

## 长线运营能力突出，新品驱动业绩高速增长

——吉比特(603444)2021年半年报点评

买入|维持

### 事件:

公司发布2021年半年报。

### 点评:

#### ● 2021H1新游上线带动公司收入、利润实现高速增长

2021H1公司实现营业收入23.87亿元，同比增长69.41%，主要为自研手游《一念逍遥》、《鬼谷八荒(PC版)》、《摩尔庄园》等新游上线。实现归母净利润9.01亿元，同比增长63.77%。扣非后归母净利润7.05亿元，同比增长41.40%，接近预告区间上限。主要为《问道》手游保持稳定运营及《一念逍遥》贡献利润，此外转让青瓷10.11%股权产生投资收益，对公司净利润影响为1.67亿元。分季度来看，2021Q2实现营业收入12.70亿元，同比增长89.66%，收入端保持高速增长，主要为《一念逍遥》延续优异表现，以及6.1《摩尔庄园》上线后确认部分收入。

#### ● 《问道手游》长线运营稳定，《一念逍遥》持续迭代保证内容更新

2021H1，《问道手游》iOS游戏畅销榜平均排名为第19名，最高至该榜单第7名，目前排名畅销榜29位。用户方面，截至2021.6.30，《问道手游》累计注册用户数量超4800万。《一念逍遥》2月上线以来表现优异，上半年在iOS游戏畅销榜平均排名为第11名，最高至该榜单第5名，目前排名畅销榜15名。游戏持续进行小版本迭代丰富内容，于3.11更新“灵界版本”，5.21更新“仙魔版本”，7.9更新“大千世界”玩法并上线与敦煌博物馆联名资料片，研发团队持续扩充助力后续更新。《摩尔庄园》在营销上以品牌宣发为主，没有进行买量投放，依托优质UGC内容实现“破圈”，游戏付费以外观装饰、资源礼包以及通行证为主，流水收入需要递延，后续随着收入确认有望进一步释放业绩。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司在研发侧坚持“精品化”战略，收敛布局赛道，聚焦放置、MMO、SLG等优势品类，核心产品《问道手游》保持长线稳定运营下，自研商业化游戏取得突破贡献增量盘，《摩尔庄园》实现破圈引流用户。储备有《地下城堡3:魂之诗》、《世界弹射物语》、《黎明精英》(均有版号)等多款产品。我们预计2021-2023年，公司实现归母净利润16.33/17.97/21.08亿元，对应EPS22.72/25.00/29.33元，PE19x/17x/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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2170.37	2742.29	4512.87	5029.83	5982.34
收入同比(%)	31.16	26.35	64.57	11.46	18.94
归母净利润(百万元)	809.19	1046.41	1632.90	1796.83	2107.50
归母净利润同比(%)	11.93	29.32	56.05	10.04	17.29
ROE(%)	26.35	27.52	35.64	29.85	27.13
每股收益(元)	11.26	14.56	22.72	25.00	29.33
市盈率(P/E)	37.74	29.19	18.70	17.00	14.49

资料来源: Wind, 国元证券研究所

### 基本数据

52周最高/最低价(元): 646.0 / 305.74

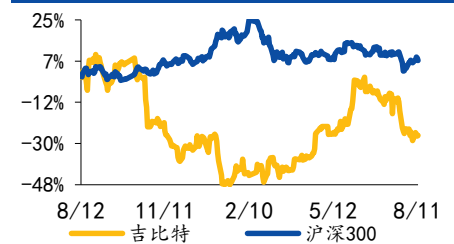
A股流通股(百万股): 71.86

A股总股本(百万股): 71.86

流通市值(百万元): 30541.72

总市值(百万元): 30541.72

### 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)2021年半年度业绩预告点评:新游表现优异,业绩实现高速增长》  
2021.07.15

《国元证券公司研究-吉比特(603444)公司跟踪报告:发力大DAU手游,引流年轻用户实现“破圈”》  
2021.06.11

### 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. 财务分析 .....	3
2. 投资建议与盈利预测 .....	6
3. 风险提示 .....	6

## 图表目录

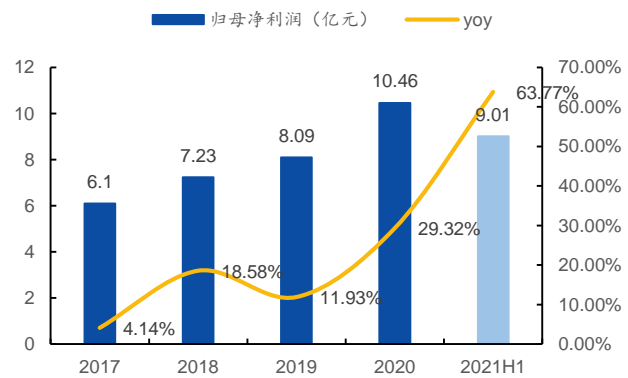
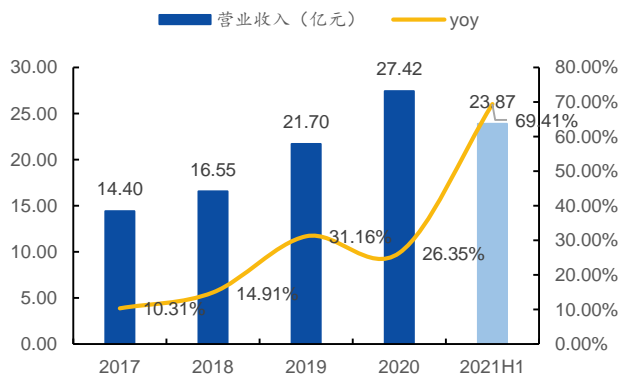
图 1: 营业收入及增速 .....	3
图 2: 归母净利润及增速 .....	3
图 3: 2019-2021Q2 单季度收入及增速 .....	3
图 4: 毛利率及净利润率 .....	4
图 5: 期间费用率 .....	4
图 6: 《问道手游》iOS 畅销榜排名 .....	4
图 7: 《一念逍遥》iOS 畅销榜排名 .....	5
表 1: 吉比特主要储备项目 .....	6

## 1. 财务分析

**2021H1 新游上线带动公司收入、利润实现高速增长。**2021H1 公司实现营业收入 23.87 亿元, 同比增长 69.41%, 主要为自研手游《一念逍遥》、《鬼谷八荒(PC版)》、《摩尔庄园》等新游上线贡献增量。实现归母净利润 9.01 亿元, 同比增长 63.77%。扣非归母净利润 7.05 亿元, 同比增长 41.40%, 主要为《问道》手游保持稳定运营以及《一念逍遥》2 月上线贡献利润, 此外转让青瓷 10.11% 股权产生投资收益, 对净利润影响为 1.67 亿元。分季度来看, 2021Q2 实现营业收入 12.70 亿元, 同比增长 89.66%, 收入端保持高增长, 主要由于《一念逍遥》延续优异表现, 以及 6 月 1 日《摩尔庄园》上线确认部分收入。

图 1: 营业收入及增速

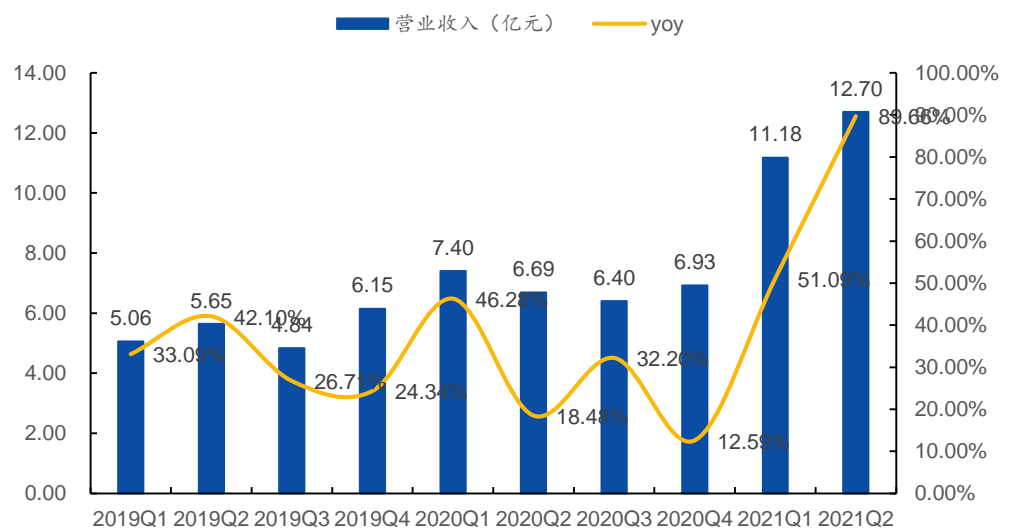
图 2: 归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 3: 2019-2021Q2 单季度收入及增速



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

代理产品分成增加导致毛利率小幅下滑，新游上线推动销售费用率上升。2021H1 公司整体毛利率略有下降，为 81.90%，主要由于上线新品《鬼谷八荒（PC 版）》、《摩尔庄园》均为外部代理产品，向外部研发商支付的游戏分成款需在当期确认，带动营业成本提升。净利率略有下滑，为 44.09%，主要为销售费用升高。2021H1 销售费用率为 23.07%，主要为《问道手游》持续营销以及新游《一念逍遥》、《摩尔庄园》上线推广带动营销费用增长。研发费用及管理费用同比增长主要由于业绩增长，计提奖金提升，财务费用同比增长主要由于产生汇兑损失。

图 4：毛利率及净利率率

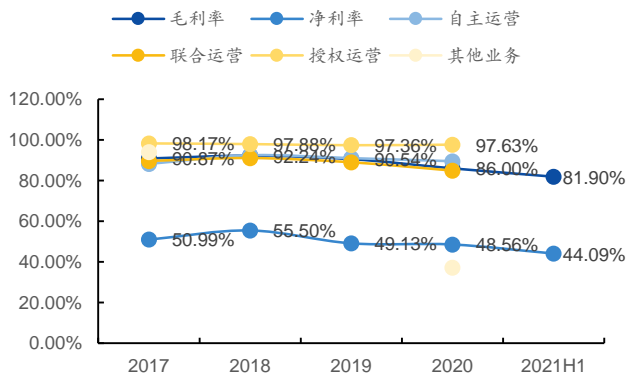
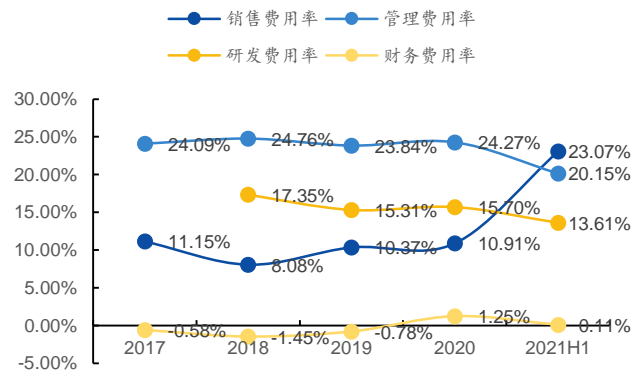


图 5：期间费用率

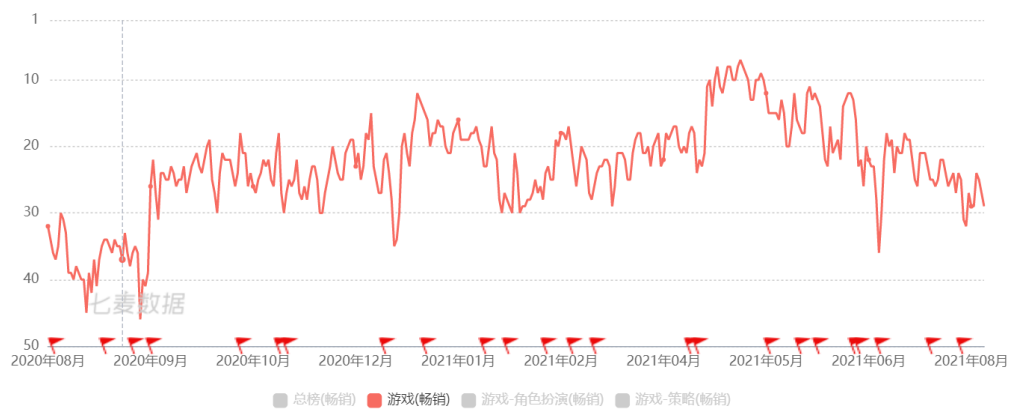


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

核心产品《问道手游》长线稳定运营，累计用户数超过 4800 万。《问道手游》4.30 开启五周年大服活动，2021 年上半年 iOS 游戏畅销榜平均排名为第 19 名，最高至该榜单第 7 名，目前排名畅销榜 29 位。游戏稳定保持每年三次大版本更新频率，每次活动周期均能实现良好的玩家回流和排名提升。用户方面，截至 2021 年 6 月 30 日，《问道手游》累计注册用户数量超过 4800 万，较 2020 年底提升 300 万。

图 6：《问道手游》iOS 畅销榜排名

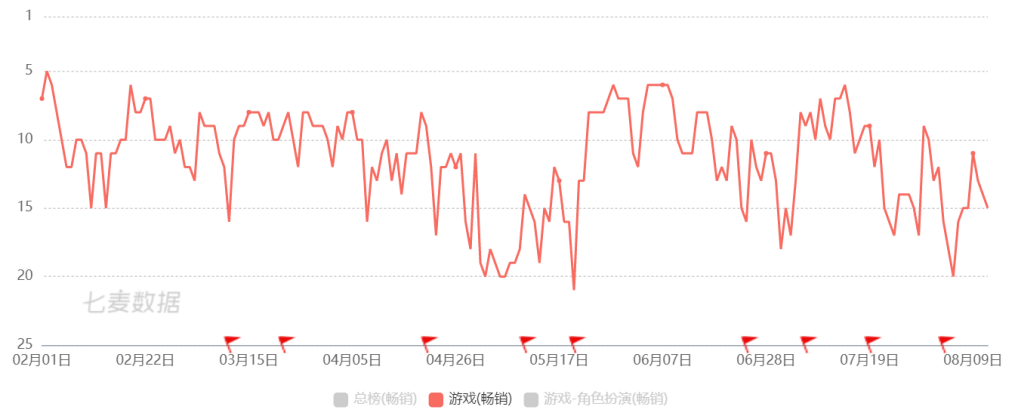


资料来源：七麦数据，国元证券研究所

新游《一念逍遥》上线以来延续优异表现，小版本迭代保证内容更新。《一念逍遥》自 2021 年 2 月上线以来表现优异，2021 年上半年在 iOS 游戏畅销榜平均排名为第

11名，最高至该榜单第5名，目前排名畅销榜15名。游戏于3.11更新“灵界版本”，5.21更新“仙魔版本”，7.9更新“大千世界”玩法并上线与敦煌博物馆联名资料片，研发团队较上线初期持续扩充助力后续游戏内容更新。

图7：《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

《摩尔庄园》注重品牌推广，优质UGC内容实现“破圈”。《摩尔庄园》6.1上线，首日开服12小时新增用户数量超700万，同时在线用户数量超100万，游戏用户量超3000万。雷霆在营销上以品牌宣发为主，没有进行买量投放，配合手游中高自由度经营玩法，鼓励玩家二创进行持续传播，保证IP内容持续更新，形成独有的文化圈层来维系游戏的长线运营，优质UGC内容产出除反哺游戏生态外，还能吸引到泛用户参与，达到良好的二次传播效果实现“破圈”。游戏以模拟经营+MMO为核心玩法，付费相对轻度，积累和保持用户数实现长线运营。

储备游戏方面，公司目前储备产品十余款，包含Roguelike、放置类、模拟经营、策略类等多元化游戏品类。其中，《地下城堡3：魂之诗》已取得版号并已开启公测预约，预计于2021年10月下旬公测。Cygames研发日本人气弹珠手游《世界弹射物语》已取得版号并已开启公测预约。2D Roguelike射击游戏《黎明精英》已取得版号。此外，还储备有《花落长安》、《石油大亨》、《恶魔秘境》、《精灵魔塔》、《军团》、《冰原守卫者》、《上古宝藏》、《奇缘之旅》、《光之守望》、《航海日记2》等代理手游产品及《纪元：变异》PC版、PS版等数款产品。

**表 1：吉比特主要储备项目**

序号	游戏名称	客户端类型	游戏类型	自研/代理	版号
1	精灵魔塔	移动游戏	Roguelike	代理	有
2	石油大亨	移动游戏	模拟经营	代理	有
3	军团	移动游戏	Rogue-lite	代理	有
4	摸金校尉之九幽将军	移动游戏	生存冒险	代理	有
5	地下城堡 3：魂之诗	移动游戏	冒险	代理	有
6	了不起的飞剑	移动游戏	修仙养成	代理	有
7	世界弹射物语	移动游戏	射击过关	代理	有
8	黎明精英	移动游戏	2D Roguelike 射击	代理	有
9	纪元：变异	PC 端游戏	ARPG	代理	无

资料来源：TapTap，公司公告，国元证券研究所

## 2. 投资建议与盈利预测

公司在研发侧收敛布局赛道，聚焦放置、MMO、SLG 等优势品类，自研商业化游戏取得突破，通过大 DAU 游戏实现用户引流，《问道手游》保持稳定下，增量盘《一念逍遥》、《摩尔庄园》等产品均实现突破。我们预计 2021-2023 年，公司实现归母净利润 16.33/17.97/21.08 亿元，对应 EPS22.72/25.00/29.33 元，PE19x/17x/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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2453.36	3256.47	4756.05	6830.86	9339.29
现金	803.70	2143.71	3199.12	5244.13	7596.42
应收账款	210.44	195.48	383.19	404.24	489.85
其他应收款	36.66	101.95	137.26	164.31	190.94
预付账款	35.87	90.84	134.47	162.98	187.07
存货	0.53	0.00	0.53	0.42	0.57
其他流动资产	1366.16	724.49	901.48	854.78	874.45
<b>非流动资产</b>	1915.45	2131.19	1930.11	1866.14	1753.72
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	4.56	3.01	1.47
其他非流动资产	595.13	712.57	648.89	621.94	579.59
<b>资产总计</b>	4368.81	5387.67	6686.16	8697.00	11093.01
<b>流动负债</b>	803.17	971.89	1041.55	1088.06	1134.87
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	118.88	126.33	256.75	281.25	334.04
其他流动负债	684.29	845.56	784.80	806.81	800.83
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	933.70	1139.97	1187.66	1241.49	1285.86
少数股东权益	364.12	444.73	916.95	1436.45	2039.92
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	3372.31	4809.81	6557.99
归属母公司股东权益	3070.99	3802.96	4581.55	6019.06	7767.23
<b>负债和股东权益</b>	4368.81	5387.67	6686.16	8697.00	11093.01

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021EE	2022EE	2023EE
<b>经营活动现金流</b>	1297.05	1533.01	1673.19	2253.39	2590.87
净利润	1066.23	1331.53	2105.12	2316.33	2710.96
折旧摊销	44.43	124.71	99.70	104.48	106.15
财务费用	-17.02	34.18	-19.41	-34.87	-64.66
投资损失	-31.15	-114.62	-330.00	-120.00	-100.00
营运资金变动	128.09	205.80	-57.13	-40.91	-38.79
其他经营现金流	106.47	-48.59	-125.09	28.36	-22.79
<b>投资活动现金流</b>	-159.97	409.12	216.22	116.37	55.98
资本支出	58.53	69.45	0.00	0.00	0.00
长期投资	206.56	-450.38	-106.13	35.38	-11.79
其他投资现金流	105.12	28.20	110.09	151.75	44.19
<b>筹资活动现金流</b>	-851.02	-548.95	-834.01	-324.75	-294.56
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	-834.01	-324.75	-294.56
现金净增加额	293.40	1337.71	1055.40	2045.01	2352.30

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2170.37	2742.29	4512.87	5029.83	5982.34
营业成本	205.32	383.91	622.62	731.30	848.13
营业税金及附加	13.98	18.16	30.11	33.28	39.70
营业费用	225.10	299.21	852.78	719.20	901.07
管理费用	185.22	234.99	315.90	352.09	418.76
研发费用	332.18	430.57	615.56	679.03	807.62
财务费用	-17.02	34.18	-19.41	-34.87	-64.66
资产减值损失	-68.50	-0.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	12.61	66.82	10.00	10.00	10.00
投资净收益	31.15	114.62	330.00	120.00	100.00
<b>营业利润</b>	1230.26	1562.47	2465.32	2712.81	3174.72
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
<b>利润总额</b>	1230.24	1557.90	2463.00	2710.12	3171.85
所得税	164.01	226.37	357.89	393.79	460.89
<b>净利润</b>	1066.23	1331.53	2105.12	2316.33	2710.96
少数股东损益	257.04	285.12	472.22	519.50	603.46
<b>归属母公司净利润</b>	809.19	1046.41	1632.90	1796.83	2107.50
EBITDA	1257.67	1721.37	2545.61	2782.42	3216.21
EPS (元)	11.26	14.56	22.72	25.00	29.33

主要财务比率					
会计年度	2019.00A	2020.00A	2021EE	2022EE	2023EE
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	31.16	26.35	64.57	11.46	18.94
营业利润(%)	15.48	27.00	57.78	10.04	17.03
归属母公司净利润(%)	11.93	29.32	56.05	10.04	17.29
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	90.54	86.00	86.20	85.46	85.82
净利率(%)	37.28	38.16	36.18	35.72	35.23
ROE(%)	26.35	27.52	35.64	29.85	27.13
ROIC(%)	164.42	201.74	327.47	394.61	513.01
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	21.37	21.16	17.76	14.27	11.59
净负债比率(%)	6.77	3.10	2.96	2.84	2.74
流动比率	3.05	3.35	4.57	6.28	8.23
速动比率	3.05	3.35	4.57	6.28	8.23
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.52	0.56	0.75	0.65	0.60
应收账款周转率	7.48	12.50	15.60	12.78	13.38
应付账款周转率	1.89	3.13	3.25	2.72	2.76
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	11.26	14.56	22.72	25.00	29.33
每股经营现金流(最新摊薄)	18.05	21.33	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	42.73	52.92	63.75	83.76	108.08
<b>估值比率</b>					
P/E	37.74	29.19	18.70	17.00	14.49
P/B	9.95	8.03	6.67	5.07	3.93
EV/EBITDA	21.50	15.71	10.62	9.72	8.41

## 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