

放置+修仙+成熟商业模式,《一念逍遥》表现超预期 ——吉比特(603444)公司跟踪报告

买入|维持

报告要点:

● 水墨画风+修仙题材+放置养成+数值成长为核心,产品表现超预期

《一念逍遥》是一款水墨国风放置修仙手游,由吉比特自研,雷霆游戏发行,于2021年2月1日上线。核心玩法为放置养成+数值成长,通过各类活动及任务获取资源,以及多元化养成系统提升数值,在此过程中形成相应的付费点,商业化模式成熟。吉比特近年来聚焦于放置赛道,从行业来看2020年预计手游市场放置类产品流水收入大致为78.63亿元。题材上产品采用修仙题材,过往吉比特拥有成功的仙侠题材制作经验,具备较强优势,行业上看2021年预计整个仙侠题材市场规模超250亿,具备较大市场潜力。游戏形式上采用类似球体碰撞模式,通过移动+点击即可完成,操作简单易上手,数值展示和成长信息直观,加入社交MMO元素强化游戏互动感,一方面营造正向社交氛围,另一方面通过玩家间比拼,激发用户对于数值养成的追求和付费意愿,提升留存和付费率。画面表现上游戏化繁为简,采用独特水墨风强化内容沉浸感,吸引年轻用户,同时减少模型制作节约成本。

● 月流水超3亿,预计Q2后利润逐渐释放

上线2个月以来《一念逍遥》占据畅销榜10位上下,截止4月1日游戏排名12位,预估月流水超3亿元。从下载量来看,首月累计用户量超过300万。《一念逍遥》未上架安卓渠道应用商店,iOS渠道首日导量超过14万人,一周之后游戏每日下载量回落至平稳状态,日均下载量保持在1万以上,TapTap平台上累计下载人数超过81万。从产品买量投放来看,买量素材量高峰主要集中在上线五天内,上线首日买量总素材数达到峰值,投放量超过1500组,2月4日之后投放量出现回落,2月之后维持平稳投放,3月中下旬开始配合“灵界”版本的重要更新,买量投放规模稍有增长。产品投放周期相对平稳可控,预计Q2开始逐渐利润回收。

● 投资建议与盈利预测

公司核心产品《问道手游》表现稳定,自研放置手游《一念逍遥》首发优异,贡献业绩增量。储备产品《摩尔庄园》主打家园养成+社交,旨在通过大DAU类产品实现泛用户破圈,预计上线之后可以为雷霆平台实现更多导量。预计2021-2023年,公司实现归母净利润14.95/16.99/18.30亿元,对应EPS20.81/23.65/25.47元,PE17x/15x/14x,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。

附表:盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2170.37	2742.29	3886.39	4544.53	4997.31
收入同比(%)	31.16	26.35	41.72	16.93	9.96
归母净利润(百万元)	809.19	1046.41	1495.44	1699.26	1830.49
归母净利润同比(%)	11.93	29.32	42.91	13.63	7.72
ROE(%)	26.35	27.52	28.18	25.57	22.55
每股收益(元)	11.26	14.56	20.81	23.65	25.47
市盈率(P/E)	31.26	24.17	16.91	14.88	13.82

资料来源:Wind,国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元): 653.6 / 305.74

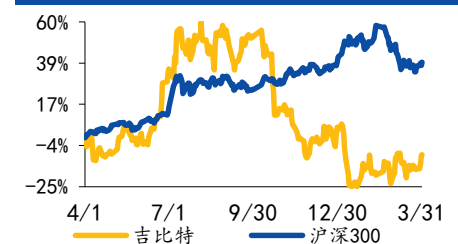
A股流通股(百万股): 71.86

A股总股本(百万股): 71.86

流通市值(百万元): 26805.48

总市值(百万元): 26805.48

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年报点评:业绩快速增长,自研品类实现突破》2021.03.31

《国元证券公司研究-吉比特(603444)事件点评:聚焦核心优势赛道,自研产品取得突破》2021.02.03

《国元证券行业研究-2021年传媒行业策略报告:文娱需求强劲,把握景气子版块》2020.12.17

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.自研放置新游突出，商业化能力取得突破.....	3
1.1 水墨画风+修仙题材+放置养成+数值成长为核心，产品表现超预期.....	3
1.2 月流水超 3 亿，预计 Q2 后利润逐渐释放.....	4
2.投资建议与盈利预测.....	6
3.风险提示.....	6

图表目录

图 1：2020 收入 TOP100 手游中增长率 TOP5 产品类型.....	3
图 2：仙侠题材移动游戏市场规模（亿元）.....	3
图 3：《一念逍遥》游戏截图.....	4
图 1：《一念逍遥》iOS 畅销榜排名.....	4
图 2：《一念逍遥》iOS 渠道下载量预估（万）.....	5
图 3：《一念逍遥》买量投放趋势.....	5

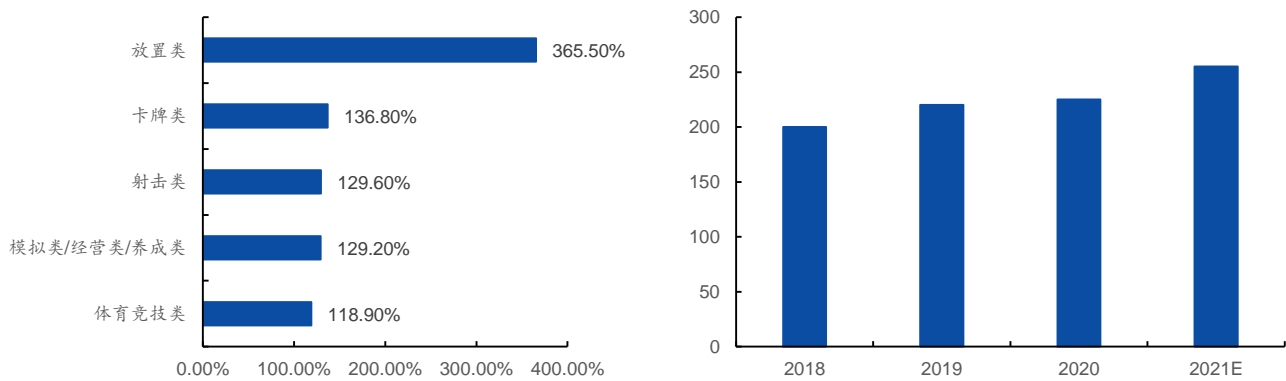
1. 自研放置新游突出，商业化能力取得突破

1.1 水墨画风+修仙题材+放置养成+数值成长为核心，产品表现超预期

《一念逍遥》是一款水墨国风放置修仙手游，由吉比特自研，雷霆游戏发行，于2021年2月1日上线。其核心玩法为放置养成+数值成长，商业化模式成熟。《一念逍遥》的核心是通过各类活动及任务获取资源，以及多元化养成系统提升数值，在此过程中形成相应的付费点。放置玩法让玩家能够充分利用碎片化时间，角色离线之后仍然可以在地图上挂机成长和玩家交互，配合各个养成模块让玩家获得数值成长的满足感。吉比特近年来聚焦于放置赛道，从行业上看，放置类游戏由于兼具休闲游戏的受众广泛和重度游戏的高留存率与人均付费以及高度契合用户碎片化娱乐需求，近年来用户受众不断扩大。2020年以《剑与远征》、《最强蜗牛》为代表的多款放置新品手游涌现。2020年预计放置类手游流水收入大致为78.63亿元。

题材上产品采用修仙题材，过往吉比特拥有成功的仙侠题材制作经验，使得其该领域具备较强优势，同时行业上看2021年预计整个仙侠题材市场规模超250亿，具备较大市场潜力。公司从研发《问道》系列游戏以及在长线运营IP过程中加入的衍生品创作过程中，对于仙侠题材类的游戏用户的关注点和诉求，包括世界观的认知上都积累了较为丰富的经验，对于同题材类游戏的研究具备一定优势。市场空间来看，根据伽马数据，2020年仙侠题材仅移动游戏市场规模已达到220亿元，预估2021年市场规模将增至250亿元以上。

图 1：2020 收入 TOP100 手游中增长率 TOP5 产品类型 图 2：仙侠题材移动游戏市场规模（亿元）



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

资料来源：伽马数据，国元证券研究所

游戏形式上采用类似球体碰撞模式，加入社交 MMO 元素强化游戏互动感，提升留存率。《一念逍遥》战斗采用类似球球大作战的方式，通过移动+点击即可完成，操作简单易上手，数值展示和成长信息直观。此外，游戏在放置玩法基础上通过多人同图挂机、宗门交互、跨服战等模式加入社交 MMO 元素，一方面营造正向的社交氛围，另一方面通过玩家间的比拼，激发用户对于数值养成的追求和付费意愿。

画面表现上游戏化繁为简，采用独特水墨画风强化内容沉浸感，吸引年轻用户，同时减少模型制作节约成本。一方面水墨画风的晕染和留白本身非常契合修仙题材飘逸洒脱的文化内核，另一方面迎合年轻用户对于国风文化的喜爱。此外，相比于传统卡

牌游戏，游戏的展示画面节省了游戏战斗过程中的立绘变化、建模展示以及技能释放动画，既可以一定程度上规避了玩家对于建模和原画之间的审美冲突，使游戏更加能够呈现好的美术表现效果，又降低了游戏的制作成本。

图 3:《一念逍遥》游戏截图

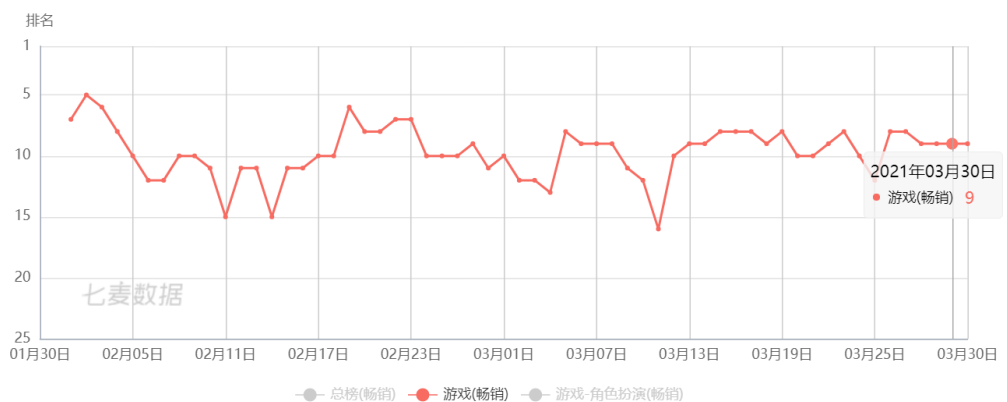


资料来源：游戏截图，国元证券研究所

1.2 月流水超 3 亿，预计 Q2 后利润逐渐释放

上线 2 个月以来《一念逍遥》占据畅销榜 10 位上下，预估月流水超 3 亿元。《一念逍遥》2 月 1 日公测首日登上免费榜首位，次日创下最高排名，进入 iOS 畅销榜第 5 位，此后也一直保持在畅销榜前列，截止 3 月 30 日，游戏排名 iOS 畅销榜第 9，预计月流水超过 3 亿元。

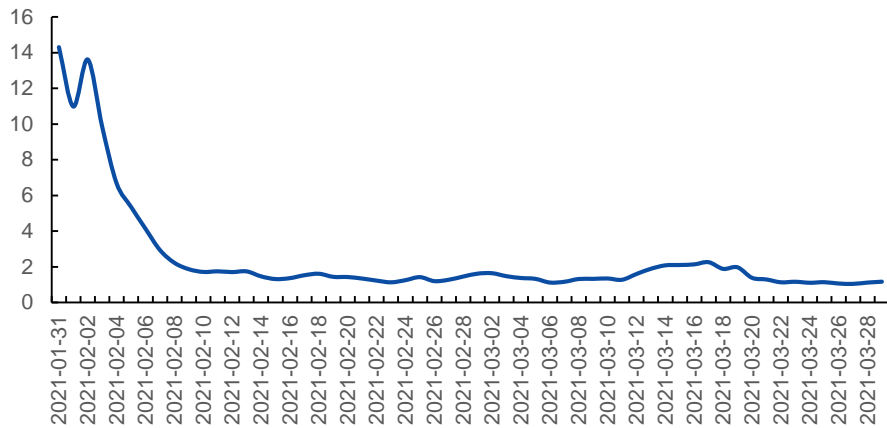
图 1:《一念逍遥》iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

从下载量来看，首月累计用户量超过 300 万。《一念逍遥》未上架安卓渠道应用商店，仅在 App store、TapTap 以及雷霆平台上线，根据项目组披露数据来看，游戏首月累计用户量超过 300 万。从各渠道下载量来看，iOS 渠道前三日导量最高，日均超过 10 万人，其中首日导量超过 14 万人，上线一周之后游戏每日下载量回落至平稳状态。截止 3 月 30 日，iOS 渠道预估日均下载量保持在 1 万以上，TapTap 平台上累计下载人数超过 81 万。

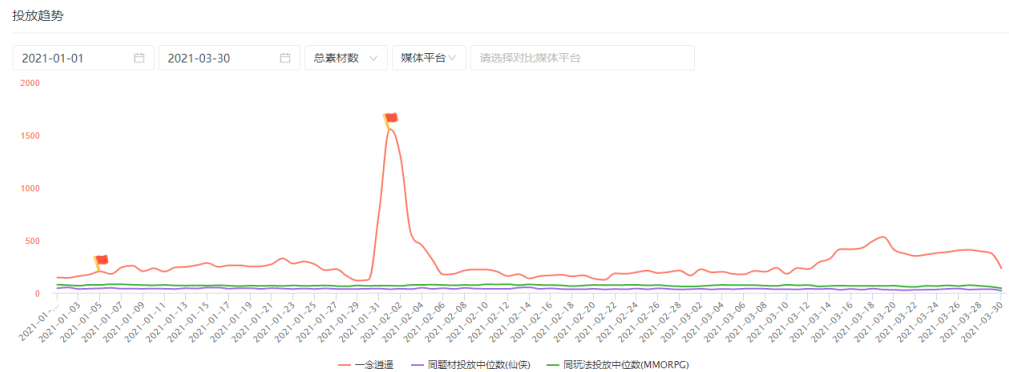
图 2: 《一念逍遥》iOS 渠道下载量预估 (万)



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

从产品买量投放来看，买量素材量高峰主要集中在上线五天内，投放周期相对平稳可控，预计 Q2 开始逐渐利润回收。根据 Dataeye 数据显示，《一念逍遥》上线首日买量总素材数达到峰值，投放量超过 1500 组，2 月 4 日之后投放量出现回落，2 月之后维持平稳投放，3 月中下旬开始配合“灵界”版本的重要更新，买量投放规模稍有增长。游戏在上线前大约经历过 9 轮测试，导入约 20 万名测试用户，从初期 QQ 群的核心用户逐渐扩大至范围更广的泛用户，其中付费测试大致进行 3 轮，主要考察游戏的长期留存的用户付费情况，并针对买量的出价方式进行测试调优，跑通买量模型后再进行上线。上线后首轮宣发主要集中在首周，包含品牌广告和效果广告投放，消耗量约为预算的 60%，整体投放节奏相对平稳可控，有助于产品缩短回收周期。

图 3: 《一念逍遥》买量投放趋势



资料来源：Dataeye，国元证券研究所

2. 投资建议与盈利预测

公司核心产品《问道手游》表现稳定，自研放置手游《一念逍遥》首发优异，贡献业绩增量。储备产品《摩尔庄园》主打家园养成+社交，旨在通过大 DAU 类产品实现泛用户破圈，预计上线之后可以为雷霆平台实现更多导量。预计 2021-2023 年，公司实现归母净利润 14.95/16.99/18.30 亿元，对应 EPS20.81/23.65/25.47 元，PE17x/15x/14x，维持“买入”评级。

3. 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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2453.36	3256.47	5762.60	7782.49	9896.76
现金	803.70	2143.71	4361.65	6291.65	8327.11
应收账款	210.44	195.48	315.09	354.24	394.82
其他应收款	36.66	101.95	118.20	148.46	159.50
预付账款	35.87	90.84	65.92	133.02	140.47
存货	0.53	0.00	0.26	0.34	0.42
其他流动资产	1366.16	724.49	901.48	854.78	874.45
非流动资产	1915.45	2131.19	1502.14	1474.34	1403.24
长期投资	322.22	545.30	470.94	495.73	487.46
固定资产	984.84	866.01	805.73	745.46	685.19
无形资产	13.27	7.32	7.32	7.32	7.32
其他非流动资产	595.13	712.57	218.16	225.83	223.27
资产总计	4368.81	5387.67	7264.75	9256.83	11300.00
流动负债	803.17	971.89	910.60	1036.32	1051.58
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	118.88	126.33	125.86	229.55	250.82
其他流动负债	684.29	845.56	784.74	806.77	800.75
非流动负债	130.53	168.08	146.11	153.44	151.00
长期借款	35.31	6.95	6.95	6.95	6.95
其他非流动负债	95.23	161.13	139.16	146.48	144.04
负债合计	933.70	1139.97	1056.72	1189.76	1202.57
少数股东权益	364.12	444.73	901.57	1420.67	1979.86
股本	71.88	71.86	71.86	71.86	71.86
资本公积	1107.49	1137.38	1137.38	1137.38	1137.38
留存收益	1914.70	2601.78	4097.22	5437.16	6908.33
归属母公司股东权益	3070.99	3802.96	5306.46	6646.41	8117.57
负债和股东权益	4368.81	5387.67	7264.75	9256.83	11300.00

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1297.05	1533.01	1553.29	1721.17	1890.44
净利润	1066.23	1331.53	1952.27	2218.37	2389.68
折旧摊销	44.43	124.71	60.27	60.27	60.27
财务费用	-17.02	34.18	-91.90	-127.76	-159.84
投资损失	-31.15	-114.62	-138.00	-358.83	-305.01
营运资金变动	128.09	205.80	-79.18	-55.33	-35.25
其他经营现金流	106.47	-48.59	-150.18	-15.55	-59.41
投资活动现金流	-159.97	409.12	563.80	440.69	344.39
资本支出	58.53	69.45	0.00	0.00	0.00
长期投资	206.56	-450.38	-569.04	32.55	-10.85
其他投资现金流	105.12	28.20	-5.24	473.25	333.54
筹资活动现金流	-851.02	-548.95	100.85	-231.86	-199.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-27.89	-28.36	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	30.98	29.89	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-854.11	-550.47	100.85	-231.86	-199.38
现金净增加额	293.40	1337.71	2217.94	1930.00	2035.45

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2170.37	2742.29	3886.39	4544.53	4997.31
营业成本	205.32	383.91	305.22	596.86	636.84
营业税金及附加	13.98	18.16	25.93	30.07	33.17
营业费用	225.10	299.21	634.81	778.36	851.08
管理费用	185.22	234.99	349.77	409.01	449.76
研发费用	332.18	430.57	582.96	681.68	749.60
财务费用	-17.02	34.18	-91.90	-127.76	-159.84
资产减值损失	-68.50	-0.75	-13.73	-19.74	-25.62
公允价值变动收益	12.61	66.82	50.00	50.00	50.00
投资净收益	31.15	114.62	138.00	358.83	305.01
营业利润	1230.26	1562.47	2286.49	2598.19	2798.82
营业外收入	0.02	0.04	0.04	0.03	0.04
营业外支出	0.04	4.61	2.35	2.72	2.91
利润总额	1230.24	1557.90	2284.17	2595.51	2795.94
所得税	164.01	226.37	331.90	377.14	406.26
净利润	1066.23	1331.53	1952.27	2218.37	2389.68
少数股东损益	257.04	285.12	456.83	519.10	559.19
归属母公司净利润	809.19	1046.41	1495.44	1699.26	1830.49
EBITDA	1257.67	1721.37	2254.86	2530.70	2699.25
EPS (元)	11.26	14.56	20.81	23.65	25.47

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	31.16	26.35	41.72	16.93	9.96
营业利润(%)	15.48	27.00	46.34	13.63	7.72
归属母公司净利润(%)	11.93	29.32	42.91	13.63	7.72
获利能力					
毛利率(%)	90.54	86.00	92.15	86.87	87.26
净利率(%)	37.28	38.16	38.48	37.39	36.63
ROE(%)	26.35	27.52	28.18	25.57	22.55
ROIC(%)	164.42	201.74	275.66	310.77	346.46
偿债能力					
资产负债率(%)	21.37	21.16	14.55	12.85	10.64
净负债比率(%)	6.77	3.10	3.33	2.96	2.93
流动比率	3.05	3.35	6.33	7.51	9.41
速动比率	3.05	3.35	6.33	7.51	9.41
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.56	0.61	0.55	0.49
应收账款周转率	7.48	12.50	14.79	13.07	12.91
应付账款周转率	1.89	3.13	2.42	3.36	2.65
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	11.26	14.56	20.81	23.65	25.47
每股经营现金流(最新摊薄)	18.05	21.33	21.61	23.95	26.31
每股净资产(最新摊薄)	42.73	52.92	73.84	92.49	112.96
估值比率					
P/E	31.26	24.17	16.91	14.88	13.82
P/B	8.24	6.65	4.77	3.81	3.12
EV/EBITDA	17.33	12.66	9.66	8.61	8.07

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

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。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, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

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