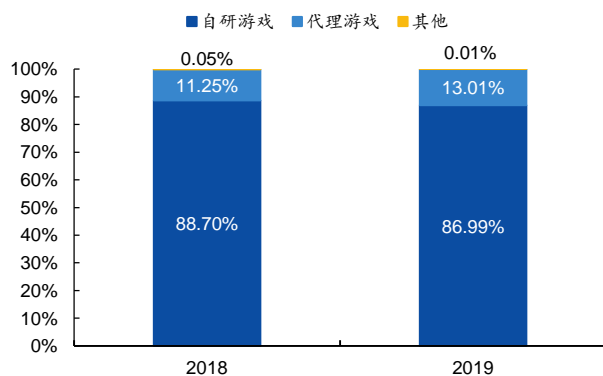
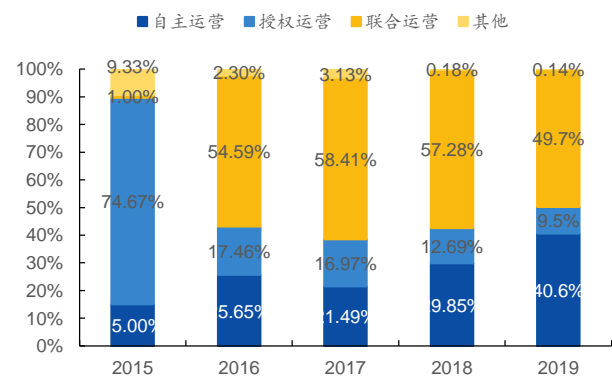


图 7：2015-2019 主营业务中各运营方式产品收入占比

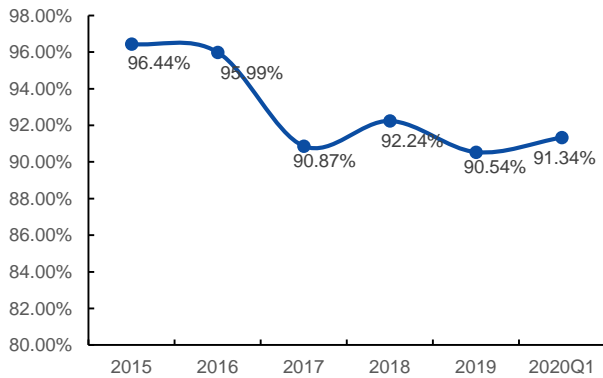


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

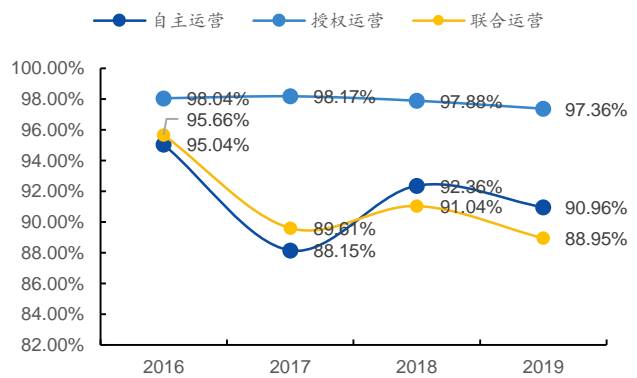
整体毛利率水平维持高位，稳定保持在 90% 以上。公司毛利率水平一直处于高位，2019 年毛利率为 90.54%。分产品来看，自研产品毛利率水平稳定，近两年维持在 97%，整体毛利率主要是受代理产品变动影响较大。2019 年由于代理《贪婪洞窟 2》、《跨越星弧》、《失落城堡》等新游数量上升，产品分成以及授权金成本相应增加，导致毛利率小幅下降。

图 8：2015-2020Q1 公司毛利率变化情况



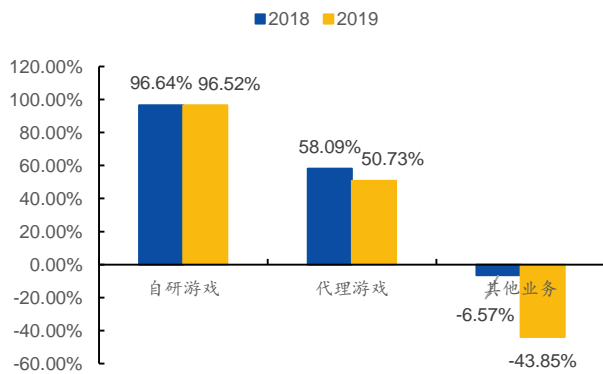
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 9：2016-2019 不同运营方式业务的毛利率变化



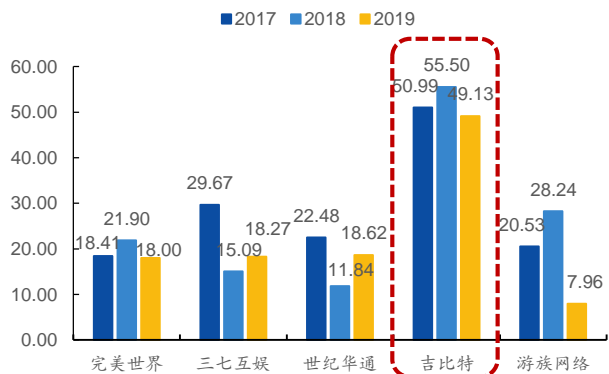
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 10：2018-2019 各类业务毛利率变化



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

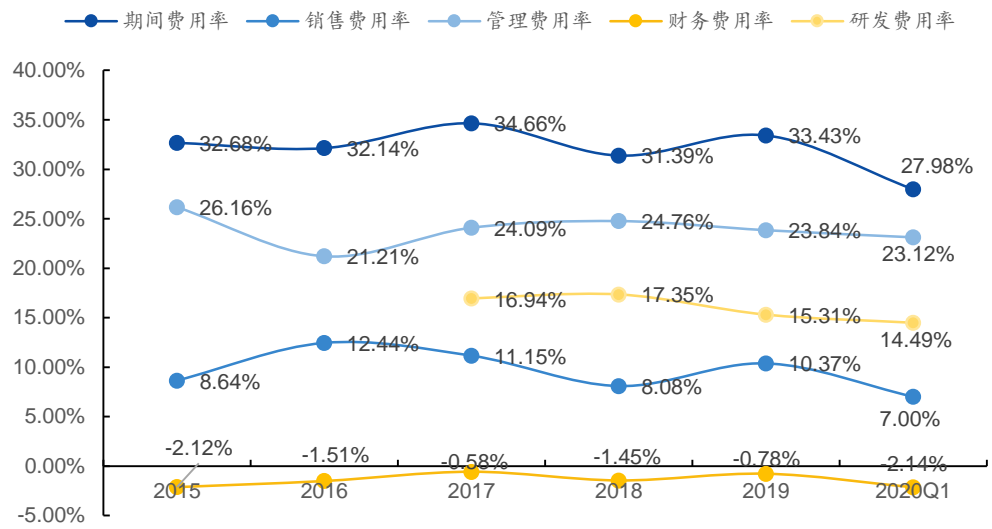
图 11：2017-2019 同行业公司净利率比较 (%)



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

新老产品营销力度加强，销售费用率小幅升高。2019 年公司的销售费用率为 10.37%，较去年略有增长，主要由于公司加大了对于《问道手游》等存量产品以及新上线游戏的宣传投放力度，对新、老产品的营销开支分别比去年增加 4000 万和 4200 万，其中《问道手游》为核心的 MMORPG 产品的销售费用达到 1.33 亿，其他类型 9288 万。管理费用与财务费用水平与去年基本持平。研发费用方面，公司注重自研投入，研发队伍庞大，研发人员占比过半，近两年的研发费率分别为 17.35%、15.31%，与同行业公司相比该比例较高。

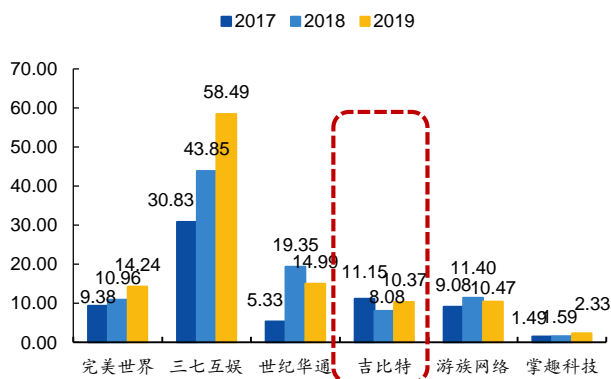
图 12: 2015-2020Q1 公司期间费用率变动情况



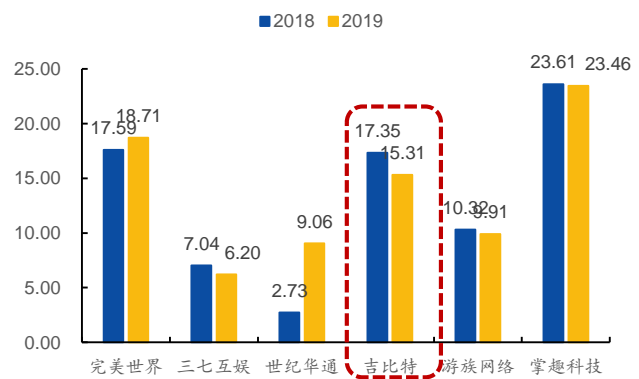
资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

图 13: 2017-2019 同行业公司销售费用率比较 (%)

图 14: 2018-2019 同行业公司研发费用率比较 (%)



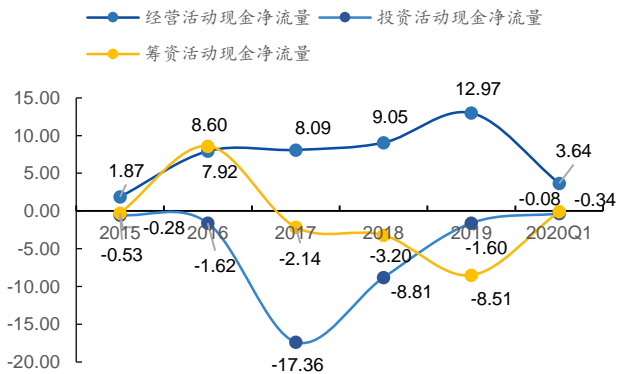
资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心



资料来源: 国元证券研究中心

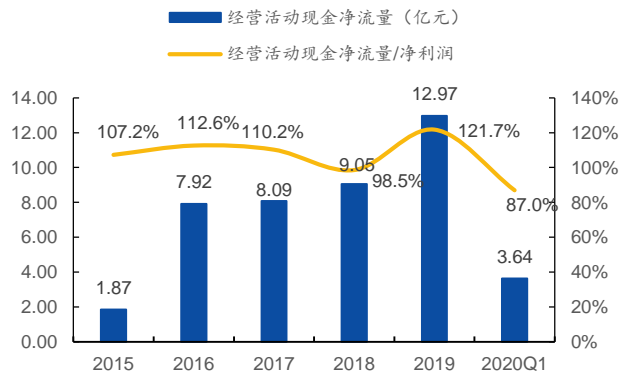
现金流状况良好, 经营性现金流净额逐年增长。截止 2020Q1 公司账面货币资金余额为 11.38 亿元, 2019 年经营活动产生的现金流量净额为 12.97 亿元, 同比增长 43.31%, 当期经营性现金净流量占净利润比重从 98.05% 增长至 121.7%。公司自 2017 年上市以来, 经营性现金流量净额逐年增长, 主要是由于《问道手游》、《不思议迷宫》等热门游戏运营稳定, 为公司带来持续的现金流入。筹资活动产生的现金流量净额同比减少 165.94%, 主要是由于本期股利支付金额上调。投资活动产生的现金流量净额较前一年明显增长, 主要是由于公司购买与赎回理财产品的差额减少, 带来一部分现金流入。

图 15: 2015-2020Q1 公司现金流情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

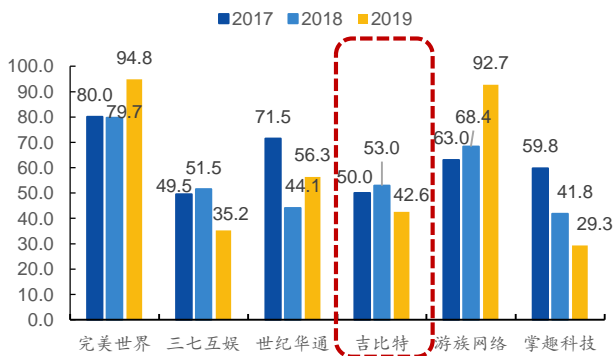
图 16: 公司经营活动产生现金流占当期净利润比重



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

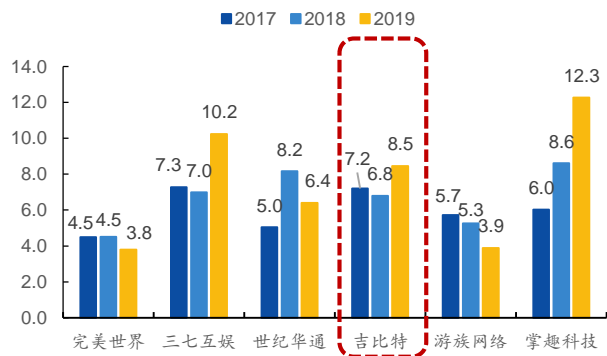
资产运营效率较高, 应收账款账龄结构良好。公司应收账款周转天数在 50 天左右, 2019 年下降至 43 天, 低于行业平均, 对应应收账款周转率也出现明显上浮。公司应收账款账龄结构良好, 其中 1 年以内占比为 85.5%。对比来看, 吉比特应收账款周转率与三七互娱较为接近, 高于业内其他可比公司。

图 17: 2017-2019 应收账款周转天数同业对比 (天)



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

图 18: 2017-2019 应收账款周转率同业对比 (次)



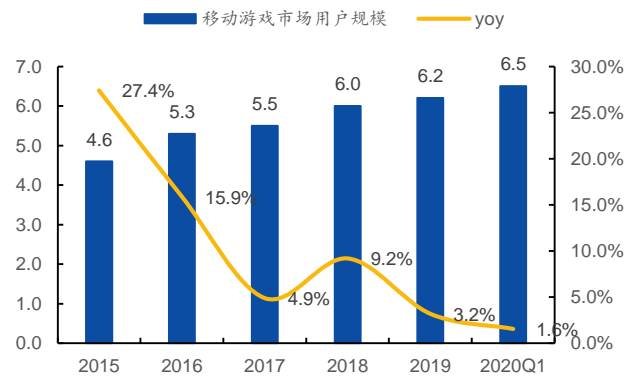
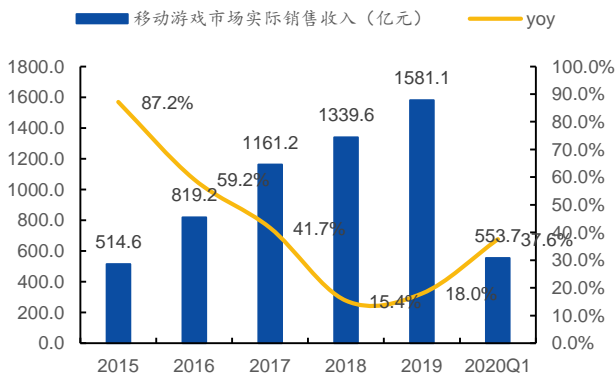
资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

3.行业分析：手游行业保持高景气度，出海贡献新增长极

手游保持高景气度。2019年中国游戏市场收入中移动游戏收入达1581.1亿元，同比增长18%，用户规模6.2亿，增速3.2%。2020Q1在疫情及春节的双重影响下，线上娱乐全面爆发，游戏收入规模增速达29.71%。4月游戏市场高景气度持续，其中移动游戏实际销售收入接近160亿元，同比增长24.4%。2020年1-4月，移动游戏市场累计销售收入近710亿，同比增长约43.6%。

图 19：中国移动游戏市场实际销售收入及增长率

图 20：中国移动游戏用户规模及增长率

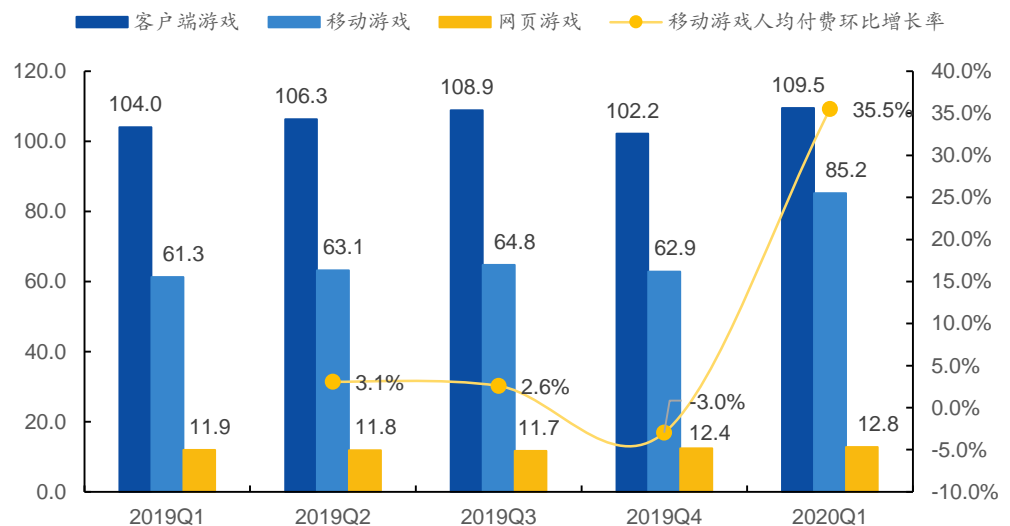


资料来源：中国音数协游戏工委&国际数据公司，国元证券研究中心

资料来源：中国音数协游戏工委&国际数据公司，国元证券研究中心

移动游戏用户规模增长趋于稳定，人均付费深度仍有进一步提升空间。一季度移动游戏收入553.7亿元，环比增长37.6%，用户规模6.5亿人，环比增长1.6%，单用户消费额为85.2元，环比上升35.5%。

图 21：各类型游戏人均付费金额变动

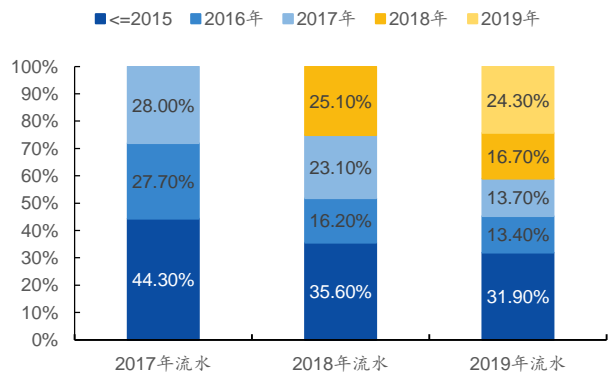
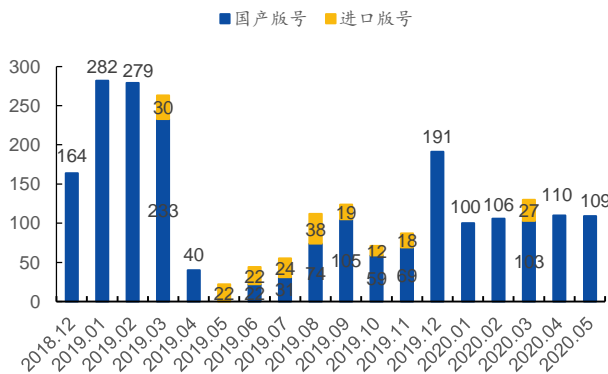


资料来源：中国音数协游戏工委&国际数据公司，国元证券研究中心

政策端来看，版号发放数量和频率趋于稳定。2018年12月版号重新恢复发放，2019年前三个月主要为处理先前积压的存量版号申请，审核数量较多，从4月开始，过审数量开始出现明显下滑，2019年共发放版号1570款，其中国产版号1385款，进口版号185款，且月度波动较大。进入2020年以来，基本保持在每月100以上的国产版号，发放数量和时间节点逐渐趋于稳定。2019年版号重启后游戏行业回暖，但从数量供给看监管政策收严仍是趋势，行业集中度进一步提升，提高新游精品化、加强对老游戏长线运营调优将成为各大厂商着重发力点。

图 22：游戏版号发放情况（截止到 2020.5.28）

图 23：流水 TOP250 中国产移动游戏各上线时间流水占比



资料来源：国家新闻出版署，国元证券研究中心

资料来源：伽马数据，国元证券研究中心

游戏长线运营能力愈发重要，老游戏流水贡献持续提升。从近三年流水构成结构变动来看，15年前发行的老游戏流水占比始终居于首位，占比保持在30%以上，是流水构成的主力。而当期发行的新游流水占比由2017年28%下降至2019年24.3%，具备长线运营实力的企业流水表现更加稳定。

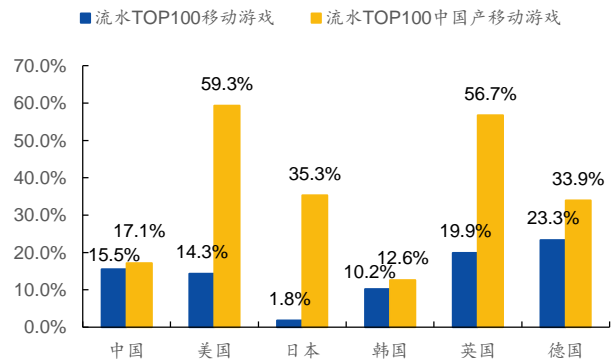
国产手游出海步伐加快，海外市场中国自研产品流水占比持续提升，游戏出海带来游戏厂商的增长第二极。2019年中国自研游戏的海外市场收入为115.9亿美元，同比上升21.0%，2020Q1由于海外疫情蔓延的催化，收入增速高达40.6%，海外市场仍具备一定的营收增长空间。对比美、日、韩、英、德等全球重要移动游戏市场，目前国产移动游戏在这些国家的流水同比增长率均高于该国家移动游戏市场的流水增速；除韩国市场外，国产移动游戏的海外增速均超过国内市场17.1%的流水增速，国产移动游戏出海前景明朗。得益于研发能力的提升以及国内移动游戏市场积累的经验与资金实力，各大厂商均积极筹划海外布局，在国内市场版号趋严、监管力度加大以及头部厂商格局稳定的情况下，出海市场成为游戏行业的增长第二极。

图 24：中国自主研发游戏海外市场实际收入及增长率



资料来源：中国音数协游戏工委&国际数据公司，国元证券研究中心

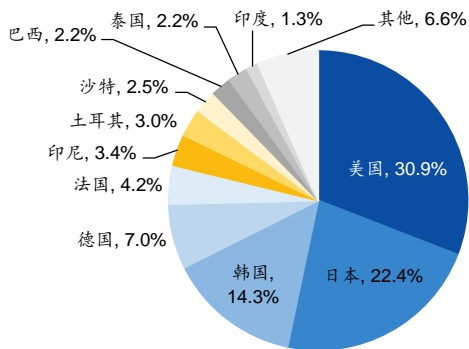
图 25：2019 年全球重要移动游戏市场流水 TOP100 流水及其中国产游戏流水同比增长率



资料来源：伽马数据，国元证券研究中心

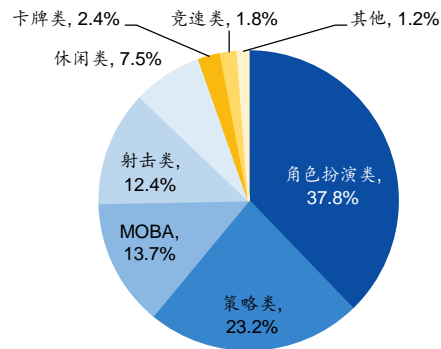
分地区来看，美国、日本、韩国为主要出海地区，收入占比分别为 30.9%、22.4%、14.3%。分游戏类型来看，角色扮演类占比为 37.8%，策略类收入占比为 23.2%，MOBA 类游戏收入占比为 13.7%。

图 26：中国自研游戏海外市场实际收入地区分布



资料来源：中国音数协游戏工委&国际数据公司，国元证券研究中心

图 27：中国自研游戏海外市场实际收入产品类型分布



资料来源：中国音数协游戏工委&国际数据公司，国元证券研究中心

4.公司业务：《问道手游》运营稳定，多品类布局拓增量

2006年公司自研端游《问道》上线，凭借精良游戏品质积累强大玩家基础，同时在线人数最高近百万，后陆续推出《逍遥 Online》、《问道外传》、《斗仙》等多款端游。2016年把握“端转手”浪潮，依托《问道》IP推出手游，运营至今仍贡献稳定收入。另一方面公司坚持“精品化”路线，通过旗下雷霆游戏平台代理发行《不思议迷宫》、《失落城堡》、《贪婪洞窟2》、《伊洛纳》、《地下城堡2》、《异化之地》等多款 Roguelike 类手游，以及二次元类《螺旋英雄谭》、跑酷类《永不言弃：黑洞》、女性向《人偶馆绮幻夜》等，构建多元产品矩阵。

表 2：公司主要产品列表

序号	游戏名称	客户端类型	游戏类型	自研/代理	上线时间	产品表现
1	问道	PC 端游戏	MMORPG	自研	2006.06	同时在线人数最高曾接近百万
2	逍遥 Online	PC 端游戏	MMORPG	自研	2007.08	
3	问道外传	PC 端游戏	MMORPG	自研	2011.10	
4	乱战	网页游戏	集换式卡牌	自研	2012.12	
5	斗仙	PC 端游戏	MMORPG	自研	2013.07	2014年9月公测当月充值突破1,000万元；截至2016年9月末，累计注册用户数超过340万，累计充值金额超过1.8亿元
6	Prelude to Chaos	PC 端游戏	MMORPG	自研	2014.01	
7	Clash of Gods	PC 端游戏	MMORPG	自研	2014.03	
8	女神觉醒	移动游戏	回合制卡牌	自研	2015.04	
9	地下城堡	移动游戏	探索类	代理	2015.06	
10	女神觉醒（海外版）	移动游戏	回合制卡牌	自研	2015.07	
11	造化之门	移动游戏	卡牌	自研	2016.01	
12	贪婪洞窟	移动游戏	Roguelike	代理	2016.03	
13	虽远必诛	移动游戏	SLG、策略	自研	2016.03	
14	问道手游	移动游戏	MMORPG	自研	2016.04	截至2019年12月31日，《问道手游》累计注册用户数量超过4,000万。
15	斩将封神	移动游戏	RPG	自研	2016.05	
16	斗仙2	PC 端游戏	MMORPG	自研	2016.06	
17	不思议迷宫	移动游戏	Roguelike、RPG	代理	2016.12	截至2019年12月31日，累计注册用户数量超过1,700万
18	地下城堡2：黑暗觉醒	移动游戏	模拟经营、Roguelike	代理	2017.06	截至2019年12月31日，安卓端累计注册用户数超700万。
19	长生劫	移动游戏	解谜、探险	代理	2018.06	
20	奇葩战斗家	移动游戏	轻竞技、乱斗	自研	2018.09	截至2019年12月31日，累计注册用户数量超过740万
21	贪婪洞窟2	移动游戏	Roguelike	代理	2018.11	上线首月，占据 App Store 游戏付费榜单首长达29天
22	螺旋英雄谭	移动游戏	二次元、SRPG	代理	2019.01	

23	跨越星弧	移动游戏	Roguelike	代理	2019.03	
24	探灵	移动游戏	灵异互动剧情	自研	2019.04	
25	异化之地	移动游戏	Roguelike、动作	自研	2019.05	上线当日便获得 TapTap 编辑推荐并荣登 TapTap 热门榜第 1 名
26	末日希望	移动游戏	RPG	代理	2019.06	上线首日港澳台地区畅销榜排名最高至 1 位；2019 年 12 月 31 日累计注册用户超 350 万。
27	永不言弃：黑洞	移动游戏	跑酷	代理	2019.07	
28	伊洛纳	移动游戏	Roguelike、RPG	代理	2019.08	上线后连续 9 天在 App Store 游戏免费榜排名前 3 名
29	人偶馆绮幻夜	移动游戏	解谜、女性向	代理	2019.09	
30	原力守护者	移动游戏	Roguelike、MOBA	代理	2019.09	
31	失落城堡	移动游戏	Roguelike、动作冒险	代理	2019.10	截至 2019 年 12 月 31 日，累计注册用户数量超 500 万
32	下一把剑	移动游戏	RPG、休闲	代理	2019.11	
33	五行师	移动游戏	策略、卡牌	代理	2020.04	
34	匠木	移动游戏	益智解谜	代理	2020.06	

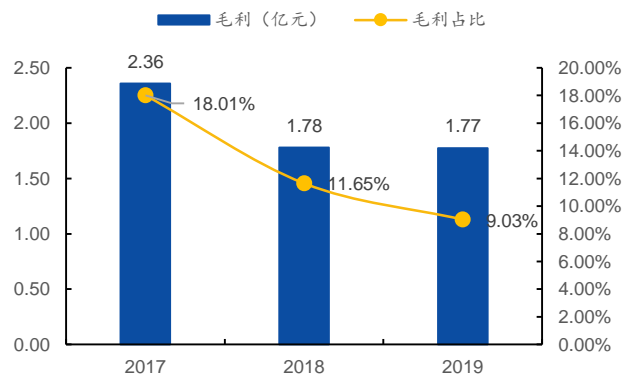
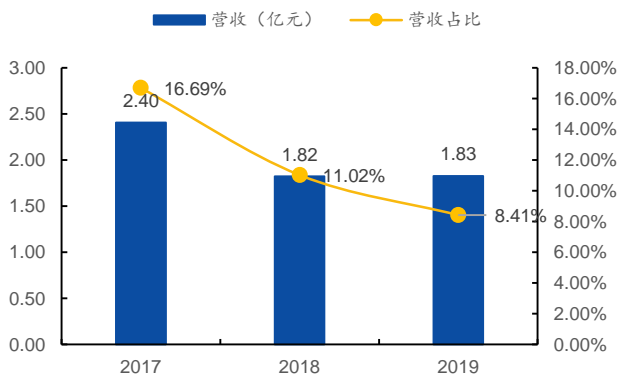
资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

4.1 经典 IP 《问道》长线运营，手游产品贡献稳定流水

打造长生命周期经典端游《问道》。公司代表作《问道》2006 年上线，目前由光宇独家代理，多年来保持稳定运营。游戏以传统道家文化为切入点贯穿主线，用工笔画风格再现修仙世界。角色选自《道德经》、《庄子》等经典著作。《问道》作为一款回合制 MMORPG 游戏兼顾了娱乐性和策略性，一方面，通过团队协作修炼升级、交友等游戏设计，构建起轻松、休闲的玩家社区；另一方面，在玩法上加入战斗突发事件和实时自动开启的对战系统，为玩家带来即时对战的刺激感，提升游戏可玩性。截止 2019 年，《问道》的营收及毛利占比分别为 8.41% 和 9.03%。端游月流水约在六七千万，MAU 为 115.35 万人，累计在线注册用户数破 4 亿。月平均付费渗透率为 9.34% (yoy+9.62%)，ARPU 值为 52.60 元 (yoy+24.53%)，表明核心玩家忠诚度较高。

图 28：2017-2019 年《问道》端游营收及占比变动

图 29：2017-2019 年《问道》端游毛利及占比变动



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 3: 2017-2019 年《问道》端游运营数据

指标	2017		2018		2019	
	运营数据	变动比例 (%)	运营数据	变动比例 (%)	运营数据	变动比例 (%)
月平均活跃用户数 (万户)	209.01	-35.90	144.58	-300.83	115.35	-20.22
月平均付费用户数 (万户)	14.98	-27.98	12.32	-17.76	10.78	-12.50
月平均付费渗透率 (%)	7.16	12.23	8.52	18.99	9.34	9.62
年末累计注册账户数 (万户)	39694.13	2.44	40205.11	1.29	40558.12	0.88
月 ARPU 值 (元)	33.60	45.52	42.24	25.71	52.60	24.53
月平均同时在线人数 (万人)	13.05	-26.64	11.82	-9.43	10.65	-9.90
充值消费比	1.00	-	1.00	-	0.99	-1.00

资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

把握“端改手”风向,《问道手游》承袭端游经典。凭借《问道》端游 IP 运行十年积累的经验与强大的用户群体,公司于 2016 年推出了自研产品《问道手游》。游戏采用了端游原班研发团队,保留了刷道、杀星、修山等经典玩法,在高度还原端游故事背景前提下,根据手游特点进行了优化与调整:(1)取消了“拜师学艺”的繁琐设定,操作更加便捷;在道具方面,永久性消费较少,更多的是可持续购买的消耗性道具,更关注玩家健康度指标;同时新增 BOSS 战、通天塔、除妖等 PVE 玩法及试道大会、帮战、竞技场、擂台等 PVP 玩法。(2)强化社交系统。在社交方面新增语音对话功能,方便玩家进行实时互动交流。(3)除了人物角色的收集,游戏还主打宠物养成系统,增加了游戏的趣味性。此外,游戏中的守护系统满足了单人玩家完成高等级任务的需求,用户可在非组队情况下,遵循五行相生相克的特性,自动匹配到拥有最优技能 NPC 进行协同作战,以增强游戏的策略性。

图 30:《问道手游》对战界面

图 31:《问道手游》宠物养成系统



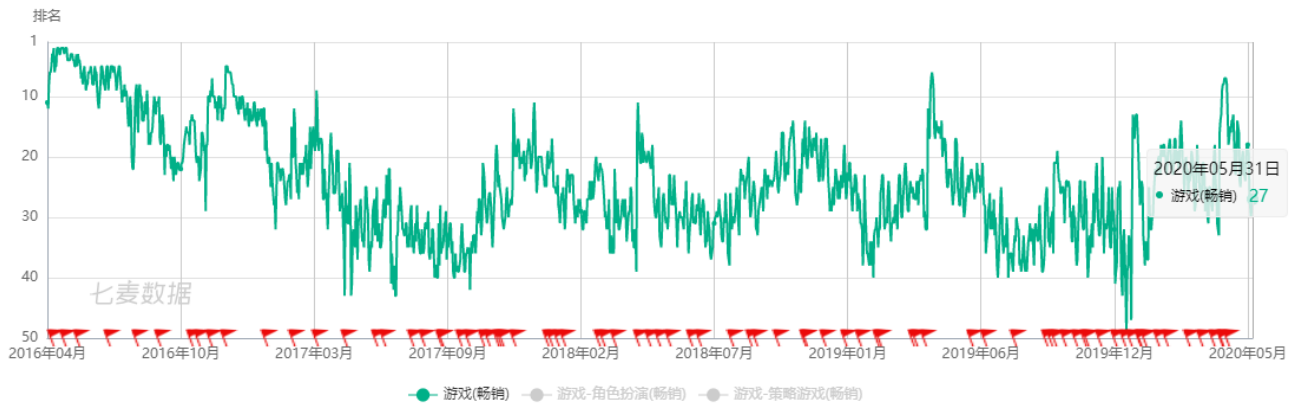
资料来源: 游戏截图, 国元证券研究中心



资料来源: 游戏截图, 国元证券研究中心

《问道手游》上线后成功闯入 iOS 畅销榜前十, 上线 2 个月内流水达 4.1 亿元, 是原先《问道》端游的 4 倍左右。运营四年多时间内始终保持在畅销榜前 50 的排名, 截止到 2020 年 5 月底, 游戏排名 27 位, 4 月受四周年庆典拉动, 最高至榜单第 7。

图 32:《问道手游》上线以来畅销榜排名变动情况



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

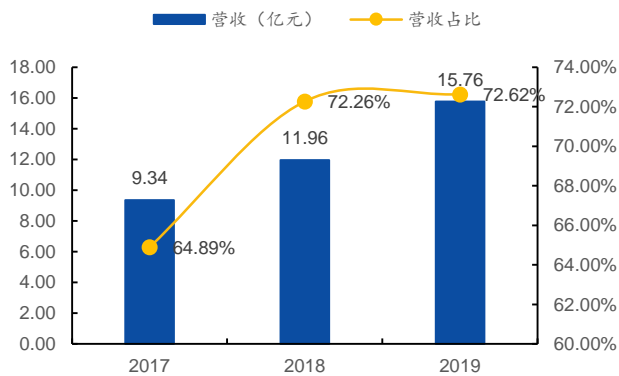
《问道手游》运营稳定，贡献主要收入来源。2019 年多款新游上线，《问道手游》依然稳定保持公司流水首位，金额达 24.87 亿，同比增长 19.56%，实现营收 15.76 亿，占收入比重为 72.62%，毛利润 15.26 亿，占毛利润比重为 77.65%。

表 4: 吉比特流水 TOP10 的游戏 2018-2019 年流水情况

序号	游戏名称	类型	上线时间	2019 年流水 (万)	占前十流水总和比重	2018 年流水 (万)	2019 年流水变动比例
1	问道手游	自研	2016.04	248,720.13	68.99%	208,032.23	19.56%
2	问道	自研	2006.04	72,812.70	20.20%	73,288.76	-0.65%
3	不思议迷宫	代理	2016.12	12,330.59	3.42%	17,656.23	-30.16%
4	贪婪洞窟 2	代理	2018.11	8,399.49	2.33%	4,740.63	77.18%
5	地下城堡 2: 黑暗觉醒	代理	2017.06	4,707.51	1.31%	3,983.85	18.16%
6	跨越星弧	代理	2019.03	3,726.12	1.03%	/	/
7	失落城堡	代理	2019.10	2,932.24	0.81%	/	/
8	伊洛纳	代理	2019.08	2,505.91	0.70%	/	/
9	异化之地	自研	2019.05	2,359.41	0.65%	/	/
10	末日希望	代理	2019.06	2,019.27	0.56%	/	/

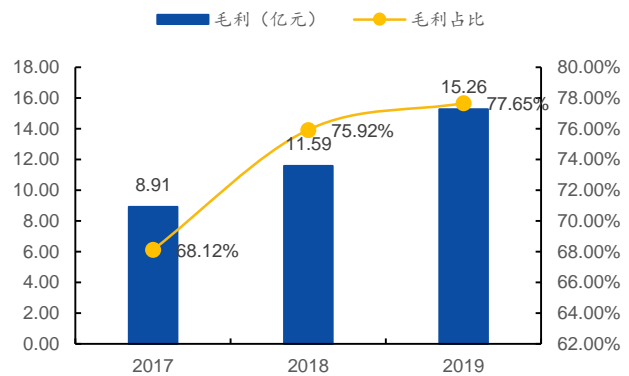
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 33: 2017-2019 年《问道手游》营收及占比变动



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

图 34: 2017-2019 年《问道手游》毛利及占比变动



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

2019 年,《问道手游》的运营情况稳定, MAU 为 190.92 万 (yoy+34.03%), 累计注册用户数突破四千万, 用户基数明显扩充。付费用户数为 41.92 万人, 相较去年略有增长。

表 5: 2017-2019 年《问道手游》运营数据

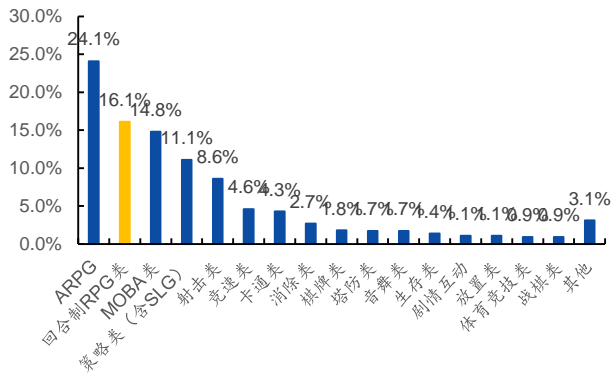
指标	2017		2018		2019	
	运营数据	变动比例 (%)	运营数据	变动比例 (%)	运营数据	变动比例 (%)
月平均活跃用户数 (万户)	158.38	-38.79	142.45	-10.06	190.92	34.03
月平均付费用户数 (万户)	36.87	-32.40	41.13	11.55	41.92	1.92
月平均付费渗透率 (%)	23.28	10.44	28.88	24.05	21.95	-24.00
年末累计注册账户数 (万户)	2266.81	49.28	2935.28	29.49	4002.07	36.34
月 ARPU 值 (元)	87.66	16.58	121.70	38.83	108.56	-10.80
月平均同时在线人数 (万人)	19.78	-17.13	23.52	18.91	30.64	30.27
充值消费比	1.00	1.01	0.99	-1.00	0.99	-
营销推广费 (万元)	7414.61	-42.62	4900.85	-33.90	9574.13	95.36

资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

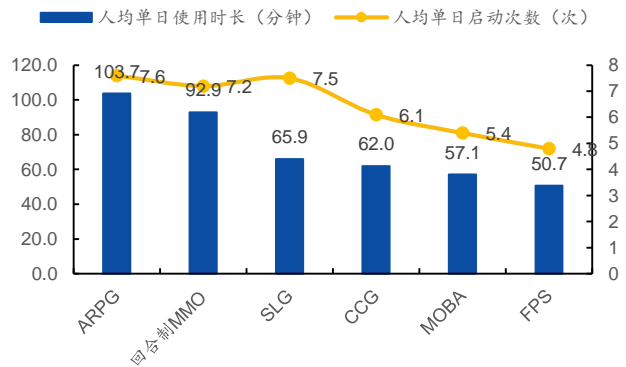
从品类选择和 IP 运营来看,《问道手游》具备长线运营的条件:

1) 回合制 MMORPG 产品头部效应稳定。2019 年国内移动游戏市场流水 TOP100 产品中, 回合制 MMORPG 品类位列第二。2019 年 2 月回合制 MMO 游戏的人均单日使用时长达 92.9 分钟。中国手游市场回合制 MMO 游戏具有较强的头部效应, 月活前五位的产品排名稳定, 占据市场约八成的用户规模。

图 35：2019 年流水 TOP100 手游中各玩法类型流水分布 图 36：回合制 MMO 游戏用户粘性高（2019.02）



资料来源：伽马数据，国元证券研究中心



资料来源：易观数据，国元证券研究中心

表 6：中国手游市场回合制 MMO 品类月活 TOP5 产品（2019.03）

排名	产品名	月活 (万人)	研发商	过去六个月的复合增长率
1	梦幻西游	467.7	网易	0.026
2	大话西游	235.5	网易	0.008
3	问道	146.1	吉比特	0.039
4	神武 3	74.5	多益网络	0.046
5	梦幻诛仙	49.8	祖龙娱乐	-0.018

资料来源：易观数据，国元证券研究中心

2) 运营良好的大 IP “端转手” 产品展现出长期生命力。不同 MMORPG 游戏的生命周期因剧情玩法、制作品质、运营推广等方面的区别而长短各异，头部厂商的精品 MMORPG 游戏通过良好运营积累用户基础，而随着用户的时间投入，逐渐建立稳固的游戏内社交关系，进而形成该款游戏独特的 IP 文化认同与品牌价值，创造出稳固的玩家生态。此外，厂商在游戏运营过程中会不断改进与创新，以提升游戏质量和玩家体验，从而提高用户黏性，推动游戏生命周期延续。

表 7：国内部分经典“端转手” MMORPG 手游的上线时间情况及排名（2020.6.10）

序号	游戏名称	运营商	国内上线时间	已上线时间	畅销榜排名
1	梦幻西游	网易	2015.03	5.3 年	4
2	大话西游	网易	2015.09	4.7 年	14
3	问道手游	吉比特雷霆游戏	2016.04	4.2 年	27
4	倩女幽魂	网易	2016.05	4.1 年	19
5	诛仙	完美世界	2016.08	3.8 年	45

资料来源：公司公告，七麦数据，国元证券研究中心

具体来看，《问道手游》实现长线稳定运营的原因：

1) 每年数次大版本更新+小版本迭代，调优游戏内容，保持用户粘性。产品进行版本更新的原因主要有两点：一是由于客观上的技术进步，公司会通过调整数值和量化

模型来改善游戏体验；二是为了满足玩家的实际需求，提高玩家满意度。《问道手游》近一年更新次数为 25 次，平均每两周更新一次，整体上保持着每年 3-4 次重大版本更新的频次，包括周年庆大服和年底双旦活动，且每次版本更新都会伴随着畅销榜排名的上升。如去年底和今年推出的伶俐鼠新年服和四周年大服，排名都出现显著提升。

表 8: 《问道手游》上线至今的大版本更新情况

更新时间	更新主题	主要亮点
2016.11.29	全新坐骑 角色交易	新增聚宝斋系统
2017.01.19	贺岁福利 传奇法宝	新增法宝系统
2017.04.28	一周年大服	新增周年庆活动及全民 PK 赛
2017.07.20	和《我们的少年时代》薛之谦一起玩	新增道具九曲玲珑笔
2017.11.24	斗宠大会	新增宠物继承功能
2018.04.27	2 周年庆典	新增周年纪念宠物、装备共鸣系统、名人争霸赛玩法
2018.05.11	2018 年度大服	新增神算子占卜玩法
2018.06.05	双人坐骑	新增双人任务、结婚纪念册系统
2018.11.20	2018 全民 PK 赛火热进行中	开启 2018 全民 PK 赛、推出全新超萌跟随宠
2019.01.10	贺岁新服隆重开启	上架猪年限定时装、新增新年福利活动
2019.04.19	周华健代言 3 周年大服	开启 3 周年年度大服、新增全新神兽：九尾、白曦及周年纪念宠物：餐风、饮露
2019.09.17	地府新开 福运翻倍	开启一年一度年中福利服
2019.12.23	鼠年新年服	开启鼠年新年服、新增国服跨年活动、上线新年祈福、新服盛典活动
2020.02.03	四只全新变异宠登场	新增四只全新变异宠、开启许愿花灯抽活动
2020.04.12	张若昀代言 4 周年大服	开启 4 周年年度大服、新增周年宠：流风、回雪、上线代言人 NPC 及专属活动

资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

每年大版本更新主题都会由研运团队提前和各服务器大 R 玩家、公会意见领袖进行沟通，充分考量不同层级玩家意见的基础上形成。每一次更新后公司也会重点收集新版本的玩家反馈，及时对游戏的剧情、玩法、美术设计等方面进行完善及升级，形成良性反馈。

图 37: 版本更新后《问道手游》的排名均有所上升 (2018-2019.5)



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

2) 以玩家为本，重视用户体验，维护良好的游戏生态。游戏开服初始，公司就在业

内首推官方线上交易平台——聚宝斋，在防控交易风险的基础上让玩家实现角色分离、变现以及账号保值，充分保障了玩家利益。

图 38：聚宝斋交易平台游戏内入口

图 39：聚宝斋交易平台寄售角色



资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

《问道手游》运营团队还开辟有微信公众号、官方游戏论坛、线上微社区、线下各城市的“策划面对面”活动等多方面渠道来收集用户的反馈。同时，公司打造出一支高素质的客服队伍，向用户提供全天候的客服服务，便于用户对于游戏内产生的问题及时进行内容咨询、投诉及反馈。此外，公司十分关注游戏健康度指标，对于恶意程序，以及外挂、盗号等行为进行严厉打击，维护公平、和谐的玩家环境，树立良好口碑。

图 40：《问道手游》微信官方论坛

图 41：《问道》手游线上微社区



资料来源：游戏官方微信公众号，国元证券研究中心

资料来源：游戏官方微信公众号，国元证券研究中心

3) 多元化营销方式扩大 IP 影响力。第一，每年针对玩家需求推出特色活动方案。公司于 2017 年拍摄了由玩家真实事件改编的微电影广受好评。2018 年和 2019 年分别推出重磅明星周华健、张若昀担任《问道手游》的周年庆代言人，目的在于烘托游戏主题，为周年活动造势。每年的活动方案都会听取核心玩家的意见，并据此进行调整和优化，从而提升用户接受度和品牌价值。第二，培育游戏赛事活动，增强玩家互动性。随着电子竞技的热度持续高涨，公司采取线上线下联动的方式加大宣传力度，线上与虎牙、斗鱼等直播平台合作，进行游戏直播和赛事解说，线下积极推动《问道手游》的“全民 PK 城市赛”活动，吸引玩家的持续关注。第三，拓展 IP 衍生边界，

推出文学、影视改编作品。为了深入拓展和完善游戏世界观，提升玩家人气和游戏认同感，公司邀请知名作家燕垒生执笔创作问道首部官方小说《问道：枪出无心》，希望以文学建设的方式，刻画出鲜活的问道世界观，加强玩家代入感。后续，在小说创作的基础上，将结合老玩家的意见，开启影视剧改编工作，进一步扩大 IP 衍生作品的范围。

图 42:《问道手游》四周年代言人张若昀明星大玩家田雨 图 43:《问道手游》线下“全民 PK 苏州城市赛”



资料来源：游戏官网，国元证券研究中心



资料来源：游戏官方微信公众号，国元证券研究中心

4.2 建设运营平台，投资优质研发团队，布局多元化产品线

4.2.1 雷霆游戏：坚持“精品化”导向游戏运营平台

雷霆游戏是公司旗下自主运营平台，负责游戏产品的运营与推广。近年来成功运营了《问道手游》以及《奇葩战斗家》、《长生劫》、《螺旋英雄谭》、《人偶馆绮幻夜》等多类产品，还代理了十余款 Roguelike 类游戏，逐渐形成该品类发行的标志性优势。

聚焦 Roguelike 类游戏。从研发角度来看，Roguelike 品类较易与其他游戏类型相结合，研发的灵活程度较高。而且该品类强调随机的游戏关卡以及多样化的道具装备，只有极具创意的游戏才能给玩家强烈的新鲜感，而这与吉比特提倡的“创意性研发”不谋而合。此外，通常这类游戏的研发成本较低，不会给公司带来较大的财务负担。
从运营角度来看，玩家对 Roguelike 类游戏的依赖度较高，一旦掌握核心玩法，可以在各种随机场景中享受到不同的游戏体验，后续通过贴合玩家需求的调整优化，可以维持相对稳定的运营状态，符合公司长线运营的理念。

2014 年公司发行了首款 Roguelike 文字冒险类独立游戏《地下城堡》，作为该品类的先驱产品，成功受到 Roguelike 原生玩家的喜爱，并长期稳定在 iOS 付费榜 TOP10 之列。凭借之前作品积累的玩家基础，2016 年上线的《不思议迷宫》成公司爆款，长时间占据着 iOS 付费榜 TOP1。随后，公司陆续推出了《地下城堡 2》、《贪婪洞窟 2》、《跨越星弧》、《异化之地》、《伊洛纳》等产品。2019 年 10 月发行的 Roguelike 动作冒险类游戏《失落城堡》，其 PC 版在 Steam 平台销量达百万，手游版本上线后连续 6 日占据 App Store 游戏免费榜榜首。

表 9：雷霆游戏代理的 Roguelike 类游戏主要产品列表

序号	游戏名称	客户端类型	上线时间	成绩表现
1	地下城堡	移动游戏	2014. 11	上线不久就冲入 App Store 付费榜第九位
2	魔法洞穴 2	PC 端游戏	2015. 06	
3	贪婪洞窟	移动游戏	2016. 03	
4	不思议迷宫	移动游戏	2016. 12	2017 年 11 月荣获全球 The Game Awards 2017 年度“Best Chinese Game”提名；App Store 已累计获得超过 17 万条的五星好评；截至 2019 年 12 月 31 日，累计注册用户数量超过 1,700 万
5	地下城堡 2：黑暗觉醒	移动游戏	2017. 06	获评游戏工委评选的“2017 年度十大最受欢迎原创移动单机游戏”；截至 2019 年 12 月 31 日，安卓端累计注册用户数量超 700 万
6	贪婪洞窟 2	移动游戏	2018. 11	上线首月，占据 App Store 游戏付费榜榜首长达 29 天
7	跨越星弧	移动游戏	2019. 03	
8	异化之地	移动/PC 游戏	2019. 05/2018. 08	上线当日便获得 TapTap 编辑推荐并荣登 TapTap 热门榜第 1 名
9	伊洛纳	移动游戏	2019. 08	上线后连续 9 天在 App Store 游戏免费榜排名前 3 名
10	超载地牢	PC 端游戏	2019. 08	
11	原力守护者	移动游戏	2019. 09	
12	失落城堡	移动游戏	2019. 10	获评游联社 2019 年度“最具人气游戏奖”；截至 2019 年 12 月 31 日，累计注册用户数量超过 500 万

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

TapTap 平台上 Roguelike 类游戏热度榜 TOP25 中，有 6 款来自雷霆游戏，市场占有率达 24%。同时公司下半年将推出一款 Q 版暗黑风 Roguelike 类 ARPG 手游《魔渊之刃》，目前 TapTap 评分为 9.2，预约人数超 35 万。

图 44：《魔渊之刃》TapTap 评分为 9.2，预约人数超 35 万


资料来源：TapTap，国元证券研究中心

相对于高流水的热门品类来说，Roguelike 属于小众游戏类型，存在一定流水上限，但公司通过多年发行 Roguelike 品类的发行积累的经验形成独到优势，构建差异化的产品结构，采取以量取胜战略，同时发行多款风格迥异的 Roguelike 类产品，收获良好表现。该品类仍然是公司之后运营的重点类型，未来有望持续贡献增量。

4.2.2 吉相资本：坚持互惠共赢投资平台

投资优质研发公司，斩获多款热门游戏。除了依靠自身的研发能力外，公司主要通过旗下股权投资平台吉相资本投资优质游戏研发商。

《最强蜗牛》上线，表现抢眼。公司持股 36.91%的青瓷数码旗下投资的优质研发商代表之一，代表产品《不思议迷宫》上线 6 天便成功闯入 iOS 付费榜第一，累计注册用户数超过 1700 万。6 月 22 日，青瓷数码自研自发的放置类手游《最强蜗牛》上线，由《不思议迷宫》原班团队打造。剧情设置上，玩家扮演一只企图拯救世界的蜗牛，开发者甚至以角色代入的方式通过剧情对话面向玩家进行吐槽和玩梗，增添游戏趣味性和新鲜感。核心玩法上，通过“庭院”放置收集资源，探索不同的地图获取随机内容，每个关卡根据地图的变化会有各异的玩法和剧情彩蛋，同时游戏中还设置了蜗牛养成系统，可以根据游戏时长和收集的装备及资源，完成角色升级进化，提供长线养成乐趣。画面设计上，采用手绘+克鲁鲁画风的结合，迎合搞怪和无厘头的荒诞风主题。游戏精准定位玩梗搞怪文化的泛二次元受众群体，联合知名网络喜剧《万万没想到》团队拍摄广告宣传片，在 B 站该视频播放量已经突破百万次，弹幕数超过 2000。游戏上线以来稳居 iOS 畅销榜 TOP5，目前排名第 4，免费榜连续一周占据首位，上线至今 iOS 渠道平均日流水收入接近千万。

图 45：无厘头搞怪手绘画风与放置玩法

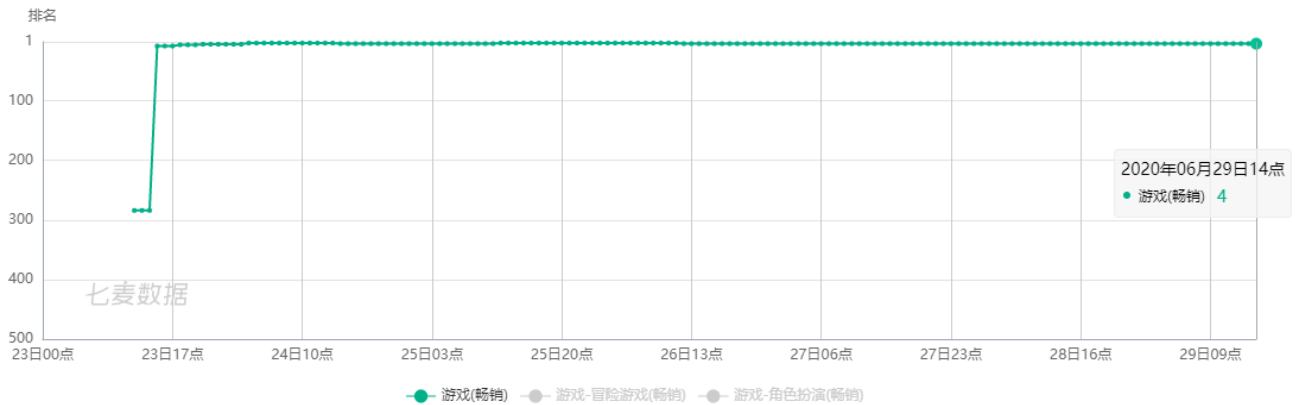
图 46：与《万万没想到》团队合作宣传短片



资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

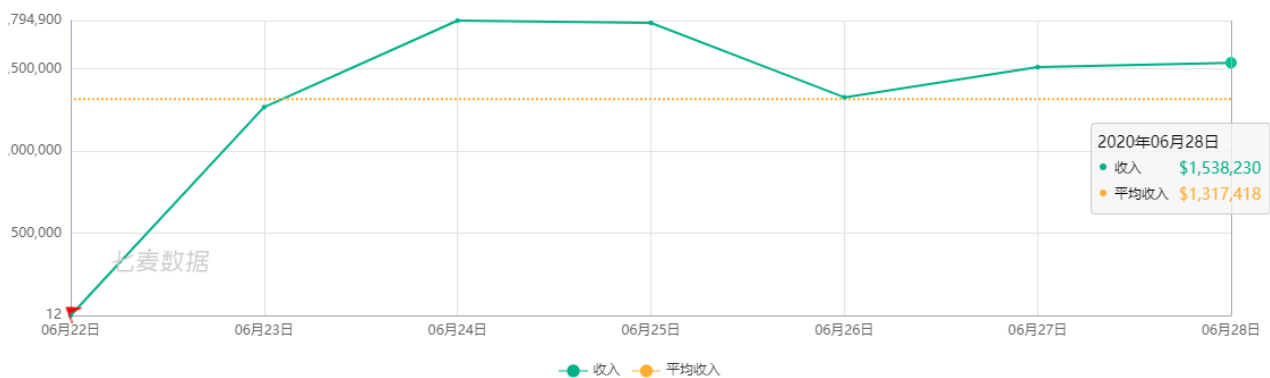
资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

图 47:《最强蜗牛》上线以来 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

图 48:《最强蜗牛》App Store 流水预估



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

表 10: 通过吉相资本主要参股公司及重点产品一览 (截止 2019 年报)

公司名称	持股比例	核心产品
青瓷数码	36.91%	《不思议迷宫》(累计注册用户超 1700 万)、《最强蜗牛》、《阿瑞斯病毒》
淘金互动	30.00%	《地下城 2: 黑暗觉醒》(安卓累计注册用户超 700 万)、《跨越星弧》
勇仕网络	20.00%	《碧蓝航线》(畅销榜最高 12 名, 日本畅销榜首位)、《猫咪挂机》
易玩网络	6.66%	开发和运营手游分享社区及第三方游戏下载平台 TapTap
Rayark	5.00%	Cytus (音乐世界)》、《Deemo (古树旋律)》、《兰空 V0EZ》
厦门真有趣	10.00%	《香肠派对》、《不休的乌拉拉》(畅销榜最高 12 名)
星空智盛	49.00%	《星海纷争》、《纪元: 变异》
广州百漫	6.48%	《西行纪》、《造物法则》、《绝行者》

资料来源：公司公告，吉相资本官网，国元证券研究中心

4.2.3 储备项目丰富，试水多品类

储备产品数量丰富，涉及 Roguelike、放置类、MMORPG、ARPG 多品类。公司素来重视游戏口碑，希望提高用户粘性，从而拉长产品的生命周期，所以储备项目的品类丰富，且侧重于更年轻化、多元化的放置类、Roguelike、模拟经营等游戏类型，其中《魔渊之刃》、《精灵魔塔》、《石油大亨》等游戏均已取得版号。公司对 Roguelike 类 ARPG 手游《魔渊之刃》预期较高，预计上线后的用户量在百万级别。数量方面，多款游戏预计今年上线，其中《纪元：变异》PC 版入选索尼中国之星计划，预计年内登录 PlayStation 和 Steam 游戏平台；《最强蜗牛》现已取得港澳台地区的发行权，预计年内可正式上线。

表 11：吉比特主要储备项目

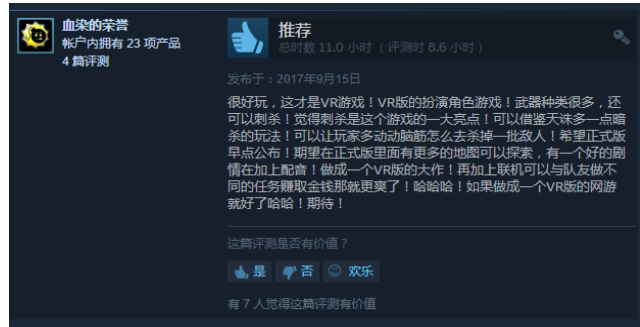
序号	游戏名称	客户端类型	游戏类型	自研/代理	预计上线时间	版号
1	魔渊之刃	移动游戏	Roguelike	代理	2020Q3	有
2	精灵魔塔	移动游戏	Roguelike	代理	2020 年下半年	有
3	石油大亨	移动游戏	模拟经营	代理	2020Q3	有
4	最强蜗牛	移动游戏	放置 RPG	代理	2020 年中（港澳台）	有
5	纪元：变异	PC 端游戏	ARPG	代理	2020 年	无
6	一念逍遥	移动游戏	放置	自研	2020Q3	无
7	冒险与深渊	移动游戏	放置养成	代理	2020Q4	无
8	巨像骑士团	移动游戏	策略	代理		无
9	不朽之旅：重生	移动游戏	放置	代理	2020Q3	无
10	军团	移动游戏	Rogue-lite	代理		无
11	荣誉指挥官	移动游戏	RTS	代理	2020Q4	无
12	白之物语	移动游戏	MMORPG	代理		无
13	复苏的魔女	移动游戏	二次元 RPG	代理		无
14	爱丽丝的精神审判	移动游戏	解谜推理	代理		无
15	四目神	移动游戏	解谜推理	代理		无

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

女性向、休闲类、VR 游戏领域初步试水。2019 年公司推出了女性向《人偶馆绮幻夜》和休闲类《下一把剑》两款新游，完成这两个领域的首次尝试，前者凭借灵异的画风和烧脑的解谜关卡，受到玩家的喜爱，目前 TapTap 评分 9.4。早在 2017 年，凭借对行业技术变革的高灵敏度，公司在 Steam 平台上线了《The Ranger: Lost Tribe》和《Deadly Hunter》两款免费 VR 游戏，分别收获 80.12% 和 82.23% 的好评率。当前 VR 行业正在快速发展，公司前期的 VR 游戏试水，有利于提前积攒用户反馈，从而进行优化调整，同时也降低了试错成本。为避免单一产品依赖，未来公司将组建多元化的产品结构，尝试女性向、超休闲等新型赛道。

图 49: 《人偶馆绮幻夜》TapTap 评分 9.4


资料来源: TapTap, 国元证券研究中心

图 50: 《The Ranger: Lost Tribe》玩家测评


资料来源: Steam, 国元证券研究中心

重点 IP 《M68》仍在研发中。重点项目《M68》类似于一个产品树，在整体 IP 框架下，衍生出不同量级的产品，这些产品会共用一样的技术、测试、美术平台，但在具体玩法和风格上将有所区别。在剧情设计上，公司已与阅文、韩寒工作室有小说合作的计划，为日后的长线运营奠定基础。主要的游戏类型定位于类沙盒、SLG 游戏。鉴于需要搭建一个强大的 IP 世界观体系，且研发团队同时也在解决服务器端的代码优化、整体研发平台技术升级等研发痛点，《M68》的研发过程将持续一个较长周期。

4.3 加快出海步伐，扩大市场份额

海外战略已取得初步成效。公司目前的海外战略主要分为两个阶段。第一阶段为成长期，公司在《问道》端游大获成功后便开始计划进军海外市场，2007 年公司推出《逍遥 Online》（《问道》台湾版），完成了大陆以外地区发行的首次尝试。第二阶段为发展期，自 2017 年下半年开始，公司开启产品线布局，初步策略是国内成熟产品的海外移植，主要包括《问道手游》海外版、《地下城 1、2》海外版（英文名《Dungeon Survivor I、II》）、《长生劫》海外版（英文名《Tomb Survivor》）、《末日希望（Fury Survivor）》。其中，《末日希望（Fury Survivor）》上线首日就取得 iOS 港澳台地区免费榜 TOP1 的好成绩。这些产品逐步形成了 Survivor 产品线，为公司攒了良好的海外玩家口碑。随后，公司进行品类拓展，发行了卡牌格斗类《魔女兵器（Witch Weapon）》和跑酷类《永不言弃：黑洞！（Give it up! Bouncy）》等产品，建立起一定的产品线优势。随着海外产品通道的逐步扩大，公司的海外影响力得到有效提升，带动雷霆游戏成功进入 2020 年 4 月中国手游全球收入 TOP30 厂商榜。

表 12: 2020 年 4 月中国手游全球收入 TOP30 厂商（App Store+Google Play）

序号	厂商	排名变动	序号	厂商	排名变动
1	腾讯	-	16	悠星网络	-5
2	网易	-	17	壳木游戏	-
3	莉莉丝	-	18	玩友时代	+1
4	Funplus	-	19	4399 游戏	-3
5	灵犀互娱	-	20	多益网络	-5
6	完美世界	-	21	有爱互娱	-3
7	龙创悦动	+1	22	紫龙游戏	-
8	IGG	+1	23	时空幻境	-

9	游族网络	-2	24	智明星通	-
10	三七互娱	-	25	米哈游	-
11	友塔游戏	+1	26	掌趣科技	-5
12	博乐科技	+1	27	创酷互动	-1
13	哔哩哔哩	新入	28	龙腾简合	+2
14	乐元素	+6	29	心动网络	-1
15	沐瞳科技	-1	30	雷霆游戏	新入

资料来源：Sensor Tower，国元证券研究中心

积极拓展海外业务，组织结构全面升级。产品方面，目前公司已取得《最强蜗牛（港澳台版）》、《古代战争》、《呆萌骑士》、《伊洛纳（Elona）》、《跨越星弧》、《不朽之旅：重生》等多款产品的海外发行权，涵盖 Roguelike、挂机放置、休闲等多个品类。同时，鉴于 SLG 品类在海外市场的接受度较高，重点产品《M68》也将定位于海外市场。在组织结构方面，公司海外业务团队核心人员均拥有海外知名发行公司的工作经验，具备较强的海外发行能力，同时公司于 2019 年 5 月、7 月新设立了日本子公司日本雷霆游戏和香港子公司香港雷霆信息，进一步完善了海外发行体系。未来公司将利用海外分支机构实行本地化战略，进行更多品类的发行尝试，以期提升公司的海外市场份额。

5、估值分析与投资建议

公司长线长线运营能力出众，头部产品《问道手游》为公司贡献稳定流水。旗下发行平台雷霆游戏代理有多款精品手游，并在 Roguelike 领域积累了独特优势，今年储备项目已公布 10 余款产品，涉及 Roguelike、放置、ARPG 等多品类，并通过吉相资本投资和绑定数家优质研发商，进一步丰富代理产品矩阵，扩大收入增量。

核心假设：

(1) 联合运营：即公司将自主研发或获得授权的游戏产品，与第三方应用平台（App Store 及各类安卓渠道）共同协作、共同开展游戏的发行及推广，主要为公司手游产品。考虑到存量产品稳定运营和目前已经公布的待上线手游贡献增量，预计 2020-2022 年实现收入 14.51/17.21/20.33 亿元，分别增长 34%/19%/18%。

(2) 自主运营：公司自主运营平台发布，由公司负责发行及推广的运营模式，标的产品来自于公司自主研发及外部公司研发。一方面《问道手游》保持稳定运营，2019 年公司代理产品数量明显增加，20 年储备有《魔渊之刃》、《精灵魔塔》、《最强蜗牛》、《一念逍遥》等多款产品，考虑到公司自有运营平台雷霆游戏自主运营游戏数量的增加，预计 2020-2022 年实现收入 12.22/15.19/18.22 亿元，分别增长 39%/24%/20%。

(3) 授权运营：公司自主研发的游戏授权给外部运营商，由其进行发行及推广的运营模式。这部分收入主要为《问道》端游授权光宇游戏运营发行，公司不负责开展市场推广活动。预计 2020-2022 年实现收入 2.06/1.96/1.80 亿元，分别增长-0.3%/-5%/-8%。

我们预计 2020-2022 年，实现营业收入 28.83/34.41/40.43 亿元，同比增长 33%/19%/18%，实现归母净利润 11.18/12.98/14.96 亿，同比增长 38%/16%/15%，对应 EPS 15.56/18.05/20.81，PE31x/26x/23x，给予“买入”评级。

6、风险提示

依赖单一产品，新游戏上线表现不及预期，老游戏流水过快下滑。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	968.40	380.30	1660.31	3046.25	4709.13
现金	139.65	1.82	987.94	2414.19	3983.31
应收账款	70.27	24.57	56.79	57.41	71.39
其他应收款	252.68	127.31	261.64	275.50	338.01
预付账款	2.97	1.89	3.83	4.10	5.05
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	502.84	224.71	350.12	295.05	311.35
非流动资产	1141.20	1456.75	1340.29	1323.05	1290.19
长期投资	769.89	1054.69	959.76	991.40	980.86
固定资产	21.34	206.48	173.17	139.85	106.54
无形资产	12.19	11.28	11.28	11.28	11.28
其他非流动资产	337.79	184.29	196.07	180.51	191.52
资产总计	2109.60	1837.05	3000.60	4369.30	5999.32
流动负债	197.47	241.93	258.70	278.80	297.75
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	41.52	65.61	88.83	106.81	126.57
其他流动负债	155.95	176.32	169.87	171.99	171.19
非流动负债	4.30	1.97	3.29	3.14	2.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4.30	1.97	3.29	3.14	2.81
负债合计	201.77	243.90	261.98	281.94	300.57
少数股东权益	0.00	0.00	355.20	767.37	1242.52
股本	71.88	71.88	71.88	71.88	71.88
资本公积	1091.58	1124.86	1124.86	1124.86	1124.86
留存收益	809.12	424.12	1182.92	2121.07	3257.50
归属母公司股东权益	1907.83	1593.15	2383.42	3319.99	4456.24
负债和股东权益	2109.60	1837.05	3000.60	4369.30	5999.32

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	904.61	1297.05	1020.88	1775.93	1786.46
净利润	918.36	1066.23	1473.41	1709.74	1970.99
折旧摊销	12.15	44.43	33.31	33.31	33.31
财务费用	-24.01	-17.02	-25.49	-40.42	-72.43
投资损失	-69.57	-31.15	-45.10	-45.10	-45.10
营运资金变动	-27.38	128.09	-368.36	76.57	-94.79
其他经营现金流	95.06	106.47	-46.89	41.83	-5.53
投资活动现金流	-881.22	-159.97	267.82	-29.15	69.84
资本支出	485.60	58.53	0.00	0.00	0.00
长期投资	472.40	206.56	-153.00	51.00	-17.00
其他投资现金流	76.78	105.12	114.83	21.85	52.84
筹资活动现金流	-319.98	-851.02	-302.59	-320.52	-287.18
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-90.64	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	70.37	33.28	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-299.85	-884.30	-302.59	-320.52	-287.18
现金净增加额	-280.05	293.40	986.12	1426.25	1569.12

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1654.70	2170.37	2883.23	3441.69	4042.54
营业成本	128.41	205.32	276.87	333.36	394.84
营业税金及附加	12.06	13.98	19.90	23.45	27.41
营业费用	133.72	225.10	320.82	408.34	508.77
管理费用	122.67	185.22	221.93	264.92	311.17
研发费用	287.02	332.18	457.62	568.39	687.47
财务费用	-24.01	-17.02	-25.49	-40.42	-72.43
资产减值损失	-25.38	-68.50	-13.55	-13.55	-13.55
公允价值变动收益	0.00	12.61	0.00	0.00	0.00
投资净收益	69.57	31.15	45.10	45.10	45.10
营业利润	1065.34	1230.26	1700.12	1972.81	2274.25
营业外收入	0.08	0.02	0.06	0.05	0.05
营业外支出	0.19	0.04	0.12	0.12	0.12
利润总额	1065.23	1230.24	1700.06	1972.74	2274.18
所得税	146.87	164.01	226.65	263.00	303.19
净利润	918.36	1066.23	1473.41	1709.74	1970.99
少数股东损益	195.39	257.04	355.20	412.17	475.15
归属母公司净利润	722.97	809.19	1118.21	1297.57	1495.84
EBITDA	1053.48	1257.67	1707.94	1965.70	2235.14
EPS (元)	10.06	11.26	15.56	18.05	20.81

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	14.91	31.16	32.84	19.37	17.46
营业利润(%)	23.84	15.48	38.19	16.04	15.28
归属母公司净利润(%)	18.58	11.93	38.19	16.04	15.28
获利能力					
毛利率(%)	92.24	90.54	90.40	90.31	90.23
净利率(%)	43.69	37.28	38.78	37.70	37.00
ROE(%)	37.90	50.79	46.92	39.08	33.57
ROIC(%)	121.32	2796.54	413.49	715.48	673.59
偿债能力					
资产负债率(%)	9.56	13.28	8.73	6.45	5.01
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00	0.00%	0.00
流动比率	4.90	1.57	6.42	10.93	15.82
速动比率	4.90	1.57	6.42	10.93	15.82
营运能力					
总资产周转率	0.63	1.10	1.19	0.93	0.78
应收账款周转率	11.12	26.86	34.12	29.86	30.58
应付账款周转率	2.90	3.83	3.59	3.41	3.38
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	10.06	11.26	15.56	18.05	20.81
每股经营现金流(最新摊薄)	12.58	18.04	14.20	24.71	24.85
每股净资产(最新摊薄)	26.54	22.16	33.16	46.19	61.99
估值比率					
P/E	47.39	42.34	30.64	26.41	22.91
P/B	17.96	21.51	14.38	10.32	7.69
EV/EBITDA	31.13	26.08	19.20	16.68	14.67

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。

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

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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间接损失承担任何责任。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告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。

免责条款

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，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

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