

核心 IP 稳中求进，差异化爆款产品迭出

——吉比特 (603444) 首次覆盖报告

增持 (首次)

日期: 2021 年 03 月 10 日

报告关键要素:

吉比特集游戏研发、运营于一体。目前,公司核心 IP《问道》《问道手游》实现长线运营,维持强劲表现,为业绩中坚;21 年 2 月上线自研自发《一念逍遥》成为爆款,以差异化的修仙/放置品类产品突围畅销榜;运营平台雷霆游戏已树立 Rouge 优势,并拓展代理更多放置类产品。公司不断以差异化产品打入市场并逐步构筑起在如上细分赛道的壁垒,看好新品类扩张及商业化成熟下公司持续输出爆款产品的能力。

投资要点:

经典 IP 保持长青,为业绩中坚力量:《问道》IP 体现公司长线运营能力,2019 年合计收入、毛利润分别占比 81.03%/86.68%。《问道》端游自 06 年运营至今,19 年营收贡献仍接近 2 亿;《问道手游》用户和营收持续增长,19 年贡献营收 15.76 亿,据七麦数据 iOS 畅销榜排名,20 年排名较 19 年日平均排名从 28.44 升至 25.85 名。经多年运营已验证吉比特长线运营实力,《问道》IP 稳定的利润贡献成为公司布局新品的强大后盾。

从新游表现看产品差异化打法成功,从拟上新品看用户扩圈:吉比特自研自发的《一念逍遥》上线后表现强劲,在竞争激烈的春节档期中仍排名当月手游收入榜 Top10;发行上,《一念逍遥》未选择上架传统渠道,仅选择 B 站联运,这一选择体现了公司对产品实力的自信,从超预期的市场表现来看亦证明了优质产品可摆脱渠道依赖。年内定档的还有代理产品《摩尔庄园》(6.1 上线),该产品为自带流量基础的休闲养成类游戏,有望扩大雷霆游戏的用户群体。

参股多家精品 CP+拥有口碑突出的雷霆游戏平台,保障充足精品游戏代理:公司已确立聚焦于 MMO/SLG/放置挂机类三大赛道,有望以自研 SLG/放置拓展海外增量市场;运营平台雷霆游戏经验丰富,形成 Rogue 赛道的强大竞争力,并已将优势延展至放置挂机类,“雷霆村”App 上线测试,有望提升品牌认知度并增强玩家黏性;参股公司开发多款优质产品,与雷霆平台形成较强协同优势,可保障充足优质代理产品供应。

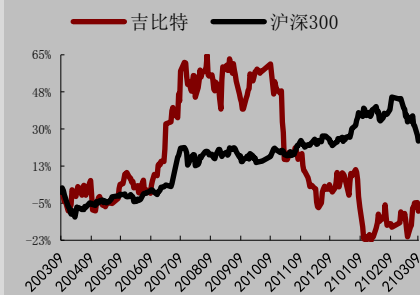
盈利预测与投资建议:预计公司 20-22 年实现营收 26.29/36.77/44.42 亿元,归母净利润 10.70/14.42/16.92 亿元,对应 PE 分别为 24.18/17.94/15.29X。首次覆盖,给予“增持”评级。

风险因素:市场竞争加剧、产品上线推迟或表现不及预期、老游流水下降、市场风险偏好波动。

基础数据

行业	传媒
公司网址	
大股东/持股	卢竑岩/30.39%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	71.86
流通A股(百万股)	71.86
收盘价(元)	360.00
总市值(亿元)	258.71
流通A股市值(亿元)	258.71

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: WIND、万联证券研究所
数据截止日期: 2021 年 03 月 09 日

相关研究

分析师:	夏清莹
执业证书编号:	S0270520050001
电话:	075583228231
邮箱:	xiaqy1@wlzq.com.cn
研究助理:	杨岚
电话:	17620199511
邮箱:	yanglan1@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,170	2,629	3,677	4,442
增长比率(%)	31.2%	21.1%	39.9%	20.8%
净利润(百万元)	809	1,070	1,442	1,692
增长比率(%)	11.9%	32.2%	34.8%	17.4%
每股收益(元)	11.26	14.89	20.07	23.55
市盈率(倍)	32.0	24.2	17.9	15.3

资料来源: Wind、万联证券研究所

目录

1、以研发起家，现已形成研发、运营、投资全方位布局	4
1.1 发展历程：以《问道》立身，A股精品化游戏稀缺标的	4
1.2 内生动力：稳定的股权结构、充足且完善的人才激励	6
1.2.1 股权结构：实控人行业经验丰富，股权结构清晰稳定	6
1.2.2 管理团队：良好人才激励，形成可持续创意生成机制	7
1.2.3 研发布局：自下而上的兴趣导向+自上而下的赛道聚焦	8
1.3 业务布局：研发、运营并举	9
1.3.1 经营模式：研运一体化，自主运营比重不断增加	9
1.3.2 运营平台：雷霆游戏立足Rogue优势，不断推口碑之作树立精品形象	10
1.3.3 投资平台：内部孵化+外部合作扩大精品游戏池	13
1.4 经营状况：主力产品带动增长，财务指标健康	15
2、精细化运营能力强，经典IP保持长青	17
2.1 核心业绩贡献：《问道》、《问道手游》	17
2.1.1 《问道》端游：06年运营至今，年营收贡献仍接近2亿	17
2.1.2 《问道手游》：老IP焕发新活力	19
2.2 IP长青的原因：精细化运营——全方位、多角度的IP运营	21
2.2.1 强势赛道的经典IP	21
2.2.2 以玩家为本的运维	22
2.2.3 多营销方式并举，扩大IP影响力	23
2.2.4 全方位、多角度的IP拓展	23
2.2.5 构建游戏社区、组织PK赛，提高游戏粘性	24
3、成长看点：新品类扩张、商业化能力不断成熟	24
3.1 差异化产品：打造修仙、放置品类标杆性产品，并为后续代理铺路	24
3.1.1 《一念逍遥》：修仙题材+放置玩法，成为同品类的佼佼者	24
3.1.2 标杆性产品后，再推同类产品构筑细分赛道壁垒	26
3.2 商业化成熟：兼顾核心用户与泛用户，入局买量	27
3.3 布局SLG，拓展海外增量市场	28
4、盈利预测与投资建议	30
5、风险提示	31
图表 1：公司在营产品一览	5
图表 2：2019年度吉比特流水前五位游戏（单位：亿元）	6
图表 3：公司前十大股东持股情况	6
图表 4：2020年度股权激励计划	7
图表 5：2016-2019公司员工构成（按专业）	8
图表 6：2016-2019公司员工构成（按学历）	8
图表 7：2017-2020Q3研发费用	9
图表 8：公司及行业平均研发费率对比	9
图表 9：2015-20H1公司业务收入构成：自研比重不断增加	10
图表 10：2015-20H1公司业务收入情况（单位：亿元）	10
图表 11：公司主要Rogue风格游戏上线首周平均畅销榜排名不断走高	11
图表 12：TapTap平台Rogue like游戏热度榜Top20中雷霆游戏占据7席	12
图表 13：吉比特Rogue+游戏产品一览	13

图表 14: 吉相天成基金投资主要游戏公司情况 (不完全统计)	13
图表 15: 吉相投资参股游戏公司情况	14
图表 16: 吉比特 2013-2020Q3 长期股权投资	14
图表 17: 2015-2020Q3 公司营业收入	15
图表 18: 2015-2020Q3 公司扣非归母净利润	15
图表 19: 2014-2020Q3 公司销售毛利率、净利率	16
图表 20: 20Q1-Q3 公司销售毛利率与同行对比	16
图表 21: 2015-2020Q3 公司费率情况	16
图表 22: 2015-20Q1-Q3 公司现金流情况 (单位: 亿元)	16
图表 23: 吉比特商誉占总资产比值与同行对比	17
图表 24: 吉比特历年分红比例与同行业对比	17
图表 25: 《问道》游戏海报	18
图表 26: 《问道》近三年营业收入情况 (亿元)	18
图表 27: 近三年全国客户端游戏市场销售收入 (亿元)	18
图表 28: 《问道》近三年 MAU 与 ARPU 情况	19
图表 29: 《问道》近三年营收占比与毛利占比情况	19
图表 30: 《问道手游》累计注册用户 (单位: 万人)	20
图表 31: 《问道手游》iOS 畅销榜排名相对稳定	20
图表 32: 《问道手游》近三年营业收入情况 (亿元)	20
图表 33: 《问道手游》近三年 MAU、ARPU	20
图表 34: 《问道手游》近三年营收占比与毛利占比情况	21
图表 35: 同时期上线类似游戏的热度趋势	21
图表 36: 2020H1 收入前 100 移动游戏产品流水占比	22
图表 37: 2020 年收入前 100 移动游戏产品流水占比	22
图表 38: 《问道手游》iOS 畅销榜排名随版本更新变动	23
图表 39: 《问道》IP 多衍生品+影游联动的运营思路	24
图表 40: 《一念逍遥》畅销榜排名走势	25
图表 41: 《一念逍遥》位于 2021 年 2 月中国 App Store 手游收入榜 Top10	25
图表 42: 《鬼谷八荒》在 Steam 上峰值在线人数超 18 万	26
图表 43: 放置类游戏兼容多种核心玩法	26
图表 44: 公司目前储备产品一览	27
图表 45: 《一念逍遥》买量上较为克制	27
图表 46: SLG 品类在 2019 年全球各类别手游收入中居第二	29
图表 47: App Annie 2021 年 1 月中国厂商出海应用收入 TOP30	29
图表 48: 历年 TGA 年度游戏汇总	30

1、以研发起家，现已形成研发、运营、投资全方位布局

1.1 发展历程：以《问道》立身，A股精品化游戏稀缺标的

吉比特的主营业务为研发、运营、代理网游及手游，拥有精品化游戏集散地——雷霆游戏，雷霆游戏凭借多年运营积累，已以优质口碑占领玩家心智；公司主要产品包括2006年推出的网络游戏《问道》以及2016年4月上线的《问道手游》。20H2以来，公司自研及代理游戏爆款频出，以差异化产品形成显著区隔，强化在特色细分领域的壁垒与优势。

- 1) **公司沿革：**公司前身为成立于2004年3月26日的吉比特网络有限公司，2009年12月23日经全体董事同意，整体变更设立为股份公司。2017年1月4日公司于上交所上市，募资净额为人民币9亿元，成为截至目前A股最后一家上市的游戏公司，自吉比特上市后A股市场4年来对游戏公司再未纳新。
- 2) **产品历程：**公司王牌产品《问道》为Q版写实回合制RPG，于2006年4月开始正式公测，同年6月开始正式运作，2008年在线人数突破80万。2016年《问道》手游版上线，17年《问道手游》海外版上线。截至2020年6月30日，《问道手游》累计注册用户已超4300万，2020年上半年在App Store游戏畅销榜平均排名为第23名，最高至榜单第6名。

公司自研及代理产品以Roguelike游戏为主导，并向修仙放置等品类延伸。公司目前自研已上线产品包括《问道》、《问道手游》、Roguelike游戏《异化之地》、轻竞技游戏《奇葩战斗家》、修仙放置游戏《一念逍遥》；主要代理游戏《不思议迷宫》、《地下城堡2》及《跨越星弧》为参股公司所研发。《不思议迷宫》为青瓷数码研发的Roguelike+RPG游戏，凭借优秀品质在App Store已累计获得超过9万条的五星好评及推荐；《地下城堡2》及《跨越星弧》为淘金互动研发，截至20H1《地下城堡2》安卓版累计注册用户已超800万。21年2月自研游戏《一念逍遥》上线表现亮眼，在当月国内手游收入榜排名第10，验证吉比特在修仙放置品类上的实力。

代理游戏种类较为多样，涉及Roguelike、解谜、RPG、策略卡牌、放置等。公司目前代理游戏类型主要为RPG类型，细分方向包括：1) 以一系列随机生成关卡的地牢、回合制战斗等为特点的Roguelike类，代表产品为《贪婪洞窟》、《贪婪洞窟2》、《伊洛纳》及《失落城堡》；2) 其他RPG类的细分方向，如以《魔渊之刃》为代表的ARPG、以《螺旋英雄潭》为代表的SRPG、以《下一把剑》为代表的合成消除RPG等；3) 策略类休闲游戏，包括策略卡牌《五行师》、策略竞技《荣誉指挥官》等；4) 休闲养成类游戏，包括即将推出的《摩尔庄园》等。

图表1：公司在营产品一览

名称	类型	风格	玩法	上线时间
问道	自研	中国风	回合制 MMORPG	2006
斗仙	自研	神话	3DMMORPG	2013/7/1
问道手游	自研	中国风	回合制 MMORPG	2016/4/20
不思议迷宫	代理/参股公司研发	-	Roguelike+RPG	2016/12/1
地下城堡2：黑暗觉醒	代理/参股公司研发	暗黑	模拟经营+探险	2017/6/1
贪婪洞窟	代理	美漫式线绘风	Roguelike	2018/2/27
长生劫	代理	-	单机解谜	2018/6/28
奇葩战斗家	自研	-	轻竞技	2018/9/13
贪婪洞窟2	代理	克鲁苏风格	Roguelike+RPG	2018/11/29
螺旋英雄潭	代理	日系	SRPG	2019/1/9
跨越星弧	代理/参股公司研发	星际+暗黑	TRPG 元素+Roguelike	2019/3/14
异化之地	自研	克鲁苏风格	Roguelike 元素+动作闯关	2019/5/16
末日希望	代理	像素风	RPG	2019/6/5
伊洛纳	代理	日式+像素风	Roguelike	2019/8/29
下一把剑	代理	西方魔幻	合成消除 RPG	2019/11/7
失落城堡	代理	暗黑	Roguelike+动作冒险	2020/3/25
五行师（二次发行）	代理	东方神话	策略卡牌	2020/4/2
匠木	代理	传统文化	益智解谜	2020/6/10
最强蜗牛(港澳台)	代理	漫绘	放置养成	2020/6/22
荣誉指挥官	代理	多面体画风	策略竞技	2020/9/1
不朽之旅	代理	暗黑	放置养成	2020/9/10
魔渊之刃	代理	暗黑	ARPG	2020/9/16
像素危城	代理	像素+暗黑	ACT	2021/1/21
一念逍遥	自研	水墨国风	放置养成	2021/2/1

资料来源：公司公告、万联证券研究所

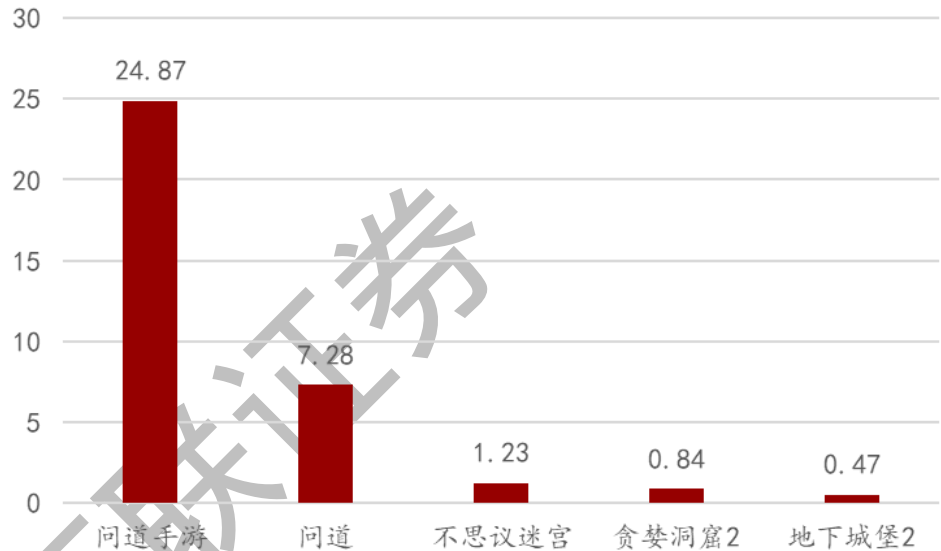
21年为产品大年，业绩增速可期。1月21日、2月1日分别上线新游《像素危城》、《一念逍遥》覆盖废土生存ACT、修仙放置，Q2上线《摩尔庄园》为自带流量基础的休闲养成类产品，产品间形成鲜明区隔，有望吸引不同偏好的玩家，新游上线业绩增量有较大弹性。

3) 子公司情况：2011年公司设立厦门雷霆互动网络有限公司，主要业务为大型客户端网络游戏、网页游戏、手机游戏及iPad平台游戏等的研发及运营推广；2015年公司设立互联网出版服务平台艺帆科技，业务涵盖互联网主体准入与产品合规审批运营服务、法律与知识产权服务、互联网行业政策研判服务等。截至20H1该子公司已成功办理游戏产品版号140个。

吉比特坚持精细化的长期运营路线，重视产品的品质维护与客服工作，能够针对玩家意见及市场反响快速响应并持续迭代，使其核心自研产品《问道》及《问道手游》

保持较高的口碑与人气，为公司的收入中坚力量。除自研产品外，公司通过旗下自主运营平台雷霆游戏，代理了多款精品手游，扩充公司产品线的同时，也带来了稳定的现金流。比较有代表性的为《不思议迷宫》，通过自主运营+联合运营的方式，自2016年12月上线以来，在AppStore累计获得超过17万条的五星好评。截至2020年6月30日，其累计注册用户数量超过1800万。

图表2：2019年度吉比特流水前五位游戏（单位：亿元）



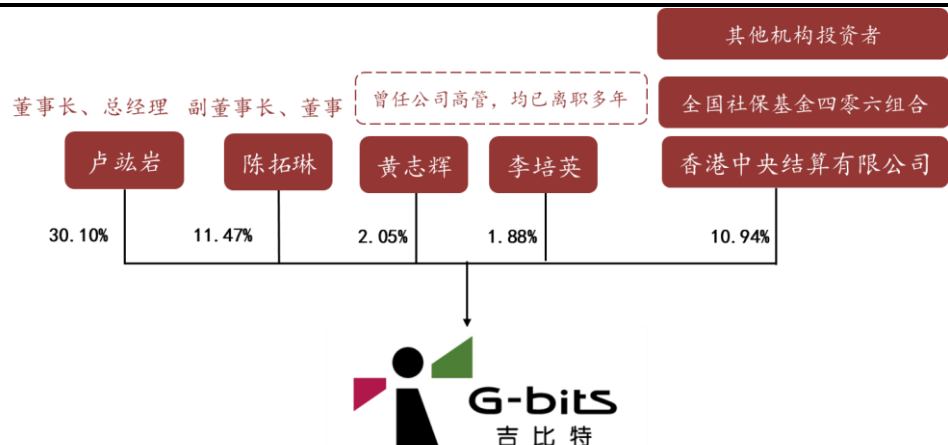
资料来源：公司2019年报、万联证券研究所

1.2 内生动力：稳定的股权结构、充足且完善的人才激励

1.2.1 股权结构：实控人行业经验丰富，股权结构清晰稳定

公司股权集中度较高，实控人经验丰富。公司实控人为董事长、总经理卢竑岩，其持有公司股份的30.1%；第二大股东为副董事长陈拓琳，股份占比为11.47%。卢竑岩从事IT行业二十余年，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，对游戏制作有深刻理解。前十大股东中，机构持股占比达10.94%，充分彰显机构投资者对公司价值的认可及发展的看好。

图表3：公司前十大股东持股情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：截至20Q3季末。

1.2.2 管理团队：良好人才激励，形成可持续创意生成机制

公司的管理团队多由从事网络游戏行业多年的资深人士担任，在技术、市场方面均有深刻理解，有利于公司长期发展。在核心技术团队和管理团队的建设上，卢竑岩引入和培养了高岩、胡兆彬、王呈、王磊、梁彤及付强等公司核心人员，赢得了公司广大员工的信任，树立了较高的威信。其中高岩曾任武汉凡谷电子技术股份有限公司董事会秘书，于2009年加入公司，现任公司董事、董秘及副总经理；胡兆彬曾任厦门翔通信息科技有限公司无线开发工程师及厦门享联科技有限公司软件工程师，于2007年加入公司，为《问道手游》制作人。

公司的管理团队以卢竑岩为核心导向，保证公司战略有效落地。卢竑岩主导了公司的业务发展方向、技术开发及团队建设，其专业背景、技术研发能力、经营管理水平使其在发行人管理团队中具有很强的凝聚力、影响力和支配力，对公司的技术研发、经营管理和未来发展具有重要和决定性的作用。

公司对人才高度重视，员工激励有效、丰富、全面。1) 公司薪酬体系兼顾竞争力与公平：公司定期开展薪酬调研，根据市场数据调整公司整体薪酬水平，保证公司薪酬在市场上的竞争性。而公司内部，根据各岗位价值确定合理的岗位薪酬，并于每季度开展绩效考核，将绩效考核结果应用于薪酬调整和年终奖分配，以保证薪酬的内部公平性。2) 除向员工提供高于市场水平的薪资福利以外，公司更提供免息住房贷款、股票期权等激励：公司制定了《公司员工购房借款管理办法》，投入自有资金向满足条件的员工提供首套住房的购房借款。公司还于2017年实施了股权激励计划，向23名技术及业务骨干、中高层人员授予限制性股票；2020年度再次实施股权激励计划，向49人授予69万股，进一步加强员工与公司利益的一致性。

图表4：2020年度股权激励计划

行权期		业绩考核目标
首次授予的股票期权	第一个行权期	公司需满足下列两个条件之一：1、以2019年营业收入为基数，2020年营业收入增长率不低于20%；2、以2019年净利润为基数，2020年净利润增长率不低于15%
	第二个行权期	公司需满足下列两个条件之一：1、以2019年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于40%；2、以2019年净利润为基数，2021年净利润增长率不低于25%
	第三个行权期	公司需满足下列两个条件之一：1、以2019年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于60%；2、以2019年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于35%
预留授予的股票期权（若预留部分于2020年12月31日前授予，含2020年12月31日）	第一个行权期	公司需满足下列两个条件之一：1、以2019年营业收入为基数，2020年营业收入增长率不低于20%；2、以2019年净利润为基数，2020年净利润增长率不低于15%
	第二个行权期	公司需满足下列两个条件之一：1、以2019年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于40%；2、以2019年净利润为基数，2021年净利润增长率不低于25%

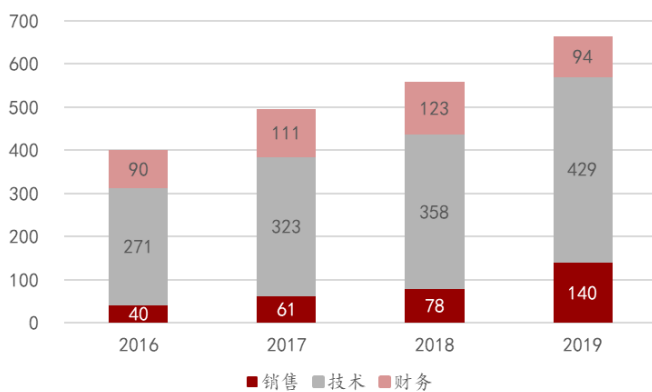
	第三个行权期	公司需满足下列两个条件之一：1、以2019年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于60%；2、以2019年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于35%
预留授予的股票期权（若预留部分于2020年12月31日后授予）	第一个行权期	公司需满足下列两个条件之一：1、以2019年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于40%；2、以2019年净利润为基数，2021年净利润增长率不低于25%
	第二个行权期	公司需满足下列两个条件之一：1、以2019年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于60%；2、以2019年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于35%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

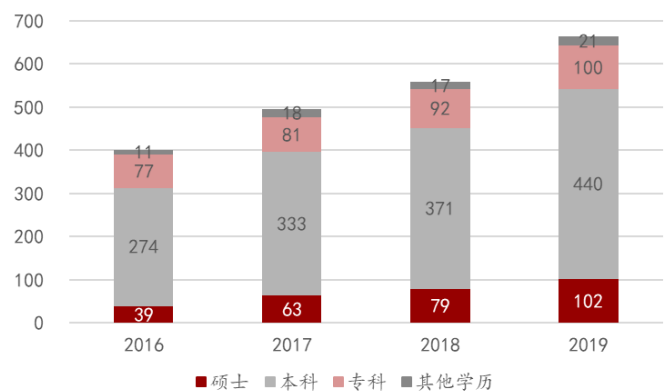
从员工利益出发，公司重视员工的长期发展，并展开多项培训计划。1) 专业能力培训：公司着力搭建和完善培养体系，定期邀请行业大咖和技术牛人到公司分享游戏研发和运营经验。对于中高层管理人员亦定期开展管理培训课程，助其提升管理技能。2) 个人素养及企业文化：公司利用公司内外部培训资源积极开展各类培训活动，有效组织新员工入职培训、企业文化培训、管理人员培训、安全培训、运动健身及健康护理培训等，提升员工个人及职业素养。3) 提供竞争环境和机会：公司每年组织程序设计、美术方面的比赛，由公司资深员工进行点评辅导，加强技能、知识在新老员工之间的流动，帮助员工有效提高个人能力。

上市以来公司人才数量不断上升，结构不断优化。公司员工总数(含母公司及子公司)由2016年的401人上升至2019年的663人，其中技术人员由271人增加至429人，占总员工比例基本稳定在65%左右。员工学历不断优化，本科及以上学历占比由2016年78%持续上升至2019年的82%。

图表5：2016-2019公司员工构成（按专业）



图表6：2016-2019公司员工构成（按学历）



资料来源：Wind、万联证券研究所

资料来源：Wind、万联证券研究所

1.2.3 研发布局：自下而上的兴趣导向+自上而下的赛道聚焦

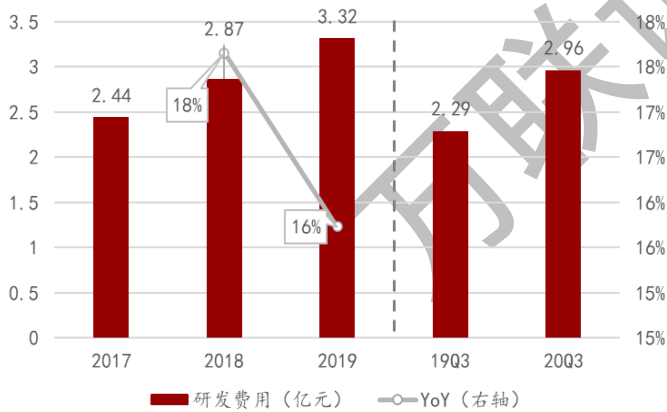
自主研发能力直接决定了一款游戏的可玩性、稳定性及平衡性，从而对游戏质量及吸引力产生间接影响。经过多年的探索和积累，公司取得了众多的游戏技术及设计应用创新，可快速针对不同平台、框架进行游戏搭建，提高产品的研发效率，缩短开发周期。研发中台建设上，公司设立了技术中心、艺术中心及测试中心。其中，技术中心聚焦于游戏研发过程中的通用技术及行业前沿技术的集中研究，为各研发项目提供更有力的技术支持。技术中心目前主要研发GS语言编译器以及周边工具、对于游

戏研发过程中复用性技术工作进行模块化、框架化、标准化工作等。此外，技术中心还关注探索AI、VR、AR和MR领域相关技术。公司以研发起家，美术相对薄弱，设立艺术中心旨在培养美术人才，为内外部团队提供美术方案，管理美术资源等。测试中心主要承接部分项目的测试工作。

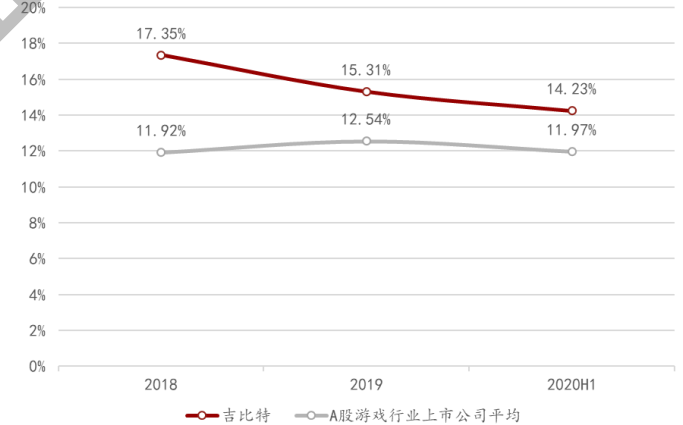
公司过去以“兴趣导向”为开发理念，未来会在赛道上进一步收敛，聚焦于MMORPG/SLG/放置挂机类，不盲目追逐热点趋势。截至20H1，公司共有369名研发人员，占公司员工总数的55.24%。未来，研发人员会保持稳步递增，不会盲目扩张。研发理念上，公司兼顾制作人的兴趣与大方向的赛道选择，以便更好地复用既有经验与资源；积极与玩家进行沟通，将玩家需求和意见反馈到游戏中。

持续高研发投入提供创新保障，公司研发成果丰富。公司自2017年来研发费用不断提升，2017-2019三年间CAGR为16.69%。高研发投入保证了公司研发团队的有效运转，为产出优秀产品提供有力保障。截至20H1，公司及子公司持有商标683件、软件著作权131件、美术著作权41件、文字著作权1件、域名115个及5件发明专利成果，另外尚有8件发明专利在审查中。

图表7：2017-2020Q3研发费用



图表8：公司及行业平均研发费率对比



资料来源：Wind、万联证券研究所

资料来源：Wind、万联证券研究所

1.3 业务布局：研发、运营并举

1.3.1 经营模式：研运一体化，自主运营比重不断增加

公司主营业务为游戏的研发及运营，其中运营业务按模式不同又可分为自主运营、联合运营、授权运营三种。

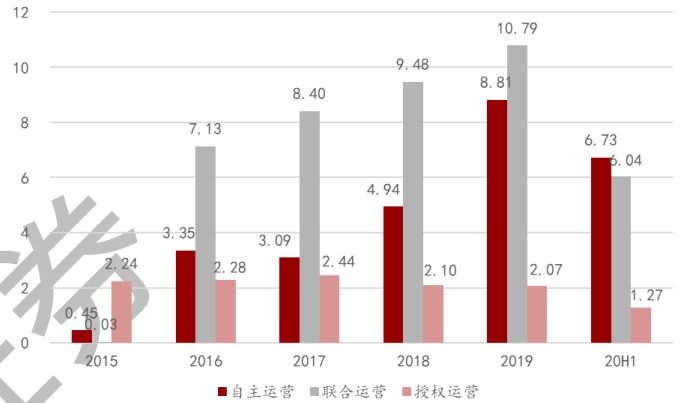
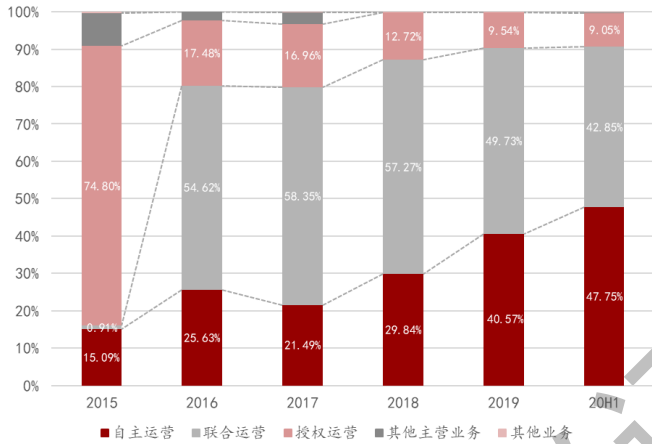
自主研发上，据公司招股说明书，公司游戏开发严格实行里程碑制，开发过程由项目经理全程把控并制定计划。目前公司自主研发代表作品包括《问道》、《问道手游》及《一念逍遥》等。

运营模式上，①自主运营：公司通过自有的网络平台（雷霆游戏）发布游戏并从玩家处取得收入。所发布游戏由公司负责运营及推广，标的产品包括自主研发及外部研发产品。②授权运营：公司将自主研发的产品交于外部运营商进行运营。游戏玩家通过运营商提供的第三方支付平台充值到运营商网站，运营商按充值数额和合同约定的分成比例计算分成并支付给公司。③联合运营：公司与拥有游戏开放平台的一家或多家公司进行合作，自研或代理游戏同时上线对方平台及自营平台，目前较多运用于手机游戏及少部分大型客户端游戏中。收入来源包括运营商比例分成及自有平台收入。

自有平台雷霆游戏成立后，公司的主要运营模式由以授权运营转为联合运营，通过资源共享不断培育自有平台的运营能力。且自2017年以后，联合运营及授权运营占业务比重不断下降，运营业务重心不断向自主平台转移。2019年公司自主运营业务收入达8.81亿元，占总收入比重达到40.57%，2015-2019年CAGR达到110%，验证公司自有运营业务能力不断提升。

图表9：2015-20H1公司业务收入构成：自研比重不断增加

图表10：2015-20H1公司业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、万联证券研究所

资料来源：Wind、万联证券研究所

1.3.2 运营平台：雷霆游戏立足Rogue优势，不断推口碑之作树立精品形象

公司在行业内研运一体化趋势的背景下，开始搭建属于自己的游戏运营平台雷霆游戏。与近年来其他大厂的商业化气息浓重，在推广变现上花样尽出不同，雷霆游戏在诞生之初就选择了深耕 Roguelike 细分品类，充满了差异化与精品化的独特调性。雷霆至今代理的超过 30 款游戏，除去流量大作《问道手游》，基本围绕 Roguelike 及其他部分小众品类展开。

从 Roguelike 到 Roguelite：Rogue+风格竞争力不断增强。Roguelike 游戏类型源起上世纪 80 年代的游戏《Rogue》，以角色永久死亡、游戏世界随机生成以及回合制为主要特征。其中，角色永久死亡是其核心设定，游戏中取消了存档体系，当玩家操控的角色死亡，既有进度将随即消失，游戏重新开始。游戏世界随机生成则是指在每一局的游戏里，游戏地图、触发事件等均由系统随机生成。

回顾雷霆游戏在 Roguelike 品类的布局，大致经历了如下历程。

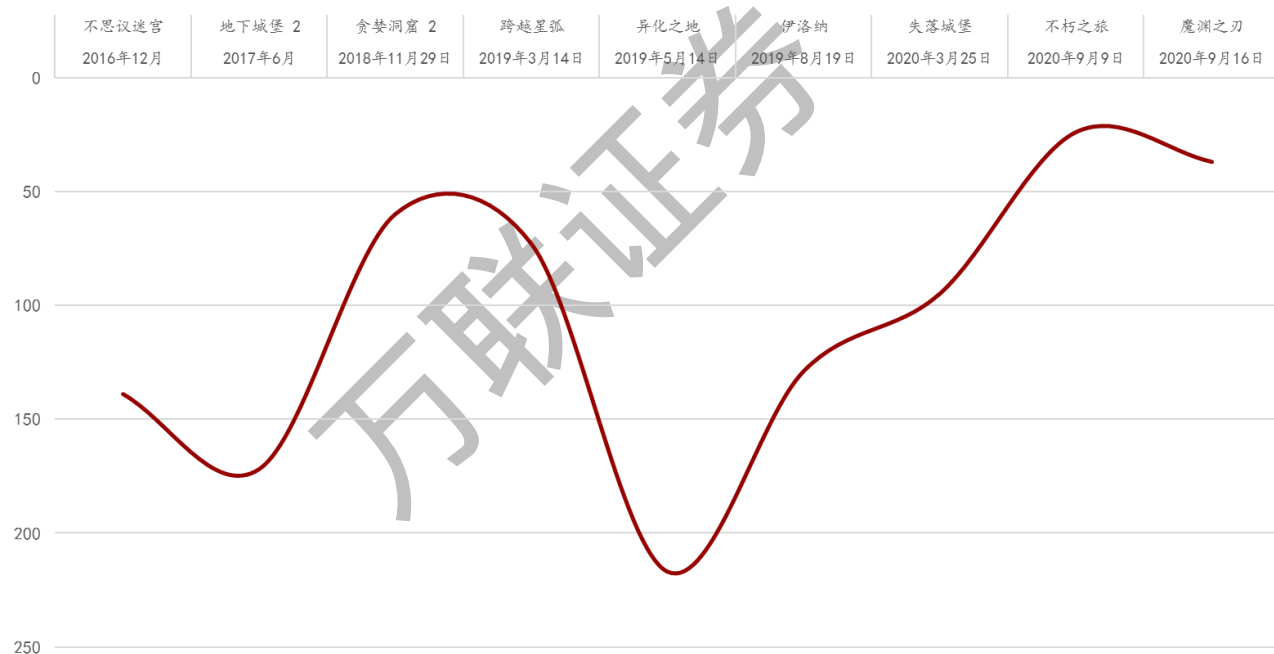
初入赛道：2014 年，雷霆游戏发行了其首款 Roguelike 文字冒险独立游戏《地下城堡》，并在彼时的游戏市场取得了非常不错的成绩，长期稳定在 iOS 付费榜 TOP10 之列，是国内 Roguelike 手游的先驱产品。

全面崛起：由雷霆游戏代理、青瓷数码研发的 Rogue 风格游戏《不思议迷宫》于 2016 年 12 月 8 日上线，一经上线便获得 TapTap2016 年度最佳游戏提名，长时间占据着彼时的 iOS 付费榜 TOP1。该游戏近乎照单全收了标准化的 Roguelike 元素：随机生成的游戏世界、6X6 网格的迷宫方块、回合式的战斗体验以及永久死亡的“冈布奥”。而后，随着公司在《地下城堡》、《贪婪洞窟 2》、《跨越星弧》等多款 Rogue 风格游戏的代理与运营中不断获取市场数据，吸收玩家反馈，对于该赛道的理解也逐渐加深。

风格突破：2020 年 3 月上线《失落城堡》手游 Roguelike 血统并不十分纯粹。游戏围绕“起点循环”进行了大胆的创新，即让玩家在每次重新开始游戏时都能根据此前获得的“魂”来对“基础设施”进行一定的强化，从而形成了时下更受欢迎的 Roguelite

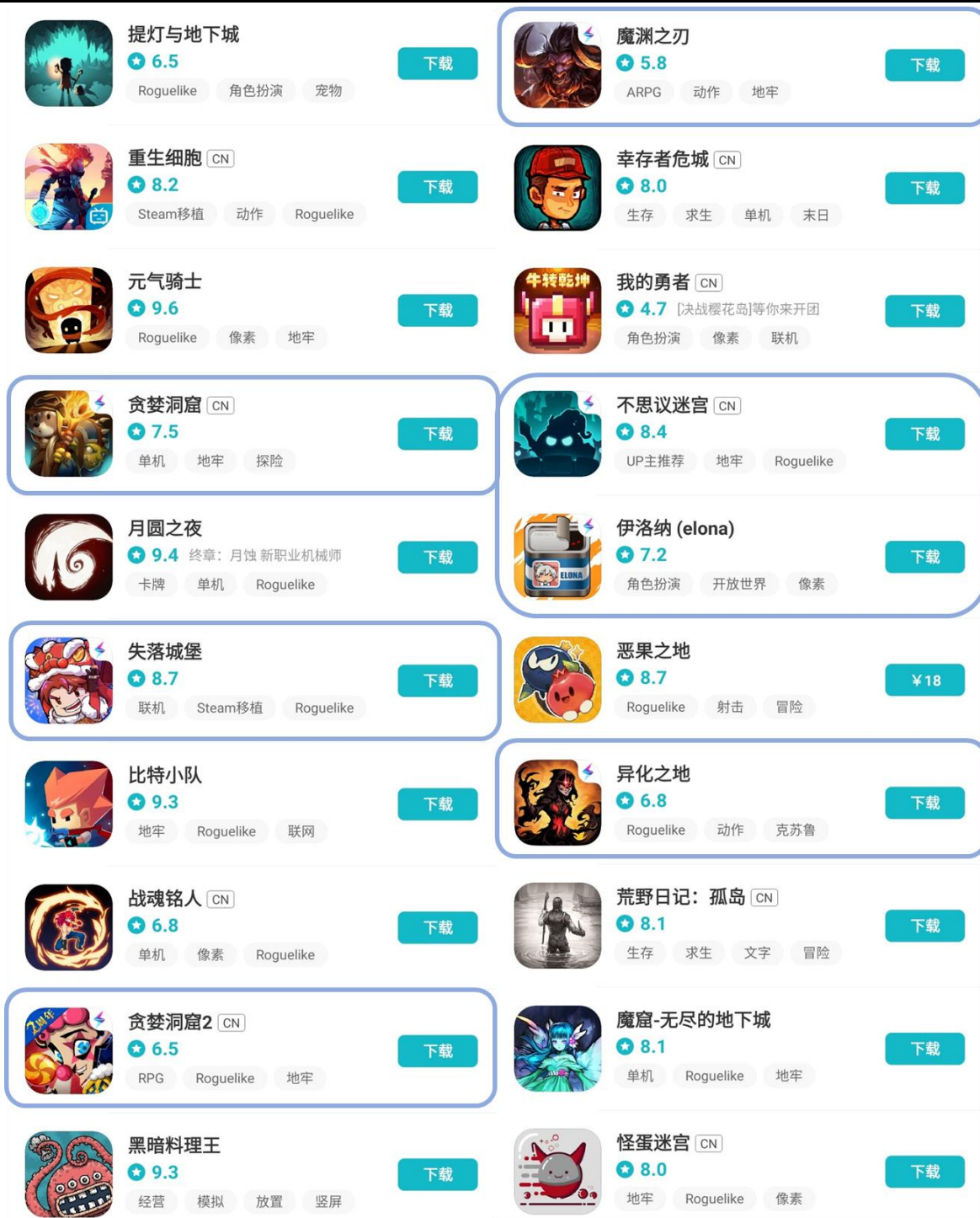
风格。可升级的内容包括最基本的攻防速血等，还包括每局游戏最开始的武器选择。在这些升级内容的帮助下，玩家每一次挑战都会因为上一次的积累而变得更加轻松，不至于在挑战失败时感觉什么也没有得到。降低游玩门槛的同时也扩大了游戏的受众群体。游戏于 2020 年 3 月 25 日全平台上线，上线后获得 OPPO 至美应用奖、小米金米奖。截至 20H1，《失落城堡》累计注册用户超过 1000 万。20Q3 上线的新作《魔渊之刃》，则让市场看到了公司在 Roguelite 风格游戏运营上的新突破。游戏在《失落城堡》Roguelite 风格的基础上融入了类似《暗黑破坏神》的加点系统，从而使游玩风格更接近 ARPG。在商业化上，游戏吸收了自《堡垒之夜》后大火的 Battle Pass 系统，进一步贯彻精细化，长线化的运营理念。提升商业化能力的同时，又使付费与非付费群体都有了获得感。

图表 11：公司主要 Roguelite 风格游戏上线首周平均畅销榜排名不断走高



资料来源：七麦数据、万联证券研究所

图表 12: TapTap 平台 Roguelike 游戏热度榜 Top20 中雷霆游戏占据 7 席



资料来源: TapTap、万联证券研究所
注: 统计时点为 2021 年 3 月 2 日。

雷霆游戏在 Rogue+赛道上多年来不断探索, 从正统的 Roguelike 作品, 到差异化的精品 Roguelite 独立游戏, 公司在该赛道上的运营经验极为丰富, 形成了极强的竞争力。据 TapTap 上 Roguelike 搜索结果, 前 20 位中雷霆游戏运营的占据 7 席, 雷霆游戏俨然成为 Rogue 风格游戏的集散地。而 Rogue+游戏具有天生的高兼容性, 未来公司可以围绕 Rogue 风格, 配合卡牌、SLG、RPG、放置类等多种热门类型进行混合玩法的深度开发。

图表 13: 吉比特 Rogue+游戏产品一览

游戏名称	上线平台	上线时间
地下城堡: 炼金术师的魔法之旅	移动端	2014/9/28
魔法洞穴 2	PC	2015/6/4
贪婪洞窟	移动端	2016/3/3
地下城堡 2: 黑暗觉醒	移动端	2016/8/18
不思议迷宫	移动端	2016/12/8
魔法洞穴 2	PC	2018/11/9
贪婪洞窟 2	移动端	2018/12/19
异化之地	PC、移动端	2019/5/16
跨越星弧	移动端	2019/5/23
超载地牢	PC	2019/8/23
伊洛纳	移动端	2019/9/20
失落城堡	移动端	2019/10/24
魔渊之刃	移动端	2020/9/16
精灵魔塔	移动端	待上线
军团	移动端	待上线 (有版号)
地下城堡 3	移动端	待上线

资料来源: 公司官网、TapTap、公司公告、App Store、万联证券研究所

1.3.3 投资平台: 内部孵化+外部合作扩大精品游戏池

成立股权投资平台, 聚焦优质原创内容。公司在 2016 年 8 月成立股权投资平台吉相资本, 注册资本 7 亿元, 投资范围涵盖游戏、IP 运营、动漫、影视、新一代信息技术等领域。公司围绕中小开发商做具体产品扶植计划。尤其是很多做独立游戏的中小团队, 公司给予最大的资源支持, 希望将其原创性作品引导至雷霆平台上发行, 形成对独立游戏品类的积累, 对雷霆平台产品的满意度方面是极大的提升。

图表 14: 吉相天成基金投资主要游戏公司情况 (不完全统计)

被投资公司名	参股比例	代表作	游戏类型
厦门英普洛	25%	《法洛伊: 幻境》	国产战棋
杭州熊和猫	25%	《军团战旗》	战旗
广州千道科技	21.25%	《时空召唤》	MOBA
上海润梦网络	20%	《武侠义》	沙盒
广州纳仕	17.45%	《白之物语》	MMORPG
成都凡帕斯网络科技	16.50%	《VGAME: 清零世界》	ACT
厦门战熊科技	15%	《Magic Battleground》	MOBA
厦门魔塔网络科技	12.64%	《外星娃娃机》	放置
厦门黑武士	12%	《四象物语》	卡牌、养成
上海魔剑网络科技	10%	《魔渊之刃》	ARPG

资料来源: 企查查、公司官网、万联证券研究所

此外, 公司以吉相资本作为基金管理人于 2019 年 3 月发起设立了首只针对文化创意及娱乐产业的投资基金-吉相天成基金。截至目前, 该投资基金已投资包括凡帕斯、

魔塔网络科技、魔剑网络科技及润梦网络等多家精品内容研发商。公司投资游戏领域分散，覆盖市场上的主流游戏品种。其中包括 Roguelike+ARPG 游戏《魔渊之刃》，由雷霆游戏运营，上线后表现不俗。公司投资的东极六感研发代表作为《匠木》，在 TapTap 上获得 9.2 分的高分，并曾作为产业代表登上 20 年度中国游戏产业年会，21 年 2 月获得腾讯 10% 投资。

图表15：吉相投资参股游戏公司情况

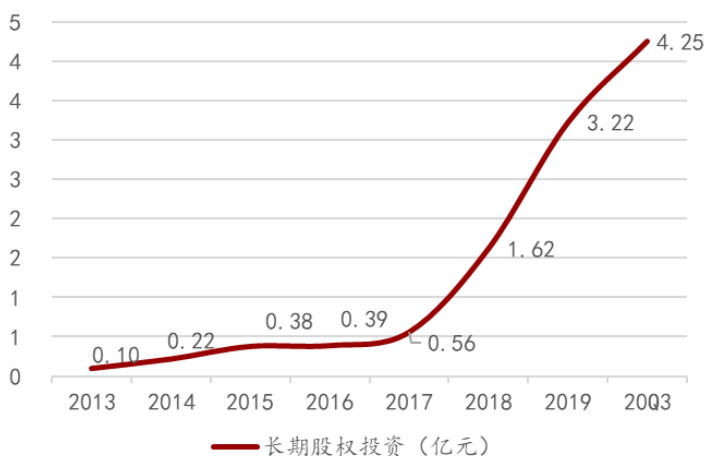
被参股公司名称	参股比例	代表作
北京星空智盛	49.00%	《纪元：变异》
厦门飞鼠网络	30.00%	《道王》
厦门勇仕网络	20.00%	《碧蓝航线》
厦门地心互娱网络	20.00%	《Button Button Up》
成都数字狗	20.00%	《伊洛纳》
广州帝释天	21.90%	《拉结尔》
广州呖喽	15.00%	《Muse Dash (喵斯快跑)》
成都东极六感	15.00%	《匠木》
北京匠游科技	11.00%	游戏创作平台
厦门真有趣	10.00%	《不休的乌拉拉》
成都指点时代	10.00%	《五行师》、《灵符召唤》
易玩网络	8.85%	TapTap 平台
成都乐麦互娱	8.08%	《帝国塔防》
深圳热区网络	7.00%	《阿瑞斯病毒》
成都星月神话	5.40%	《遮天》
火箭拳	5.00%	《硬核机甲》

资料来源：公司公告、Wind、万联证券研究所

注：吉相投资与吉相天成同时投资的合并计入。

公司近年逐渐加大对外部精品开发商的投资力度。截至 20Q3，长期股权投资达 4.25 亿元。公司设立专业的投资团队，以研发商的思路引进产品，走长线化的运营道路。公司在引进外部精品游戏上眼光独到，通过各个渠道网罗具有原创性的内容的游戏产品，利用公司旗下雷霆平台为其提供优质平台资源，成就了多款口碑游戏。

图表 16：吉比特 2013-2020Q3 长期股权投资



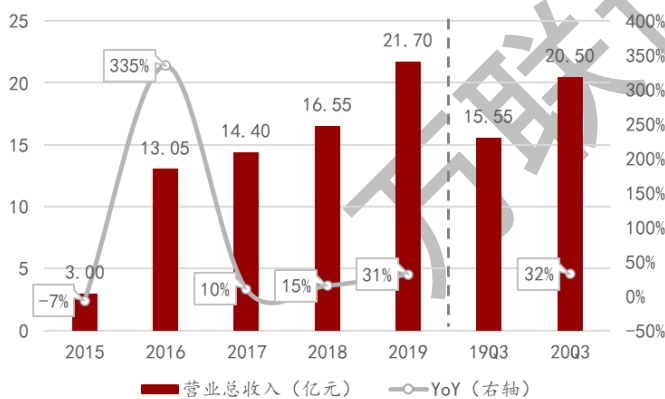
资料来源：Wind、万联证券研究所

积极孵化内部项目，鼓励市场化流动。公司在不断筛选外部项目的同时，也在内部孵化了多个拥有较高研发水准的游戏团队。同时，公司鼓励各团队发挥主观能动性，不对项目施加过多控制，对经过市场检验的优秀项目匹配平台资源。

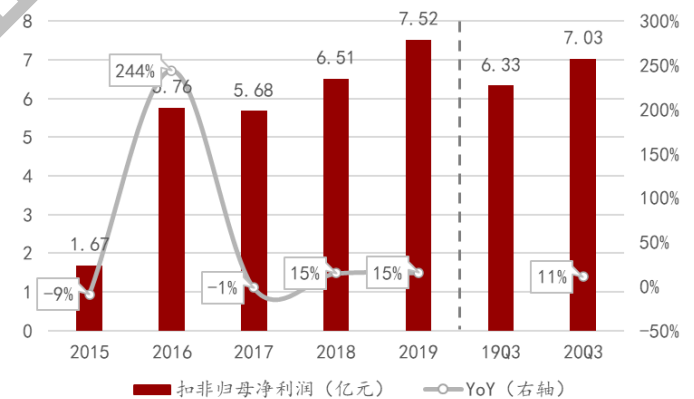
1.4 经营状况：主力产品带动增长，财务指标健康

营收、净利润均保持较快增速，20Q3因推广费用增加导致利润增速慢于营收。2016年公司营收、归母净利润大幅上升，系公司当年上线《问道手游》表现良好所致。2016-2019年营业收入CAGR达到18.47%，扣非归母净利润CAGR达到9.29%。2019年营收大幅上升是由于《问道手游》收入增长及《贪婪洞窟2》《跨越星弧》《失落城堡》等新游戏贡献收入，扣非归母净利润增长未成比例是由于营业成本增长幅度更大导致。2020年受疫情影响居家娱乐时长增加利好影响，游戏行业普遍受益，对应地公司20Q1-Q3营收同比上升31.79%至20.5亿元，扣非归母净利润同比上升11.01%至7.03亿元，较营收未成比例是由于Q3新游上线推广，导致营业成本增长幅度更大（Q1-Q3期间YoY+139.16%）导致，包括为青瓷数码自研自发的《最强蜗牛》提供推广服务、本期游戏授权金摊销增加，以及从20Q2开始外部研发商的游戏分成支出不再进行摊销。

图表17：2015-2020Q3公司营业收入



图表18：2015-2020Q3公司扣非归母净利润

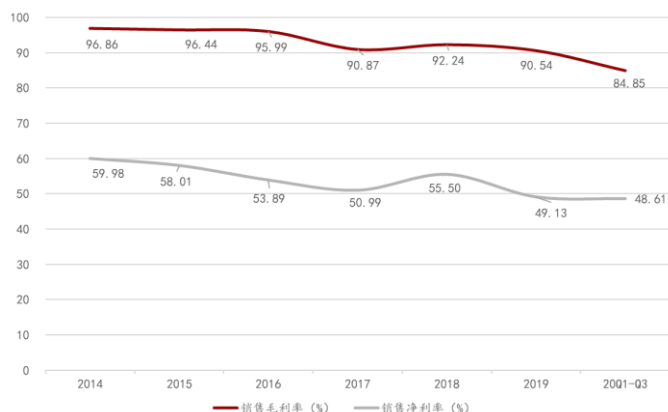


资料来源：Wind、万联证券研究所

资料来源：Wind、万联证券研究所

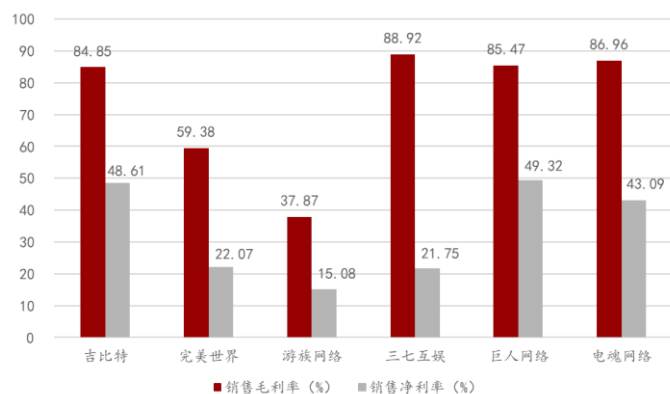
毛利率常年维持在较高水准，近年来略有下滑主要系代理产品增加所致。《问道》端游以及《问道手游》对公司营收的贡献维持在80%左右，其中端游在2006年上线，移动端在2016年上线。两款主流流水产品均处于成熟期，每年贡献稳定业绩的同时，运营成本相对较低。随着公司更多地寻求在多元化赛道上的可能性，在近年加大了游戏研发力度，同时也通过旗下雷霆游戏代理运营了诸多精品新游。代理模式下，公司需要就游戏产品收入向研发厂商支付游戏分成，营业成本相比自研游戏更高，导致公司毛利率相对峰值有一定下降。20Q1-Q3则是由于游戏授权金不再摊销的影响，前三季度的毛利率首次低于90%。但行业内对比，吉比特的毛利率与净利率水平均位于前列。

图表19：2014-2020Q3公司销售毛利率、净利率



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表20：20Q1-Q3公司销售毛利率与同行对比

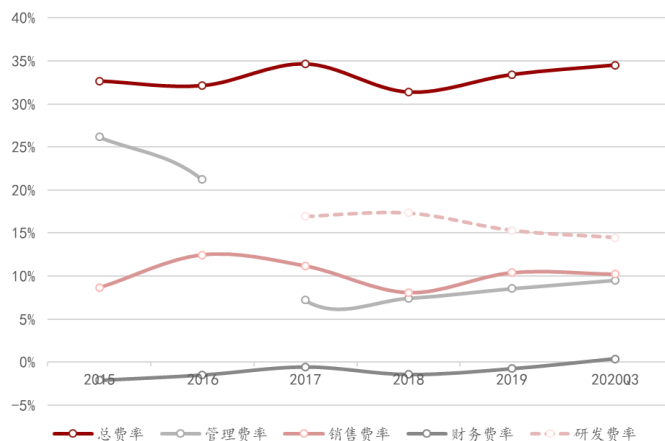


资料来源：Wind、万联证券研究所

公司近年来费率趋于稳定。总费率方面，2015至今费率水平稳定在30%-35%之间，2019年以来有上升趋势，主因管理费率上升所致，20Q3总费率水平为34.53%。管理费率方面，自分拆研发费用后管理费率水平稳定在5%-10%之间，自2018年以来有上升趋势，主要由人员持续增加、调薪影响及办公场所相关费用增加导致。财务、销售、研发费率略有波动，但均相对稳定。

公司经营活动现金净额持续增加，净现比较高。2017及2018年公司现金净流出较大主要受投资活动现金流影响：2017年公司购买理财产品较多及支付购买广深办公楼款项，2018年公司投资活动净额较上年增长主要由购买与赎回理财产品差额的减少导致。2019年筹资活动净流出较大由分配股利、利润或偿付利息支付的现金金额较上年同期增长5.54亿元导致。

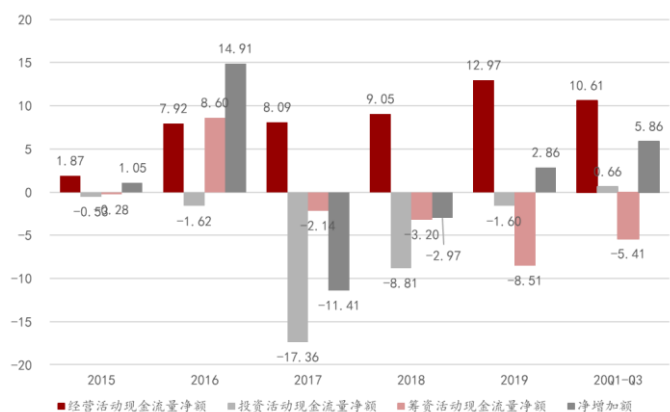
图表21：2015-2020Q3公司费率情况



资料来源：Wind、万联证券研究所

注：15-16年管理费率包含研发费率。

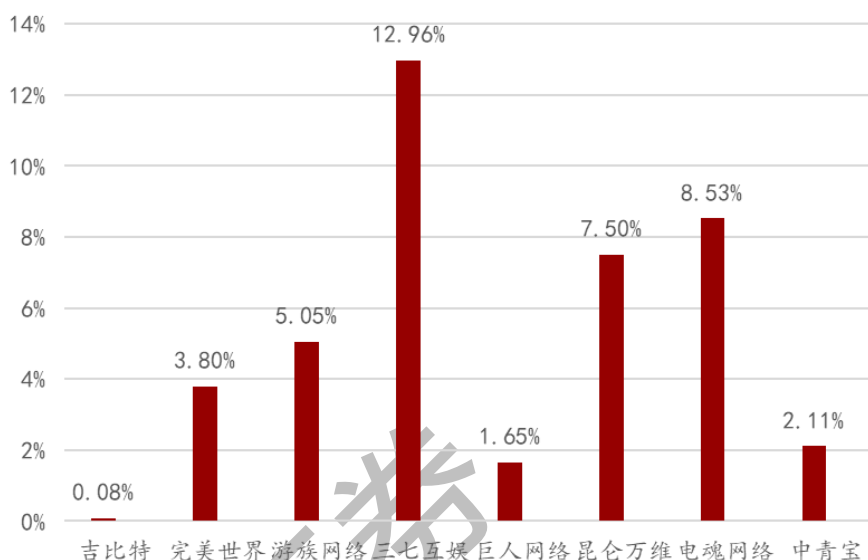
图表22：2015-20Q1-Q3公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、万联证券研究所

几乎不存在的商誉风险。根据吉比特20Q3财报披露，公司截至报告期末，商誉账面价值380万元，占公司总资产的比例为0.08%，为此前收购雷霆游戏60%股份产生。公司上市以来未发起并购重组，商誉减值风险较低。

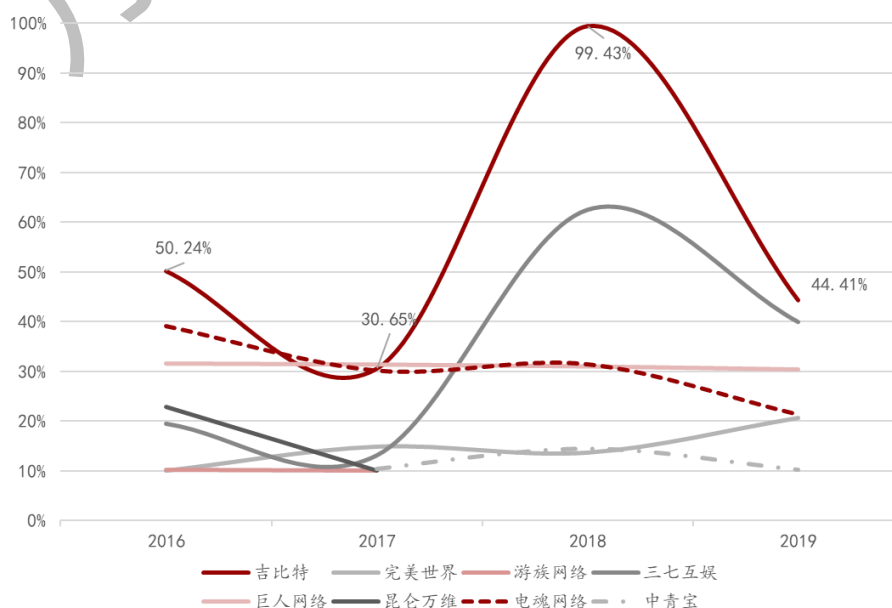
图表23: 吉比特商誉占总资产比值与同行对比



资料来源: Wind、万联证券研究所

分红比例稳定高位显示出的是公司现金流充足以及对营收稳定性的自信。自2016年来,公司历年分红比例均维持在30%以上,在行业中属于极高的水准。其中,公司在2018年末的分红比例高达99.43%。

图表24: 吉比特历年分红比例与同行业对比



资料来源: Wind、万联证券研究所

2、精细化运营能力强, 经典IP保持长青

2.1 核心业绩贡献: 《问道》、《问道手游》

2.1.1 《问道》端游:06年运营至今, 年营收贡献仍接近2亿

《问道》为公司在2006年推出的回合制MMORPG游戏,游戏以中国传统道家文化为背景,倡导社区概念之外引入文字MUD14和即时网络游戏的特色。

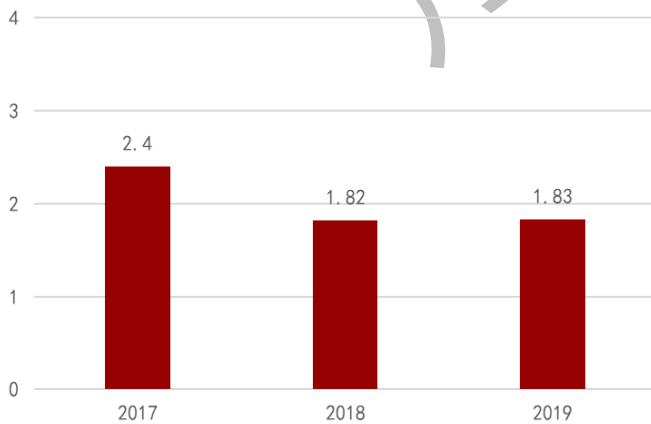
图表25:《问道》游戏海报



资料来源:公司公告、万联证券研究所

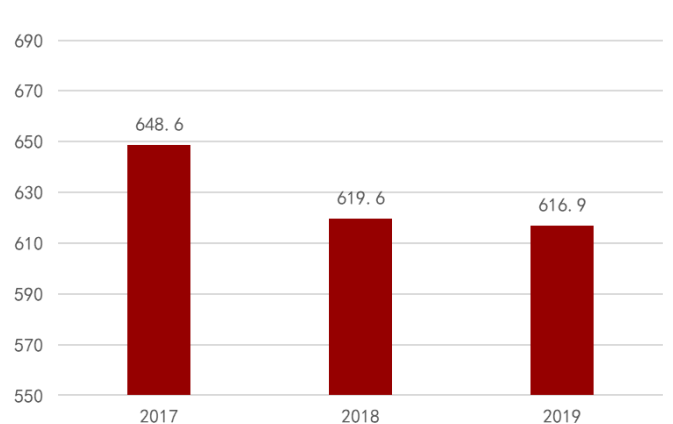
凭借《问道》，公司积累了大量的用户群体及良好的口碑。1)《问道》商业化以来PCU最高曾接近百万，运营十年《问道》PCU依旧维持在30-60万左右，ACU长期保持在20万以上，月度消费总额保持在6000万-9000万。2)游戏上线当年便获得腾讯2006年中国网络游戏风云榜评选的“2006最受欢迎网络游戏”，并曾多次获得中国游戏产业年会“十大最受欢迎网络游戏”和“十大最受欢迎的民族网络游戏”称号。2013年11月，《问道》荣获第五届中国优秀游戏制作人评选大赛“最佳游戏数值平衡设计奖”及“专业组最佳游戏2D美术设计奖”。

图表26:《问道》近三年营业收入情况(亿元)



资料来源:公司公告、万联证券研究所

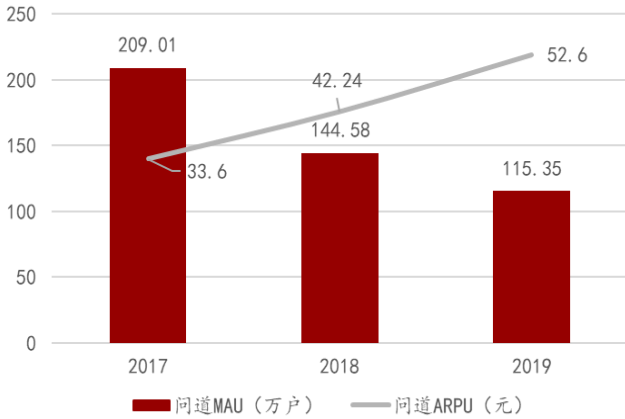
图表27:近三年全国客户端游戏市场销售收入(亿元)



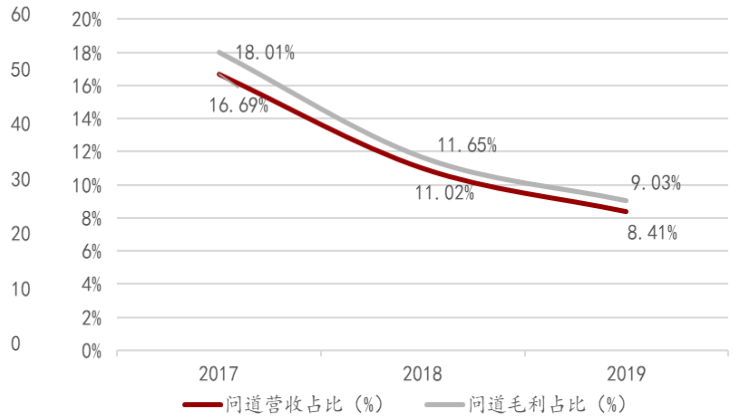
资料来源:伽马数据、万联证券研究所

从营业收入贡献来看，《问道》端游2019年度实现营收1.83亿元，YoY+0.16%。根据伽马数据发布2019年中国游戏产业年度报告，同时期国内端游市场持续萎缩，营收继续下滑。考虑到《问道》为一款上线运营14年之久的老游，能够在此背景下实现营收的逆势微升，实在难能可贵，足以显示公司强大的长线运营能力。从运营数据指标看，《问道》近三年MAU有下滑趋势，但是ARPU的持续攀升弥补了用户流失的缺口，保持了营收端的稳定。同时也反映出在端游式微的大背景下，《问道》的核心用户群体忠诚度高，付费意愿强烈。

图表28:《问道》近三年MAU与ARPU情况



图表29:《问道》近三年营收占比与毛利占比情况



资料来源:公司公告、万联证券研究所

资料来源:公司公告、万联证券研究所

2.1.2 《问道手游》:老IP焕发新活力

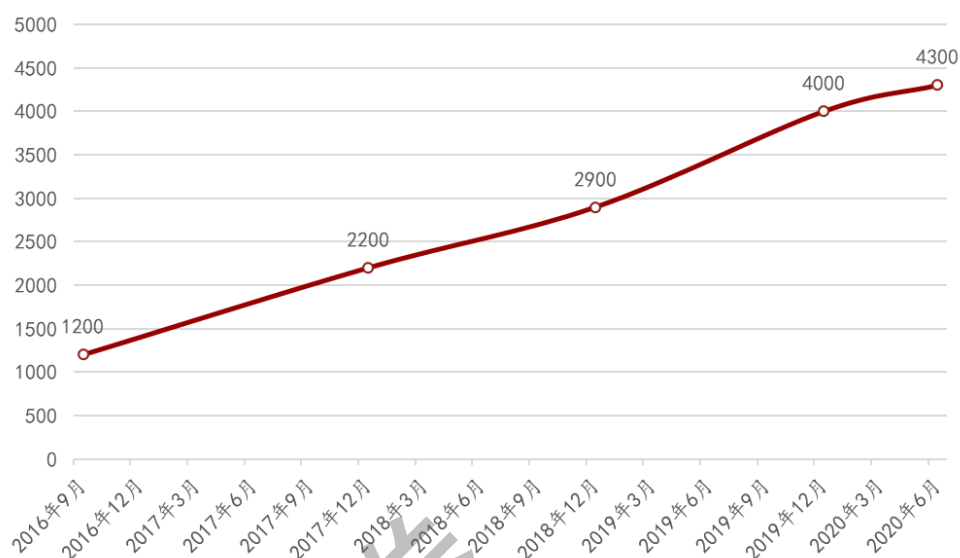
《问道手游》是公司沿用《问道》的故事背景与世界观,并结合新的玩法研发的一款手机端MMORPG游戏。相较于客户端游戏《问道》,手游版主打宠物收集与养成,在回合制的基础上增加了策略性,丰富了整体的游戏体验。

《问道手游》上线之时即表现亮眼。游戏于2016年4月上线,游戏开测首日便取得了苹果应用商店App Store游戏畅销榜第2名、游戏付费榜第1名的好成绩。当年9月累计注册用户便达到1200万,付费用户约290万,月度PCU最高突破50万,累计充值金额达到12亿以上。据游戏工委发布的《2016年移动游戏产业报告》,《问道手游》在2016年移动游戏收入榜中排名第5。

游戏运营近4年以来各项指标良好,体现公司优秀的长线运营能力。1) 累计注册用户增速稳定,市场吸引力强:上线以来游戏注册用户保持每年约1000万人的增量,至2019年用户超4000万人。据公司最新半年报显示,截至20年6月游戏注册用户已超过4300万人。2) 榜单排名靠前且稳定,运维能力强:2017-2020游戏在苹果应用商店游戏畅销榜平均排名分别为27、26、28以及26名,更获App Store Today专题推荐,体现游戏旺盛的生命力。

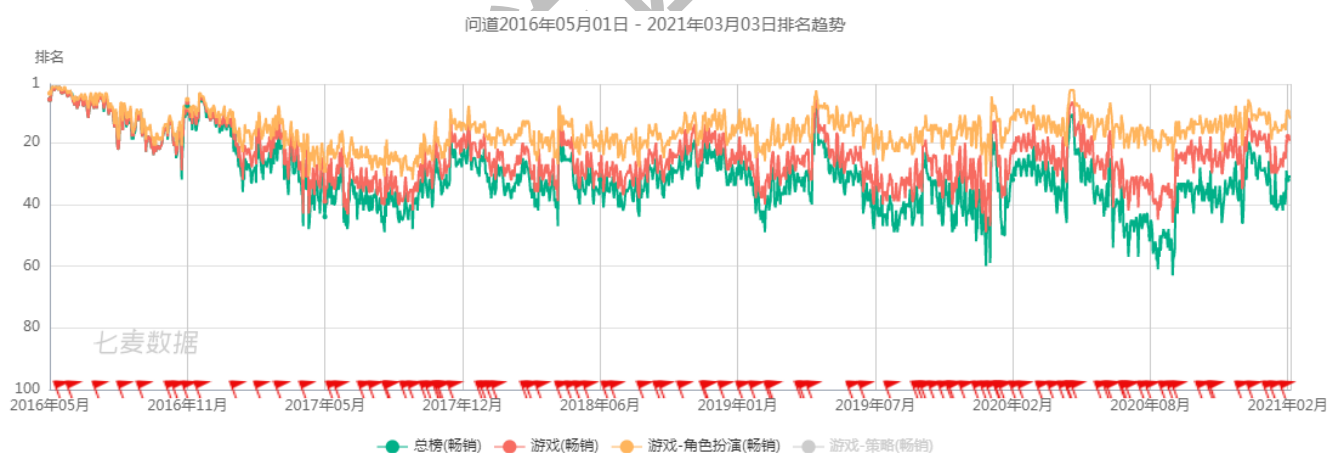
稳定贡献营收成为“现金牛”,为新游研发奠定基础。2019年游戏实现营业贡献15.76亿元(YoY+31.77%),占当年公司总营收比例72.62%。主力产品的稳定下,新品研发将更为从容,用心打磨精品。随着新品的不断问世,预计《问道》《问道手游》在收入保持稳定之余占比不断下降。

图表30:《问道手游》累计注册用户(单位:万人)



资料来源:公司公告、万联证券研究所

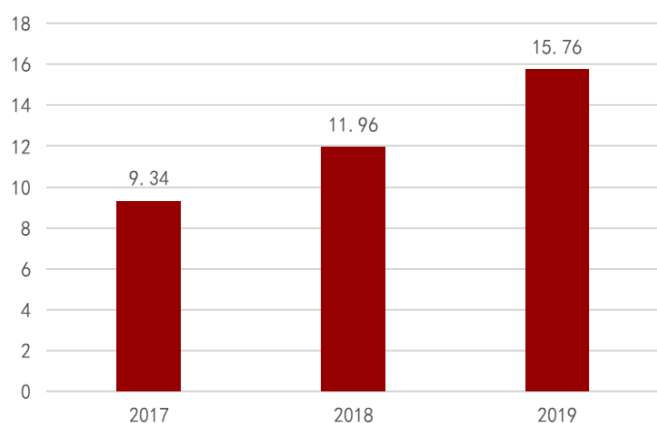
图表31:《问道手游》iOS畅销榜排名相对稳定



资料来源:七麦数据、万联证券研究所

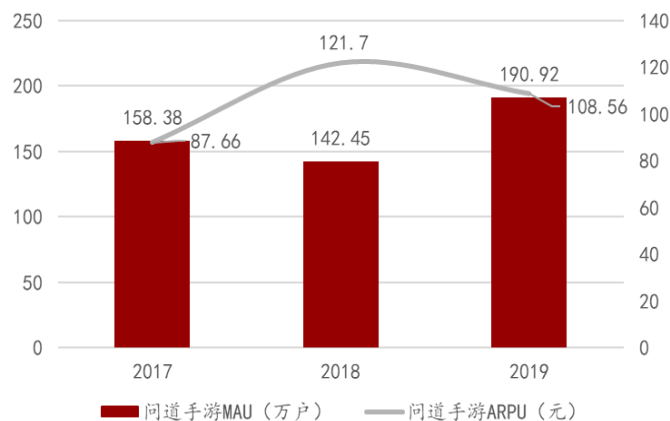
注:数据截至21年3月3日;“旗帜”表示版本更新。

图表32:《问道手游》近三年营业收入情况(亿元)



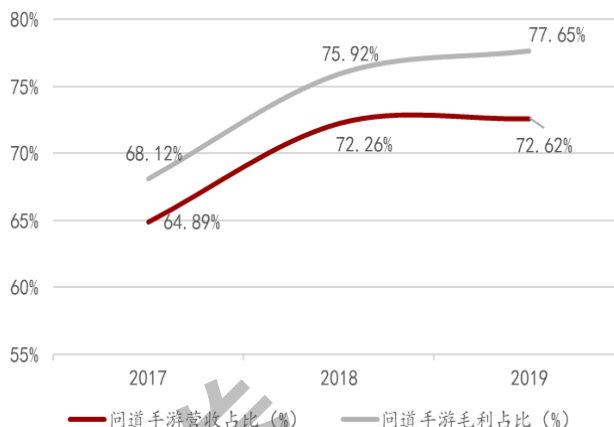
资料来源:公司公告、万联证券研究所

图表33:《问道手游》近三年MAU、ARPU



资料来源:公司公告、万联证券研究所

图表34:《问道手游》近三年营收占比与毛利占比情况



资料来源:公司公告、万联证券研究所

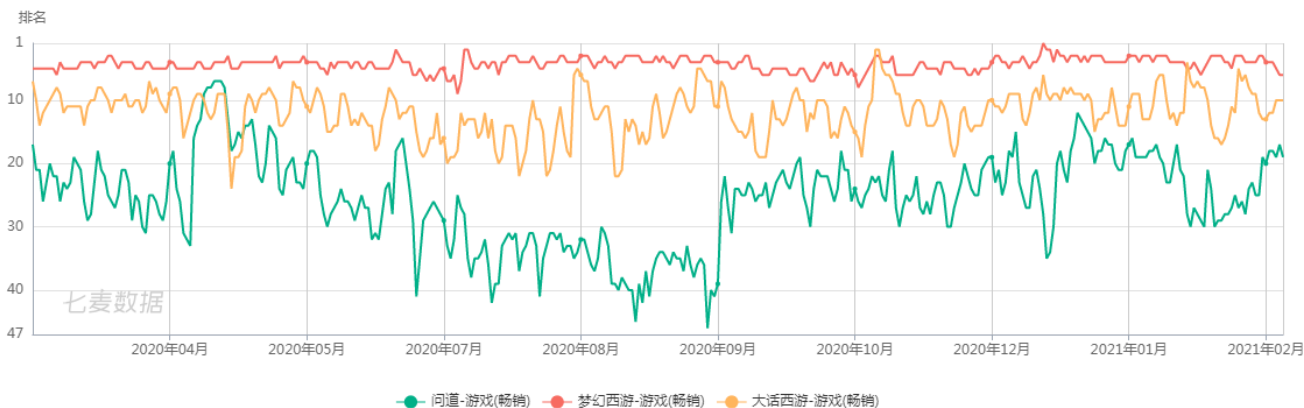
2.2 IP长青的原因:精细化运营——全方位、多角度的IP运营

2.2.1 强势赛道的经典IP

《问道》端游自2006年商业化运营以来,以其Q版写实的风格深受游戏玩家喜爱,PCU逼近百万,十多年的长线运营积累了强健的用户群体和IP价值。2016年《问道手游》正式上线,充分还原端游的设计风格继承了其在用户群体中的高人气,凭借回合制角色扮演游戏自带的高客户留存率,用户规模持续增长。截至2020年6月30日,游戏累计注册用户超过4300万。《问道》端游能够保持长青并非偶然:

1) 从赛道选择上看,回合制+角色扮演天生具有庞大的用户基础和较高的留存率。回合制玩法相比即时战斗拥有更慢的游戏节奏,也因此催生出完成度极高的社交玩法体系,使玩家更容易在游戏世界交流从而形成稳定的社交关系。基于这一特点,《问道》IP形成了包含师门、帮派、伙伴和结婚等系统的完整社交玩法,基本涵盖了人际交往中各个维度的社交需求。而这种网状的社交结构也有利于吸引更多玩家留在游戏中。回合制+社交玩法对用户留存的极大促进作用,也在同时期的多项竞品(《梦幻西游》、《大话西游》)中显示出来。

图表35:同时期上线类似游戏的热度趋势

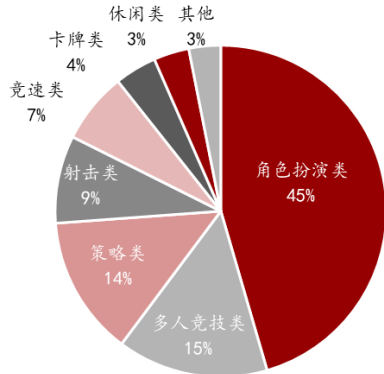


资料来源:七麦数据、万联证券研究所

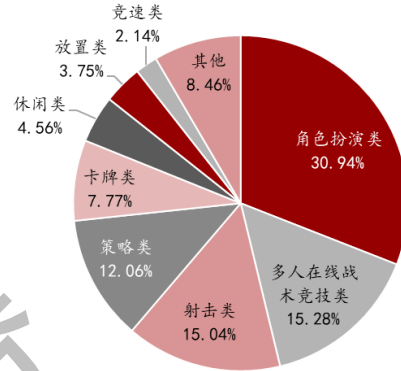
注:截至21年3月4日。

与此同时，角色扮演游戏的庞大用户群体和高付费意愿，也使《问道》在十多年的长线运营下得以产生高额而稳定的现金流。根据伽马数据2020年1~6月游戏行业报告，角色扮演类游戏用户占据了整体移动端游戏群体的45.49%，远高于第二大类MOBA。

图表36：2020H1收入前100移动游戏产品流水占比



图表37：2020年收入前100移动游戏产品流水占比



资料来源：伽马数据、万联证券研究所

资料来源：伽马数据、万联证券研究所

2) 顺应移动互联大潮，绑定核心用户群体。《问道》端游上线的2006年正值MMORPG类游戏在国内市场大行其道。《问道》之前便有网易的西游题材作品《梦幻西游》霸占市场。吉比特通过市场热门类型+差异化道家世界观的《问道》一经问世，便受到市场热捧。游戏上线第一年PCU即接近百万，成为当时国内少数接近这一指标的网游之一。十数年的游戏运营之中，《问道》积攒了庞大数量的核心用户群体。移动互联大潮的冲击、生活节奏的加快，造成端游市场逐渐式微的同时也影响到了《问道》端游。吉比特通过对核心用户群体的深度调研，在保留端游核心体验的同时，针对移动端进行了适配化的移植，社交场景在移动端的回归促使了IP核心玩家的回流。

2.2.2 以玩家为本的运维

在打造高质量游戏的过程中，公司以玩家游戏体验为重中之重。公司通过三个环节不断丰富对玩家需求的认知：市场调研、数据挖掘及玩家沟通。

1) 市场调研：在游戏设计过程中，公司积极开展市场调研及用户心理分析，充分估计游戏发展中可能存在的问题。

2) 数据挖掘：自有平台运营使得公司能够直接获取大量玩家的游戏行为数据，为定性、定量分析玩家的需求提供了丰富的样本。雷霆游戏数年的运营中，不断利用丰富的数据挖掘工具提高自身的数据挖掘能力，而后进一步开发新的工具，形成正向循环。公司逐步建立综合大数据体系，记录用户注册、充值消费、社交等用户行为信息及游戏排名等，并有专门团队进行产品运营的数据分析、建立实时数据监控体系。在此基础上公司可以通过数据的实时反映，及时发现游戏中可能存在的问题并解决。其中公司主要运用的数据工具为：a) 大数据分析平台：随着游戏用户量和数据量不断增长，为配合大数据体系的发展，公司引入大数据分析平台，提升了游戏数据储存能力及接入、使用的效率。b) 实时计算框架：公司的实时计算框架成为串联市场、运营、研发人员的高效工具，各部门人员均可通过实时数据跟踪游戏情况，及时获知市场需求并调整行动策略。市场人员可根据用户反馈及时调整投放策略；运营人员可及时修复游戏 bug，改善游戏体验；研发人员可总结经验，在下一款产品中避免同类问题。

3) 玩家沟通：在游戏上线以后，公司还结合线上线下组织直面玩家活动。就《问道

手游》而言，公司每年通过线上活动+“策划面对面”、“论道大会”等线下活动及时听取KOL意见，与核心玩家就游戏的版本规划、功能升级等进行深入交流，搜集建议并及时进行调整优化。另外，公司还建立了一套流畅而高效的建议传导机制：公司拥有一支专业的客服团队，并通过游戏内置“联系客服”按钮、24小时客服热线、微信客服公众号等多途径为玩家提供全面、及时的服务，客服部门则将用户反馈整理后及时传导至技术部门，技术部门再根据需要进行调整和修正。此外针对核心玩家公司更建立了多个快速沟通渠道。

久经检验的玩法+运营节奏，保证长线化运营。游戏保持每年3个大版本配合若干小版本的密集更新节奏，从2016年上线至今共经历97次更新，游戏内容快速迭代，玩法反复检验之下已经高度成熟，给用户带来新内容的同时，也强化了游戏的游玩体验。伴随每次游戏大版本更新，游戏热度都会显著上升。

图表38:《问道手游》iOS畅销榜排名随版本更新变动



资料来源：七麦数据、万联证券研究所

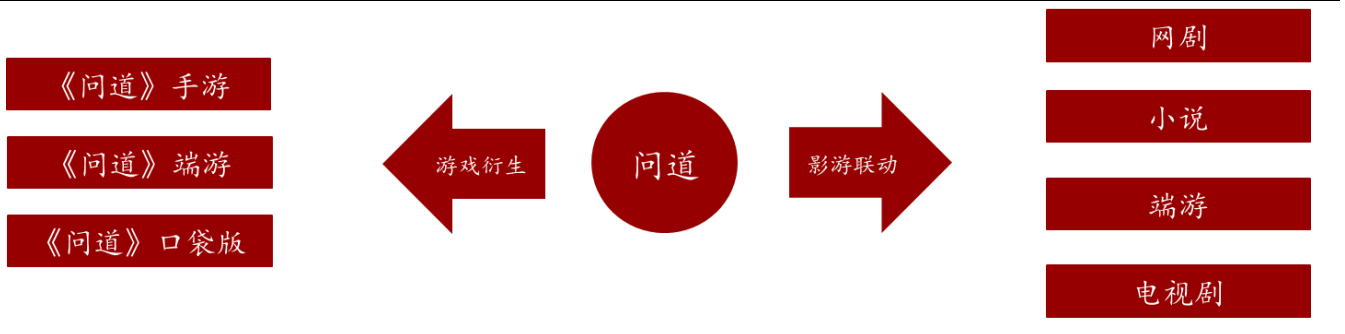
2.2.3 多营销方式并举，扩大IP影响力

为延长《问道手游》的生命周期，公司不断强化“问道”IP的品牌建设工作，持续提升“问道”品牌价值。针对《问道手游》的游戏类型及用户特征，公司每年会在几个比较固定的时间推出大版本，并配合较大“声量”的营销推广，以期让用户在固定时点实现群体性回流。2019年4月《问道手游》3周年大服开启并邀请周华健代言开展一系列活动，2020年4月《问道手游》4周年大服开启并邀请张若昀为代言人、田雨为明星大玩家，玩家均响应良好。明星代言之外，《问道手游》也积极通过最近热门的短视频平台进行内容推广，扩大了品牌的宣传覆盖面。

2.2.4 全方位、多角度的IP拓展

随着吉比特近年来在《问道》IP方向的立体布局，游戏的生命周期大为延长。1) 公司进行IP文学建设，以完善游戏世界观，刻画更加鲜明的人物性格，丰富游戏故事情节，增强玩家在游戏过程中的代入感，强化玩家对游戏的情感共鸣。公司邀请5次银河奖得主、著名作家燕垒生执笔创作问道首部官方小说《问道：枪出无心》，并出版纸质图书。此外，在IP官方小说创作过程中，公司邀请数十名老玩家参与创意讨论及试读工作，力求形象描绘玩家心目中的问道世界。2) 公司通过《我们为什么背井离乡》、《大哥》、《再见美好》等微电影记录属于玩家的“问道”故事；邀请流行歌手薛之谦为手游微电影创作主题曲《我害怕》等；此外，公司还与爱奇艺旗下网剧《悍城》采取影游联动，拉升游戏人气的同时，完善了IP的世界观，增强玩家对IP的认同感。

图表39:《问道》IP多衍生品+影游联动的运营思路



资料来源: 公司年报、万联证券研究所

2.2.5 构建游戏社区、组织PK赛, 提高游戏粘性

以玩家社区加强玩家互动, 促进用户留存。凭借《一念逍遥》、《不思议迷宫》等20余个自主运营的高品质游戏, 吉比特在游戏的运营中积攒了一定数量的粉丝群体。目前, 雷霆游戏的玩家社区APP“雷霆村”安卓版已上线测试, 以此沉淀用户、服务用户, 并实现各游戏之间的互相引流。对玩家群体而言, 游戏社区的运营能够有效提高核心用户的留存率以及活跃度, 而通过玩家在社区内的分享, 研发团队也能及时对玩家关注的内容得到反馈, 从而在与玩家间的互动中实现游戏的良性运转。此外, 在流量成本走高, 买量竞争日益激烈的背景下, 提高用户留存成为了极具性价比的选择。站在流量拉新的角度, Z世代崛起背景下玩家群体对于硬广告相对排斥, 依靠硬广告、买量的方式成本愈发高昂, 且转化率无法得到保证。而社区内的核心玩家往往游走在多款不同游戏之间, 通过将玩家群体与自身平台的深度绑定, 通过核心玩家群体类似KOL的宣传效应, 能够较为高效且低成本拉新。通过社区占据玩家流量入口, 结合高质量内容能够在运营端对游戏给予的助力具有一定的想象空间。仅App开发而言, 测试阶段的“雷霆村”社区已经有一定的热度, 如《一念逍遥》板块就有28000条帖子和440万阅读, “《一念逍遥》第一期策划Q&A”有22万浏览和上千条玩家留言互动。

组织全民PK赛, 提升游戏热度与玩家黏性。10月到12月, 《问道手游》举办年度全民PK赛, 活动吸引大量玩家参与, 历经热身赛、积分赛、淘汰赛、总决赛等, 氛围热烈。除了核心玩家的参与外, 其他玩家均可通过虎牙官方直播间实时观看比赛战况, 同时在玩家社群中讨论PK赛场的相关话题, 如阵容搭配的策略等等。可见, 公司在《问道手游》的游戏氛围构建上作出了积极努力, 玩家间互动的加强也提高了游戏黏性。

3、成长看点: 新品类扩张、商业化能力不断成熟

3.1 差异化产品: 打造修仙、放置品类标杆性产品, 并为后续代理铺路

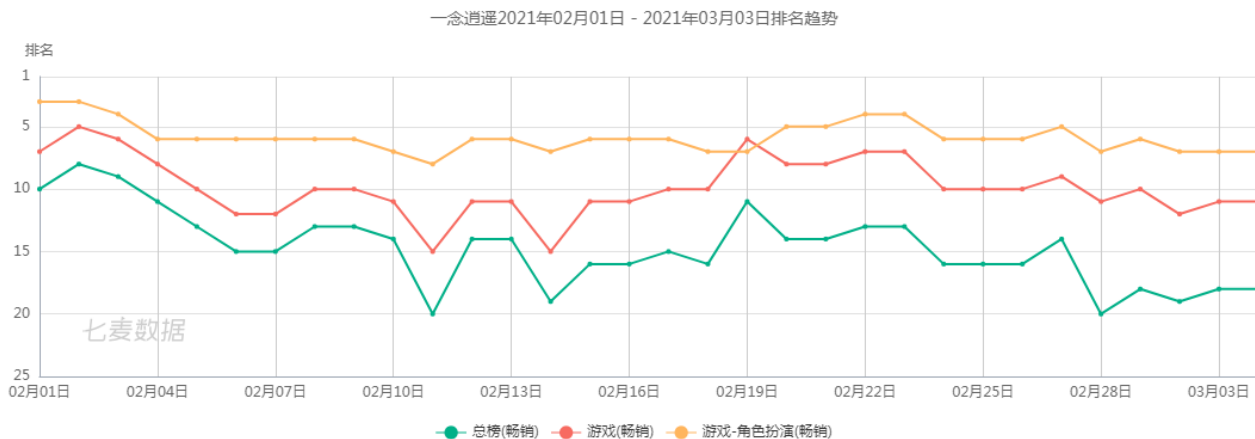
近年来, 公司发力放置类产品。从市场供给看, 放置类赛道大厂切入较少, 属于中小厂商可突破的细分方向; 从需求方来看, 「放置」符合当前用户时间碎片化的趋势。

3.1.1 《一念逍遥》: 修仙题材+放置玩法, 成为同品类的佼佼者

《一念逍遥》是由吉比特的星云工作室开发、雷霆游戏发行的修仙放置类手游。游戏画风为水墨美术, 在文案、音效、世界观设定上将修仙世界的沉浸感做到十足。本作在放置的核心玩法下嵌入了从RPG到模拟经营的丰富内容, 使其与市面上大多数玩法单一, 可玩性匮乏的放置类游戏产生了鲜明的区隔。玩法方面, 为还原真实修仙体验, 设置了放置(简化MMO中的养成部分)与MMO(减少单机元素, 增加社交属性)结合, 后续还将围绕养成与社交来更新, 增加用户黏性、延长游戏的使用寿命。

凭借优秀的游戏内容和设计,《一念逍遥》取得强劲表现。自2月1日上线以来,游戏始终位于每日畅销榜 Top20。在今年春节档大厂垄断的格局下,《一念逍遥》面临《王者荣耀》等头部游戏的激烈竞争,仍位于2月手游收入榜 Top10,这无疑体现了游戏过硬的质量和强大的市场竞争力。吉比特也因此成为在今年春节档游戏畅销榜头部占有一席之地之唯一的 A 股公司。

图表40:《一念逍遥》畅销榜排名走势



资料来源:七麦数据、万联证券研究所

图表41:《一念逍遥》位于2021年2月中国App Store手游收入榜Top10



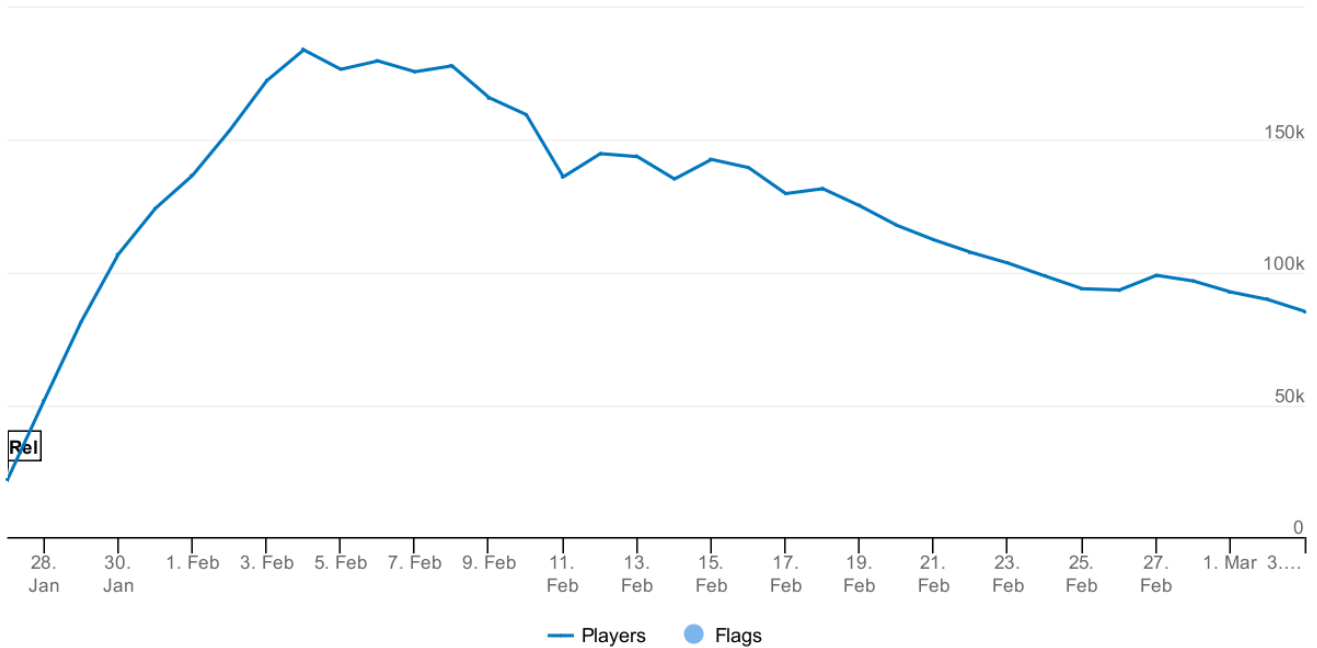
资料来源: SensorTower、万联证券研究所

同一时间上线 PC、手游两款修仙题材并都成为爆款,互相增加热度且验证了吉比特在该题材上理解深刻。《鬼谷八荒》于1月27日登陆Steam平台,为一款由鬼谷工作室研发、吉比特 Lightning Games 发行的开放世界沙盒修仙游戏。上线后就在 Steam 上获得了超高的热度,峰值在线人数达 184171,3月6日售卖已超 180 万份,好评率达 89%。本被仍为相对小众的修仙题材取得了超出市场期待的热度,验证“需求侧”

是由“供给侧”所影响。

图表42:《鬼谷八荒》在Steam上峰值在线人数超18万

Source: <https://steamdb.info/app/1468810/graphs/>



资料来源: Steam DB、万联证券研究所
注: 统计截至3月4日。

3.1.2 标杆性产品后，再推同类产品构筑细分赛道壁垒

放置类游戏对核心玩法的兼容性极高。放置类游戏类别可以同时与卡牌、策略、模拟经营、射击等核心玩法结合，形成多种多样的游戏风格。

图表 43: 放置类游戏兼容多种核心玩法

核心玩法	代表游戏
卡牌	《放置奇兵》
卡牌、RPG	《剑与远征》
卡牌、MOBA	《放置争霸-战斗奇兵之怒》
模拟经营	《Idle Arkds: Build at Sea》
卡牌、模拟经营	《江南百景图》
模拟养成、收集	《最强蜗牛》
合成、射击	《DragonSky: Idle & Merge》
益智	《班主任模拟器》
塔防	《Zombie Idle Defense》
二次元、卡牌	《苍之纪元》
养成	《旅行青蛙》
社交	《不休的乌拉拉》

资料来源: 公开资料整理、万联证券研究所

再推放置类产品，巩固赛道优势。《一念逍遥》的成功，验证布局放置赛道的正确性，在推出标杆性的两款放置产品后，据公司的代理游戏储备信息显示，公司将代理多款

风格各异的放置类游戏，进一步构筑放置类游戏细分赛道壁垒，如放置修仙《剑开仙门》、多层次深渊放置《冒险与深渊》（测试阶段）。

图表44：公司目前储备产品一览

运营类型	名称	风格/题材	玩法	上线时间
代理	摩尔庄园	3D Q版	社区养成	2021.6.1
代理	复苏的魔女	唯美像素风	RPG	-
代理	精灵魔塔	-	Roguelike+策略	-
代理	冒险与深渊	像素风	放置养成	-
代理	摸金校尉之九幽将军	盗墓	生存沙盘	-
代理	石油大亨	即时策略	模拟经营	-
代理	军团	架空奇幻、手绘风	Roguelite+策略	-
代理	魔法洞穴2	冒险	Roguelike	-
代理	纪元：变异（PC版及PS版）	像素风+赛博朋克风	ARPG	-
自研	幻灵游侠		MMORPG	-
代理	世界弹射物语	像素风	冒险RPG+二次元	-
代理	地下城堡3	暗黑	放置养成+冒险	-
代理	剑开仙门	修仙	放置养成	-

资料来源：公司公告、雷霆游戏官网、万联证券研究所

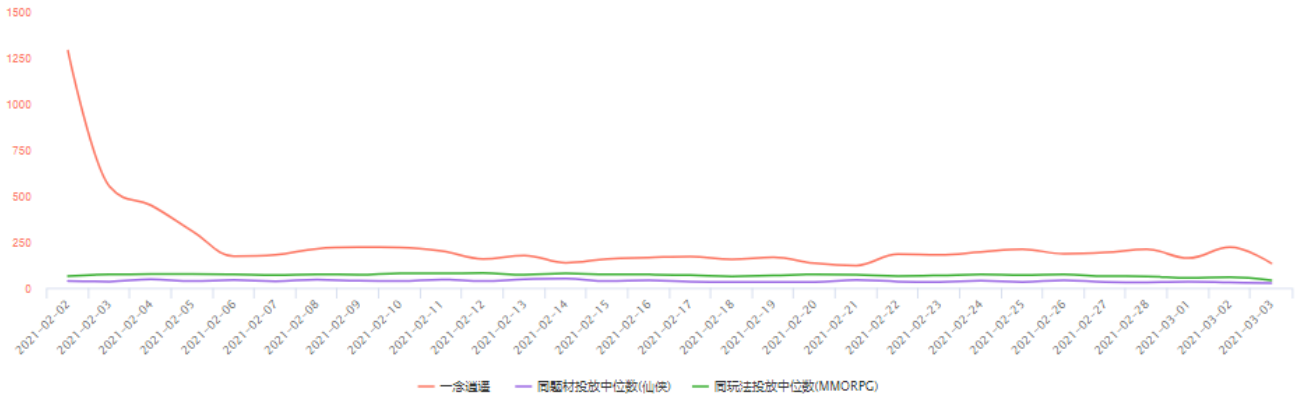
3.2 商业化成熟：兼顾核心用户与泛用户，入局买量

➢ 新发行：从《一念逍遥》看摆脱渠道依赖，买量打法愈发成熟

从《一念逍遥》以其独特的画风在吸量上具有优势，能够有效降低买量成本。此前公司在《最强蜗牛》发行上协助买量推广，积累了相关经验，后续在《一念逍遥》的发行上买量愈发娴熟。《一念逍遥》买量投放相对集中于对修仙题材较为感兴趣的受众群体，游戏仅在上线初期在买量上投放较多，而后买量衰减后游戏热度依然维持在较高水平，验证游戏取得较好的吸量留存效果。

值得一提的是，《一念逍遥》Android版仅选择B站作为联运方，未上架传统应用商店渠道。传统游戏厂商的新游发行主要通过渠道商进行联运，而在游戏上架应用商店的获得导流的同时，游戏厂商需要给予渠道商不菲的渠道分成。无论是五五分成亦或是三七分成，庞大的渠道费用支出对于优质游戏大厂来说都略显昂贵，加之当前手游市场进入存量竞争阶段，单纯的流量扩增正呈现边际效用递减，传统渠道商分发效率持续下降，导致了厂商渠道成本的急剧攀升。此外，由于大厂更加注重精品内容及长期运营路线，通过买量渠道不断提升的营销品质，能够给产品带来长期积极影响，实现口碑营销。上线后的流水表现皆超出市场此前预期，一方面反映游戏品质较高、另一方面则说明优质游戏的确可摆脱渠道依赖。

图表45：《一念逍遥》买量上较为克制



资料来源: DataEye、万联证券研究所

► 新用户：从《摩尔庄园》看用户扩圈

游戏受众上，从硬核向用户向泛用户拓展。此前雷霆游戏的主打品类为Roguelike，偏硬核向的小众用户，近来通过放置、休闲题材向泛用户延展。即将在6月1日上线的《摩尔庄园》是一款怀旧休闲经营养成类游戏，定位为大DAU属性。

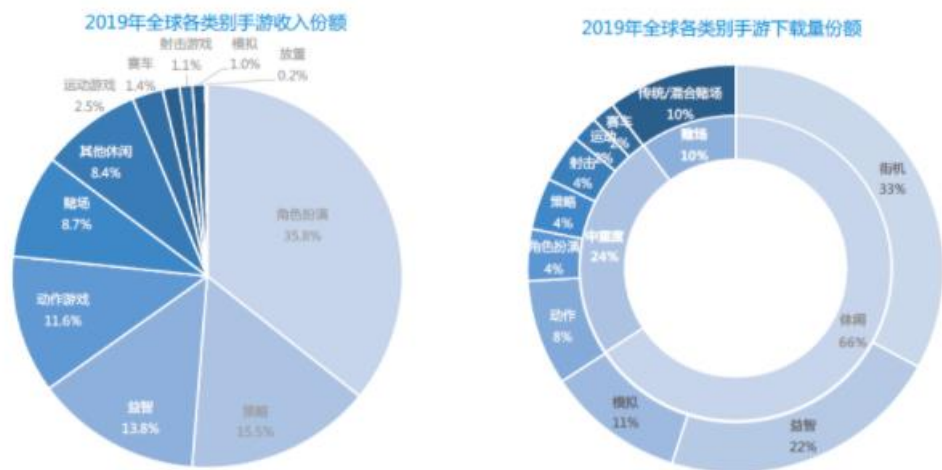
《摩尔庄园》：情怀IP页改手自带流量，全平台关注度高。《摩尔庄园》手游为同名页游原班团队上海淘米网络科技研发，雷霆游戏发行的休闲社交养成类游戏，暂定于6月1日上线。原作在2008年上线页游，主要面向中小学生群体，有1.5亿的注册用户。多年后这部分群体逐步进入社会，独立的收入来源使这部分游戏核心用户拥有较高的支付能力，而童年IP的情怀加成之下又使其具有更高的支付意愿。从测试展现的内容来看，此次的手游化改造类似于《问道》IP的手游化，在较大程度上还原页游风貌的同时适时采用了3D化的模型构建以及更加细致的材质贴图，对核心IP用户的回流将会起到较好的效果。截至3月3日，《摩尔庄园》官网预约人数超过630万，TapTap预约超过120万，评分9.4。

3.3 布局SLG，拓展海外增量市场

在多年的经验积累后，未来有望通过自研产品撬开海外市场。公司此前的出海作品题材上多采取贴合海外市场偏好风格的作品，如 Survivor 产品系列《Dungeon Survivor I》《Dungeon Survivor II》《Tomb Survivor》《Fury Survivor》；再如在 Steam 平台上发行的《超载地牢 (Overdungeon)》，表现出鲜明的西方黑暗风格，在 Steam 上取得 2300+ 特别好评，特别好评率超过 82%。可见，为海外市场量身定做的游戏设计能够提高玩家接受度，有利于公司海外市场拓展。目前出海产品多为代理产品，我们预测公司可能以 SLG 作为未来出海的主打品类，据公司公开透露，未来产品线的核心品类主要有放置类、MMORPG、SLG。其中，放置类、MMORPG 均是公司擅长的品类，有多款成功作品，SLG 则相对空白。

1) SLG 作为深受海外玩家青睐的游戏类型，在全球范围内拥有庞大的用户基数，玩家群体付费意愿强烈。根据 App Annie 发布的 2019 年度数据，SLG 品类贡献的游戏收入达到了全游戏品类的 15.5%，仅次于流水巨头 RPG 类型。而在增速方面，SLG 游戏在 2019 年度实现了 YoY+23% 的增长，远高于全球移动游戏收入的总体增长率 (YoY+14.8%)。庞大的流水加之极高的增长率，使 SLG 成为了大公司的兵家必争之地。

图表 46: SLG 品类在 2019 年全球各类别手游收入中居第二



资料来源: App Annie、万联证券研究所

随着海外市场愈发细分,作为主要游戏类型的 SLG 既能够传统地保有主流游戏架构,又留下足够的空间与新式题材结合,创作出颗粒度更细、更贴合玩家需求的产品。国内厂商通过多样化的题材,配合擅长的买量打法,在海外 SLG 市场上战绩骄人。根据 App Annie 发布数据,在 2021 年 1 月中国厂商出海收入 TOP30 中 SLG 游戏占据 11 个席位。

图表 47: App Annie 2021 年 1 月中国厂商出海应用收入 TOP30

排名	应用名称	主要发行商
1	PUBG MOBILE	腾讯
2	原神	米哈游
3	State of Survival	FunPlus
4	王国纪元	IGG、Fantasy Plus
5	万国觉醒	莉莉丝
6	BIGO LIVE	欢聚时代
7	Project Makeover	Magic Tavem
8	荒野行动	网易
9	黑道风云	友塔游戏
10	口袋奇兵	Topwar Studio
11	剑与远征	莉莉丝
12	阿瓦隆之王	FunPlus
13	TikTok	字节跳动
14	明日方舟	悠星网络、心动网络
15	奇迹之剑	4399
16	守望黎明	龙创悦动
17	Cash Frenzy	博乐游戏
18	Age of Z Origins	壳木游戏
19	七王争霸	龙创悦动
20	火枪纪元	FunPlus
21	奇妙庄园	Magic Tavem
22	Mobile Legends: BangBang	沐瞳科技、VNG

23	放置少女	有爱互娱
24	第五人格	网易、心动网络
25	Ensemble Stars Music	乐元素
26	战火与秩序	壳木游戏
27	Free Slots: Hot Vegas Slot Machines	博乐游戏
28	末日喧嚣	三七互娱
29	RO 仙境传说：新世代的诞生	字节跳动
30	明日之后	网易、心动网络

资料来源：App Annie、万联证券研究所

2) 出海市场竞争激烈，差异化、贴合海外审美的题材或成突破口。随着国内头部厂商纷纷加入对海外市场的争夺，SLG 出海已实际上成为红海市场。伴随买量角逐的不断升级，买量成本攀升带来的边际收益递减，纯粹依靠买量带来市场占有率提升已经收效甚微。在此背景下，原创性的游戏体验以及差异化的题材成为了突破口。废土题材的《State of Survival》、西部题材的《西部风云》、黑帮题材的《黑道风云》以及丧尸题材的《Age of Z Origins》使用了差异化的题材。而无一例外的，这些都为历年来在海外市场极为受欢迎的题材。在 2004 年到 2020 年的 TGA 年度游戏中，仅以上四种题材便占据 16 席中的 7 席，足以见证海外市场对这些题材的认可。吉比特在国内市场已成功验证其差异化打法，海外市场拓展可以期待。

图表 48：历年 TGA 年度游戏汇总

年度	游戏名称	题材
2004	《侠盗猎车手：圣安地列斯》	黑帮
2005	《生化危机 4》	丧尸
2006	《上古卷轴 4：湮灭》	奇幻
2007	《生化奇兵》	科幻
2008	《侠盗猎车手 4》	黑帮
2009	《神秘海域 2：纵横四海》	探险
2010	《荒野大镖客：救赎》	西部
2011	《上古卷轴 5：天际》	奇幻
2012	《行尸走肉》	丧尸
2013	《侠盗猎车手 5》	黑帮
2014	《龙腾世纪 3：审判》	奇幻
2015	《巫师 3》	奇幻
2016	《守望先锋》	-
2017	《塞尔达传说：荒野之息》	奇幻
2018	《战神 4》	北欧神话
2019	《只狼：影逝二度》	日本战国
2020	《美国末日 2》	丧尸

资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

4、盈利预测与投资建议

1) 主要产品上，《问道》《问道手游》预计保持增长，《问道手游》20/21 年预计同比

分别增长 33%、19%，但自 21 年起在总营收中比重下降；《一念逍遥》21 年预计平均月流水 8600 万；《摩尔庄园》21 年预计月流水 4000 万。

2) **分成比例上**，《问道》为第三方代理，根据往年比例，预计后续分成比例为 26%；《问道手游》预计分成比例近年来有所提升，20/21 年分别预计为 68%、70%。《一念逍遥》除官服外渠道方仅 B 站联运，预计分成比例 65%。

3) **毛利率上**，预计雷霆游戏未来代理游戏数量增加，代理游戏以总额法计，会相应拉低毛利率水平，预计 20~22 年毛利率分别为 89%、86%、84%。

预计公司 20-22 年实现营收分别为 26.29/36.77/44.42 亿元，实现归母净利润分别为 10.70/14.42/16.92 亿元，对应 EPS 分别为 14.89/20.07/23.55 元，3 月 9 日 360 元收盘价对应 PE 分别为 24.18/17.94/15.29X。首次覆盖，给予“增持”评级。

5、风险提示

市场竞争加剧、产品上线推迟或表现不及预期、老游流水下降、市场风险偏好波动。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,453	3,267	5,096	7,111	营业收入	2,170	2,629	3,677	4,442
货币资金	804	1,547	3,170	5,023	营业成本	205	285	506	714
应收票据及应收账款	210	237	329	389	营业税金及附加	14	17	24	28
其他应收款	37	104	146	176	销售费用	225	258	360	435
预付账款	36	87	159	229	管理费用	185	202	290	357
存货	1	1	2	3	研发费用	332	435	603	714
其他流动资产	1,366	1,290	1,290	1,290	财务费用	-17	18	-26	-61
非流动资产	1,915	2,079	2,090	2,102	资产减值损失	-69	0	0	0
长期股权投资	322	485	485	485	公允价值变动收益	13	-14	0	0
固定资产	985	986	991	992	投资净收益	31	131	184	222
在建工程	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	13	15	23	36	营业利润	1,230	1,579	2,164	2,548
其他长期资产	595	593	591	589	营业外收入	0	0	0	0
资产总计	4,369	5,346	7,186	9,214	营业外支出	0	0	0	0
流动负债	803	780	1,320	1,769	利润总额	1,230	1,579	2,164	2,548
短期借款	0	0	0	0	所得税	164	229	314	369
应付票据及应付账款	119	156	277	391	净利润	1,066	1,350	1,850	2,178
预收账款	1	1	2	2	少数股东损益	257	281	408	486
其他流动负债	684	623	1,041	1,376	归属母公司净利润	809	1,070	1,442	1,692
非流动负债	131	131	131	131	EBITDA	1,253	1,457	1,914	2,216
长期借款	35	35	35	35	EPS (元)	11.26	14.89	20.07	23.55
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	95	95	95	95	主要财务比率				
负债合计	934	910	1,451	1,900	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	72	72	72	72	成长能力				
资本公积	1,107	1,107	1,107	1,107	营业收入	31.2%	21.1%	39.9%	20.8%
留存收益	1,915	2,634	3,526	4,619	营业利润	15.5%	28.4%	37.0%	17.7%
归属母公司股东权益	3,071	3,791	4,683	5,775	归属于母公司净利润	11.9%	32.2%	34.8%	17.4%
少数股东权益	364	645	1,053	1,539	获利能力				
负债和股东权益	4,369	5,346	7,186	9,214	毛利率	90.5%	89.2%	86.2%	83.9%
					净利率	49.1%	51.4%	50.3%	49.0%
					ROE	26.3%	28.2%	30.8%	29.3%
					ROIC	29.9%	27.2%	27.9%	25.4%
					偿债能力				
					资产负债率	21.4%	17.0%	20.2%	20.6%
					净负债比率	-21.6%	-33.5%	-54.2%	-67.8%
					流动比率	3.05	4.19	3.86	4.02
					速动比率	3.01	4.08	3.74	3.89
					营运能力				
					总资产周转率	0.50	0.49	0.51	0.48
					应收账款周转率	10.31	11.11	11.19	11.41
					存货周转率	388.73	201.66	226.71	285.16
					每股指标 (元)				
					每股收益	11.26	14.89	20.07	23.55
					每股经营现金流	18.05	16.02	28.11	31.56
					每股净资产	42.73	52.75	65.16	80.36
					估值比率				
					P/E	31.97	24.18	17.94	15.29
					P/B	8.42	6.82	5.52	4.48
					EV/EBITDA	16.53	20.00	14.38	11.58

现金流量表				
单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,297	1,152	2,020	2,268
净利润	1,066	1,350	1,850	2,178
折旧摊销	44	24	19	23
营运资金变动	145	-107	333	287
其它	42	-116	-182	-221
投资活动现金流	-160	-57	154	187
资本支出	-58	-25	-30	-35
投资变动	-207	-149	0	0
其他	105	117	184	222
筹资活动现金流	-851	-351	-551	-601
银行借款	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-851	-351	-551	-601
现金净增加额	293	743	1,623	1,854
期初现金余额	508	804	1,547	3,170
期末现金余额	801	1,547	3,170	5,023

资料来源: 公司财报、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场