东兴证券 DONGXING SECURITIES

吉比特（603444）：《问道》成压舱石，新品开花结果

2020 年 08 月 18 日

强烈推荐/维持

吉比特 | 公司报告

报告摘要：

事件：吉比特发布 2020 年半年度报告，公司实现营业收入 14.09 亿元（+31.16%），实现归母净利润 5.5 亿元（+18.17%），扣非归母净利润 4.99 亿元（+12.89%）。

雷霆游戏自主运营 Roguelike 类手游驱动营收增长。2020 年上半年，公司实现营业收入 14.09 亿元，同比增长 31.16%。按销售渠道来看，公司自主运营收入为 6.73 亿元，占比 47.7%，占比进一步提升。自主运营收入占比提升主要源于公司旗下自主运营平台雷霆游戏除了运营《问道手游》等产品，还运营了多款广受玩家好评的 Roguelike 类手游，驱动公司自主运营收入实现较快增长。

青瓷数码预计三季度开始为公司贡献较多投资损益。公司持有青瓷数码 36.91%股权。由青瓷数码研发并运营的手绘风放置手游《最强蜗牛》，2020 年 6 月 23 日正式上线后连续 9 日占据 App Store 游戏免费榜榜首，上线首月在 App Store 游戏免费榜、游戏畅销榜、总榜畅销榜平均排名分别为第 10 名、第 6 名、第 9 名。

盈利预测与评级：公司收入及业绩来自以下四个方面：吉比特产品生命周期普遍较长，《问道》端游十年仍持续贡献流水，《问道手游》上线 4 年来表现稳定，预计将继续作为公司核心产品稳定贡献收入；公司在 Roguelike 类游戏领域具备显著的运营优势和用户积累，《不可思议迷宫》等 Roguelike 类游戏也将持续贡献收入；同时，公司投资的青瓷游戏 6 月末新上线游戏《最强蜗牛》流水强劲，有望下半年贡献较大投资收益；2020 年下半年，公司新项目储备丰富，新游戏的密集上线，也将为公司业绩带来增量。

因此，我们预计公司 20-22 年的公司归母净利润分别为 11.51 亿元，13.52 亿元和 14.92 亿元，EPS 分别为 16.01 元，18.81 元以及 20.76 元，对应现有股价 PE 分别为 37X，32X 和 29X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：（1）新游戏未能如期上线；（2）现有核心产品《问道》流水急剧下降；（3）游戏监管政策变化。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,654.70	2,170.37	2,705.00	3,080.00	3,340.00
增长率（%）	14.91%	31.16%	24.63%	13.86%	8.44%
归母净利润（百万	722.97	809.19	1,151.13	1,352.34	1,492.04
增长率（%）	18.58%	11.93%	42.26%	17.48%	10.33%
净资产收益率（%）	24.87%	26.35%	29.04%	27.16%	24.46%
每股收益(元)	10.12	11.28	16.01	18.81	20.76
PE	36.25	32.52	22.90	19.50	17.67
PB	9.07	8.59	6.65	5.30	4.32

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

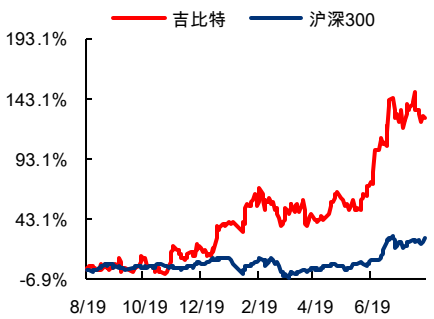
公司简介：

公司是一家出色的网络游戏研发和运营商，公司以弘扬中华传统文化为使命，以创造“原创、精品、绿色”网络游戏为宗旨，致力于塑造内容健康向上、具有较高文化艺术品位与娱乐体验的精品原创网络游戏。公司顺应行业研运一体化的发展趋势，立足自主创新、自主研发并积极向产业链下游延伸网络游戏运营业务。

交易数据

52 周股价区间（元）	594-266.01
总市值（亿元）	426.88
流通市值（亿元）	426.88
总股本/流通 A 股（亿股）	7186/7186
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.96

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：石伟晶

021-25102907 shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518080001

研究助理：辛迪

010-66554013 xindi@dxzq.net.cn

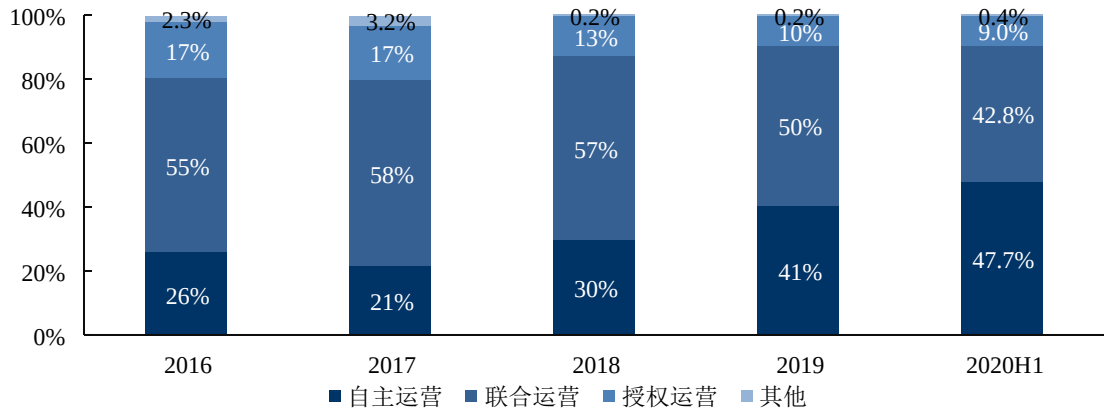
执业证书编号: S1480119070074

事件：吉比特发布 2020 年半年度报告，公司实现营业收入 14.09 亿元（+31.16%），实现归母净利润 5.5 亿元（+18.17%），扣非归母净利润 4.99 亿元（+12.89%）。

点评：

雷霆游戏自主运营 Roguelike 类手游驱动营收增长。2020 年上半年，公司实现营业收入 14.09 亿元，同比增长 31.16%。按销售渠道来看，公司自主运营收入为 6.73 亿元，占比 47.7%，占比进一步提升；联合运营收入为 6.04 亿元，占比 42.8%；授权运营收入为 1.27 亿元，占比 9.0%。自主运营收入占比提升主要源于公司旗下自主运营平台雷霆游戏除了运营《问道手游》等产品，还运营了《不思议迷宫》《地下城堡 2：黑暗觉醒（安卓版）》《异化之地》《贪婪洞窟 2》《伊洛纳》《失落城堡》等广受玩家好评的 Roguelike 类手游，驱动公司自主运营收入实现较快增长。

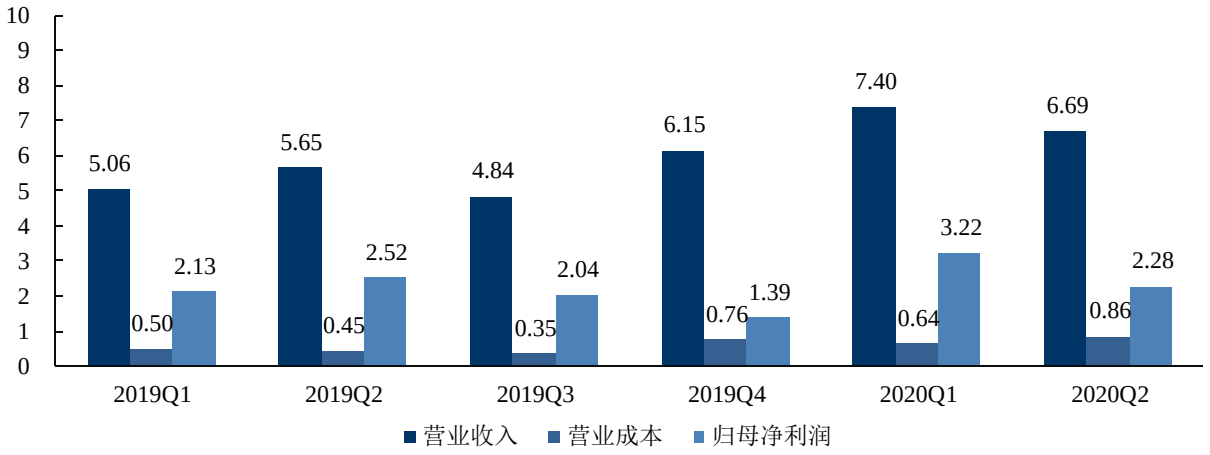
图 1：公司自主运营收入占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

二季度公司营收及净利润略有下滑。2020 年二季度，公司收入 6.69 亿元，环比一季度略有下滑；归母净利润 2.28 亿元，环比下降 29%。收入端下滑主要源于一季度游戏行业因为疫情原因，整体行业增速较高；成本端提高源于：第一，报告期内公司参股的青瓷数码自主研发的《最强蜗牛》上线，新游戏上线初期需要较大的营销推广费用导致亏损，公司按权益法确认了相应的投资损失。第二，本期开始，公司外部研发商的游戏分成支出不再进行摊销，导致营业成本增加。第三，本期对外投资业务根据投资标的情况预提业绩奖金，导致管理费用增加。

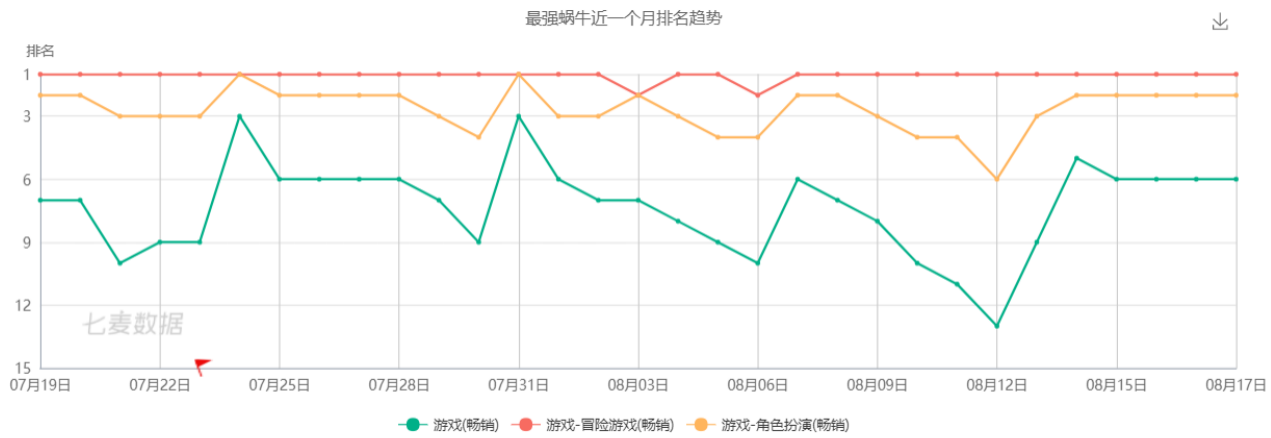
图 2：2019Q1-2020Q2 公司单季度收入、成本及归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

青瓷数码预计三季度开始为公司贡献较多投资损益。公司持有青瓷数码 36.91%股权。由青瓷数码研发并运营的手绘风放置手游《最强蜗牛》，2020 年 6 月 23 日正式上线后连续 9 日占据 App Store 游戏免费榜榜首，上线首月在 App Store 游戏免费榜、游戏畅销榜、总榜畅销榜平均排名分别为第 10 名、第 6 名、第 9 名，并最高至 App Store 游戏畅销榜第 2 名、App Store 总榜畅销榜第 3 名；截至 2020.08.17，iOS 冒险类游戏畅销榜排名第 1，iOS 角色扮演类游戏畅销榜排名第 2，iOS 游戏畅销总榜排名第 6。

图 3：《最强蜗牛》近一个月排名（截至 8 月 17 日）



资料来源：七麦数据，东兴证券研究所

手游项目储备丰富，保障公司业绩持续增长。公司储备有《摩尔庄园》、《魔渊之刃》、《一念逍遥》、《不朽之旅》《巨像骑士团》、《荣誉指挥官》、《复苏的魔女》、《精灵魔塔》、《冒险与深渊》、《石油大亨》等多款游戏。其中，2020 年 9 月拟上线 3 款产品，2020 年四季度拟上线 2 款产品，且大部分产品已经取得版号。多品类新游戏进入排期+公司雷霆游戏平台强大的运营能力，新游戏为公司流水带来的弹性可期。

表 1：公司游戏储备项目

项目名称	游戏类型	预计上线时间	研发商	其他
《荣誉指挥官》	多面体画风的战术流策略竞技游戏	2020 年 9 月 1 日	五十一区工作室	已取得版号
《不朽之旅》	放置类游戏	2020 年 9 月 10 日	重庆九鱼乐科技	已取得版号
《魔渊之刃》	Roguelike 类游戏	2020 年 9 月 17 日	魔剑工作室	已取得版号 目前 TapTap 上预约测试用户已超过 37 万
《石油大亨》	模拟经营类游戏	2020 年第四季度	Gamious	已取得版号
《巨像骑士团》	策略游戏	2020 年第四季度	木七七游戏工作室	已取得版号
《一念逍遥》	放置类游戏	尚未确定	吉比特	吉比特游戏旗下星云工作室自主研发
《复苏的魔女》	唯美像素风二次元 RPG 手游	尚未确定	皮克喵工作室	已取得版号
《摩尔庄园》	3D 社区养成游戏	尚未确定	淘米网络	已取得版号
《精灵魔塔》	带 Roguelike 元素的双人爬塔游戏	尚未确定	厦门普雷伊特网络科技有限公司	已取得版号
《冒险与深渊》	像素风放置养成类游戏	尚未确定	木七七游戏工作室	已取得版号
《纪元：变异》PC 版	ARPG 类游戏	尚未确定	北京星空智盛	入选索尼中国之星计划

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

盈利预测与评级：

公司业绩来自以下四个方面：吉比特产品生命周期普遍较长，《问道》端游十年仍持续贡献流水，《问道手游》上线 4 年来表现稳定，预计将继续作为公司核心产品稳定贡献收入；公司在 Roguelike 类游戏领域具备显著的运营优势和用户积累，《不可思议迷宫》等 Roguelike 类游戏也将持续贡献收入；同时，公司投资的青瓷游戏 6 月末新上线游戏《最强蜗牛》流水强劲，有望下半年贡献较大投资收益；2020 年下半年，公司新项目储备丰富，新游戏的密集上线，也将为公司业绩带来增量。

因此，我们预计公司 20-22 年的公司归母净利润分别为 11.51 亿元，13.52 亿元和 14.92 亿元，EPS 分别为 16.01 元，18.81 元以及 20.76 元，对应现有股价 PE 分别为 37X，32X 和 29X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

（1）新游戏未能如期上线；

（2）现有核心产品《问道》流水急剧下降；

（3）游戏监管政策变化。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	2460	2453	2418	3081	3921	**营业收入**	1655	2170	2705	3080	3340
货币资金	550	804	1691	2207	2943	**营业成本**	128	205	243	246	234
应收账款	303	210	445	506	549	营业税金及附加	12	14	22	25	27
其他应收款	30	37	46	52	56	营业费用	134	225	279	313	338
预付款项	19	36	41	46	50	管理费用	123	185	200	219	239
存货	0	1	1	1	1	财务费用	-24	-17	-13	-22	-30
其他流动资产	1556	88	195	270	322	研发费用	287	332	361	402	422
非流动资产合计	1548	1915	2916	3620	4292	资产减值损失	25.38	-68.50	20.00	20.00	20.00
长期股权投资	162	322	322	322	322	公允价值变动收益	0.00	12.61	10.00	10.00	10.00
固定资产	30	985	1045	816	557	投资净收益	69.57	31.15	30.00	30.00	30.00
无形资产	14	13	11	10	8	加：其他收益	26.32	31.71	35.00	40.00	45.00
其他非流动资产	518	31	0	0	0	**营业利润**	1065	1230	1668	1957	2175
资产总计	4008	4369	5334	6701	8214	营业外收入	0.08	0.02	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	791	803	593	595	588	营业外支出	0.19	0.04	0.00	0.00	0.30
短期借款	0	0	0	0	0	**利润总额**	1065	1230	1668	1957	2175
应付账款	98	119	139	141	134	所得税	147	164	217	254	283
预收款项	1	1	1	0	0	**净利润**	918	1066	1451	1702	1892
一年内到期的非流动	27	28	28	28	28	少数股东损益	195	257	300	350	400
非流动负债合计	86	131	113	113	113	归属母公司净利润	723	809	1151	1352	1492
长期借款	63	35	35	35	35	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	877	934	707	708	701	**成长能力**					
少数股东权益	224	364	664	1014	1414	营业收入增长	14.91%	31.16%	24.63%	13.86%	8.44%
实收资本（或股本）	72	72	72	72	72	营业利润增长	24.20%	15.48%	35.58%	17.31%	11.16%
资本公积	1077	1107	1107	1107	1107	归属于母公司净利润	18.58%	11.93%	42.26%	17.48%	10.33%
未分配利润	1779	1879	2708	3681	4756	**获利能力**					
归属母公司股东权益	2907	3071	3963	4979	6099	毛利率(%)	92.24%	90.54%	91.00%	92.00%	93.00%
负债和所有者权益	4008	4369	5334	6701	8214	净利率(%)	55.50%	49.13%	53.65%	55.27%	56.65%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	总资产	18.04%	18.52%	21.58%	20.18%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	24.87%	26.35%	29.04%	27.16%	24.46%
经营活动现金流	905	1297	1131	1868	2115	**偿债能力**					
净利润	918	1066	1451	1702	1892	资产负债率(%)	22%	21%	13%	11%	9%
折旧摊销	20.03	38.27	289.96	348.71	378.71	流动比率			4.07	5.18	6.67
财务费用	-24	-17	-13	-22	-30	速动比率			4.07	5.18	6.67
应收账款减少	0	0	-234	-62	-43	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.46	0.52	0.56	0.51	0.45
投资活动现金流	-881	-160	3	-1036	-1036	应收账款周转率	7	8	8	6	6
公允价值变动收益	0	13	10	10	10	应付账款周转率	22.84	20.02	20.98	22.02	24.36
长期股权投资减少	0	0	-1000	-1000	-1000	**每股指标（元）**					
投资收益	70	31	30	30	30	每股收益(最新摊薄)	10.12	11.28	16.01	18.81	20.76
筹资活动现金流	-320	-851	-247	-316	-343	每股净现金流(最新摊	-4.13	3.98	12.34	7.18	10.24
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	40.44	42.72	55.14	69.26	84.85
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	36.25	32.52	22.90	19.50	17.67
资本公积增加	55	31	0	0	0	P/B	9.07	8.59	6.65	5.30	4.32
现金净增加额	-297	286	887	516	736	EV/EBITDA	24.41	20.48	12.70	10.60	9.30

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	传媒系列报告之 14-字节跳动：征途是星辰大海，坚守全球化愿景	2020-08-07
公司深度报告	传媒系列报告之 13-中国出版：百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股（0700.HK）：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9-网易游戏：520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒（002027）：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
行业深度报告	电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26
公司深度报告	光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
公司深度报告	吉比特（603444）：研发底蕴深厚，长线运营守正出奇	2019-08-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。4 年证券从业经验，2018 年加入东兴证券研究所。2019 年第一届新浪金麒麟新锐分析师传媒行业第四名。

研究助理简介

辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526