



Research and
Development Center

坚持匠心，品类突破引擎启动

— 吉比特（603444）深度报告

2021年3月26日

王建会行业分析师
S1500519120001
(010) 83326755
wangjianhui@cindasc.com

证券研究报告
坚持匠心，品类突破引擎启动
公司研究

2021年3月26日

深度报告
本期内容提要：
吉比特 (603444)
投资评级 **增持**
上次评级 **无**

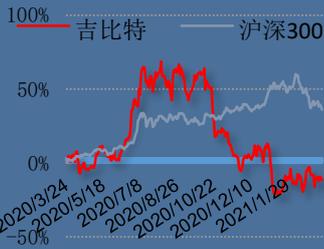
吉比特以《问道》打开研运一体发展之路，新品类赛道开拓稳步进行中。公司成立于2004年，端游时代推出免费MMORPG仙侠题材重磅作品《问道》获得市场关注，2016年凭借《问道》手游成功实现端转手转型，凭借端游庞大且忠实的用户群体，优秀的产品质量与精细化运营，问世5年流水表现长盛不衰，成为公司收入的核心来源。2011年成立雷霆游戏平台，开启新品类与风格化产品探索之路，已成为国内Roguelike类游戏的大本营。2020年，其旗下投资公司青瓷研发放置类游戏《最强蜗牛》打开公司放置类游戏赛道新空间，自研产品《一念逍遥》在此验证公司小而美的研发战略与精细化运营的优势所在。

《问道》究竟还能保持多久的流水？ 本文主要探讨了公司核心游戏《问道》的流水表现。我们认为《问道》手游在近2-3年内仍能够保持当前流水水平。主要原因系：1、同名端游拥有深厚的用户基础；2、MMORPG类游戏长生命周期较多，例如同时代端游《梦幻西游》、《大话西游》，其端转手后均获得了长生命周期，吸金能力依旧，MMORPG手游用户圈层较为固定且氪金能力、忠实性强，且当前市场上端转手IP逐渐走向红利尾声，竞争格局较为稳定；3、游戏长线运营能力强，《问道》手游精细化运营成效明显，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；年末活动旺季会结合游戏调性，选取适合的明星代言人进一步引流，同时也会生产相关IP产品固定粉丝玩家。

品类拓展成功率高，放置类游戏大有可为。 公司凭借独特的画风风格与玩法吸引了Roguelike类游戏硬核玩家，2020年旗下投资公司青瓷《最强蜗牛》打开放置类游戏商业化开端，公司敏锐的捕捉到放置类游戏的前景，先市场一步占据放置类游戏产品赛道，迅速推出自研产品放置类仙侠题材《一念逍遥》站稳市场脚跟。从游戏品类上来说，放置类游戏的留存率与付费率较为可观，且在研发上成本较低，公司在《最强蜗牛》、《一念逍遥》的市场反馈中锤炼出一套较为成熟的商业化数值系统体系，叠加公司在玩法、画风等独树一帜的创新感，挖掘放置类游戏蓝海取得先发优势。

研运一体化，运营精品化。 公司研发采取多种模式孵化：1) 内部团队孵化；2) 鼓励内部优秀员工创业，并给予一定的投资获取合作优先权；3) 外延投资优秀制作人团队。运营上，雷霆游戏以用户体验为核心，通过聘请代言人、微信公众号、产品联动、影视剧植入、与直播平台或主播合作、游戏公会、游戏论坛、品牌TVC制作、线下活动等各种方式进行更有针对性的推广，力求更有效率的运营方式。

投资建议： 长期来看，公司以《问道》为核心的基本盘保持精品化运营能够不断突破其生命周期天花板。公司加码自研、精细化运营有利于垂直品类细分领域上占据先发优势。我们预计2020-2022年公司实现营业收入27.88/38.92/43.32亿元，归母净利润11/15.32/16.6亿元，EPS分别为15.3/21.32/23.09，对应PE为27.84X/19.98X/18.45X。由于公司作为A股领



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (CNY)	342.33
52周内股价	296.34-671.6
波动区间 (HKD)	
最近一月涨跌幅 (%)	-0.69
总股本 (亿股)	0.72
流通A股比例 (%)	100
总市值 (亿)	246.01

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

先的游戏研发公司，2021年产品线确定性较强，将获得行业头部估值溢价给予2021年17X估值，给予“增持”评级。

股价催化剂：新游戏推出流水表现超预期，《摩尔庄园》上线后为雷霆游戏平台打开用户增长空间，公司海外游戏发行取得突破，游戏行业整体估值抬升

风险提示：游戏政策监管趋严的风险；游戏研发失败风险；游戏产品表现不及预期风险；单一游戏流水下降风险

重要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	2,170	2,788	3,892	4,332
增长率 YoY%	31.2%	28.4%	39.6%	11.3%
归属母公司净利润（百万元）	809	1,100	1,532	1,660
增长率 YoY%	11.9%	35.9%	39.3%	8.3%
毛利率%	90.5%	88.1%	88.5%	87.8%
净资产收益率 ROE%	26.3%	26.4%	26.9%	22.5%
EPS（摊薄）（元）	11.26	15.30	21.32	23.09
市盈率 P/E（倍）	26.51	27.84	19.98	18.45
市净率 P/B（倍）	6.98	7.34	5.37	4.16

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

目 录

核心推荐逻辑	6
有别于市场的观点	6
公司介绍	7
(一) 历史沿革: 小而美的研运一体, 垂直赛道突破	7
(二) 股权结构: 股权结构稳定, 高管互联网从业经验丰富	7
财务分析:《问道》手游持续供血, 加码研发	10
(一) 公司营收: 老游戏《问道手游》以及新上线业务拉动公司业绩	10
(二) 分业务: 自主运营业务营收高速增长, 授权运营业务营收逐步回升	11
(三) 费用率: 销售管理能力提升, 高研发投入推动公司创新	13
业务基本盘:《问道》手游还能保持多久的流水稳定贡献?	13
(一)《问道手游》: MMORPG 游戏生命周期偏长, IP 运营与合理的经济系统维持稳定	13
(二) MMORPG 天生强大吸金能力+精细化运营有望《问道》打破生命周期天花板	17
游戏品类突破中,《最强蜗牛》开辟新品类赛道,《一念逍遥》巩固研发效能	17
(一)《最强蜗牛》试水放置类游戏打开细分赛道商业化先河	18
(二) 放置类游戏: 成熟数值体系+风格化题材, 低成本的大成功	19
公司研运一体: 注重研发投入,《摩尔庄园》引流效应有望破圈	20
(一) 重研发, 内部培养+外部投资双管齐下	20
(二) 运营平台: 雷霆游戏平台精品化运营, 玩家口碑优秀	21
(三) 产品线丰富,《摩尔庄园》打开新用户圈层	23
盈利预测与估值	25
(一) 盈利预测	25
(二) 可比公司估值	25
风险因素	27

图 目 录

图 1: 公司发展历程	7
图 2: 公司股权结构图	8
图 3: 公司 2016-2020Q3 营业收入表现	11
图 4: 公司分业务毛利率表现	11
图 5: 公司净利润表现	11
图 6: 吉比特分业务营业收入表现	12
图 7: 公司分业务营收占比	12
图 8: 公司自主运营业务营业收入表现	12
图 9: 公司授权运营业务营业收入表现	12
图 10: 公司联合运营业务营业收入表现	13
图 11: 公司费用率表现	13
图 12: 《问道》MAU	14
图 13: 《问道》月平均付费用户数	14
图 14: 《问道》月平均付费渗透率	14
图 15: 《问道》ARPU	15
图 16: 《问道手游》累计注册用户数量	15
图 17: 《问道手游》MAU	16
图 18: 《问道手游》营销推广费	16
图 19: 《问道手游》月平均付费用户数	16
图 20: 《问道手游》ARPU	16
图 21: 《问道》iPhone 近一年畅销榜排名	17
图 22: 《问道》iPad 近一年畅销榜排名	17
图 23: 《最强蜗牛》iPhone 自上线畅销榜排名	18
图 24: 《最强蜗牛》iPad 自上线畅销榜排名	18
图 25: 《一念逍遥》iPhone 自上线畅销榜排名	19
图 26: 《一念逍遥》iPad 自上线畅销榜排名	19
图 27: 各类游戏 7 天留存率对比	20
图 28: 各类游戏月留存率对比	20
图 29: 放置类游戏各品类峰值	20
图 30: 吉比特 2017-2019 年研发情况	21
图 31: 吉比特 2017-2019 年研发费用和比例	21
图 32: 雷霆游戏发展历程	21
图 33: 摩尔庄园手游	24
图 34: 摩尔庄园人线走向	25
图 35: 摩尔庄园用户关注度	25

表 目 录

表 1: 公司参股企业	8
表 2: 公司高管团队	9
表 3: 公司股权激励方案	9
表 4: MMORPG 游戏整体呈现较长生命周期	17
表 5: 雷霆游戏平台现有游戏	22
表 6: 公司储备游戏 pipeline	23
表 7: 摩尔庄园基本信息	23
表 8: 公司收入预测	25
表 9: 可比公司估值 (截至 2021.3.23)	错误!未定义书签。

核心推荐逻辑

1、《问道》手游基本盘将在中长期内保持稳定流水贡献。吉比特 2016 年推出端游同名手游《问道》，作为 MMORPG 仙侠类的标杆类产品，端游时期级拥有广泛且高粘性的用户基础。手游上线近 5 年时间，仍保持着 IOS 前 20-30 名的收入水平，成为公司的主要收入贡献。我们认为在未来 2-3 年内《问道》手游保持当前稳定表现确定性较强，《问道》手游作为自研 MMORPG，逐渐进入游戏成熟期，运营方面，以用户体验为核心，精细化运营，每年定期推出版本更新与开启新服实现六十用户逐步回流，同时选择与游戏品质合拍的代言人进行活动宣传。

2、细分赛道研运一体探索成功率较高，自研+外延投资双管齐下。公司与《问道》手游推出同期开启 Roguelike 游戏的研运，硬核玩法+多元化独特画风题材使得公司自有运营平台雷霆游戏获得玩家的认可，发行《不思议迷宫》、《地下城堡 2》和《失落城堡》等产品，获得众多硬核玩家的好评。雷霆游戏也成为国内 Roguelike 游戏的聚集平台。2020 年公司探索放置类游戏，《最强蜗牛》、《一念逍遥》凭借其独特的题材获得成功，公司乘胜追击，在放置类游戏领域逐渐站稳脚跟。我们认为吉比特不同于同行业公司重磅加码 MMORPG、二次元等红海赛道，独辟蹊径，坚持“精品化”路线，尝试在细分品类上取得突破。

3、在研发方面，公司内部研发与外部投资并举，紧抓市场风向。公司研发体系分为三个部分：1、内部团队孵化，例如《一念逍遥》创作团队 M71 即是从 M68 项目中孵化出；2、给予内部优秀团队外部创业投资，并以此获得游戏发行优先利益；3、成立吉相资本，外延投资优质研发团队。

4、研运一体，精品化延长游戏生命周期。雷霆游戏平台作为公司旗下的自主游戏运营平台，在“精品化”运营理念支撑下，雷霆游戏逐步形成以 Roguelike 类游戏为优势品类，逐步向放置、SLG 等多元差异化产品结构发展。雷霆游戏平台逐渐向泛用户群体扩张，重点储备作品淘米网络研发、雷霆游戏代理发行的《摩尔庄园》（计划 21 年 Q2 上线，截至 12 月 29 日预约人数超过 542 万）上线后有望为雷霆平台的用户基数带来增长，平台成长即将启动新引擎。

有别于市场的观点

1、市场关注问道游戏的生命周期，担忧《问道》手游在游戏内容全部上线后会迎来流水的萎缩。我们认为《问道》的流水将有望在未来 2-3 年内维持稳定。一方面，《问道》同类型手游《梦幻西游》手游等依旧保持畅销榜 TOP5 的水平，用户数量与付费习惯较为稳定，配合公司常年来精细化运营，用户流失与付费能力下降短期内不会出现，同时同类型游戏 MMORPG 逐渐走向端转手红利，市场竞争逐渐缓和。

2、市场担心《问道》手游后，公司难以找到新的增长引擎，我们认为从行业来看，市场头部效应将向流量集中，细分品类赛道的研发商有望突围而出。公司已经探索出放置类游戏研发与发行的成功之道，放置类游戏主要是由数值驱动，故事剧情内核与画风的变化能够吸引各类用户，且放置类游戏的留存与付费情况较行业其他游戏较好，能够实现快速迭代。同时公司雷霆游戏平台将推出《摩尔庄园》有望打开游戏平台社交泛用户玩法，扩大平台知名度与玩家覆盖度，打开新的成长空间。

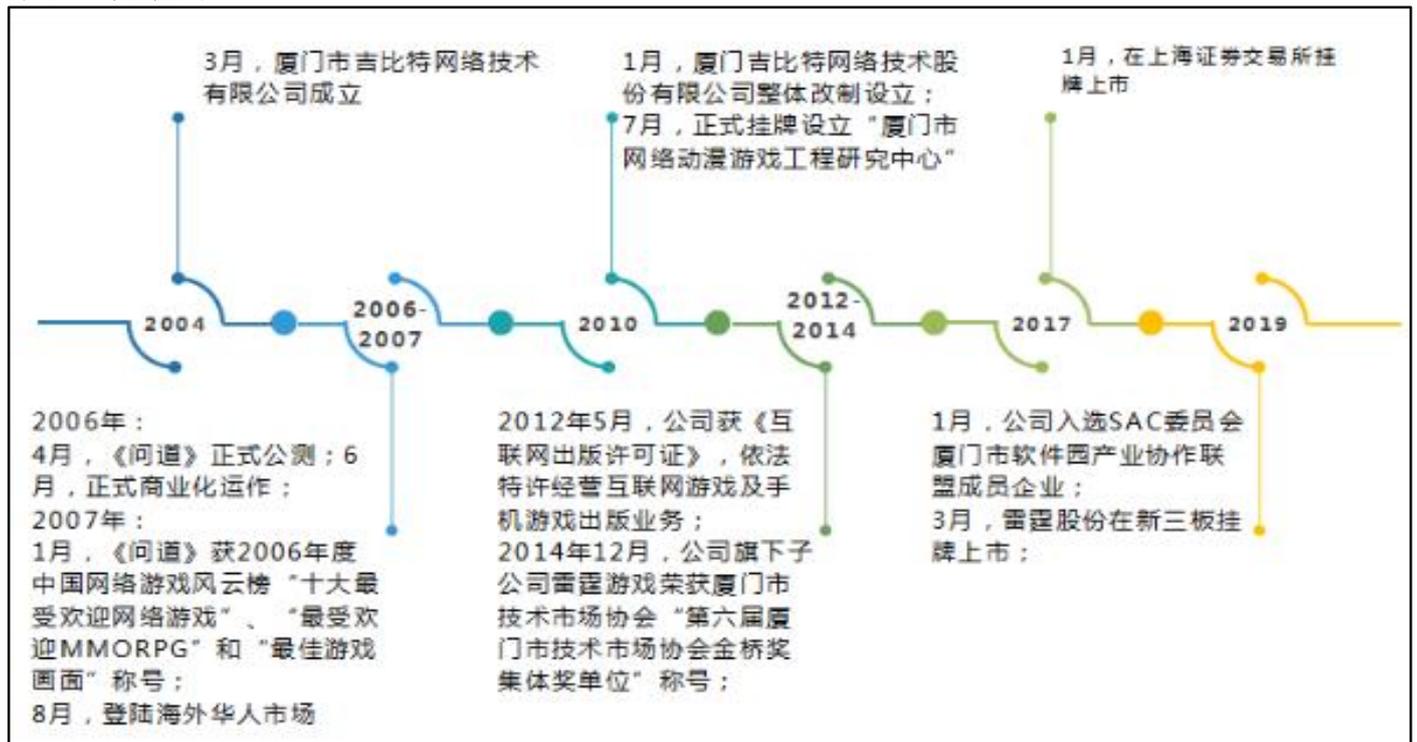
公司介绍

（一）历史沿革：小而美的研运一体，垂直赛道突破

吉比特网络技术有限公司在 2004 年 3 月在厦门成立，是一家专门从事网络游戏创意策划、研发制作及商业化运营的国家级重点软件企业。2016 年，凭借《问道》多年来积累的强大用户群体，顺应市场形式，2016 年公司推出《问道手游》并且取得良好的业绩，自上线以来一直成为公司收入的主要构成来源。2017 年 1 月，公司成功在上海证券交易所上市。

公司在 2016 年推出《问道》手游，精细化运营实现稳定基本盘，积极拓展新品类游戏研发与运营。公司自 2016 年开启了《问道》+Roguelike 类游戏的研运路径，2011 年雷霆平台诞生。先后推出《问道》、《下一把剑》、《异化之地》等产品，运营 Roguelike 类游戏《不思议迷宫》、《地下城堡 2》和《失落城堡》等产品，获得众多硬核玩家的好评。2020 年，公司旗下投资研发公司青瓷数码推出放置类游戏《最强蜗牛》获得玩家与市场认可，成功拓展出放置类游戏商业化之道，2021 年 2 月，公司 M71 自研团队推出修仙题材放置类手游《一念逍遥》，同期同类 steam 游戏《鬼谷八荒》获得海内外玩家的追捧，打开了以《问道》手游为基本盘，roguelike、放置类游戏细分赛道的领先者。

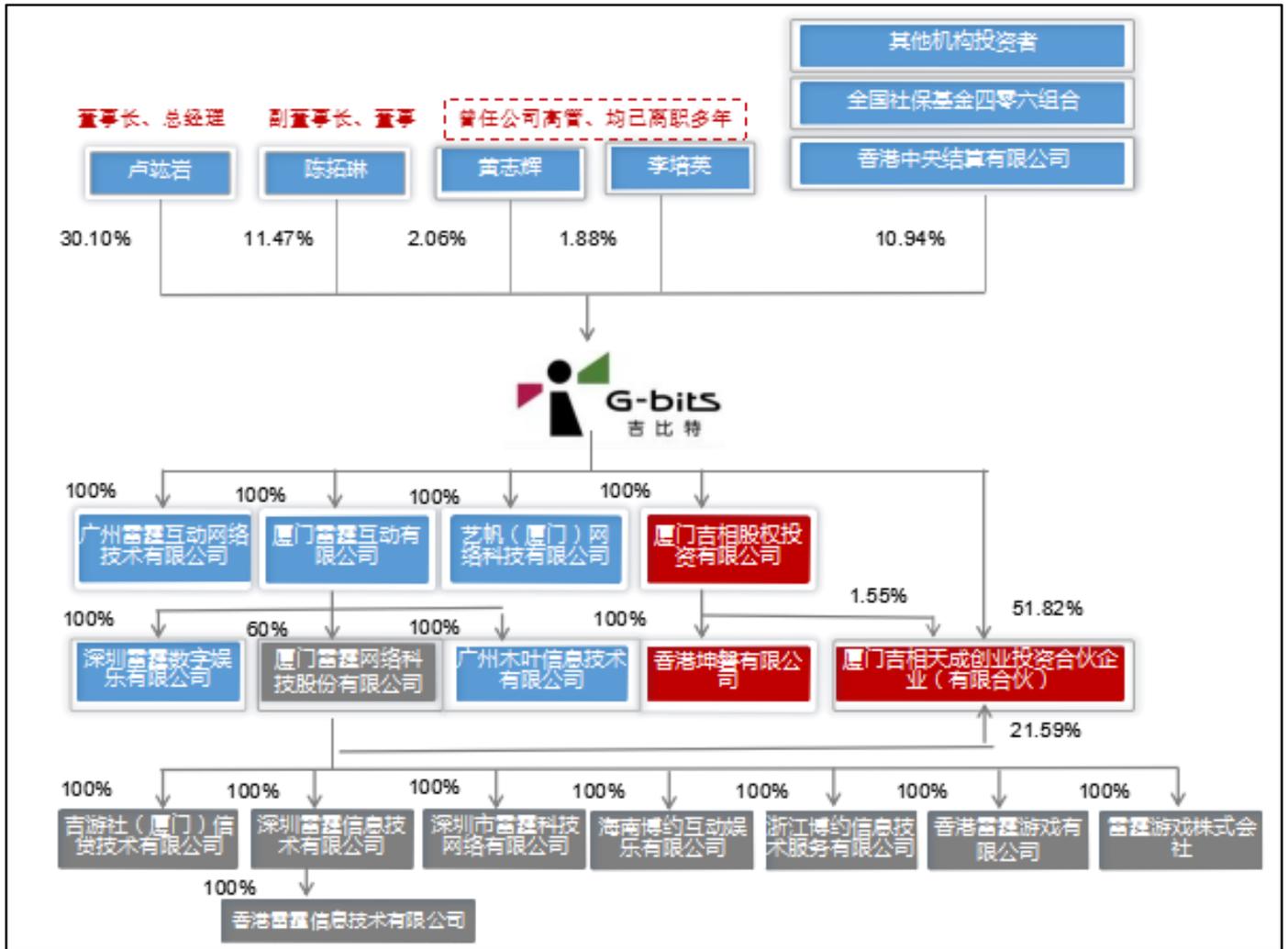
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

（二）股权结构：股权结构稳定，高管互联网从业经验丰富

公司股权集中，第一、第二大股东持股比例差距较大，公司结构较为稳定。截止 2020 年 Q3，公司的股权集中于实际控制人卢竑岩，持股比例达到 30.1%，其第二大股东为陈拓琳，持股比例为 11.47%，持股比例差距较大，公司发生控制权变动的可能性较小，股权结构稳定。

图 2: 公司股权结构图


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司积极参与投资，旗下拥有众多优质内容研发方与工作室，延伸上下游产业链。公司参股公司包括游戏研发工作室、游戏平台（taptap），儿童在线教育、动漫 IP 制作公司，有利于后续游戏产品 IP 精细化运营以及 IP 内容孵化，形成上下游协同效应，放大内容产品生命价值。

表 1: 公司参股企业

公司名称	成立时间	公司投资占比	主要游戏
厦门青瓷数码技术有限公司	2012 年 3 月	36.91%	《不思议迷宫》《最强蜗牛》《阿瑞斯病毒》《愚公移山 3 智叟的反击》
厦门淘金互动网络股份有限公司	2013 年 6 月	30%	《地下城 2: 黑暗觉醒》《跨越星弧》
厦门勇仕网络技术股份有限公司	2014 年 12 月	20%	《碧蓝航线》
易玩(上海)网络科技有限公司	2016 年 3 月	6.66%	TapTap 平台
Rayark Holdings Ltd.	2015 年 3 月	5%	《Cytus (音乐世界)》《Cytus II (音乐世界 II)》《Deemo (古树旋律)》
广州百漫文化传播有限公司	2016 年 1 月	2.48%	《西行纪》《怪医不语》《造物法则》《绝行者》《杀道行者》
厦门真有趣信息科技有限公司	2012 年 8 月	10%	《香肠派对》《不休的乌拉拉》《小兵大冲锋》《仙侠道》
天津市好传文化传播有限公司	2012 年 2 月	10%	《大护法》《大理寺日志》《不可能恋爱?!》《海岸线上的漫画家》《冰箱里的企鹅》
广州帝释天软件有限公司	2014 年 9 月	16%	《拉结尔》《Endless Loop》《KSU》
广州啵喽啵喽科技有限公司	2017 年 8 月	15%	《Muse Dash (喵斯快跑)》
厦门千时科技有限公司	2015 年 1 月	11.73%	“久趣英语”为 4-1 岁儿童提供优质的北美外教在线小班课

广州纳仕信息科技有限公司	2018年1月	21.82%	《白之物语》
吉林省凝羽动画有限公司	2012年12月	10%	《茶啊二中》

资料来源：公司官网、信达证券研发中心

公司管理团队稳定，治理结构稳健。公司董事长兼创始人卢屹岩曾从事软件工程师及美国 Salira Optical Network Systems Inc. 开发工程师，IT 技术熟练，团队管理经验丰富；公司运营负责人翟健曾担任商务专员、区域经理级雷霆互娱运营总监，工作经历丰富。公司成立以来，核心技术团队稳定，长期从事游戏开发、运营推广等工作，逐渐形成一套稳定成熟的运营体系。

表 2: 公司高管团队

姓名	职务	主要工作经历
卢屹岩	董事长、总经理	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 年创立吉比特有限，现任公司董事长、总经理，雷霆互动执行董事，鼓浪投资执行董事，艺帆网络执行董事，雷霆股份董事
陈拓琳	董事(副董事长)	曾任 Robert Bosch Research & Technology Center, North America 软件工程师。2005 年加入吉比特有限，现任公司董事(副董事长)，雷霆股份董事，千时科技董事
翟健	董事	曾任广州博冠信息科技有限公司商务专员、区域经理，雷霆互动运营总监。2012 年加入公司，现任公司董事，雷霆股份董事长、总经理，深圳雷霆信息执行董事、总经理，吉游社执行董事、总经理，海南博约总经理，浙江博约执行董事、总经理，香港雷霆游戏董事，香港雷霆信息董事，深圳雷霆科技监事
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 年加入吉比特有限，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
卢永华	独立董事	历任厦门大学会计系助教、讲师、副教授、教授、系党总支副书记、系副主任。现任福建龙溪轴承(集团)股份有限公司独立董事，厦门市美亚柏科信息股份有限公司独立董事，舒华体育股份有限公司独立董事，厦门东昂光电科技股份有限公司独立董事。2016 年 3 月起任公司独立董事
郑甘澍	独立董事	曾任职于山东大学外事办公室、曾任厦门大学经济学院国际经济与贸易系教授。现任福建龙净环保股份有限公司独立董事，厦门国贸集团股份有限公司独立董事。2016 年 3 月起任公司独立董事
林志	独立董事	曾任北京市天元律师事务所律师合伙人。现任北京安新律师事务所合伙人，兼任北京华方投资有限公司董事，天津凯发电气股份有限公司独立董事，北京四中校友促进教育基金会理事长。2016 年 3 月起任公司独立董事
胡兆彬	监事会主席	曾任厦门翔通信息科技有限公司无线开发工程师，厦门享联科技有限公司软件工程师。2007 年加入吉比特有限，现任公司监事会主席，雷霆互动监事、制作人，雷霆股份监事会主席，广州雷霆监事
吴培治	职工代表监事	曾任路达(厦门)工业有限公司采购员，中国联合网络通信有限公司厦门市分公司客户经理、科室主任，网宿科技股份有限公司厦门分公司行政部经理。2011 年加入公司，现任公司职工代表监事、行政部经理
周媛媛	监事	曾任厦门灿坤实业股份有限公司法务专员、安踏(中国)有限公司高级法务专员。2013 年加入公司，现任公司监事、法务主管，雷霆股份监事
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 年加入公司，现任公司副总经理、财务总监
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 年加入公司，现任公司副总经理、董事会秘书

资料来源：公司官网、信达证券研发中心

公司高度重视人才培养，使用股权激励制度激励高管及核心员工。公司对专业人才培养工作高度重视，通过营造良好的企业文化氛围、采取有效的激励机制、提供多样化的培训机会，培养员工的忠诚度，有效保证了核心人才队伍的稳定，使公司的各项业务能够持续运作，保障公司的稳定发展。2020 年 12 月公司发布股权激励方案，稳定研发等业务团队。

表 3: 公司股权激励方案

行权期	业绩考核目标
首次授予的股票期权	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%
	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%

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%
	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%
	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%
预留授予的股票期权（若预留部分于 2020 年 12 月 31 日后授予）		

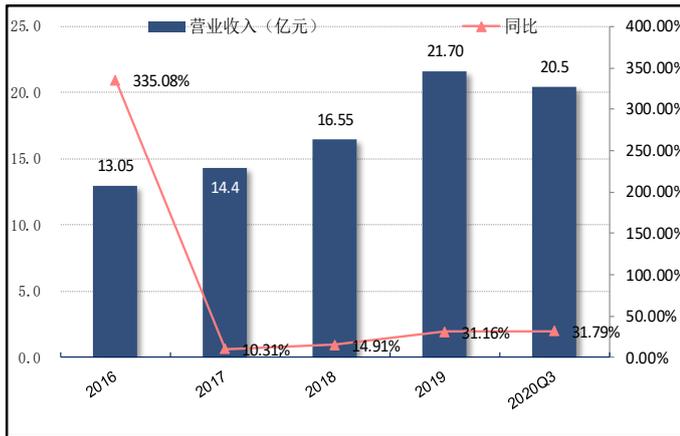
资料来源：公司官网、信达证券研发中心

财务分析：《问道》手游持续供血，加码研发

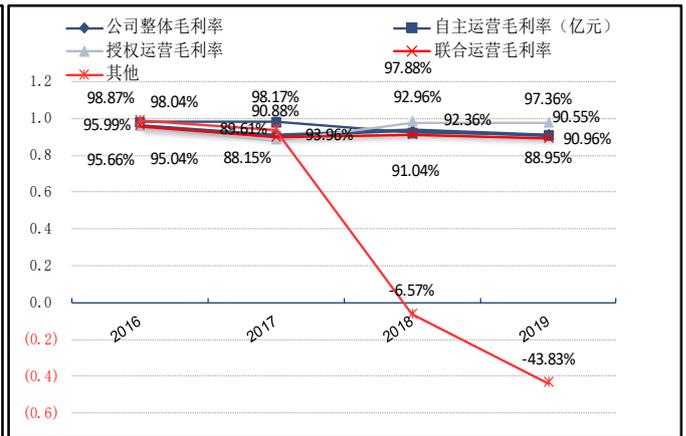
（一）公司营收：老游戏《问道手游》以及新上线业务拉动公司业绩

收入端：《问道》手游稳定表现，新品类拓展带来业绩弹性。 公司 2017/2018/2019/2020Q3 分别实现营业收入 14.4 亿元、15.5 亿元、21.7 亿元、20.5 亿元，同比增长 10.31%、14.91%、31.16%、31.79%，营业收入持续增长。《问道手游》仍是公司主要收入来源，Roguelike 类游戏数量较多，但限于游戏用户体量较小，收入贡献由产品数量驱动。2020 年公司在放置类游戏品类研发运营上取得新的突破。2020 年公司不断推出新游戏，如《最强蜗牛》（港澳台版）以及《不朽之旅》，一系列因素使公司业绩保持增长。我们认为结合后续公司产品 pipeline 丰富以及重磅游戏突破泛用户圈层有望打开新的产品局面。

公司积极拓展海外业务，从国内成熟上线产品做起，初步打开了海外市场。2017 年下半年至今，公司先后推出了《问道手游》海外版、《地下城堡》海外版（英文名《Dungeon Survivor I》）、《地下城堡 2》海外版（英文名《Dungeon Survivor II》）、《长生劫》海外版（英文名《Tomb Survivor》）、《末日希望（Fury Survivor）》，形成了 Survivor 产品线。我们认为伴随中国游戏出海品牌化、口碑走好将有望在海外游戏运营上取得新的突破。

图 3：公司 2016-2020Q3 营业收入表现


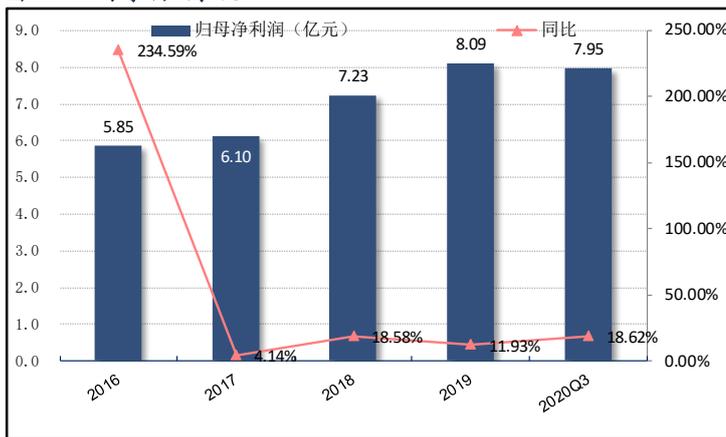
资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 4：公司分业务毛利率表现


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

毛利率方面，公司整体毛利率保持高位且稳定。公司 2016/2017/2018/2019 年授权运营业务毛利率分别为 88.15%、97.88%、97.36%，逐年攀升，其他业务毛利率在 2016/2017 年分别为 98.87%、93.96%，毛利率较高，但在 2018 年转变为负毛利率，为-6.57%，并且负值逐渐增大至-43.83%，公司整体和自主运营业务毛利率始终保持在 90%以上，远高于行业均值。2019 年度境外营业收入、营业成本增长而毛利率下降，主要系新增数款产品境外上线运营，但新上线产品毛利较低。

公司盈利表现稳定向好。公司 2017/2018/2019/2020Q3 分别实现净利润 6.1 亿元、7.23 亿元、8.09 亿元和 7.95 亿元，同比增长 4.14%、18.58%、11.93%、18.62%，公司净利润保持稳定增长。公司归母净利润增速小于营业收入增长，主要原因主要有：（1）本期公司为青瓷数码研发并运营的《最强蜗牛》提供推广服务，该项服务净利率较低；（2）本期游戏授权金摊销增加；（3）从 2020 年第二季度起外部研发商的游戏分成支出不再进行摊销；（4）本期对外投资业务根据投资标的情况预提业绩奖金。

图 5：公司净利润表现


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

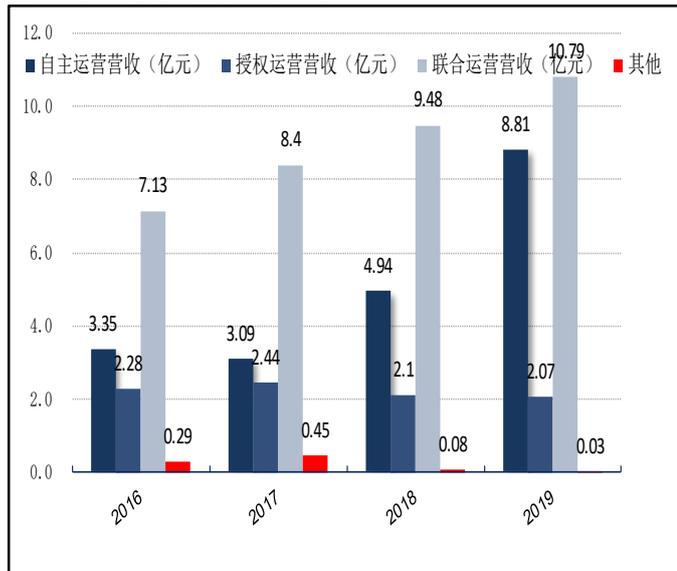
（二）分业务：自主运营业务营收高速增长，授权运营业务营收逐步回升

联合运营业务仍是公司主要收入来源，自主运营业务营收增长较为明显。公司自主运营主要来源于自有雷霆游戏平台游戏收入，授权运营主要来源于公司自研游戏于第三方运营商进行合作，联合运营主要是公司与游戏平台合作，将自研或者代理游戏同时上线对方平台，目前收入来源包括运营商比例分成及自有平台收入。

公司联合运营业务 2016/2017/2018/2019 年分别实现营业收入 7.13 亿元、8.4 亿元、

9.48 亿元。营收不断增长，至 2019 年业务收入超过 10 亿元，营收占比始终在 50% 左右，是公司主要收入来源，自主运营业务（雷霆游戏）2016/2017/2018/2019 年分别实现营业收入 3.35 亿元、3.09 亿元、4.94 亿元、8.81 亿元，始终保持稳定增长趋势，营收占比也从 2016 年的 25.7%，逐年升至 40.7%；授权运营业务营业收入在 2016-2019 年间维持在 2-2.5 亿之间，公司营收占比自 2016 年 17.5%，减少至 9.5%，反映公司在扩大自主运营模式规模，同时挤压授权运营业务；自主运营业务、联合运营及境内营业收入和营业成本皆较 2018 年度增长，原因在于《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，营业成本相应增长。

图 6：吉比特分业务营业收入表现



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

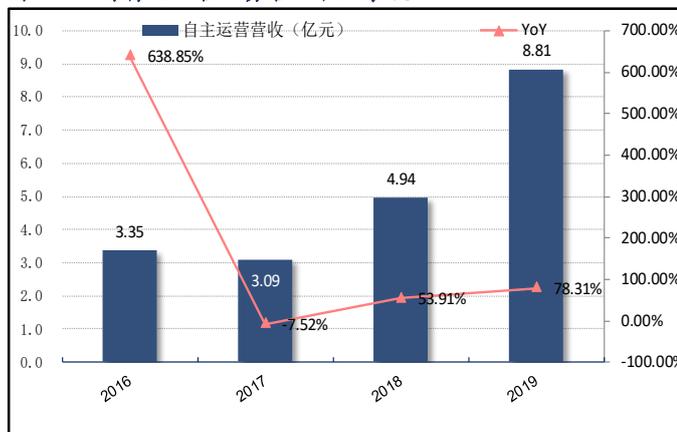
图 7：公司分业务营收占比



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

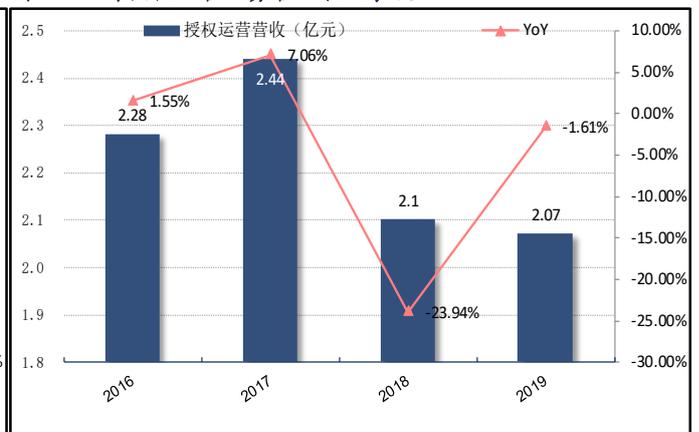
公司自主运营业务收入增长较为明显，联合运营业务收入增长保持稳定，授权运营业务增长幅度较大。2017/2018/2019 年公司自主运营业务收入增长率分别为-7.52%、53.91%、78.31%，由负增长逐渐转为正，增长趋势较为明显；联合运营业务收入增长率 2017/2018/2019 年分别为 17.86%、12.77%、13.89%，保持在 10%-20% 之间，较为稳定；授权运营业务 2018 年为-23.94%，至 2019 年收入为 2.07 亿元，增长率为-1.61%，主要原因在于老游戏《问道手游》的收入不断增长以及受新上线游戏《贪婪洞窟 2》《跨越星弧》《失落城堡》等贡献收入。

图 8：公司自主运营业务营业收入表现

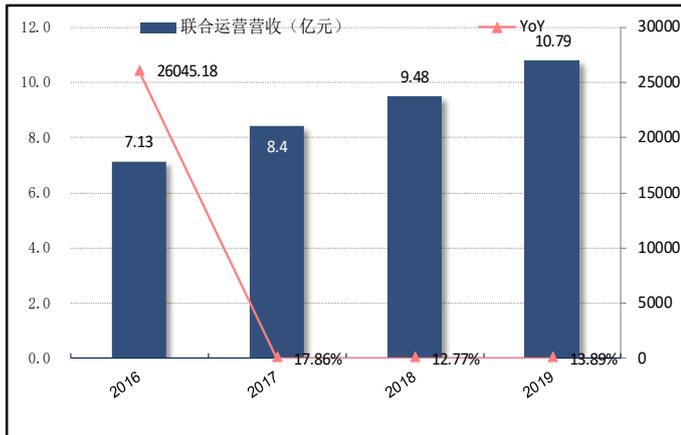


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 9：公司授权运营业务营业收入表现



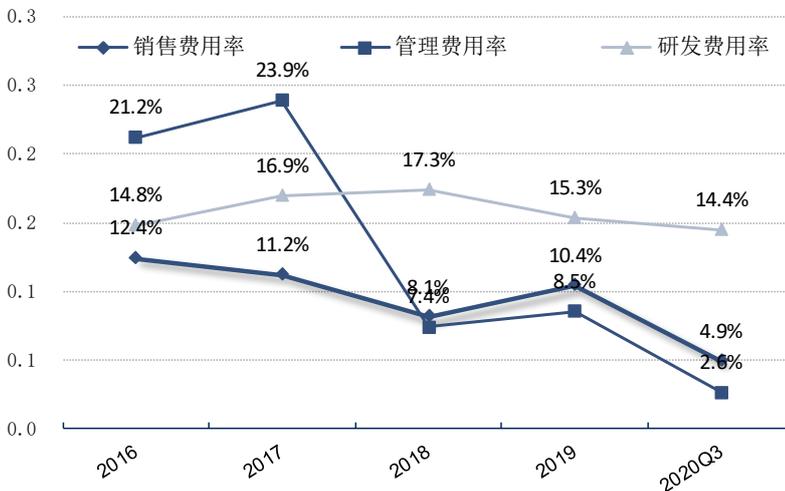
资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 10：公司联合运营业务营业收入表现


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

（三）费用率：销售管理能力提升，高研发投入推动公司创新

费控管理能力优秀，加码研发提升公司产品核心竞争力。公司销售费用率、管理费用率逐渐下滑，研发费用率总体保持稳定。2016/2017/2018/2019/2020Q3 公司研发费用率分别为 14.8%、16.9%、17.3%、15.3%、14.4%，累计研发费用 8.63 亿元，持续的高研发投入不断推动公司自主创新；销售费用率分别为 12.4%、11.2%、8.1%、10.4%、4.9%，逐年下降，但 2019 年销售费用为 5.35 亿元，较上年同期增长，主要系：（1）《问道手游》营销推广费增长；（2）本期新上线游戏增加营销推广开支；管理费用较上年同期增长，主要系本期管理部门薪酬增加；（2）本期增加深圳及广州两地办公楼相应的折旧；在管理费用方面，公司 2016/2017/2018/2019/2020Q3 分别为 21.2%/23.9%/7.4%/8.5%/2.6%，2018 年以来逐年下降，公司的销售和管理能力不断提升。

图 11：公司费用率表现


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

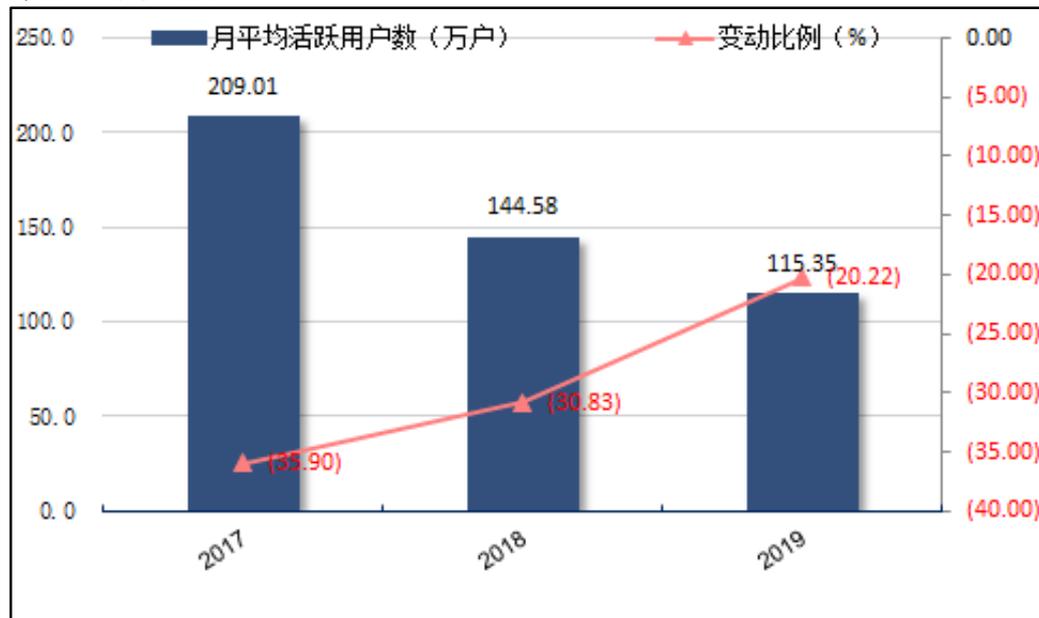
业务基本盘：《问道》手游还能保持多久的流水稳定贡献？

（一）《问道手游》：MMORPG 游戏生命周期偏长，IP 运营与合理的经济系统维持稳定

《问道》仍是国内少数同时在线超 100 万的网游之一。《问道》端游的 MAU 逐年下降，营运能力需要提高。2017/2018/2019 年《问道》端游 MAU 分别为 209.01 万户/144.58 万

户/115.35 万户，同比下降了 35.90%/30.83%/20.22%。MAU 从 2017 年的 209.01 万户下降到 2019 年的 115.35 万户，说明该游戏对玩家的吸引力有所减弱。游戏目前处于生命周期的成熟期，公司应不断适应市场变化，针对性地对其进行升级开发，进而吸引更多玩家。

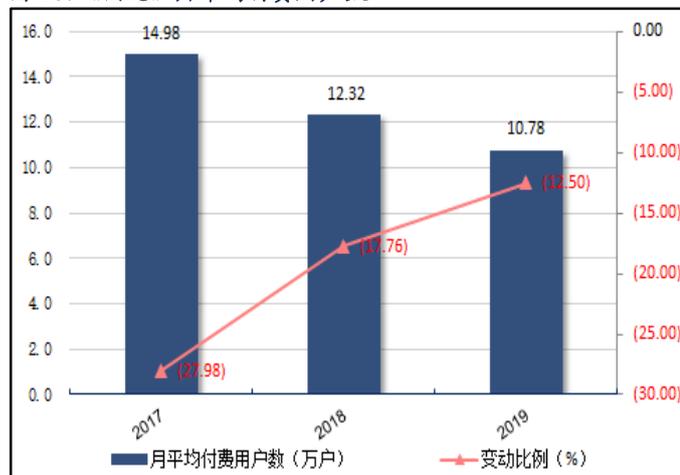
图 12:《问道》MAU



资料来源:公司公告,信达证券研发中心

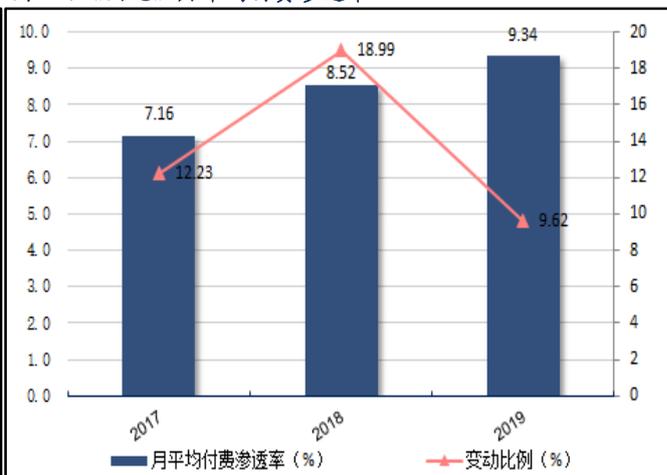
《问道》的付费情况在逐步改善。2017/2018/2019 年《问道》端游月平均付费用户数分别为 14.98 万户、12.32 万户、10.78 万户，同比下降了 27.98%/17.76%/12.50%，减幅逐年下降；与此同时，付费率分别为 7.16%/8.52%/9.34%，同比增长了 12.23%/8.52%/9.62%，ARPU 分别为 33.60 元/42.24 元/52.60 元，同比增长了 45.52%/25.71%/24.53%。

图 13:《问道》月平均付费用户数

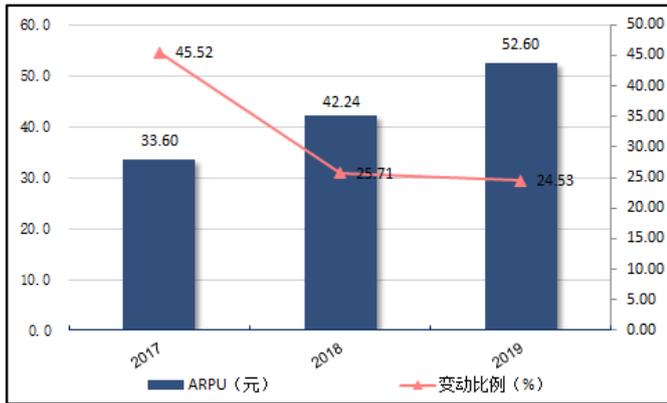


资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图 14:《问道》月平均付费渗透率

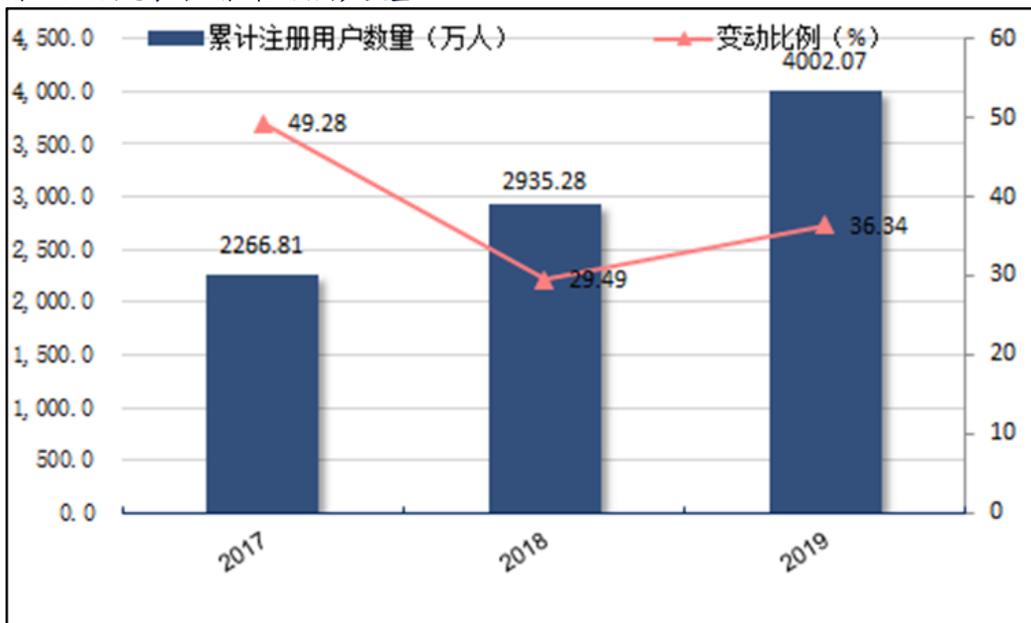


资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图 15: 《问道》ARPU


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

《问道》手游延续端游世界观, 以绝大多数国人熟悉的封神故事着手, 更容易为泛大众所接受, 从而赢得市场认同。《问道手游》用户规模增长迅速, 深受游戏玩家喜爱。2017/2018/2019 年游戏的累计注册用户数量分别为 2266.81 万人、2935.28 万人、4002.07 万人, 同比增长了 49.28%、29.49%、36.34%, 2019 年该游戏累计注册用户数较 2016 年增加了 2 倍多。《问道手游》MAU 由降转增, 运营状况逐步改善。2017/2018/2019, 《问道》游戏的 MAU 分别为 158.38 万、142.45 万、190.93 万, 2017 和 2018 年分别同比下降了 38.79% 和 10.06%, 2019 年同比增长了 34.03%。2017 年至 2018 年的月平均活跃用户数出现负增长, 2019 年由于营销推广费的巨额投入, 游戏整体运营效果显著提升。

图 16: 《问道手游》累计注册用户数量


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

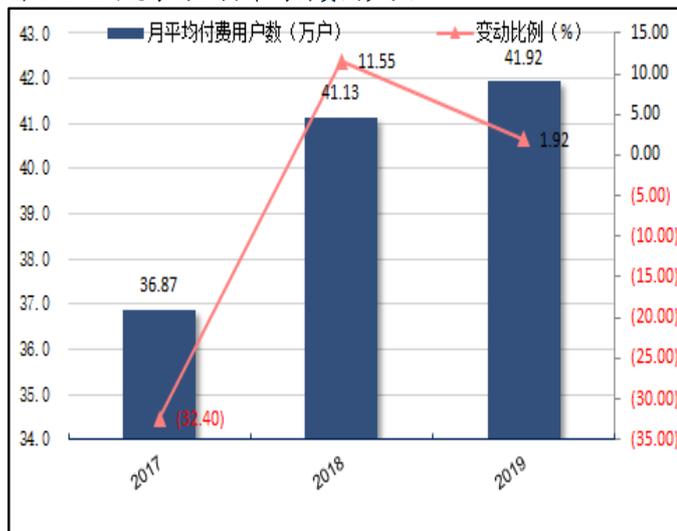
图 17: 《问道手游》 MAU


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

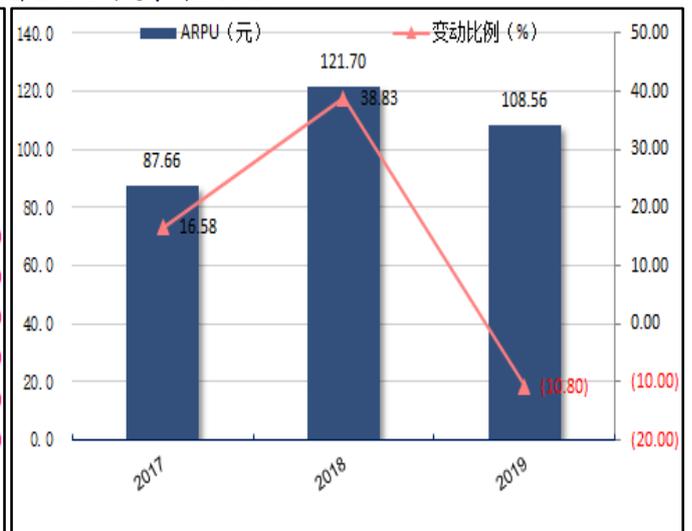
图 18: 《问道手游》营销推广费


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

《问道手游》付费情况保持较好趋势。首次开放付费, 然而《问道》手游不负众望, 次日留存率达 83%, 三日留存率达 74.5%, 首日付费率高达 30.12%。2017/2018/2019 年该游戏的月平均付费用户数分别为 36.87 万户/41.13 万户/41.92 万户, 2017 年同比下降了 32.40%, 2018 年和 2019 年分别同比增长了 11.55%/1.92%; 该游戏的 ARPU 分别为 87.66 元、121.70 元、108.56 元, 2017 年和 2018 年分别同比增长了 16.58% 和 38.83%, 2019 年同比下降了 10.80%。

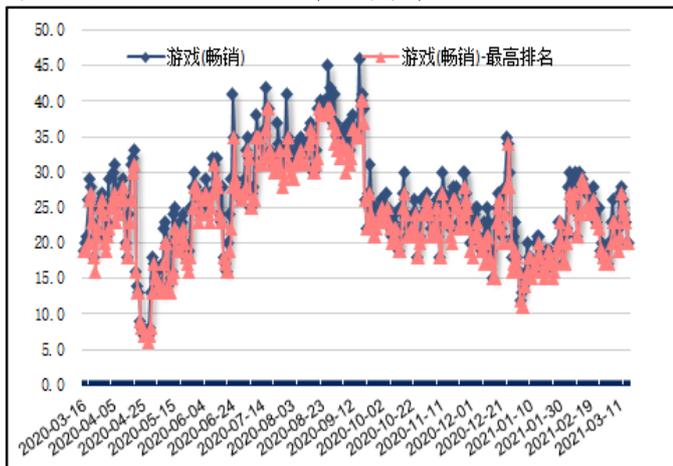
图 19: 《问道手游》月平均付费用户数


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

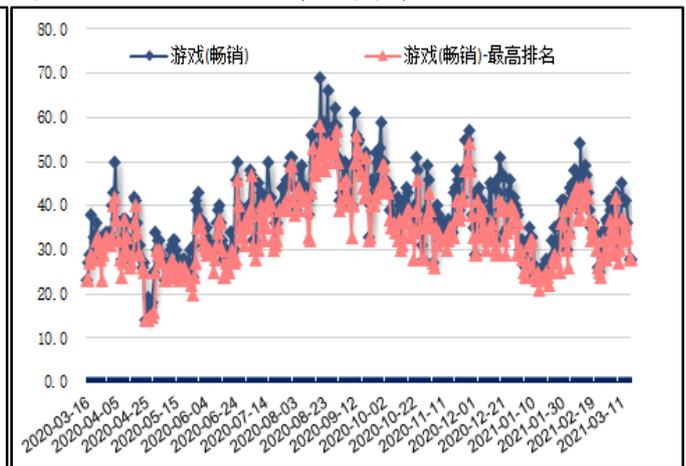
图 20: 《问道手游》ARPU


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

《问道》手游在游戏畅销榜排名靠前, 深受玩家喜爱。根据七麦数据统计, 《问道》手游近一年来 IOS 排名基本稳定在 20-30 名左右, 预计月流水在 2 亿元左右。整体来看, 该游戏在 2020 年第三季度的排名下滑明显, 但之后又逐渐回升。

图 21: 《问道》iPhone 近一年畅销榜排名


资料来源: 七麦数据, 信达证券研发中心

图 22: 《问道》iPad 近一年畅销榜排名


资料来源: 七麦数据, 信达证券研发中心

(二) MMORPG 天生强大吸金能力+精细化运营有望《问道》打破生命周期天花板

《问道》手游未来流水稳定仍有多少的时间。我们认为其流水在未来至少 2-3 年内保持稳定。《问道》手游自 2016 年上线, 其 IP 来源于同名 MMORPG 类端游。《问道》手游的精细化运营使得其成为成生命周期游戏的代表。凡有大 IP 者, 皆打“情怀”牌。而问道这款 IP 已有 13 年的历史, 本身更是拥有接近 1 亿玩家。除了玩法本身, 成熟的社交系统也让不少玩家们在游戏中找到归属感。MMORPG 类游戏 MMORPG 经典 IP 依托强社交属性及时间累积, 本身相较其他游戏类型具备更长久的生命力, 为进一步延长《问道》IP 生命周期, 游戏自上线以来始终保持较高频率的内容更新, 提升内容丰富度, 每年三次大型版本更新加多次日常更新有效拉动回流; 同时, 单纯买量之外, 通过明星代言、竞技赛事、IP 建设等多元推广方式巩固用户留存并有效拉新。

对比 MMORPG 类游戏, 具有深厚用户基础的产品天然在生命周期上就具有优势。作为端游时代的人气游戏, 网易出品的《梦幻西游》手游自 2015 年上线, 近 6 年内仍保持畅销榜排名前五的成绩, 《大话西游》手游保持前 10 名的成绩, 《倩女幽魂》、《一梦江湖》均打破了一般手游 2 年左右的生命周期魔咒, 成为国内手游的吸金利器。《问道》端游作为仙侠类 MMORPG 的领先产品, 用户规模逐渐走向稳定, 付费点设计合理, 伴随着市场上 MMORPG 同类型端游改编逐渐走向饱和, 竞争格局稳定。

表 4: MMORPG 游戏整体呈现较长生命周期

	上线时间 (全球最早版本上线日期)	上线年数	当前 IOS 排名 (游戏畅销榜-iPhone)
梦幻西游	2015/2/13	6.1	5
大话西游	2015/8/21	5.6	11
完美世界手游	2019/2/21	2.1	44
神武 4	2017/11/20	3.3	13
倩女幽魂	2016/4/21	4.9	22
新剑侠情缘	2016/6/1	4.8	56
一梦江湖	2018/1/18	3.2	59
梦幻模拟战	2018/6/22	2.7	73
梦幻诛仙	2016/10/28	4.4	127

资料来源: taptap, 七麦数据, 信达证券研发中心

游戏品类突破中, 《最强蜗牛》开辟新品类赛道, 《一念逍遥》巩

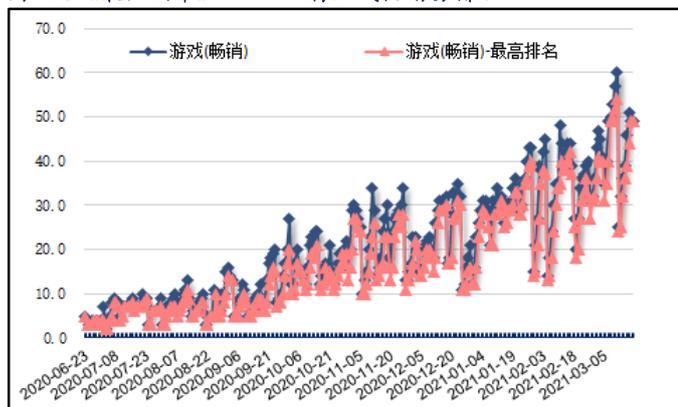
固研发效能

（一）《最强蜗牛》试水放置类游戏打开细分赛道商业化先河

1、《最强蜗牛》：青瓷研发又一力作，开启放置类游戏商业化新篇章

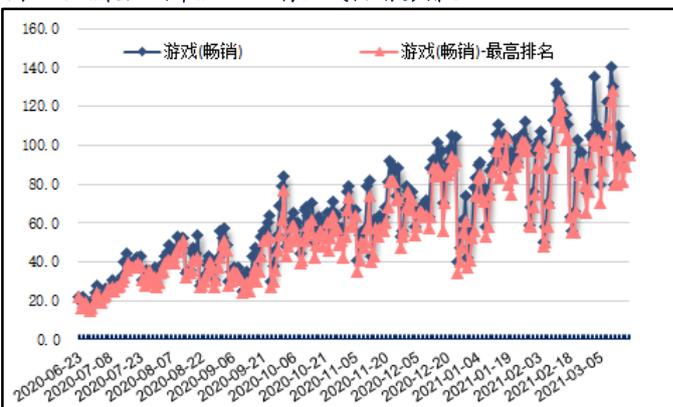
《最强蜗牛》是由吉比特旗下青瓷游戏开发的养成类手游，并于2020年6月23日上线。这是一款拥有放置元素的收集养成游戏，由青瓷数码《不思议迷宫》制作人团队核心成员开发。玩家将在游戏中扮演一只弱小的蜗牛，从100年后的末日穿越回到现代，通过进化、变异等手段，一路过关斩将，打败魔神最终拯救地球。该游戏自上线起便蝉联畅销榜的3-5名之间，上线10天iOS流水超1.04亿。2020年6月23日，该游戏在iPhone游戏畅销榜位居第5，2020年7月3日，拿下了第二名的宝座，这也是该游戏自上线至今最好的位次。在2020年底至2021年初，该游戏的热度有所降低，排名基本稳定在20-40名。

图 23: 《最强蜗牛》iPhone 自上线畅销榜排名



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

图 24: 《最强蜗牛》iPad 自上线畅销榜排名

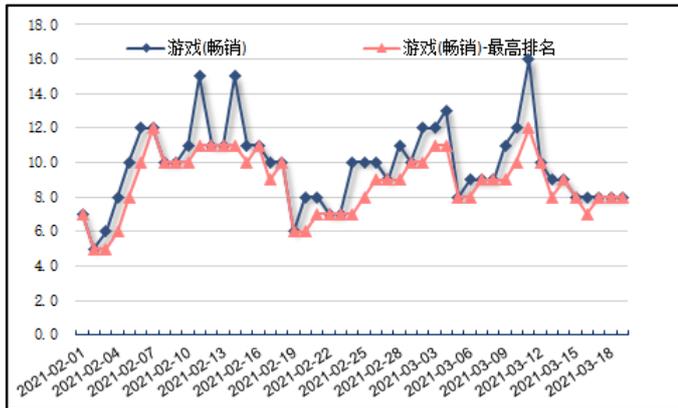


资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

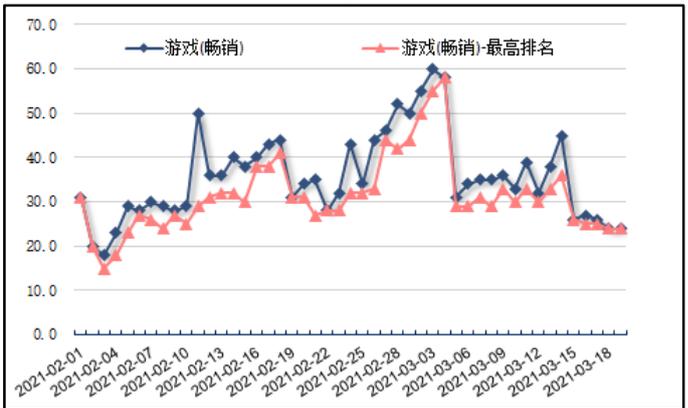
2、《一念逍遥》自研修仙+放置类取得突破，验证公司研发体系成功率

《一念逍遥》是一款水墨国风放置修仙手游，由吉比特自研，雷霆游戏发行，于2021年2月1日上线。《一念逍遥》主打的“放置+文字”游戏玩法同样是雷霆游戏一如既往的风格。文字MUD本身是靠玩法和精彩的系统、内容设计吸引用户，由于无需额外设计战斗过程，可以节约大量开发成本。《一念逍遥》同样选择风格化的包装的做法，使用流行的水墨画风格，来尝试补足文字玩法这方面的短板。

自上线以来，《一念逍遥》整体热度较好，游戏畅销榜排名位居前列。该游戏的iPhone排名基本稳定在8-12名左右，iPad排名稳定在30-40名左右。2021年2月1日，该游戏正式上线，便吸引了大量玩家，在iPhone的游戏畅销榜排名第7，展现了良好的势头；第二天便拿下了第5名的高位，这也是该游戏从上线至今的最高排名。此后，该游戏排名有所下滑，在2021年2月19日，其iPhone游戏畅销榜的排名为6，排名再次进入前十。我们预计上线首月实现流水3-3.5亿元，全年预计能够实现月流水1亿左右。

图 25: 《一念逍遥》iPhone 自上线畅销榜排名


资料来源: 七麦数据, 信达证券研发中心

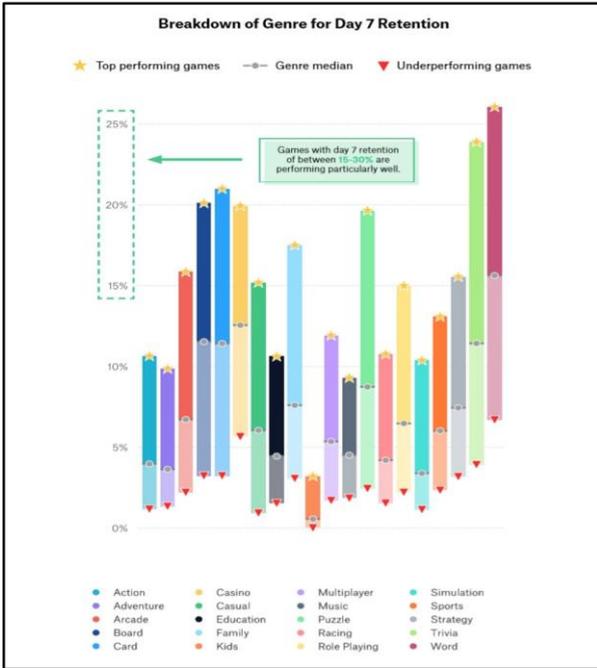
图 26: 《一念逍遥》iPad 自上线畅销榜排名


资料来源: 七麦数据, 信达证券研发中心

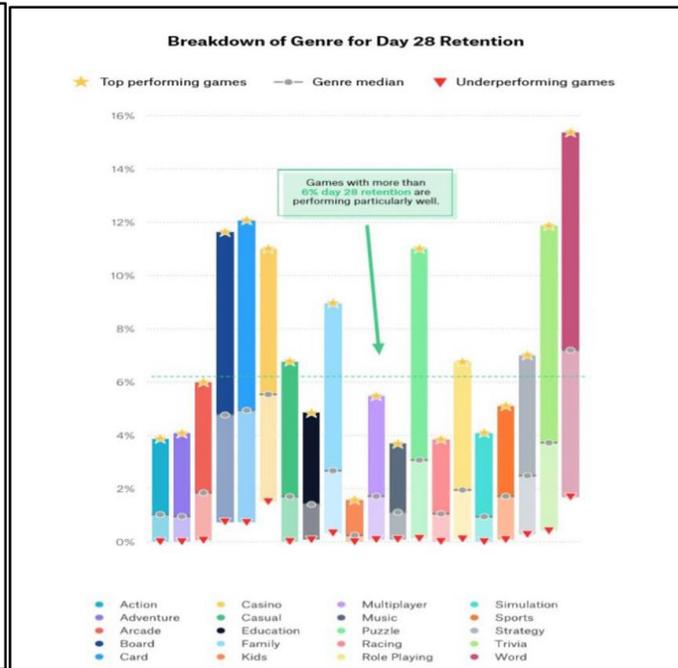
(二) 放置类游戏: 成熟数值体系+风格化题材, 低成本的大成功

放置类游戏玩法简单, 门槛低, 强调游戏角色成长性。放置类游戏的主要特点是, 需要用户在游戏操作的方面占比低, 该类游戏主要强调游戏中角色的成长性, 而与其无关的游戏内容则被边缘化。随着前几年国内移动游戏市场向重度化、强竞技方向靠拢, 主流的移动游戏主要集中在 ARPG、MoBA、卡牌等游戏类型, 放置类游戏则逐渐成为小众游戏类型, 但近几年多款放置类游戏的表现良好, 该类游戏逐渐取得突破。

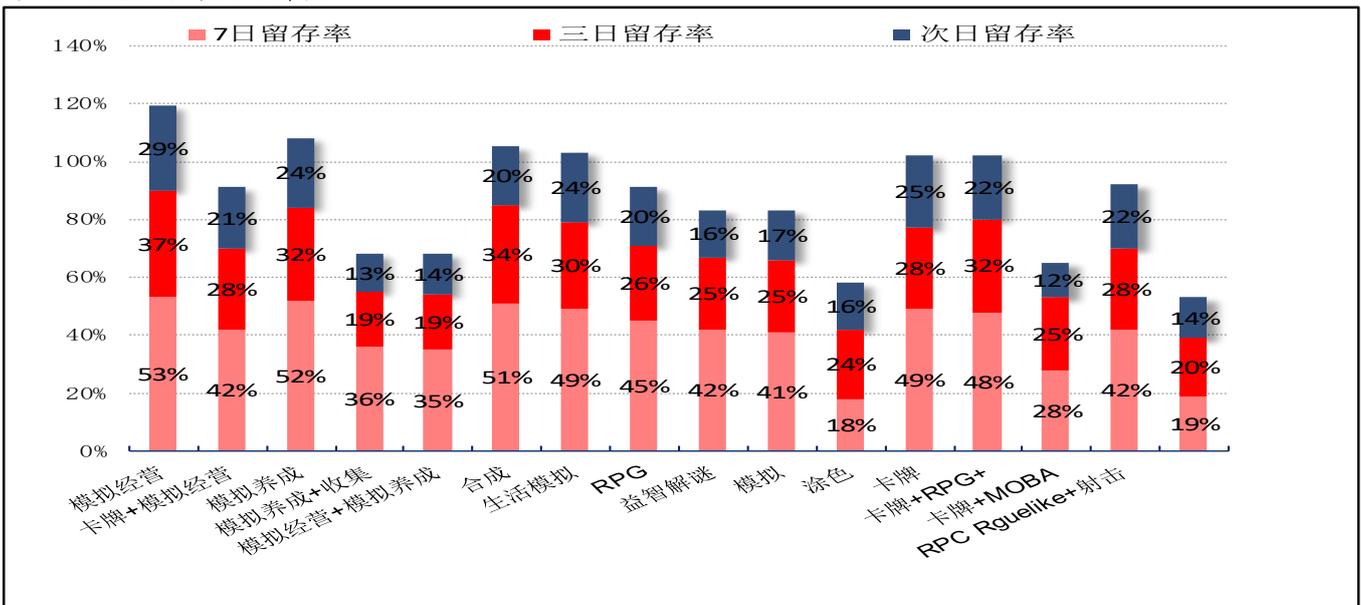
与其他游戏叠加的放置类游戏, 留存率远高于其他类型游戏, 以“模拟经营+”表现最佳, “模拟养成+”内部差异较大, “射击+”表现有待提高。根据《2020 放置手游报告: “放置+”类游戏的设计思路及投放策略》统计, “模拟经营+放置”无论是次日留还是三日留, 亦或是七日留均为放置类游戏中的佼佼者, 次日留高达 53%。“模拟养成+放置”次日留可达 52%, 而“模拟养成+模拟经营+放置”的次日留仅 35%。“模拟养成+收集+放置”和“模拟养成+模拟经营+放置”的七日留均偏低 (均在 15%以下), 而“射击+合成+放置”的留存表现相对最差, 次日、三日、七日留都比较低。街机、卡牌、休闲类游戏留存率最高。根据《全球各品类手游数据报告》统计, 从品类对比来看, 街机游戏、卡牌游戏、桌游和棋牌游戏的平均七日留存率更高, 均在 20-25%之间, 而策略、动作、冒险等游戏的七日留存率平均在 10%左右, 儿童游戏的七日留存率只有 1%。对于大多数手游而言, 保持较高的月留存率是很难的, 因此大多数品类的月留存都会有明显下滑, 但街机卡牌类游戏的留存率仍保持在较高。

图 27: 各类游戏 7 天留存率对比


资料来源: GameLook、信达证券研发中心

图 28: 各类游戏月留存率对比


资料来源: GameLook、信达证券研发中心

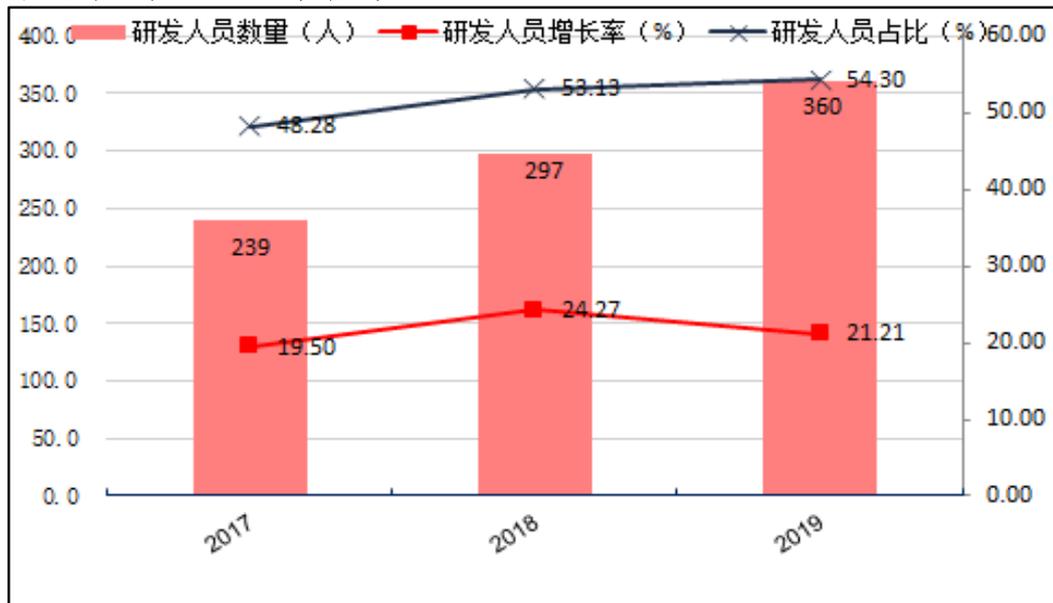
图 29: 放置类游戏各品类峰值


资料来源: 《2020 放置手游报告: “放置+”类游戏的设计思路及投放策略》、信达证券研发中心

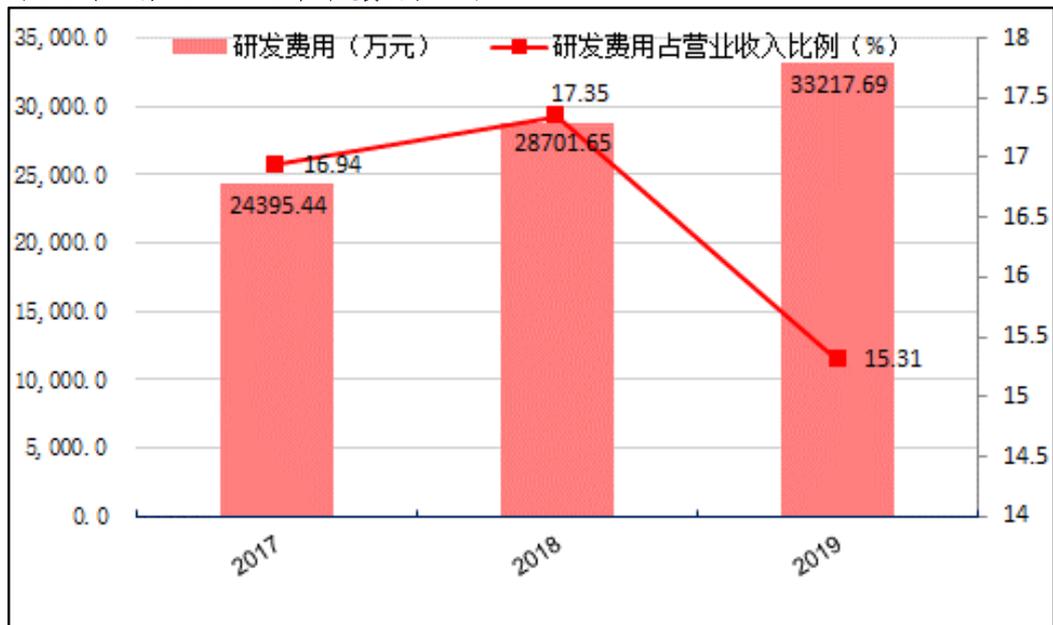
公司研运一体：注重研发投入，《摩尔庄园》引流效应有望破圈

（一）重研发，内部培养+外部投资双管齐下

吉比特加大研发力度，研发投入、研发人员数量增长明显。2017/2018/2019，公司的研发人员数量分别为 239 人、297 人、360 人，同比增长了 19.50%、24.27%、21.21%，研发人员占比分别为 48.28%、53.13%、54.30%。吉比特的研发费用逐年递增，研发费用占营业收入的比例稳定在 16% 左右。2017/2018/2019 年公司的研发费用分别为 2.44 亿元、2.87 亿元、3.32 亿元，近三年的 CAGR 约为 10.84%；研发费用率分别为 16.94%、17.35%、15.31%。

图 30: 吉比特 2017-2019 年研发情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

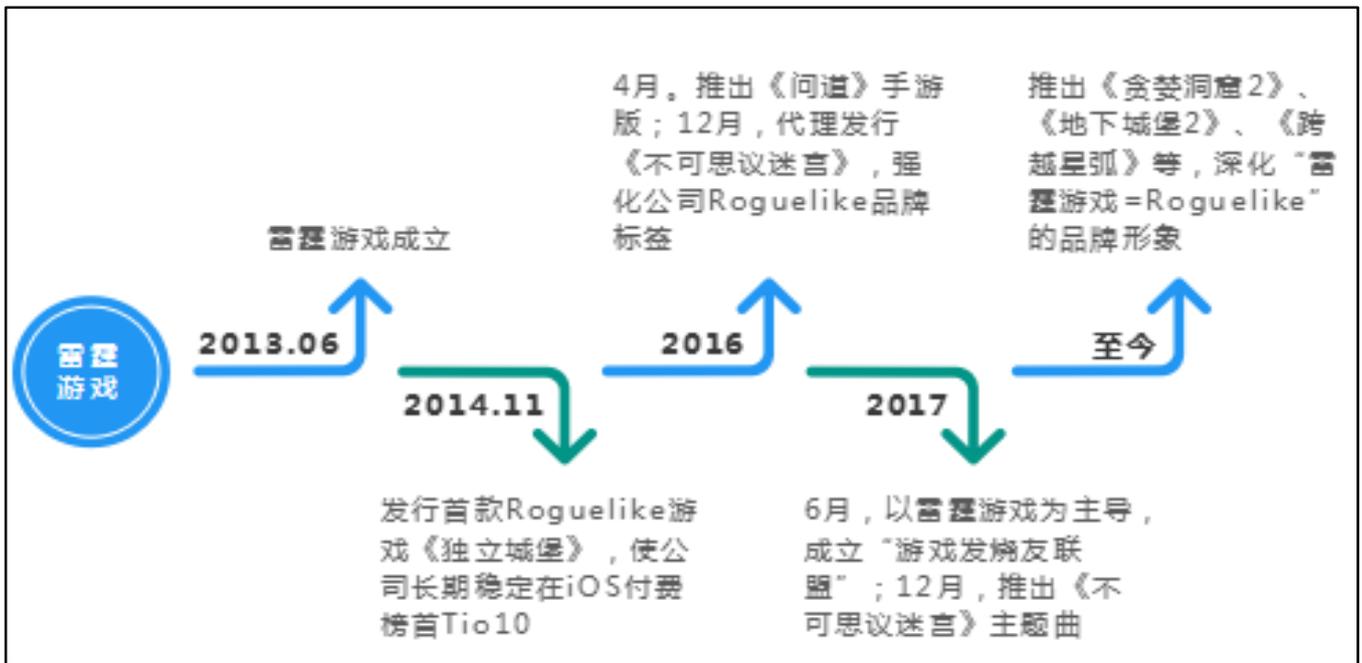
图 31: 吉比特 2017-2019 年研发费用和比例


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

（二）运营平台：雷霆游戏平台精品化运营，玩家口碑优秀

“雷霆游戏”为厦门吉比特网络技术股份有限公司（以下简称“吉比特”）旗下游戏运营平台，于 2013 年 06 月 20 日成立，以“服务体验升级型用户”、“做差异化产品”以及“口碑大于收入”为核心理念，自创立以来专注于从事网络游戏创意、制作与商业化业务。目前已建立了包括游戏品牌建设、媒体宣传、活动策划、合作渠道拓展及后续客户服务等一整套完备的运营系统，具备较为出色的游戏运营能力。旗下产品包括《问道》手游、《不可思议迷宫》、《地下城堡 2：黑暗觉醒》和《贪婪洞窟 2》等。

图 32: 雷霆游戏发展历程



资料来源：公开资料整理、信达证券研发中心

雷霆游戏坚持“精品化”路线，代理运营品质良好、研发团队理念与公司相近的游戏产品。雷霆游戏以用户体验为核心，通过聘请代言人、微信公众号、产品联动、影视剧植入、与直播平台或主播合作、游戏公会、游戏论坛、品牌 TVC 制作、线下活动等各种方式进行更有针对性的推广，力求更有效率的运营方式。经过几年的积累与沉淀，公司已形成了较为出色的游戏运营能力，代理运营的多款游戏品质精良、差异性明显、可玩性强，获得了较高的人气及口碑。雷霆游戏当前游戏品类主要是 Roguelike，产品凭借独特的风格获得玩家好评，taptap 评分均在 7-9 分，另一部分是放置类游戏。

表 5：雷霆游戏平台现有游戏

游戏名称	上线时间	类型	研发方	taptap 评分
问道手游	2016 年 4 月	MMORPG	雷霆游戏	4.2
贪婪洞窟	2018 年 2 月	Roguelike	Avasion Games	7.6
贪婪洞窟 2	2018 年 11 月	Roguelike	Avalon Games	6.5
异化之地	2019 年 5 月	Roguelike	钢翼工作室	6.8
跨越星弧	2019 年 3 月	Roguelike	淘金互动	7.7
奇葩战斗家	2018 年 9 月	轻竞技	雷霆游戏	8.6
失落城堡	2020 年 3 月	Roguelike	Hunter Studio	8.7
伊洛纳	2019 年 8 月	RPG	数字狗	7.1
地下城堡 2: 黑暗觉醒	2017 年 6 月	Roguelike	淘金互动	9.1
匠木	2020 年 6 月	益智解谜	东极六感	9.2
长生劫	2018 年 6 月	盗墓探险	北派游戏工作室	9.4
不思议迷宫	2016 年 12 月	Roguelike	青瓷游戏	8.4
一念逍遥	2021 年 2 月 1 日	放置类	星云工作室	6.3
像素危城	2021 年 1 月 21 日	生存动作类	北京千益互动科技有限公司	6.0
巨像骑士团	2020 年 10 月 13 日	策略类	木七七工作室	5.8
不朽之旅	2020 年 9 月 9 日	放置类	重庆九鱼乐科技有限公司	4.9
魔渊之刃	2020 年 9 月 17 日	ARPG	魔剑工作室	5.8
摸金校尉之九幽将军	2020 年 10 月	盗墓生存	成都可可兰	7.6

冒险与挖矿	2020年7月	放置类	木七七游戏工作室	4.2
荣誉指挥官	2020年9月1日	策略类	五十一区工作室	6.2
五行师	2020年4月	国风卡牌	蓬莱飞鱼工作室	8.5
人偶馆绮幻夜	2019年9月	悬疑解谜	Everlarting 游戏制作组	9.4
进化之地	2019年7月	RPG	Playdigious	7.5
螺旋英雄谭	2018年12月	SRPG	LUNARA Games	7.5
冒险与深渊	未上线	放置类	木七七游戏工作室	7.9
魔法洞穴 2	未上线	Roguelike	Dustin Auxier	9.2
复苏的魔女	未上线	RPG	皮克喵工作室	8.6
摩尔庄园	未上线	社区养成	上海淘米网络科技有限公司	9.4
剑开仙门	未上线	策略类	厦门飞鼠网络科技有限公司	5.2

资料来源：雷霆游戏平台、信达证券研发中心

（三）产品线丰富，《摩尔庄园》打开新用户圈层

2021年公司代理产品丰富，主要集中于同雷霆平台调性较为符合的 roguelike 与放置类游戏，二次元、模拟经营产品也在试水。当前最为关注的是《摩尔庄园》手游，这一全民级 IP 将有望打开公司的受众群体。

表 6：公司储备游戏 pipeline

储备项目	玩法类型	自研/代理	制作情况
摩尔庄园	休闲模拟经营	代理	制作方：淘米互动（原摩尔庄园 IP 研发方），雷霆平台代理
砰砰小怪兽		自研	广州野猫公园 暂无作品
复苏的魔女	二次元、RPG	代理	皮克喵工作室 作品：Paper Plane taptap 评分 9.6
石油大亨	模拟经营	代理	Gamous B.V. 国外的多平台游戏开发商
冒险与深渊	放置类	代理	木七七游戏工作室 作品：巨象骑士团、卡片怪兽
军团	roguelite	代理	大象工作室 暂无作品
摸金校尉之九游将军	探险 PC	代理	成都可可兰 暂无作品
精灵魔塔	Roguelike	代理	厦门普雷伊特网络科技有限公司 作品：龙之契约

资料来源：吉比特年报，信达证券研发中心

《摩尔庄园》手游上线有望打开公司泛用户类型游戏的用户范围。公司近年来专注的游戏品类主要为 Roguelike 和放置类游戏，在用户体量上较小，《摩尔庄园》是公司突破和新品类后的一次勇敢尝试。《摩尔庄园》是由上海淘米网络科技有限公司开发的社区养成类游戏，该作品以现实生活中的城市为背景，虚构了一个梦幻、美好的虚拟世界。《摩尔庄园》手游 IP 来源于同名页游，页游是一款以美国“企鹅俱乐部”为原型设计的儿童网络平台，于 2008 年 4 月 28 日发布，以中国最大的儿童网上乐园作为其产品定位。2009 年，《摩尔庄园》页游版获得百度风云榜最佳网络游戏奖，成为获得该奖项的第一个儿童类游戏。在游戏中，每个账号都是一只小鼯鼠摩尔，通过装扮与其他玩家进行游戏互动。《摩尔庄园》包含多种游戏，如在雪山进行滑雪比赛、在农场进行西红柿大战，甚至玩家可以听音乐、跳舞以及与选择喜欢的邻居一起创造地下迷宫。

表 7：摩尔庄园基本信息

名称	摩尔庄园 (Mole's world)	游戏类型	社区养成
开发商	上海淘米网络科技有限公司	发行日期	2008 年 4 月 28 日

适合人群	青少年（6-14 岁儿童）	收费方式	充值渠道关闭。不进行收费
内容主题	健康、快乐、创造分享	主要角色	摩尔、拉姆
玩家人数	多人	游戏类型	社区养成
游戏画面	2D（页游）、3D(手游)	游戏引擎	flash

资料来源：摩尔庄园官方网站、信达证券研发中心

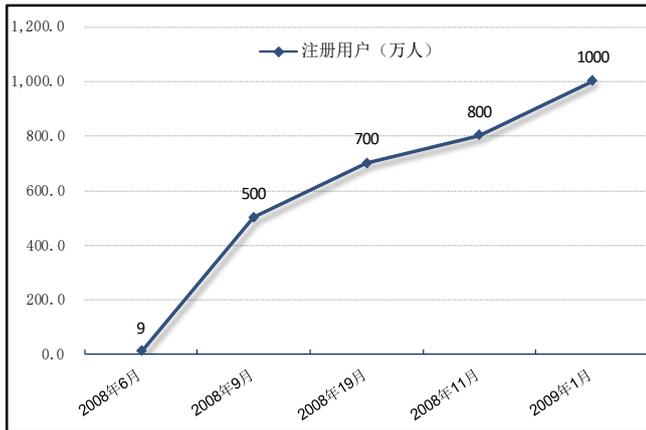
《摩尔庄园》手游是以页游经典玩法为蓝本，围绕移动端特性在画面、玩法和交互性等方面进行全方位升级的 3D 休闲社交手游。《摩尔庄园》手游的目标用户年龄段处于大学求学期及毕业工作区间，对于“摩尔庄园”有着自己的情感寄托，同时又钟情于社交类玩法，希望找到“当时的那种感觉”。手游除了延续页游角色和故事情节外，还增加更多趣味的玩法，截至 2021 年 3 月，官网预约已有超过 600 万用户愿意加入游戏。预计 2020 年 Q2 《摩尔庄园》手游有望上线。雷霆游戏会在内容创意层面和玩家诉求层面做深度结合，创造足够大的声量和体量，去推广《摩尔庄园》手游。

图 33：摩尔庄园手游

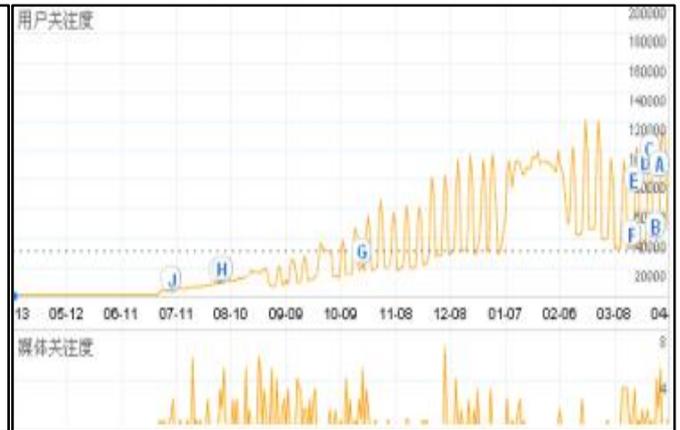


资料来源：雷霆游戏官方网站、信达证券研发中心

《摩尔庄园》页游上线以来运营业绩较好，注册用户不断攀升。摩尔庄园目标用户涵盖儿童、家长和社会三类，儿童是主要的受众群体。根据淘米相关财报，该游戏上线 10 个月的时间，注册用户高达 1000 万，最高在线估计月 40 万人（共有 8000 个服务器，每台服务器月 500-600 人）。自上市以来，用户关注度持续攀升，关注内容以游戏的新玩法为主，并且受儿童是市场的特殊性影响，媒体关注度主要集中在正式上市期。

图 34: 摩尔庄园人线走向


资料来源: 奥奇智慧、信达证券研发中心

图 35: 摩尔庄园用户关注度


资料来源: 奥奇智慧、信达证券研发中心

盈利预测与估值

(一) 盈利预测

我们认为公司核心游戏《问道》手游预计未来 2-3 年内仍能够保持与当前流水持平的表现, 月流水保持在 1.5-2 亿之间, 2021 年《一念逍遥》预计表现优异, 首月流水预计 3-3.5 亿, 将大幅拉动 2021 年全年流水, 预计 2021 年年中上线的《摩尔庄园》主要针对休闲经营类玩法, 带动雷霆游戏平台用户圈层拓展, 预计实现月流水 6000 万左右。我们预计公司 2020-2022 年共实现营业收入 28.74/38.92/43.32 亿元。

- 1、自主运营收入: 主要来自与公司雷霆游戏平台游戏流水情况, 结合《问道》手游保持稳定, 21 年《一念逍遥》优异表现与《摩尔庄园》手游带来的增量, 我们预计 2022-2022 年同比增长 35%/40%/15%, 预计实现收入 11.89/16.65/19.15 亿元。
- 2、联合运营收入: 主要来自与公司自研/代理产品与第三方分成, 主要受公司整体手游表现影响。预计 2020-2022 年同比增长 35%/38%/10%, 预计实现收入 14.57/20.1/22.11 亿元。
- 3、授权运营收入: 主要来自于公司端游《问道》表现, 当前《问道》端游表现进入稳定期, 20 年受疫情影响表现回暖, 预计 2021-2022 年保持稳定, 实现增长分别为 10%/ -5%/ -5%, 实现收入 2.28/2.16/2.05 亿元。

表 8: 公司收入预测 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
自主运营	3.09	4.94	8.81	11.89	16.65	19.15
YOY		59.87%	78.34%	35%	40%	15%
联合运营	8.40	9.48	10.79	14.57	20.10	22.11
YOY		12.86%	13.82%	35%	38%	10%
授权运营	2.44	2.10	2.07	2.28	2.16	2.05
YOY		-13.93%	-1.43%	10%	-5%	-5%
总收入 (亿元)	13.93	16.52	21.67	28.74	38.92	43.32

资料来源: wind、信达证券研发中心

(二) 可比公司估值

我们在此选取 A 股同业务公司, 三七互娱、完美世界、游族网络、世纪华通、掌趣科技、凯撒文化以及港股得腾讯控股与心动公司作为可比公司, 按照游戏行业 2021 年 3 月 23 日收盘价计算, 2020 年行业平均估值为 24.29X, 2021 年行业平均估值为 16.92X。我

们预计 2020-2022 年公司实现营业收入 27.88/38.92/43.32 亿元, 归母净利润 11/15.32/16.6 亿元, EPS 分别为 15.3/21.32/23.09, 对应 PE 为 27.84X/19.98X/18.45X., 由于公司作为 A 股领先的游戏研发公司, 2021 年产品线确定性较强, 给予 2021 年 17X 估值, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 9: 可比公司估值 (截至 2021.3.23)

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002555	三七互娱	1.47	1.74	2.29	16.16	13.62	10.38
002624	完美世界	0.92	1.42	1.68	21.50	13.94	11.78
300315	掌趣科技	0.22	0.35	0.43	23.30	14.95	12.07
002602	世纪华通	0.45	0.56	0.64	17.78	14.28	12.49
002174	游族网络	0.74	1.04	1.29	14.07	9.95	8.02
002425	凯撒文化	0.24	0.63	0.88	30.72	11.68	8.41
002558	巨人网络	0.54	0.72	0.88	27.31	20.67	16.91
700	腾讯控股	12.96	15.96	19.30	37.80	30.7	25.4
2400	心动公司	1.07	1.42	1.82	29.94	22.48	17.64
平均					24.29	16.92	13.68

资料来源: wind, bloomberg, 信达证券研发中心

风险因素

- 1、游戏政策监管趋严的风险;
- 2、游戏研发失败风险;
- 3、游戏产品表现不及预期风险;
- 4、单一游戏流水下降风险

资产负债表						利润表						
		单位: 百万元							单位: 百万元			
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	2,460	2,453	4,018	6,079	7,946	营业总收入	1,655	2,170	2,788	3,892	4,332	
货币资金	550	804	2,188	4,039	5,892	营业成本	128	205	332	448	527	
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	12	14	20	27	30	
应收账款	303	210	379	540	536	销售费用	134	225	275	367	429	
预付账款	19	36	40	66	78	管理费用	123	185	215	307	348	
存货	0	1	1	1	2	研发费用	287	332	461	638	696	
其他	1,587	1,403	1,410	1,433	1,438	财务费用	-24	-17	0	0	0	
非流动资产	1,548	1,915	2,246	2,557	2,930	减值损失合计	25	-69	0	0	0	
长期股权投资	162	322	322	322	322	投资净收益	70	31	77	109	101	
固定资产(合计)	30	985	1,313	1,740	2,310	其他	-24	42	50	63	70	
无形资产	14	13	18	19	20	营业利润	1,065	1,230	1,612	2,277	2,474	
其他	1,342	595	593	476	277	营业外收支	0	0	0	0	0	
资产总计	4,008	4,369	6,264	8,636	10,876	利润总额	1,065	1,230	1,612	2,277	2,474	
流动负债	791	803	1,310	1,717	1,821	所得税	147	164	224	311	337	
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	918	1,066	1,388	1,966	2,136	
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	195	257	288	433	477	
应付账款	98	119	188	285	313	归属母公司净利润	723	809	1,100	1,532	1,660	
其他	693	684	1,122	1,432	1,508	EBITDA	983	1,253	1,510	2,124	2,326	
非流动负债	86	131	131	131	131	EPS(当年)(元)	10.06	11.26	15.30	21.32	23.09	
长期借款	63	35	35	35	35	现金流量表						
其他	23	95	95	95	95	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
负债合计	877	934	1,441	1,847	1,951	经营活动现金流	905	1,297	1,662	2,073	2,148	
少数股东权益	224	364	653	1,086	1,563	净利润	918	1,066	1,388	1,966	2,136	
归属母公司股东权益	2,907	3,071	4,170	5,703	7,362	折旧摊销	12	44	24	19	23	
负债和股东权益	4,008	4,369	6,264	8,636	10,876	财务费用	-10	-4	0	0	0	
重要财务指标	单位: 百万元					投资损失	-70	-31	-77	-109	-101	
主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	营运资金变动	21	145	326	197	90	
营业总收入	1,655	2,170	2,788	3,892	4,332	其它	33	77	0	0	0	
同比(%)	14.9%	31.2%	28.4%	39.6%	11.3%	投资活动现金流	-881	-160	-277	-221	-295	
归属母公司净利润	723	809	1,100	1,532	1,660	资本支出	-486	-58	-354	-330	-396	
同比(%)	18.6%	11.9%	35.9%	39.3%	8.3%	长期投资	-471	-207	0	0	0	
毛利率(%)	92.2%	90.5%	88.1%	88.5%	87.8%	其他	76	105	77	109	101	
ROE(%)	24.9%	26.3%	26.4%	26.9%	22.5%	筹资活动现金流	-320	-851	0	0	0	
EPS(摊薄)(元)	10.06	11.26	15.30	21.32	23.09	吸收投资	14	0	0	0	0	
P/E	14.71	26.51	27.84	19.98	18.45	借款	-27	-27	0	0	0	
P/B	3.66	6.98	7.34	5.37	4.16	支付利息或股息	-307	-861	0	0	0	
EV/EBITDA	10.36	16.53	18.88	12.54	10.66	现金净增加额	-280	293	1,384	1,851	1,853	

研究团队简介

王建会，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

王晓羽，上海财经大学金融硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖游戏与海外互联网。

李盈睿，会计学硕士，2020年毕业于西南财经大学会计学院，后进入信达证券研发中心传媒团队工作，

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华东总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。