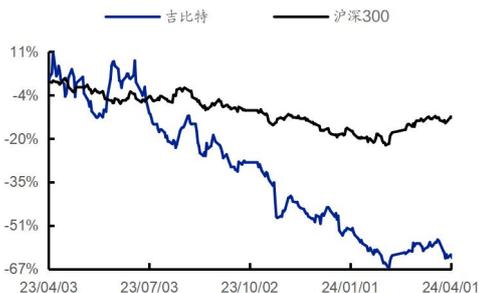


研究所:  
 证券分析师: 姚蕾 S0350521080006  
 yaol02@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 谭瑞峤 S0350521120004  
 tanrq@ghzq.com.cn

## 基本盘短期承压，积极关注拐点

### ——吉比特 (603444) 2023 年报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2024/04/02

表现	1M	3M	12M
吉比特	-12.1%	-21.0%	-59.0%
沪深 300	1.2%	5.7%	-11.6%

#### 市场数据

2024/04/02

当前价格 (元)	190.80
52 周价格区间 (元)	164.01-590.00
总市值 (百万)	13,745.44
流通市值 (百万)	13,745.44
总股本 (万股)	7,204.11
流通股本 (万股)	7,204.11
日均成交额 (百万)	404.60
近一月换手 (%)	2.64

#### 相关报告

《吉比特 (603444) 2023 年三季报点评报告: 老产品基本盘承压, 关注新品上线 (买入)\*游戏 II\*姚蕾, 谭瑞峤》——2023-10-26

《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, 谭瑞峤, 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

#### 事件:

2024 年 3 月 29 日, 公司公告 2023 年业绩, 实现营收 41.85 亿元, yoy-19.02%, 归母净利润 11.25 亿元, yoy-22.98%。其中 2023Q4 营收 8.78 亿元, yoy-34.35%, qoq-8.33%, 归母净利润 2.66 亿元, yoy-40.82%, qoq+44.98%。

#### 投资要点:

■ 2023 年老游戏流水下滑, 外部竞争加剧, 导致全年收入、利润表现承压

1) 收入端, 公司 2023 年营业收入为 41.85 亿元, yoy-19.02%, 其中 Q1-Q4 收入分别为 11.44/12.05/9.58/8.78 亿元, 收入下滑的核心原因是《问道手游》《一念逍遥》等老产品受到生命周期、外部竞争加剧等影响, 流水下滑, 2023 年上线的《飞吧龙骑士》《超进化物语 2》《皮卡堂之梦想起源》等新产品流水增量低于老产品流水减少的幅度。

分区域来看, 2023 年中国大陆收入 38.97 亿元, 海外收入 2.72 亿元, yoy+5.03%, 海外收入占比 6.5%, 同比提升 1.5pct, 主要得益于《一念逍遥 (欧美版)》的海外发行。

分运营方式来看, 2023 年授权运营收入 3.05 亿, yoy-2.76%, 占比 7.29%, 同比增加 1.22pct, 占比提升的主要原因是《问道端游》流水保持稳定, 其他产品流水下滑的情景下授权运营收入占比提升。

2) 成本费用端, 公司 2023 年毛利润 37.05 亿元, 毛利率 89%, 同比持平, 其中 2023Q4 毛利率 90%, 同比下降 0.7pct, 环比增长 2.13pct。2023 年销售费用 11.27 亿元, yoy-19.58%, 销售费用率 26.94%, 同比下降 0.19pct, 销售费用减少主要来自《一念逍遥》的发行投入规模缩减。2023 年管理费用 3.15 亿元, yoy-7.37%, 管理费用率 7.53%, 同比增长 0.95pct。2023 年研发费用 6.79 亿元, yoy+1%, 研发费用率 16.23%, 同比增加 3.22pct, 主要由于研发人员及研发投入进一步增加, 截至 2023 年底, 公司共有研发人员 855 人, 同比增加 163 人。

入) \*游戏 II \*姚蕾》——2022-10-28

分季度来看,2023Q4 销售费用 2.27 亿元, yoy-20.63%, qoq-11.5%; 管理费用 0.41 亿元, yoy-6.56%, qoq-47.69%; 研发费用 1.28 亿元, yoy-0.63%, qoq-29.92%。

- 3) 利润端, 公司 2023 年归母净利润 11.25 亿元, yoy-22.98%, 剔除汇率波动和投资业务扰动后, 2023 年经调整净利润 11.69 亿元, yoy-21.35%, 下降幅度略高于收入下降幅度, 主要原因是《问道手游》收入下降、发行投放持平, 《一念逍遥》利润率下降, 2023 年上线的新产品《飞吧龙骑士》《超进化物语 2》《皮卡堂之梦想起源》仍未盈利。

2023Q4 公司归母净利润 2.66 亿元, yoy-40.8%, qoq+44.98%, 环比增加主要原因为 (1) 前三季度预提奖金冲减, (2) 子公司雷霆互动 2022 年度按照 25% 计提所得税, Q4 将其与实际汇算清缴税额的差额进行冲销, 2024Q4 确认所得税费用-0.36 亿元, 不考虑所得税影响, 2024Q4 利润总额 3 亿元, yoy-53.09%, qoq-5.24%。

- 4) 2023 年末合同负债 4.17 亿元, yoy-18.18%。

#### ■ 2024 年产品丰富

- 1) 2024Q1 已上线产品

① 第一人称射击类端游《Outpost: Infinity Siege》于 2024 年 3 月在 steam 平台发售, 首发原价 88 元。② 西幻题材放置卡牌《Monster Never Cry (代号原点)》3 月 18 日上线, 据 sensor tower, 上线 10 天估算总流水 1308 万元, 已于 2024 年 3 月拿到版号, 国内游戏名为《异界原点传说: 史莱姆不哭》。

- 2) 储备自研产品

①《M72》, 放置修仙游戏, 拟于中国大陆及港澳台、东南亚地区发行; ②《杖剑传说 (代号 M88)》魔幻放置手游, 拟于中国大陆、港澳台及日韩地区发行, 海外地区预计 2024H2 上线; ③《最强城堡》, 策略塔防游戏, 拟全球发行; ④《代号 M11》, 西幻放置手游, 拟全球发行。

- 3) 储备代理产品

①《航海王: 梦想指针》3D 冒险动作手游, 国内公测定档 4 月 1 日; ②《亿万光年》科幻卡牌、轻度 SLG 手游, 全球发行, 国内预计 2024H2 公测; ③《封神幻想世界》国风 RPG, 国内预计 2024H2 发行; ④《神州千食舫》美食模拟经营, 2024 年境外上线; ⑤《失落城堡 2》, 冒险题材 Roguelike 游戏, 拟全球发行。

- 盈利预测和投资评级: 老产品《问道手游》《一念逍遥》已步入成

熟期，预计 2024H1 流水、利润继续承压，考虑到 2024 年多款新品将陆续上线，有望填补缺口。综上，我们调整了盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 10.26/12.02/14.05 亿元，对应 PE 为 13/11/10x。我们仍然看好公司“小步快跑”模式下的研发创新能力及活力，公司提高内部立项要求及应对市场变化布局内容向游戏，有望迎来自研产品新周期及出海增长点，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4185	3928	4411	4874
增长率(%)	-19	-6	12	11
归母净利润（百万元）	1125	1026	1202	1405
增长率(%)	-23	-9	17	17
摊薄每股收益（元）	16	14	17	19
ROE(%)	25	19	18	17
P/E	16	13	11	10
P/B	4.0	2.5	2.0	1.7
P/S	4.2	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	8.9	6.8	5.1	3.6

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:	190.80				投资评级:	买入				日期:	2024/04/02			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	25.21%	18.60%	17.89%	17.29%	EPS	15.63	14.25	16.69	19.50										
毛利率	88.53%	87.00%	87.00%	87.00%	BVPS	61.96	76.58	93.27	112.77										
期间费率	31.44%	33.58%	34.23%	33.34%	<b>估值</b>														
销售净利率	26.89%	26.13%	27.26%	28.82%	P/E	15.68	13.39	11.43	9.79										
<b>成长能力</b>					P/B	3.96	2.49	2.05	1.69										
收入增长率	-19.02%	-6.14%	12.30%	10.50%	P/S	4.22	3.50	3.12	2.82										
利润增长率	-22.98%	-8.79%	17.15%	16.84%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.64	0.55	0.52	0.47	营业收入	4184.85	3927.77	4410.89	4874.03										
应收账款周转率	16.62	12.37	10.83	11.16	营业成本	479.91	510.61	573.42	633.62										
存货周转率	—	—	—	—	营业税金及附加	25.07	23.57	22.05	24.37										
<b>偿债能力</b>					销售费用	1127.24	1099.78	1212.99	1315.99										
资产负债率	20.93%	14.90%	13.01%	11.82%	管理费用	314.98	302.44	352.87	389.92										
流动比	2.93	4.46	5.50	6.46	财务费用	-126.41	-83.15	-55.80	-80.69										
速动比	2.89	4.34	5.37	6.33	其他费用/(-收入)	679.36	687.36	705.74	731.10										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	1706.19	1571.90	1783.09	2069.74										
现金及现金等价物	3522.64	4225.84	5608.54	7348.80	营业外净收支	-6.22	-4.00	-4.00	-4.00										
应收款项	238.76	396.49	418.39	455.28	利润总额	1699.97	1567.90	1779.09	2065.74										
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税费用	238.88	235.19	266.86	309.86										
其他流动资产	50.31	153.24	173.55	190.71	净利润	1461.09	1332.72	1512.23	1755.88										
<b>流动资产合计</b>	<b>3811.70</b>	<b>4775.56</b>	<b>6200.48</b>	<b>7994.80</b>	少数股东损益	335.97	306.45	310.01	351.18										
固定资产	596.40	759.49	904.40	975.70	归属于母公司净利润	1125.12	1026.26	1202.22	1404.70										
在建工程	1.66	1.66	1.66	1.66	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	1062.19	1062.19	1062.19	1062.19	经营活动现金流	1185.50	797.12	1509.79	1794.99										
长期股权投资	1164.81	1164.81	1164.81	1164.81	净利润	1125.12	1026.26	1202.22	1404.70										
<b>资产总计</b>	<b>6636.77</b>	<b>7763.72</b>	<b>9333.55</b>	<b>11199.16</b>	少数股东权益	335.97	306.45	310.01	351.18										
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	折旧摊销	118.23	92.11	100.50	119.45										
应付款项	188.82	219.42	234.71	254.16	公允价值变动	32.97	0.00	0.00	0.00										
预收帐款	0.50	0.00	0.00	0.00	营运资金变动	-388.93	-493.16	15.39	55.68										
其他流动负债	1113.51	850.91	893.23	983.51	投资活动现金流	-490.54	-120.64	-127.09	-54.72										
<b>流动负债合计</b>	<b>1302.83</b>	<b>1070.33</b>	<b>1127.94</b>	<b>1237.67</b>	资本支出	-55.67	-259.19	-249.41	-194.74										
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资	-513.40	0.00	0.00	0.00										
其他长期负债	86.33	86.33	86.33	86.33	其他	78.53	138.55	122.32	140.02										
<b>长期负债合计</b>	<b>86.33</b>	<b>86.33</b>	<b>86.33</b>	<b>86.33</b>	筹资活动现金流	-959.25	-14.25	0.00	0.00										
<b>负债合计</b>	<b>1389.16</b>	<b>1156.67</b>	<b>1214.27</b>	<b>1324.01</b>	债务融资	0.00	0.00	0.00	0.00										
股本	72.04	72.04	72.04	72.04	权益融资	63.74	-14.25	0.00	0.00										
股东权益	5247.61	6607.05	8119.28	9875.16	其它	-1022.99	0.00	0.00	0.00										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6636.77</b>	<b>7763.72</b>	<b>9333.55</b>	<b>11199.16</b>	现金净增加额	-227.46	699.06	1382.70	1740.26										

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。

### 【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视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、展示或以其他任何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。