

吉比特 (603444)

2021 年中报点评：业绩符合预期，问道排名环比提升，品类创新相继验证

2021 年 08 月 13 日

买入 (维持)

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 李赛

执业证号: S0600521080004

lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,742	4,743	5,679	6,545
同比 (%)	26.4%	73.0%	19.7%	15.2%
归母净利润 (百万元)	1,046	1,713	1,963	2,264
同比 (%)	29.3%	63.7%	14.6%	15.3%
每股收益 (元/股)	14.58	23.84	27.32	31.50
P/E (倍)	29.22	17.83	15.56	13.49

投资要点

- **事件:** 公司 21H1 实现营收 23.87 亿元, yoy+69.41%, 实现归母净利润 9.01 亿元, yoy+63.77%, 扣非归母净利润 7.05 亿元, yoy+41.40%; 其中 Q2 实现营收 12.70 亿元, yoy+89.66%, 归母净利润 5.36 亿元, yoy+135.06%, 扣非归母净利润 3.50 亿元, qoq-1.31%, 业绩符合市场预期。
- **点评:** 新老游戏推动营收增长, 转让青瓷数码部分股权, 计入非经常性损益 1.67 亿元。21H1 公司营收同比增长 69.41%, 主要受益于新游《一念逍遥》、《鬼谷八荒》等表现优秀, 老游《问道手游》排名环比提升。21H1 《问道手游》iOS 游戏畅销榜平均排名 19 名, 《一念逍遥》平均排名 11 名, 《鬼谷八荒》上线首月全球销量超 180 万份。21H1 公司毛利率 81.90%, yoy -7.46pct, 主要系代理新游《摩尔庄园》、《鬼谷八荒》需向外部研发商支付游戏分成款; 三费方面, 销售费用率 23.07%, yoy+15.40pct, 主要系新游上线推广, 其中《一念逍遥》自上线以来维持一定的买量投放, 管理费用率 6.53%, yoy-3.47pct, 财务费用率 0.11%, yoy+1.29pct, 主要系汇率变动产生汇兑损失; 净利率 44.09%, yoy-7.17pct; 上半年经营活动产生的现金流量净额 10.32 亿元, 同比增长 29.34%。21Q2 公司毛利率 80.76%, qoq-2.44pct, 我们认为主要系 6 月上线新游《摩尔庄园》收入需递延确认但游戏分成需当期确认, 销售费用率 22.61%, qoq-0.97pct; 净利率 47.99%, qoq+8.32pct, 主要系转让青瓷数码部分股权带来 1.67 亿元非经常性损益。
- **《一念逍遥》《摩尔庄园》表现出色, 验证公司用户圈层与品类突破。** 21H1 自研新游《一念逍遥》表现出色, 验证公司在放置品类赛道的研运实力; 代理社区养成新游《摩尔庄园》上线后表现超预期, 用户规模破千万, iOS 游戏免费榜连续霸榜 14 天, 首月 iOS 游戏畅销榜维持在 20 名以内, 验证公司大 DAU 品类的运营能力, 产品营销端以品牌营销为主, 我们预计营销费用大幅低于买量型产品, 社交玩法有望实现长线运营。
- **新游储备玩法丰富, 品类创新持续验证。** 公司新游储备涵盖模拟经营类、放置养成类、Roguelike、RPG、策略类等多元化游戏品类, 优势品类 Roguelike 储备有《地下城 3: 魂之诗》、《黎明精英》、《恶魔秘境》、《军团》, 其中《恶魔秘境》TapTap 评分 8.9 分, 《军团》TapTap 评分 9.3 分; RPG 品类储备有《世界弹射物语》、《花落长安》; 模拟经营类储备有《石油大亨》; 放置品类储备有《精灵魔塔》, TapTap 评分 8.8 分。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑上线产品表现超预期, 后续有望长线运营, 同时公司新游储备丰富, 我们上调公司 21-23 年 EPS 至 23.84/27.32/31.50 元(原值分别为 20.88/22.35/25.96 元), 对应当前股价 PE 为 17.8/15.6/13.5 X, 看好公司长期战略实践, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品长线运营不及预期, 新游接续不力, 行业监管趋严。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	424.99
一年最低/最高价	296.34/654.78
市净率(倍)	9.21
流通 A 股市值(百万元)	30541.72

基础数据

每股净资产(元)	58.16
资产负债率(%)	23.24
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): 2021Q1 季报点评: 业绩超预期, 放置新游与投资业务发力》2021-04-23
- 2、《吉比特 (603444): 2020 年年报点评: 《问道》基本盘稳固, 品类拓展显成效》2021-03-31
- 3、《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

## 1. 问道排名环比提升，新老游戏推动营收增长

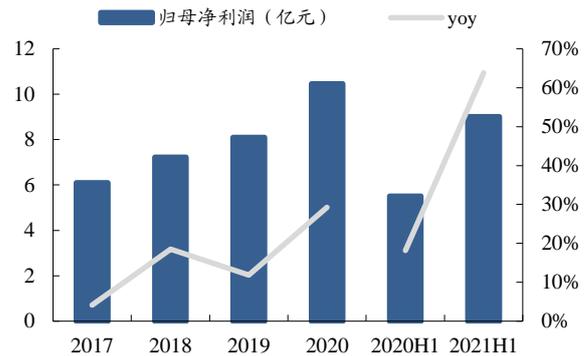
**事件：**公司 21H1 实现营收 23.87 亿元，yoy+69.41%，实现归母净利润 9.01 亿元，yoy+63.77%，扣非归母净利润 7.05 亿元，yoy+41.40%；其中 Q2 实现营收 12.70 亿元，yoy+89.66%，归母净利润 5.36 亿元，yoy+135.06%，扣非归母净利润 3.50 亿元，qoq-1.31%，业绩符合市场预期。

图 1：公司近年营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：公司近年归母净利润情况



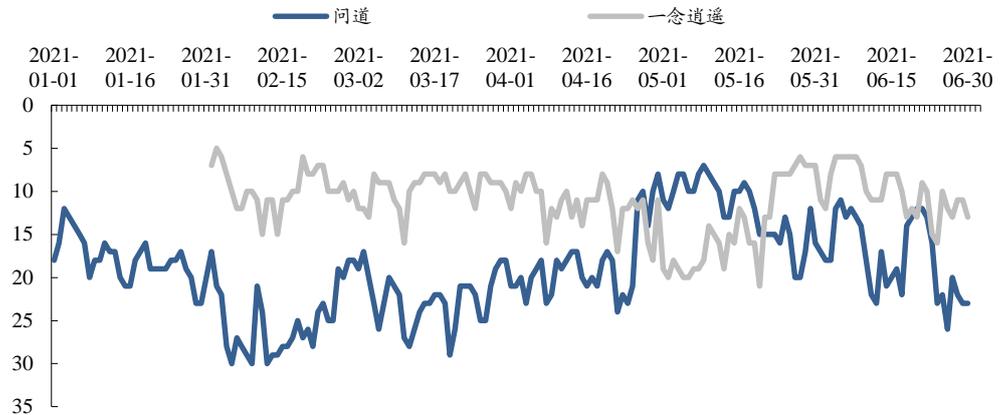
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**点评：**问道排名环比提升，新老游戏推动营收增长。《问道手游》延续长线优异表现，Q2 五周年大服邀请林更新为品牌代言人，李云迪演绎问道经典《雪中莲》，吸引老玩家回归，21 年上半年《问道手游》iOS 游戏畅销榜最高排名第 7 名，平均排名 19 名；修仙放置新游《一念逍遥》表现出色，自上线以来维持在 iOS 游戏畅销榜前 21 名，21H1 平均排名 11 名；开放世界沙盒修仙游戏《鬼谷八荒（PC 版）》上线后多次登顶 Steam 全球热搜榜榜首，上线首月全球销量超 180 万份，新老游戏表现优秀推动营收增长。

**支付游戏分成款致毛利率下滑，转让青瓷数码部分股权带来非经常性损益 1.67 亿元。**21H1 公司毛利率 81.90%，yoy -7.46pct，主要系新游《摩尔庄园》、《鬼谷八荒》等均为代理游戏，需向外部研发商支付游戏分成款；三费方面，销售费用率 23.07%，yoy+15.40pct，主要系新游上线推广，其中《一念逍遥》自上线以来维持一定买量投放，管理费用率 6.53%，yoy-3.47pct，财务费用率 0.11%，yoy+1.29pct，主要系汇率变动产生汇兑损失；净利率 44.09%，yoy-7.17pct；上半年经营活动产生的现金流量净额 10.32 亿元，同比增长 29.34%。

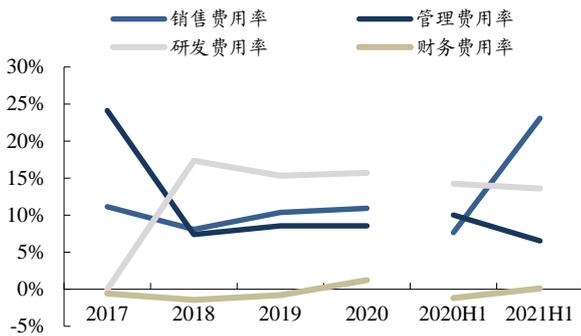
21Q2 公司毛利率 80.76%，qoq-2.44pct，我们认为主要系 6 月上线新游《摩尔庄园》收入需递延确认但游戏分成需当期确认，销售费用率 22.61%，qoq-0.97pct，净利率 47.99%，qoq+8.32pct，主要系转让青瓷数码部分股权带来 1.67 亿元非经常性损益，21Q2 公司扣非归母净利润与 21Q1 基本持平（环比下降 1.31%）。

图 3: 《问道手游》与《一念逍遥》2021 年上半年 iOS 游戏畅销榜排名情况



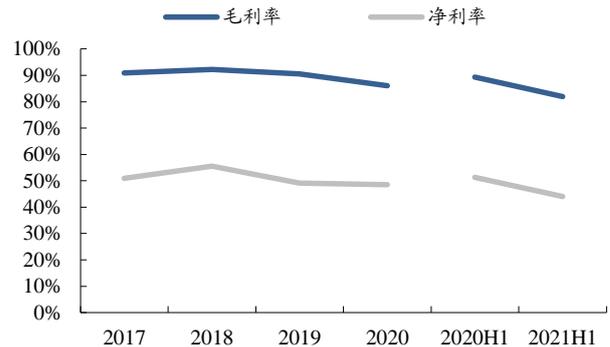
数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

图 4: 公司近年费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5: 公司近年利润率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 品类创新相继验证，新游储备品类丰富

《一念逍遥》、《摩尔庄园》表现出色，验证公司品类创新与用户圈层突破。21H1 公司自研新游《一念逍遥》表现出色，验证公司在放置品类赛道的研运实力。代理发行的大 DAU 社区养成手游《摩尔庄园》上线后用户数与流水均超预期（开服 8 小时新增用户突破 600 万，同时在线人数突破 100 万），用户规模破千万，iOS 游戏免费榜连续霸榜 14 天，首月 iOS 游戏畅销榜维持在 20 名以内，验证公司大 DAU 品类的运营能力。

《摩尔庄园》营销端以品牌营销为主，通过社区运营和情怀话题触达用户，吸引 IP 粉丝回归，我们预计营销费用大幅低于买量型产品，社交玩法后续有望实现长线运营。

图 6: 《摩尔庄园》上线首月 iOS 游戏畅销榜排名情况



数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

**新游储备玩法丰富。**公司新游储备涵盖模拟经营、放置养成、Roguelike、RPG、策略等多元品类，优势品类 Roguelike 储备有《地下城堡 3: 魂之诗》、《黎明精英》、《恶魔秘境》、《军团》，其中《恶魔秘境》TapTap 评分 8.9 分，《军团》TapTap 评分 9.3 分；RPG 品类储备有《世界弹射物语》、《花落长安》；模拟经营类储备有《石油大亨》；放置品类储备有《精灵魔塔》，TapTap 评分 8.8 分。

表 1: 公司新游储备情况

游戏名称	类型	来源	进度	版号情况
《地下城堡 3: 魂之诗》	Roguelike	代理	2021 年 10 月公测	有
《世界弹射物语》	RPG	代理	2021 年 8 月 17 日删档计费测试	有
《冰原守卫者》	模拟经营	代理	2021 年 8 月 18 日删档计费测试	有
《石油大亨》	模拟经营	代理	2021 年 3 月 10 日删档计费测试	有
《恶魔秘境》	Roguelike	代理	2021 年 8 月 27 日上线	有
《军团》	Roguelike	代理	2021 年 8 月 20 日上线	有
《精灵魔塔》	Roguelike+放置	代理	2021 年 5 月 14 日限号删档测试	有
《黎明精英》	Roguelike+射击	-	-	有
《花落长安》	RPG 养成	-	-	有
《上古宝藏》	Roguelike+ARPG	代理	-	有
《奇缘之旅》	放置+卡牌	代理	-	有
《光之守望》	卡牌+MMO	自研	-	有
《航海日记 2》	开放世界+RPG	代理	-	有
《纪元: 变异》PC 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

考虑上线产品表现超预期，后续有望长线运营，同时公司新游储备丰富，我们上调公司 21-23 年 EPS 至 23.84/27.32/31.50 元（原值分别为 20.88/22.35/25.96 元），对应当前股价 PE 为 17.8/15.6/13.5 X，看好公司长期战略实践，维持“买入”评级。

#### 4. 风险提示

产品长线运营不及预期，新游接续不力，行业监管趋严。

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
<b>流动资产</b>	<b>3,256</b>	<b>4,849</b>	<b>6,195</b>	<b>7,969</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,742</b>	<b>4,743</b>	<b>5,679</b>	<b>6,545</b>
现金	2,144	3,443	4,681	6,334	减:营业成本	384	706	734	847
应收账款	195	338	405	467	营业税金及附加	18	32	38	44
存货	0	0	0	0	营业费用	299	806	971	1,152
其他流动资产	917	1,068	1,109	1,168	管理费用	235	285	398	458
<b>非流动资产</b>	<b>2,131</b>	<b>2,596</b>	<b>2,947</b>	<b>3,354</b>	研发费用	431	617	909	1,047
长期股权投资	545	1,009	1,352	1,755	财务费用	34	-8	-23	-33
固定资产	866	826	786	745	资产减值损失	1	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	加:投资净收益	115	198	237	274
无形资产	7	6	5	4	其他收益	107	57	69	79
其他非流动资产	713	755	803	849	资产处置收益	-0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5,388</b>	<b>7,445</b>	<b>9,142</b>	<b>11,323</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,562</b>	<b>2,561</b>	<b>2,959</b>	<b>3,383</b>
<b>流动负债</b>	<b>972</b>	<b>1,732</b>	<b>1,842</b>	<b>2,118</b>	加:营业外净收支	-5	-1	-1	-2
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,558</b>	<b>2,561</b>	<b>2,957</b>	<b>3,382</b>
应付账款	126	232	241	279	减:所得税费用	226	357	421	476
其他流动负债	846	1,500	1,601	1,839	少数股东损益	285	491	573	642
<b>非流动负债</b>	<b>168</b>	<b>161</b>	<b>161</b>	<b>161</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,046</b>	<b>1,713</b>	<b>1,963</b>	<b>2,264</b>
长期借款	7	0	0	0	EBIT	1,409	2,062	2,362	2,706
其他非流动负债	161	161	161	161	EBITDA	1,533	2,124	2,426	2,771
<b>负债合计</b>	<b>1,140</b>	<b>1,893</b>	<b>2,004</b>	<b>2,279</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	445	935	1,509	2,150	每股收益(元)	14.58	23.84	27.32	31.50
归属母公司股东权益	3,803	4,616	5,630	6,893	每股净资产(元)	52.92	64.24	78.34	95.92
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,388</b>	<b>7,445</b>	<b>9,142</b>	<b>11,323</b>	发行在外股份(百万股)	72	72	72	72
					ROIC(%)	28.1%	31.8%	28.3%	25.6%
					ROE(%)	27.5%	37.1%	34.9%	32.8%
					毛利率(%)	86.0%	85.1%	87.1%	87.1%
					销售净利率(%)	38.2%	36.1%	34.6%	34.6%
					资产负债率(%)	21.2%	25.4%	21.9%	20.1%
					收入增长率(%)	26.4%	73.0%	19.7%	15.2%
					净利润增长率(%)	24.9%	65.5%	15.1%	14.6%
					P/E	29.22	17.83	15.56	13.49
					P/B	8.05	6.62	5.43	4.43
					EV/EBITDA	18.59	12.77	10.67	8.75

数据来源: Wind, 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>