收入稳增长，《最强蜗牛》利润释放节奏影响投资收益

——2020 年半年报点评

买入|维持

事件：

公司发布 2020 年半年报。

点评：

- **2020H1 收入稳定增长，利润增速受参股公司业绩影响有所波动。**

2020H1 公司实现营收 14.09 亿元，同比增长 31.61%，主要为《问道手游》收入增长。实现归母净利润 5.5 亿元，同比增长 18.17%，扣非归母净利润 4.99 亿元，同比增长 12.89%。归母净利润增速小于营收增速，主要由于：1）参股公司青瓷数码（公司持股 36.91%）《最强蜗牛》6.23 上线，前期营销投入较大导致亏损，按权益法确认 4259.15 万元投资损失，考虑到《最强蜗牛》良好的流水表现以及买量模式下投入期及利润回收期的时间错配，预计下半年及明年有望贡献较大投资收益；2）2020H1 开始不再对外部研发商的游戏分成支出进行摊销；3）对外投资业务预提业绩奖金。

- **《问道手游》用户持续增长，《最强蜗牛》港澳台版表现优异**

4 月《问道手游》举行周年活动，排名最高升至畅销榜第 7 位，目前位于畅销榜 45 位，截至 2020.6.30，《问道手游》累计注册用户数量超 4300 万，较 2019 年底增长 300 万。公司发行《最强蜗牛》港澳台版，上线后登顶三区免费榜，进入畅销榜 TOP5，目前香港地区畅销榜排名第 6 位，台湾地区排名第 3 位，澳门地区排名 17 位。国服方面，近 30 天 iOS 平均日流水约 540 万，进入 7 月手游收入排行榜第 6 位，TapTap 安装人数近 149 万人。

- **储备项目包含多品类，9 月陆续上线**

公司目前储备产品多达十余款，包含 Roguelike、ARPG、放置类、模拟经营等多个品类，其中《荣誉指挥官》（9.1 上线）、《不朽之旅：重生》（9.10 上线）、《魔渊之刃》（9.17 上线）、《精灵魔塔》、《石油大亨》、《冒险与深渊》、《巨像骑士团》、《复苏的魔女》以及《摩尔庄园》等游戏均已取得版号。

- **投资建议与盈利预测**

《问道手游》稳定运营，雷霆游戏平台代理精品手游扩充品类矩阵，通过吉相资本深度合作优质研发商，增加内容产出，形成游戏全产业链覆盖。预计 2020-2022 年，公司实现归母净利润 10.78/13.05/14.63 亿元，对应 EPS15.01/18.26/20.36 元，PE38x/31x/28x，维持“买入”评级。

- **风险提示**

单一产品依赖，老产品流水过快下滑，重点新游戏产品不及预期，行业政策风险。

附表：盈利预测

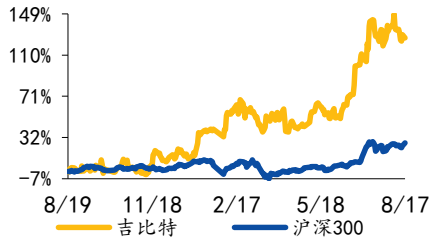
财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1654.70	2170.37	2876.62	3720.30	4422.51
收入同比（%）	14.91	31.16	32.54	29.33	18.88
归母净利润(百万元)	722.97	809.19	1078.82	1305.38	1463.38
归母净利润同比(%)	18.58	11.93	33.32	21.00	12.10
ROE（%）	24.87	26.35	28.29	27.43	24.96
每股收益（元）	10.06	11.26	15.01	18.16	20.36
市盈率(P/E)	56.81	50.76	38.07	31.46	28.07

资料来源：Wind,国元证券研究中心

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	653.6 / 258.1
A 股流通股（百万股）：	71.86
A 股总股本（百万股）：	71.86
流通市值（百万元）：	42687.54
总市值（百万元）：	42687.54

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-吉比特（603444）事件点评：新品类扩张进行时，《最强蜗牛》登顶港澳台区免费榜》2020.07.29

《国元证券公司研究-吉比特（603444）公司首次覆盖报告：匠心打造精品，新游布局拓增量》2020.06.30

报告作者

分析师　李典
执业证书编号　S0020516080001
电话　021-51097188-1866
邮箱　lidian@gyzq.com.cn

分析师　路璐
执业证书编号　S0020519080002
电话　021-51097188-2174
邮箱　lulu@gyzq.com.cn

目　录

1.财务分析 3
2.投资建议与盈利预测 6
3.风险提示 6

图表目录

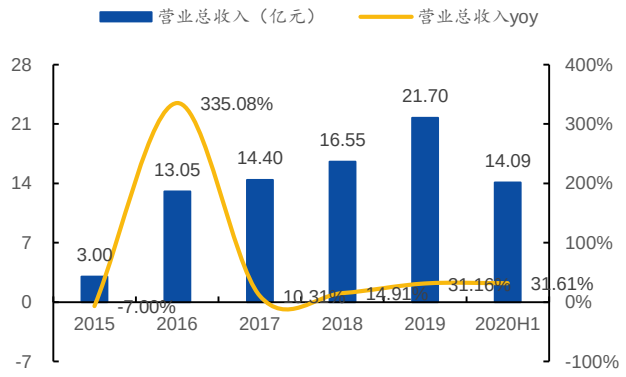
图 1：营业收入及增速 3
图 2：归母净利润及增速 3
图 3：2020 年单季度收入、利润及增速 ..... 错误!未定义书签。
图 4：毛利率及净利率情况 4
图 5：期间费用率情况 4
图 6：《问道手游》iOS 畅销榜排名变动 4
图 7：《最强蜗牛》iOS 畅销榜排名 5
图 8：《最强蜗牛》（港服）iOS 畅销榜排名 5

表 1：吉比特主要储备项目 6

1.财务分析

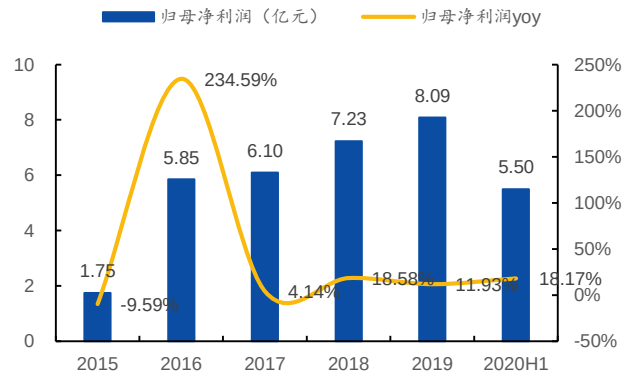
2020H1 收入稳定增长，利润增速受参股公司业绩影响有所波动。2020H1 公司实现营业收入 14.09 亿元，同比增长 31.61%，主要为《问道手游》收入增长拉动。实现归母净利润 5.5 亿元，同比增长 18.17%，扣非归母净利润为 4.99 亿元，同比增长 12.89%。分季度来看，Q2 实现营业收入 6.69 亿元，同比增长 18.48%，归母净利润 2.28 亿元，同比下滑 9.59%。归母净利润增速小于营收增速，主要由于：1）参股公司青瓷数码（吉比特持股 36.91%）放置手游《最强蜗牛》于 6 月 22 日上线，营销投入较大导致亏损，报告期内按权益法确认 4259.15 万元投资损失，考虑到《最强蜗牛》良好的流水表现以及买量模式下投入期及利润回收期的时间错配，预计下半年及明年有望贡献较大投资收益；2）2020H1 开始不再对外部研发商的游戏分成支出进行摊销；3）对外投资业务预提业绩奖金。

图 1：营业收入及增速



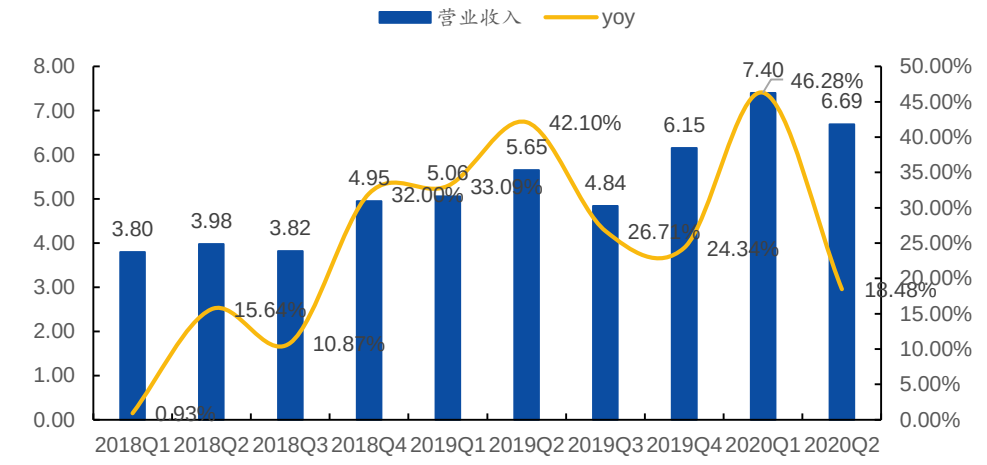
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 2：归母净利润及增速



资料来源：Wind，国元证券研究中心

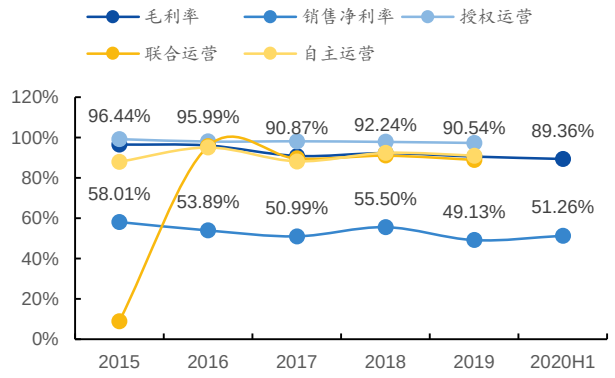
图 3：2018-2020H1 单季度收入及增速



资料来源：Wind，国元证券研究中心

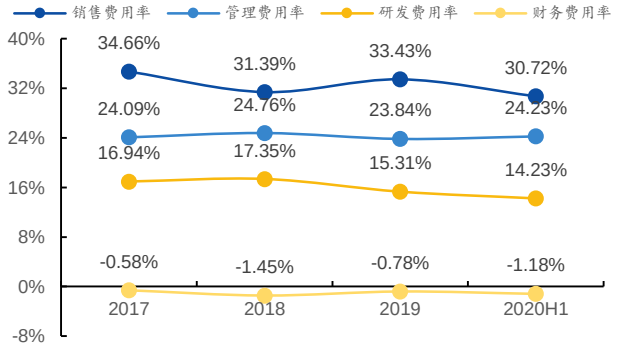
公司毛利率及净利率保持稳定。2020 年 H1 公司整体毛利率略有下降 1.74Pct.至 89.36%，主要是由于外部研发商的游戏分成支出不再进行摊销以及游戏授权金摊销增加，带动营业成本提高。期间费用方面，公司管理费用率提高 2.78pct 至 24.23%，主要由于投资业务预提业绩奖金、办公楼相应折旧增加以及管理部门薪酬增加。销售费用率下降 2.68pct 至 30.72%。研发费用由于公司增发研发部门奖金，故同比增长 32.25%，研发费用率为 14.23%。财务费用率由于汇兑收益增加而降低 0.33pct 至-1.18%。

图 4：毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 5：期间费用率情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

产品方面，核心产品《问道手游》运营稳定，用户规模仍在持续增长。2020 年 4 月《问道手游》举行四周年活动，排名最高升至畅销榜第 7 位，目前位于畅销榜 45 位，6 月及 7 月排名有所下滑主要由于非活动时间段流水规模的自然回落以及游戏运营问题对玩家给予补偿，短期内带来一定影响，流水排名正在逐渐恢复。用户方面，截至 2020 年 6 月 30 日，《问道手游》累计注册用户数量超过 4300 万，相较 2019 年底增长 300 万。

图 6：《问道手游》iOS 畅销榜排名变动



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

参股公司青瓷数码放置手游《最强蜗牛》6 月 23 日上线以来表现优异，上线 10 天 iOS 流水突破亿元，目前近 30 天 iOS 平均日流水约 540 万，进入 7 月手游收入排

行榜 TOP6，目前 TapTap 安装人数近 149 万人。

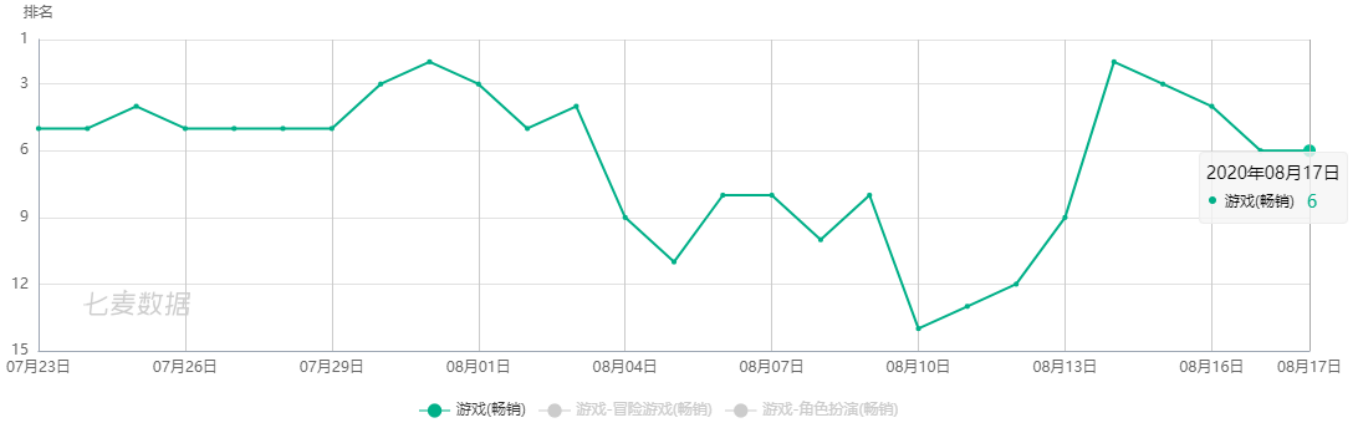
图 7:《最强蜗牛》iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

公司于 7 月 23 日发行了《最强蜗牛》港澳台版，上线后登顶三区免费榜，进入畅销榜 TOP5，目前香港地区畅销榜排名第 6 位，台湾地区排名第 3 位，澳门地区排名 17 位。

图 8:《最强蜗牛》（港服）iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

储备项目方面，公司目前储备产品多达十余款，包含 Roguelike、ARPG、放置类、模拟经营等多个品类，其中《荣誉指挥官》（9.1 上线）、《不朽之旅：重生》（9.10 上线）、《魔渊之刃》（9.17 上线）、《精灵魔塔》、《石油大亨》、《冒险与深渊》、《巨像骑士团》以及《复苏的魔女》等游戏均已取得版号。其中，公司对 Roguelike 类 ARPG 手游《魔渊之刃》预期较高，预计上线后的用户量将在百万级别。

表 1：吉比特主要储备项目

序号	游戏名称	客户端类型	游戏类型	自研/代理	预计上线时间	版号
1	魔渊之刃	移动游戏	Roguelike	代理	2020.9.17	有
2	精灵魔塔	移动游戏	Roguelike	代理	2020 年下半年	有
3	石油大亨	移动游戏	模拟经营	代理	2020Q4	有
4	纪元：变异	PC 端、PS 端	ARPG	代理	2020 年	无
5	一念逍遥	移动游戏	放置	自研	2020Q3	无
6	冒险与深渊	移动游戏	放置养成	代理	2020Q4	无
7	巨像骑士团	移动游戏	策略	代理	2020Q4	无
8	不朽之旅：重生	移动游戏	放置	代理	2020.9.10	无
9	军团	移动游戏	Rogue-lite	代理		无
10	荣誉指挥官	移动游戏	RTS	代理	2020.9.1	有
11	白之物语	移动游戏	MMORPG	代理		无
12	复苏的魔女	移动游戏	二次元 RPG	代理		无
13	爱丽丝的精神审判	移动游戏	解谜推理	代理		无
14	四目神	移动游戏	解谜推理	代理		无
15	摩尔庄园	移动游戏	休闲经营	代理		有
16	勇敢的哈克（HAAK）	PC 端	独立游戏	代理		无

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2.投资建议与盈利预测

《问道手游》稳定运营，雷霆游戏平台代理精品手游扩充品类矩阵，通过吉相资本深度合作优质研发商，增加内容产出，形成游戏全产业链覆盖。预计 2020-2022 年，公司实现归母净利润 10.78/13.05/14.63 亿元，对应 EPS15.01/18.26/20.36 元，PE38x/31x/28x，维持“买入”评级。

3.风险提示

单一产品依赖，老产品流水过快下滑，重点新游戏产品不及预期，行业政策风险。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2459.87	2453.36	3955.64	5622.92	7363.71
现金	550.43	803.70	2024.08	3604.15	5194.83
应收账款	302.91	210.44	359.42	429.84	524.80
其他应收款	30.89	36.66	52.42	66.14	79.28
预付账款	18.74	35.87	56.44	104.09	132.52
存货	0.46	0.53	0.99	1.73	2.24
其他流动资产	1556.45	1366.16	1462.29	1416.96	1430.02
非流动资产	1548.34	1915.45	1577.82	1438.59	1381.89
长期投资	162.29	322.22	268.91	286.68	280.75
固定资产	30.29	984.84	907.53	830.21	752.88
无形资产	14.24	13.27	13.27	13.27	13.27
其他非流动资产	1341.52	595.13	388.11	308.44	334.98
资产总计	4008.22	4368.81	5533.46	7061.51	8745.60
流动负债	791.40	803.17	906.88	1066.23	1184.19
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	97.95	118.88	218.83	383.30	496.48
其他流动负债	693.45	684.29	688.05	682.92	687.71
非流动负债	85.72	130.53	106.30	114.38	111.68
长期借款	63.20	35.31	35.31	35.31	35.31
其他非流动负债	22.53	95.23	70.99	79.07	76.38
负债合计	877.12	933.70	1013.18	1180.60	1295.88
少数股东权益	224.12	364.12	706.81	1121.46	1586.30
股本	71.88	71.88	71.88	71.88	71.88
资本公积	1076.51	1107.49	1107.49	1107.49	1107.49
留存收益	1814.71	1914.70	2634.10	3580.08	4684.05
归属母公司股东权益	2906.97	3070.99	3813.47	4759.44	5863.42
负债和股东权益	4008.22	4368.81	5533.46	7061.51	8745.60

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	904.61	1297.05	589.14	1823.72	1616.60
净利润	918.36	1066.23	1421.50	1720.04	1928.22
折旧摊销	12.15	44.43	77.33	77.33	77.33
财务费用	-24.01	-17.02	-53.59	-111.56	-177.19
投资损失	-69.57	-31.15	-63.15	-139.15	-111.32
营运资金变动	-27.38	128.09	-624.39	202.80	-92.75
其他经营现金流	95.06	106.47	-168.56	74.27	-7.70
投资活动现金流	-881.22	-159.97	907.94	6.22	155.63
资本支出	485.60	58.53	0.00	0.00	0.00
长期投资	472.40	206.56	-422.42	-7.85	2.62
其他投资现金流	76.78	105.12	485.52	-1.63	158.25
筹资活动现金流	-319.98	-851.02	-276.71	-249.87	-181.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-27.44	-27.89	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	55.29	30.98	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-347.97	-854.11	-276.71	-249.87	-181.55
现金净增加额	-280.05	293.40	1220.37	1580.07	1590.68

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1654.70	2170.37	2876.62	3720.30	4422.51
营业成本	128.41	205.32	341.78	618.39	792.29
营业税金及附加	12.06	13.98	19.86	25.35	29.99
营业费用	133.72	225.10	320.11	490.80	630.09
管理费用	122.67	185.22	230.13	297.62	353.80
研发费用	287.02	332.18	457.62	568.39	687.47
财务费用	-24.01	-17.02	-53.59	-111.56	-177.19
资产减值损失	-25.38	-68.50	-13.55	-16.29	-22.81
公允价值变动收益	0.00	12.61	0.00	0.00	0.00
投资净收益	69.57	31.15	63.15	139.15	111.32
营业利润	1065.34	1230.26	1640.23	1984.68	2224.89
营业外收入	0.08	0.02	0.06	0.05	0.05
营业外支出	0.19	0.04	0.12	0.10	0.10
利润总额	1065.23	1230.24	1640.17	1984.62	2224.84
所得税	146.87	164.01	218.66	264.59	296.61
净利润	918.36	1066.23	1421.50	1720.04	1928.22
少数股东损益	195.39	257.04	342.68	414.65	464.84
归属母公司净利润	722.97	809.19	1078.82	1305.38	1463.38
EBITDA	1053.48	1257.67	1663.97	1950.46	2125.03
EPS（元）	10.06	11.26	15.01	18.16	20.36

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	14.91	31.16	32.54	29.33	18.88
营业利润(%)	23.84	15.48	33.32	21.00	12.10
归属母公司净利润(%)	18.58	11.93	33.32	21.00	12.10
获利能力					
毛利率(%)	92.24	90.54	88.12	83.38	82.09
净利率(%)	43.69	37.28	37.50	35.09	33.09
ROE(%)	24.87	26.35	28.29	27.43	24.96
ROIC(%)	55.71	194.89	128.66	209.06	227.84
偿债能力					
资产负债率(%)	21.88	21.37	18.31	16.72	14.82
净负债比率(%)	10.33	6.77	6.22	5.34	4.87
流动比率	3.11	3.05	4.36	5.27	6.22
速动比率	3.11	3.05	4.36	5.27	6.22
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.52	0.58	0.59	0.56
应收账款周转率	6.24	7.48	8.80	8.24	8.09
应付账款周转率	1.77	1.89	2.02	2.05	1.80
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	10.06	11.26	15.01	18.16	20.36
每股经营现金流(最新摊薄)	12.58	18.04	8.20	25.37	22.49
每股净资产(最新摊薄)	40.44	42.72	53.05	66.21	81.57
估值比率					
P/E	56.81	50.76	38.07	31.46	28.07
P/B	14.13	13.37	10.77	8.63	7.00
EV/EBITDA	36.61	30.67	23.18	19.77	18.15

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188