

2020 年年报点评:《问道》基本盘稳固, 品类拓展显成效

2021 年 03 月 31 日

买入 (维持)

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李赛

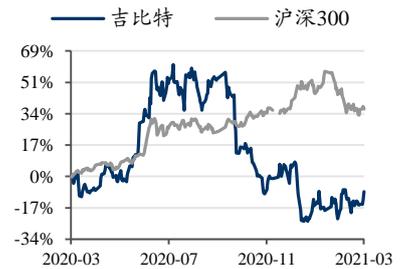
lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,742	3,551	4,224	4,939
同比 (%)	26.4%	29.5%	18.9%	16.9%
归母净利润 (百万元)	1,046	1,307	1,508	1,731
同比 (%)	29.3%	24.9%	15.4%	14.8%
每股收益 (元/股)	14.56	18.18	20.98	24.09
P/E (倍)	25.56	20.47	17.74	15.45

投资要点

- **事件:** 公司发布 2020 年年报, 全年实现营收 27.42 亿元 (yoy+26.4%), 归母净利润 10.46 亿元 (yoy+29.32%)。同时拟向全体股东每 10 股派发现金红利 120 元, 分红率 82.4%, 股息率 3.4%。20Q4 公司实现营收 6.93 亿元 (yoy+12.6%, qoq+8.2%), 归母净利润 2.9 亿元 (yoy+80.8%, qoq+2.9%), 业绩符合此前市场预期。
- **点评: 受益疫情催化与新游优异表现, 营收快速增长, 代理产品上线与财务准则调整拖累毛利率。** 20 年全年营收快速增长主要系受益疫情,《问道手游》收入稳健增长以及当年上线《魔渊之刃》等新游。公司收入结构优化, 无需向渠道分成的自主运营收入占比持续提高。2020 年自主运营收入 11.98 亿元 (yoy+36.1%), 占比 43.7% (yoy+3.12pct)。2020 年毛利率为 86% (yoy-4.5pct), 主要系 20 年上线的《魔渊之刃》等游戏皆为代理游戏, 相应分成及授权金摊销增加及公司 20 年调整财务准则, 外部研发商游戏分成支出不再摊销。20 年销售费用率 10.91% (yoy+0.54pct), 主要系上线多款新游及《问道手游》增大推广力度; 管理费用率 8.57% (同比持平); 研发费用率 15.7% (yoy+0.39pct), 主要系加大研发部门薪酬。20 年归母净利润率 38.16% (yoy+0.88pct), 主要系 20 年参股公司厦门真有趣等权益分派产生收益以及出售心动公司股份等产生投资净收益共 1.15 亿元。
- **《问道手游》基本盘稳固, 差异化品类 (放置与 Roguelike) 实现领先实力。** 20 年公司延续《问道手游》一年三大服推广策略, 并邀请张若昀作为代言人进行品牌宣传, 丰富举措推动《问道手游》长线运营, 20 年游戏在 iOS 畅销榜平均排名 26 名 (2019 年 28 名), 最高排名第 6 名。21 年公司及参股公司青瓷分别于 2 月 1 日与 3 月 1 日公测了水墨画风修仙放置游戏《一念逍遥》与地牢 Roguelike 游戏《提灯与地下城》, 两款游戏上线后表现超市场预期, 分别最高达畅销榜第 5 名与第 4 名。公司是国内少数深耕放置与 Roguelike 领域的厂商,《不可思议迷宫》、《最强蜗牛》等爆款产品验证了公司在放置与 Roguelike 领域的领先实力。
- **立足优势品类, 未来破圈与多元化产品储备丰富。** 公司坚持精品化路线, 已取得多款游戏的代理发行权, 涵盖优势品类放置修仙产品《剑开仙门》, Roguelike 产品《精灵魔塔》等, 同时公司积极追求用户年轻化, 代理产品《摩尔庄园》有望成为公司破圈之作, 目前全平台预约量超 750 万。另外储备有模拟经营等品类游戏, 产品矩阵丰富。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑《摩尔庄园》上线时间较此前推迟及新品上线买量投入较高, 我们下调 21-22 年 EPS 至 18.18(-1.1)/20.98(-1.45)元, 新增 23 年 EPS 为 24.09 元, 对应 21-23 年 PE20/18/15X。公司《问道手游》基本盘稳固, 践行精品化与多品类战略, 在放置等差异化品类已形成领先实力, 持续看好公司破圈与多元化战略成果, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 单一产品营收占比较大; 行业政策趋严; 新游表现不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	372.19
一年最低/最高价	296.34/671.60
市净率(倍)	7.03
流通 A 股市值(百万元)	26747.27

基础数据

每股净资产(元)	52.92
资产负债率(%)	21.16
总股本(百万股)	71.86
流通 A 股(百万股)	71.86

相关研究

- 1、《吉比特 (603444): 新游贡献增量, 驱动营收高增, 期待 Q4 重点产品上线》2020-10-23
- 2、《吉比特 (603444): 品类创新显成效, 下半年储备丰富继续探索多元化》2020-08-19
- 3、《吉比特 (603444): 《问道手游》驱动一季度业绩高增, 4 月年度大服将至, Q2 流水有望维持高位》2020-04-24

1. 20 年营收同增 26%，分红率与股息率较高

事件：公司发布 2020 年年报，20Q4 实现营收 6.93 亿元 (yoy+12.6%，qoq+8.2%)，归母净利润 2.9 亿元 (yoy+80.8%，qoq+2.9%)。20 年实现营收 27.42 亿元 (yoy+26.4%)，归母净利润 10.46 亿元 (yoy+29.32%)。同时拟向全体股东每 10 股派发现金红利 120 元，分红率 82.4%，股息率 3.4%。

图 1：公司 2016 年-2020 年营业收入情况

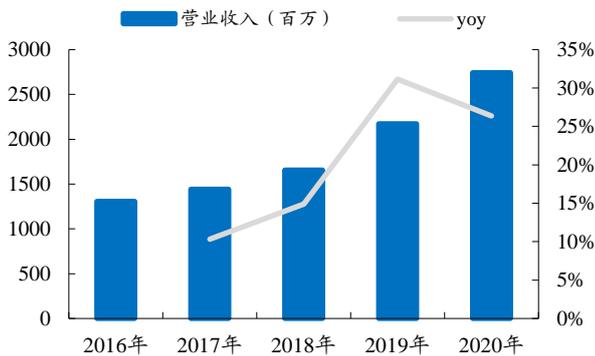
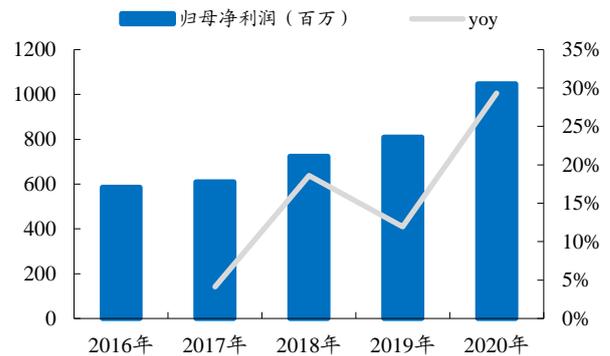


图 2：公司 2016 年-2020 年归母净利润情况

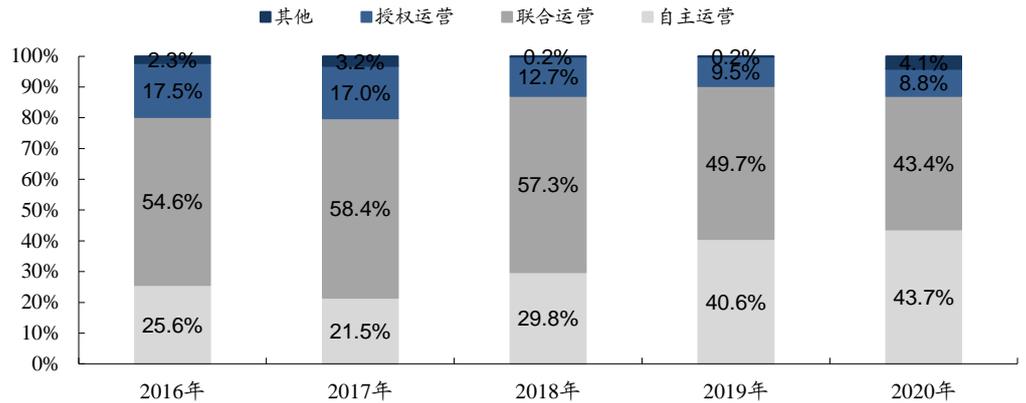


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

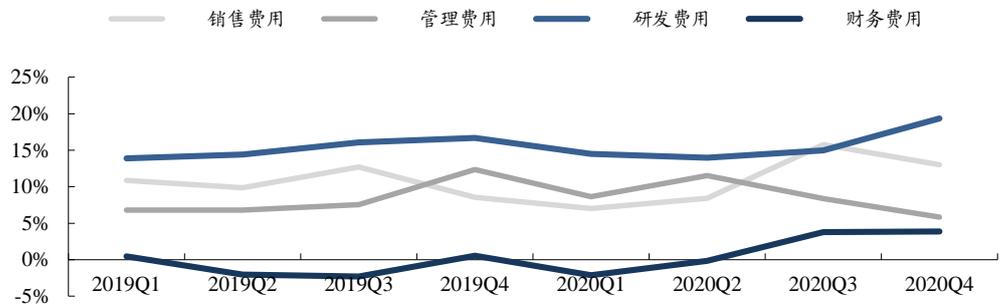
点评：受益疫情催化与新游优异表现，营收快速增长，代理产品上线与财务准则调整拖累毛利率。20 年全年营收快速增长主要系公司受益疫情，《问道手游》收入稳健增长以及公司 20 年上线《魔渊之刃》等游戏。公司收入结构持续优化，无需向渠道分成的自主运营收入占比持续提高。2020 年公司自主运营实现收入 11.98 亿元 (yoy+36.1%)，占比 43.7% (yoy+3.12pct)。2020 年公司毛利率为 86% (yoy-4.5pct)，主要系公司 20 年上线的《魔渊之刃》等游戏皆为代理游戏，相应分成及授权金摊销增加以及公司 20 年调整财务准则，外部研发商游戏分成支出不再摊销。20 年公司销售费用率 10.91% (yoy+0.54pct)，主要系公司 20 年上线多款游以及《问道手游》增大营销推广力度；管理费用率 8.57% (同比持平)；研发费用率 15.7% (yoy+0.39pct)，主要系公司加大研发部门薪酬。20 年公司归母净利率 38.16% (yoy+0.88pct)，主要系公司 20 年参股公司厦门真有趣等权益分派产生收益以及出售心动公司股份等产生投资净收益共 1.15 亿元。

图 3：公司 2016 年-2020 年收入结构情况



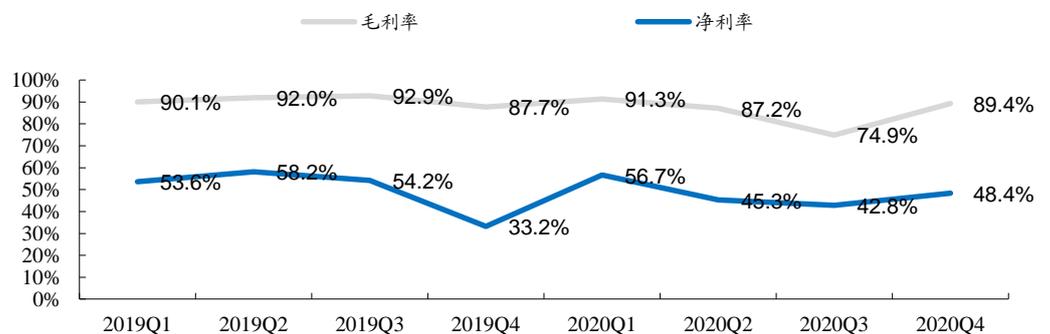
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：公司 2019-2020 年费用率变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：公司 2019-2020 年毛利率、净利率变化

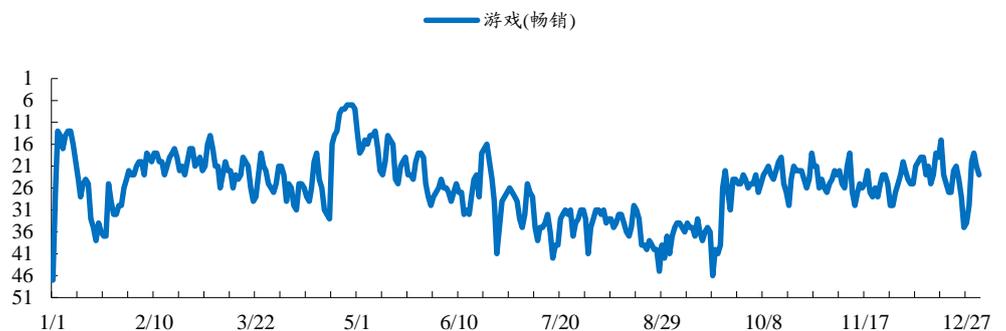


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 新品验证优势品类领先实力，破圈与多元化储备丰富

《问道手游》基本盘稳固，差异化品类（放置与 Roguelike）实现领先实力。20 年公司延续《问道手游》一年三大服推广策略，并邀请张若昀作为代言人进行品牌宣传，丰富举措推动《问道手游》长线运营稳中有进，20 年游戏在 iOS 畅销榜平均排名 26 名（2019 年 28 名），最高排名第 6 名。21 年公司与参股公司青瓷分别于 2 月 1 日与 3 月 1 日公测了水墨画风修仙放置游戏《一念逍遥》与地牢 Roguelike 游戏《提灯与地下城》，两款游戏上线后表现超市场预期，分别最高达畅销榜第 5 名与第 4 名。公司是国内少数深耕放置与 Roguelike 领域的厂商，《不可思议迷宫》、《最强蜗牛》等爆款产品验证了公司在放置与 Roguelike 领域的领先实力。

图 6: 2020 年《问道》畅销榜排名趋势



数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

图 7: 公司或青瓷自研代理放置与 Roguelike 作品（部分）



数据来源：TapTap，东吴证券研究所

立足优势品类，未来破圈与多元化产品储备丰富。公司坚持精品化路线，已取得多款游戏的代理发行权，涵盖优势品类放置修仙产品《剑开仙门》，Roguelike 产品《精灵魔塔》等，同时公司积极追求用户年轻化，代理产品《摩尔庄园》有望成为公司破圈之作，目前全平台预约量超 750 万。另外储备有模拟经营等品类游戏，产品矩阵丰富。

表 1: 公司产品储备

游戏名称	游戏类型	来源	TapTap 评分	TapTap 预约人数	是否取得版号
摩尔庄园	休闲养成	代理	9.3	124 万	是
地下城堡 3: 魂之诗	文字	代理	-	-	是
剑开仙门	修仙放置	代理	5.3	8348 次	是
复苏的魔女	RPG	代理	8.6	21 万	是
世界弹射物语	弹珠养成	代理	6.1	-	否
了不起的飞剑	文字	代理	7	1.5 万	是
石油大亨	模拟经营	代理	7.7	17.6 万	是
摸金校尉之九幽将军	MMORPG	代理	7.6	2.7 万	是
冒险与深渊	像素放置	代理	7.9	7.3 万	是
精灵魔塔	Roguelike	代理	9.1	1.7 万	是
冰原守卫者	-	-	-	-	是
魔法洞穴 2	Roguelike	代理	9.2	7.6 万	是
军团	Roguelike	代理	9.7	6.3 万	是
纪元：变异 (PC/PS 版)	ARPG	代理	-	-	-

数据来源：公司公告，TapTap，东吴证券研究所

3. 盈利预测

考虑《摩尔庄园》上线时间较此前推迟及新品上线买量投入较高，我们下调 21-22 年 EPS 至 18.18(-1.1)/20.98(-1.45)元，新增 23 年 EPS 为 24.09 元，对应 21-23 年 PE20/18/15X。公司《问道手游》基本盘稳固，践行精品化与多品类战略，在放置等差异化品类已形成领先实力，持续看好公司破圈与多元化战略成果，维持“买入”评级。

4. 风险提示

单一产品营收占比较大；行业政策趋严；新游表现不及预期。

吉比特三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,256	3,663	4,693	5,931	营业收入	2,742	3,551	4,224	4,939
现金	2,144	2,456	3,415	4,550	减:营业成本	384	436	533	623
应收账款	195	330	295	436	营业税金及附加	18	25	29	33
存货	0	1	0	1	营业费用	299	426	549	642
其他流动资产	917	875	982	944	管理费用	235	904	1,094	1,289
非流动资产	2,131	2,599	3,012	3,444	财务费用	34	-62	-83	-114
长期股权投资	545	823	1,096	1,365	资产减值损失	-1	21	25	30
固定资产	866	967	1,067	1,198	加:投资净收益	115	115	100	85
在建工程	0	99	153	189	其他收益	67	20	25	31
无形资产	7	6	3	1	营业利润	1,562	1,971	2,252	2,597
其他非流动资产	713	703	692	692	加:营业外净收支	-5	-2	-3	-3
资产总计	5,388	6,261	7,705	9,376	利润总额	1,558	1,969	2,248	2,594
流动负债	972	1,010	1,046	1,104	减:所得税费用	226	277	313	362
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	285	385	427	500
应付账款	126	152	189	209	归属母公司净利润	1,046	1,307	1,508	1,731
其他流动负债	846	858	858	894	EBIT	1,494	1,900	2,161	2,475
非流动负债	168	174	178	178	EBITDA	1,619	1,974	2,247	2,562
长期借款	7	13	17	17					
其他非流动负债	161	161	161	161					
负债合计	1,140	1,184	1,224	1,282	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	445	830	1,257	1,758	每股收益(元)	14.56	18.18	20.98	24.09
归属母公司股东权益	3,803	4,247	5,223	6,336	每股净资产(元)	52.92	59.10	72.68	88.17
负债和股东权益	5,388	6,261	7,705	9,376	发行在外股份(百万股)	72	72	72	72
					ROIC(%)	32.2%	37.2%	34.6%	32.8%
					ROE(%)	31.3%	33.3%	29.9%	27.6%
					毛利率(%)	86.0%	87.7%	87.4%	87.4%
					销售净利率(%)	38.2%	36.8%	35.7%	35.1%
					资产负债率(%)	21.2%	18.9%	15.9%	13.7%
					收入增长率(%)	26.4%	29.5%	18.9%	16.9%
					净利润增长率(%)	29.3%	24.9%	15.4%	14.8%
					P/E	25.56	20.47	17.74	15.45
					P/B	7.03	6.30	5.12	4.22
					EV/EBITDA	15.16	12.46	10.71	9.15

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>