

# 吉比特 (603444.SH)

## 业绩筑底，关注新品表现

优于大市

### 核心观点

**第四季度业绩筑底，《问道》端游表现稳健。**1) 2024年公司收入37.0亿元，同比下滑11.7%，主要是由于《问道手游》《一念逍遥》的流水有11.4%、42.5%的下滑；《问道》端游的流水增长3.9%。归母净利润9.4亿元，同比下滑16.0%，主要由于今年境内上线的《不朽家族》《封神幻想世界》以及境外游戏业务还处于亏损的状态。公司2024年合计拟派发现金红利7.2（含税），占2024年归属于上市公司股东净利润的75.9%。2) 单四季度来看，公司收入8.8亿元，同比下滑14.3%；归母净利润2.9亿元，同比提升8.1%，净利润增长的主要原因为第四季度发行费用减少、冲减三季度预提奖金、汇兑收益0.4亿元，业绩筑底、表现稳健。

**毛利率同比下降0.7个百分点，费用金额略降。**公司2024年毛利率87.9%，同比-0.7个百分点，其中自主运营/联合运营/授权运营毛利率分别为90.4%/84.7%/97.8%，分别同比-0.6/-1.1/-0.4个百分点；单四季度毛利率85.9%，同比-3.7个百分点。费用率方面，公司2024年整体费用率同比+4.2个百分点至51.9%，主要由于收入下降幅度较大，整体费用金额同比下降4.0%至19.0亿元；其中销售/管理/财务/研发费用率分别为26.5%/8.4%/-3.6%/20.5%，分别同比-0.4/+0.9/-0.6/+4.3个百分点。

**《问道》端游表现稳健，关注新品表现。**1) 流水方面，《问道》端游、手游分别同比+3.93%/-11.39%，整体表现依然稳健；《一念逍遥》同比下滑42.49%至5.96亿元；2024年上线的《神州千食舫》已实现盈利，《不朽家族》《封神幻想世界》仍处于亏损状态。2) 境外方面，2024年公司上线了《飞吧龙骑士(境外版)》《Monster Never Cry(境外版)》《Outpost: Infinity Siege (Steam 国际版)》等游戏，推动境外业务收入同比增长83.9%至5.0亿。3) 储备产品方面，公司自研的MMO手游《仗剑传说(M88)》和代理运营的三国题材SLG《九牧之野》，预计分别将在2025上半年和下半年上线。

**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“优于大市”评级。由于公司短期内新品上线进度不及预期，我们略下调盈利预测，预计2025-2027年净利润分别为10.1/11.4/12.3亿（原预测2025-2026年净利润10.4/12.3亿），EPS分别为14/15.83/17.04元，对应PE为16x/14x/13x；公司产品研发实力较强、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“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,185	3,696	3,880	4,269	4,610
(+/-%)	-19.0%	-11.7%	5.0%	10.0%	8.0%
净利润(百万元)	1125	945	1009	1140	1227
(+/-%)	-23.0%	-16.0%	6.8%	13.0%	7.6%
每股收益(元)	15.62	13.12	14.00	15.83	17.04
EBIT Margin	37.2%	31.7%	37.3%	38.4%	38.5%
净资产收益率 (ROE)	25.2%	19.3%	19.8%	21.4%	22.0%
市盈率 (PE)	14.3	17.0	15.9	14.1	13.1
EV/EBITDA	10.8	14.1	11.9	10.5	9.7
市净率 (PB)	3.60	3.28	3.15	3.01	2.88

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 优于大市(维持)  
合理估值  
收盘价 225.80元  
总市值/流通市值 16267/16267百万元  
52周最高价/最低价 268.62/153.23元  
近3个月日均成交额 281.15百万元

#### 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)-第三季度业绩降幅收窄，关注代理产品表现》——2024-10-28
- 《吉比特(603444.SH)-上半年分红比例62.4%，第二季度收入降幅收窄》——2024-08-19
- 《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》——2024-04-10
- 《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

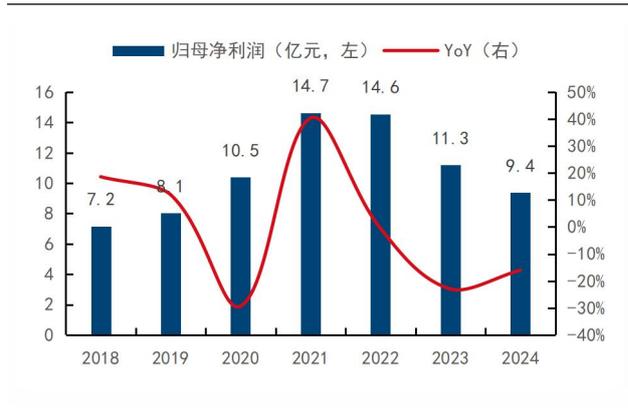
**第四季度业绩筑底，《问道》端游表现稳健。**1) 2024 年公司收入 37.0 亿元，同比下滑 11.7%，主要是由于《问道手游》《一念逍遥》的流水有 11.4%、42.5% 的下滑；《问道》端游的流水增长 3.9%。2024 年归母净利润 9.4 亿元，同比下滑 16.0%，主要由于今年境内上线的《不朽家族》《封神幻想世界》以及境外游戏业务还处于亏损的状态。公司 2024 年合计拟派发现金红利 7.2（含税），占 2024 年归属于上市公司股东净利润的 75.9%。2) 单四季度来看，公司收入 8.8 亿元，同比下滑 14.3%；归母净利润 2.9 亿元，同比提升 8.1%，净利润增长的主要原因为第四季度发行费用减少、冲减三季度预提奖金、汇兑收益 0.4 亿元，业绩筑底、表现稳健。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



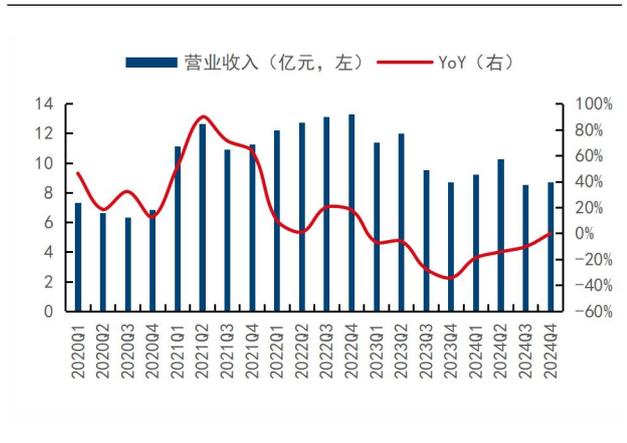
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



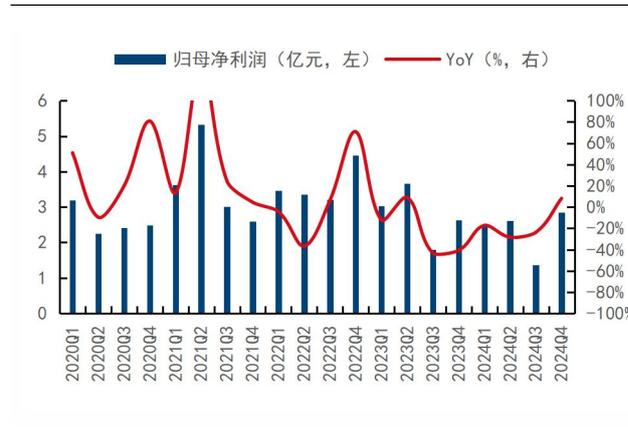
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 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4: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

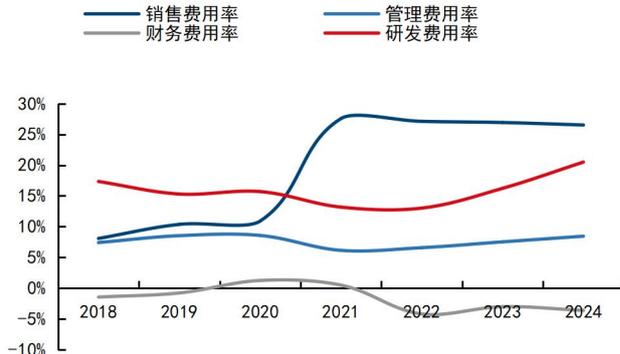
**毛利率同比下降 0.7 个百分点，费用金额略降。**公司 2024 年毛利率 87.9%，同比 -0.7 个百分点，其中自主运营/联合运营/授权运营毛利率分别为 90.4%/84.7%/97.8%，分别同比 -0.6/-1.1/-0.4 个百分点；单四季度毛利率 85.9%，同比 -3.7 个百分点。费用率方面，公司 2024 年整体费用率同比 +4.2 个百分点至 51.9%，主要由于收入下降幅度较大，整体费用金额同比下降 4.0% 至 19.0 亿元；其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 26.5%/8.4%/-3.6%/20.5%，分别同比 -0.4%/+0.9%/-0.6%/+4.3 个百分点。

图5: 公司利润率及变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率及变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**《问道》端游表现稳健, 关注新品表现。**1) 流水方面, 《问道》端游、手游分别同比+3.93%/-11.39%, 整体表现依然稳健; 《一念逍遥》同比下滑 42.49%至 5.96 亿元; 2024 年上线的《神州千食舫》已实现盈利, 《不朽家族》《封神幻想世界》仍处于亏损状态。2) 境外方面, 2024 年公司上线了《飞吧龙骑士 (境外版)》《Monster Never Cry (境外版)》《Outpost: Infinity Siege (Steam 国际版)》等游戏, 推动境外业务收入同比增长 83.9%至 5.0 亿。3) 储备产品方面, 公司自研的 MMO 手游《仗剑传说 (M88)》和代理运营的三国题材 SLG《九牧之野》, 预计分别将在 2025 上半年和下半年上线。

**投资建议: 看好公司的研发能力以及长期成长空间, 维持“优于大市”评级。**由于公司短期内新品上线进度不及预期, 我们略下调盈利预测, 预计 2025-2027 年净利润分别为 10.1/11.4/12.3 亿 (原预测 2025-2026 年净利润 10.4/12.3 亿), EPS 分别为 14/15.83/17.04 元, 对应 PE 为 16x/14x/13x; 公司产品研发实力较强、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“优于大市”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	2023	2024 (E)	2025E	2022	2023	2024 (E)	2025E
603444.SH	吉比特	优于大市	222.99	161	20.33	15.62	13.12	14.00	11	14	17	16
002517.SZ	恺英网络	优于大市	16.06	343	0.48	0.68	0.82	0.98	33	23	20	16
002555.SZ	三七互娱	优于大市	14.9	332	1.34	1.20	1.15	1.30	11	12	13	11
002605.SZ	姚记科技	优于大市	27.28	113	0.84	1.36	1.44	1.70	32	20	19	16
002624.SZ	完美世界	优于大市	11.47	223	0.71	0.25	(0.62)	0.38	16	45	-18	30

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 除吉比特外其他公司盈利预测为 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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2397	2253	3272	3296	3569	营业收入	4185	3696	3880	4269	4610
应收款项	244	205	223	257	290	营业成本	480	448	466	508	544
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	25	25	26	29	31
其他流动资产	33	304	31	34	37	销售费用	1127	980	970	1067	1176
<b>流动资产合计</b>	<b>3812</b>	<b>4289</b>	<b>5053</b>	<b>5114</b>	<b>5422</b>	管理费用	315	312	313	323	349
固定资产	598	521	504	479	441	研发费用	679	758	660	704	738
无形资产及其他	70	70	68	66	65	财务费用	(126)	(134)	(58)	(64)	(75)
投资性房地产	992	969	969	969	969	投资收益	35	73	3	3	3
长期股权投资	1165	1075	1175	1375	1475	资产减值及公允价值变动	(59)	(114)	15	15	0
<b>资产总计</b>	<b>6637</b>	<b>6924</b>	<b>7769</b>	<b>8003</b>	<b>8372</b>	其他收入	(634)	(741)	(660)	(704)	(738)
短期借款及交易性金融负债	11	12	500	300	200	营业利润	1706	1283	1521	1720	1851
应付款项	189	170	212	220	237	营业外净收支	(6)	4	0	0	0
其他流动负债	1103	1043	1060	1153	1259	<b>利润总额</b>	<b>1700</b>	<b>1287</b>	<b>1521</b>	<b>1720</b>	<b>1851</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1303</b>	<b>1225</b>	<b>1772</b>	<b>1673</b>	<b>1696</b>	所得税费用	239	108	236	267	287
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	336	234	277	313	337
其他长期负债	86	65	105	145	175	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1125</b>	<b>945</b>	<b>1009</b>	<b>1140</b>	<b>1227</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>86</b>	<b>65</b>	<b>105</b>	<b>145</b>	<b>175</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1389</b>	<b>1290</b>	<b>1877</b>	<b>1818</b>	<b>1871</b>	净利润	1125	945	1009	1140	1227
少数股东权益	784	731	787	850	918	资产减值准备	(155)	76	(1)	(4)	(8)
股东权益	4464	4902	5105	5335	5583	折旧摊销	65	60	65	67	69
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6637</b>	<b>6924</b>	<b>7769</b>	<b>8003</b>	<b>8372</b>	公允价值变动损失	59	114	(15)	(15)	0
						财务费用	(126)	(134)	(58)	(64)	(75)
						营运资本变动	(510)	(232)	353	99	110
						其它	188	(29)	57	67	75
						<b>经营活动现金流</b>	<b>772</b>	<b>933</b>	<b>1467</b>	<b>1355</b>	<b>1474</b>
						资本开支	0	56	(31)	(21)	(21)
						其它投资现金流	(487)	(389)	0	0	0
						<b>投资活动现金流</b>	<b>(465)</b>	<b>(243)</b>	<b>(131)</b>	<b>(221)</b>	<b>(121)</b>
						权益性融资	37	0	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(1013)	(754)	(805)	(910)	(980)
						其它融资现金流	1450	675	488	(200)	(100)
						<b>融资活动现金流</b>	<b>(539)</b>	<b>(834)</b>	<b>(317)</b>	<b>(1110)</b>	<b>(1080)</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>(232)</b>	<b>(144)</b>	<b>1019</b>	<b>24</b>	<b>273</b>
						货币资金的期初余额	2629	2397	2253	3272	3296
						货币资金的期末余额	2397	2253	3272	3296	3569
						企业自由现金流	0	958	1608	1530	1656
						权益自由现金流	0	1633	2145	1384	1619

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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