

证券研究报告
吉比特
2021年11月12日



吉比特（603444）72页深度报告： 创新驱动，研运共进

评级：买入(维持)

国海证券研究所

姚蕾(分析师)

S0350521080006

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
吉比特	-8.9%	-13.4%	-17.7%
沪深300	-0.8%	-2.3%	-0.1%

预测指标

	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	2742	4947	5662	6474
增长率(%)	26	80	14	14
归母净利润(百万元)	1046	1578	1760	2056
增长率(%)	29	51	12	17
摊薄每股收益(元)	14.58	21.95	24.49	28.61
ROE(%)	28	29	25	22

资料来源: Wind、国海证券研究所

相关报告

《吉比特 (603444) 三季度财报点评: 核心产品运营稳健, Q4代理产品值得期待 (买入) *互联网传媒*姚蕾》——2021-10-22

《吉比特 (603444) 业绩预告点评: 21Q3扣非业绩基本符合预期, 储备多款代理产品拟上线 (买入) *互联网传媒*姚蕾》——2021-10-16

- ◆ **投资要点：公司是A股稀缺的具备强大的创新研发能力、同时具有较为出色的运营能力的游戏公司，实现了差异化与商业化的融合。**（1）**坚持研发驱动，产品力强：**采用“自下而上”的研发机制，将精品、原创的理念注入游戏精神内核。从06年的《问道》端游、16年的《问道手游》到21年的《一念逍遥》，持续验证研发实力，期间还积累了MOBA《奇葩战斗家》、Roguelike《异化之地》、互动剧情《探灵之夜嫁》、射击《梦神计划：序章》端游等品类的研发能力。截至21H1公司共有研发人员476名，占员工总数的58.4%，研发人员以每年20%的速度稳步扩张，平均薪酬（研发费用中职工薪酬/研发人员数量）具有较强的竞争力。（2）**发行线崛起，与研发形成合力：**公司13年开始搭建发行体系——雷霆游戏发行品牌，强调差异化，注重选择高DAU、高口碑及商业化能力强的游戏，打造IP向、长生命周期的产品，积累了一批中重度游戏用户。2018-2020年雷霆股份贡献公司未扣除少数股东权益净利润的53%/60%/54%。雷霆发行代表作包括《问道手游》《不思议迷宫》《最强蜗牛（港澳台版）》《鬼谷八荒》《一念逍遥》《地下城堡3：魂之诗》等，已具备横跨端游、手游、主机平台，涵盖MMO、Roguelike、放置、动作、模拟经营、解谜、策略等品类，多题材多种美术风格的发行能力，在Roguelike、放置等品类具有发行优势。（3）**已获版号产品储备丰富、版号获取能力较强：**代理方面，公司后续储备有《上古宝藏》《奇缘之旅》《光之守望》《航海日记2》等手游产品，并于10月官宣取得日本知名游戏公司开罗游戏的代理权（《夏日水上乐园物语》等3款已上线）。自研方面，储备由网龙提供IP的MMO手游《幻灵游侠》、SLG《代号：源启》、休闲放置《超喵星计划》等。近期版号发放节奏放缓，公司储备的近10款代理手游均已获版号。（4）**海外业务战略地位提升，已储备《一念逍遥》《地下城堡3》等优秀产品，出海业务将成为新增长点：**公司已将出海提升至重要战略地位，未来自研立项须面向全球市场，并给予海外项目更多激励，有望于1-2年内推出自研海外产品。2021年推出的重磅自研产品《一念逍遥》已于10月19日上线中国港澳台地区，后续计划在东南亚及欧美国家发行。《地下城堡3：魂之诗》国内表现亮眼，公司已取得其海外发行权，海外表现值得期待。
- ◆ **报告亮点：我们基于公司及子公司雷霆股份披露的财务数据对流水、渠道结构、ROI进行测算，认为公司通过优质内容及发行能力降低渠道依赖，维持高ROI的运营模式。**（1）**流水及渠道结构方面，官服流水迅速提升，降低渠道依赖：**我们估计2018-2020年雷霆总流水（自主及联运渠道流水）为21/28/33亿元，近年官服流水占比提高至近四成，对联运渠道的依赖度降低，体现研发和发行合力；iOS占比稳定在25%左右；非iOS渠道占比亦近四成，但总体呈下降趋势，其中华为渠道2020年增长快速。（2）**投入产出比（ROI）方面，外部内容成本提升反映发行业务扩张，流量成本维持在较低水平：**我们认为游戏公司的核心成本包括内容成本（游戏分成+研发费用）及流量成本（渠道分成+营销费用），游戏分成代表外部获取内容的成本，研发费用代表内部生产内容的成本，内部生产的成本率显著低于外部代理方式。ROI（流水/（内容成本+渠道成本））体现游戏公司的整体投资回报率。我们估算公司2018-2020年ROI分别为1.8/1.9/1.8，维持在较高水准。近年来随着发行业务的发展，渠道分成比例下降明显，外部游戏分成款占比提升。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司21-23年归母净利润为15.8/17.6/20.6亿元，对应EPS为22/24.5/28.6元，对应PE为17/15/13X。公司研发创新能力强，有望在多个新兴品类中突破原有天花板，打造优秀产品；研运实力优秀，对渠道依赖度降低；发行与研发齐头并进，为自研产品的成功奠定基础；IP化运营思路有助于打造多款长线运营产品；出海业务战略地位提升，将成为新增长点。基于此，维持“推荐”评级。
- ◆ **风险提示：**行业政策风险，竞争加剧，新产品上线进度及市场表现不及预期，老产品生命周期不及预期，版号获取风险、核心人才流失，玩家偏好改变，新技术变革不及预期，公司治理/资产减值/解禁减持风险，投资公司减值风险，市场风格切换、行业估值中枢下行等。

请务必阅读附注中免责条款部分

我们根据雷霆股份自主及联运收入和前五大客户销售金额对流水及渠道结构进行了估算。

核心假设：iOS渠道分成比例30%、非iOS渠道（以安卓为主，未考虑TapTap、Steam等）分成比例50%

- **我们估计2018-2020年公司自主及联运流水为21/28/33亿元，增速为30%/18%。** 据此，吉比特自主及联运收入/流水的比例约为68%/71%/73%，介于合理区间。
- **渠道结构方面：对联运渠道的依赖度降低，官服良好表现体现研发和发行合力。**
 - ◆ **官服流水占比显著提高至近四成：**据测算，2018-2020年雷霆股份官服流水（即自主运营收入）占总流水的比例为23%/32%/37%。
 - ◆ **iOS流水占比稳定在25%左右：**我们估计2018-2020年雷霆股份iOS渠道流水为6.08/6.93/8.07亿元，占总流水的比例为29%/25%/25%，占联运渠道流水的比例为37%/37%/39%。
 - ◆ **非iOS渠道（安卓为主）占比约四成，逐年下降，其中华为占比提升较快：**我们估计2018-2020年非iOS渠道流水占比为49%/43%/38%。从内部结构看，2019-2020年，华为流水占非iOS渠道流水的比例为15%/20%（2018年未进入前五大客户），2020年跃居第一，OPPO位列第二（19%）、VIVO位列第三（18%），其他渠道占非iOS渠道流水的比例合计为43%。
- **增长驱动方面：官服及华为渠道驱动流水高增长，iOS增速稳定，OPPO、VIVO略下滑。**我们估计2019-2020年官服流水增速为83%/36%，为整体流水增长的重要驱动力，华为2020年增长43%表现亮眼；iOS流水2019-2020年增速为14%/16%，相对稳定；OPPO为26%/-5%，VIVO为9%/-6%。

图表1：雷霆股份2018-2020年各渠道流水估算

	2018	2019	2020
按渠道划分的收入（亿元，根据前五大客户销售额）			
联运渠道收入	9.40	10.79	11.90
iOS收入	4.25	4.85	5.65
非iOS收入	5.14	5.94	6.26
华为		0.87	1.25
OPPO	1.02	1.28	1.21
VIVO	1.10	1.20	1.13
其他渠道收入		2.58	2.66
按渠道划分的流水估计（亿元）			
官服流水估计（=自主运营收入）	4.79	8.78	11.96
联运渠道流水估计	16.37	18.80	20.58
iOS	6.08	6.93	8.07
非iOS	10.29	11.87	12.51
华为		1.75	2.51
OPPO	2.04	2.56	2.43
VIVO	2.20	2.40	2.25
其他渠道		5.17	5.33
自主及联运总流水估计	21.15	27.58	32.54
按渠道划分的流水增速			
官服流水	58%	83%	36%
联运渠道流水		15%	9%
其中：iOS流水		14%	16%
非iOS流水		15%	5%
华为			43%
OPPO		26%	-5%
VIVO		9%	-6%
其他渠道流水			3%
自主及联运总流水		30%	18%
按渠道划分的流水结构估计			
官服占总流水	23%	32%	37%
联运渠道占总流水	77%	68%	63%
其中：iOS渠道占总流水	29%	25%	25%
非iOS渠道占总流水	49%	43%	38%
华为占非iOS渠道流水		15%	20%
OPPO占非iOS渠道流水		22%	19%
VIVO占非iOS渠道流水		20%	18%
其他渠道占非iOS渠道流水		44%	43%

注：仅为估算金额，以公司实际公布数据为准

核心分析框架：ROI测算

我们对公司的自主及联运流水、内容和流量成本进行估计，据此匡算出公司的ROI（投入产出比）。

核心假设：

- ①定义ROI=自主及联运流水/（内容成本+流量成本），流水估计见图表1
 - ②定义内容成本=外部内容成本（即游戏分成）+内部内容成本（即研发费用）
 - ③定义流量成本=渠道费用+营销费用（假设渠道费用=我们估计的流水-收入，营销费用=发行平台雷霆股份的销售费用）
 - ④公式中分母包含授权游戏的研发费用，而分子不含授权游戏流水，由此可能造成ROI被低估
- 2018-2020年ROI分别为1.8/1.9/1.8，代表每1元内容及流量投入换来的流水约为1.8-1.9元，反映公司总体有较高的投入回报比。
 - 内容成本占比提升至20%：2018-2020年公司内容成本为3.6/4.6/6.6亿元，占流水的17%/17%/20%。
 - ◆ 发行业务扩张，游戏分成占比提升：2020年内容成本呈上升趋势，其中游戏分成率的上涨为主要因素，18-20年游戏分成款为0.7/1.3/2.3亿元，占流水的比例为3%/5%/7%，体现出公司发行业务的积极扩张。
 - ◆ 研发费用占比稳定：18-20年研发费用为2.9/3.3/4.3亿元，占流水的比例为14%/12%/13%。
 - 流量成本占比36%逐年下降：2018-2020年公司流量成本为8.1/10.2/11.6亿元，占流水的比例为38%/37%/36%。
 - ◆ 渠道分成占比下降明显：2018-2020年渠道分成款分别为6.7/8/8.7亿元，占流水比重为32%/29%/27%，持续降低，体现出公司自有平台做大做强，发行品牌效应凸显，核心用户积累效应显著，对渠道的依赖度逐渐降低。
 - ◆ 营销费用占比稳中略升：2018-2020年营销费用1.3/2.3/3亿元，占流水的比例为6%/8%/9%，在外部流量成本提升背景下，公司整体营销费用占流水的比例维持在10%以下。

图表2：吉比特ROI测算

亿元	2018A	2019A	2020A
内容成本	3.6	4.6	6.6
占流水（自主+联运）%	17%	17%	20%
占收入（自主+联运）%	25%	23%	28%
游戏分成（外部内容成本）	0.7	1.3	2.3
占流水（自主+联运）%	3%	5%	7%
占收入（自主+联运）%	5%	6%	10%
研发费用（内部内容成本）	2.9	3.3	4.3
占流水（自主+联运）%	14%	12%	13%
占收入（自主+联运）%	20%	17%	18%
流量成本	8.1	10.2	11.6
占流水（自主+联运）%	38%	37%	36%
占收入（自主+联运）%	56%	52%	49%
渠道费用（流水-收入）	6.7	8.0	8.7
占流水（自主+联运）%	32%	29%	27%
占收入（自主+联运）%	47%	41%	36%
营销费用（雷霆股份销售费用）	1.3	2.3	3.0
占流水（自主+联运）%	6%	8%	9%
占收入（自主+联运）%	9%	11%	13%
流水（手游，自主+联运）	21.2	27.6	32.5
官服流水	4.79	8.78	11.96
iOS渠道流水	6.08	6.93	8.07
安卓渠道流水	10.29	11.87	12.51
收入（自主+联运）	14.4	19.6	23.9
授权运营	2.1	2.1	2.4
自主运营	4.9	8.8	12.0
联合运营	9.5	10.8	11.9
其他业务	0.0	0.0	1.1
ROI（自主及联运产品流水/（内容成本+流量成本））	1.8	1.9	1.8

注：仅为估算金额，以公司实际公布数据为准

一、从自研产品看公司研发能力

- 《问道》端游：长生命周期，稳定运营超15年，玩家群体忠诚度高
- 《问道》端游：把握市场机遇，以品质及玩法突出重围
- 国内端游市场：玩家沉浸感及忠诚度高，优质产品生命周期普遍较长
- 《问道手游》：上线五年，不依赖买量，用户导入稳定，流水表现良好
- 《问道手游》：优秀的品质、频繁的版本更新配合有节奏的活动运营铸就长生命周期
- 《问道手游》：市占率稳定，精细化运营拉长产品生命周期
- 《问道手游》：以产品为导向，注重品牌宣传，立体化推广
- MMORPG：重要细分品类，品类天花板高，品类效率高
- 回合制MMO：节奏平稳、策略性强、具备社区属性、头部产品生命周期较长
- 《一念逍遥》：放置品类突破之作，研发历时两年，主创团队经验丰富
- 《一念逍遥》：主打差异化美术风格及数值成长体验
- 《一念逍遥》：采取品效合一发行策略，围绕题材及美术优势破圈创意宣发
- 放置类游戏：兼具趣味性与挑战性，用户群体逐步从核心玩家扩展至大众群体

二、从代理产品看公司发行能力

- 雷霆游戏发行平台：注重玩家口碑与体验，品质至上
- 雷霆股份发展历程：专注推广运营，坚持精品化、差异化发行策略
- 雷霆股份股权结构：吉比特及核心人员持股
- 雷霆股份财务表现：营收及利润增长迅速，核心产品及新游上线贡献增量
- 雷霆股份：管理团队及核心技术人员在游戏发行领域积淀深厚
- 雷霆股份：以产品为中心，注重发行能力建设
- 雷霆游戏平台：口碑制胜，玩家忠诚度高
- 《不思议迷宫》：早期Roguelike品类佳作
- 《地下城堡3：魂之诗》：融合玩法Roguelike品类新晋标杆之作
- Roguelike类游戏：兼具趣味性与挑战性，用户群体逐步从核心玩家扩展至大众群体
- 《最强蜗牛》：画风独特的年度黑马，放置类游戏破圈之作
- 《摩尔庄园》手游：情怀IP+强社交属性，雷霆游戏平台扩展泛用户的破圈之作
- 《摩尔庄园》手游：“不买量”策略低成本拓展玩家群体，高频版本迭代提高玩家粘性
- 模拟经营类游戏：代入感与趣味性较强，与社交元素结合扩大用户群体
- 模拟经营类游戏对比：《摩尔庄园》核心受众步入支付能力较强阶段，且性别结构均衡

三、公司概况

- 发展历程：成立17年，老牌端游厂商，成功端转手，跨品类布局初见成效
- 股权架构：核心人员持股，股权结构稳定合理
- 管理团队：团队具备深厚行业及专业背景，团队稳定
- 监管政策：公司版号获取数量领先，储备丰富，协助其他公司获取版号
- 运营模式：自主运营+授权运营+联合运营，自主运营能力持续提升
- 运营模式：各类运营模式下游戏收入确认准则
- 产品理念：差异化、趣味性、高品质，为玩家创造美好的游戏体验
- 产品布局-自研：聚焦MMO、SLG、放置三大赛道，探索多品类多题材
- 产品布局-代理：代理发行能力提升，为自研商业化提供前瞻指导
- 产品布局-储备：待上线代理产品丰富，品类题材多元
- 海外业务：新增自研项目聚焦全球化市场，深耕放置挂机、SLG、特色独立游戏品类
- 游戏社区：雷霆村定位游戏化社区平台，有望成为成为发行新渠道
- 投资布局：以参股方式与优质研发商加强联系，密切合作
- 人才建设：股权激励加强团队凝聚，员工成长体系及培训路径完善

四、财务分析

- 财务表现：营收增长迅速，自主运营收入占比持续提升
- 财务表现：自研及代理业务协同发展使得毛利率下滑
- 财务表现：注重品牌建设，销售费用总体可控
- 财务表现：稳定增长的研发投入为创新能力建设提供支持
- 财务表现：管理费用率相对稳定
- 财务表现：产品市场表现良好，拉动归母净利持续增长
- 财务表现：现金流状况良好，为利润提供支撑
- 财务表现：货币资金中外币占比较高，受汇率影响较大
- 参股公司情况梳理
- 重点参股公司情况：青瓷游戏拟香港IPO
- 重点参股公司情况：淘金互动、勇仕网络已在新三板上市
- 重点参股公司情况：青瓷数码、成都数字狗、厦门真有趣主要产品表现

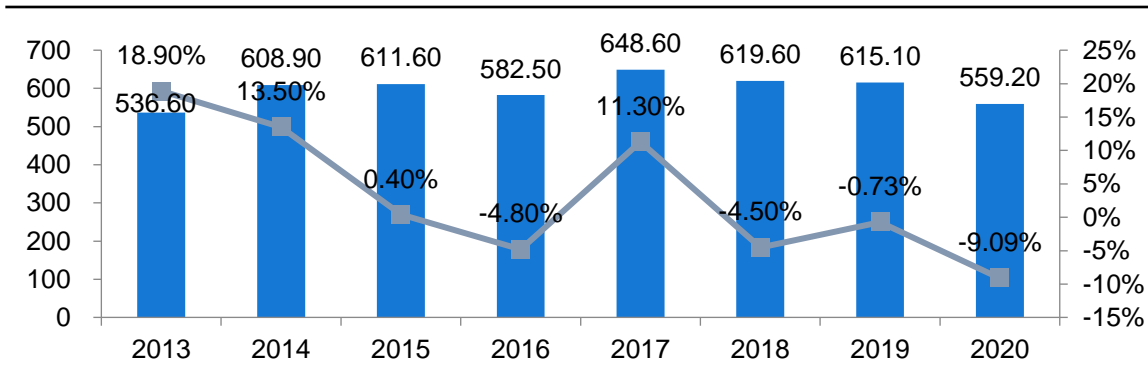
五、估值模型

一、从自研产品看公司研发能力

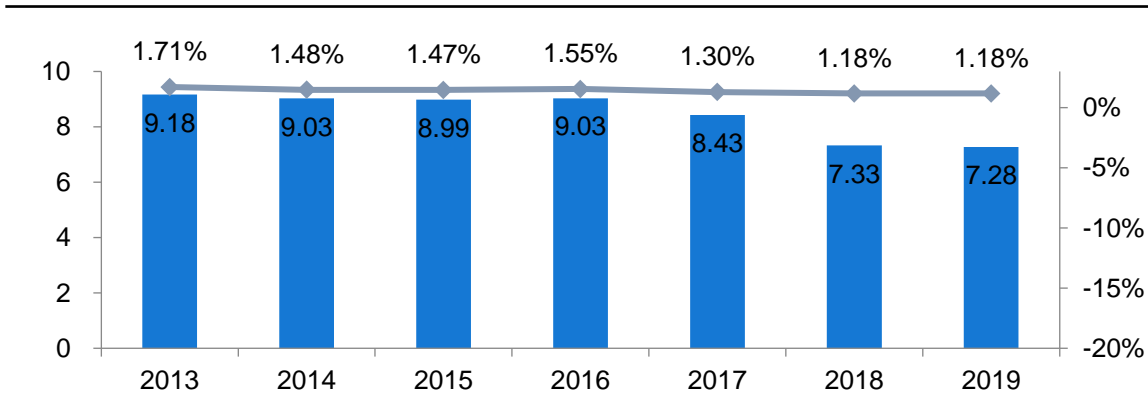
《问道》端游：长生命周期，稳定运营超15年，玩家群体忠诚度高

- 国内端游市场已进入存量竞争阶段，整体呈现下行趋势。2017-2020中国客户端游戏市场收入增速11.4%/-4.5%/-0.7%/-9.1%。
- 《问道》端游2006年上线，当年获腾讯中国网络游戏风云榜“2006最受欢迎网络游戏”，PCU曾接近百万，曾位居2009年顺网网吧网络游戏排行榜第6名，近年游戏流水规模整体稳定，2021年3月上线WeGame后流水同比上升。

图表3：国内端游市场规模及增长率变化（亿元）



图表4：《问道》端游流水及端游市场占有率变化



图表5：《问道》端游数据表现

运营指标	2016A	2017A	2018A	2019A
月均活跃用户数 (万户)	326.07	209.01	144.58	115.35
YOY	-	-35.90%	-30.83%	-20.22%
月均付费用户数 (万户)	20.80	14.98	12.32	10.78
YOY	-	-27.98%	-17.76%	-12.50%
月均ARPPU (元)	361.78	468.96	495.81	562.77
YOY	-	29.63%	5.72%	13.51%
月均付费渗透率	6.38%	7.16%	8.52%	9.34%
年末累计注册账户数 (亿)	3.88	3.97	4.02	4.06
YOY	-	2.44%	1.29%	0.88%
月均ARPU (元)	23.09	33.6	42.24	52.6
YOY	-	45.52%	25.71%	24.53%
月均同时在线人数 (万人)	17.79	13.05	11.82	10.65
YOY	-	-26.64%	-9.43%	-9.90%
年度流水 (亿元)	9.03	8.43	7.33	7.28
YOY	-	-6.69%	-13.04%	-0.65%
营业收入 (亿元)	-	2.40	1.82	1.83
营业收入/流水	-	24.83%	28.47%	22.77%
毛利润 (亿元)	-	2.36	1.78	1.77
毛利率	-	98.33%	97.80%	96.72%

《问道》端游：把握市场机遇，以品质及玩法突出重围

- 《问道》端游为公司历时两年研发的修真2D回合制MMORPG游戏，于2006年4月22日公测并由光宇游戏运营。上线以来每年保持3次内容大更新，09年突破百万在线，至今已长线运营超15年，19年月均流水仍超6000万，月均活跃用户数超百万。
- **成功要素复盘：**
 - ◆ 品类特征：回合制MMORPG用户接受度高，留存及付费意愿较强。
 - ◆ 把握机遇：市场竞品多为时间收费制，《问道》2006年4月公测后，当年5月19日即宣布终身免费（FTP），降低门槛，扩大玩家受众。
 - ◆ 玩法体验：玩法丰富，金、木、水、火、土五大门派+装备及法宝系统、PVE副本挑战、PVP竞技、帮派、结婚、时装、宠物养成等诸多玩法。
 - ◆ 经济系统：相对平衡稳定，游戏内货币分为可流通及不可流通两类，通过限制产出及交易抑制通货膨胀。
 - ◆ 数值成长：数值成长采取长线节奏，注重通过技能设置结合玩家操作验证战力成长，保障不同付费水平的玩家结构相对均衡稳定，维护游戏系统平衡。
 - ◆ 玩家体验：充分考虑各类玩家的不同需求，如为照顾上班族玩家的时间需求，晚间及周末设置集中收益时间段，保障玩家成长节奏相对均衡。
 - ◆ 社交体系：社交体系完善，社交需求充分，如交易、好友、帮派、结婚系统等，确保活跃用户充足，提升社交黏性，构建良好的游戏生态。
 - ◆ 运营能力：单服支持4万人在线（每组服务器开设8至12线，每线人数支持度在2500-2700人），长期稳定运营未出重大事故，出现问题时能迅速解决。
 - ◆ 运营活动：活动差异化，注重可玩性及趣味性，玩家参与度高。

图表6：《问道》端游时装系统



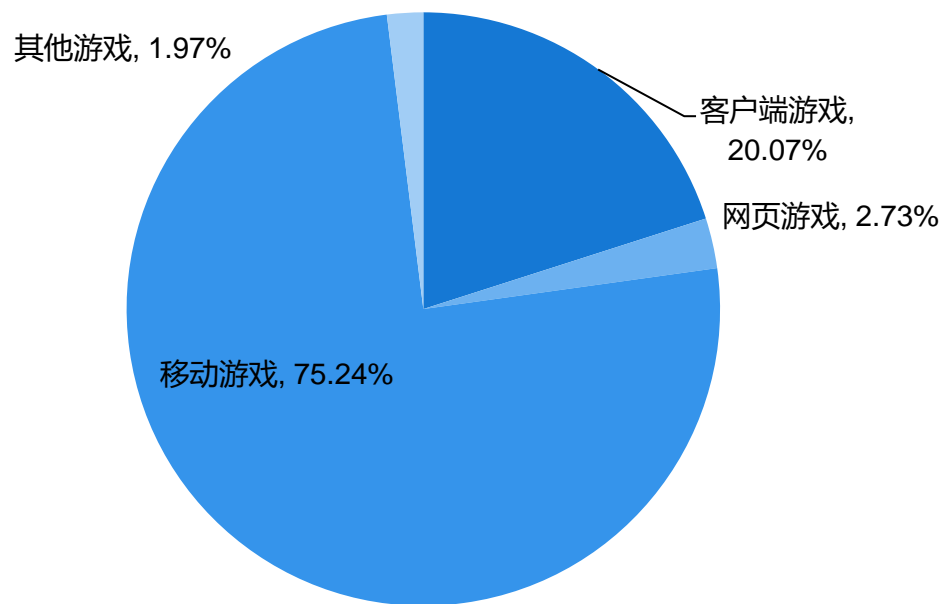
图表7：《问道》端游2020国庆新服活动



国内端游市场：玩家沉浸感及忠诚度高，优质产品生命周期普遍较长

- **市场规模**：2020年国内端游市场规模559.2亿元，YOY-9.09%，占国内游戏行业收入的20.07%；手游市场规模2096.8亿元，占比75.24%；页游市场规模76.08亿元，占比2.73%。
- **端游优势**：生命周期较长，头部端游平均生命周期15年+；用户社交关系及情感维系强，黏性较高，付费意愿较强。
- **研发门槛**：端游研发门槛较高，端游起家的老牌厂商一般研发实力较强。假设一款端游的平均团队成员薪酬为20万元，平均研发周期超过3年，平均研发团队规模超过100人，平均研发成本=成员薪酬*开发时间*团队规模，一款端游的平均研发成本将超过6000万元。

图表8：2020年国内游戏细分市场规模占比



图表9：国内重点端游公测时间统计

游戏名称	公测时间	研发	运营	收费方式
热血传奇	2001.09	娱美德	盛大	PTP/FTP
大话西游	2002.06	网易	网易	PTP
传奇世界	2003.07	盛大	盛大	PTP/FTP
梦幻西游	2003.12	网易	网易	PTP
魔兽世界	2005.06	暴雪	九城、网易	PTP
完美世界	2005.11	完美世界	完美世界	PTP
征途	2006.04	巨人	巨人	FTP
问道	2006.04	吉比特	光宇在线	FTP
天龙八部	2007.05	畅游	畅游	FTP
诛仙	2007.05	完美世界	完美世界	FTP
穿越火线	2007.05	腾讯	腾讯	FTP
地下城与勇士	2008.06	Neople	腾讯	FTP
剑网3	2009.08	西山居	西山居	PTP
梦幻诛仙	2009.1	完美世界	完美世界	FTP
英雄联盟	2009.1	Riot	腾讯	FTP
神武	2010.09	多益网络	多益网络	FTP
新倩女幽魂	2012.04	网易	网易	FTP
天下3	2012.05	网易	网易	FTP
九阴真经	2012.08	蜗牛	蜗牛	FTP
剑灵	2013.05	NCsoft	腾讯	FTP
炉石传说	2014.03	暴雪	暴雪	FTP
天涯明月刀	2016.07	腾讯	腾讯	FTP
逆水寒	2018.06	网易	网易	PTP
神武4	2020.01	多益网络	多益网络	FTP

备注：PTP-按时长收费、FTP-按虚拟道具收费

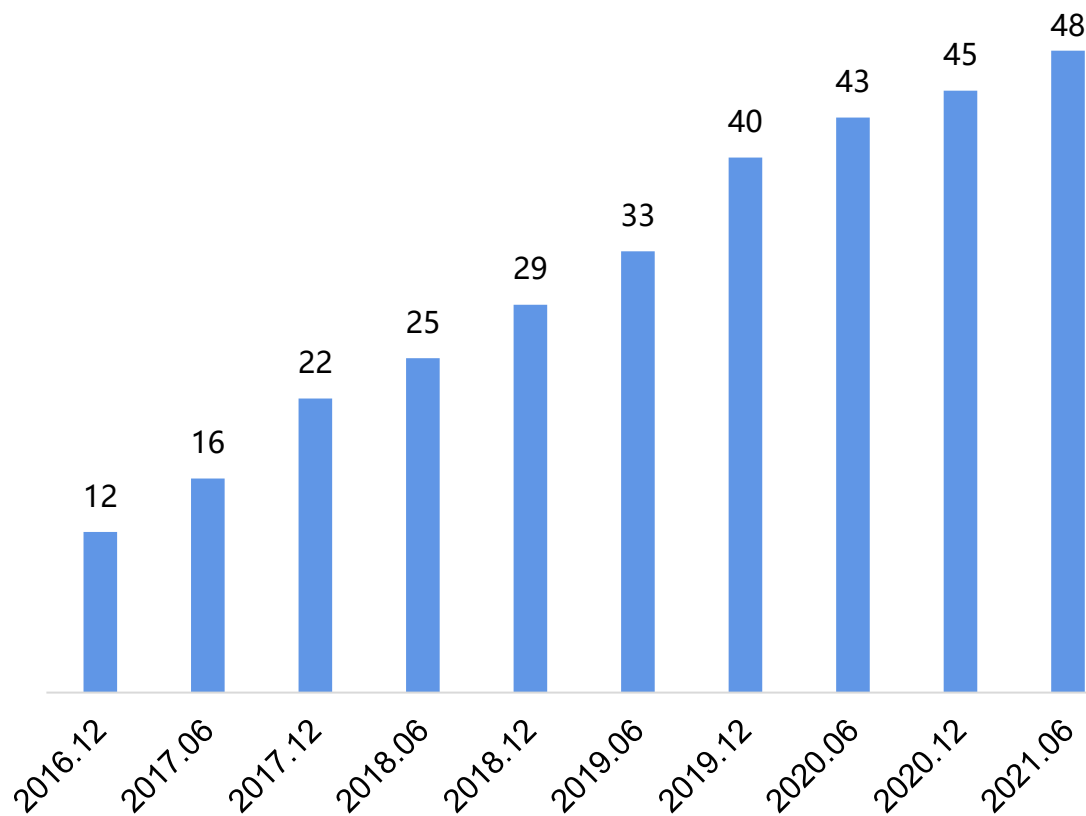
《问道手游》：上线五年，不依赖买量，用户导入稳定，流水表现良好

- 《问道手游》在端游推出的10年后即2016年4月上线，截止当年9月末，累计注册用户约1200万，累计付费用户约290万，月度PCU最高超50万，累计充值金额超12亿元。年度流水在2017年后保持连续增长，2019年月均流水仍超2亿元。截至21H1《问道手游》累计注册用户数量超过4800万。
- 《问道手游》不依赖买量，2016-2019年营销推广费占流水比例分别为5.52%/4.44%/2.36%/3.86%；用户导入节奏及留存相对稳定，2016-2020年新增注册用户约1200/1000/700/1100/500万，21H1新增300万。2016-2019平均单注册用户成本约8.49/9.89/7.33/9元，2018年注册成本降低预计因为版号停发，新游供给减少所致，2019年版号恢复发放，市场供给充沛，产品营销推广成本有所增加（聘请代言人），平均单注册用户成本有所上升。

图表10：《问道手游》数据表现

运营指标	2016A	2017A	2018A	2019A
月均活跃用户数 (万户)	258.75	158.38	142.45	190.92
YOY	-	-38.79%	-10.06%	34.03%
月均付费用户数 (万户)	54.54	36.87	41.13	41.92
YOY	-	-32.40%	11.55%	1.92%
月均付费渗透率	21.08%	23.28%	28.88%	21.95%
年末累计注册账户数 (万户)	1518.50	2266.81	2935.28	4002.07
YOY	-	49.28%	29.49%	36.34%
月均ARPU (元)	75.19	87.66	121.70	108.56
YOY	-	16.58%	38.83%	-10.80%
月均ARPPU (元)	356.77	376.55	421.43	494.39
YOY	--	5.54%	11.92%	17.31%
月均同时在线人数 (万人)	23.87	19.78	23.52	30.64
YOY	-	-17.13%	18.91%	30.27%
充值消费比	-	1	0.99	0.99
营销推广费 (亿元)	1.29	0.74	0.49	0.96
YOY	-	-42.62%	-33.90%	95.36%
营销推广费/流水	5.52%	4.44%	2.36%	3.86%
平均单注册用户成本 (元)	8.49	9.89	7.33	9.00
年度流水 (亿元)	23.35	16.66	20.80	24.87
YOY	-	-28.64%	24.87%	19.56%
营业收入 (亿元)	9.96	9.34	11.96	15.76
营业收入/流水	42.66%	56.06%	57.50%	63.37%
毛利润 (亿元)	-	8.91	11.59	15.26
毛利率	-	95.40%	96.91%	96.83%

图表11：《问道手游》累计注册用户数 (百万)



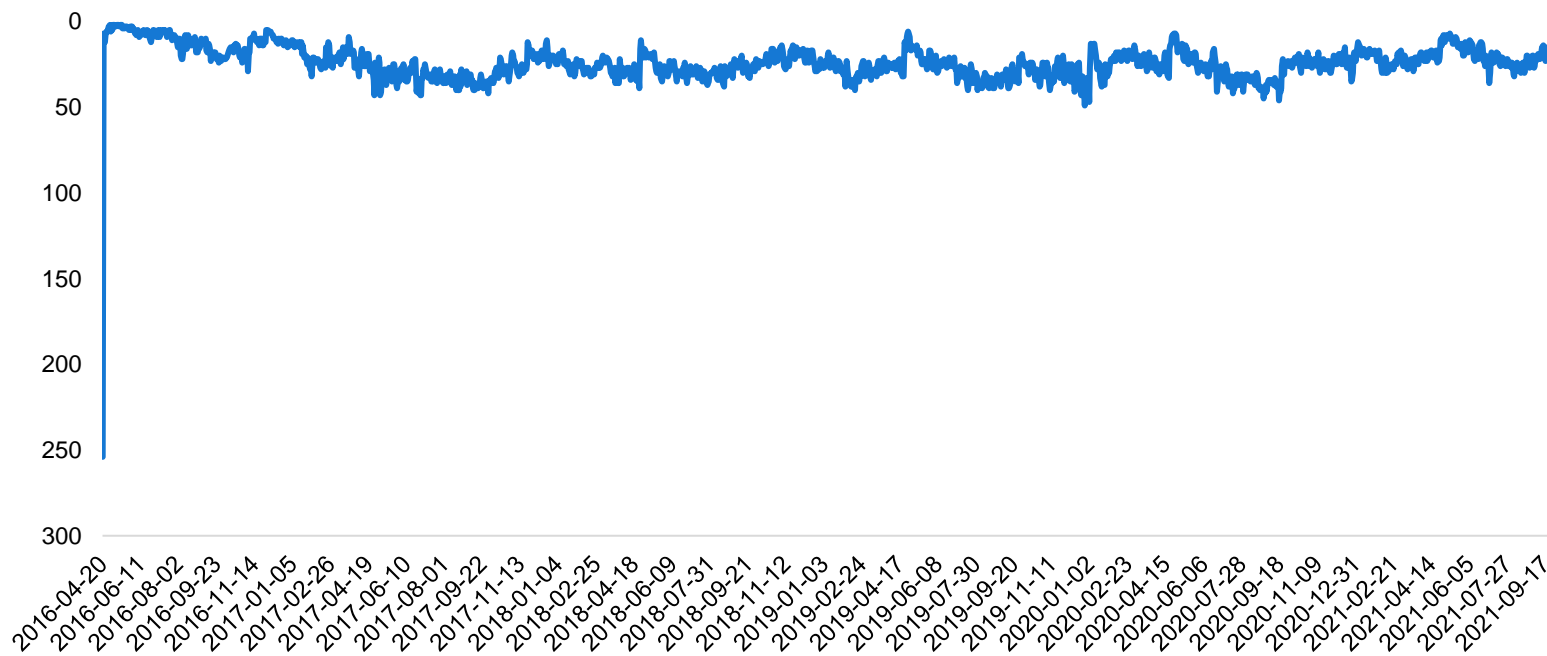
《问道手游》：优秀品质、频繁的版本更新配合有节奏的活动运营铸就长生命周期

- **研发周期**：2014年立项，团队人数40人，累计研发近2年，上线前共经历5轮测试，测试期间次日留存率达83%，七日留存率达61%，首日付费率达30.12%。
- **游戏特色**：以道教文化五行相生相克为核心，保留端游精华，融合道行系统、五行战斗、个性打造、社交系统、守护系统等多样玩法，并推出跨服战场玩法，优化匹配策略，提升玩家体验。
- **美术风格**：古朴国风画面，偏写实风格，与同类产品形成差异化，人物及场景均为2D，端游还原度及大众玩家接受度高。
- **运营策略**：长线运营策略，每年固定三次大版本更新：4月周年庆，9月底国庆福利服，12月底新年福利服，开放新服务器，并推出新内容吸引玩家长线留存。2021年9月24日，《问道手游》上线十一大服“战无双”并发布年度资料片“阵营战”，助力畅销榜排名回升。此外，还会进行日常小版本更新，根据七麦，《问道手游》2020年10月1日-2021年10月31日版本更新次数达25次。
- 2016-2020年，《问道手游》在iOS游戏畅销榜平均排名为11/27/26/28/26名，2021Q1-Q3平均排名第20名（较20Q1-Q3提高6名），1-10月分别为18/25/22/18/12/18/23/25/19/17名。

图表12：《问道手游》游戏内画面



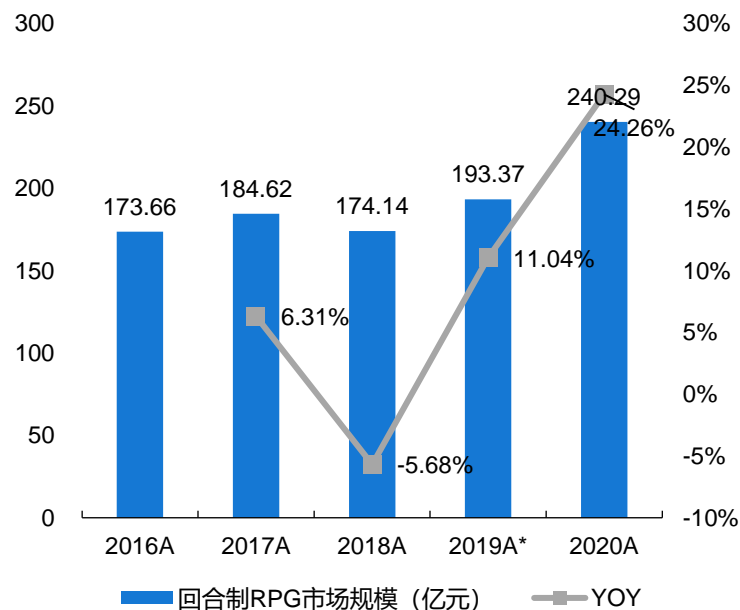
图表13：《问道手游》上线以来游戏畅销榜排名



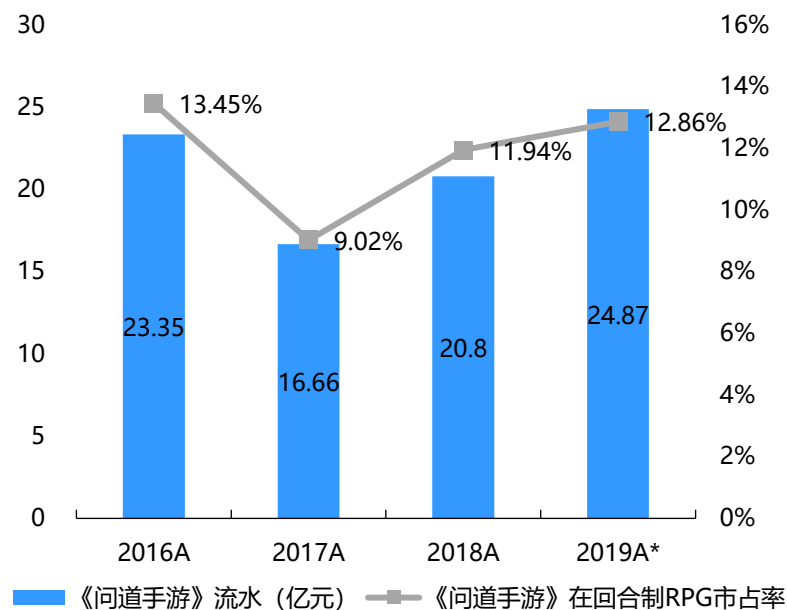
《问道手游》：市占率稳定，精细化运营拉长产品生命周期

- 2015-2020年回合制RPG市场规模整体呈上升趋势，CAGR为8.46%。2015-2019年《问道手游》在回合制RPG品类市占率为13.45%/9.02%/11.94%/12.86%。
- 《问道手游》通过精细化运营拉长产品生命周期，及时响应玩家需求，注重玩家反馈，提升口碑。
 - ◆ **全民PK赛**：线上与线下赛事结合，提升玩家参与度。玩家缴纳一定游戏内货币即可参与PK赛，报名所需费用与道行成反比。参赛选手的等级、道行、武学皆为统一设定，可自由分配角色及宠物加点，定制装备、首饰、法宝和宠物。活动分为热身赛、积分赛、淘汰赛和总决赛四个阶段，全程在游戏内进行直播，前四强队伍参与线下决赛决出冠军。
 - ◆ **“策划面对面”**：每年在不同城市（如深圳、厦门、北京、郑州等）开展活动，策划及产品经理与玩家深入沟通，了解玩家需求并收集反馈，优化游戏。
 - ◆ **客服对接研发**：针对核心、活跃玩家等建立多元快速沟通渠道，客服人员直接对接研发团队，迅速解决技术性问题，提高响应效率。

图表14：回合制RPG品类的市场规模及增速



图表15：《问道手游》年流水及在回合制RPG中市占率估计



图表16：2020年《问道手游》全民PK赛



注：此处以国内TOP100手游流水中回合制RPG流水占比估算全市场回合制RPG游戏占比，2019年游戏工委数据缺失，采用2018、2020年均值估计。

《问道手游》：以产品为导向，注重品牌宣传，立体化推广

- **代言人策略**：聘请代言人提升影响力，打造良好、清晰的品牌形象
 - ◆ 2019年4月，《问道手游》3周年大服，首次邀请代言人，**3周年区组新服预约热度超180万**。
 - ◆ 2020年4月，《问道手游》4周年大服，邀请代言人和明星大玩家，并于4月24日上线4周年晚安电台（游戏内微社区及喜马拉雅同步上线），由代言人与玩家分享问道回忆。**4周年区组新服预约热度超290万**。
 - ◆ 2021年4月，《问道手游》5周年大服，邀请代言人出演5周年品牌片《留一个角色给自己》并与玩家分享问道经历。**5周年区组新服预约热度超360万创纪录**。在5周年活动期间，玩家预充值可享受最高15%的返利和低价购买特殊道具的机会，同时官方还推出老玩家回归赠礼等活动，推动热度走高。
- **影游联动**：先后与偶像剧《我们的少年时代》（2017年）、《我站在桥上看风景》（2018年）、动作悬疑剧《悍城》（2018年）及爱情喜剧《我不是购物狂》（2020年）联动，剧情植入提升游戏曝光度。
- **品牌微电影**：每年伴随周年庆活动推出取材于玩家真实故事的微电影，2020年邀请《疯狂的石头》编剧周智勇润色剧本，张若昀、田雨出演。
- **IP建设**：邀请知名作家燕垒生创作问道首部官方小说《问道：枪出无心》。
- **广告推广**：通过抖音、腾讯广告等平台开展广告推广，主要为代言人题材、游戏玩法、其他游戏相关内容、时下热门话题的短视频。
- **其他活动**：与联营渠道合作开展推广活动，各联运平台根据游戏情况给予推荐、奖项等活动支持。

图表17：《问道手游》影游联动宣传



图表18：《问道手游》四周年活动



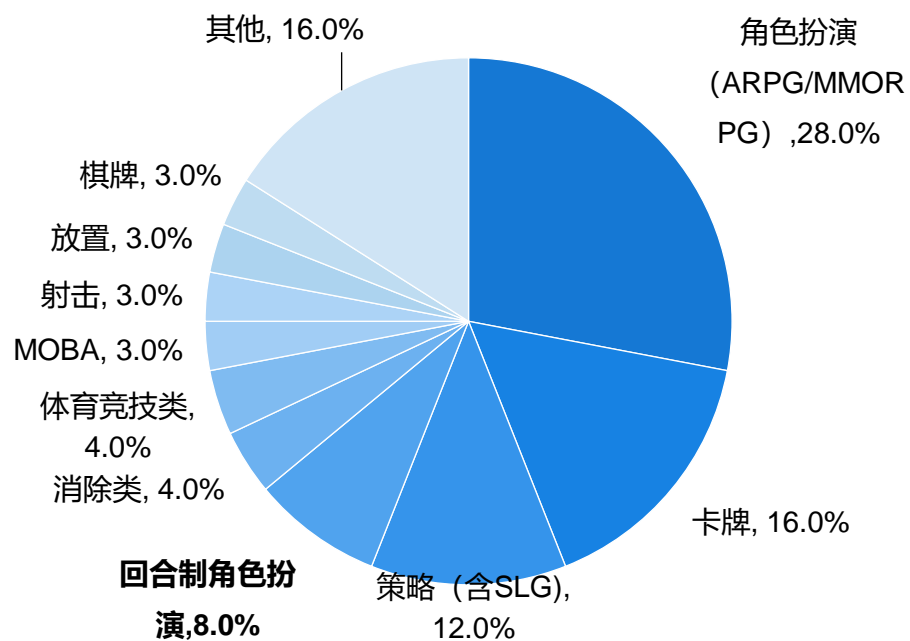
图表19：《问道》手游五周年活动品牌片



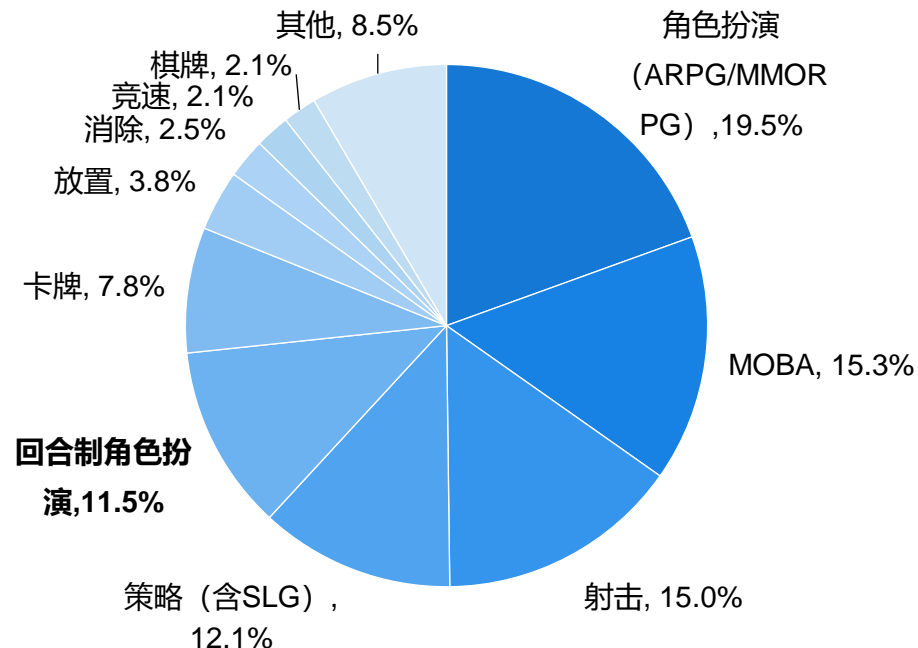
MMORPG：重要细分品类，品类天花板高，品类效率高

- **MMORPG**即大型多人在线角色扮演游戏，与单机RPG游戏相比，更注重玩家的留存度和玩家间的互动性，玩家不以“通关”为目标，而以角色养成为目标。
 - ◆ **MMO**：游戏核心在于**成长+社交**，玩家的动机包括缓解压力、打发时间、享受探索乐趣、沉浸在特定角色或世界以获得社交满足，在竞争中击败他人以获得成就感。玩家通常每次游戏时间较长，并喜欢在游戏中与他人互动。
 - ◆ **RPG**：广义的角色扮演游戏在2020年国内市场收入前100手游中收入占比31%，产品数量占比36%，品类效率（收入占比/产品数量占比）为0.86；**回合制角色扮演游戏收入占比11.5%，产品数量占比8%，品类效率为1.44，高于角色扮演游戏整体。**

图表20：2020年国内市场收入前100移动游戏类型分布（按数量）



图表21：2020年国内市场收入前100移动游戏类型分布（按收入占比）



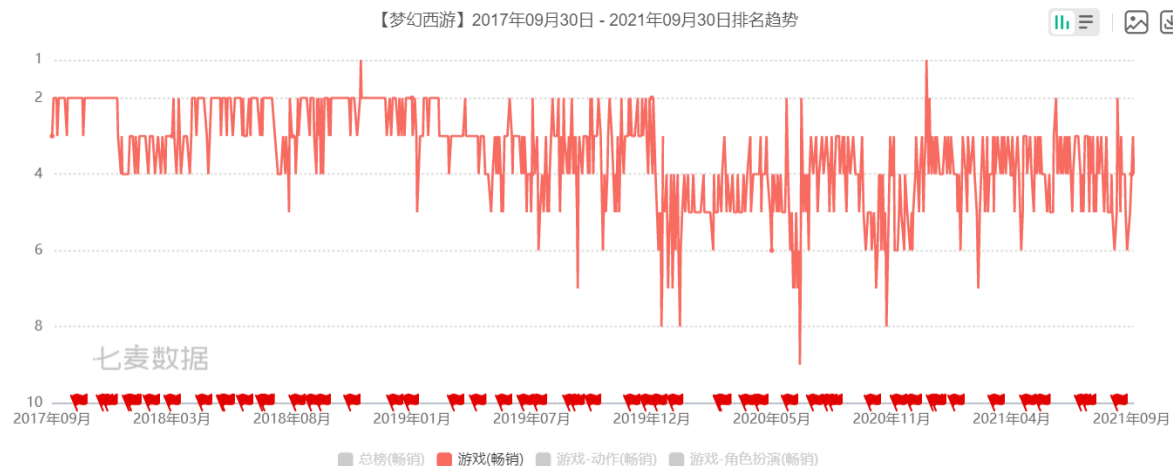
● 回合制MMO游戏特点：

- ◆ 参与者**轮流行动**，进攻或防御根据回合数计算，节奏相对平稳，**注重策略性**，对玩家反应速度和操作水平要求相对偏低，乐趣主要来源于战斗策略的组合与选择。而即时制游戏中，参与者**同时行动**，需要玩家即时作出操控与判断，对玩家反应速度和灵敏度要求较高，玩家兴奋感较强。
- ◆ 节奏强度与竞技类游戏相比偏缓，对时间的占用较少，玩家对节奏的把控相对自由。

● 回合制MMO生命周期：具备稳定运营能力及新内容产出能力，社交玩法丰富，游戏内部生态良好，玩家群体稳定，具备社区属性，优质产品长期位居畅销榜前列。

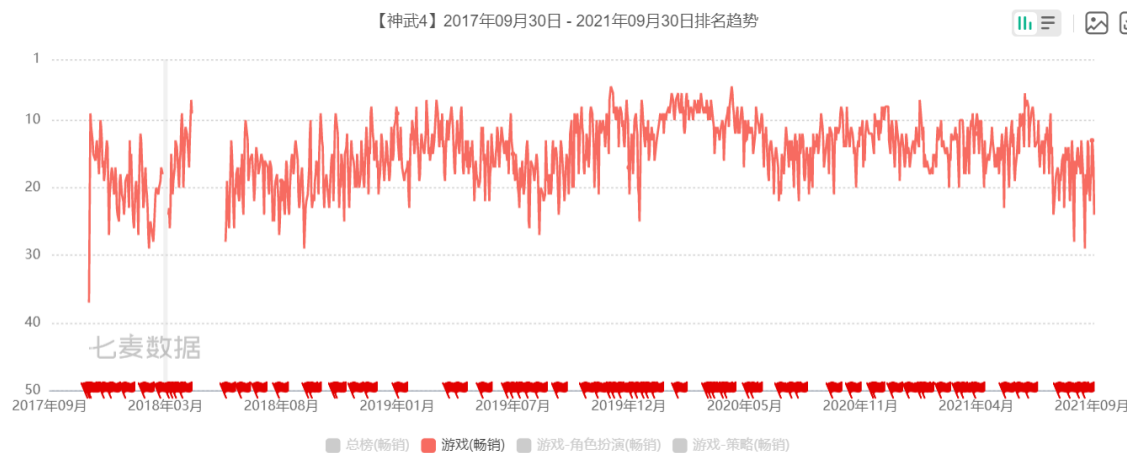
- ◆ 网易基于同名端游研发的《梦幻西游》手游于2015年推出，2020年iOS畅销榜平均排名仍位列Top5；
- ◆ 多益网络《神武4》2017年推出，2020年iOS畅销榜平均排名位列Top12。

图表22：《梦幻西游》畅销榜排名表现



【iOS端版本更新】2015（3月上线）-2020年分别更新9/11/12/14/13/13次，合计更新72个版本，年平均版本更新12次，保持较高频率迭代更新。2021年截至9月30日更新8次。

图表23：《神武4》畅销榜排名表现

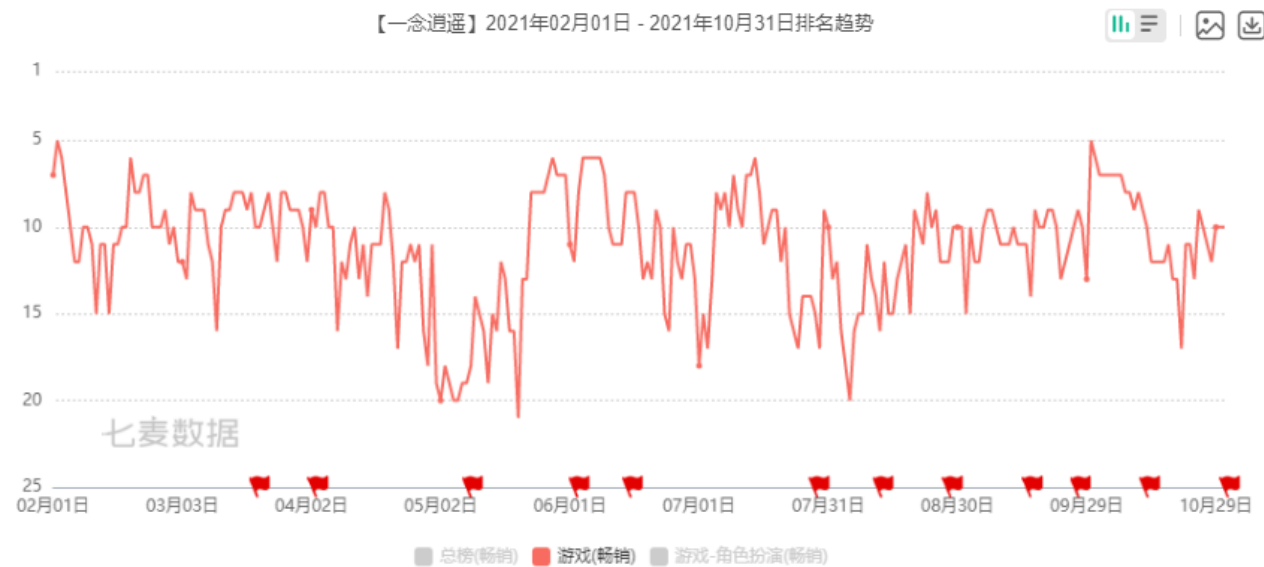


【iOS端版本更新】2017（11月上线）-2020年分别更新4/17/17/19次，合计更新57个版本，保持较高频率迭代更新。2021年截至9月30日更新16次。

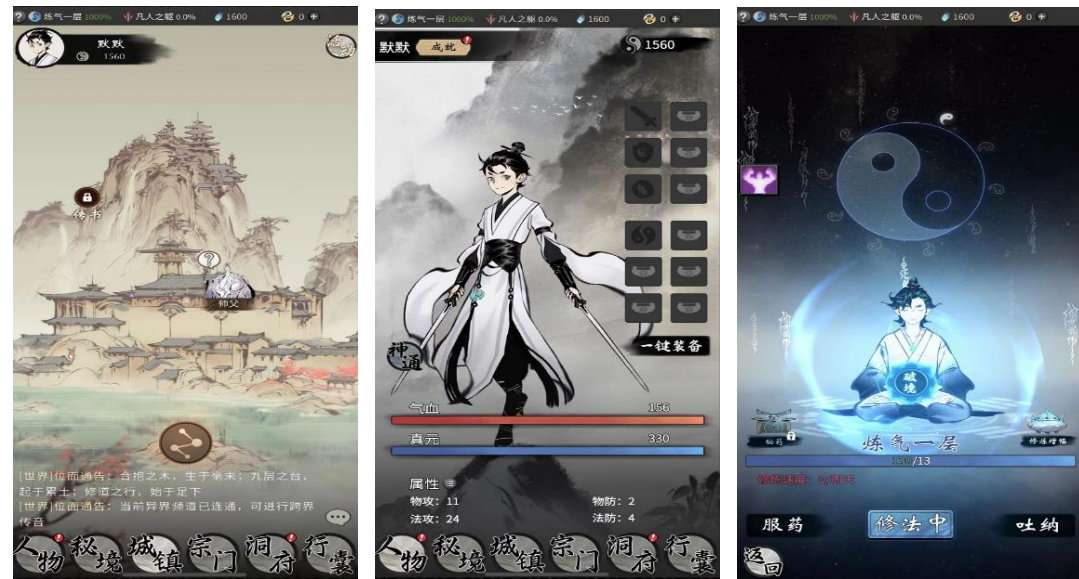
《一念逍遥》：放置品类突破之作，研发历时两年，主创团队经验丰富

- **产品概况**：公司自研自爱国风修仙题材放置手游《一念逍遥》于2021年2月1日上线iOS，获App Store预订推荐；安卓端未上传传统安卓渠道，仅上线官网、Taptap、Bilibili、好游快爆，上线前全网预约突破100万。
- **渠道下载量**：根据七麦数据，游戏上线首周iOS下载量约53.5万次，周收入400万美元。截至6月30日，iOS下载量210.5万次，收入预计超6373万美元；安卓端TapTap下载量约153万，Bilibili为33万+，好游快爆为25.8万，4399为34万+，以此计算，iOS在联运渠道下载量占比近50%。
- **畅销榜表现**：截至2021年10月31日，游戏最高位居iOS畅销榜Top5，免费榜Top1，TapTap热门榜Top1，2月上线至今在iOS游戏畅销榜平均排名第11名，2-10月在iOS游戏畅销榜平均排名分别为10/10/12/14/10/11/13/11/10名。
- **研发历程**：根据触乐，制作人兼主程沈予卿2010年加入公司，主美黄利平2019年加入公司，均有十多年从业经验。据主策林育宏分享，产品公测阶段研发团队约30人，截止7月底达到50人，于2018年9月立项，从预研到公测时间跨度2年4个月，经过8次测试，首测次留达86%，Demo阶段测试次留达70%以上，通过买量引入泛用户测试后次留也稳定在60%以上。
- **更新迭代**：2021年5月新增仙魔玩法；8月上线道侣/结义系统；9月30日《西游记》联动版本上线；11月5日开启新玩法“众仙之巅”。

图表24：《一念逍遥》手游上线以来畅销榜排名



图表25：《一念逍遥》游戏画面



《一念逍遥》：主打差异化美术风格及数值成长体验

- 《一念逍遥》核心特色在于差异性的美术画风及加入社交互动元素的玩法，通过多线放置、多线反馈、高频刺激提升玩家乐趣：

- ◆ **美术**：采用独特的写意水墨画风，较好地契合剧情题材，且能与同类竞品形成差异化。
- ◆ **剧情**：具备完整的剧情世界观。同名官方小说于2021年1月在番茄小说同步连载，曾获番茄阅读热搜榜首，2021年4月在喜马拉雅APP上线有声小说；连载漫画《一念逍遥：这本修仙宝典不太对》。通过小说、漫画、有声书等IP化尝试，提升游戏IP传播度，强化角色及世界观印象。
- ◆ **玩法**：核心玩法为放置挂机获取资源，成长体系及系统丰富，平衡游戏内容消耗节奏，以聊天、帮派战、跨服对战、天梯排行等涵盖合作向及对抗向社交元素的玩法及各类定时玩法加强玩家的黏性，提高游戏留存，同时采取滚服模式，首日开放上百组服务器，激励玩家创建新角色。
- ◆ **付费点**：涵盖激励视频广告、月卡、季卡、日礼包、周礼包、限时礼包、VIP及战令系统等，在各养成系统的关键节点控制道具投放节奏，并在炼丹、炼器等系统加入概率设计，激励玩家为获取资源付费。

图表26：《一念逍遥》官方小说、漫画、有声书



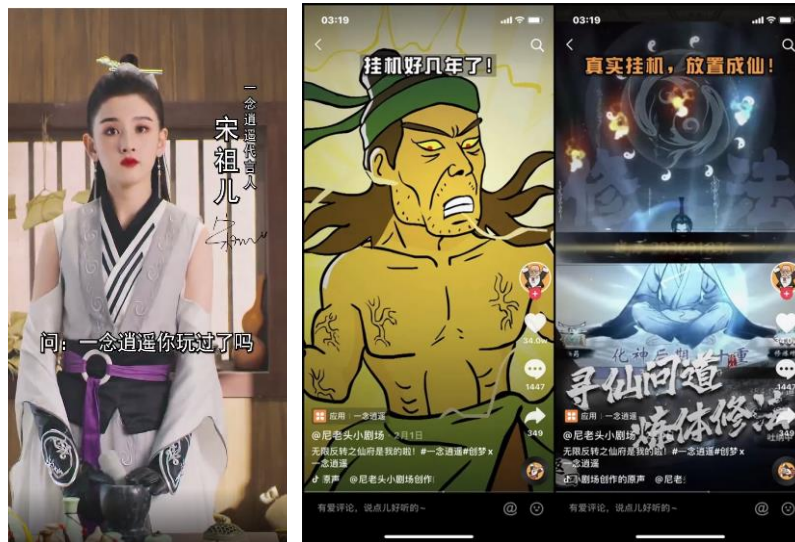
《一念逍遥》：采取品效合一发行策略，围绕题材及美术优势破圈创意宣发

- 公司在协助《最强蜗牛》国内买量过程中积累买量发行能力，通过《一念逍遥》的成功发行获得验证。
 - ◆ **营销策略**：选择代言人并拍摄仙侠MV《找到他》，由歌手演唱同名主题曲《一念逍遥》，并与番茄小说合作举办“逍遥小说季”小说创作大赛，鼓励玩家自发生产UGC内容，加强游戏自传播效应。同时，配合春节主题，在2月9日至13日期间，每天通过游戏公众号发放2万款《一念逍遥》定制微信红包封面，涵盖游戏重要NPC、代言人、新春服装、情人节等主题，提升美术素材传播度。《一念逍遥》还与汉文化品牌华裳九州推出联名衍生汉服，将汉服与游戏元素相融合。
 - ◆ **买量策略**：在腾讯视频、今日头条、抖音、西瓜视频等平台投放广告素材，快速提高曝光度。据DataEye，《一念逍遥》2月第1周共投放素材2157条，位居仙侠类游戏买量周榜首位，2、3、4月位居仙侠类游戏月榜首位。截至8月第3周，《一念逍遥》持续投放天数259天，投放素材数2090条，与上线首周基本持平。
 - ◆ **在素材创意方面**，除代言人宋祖儿相关素材外，其余素材以轻松、趣味风格为主，突出游戏独特的水墨画风及挂机放置核心玩法，并与游戏、美妆、舞蹈等不同领域up主合作，推出风格多元的视频素材吸引玩家关注。
 - ◆ **用户运营方面**，2021年3月以来，公司在多个城市组织了《一念逍遥》玩家线下见面会暨“策划面对面”系列活动，听取玩家需求和建议并据此调优。

图表27：《一念逍遥》在仙侠游戏买量榜排名（周度）

周数	仙侠题材买量产品榜排名	投放素材数	持续投放天数
2月第1周	1	2157	64
2月第4周	未进前三		
3月第1周	未进前三		
3月第2周	未进前三		
3月第3周	1		
3月第4周	1		
3月第5周	1		
4月第1周	1	1447	128
4月第2周	1		
4月第3周	2		
4月第4周	2		
5月第1周	2	1109	155
5月第2周	2		
5月第3周	2	1419	170
5月第4周	1	1725	176

图表28：《一念逍遥》买量素材



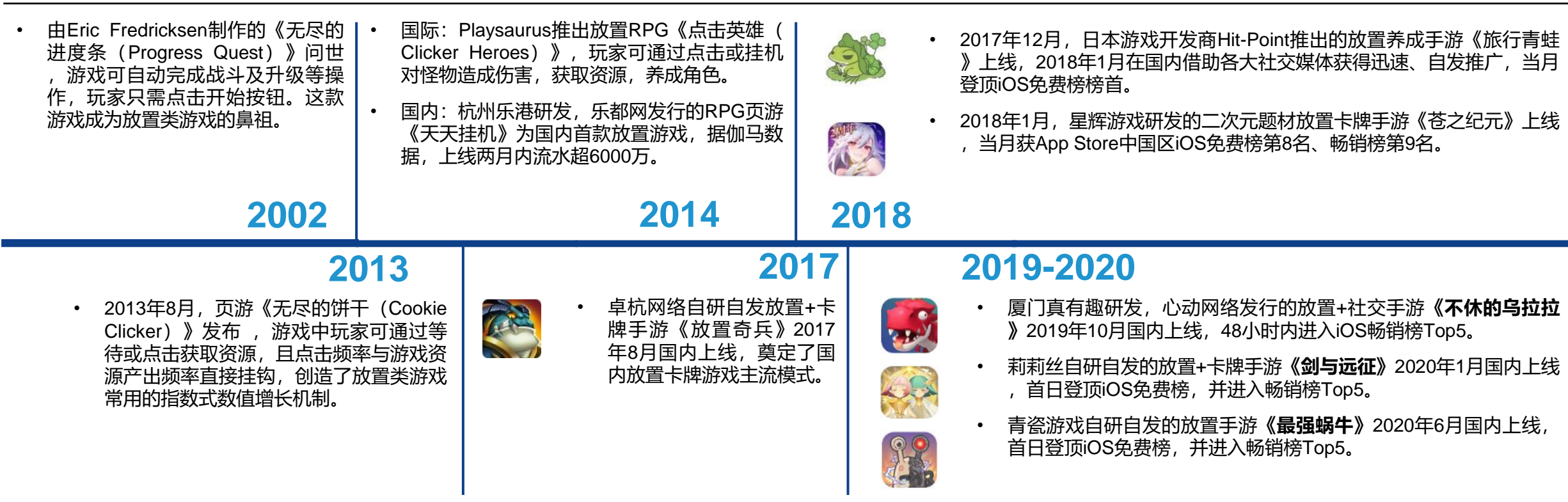
图表29：《一念逍遥》×华裳九州联名汉服



放置类游戏：兼具趣味性与挑战性，用户逐步从核心玩家扩展至大众

- 放置类游戏具备节奏较慢、单次操作消耗时长短、理解及操作难度低、养成目标明确的特点，与一般休闲游戏相比具有较长的生命周期和留存能力，与重度游戏相比，其“减负”设计更契合大众玩家需求和体验。
- 放置类游戏的投入需求偏低，玩家流失行为的机会成本较小，因此现有产品大多采取将放置玩法与其他玩法相结合的形式，**放置+玩法融合+持续新内容迭代**可为放置类游戏注入长久生命力。
- 2020年国内市场收入前100手游中收入放置游戏收入占比3.8%，数量占比3%，品类效率为1.27。

图表30：放置类游戏发展历程

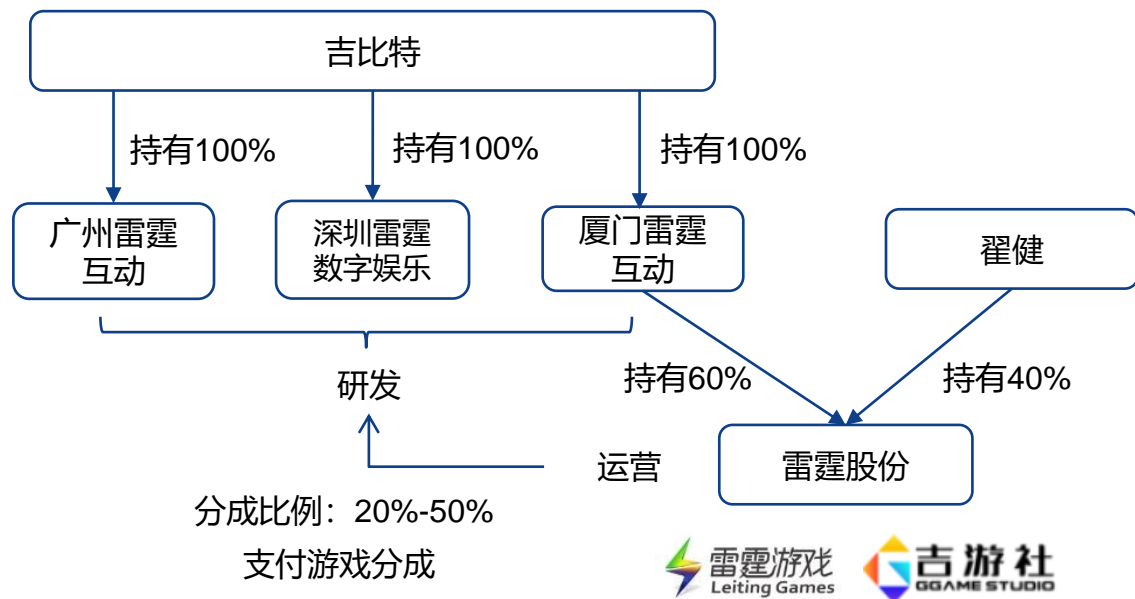


二、从代理产品看公司发行能力

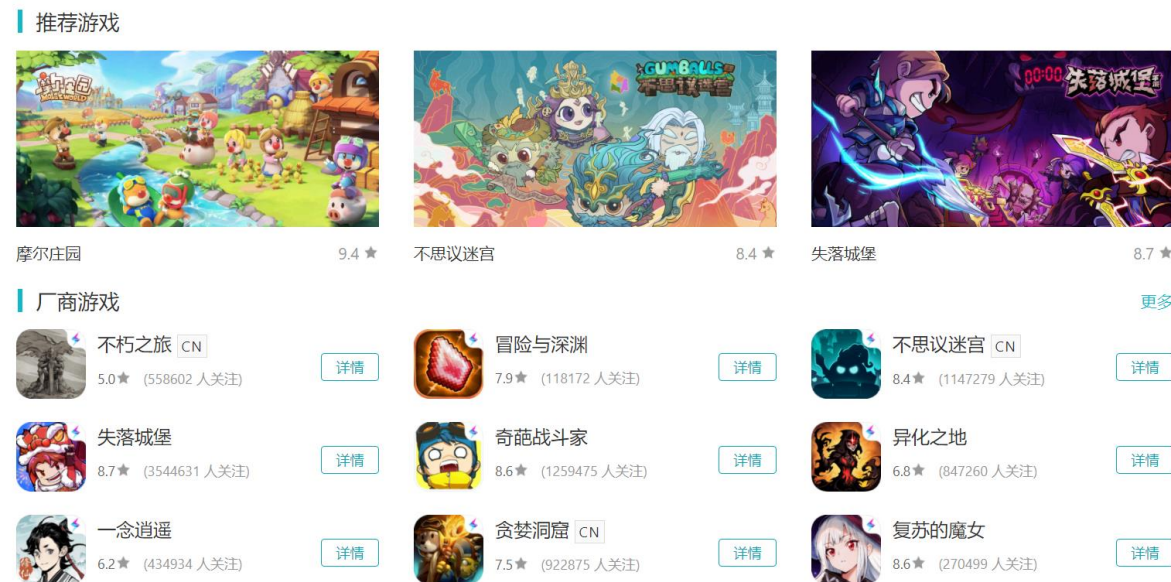
雷霆游戏发行平台：注重玩家口碑与体验，品质至上

- 雷霆股份为吉比特旗下游戏发行平台雷霆游戏的运营主体。2014年12月10日翟健出资设立雷霆股份，2015年2月雷霆互动对雷霆股份增资并取得60%股权，2018年7月，雷霆股份整体变更为股份公司，总股本3000万股，翟健任CEO兼总经理。
- 雷霆游戏 (Leiting Games) 成立于2013年6月20日，经过近8年发展，已形成了较为完善的游戏发行运营能力，成功发行吉比特自研游戏《问道手游》、《一念逍遥》及代理游戏《摩尔庄园》、《不思议迷宫》、《贪婪洞窟2》、《失落城堡》等产品，数款游戏注册用户数超千万。雷霆游戏理念为汇聚和培养具有创新精神的人才，追求高效的工作方式，为全球用户提供差异化产品和服务，创造和传播文娱领域美好体验，为玩家提供好玩和独特的精品游戏，看重用户口碑，追求体验升级的玩家服务。
- 吉游社为雷霆股份全资子公司，定位为公司旗下差异化发行平台，发行体量较小的产品，已成功发行《探灵》、《异化之地》（后转为雷霆游戏发行）、《下一把剑》等产品。

图表31：吉比特与雷霆股份内部研运流程

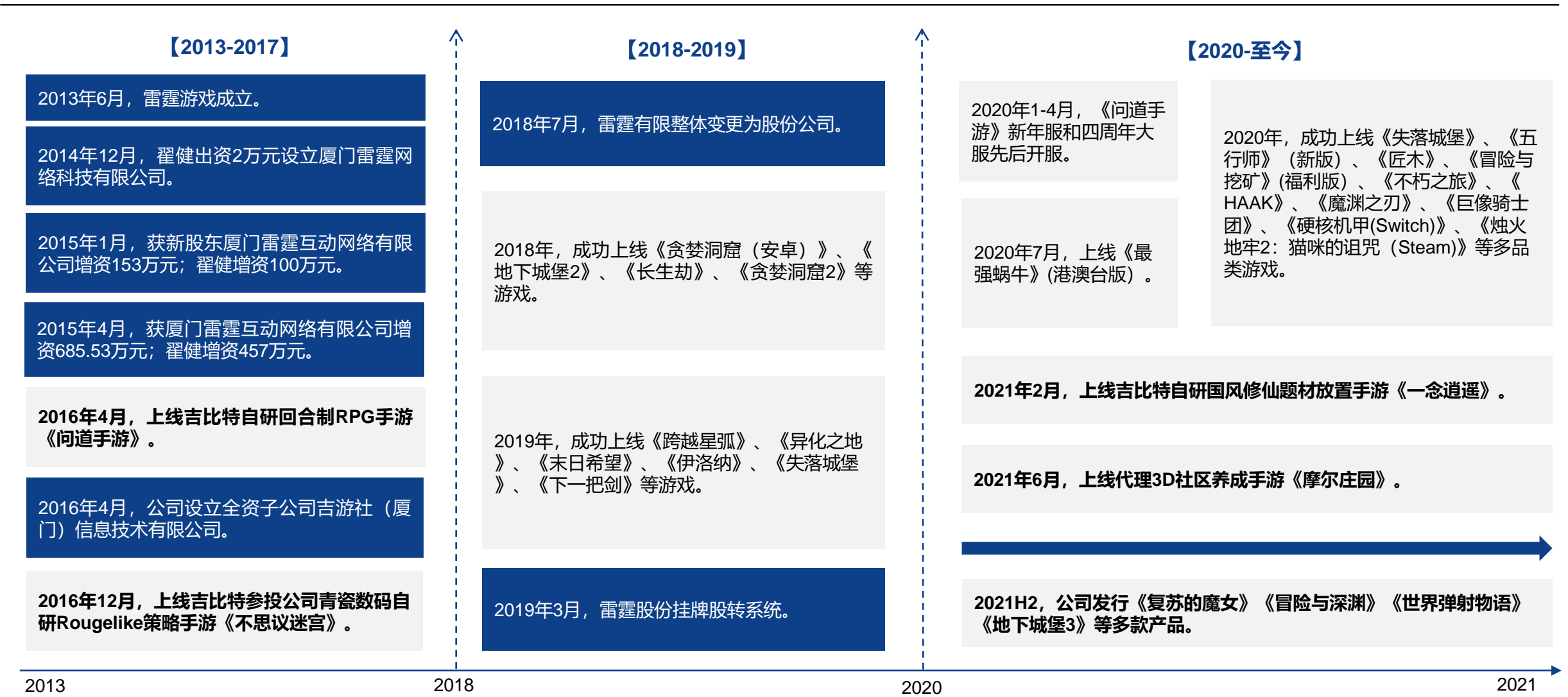


图表32：TapTap平台雷霆游戏代表产品



雷霆股份发展历程：专注推广运营，坚持精品化、差异化发行策略

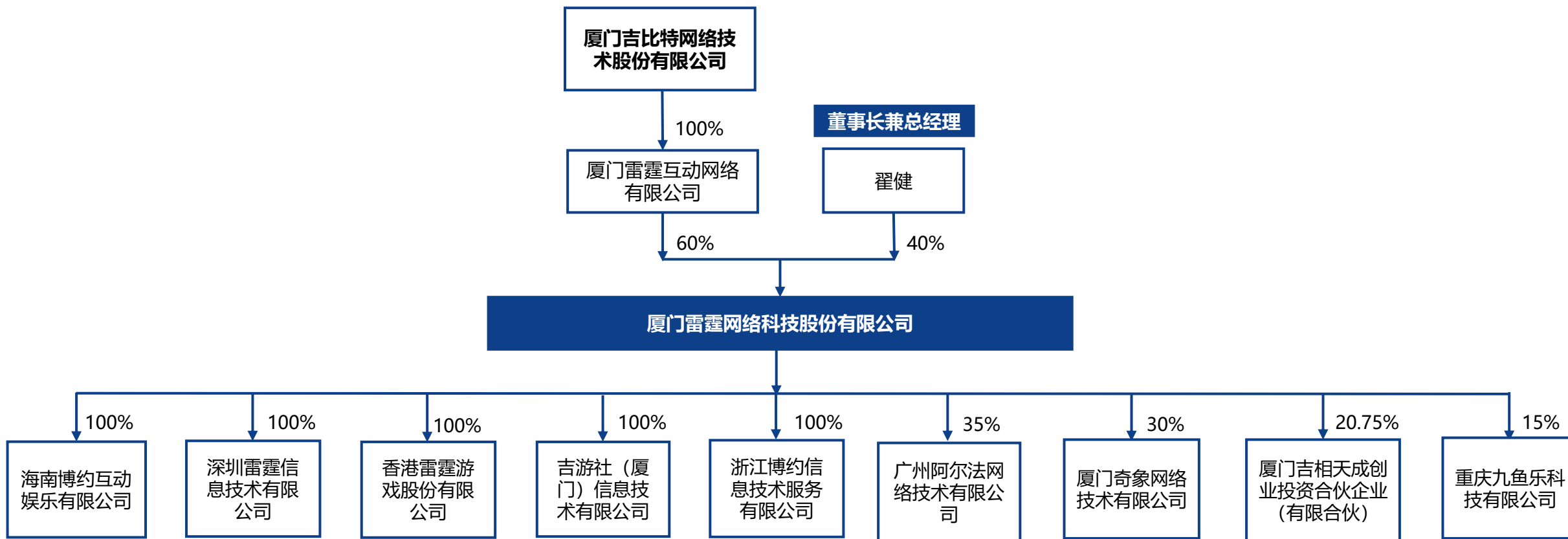
图表33：雷霆股份发展历程梳理



雷霆股份股权架构：吉比特及核心人员持股

- 2019年3月，雷霆股份（873228.OC）挂牌新三板，吉比特通过全资子公司雷霆互动持股60%，雷霆股份董事长、总经理翟健持股40%。
- 雷霆股份实际控制人为卢竑岩。

图表34：雷霆股份股权架构

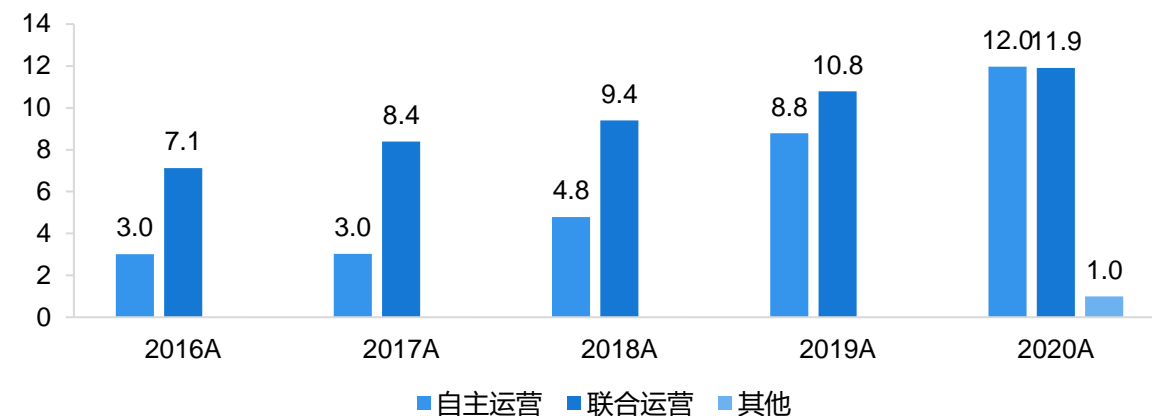


注：持股比例更新至2021H1末。

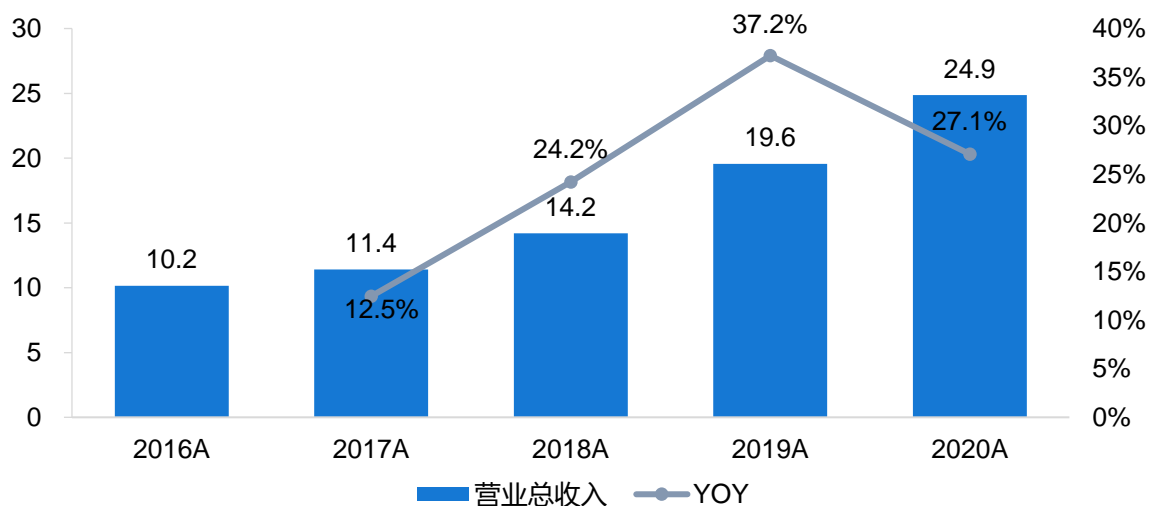
雷霆股份财务表现：营收及利润增长迅速，核心产品及新游上线贡献增量

- 雷霆股份营收主要来源为雷霆游戏平台产品发行收入，营业成本主要为因代理游戏向研发商支付的授权金及运营分成。2018年以来，游戏收入和净利润增长迅速，主要系《问道手游》收入增长及平台代理新游增加贡献。
- 公司主营业务可分为自主运营、联合运营和其他。
 - ◆ 2017年以来，自主运营收入维持较快增速，2020年首次超过联合运营收入，但考虑联运收入须扣除渠道分成，因此联运流水预计仍然高于自主运营流水。
 - ◆ 2020年其他收入增幅较大，主要系本期为青瓷数码在中国大陆发行《最强蜗牛》提供推广服务。

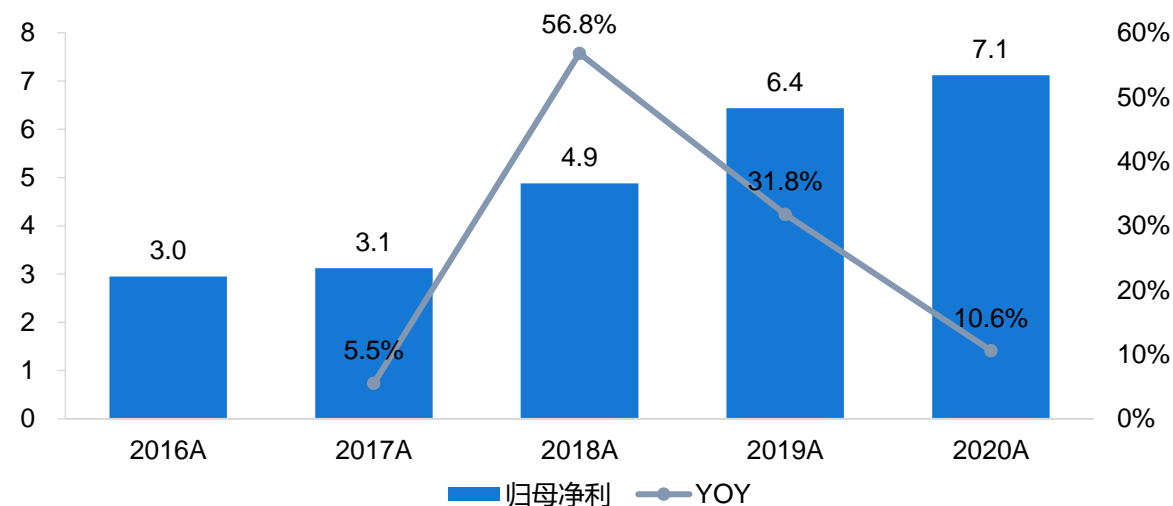
图表36：主营业务各部分收入（亿元）



图表35：雷霆股份营收（亿元）及增速



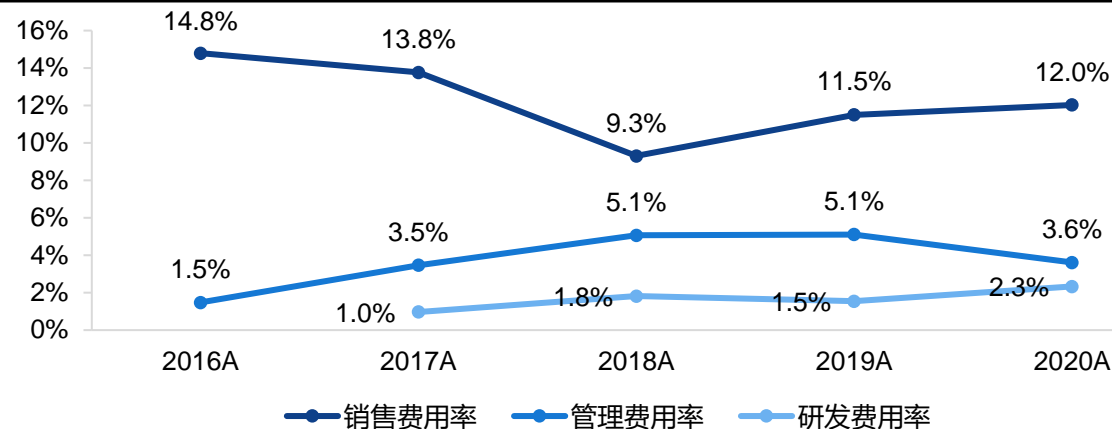
图表37：雷霆股份归母净利润（亿元）及增速



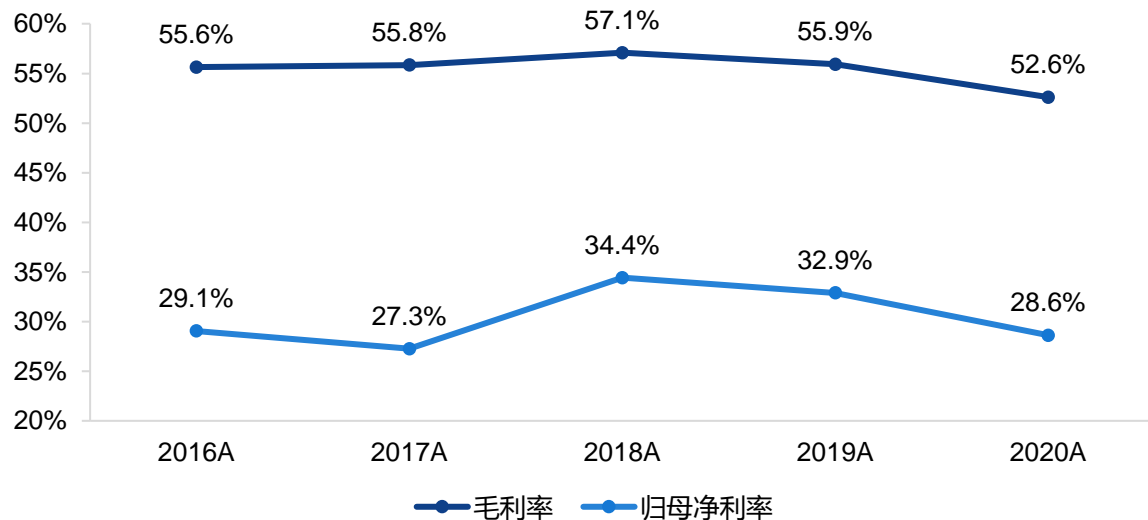
雷霆股份财务表现：营收及利润增长迅速，核心产品及新游上线贡献增量

- 2016-2020年，雷霆股份销售、管理、研发费用率合计为16.3%/18.2%/16.2%/18.1%/18.0%。2019年和2020年销售费用率增长，主要系加大《问道手游》及上线新游的营销推广力度，营销推广支出增加。
- 2018年归母净利率显著增长，主要系《问道手游》及代理新游增加及营销活动优化，针对存量产品减少低效推广开支。2019年以来净利率降低主要系《问道手游》等存量产品加大营销推广力度，销售费用随之增加。
- 2018年经营性净现金流同比提升迅速，主要系游戏收入增加；2019年经营性净现金流同比略降，主要系代理新游增加，期间费用支出提升；2020年经营性净现金流同比增长，主要系营业收入增长。

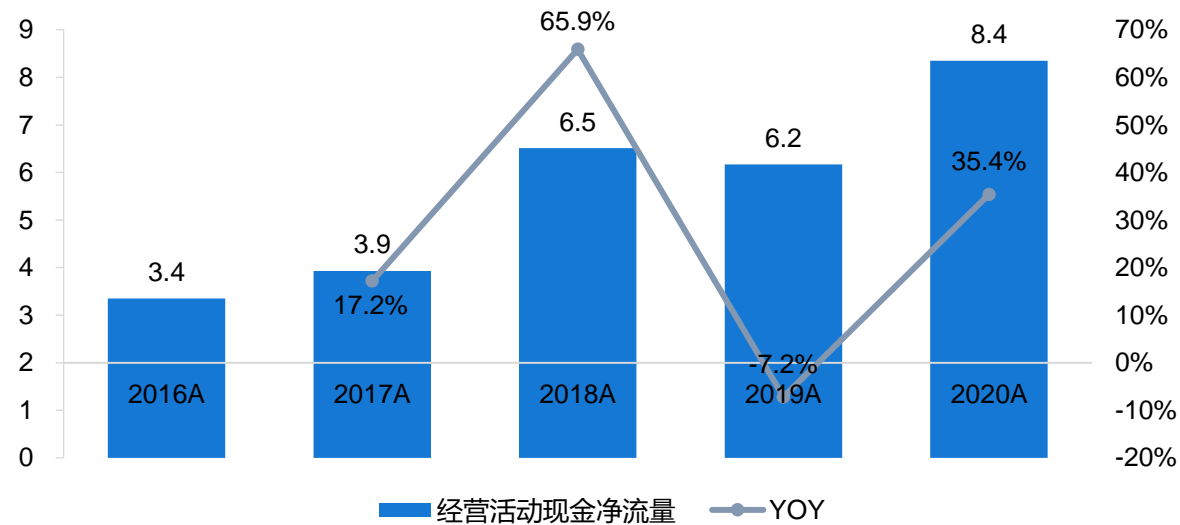
图表39：雷霆股份销售、管理、研发费用率



图表38：雷霆股份毛利率及净利率



图表40：雷霆股份经营性净现金流（亿元）



雷霆股份：管理团队及核心技术人员在游戏发行领域积淀深厚

- 雷霆股份实际控制人为卢竑岩，吉比特董事翟健为雷霆股份董事长及总经理、陈拓琳同时担任吉比特及雷霆股份董事。

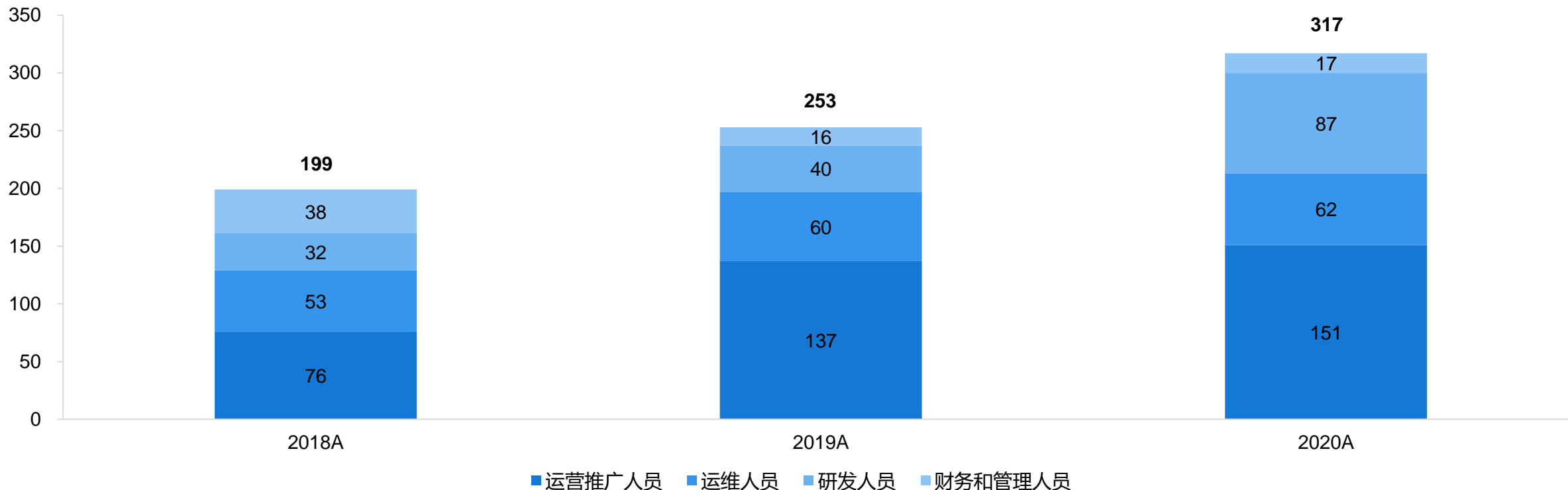
图表41：雷霆股份管理团队及核心人员履历

姓名	年龄	职务	履历
翟健	38	雷霆股份董事长、董事、总经理	现任吉比特董事。曾任广州网易信息科技有限公司区域经理兼项目推广经理。
陈拓琳	45	雷霆股份董事	现任吉比特董事。曾任Robert Bosch Research & Technology Center, North America软件工程师，吉比特副总经理、财务总监。
卢竑岩	44	雷霆股份董事	现任吉比特董事、雷霆互动执行董事。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。
梁丽莉	38	雷霆股份董事	现任吉比特副总经理、董事会秘书。
王呈	41	雷霆股份董事	现任雷霆互动总经理。曾任吉比特项目经理，现任吉比特《问道》项目制作人、雷霆互动总经理、广州雷霆执行董事兼总经理、成都星艺董事、辣葡萄董事。2004年加入吉比特。
胡兆彬	38	雷霆股份监事会主席、监事	现任雷霆互动监事。曾任吉比特软件工程师、项目经理、监事、监事会主席，雷霆互动项目经理、程序主管，现任雷霆互动监事、制作人，雷霆股份监事会主席。2007年加入吉比特。
黄淑玲	40	雷霆股份监事、吉比特监事、审计部经理	现任吉比特监事。曾任厦门友达光电、厦门钨业、厦门百威英博内控审计。2017年加入公司。
叶奋杰	37	雷霆股份职工监事	曾任吉比特质量保证工程师、产品运营专员，雷霆互动产品专员，雷霆有限产品专员。2008年加入吉比特。
郑伟强	37	雷霆股份副总经理，吉游社产品总监	曾任吉比特测试专员、运营支撑组主管，雷霆互动运营部经理、产品主管，雷霆有限监事，雷霆有限产品主管，吉游社产品主管，深圳雷霆信息副总经理，吉游社产品总监，雷霆股份副总经理。2007年加入吉比特。
张燕如	30	雷霆股份财务总监	中国注册会计师，曾任福州华鑫印刷、乐百氏（广东）、吉比特会计。
肖宇函	26	雷霆股份董事会秘书	曾就职于TCL科技集团股份有限公司董事会办公室。

雷霆股份：以产品为中心，注重发行能力建设

- 雷霆股份各部门架构以产品为中心，2018-2020员工总数分别为199/253/317人，逐年递增，运营推广人员占比分别为38.19%/54.15%/47.63%。2020年同比新增66人，其中研发人员47人，运营推广人员14人。2019年随代理新游数量增加，年末运营推广人员同比大增61人。

图表42：雷霆股份员工结构（人）



● 雷霆平台产品策略：

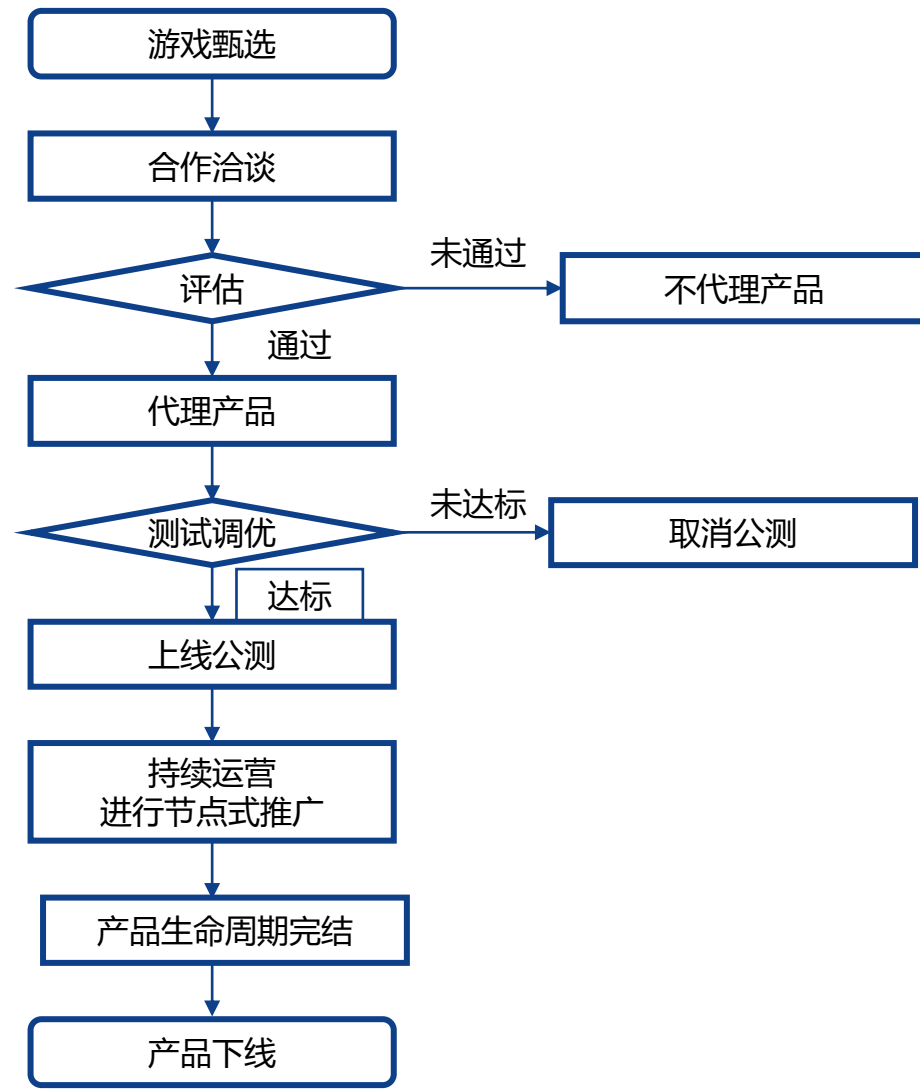
- ◆ **产品引进**：强调差异化，注重选择高DAU、高口碑及商业化能力强的游戏，打造IP向、长生命周期的产品。
- ◆ **品类选择**：多元化策略，MMORPG、放置类、Roguelike、SLG为重点品类。
- ◆ **运营思路**：综合型，以产品内容为导向，结合产品和资源情况制定利润率较高的综合方案。
- ◆ **推广策略**：配合产品版本更新节奏，针对新增内容，结合一系列市场营销策略完成推广。
- ◆ **买量原则**：注重素材版权，保障素材原创性。

● 雷霆平台推广方式：

- ◆ **平台榜单推荐**：如AppStore、TapTap推荐，主要靠玩法创意及一定ASO（APP Store搜索优化）或ASM（搜索广告竞价投放），推广费用较低。
- ◆ **口碑营销**：通过第三方游戏平台、KOL试玩推荐、微信公众号、玩家QQ群和官方平台等途径建立良好口碑，推广费用较低。
- ◆ **产品联动**：Roguelike等核心品类常与目标用户重合度高的产品联动，如公司运营的其他游戏、外部游戏、动漫电影或网剧等，推广费用一般较低。
- ◆ **买量推广**：新游上线或重要版本更新期间，通过抖音、腾讯广告等平台进行买量推广，为独立游戏推广费用的主要部分。



图表43：雷霆游戏平台产品甄选及运营流程



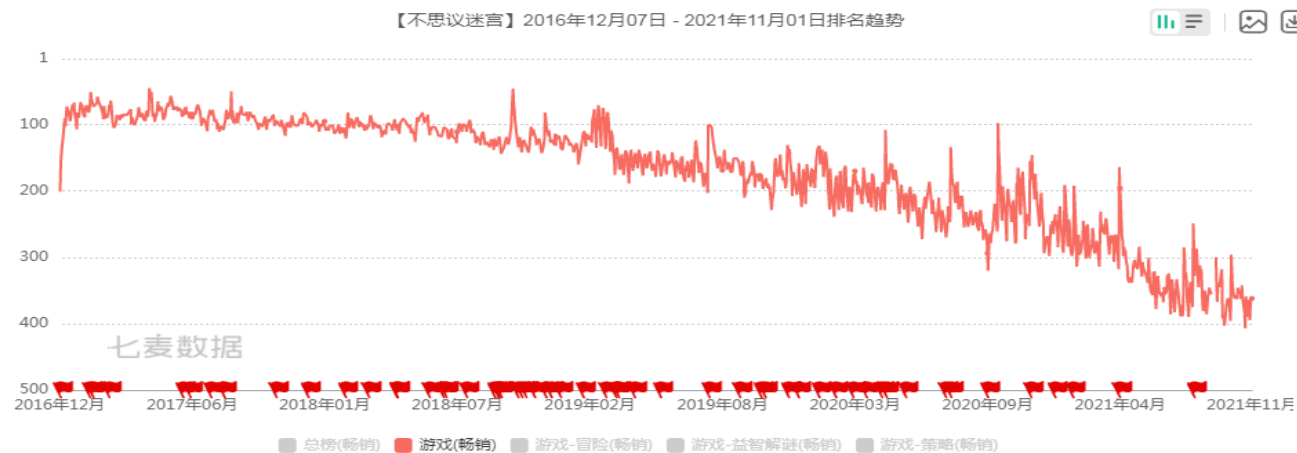
《不思议迷宫》：早期Roguelike品类佳作

- 《不思议迷宫》为青瓷研发、雷霆发行的迷宫探险题材Roguelike手游，于2016年12月8日公测，上线6天内登顶付费榜，因其游戏性与创新性广受好评，在苹果应用商店获得超过18万条五星好评，并获得TGA 2017 Best Chinese Game提名、金翎奖2017年度“最佳移动游戏奖”等荣誉。
- 《不思议迷宫》2017-2019年月均流水1416/1471/1028万元，截至2020年12月31日，累计注册用户数量超过1800万。
- 画风&世界观：卡通画风+幻想世界观，趣味较强，内容丰富，玩家接受度高。
- 玩法：
 - ◆ 玩家通过翻开地砖，遭遇各种随机事件及怪物的形式探索随机迷宫，在每一层6*6的地图中，某个怪物身上会有通往下一层的钥匙，玩家需通过击败怪物获取钥匙，从而前往下一层，以此循环，最终到达顶层。
 - ◆ 游戏中加入隐藏的趣味彩蛋，还设计了成就DP系统（事件解决点数，玩家达成迷宫当中相应的事件并换取评分，用于解锁关卡、增加玩法收益或兑换道具等），以此延长游戏生命周期。
 - ◆ 玩家每次进入迷宫前需重新选择角色技能，探索过程中可获得探索点，通关迷宫后根据探索点获取结算奖励，用于迷宫外角色养成。游戏具备大量的技能装备及丰富的关卡机制，部分资源放置产出，优化玩家时间分配。
- 付费点：包含迷宫内外养成资源、新地图、月卡、碎片抽取及钻石礼包付费，同时玩家消耗系统投放的基础货币可积累消费积分，达到以时间换取成长收益的目的。

图表44：《不思议迷宫》游戏地图及迷宫场景



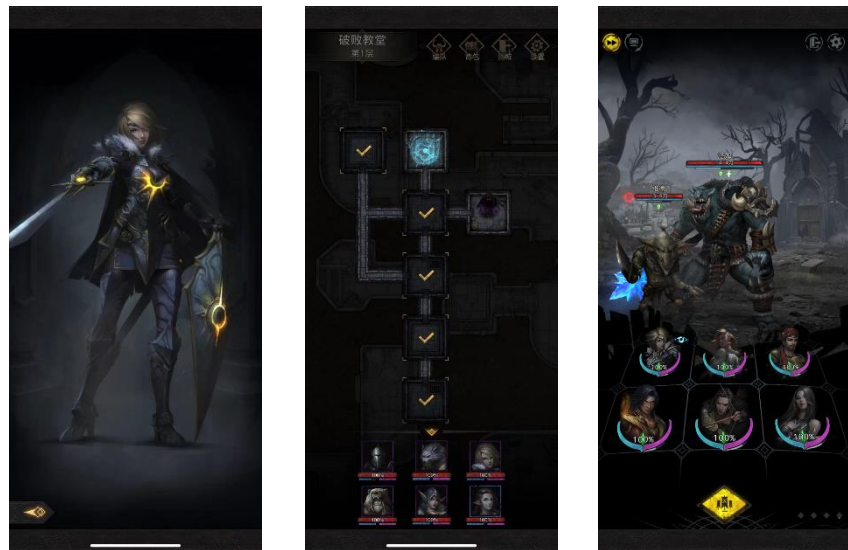
图表45：《不思议迷宫》游戏畅销榜排名



《地下城堡3：魂之诗》：融合玩法Roguelike品类新晋标杆之作

- 《地下城堡3：魂之诗》为淘金互动研发、雷霆发行的暗黑文字地牢冒险卡牌RPG手游，为《地下城堡》系列作的第3部作品，于2021年10月20日公测，**首日注册玩家数超30万，位居iOS免费榜第2名，畅销榜第8名、次日升至第6名**。游戏目前未上线传统安卓渠道，安卓用户可在官网或TapTap、B站等第三方平台下载。
- 据Sensor Tower数据，截至2021年11月8日（上线20天），《地下城堡3：魂之诗》App Store累计净流水已超970万美元，按iOS渠道占比50%、App Store分成比例30%以及1:6.5的美元兑人民币汇率计算，《地下城堡3：魂之诗》累计流水已超1.8亿人民币。
- **玩法&画风：轻度Roguelike+放置+文字冒险+卡牌+RPG的融合玩法与暗黑地牢画风的结合**。游戏中的核心玩法为玩家选派6人小队探索地下迷宫，每层迷宫中有多个相连区域，每个区域都会触发随机事件，遭遇“噬魂者”则会开启自动回合制战斗。玩家在战斗中切换前后排的站位可让后排角色释放特殊技能改变战局，同时游戏中上百位英雄被划分为先锋、异士、支援、护卫四大职业，使临场决策和队伍搭配更具策略性。
- 与《地下城堡》前2款系列作品相比，**本作盈利模式由“付费下载”改为“免费下载+内购”**，游戏中上阵小队由4人变更为6人，更突出策略战斗要素，同时人物背景和游戏剧情更丰富，美术品质有较大幅度提升，玩法更轻度且更易上手。
- **付费点**：除常规的30元基础月卡、98元进阶月卡、6-648元购买高级货币“本位之玉”等付费项目外，游戏还设置有30元魂灯礼包（内含大量经验用于提升英雄等级）、18-68元英雄召唤券礼包（用于抽取英雄角色）、30-158元道具礼包（内含英雄装备、召唤券等前期大量消耗的道具）等付费点。地下迷宫逐渐提升的通关难度将鼓励玩家提升英雄数量、品质、等级与装备，而氪金礼包中设置了丰富的道具资源，因此预计本作的商业化表现对比前作将有较大提升。

图表46：《地下城堡3：魂之诗》人物立绘及迷宫场景



图表47：《地下城堡3：魂之诗》上线以来畅销榜排名



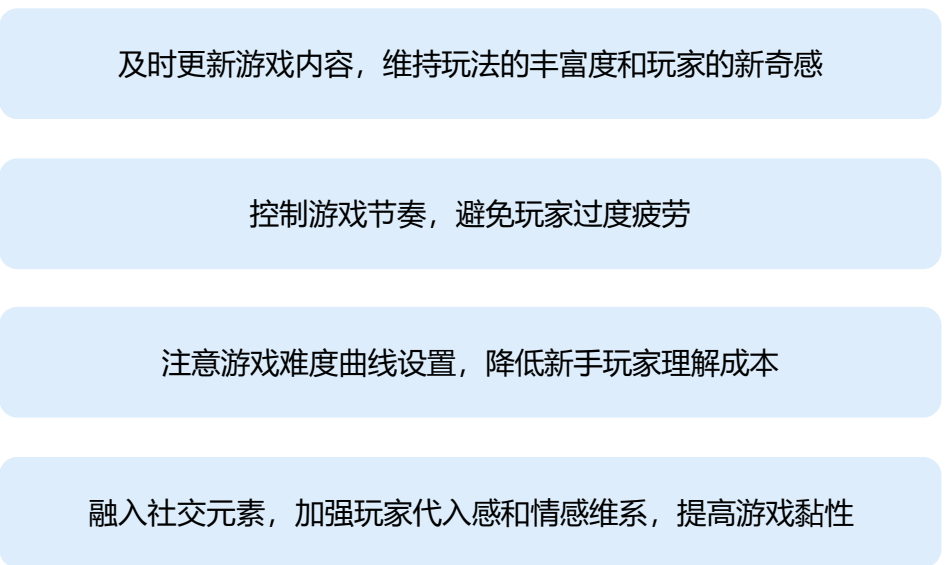
Roguelike类游戏：兼具趣味性与挑战性，产品推动玩法破圈

- Roguelike为广义RPG类游戏细分子品类，核心玩法独特，具有**地图随机生成**、**角色死亡永久性**、**战斗回合制**的特性，具备一定上手门槛，近年来用户群体逐步从独立游戏玩家扩展至大众玩家：
 - ◆ “永久死亡”意味着玩家在游戏中死亡后，所获取的装备、经验、道具都将消失，无法累积，增加了游戏的挑战性；
 - ◆ “随机生成地图”意味着玩家每次进入游戏都将面对随机生成的迷宫，为游戏体验带来了极大的新鲜感，提升了游戏的趣味性；
 - ◆ 回合制战斗继承传统RPG模式，为玩家规划下一步行动提供了充足的时间。
- 游戏趣味性及探索性较强，有助于保持用户粘性，大部分产品为口碑导向型，长周期来看用户数量相对稳定。以Steam平台上Roguelike类中玩家上线峰值较高、且较有代表性的游戏《Risk of Rain2（雨中冒险2）》为例，游戏上线多年以来，每日在线用户数量依然维持在6000以上，暑假高峰期可达5-7万。

图表48：Roguelike类游戏发展历程



图表49：Roguelike游戏玩家留存关键

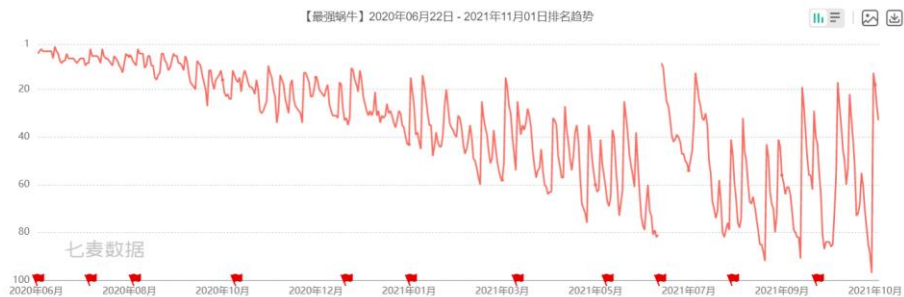


《最强蜗牛》：画风独特的年度黑马，放置类游戏破圈之作

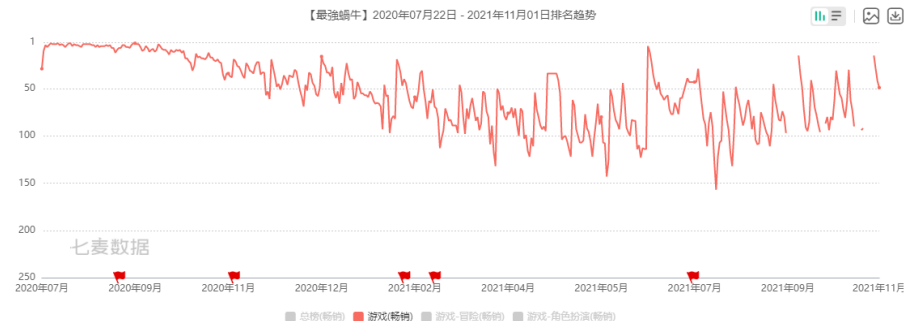
- 《最强蜗牛》由青瓷游戏自研并在国内发行（吉比特参与国内买量），2020年6月23日上线国内市场（iOS+官网+垂直渠道），上线后连续10天蝉联iOS游戏免费榜榜首。据七麦统计，上线10天内iOS流水超1.04亿；上线3个月，在iOS+官网+Bilibili三个平台总注册用户数超1500万。2020年10月22日全平台公测。
- 2020年7月22日，《最强蜗牛》港澳台版由雷霆游戏代理上线，登顶免费榜并进入中国港台地区畅销榜前五。
- 《最强蜗牛》为轻度休闲放置类游戏，画风暗黑荒诞，剧情融入多种“梗”元素，世界观塑造生动出彩，表达诙谐易引发共鸣，放置类玩法满足玩家碎片化时间需求，抽卡获取属性道具为玩家提供付费动力。
- 在地图中放置挂机积累资源→消耗资源探索地图，通过战斗获取道具并提升战力→解锁新地图，继续挂机获取更珍贵的资源，以此循环。蜗牛属性的提升需通过多维系统来完成，为玩家构建长线养成目标，延长游戏生命周期。玩法系统丰富，供玩家验证自身角色实力并提供持续养成动力，增强用户粘性。家园系统中加入各种补充玩法，如邮件系统、休闲小游戏、劳务派遣等，确保除放置挂机外仍有其他途径填充玩家时间，保障游戏的长线运营。

图表50：《最强蜗牛》国服及台服畅销榜排名表现

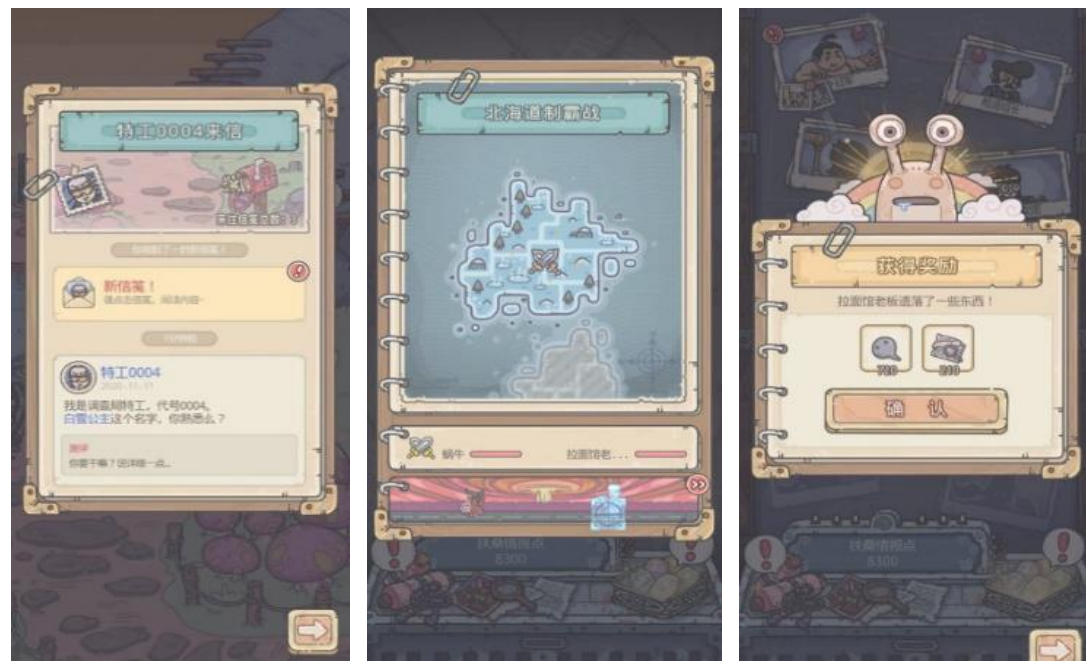
国服



台服



图表51：《最强蜗牛》游戏画面



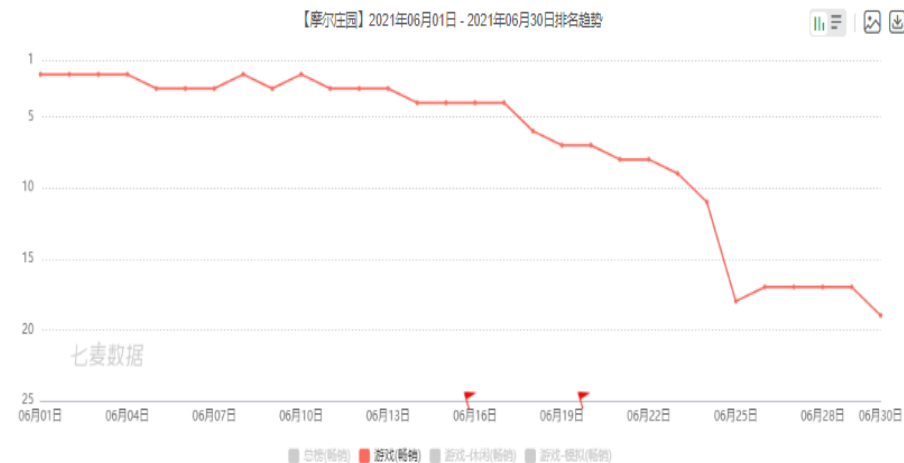
《摩尔庄园》手游：情怀IP+强社交属性，雷霆游戏扩展泛用户的破圈之作

- 淘米网络研发、雷霆代理的3D社区养成游戏《摩尔庄园》为同名页游的延续之作。2021年6月1日全平台公测，上线前官网预约数突破1000万，预下载首日iOS下载量突破200万，开服12小时新增用户数量超700万，同时在线用户数量超100万，上线后连续一周位列iOS畅销榜前3，上线首月稳居前20。截至2021年6月30日，游戏用户量已突破3000万。
- 情怀向IP吸引原页游玩家，强社交属性与休闲玩法助力手游产品扩展至泛用户群体。《摩尔庄园》页游于2008年4月上线，注册用户达1.5亿，目标群体为6-14岁儿童（95后-00后），玩法休闲轻度，主打强社交属性。13年后，页游核心受众均已成年，付费能力提升，有望成为手游的核心玩家。《摩尔庄园》手游由页游团队打造，付费模式结合类月卡/季卡/年卡收费会员模式（超级拉姆）及外观、家具付费，玩家可充值购买金豆用于兑换外观和家具，或购买扭蛋币抽取特殊外观。
- 《摩尔庄园》页游成功要素复盘：①把握市场机遇，填补儿童类游戏空白。在海外，迪士尼针对儿童市场推出的页游《企鹅俱乐部》获显著成功，但国内尚未出现真正现象级儿童向网游。②充分把握目标用户特点和需求。为游戏设计了生动童趣的角色形象及丰富的世界观剧情，并从儿童用户监护者角度考虑，加入防沉迷系统。③具备成熟的IP运营理念。在游戏及动画影视外还推出实体玩具、图书、人偶舞台剧、线下主题公园等产品服务，深耕IP价值。④持续新内容产出。每周五固定推出剧情更新，确保产出速度与玩家内容消耗速度相匹配，利用新内容为玩家创造新的探索目标，维系长线留存。
- 截至2021年6月30日，根据七麦数据，《摩尔庄园》手游iOS下载量860.3万次，收入预计超2885万美元；安卓端TapTap下载量为413.4万，Bilibili为123.0万，4399为118.6万，好游快爆为46.0万，华为应用商店为950.0万，小米应用商店为645.0万，不考虑官网，以上联运渠道合计下载量超3000万。

图表52：《摩尔庄园》官网及游戏画面



图表53：《摩尔庄园》上线首月畅销榜排名



《摩尔庄园》手游：“不买量”策略低成本获客，高频版本迭代提高粘性

- 《摩尔庄园》手游选择微博、微信、Bilibili和抖音为主要社交阵地，通过UGC内容形成社交裂变。上线前，摩尔庄园通过在微博上发起“摩尔庄园回来了”、“摩尔庄园十二周年”等回忆向话题，维持用户关注度，同时在社交平台推出“寻找红鼻子”活动，增加游戏曝光度；上线后，摩尔庄园推出B站UP主激励计划、抖音达人创造营、摩尔微博大咖等UGC征集计划，形成玩家自传播效应。
- 通过联动活动助力《摩尔庄园》手游成功出圈，贯彻“不买量”策略。6月5日，摩尔庄园 × 草莓音乐节活动上线，邀请新裤子乐队在游戏中举办演唱会；6月28日，摩尔庄园 × KFC宅急送活动上线，在游戏中推出主题任务、服饰和家具；9月17日，摩尔庄园 × 新华网推出“中国农民丰收节”特别策划；10月28日，摩尔庄园 × 三只松鼠联动，让游戏中的“红鼻子摩尔”出现在三只松鼠的零食袋上。联动活动将助力《摩尔庄园》手游辐射各圈层用户，低成本拓展玩家群体。
- 《摩尔庄园》手游自6月1日上线后保持每周一次的高频版本更新，紧跟时事热点，创造社交媒体互动话题。以6月下旬至七月初为例，6月18日，为庆祝“神十二”飞天，《摩尔庄园》手游更新土地节活动，玩家可通过种植“太空变异种子”兑换太空主题服饰和家具；6月25日，全新SMC记者职业上线，鼓励玩家使用拍照和分享功能；7月2日，“夏日季”内容上线，更新夏季风格冲浪玩法、音乐会活动、服饰和家具。8月13日，全新SMC勇士职业与“七夕节”活动同时上线，推出七夕时装和全新传说鱼种“粉海豚”。

图表54：《摩尔庄园》推广策略（微博、Bilibili、抖音）

图表55：《摩尔庄园》联动活动与版本更新内容



模拟经营类游戏：代入感与趣味性较强，与社交元素结合扩大用户群体

- 据AdTiming，2019-2020年头部市场中模拟经营手游营收和日活用户均大幅增长，其中2020年中国地区模拟经营手游营收同比增长10%，日活用户同比增长11%，用户付费能力有待继续深入挖掘。
- 玩家通常在游戏中担任管理者，对游戏中的虚拟世界，如店铺、医院、企业、村庄、城市甚至国家或世界进行管理，玩法包含产品生产、人员调遣、资源分配等，具有较强的代入感和趣味性。
- 2020年3月，任天堂推出模拟经营类主机游戏《集合啦！动物森友会》（简称《动森》），游戏本身的优秀设计叠加疫情居家的催化作用，使游戏迅速风靡全球。**截至2021年3月，《动森》全球累计销量3263万份，以售价60美元计算，全球累计销售额约19.58亿美元。《动森》的成功验证了高自由度玩法+社交+模拟经营游戏的市场潜力。**
- 此前，国内游戏市场一直缺少一款品质优良、大DAU的模拟经营游戏。国外的《模拟人生》及《动森》系列拥有稳定商业化能力及出色口碑，但受PC及Switch硬件设备限制，无法在移动端运行，限制受众扩展。模拟经营类手游有望改变这一限制，通过低门槛及随时随地、碎片化时间的利用，扩大用户群体，从PC及主机模拟游戏的核心用户，以95后、00后为代表的《摩尔庄园》、《赛尔号》、《奥比岛》、《奥拉星》、《洛克王国》等社区类模拟经营游戏玩家群体，扩展到休闲类玩家泛用户。其中，百奥家庭互动旗下《奥拉星》手游于2019年9月上线，上线19天流水破亿，首月新增用户850万，2019年贡献收入1.45亿元，2020年贡献收入2.11亿元。

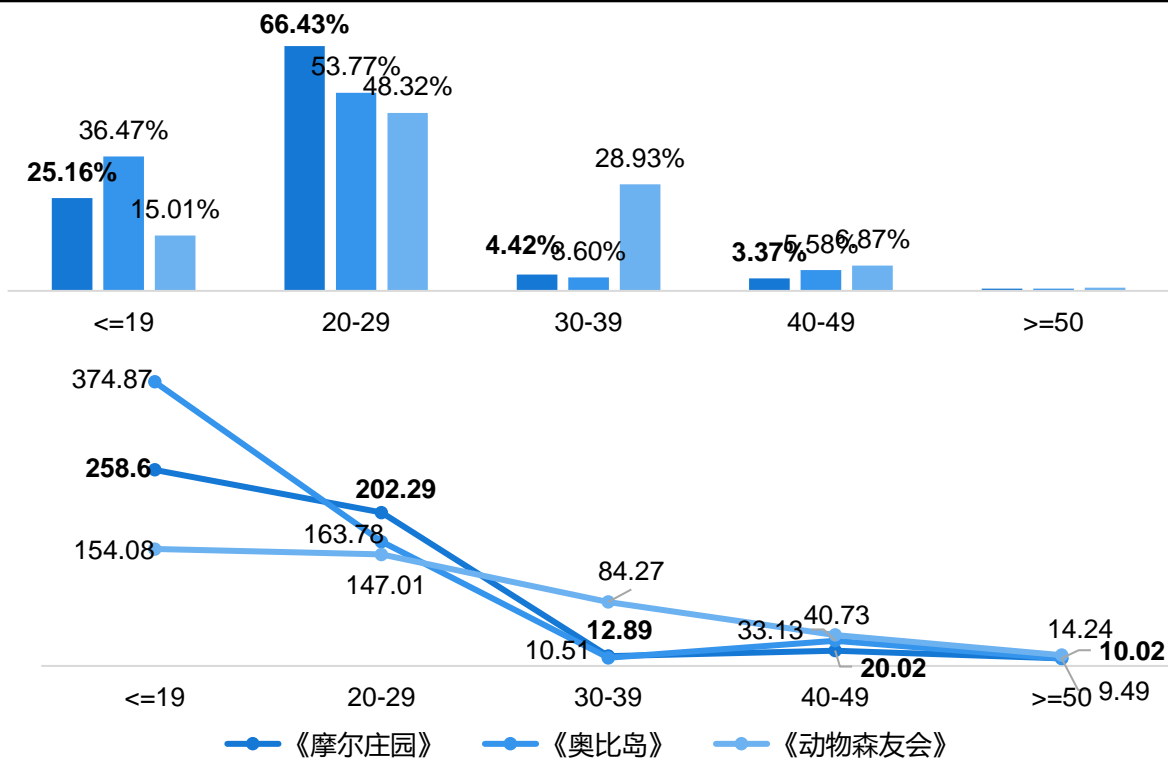
图表56：模拟经营类游戏发展历程



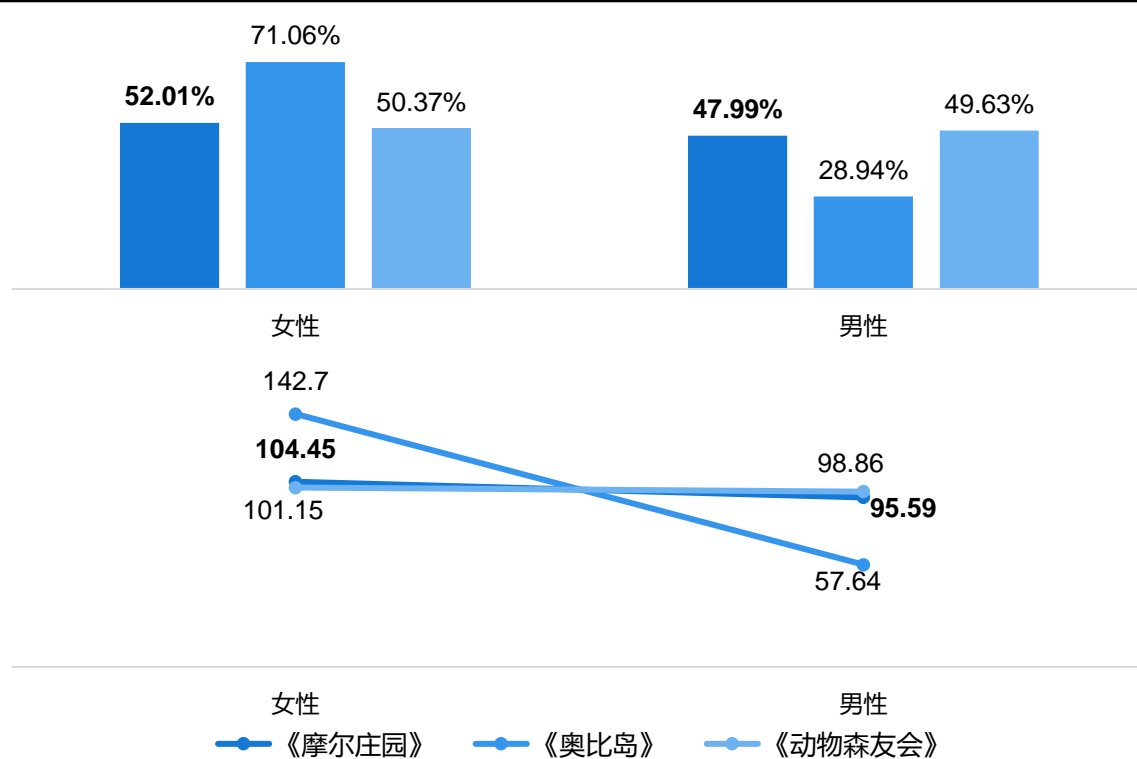
模拟经营类游戏对比：《摩尔庄园》核心受众步入支付能力较强阶段，且性别结构均衡

- 百奥家庭互动模拟经营游戏《奥比岛》于2008年9月上线，任天堂《集合啦！动物森友会》于2020年3月上线，二者主要玩法均为休闲养成与社交分享，与《摩尔庄园》手游为同类产品。
- 据百度指数，《摩尔庄园》29岁以下人群占比超91%，其中20-29岁人群搜索占比最高；《奥比岛》受众年龄低于《摩尔庄园》，《动森》受众年龄最高。《摩尔庄园》手游20-29岁玩家群体占比最高，该年龄段的玩家群体已具备一定的经济实力，付费能力较19岁以下群体更强。
- 《摩尔庄园》和《动森》均体现出更为均衡的性别结构，女性群体的搜索占比和TGI仅略高于男性，而《奥比岛》女性群体搜索占比和TGI均明显高于男性。

图表57：三款模拟经营游戏不同年龄群体搜索占比和TGI对比



图表58：三款模拟经营游戏不同性别群体搜索占比和TGI对比



三、公司概况

图表59：公司发展历程梳理

公司
历
程

- 2004年，厦门市吉比特网络技术有限公司成立
- **2007年，获IDG投资23万美元，持股19.05%**
- 2009年，获IDG增资0.1亿元，持股比例增至23.43%
- 2010年，吉比特整体改制设立
- 2011年，IDG出售股权，作价约3亿元
- 2012年，获《互联网出版许可证》，依法特许经营网络游戏及手机游戏出版业务
- **2013年，成立发行平台雷霆游戏**
- 2016年，参股公司**淘金互动**挂牌新三板
- 2017年，公司在上海证券交易所挂牌上市
- 2019年，参股公司**勇仕网络**挂牌新三板
- 2019年，控股子公司**雷霆股份**挂牌新三板
- 2021年，参股公司**青瓷游戏**在港交所递交招股书

2004-2012

稳扎稳打、《问道》端游为核心

2013-2016

成立雷霆建设发行能力，《问道》成功端转手

2017-2021H1

成功上市，产品爆发，实现品类突破

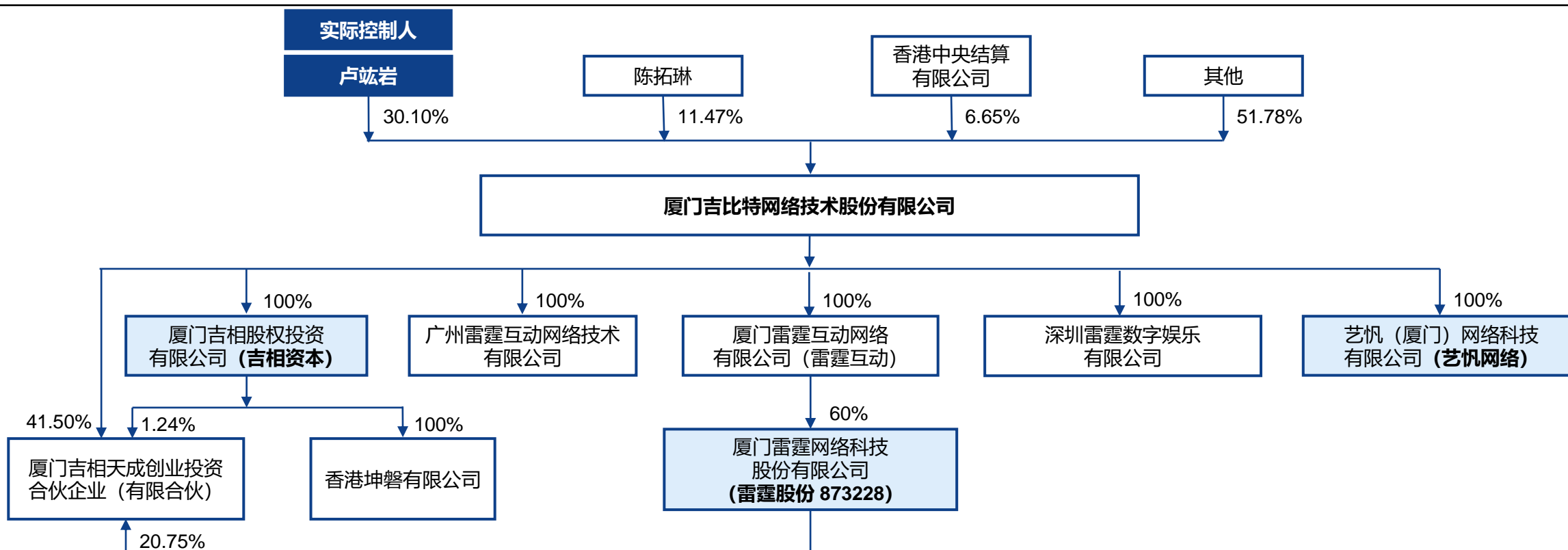
产
品
历
程

- **2006年，推出自研2D回合制网络游戏《问道》，光宇游戏运营，是国内少数PCU近100万的网游之一**
- 2007年，《问道》登陆中国台湾，更名为《逍遥Online》，最高在线人数达1.5万；同年，《问道》登陆海外华人市场
- **端游产品：**推出自研3D即时制RPG端游《斗仙》（2013）、《斗仙2》（2016）
- **手游产品：**发布手游《**地下城堡1**》（2014）、《**问道**》（2016）、《**地下城堡2**》（2016）、《**不思议迷宫**》（2016）等
- 2018年，自研MOBA手游《奇葩战斗家》、代理手游《贪婪洞窟2》《长生劫》、端游《魔法洞穴2》上线
- 2019年，自研手游《异化之地》《探灵之夜嫁》、代理手游《螺旋英雄谭》《跨越星弧》《末日希望》《伊洛纳》《人偶馆绮幻夜》《失落城堡》《下一把剑》、代理端游《超载地牢》上线
- 2020年，参股公司青瓷数码自研自发放置手游《**最强蜗牛**》上线48小时内进入iOS畅销榜Top3
- 2021年，自研手游《**一念逍遥**》2月1日上线，保持在iOS游戏畅销榜排名前20；代理手游《**摩尔庄园**》6月1日上线、《**地下城堡3：魂之诗**》10月20日上线；代理端游《**鬼谷八荒**》1月27日上线

股权架构：核心人员持股，股权结构稳定合理

- 公司创始人及实际控制人为卢竑岩，持股30.1%；副董事长陈拓琳持股11.47%（截至2021Q3）。
- 雷霆互动是公司全资子公司，成立于2011年，主要从事网络游戏的研究与制作。雷霆互动持有雷霆股份（873228）60%股份，雷霆股份成立于2014年，是一家专业化网络游戏运营公司。
- 艺帆网络是吉比特全资子公司，成立于2015年，主要从事咨询顾问业务（为行业其他企业提供互联网行业准入、行业相关资质申请、行业优惠政策与项目申报咨询服务等）和业务办理服务（增值电信业务与信息服务咨询服务、网络游戏出版运营咨询与备案服务等）。

图表60：吉比特股权架构



注1：2014年1月卢竑岩、陈拓琳签署《一致行动人协议》，2020年1月该协议到期失效。注2：上市公司股东持股比例更新至2021Q3末，上市公司出资结构更新至2021H1。

管理团队：团队具备深厚行业及专业背景，团队稳定

- 公司董事长卢竑岩毕业于天津大学计算机系，深耕游戏行业多年，曾担任《问道》端游、《斗仙》端游主程序，目前仍深耕业务一线。
- 副董事长陈拓琳与卢竑岩是初、高中同学，在2005年于卢竑岩的引荐下加入吉比特，在游戏研发和管理、决策方面给予其很大支持。
- 公司董事、雷霆股份董事长、总经理翟健先生2006年至2012年历任广州博冠信息科技有限公司（网易游戏）商务专员、区域经理、项目推广经理，2012年加入公司，目前持有雷霆股份40%股权。
- 公司董事、副总经理、厦门飞鼠董事、艺帆网络总经理高岩先生于2009年加入公司，截至2020年末持有公司20.4万股股份。
- 公司副总经理、财务总监林佳金先生于2013年加入公司，截至2020年末持有公司3.1万股股份。
- 公司副总经理、董秘梁丽莉女士于2013年加入公司，截至2020年末持有1.1万股股份。

图表61：公司高管团队履历

姓名	年龄	职务	履历
卢竑岩	44	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	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年与苏华舟合资创立吉比特有限*，主持并完成了《问道》《斗仙》等核心产品研发。
陈拓琳	45	董事，副董事长，雷霆股份董事，千时科技董事	曾任Robert Bosch Research & Technology Center, North America软件工程师，吉比特副总经理、财务总监。2005年加入公司，为核心技术人员、管理人员及主要股东。
翟健	38	董事，雷霆股份董事长、总经理，深圳雷霆信息/吉游社/浙江博约执行董事、总经理，海南博约总经理，香港雷霆游戏/香港雷霆信息董事	曾任广州网易信息科技区域经理兼项目推广经理，为网易地推、渠道体系的主要创建人；负责网易多款重点端游（如《梦幻西游》《倩女幽魂》）的网吧、高校、渠道模块。2012年加入公司，曾任雷霆互动运营总监。
高岩	40	董事、副总经理，厦门飞鼠董事，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	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。
林佳金	41	副总经理、财务总监	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。
梁丽莉	38	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。

注：2012年，吉比特与苏华舟签署《股份回购协议》，约定分三次回购苏华舟所持有的全部股份0.22亿股（占总股份28.84%），回购价12.53元/股，回购总金额2.7亿元。

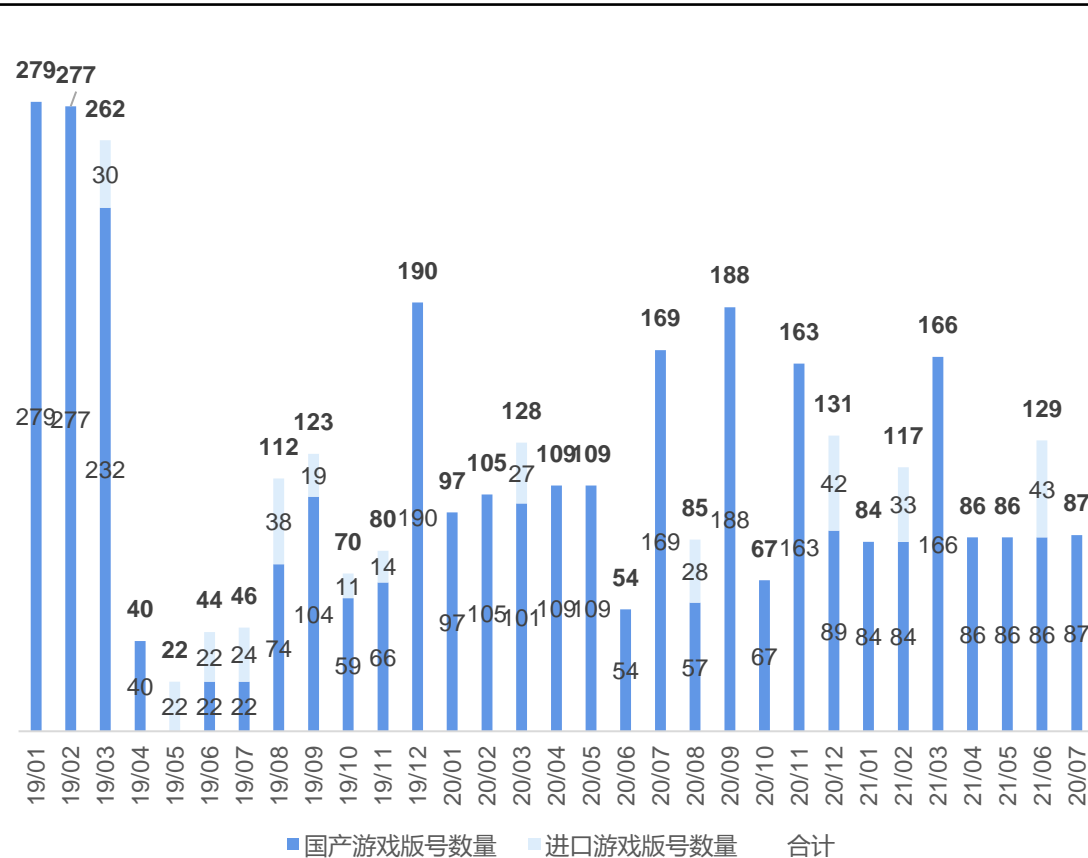
监管政策：公司版号获取数量领先，储备丰富，协助其他公司获取版号

- 2019年共发放1545款版号，其中国产游戏1365款，进口游戏180款。2020年共发放1405款版号（其中6款产品跨平台共享同一个版号），同比下滑9.06%，其中国产游戏1308款，同比下降4.18%，进口游戏97款，同比下降46.11%；撤销/变更19款/12款版号。2021前11个月共发放版号755款，其中国产游戏679款，进口游戏76款。**监管促进游戏行业迎来优胜劣汰的拐点，进一步倒逼游戏市场有序化和精品化。**
- 2019年/2020年/2021年1-7月，公司分别获取版号29/20/10款，平均每月获取版号2.4/1.7/1.4款。
- 公司协助参投公司（例如淘金互动、青瓷数码等）及其他中小企业办理取版号。

图表62：2019-2021公司获取版号统计（出版单位：雷霆互动）

年度	序号	游戏名称	运营	年度	序号	游戏名称	运营
2021	1	奇迹摩托	云域网络	2019	1	双境之城	雷霆信息
	2	刃心2	青瓷文化		2	莉比小公主之梦幻学院	雷兽互动
	3	军团	雷霆信息		3	猫旅馆物语	晓创生活
	4	召唤师纷争	畅想家网络		4	长安十二时辰	趣丸网络
	5	蜡烛人	交典创艺		5	莉比小公主的疯狂派对夜	雷兽互动
	6	法洛伊：幻境	英普洛信息		6	花灵	雷霆信息
	7	奇缘之旅	雷霆信息		7	最强蜗牛	青瓷数码
	8	世界弹射物语	雷霆信息		8	砰砰小怪兽	雷霆信息
	9	超载地牢	雷霆信息		9	糖糖圣诞节	雷兽互动
	10	勇敢的哈克	雷霆信息		10	莉比小公主之我心爱的小马	雷兽互动
2020	1	魔法洞穴2	雷霆信息		11	莉比小公主寻梦音乐会	雷兽互动
	2	冰原守护者	雷霆信息		12	莉比小公主的茶话会	力比科技
	3	怪兽不低头	淘金互动		13	永不言弃：黑洞！	雷霆信息
	4	地下城堡3：魂之诗	淘金互动		14	糖糖小镇	雷兽互动
	5	命运圣契	极致互动		15	公主宠物城堡皇家小狗	雷兽互动
	6	了不起的飞剑	雷霆信息		16	照顾熊猫宝宝璐璐	雷兽互动
	7	狂漂	淘金互动		17	公主小马冲冲冲	雷兽互动
	8	一念逍遥	雷霆信息		18	跳跃战士之超越极限	雷兽互动
	9	白之物语	雷霆信息		19	下一把剑	雷霆信息
	10	异世江湖	淘金互动		20	多线程	雷霆网络
	11	怪物工程师	雷霆信息		21	糖糖蛋糕店	雷兽互动
	12	守护神域	畅酷网络		22	美食兄妹—海岛餐厅	雷兽互动
	13	剑开仙门	雷霆信息		23	异化之地	雷霆网络
	14	炙热行动	云域网络		24	子弹军团	青瓷数码
	15	恶魔秘境	雷霆信息		25	糖糖机场	雷兽互动
	16	月兔历险记	火星互动娱乐		26	勇者学院	云顶网络
	17	深空之眼	勇仕网络		27	枫叶纪元	云顶网络
	18	冒险与深渊	雷霆信息		28	黑暗城堡	云域网络
	19	不朽之旅	雷霆信息		29	光之守望	普游天下
	20	石油大亨	雷霆信息				

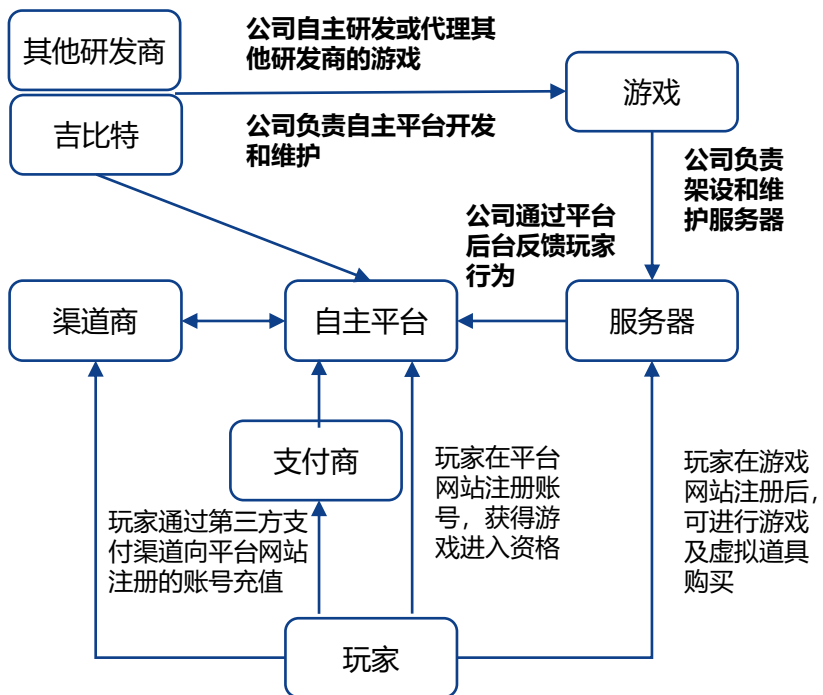
图表63：2019-2021H1各月游戏版号发放节奏示意（个）



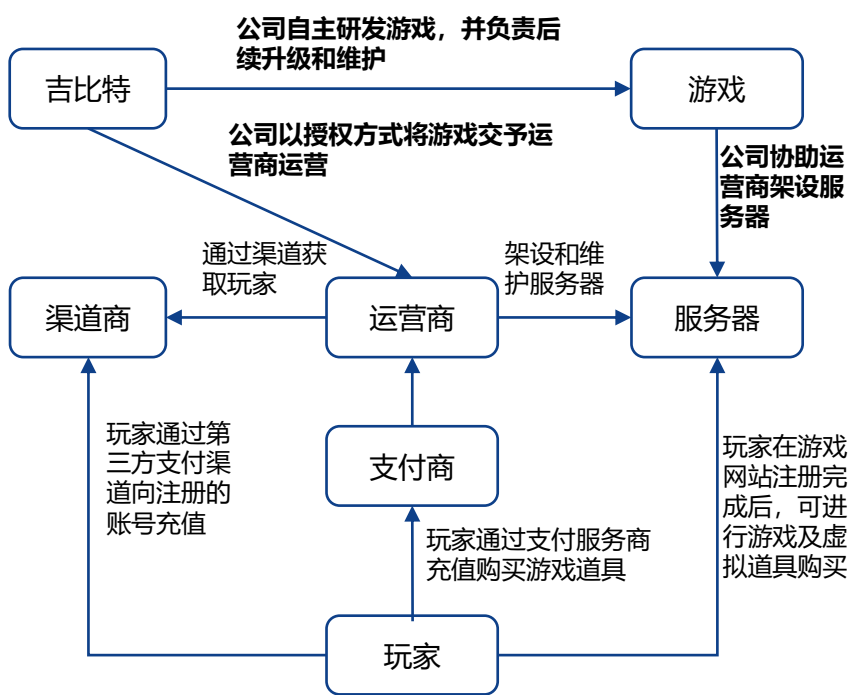
运营模式：自主运营+授权运营+联合运营，自主运营能力持续提升

- **公司运营模式主要有自主运营、授权运营及联合运营三种模式。**公司手游产品采取自主运营及联合运营模式；除《问道》端游授权光宇游戏运营，其他端游主要采取联合运营模式。
 - ◆ **自主运营：在公司自有游戏平台发布，由公司负责发行及推广的运营模式，产品来源包括自研及代理。**雷霆游戏为吉比特旗下发行平台，代理及运营游戏涵盖《问道手游》（自研）、《不思议迷宫》、《地下城：炼金术师的魔幻之旅》、《贪婪洞窟》、《最强蜗牛（港澳台版）》、《一念逍遥》（自研）、《摩尔庄园》等。随雷霆游戏发行平台代理产品数量增加、产品影响力提升、自主流量获取能力提升，公司自主运营收入占比持续增长。
 - ◆ **授权运营：将自研游戏授权给外部运营商，由其进行发行及推广的运营模式，公司一般只负责技术支持及后续内容研发，**毛利率相对较高，但收入偏低。
 - ◆ **联合运营：将自研或获得授权的游戏产品，与第三方应用平台共同协作、共同开展游戏的发行及推广的模式，**主要包括AppStore及各类安卓渠道。

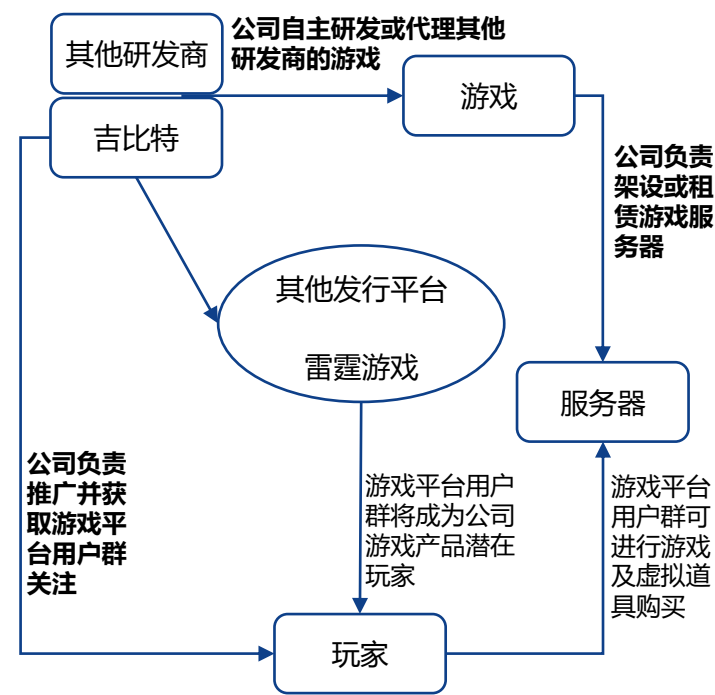
图表64：自主运营业务流程



图表65：授权运营业务流程



图表66：联合运营业务流程



运营模式：各类运营模式下游戏收入确认准则

- **自主运营收入**：公司通过自有游戏平台收取的游戏收入，按照道具的性质分别确认收入（参见下表）。
- **授权运营收入**：公司与运营商合作取得的收入，包括网络游戏授权金收入和营业分成收入：
 - ◆ **授权金收入**：将从运营商处收取的授权金收入予以递延，按游戏可使用经济年限或“营运协议”约定的许可期间（以较短者为准）分期确认收入。
 - ◆ **分成收入**：将按协议从运营商处取得的充值额分成予以递延，在充值额用于购买道具时，区分道具的性质分别确认收入的实现（参见下表）。
- **联合运营收入**：与联合运营商联合推广运营取得的收入，按照道具的性质分别确认收入（参见下表）。

图表67：各类型游戏及道具收入确认方式

游戏类别		收入确认方式	备注
单机游戏		玩家付费时直接确认收入	
	消耗性道具	按道具使用进度确认收入 (如难以精确记录道具使用进度，则按道具平均消耗周期分期确认)	自2020年1月1日，将消耗性道具余额及游戏玩家尚未使用的充值额从其他流动负债重分类至 合同负债
网络游戏	永久性道具	按付费玩家的预计寿命分期确认收入	自2020年1月1日，将游戏玩家尚未使用的永久性道具余额从递延收益重分类至 其他非流动负债
	难以区分道具类型	统一按付费玩家的预计寿命分期确认收入	

产品理念：差异化、趣味性、高品质，为玩家创造美好的游戏体验

- **自研方面：**公司采用“自下而上”的研发机制，以制作人“兴趣为导向”，融合差异化与商业化。将精品、原创的理念注入游戏精神内核，坚持以玩家为本的设计理念。产品立项条件为差异化明显，可玩性高，且团队稳健可靠，制作人对产品的信念和投入意愿强烈，团队管理能力突出。
 - ◆ 自研自发《问道手游》已上线超过五年，仍稳居畅销榜TOP30，2018/2019年流水20.8/24.87亿元，2019年月均活跃用户约190万人，月均ARPPU 494.39元。
- **代理方面：**公司选择调性及研发团队理念与公司相近的产品，并与外部研发商分享玩家资源、共同改进优化产品。
 - ◆ 代理《不思议迷宫》《贪婪洞窟2》《地下城堡2》等Roguelike产品获玩家高度评价，具备细分品类发行优势。其中，《不思议迷宫》2018/2019年度流水1.77/1.23亿元，2019年营销推广费仅655.72万元，月均活跃用户45.05万人，ARPPU 177.03元，产品生命周期、盈利能力及用户好评度均位居同类前列。

图表68：吉比特部分重点产品历史数据表现

游戏名称	运营模式	上线日期	游戏类型	2019年								2018年
				年度流水 (亿元)	月均付费用户 (万人)	月均活跃用户 (万人)	活跃用户 付费率	月均ARPPU (元)	月均ARPU (元)	营销推广费 (万元)	营销推广费占 营收比例	年度流水 (亿元)
问道手游	自主运营/联合运营	2016.04	2D回合制 MMORPG	24.87	41.92	190.91	21.96%	494.39	108.56	9,574.13	4.41%	20.80
问道	授权运营	2006.06	2D回合制 MMORPG	7.28	10.78	115.34	9.35%	562.77	52.6	-	-	7.33
不思议迷宫	自主运营/联合运营	2016.12	Roguelike	1.23	5.79	45.05	12.85%	177.03	22.75	655.72	0.30%	1.77
贪婪洞窟2	自主运营/联合运营	2018.11	Roguelike	0.84	4.96	44.47	11.15%	141.13	15.74	1,374.86	0.63%	0.47
地下城堡2 (安卓版)	自主运营/联合运营	2017.06	模拟经营、地 牢探险	0.47	3.36	22.14	15.18%	116.57	17.69	81.52	0.04%	0.40

产品布局-自研：聚焦MMO、SLG、放置三大赛道，探索多品类多题材

- 自2006年推出自研端游《问道》以来，公司持续巩固研发优势；2016年成功端转手，推出回合制MMO《问道手游》，此后在MOBA、Roguelike、互动剧情等品类有所探索；2021年推出UE4引擎研发的3D动作冒险射击端游《梦神计划：序章》及修仙放置手游《一念逍遥》。
- 后续自研产品包括由网龙提供IP的MMO手游《幻灵游侠》、SLG《代号：源启》、休闲放置《超喵星计划》等。

图表69：公司部分重点产品上线节奏

2006	2007	2011	2013	2016	2017	2018	2019	2020	2021
问道（端游）	逍遥OL（端游）	问道外传（端游）	斗仙（端游）	问道(手游)	地下城堡2（手游/代理）	贪婪洞窟1+2（手游/代理）	跨越星弧（手游/代理）	最强蜗牛（港澳台版）（手游/代理）	一念逍遥（手游/自研）
				不思议迷宫（手游/代理）		长生劫（手游/代理）	异化之地（手游/自研）	五行师（手游/代理）	摩尔庄园（手游/代理）
				斗仙2（端游）		奇葩战斗家（手游/自研）	永不言弃:黑洞!（手游）	不朽之旅（手游/代理）	鬼谷八荒（端游/代理）
							伊洛纳（手游/代理）	魔渊之刃（手游/代理）	地下城堡3（手游/代理）
							螺旋英雄谭(手游/代理)	巨像骑士团（手游/代理）	石油大亨（手游/代理/待上线）

图表70：公司重点自研产品统计

游戏名称	游戏类型	研发工作室	是否已上线运营	上线日期	畅销/免费/付费榜最高排名
《问道》（端游）	MMORPG	问道工作室	是	2006/4/22	--
《逍遥OL》（端游）	MMORPG	问道工作室	是	2007/6/21	--
《问道》海外简体中文版（端游）	MMORPG	问道工作室	是	2007/9/7	--
《斗仙》（端游）	3D即时制MMORPG	问道工作室	是	2013/7	--
《梦神计划：序章》（端游）	3D动作冒险第三人称射击	TEAMRANGER	是	2021/1/15	--
《问道手游》	MMORPG	问道工作室	是	2016/4/20	2（畅销）/1（免费）
《奇葩战斗家》	MOBA	吉游社	是	2018/9	266（畅销）/76（免费）
《异化之地》	Roguelike	钢翼工作室	是	2019/5/16	122（畅销）/1（付费）
《探灵之夜嫁》	互动剧情	Phoenix Studio	是	2019/11/20	50（免费）
《一念逍遥》	放置修仙	星云工作室	是	2021/2/1	5（畅销）/1（免费）
《代号：源启》	SLG	--	否	--	--
《幻灵游侠》	MMORPG	--	否	--	--
《超喵星计划》	休闲放置	猫师傅工作室	否	--	--

产品布局-代理：代理发行能力提升，为自研商业化提供前瞻指导

- 公司代理产品横跨端游、手游及主机平台，且品类及题材丰富，涵盖Roguelike、放置、动作、模拟经营、解谜、策略等，在Roguelike品类具有发行优势。公司与多家代理游戏的CP方拥有股权投资关系，例如淘金互动、青瓷游戏、东极六感等。近期雷霆官宣代理开罗游戏
- 公司多款代理游戏玩家口碑良好，《不思议迷宫》、《五行师》、《长生劫》、《匠木》、《人偶馆绮幻夜》等产品TapTap均高于8分。亦有数款游戏在用户体量、畅销榜表现良好，《摩尔庄园》上线首日开服8小时新增用户破600万，同时在线人数破100万，最高位居iOS畅销榜第2；《地下城堡3：魂之诗》10.20上线首日注册玩家超30万，iOS免费榜第2，畅销榜第8。端游方面，由雷霆旗下主机及PC游戏发行品牌Lightning Games发行的单机开放世界沙盒修仙游戏《鬼谷八荒》上线后多次登顶Steam全球热销榜榜首，首月销量超180万份，最高同时在线人数超18万。
- 近两年，公司代理游戏产品数量明显增加，多元玩法融合创新类游戏也逐渐增多。代理业务亦为公司自研游戏的商业化提供了前瞻指导。

图表71：公司部分代理产品统计（已上线）

游戏名称	游戏类型	研发商	上线日期	iOS畅销/免费/付费榜最高排名
《魔法洞穴2》（端游/中文版）	Roguelike	Dustin	2018/11/9	
《硬核机甲》（端游）	2D机甲动作	火箭拳科技	2019/6/26	
《超载地牢》（端游/中文版）	卡牌	ポケットペア	2019/8/23	
《勇敢的哈克》（端游）	末日废土动作	可口游戏工作室	2020/9/16	
《硬核机甲》（Nintendo Switch/全球发行）	2D机甲动作	火箭拳科技	2020/10/15	
《鬼谷八荒》（端游）	沙盒修仙	鬼谷工作室	2021/1/27	1（Steam全球热销榜）
《地下城堡：炼金术师的魔幻之旅》	冒险	淘金互动	2014/9/28	53（畅销）/1（付费）
《贪婪洞窟》	Roguelike+RPG	阿哇龙科技	2016/1/31	186（畅销）/1（付费）
《地下城堡2：黑暗觉醒》	冒险	淘金互动	2016/8/18	76（畅销）/1（付费）
《不思议迷宫》	Roguelike	青瓷数码	2016/12/7	42（畅销）/1（付费）
《长生劫》	冒险	光音网视	2018/6/22	87（畅销）/1（付费）
《贪婪洞窟2》	Roguelike+RPG	阿瓦隆科技	2018/11/29	36（畅销）/1（付费）
《螺旋英雄谭》	二次元	月螺信息技术	2019/1/9	58（畅销）/6（免费）
《跨越星弧》	放置	淘金互动	2019/3/14	42（畅销）/1（付费）
《末日希望》	像素经营	千益互动	2019/6/5	1（免费）
《伊洛纳》	Roguelike	成都数字狗	2019/8/29	95（畅销）/1（免费）
《失落城堡》	Roguelike	广州汉特	2019/10/24	68（畅销）/1（免费）
《下一把剑》	消除	RiverGames	2019/11/7	256（畅销）/13（免费）
《匠木》	国风	东极六感	2020/6/9	359（畅销）/5（免费）
《最强蜗牛》（港澳台版）	放置	青瓷游戏	2020/6/23	1（畅销）/1（免费）

游戏名称	游戏类型	研发商	上线日期	iOS畅销/免费/付费榜最高排名
《冒险与挖矿》	像素放置	木七七游戏工作室	2020/7/30	23（畅销）/1（免费）
《荣誉指挥官》	即时策略对抗	五十一区工作室	2020/9/1	55（畅销）/3（免费）
《不朽之旅》	角色扮演	九鱼乐	2020/9/9	22（畅销）/2（免费）
《魔渊之刃》	Roguelike+ARPG	魔剑工作室	2020/9/16	33（畅销）/1（免费）
《巨像骑士团》	卡牌	木七七游戏工作室	2020/10/12	38（畅销）/10（免费）
《像素危城》	废土生存动作游戏	千益互动	2021/1/21	58（畅销）/3（免费）
《剑开仙门》	掌门修仙放置手游	厦门飞鼠	2021/4/8	43（畅销）/4（免费）
《魔法洞穴2》	Roguelike+RPG	Dustin Auxier	2021/5/20	11（免费）
《摩尔庄园》	休闲社区+模拟经营	淘米游戏	2021/6/1	2（畅销）/1（免费）
《复苏的魔女》	二次元像素风RPG	皮克喵工作室	2021/7/8	41（畅销）/3（免费）
《墨斗》	横版格斗	G5	2021/7/9	3（免费）
《冒险与深渊》	像素放置	木七七游戏工作室	2021/7/27	7（免费）
《了不起的飞剑》	修仙放置	太玄	2021/8/18	244（免费）
《军团》	Roguelike+策略	大象工作室	2021/8/19	5（付费）
《恶魔秘境》	Roguelike+卡牌	蓬莱飞鱼工作室	2021/8/27	222（畅销）/49（免费）
《地下城堡3：魂之诗》	Roguelike+卡牌	淘金互动	2021/10/20	6（畅销）/2（免费）
《世界弹射物语》	像素风弹珠射击RPG	Cygames	2021/10/26	20（畅销）/6（免费）
《冰原守卫者》	沙盒生存	LeekBox Studio	2021/11/2	6（免费）
《冒险村物语》	模拟经营	Kairosoft（开罗社）	2021/10/30	未上iOS
《像素牧场物语》	模拟经营	Kairosoft（开罗社）	2021/10/29	未上iOS
《夏日水上乐园物语》	模拟经营	Kairosoft（开罗社）	2021/10/28	未上iOS

● 公司待上线代理产品涵盖放置、模拟经营、RPG、沙盒等多元品类：

- ◆ 《黎明精英》：集动作、射击、养成元素的2D Roguelike 射击手游，已获版号。
- ◆ 《花落长安》：古风宫廷题材的养成RPG手游，采用2D写实画风，已获版号。
- ◆ 《石油大亨》：由荷兰游戏厂商Gamious研发的模拟经营游戏，2016年上线Steam，在国内因人气主播王老菊发布解说视频广受关注，已获版号。
- ◆ 《精灵魔塔》：一款双角爬塔Roguelike手游，原创玩法结合收集、棋盘策略、放置养成等元素，TapTap评分9.0，已获版号。
- ◆ 《纪元：变异》（PC版）：星空智盛研发的像素风赛博朋克题材动作冒险游戏，2019年入选索尼“中国之星计划”，免费试玩Demo版于12月10日登陆Steam，玩家对游戏画风、打击感及代入感给予好评。
- ◆ 公司还储备有《上古宝藏》《奇缘之旅》《光之守望》《航海日记2》等代理手游产品，均已获版号。
- ◆ 10月22日，雷霆游戏宣布代理开罗社研发的系列游戏。开罗游戏是由日本开罗社研发的一系列像素风模拟经营游戏，开罗社成立25年，已开发近70款系列游戏，包括《游戏发展国》等经典。据雷霆游戏公众号，此前下架的游戏将由雷霆游戏优化后重新上架，目前TapTap平台显示开罗社研发的游戏有近50款，包括《开罗拉面店全国篇》（9.8分）、《大航海探险物语》（8.9分）等。

图表72：公司部分代理产品统计（未上线）

游戏名称	游戏类型	研发商
《黎明精英》	Roguelike+射击	基德网络
《花落长安》	Roguelike+卡牌	爱的番茄
《石油大亨》（中文版）	模拟经营	Gamious
《精灵魔塔》	Roguelike	普雷伊特
《纪元：变异》（PC版）	像素风弹珠射击RPG	星空智盛
《上古宝藏》	Roguelike+ARPG	Indrasoft

- 公司提高海外业务战略地位，新增自研项目均聚焦全球化市场、需满足在海外发行的条件才可立项，同时将加大研发投入、给予海外项目更多激励。公司深耕放置挂机、SLG、特色独立游戏等品类，深耕重点区域，加强各区域的本地化推广能力，海外发行团队将持续负责自研项目海外测试的相关工作，包括美术风格测试、题材风格测试、内部封测等。
- 从人员来看，公司海外业务团队核心人员均来自知名海外发行公司，有较强的海外发行经验。从产品来看，公司从国内成熟上线产品着手，2017年下半年至今，先后推出《地下城堡 (Dungeon Survivor I)》、《地下城堡2 (Dungeon Survivor II)》、《长生劫 (Tomb Survivor)》、《末日希望 (Fury Survivor)》等游戏的海外版，形成“Survivor”产品线，在海外玩家心中树立了良好的口碑，其中《末日希望 (Fury Survivor)》于2019年6月上线海外及港澳台地区，在App Store获法国、德国、英国等十余个国家的新游icon推荐，同时获Google Play全球推荐，截至2021年6月30日，游戏累计注册用户数超520万。其余海外已上线游戏包括《一念逍遥》（港澳台新马）、《最强蜗牛 (The Marvelous Snail)》、《伊洛纳 (Elona)》等，据七麦数据，《一念逍遥》上线以来最高位居中国香港iOS畅销榜第9、中国台湾iOS畅销榜第10。
- 《一念逍遥》后续计划在东南亚及欧美国家发行，海外其他储备产品还包括《地下城堡3》、《冰原守卫者》、《呆萌骑士 (EZ Knight)》、《古代战争 (EZPZ Saga)》、《石油大亨》等。

图表73：海外部分已上线产品统计

游戏名称	游戏类型	上线地区	上线日期
《鬼谷八荒》（端游）	沙盒休闲	全球	2021/1/27
《地下城堡 (Dungeon Survivor I)》	冒险	全球	2014/9/28
《地下城堡2 (Dungeon Survivor II)》	冒险	全球	2018/2/28
《长生劫 (Tomb Survivor)》	冒险	全球	2018/11/8
《末日希望 (Fury Survivor)》	像素经营	全球	2019/6/4
《最强蜗牛 (The Marvelous Snail)》	放置	港澳台新马及部分欧美国家	2020/7/22
《不朽之旅》	角色扮演	全球	2020/10/28
《跨越星弧》	放置	全球	2021/1/27
《伊洛纳 (Elona)》	Roguelike	全球	2021/4/20
《一念逍遥》	放置修仙	港澳台新马	2021/10/19

图表74：海外部分储备产品统计

游戏名称	游戏类型	计划上线地区
《一念逍遥》	放置修仙	东南亚及欧美国家
《地下城堡3：魂之诗》	Roguelike+卡牌	
《冰原守卫者》	沙盒生存	
《呆萌骑士 (EZ Knight)》	放置挂机	
《古代战争 (EZPZ Saga)》	放置挂机	
《石油大亨》	模拟经营	
《魔渊之刃》	Roguelike+ARPG	
《Dragon X Queen》	卡牌	

雷霆村：定位游戏化社区平台，有望成为中重度用户发行新渠道

- 雷霆村定位为吉比特旗下的游戏化社区平台，目前仍在测试阶段。
- APP内包含《一念逍遥》、《摩尔庄园》、《不思议迷宫》、《地下城堡3：魂之诗》等已上线游戏论坛，但暂无《问道》论坛。目前规划雷霆村APP内将不含非雷霆代理的其他第三方游戏。
- 功能：玩家可在APP内获取公司运营游戏的攻略和资讯，预约新游，以及与其他玩家互动。
- APP界面：采用游戏化的呈现方式，将公司运营游戏以“海岛”形式呈现，玩家一开始从中央出发，通过关注周边游戏论坛以开辟新岛屿的方式，有效提升玩家沉浸度与粘性。
- 类RPG的沉浸体验：雷霆村为鼓励玩家参与论坛活动，设计了一系列类似于游玩RPG游戏的玩家成长体系：
 - ◆ 自定义角色外观：玩家可通过更换武器、头部、上身装饰等方式修改自身角色外观。
 - ◆ 成长体系：玩家初始等级为1，拥有“生命值”、“攻击力”、“防御力”等属性。玩家可通过游玩APP内小游戏的方式不断提升自身等级和属性，同时雷霆村允许玩家间相互PK，增强APP互动性与趣味性。
 - ◆ 奖励制度：玩家可通过在APP中完成打卡、阅读、回帖等日常任务或游玩小游戏的方式获得材料奖励。材料可用于装备强化或兑换游戏礼品。

图表75：雷霆村中的主论坛与《一念逍遥》论坛



图表76：雷霆村应用主场景



投资布局：以参股方式与优质研发商加强联系，密切合作

- 公司战略投资参股游戏研发商、游戏分发商及行业上下游企业等，核心关注点为与公司有协同，一方面加强与优质CP方的关联度，另一方面投资标的成长性好，可获取投资收益。部分被投公司为吉比特前员工创业公司，如青瓷数码、淘金互动、勇仕网络、成都数字狗等。
- 吉比特给予投资公司较高的自由度，以参股为主，中小游戏厂商或工作室与吉比特深度合作意愿较强。

图表77：对外投资重点公司概况

投资重点公司	主要业务	重点产品	持股比例
星空智盛	网络游戏研发制作	像素风游戏《纪元：变异》等	49%
青瓷数码	网络游戏研发运营	Roguelike游戏：《不思议迷宫》《最强蜗牛》《阿瑞斯病毒》《愚公移山3》《提灯与地下城》等	23.1%
淘金互动	网络游戏研发制作	Roguelike游戏：《地下城堡1》《地下城堡2：黑暗觉醒》《地下城堡3：魂之诗》《跨越星弧》等	30%
广州纳仕	网络游戏研发制作	日式奇幻冒险RPG手游：《白之物语》等	22%
勇仕网络	网络游戏研发制作	二次元海战养成手游《碧蓝航线》及在研3D动作手游《深空之眼》	20%
成都数字狗	网络游戏研发制作	Roguelike游戏：《伊洛纳》等	20%
River Games	网络游戏研发制作	消除游戏《下一把剑》等	20%
广州帝释天	网络游戏研发制作	暗黑风格ARPG手游：《拉结尔》《EndlessLoop》《KSU》等	21.9%
东极六感	网络游戏研发制作	《匠木（第五大发明）》等	15%
广州呖喽	网络游戏研发制作	音乐游戏：《MuseDash（喵斯快跑）》等	15%
厦门真有趣	网络游戏研发制作	《香肠派对》《不休的乌拉拉》《小兵大冲锋》《仙侠道》等	10%
易玩网络	互联网平台运营	手游分享社区和第三方游戏下载平台TapTap	8.85%

注1：据青瓷游戏2021年6月公布的招股书，吉比特对青瓷数码的持股比例为23.1%。注2：淘金互动、勇仕网络、广州帝释天、广州呖喽、千时科技、厦门真有趣、易玩网络持股比例为截至2020年报，其余为截至2020中报。

- **股权激励计划，加强团队凝聚力：**公司健全长效激励约束机制，吸引和留住核心技术及业务人员，充分调动其积极性和创造性。
 - ◆ 2017年4月，公司首次实施限制性股票激励计划，向23位激励对象（含主要技术、业务及中层以上管理人员）授予56.94万股限制性股票，占公司总股本的0.8%，行权价格为每股141.19元。2018年1月，公司向27位激励对象授予14.23万股预留限制性股票，占总股本的0.2%，行权价格为每股100.07元。
 - ◆ 2020年10月，公司向49位激励对象（公司董事、雷霆游戏CEO翟健及核心技术、业务人员）授予72万份股票期权，约占总股本的1.0%，行权价407.09元/份。考核标准分为公司及个人层面，公司：在三个行权期内，以2019年营收为基数，2020-2022年营收增长率分别不低于20%/40%/60%（26/30.4/34.7亿元），或净利润增长率分别不低于15%/25%/35%（9.3/10.1/10.9亿元）。个人：在公司业绩目标达成的前提下，上年度个人绩效考核结果为优秀/良好/合格/不合格，当年股票期权可行权比例分别为100%/100%/60%/0。首次授予的股票期权在首次授权日起满12个月起至24/36/48个月内，分别行权40%/30%/30%。激励对象为公司董事和高级管理人员的，其在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有股份总数的25%；在离职后半年内，不得转让其所持有的公司股份。
- **内部培训机制完善，促进员工成长：**建立起航计划、续航计划、领航计划等分别针对新员工、各岗位专业人员及管理者的培训机制，提升员工专业能力和专业素养。
- **高校合作活动，提升品牌影响力：**推出“寻找未来游戏制作人”免费游学公益项目，带领高校学子前往美国，与暴雪、EA等知名厂商资深制作人面对面交流，学习游戏制作课程，加深对游戏行业的理解。

图表78：2020年股权激励计划公司层面业绩考核目标

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以2019年营业收入为基数，2020年营收增长率不低于20%；或以2019年净利润为基数，2020年净利增长率不低于15%
第二个行权期	以2019年营业收入为基数，2021年营收增长率不低于40%；或以2019年净利润为基数，2021年净利增长率不低于25%
第三个行权期	以2019年营业收入为基数，2022年营收增长率不低于60%；或以2019年净利润为基数，2022年净利增长率不低于35%

图表79：公司内部培训机制

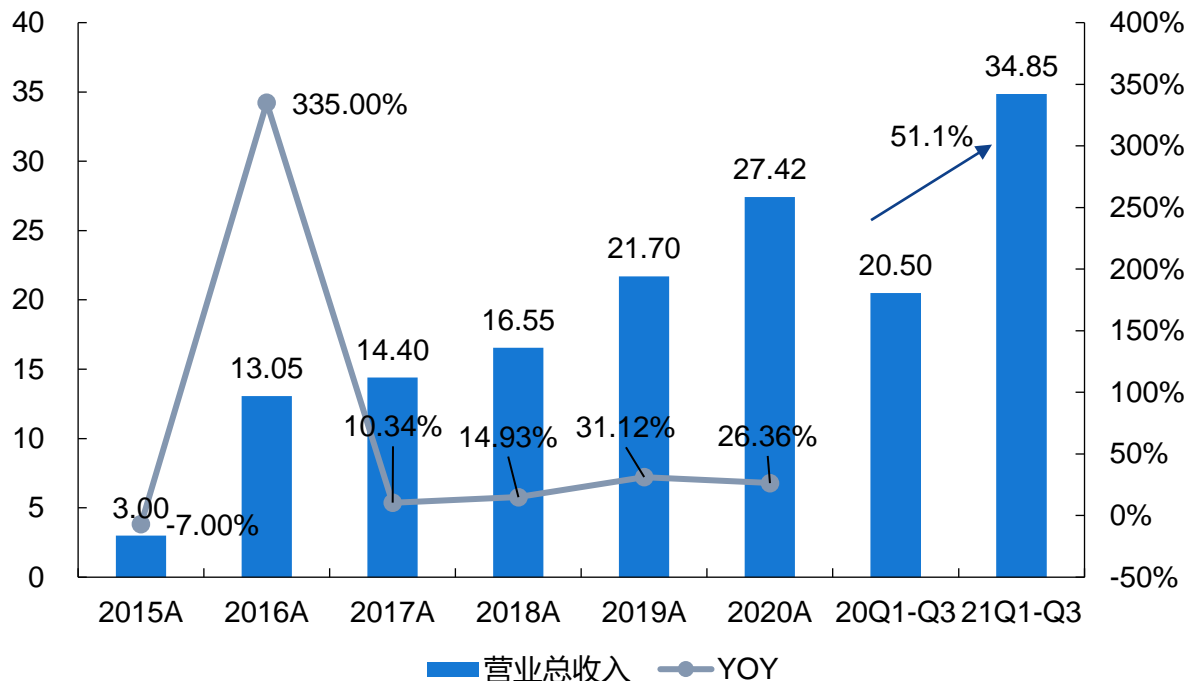
培训类型	培训计划	培训内容
新人培训	起航计划	新员工培训项目、校招生培训项目
职业培训	续航计划	行业大咖分享项目，各岗位专业培训项目、案例研讨会、员工程序/美术大赛、职业化技能培训
管理培训	领航计划	管理人员培训、管理人员述职

四、财务分析

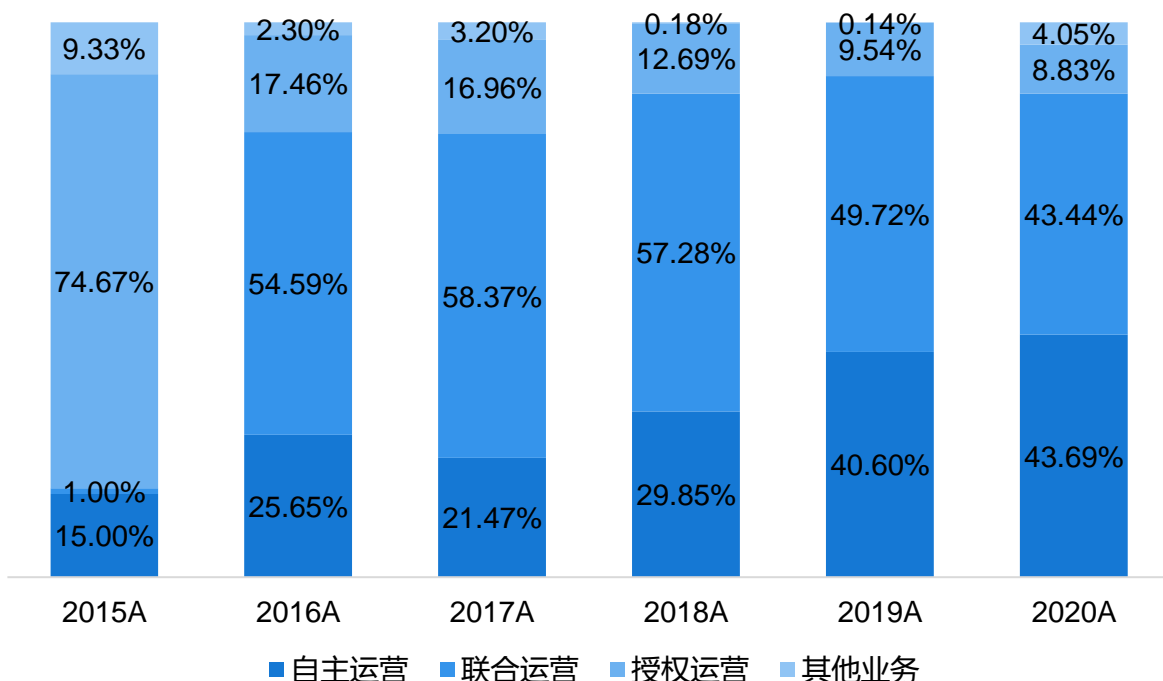
财务表现：营收增长迅速，自主运营收入占比持续提升

- 公司营收主要来自联合运营、自主运营、授权运营收入及其他。自主运营收入主要为《问道手游》及其他雷霆游发行产品官网收入，联运收入主要来源为上述产品的IOS及安卓渠道收入，授权运营主要为《问道》端游收入。**自主运营占比逐年提升，主要系雷霆平台逐步建立及完善，发行运营能力提升，贡献收入增加。**
- 2015年公司营收同比减少7%，主要系《斗仙》端游收入同比下降；2016年营收大幅增长，主要系《问道手游》上线且表现优异；2018年营收增长主要系《问道手游》收入回升及代理《贪婪洞窟》等新游贡献增量；2019年营收显著增长，主要系《问道手游》收入再创新高及雷霆代理《跨越星弧》、《失落城堡》、《伊洛纳》、《异化之地》、《末日希望》等新游贡献收入；2020年营收27.4亿元，YOY+26.4%，主要系疫情期间《问道手游》收入增长及《最强蜗牛》（国内买量及港澳台版）、《不朽之旅》、《魔渊之刃》、《荣誉指挥官》等新游贡献收入；21Q1-Q3营收显著增长，主要系新游《一念逍遥》表现亮眼及老产品《问道》端游、《问道手游》基本盘稳固。

图表80：公司营收及增速（亿元）



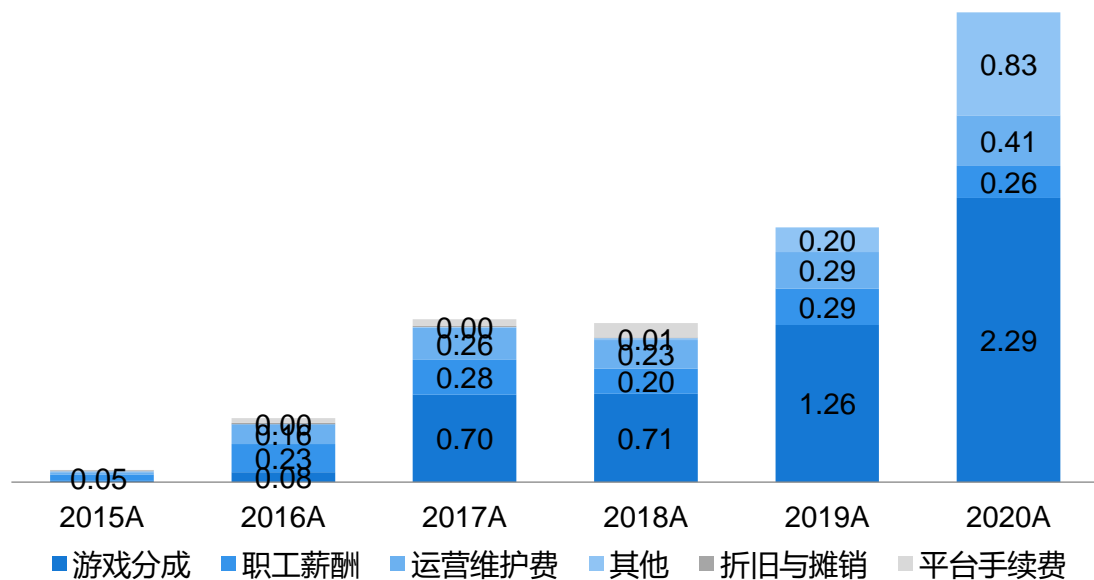
图表81：公司主营业务收入结构



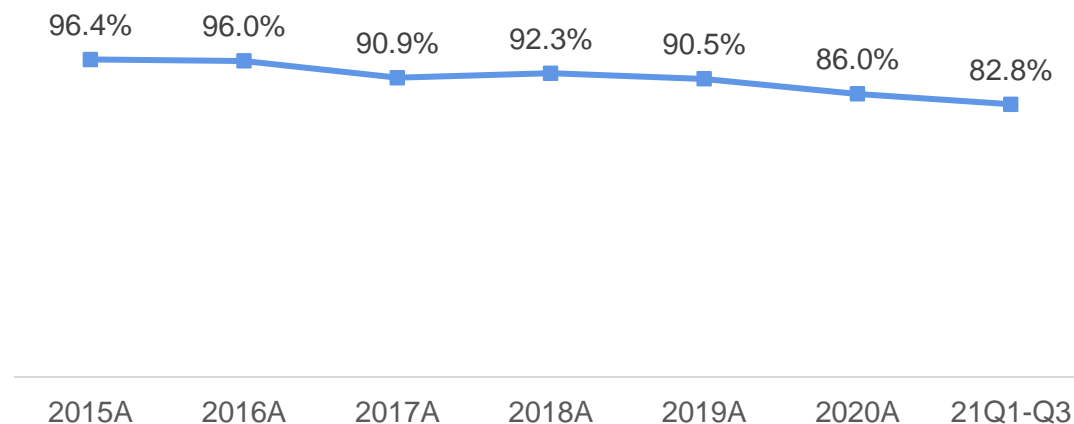
财务表现：2019年后代理业务加速发展，游戏分成快速提升，影响毛利率

- 公司营业成本主要包括游戏分成、职工薪酬、运营维护费等，2015-2016年职工薪酬（运维人员）为主要成本项，2017年代理业务快速发展，游戏分成款逐渐成为主要成本项。
- 2015-2020年公司营业成本为0.1/0.52/1.31/1.28/2.05/3.78亿元，同比增长2.7%/417%/154%/-2%/60%/84.5%。2016年增长较快系《问道手游》上线，运维人员薪酬及运维费用增加；2017年同比增长较快系游戏分成款增加，代理《不思议迷宫》2016年12月上线；2019年同比增长较快系游戏分成增加，代理产品《贪婪洞窟2》、《螺旋英雄谭》、《跨越星弧》等上线；2020年同比增长较快系为《最强蜗牛》提供推广服务，且《不朽之旅》、《魔渊之刃》、《荣誉指挥官》等新游分成增加。
- 2017年后，公司毛利率持续下降主要因为运维相关人员及费用增加及游戏分成增加；2020年毛利率降低主要系参与青瓷《最强蜗牛》国服买量，购买IP支出及研发商分成摊销准则变化（一次性摊销）；21Q1-Q3毛利率降低系向外部研发商支付分成增加。

图表82：公司营业成本构成（亿元）



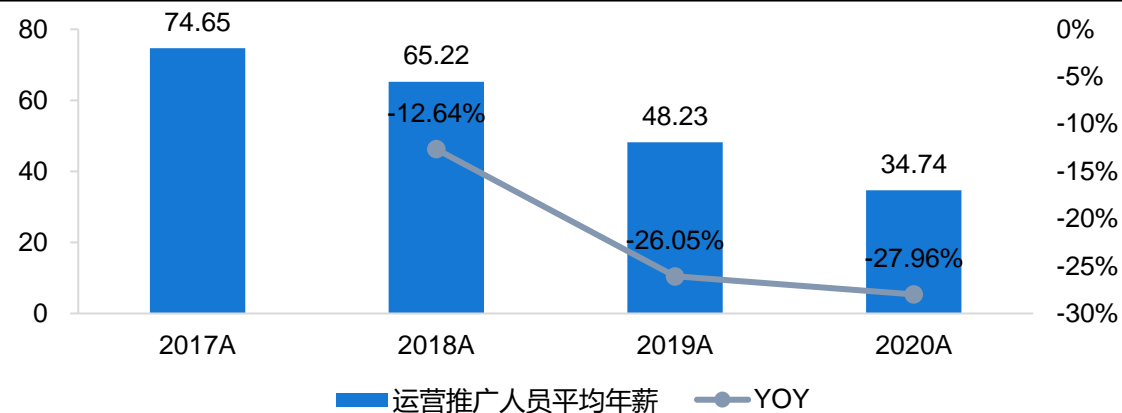
图表83：公司毛利率



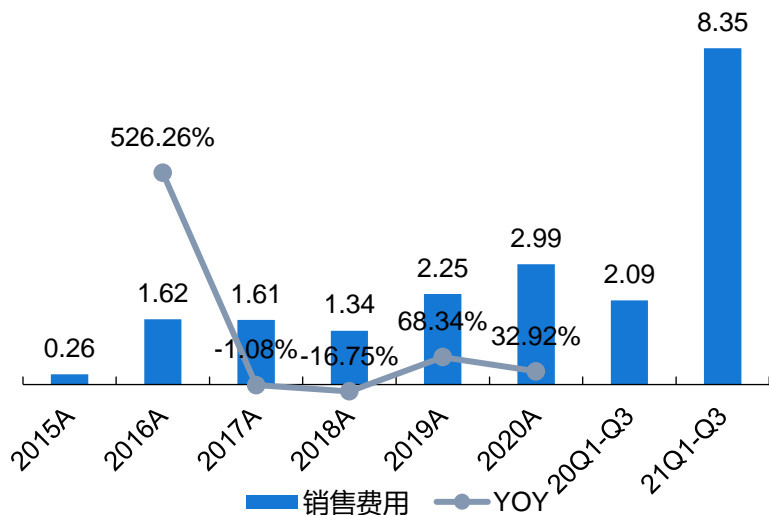
财务表现：注重品牌建设，销售费用总体可控

- 公司销售费用含营销推广费、职工薪酬等，以营销推广费为主。2015-2020年公司销售费用分别为0.26/1.62/1.63/1.34/2.25/2.99亿元，2016年销售费用率较高系《问道手游》上线增加营销推广支出及营销人员薪酬支出；2019-2020年销售费用率持续增长系《问道手游》及《跨越星弧》、《失落城堡》、《最强蜗牛》（港澳台版）等新游上线增加营销推广支出；21Q1-Q3销售费用率较高主要系《一念逍遥》《摩尔庄园》等新上线，其中《一念逍遥》为适合买量型的产品，因此对销售费用率影响较大，同时《问道手游》上线5周年，为保持热度加大了营销推广力度。
- 2016-2020年雷霆股份销售费用为1.5/1.57/1.32/2.25/2.99亿元，占公司销售费用的92.6%/97.7%/98.7%/100.0%/100.0%，可以看出雷霆股份为主要发行执行公司。
- 2015-2020年公司营销推广费为0.2/1.4/1.2/0.9/1.7/2.4亿元，占营收比例为7.1%/11.0%/8.3%/5.2%/7.8%/8.8%，公司发行业务不依赖买量。
- 2017-2020年运营推广人员平均年薪为74.7/65.2/48.2/34.7万元。

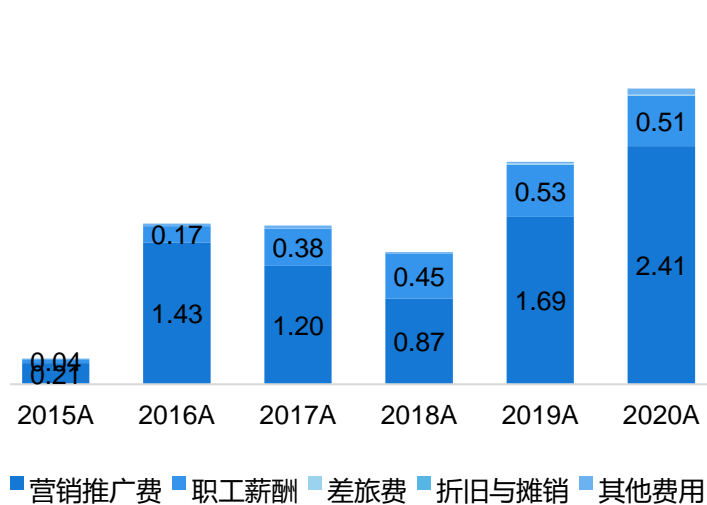
图表87：公司运营推广人员薪资（万元）



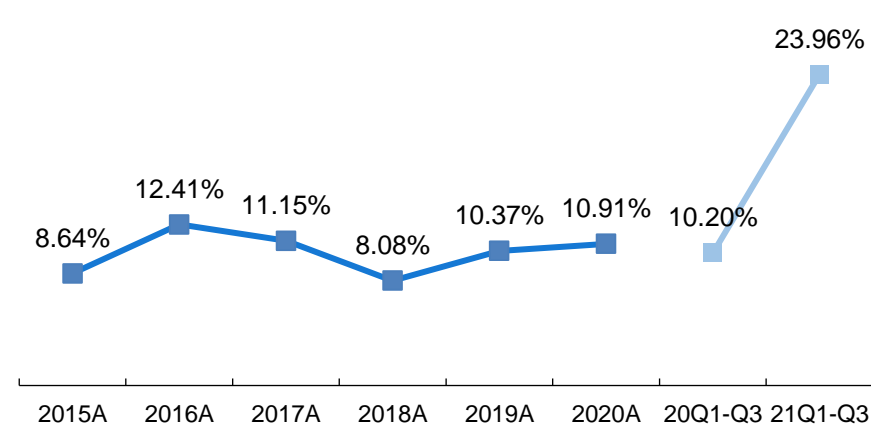
图表84：公司销售费用及增速（亿元）



图表85：公司销售费用结构（亿元）



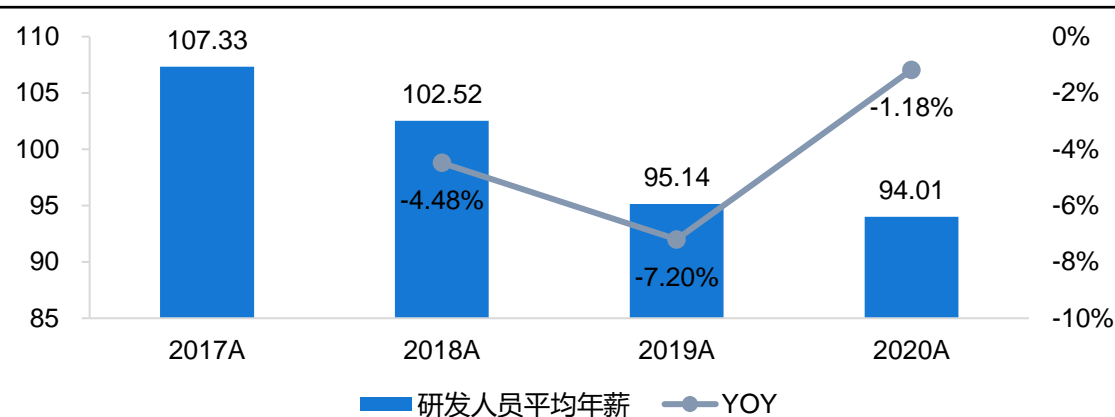
图表86：公司销售费用率



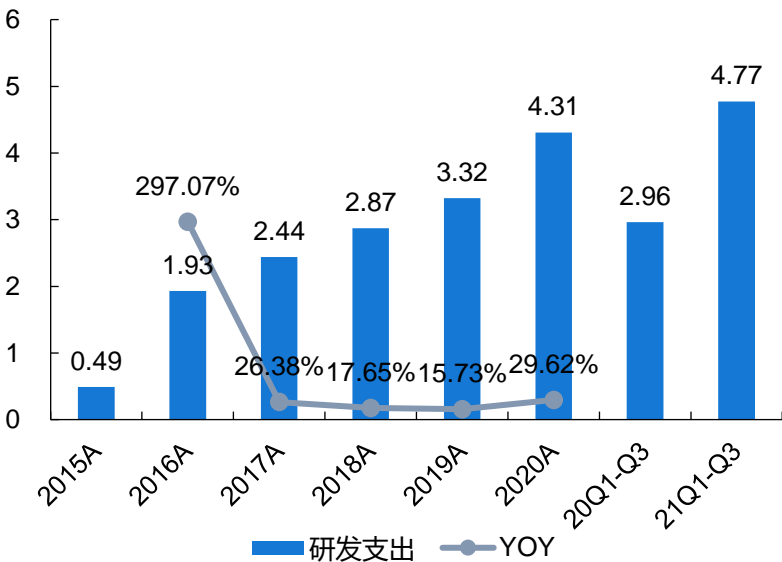
财务表现：研发投入稳定，团队扩张稳健，研发人员薪酬激励较好

- 公司重视研发创新能力建设，将研发能力视为发展的关键要素。2015-2020年公司研发费用为0.49/1.93/2.44/2.87/3.32/4.31亿元，除2016年研发支出增长较快外，研发费用保持平稳增长，截至21Q3，研发费用率始终保持在13%以上。
- 截至2020年末，共有439名研发人员，占员工总数的58.5%，2017-2020年研发人员净增数量为39/58/63/79人，2017-2020年研发人员平均年薪为107.3/102.5/95.1/94.0万元，薪酬具有较强竞争力。
- 公司研发核心层人员均系拥有多年游戏开发及团队管理经验的资深人士，如《问道手游》制作人胡兆彬，《一念逍遥》制作人兼主程沈予卿（从业时间超10年），《一念逍遥》主美黄利平（从业时间超10年）等。

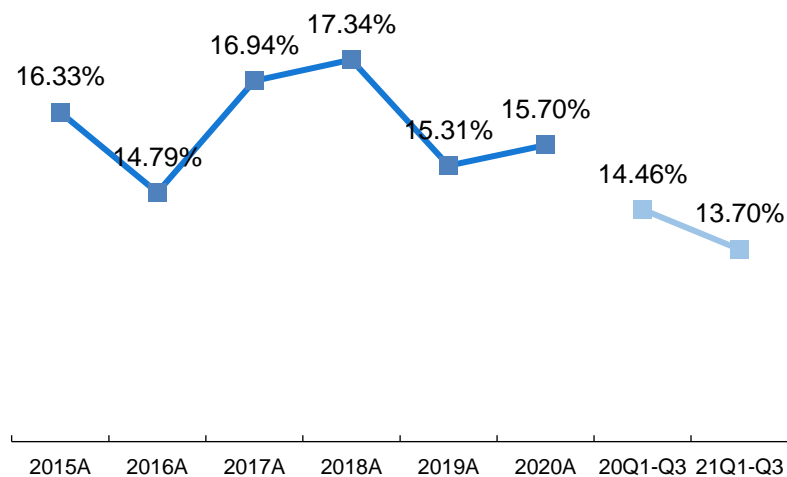
图表91：公司研发人员薪资（万元）



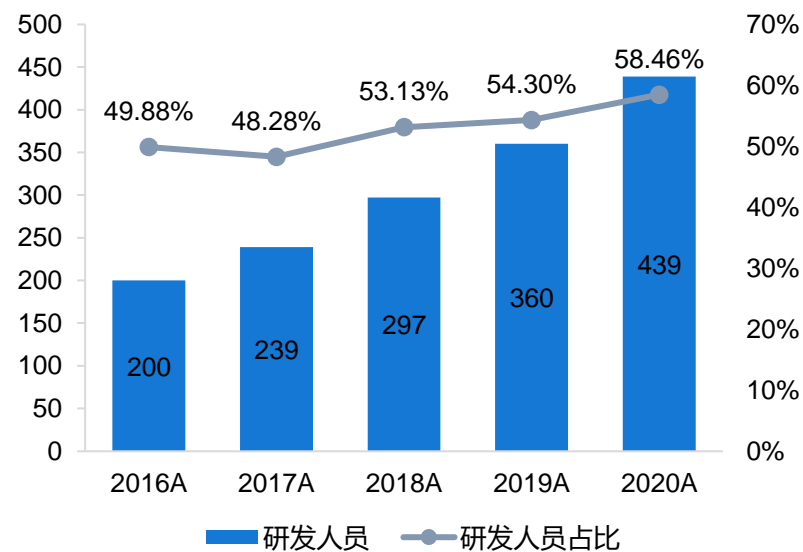
图表88：公司研发支出及增速（亿元）



图表89：公司研发费用率



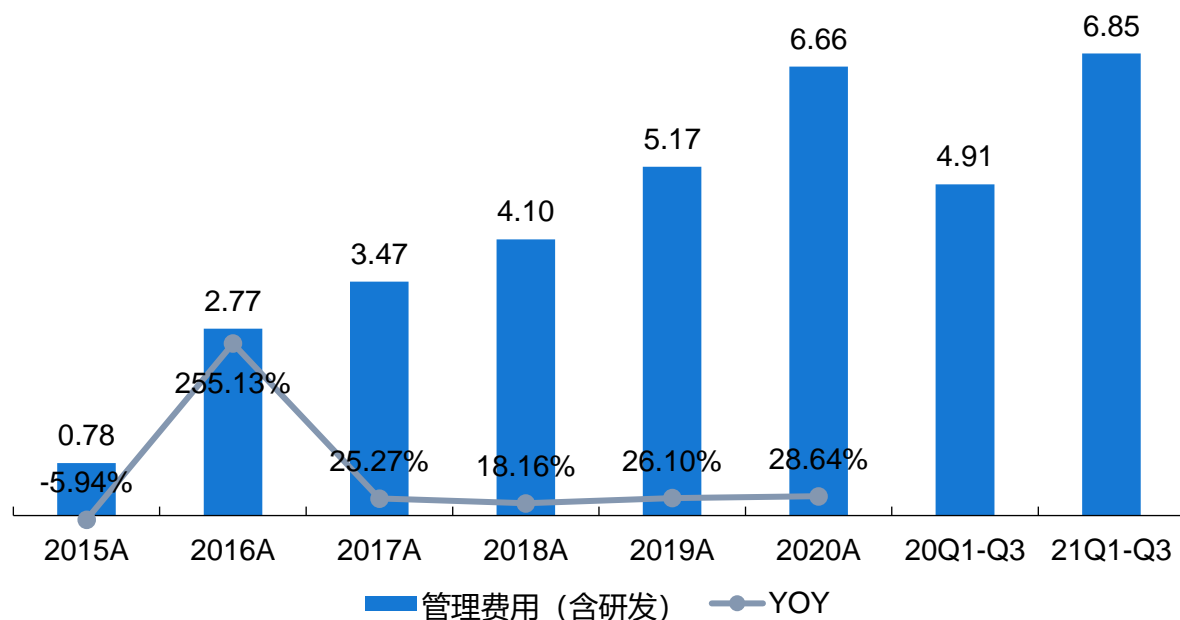
图表90：公司研发人员数量及员工占比（人）



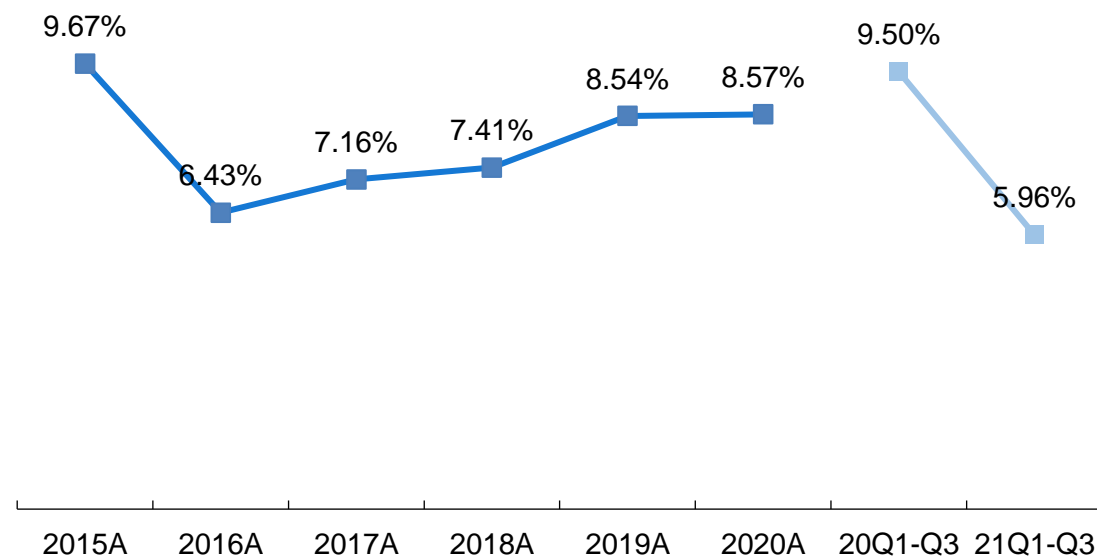
财务表现：管理费用率相对稳定

- 公司管理费用包含职工薪酬、折旧摊销、办公费、劳务费、咨询审计费等。2015-2020年公司管理费用为0.29/0.84/1.03/1.23/1.85/2.35亿元。2019年管理费用增长主要系管理部门薪酬增加，广州、深圳办公楼计提折旧。2020年管理费用增加主要系投资业务对应的奖金增加，厦门两处办公楼计提折旧。
- 2015-2020年公司管理费用率为9.7%/6.4%/7.2%/7.4%/8.5%/8.6%。

图表92：公司管理费用及增速（亿元）



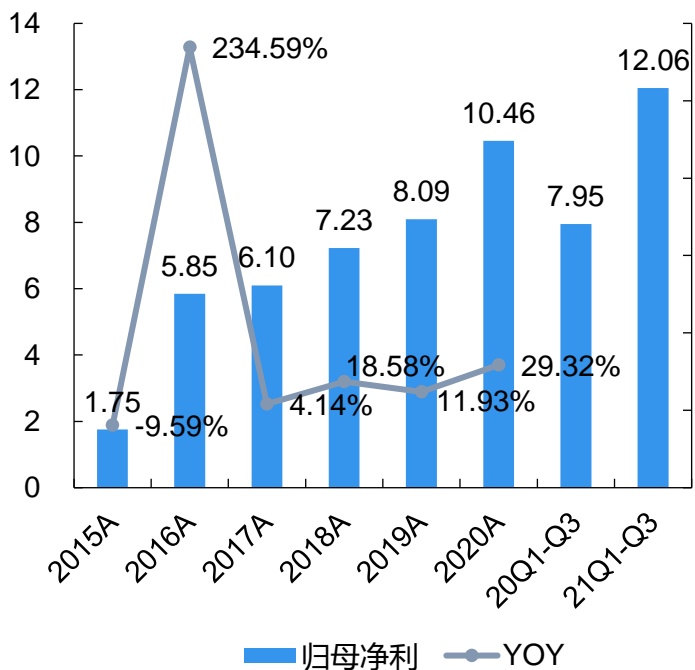
图表93：公司管理费用率



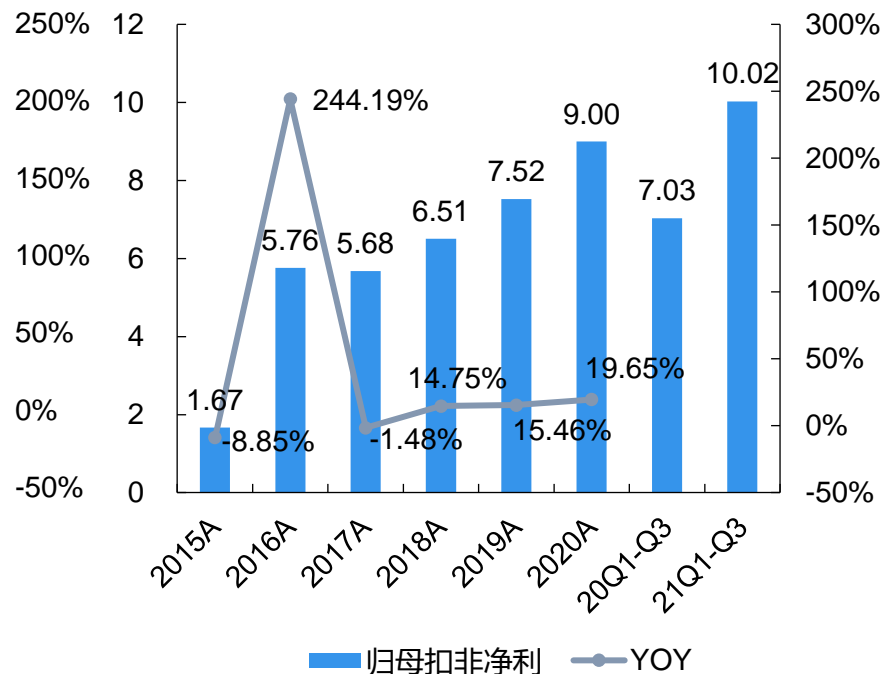
财务表现：业绩增长稳健，扣非归母净利润率与毛利率变化趋势相同

- 2015-2020年公司净利润为1.74/7.04/7.34/9.18/10.66/13.32亿元，对应净利率为58.0%/53.9%/51.0%/55.5%/49.1%/48.6%。
- 2016年净利润同比大幅增长，主要系《问道手游》上线；2017年净利增速同比下降，主要系代理产品《不思议迷宫》、《地下城堡2》等分成款及运维成本增加；2018年净利润增速回升，系主营业务毛利率提升及期间费用率减少；2019年净利增速同比下降主要系当年计提资产减值准备0.75亿，其中长期股权投资0.69亿，主要针对参股公司成都余香（持股20%，游戏研发）、成都星艺互动（持股47.4%，游戏研运）；2020年净利增速回升，主要系疫情期间《问道手游》表现出色及《最强蜗牛》（港澳台版）、《不朽之旅》、《魔渊之刃》、《荣誉指挥官》等新游上线；21Q1-Q3净利显著增长，主要系《一念逍遥》新上线贡献增量利润，同时本期转让青瓷数码部分股权产生收益。
- 2015-2020年公司非经常性损益为760/938/4215/7172/5724/14669万元，主要系政府补助和委托他人投资收益，2020年非经中包括较多交易性金融资产、衍生金融资产、交易性金融负债、衍生金融负债产生的公允价值变动损益及处置带来的投资收益；21Q1-Q3由于转让青瓷数码部分股权，产生非经常性收益1.67亿元。

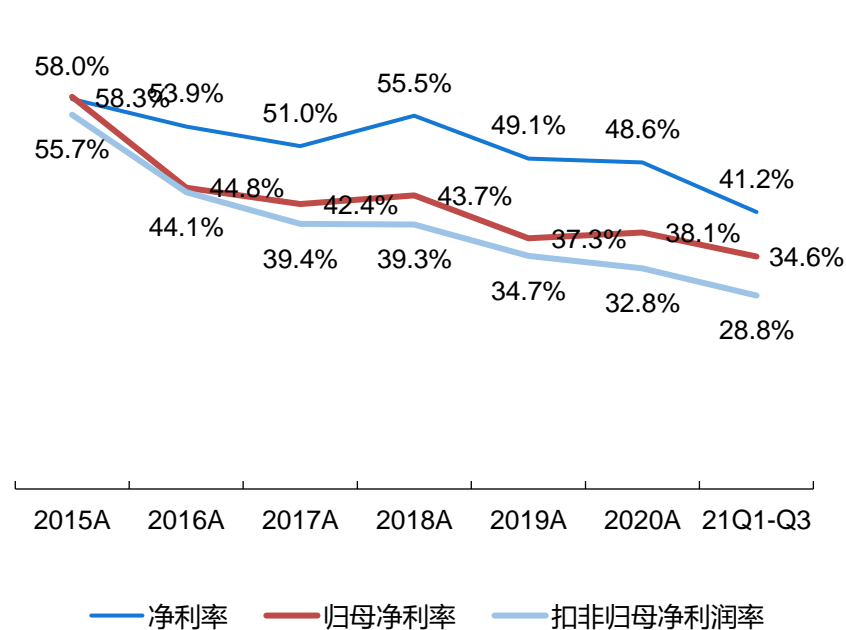
图表94：公司归母净利及增速（亿元）



图表95：公司归母扣非净利及增速（亿元）



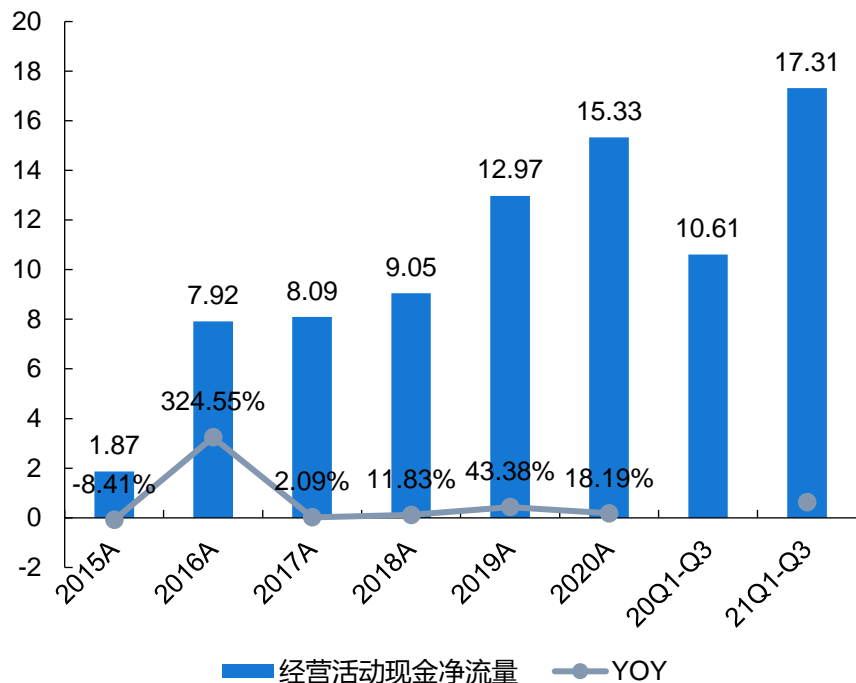
图表96：公司净利率



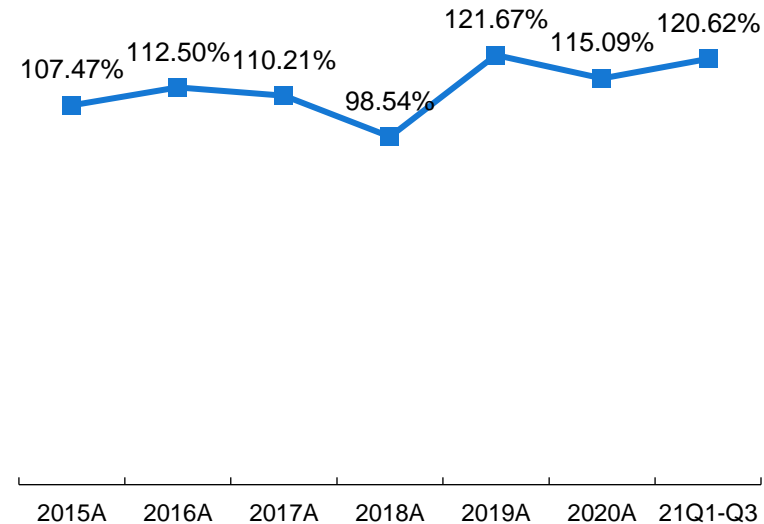
财务表现：盈利质量高，其他非流动负债增长迅速

- 公司现金流状况良好，经营活动现金净流量增长强劲。
- 公司现金净利比（经营活动现金净流量/净利润）处于较高水准，2015-2020年净经营性现金流始终高于净利润，盈利质量高。
- 由于游戏玩家充值购买道具行为与道具消耗存在一定时间差，玩家在游戏中购买道具的充值行为计入预收，其中消耗性道具及永久性道具分别按道具使用进度及付费玩家预计寿命分期确认收入。自2020年1月1日，公司采取新会计准则计量方式，分别将消耗性道具余额及游戏玩家尚未使用的充值额从**其他流动负债**重分类至**合同负债**，将游戏玩家尚未使用的永久性道具余额从**递延收益**重分类至**其他非流动负债**。**2020年末，公司永久性道具所代表的其他非流动负债增长较快。**

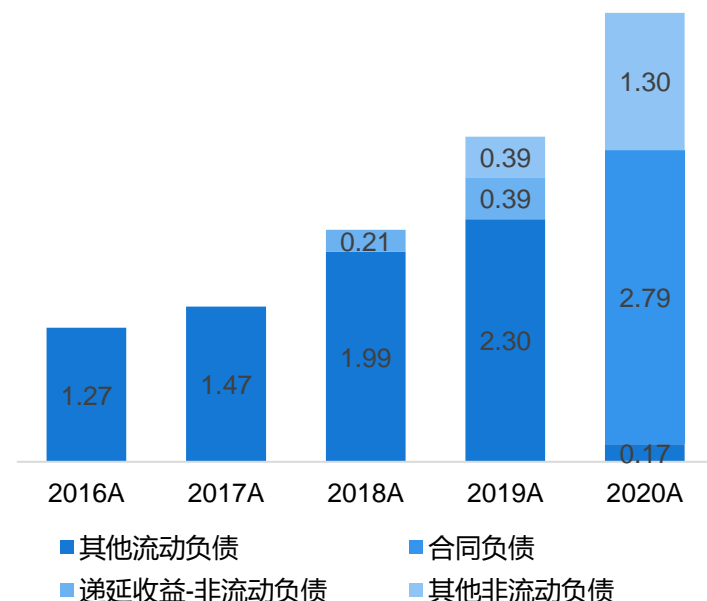
图表97：公司经营活动现金净流量（亿元）



图表98：公司现金净利比



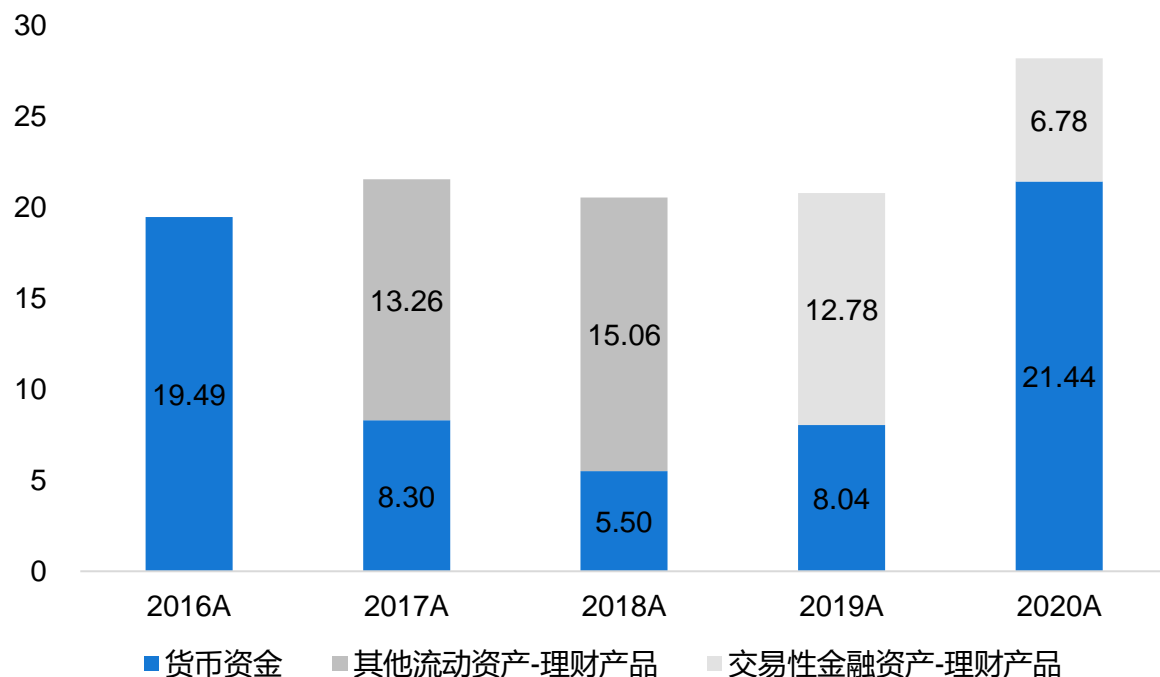
图表99：公司预收情况（亿元）



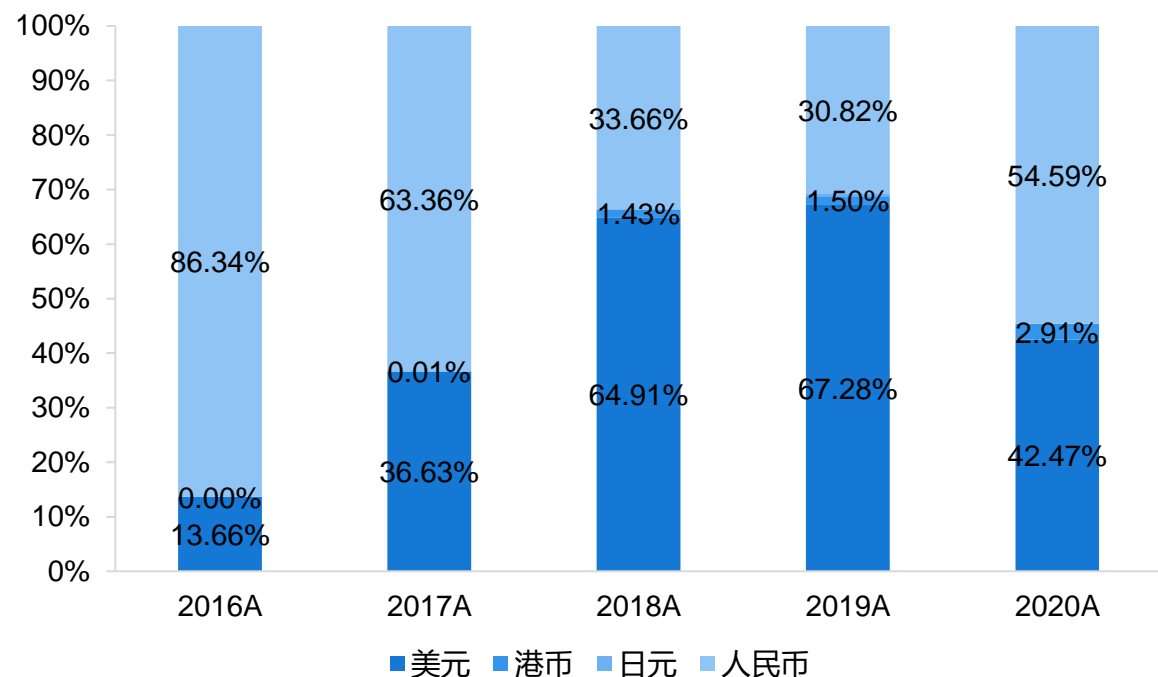
财务表现：货币资金中外币占比较高，受汇率影响较大

- 公司账面资金充沛，2016-2020年合计为19.5/21.6/20.6/20.8/28.2亿元。2019年开始执行新金融工具准则，将理财产品从**其他流动资产**重分类**至交易性金融资产**。
- 公司货币资金包含美元、港币、日元等外币，2016-2020年货币资金中外币占比为13.7%/36.6%/66.3%/69.2%/45.4%（截止2020年末约1.36亿美元），其中主要为美元，因此受汇率影响较大。
- 公司美元收入来源于通过Apple Inc.收取的部分游戏运营收入。

图表100：公司货币资金及交易性金融资产（亿元）



图表101：公司货币资金中外币占比



参股公司情况梳理

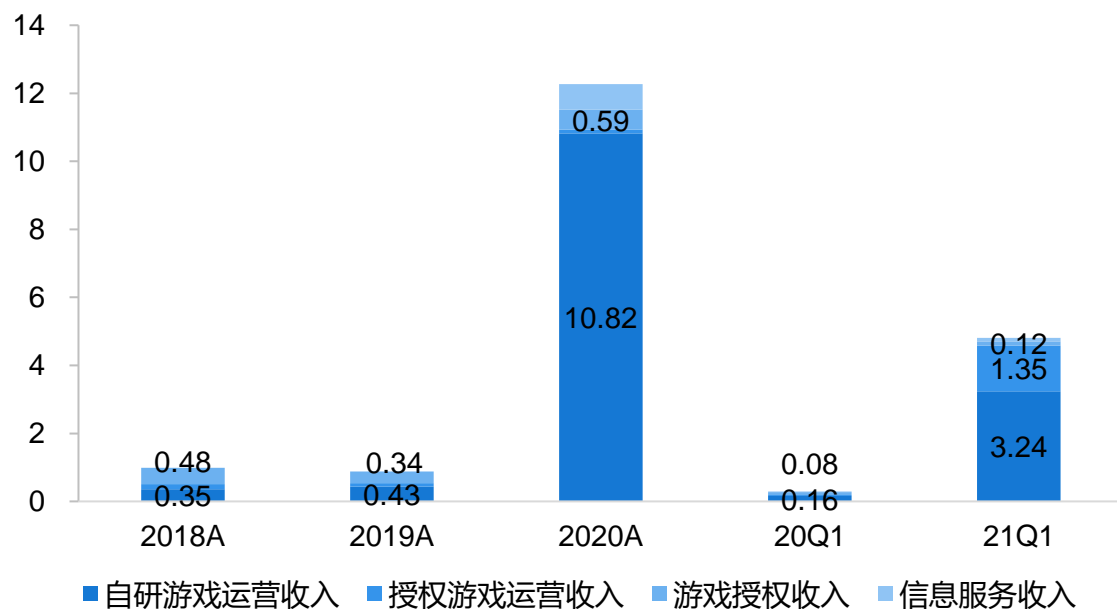
长期股权投资 (联营企业)	2020年期末余额(万元)	业务
成都数字狗	375	网络游戏研发制作
青瓷数码	17440	网络游戏研发运营
勇仕网络	2544	网络游戏研发制作
成都星艺	723 (减值准备期末余额)	网络游戏研发运营
飞鼠网络	134	网络游戏研发制作
淘金互动	833	网络游戏研发制作
成都星火	75 (减值准备期末余额)	网络游戏研发制作
匠游科技	471	网络游戏研发运营
River Games	92	网络游戏研发制作
成都余香	1941	网络游戏研发制作
星空智盛	1717	网络游戏研发制作
坚果核力基金	5853	投资
广州呖喽	1067	网络游戏研发制作
地心互娱	192	网络游戏研发制作
东极六感	180	网络游戏研发制作
成都凡帕斯	877	网络游戏研发运营
千道科技	724	网络游戏研发运营
魔塔网络	204	网络游戏研发制作
广州纳仕	1168	网络游戏研发制作
梦獭映画	93	动漫设计制作
厦门英普洛	176	动漫设计制作
C4Cat	561	网络游戏研发制作

长期股权投资 (联营企业)	2020年期末余额(万元)	业务
广州阿尔法	886	动漫设计制作
重庆九鱼乐	813	网络游戏研发制作
厦门奇象	244	动漫设计制作
厦门辣葡萄	288	网络游戏研发制作
厦门雏羽	192	网络游戏研发制作
杭州熊和猫	199	网络游戏研发制作
重庆钒堡	186	网络游戏研发制作
厦门鸽游	70	网络游戏研发运营
上海润梦	1369	网络游戏研发制作
广州艾斯西	685	网络游戏研发制作
成都游戏河	194	网络游戏研发制作
厦门黑武士	292	网络游戏研发制作
诺惟投资	187	投资
厦门雷魂	283	网络游戏研发制作
广州帝释天	5979	网络游戏研发制作
杭州谦游坊	630	网络游戏研发运营
成都乐麦互娱	369	网络游戏研发制作
北京白夜岛	951	网络游戏研发制作
上海烛宇	169	网络游戏研发制作
广州大火鸟	1913	动漫设计制作
北京魔宙	1989	动漫设计制作

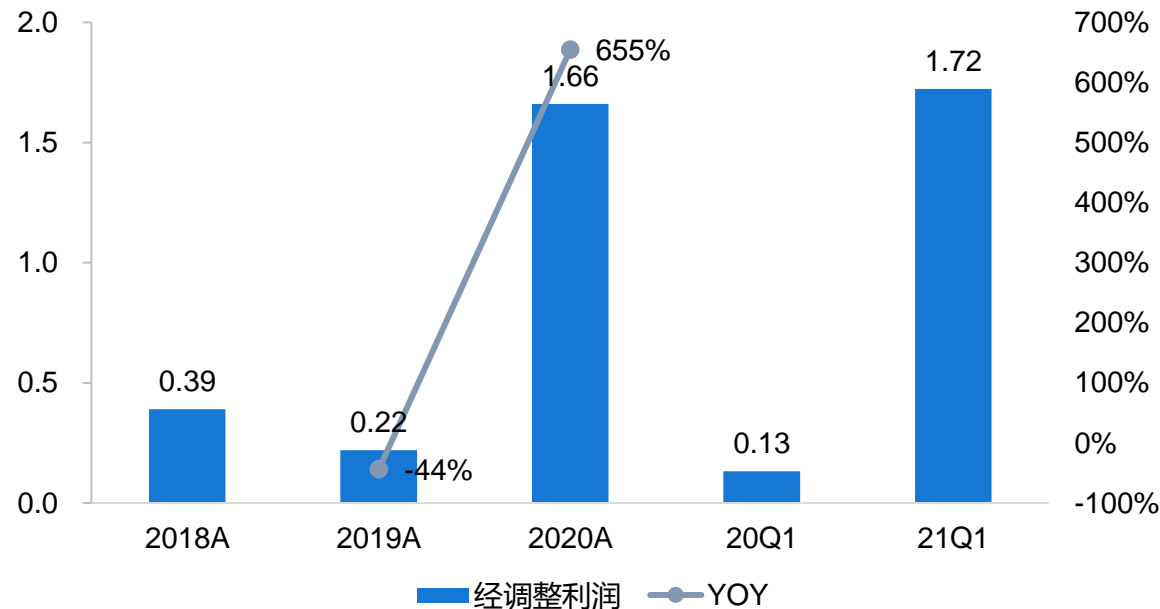
重点参股公司情况：青瓷游戏拟香港IPO

- 青瓷游戏 (H01608.HK) 于2021年6月25日向港交所递交IPO申请, IPO前, 吉比特持股21.37%, 腾讯、阿里和哔哩哔哩均持股4.99%。
- 青瓷游戏收入可分为游戏运营收入、游戏授权收入和信息服务收入, 其中游戏运营收入分为自研游戏运营收入和授权游戏运营收入。2018-2020年营收为0.98/0.89/12.27亿元, 21Q1营收为4.8亿元, yoy+1538%; 其中2018-2020年自研游戏运营收入分别占总收入的36.0%/48.8%/88.2%, 20Q1和21Q1自研游戏运营收入分别占总收入的55.9%和67.4%。
- 青瓷游戏2018-2020年经调整利润为0.39/0.22/1.66亿元, 21Q1经调整利润为1.72亿元, yoy+1202%。

图表102: 青瓷游戏营收 (亿元) 构成



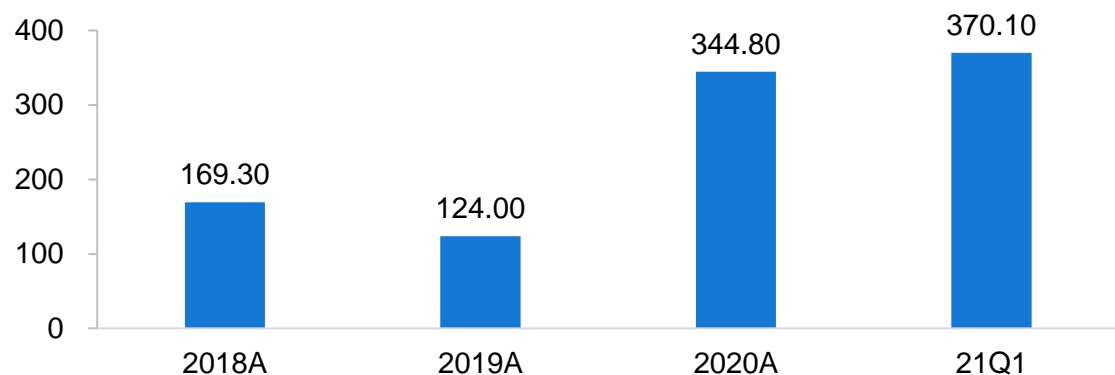
图表103: 青瓷游戏经调整利润 (亿元) 及增速变化



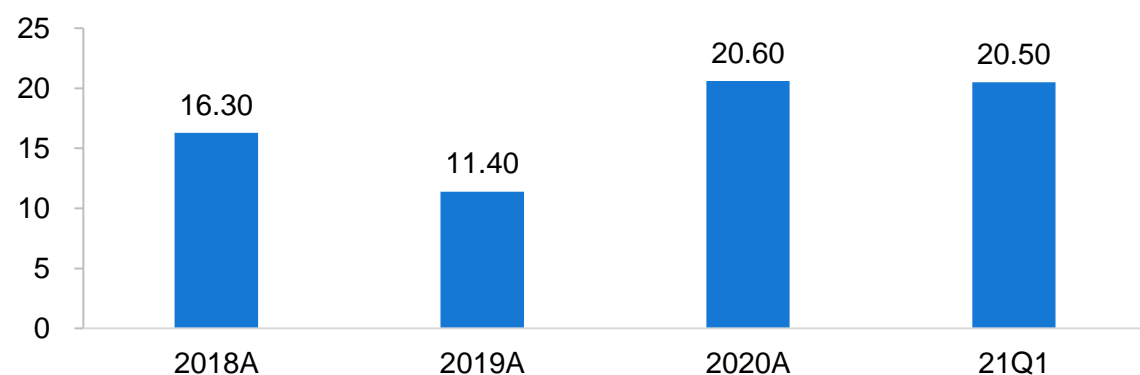
重点参股公司情况：青瓷游戏拟香港IPO

- 青瓷游戏收入主要来源于《最强蜗牛》（2020年上线）、《不思议迷宫》（2016年上线）等产品，并计划于21Q4在海外市场推出新游《时光旅行社》。
- 青瓷游戏2018-2020年平均MAU为169.3/124.0/344.8万人，平均MPU为16.3/11.4/49.5万人（付费率为9.6%/9.2%/14.4%），ARPPU为47/60/206元；21Q1平均MAU为370.1万人，平均MPU为78.2万人（付费率21.1%），ARPPU为205元，累计注册玩家为6575.3万人。

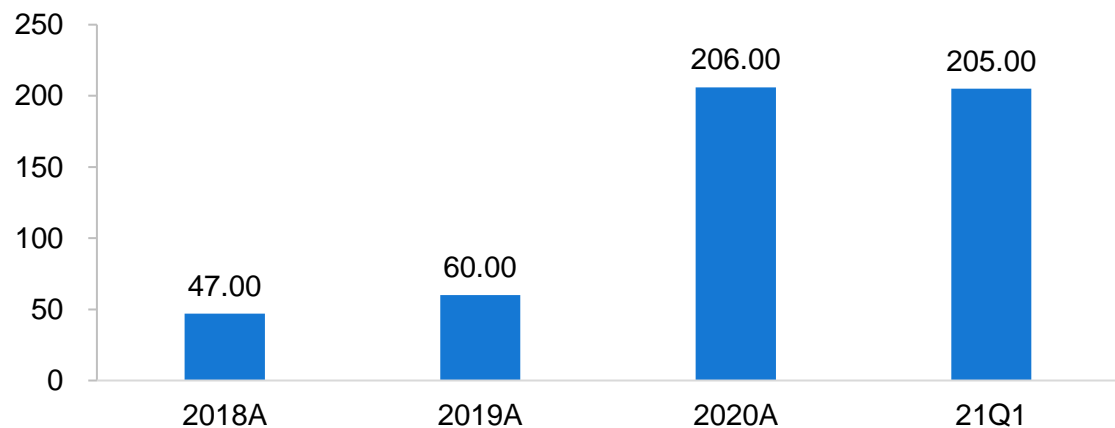
图表104：青瓷游戏平均MAU（万人）



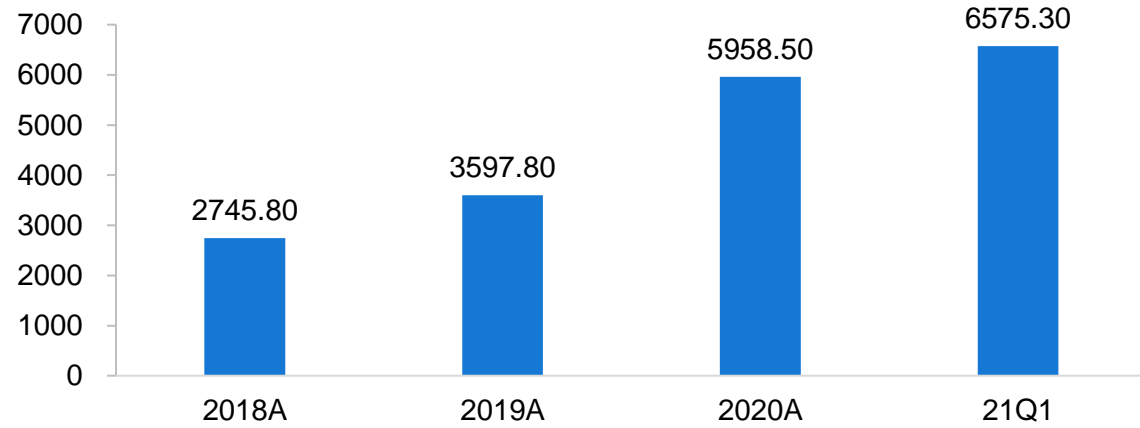
图表105：青瓷游戏平均MPU（万人）



图表106：青瓷游戏ARPPU（元）



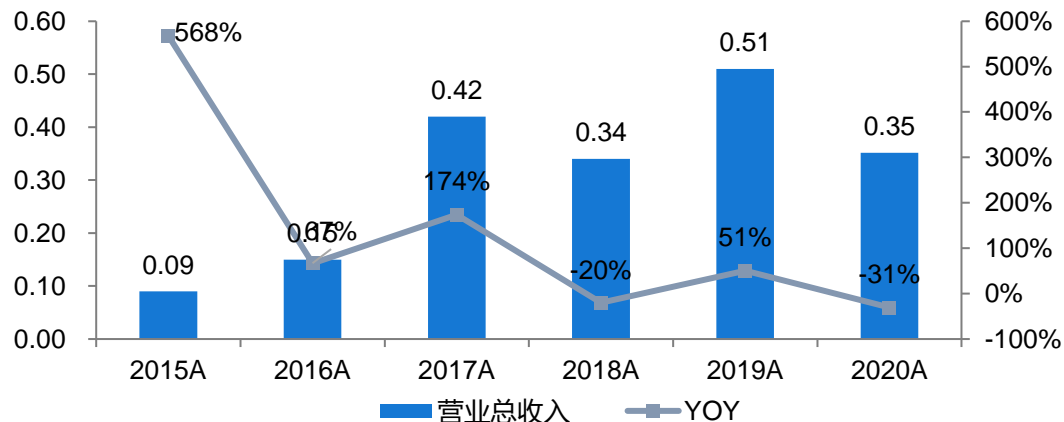
图表107：青瓷游戏累计注册玩家数（万人）



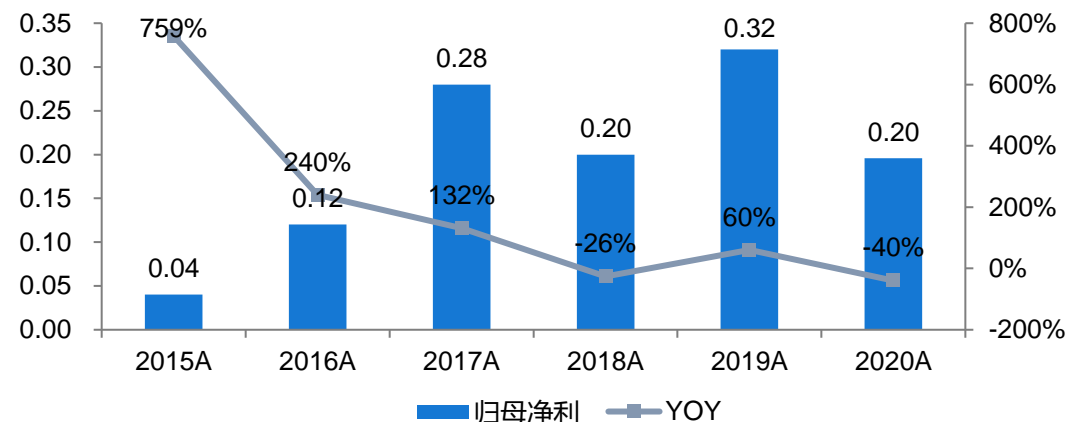
重点参股公司情况：淘金互动、勇仕网络已在新三板上市

- **淘金互动**：参股30%，收入主要来自《地下城堡3：魂之诗》（2021年10月上线）、《地下城堡2：黑暗觉醒》（2017年上线）、《跨越星弧》（2019年上线）等。
- **勇仕网络**：参股20%，收入主要来源于《碧蓝航线》（2017年上线）产品，旗下二次元动作手游《代号：弥弥尔》已开启预约，期待值较高。

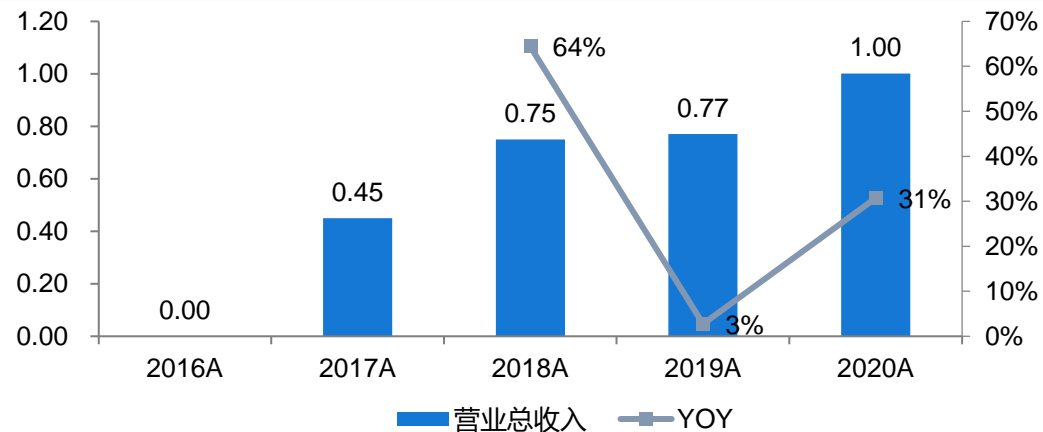
图表108：淘金互动营收（亿元）及增速变化



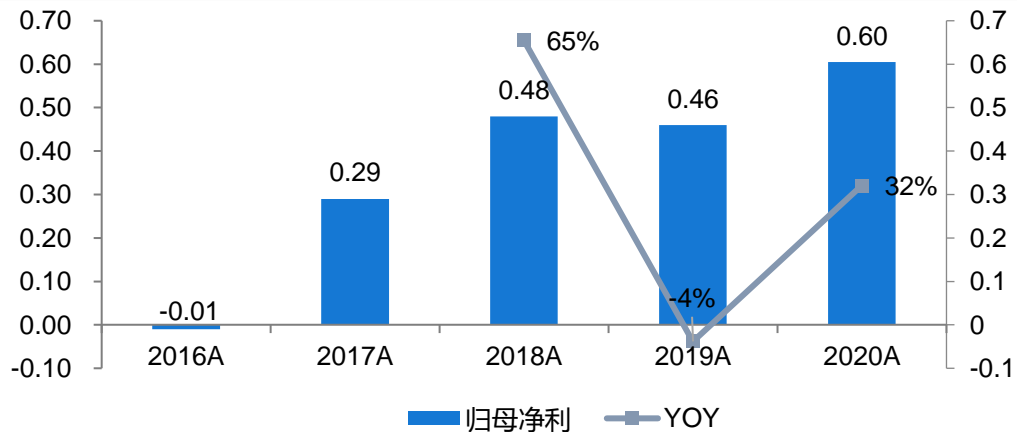
图表109：淘金互动归母净利润（亿元）及增速变化



图表110：勇仕网络营收（亿元）及增速变化



图表111：勇仕网络归母净利润（亿元）及增速变化

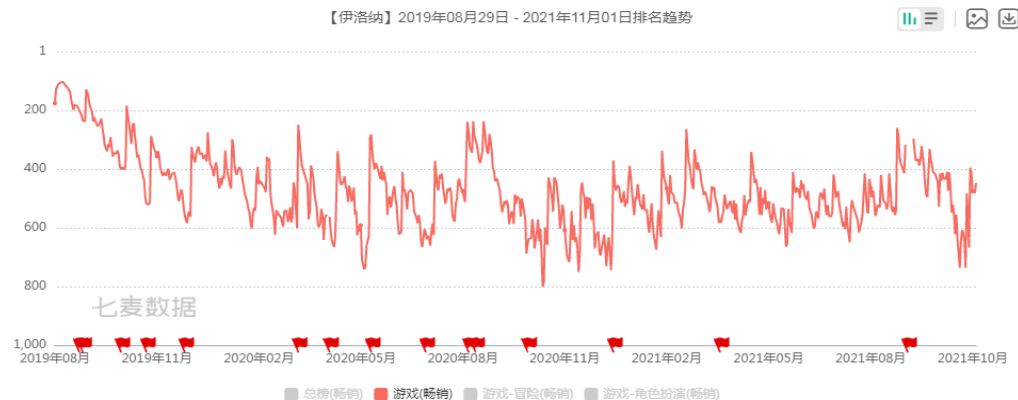


图表112：青瓷数码重点产品《最强蜗牛》畅销榜排名表现



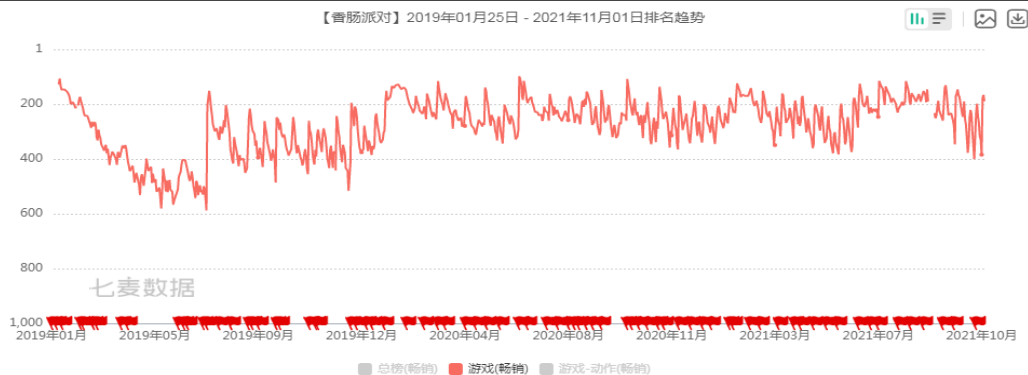
无厘头风格放置养成题材手游（自研自发）

图表113：成都数字狗重点产品《伊洛纳》畅销榜排名表现



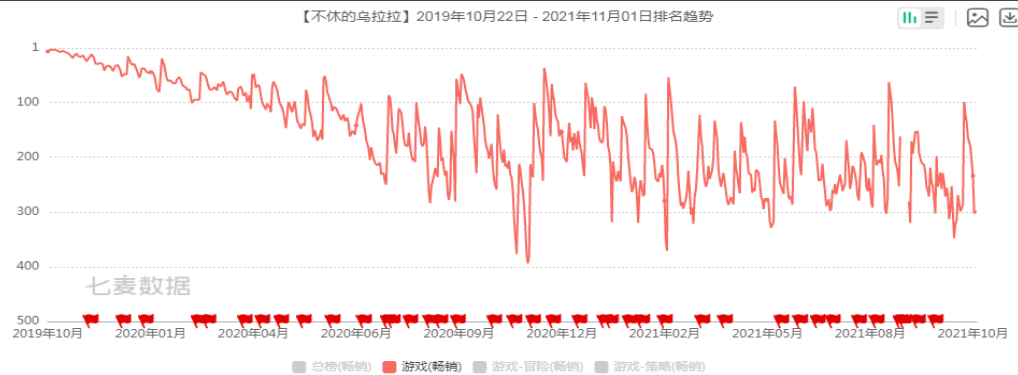
高自由度日式RoguelikeRPG手游（雷霆游戏代理发行）

图表114：厦门真有趣重点产品《香肠派对》畅销榜排名表现



荒岛特训生存射击手游（心动网络代理发行）

图表115：厦门真有趣重点产品《不休的乌拉拉》畅销榜排名表现



石器时代背景组队社交放置手游（心动网络代理发行）

五、估值模型

- 核心假设：①2021-2023年自主运营/联合运营/授权运营毛利率82%~98%，销售费用率20%-25%，管理费率（含研发）19%-20%，所得税率15%。②2021-2023年游戏收入增速80%、14%、14%（21年新上线重点游戏《一念逍遥》《摩尔庄园》）。

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2742	4947	5662	6474	经营活动现金流	1533	2033	2125	2619
营业成本	384	847	934	1068	净利润	1332	1578	1760	2056
营业税金及附加	18	34	37	43	少数股东权益	285	394	440	514
销售费用	299	1200	1189	1295	折旧摊销	125	100	107	126
管理费用	235	277	317	362	公允价值变动	-67	0	0	0
财务费用	34	0	0	0	营运资金变动	211	330	-12	117
其他费用/ (-收入)	431	670	767	877	投资活动现金流	409	114	-76	3
营业利润	1562	2320	2588	3023	资本支出	-69	-255	-245	-191
营业外净收支	-5	0	0	0	长期投资	450	0	0	0
利润总额	1558	2320	2588	3023	其他	28	369	170	194
所得税费用	226	348	388	454	筹资活动现金流	-549	0	0	0
净利润	1332	1972	2200	2570	债务融资	-28	0	0	0
少数股东损益	285	394	440	514	权益融资	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1046	1578	1760	2056	其它	-521	0	0	0
					现金净增加额	1338	2147	2050	2622

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2822	4968	7018	9640
应收款项	195	492	530	596
存货净额	0	2	1	2
其他流动资产	239	315	359	408
流动资产合计	3256	5777	7908	10647
固定资产	866	1022	1160	1224
在建工程	0	0	0	0
无形资产及其他	720	720	720	720
长期股权投资	545	545	545	545
资产总计	5388	8064	10333	13136
短期借款	0	0	0	0
应付款项	126	359	377	423
预收帐款	0	0	0	0
其他流动负债	846	1317	1369	1556
流动负债合计	972	1676	1746	1979
长期借款及应付债券	7	7	7	7
其他长期负债	161	161	161	161
长期负债合计	168	168	168	168
负债合计	1140	1844	1914	2147
股本	72	72	72	72
股东权益	4248	6220	8419	10989
负债和股东权益总计	5388	8064	10333	13136

主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力				
ROE	28%	29%	25%	22%
毛利率	86%	83%	84%	84%
期间费率	21%	30%	27%	26%
销售净利率	38%	32%	31%	32%
成长能力				
收入增长率	26%	80%	14%	14%
利润增长率	29%	51%	12%	17%
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.61	0.55	0.49
应收账款周转率	14.03	10.04	10.69	10.85
存货周转率	—	3215.33	3960.99	4084.30
偿债能力				
资产负债率	21%	23%	19%	16%
流动比	3.35	3.45	4.53	5.38
速动比	3.24	3.33	4.41	5.26
每股指标				
EPS	14.58	21.95	24.49	28.61
BVPS	52.92	74.87	99.36	127.96
估值				
P/E	29.2	16.7	15.0	12.8
P/B	8.1	4.9	3.7	2.9
P/S	9.6	5.3	4.7	4.1

传媒与互联网研究团队介绍

姚蕾，同济大学本科，香港大学硕士，传媒行业首席分析师从业7年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

分析师承诺

姚蕾，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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券·研究所·传媒与互联网研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597