从新游看吉比特的品类扩张及商业化改善

——吉比特（603444）公司跟踪报告

买入|维持

报告要点：

- **公司新品数量和商业化能力明显提升，新游逐渐放量**

过去吉比特以《问道》为核心产品，新品开发以精品化为导向，布局 Roguelike 等细分新赛道，新产品玩家口碑及可玩性较强，但新品商业化能力略弱，整体收入贡献较小。2019 年《问道手游》单产品收入贡献高达 73%。今年以来特别是下半年公司新游数量及商业化能力明显提升，投资优质研发商青瓷游戏推出《最强蜗牛》、9 月公司发行新放置手游《不朽之旅》及 Roguelike+ARPG 手游《魔渊之刃》，均取得不俗流水表现，商业化能力持续改善。

- **行业上看，买量渠道的快速增长，促使研发、发行与渠道价值链重新分配，利好吉比特这类优质研发/发行商**

近两年，随着买量渠道的快速扩大，越来越多厂商开始尝试通过买量直接获取用户或选择上线如 TapTap 这类不参与收益分成的新垂类渠道，推迟或不上联运渠道。优质内容 CP 方议价能力提升，研发、发行与渠道价值链重新分配。

- **从新品看公司的品类及商业化拓展**

《不朽之旅》采用 BD 策略+放置+文字冒险结合的创新形式，保留暗黑类游戏自由 Build 策略的基础上，将战斗和刷装做成放置模式，重点在配装策略上。放置类游戏凭借养成结果给予玩家成就感、单次游戏时间短、目标明确、操作简单以及高留存率等特点成为近年逐渐兴起的蓝海品类。而《魔渊之刃》则将公司擅长的 Roguelike 玩法与 ARPG 手游结合，强调装备搭配，弱化角色天赋，在战斗系统、装备体系上都有独到之处，丰富的装备搭配、技能组合以及动作要素使得核心玩法具备更强的成长性和操作性。

- **投资建议与盈利预测**

《问道手游》稳定运营，国庆福利服活动已开启，预计节日期间流水会有进一步回升，旗下雷霆游戏平台持续扩充精品手游产品及品类矩阵，且新游商业化能力持续改善，有望进一步优化公司收入结构。预计 2020-2022 年，公司实现归母净利润为 11.01/13.06/14.64 亿元，对应 EPS15.32/18.17/20.37 元，PE41x/34x/31x，维持“买入”评级。

- **风险提示**

单一产品依赖，老产品流水过快下滑，重点新游戏产品不及预期，行业政策风险。

附表：盈利预测

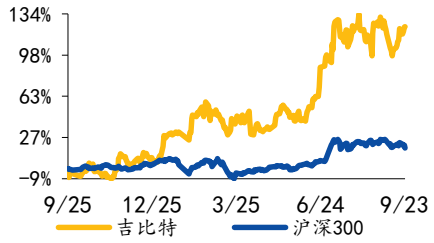
财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1654.70	2170.37	3010.77	3720.30	4422.51
收入同比（%）	14.91	31.16	38.72	23.57	18.88
归母净利润(百万元)	722.97	809.19	1101.44	1306.32	1464.24
归母净利润同比(%)	18.58	11.93	36.12	18.60	12.09
ROE（%）	24.87	26.35	28.71	27.31	24.87
每股收益（元）	10.06	11.26	15.32	18.17	20.37
市盈率(P/E)	61.91	55.31	40.64	34.26	30.57

资料来源：Wind,国元证券研究中心

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	653.6 / 258.1
A 股流通股（百万股）：	71.86
A 股总股本（百万股）：	71.86
流通市值（百万元）：	44747.18
总市值（百万元）：	44747.18

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-吉比特（603444）2020 年半年报点评：收入稳增长，《最强蜗牛》利润释放节奏影响投资收益》2020.08.18

《国元证券公司研究-吉比特（603444）事件点评：新品类扩张进行时，《最强蜗牛》登顶港澳台区免费榜》2020.07.29

报告作者

分析师　李典
执业证书编号　S0020516080001
电话　021-51097188-1866
邮箱　lidian@gyzq.com.cn

分析师　路璐
执业证书编号　S0020519080002
电话　021-51097188-2174
邮箱　lulu@gyzq.com.cn

目 录

1.产品数量和商业化能力明显提升，新游逐渐放量 4
2.从新品看公司的品类及商业化拓展 8
2.1《不朽之旅》：暗黑题材放置+文字冒险类手游 8
2.2 放置类手游操作易上手且具备养成满足感，具备用户基础和高留存 13
2.3《魔渊之刃》：暗黑元素+ Roguelike 机制 ARPG 手游 15
2.4 暗黑题材借鉴暴雪经典 IP，玩法创新+难度平滑 Roguelike 类诞生多款精品 20
3、游戏储备丰富，收入构成有望持续改善 22
4. 投资建议与盈利预测 23
5. 风险提示 23

图表目录

图 1：2019 年吉比特流水收入前五位游戏（亿元） 4
图 2：《最强蜗牛》iOS 畅销榜排名 5
图 3：《不可思议迷宫》iOS 畅销榜排名 6
图 4：《不朽之旅》iOS 畅销榜排名 6
图 5：《魔渊之刃》iOS 畅销榜排名 6
图 6：手游发行渠道对比 8
图 7：《不朽之旅》游戏架构 9
图 8：《不朽之旅》初始剧情与新手引导画面 9
图 9：《不朽之旅》技能、装备、属性介绍界面 10
图 10：《不朽之旅》职业选择界面及星图、神格系统 11
图 11：《不朽之旅》离线奖励及天梯、万神宝库界面 11
图 12：《不朽之旅》资源开采、消耗界面 12
图 13：《不朽之旅》战斗画面及装备、道具界面 12
图 14：《不朽之旅》世界地图场景及装备改造入口 13
图 15：《不朽之旅》充值界面及兵装系统 13
图 16：玩法多元组合的“放置+”手游一览 14
图 17：2020H1 收入前 100 移动游戏产品类型收入分布 15
图 18：《魔域之刃》游戏框架 15
图 19：《魔域之刃》中创建游戏角色的界面 16
图 20：《魔渊之刃》战斗画面 17
图 21：《魔渊之刃》中的法盘系统 18
图 22：《魔渊之刃》中的角色基本属性与详细属性 18
图 23：《魔渊之刃》中的角色时装界面 19
图 24：《魔渊之刃》游戏场景 19
图 25：《魔渊之刃》中的商城界面 19

表 1：雷霆游戏代理的 Rougelike 类游戏主要产品 4
表 2：部分游戏未上线主流安卓联运渠道 7
表 3：代表性的暗黑风格游戏 20
表 4：吉比特储备项目 22

1.产品数量和商业化能力明显提升，新游逐渐放量

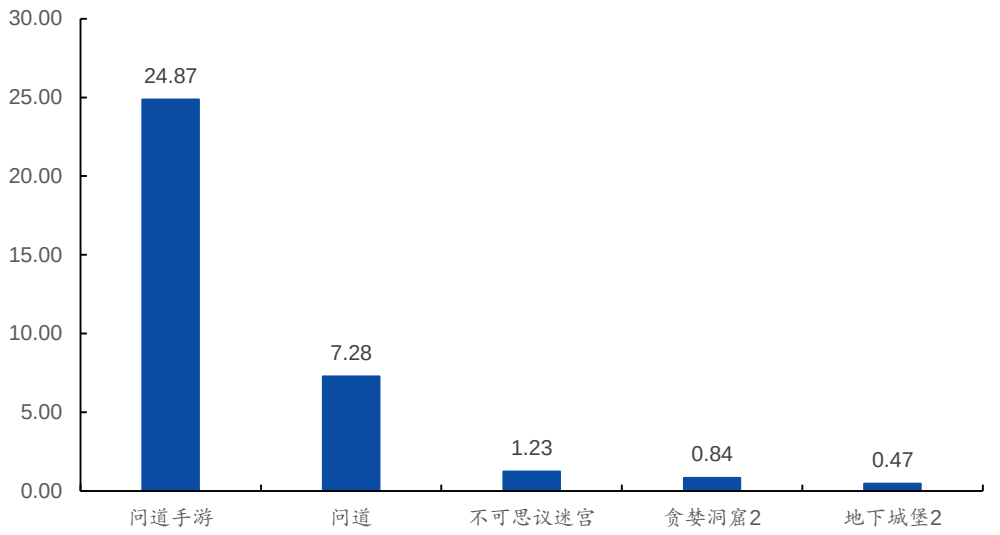
过去吉比特以《问道》为核心产品，新品开发上以精品化为导向，布局 Roguelike 等细分新赛道，游戏口碑及可玩性较强，但商业化能力略弱，新游收入贡献较小。公司长线稳定运营《问道手游》作为收入基本盘，同时通过代理和自研的方式在卡牌、SLG、Roguelike、模拟经营等多个品类持续扩充产品数量，尤其在 Roguelike 品类，先后推出《地下城堡》、《贪婪洞窟》系列以及《不可思议迷宫》等多款精品手游，成为该领域的头部发行商。其中，代表产品《不可思议迷宫》运营接近四年，截至 2019 年底累计用户超过 1700 万。但是从收入构成来看，《问道》手游及端游依然是公司收入主力，其中《问道手游》2019 年收入占比高达 73%，其他游戏的收入贡献有限，新游商业化能力略弱。

表 1：雷霆游戏代理的 Rougelike 类游戏主要产品

序号	游戏名称	客户端类型	上线时间	成绩表现
1	地下城堡	移动游戏	2014.11	上线不久就冲入 App Store 付费榜第九位
2	魔法洞穴 2	PC 端游戏	2015.06	
3	贪婪洞窟	移动游戏	2016.03	
4	不思议迷宫	移动游戏	2016.12	2017 年 11 月荣获全球 The Game Awards 2017 年度“Best Chinese Game”提名；App Store 已累计获得超过 17 万条的五星好评；截至 2019 年 12 月 31 日，累计注册用户数量超过 1,700 万
5	地下城堡 2：黑暗觉醒	移动游戏	2017.06	获评游戏工委评选的“2017 年度十大最受欢迎原创移动单机游戏”；截至 2019 年 12 月 31 日，安卓端累计注册用户数量超 700 万
6	贪婪洞窟 2	移动游戏	2018.11	上线首月，占据 App Store 游戏付费榜榜首长达 29 天
7	跨越星弧	移动游戏	2019.03	
8	异化之地	移动/PC 游戏	2019.05/2018.08	上线当日便获得 TapTap 编辑推荐并荣登 TapTap 热门榜第 1 名
9	伊洛纳	移动游戏	2019.08	上线后连续 9 天在 App Store 游戏免费榜排名前 3 名
10	超载地牢	PC 端游戏	2019.08	
11	原力守护者	移动游戏	2019.09	
12	失落城堡	移动游戏	2019.10	获评游联社 2019 年度“最具人气游戏奖”；截至 2019 年 12 月 31 日，累计注册用户数量超过 500 万

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

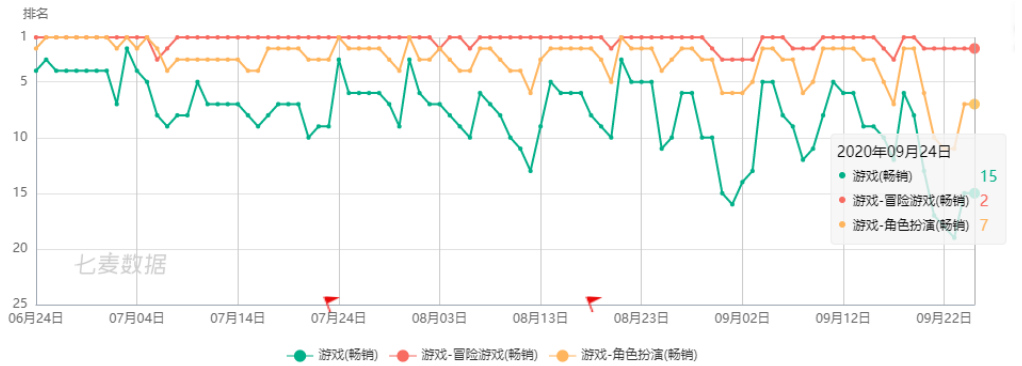
图 1：2019 年吉比特流水收入前五位游戏（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

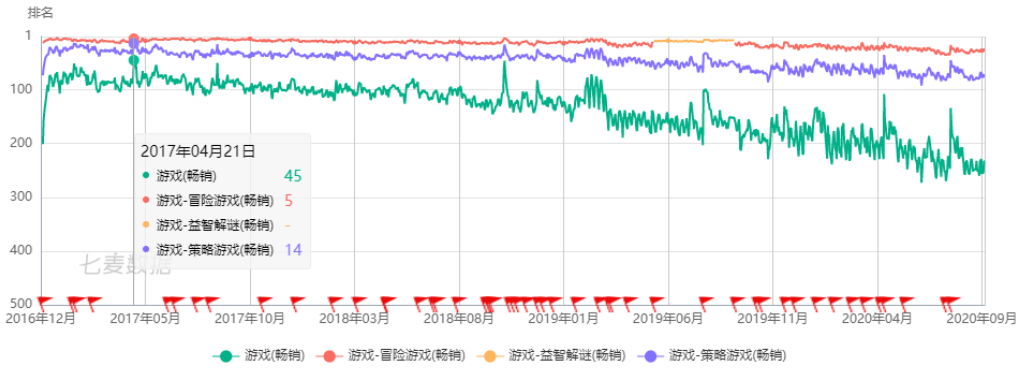
今年以来特别是下半年公司新游数量及商业化能力明显提升，投资的研发商青瓷游戏推出《最强蜗牛》、9 月公司发行新游放置手游《不朽之旅》及 Roguelike+ARPG 手游《魔渊之刃》，均取得不俗成绩，商业化能力持续改善。《最强蜗牛》游戏制作团队为《不可思议迷宫》原班人马，游戏于 2020 年 6 月 23 日上线后，凭借搞怪情节和玩梗文化的独特趣味性迅速突围重度手游登上畅销榜头部，八月排名中国手游流水收入排行榜第六位，为公司贡献投资收益。同时吉比特代理发行港澳台地区，游戏于 7 月 22 日上线，目前在三地畅销榜排名分别为第 14、7、9 名，排名保持稳定。《不朽之旅》则是由重庆九鱼乐研发、雷霆游戏发行的暗黑题材放置手游，2020 年 9 月 10 日全平台公测上线，最高排名 iOS 畅销榜 23 位。《魔渊之刃》是由魔剑工作室开发、雷霆游戏发行的 ARPG 手游。2020 年 9 月 17 日公测上线，产品结合了暗黑（Diablo-Like）和 Roguelike 两类元素，畅销榜最高排名 33 位，同时位列 TapTap 平台新品榜第二名。几款产品均超过了公司此前除《问道》外最核心产品《不可思议迷宫》最高 45 名的畅销榜排名高度。

图 2:《最强蜗牛》iOS 畅销榜排名



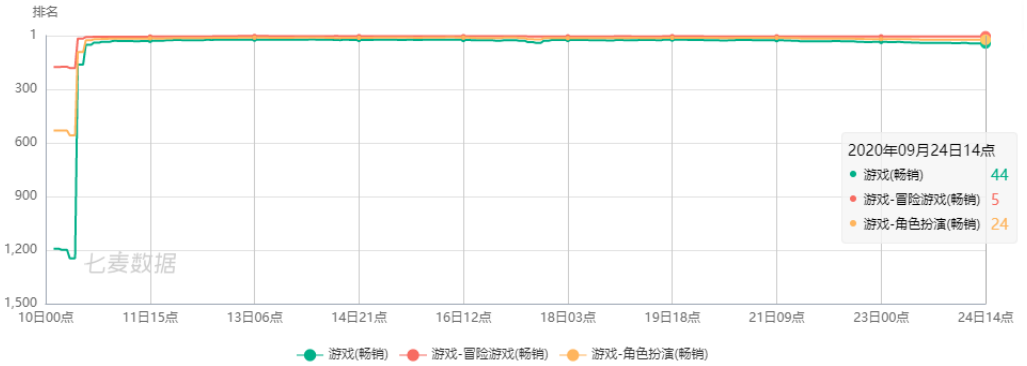
资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

图 3:《不可思议迷宫》iOS 畅销榜排名



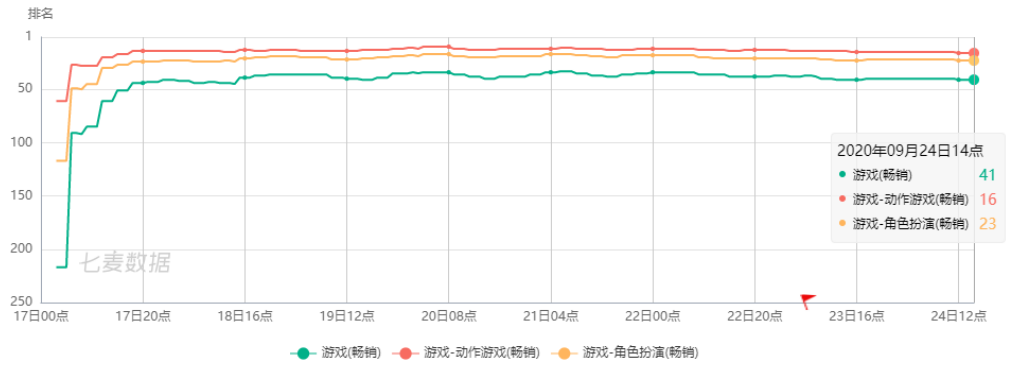
资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

图 4:《不朽之旅》iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

图 5:《魔渊之刃》iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

行业上，买量渠道的快速增长，进一步提升精品游戏研发及发行商相对于渠道端的议价能力，研发、发行与渠道价值链的重新分配，利好吉比特这类精品游戏研发及发行商。以往游戏厂商和渠道进行联运，主要依靠应用商店的广告展示位进行导流，而在合作中需要接入渠道 SDK 并进行分成，比例为 5:5。对于游戏厂商来说，过高的分成比例、维护 SDK 所投入运维成本以及存在版本更新不及时、不能快速根据玩家反馈调整运营内容一直是亟待解决的问题。但近两年，随着买量渠道的快速扩大，越来越多厂商开始尝试通过买量直接获取用户或选择上线如 TapTap 这类不参与收益分成的新垂类渠道，推迟或不上线联运渠道。例如，《最强蜗牛》安卓渠道目前仅上线 TapTap 和 B 站，10 月 31 日再上线华为等应用商店，圈存住首批用户红利，《江南百景图》安卓渠道则由 TapTap 独家发行，两者均为中小型厂商产品，通过精细化买量投放成功突围，莉莉丝《万国觉醒》以及米哈游《原神》也均未选择首发上线联运渠道。作为优质内容产出的 CP 方议价能力提升，研发、发行与渠道价值链重新分配，利好吉比特这类优质研发商及发行商。

表 2：部分游戏未上线主流安卓联运渠道

游戏名称	游戏类型	研发商	发行商	上线渠道	上线时间
明日方舟	二次元塔防	鹰角网络	鹰角网络	App Store、官网、TapTap、B 站	2019.5.1
浮生为卿歌	女性向	友谊时光	友谊时光	App Store、官网、TapTap	2020.12.31
最强蜗牛	放置	青瓷游戏	青瓷游戏	App Store、官网、TapTap、B 站（10 月 31 日上线华为应用商店）	2020.6.23
江南百景图	模拟经营	椰岛游戏	椰岛游戏	App Store、TapTap	2020.7.2
万国觉醒	策略类	乐狗游戏	莉莉丝游戏	App Store、官网、TapTap、九游	2020.9.23
原神（手游）	开放世界	米哈游	米哈游	App Store、官网、TapTap、B 站（安卓渠道暂不上线华为、小米应用商店）	2020.9.28

资料来源：国元证券研究中心

图 6：手游发行渠道对比

渠道	合作方式	主要渠道	渠道分成/成本占比	CP毛利润
iOS	联运	苹果商店	30%	10%-30%
	买量	头条系	40%-60%	
		腾讯系广点通		
		流量App		
安卓	联运	华为	50%	15%-20%
		oppo	50%	1%-10%
		vivo	50%	1%-10%
		bilibili	50%	20%-25%
		TapTap	0%	50%-70%
		阿里九游	50%	5%-15%
		腾讯应用宝	50%	1%-8%
		小米+金立+酷派+联想+360+魅族	50%	5%-8%
		长尾渠道		5%-8%
	买量	头条系	40%-60%	5%-15%
		腾讯系广点通		5%-15%
		流量App		5%-12%
	其他	官网等		60%-70%

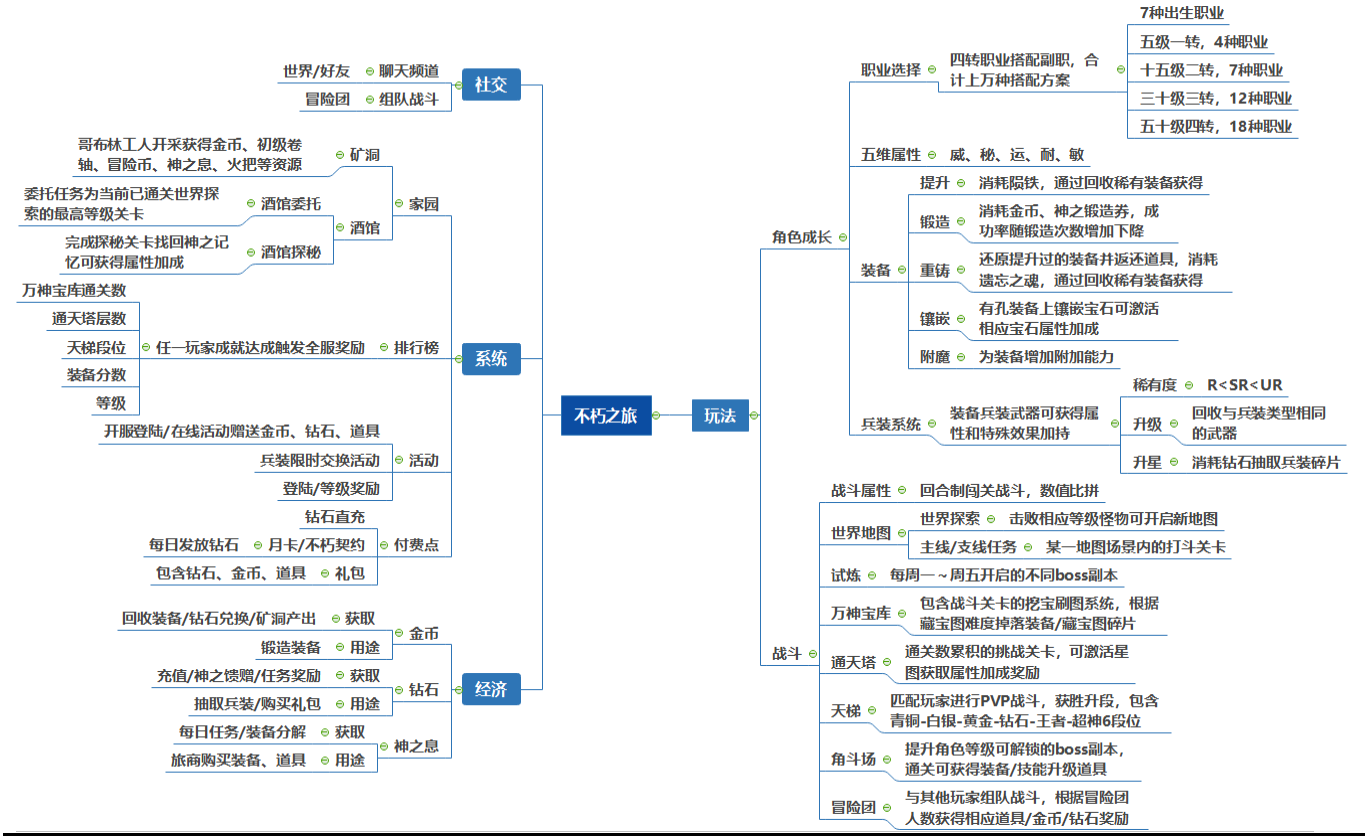
资料来源：竞核，国元证券研究中心

2.从新品看公司的品类及商业化拓展

2.1《不朽之旅》：暗黑题材放置+文字冒险类手游

《不朽之旅》是由重庆九鱼乐研发、雷霆游戏发行的暗黑题材放置手游，2020 年 9 月 10 日全平台公测上线。截止 9 月 22 日，《不朽之旅》排名 iOS 畅销榜第 35 位，TapTap 关注人数超 38 万，评分 6.2。游戏的背景设定为主角重生于暗黑风格世界，选择出身和职业后在世界地图上进行打怪探索。游戏主要依靠文本交代曲靖，利用剧情在前期引导玩家学习各种职业、装备、天赋属性，以及不同流派和技能的 Build 策略。

图 7:《不朽之旅》游戏架构



资料来源：国元证券研究中心

图 8:《不朽之旅》初始剧情与新手引导画面



资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

图 9:《不朽之旅》技能、装备、属性介绍界面



资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

游戏以 BD 策略+放置+文字冒险为核心玩法，在保留暗黑类游戏自由 Build 策略的基础上，将战斗和刷装做成了放置模式，游戏侧重于配装的策略性，通过 BD 策略较高的自由度拓展放置类游戏可玩性。《不朽之旅》将暗黑系列的 BD 策略融入到放置类数值养成的玩法当中，随着角色等级提升，玩家可经历四次转职并搭配一个副职，游戏内现设 41 种职业、82 个技能可选，由此衍生出上万种职业搭配方案，根据玩家对不同属性叠加的侧重可划分出普攻流、召唤流、技能流等多种流派套路，星图、神

格系统内的自由选择也能为角色带来不同属性加成，具备极高的可玩性和自由度。

图 10：《不朽之旅》职业选择界面及星图、神格系统



资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

放置挂机积累资源→战斗获取道具、经验→自由 BD 提升战力→开启新图。玩家挂机可获得离线经验和掉落装备，另外矿洞中也会产出金币、冒险币、火把等收集品资源。除世界探索和主支线任务可触发战斗外，游戏内还设置有试炼、通天塔、角斗场等 boss 副本，挖宝刷装的万神宝库，PVP 玩法的天梯以及组队战斗玩法的冒险团。游戏中的战斗模式为回合制闯关的数值比拼，依据玩家的技能、装备组合的战力值形成战斗结果，不需要玩家手动操作，且支持 3 倍速战斗选项。

图 11：《不朽之旅》离线奖励及天梯、万神宝库界面



资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

对玩家“肝度”要求较高。游戏进入后期（50 级+）技能提升边际效应减小，刷图更多依靠高级兵装加成，兵装需要通过装备和碎片进行升级、升星触发核心技能。游戏的挂机收益主要体现在经验累积和升级，装备爆率有限，以蓝装、紫装为主，主要在酒馆和万神宝库中获取，进入关卡需要消耗冒险币和火把。以二阶酒馆为例，单个委托任务购买价格为 7 个冒险币，T8 难度藏宝图单个关卡消耗火把 20～30 把。

图 12：《不朽之旅》资源开采、消耗界面



资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

画风设计上突出暗黑风格，以灰暗色调为主。画面设计较为简单，战斗画面中没有角色人物或怪物的立绘，装备和道具也多以黑白为主，整体画面上以文本居多。

图 13：《不朽之旅》战斗画面及装备、道具界面



资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

整体游戏界面上，场景、功能的入口区分明显，对于装备更新、地图解锁、技能升级等可操作新内容也有突出标示，对玩家的引导较好。

图 14:《不朽之旅》世界地图场景及装备改造入口



资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

变现及付费点上，游戏的付费内容包括月卡/终身卡、礼包和直充钻石。钻石用于抽取兵装，终身卡 “不朽契约”的设置除了补充钻石外赋予玩家免费开矿次数、矿洞哥布林数量增加等加速资源探索的特权，能够帮助玩家加快刷图进度。

图 15:《不朽之旅》充值界面及兵装系统



资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

2.2 放置类手游操作易上手且具备养成满足感，具备用户基础和高留存

放置类游戏兼具休闲游戏的大规模用户受众和重度游戏的高留存率与人均付费，是近年来逐渐兴起的蓝海品类。休闲游戏玩法简单易上手，能够适应碎片化游戏时间，用户量级巨大，同时也存在耐玩性较弱、可玩周期短而造成用户留存率低、人均付费低的短板。放置游戏作为休闲游戏的子类别，保留简单易操特征基础上融入重度游戏的养成模式，同时与卡牌、SLG、模拟经营等玩法结合。主流放置类游戏主要包括着重养成结果给予玩家成就感、单次游戏时间短、目标明确、操作简单以及高留存率的特点。放置类手游的用户受众不断扩大，付费点也更加多元，有效地提高了用户留存和产品生命周期。

图 16：玩法多元组合的“放置+”手游一览



放置+社交	放置+卡牌	放置+经营
心动网络《不休的乌拉拉》	莉莉丝游戏《剑与远征》	椰岛游戏《江南百景图》

资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

国内最早的放置游戏为主打放置挂机和数值成长的《天天挂机》，2018 年《旅行青蛙》的爆火带动市场上放置类游戏数量大涨，《不休的乌拉拉》、《剑与远征》、《最强蜗牛》等优质产品相继涌现。

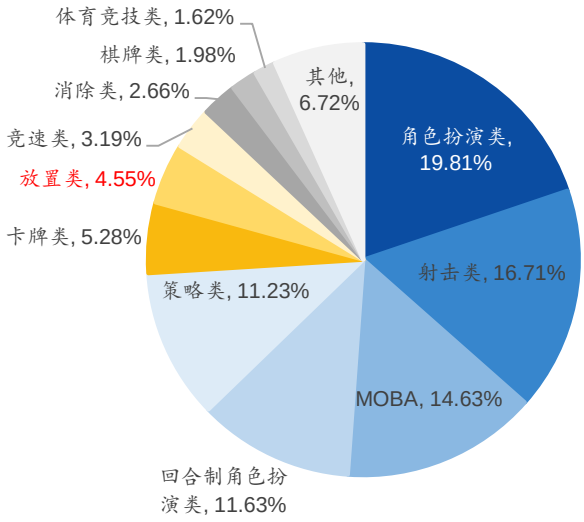
《最强蜗牛》：由吉比特参股公司青瓷数码自主研发运营的放置养成类手游，2020 年 6 月 23 日上线以来稳居中国手游市场头部，在 2020 年 8 月流水收入排行榜中排名第 6。游戏以荒诞画风和搞怪剧情为特色，游戏中玩家操纵一只弱小的蜗牛探索世界收集资源，与魔神使徒和魔神战斗，最终通过自身努力成为最强生物。《最强蜗牛》本质上仍是轻度休闲游戏，副本通关和资源产出均依靠放置挂机，同时又深度结合了战斗和养成元素，蜗牛的属性提升、基因进化以及贵重品收集共同构成长线战力养成系统，从而延长游戏的生命周期，并以清晰的养成目标提高用户留存。

《剑与远征》：由莉莉丝游戏开发运营，2020 年 1 月 8 日在国内全平台公测，上线

首月即位列 iOS 手游收入排行榜第 3，且至今仍稳定于中国 App Store 手游收入排行榜 Top20。游戏的核心玩法是“推图—挂机—英雄卡培养—推图”的生态循环，突出“随玩随停”的轻度游戏特性，并给予玩家卡牌阵容和站位的自由搭配选择，带来丰富的策略体验，融入好友羁绊、公会 boss、队伍雇佣等大量互动玩法，强化游戏的社交功能，提高用户黏性。画面采取独特玻璃彩绘画风，贴合绮丽复古的西方魔幻背景，英雄卡面拥有精致角色立绘，美式卡通风格独具辨识度。

2020H1 收入前 100 手游分布中放置品类占比达到 4.55%，相较于 2019 年底不到 2%的占比出现了较为显著的提升。以移动游戏市场整体实际销售收入 1046.73 亿元推算，放置类手游收入接近 47.63 亿元。

图 17：2020H1 收入前 100 移动游戏产品类型收入分布



资料来源：音数协游戏工委&伽马数据，国元证券研究中心

2.3《魔渊之刃》：暗黑元素+ Roguelike 机制 ARPG 手游

《魔渊之刃》是由魔剑工作室开发、雷霆游戏发行的 ARPG 手游。2020 年 9 月 17 日公测上线，产品结合了暗黑（Diablo-Like）和 Roguelike 两类元素。截至 9 月 22 日，《魔渊之刃》位于 iOS 游戏畅销榜第 38 名，在 TapTap 平台上已取得 66.6 万关注量以及 6.4 的评分，位列 TapTap 平台新品榜第二名。

整体看，《魔渊之刃》强化装备搭配，弱化角色天赋，在战斗系统、装备体系上都有自己的独到之处，丰富的装备成长、技能组合以及浓厚的动作要素也使得《魔渊之刃》的核心玩法既有广度、也有深度。和常见的 RPG 游戏相比，《魔渊之刃》既没有职业系统，也没有角色天赋树；因此，在《魔渊之刃》中玩家并不能依靠角色升级来获得新技能，如果玩家想要获得更多、更好的新技能，提升自身的装备水平是最主要的路径；由于《魔渊之刃》中游戏角色不受职业系统和角色天赋的限制，玩家因此能在《魔渊之刃》中根据自己的喜好，依托出色的装备系统更加灵活地打造自己的技能组合，从而获得更丰富的游戏体验。

图 18:《魔域之刃》游戏框架



资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

《魔渊之刃》的世界观设定融合了暗黑题材游戏常见的要素，故事情节也通俗易懂，因此对于游戏玩家特别是喜欢玩暗黑风格游戏的玩家来说，《魔渊之刃》在剧情上的学习成本很低，游戏剧情亦不会成为阻碍玩家入坑的障碍。

图 19:《魔域之刃》中创建游戏角色的界面



资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

核心玩法：(1) 爬塔。爬塔是 roguelike 游戏最常见的核心玩法之一，在《魔渊之刃》中，玩家需要击败一层又一层的敌人，进而才能解锁更高级的难度、获取更稀有的材料、开启更有挑战性的副本。而在《魔渊之刃》中，玩家操控的角色一旦在战斗中不幸死亡，玩家也将面临着严酷的失败惩罚，玩家不但将失去已有的爬塔进度，而且还会丢失没有进行灵魂绑定的装备，游戏的死亡惩罚机制和较长的副本流程需要玩家花费较多的时间。**(2) 战斗。**《魔渊之刃》采取的是 2.5D 视角的实时战斗机制，相较于传统的暗黑风格游戏以及 Roguelike 游戏，《魔渊之刃》更加强调躲闪等操作要素，操作难度较高。

图 20:《魔渊之刃》战斗画面



资料来源：TapTap，游戏截图，国元证券研究中心

(3) 法盘系统：不同于常见的 RPG 游戏，《魔渊之刃》没有职业系统，游戏中的战斗技能也并不由游戏角色所决定，而是由武器、盔甲和法盘驱动；其中主动技能尤其

是伤害系的主动技能主要由武器提供，敏捷系、辅助系的主动技能则多由盔甲提供；而被动技能则主要由极具本游戏特色的法盘系统提供，法盘是一种可以镶嵌宝石的转盘，玩家可以在游戏中的祭坛里获得宝石，在得到宝石之后，玩家可在装备界面中通过调整宝石的数量、颜色及位置来获得自己想要的被动技能；此外，法盘中的宝石在通关后也会自动清零，玩家在新开启的游戏中需要重新收集宝石以填充法盘；到目前为止，《魔渊之刃》中的法盘系统可以提供至少 99 种被动技能，常见的技能包括格斗大师（所有物理技能无 CD）、护体火球（召唤火球环绕自身）等。

图 21：《魔渊之刃》中的法盘系统



资料来源：TapTap，游戏截图，国元证券研究中心

（4）角色成长：角色成长主要体现在角色的数值上。角色数值提升的途径主要有角色升级和装备升级 2 种；角色升级方面，每升 1 级都可以得到 5 点基本属性点数，该点数可在力量、敏捷、智慧、体质间自由分配，成功分配后即可提升角色的详细属性数值；此外，游戏中的各种装备也可以提升角色的基本属性和详细属性，因此提升装备水平也是促进游戏角色成长重要方式。

图 22：《魔渊之刃》中的角色基本属性与详细属性



资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

美术表现：（1）人物角色。《魔渊之刃》采用了较为卡通的画风，角色的身材比例具有浓黑的 Q 版人物的特征，虽然游戏角色的建模并不精细，但是强悍的半魔人设定与其 Q 版的外观形象之间存在着一种反差萌，这种反差萌也使得该游戏的角色能被更多人所喜爱。

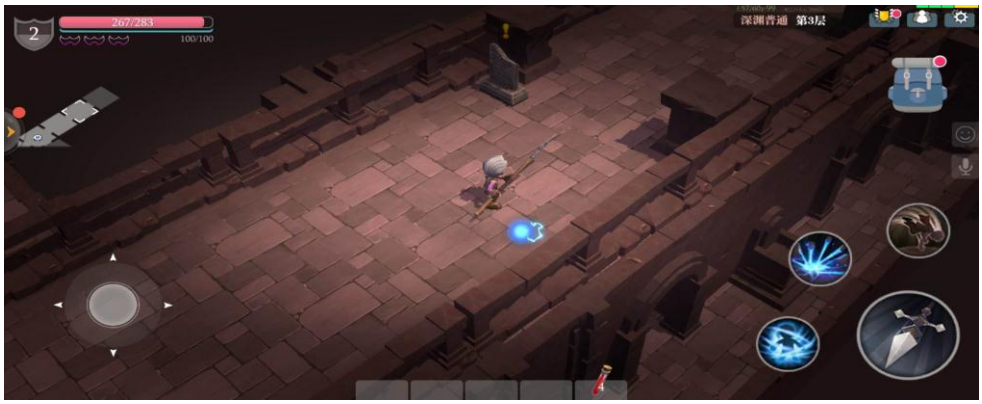
图 23：《魔渊之刃》中的角色时装界面



资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

（2）游戏场景：和许多常见的暗黑题材游戏及 roguelike 游戏一样，《魔渊之刃》的游戏场景也主要在洞穴和地下，因此该作品的游戏画面整体偏暗。但同时也存在着模型、贴图以及美术素材较大的改善空间。

图 24：《魔渊之刃》游戏场景



资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

变现及付费点：《魔渊之刃》的付费点在于礼包、皮肤抽奖、赛季卡特权、装备锻造以及装备强化。在这款游戏中，虽然充值会加快角色的成长速度并能获得一些外观内容，但大部分游戏中的必需品仍可以通过慢慢肝来得到，因此《魔渊之刃》的强制付费点并不多，商业设计相对合理，付费系统在玩家中的好评度相对较高。

图 25：《魔渊之刃》中的商城界面



资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

2.4 暗黑题材借鉴暴雪经典 IP，玩法创新+难度平滑 Roguelike 类诞生多款精品

暗黑风格（Diablo-Like）游戏是指模仿《暗黑破坏神》系列的 2.5D 视角装备驱动类游戏。《暗黑破坏神》是由美国著名游戏公司暴雪出品的系列 ARPG 游戏，该系列凭借阴郁压抑的哥特式邪典美术风格以及“打怪、升级、刷装备”的爽快玩法，赢得玩家青睐。典型的暗黑风格游戏包括 Runic Games 发行的独立游戏《火炬之光》、THQ 发行的全平台游戏《泰坦之旅》以及腾讯发行的手机游戏《拉结尔》等。

表 3：代表性的暗黑风格游戏

游戏名称	开发商	发行商	首发日期	平台
《拉结尔》	Indra	腾讯	2019.06.20	手机
《恶魔之书》	Thing Trunk	Thing Trunk	2018.12.13	PC/游戏机
《恐怖黎明》	Crate Entertainment	Crate Entertainment	2016.01.25	PC
《流放之路》	Grinding Gear Games	Grinding Gear Games	2013.10.23	PC/游戏机
《火炬之光》	Runic Games	Runic Games	2009.10.27	PC/游戏机
《泰坦之旅》	Iron Lore Entertainment	THQ	2006.06.26	PC/游戏机/手机

资料来源：Games Finder，TapTap，Wikipedia，国元证券研究中心

Roguelike 游戏来自于 1980 年的《Rogue》电子游戏（全称为《Rogue: Exploring the Dungeons of Doom》），游戏有三个重要设定，分别是“永久死亡”、“随机生成游戏内容”以及“资源管理玩法”；其中“永久死亡”是《Rogue》中最为核心的设定，即一旦玩家操控的角色死亡，原有进度和已取得的道具装备将全部遗失，整场游戏要重新开始；“随机生成游戏内容”则主要是指游戏地图由系统随机生成，增强游戏的不确定性，避免玩家在角色死亡后再度发起挑战时的游戏体验过于重复；而“资源管理玩法”则主要是通过可量化的方式，方便玩家优化决策，并鼓励玩家重复游戏以找到游戏流程中的最优解。

玩法创新+难度平滑，Roguelike 类涌现多款精品游戏。Roguelike 品类起源于《Rogue》，而原生 Roguelike 类游戏存在着死亡惩罚严厉、运气因素过重、游戏叙事薄弱等问题，因此 Roguelike 长期以来一直是一个较为小众的游戏品类，因此近年来游戏内容也在不断优化创新。首先是玩法差异化。Roguelike 品类游戏本身玩法包容性很强，可以结合卡牌、FPS、横板过关、回合制、放置类等其他要素进行深度开发。其次，平滑游戏难度。提供给不同水平的玩家进行关卡难度的选择。2016 年开始 Roguelike 游戏开始出现快速增长，移动端率先上线《贪婪洞窟》系列、《不思议迷宫》、《元气骑士》《弓箭传说》等，之后两年内《盗贼遗产》、《死亡细胞》、《杀戮尖塔》也陆续登录 PC 端以及 Steam 平台。

《不可思议迷宫》:由青瓷游戏研发、雷霆游戏代理的迷宫探险题材 Roguelike 手游，该游戏于 2016 年 12 月 8 日公测，一经上线便得到玩家的好评并成功获得 TapTap 平台 2016 年度最佳游戏提名，2019 年（游戏上线第三年）流水收入为 1.23 亿元，注册用户超 1700 万。截至 9 月 21 日，《不可思议迷宫》在 TapTap 平台的关注量已超 111 万，评分达 8.4 分。游戏设定方面，《不可思议迷宫》中的游戏主角是怪物“冈布奥”，目前游戏中有超过 200 只“冈布奥”可供玩家使用，每一只“冈布奥”都有自己独特的个性、外观和技能；此外玩家还可以同时选择 3 只“冈布奥”组成小队一起出战，不同“冈布奥”的技能搭配在一起还可以产生组合效果。

《贪婪洞窟 2》: 是由 Avalon Games 开发，雷霆游戏代理的地牢探险题材 roguelike 手游，该游戏于 2018 年 11 月 29 日公测，上线之后，该游戏流水稳定提升，2019 年度该作品流水已达 8399.49 万元，同比增长高达 77.18%。

《贪婪洞窟 2》凭借其诡异的克苏鲁画风赢得了众多玩家的青睐，该作品的气氛渲染出色；在阴暗的地牢中，玩家要操控怪诞的角色同扭曲的怪物进行战斗，同时，该游戏还大量使用了随机生成的要素，让每一层地牢中的地形、陷阱和怪物均由系统随机生成，大大增强了游戏过程中的不确定性，使玩家能够更加深切地体会到克苏鲁题材中的“未知恐惧”这一精神内核。

3、游戏储备丰富，收入构成有望持续改善

目前公司储备产品多达十余款，新品类扩充逐渐完备，涵盖 Roguelike、MMORPG、ARPG、放置类、模拟经营以及二次元等多个品类，代理发行重点产品《摩尔庄园》已经开启测试。其中《精灵魔塔》、《石油大亨》、《冒险与深渊》、《巨像骑士团》、《复苏的魔女》、《一念逍遥》以及《摩尔庄园》等游戏均已取得版号。其中，重点 IP 社区养成类手游《摩尔庄园》已于 9 月 9 日开启新一轮社交玩法测试，目前 TapTap 预约人数超过 92 万，评分达 9.6 分。而《一念逍遥》则是公司自研修仙题材放置手游，TapTap 预约人数超过 11 万，评分为 8.9。随着新游戏的持续上线，吉比特的收入结构有望得到有效改善。

表 4：吉比特储备项目

序号	游戏名称	客户端类型	游戏类型	自研/代理	预计上线时间	版号
1	摩尔庄园	移动游戏	休闲经营	代理		有
2	精灵魔塔	移动游戏	Roguelike	代理	2020 年下半年	有
3	石油大亨	移动游戏	模拟经营	代理	2020Q4	有
4	一念逍遥	移动游戏	放置	自研	2020Q3	有
5	冒险与深渊	移动游戏	放置养成	代理	2020Q4	有
6	巨像骑士团	移动游戏	策略	代理	2020Q4	有
7	白之物语	移动游戏	MMORPG	代理		有
8	复苏的魔女	移动游戏	二次元 RPG	代理		有
9	纪元：变异	PC 端、PS 端	ARPG	代理	2020 年	无
10	军团	移动游戏	Rogue-lite	代理		无
11	爱丽丝的精神审判	移动游戏	解谜推理	代理		无
12	四目神	移动游戏	解谜推理	代理		无
13	勇敢的哈克（HAAK）	PC 端	独立游戏	代理		无

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

4. 投资建议与盈利预测

《问道手游》稳定运营，国庆福利服活动已开始预热，预计节日期间流水会有进一步回升，旗下雷霆游戏平台持续扩展精品手游产品及品类矩阵，且新游商业化能力持续改善，有望进一步优化公司收入结构。预计 2020-2022 年，公司为 11.01/13.06/14.64 亿元，对应 EPS15.32/18.17/20.37 元，PE41x/34x/31x，维持“买入”评级。

5. 风险提示

单一产品依赖，老产品流水过快下滑，重点新游戏产品不及预期，行业政策风险。

财务预测表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2459.87	2453.36	4021.79	5653.96	7395.88
现金	550.43	803.70	2061.50	3635.19	5227.00
应收账款	302.91	210.44	376.19	429.84	524.80
其他应收款	30.89	36.66	54.86	66.14	79.28
预付账款	18.74	35.87	65.80	104.09	132.52
存货	0.46	0.53	1.16	1.73	2.24
其他流动资产	1556.45	1366.16	1462.29	1416.96	1430.02
非流动资产	1548.34	1915.45	1577.82	1438.59	1381.89
长期投资	162.29	322.22	268.91	286.68	280.75
固定资产	30.29	984.84	907.53	830.21	752.88
无形资产	14.24	13.27	13.27	13.27	13.27
其他非流动资产	1341.52	595.13	388.11	308.44	334.98
资产总计	4008.22	4368.81	5599.61	7092.55	8777.77
流动负债	791.40	803.17	943.22	1066.23	1184.19
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	97.95	118.88	255.12	383.30	496.48
其他流动负债	693.45	684.29	688.10	682.92	687.71
非流动负债	85.72	130.53	106.30	114.38	111.68
长期借款	63.20	35.31	35.31	35.31	35.31
其他非流动负债	22.53	95.23	70.99	79.07	76.38
负债合计	877.12	933.70	1049.52	1180.60	1295.88
少数股东权益	224.12	364.12	713.99	1128.94	1594.06
股本	71.88	71.88	71.88	71.88	71.88
资本公积	1076.51	1107.49	1107.49	1107.49	1107.49
留存收益	1814.71	1914.70	2656.73	3603.63	4708.46
归属母公司股东权益	2906.97	3070.99	3836.09	4783.00	5887.83
负债和股东权益	4008.22	4368.81	5599.61	7092.55	8777.77

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	904.61	1297.05	625.78	1815.93	1616.42
净利润	918.36	1066.23	1451.31	1721.26	1929.36
折旧摊销	12.15	44.43	77.33	77.33	77.33
财务费用	-24.01	-17.02	-54.36	-112.97	-178.50
投资损失	-69.57	-31.15	-63.15	-139.15	-111.32
营运资金变动	-27.38	128.09	-619.15	197.56	-92.75
其他经营现金流	95.06	106.47	-166.19	71.90	-7.70
投资活动现金流	-881.22	-159.97	907.94	6.22	155.63
资本支出	485.60	58.53	0.00	0.00	0.00
长期投资	472.40	206.56	-422.42	-7.85	2.62
其他投资现金流	76.78	105.12	485.52	-1.63	158.25
筹资活动现金流	-319.98	-851.02	-275.93	-248.45	-180.24
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-27.44	-27.89	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	55.29	30.98	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-347.97	-854.11	-275.93	-248.45	-180.24
现金净增加额	-280.05	293.40	1257.79	1573.69	1591.82

利润表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1654.70	2170.37	3010.77	3720.30	4422.51
营业成本	128.41	205.32	398.46	618.39	792.29
营业税金及附加	12.06	13.98	20.78	25.35	29.99
营业费用	133.72	225.10	352.31	490.80	630.09
管理费用	122.67	185.22	240.86	297.62	353.80
研发费用	287.02	332.18	457.62	568.39	687.47
财务费用	-24.01	-17.02	-54.36	-112.97	-178.50
资产减值损失	-25.38	-68.50	-13.55	-16.29	-22.81
公允价值变动收益	0.00	12.61	0.00	0.00	0.00
投资净收益	69.57	31.15	63.15	139.15	111.32
营业利润	1065.34	1230.26	1674.62	1986.10	2226.20
营业外收入	0.08	0.02	0.06	0.05	0.05
营业外支出	0.19	0.04	0.12	0.10	0.10
利润总额	1065.23	1230.24	1674.56	1986.04	2226.15
所得税	146.87	164.01	223.25	264.78	296.79
净利润	918.36	1066.23	1451.31	1721.26	1929.36
少数股东损益	195.39	257.04	349.87	414.95	465.11
归属母公司净利润	722.97	809.19	1101.44	1306.32	1464.24
EBITDA	1053.48	1257.67	1697.59	1950.46	2125.03
EPS（元）	10.06	11.26	15.32	18.17	20.37

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	14.91	31.16	38.72	23.57	18.88
营业利润(%)	23.84	15.48	36.12	18.60	12.09
归属母公司净利润(%)	18.58	11.93	36.12	18.60	12.09
获利能力					
毛利率(%)	92.24	90.54	86.77	83.38	82.09
净利率(%)	43.69	37.28	36.58	35.11	33.11
ROE(%)	24.87	26.35	28.71	27.31	24.87
ROIC(%)	55.71	194.89	132.33	209.06	227.84
偿债能力					
资产负债率(%)	21.88	21.37	18.74	16.65	14.76
净负债比率(%)	10.33	6.77	6.01	5.34	4.87
流动比率	3.11	3.05	4.26	5.30	6.25
速动比率	3.11	3.05	4.26	5.30	6.24
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.52	0.60	0.59	0.56
应收账款周转率	6.24	7.48	8.95	8.07	8.09
应付账款周转率	1.77	1.89	2.13	1.94	1.80
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	10.06	11.26	15.32	18.17	20.37
每股经营现金流(最新摊薄)	12.58	18.04	8.71	25.26	22.49
每股净资产(最新摊薄)	40.44	42.72	53.37	66.54	81.91
估值比率					
P/E	61.91	55.31	40.64	34.26	30.57
P/B	15.40	14.57	11.67	9.36	7.60
EV/EBITDA	40.11	33.59	24.89	21.66	19.88

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188