吉比特（603444.SH）

2021 年 04 月 12 日

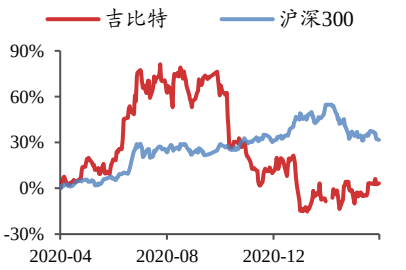
《问道》夯实业绩基石，差异化赛道拓宽成长边界

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2021/4/12
当前股价(元)	372.70
一年最高最低(元)	671.60/296.34
总市值(亿元)	267.84
流通市值(亿元)	267.84
总股本(亿股)	0.72
流通股本(亿股)	0.72
近 3 个月换手率(%)	143.7

股价走势图



数据来源：贝格数据

方光照（分析师）
fangguangzhao@kysec.cn
证书编号：S0790520030004

余倩莹（联系人）
yuqianying@kysec.cn
证书编号：S0790120040010

● **研运一体精品游戏厂商，差异化突围取胜，首次覆盖给予“买入”评级**

我们看好公司突出的研发、发行及运营能力，公司以《问道》IP 为基石，逐步拓展 Roguelike、放置、模拟经营等细分赛道，拓宽成长边界。2021 年 2 月上线的《一念逍遥》验证了公司在差异化赛道的自研能力，或成为公司继《问道》之后的第二业绩支柱。此外，公司储备有《摩尔庄园》、《复苏的魔女》、《精灵魔塔》等游戏，上线后或贡献亮眼业绩增量。我们预测公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 14.09/16.24/18.51 亿元，对应 EPS 分别为 19.60/22.60/25.76 元，当前股价对应 PE 分别为 19.0/16.5/14.5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **《问道》IP 经久不衰，长线运营能力出众**

公司于 2006 年推出《问道》端游抢占市场先机，积累了国内首批 MMORPG 用户，并将游戏沉淀为经典 IP，经久不衰。公司于 2016 年成功将《问道》“端转手”延长 IP 生命周期，并通过尊重用户反馈、版本持续迭代保持玩家新鲜感；通过每年三次大型运营推广活动配合大版本更新，稳固流水表现；通过泛娱乐布局推动游戏出圈，吸引年轻新用户。根据七麦数据，2017-2020 年《问道手游》iOS 游戏畅销榜排名分布逐年向头部靠近，未来游戏流水或仍将稳中有升。

● **差异化赛道优势明显，拓宽产品及品牌边界**

公司一方面深耕 Rougelike 赛道，通过代理由同一团队研发的系列化游戏培养游戏 IP 及忠实用户，已成功打造“Roguelike 等于雷霆游戏”的品牌形象，随着《提灯与地下城》带来市场对 Roguelike 赛道关注度提高及公司储备系列化游戏上线，公司或受益明显。另一方面通过《一念逍遥》验证差异化赛道自研能力，游戏上线至 4 月 10 日 iOS 游戏畅销榜平均排名为第十名，流水表现亮眼，而公司协助《最强蜗牛》买量发行积累的放置类游戏发行运营经验或助力《一念逍遥》流水保持稳定、延长生命周期，成为公司继《问道》之后的第二业绩支柱。

● **风险提示：**单一产品依赖的风险、新游戏上线时间推迟或流水表现不及预期的风险、游戏行业政策变化对公司的影响存在不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,170	2,742	3,791	4,510	5,285
YOY(%)	31.2	26.4	38.2	19.0	17.2
归母净利润(百万元)	809	1,046	1,409	1,624	1,851
YOY(%)	11.9	29.3	34.6	15.3	14.0
毛利率(%)	90.5	86.0	86.7	85.6	85.5
净利率(%)	37.3	38.2	37.2	36.0	35.0
ROE(%)	31.0	31.3	34.6	32.4	29.9
EPS(摊薄/元)	11.26	14.56	19.60	22.60	25.76
P/E(倍)	33.1	25.6	19.0	16.5	14.5
P/B(倍)	8.7	7.0	6.2	5.2	4.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 研运一体精品游戏厂商，差异化突围取胜 4
1.1、 公司概况:《问道》夯实业绩基础，差异化赛道拓宽成长边界 4
1.2、 财务分析：业绩稳定增长，盈利能力较强 5
2、 《问道》IP 经久不衰，长线运营能力出众 7
2.1、 《问道》端游沉淀初始用户，成功“端转手”延长生命周期 7
2.2、 持续更新迭代及运营推广，《问道手游》流水或仍将稳中有升 9
3、 差异化赛道优势明显，拓宽产品及品牌边界 13
3.1、 深耕 Rougelike 赛道，打响雷霆游戏品牌 13
3.2、 放置类赛道异军突起，《一念逍遥》把握市场红利 15
3.3、 投资代理与自研并举，牢控优质游戏来源 16
4、 盈利预测与投资建议 19
4.1、 关键假设 19
4.1.1、 营业收入及毛利 19
4.1.2、 期间费用率 19
4.2、 盈利预测 19
4.3、 估值 20
4.3.1、 PE 估值法 20
4.3.2、 PEG 估值法 20
4.4、 投资建议及评级 20
5、 风险提示 21
附：财务预测摘要 22

图表目录

图 1： 公司为研运一体化游戏厂商，以《问道》IP 为基石，逐步拓展 Roguelike、放置、模拟经营等细分赛道 4
图 2： 公司积极投资布局产业链，实现研运一体化 5
图 3： 卢竑岩为公司实际控制人（截至 2020 年年报） 5
图 4： 2015-2020 年公司营业收入和归母净利润持续稳定增长 6
图 5： 2015 年以来公司自主运营游戏收入占比有所提升 6
图 6： 公司毛利率及净利率较高 6
图 7： 2019 年自研游戏为营业收入主要来源 6
图 8： 2019 年自研游戏毛利率达 96.52% 6
图 9： 公司各项费用率均维持在较低水平 7
图 10： 2019 年公司销售费用率低于 A 股同类公司 7
图 11： 《问道》端游持续贡献稳定收入 8
图 12： 《问道》端游月平均付费率及 ARPU 持续提升 8
图 13： 2019 年公司流水 TOP10 游戏中《问道手游》和《问道》占比达 89% 9
图 14： 《问道手游》占公司总收入比例持续提升 9
图 15： 每年三次大型推广活动期间，《问道手游》的 iOS 游戏畅销榜排名表现亮眼 11
图 16： 2016 年以来《问道手游》注册用户数持续增长 12
图 17： 2017-2020 年《问道手游》iOS 游戏畅销榜排名分布逐年向头部靠近 13
图 18： B 站多位知名游戏 up 主试玩推荐《伊洛纳》 14
图 19： 《伊洛纳》与《不思议迷宫》展开联动 14

图 20: 《提灯与地下城》3 月 1 日上线后 iOS 游戏畅销榜最高排名第四 15
图 21: 2020 年收入前 100 移动游戏产品中，放置类游戏收入同比增长 366% 15
图 22: 各产品通过“放置+anything”方式提升游戏可玩性 15
图 23: 《一念逍遥》玩法及画风独特 16
图 24: 《一念逍遥》上线至 2021 年 4 月 10 日 iOS 游戏畅销榜平均排名为第十名，流水表现亮眼 16
图 25: 《最强蜗牛》上线 9 个月 iOS 游戏畅销榜排名仍维持在 40 名左右 16
图 26: 2015-2020 年公司研发费用稳定增长 18
图 27: 2016-2020 年公司研发人员数量和占总员工比例均不断增长 18
图 28: 2019 年公司研发人员效率处于 A 股同类公司前列 18

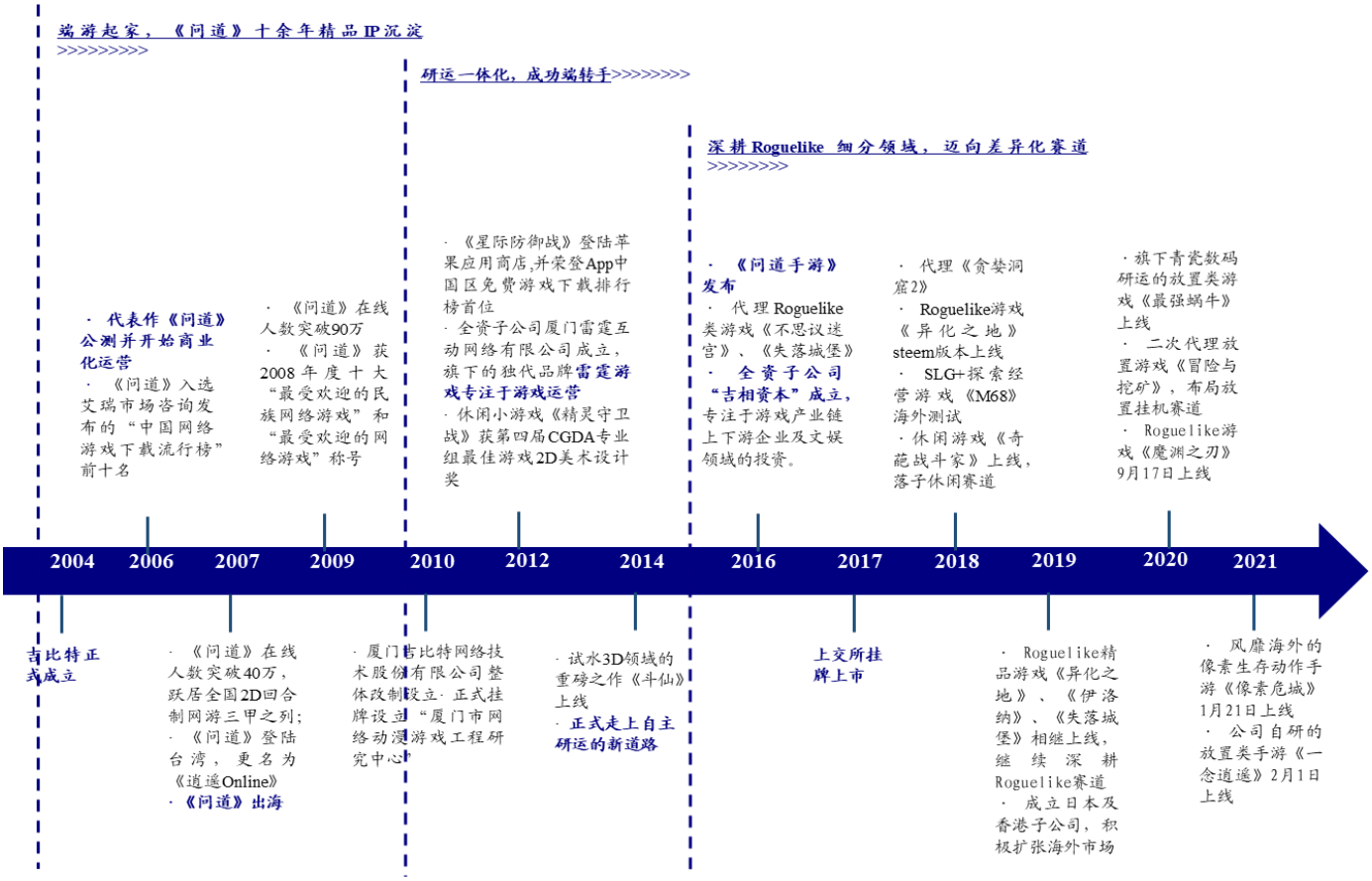
表 1: 公司在端游时代率先推出《问道》端游抢占市场先机 7
表 2: 《问道手游》通过版本持续迭代保持玩家新鲜感 9
表 3: 《问道手游》每年三次大型运营推广活动配合大版本更新 10
表 4: 《问道手游》通过泛娱乐布局推动游戏出圈 12
表 5: 公司推出的系列化、差异化 Roguelike 类游戏表现优秀 13
表 6: 公司积极投资文娱领域，布局产业链上下游 16
表 7: 公司通过“代理+自研”布局 Roguelike、放置、休闲、AVG 等多个差异化赛道，储备游戏丰富 18
表 8: 吉比特 2022 年预测 PE 及 PEG 接近可比公司（完美世界、三七互娱和网易-S）的平均值 20

1、 研运一体精品游戏厂商，差异化突围取胜

1.1、 公司概况：《问道》夯实业绩基础，差异化赛道拓宽成长边界

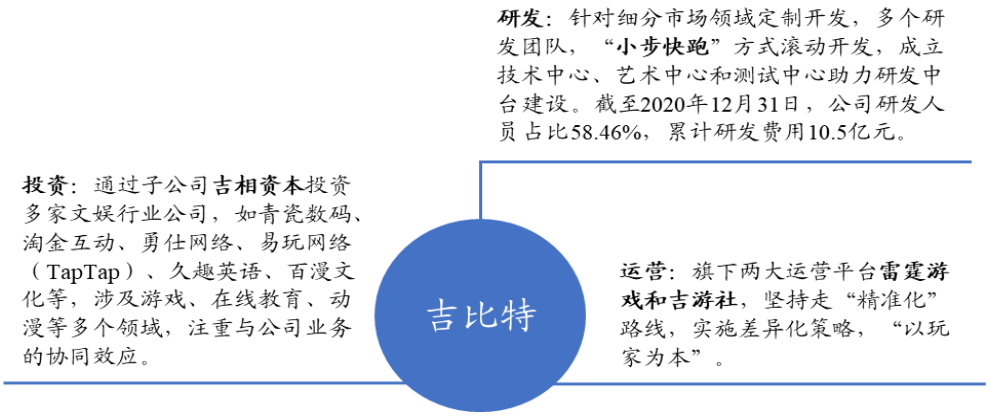
公司坚持研运一体，以《问道》IP 为基石，逐步拓展 Roguelike、放置、模拟经营等细分赛道，致力于为用户提供差异化精品游戏。公司发展历程可分为以下三个阶段：（1）2004-2010 年，端游起家，精品 IP《问道》经久不衰。公司成立于 2004 年 3 月，其自主研发的代表作《问道》为国内首批大型端游于 2006 年 4 月正式公测，积累大量优质玩家。（2）2010-2016 年，研发运营一体化，成功端游转手游。2012 年，吉比特成立全资子公司雷霆网络，旗下雷霆游戏专注于游戏运营。2014 年，公司试水 3D 领域的《斗仙》上线，正式走向自主研运道路。2016 年 4 月，公司推出《问道手游》成功“端转手”。（3）2016 年之后，深耕 Roguelike、放置等细分领域，迈向差异化赛道。2016 年起，雷霆游戏代理运营了以 Roguelike 为主的游戏，包括《不思议迷宫》、《失落城堡》、《魔渊之刃》等，并自研《一念逍遥》等放置类游戏，积累了独到的研发运营经验。2016 年 4 月，公司成立又一游戏运营平台吉游社。8 月，全资子公司吉相资本成立，专注于游戏产业链上下游企业及文娱领域的投资，投资了数十家游戏研发和制作企业。2017 年 1 月，吉比特在上海证券交易所挂牌上市。

图1：公司为研运一体化游戏厂商，以《问道》IP 为基石，逐步拓展 Roguelike、放置、模拟经营等细分赛道



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

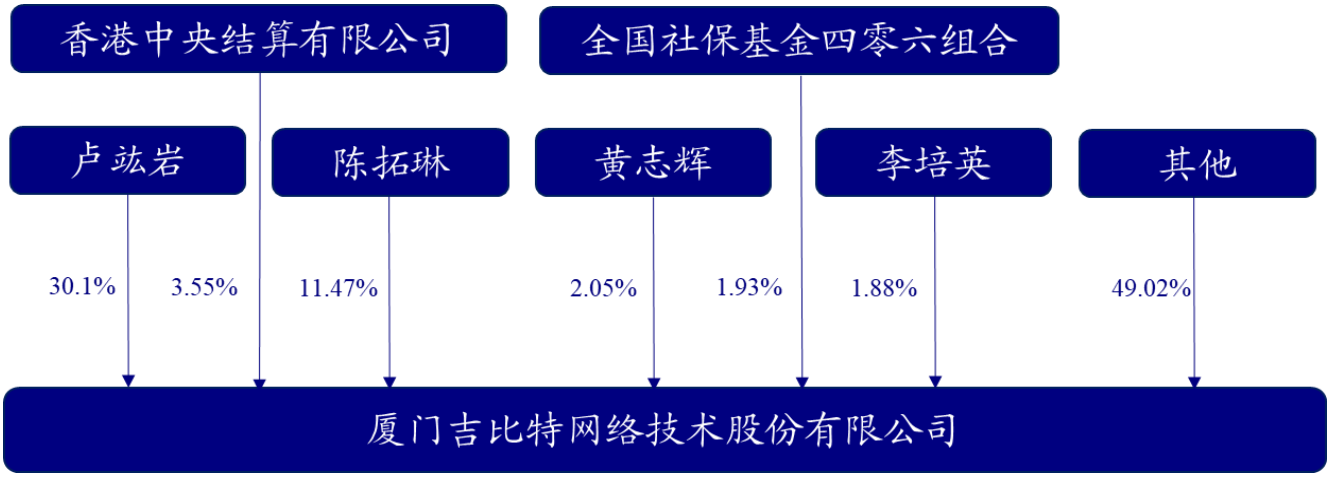
图2：公司积极投资布局产业链，实现研运一体化



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司股权结构清晰，实际控制人即创始人卢竑岩，多年深耕游戏业务第一线。截至 2020 年度报告，公司创始人卢竑岩持有公司 30.10%的股份，为实际控制人。卢竑岩曾担任深圳中兴通讯股份有限公司软件工程师，拥有较强的技术背景，2004 年参与创建吉比特，曾全面负责《问道》端游的服务器端系统架构、程序技术指导以及项目管理等，并主导开发了《斗仙》等知名产品。副董事长陈拓琳持有公司 11.47%的股份，为第二大股东；香港中央结算有限公司（陆股通）持有公司 3.55%的股份，为公司第三大股东及第一大机构股东。

图3：卢竑岩为公司实际控制人（截至 2020 年年报）

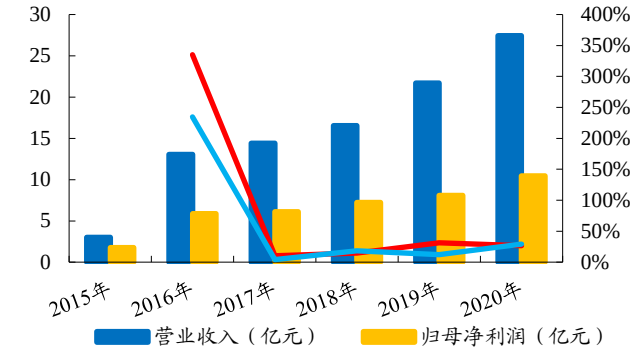


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、 财务分析：业绩稳定增长，盈利能力较强

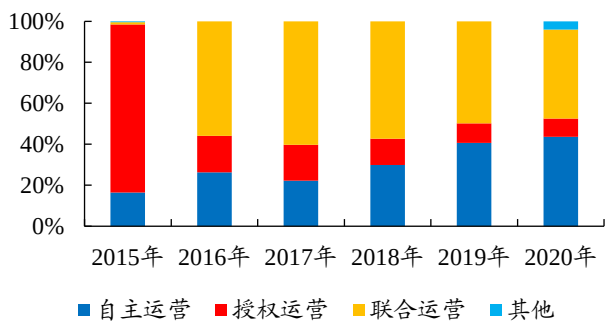
游戏研发及运营是公司业绩增长的主要动能。自 2015 年以来，公司营业收入及归母净利润持续增长。2020 年公司实现营业收入 27.42 亿元，同比增长 26.35%，主要由公司自主运营及联合运营游戏收入提升所致。2020 年公司实现归母净利润 10.46 亿元，同比增长 29.32%。公司一方面持续开发运营《问道》IP 并布局多品类游戏研发，另一方面积极代理运营 Roguelike、放置、模拟经营等特色游戏，有望持续推动业绩增长。

图4：2015-2020 年公司营业收入和归母净利润持续稳定增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

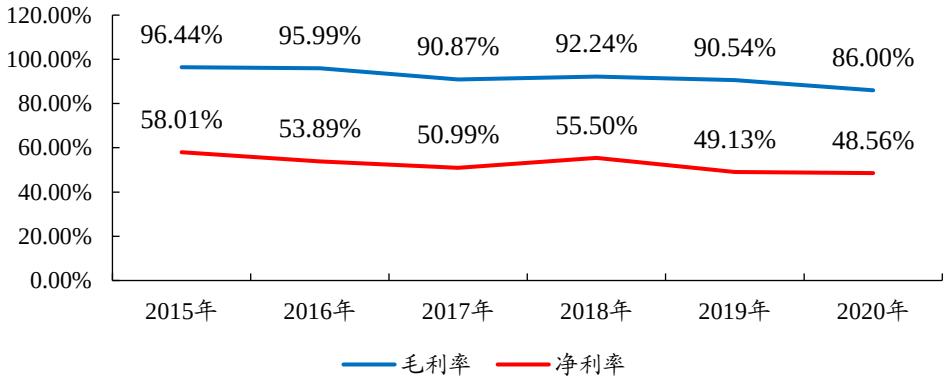
图5：2015 年以来公司自主运营游戏收入占比有所提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

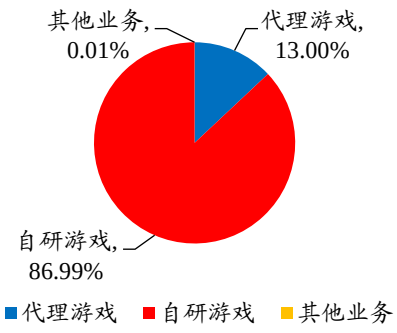
高占比自研游戏收入提升毛利率。2015 年以来，公司毛利率大多维持在 90%左右，主要原因为（1）《问道手游》、《问道》等自研游戏无需支付游戏分成和授权金，毛利率远高于代理游戏。公司 2019 年 89.66%的营业收入由自研游戏贡献，从而推动公司实现整体高毛利率。（2）公司作为 Roguelike、放置类等差异化游戏的运营龙头，代理该类游戏时分成议价能力较强。

图6：公司毛利率及净利率较高



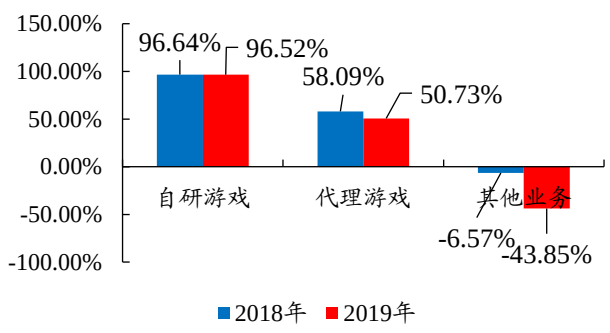
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2019 年自研游戏为营业收入主要来源



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2019 年自研游戏毛利率达 96.52%

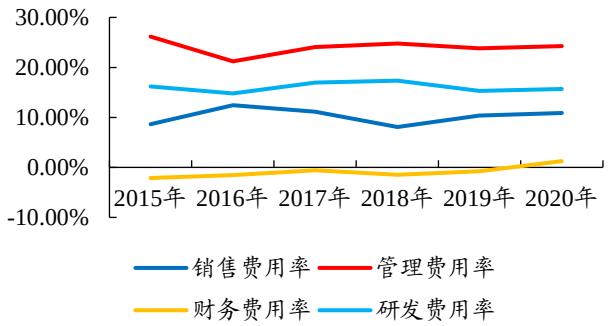


数据来源：公司公告、开源证券研究所

采用精准化推广策略，低销售费用率提升净利率。与其他游戏公司对比，公司销售费用率处于较低水平，公司在买量推广方面较为克制，更擅长通过雷霆游戏平

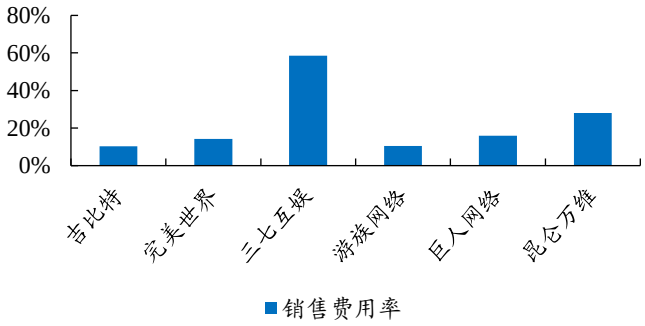
台、第三方游戏平台（如 TapTap 等）、微信公众号、影视剧产品植入、与直播平台或主播合作、游戏公会、游戏论坛、线下活动等各种方式进行更有针对性的推广，从而实现更精准、高效获客。

图9：公司各项费用率均维持在较低水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2019 年公司销售费用率低于 A 股同类公司



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、《问道》IP 经久不衰，长线运营能力出众

2.1、《问道》端游沉淀初始用户，成功“端转手”延长生命周期

端游时代抢占市场先机，砥砺十五年沉淀经典 IP。作为端游时代研发能力领先的游戏公司，公司研发的以《道德经》、《庄子》中的人物为衍生的回合制 MMORPG 游戏《问道》端游于 2006 年 6 月正式上线，依靠独特的题材类型、创新性的游戏玩法、精美的画面呈现效果等积累了国内首批 MMORPG 用户，并通过不断的版本更新迭代，将游戏沉淀为经典 IP，经久不衰，持续贡献稳定收入。根据公司公告，2019 年《问道》端游营业收入为 1.83 亿元，占公司营业收入比例为 8.41%。虽然随着近年端游市场逐步萎缩，《问道》端游的月活跃用户数逐年下滑，但忠实用户的粘性及付费意愿较高，月平均付费渗透率和 ARPU 持续上升。

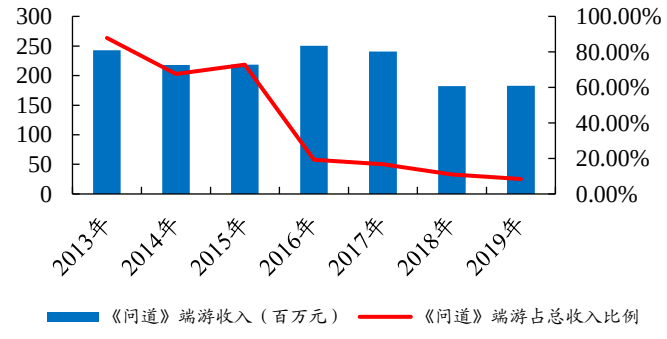
表1：公司在端游时代率先推出《问道》端游抢占市场先机

游戏名称	国内公测时间	研发公司	运营公司	游戏类型	游戏特色
传奇	2001 年 9 月	Actoz Soft Co., Ltd.; WEMADE Entertainment	盛大	MMORPG	该游戏具有战士、魔法师和道士三种职业，包括白天、黑夜、贸易、物品等观念，玩家可以通过采矿、打猎等来获得货币，利用货币进行贸易。
大话西游 II	2002 年 6 月	网易	网易	MMORPG	以《西游记》为创作蓝本，画风古色古香，共有人、魔、仙、鬼等 30 种人物造型任玩家挑选，剧情丰富曲折，任务升级形式丰富多样。
梦幻西游	2003 年 12 月	网易	网易	MMORPG	游戏以《西游记》为故事背景，透过 Q 版的人物，试图营造出浪漫的网络游戏风格，共 18 种角色供玩家选择。
魔兽世界	2005 年 6 月	暴雪娱乐	九城、网易	MMORPG	游戏以暴雪娱乐出品的即时战略游戏《魔兽争霸》的剧情为历史背景，依托其历史事件和英雄人物，有着完整的历史背景时间线。玩家在魔兽世界中冒险、完成任务、探索未知世界、征服怪物等。
征途	2006 年 4 月	巨人	巨人	MMORPG	以中国武侠文化为基础，融合 PK 战争、休闲竞技、恋爱养成等众多游戏内容。十国争斗设定、八大职业选择，为玩家提供全方位的

游戏名称	国内公测时间	研发公司	运营公司	游戏类型	游戏特色
					游戏体验。
问道	2006 年 4 月	吉比特	光宇在线	MMORPG	以道教文化为切入点，以《道德经》、《庄子》中的人物为衍生的 2D 回合制游戏，用幽默搞笑的工笔画风格再现了道家风骨。
天龙八部	2007 年 5 月	畅游	畅游	MMORPG	以金庸武侠小说《天龙八部》为创作蓝本，采用全 3D 人物和场景制作，玩家将亲身经历原著剧情，亲手使出武功绝学，拜入十一大门派，领养奇珍异兽，更有机会结识原著人物。
诛仙	2007 年 5 月	完美世界	完美世界	MMORPG	以萧鼎所著仙侠小说《诛仙》为故事背景，采用 3D 制作，玩家可加入青云门、鬼王宗、天音寺、合欢派等门派，与主角张小凡一同粉碎鬼王阴谋。
地下城与勇士	2008 年 6 月	NEOPLE	腾讯	动作格斗；MMORPG	该游戏是一款 2D 卷轴式横版格斗过关网络游戏，大量继承了众多家用机、街机 2D 格斗游戏的特色。以任务引导角色成长为中心，结合副本、PVP、PVE 为辅，与其他网络游戏同样具有装备与等级的改变，并拥有共 500 多种装备道具。
剑网 3	2009 年 8 月	金山	金山	MMORPG	游戏以大唐天宝四年为故事背景，凭借 3D 特效来展现中国传统武侠世界，融入多种中国传统文化元素，展现给玩家一个气势恢弘的大唐世界。游戏通过物理引擎打造的 ACT 新轻功玩法，为玩家带来新的游戏体验。
梦幻诛仙	2009 年 10 月	完美世界	完美世界	MMORPG	游戏是一款 2D 回合制 MMORPG 游戏，以萧鼎仙侠小说《诛仙》为故事背景。在保留传统网游中武器、装备的常规玩法外，更加入了“灵魂色彩”、“启灵”、“唤魂”、“夺魂”、“附魂”五大玩法。

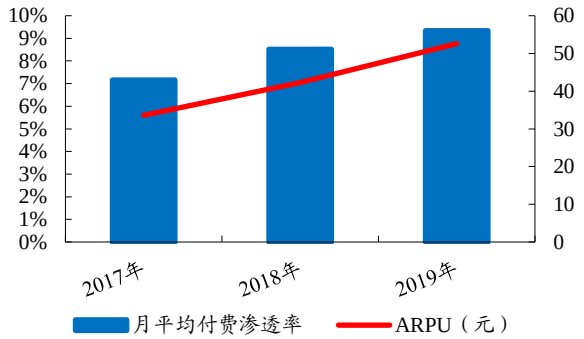
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图 11：《问道》端游持续贡献稳定收入



数据来源：公司公告、开源证券研究所

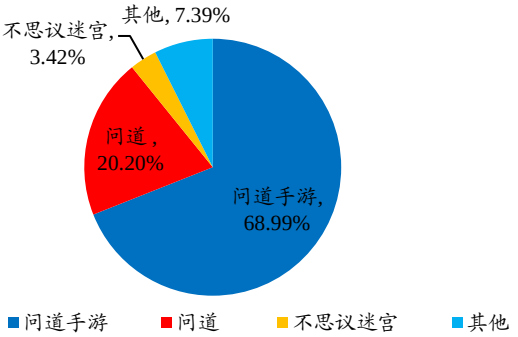
图 12：《问道》端游月平均付费率及 ARPU 持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

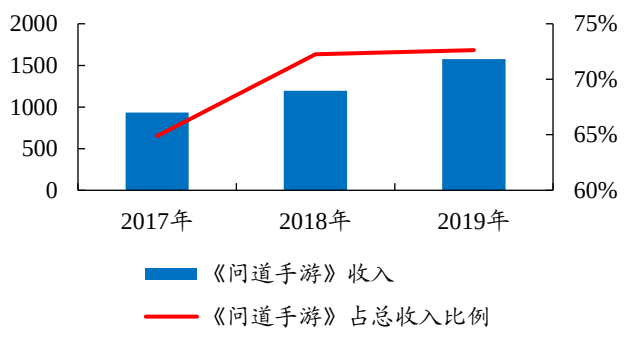
“端转手”验证用户黏性，《问道手游》成为业绩支柱。《问道手游》于 2016 年 4 月上线运营，沿用《问道》端游的故事背景与世界观，在原有五行、刷道、杀星等核心玩法的基础上做了适配手游的调整，依托端游十余年来积累的庞大用户群体和 IP 价值，并扩大产品用户辐射面，成为公司业绩支柱。根据公司公告， 2019 年公司流水 TOP10 游戏中《问道手游》和《问道》占比达 89%；《问道手游》占公司营业收入比例为 73%。

图13：2019 年公司流水 TOP10 游戏中《问道手游》和《问道》占比达 89%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：《问道手游》占公司总收入比例持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、 持续更新迭代及运营推广，《问道手游》流水或仍将稳中有升

尊重用户反馈、版本持续迭代保持玩家新鲜感。一方面，《问道手游》在端游原有玩法的基础上，以之前端游玩家反响较好的老版本作为切入点，进行版本迭代。另一方面，公司始终秉持着“玩家为本”的理念，尊重游戏用户意见，《问道手游》策划人员通过线下“策划面对面”活动、雷霆游戏平台等与核心玩家交流新版本规划，持续听取玩家意见并快速优化，在巩固原有端游老玩家新鲜感的基础上，扩大产品用户辐射面，有效延长游戏生命周期。

表2：《问道手游》通过版本持续迭代保持玩家新鲜感

时间	版本	版本亮点
2021-03-04	2.067.0302	1.新增玩法：全新 BOSS 魔龙吞天挑战玩法；2.新增赛事：2021 名人争霸赛
2021-02-07	2.066.0202	1.开启新年大服——笨笨牛；2.新增神兽：勾陈、警卫；3.新增时装——极道棋魂（男）、仙道棋心（女）
2020-11-13	2.062.1110	1.开启天界资料片；2.新增坐骑：翠灵剑；3.新增系统：洛书系统；4.新增地图：灵霄宝殿、瑶池、广寒宫；5.新增新玩法：十五大神将 NPC；6.新增全民 PK 赛活动
2020-08-14	2.058.0811	1.开放人物等级上限至 135 级；2.新增 130 级装备、首饰；3.开放 130-135 级主线任务；4.新增地图：断魂窟、弑神殿；5.新增 130-135 级新宠物：秋棠仙子、镇水怪、壳妖、符灵；6.新增系统：附灵系统
2020-06-04	2.055.0602	1.开启 4 周年年度大服；2.新增周年宠物：流风、回雪；3.新增时装：望月白、霜夜雪；4.新增代言人 NPC 及专属服务；5.新增妙音电台功能；6.新增魔皇超级大 BOSS
2020-03-28	2.052.0324	1.新增匹配评价系统；2.新增系统：镇魔录系统；3.新增四只全新变异宠物：梅兰竹菊；4.新服开启门派转换功能；5.开放九天真君挑战玩法
2020-01-18	2.049.0114	1.开启鼠年新年服；2.新增宠物重生功能；3.2020 新时装：雀羽杖、雀羽翎
2019-11-07	2.046.1106	1.年中新服：十殿阎罗；2.新增宠物：地府鬼宠（鬼卒、鬼将、鬼仙）；3.新增装备：魂穷、魂器；4.全新日常：引魂入殿、随机地宫；5.全新 PK：地府大乱斗；6.全新挑战：地狱深渊挑战
2019-08-09	2.042.0806	1.新增娃娃养育系统；2.开放人物等级上限至 129 级；3.新增全服排行榜；4.新版跨服战场上线；5.新增商贾货站玩法；6.新增问答星玩法
2019-06-16	2.039.0604	1.开启 3 周年年度大服；2.全新神兽：九尾、白曦；3.新增宠物：餐风、饮露；4.全新玩法系统：宠物探索小队；5.新增玩法：仙池温泉泡澡
2019-04-08	2.036.0405	1.全新坐骑：筋斗云、墨麒麟；2.新增推荐交友任务；3.新增道具摆放玩法；4.开启通天塔塔顶挑战
2019-01-28	2.033.0122	1.新增猪年限定时装：【剑魄琴心/引天长歌】和【己亥如意年/己亥吉祥天】；2.新增寻缘平台；3.新增月道行跨服试道玩法
2018-12-15	2.031.1211	1.适配新一代 iPad Pro；2.开启 2018 全民 PK 赛；3.新增宠物：星月小精灵、新年汪、太小级、泥泥、蓝极公主、灯笼宝宝、小绯、小海龟；4.新增首饰强化系统；5.新增时装：日耀辰辉、星垂月涌、星火昭、

时间	版本	版本亮点
		点红烛；6.增加困难副本
2018-10-18	2.028.1009	1.网剧《悍城》联动版本“悍土孤城”上线；2.新增聚宝斋指定交易买方支付定金功能；3.新增九天真君挑战
2018-08-22	2.025.0815	1.新增改造继承功能、技能精研功能；2.新增南天门全新场景；3.新增元婴突破任务；4.新增探案任务“迷仙镇案”、“镖局风云”
2018-07-02	2.023.0626	1.开启全新证道殿系统；2.新增聚宝斋拍卖；3.新增首饰分解转化功能；4.开放喜来客栈模拟经营玩法
2018-06-05	2.022.0529	1.新增夫妻任务；2.新增结婚纪念册系统；3.新增灵宠幻境系统

资料来源：公司官网、七麦数据、开源证券研究所

每年三次大型运营推广活动配合大版本更新，稳固流水表现。《问道手游》每年在周年庆、国庆、“圣诞+元旦”配合大版本更新进行三次大声量运营推广活动，通过开启特色新服、上线特色时装、神兽宠物道具等方式刺激玩家消费，从而奠定全年高流水。根据七麦数据，每年三次大型推广活动期间，《问道手游》的 iOS 畅销榜排名表现亮眼。

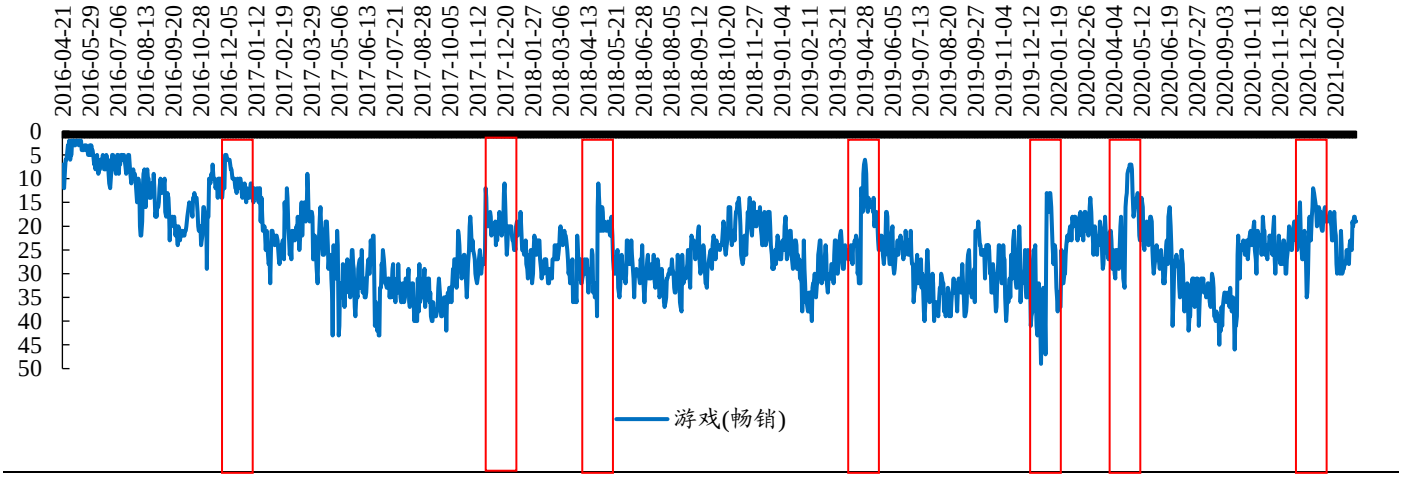
表3：《问道手游》每年三次大型运营推广活动配合大版本更新

时间	版本更新	运营活动	营销推广活动
2016.11	新增聚宝斋系统、坐骑系统、世界 BOSS 系统	新增宠物幻化功能、强制 PK 功能、擂台争霸玩法、11 款特色坐骑上线	邀请薛之谦为代言人，推出薛之谦专属坐骑和明星大礼包，及 iPhone 7、薛之谦亲笔签名照、最新《初学者》专辑、薛之谦亲设 T 恤等福利
2017.01	贺岁新服开启，新增法宝系统	新增世界 BOSS 血炼魔猪、新增八仙梦境-铁拐李任务、八仙过海任务	舌尖上的年夜饭活动，与玩家线下互动+线上直播
2017.04	一周年大服开启，新增跨服试道大会系统	新增周年庆活动、劳动节活动、全民 PK 赛活动、召回道友活动、推出首对纪念周年宠	联手 ofo 开启线下环太湖骑行，赴摇滚音乐节太湖迷笛的大型庆典活动
2017.08	新增居所系统，新增宠物饲养功能	新增道具高级宠物经验丹、新增四套时装道具、开启七夕节活动	代言人薛之谦出演的《问道》手游首部微电影《2017，再见美好》上线；上线代言人“谦谦有礼”礼包
2018.01	贺岁新服“天道飞升”开启，新增人物大飞玩法	新增寒假活动、上线新道具喇叭、女娲宝箱限时出售	邀请十大知名玩家组队 PK，展示新版本玩法
2018.04	二周年大服开启，新增夫妻任务、结婚纪念册系统、灵宠幻境系统	上线周年纪念宠物，新增同城社交功能，新增名人争霸赛、神算子占卜玩法，开启儿童节活动	于文文献唱主题曲《就差一个你》；在抖音开启“问道手游百灵迅影 cos”活动
2018.08	全新证道殿系统开启，喜来客栈隆重开张	新增暑假趣味玩法、喜来客栈模拟经营玩法，新增七夕活动、中秋节活动	“纸短情长，互诉衷肠”线下音乐会在深圳红糖罐举行，邀请抖音当红歌手烟把儿乐队、马良等进行助阵
2018.10	网剧《悍城》联动版本“悍土孤城”上线	新增 4 套永久时装、新增九天真君挑战、新增重阳节活动、新增 8 只超萌跟随宠	开启 2018 全民 PK 赛，邀请金莎担任全民 PK 助威小师妹
2019.01	猪年贺岁新服上线， 全新坐骑版本开启	新增新年福利活动、上架猪年限定时装、推出全新坐骑、开启通天塔塔顶挑战	讲述游子在外拼搏的微电影《我们为什么背井离乡》上线
2019.04	三周年大服开启	上线全新神兽、新增周年纪念宠物、开启新玩法宠物探索系统和	邀请周华健为代言人；推出友情主题的微电影《大哥》

时间	版本更新	运营活动	营销推广活动
		仙池温泉泡澡	
2019.06	上线全新萌娃养育系统	“人人都可生娃”、新增暑假活动、新增跨服战场、商贾货站和问答星玩法	《问道》手游 2019 全国玩家见面会暨策划面对面系列活动在东莞西城楼创意园举行
2019.09	年中大服地府版本开启	年中福利服“十殿阎罗”上线，新增地府鬼宠、地府新系统、地府装备，开启随机地宫、地狱深渊挑战	代言人周华健出演的手游情景短剧上线，携手抖音网红阿纯探索《问道》手游福利
2020.01	新年服“伶俐鼠”开启	鼠年新年服上线，新增 2020 新年限定时装、举办寒假系列活动	开启 2020 全服跨年弹幕活动，举行烟花盛典进行跨年倒计时；开启 75 亿元宝红包活动迎接新年
2020.04	四周年大服开启	新增周年宠物流风、回雪，新增周年时装望月白、霜夜雪，新增代言人 NPC 及专属活动	邀请张若昀为代言人、田雨为明星大玩家，邀请两位主演以玩家故事为主题拍摄微电影，邀请编剧周智勇为剧本润色
2020.09	国庆福利服开启	新增坐骑翠灵剑，新增地图灵霄宝殿、瑶池、广寒宫，新增十五大神将 NPC，新增洛书系统	福利官田雨到访雷霆，直接对话策划，于快手、斗鱼、虎牙三台直播；举办《问道》手游明星主播 PK 赛
2021.01	新年服“笨笨牛”开启	新增 2 只新年神兽，新增 2 套新年时装，开启门派转换新玩法，上线全新 BOSS 魔龙吞天，举行元宵节活动	疫情主题的微电影《我们是道友》上线，代言人张若昀携手真实玩家出演；开启 2021 全民 PK 赛

资料来源：公司官网、七麦数据、开源证券研究所

图15：每年三次大型推广活动期间，《问道手游》的 iOS 游戏畅销榜排名表现亮眼



数据来源：七麦数据、开源证券研究所

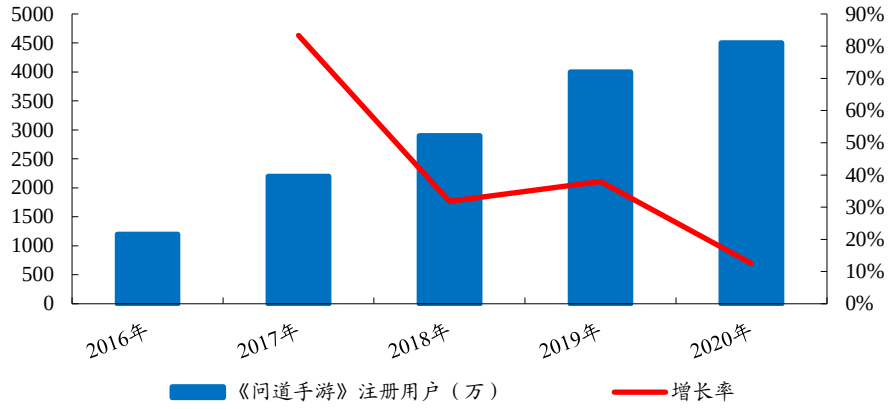
通过泛娱乐布局推动游戏出圈，吸引年轻新用户。公司擅长通过影视剧产品植入、代言人、线下活动等各种方式进行出圈推广，邀请薛之谦、金莎、张若昀、田雨等担任游戏代言人，引流了众多年轻粉丝。影视剧方面，公司推出《2017，再见美好》、《我们为什么背井离乡》、《大哥》、《我们是道友》等微电影及宣传片，讲述玩家情谊。文学方面，公司邀请知名作家燕垒生执笔、数十名游戏资深玩家参与试读，在《问道手游》四周年推出首部官方小说《问道：枪出无心》，从而构建了《问道》IP 全生态泛娱乐布局，进行游戏拉新。根据公司公告，截至 2020 年末《问道手游》注册用户数已超过 4500 万，同比增长 12.5%。

表4：《问道手游》通过泛娱乐布局推动游戏出圈

时间	名称	主要内容
2021-02	微电影《我们是道友》	讲述了疫情下 5 个玩家的暖心小故事，由代言人张若昀携真实玩家倾情出演。故事主角天各一方又彼此相连，诠释了“道友”的含义。
2020-07	小说《问道：枪出无心》	首部官方小说《问道：枪出无心》由实力作家燕垒生执笔，深度结合游戏内容，讲述了中州大陆上五位来自不同门派的少年英雄挺身而出，书写大义的故事。
2020-04	4 周年玩家微电影	取材自真实玩家故事，邀请《庆余年》演员张若昀和田雨主演，《疯狂的石头》编剧周智勇改编，古装造型来自 4 周年时装“望月白”。
2020-01	动画片《2019 年和兄弟玩游戏有哪些坑》	首部兄弟动画片《2019 年和兄弟玩游戏有哪些坑》上线，以幽默风趣的语言和画风讲述了玩家和队友玩游戏过程中的种种小插曲。

资料来源：公司官网、开源证券研究所

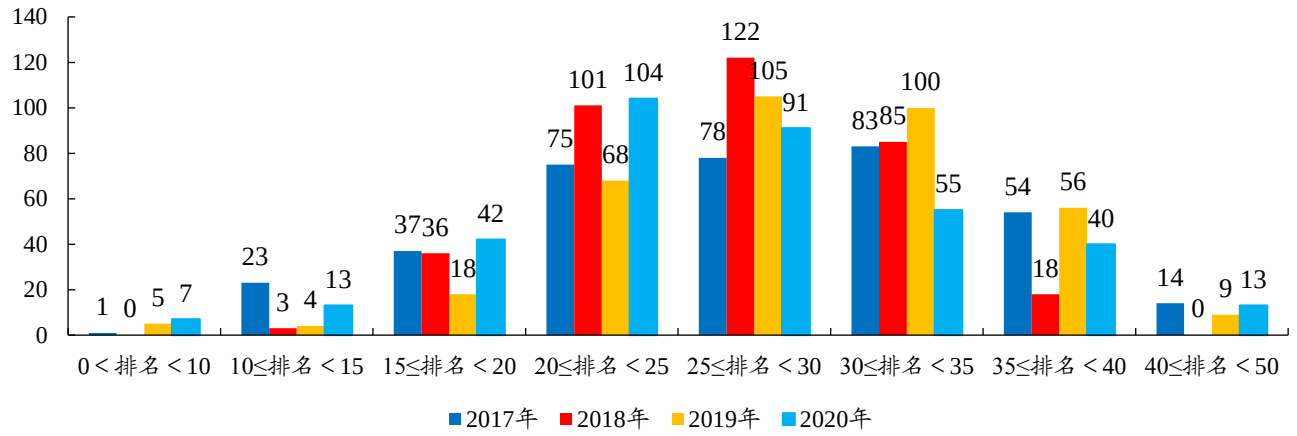
图16：2016 年以来《问道手游》注册用户数持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

MMORPG 游戏生命周期长，《问道手游》流水仍有增长空间。相较于其他类型游戏，MMORPG 游戏开发周期较长、社交系统完善、故事情节和人物关系复杂、游戏玩法丰富，且通过团队协作修炼升级、交友等游戏设计，游戏玩家在游戏中形成了相对稳定的社交网络关系，用户粘性较强，通过不断更新迭代和良好运营，能够维持较长的生命周期。根据七麦数据，2017-2020 年《问道手游》iOS 游戏畅销榜排名分布逐年向头部靠近，未来游戏流水或仍将稳中有升。

图17：2017-2020 年《问道手游》iOS 游戏畅销榜排名分布逐年向头部靠近



数据来源：七麦数据、开源证券研究所

3、 差异化赛道优势明显，拓宽产品及品牌边界

3.1、 深耕 Rougelike 赛道，打响雷霆游戏品牌

投资代理 Roguelike 游戏，培养系列化忠实粉丝。公司通过旗下雷霆游戏代理运营了《地下城堡》、《贪婪洞窟》、《不思议迷宫》等知名 Roguelike 游戏。一方面，这些游戏多由其投资公司研发，保证了产品代理的稳定性；另一方面，公司采用系列化、差异化的策略，通过代理由同一团队研发的系列化游戏，培养游戏 IP 及忠实用户，并选择不同题材的多样化游戏，避免各款游戏的同质化，以满足不同需求的 Roguelike 游戏用户。

表5：公司推出的系列化、差异化 Roguelike 类游戏表现优秀

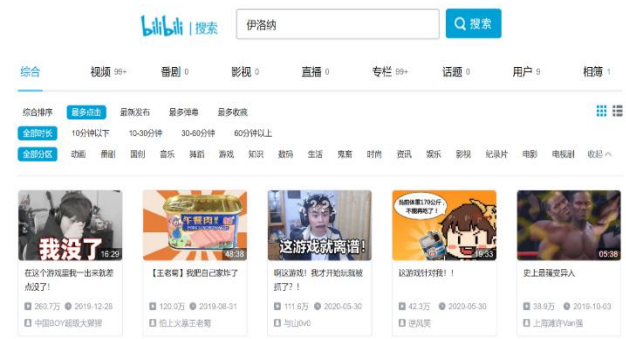
游戏名称	上线时间	研发公司	是否由投资公司研发	游戏内容	截至 2020 年 12 月 31 日末累计注册用户	表现
地下城堡：炼金术师的魔幻之旅	2014.09.28	淘金互动	是	暗黑风格的模拟经营与迷宫探险的 Roguelike 游戏	-	3 次 iPhone / iPad 付费榜 Top 1
地下城堡 2：黑暗觉醒	2016.08.18	淘金互动	是	《地下城堡》续作	850 万	游戏工委“2017 年度十大最受欢迎原创移动单机游戏”
不思议迷宫	2016.12.07	青瓷数码	是	Roguelike 与 RPG 相结合的迷宫探险	1800 万	2017 年全球 The Game Awards 2017 年“Best Chinese Game”提名
贪婪洞窟	2017.04.28	阿哇龙科技	否	生存探险 Roguelike	-	2018 年曾连续 15 天占据 App Store 冒险类游戏付费榜榜首
贪婪洞窟 2	2018.11.29	阿哇龙科技	否	《贪婪洞窟》基础上增加组队系统、职业系统	-	上线后连续 3 个月占据 App Store 冒险类游戏畅销榜前 10 名
跨越星弧	2019.03.14	淘金互动	是	星际探险 Roguelike	-	数娱梦工厂“最具创意游戏奖”
异化之地	2019.05.15	自研	是	克苏鲁风格的 Roguelike	-	上线后连续 7 个月占据 App Store 冒险类游戏付费榜前 5 名
失落城堡	2019.10.23	Hunter Studio	否	动作冒险 Roguelike，PC	-	提名 2019 TapTap 年度游戏大赏

游戏名称	上线时间	研发公司	是否由投资公司研发	游戏内容	截至 2020 年 12 月 31 日末累计注册用户	表现
				版在 steam 销量百万		“最具影响力国产游戏”“最佳游戏”“最佳独立游戏”“最受玩家喜爱的游戏”
伊洛纳	2019.08.28	数字狗	是	日本 Roguelike 角色扮演游戏《Elona》授权改编	-	提名 2019TapTap 年度游戏大赏“最具影响力国产游戏”“最佳玩法”“最受玩家喜爱游戏”

资料来源：公司公告、七麦数据、TapTap、开源证券研究所

精准营销推广获取用户，社区化运营提升玩家粘性。Roguelike 游戏目标用户标签明确，公司一方面通过雷霆游戏、TapTap、哔哩哔哩等社区平台进行广告、KOL 试玩推荐等口碑营销，如 B 站多位知名游戏 UP 主试玩推荐《伊洛纳》；另一方面选择目标用户重合度较高的产品开展联动，如 2020 年 1 月开启了《伊洛纳》与《不思议迷宫》联动，玩家会在《伊洛纳》森林中遇见《不思议迷宫》中的角色，并加入了《不思议迷宫》中特有的设定和多个彩蛋。

图 18：B 站多位知名游戏 up 主试玩推荐《伊洛纳》



资料来源：哔哩哔哩

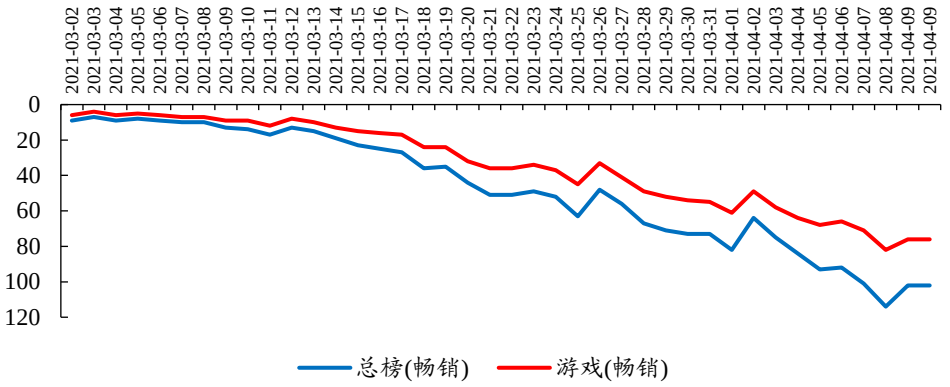
图 19：《伊洛纳》与《不思议迷宫》展开联动



资料来源：《伊洛纳》

Roguelike 游戏储备丰富，差异化赛道或进入开花结果期。根据七麦数据，由公司联营企业青瓷数码发行的《提灯与地下城》3 月 1 日上线后 iOS 游戏畅销榜最高排名第四，突破了对于 Roguelike 游戏小众、盈利能力较差的认知，Roguelike 赛道或将快速成长壮大。根据 TapTap 官网，在 TapTap 平台带有 Roguelike 标签且安装人数游戏热度 Top20 的游戏中，雷霆游戏共代理发行 6 款。我们认为，通过对 Roguelike 赛道持续深耕，公司已成功打造“Roguelike 等于雷霆游戏”的品牌形象，随着市场对 Roguelike 赛道关注度提高及公司储备系列化游戏上线，公司或受益明显。

图20：《提灯与地下城》3 月 1 日上线后 iOS 游戏畅销榜最高排名第四

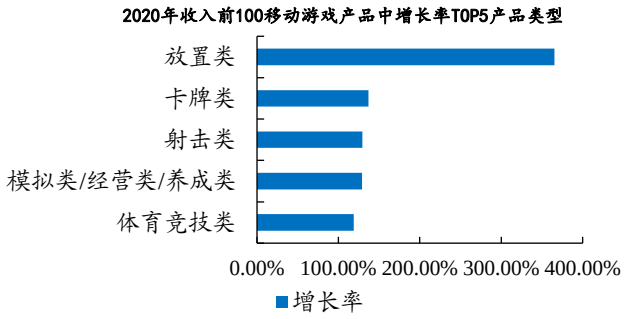


数据来源：七麦数据、开源证券研究所

3.2、 放置类赛道异军突起，《一念逍遥》把握市场红利

放置类游戏取得突破，市场空间仍广阔。2020 年《剑与远征》、《最强蜗牛》等放置类游戏在国内市场的火爆，让放置这一小众玩法出圈。根据伽马数据，2020 年收入前 100 移动游戏产品中，放置类游戏收入同比增长 366%，增长率排名第一。放置类游戏上手门槛低、题材轻度化、轻操作或能吸引对强竞技、重度化游戏产生疲劳的用户，而通过放置与其他游戏玩法相结合，或能提升用户粘性和收入。

图21：2020 年收入前 100 移动游戏产品中，放置类游戏收入同比增长 366%



数据来源：伽马数据、开源证券研究所

图22：各产品通过“放置+anything”方式提升游戏可玩性



资料来源：AppStore、开源证券研究所

《一念逍遥》验证公司差异化赛道自研能力，或成为第二业绩支柱。公司自研放置类手游《一念逍遥》于 2021 年 2 月 1 日上线，通过画风、剧情、玩法等吸引了众多玩家。(1)画风方面，采用唯美的水墨国风画风，在内测阶段就荣获 ChinaJoy 主办的第十二届 CGDA 优秀游戏制作人大赛专业组“最佳游戏原画美术设计奖”。(2)剧情方面，玩家扮演一位寻仙问道的人魔后裔探索身世之谜，并推出同名官方小说《一念逍遥》和官方漫画《这本修仙宝典不太对》丰富游戏世界观。(3)玩法方面，独创真实挂机修仙玩法，离线后角色也会驻在离线前停留的秘境进行真实的战斗和挂机产出。(4)此外，游戏通过设置众多服务器保证合理的区服人数，平衡玩家体验。

根据七麦数据，游戏上线至 2021 年 4 月 10 日 iOS 游戏畅销榜平均排名为第十名，流水表现亮眼。根据 Sensor Tower 数据，《一念逍遥》入围 2021 年 3 月中国 App Store 手游收入排行榜第 9，助力雷霆游戏跃升至 2021 年 3 月中国手游发行商收入

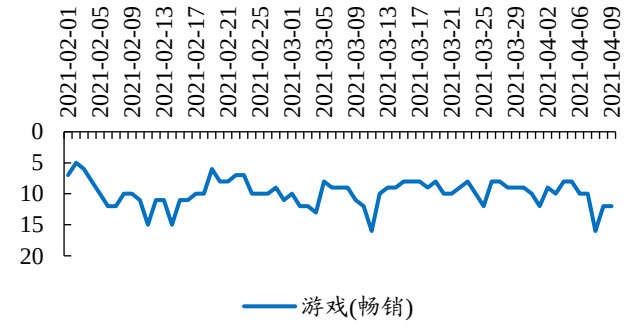
（全球 App Store+Google Play）排行榜第 18。我们认为，公司通过协助《最强蜗牛》买量发行，积累了丰富的放置类游戏发行运营经验，或助力《一念逍遥》实现流水稳定、延长生命周期，成为公司继《问道》之后的第二业绩支柱。

图23：《一念逍遥》玩法及画风独特



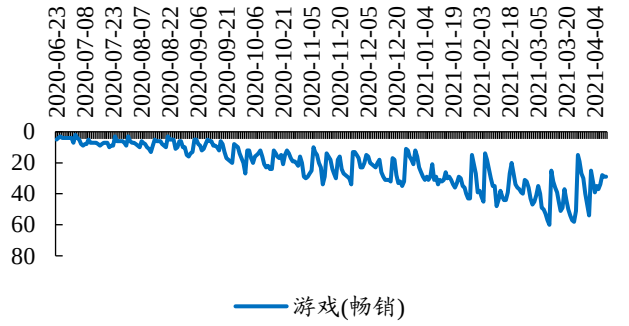
资料来源：《一念逍遥》

图24：《一念逍遥》上线至 2021 年 4 月 10 日 iOS 游戏畅销榜平均排名为第十名，流水表现亮眼



数据来源：七麦数据、开源证券研究所

图25：《最强蜗牛》上线 9 个月 iOS 游戏畅销榜排名仍维持在 40 名左右



数据来源：七麦数据、开源证券研究所

3.3、 投资代理与自研并举，牢控优质游戏来源

积极投资文娱领域，布局产业链上下游。公司一方面通过子公司吉相资本参投了青瓷数码、淘金互动、数字狗等数十家公司，涵盖游戏研发、平台运营、文娱 IP 等，并由此代理了《不思议迷宫》、《最强蜗牛》港澳台版、《地下城堡》等优质游戏。另一方面重视维护与中小研发商关系，由此代理发行淘米网络研发的经典 3D 社区养成手游《摩尔庄园》，作为承载了许多 95、00 后童年快乐和梦想的经典 IP 或为公司贡献可观业绩增量。根据 TapTap 数据，截至 2021 年 4 月 10 日，《摩尔庄园》TapTap 评分达 9.3 分，预约人数达 127 万。

表6：公司积极投资文娱领域，布局产业链上下游

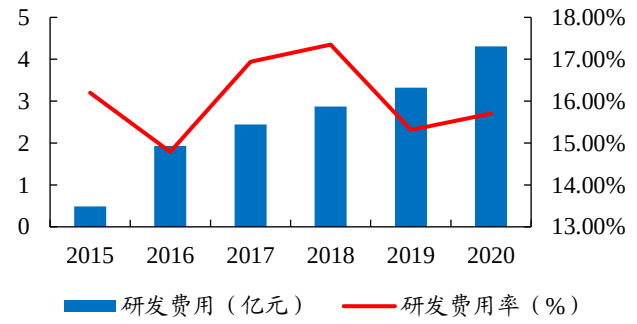
经营方向	公司名称	直接/间接持股比例	主要产品/服务	由吉比特代理的游戏
网络游戏研发	青瓷数码	33.21%	《不思议迷宫》、《最强蜗牛》、《阿瑞斯病毒》、《愚公移山 3》、《格子 RPG》等	《不思议迷宫》、《最强蜗牛》港澳台地区
	淘金互动	30%	《地下城堡》、《地下城堡 2：黑暗觉醒》安卓版、《跨越星弧》、《物种起源》	《地下城堡》、《地下城堡 2》安卓版、《跨越星弧》

经营方向	公司名称	直接/间接持股比例	主要产品/服务	由吉比特代理的游戏
	数字狗	20%	《伊洛纳》	《伊洛纳》
	星空智盛	49%	《星海纷争》、《纪元：变异》	-
	东极六感	12.6%	《匠木》	《匠木》
	River Games Inc.	20%	《下一把剑》	《下一把剑》
	纳仕信息	17.45%	《白之物语》	《白之物语》
	厦门飞鼠	30%	由原《问道》核心团队组建而成，致力于大型回合制手游	-
	勇仕网络	20%	《猫咪挂机》、《碧蓝航线》	-
	游戏元素	35%	《小小部落》	-
	Rayark	5.00%	《Cytus》、《Cytus II》、《Deemo》、《Implosion》、《Sdorica》	-
	厦门真有趣	10.00%	《香肠派对》、《不休的乌拉拉》、《小兵大冲锋》、《仙侠道》	-
	广州帝释天	19.3%	《拉结尔》、《Endless Loop》、《KSU》	-
	广州呸喽	15.00%	《Muse Dash（喵斯快跑）》	-
	指点时代	10.00%	《五行师》、《恶魔秘境》	《五行师》
	火箭拳	5.00%	PC/PS4 游戏《硬核机甲》	-
	魔剑网络	10.00%	《魔渊之刃》	《魔渊之刃》
	热区网络	7.00%	研发《阿瑞斯病毒》，由青瓷游戏发行	-
	乐麦互娱	8.08%	《Monster castle》	-
	厦门乐旺普	25%	《炽月神域》	-
	地心互娱	20%	《纽扣兄弟》	-
平台运营	匠游科技	11.00%	专注平台、沙盒游戏	-
	厦门英普洛	25%	《重返旧世》、《绯色幻想》、《法洛伊幻境》	-
原创和运营 IP	辣葡萄	20%	《怪物工程师》	-
	厦门雏羽	25.04%	《铸时匠》	-
	厦门鸽游	15%	《Phigros》、《律动轨迹 Rizline》	-
	杭州熊和猫	25%	《军团战棋：英雄时代》、《军团战棋：独立游戏》、《国产游戏公司模拟》	-
	上海润梦	17%	中国武侠风多人在线沙盒游戏《武侠乂》	-
投资	艾斯西网络	25%	主打 ARPG、MMO 类产品	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

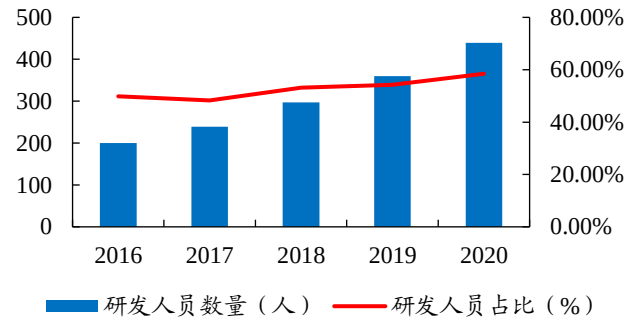
重视自研能力提升，研发人员效率领先。公司积极布局自研游戏，采用“小步快跑”的方式，尽快做出原型，通过玩家测试验证核心玩法并不断调整，滚动开发游戏并积极提高人效。根据公司公告，2020 年公司研发费用为 4.31 亿元，研发人员共计 439 人，占总员工数量 58.46%，每研发人员贡献的营业收入达 624.67 万元，每研发人员贡献的归母净利润达 238.36 万元，居同类公司前列。

图26：2015-2020 年公司研发费用稳定增长



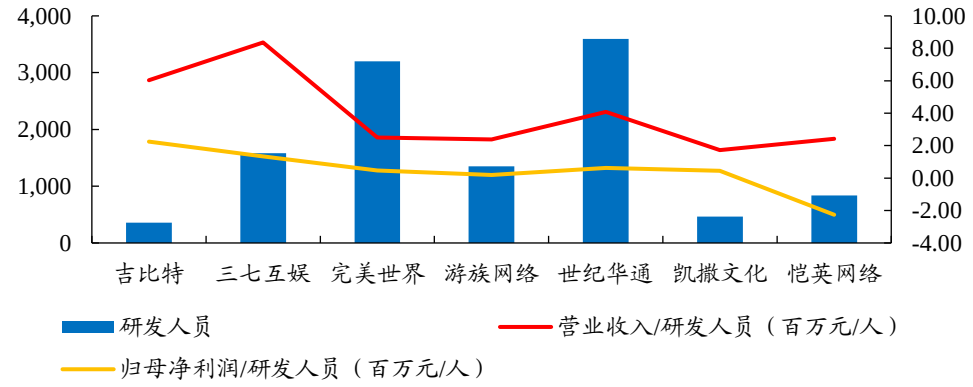
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：2016-2020 年公司研发人员数量和占总员工比例均不断增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：2019 年公司研发人员效率处于 A 股同类公司前列



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表7：公司通过“代理+自研”布局 Roguelike、放置、休闲、AVG 等多个差异化赛道，储备游戏丰富

游戏类型	游戏名称	游戏特色	游戏进度
放置挂机 AVG	冒险与深渊	像素风放置养成	已取得版号
	指尖城市规划师	放置类模拟经营	已取得版号
	石油大亨	石油开采模拟经营，PC 版于 2016 年在 steam 发行	已取得版号
	剑开仙门	沉浸式修仙互动手游	已开启 iOS 端删档不计费测试
	爱丽丝的精神审判	悬疑解密逃出冒险，SEEC 逃脱冒险小说系列第一部改编	版号申请中
	四目神	SEEC 逃脱冒险小说第二部改编	版号申请中
	了不起的飞剑	战斗与修真养成游戏	已取得版号
RPG 休闲 Roguelike	复苏的魔女	像素风即时制 RPG 手游	已开启内测
	幻灵游侠	MMORPG	研发中
	纪元：变异（PC 版及 PS 版）	结合像素、赛博朋克风格的横版动作冒险类 RPG 游戏	版号申请中
	摩尔庄园	集怀旧、益智、养成、社交和剧情为一体的休闲 3D 手游	已取得版号，预计于 2021 年上线
	精灵魔塔	结合了爬塔、收集、棋盘策略、放置养成、Roguelike 等元素	已取得版号

	地下城堡 3：魂之诗	文字地牢探险游戏	已取得版号
	世界弹射物语	弹珠养成手游，融入技能弹射、角色养成，日系立绘和 2D 像素画风	版号申请中
	摸金校尉之九幽将军	探险寻宝手游，加入解谜元素、生存沙盒形式	已取得版号
	魔法洞穴 2	独立的 Roguelike 地牢探险游戏	已取得版号
	冰原守卫者	以射击为主题的战斗冒险 RPG 竞技游戏	已取得版号
AVG MMORPG 动作	军团	Roguelike 策略游戏	已在 Steam 平台上架测试版本
	白之物语	日式题材的异世界 MMORPG 手游	研发中
	勇敢的哈克（Haak）（PC 版）	平台跳跃类独立游戏	已在 Steam 平台上架 EA 测试版本

资料来源：公司公告、公司官网、TapTap、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

4.1、 关键假设

4.1.1、 营业收入及毛利

自主及联合运营游戏：公司研发能力突出、运营经验丰富，已上线主要贡献业绩的核心产品包括《问道手游》、《魔渊之刃》、《不朽之旅》、《不思议迷宫》、《地下城堡 2》等。我们预计 2021 年 2 月 1 日上线的《一念逍遥》将为公司贡献亮眼年流水，成为公司继《问道》之后的第二大业绩支撑；预计公司储备项目中的《剑开仙门》、《摩尔庄园》、《复苏的魔女》、《地下城堡 3：魂之诗》等将于 2021 年上线，并贡献业绩增量。假设核心产品贡献流水保持稳定、授权运营的产品与代理方的分成比例保持稳定、公司自主运营的产品与渠道方的分成比例保持稳定。假设公司自研游戏《一念逍遥》贡献收入增量亮眼，致自研游戏收入占比提升，从而公司整体毛利率较 2020 年有所提升。

授权运营游戏：公司授权运营游戏主要为《问道》端游，已稳定运营十余年，假设随着《问道》端游用户的小幅流失，2021-2023 年毛利率较 2020 年略有下降。

4.1.2、 期间费用率

销售费用率：2018-2020 年分别为 8.08%、10.37%、10.91%，考虑到市场买量费用上升，再加之公司为《一念逍遥》等自研游戏铺量推广，假设 2021-2023 年销售费用率有所上升，分别为 11.15%、11.20%、11.30%。

管理费用率：2018-2020 年分别为 7.41%、8.53%、8.57%，考虑到公司已具规模效应，经营管理稳定，假设 2021-2023 年管理费用率保持稳定，分别为 8.57%、8.57%、8.57%。

研发费用率：2018-2020 年分别为 17.35%、15.31%、15.70%，考虑到公司相较于扩招研发人员更倾向于提高研发人员工作效率与产出，假设 2021-2023 年研发费用率略有上升，分别为 15.80%、15.85%、15.90%。

4.2、 盈利预测

结合上述假设分析，我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 37.91、45.10、

52.85 亿元，同比分别增长 38.22%、18.98%、17.18%；归属于母公司股东的净利润分别为 14.09、16.24、18.51 亿元，同比分别增长 34.62%、15.28%、13.98%，对应当前股本的 EPS 分别为 19.60 元、22.60 元、25.76 元。

4.3、 估值

综合考虑公司的收入规模、盈利能力和成长性，我们选取完美世界（002624）、三七互娱（002555）和网易（9999.HK）作为可比公司，采用相对估值法中的 PE 和 PEG 估值方法对公司进行估值。

4.3.1、 PE 估值法

采用 2021 年 4 月 12 日收盘价，按照 Wind 一致预期，选取的可比公司三七互娱和网易-S 对应的 2022 年预测 PE 分别为 12.44、24.39 倍，按照我们的盈利预测，选取的可比公司完美世界对应的 2022 年预测 PE 为 11.53 倍，平均值为 16.12 倍；按照我们的盈利预测，吉比特对应的 2022 年预测 PE 为 16.49 倍，接近可比公司 2022 年预测 PE 的平均值。

4.3.2、 PEG 估值法

依然以完美世界、三七互娱和网易-S 作为可比公司，我们将业绩成长性作为考虑因素，采用 PEG 法进行估值。基于 2019 年年报数据，将完美世界和三七互娱 2019 年归母净利润作为业绩基期。考虑到网易-S2019 年具有出售考拉业务的非经常性收益，采取 2020 年归母净利润作为业绩基期。完美世界 2022 年归母净利润采用我们的预测值，三七互娱和网易-S 2022 年归母净利润采用 Wind 一致预期。计算得出完美世界、三七互娱、网易-S 和吉比特从基期到预测期的业绩 CAGR 分别为 31%、22%、26%、26%；完美世界、三七互娱和网易-S 对应 PEG 分别为 0.38、0.57、0.93，平均值为 0.62；吉比特对应 PEG 为 0.63，接近可比公司 PEG 的平均值。

表8：吉比特 2022 年预测 PE 及 PEG 接近可比公司（完美世界、三七互娱和网易-S）的平均值

证券代码	证券简称	基期净利润	归母净利润（2022E）	基期至 2022 年业绩 CAGR	PE（2022E）	PEG
002624.SZ	完美世界	15.03	33.54	0.31	11.53	0.38
002555.SZ	三七互娱	21.15	38.37	0.22	12.44	0.57
9999.HK	网易-S	120.63	192.42	0.26	24.39	0.93
	平均值				**16.12**	**0.62**
603444.SH	吉比特	8.09	16.24	0.26	16.49	0.63

数据来源：Wind、开源证券研究所（基于 2021 年 4 月 12 日收盘价，三七互娱和网易-S 预测数据采用 Wind 一致预期，完美世界和吉比特预测数据采用我们的预测值）

4.4、 投资建议及评级

我们看好公司突出的研发、发行及运营能力，公司以《问道》IP 为基石，逐步拓展 Roguelike、放置、模拟经营等细分赛道，拓宽产品及品牌边界。公司《问道》IP 经久不衰，通过端游沉淀初始用户，成功“端转手”延长生命周期，通过游戏的持续更新迭代及运营推广，《问道手游》流水或仍将稳中有升。此外，公司一方面深耕 Rougelike 赛道，培养系列化忠实粉丝，已成功打造“Roguelike 等于雷霆游戏”的品牌形象，随着市场对 Roguelike 赛道关注度提高及公司储备系列化游戏上线，公司或受益明显；另一方面通过《一念逍遥》验证差异化赛道自研能力，而协助《最强蜗牛》买量发行的经验或助力《一念逍遥》实现流水稳定、延长生命周期，成为公司继

《问道》之后的第二业绩支柱。公司当前估值水平与可比公司平均值接近，但考虑到公司当前收入和净利润规模较可比公司更小，基于公司在 Roguelike、放置、模拟经营等差异化赛道的突出竞争优势，相应产品系列化之后对应的长期成长潜力更大，应当给予公司一定的估值溢价。**首次覆盖，给予公司“买入”评级。**

5、 风险提示

（1）单一产品依赖的风险。公司业绩来自于《问道手游》的比例较高，如果《问道手游》不能通过持续更新迭代和运营推广保持对玩家的吸引力，或将导致游戏产生的收益下降，对公司的经营业绩和财务状况造成不利影响。

（2）新游戏上线时间推迟或流水表现不及预期的风险。若《摩尔庄园》、《复苏的魔女》等新游戏上线时间推迟或《问道手游》、《一念逍遥》等游戏流水表现低于预期，或导致公司未来业绩低于预期。

（3）游戏行业政策变化对公司的影响存在不确定性。公司游戏业务的开展受行业政策的影响较大，监管政策的变化对于公司业绩的影响存在不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2453	3256	3801	4630	5806
现金	804	2144	2537	3341	4352
应收票据及应收账款	210	195	366	302	480
其他应收款	37	102	90	138	129
预付账款	36	91	84	124	120
存货	1	0	1	0	1
其他流动资产	1366	724	724	724	724
非流动资产	1915	2131	2637	3030	3452
长期投资	322	545	786	1027	1268
固定资产	985	866	1013	1126	1273
无形资产	13	7	6	3	1
其他非流动资产	595	713	832	873	910
资产总计	4369	5388	6438	7660	9258
流动负债	803	972	1083	1097	1203
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	119	126	195	220	268
其他流动负债	684	846	888	878	934
非流动负债	131	168	177	181	181
长期借款	35	7	16	20	19
其他非流动负债	95	161	161	161	161
负债合计	934	1140	1261	1278	1383
少数股东权益	364	445	829	1271	1775
股本	72	72	72	72	72
资本公积	1107	1137	1137	1137	1137
留存收益	1915	2602	2917	3280	3695
归属母公司股东权益	3071	3803	4349	5111	6099
负债和股东权益	4369	5388	6438	7660	9258

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1297	1533	1738	2025	2277
净利润	1066	1332	1793	2066	2355
折旧摊销	44	125	76	90	92
财务费用	-17	34	-31	-41	-60
投资损失	-31	-115	-63	-58	-38
营运资金变动	128	206	-16	-12	-62
其他经营现金流	106	-49	-20	-20	-10
投资活动现金流	-160	409	-499	-405	-465
资本支出	59	69	265	152	180
长期投资	-207	450	-241	-249	-241
其他投资现金流	-308	929	-475	-502	-526
筹资活动现金流	-851	-549	-847	-816	-801
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-28	-28	9	3	-0
普通股增加	0	-0	0	0	0
资本公积增加	31	30	0	0	0
其他筹资现金流	-854	-550	-856	-819	-801
现金净增加额	293	1338	393	804	1011

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2170	2742	3791	4510	5285
营业成本	205	384	504	649	764
营业税金及附加	14	18	25	30	35
营业费用	225	299	423	505	597
管理费用	185	235	325	386	453
研发费用	332	431	599	715	840
财务费用	-17	34	-31	-41	-60
资产减值损失	-69	-1	-21	-25	0
其他收益	32	33	33	33	33
公允价值变动收益	13	67	20	20	10
投资净收益	31	115	63	58	38
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	1230	1562	2083	2401	2737
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	5	2	2	2
利润总额	1230	1558	2082	2400	2735
所得税	164	226	289	333	380
净利润	1066	1332	1793	2066	2355
少数股东损益	257	285	384	442	504
归母净利润	809	1046	1409	1624	1851
EBITDA	1253	1619	2087	2402	2712
EPS(元)	11.26	14.56	19.60	22.60	25.76

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	31.2	26.4	38.2	19.0	17.2
营业利润(%)	15.5	27.0	33.3	15.3	14.0
归属于母公司净利润(%)	11.9	29.3	34.6	15.3	14.0
获利能力					
毛利率(%)	90.5	86.0	86.7	85.6	85.5
净利率(%)	37.3	38.2	37.2	36.0	35.0
ROE(%)	31.0	31.3	34.6	32.4	29.9
ROIC(%)	32.6	32.2	38.5	37.8	36.1
偿债能力					
资产负债率(%)	21.4	21.2	19.6	16.7	14.9
净负债比率(%)	-19.3	-46.6	-46.1	-49.9	-53.3
流动比率	3.1	3.4	3.5	4.2	4.8
速动比率	2.9	3.2	3.4	4.1	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	8.5	13.5	13.5	13.5	13.5
应付账款周转率	1.9	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	11.26	14.56	19.60	22.60	25.76
每股经营现金流(最新摊薄)	18.05	21.33	24.18	28.18	31.69
每股净资产(最新摊薄)	42.73	52.92	60.52	71.12	84.87
估值比率					
P/E	33.1	25.6	19.0	16.5	14.5
P/B	8.7	7.0	6.2	5.2	4.4
EV/EBITDA	20.1	15.2	11.8	10.1	8.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn