



买入(首次)

所属行业: 传媒/游戏 II
当前价格(元): 244.98

证券分析师

马笑

资格编号: S0120522100002

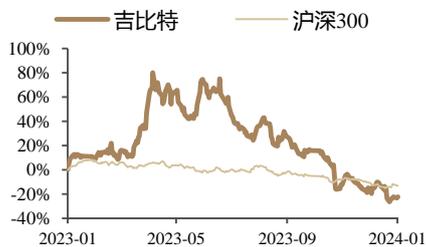
邮箱: maxiao@tebon.com.cn

刘文轩

资格编号: S0120523070008

邮箱: liuwu@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.80	-11.11	-33.00
相对涨幅(%)	-5.80	-6.16	-24.56

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

吉比特(603444.SH)首次覆盖报告: 创意驱动研发、精品长线运营, 随机性与确定性的对冲

投资要点

- **吉比特: 研发起家, 拓展运营的精品游戏公司。**吉比特成立于2004年, 2006年凭借自研端游《问道》起家, 2012年设立发行品牌“雷霆游戏”, 拓展到产业链下游的发行、运营领域; 当前是一家基本盘稳健、强调创意、品类差异化强的游戏公司。
- **通过创意驱动型研发机制, 产出长生命周期产品, 带来流水与EPS上阶梯是长逻辑。**以制作为核心的创意驱动型研发机制, 加之持续扩充研发团队和小步快跑的策略提升工业化能力, 在“留存率+可玩性”的立项标准筛选下持续产出长生命周期、玩法优异的产品, 形成流水的上阶梯特征, 带动EPS的增长, 是公司增长的长逻辑。
- **核心产品利润贡献大且稳+代理业务拿产品能力强, 构成确定性对冲研发端创意驱动的随机性。**创意必然伴随“随机性”, 与之对冲的“确定性”是公司稳态期的核心产品和代理发行业务。对于前者, 我们测算过去两年《问道》、《问道手游》两款产品贡献了约50%的收入, 和约70%的利润, 且两款产品均已进入稳态运营阶段, 贡献了稳定的流水、利润基本盘。对于后者, 我们测算代理产品带来的净增量在过去四年均为正, 起到了平滑“长草期”的作用。公司通过股权绑定+精选赛道的方式, 解决产品供给这一游戏代理业务的难点, 逐步从早期主要聚焦Roguelike, 拓展至放置和模拟经营品类。
- **Pipeline 储备丰富, 期待基本面短期承压后的反转。**公司自研 Pipeline 中储备有《勇者与装备(代号BUG)》(App版本, 小程序版本已上线)、《不朽家族》、《代号M72》等多款放置品类产品, 以及定档24Q1的FPS端游《重装前哨》; 代理线则有《神州千食舫》等产品, 有望于后续季度相继上线贡献增量。
- **盈利预测与投资建议:**我们预计公司2023-2025年实现收入43/48/55亿元, 同比增长-17%/+14%/+14%; 实现归母净利润11.7/14.0/16.5亿元, 同比增长-20%/+20%/+18%。给予公司2024年20x目标PE, 对应目标市值280亿元, 目标价388.91元, 首予“买入”评级。
- **风险提示:**产品上线进度或表现不及预期风险; 宏观经济波动风险; 行业竞争加剧风险。

股票数据

总股本(百万股):	72.04
流通A股(百万股):	72.04
52周内股价区间(元):	231.88-568.24
总市值(百万元):	17,648.63
总资产(百万元):	6,483.67
每股净资产(元):	58.41

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,619	5,168	4,268	4,846	5,531
(+/-)YOY(%)	68.4%	11.9%	-17.4%	13.6%	14.1%
净利润(百万元)	1,468	1,461	1,170	1,401	1,648
(+/-)YOY(%)	40.3%	-0.5%	-19.9%	19.7%	17.6%
全面摊薄EPS(元)	20.38	20.28	16.24	19.45	22.88
毛利率(%)	84.9%	88.7%	88.2%	88.5%	88.5%
净资产收益率(%)	32.1%	36.7%	26.3%	24.0%	22.0%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 吉比特：研发起家，拓展运营的精品游戏公司.....	5
1.1. 公司基本情况.....	5
1.2. 财务情况.....	7
2. 收入测算：核心产品问道、一念逍遥过去五年贡献 80%.....	9
2.1. 《问道》及《问道手游》收入测算.....	10
2.2. 《一念逍遥》国服及海外服收入测算.....	11
3. 发行业务：平滑阶梯间空窗期，股权+口碑带来稳定产品供给.....	12
4. 研发机制创意驱动，重视长生命值周期与玩法.....	17
4.1. 自下而上+中台，构建创意驱动型研发机制.....	17
4.2. 立项重视留存率与可玩性，塑造自研产品特性.....	18
4.3. 三大赛道精品打磨，多款产品储备.....	20
5. 盈利预测与投资建议.....	22
5.1. 盈利预测.....	22
5.2. 投资建议.....	23
6. 风险提示.....	24

图表目录

图 1: 吉比特股权结构图	5
图 2: 主要全资子公司及从事的业务	6
图 3: 三种运营模式的收入确认	7
图 4: 2011-2022 年公司营业收入及增速	8
图 5: 2011-2022 年公司营业收入结构	8
图 6: 2011-2022 年公司整体毛利率	8
图 7: 2016-2022 年各项业务毛利率	8
图 8: 2018-2022 年三大费用率	8
图 9: 2011-2022 年归母净利润及增速	9
图 10: 2011-2022 年经调整的经营利润及增速	9
图 11: 2018-2022 年分游戏产品的收入结构 (单位: 百万元)	12
图 12: 2018-2022 年分游戏产品的增量来源 (单位: 百万元)	12
图 13: 2018-2022 年其他产品贡献的收入及增速 (单位: 百万元)	12
图 14: 2016-2022 年全球 iOS+Google Play 渠道流水 TOP 15 (单位: 百万元)	14
图 15: 2018-2022 年代理产品的全球 iOS+Google Play 渠道流水结构分布	14
图 16: 2022 年国内收入 TOP100 手游品类的数量分布	16
图 17: 2022 年国内收入 TOP100 手游品类的收入分布	16
图 18: 16H1-23H1 期末研发人员数量及增速	17
图 19: 近三年 A 股游戏公司研发费用比较 (单位: 百万元)	17
图 20: 近三年 A 股游戏公司研发人员数量比较 (单位: 人)	17
图 21: 小步快跑研发策略的流程	18
图 22: 四款自研手游国服的流水衰减情况	19
图 23: 2017-2019 年《问道》的 MAU、MPU 及付费率	19
图 24: 2017-2019 年《问道》的 ARPU 及 ARPPU	19
图 25: 问道手游国服 iOS 端 MAU (万)	20
图 26: 问道手游国服 iOS 端流水 (百万元)	20
图 27: 《一念逍遥》21M2-23M9 的国服 iOS 端月度流水	20
图 28: 《一念逍遥》国服 iOS 端用户规模及公司整体销售费用	20
表 1: 重要事件年表	5
表 2: 部分管理层信息	6

表 3: 部分产业链投资案例	6
表 4: 上市至今分红情况	9
表 5: 2018-2022 年核心产品收入预测	9
表 6: 2018、2019 年《问道》部分财务数据 (单位: 万元)	10
表 7: 2018-2022 年《问道》收入测算 (单位: 万元)	10
表 8: 2018、2019 年《问道手游》部分财务数据 (单位: 百万元)	10
表 9: 2018-2022 年《问道手游》收入测算 (单位: 百万元)	11
表 10: 2021-2022 年《一念逍遥 (国服)》收入测算 (单位: 百万元)	11
表 11: 2021-2022 年《一念逍遥 (海外服)》收入测算	11
表 12: 2018 年至今上线产品梳理	13
表 13: 2018 年以来的代理产品的分类及相关信息	15
表 14: 23 年半年报公司披露已投资企业	15
表 15: 头部代理游戏的品类梳理	16
表 16: 腾讯、网易、米哈游国内 iOS 端头部产品的品类分布	16
表 17: 中台部门及职能	18
表 18: 吉比特自研产品列表	21
表 19: Pipeline 中产品储备情况	21
表 20: 收入及毛利润预测表	22
表 21: 费用及利润预测表	22
表 22: 《问道》、《问道手游》利润端贡献测算	22
表 23: 可比公司估值表	23
表 24: 估值表	24

1. 吉比特：研发起家，拓展运营的精品游戏公司

1.1. 公司基本情况

吉比特：研发起家，拓展运营的精品游戏公司。成立于2004年，凭借2006年自主研发产品《问道》端游发家，这款产品曾在2008-2011年连续四年获得网络游戏风云榜“十大最受欢迎网络游戏”奖项。2012年，公司设立发行品牌“雷霆游戏”，开始尝试自研自发的运营模式，并于2013年推出首款自研自发产品《斗仙》。随着国内手游市场的发展，公司逐步开启经典产品端转手，于2016年上线《问道》手游并取得成功，此后2017年A股上市。2021年，公司成功研发并发行了第二款大体量产品《一念逍遥》。2022年，公司成立新加坡子公司，拓展海外业务。

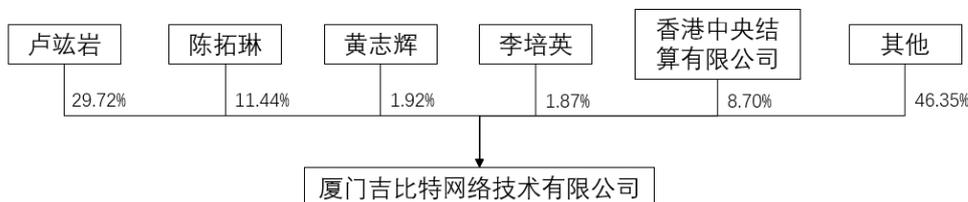
表 1：重要事件年表

时间	事件
2004年	吉比特游戏正式成立
2006年	《问道》端游正式公测上线
2009年	《问道》同时在线人数突破100万人
2011年	《问道》连续四年获得网络游戏风云榜“十大最受欢迎网络游戏”奖项
2012年	运营品牌“雷霆游戏”正式推出，进军游戏运营环节
2013年	自研自发产品《斗仙》开始商业化
2016年	《问道》手游上线，深圳研发、运营中心成立
2017年	A股上市
2019年	雷霆股份于新三板挂牌
2021年	《一念逍遥》上线
2022年	成立新加坡子公司，拓展海外业务

资料来源：公司公告、公司官网，德邦研究所

股权结构较为集中，创始人、总经理为第一大股东和实际控制人。公司当前第一大股东为实际控制人、董事长、总经理、创始人卢竑岩，第二大股东为副董事长、战略委员会委员陈拓琳，两人合计持股41.16%；此外，公司早期员工黄志辉（2010年1月-2014年8月任问道工作室制作人）、李培英分别持股1.92%、1.87%。

图 1：吉比特股权结构图



资料来源：公司公告，德邦研究所

注：截止2023年三季报。

管理层深耕游戏行业多年，产业经验丰富。公司现任董事长&总经理卢竑岩、副董事长陈拓琳均为技术出身，有在海外任软件工程师的经历，并且具有产品背景（《问道》产品项目组便是由卢竑岩组建）。旗下雷霆网络董事长、总经理翟健曾任广州博冠信息（网易旗下公司）商务专员，2012年加入公司后从头建立整个运营团队。

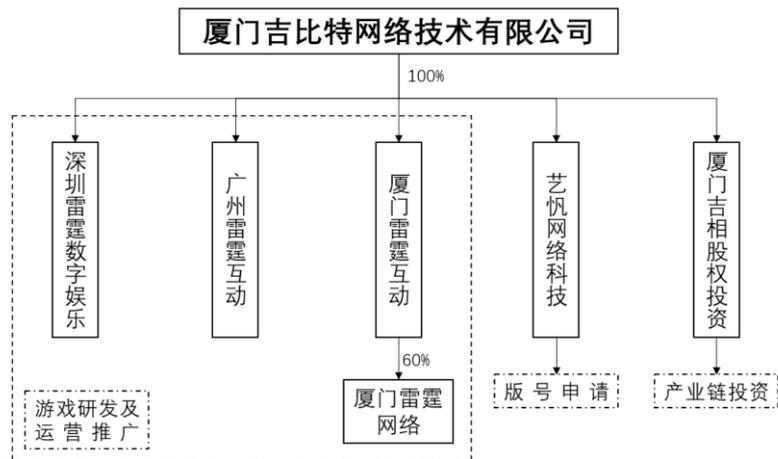
表 2: 部分管理层信息

姓名	职务	简介
卢竑岩	董事长、董事、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 年创立公司，现任公司董事长、总经理，雷霆互动执行董事，艺帆科技执行董事，雷霆股份董事，鼓浪投资执行董事。
陈拓琳	副董事长、董事、战略委员会委员	曾任 Robert Bosch Research & Technology Center, North America 软件工程师。2005 年加入公司，现任公司副董事长、雷霆股份董事。
高岩	董事、副总经理	曾任武汉凡谷电子技术股份有限公司董事会秘书。2009 年加入公司，现任公司董事、副总经理，艺帆科技总经理。
翟健	董事、董事长（雷霆网络）、总经理（雷霆网络）	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。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，海南博约执行董事、总经理，浙江博约执行董事、经理，香港雷霆游戏董事，香港雷霆信息董事。
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 3 月加入公司，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 1 月加入公司，现任公司副总经理、董事会秘书，雷霆股份董事。

资料来源：公司公告、Wind 等，德邦研究所

旗下全资子公司主要为运营团队、资质申请团队和产业链投资团队。1) 厦门雷霆互动、广州雷霆互动及深圳雷霆数字娱乐，为旗下游戏运营品牌“雷霆游戏”的主体；其中，由厦门雷霆互动持股 60%、运营团队创始人翟健持股 40% 的雷霆网络在新三板挂牌。2) 艺帆网络主要负责行业资质准入、游戏版号等审批的申请。3) 厦门吉相主要从事产业链相关投资。

图 2: 主要全资子公司及从事的业务



资料来源：公司公告，德邦研究所
注：截止 23H1。

股权投资串联优秀产业链公司，反哺业务端游戏内容供给。公司通过吉相投资（即吉比特投资），及吉相天成股权投资基金进行了一系列的产业链投资。所投资标的涉及游戏制作商、发行平台、游戏引擎等领域，截止 2023 年半年报，披露的参股公司达到 59 个。上市公司在上述投资中通常都只占少数股权，并进一步通过股权关系促进业务层面的合作，反哺游戏内容供给，例如青瓷游戏、淘金互动旗下都有产品通过雷霆游戏发行。

表 3: 部分产业链投资案例

被投公司名称	吉比特持股比例-%	主要产品
青瓷游戏	19%	《最强蜗牛》、《不思议迷宫》（雷霆发行）
易玩网络	10%	TAPTAP 平台
勇仕网络	20%	《碧蓝航线》
淘金互动	30%	《地下城》系列（雷霆发行）
真有趣	10%	《香肠派对》、《不休的乌拉拉》
Unity 中国	2%	Unity 引擎

广州嘔嘍	15%	《Muse Dash》
北京简游	20%	《羊了个羊》

资料来源：2023 年半年度报告、天眼查、16p.com，德邦研究所

1.2. 财务情况

吉比特作为一个标准的游戏厂商，其商业模式为：研发或代理游戏产品，发行上线获取玩家充值流水，再与产业链各环节分成，分成所得确认为收入。与其他游戏厂商略有差别的是，公司将所运营产品分为三类：

- 1) **授权运营**：公司作为游戏研发商，将产品授权给第三方代理发行，公司仅确认研发商分成部分作为收入。
- 2) **自主运营**：公司将自研或代理的产品，通过旗下的雷霆游戏进行发行，确认玩家充值流水的 100% 作为收入。
- 3) **联合运营**：在自主发行之外，公司将自研或代理的产品上架应用商城（即所谓的联合运营商），扣除应用商城的分成之后，将其余部分确认为收入。

*为了简化，上述分析没有考虑收入递延的情况，实际上公司收到的分成和流水，会按照所出售付费内容的性质，逐步确认为收入。

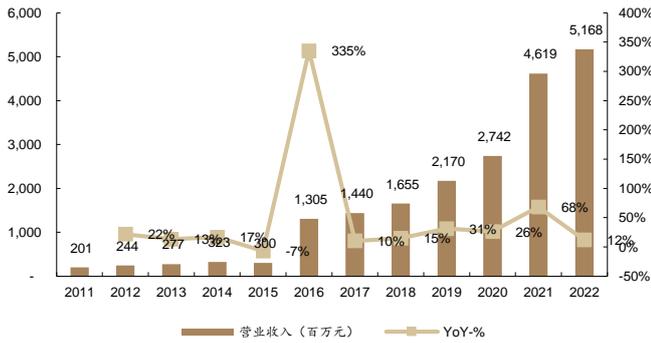
图 3：三种运营模式的收入确认



资料来源：公司公告，德邦研究所绘制

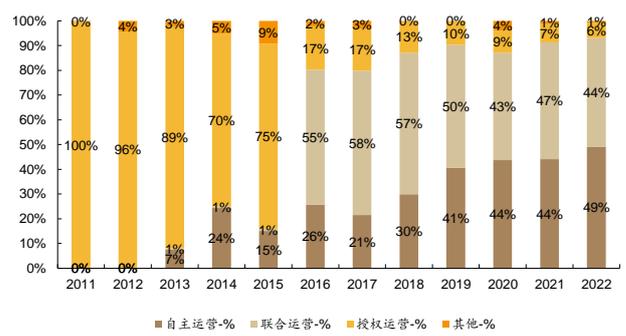
在收入结构变化和重点产品上线的驱动下，公司的收入端体现了明显的上阶梯特征，2016 年、2021 年收入同比增速分别达到了 335%、68%，显著高于前后年份。究其原因，公司 2016 年前的收入大部分来自于授权运营，本质上是一种净额法确认；2016 年，一方面公司上线了《问道》手游，并且采用了自主发行+渠道联运的方式，其中前者采用全额法确认、后者确认扣除渠道分成后的净收入，收入规模显著膨胀，并且在后续几年维持在稳步增长的状态上；2021 年公司上线了另一款大体量产品《一念逍遥》，收入规模再次上阶梯。

图 4：2011-2022 年公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

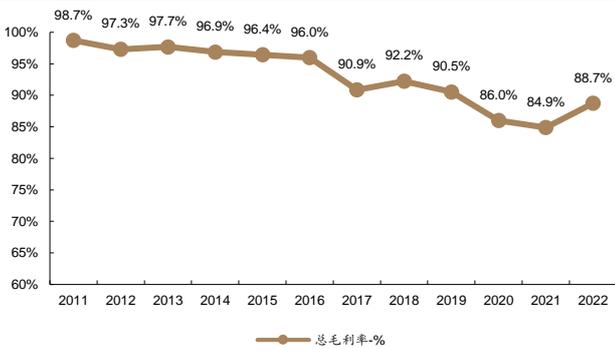
图 5：2011-2022 年公司营业收入结构



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

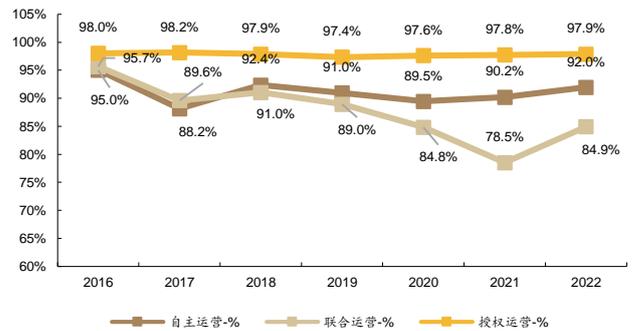
毛利率水平较高；联合运营部分收入毛利率波动受代理产品流水占比影响较大。由于上述的收入确认准则，导致在大部分其他游戏公司成本结构中，占大比例的渠道分成完全不在利润表中体现，进而使得公司整体的毛利率水平在行业中较高。分业务来看，授权运营、自主运营业务的毛利率水平分别稳定在 98%、90% 上下；联合运营业务的毛利率波动主要来自于当年的代理游戏产品占比变化。

图 6：2011-2022 年公司整体毛利率



资料来源：公司公告，德邦研究所

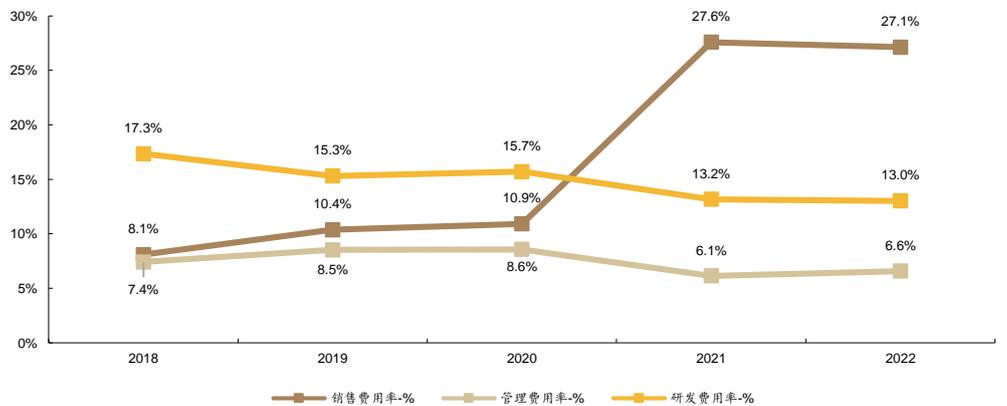
图 7：2016-2022 年各项业务毛利率



资料来源：公司公告，德邦研究所

研发、管理费用体现规模效应，买量产品上线推升销售费用。研发费用和管理费用，两个主要由人员工资构成的费用，其费用率基本随着收入规模的扩张而下降，体现规模效应；2021 年由于上线营销推广需求较大的《一念逍遥》等产品，销售费用率扩张较为明显。

图 8：2018-2022 年三大费用率

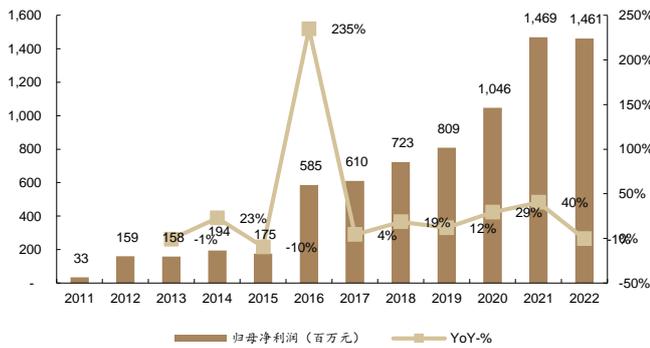


资料来源：公司公告，德邦研究所

表观净利润同样呈现阶梯状变化，但纯经营层面或有更强的增长稳定性。与营业收入类似，归母净利润也呈现了明显的上阶梯特征，但除了经营因素外，公司的投资业务所产生的投资净收益、资产减值损失等非经营性因素，一定程度上也对表观利润产生了扰动。

因此我们通过将毛利润中扣除税金及附加、三大费用，计算经调整的经营利润指标，以求更多的反映经营层面特征。结果显示 2018 年-2022 年上述指标实现了 CAGR 22%，且每年（除了 2020 年）的同比增速均在 25% 上下——意味着经营层面的稳步扩张实际部分被隐藏。

图 9：2011-2022 年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 10：2011-2022 年经调整的经营利润及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所测算

注：调整规则为：经调整经营利润=收入-成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用

此外，公司具有较好的分红文化，2017 年上市以来每年均进行了现金分红，2016 年-2023 年前三季度平均股利支付率 66%。

表 4：上市至今分红情况

时间	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	股利支付率(%)	每股股利(元)	股息率(%)
2016 年	5.9	2.9	50.2%	4	n/a
2017 年	6.1	1.9	30.7%	3	1.4%
2018 年	7.2	7.2	99.4%	10	6.8%
2019 年	8.1	3.6	44.4%	5	1.7%
2020 年	10.5	8.6	82.4%	12	2.8%
2021 年	14.7	11.5	78.3%	16	3.8%
2022 年	14.6	12.2	83.7%	17	5.4%
23Q1-Q3	8.6	5.0	58.7%	7	1.9%

资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

2. 收入测算：核心产品问道、一念逍遥过去五年贡献 80%

核心产品收入贡献比例极高，问道、一念逍遥预计过去五年收入贡献稳定于 80% 附近。我们优先对公司的收入按产品进行了拆分，结论显示《问道手游》、《一念逍遥（国服）》、《一念逍遥（海外服）》、《问道》四款核心产品，预计在过去 5 年中基本稳定贡献了公司约 80% 的收入。

表 5：2018-2022 年核心产品收入预测（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022
游戏收入	1,653	2,167	2,631	4,557	5,125
YoY-%	-	31%	21%	73%	12%
《问道》收入	182	183	213	297	277
YoY-%	-	0%	17%	39%	-7%
占比-%	11%	8%	8%	7%	5%
《问道手游》收入	1,196	1,576	1,655	1,942	2,170

YoY-%		32%	5%	17%	12%
占比-%	72%	73%	63%	43%	42%
《一念逍遥 (国服)》收入				1,398	1,489
YoY-%					7%
占比-%				31%	29%
《一念逍遥 (海外服)》收入				38	160
YoY-%					321%
占比-%				1%	3%
四款核心产品总收入	1,378	1,759	1,869	3,675	4,096
YoY-%		28%	6%	97%	11%
占比-%	83%	81%	71%	81%	80%

资料来源：公司公告、SensorTower，德邦研究所测算

值得一提的是，测算结果仅供参考，以上市公司公告数据为准；具体测算步骤如下：

2.1. 《问道》及《问道手游》收入测算

《问道》上线于 2006 年 4 月，被授权给北京光宇在线运营，公司做为 CP 方分成，并确认为“授权运营收入”。根据 2019 年年报（补充披露稿），2018、2019 年《问道》分别贡献了授权运营收入中的 87%、88%。

表 6：2018、2019 年《问道》部分财务数据（单位：万元）

	2018 年	2019 年
流水	73,289	72,813
收入	18,234	18,262
CP 分成比例-%	25%	25%
毛利润	17,786	17,737
毛利率-%	97.5%	97.1%
授权运营收入	21,042	20,702
《问道》占比-%	87%	88%

资料来源：2019 年年度报告（补充披露稿），德邦研究所

我们假设 2020-2022 年《问道》收入在授权运营分享中的占比基本稳定，持平 2019 年水平，可以简单推算出《问道》期间的收入。

表 7：2018-2022 年《问道》收入测算（单位：万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
授权运营	21,042	20,702	24,192	33,621	31,390
《问道》占比-%	87%	88%	88%	88%	88%
《问道》收入	18,234	18,262	21,341	29,659	27,691

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

《问道手游》上线于 2016 年 4 月，是公司自研自发的产品。根据 1.2 中提及的收入确认准则，基于自有平台发行的部分按流水确认收入；通过第三方应用商城渠道获客的部分确认扣除渠道分成后的净收入。我们基于第三方数据库 SensorTower 可以获得 IOS 端的流水数据，并且计算其在产品整体流水中的占比，18、19 年分别为 26%、24%。

表 8：2018、2019 年《问道手游》部分财务数据（单位：百万元）

	2018	2019
流水	2,080	2,487
IOS 流水	546	604
IOS 占比-%	26%	24%

收入	1,196	1,576
确认比例-%	57%	63%
毛利润	1,159	1,526
毛利率-%	96.9%	96.8%

资料来源：2019 年年度报告（补充披露稿）、SensorTower，德邦研究所

我们假设 IOS 流水占比稳定于 24%（除了 2021 年国服 IOS 端免费榜排名显著增加，预计 iOS 收入占比对应提升）；收入的确认比例随着产品运营时间增长、自主发行所贡献流水占比提升而略有提升，进而可以大致预测出 2020-2022 年《问道手游》的收入规模。

表 9：2018-2022 年《问道手游》收入测算（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
IOS 流水	546	604	621	807	789
IOS 占比-%	26%	24%	24%	27%	24%
总流水	2,080	2,487	2,586	2,988	3,289
确认比例-%	57%	63%	64%	65%	66%
收入	1,196	1,576	1,655	1,942	2,170

资料来源：公司公告、SensorTower，德邦研究所测算

2.2. 《一念逍遥》国服及境外服收入测算

《一念逍遥（国服）》上线于 2021 年 2 月，与《问道手游》相同为自研自发。考虑到上线以来多次获得 App Store 推荐，我们预计 IOS 端的流水占比较高，假设为 75%；同样的我们假设非 IOS 端的买量均通过自有渠道（因为如果上架安卓应用商城，用户看到广告再去应用商城下载，则厂商同时付出广告费和渠道分成两部分支出，并不划算，因此通常买量产品不上安卓应用商城，但 IOS 为封闭系统，所以难以避免。）基于此，我们测算出了 2021、2022 年《一念逍遥（国服）》的收入。

表 10：2021-2022 年《一念逍遥（国服）》收入测算（单位：百万元）

	2021	2022
IOS 流水	1,353	1,441
IOS 占比-%	75%	75%
总流水	1,803	1,921
收入确认比例-%	78%	78%
收入	1,398	1,489

资料来源：公司公告、SensorTower，德邦研究所测算

《一念逍遥》港澳台服、韩国服和东南亚服，分别于 2021 年 10 月和 2022 年 9 月上线，参考 SensorTower 确认其流水；考虑到海外手游市场 App Store 和 Google Play 为主要渠道，我们假设海外服的确认比例为 70%（30%为上述两个渠道分成部分），进而测算出 21、22 年收入。

表 11：2021-2022 年《一念逍遥（境外服）》收入测算（单位：百万元）

	2021	2022
海外 App Store & Google Play 流水	54	229
确认比例-%	70%	70%
收入	38	160

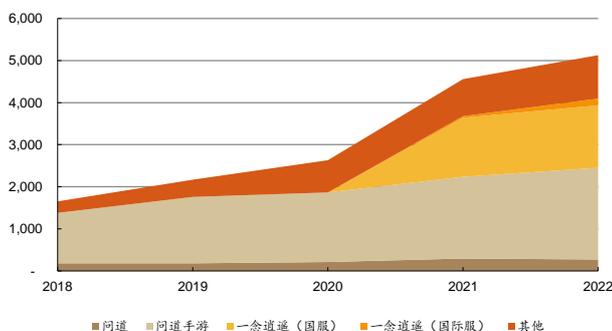
资料来源：SensorTower，德邦研究所测算

3. 发行业务：平滑阶梯间空窗期，股权+口碑带来稳定产品供给

能够持续产出兼具“大体量”和“长生命周期”的产品，让收入上阶梯是吉比特的核心能力。按产品结构拆分后，公司的收入体现出了明显的“上阶梯”特征。我们曾经于神州泰岳的深度报告中阐述过，上述特征的基础在于：核心产品的“大体量”+“长生命周期”，形成稳定的现金流，支撑起新品试错时间，直到产生第二个“又大又长”的核心产品。

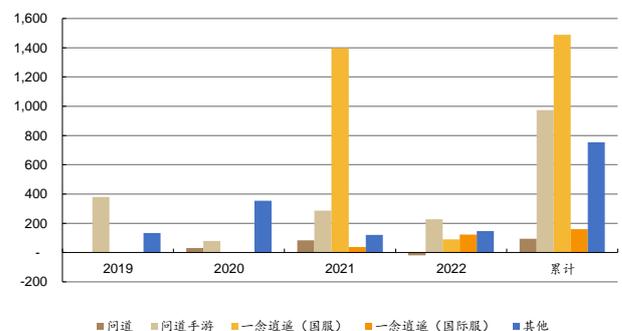
但其他产品的贡献绝对不应被低估，其平滑了阶梯之间的“长草期”，并且贡献了可观的增量。毫无疑问从《问道》到《问道手游》到《一念逍遥》的进化是符合上述进程的，但另一方面我们也观察到，四个核心产品之外的其他产品带来的净增量在每一个年度都是为正的，而且如果按来源加总 2018-2022 年各年度收入增量，除了《一念逍遥（国服）》、《问道手游》之外，其他产品是第三大增量来源。值得一提的是，此处我们考虑的是净增量，这些“非核心产品”并非每一个都具有长生命周期，其贡献是不容低估的。

图 11：2018-2022 年分游戏产品的收入结构（单位：百万元）



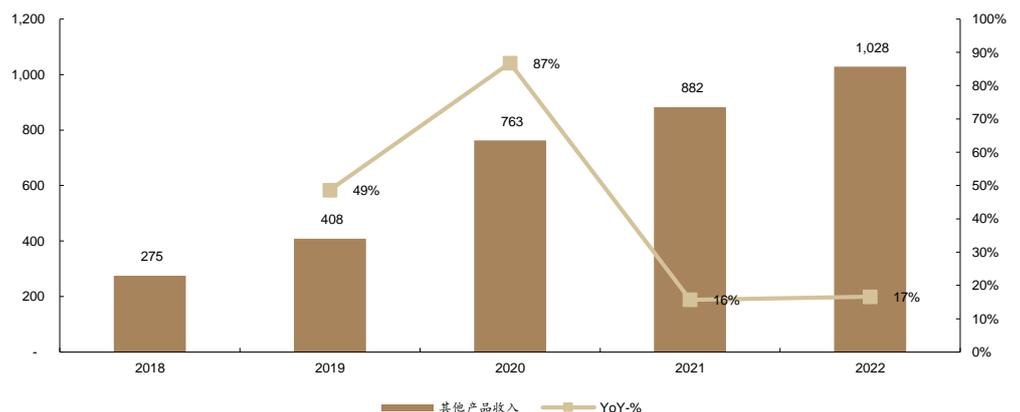
资料来源：公司公告、SensorTower，德邦研究所测算

图 12：2018-2022 年分游戏产品的增量来源（单位：百万元）



资料来源：公司公告、SensorTower，德邦研究所测算

图 13：2018-2022 年其他产品贡献的收入及增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告、SensorTower，德邦研究所测算

而这一部分增长主要由代理产品贡献。具体到产品层面，我们梳理了 2018 年以来公司上线的移动端产品情况。可见实际公司自研的产品数量并不多，这个时间区间里上线的产品有《一念逍遥》、《奇葩战斗家》、《异化之地》三款，绝大部分产品都是代理而来，构成了我们上述的增长。

表 12：2018 年至今上线产品梳理

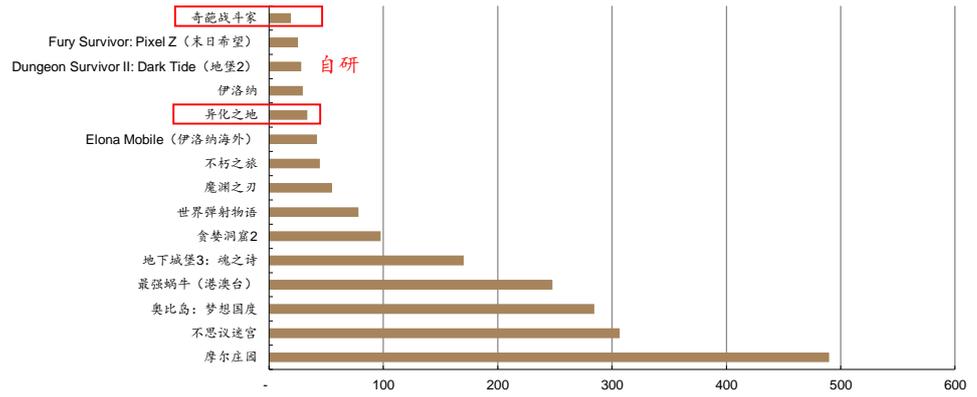
游戏名称	品类	上线时间	产品来源
贪婪洞窟	Roguelike	2018 年 2 月	代理
长生劫	单机解谜	2018 年 6 月	代理
奇葩战斗家 (IOS)	休闲竞技	2018 年 9 月	自研
贪婪洞窟 2	Roguelike	2018 年 11 月	代理
螺旋英雄谭	SRPG	2019 年 1 月	代理
跨越星弧	单机 Roguelike	2019 年 3 月	代理
探灵	恐怖	2019 年 4 月	代理
异化之地 (IOS)	单机 Roguelike	2019 年 5 月	自研
末日希望 (海外及港澳台)	RPG 末日生存	2019 年 6 月	代理
奇葩战斗家 (其他)	休闲竞技	2019 年 8 月	自研
永不言弃：黑洞！ (IOS)	休闲竞技	2019 年 7 月	代理
伊洛纳	日式 RPG	2019 年 8 月	代理
人偶馆绮幻夜	恋爱悬疑解密	2019 年 9 月	代理
失落城堡 (IOS)	Roguelike	2019 年 10 月	代理
下一把剑	休闲 RPG	2019 年 11 月	代理
异化之地 (其他)	单机 Roguelike	2019 年 12 月	自研
进化之地	RPG	2019 年 12 月	代理
失落城堡 (其他)	Roguelike	2020 年 3 月	代理
五行师 (二次发行)	策略卡牌	2020 年 4 月	代理
匠木	解密	2020 年 6 月	代理
最强蜗牛 (港澳台)	放置	2020 年 6 月	代理
合成小小镇	模拟经营	2020 年 7 月	代理
冒险与挖矿	放置	2020 年 7 月	代理
魔渊之刃	Roguelike	2020 年 9 月	代理
不朽之旅	放置	2020 年 9 月	代理
荣誉指挥官	RTS	2020 年 9 月	代理
巨像骑士团	战棋	2020 年 10 月	代理
像素危城 (末日希望国服)	RPG 末日生存	2020 年 12 月	代理
一念逍遥	放置	2021 年 2 月	自研
摩尔庄园	模拟经营	2021 年 6 月	代理
地下城堡 3：魂之诗	RPG	2021 年 10 月	代理
世界弹射物语	RPG	2021 年 10 月	代理/本地化
一念逍遥 (港澳台)	放置	2021 年 10 月	自研
冰原守卫者	RPG	2021 年 11 月	代理
石油大亨	模拟经营	2022 年 1 月	代理
精灵魔塔	Roguelike	2022 年 1 月	代理
奥比岛：梦想国度	模拟经营	2022 年 7 月	代理
一念逍遥 (韩国版)	放置	2022 年 9 月	自研
一念逍遥 (东南亚版)	放置	2022 年 9 月	自研
奇葩战斗家 (东南亚版)	休闲竞技	2023 年 5 月	自研
这个地下城有点怪	弹幕射击	2023 年 5 月	代理
新庄园时代	模拟经营	2023 年 8 月	代理
飞吧龙骑士	Roguelike+休闲竞技	2023 年 8 月	代理
皮卡堂之梦想起源	模拟经营	2023 年 12 月	代理
超进化物语 2	RPG+卡牌	2023 年 12 月	代理

资料来源：历年公司公告、SensorTower、16p 等，德邦研究所整理

注：《螺旋英雄谭》《人偶馆绮幻夜》《荣誉指挥官》《巨像骑士团》《摩尔庄园》等部分产品已解约或到期未续约。

我们对问道、一念逍遥外的其他产品，依照 2016-2022 年累计的全球 iOS 渠道和 GooglePlay 渠道流水进行排序，结果显示 TOP10 均为代理所得。无论产品数量还是收入贡献均主要由代理产品所贡献。

图 14: 2016-2022 年全球 iOS+Google Play 渠道流水 TOP 15 (单位: 百万元)

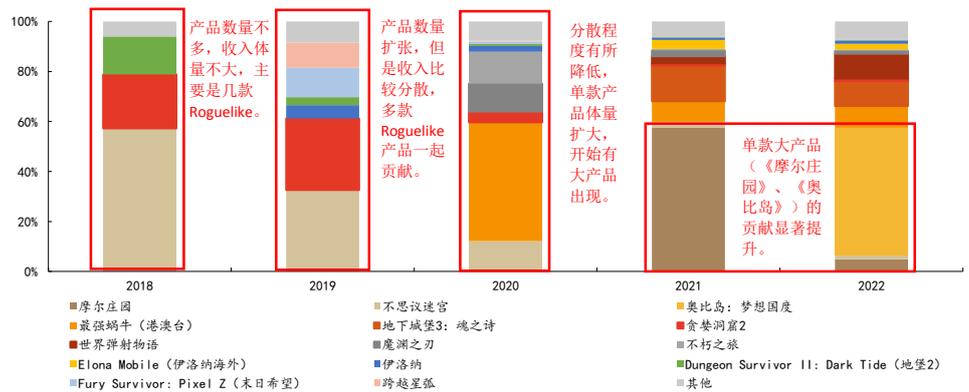


资料来源: SensorTower, 德邦研究所

注: 不包含国内的安卓渠道; 汇率依照每月的 USDCNY 收盘价进行还原; 已经还原 30%的渠道分成。

结构拆分下, 早期主要依靠 Roguelike, 逐步拓展放置题材, 单款产品贡献不大但是数量多; 21、22 年代理了大体量、大 IP 的模拟经营产品带来显著增长。2018 年收入规模较小, 且主要来自于几款 Roguelike 的产品; 2019 年产品数量驱动收入规模扩张, 多款中小体量的 Roguelike 游戏贡献了主要增量; 2020 年产品分散化程度降低, 单款产品虽然仍然属于是“中小体量”但绝对值有所提升, 除 Roguelike 之外放置类贡献加大; 2021-2022 年, 大产品贡献显著提升, 主要来自于两款模拟经营大 IP 产品《摩尔庄园》、《奥比岛》。

图 15: 2018-2022 年代理产品的全球 iOS+Google Play 渠道流水结构分布



资料来源: SensorTower, 德邦研究所

注: 不包含国内的安卓渠道; 汇率依照每月的 USDCNY 收盘价进行还原。

游戏代理发行生意的核心在于通过优质的产品供给形成正循环。签约好的产品->产品成功率高->业务规模扩张&口碑积累&与 CP 方的良好关系->更容易签约好的产品, 形成正循环。反之, 产品质量则会边际变差, 进而使得代理发行业务逐渐变成一个“走量搏爆款”的状态。

我们认为公司代理业务的优势主要在于两点:

1) 产业投资, 通过股权绑定 CP 厂商, 获取后续产品签约的优先机会。例如投资《贪婪洞窟》的研发商成都阿哇龙, 并发行《贪婪洞窟 2》; 投资《地下城堡》的研发商淘金互动, 并且代理后续的《地下城堡》系列、《跨越星弧》。而根据 2023 年半年报, 公司已经投资了 59 个产业链公司。

表 13：2018 年以来的部分代理产品的分类及相关信息

游戏名称	品类	上线时间	CP 公司	关系	独立游戏
贪婪洞窟	Roguelike	2018 年 2 月	成都阿哇龙	投资	
贪婪洞窟 2	Roguelike	2018 年 11 月	成都阿哇龙	投资	
螺旋英雄谭	SRPG	2019 年 1 月	上海月螺		
跨越星弧	Roguelike	2019 年 3 月	淘金互动	投资	
末日希望 (海外及港澳台)	RPG	2019 年 6 月	千益互动		
伊洛纳	日式 RPG	2019 年 8 月	数字狗	投资	
人偶馆绮幻夜	恋爱悬疑解密	2019 年 9 月	猫树网络		
五行师 (二次发行)	策略卡牌	2020 年 4 月	蓬莱飞鱼工作室		
匠木	解密	2020 年 6 月	成都东极六感	投资	
最强蜗牛 (港澳台)	放置	2020 年 6 月	青瓷游戏	投资	
冒险与挖矿	放置	2020 年 7 月	木七七		
不朽之旅	放置	2020 年 9 月	重庆九鱼乐	投资	
荣誉指挥官	RTS	2020 年 9 月	五十一区		
巨像骑士团	战棋	2020 年 10 月	木七七		
像素危城 (末日希望国服)	RPG	2020 年 12 月	千益互动		
摩尔庄园	模拟经营	2021 年 6 月	淘米游戏		
地下城堡 3: 魂之诗	Roguelike	2021 年 10 月	淘金互动	投资	
世界弹射物语	RPG	2021 年 10 月	CY Games		
冰原守卫者	沙河生存	2021 年 11 月	陨石公司		
石油大亨	模拟经营	2022 年 1 月	Gamious		
奥比岛: 梦想国度	模拟经营	2022 年 7 月	百奥家庭互动		
这个地下城有点怪	弹幕射击	2023 年 5 月	梦加网络		
新庄园时代	模拟经营	2023 年 8 月	上游网络		
飞吧龙骑士	Roguelike+休闲竞技	2023 年 8 月	心光流美		
皮卡堂之梦想起源	模拟经营	2023 年 12 月	上海爱扑		
超进化物语 2	RPG+卡牌	2023 年 12 月	NTFusion		
长生劫	单机解谜	2018 年 6 月	北派游戏		是
探灵	恐怖	2019 年 4 月	Phoenix studio		是
永不言弃: 黑洞! (IOS)	休闲竞技	2019 年 7 月	Invictus Games		是
失落城堡 (IOS)	Roguelike	2019 年 10 月	Hunter Studio		是
下一把剑	休闲 RPG	2019 年 11 月	River 工作室		是
进化之地	RPG	2019 年 12 月	Shiro Games		是
失落城堡 (其他)	Roguelike	2020 年 3 月	Hunter Studio		是
魔渊之刃	Roguelike	2020 年 9 月	魔剑工作室		是
精灵魔塔	Roguelike	2022 年 1 月	普雷伊特工作室		是

资料来源: 公司公告、TapTap、各公司官网、天眼查等, 德邦研究所整理

表 14：23 年半年报公司披露已投资企业

青瓷游戏	地心互娱	厦门千万时	杭州熊和猫	上海烛宇	厦门奇象
成都星艺	东极六感	北京白夜岛	梦寐映画	重庆钜堡	重庆九鱼乐
厦门辣葡萄	成都数字狗	北京魔宙	魔塔网络	上海部恩	成都热核
苏州云霜	飞鼠网络	成都凡帕斯	千道科技	厦门滑稽	广州卓游
淘金互动	匠游科技	成都乐麦互娱	厦门雏羽	厦门松月	上海巨游
Unity 中国	成都余香	成都游戏河	南京鸽游	厦门观澜汇	北京简游
勇仕网络	星空智盛	广州艾斯西	厦门黑武士	C4Cat	成都云端凯德
易玩网络	诺惟投资	广州大火鸟	厦门雷魂	River Games	北京能量故事
广州因陀罗	厦门稿定	广州纳仕	厦门英普洛	Neuronads	深圳肝氩
广州呖喽	厦门真有趣	杭州谦游坊	上海润梦	广州阿尔法	

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2) 精选赛道一定程度上减少与大厂的竞争, 通过树立口碑进一步稳定产品供给。如上文的拆分, 从代理产品的角度, 公司主要聚焦的赛道是 Roguelike、放置和模拟经营。

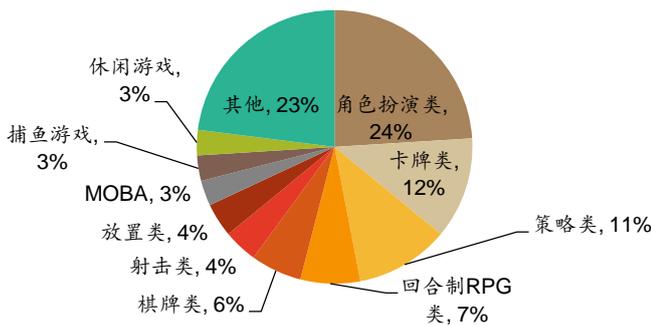
表 15: 头部代理游戏的品类梳理

16 年-22 年累计流水排名	产品名称	品类
1	摩尔庄园	模拟经营
2	不思议迷宫	Roguelike
3	奥比岛: 梦想国度	模拟经营
4	最强蜗牛 (港澳台)	放置
5	地下城堡 3: 魂之诗	Roguelike
6	贪婪洞窟 2	Roguelike
8	魔渊之刃	Roguelike
9	不朽之旅	Roguelike
10	Elona Mobile	Roguelike

资料来源: SensorTower, 德邦研究所

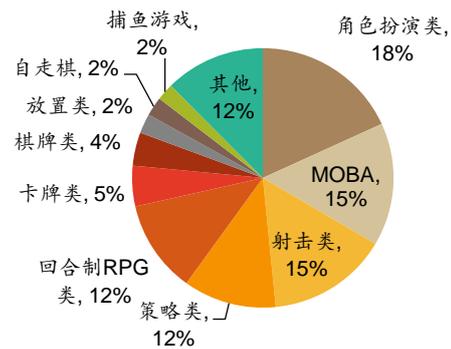
而在 2022 年, 上述品类中除了放置类在 TOP100 收入手游中占据了 4% 的数量份额和 2% 的收入份额外, 均为较小的比例; Roguelike 和模拟经营都被归为其他。三个品类都属于规模不大的细分赛道。

图 16: 2022 年国内收入 TOP100 手游品类的数量分布



资料来源: 《2022 年中国游戏产业报告》, 德邦研究所

图 17: 2022 年国内收入 TOP100 手游品类的收入分布



资料来源: 《2022 年中国游戏产业报告》, 德邦研究所

此外我们统计了腾讯、网易及米哈游在国内 iOS 渠道头部产品的品类, 除了网易有一款放置品类产品《大话西游: 归来》以外, 并无 Roguelike 和模拟经营品类出现。意味着上述赛道的体量较小, 大厂布局意愿不高, 公司可以同时减轻供给端 (抢产品代理) 和需求端 (同类产品抢用户) 与大厂的竞争。

表 16: 腾讯、网易、米哈游国内 iOS 端头部产品的品类分布

腾讯		网易		米哈游	
品类	数量 (个)	品类	数量 (个)	品类	数量 (个)
FPS	4	休闲竞技	3	ACT	2
MMORPG	3	MMORPG	3	卡牌	1
MOBA	2	卡牌	2	开放世界	1
街机	2	回合制 MMO	2	女性向	1
棋牌	2	SLG	2	合计	5
休闲竞技	2	体育	2		
ACT	1	棋牌	1		
SLG	1	SOC	1		
女性向	1	RPG	1		
自走棋	1	ARPG	1		
体育	1	放置	1		

合计	20	非对称竞技	1
		合计	20

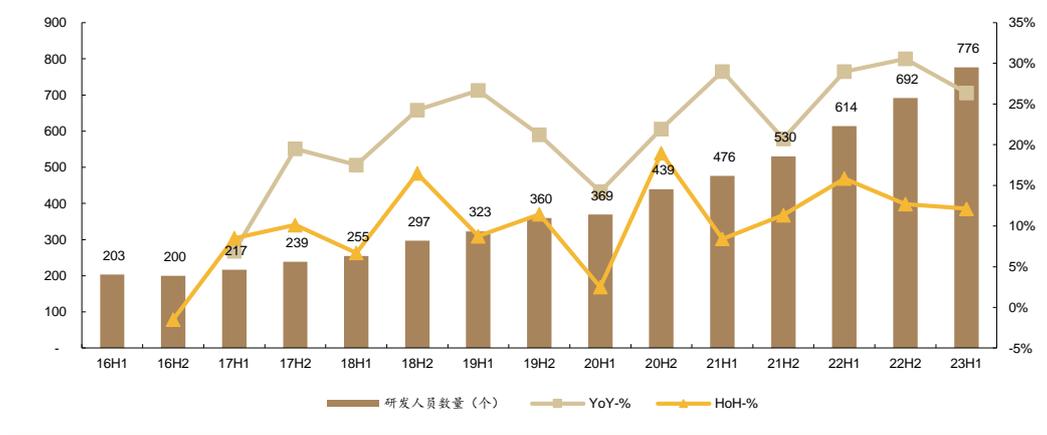
资料来源: SensorTower, 德邦研究所整理
注: 部分产品有品类融合, 分类体现个人观点, 仅供参考。

4. 研发机制创意驱动, 重视长生命周期与玩法

吉比特源于《问道》项目的开发, 加之创始人本身即是技术出身, 公司具有“研发基因”。吉比特以研发《问道》起家, 创始人卢竑岩大学毕业后从事软件工程师职业多年, 后创立吉比特, 负责《问道》项目组的服务器端系统架构、程序技术指导以及项目管理等多项工作, 出身产品一线。

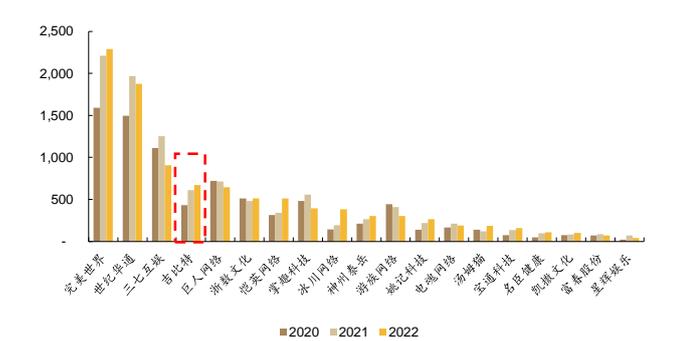
三地设置研发中心, 费用投入位于 A 股第二梯队, 研发人员数量相对较少但在扩张。设厦门、深圳、广州三处研发中心, 研发团队人数稳步提升, 18 年以来基本保持 20% 以上的年同比增长。横向对比来看, 研发费用在 A 股游戏公司中 2022 年排名第四, 第二梯队头部; 研发人员数量持续增长, 但 2022 年仍然位于腰部。

图 18: 16H1-23H1 期末研发人员数量及增速



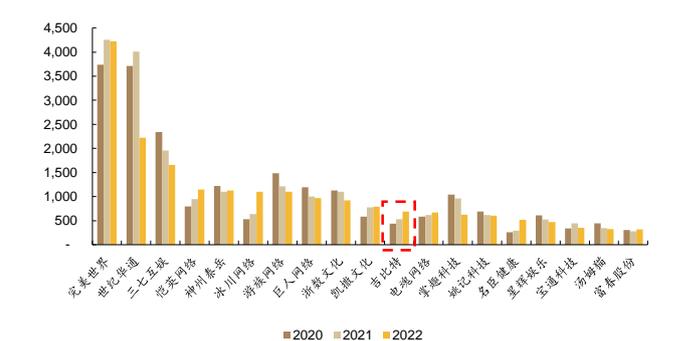
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 19: 近三年 A 股游戏公司研发费用比较 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 德邦研究所

图 20: 近三年 A 股游戏公司研发人员数量比较 (单位: 人)



资料来源: 公司公告, Wind, 德邦研究所

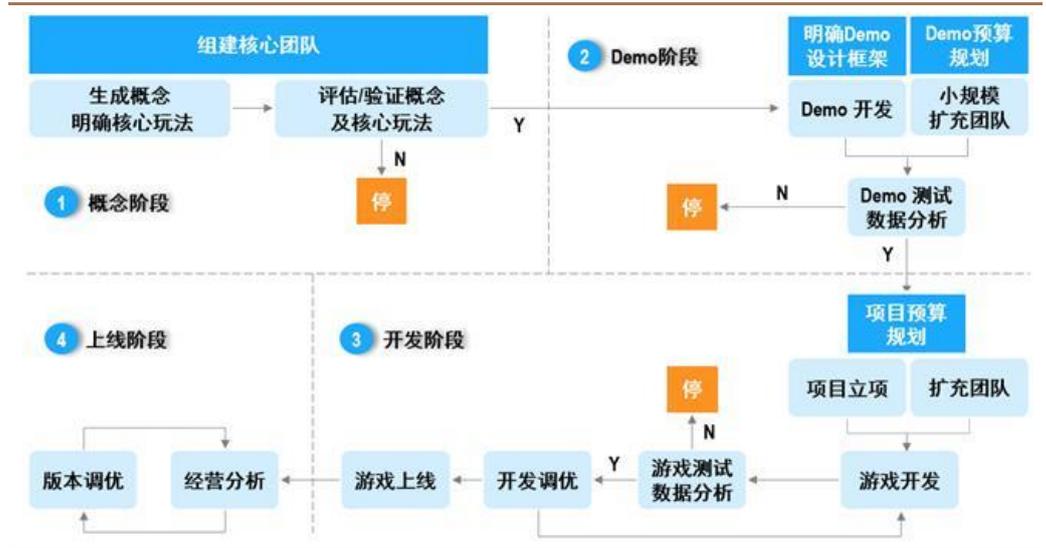
4.1. 自下而上+中台, 构建创意驱动型研发机制

研发机制具有鲜明的“自下而上”特征, 项目制作人具有极高的自主决定权。制作人是项目的负责人, 对于产品具有极高的自主决定权, 可以独立的决定三要素 (玩法、题材、美术风格), 按照自己的需求进行招聘、面试, 组建团队并推进研发进度。

公司的角色主要在于: 1) 制定标准, 并且考核; 2) 对于通过考核的项目组, 持续地进行资源支持。因此公司设立了“小步快跑”的研发策略, 简单的讲就是

“高频测试，及时调整”，即一款产品核心玩法概念形成后，先进行制作 Demo 过审，过审后立项，立项后逐步铺资源，并且高频率测试，及时止损或增加投入。

图 21：小步快跑研发策略的流程



资料来源：2023 年半年度报告，德邦研究所

项目组层面侧重于创意的产生与实践，公司层面则设立了中台部门，主要由技术中心、美术部、音频部和测试中心构成。我们认为中台的作用主要在于：1) 负责通用化产能的搭建，减少各个相对独立的项目组“重复造轮子”的问题，减少人员冗余、节省人力成本；2) 便于公司层面统一测试环节的标准，推动实施和监督；3) 加强美术、程序环节能力的积累，形成风格化美术，提升公司的工业化能力、精品化，确保产品的质量下限。

表 17：中台部门及职能

中台部门	职能
技术中心	聚焦游戏开发的通用技术和前沿技术，协助解决研发项目技术难点
美术部	推动 AIGC 等前沿技术在游戏美术中的应用，加强游戏美术的风格化和精品化，为玩家创造更好的互动视觉体验
音频部	打造游戏音频体验的沉浸感，积极探索前沿音频技术与 AI 技术的应用
测试中心	确保产品测试的有序开展和测试成效，保障游戏研发质量

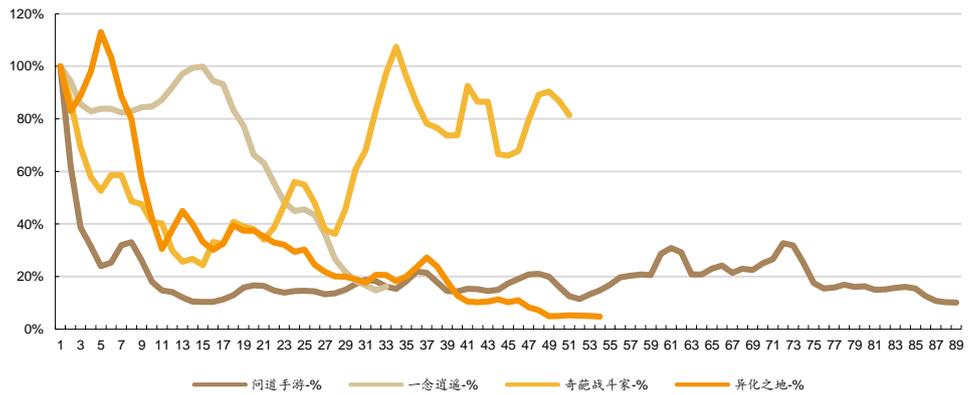
资料来源：2023 年半年度报告，德邦研究所

吉比特的研发机制与网易有明显的类似之处：自下而上、强调中台，是一个经典的创意型机制。游戏等内容产业是把创意变成产品的过程，创意的产生具有随机性，重点在于一套有效的机制去筛选和放大；而变成产品的过程可以有能力的线性积累，也就是所谓“工业化”能力。投资者去筛选游戏公司出产品能力的过程，实际上就是去筛选机制和工业化能力的过程。

4.2. 立项重视留存率与可玩性，塑造自研产品特性

在预研到立项过程中，审核的价值取向和判断标准会左右公司自研管线的方向，吉比特主要强调两点：1) 留存率；2) 可玩性。这也形成了吉比特自研产品的两个显著特点：1) 长生命周期；2) 重视玩法设计。

图 22: 四款自研手游国服的流水衰减情况

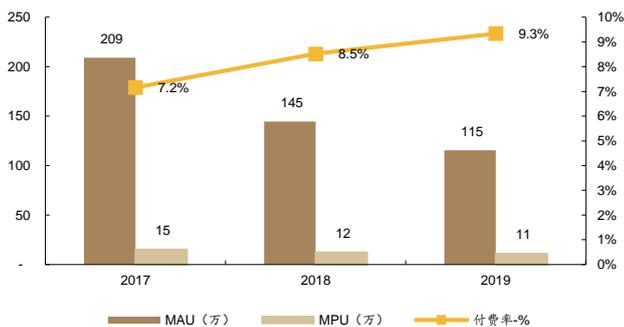


资料来源: SensorTower, 德邦研究所
注: 首月为 100%, 此后各月为首月的百分比, MA3 以平滑波动。

我们曾经于网易的深度报告中阐述过这样的观点: 长生命周期的背后是对强付费能力的核心用户的留存。具体来讲, 随着游戏进入成熟期, 用户规模难以避免的持续下降; 但此处的用户规模下降并非均匀的, 强付费意愿的用户由于沉浸成本等原因流失较慢, 优先流失的会是相对更边缘的用户, 就会形成付费用户数量减少, 但 ARPU 提升的场景, 进而使得整体流水呈现缓慢下滑的长生命周期状态。

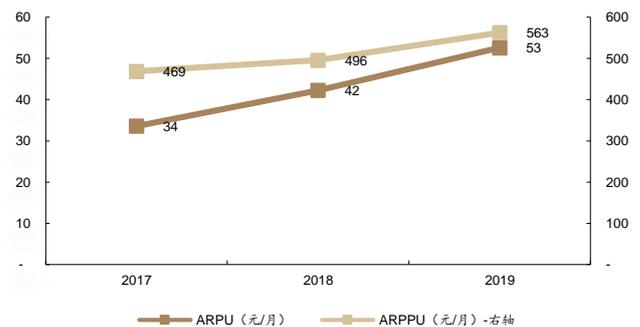
《问道》、《问道手游》、《一念逍遥》都是通过游戏内社交进行筛选和绑定强付费意愿的核心用户, 再通过 RPG 元素推动持续付费。《问道》、《问道手游》为回合制 MMO 品类, 《一念逍遥》为放置类产品, 特点均为游戏节奏偏慢, 而游戏内社交系统健全, 促使玩家在游玩中有更多机会建立游戏内社交关系, 一方面通过“阶级”筛选出强付费意愿的用户 (pay to win, 愿意为了更强而掏钱的玩家), 另一方面通过稳定的社交体系提升这些用户的粘性。而“消费时间/金钱获得资源, 通过资源推动角色变强”这样 RPG 玩法框架下, 成长特性又会带来持续的付费需求。

图 23: 2017-2019 年《问道》的 MAU、MPU 及付费率



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

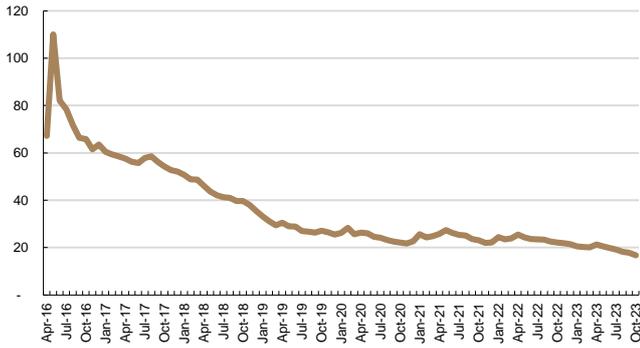
图 24: 2017-2019 年《问道》的 ARPU 及 ARPPU



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

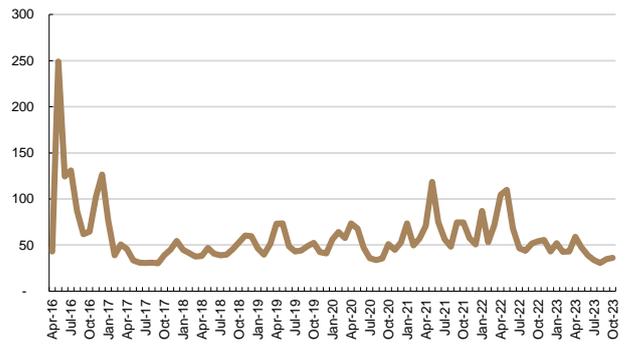
《问道手游》早已进入稳态期, 预计流水会在中枢随生命周期缓慢下滑的状态中, 根据内容更新及竞品的情况有所波动。在 2017 年后就开始进入了长尾期, 用户规模在稳定中缓慢下滑, 流水的波动主要来自于游戏内容的更新或竞品的上线, 但整体来说很难再出现趋势性的上涨, 预计后续会维持一个中枢缓慢下滑, 但有上下波动的状态。

图 25: 问道手游国服 iOS 端 MAU (万)



资料来源: SensorTower, 德邦研究所

图 26: 问道手游国服 iOS 端流水 (百万元)

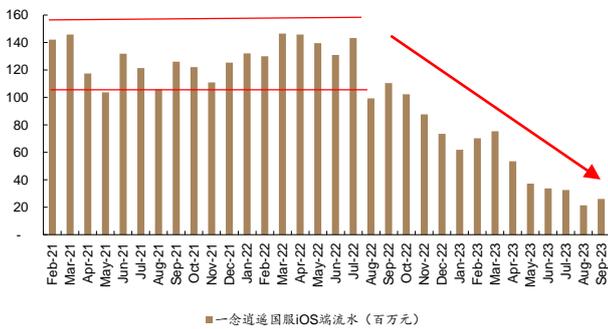


资料来源: SensorTower, 德邦研究所

《一念逍遥》随生命周期逐步下滑，后续有望稳定于长尾状态。产品上线于 21Q1，流水维持了一年半左右的高位波动后，自 22Q3 开始环比持续下滑。我们认为这是随产品生命周期变化而出现的正常下滑。修仙题材的手游产品在 2020 年才开始兴起，加之《一念逍遥》本身是一款偏重于买量的产品，题材渗透率提升的过程中，大量的新用户因为广告投放的原因而进入到产品中。

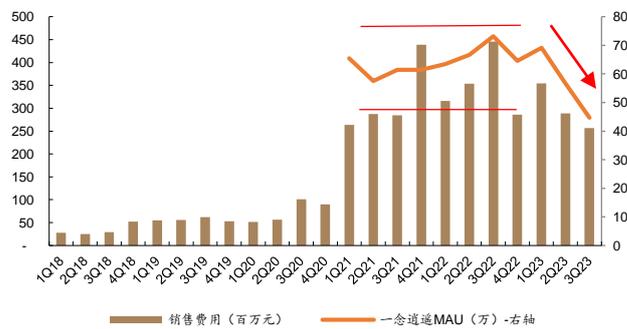
随着上述过程的逐步结束，前期吸收进来的泛用户群体流失后再回归难度加大，未被吸收的核心用户群体数量又变少；叠加宏观因素，广告投放 ROI 回落，用户规模、流水、销售费用三者呈现同步下滑的态势。展望未来，我们认为随着行业供需两端企稳，流水下滑有望逐步放缓，进而进入成熟期的稳态运营状态。

图 27: 《一念逍遥》21M2-23M9 的国服 iOS 端月度流水



资料来源: SensorTower, 德邦研究所

图 28: 《一念逍遥》国服 iOS 端用户规模及公司整体销售费用



资料来源: 公司公告, SensorTower, 德邦研究所

为什么《一念逍遥》作为一款“轻度放置”游戏，展现出了这么强的商业化能力？1) 题材代入感强，在时间窗口期获得了核心用户群体；2) 题材导致的数值体系，支持进行重商业化。根据主策林育宏 2021 年的分享，《一念逍遥》是一款定位在“轻度放置”、并且强调社交的修仙题材游戏。首先，在上线前，市场上实际存在修仙题材的受众用户的需求缺口，《一念逍遥》在设计上更好的达成了这部分用户的代入感，进而筛选出了一块核心用户群体；其次，为了达到这种代入感，设计了“上等修仙境界对下等修仙境界碾压”的指数型数值体系，而这种数值体系又广泛的运用于传奇类产品之中，天然就会对重商业化、买量滚服的模式适配。

4.3. 三大赛道精品打磨，多款产品储备

聚焦三大赛道，研发模式倾向精品打磨。公司自研产品侧设置的三大重点赛道为 MMORPG、SLG 和放置挂机类。整体来看公司自研产品上线的节奏并不快，更倾向于精心打磨。例如端游后期最重要产品《斗仙》研发周期超过 4 年，而彼时正是“端游快餐化”最盛行的时间。

表 18: 吉比特已上线自研产品列表

游戏名称	品类	上线时间	所在端
问道	回合制 MMO	2006 年 6 月	端游
逍遥 Online	MMORPG	2007 年 8 月	端游
问道外传	MMORPG	2011 年 10 月	端游
乱战	集换式卡牌	2012 年 12 月	页游
斗仙	MMORPG	2013 年 7 月	端游
Prelude to Chaos	MMORPG	2014 年 1 月	端游
Clash of Gods	MMORPG	2014 年 3 月	端游
斗仙 2 (新、马版)	MMORPG	2016 年 6 月	端游
女神觉醒	回合制卡牌	2015 年 4 月 (国内) / 2015 年 7 月 (海外)	手游
造化之门	卡牌	2016 年 1 月	手游
虽远必诛	SLG	2016 年 3 月	手游
问道手游	回合制 MMO	2016 年 4 月	手游
斩将封神	3DRPG	2016 年 5 月	手游
奇葩战斗家	休闲竞技	2018 年 9 月 (国内 iOS) / 2019 年 8 月 (国内其他) / 2023 年 5 月 (东南亚)	手游
异化之地	Roguelike	2019 年 5 月 (国内 iOS) / 2019 年 12 月 (国内其他)	手游
一念逍遥	放置	2021 年 2 月 (国内) / 2021 年 10 月 (港澳台) / 2022 年 9 月 (亚太)	手游

资料来源: 公司公告, 德邦研究所整理

多款放置类、模拟经营类产品储备。自研 Pipeline 中储备有多款放置玩法的产品, 短期来看, 《勇者与装备 (代号 BUG)》已经于小程序端上线, APP 端仍在准备中, 《不朽家族》计划于 24 年 1 月上线国内市场; 自研 FPS 端游《Outpost: Infinity Siege (重装前哨)》预计于 24Q1 上线 Steam 平台; 代理侧短期储备有模拟经营产品《神州千食舫》, 计划于 24 年上线。

表 19: Pipeline 中产品储备情况

自研产品				
产品名称	品类	发行区域	预计上线时间	版号
不朽家族 (代号 M66)	放置	全球	24 年 1 月	有
Outpost: Infinity Siege (端游)	FPS	港澳台及海外地区	24Q1	未申请
超喵星计划	休闲	青瓷游戏发行	24H1	有
代号 M88	放置	大陆、港澳台、日韩	2024 年 (海外)	已申请
代号原点	CCG 放置	全球	未定	已申请
最强城堡	塔防	全球	未定	有
代号 M72	放置	大陆、港澳台、东南亚	未定	已申请
代号 M11	放置	全球	未定	未申请
代理产品				
产品名称	品类	发行区域	预计上线时间	版号
神州千食舫	模拟经营	大陆+港澳台+东南亚	2024 年	有
Beast Planet	生存	海外	未确定	无
代号 Project S	Roguelike+SLG	大陆+港澳台	未确定	无

资料来源: 公司公告、IT 之家, 德邦研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

收入侧：我们预计公司整体在 2023-2025 年实现收入 43/48/55 亿元，同比增长-17%/+14%/+14%；预计实现毛利润 38/43/49 亿元，毛利率基本保持稳定。

具体来讲，我们的核心假设如下：核心产品《问道》、《问道手游》维持稳态期的表现，流水稳中有缓慢下滑；《一念逍遥》流水下滑后逐步企稳进入稳态；新产品稳步上线。

表 20：收入及毛利润预测表

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,168	4,268	4,846	5,531
YoY-%	12%	-17%	14%	14%
其中：				
游戏收入	5,125	4,207	4,786	5,471
YoY-%	12%	-18%	14%	14%
其他收入	43	61	60	60
YoY-%	-31%	42%	-1%	0%
毛利润	4,585	3,765	4,289	4,895
YoY-%	17%	-18%	14%	14%
GPM-%	89%	88%	89%	89%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

利润端：我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 11.7/14.0/16.5 亿元，同比增长-20%/+20%/+18%。

表 21：费用及利润预测表

	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率-%	27%	26%	24%	24%
管理费用率-%	7%	8%	8%	7%
研发费用率-%	13%	17%	15%	14%
归母净利润	1,461	1,170	1,401	1,648
YoY-%	-1%	-20%	20%	18%
NIM-%	28%	27%	29%	30%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

另一方面，部分投资者或担心《一念逍遥》（国服）流水下滑导致利润出现短期波动，我们大致测算了两款已经进入稳态期，流水利润都相对平稳的核心产品《问道》、《问道手游》的流水表现。结果显示，不考虑总部费用、投资收益等，根据我们的测算 20-22 年，两款产品合计贡献归母净利润 8.3/10.2/10.7 亿元，占比 80%/69%/73%。意味着相当一部分的利润是较为稳定的，并不需要过度担心《一念逍遥》的冲击。

表 22：《问道》、《问道手游》利润端贡献测算

	2018	2019	2020	2021	2022	备注
《问道》收入	182	183	213	297	277	见 2.1 测算
毛利率-%	98%	97%	97%	97%	97%	假设 20-22 年持平
《问道》毛利润	178	177	207	288	269	
毛利润占比-%	12%	9%	9%	7%	6%	
销售费用率-%	0%	0%	0%	0%	0%	第三方发行没有销售费用
管理费用率-%	7%	9%	9%	6%	7%	同公司整体
研发费用率-%	10%	10%	10%	10%	10%	老项目假设为 10%

所得税率-%	25%	25%	25%	25%	25%	
《问道》归母净利润	110	108	126	181	168	
净利润占比-%	15%	13%	12%	12%	12%	
《问道手游》收入	1,196	1,576	1,655	1,942	2,170	见 2.1 测算
毛利率-%	97%	97%	97%	97%	97%	
《问道手游》毛利润	1,159	1,526	1,605	1,884	2,105	
毛利润占比-%	76%	78%	68%	48%	46%	
销售费用率-%	4%	6%	8%	10%	12%	假设 20 年以来逐年略有提升
管理费用率-%	7%	9%	9%	6%	7%	同公司整体
研发费用率-%	10%	10%	10%	10%	10%	老项目假设为 10%
所得税率-%	25%	25%	25%	25%	25%	
少数股东损益-%	20%	20%	20%	20%	20%	
《问道手游》归母净利润	546	690	707	835	902	
净利润占比-%	75%	85%	68%	57%	62%	
问道合计贡献归母净利润	656	799	834	1,016	1,070	
净利润占比-%	91%	99%	80%	69%	73%	

资料来源：公司公告、SensorTower，德邦研究所测算

5.2. 投资建议

可比公司估值水平：由于公司已经可以稳定盈利，我们采用 PE 法为公司估值。选取部分 A 股游戏公司为可比公司，其 23-25 年 PE 均值分别为 30x/21x/17x。

表 23：可比公司估值表

代码	简称	盈利预测 (亿元)				市值 (亿元)	PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
002555.SZ	三七互娱*	29.5	32.0	38.6	43.7	432	14.6	13.5	11.2	9.9
002602.SZ	世纪华通	(70.9)	18.9	24.5	29.5	388	(5.5)	20.5	15.8	13.1
300418.SZ	昆仑万维	11.5	7.6	9.6	11.7	429	37.2	56.4	44.6	36.7
002517.SZ	恺英网络*	10.3	15.1	19.8	23.9	240	23.5	15.9	12.1	10.1
002624.SZ	完美世界*	13.8	7.8	13.6	19.0	233	16.9	29.8	17.1	12.2
300002.SZ	神州泰岳*	5.4	8.4	9.3	10.8	182	33.5	21.6	19.5	16.8
002558.SZ	巨人网络	8.5	13.3	15.5	17.5	228	26.8	17.2	14.7	13.0
300315.SZ	掌趣科技	1.0	1.9	3.2	6.0	142	147.5	76.3	44.9	23.6
300459.SZ	汤姆猫	4.4	6.3	7.5	9.0	173	39.3	27.3	23.0	19.2
600633.SH	浙数文化	4.9	8.4	9.0	10.3	140	28.7	16.8	15.7	13.6
300031.SZ	宝通科技	(4.0)	3.4	4.9	6.3	75	(18.9)	22.3	15.3	11.8
002605.SZ	姚记科技*	3.5	7.2	9.1	10.2	93	26.8	13.0	10.3	9.2
300494.SZ	盛天网络	2.2	2.3	3.1	3.8	80	35.9	34.4	25.4	21.2
002919.SZ	名臣健康	0.3	3.0	5.4	6.4	59	231.6	19.6	10.9	9.2
002425.SZ	凯撒文化	(6.6)	0.8	1.0	1.1	44	(6.7)	52.6	45.9	40.8
603258.SH	电魂网络	2.0	2.8	3.8	4.4	57	28.5	20.4	15.1	13.2
300043.SZ	星辉娱乐	(3.1)	0.8	2.1	3.0	47	(15.1)	58.5	22.8	15.7
均值							30.4	21.4	17.0	
中位数							21.6	15.8	13.2	

资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

注：三七互娱、恺英网络、完美世界、神州泰岳、姚记科技为已覆盖公司，采用德邦预测，其余为 Wind 一致预期，截止 24 年 1 月 3 日收盘价。

核心观点：总的来说，我们认为游戏等内容产业是把创意变成产品的过程，创意的产生具有随机性，重点在于一套有效的机制去筛选和放大；而变成产品的过程可以有能力的线性积累，也就是所谓“工业化”能力。投资者去筛选游戏公司出产品能力的过程，实际上就是去筛选机制和工业化能力的过程。

以制作人为核心的创意驱动型研发机制，加之持续扩充研发团队和小步快跑的策略提升工业化能力，在“留存率+可玩性”的立项标准筛选下持续产出长生命周期、玩法优异的产品，形成流水的上阶梯特征，带动 EPS 的增长，是投资吉比特的长逻辑；而代理产品线和成熟期的核心产品，有望平滑大产品间的空窗期，提供安全垫。

在估值上，我们参考行业水平，给予公司 2024 年 20x 目标 PE，对应目标市值 280 亿元，目标价 388.91 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 24：估值表

	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润 (亿元)	14.6	11.7	14.0	16.5
YoY-%	-1%	-20%	20%	18%
当前 PE-x	13.6	15.1	12.6	10.7
目标 PE-x			<u>20.0</u>	
目标市值 (亿元)		280		
目标价 (元)		388.91		

资料来源：公司公告，德邦研究所测算
注：截止 24 年 1 月 3 日收盘价。

6. 风险提示

产品上线进度、表现不及预期风险：公司当前 pipeline 中储备有多款产品，若上述产品的上线进度和表现不及预期，将会导致公司的业绩出现波动；

宏观经济波动风险：当前的游戏行业在没有出现显著的技术飞跃前，具有较强的可选消费特质，因此若宏观经济波动，可能会影响需求端表现。

行业竞争加剧风险：公司业绩有较多部分来自于长线运营的核心产品组合，若行业竞争加剧，可能会影响上述产品表现，进而引起业绩波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	20.33	16.24	19.45	22.88
每股净资产	55.36	61.65	81.09	103.97
每股经营现金流	24.38	18.70	28.10	32.97
每股股利	17.00	7.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	15.39	15.09	12.60	10.71
P/B	5.65	3.97	3.02	2.36
P/S	3.41	4.13	3.63	3.18
EV/EBITDA	8.62	8.53	5.89	4.06
股息率%	5.4%	2.9%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	88.7%	88.2%	88.5%	88.5%
净利润率	37.9%	35.9%	38.0%	39.2%
净资产收益率	36.7%	26.3%	24.0%	22.0%
资产回报率	22.5%	16.6%	15.3%	14.4%
投资回报率	39.6%	24.3%	23.4%	21.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.9%	-17.4%	13.6%	14.1%
EBIT 增长率	23.7%	-28.1%	27.5%	20.1%
净利润增长率	-0.5%	-19.9%	19.7%	17.6%
偿债能力指标				
资产负债率	27.4%	21.4%	19.3%	16.5%
流动比率	2.1	2.9	3.6	4.6
速动比率	2.1	2.8	3.6	4.6
现金比率	1.6	2.2	3.0	4.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	19.5	19.5	19.5	19.5
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	0.8	0.6	0.5	0.5
固定资产周转率	8.1	6.3	6.7	7.3

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,461	1,170	1,401	1,648
少数股东损益	499	362	442	520
非现金支出	274	131	123	128
非经营收益	-247	-92	-89	-89
营运资金变动	-235	-224	147	167
经营活动现金流	1,752	1,347	2,024	2,375
资产	-44	-185	-186	-186
投资	142	-35	-35	-35
其他	87	98	96	96
投资活动现金流	186	-122	-125	-125
债权募资	0	0	-4	-4
股权募资	1	0	0	0
其他	-2,404	-720	0	0
融资活动现金流	-2,404	-720	-4	-4
现金净流量	-277	505	1,895	2,246

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为1月3日
 资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,168	4,268	4,846	5,531
营业成本	582	503	557	636
毛利率%	88.7%	88.2%	88.5%	88.5%
营业税金及附加	21	30	39	44
营业税金率%	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%
营业费用	1,402	1,131	1,163	1,300
营业费用率%	27.1%	26.5%	24.0%	23.5%
管理费用	340	353	363	387
管理费用率%	6.6%	8.3%	7.5%	7.0%
研发费用	673	716	748	782
研发费用率%	13.0%	16.8%	15.4%	14.1%
EBIT	2,205	1,586	2,022	2,428
财务费用	-217	-143	-48	-55
财务费用率%	-4.2%	-3.3%	-1.0%	-1.0%
资产减值损失	-181	-14	0	0
投资收益	106	97	100	100
营业利润	2,321	1,814	2,166	2,579
营业外收支	-6	-6	-7	-7
利润总额	2,315	1,808	2,159	2,572
EBITDA	2,305	1,703	2,145	2,557
所得税	355	275	316	404
有效所得税率%	15.4%	15.2%	14.6%	15.7%
少数股东损益	499	362	442	520
归属母公司所有者净利润	1,461	1,170	1,401	1,648

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,629	3,133	5,028	7,274
应收账款及应收票据	265	197	327	271
存货	0	0	0	0
其它流动资产	686	701	689	709
流动资产合计	3,579	4,031	6,045	8,254
长期股权投资	1,187	1,186	1,185	1,184
固定资产	639	683	721	753
在建工程	0	0	0	0
无形资产	72	142	212	282
非流动资产合计	2,912	3,008	3,099	3,184
资产总计	6,490	7,039	9,143	11,438
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	282	204	335	280
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,408	1,210	1,340	1,522
流动负债合计	1,691	1,414	1,675	1,801
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	90	90	90	90
非流动负债合计	90	90	90	90
负债总计	1,781	1,504	1,766	1,892
实收资本	72	72	72	72
普通股股东权益	3,979	4,441	5,842	7,490
少数股东权益	731	1,093	1,536	2,056
负债和所有者权益合计	6,490	7,039	9,143	11,438

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师。

刘文轩，2021年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。