吉比特（603444）

品类创新显成效，下半年储备丰富继续探索多元化

买入（维持）

2020 年 08 月 18 日

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
研究助理 李赛
lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,170	2,865	3,435	3,942
同比（%）	31.2%	32.0%	19.9%	14.8%
归母净利润（百万元）	809	1,203	1,417	1,629
同比（%）	11.9%	48.7%	17.8%	15.0%
每股收益（元/股）	11.26	16.74	19.71	22.67
P/E（倍）	50.75	34.13	28.99	25.21

投资要点

- **事件：**吉比特发布 2020 年半年度报告，公司 20 年上半年实现营收 14.09 亿元，yoy+31.61%，实现归母净利润 5.50 亿元，yoy+18.17%，扣非归母净利润 4.99 亿，yoy+12.89%。其中 Q2 实现营收 6.69 亿元，yoy+18.48%，归母净利润 2.28 亿元，yoy-9.59%。
- **点评：《问道手游》推动营收增长，外部研发商游戏分成支出不再摊销及投资亏损致利润增速放缓。**上半年疫情催化叠加多项活动推出，《问道手游》延续长线优异表现，1 月鼠年新年服“伶俐鼠”上线；4 月四周年服上线并邀请张若昀代言，游戏热度突破 290 万，达 4 年新高；同时 Q2 解锁 135 级，吸引大量老玩家回归，上半年《问道手游》在 iOS 游戏畅销榜平均排名为 23 名，最高排名第 6 名，推动营收高增。20H1 毛利率为 89.4%，yoy-1.7pct，主要由于外部研发商的游戏分成支出不再进行摊销和本期游戏授权金摊销增加；三费方面，销售费用率 7.67%，yoy-2.68pct；管理费用率 10.0%，yoy+3.21pct，主要系预提业绩奖金，办公楼折旧增加，管理部门薪酬增加；研发费用率 14.23%，yoy+0.07pct；财务费用率-1.18%，yoy-0.33pct。公司旗下投资公司青瓷于 6 月 23 日上线《最强蜗牛》，由于游戏营销广告投入前置，流水回收相对滞后，Q2 公司对联营或合营企业投资产生 0.35 亿元亏损，致利润增速放缓，20H1 公司净利率 51.26%，yoy-4.74pct。
- **旗下投资公司推出放置品类爆款，实践品类创新及精品化战略。**公司通过自研及对外投资布局，实践品类创新及精品化战略，20 年旗下投资公司青瓷推出放置品类游戏《最强蜗牛》，6 月 23 日上线国内后，凭借创新玩法、特色画风、玩梗剧情，连续 9 日占据 iOS 游戏免费榜榜首，上线首月在 iOS 游戏畅销榜平均排名第 6 名，最高至游戏畅销榜第 2 名；同时公司获得《最强蜗牛》港澳台地区的发行权（7 月 22 日上线），上线一周多次位列三地区免费榜第一，畅销榜位居香港、台湾地区 TOP5。《最强蜗牛》的成功有望为公司带来较高的投资收益及业务合作收益。
- **新品储备丰富，兼顾优势品类同时继续探索多元化。**下半年新游矩阵丰富，涵盖 Rougelike、放置、SLG、解密等多达 10 个品类，覆盖手机、PC、PS 三个平台。优势品类 Rougelike 储备有《魔渊之刃》、《提灯与地下城》；放置品类储备有《一念逍遥》等三款；同时公司代理了现象级网页游戏《摩尔庄园》的手游版；解密品类中有四款储备，其中《细胞迷途》由雷亚游戏研发，TapTap 预约人数 9 万，评分高达 9.9 分。
- **盈利预测与投资评级：**考虑《最强蜗牛》上线后的优异表现，公司有望获得较高的投资收益及港澳台地区代理发行收益，同时下半年新品储备较多，多款新游拥有较高热度，上调此前盈利预测，预计 20-22 年分别实现营收 28.65/34.35/39.4 亿元，归母净利润 12.0/14.2/16.3 亿元，EPS 分别为 16.74/19.71/22.67 元，对应当前股价 PE 34/29/25X，看好公司长期战略实践，维持“买入”评级。
- **风险提示：**单一产品营收占比较大；行业政策趋严；新游研发运营失败。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	571.39
一年最低/最高价	247.68/671.60
市净率(倍)	12.42
流通 A 股市值(百万元)	41062.69

基础数据

每股净资产(元)	46.00
资产负债率(%)	20.75
总股本(百万股)	71.86
流通 A 股(百万股)	71.86

相关研究

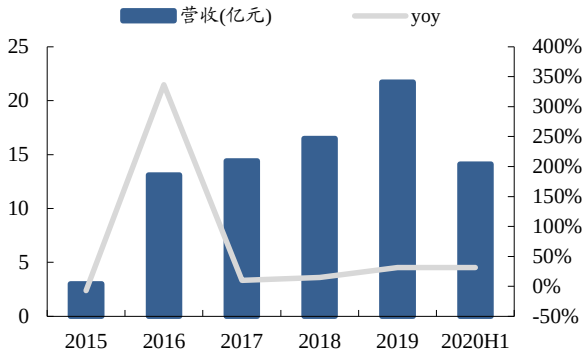
1、《吉比特（603444）：《问道手游》驱动一季度业绩高增，4 月年度大服将至，Q2 流水有望维持高位》2020-04-24
2、《吉比特（603444）：问道长线运营优异，20 年新品储备丰富》2020-04-09
3、《吉比特（603444）：Q3 增速有所回落，期待 Q4 推广拉动手游增速回升》2019-10-23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 《问道手游》推动营收高增，利润增速放缓

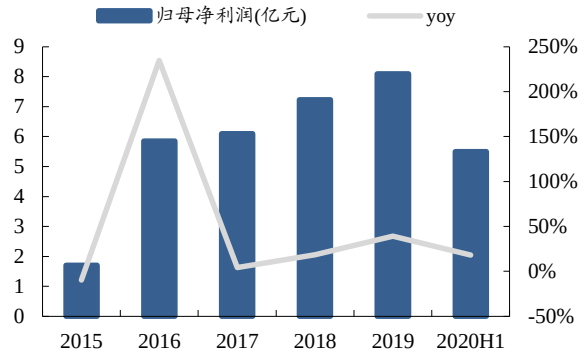
事件：吉比特发布 2020 年半年度报告，公司 20 年上半年实现营收 14.09 亿元，yoy+31.61%，实现归母净利润 5.50 亿元，yoy+18.17%，扣非归母净利润 4.99 亿，yoy+12.89%。其中 Q2 实现营收 6.69 亿元，yoy+18.48%，归母净利润 2.28 亿元，yoy-9.59%。

图 1：公司近年营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

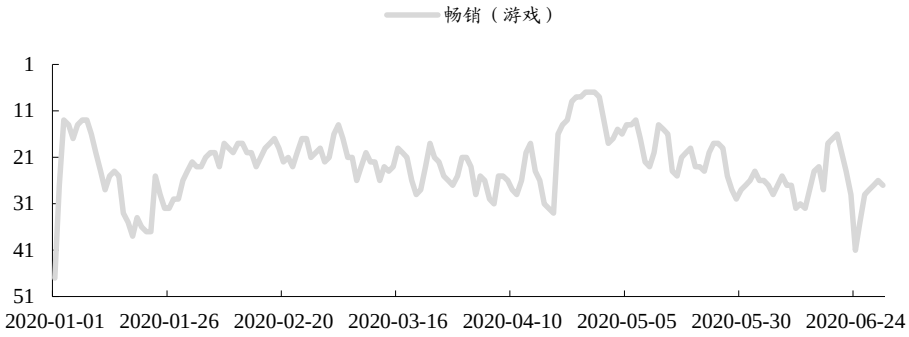
图 2：公司近年归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

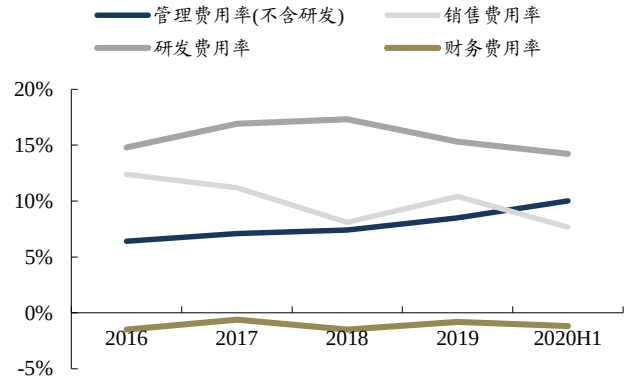
点评：《问道手游》推动营收增长，外部研发商游戏分成支出不再摊销及投资亏损致利润增速放缓。上半年疫情催化叠加多项活动推出，《问道手游》延续长线优异表现，1 月鼠年新年服“伶俐鼠”上线；4 月四周年服上线并邀请张若昀代言，游戏热度突破 290 万，达 4 年新高；同时 Q2 解锁 135 级，吸引大量老玩家回归，上半年《问道手游》在 iOS 游戏畅销榜平均排名为 23 名，最高排名第 6 名，推动营收高增。20H1 毛利率为 89.4%，yoy-1.7pct，主要由于外部研发商的游戏分成支出不再进行摊销和本期游戏授权金摊销增加；三费方面，销售费用率 7.67%，yoy-2.68pct；管理费用率 10.0%，yoy+3.21pct，主要系预提业绩奖金，办公楼折旧增加，管理部门薪酬增加；研发费用率 14.23%，yoy+0.07pct；财务费用率-1.18%，yoy-0.33pct。公司旗下投资公司青瓷于 6 月 23 日上线《最强蜗牛》，由于游戏营销广告投入前置，流水回收相对滞后，Q2 公司对联营或合营企业投资产生 0.35 亿元亏损，致利润增速放缓，20H1 公司净利率 51.26%，yoy-4.74pct。

图 3：《问道手游》2020H1 苹果应用商店游戏畅销榜排名趋势



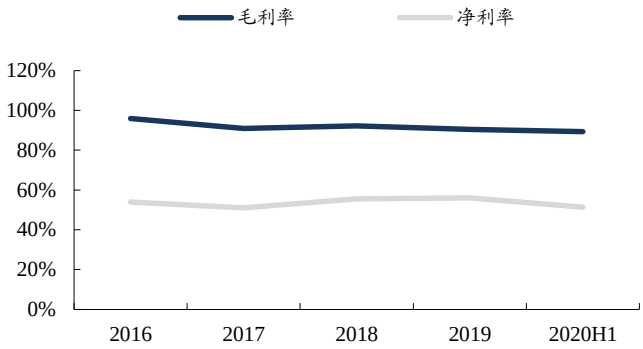
数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

图 4：公司近年费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：公司近年利润率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 投资公司推出放置爆款，实践品类创新及精品化战略

旗下投资公司推出放置品类爆款，实践品类创新及精品化战略。公司通过自研及对外投资布局，实践品类创新及精品化战略， 20 年旗下投资公司青瓷推出放置品类游戏《最强蜗牛》，6 月 23 日上线国内后，凭借创新玩法、特色画风、玩梗剧情，连续 9 日占据 iOS 游戏免费榜榜首，上线首月在 iOS 游戏畅销榜平均排名第 6 名，最高至游戏畅销榜第 2 名；同时公司获得《最强蜗牛》港澳台地区的发行权（7 月 22 日上线），上线一周多次位列三地区免费榜第一，畅销榜位居香港、台湾地区 TOP5。《最强蜗牛》的成功有望为公司带来较高的投资收益及业务合作收益。

新品储备丰富，兼顾优势品类同时继续探索多元化。下半年新游矩阵丰富，涵盖 Rougelike、放置、SLG、解密等多达 10 个品类，覆盖手机、PC、PS 三个平台。优势品类 Rougelike 储备有《魔渊之刃》、《提灯与地下城》；放置品类储备有《一念逍遥》等三款；同时公司代理了现象级网页游戏《摩尔庄园》的手游版；解密品类中有四款储备，

其中《细胞迷途》由雷亚游戏研发，TapTap 预约人数 9 万，评分高达 9.9 分

表 1：吉比特游戏储备情况

游戏名称	类型	来源	预计上线时间	TapTap 预约人数	版号情况
摩尔庄园	社区养成	代理	-	54 万	有
魔渊之刃	Rougelike	代理	2020.09.17	38 万	有
一念逍遥	放置	自研	2020Q3	10 万	-
冒险与深渊	放置	代理	2020Q4	7 万	有
巨像骑士团	SLG	代理	2020Q4	8 万	有
不朽之旅	放置	代理	2020.09.10	6 万	有
精灵魔塔	Rougelike	代理	2020H2	1 万	有
石油大亨	经营模拟	代理	2020Q4	14 万	有
白之物语	MMORPG	代理	-	7 万	-
提灯与地下城	Rougelike	代理	-	12 万	-
爱丽丝的精神审判	解密	代理	-	9 万	-
四目神	解密	代理	-	4 万	-
荣誉指挥官	RTS	代理	2020.09.01	4 万	有
复苏的魔女	RPG	代理	-	10 万	有
军团	Rougelike	代理	-	5 万	-
细胞迷途	解密	代理	-	9 万	-
纪元：变异(PC、PS 版)	ARPG	代理	2020	-	-
勇敢的哈努克(PC 版)	ACT	代理	-	-	-

数据来源：公司公告，TapTap，东吴证券研究所

3. 盈利预测

考虑《最强蜗牛》上线后的优异表现，公司有望获得较高的投资收益及港澳台地区代理发行收益，同时下半年新品储备较多，多款新游拥有较高热度，上调此前盈利预测，预计 20-22 年分别实现营收 28.65/34.35/39.4 亿元，归母净利润 12.0/14.2/16.3 亿元，EPS 分别为 16.74/19.71/22.67 元，对应当前股价 PE 34/29/25X，看好公司长期战略实践，维持“买入”评级。

4. 风险提示

单一产品营收占比较大：公司营业收入来自《问道手游》的比例较高，网络游戏市

场竞争激烈，新游层出不穷，一旦公司不能准确预测玩家的喜好并及时对《问道手游》进行版本和玩法更新，可能导致《问道手游》的流水、收益下滑，影响公司经营业绩和财务状况。

行业政策趋严：我国网络游戏行业受到政府的严格监管，近年相关监管部门逐渐重视行业健康发展，针对游戏研发、出版、运营实行较为严格的资质管理及内容审查等监管措施，同时未成年游戏管控日渐严格，若行业政策继续趋紧，可能对公司经营产生一定影响。

新游研发运营失败：若公司对新游戏的研发、运营和周期管理等规划存在失误或由于受外部因素影响而发生偏离，造成新游戏的研发和运营效果不能满足不断变化的用户偏好和市场需求，新游戏可能无法盈利，则会削弱公司未来的盈利能力。

吉比特三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**2,453**	**3,223**	**4,449**	**5,838**
现金	804	1,341	2,640	3,814
应收账款	210	467	345	587
存货	1	1	1	1
其他流动资产	1,439	1,414	1,463	1,435
非流动资产	**1,915**	**2,298**	**2,621**	**2,908**
长期股权投资	322	572	802	1,012
固定资产	985	1,026	1,061	1,099
在建工程	0	99	166	206
无形资产	13	12	11	10
其他非流动资产	595	589	581	581
资产总计	**4,369**	**5,521**	**7,070**	**8,746**
流动负债	**803**	**760**	**853**	**831**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	119	153	169	204
其他流动负债	684	607	685	628
非流动负债	**131**	**129**	**125**	**120**
长期借款	35	34	30	25
其他非流动负债	95	95	95	95
负债合计	**934**	**889**	**978**	**952**
少数股东权益	364	717	1,150	1,638
归属母公司股东权益	3,071	3,915	4,941	6,156
负债和股东权益	**4,369**	**5,521**	**7,070**	**8,746**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,297	1,235	1,964	1,811
投资活动现金流	-160	-344	-323	-307
筹资活动现金流	-851	-355	-341	-330
现金净增加额	293	537	1,299	1,174
折旧和摊销	44	84	94	94
资本开支	59	133	93	77
营运资本变动	128	-257	166	-238

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2,170**	**2,865**	**3,435**	**3,942**
减:营业成本	205	257	304	352
营业税金及附加	14	20	24	28
营业费用	225	289	337	386
管理费用	185	678	797	907
财务费用	-17	-25	-52	-88
资产减值损失	-69	17	21	24
加:投资净收益	31	120	90	70
其他收益	13	3	4	5
营业利润	**1,230**	**1,807**	**2,148**	**2,453**
加:营业外净收支	-0	-0	-0	-0
利润总额	**1,230**	**1,806**	**2,148**	**2,453**
减:所得税费用	164	250	299	337
少数股东损益	257	353	433	488
归属母公司净利润	**809**	**1,203**	**1,417**	**1,629**
EBIT	1,208	1,775	2,089	2,358
EBITDA	1,253	1,860	2,184	2,452

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	11.26	16.74	19.71	22.67
每股净资产(元)	42.73	54.47	68.76	85.67
发行在外股份(百万股)	72	72	72	72
ROIC(%)	32.6%	37.9%	35.6%	32.4%
ROE(%)	31.0%	33.6%	30.4%	27.2%
毛利率(%)	90.5%	91.0%	91.1%	91.1%
销售净利率(%)	37.3%	42.0%	41.2%	41.3%
资产负债率(%)	21.4%	16.1%	13.8%	10.9%
收入增长率(%)	31.2%	32.0%	19.9%	14.8%
净利润增长率(%)	11.9%	48.7%	17.8%	15.0%
P/E	50.75	34.13	28.99	25.21
P/B	13.37	10.49	8.31	6.67
EV/EBITDA	31.52	21.13	17.60	15.39

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn