

吉比特 (603444.SH)

公司快报

核心产品发展稳健，新作与海外业务未来可期

传媒 | 游戏III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2024-08-22)

175.96 元

交易数据

总市值(百万元)	12,676.35
流通市值(百万元)	12,676.35
总股本(百万股)	72.04
流通股本(百万股)	72.04
12个月价格区间	414.00/157.94

一年股价表现



资料来源: 聚源

涨幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.34	-0.25	-42.24
绝对收益	8.96	-10.13	-53.41

分析师

倪爽

 SAC 执业证书编号: S0910523020003
 nishuang@huajinsec.com

相关报告

投资要点

- 事件:** 2024年上半年公司实现营业收入19.6亿元,同比下降16.57%,归母净利润5.18亿元,同比下降23.4%;Q2营业收入及归母净利润环比均有所改善。公司本期每10股拟派发现金红利45.00元(含税),合计拟派发现金红利3.23亿元(含税),占本期归母净利润62.36%;叠加本期回购股份0.45亿元(不含交易费用)共占本期归母净利润71%,不转增。
- 深耕游戏市场以自研游戏为核心扩充产品矩阵。**公司自研《问道》、《问道手游》、《一念逍遥》等多款基于中华传统文化的游戏。游戏产品来源包含自研及代理两种,运营模式包括自主运营、联合运营和授权运营三种,其中,自研游戏《问道》端游由于上线初期公司尚未组建运营团队,授权外部运营商运营,其余大部分自研产品及代理产品均采用自主运营和联合运营模式。核心产品情况:《问道》自2006年已持续运营18年,表现稳健;2016年4月,依托《问道》端游用户群体和IP价值,推出MMORPG游戏《问道手游》,上线8年稳健运营;2021年2月,推出放置修仙手游《一念逍遥》,上线3年稳定迭代更新。2023年及2024年1-6月,《问道》端游、《问道手游》、《一念逍遥(大陆版)》三款产品的收入合计占收入比例分别为71.19%、68.17%。《问道》端游本期营业收入同比有所增加。2023年8月上线的《飞吧龙骑士(大陆版)》,以及2023年12月上线的《超进化物语2》、《皮卡堂之梦想起源》,本期相比上年同期贡献增量营业收入及利润。
- 精品化运营策略与丰富IP文化构筑游戏生态。**公司自主运营平台雷霆游戏以用户体验为核心在MMORPG、Roguelike、放置挂机、社区养成等品类具备运营经验。“买量”为游戏产品推广有效推广方式之一,但其成本会影响游戏产品利润。公司通过多种方式获客,包括日常直播、KOC推广、内容搭建、电商以及社区回流承接等,有效触达目标用户,避免过度依赖“买量”策略。开展IP建设,以完善游戏世界观增强玩家体验。《问道手游》为经典IP作品,通过小说、有声书、周边、玩家系列微电影等系列衍生品,丰富游戏故事。《一念逍遥》打造国风修仙原创IP,以音乐、漫画、小说、动画等衍生内容丰富游戏的内容和故事线。自2022年推出衍生IP动画《在下是逍遥》,在抖音、快手、B站等平台保持持续更新,累计全平台粉丝数量已超320万;此外,游戏持续通过IP内容长线沉淀用户,已推出品牌片《凡人非凡》、漫画《一念逍遥》、有声小说《仙魔决》、游戏印象曲《一念封神》、动画《小药童也想修仙》等内容。
- 游戏产品储备丰富,同时海外业务表现优异。**储备情况:共有4款自研产品已取得版号,其中《杖剑传说(代号M88)》拟于2025年上半年上线;共有6款代理产品已取得版号,其中《封神幻想世界》拟于2024年10月18日上线、《开罗全能经营家》与《王都创世录》拟于2024年下半年上线。境外业务:收入合计2.55亿元,同比增长113.77%。2024年以来,境外目前发行《Monster Never Cry(欧美版)》、《飞吧龙骑士(境外版)》、《Outpost: Infinity Siege(Steam国际版)》等产品,后续储备《杖剑传说(代号M88)》、《冲啊原始人》、《亿万光年》等



多款可境外发行产品。

- ◆ **持续投入研发，多维度提升游戏体验。**游戏作为文化娱乐消费产品，为用户提供新鲜有趣的体验是核心竞争力。采用“小步快跑”策略，提升研发成品效果。从 Demo 版本验证核心玩法，验证创新性设计的可行性，控制研发成本。Demo 扩展变成最终项目，优化和调整“小步快跑”研发机制。公司注重研发中台建设，设立技术中心、美术中心、音频部和测试中心，关注 AI 相关的前沿技术，将 AI 技术融入到策划、开发、测试等游戏研发过程中，提高研发效率和游戏体验。重视研发投入及研发人才培养。本期内，研发费用为 3.91 亿元，占营业收入的 19.96%。研发团队的规模逐年扩大，2022 年末、2023 年末及本报告期末研发人员数量分别为 692 人、855 人、871 人，占员工总数的比例分别为 55.18%、59.09%、59.54%。
- ◆ **投资建议：**公司深耕游戏行业，旗下核心产品经营多年表现稳健，积极投入游戏研发，新游戏版号获取与发布有序进行，海外业务表现突出；政策端，近期国务院发布《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》提及提升网络文学、网络游戏等新业态发展以及支持电子竞技等发展。我们预测公司 2024 年至 2026 年归母净利润为 10.81/12.18/13.89 亿元；EPS 为 15.00/16.90/19.29 元；PE 为 12.0/10.6/9.3；首次覆盖，给予“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**行业政策风险、少数产品依赖风险、宏观经济下行、海外业务经营风险、市场竞争加剧相关风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,168	4,185	4,030	4,511	5,005
YoY(%)	11.9	-19.0	-3.7	11.9	11.0
归母净利润(百万元)	1,461	1,125	1,081	1,218	1,389
YoY(%)	-0.5	-23.0	-3.9	12.7	14.1
毛利率(%)	88.7	88.5	88.7	89.0	89.0
EPS(摊薄/元)	20.28	15.62	15.00	16.90	19.29
ROE(%)	41.6	27.8	21.2	20.7	20.1
P/E(倍)	8.9	11.5	12.0	10.6	9.3
P/B(倍)	3.3	2.9	2.3	2.1	1.8
净利率(%)	28.3	26.9	26.8	27.0	27.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

公司专注于网络游戏的研发及运营业务，深耕游戏市场，经过多年技术研发实力持续增强，产品矩阵逐步丰富。目前国内与海外游戏市场稳步增长，根据中国音像与数字出版协会发布的《2024年1-6月中国游戏产业报告》显示，2024年1-6月，中国游戏市场实际销售收入为1,472.67亿元，同比增长2.08%；我国自主研发游戏海外市场实际销售收入为85.54亿美元，同比增长4.24%。公司游戏业务占比较高，其运营模式包括自主运营、联合运营和授权运营”，《问道》、《问道手游》及《一念逍遥》三款核心产品发展稳健。《问道》端游为授权运营，其他自研和代理产品主要采用自主运营和联合运营模式，考虑到未来新游戏发布周期以及海外业务情况。我们预测2024-2026年公司整体营收40.30/45.11/50.05亿元，毛利率88.7%/89.0%/89.0%。

表 1：分产品预测表

营业收入(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
自主运营	2532.89	2247.29	2247.29	2584.38	2920.35
yoy	24.2%	-11.3%	0.0%	15.0%	13.0%
毛利率	92.0%	90.9%	91.0%	91.5%	91.5%
联合运营	2277.85	1572.27	1415.04	1556.54	1712.20
yoy	4.4%	-31.0%	-10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	84.9%	85.8%	86.0%	86.0%	86.0%
授权运营	313.90	305.24	305.24	305.24	305.24
yoy	-6.6%	-2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	97.9%	98.2%	98.0%	98.0%	98.0%
其他收入	28.72	43.87	43.87	43.87	43.87
yoy	-42.3%	52.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	58.8%	28.6%	29.0%	29.0%	29.0%
其他业务	14.25	16.19	18.39	20.89	23.73
yoy	13.4%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
毛利率	-15.3%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
合计	5167.62	4184.85	4029.83	4510.92	5005.39
yoy	11.9%	-19.0%	-3.7%	11.9%	11.0%
毛利率	88.7%	88.5%	88.7%	89.0%	89.0%

资料来源：Wind、华金证券研究所

二、可比公司估值

公司专注网络游戏的研发及运营业务，结合公司产品特点，我们选取主营业务为游戏的恺英网络、三七互娱、完美世界作为可比公司。公司 PE 略高于可比公司 PE 均值，但公司持续经营自研游戏有效积累相关技术，新游戏推出节奏稳定，叠加海外业务拓展顺利。后续随着新游戏相继发布以及海外业务逐步成熟，我们预计利润增长可消化估值。

表 2：可比公司估值

证券代码	公司简称	收盘价/元	总市值/ 亿元	EPS/元			PE/倍		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002517.SZ	恺英网络	8.88	191	0.86	1.02	1.17	10.3	8.7	7.6
002555.SZ	三七互娱	12.74	283	1.37	1.53	1.68	9.3	8.3	7.6
002624.SZ	完美世界	7.91	153	0.52	0.62	0.71	15.3	12.8	11.2
	平均			0.9	1.1	1.2	11.7	9.9	8.8
603444.SH	吉比特	179.84	130	15.00	16.90	19.29	12.0	10.6	9.3

资料来源：Wind、华金证券研究所、(可比公司数据来自wind 一致预期，截止日期 2024 年 8 月 21 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3579	3812	5400	6313	7758	营业收入	5168	4185	4030	4511	5005
现金	2629	2397	3985	4835	6278	营业成本	582	480	456	496	549
应收票据及应收账款	265	239	246	297	306	营业税金及附加	21	25	23	25	27
预付账款	13	21	12	25	16	营业费用	1402	1127	1088	1227	1341
存货	0	0	0	0	0	管理费用	340	315	302	338	375
其他流动资产	672	1155	1156	1156	1158	研发费用	673	679	685	722	751
非流动资产	2912	2825	2790	2884	2967	财务费用	-217	-126	-127	-125	-127
长期投资	1187	1165	1192	1220	1247	资产减值损失	-175	-22	-40	-20	-20
固定资产	639	596	528	588	633	公允价值变动收益	-27	-33	0	0	0
无形资产	72	70	75	81	90	投资净收益	106	35	88	50	50
其他非流动资产	1013	994	994	995	995	营业利润	2321	1706	1650	1858	2119
资产总计	6490	6637	8189	9197	10725	营业外收入	4	1	2	2	2
流动负债	1691	1303	1443	1417	1610	营业外支出	10	7	8	8	8
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2315	1700	1644	1852	2113
应付票据及应付账款	282	189	259	228	311	所得税	355	239	231	260	297
其他流动负债	1408	1114	1184	1189	1299	税后利润	1959	1461	1413	1592	1816
非流动负债	90	86	86	86	86	少数股东损益	499	336	332	374	427
长期借款	0	0	-1	-0	-0	归属母公司净利润	1461	1125	1081	1218	1389
其他非流动负债	90	86	86	86	86	EBITDA	2332	1736	1586	1761	1992
负债合计	1781	1389	1529	1503	1696	主要财务比率					
少数股东权益	731	784	1116	1490	1917	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	72	72	72	72	72	成长能力					
资本公积	1334	1401	1401	1401	1401	营业收入(%)	11.9	-19.0	-3.7	11.9	11.0
留存收益	2513	2918	3711	4758	6152	营业利润(%)	8.9	-26.5	-3.3	12.6	14.0
归属母公司股东权益	3979	4464	5545	6204	7112	归属于母公司净利润(%)	-0.5	-23.0	-3.9	12.7	14.1
负债和股东权益	6490	6637	8189	9197	10725	获利能力					
						毛利率(%)	88.7	88.5	88.7	89.0	89.0
						净利率(%)	28.3	26.9	26.8	27.0	27.8
						ROE(%)	41.6	27.8	21.2	20.7	20.1
						ROIC(%)	46.5	30.7	23.6	23.5	23.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	27.4	20.9	18.7	16.3	15.8
						流动比率	2.1	2.9	3.7	4.5	4.8
						速动比率	2.1	2.9	3.7	4.4	4.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	18.5	16.6	16.6	16.6	16.6
						应付账款周转率	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
						估值比率					
						P/E	8.9	11.5	12.0	10.6	9.3
						P/B	3.3	2.9	2.3	2.1	1.8
						EV/EBITDA	4.5	5.9	5.7	4.9	3.8

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

倪爽声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn