

吉比特 (603444.SH)

老游戏承压 2023 年收入下滑 19%，关注 2024 年新品发布

买入

核心观点

核心游戏流水下滑，公司 2023 年收入下降 19.0%。1) 公司 2023 年收入 41.8 亿元，同比-19.0%；归母净利润 11.3 亿元，同比-23.0%，主要由于《问道手游》《一念逍遥》等老游戏流水下降，经营活动现金流净额同比-32.4%。如剔除汇率和投资业务影响，经调整后归母净利润 11.7 亿元，同比-21.4%。2) 单四季度来看，公司收入 8.8 亿元，同比-34.4%，降幅环比扩大 6.9 个百分点；归母净利润 2.7 亿元，同比-40.8%，主要由于老游戏流水下降、新上线产品《飞吧龙骑士》《超进化物语 2》《皮卡堂之梦想起源》等前期发行投入较大仍未盈利。

毛利率维持高水平，收入降幅较大导致费用率上升。公司 2023 年毛利率 88.5%，同比-0.2 个百分点，单四季度毛利率 89.7%，同比-0.7 个百分点。费用率方面，公司 2023 年整体费用率同比+5.2 个百分点至 47.7%，主要由于收入下降幅度较大，整体费用金额下降 9.2%；其中销售费用率-0.2 个百分点至 26.9%，主要由于《一念逍遥》等产品发行投入同比减少；管理费用率+1.0 个百分点至 7.5%；财务费用率-1.1 个百分点至-3.0%，由于汇率变动；研发费用率+3.2 个百分点至 16.2%。

新游储备丰富，《航海王：梦想指针》等新品将拉动 2024 年业绩增长。1) 老产品方面，《问道》端游收入基本持平、《问道手游》收入有所下滑、《一念逍遥》收入下降但利润率预计有提升、《奥比岛：梦想国度》扭亏为盈。2) 新产品方面，《航海王：梦想指针》自 4 月 1 日上线以来，保持角色扮演游戏（免费）榜前 10 名。此外有多款新游蓄势待发，包括代号 M72、《杖剑传说（代号 M88）》《最强城堡》、代号 M11 等。3) 境外方面，公司 2023 年发行了《一念逍遥（欧美版）》，2024 年 1 月《飞吧龙骑士》也在港澳台和韩国上线，此外，公司储备有《杖剑传说》《亿万光年》《神州千食舫》《失落城堡 2》等多款可面向境外发行的产品已经过多轮测试。

风险提示：新品上线进度或流水不及预期；产品竞争激烈；监管风险。

投资建议：看好公司的研发能力以及长期成长空间，维持“买入”评级。考虑到新品上线节奏影响，我们下调盈利预测，预计 24-26 年净利润分别为 11/12.8/14.9 亿（原 24-25 年为 15.1/17.9 亿），EPS 分别为 15.25/17.79/20.74 元，对应 PE 为 12x/10x/9x；公司产品研发及长线运营能力优秀，未来新品增量带动新一轮产品周期，同时海外持续发力，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,168	4,185	3,892	4,476	5,058
(+/-%)	11.9%	-19.0%	-7.0%	15.0%	13.0%
净利润(百万元)	1461	1125	1099	1282	1494
(+/-%)	-0.5%	-23.0%	-2.4%	16.7%	16.6%
每股收益(元)	20.33	15.62	15.25	17.79	20.74
EBIT Margin	41.6%	37.2%	41.7%	42.6%	44.3%
净资产收益率 (ROE)	36.7%	25.2%	24.0%	27.3%	30.8%
市盈率 (PE)	9.0	11.7	11.9	10.2	8.8
EV/EBITDA	6.7	8.9	8.9	7.6	6.5
市净率 (PB)	3.29	2.94	2.87	2.79	2.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·游戏 II

证券分析师：张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn S0980517060002
 证券分析师：陈瑶蓉 021-61761058 chenyaorong@guosen.com.cn S0980523100001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	182.01 元
总市值/流通市值	13112/13112 百万元
52 周最高价/最低价	590.00/164.01 元
近 3 个月日均成交额	377.48 百万元

市场走势



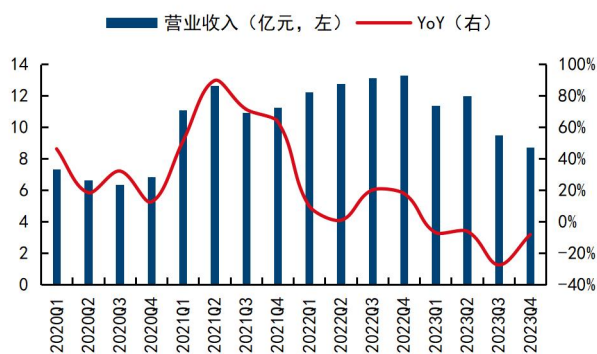
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《吉比特(603444.SH)-老游戏流水承压,前三季度收入下降14%》——2023-10-30
- 《吉比特(603444.SH)-第二季度净利润增长9%,下半年新品储备丰富》——2023-08-17
- 《吉比特(603444.SH)-核心游戏表现稳健,关注新品表现》——2023-05-10
- 《吉比特(603444.SH)-三季度利润重回增长,关注新游运营及业绩兑现》——2022-10-28
- 《吉比特(603444.SH)-经典老游稳健,新游储备丰富,关注业绩兑现》——2022-08-17

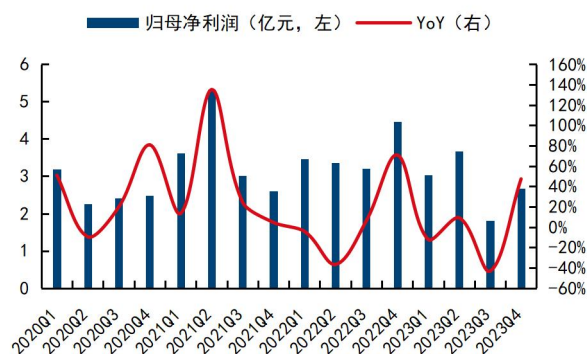
老产品流水下滑，公司 2023 年收入下降 19.02%。1) 公司 2023 年收入 41.8 亿元，同比下降 19.0%；归母净利润 11.3 亿元，同比下降 23.0%，主要由于《问道手游》《一念逍遥》等老游戏流水下降，经营活动现金流净额同比下降 32.4%。如剔除汇率和投资业务影响，经调整后归母净利润 11.7 亿元，同比下降 21.4%。2) 单第四季度来看，公司收入 8.8 亿元，同比下降 34.4%，降幅环比扩大 6.9 个百分点；归母净利润 2.7 亿元，同比下降 40.8%，主要由于老游戏流水下降、新上线产品《飞吧龙骑士》《超进化物语 2》《皮卡堂之梦想起源》等前期发行投入较大仍未盈利。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

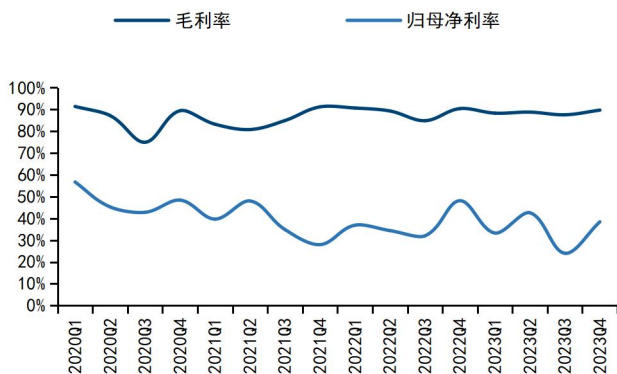
图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

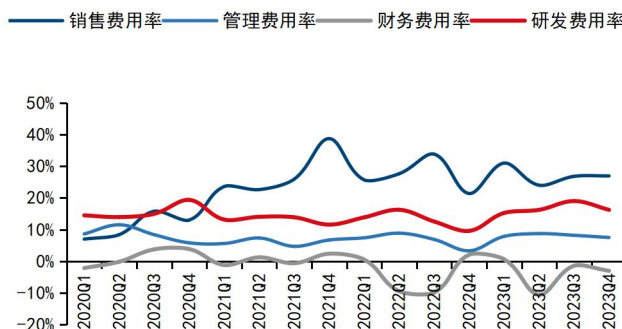
毛利率维持高水平，收入降幅较大导致费用率上升。公司 2023 年毛利率 88.5%，同比-0.2 个百分点，单四季度毛利率 89.7%，同比-0.7 个百分点。费用率方面，公司 2023 年整体费用率同比+5.2 个百分点至 47.7%，主要由于收入下降幅度较大，整体费用金额下降 9.2%；其中销售费用率-0.2 个百分点至 26.9%，主要由于《一念逍遥》等产品发行投入同比减少；管理费用率+1.0 个百分点至 7.5%；财务费用率-1.1 个百分点至-3.0%，由于汇率变动；研发费用率+3.2 个百分点至 16.2%。

图3：公司季度利润率及变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季费用率及变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新游储备丰富，《航海王：梦想指针》等新品拉动 24 年境内外业绩增长。从主要表现来看：1) 《问道手游》延续往年四大版本计划，1 月新年服，4 月推出烟花大会、新服盛典等周年庆活动，7 月夏日服，9 月国庆服，11 月以“道友共创”

方式推出《问道手游》首个动漫番剧《乌龙道友闯中洲》，2023年在App Store游戏畅销榜平均排名为第35名，最高至该榜单第10名。2)《飞吧龙骑士》于23年8月11日上线，上线前期营销推广投入较大，凭借其题材和玩法的差异化创新备受玩家喜爱，由于前期发行投入较大，截至2023年末仍处于亏损阶段。3)《Outpost: Infinity Siege》于2024年3月27日在Steam平台发售，游戏融合了FPS（第一人称射击）、RTS（即时战略）和TD（塔防）三种玩法。4)《航海王：梦想指针》是由东映动画正版授权的航海王IP全新3D竖屏冒险手游，于24年4月1日上线。据七麦数据，上线至今该游戏保持角色扮演游戏（免费）榜前10名。

在新游储备方面，公司有多款储备新游蓄势待发。公司的新产品涵盖放置养成类、放置修仙类、策略塔防类、Roguelike、RPG等多元化游戏品类。包括代号M72、《杖剑传说（代号M88）》《最强城堡》、代号M11等自研游戏，以及《封神幻想世界》《神州千食舫》《亿万光年》《失落城堡2》等代理游戏。

境外业务持续向上，多款新品已经过多轮测试。2023年，公司境外业务实现营业收入2.72亿元，同比增长5.03%。报告期内，公司在境外成功发行了《一念逍遥（欧美版）》《一念逍遥（越南版）》《奇葩战斗家（东南亚版）》等产品；24年1月，《飞吧龙骑士》在港澳台地区和韩国上线，同时公司储备有《杖剑传说（代号M88）》《亿万光年》《神州千食舫》《失落城堡2》等多款可面向境外发行的产品，多款自研产品已在境外市场进行多轮次测试。

投资建议：看好公司的研发能力以及长期成长空间，维持“买入”评级。考虑到新品上线节奏影响，我们下调盈利预测，预计2024-2026年净利润分别为11/12.8/14.9亿（原2024-25年为15.1/17.9亿），EPS分别为15.25/17.79/20.74元，对应PE为12x/10x/9x；公司产品研发及长线运营能力优秀，未来新品增量带动新一轮产品周期，同时海外持续发力，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002517.SZ	恺英网络	增持	11.44	246	0.48	0.70	0.87	24	16	13
002555.SZ	三七互娱	买入	17.19	381	1.33	1.46	1.73	13	12	10
002605.SZ	姚记科技	增持	22.53	93	0.85	1.73	2.05	20	10	8
002624.SZ	完美世界	增持	10.69	207	0.71	0.44	0.65	24	40	26

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：可比公司盈利预测来自wind一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2629	2397	3000	3000	3069	营业收入	5168	4185	3892	4476	5058
应收款项	269	244	224	270	319	营业成本	582	480	428	501	572
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	21	25	19	22	23
其他流动资产	31	33	31	36	40	销售费用	1402	1127	1047	1182	1262
流动资产合计	3579	3812	4392	4443	4565	管理费用	340	315	248	280	311
固定资产	639	598	580	551	507	研发费用	673	679	525	582	647
无形资产及其他	72	70	68	66	64	财务费用	(217)	(126)	(55)	(54)	(63)
投资性房地产	1013	992	992	992	992	投资收益	106	35	3	3	3
长期股权投资	1187	1165	1265	1465	1565	资产减值及公允价值变动	(208)	(59)	15	15	0
资产总计	6490	6637	7298	7518	7694	其他收入	(618)	(634)	(525)	(582)	(647)
短期借款及交易性金融负债	4	11	553	392	200	营业利润	2321	1706	1697	1980	2308
应付款项	282	189	189	214	246	营业外净收支	(6)	(6)	0	0	0
其他流动负债	1404	1103	1039	1189	1301	利润总额	2315	1700	1697	1980	2308
流动负债合计	1691	1303	1781	1795	1747	所得税费用	355	239	263	307	358
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	499	336	335	391	456
其他长期负债	90	86	126	166	196	归属于母公司净利润	1461	1125	1099	1282	1494
长期负债合计	90	86	126	166	196	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1781	1389	1908	1961	1943	净利润	1461	1125	1099	1282	1494
少数股东权益	731	784	817	856	901	资产减值准备	152	(155)	(1)	(1)	(2)
股东权益	3979	4464	4573	4701	4849	折旧摊销	65	65	66	68	69
负债和股东权益总计	6490	6637	7298	7518	7694	公允价值变动损失	208	59	(15)	(15)	0
						财务费用	(217)	(126)	(55)	(54)	(63)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(210)	(510)	(1)	162	119
每股收益	20.33	15.62	15.25	17.79	20.74	其它	(472)	188	34	40	47
每股红利	33.37	14.06	13.73	16.02	18.68	经营活动现金流	1204	772	1181	1536	1728
每股净资产	55.36	61.96	63.48	65.25	67.31	资本开支	0	193	(31)	(21)	(21)
ROIC	70.69%	49.75%	44%	48%	60%	其它投资现金流	425	(487)	0	0	0
ROE	36.72%	25.21%	24%	27%	31%	投资活动现金流	426	(271)	(131)	(221)	(121)
毛利率	89%	89%	89%	89%	89%	权益性融资	188	64	0	0	0
EBIT Margin	42%	37%	42%	43%	44%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	43%	39%	43%	44%	46%	支付股利、利息	(2398)	(1013)	(989)	(1154)	(1346)
收入增长	12%	-19%	-7%	15%	13%	其它融资现金流	2704	1230	542	(160)	(192)
净利润增长率	-1%	-23%	-2%	17%	17%	融资活动现金流	(1905)	(732)	(448)	(1315)	(1538)
资产负债率	39%	33%	37%	37%	37%	现金净变动	(275)	(232)	603	0	69
股息率	18.3%	7.7%	7.5%	8.8%	10.3%	货币资金的期初余额	2903	2629	2397	3000	3000
P/E	9.0	11.7	11.9	10.2	8.8	货币资金的期末余额	2629	2397	3000	3000	3069
P/B	3.3	2.9	2.9	2.8	2.7	企业自由现金流	0	1087	1406	1821	2062
EV/EBITDA	6.7	8.9	8.9	7.6	6.5	权益自由现金流	0	2318	1994	1707	1923

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032