

研究所

证券分析师：姚蕾 S0350521080006

yaol02@ghzq.com.cn

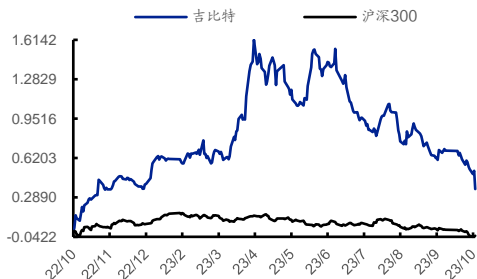
证券分析师：谭瑞娇 S0350521120004

tanrq@ghzq.com.cn

老产品基本盘承压，关注新品上线

——吉比特（603444）2023年三季度报点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/10/25

表现	1M	3M	12M
吉比特	-18.3%	-27.2%	36.1%
沪深300	-5.7%	-10.5%	-3.4%

市场数据

2023/10/25

当前价格(元)	295.74
52周价格区间(元)	233.36-590.00
总市值(百万)	21,305.44
流通市值(百万)	21,305.44
总股本(万股)	7,204.11
流通股本(万股)	7,204.11
日均成交额(百万)	246.14
近一月换手(%)	0.93

相关报告

《——吉比特（603444）2023年半年报点评：业绩好于预期，维持高分红率，新品周期开启（买入）*游戏II*姚蕾，谭瑞娇，杨仁文》——2023-08-18

《吉比特（603444）2022年年报点评报告：全年业绩超预期，重点关注储备自研产品版本号进度及测试进展（买入）*游戏II*姚蕾》——2023-04-03

《吉比特（603444）2022年三季度报点评：高分红率彰显长期信心，关注自研新周期及海外增量（买入）*游戏II*姚蕾》——2022-10-28

《吉比特（603444）2022年半年报点评：核心产品稳中求变，关注储备新品上线及出海进程（买入）*游戏II*姚蕾，杨仁文》——2022-08-17

事件：

10月24日，吉比特发布2023年三季度报，2023Q1-Q3实现营收33.07亿元，yoy-14%，归母净利润8.59亿元，yoy-15%，扣非净利润8.24亿元，yoy-18%，剔除汇兑和投资影响，经调整净利润8.05亿元，yoy-14%；2023Q3营收9.58亿元，yoy-27%，qoq-20%，归母净利润1.83亿元，yoy-43%，qoq-50%，扣非净利润1.78亿元，yoy-47%，qoq-51%，剔除汇兑和投资，2023Q3经调整归母净利润2.06亿元，yoy-27%。

投资要点：

■ 2023年新产品断档和老产品面临外部竞争加剧，致全年收入、利润承压，同时汇率变化加剧公司业绩波动，剔除汇率影响后，经营层面利润和收入变动速度相匹配。

- 1) 收入端，公司2023Q1/Q2/Q3收入11.44/12.05/9.58亿元，yoy-7%/-6%/-27%，连续三个季度收入同比下滑，为2018年以来首次。其中2023Q3下滑幅度较大，单季度收入为2021Q1《一念逍遥》上线以来最低，核心原因是在老产品由于生命周期、产品季节性、外部竞争加剧等多重因素下滑的同时新产品断档。
- 2) 成本费用端，2023年前三季度毛利率88%，同比持平，2023Q3毛利率88%，同比+2.7pct，环比-1.1pct。2023年前三季度销售费用9亿元，yoy-19%，销售费用率27%，同比-1.9pct，2023Q1/Q2/Q3销售费用3.54/2.89/2.57亿元，yoy+12%/-18%/-43%，销售费用率31%/24%/27%，绝对金额逐季收缩，主要反映《一念逍遥》的营销规模缩减；2023年前三季度管理费用2.74亿元，yoy-7%，管理费用率8%，同比+0.6pct，2023Q1/Q2/Q3管理费用8980万/1.05亿/7854万元，yoy-1%/-7%/-14%；2023年前三季度研发费用5.52亿元，yoy+1%，研发费用率17%，同比+2.5pct，2023Q1/Q2/Q3研发费用1.74/1.95/1.82亿元，yoy+2.4%/-6%/+9.8%，研发费用率15%/16%/19%，反映研发人员扩张和产品研发工作的持续推进。
- 3) 非经营层面，公司部分业务以美元结算，持有较多的美元，2023Q3期末汇率中间价1美元对人民币7.1798元，前三季度

《吉比特 (603444) 2022 年一季报点评: 版号重启释放政策改善信号, 关注重点产品运营活动及《奥比岛》测试表现 (买入)*互联网传媒*姚蕾, 谭瑞娇》——2022-04-23

度因汇率变动产生的收益为 5702.77 万元, 同比减少 1.57 亿元; 2023 年 Q3 汇率变动产生的收益为-1195.34 万元, 环比减少 1.06 亿元。

4) 2023Q3 期末合同负债 4.5 亿元, 环比 2023Q2 期末基本持平。

- 近 1-2 个季度有望上线 4 款新品 (自研代理各 2 款), 且《勇者与装备 (代号 BUG)》(小程序) 在推广侧尚未发力, 储备丰富。Q4 重点关注老产品《问道手游》《一念逍遥》流水趋势, 以及《勇者与装备》推广节奏 (目前已进入小游戏畅销榜)、《代号 M66》上线时间和表现, 此外《飞吧龙骑士》8 月上线后表现不错, 有望于 Q4 贡献增量利润。

1) 自研储备 (9 款, 其中 4 款有版号, 8 款拟发行海外): ① 西幻题材/放置类《勇者与装备 (代号 BUG)》: 小程序已上线、未大规模推广 (大陆, 有版号); ② FPS 端游《重装前哨》: 2024Q1 (海外); ③ 家族题材/放置养成《不朽家族 (M66)》: 2023H2 (大陆, 有版号)、后续海外; ④ 3D 捏猫卡通《超喵星计划》: 2024H1 (大陆, 有版号); ⑤ 策略塔防《最强城堡》: 待定 (全球, 有版号); ⑥ 西幻放置卡牌《代号原点》: 待定 (全球, 已申请版号); ⑦ 魔幻放置养成《代号 M88》: 2024 (中国港澳台、日韩)、大陆尚未申请版号; ⑧ 放置挂机修仙《代号 M72》: 待定 (中国大陆及港澳台、东南亚, 未申请版号); ⑨ 西幻放置挂机《代号 M11》: 待定 (全球、未申请版号)。

2) 代理储备 (2 款有望年内上线): ① 模拟经营《皮卡堂之梦想起源》: 12 月 5 日 (中国大陆, 有版号); ② 策略卡牌养成《超进化物语 2》: 预约中、有望年内上线 (中国大陆, 有版号); ③ 异兽题材生存策略《Beast Planet》: 待定 (海外); ④ Roguelike+SLG《Project S》: 待定 (中国大陆及港澳台, 无版号); ⑤ 模拟经营《神州千食舫》: 待定 (中国大陆及港澳台、东南亚) 等。

- 盈利预测和投资评级: 考虑到: 1) 《一念逍遥》作为相对小众品类的头部产品, 现已步入成熟期。《一念逍遥》为公司 2021 年 2 月上线的里程碑式产品, 截止 2023H1 期末, 产品累计用户 2400 万, 占中国网络游戏用户的比例达到 4.4% (据 CNNIC, 2023 年 6 月中国网络游戏用户 5.49 亿人), 远超 2022 年放置类游戏在我国收入排名 TOP100 游戏中的收入占比 2.44% (数据来源为游戏工委&伽马数据)。尽管《一念》用户量可能仍存在一定的增长空间, 但在版号重发后新品堆积、买量高度内卷的环境下, 持续买量会导致新增用户较低的 LTV 与较高的获客成本之间存在不匹配, 因此公司自 2023 年 Q2 起主动收缩买量规模, 代表着产品进入一个全新的阶段。《一念逍遥》作为构成公司近年来收入、利润基本盘重要组成部分的产品, 我们预计其步入成熟期意味着公司基本盘的绝对体量较 2021-2022 年有所收缩, 但单款产品的利润率有上行空间, 我们判断《一念》后续的产品逻辑类似更早进入成熟期的《问道手游》, 即经营策略以运

营存量用户为主，收入利润增长放缓或基本维持稳定、利润率高。2) 多款自研储备产品有望于 2024 年上线，其中不乏全球化产品和小游戏探索，提高流水天花板，新品密集上线有望补上老产品下滑缺口、实现新突破。综合以上，我们调整了盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 10.94/13.08/17.12 亿元，对应 PE 为 19/16/12x，我们仍然看好公司“小步快跑”模式下的研发创新能力，目前研发人员持续扩张，自研产品周期即将开启，出海及小游戏亦有望带来新增长点，因此维持“买入”评级。

- **风险提示：**市场竞争加剧、版号获取进度不及预期、汇率波动、新品不及预期、流量成本上升、政策监管、老产品生命周期不及预期、核心人才流失、玩家偏好改变、公司治理/资产减值/解禁减持、市场风格切换、行业估值中枢下移等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5,168	4,380	5,255	6,569
增长率（%）	11.88	-15.25	20.00	25.00
归母净利润（百万元）	1,461	1,094	1,308	1,712
增长率（%）	-1	-25	20	31
摊薄每股收益（元）	20	15	18	24
ROE（%）	37	24	23	23
P/E	15.39	19.48	16.28	12.45
P/B	5.65	4.73	3.66	2.83
P/S	4.35	4.86	4.05	3.24
EV/EBITDA	8.62	10.63	8.18	5.61

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：吉比特盈利预测表

证券代码:	603444				股价:	295.74				投资评级:	买入				日期:	2023/10/25			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
盈利能力					每股指标														
ROE	37%	24%	23%	23%	EPS	20.33	15.18	18.16	23.76										
毛利率	89%	88%	87%	87%	BVPS	55.36	62.55	80.71	104.47										
期间费率	30%	34%	35%	34%	估值														
销售净利率	28%	25%	25%	26%	P/E	15.39	19.48	16.28	12.45										
成长能力					P/B	5.65	4.73	3.66	2.83										
收入增长率	12%	-15%	20%	25%	P/S	4.35	4.86	4.05	3.24										
利润增长率	-1%	-25%	20%	31%															
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
总资产周转率	0.76	0.66	0.68	0.67	营业收入	5168	4380	5255	6569										
应收账款周转率	18.49	12.39	11.17	11.81	营业成本	582	529	683	854										
存货周转率	—	—	—	—	营业税金及附加	21	17	26	33										
偿债能力					销售费用	1402	1201	1445	1774										
资产负债率	27%	18%	16%	16%	管理费用	340	359	420	526										
流动比	2.12	3.27	4.03	4.69	财务费用	-217	-87	-39	-72										
速动比	2.09	3.15	3.91	4.57	其他费用/(-收入)	673	745	841	985										
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	2321	1801	2062	2680										
现金及现金等价物	3258	3106	4734	6975	营业外净收支	-6	-5	-5	-5										
应收款项	265	442	498	614	利润总额	2315	1796	2057	2675										
存货净额	0	0	0	0	所得税费用	355	377	411	535										
其他流动资产	56	158	200	247	净利润	1959	1419	1646	2140										
流动资产合计	3579	3706	5432	7835	少数股东损益	499	325	337	428										
固定资产	639	803	949	1021	归属于母公司净利润	1461	1094	1308	1712										
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
无形资产及其他	1085	1073	1063	1053	经营活动现金流	1752	532	1742	2282										
长期股权投资	1187	1185	1183	1180	净利润	1461	1094	1308	1712										
资产总计	6490	6767	8627	11089	少数股东权益	499	325	337	428										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	100	91	100	119										
应付款项	282	227	280	343	公允价值变动	27	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-235	-850	114	159										
其他流动负债	1408	908	1069	1328	投资活动现金流	186	-401	84	-243										
流动负债合计	1691	1135	1349	1671	资本支出	-44	-260	-250	-196										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	142	-288	213	-187										
其他长期负债	90	71	71	71	其他	87	147	122	140										
长期负债合计	90	71	71	71	筹资活动现金流	-2404	-647	2	2										
负债合计	1781	1206	1420	1742	债务融资	0	2	2	2										
股本	72	72	72	72	权益融资	1	66	0	0										
股东权益	4710	5562	7207	9347	其它	-2404	-715	0	0										
负债和股东权益总计	6490	6767	8627	11089	现金净增加额	-277	-452	1828	2041										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业7年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业4年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业3年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

杨牧笛，传媒教育行业分析师，上海财经大学本科，福特汉姆大学硕士，从业2年，主要研究方向为游戏赛道。

【分析师承诺】

姚蕾，谭瑞娇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。