

吉比特 (603444.SH)

研运一体格局已成，工匠精神打磨长线优质产品

买入 (首次)

投资要点

■ **16年业绩符合预期，手游转型实现腾飞：**公司2016年收入13.05亿元，同比增长335.08%，归母净利润为5.85亿元，同比增长234.59%，基本符合预期。公司收入与利润的大幅增长主要得益于《问道手游》的成功，自16年4月上线，截至16年底《问道手游》的注册用户超过1200万人，我们根据主营收入构成，测算《问道手游》16年为公司贡献收入约为10亿元。

■ **研运一体格局已成，工匠精神打磨长线优质产品：**公司通过子公司雷霆游戏实现自有平台的运营，从过去的研发——授权运营逐步转向研运一体，目前《问道手游》自研自发自取得优异成绩，整体研运一体格局已成。公司专注于产品，过去端游《问道》为十年IP，至今仍然保持旺盛生命力。公司的手游转型将继续发扬工匠精神，对产品的持续打磨有望实现对产品生命周期的不断延长，未来持续为公司贡献业绩。

■ **参股优质研发商的成果初现，17年有望为业绩带来明显增量：**公司通过参股的形式布局优质研发商，同时子公司雷霆游戏进行代理运营。其中参股公司淘金互动研发《地下城堡2》以及参股公司青瓷数码研发《不思议迷宫》均长期保持iOS付费榜前列，《不思议迷宫》从16年12月上线至今，长期位于iOS付费榜前二，iOS畅销榜80-120名，《地下城堡2》iOS畅销榜上目前稳定在前180名，两款游戏在17年均有望为公司业绩带来明显增量部分。

■ **投资建议：**公司通过手游转型实现业绩腾飞，目前手游+研运一体的格局已成，通过对产品的持续打磨有望保持长期创收，同时公司通过参股+代理运营的方式取得优秀成果，我们预计公司2017-2018年净利润为8.17亿元、9.92亿元，EPS为11.48元、13.94元，对应2017-2018年PE为32倍、27倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**《问道手游》、现有端游产品的经营数据下滑；新游戏研发运营不及预期；市场竞争加剧。

2017年3月27日

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码: S0600516070001

联系电话: 021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	372.31
一年最低价/最高价	77.76/376.00
市净率	13.75
流通股市值(百万元)	6627.1

基础数据

每股净资产(元)	27.07
资产负债率	22.32
总股本(百万股)	71.17
流通股(百万股)	17.80

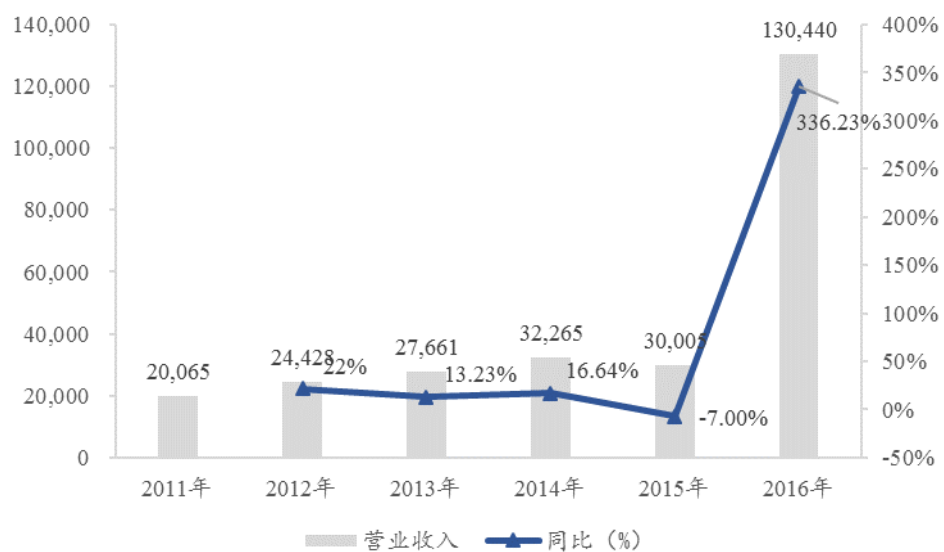
相关研究

1. 吉比特：业绩符合预期，手游转型实现腾飞

1.1. 年报数据摘要

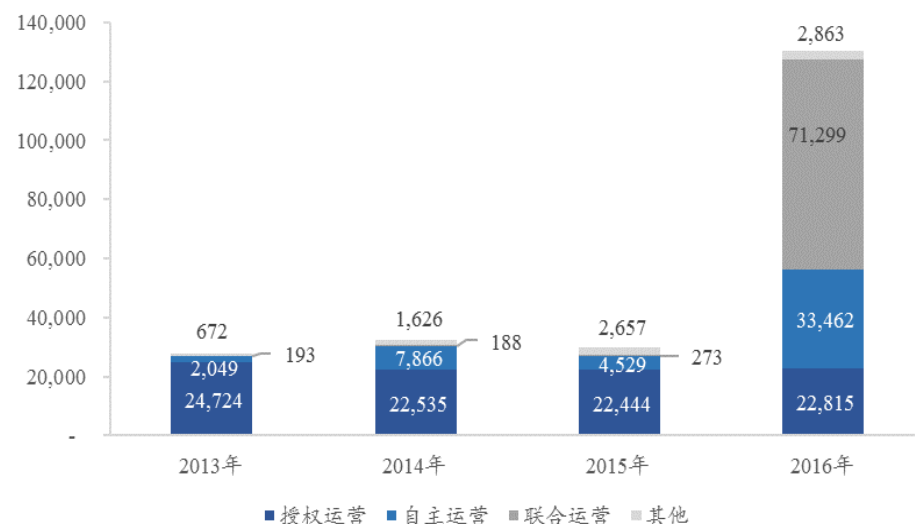
公司 2016 年收入 13.05 亿元，同比增长 335.08%，归母净利润为 5.85 亿元，同比增长 234.59%，基本符合预期。公司收入与利润的大幅增长主要得益于《问道手游》的成功，自 16 年 4 月上线，截至 16 年底《问道手游》的注册用户超过 1200 万人。《问道手游》通过公司的自有平台雷霆游戏实现自主运营，同时与渠道方合作实行联合运营。16 年自主运营与联合运营合计收入共 10.48 亿元，考虑老产品《斗仙》的占比较小，《问道手游》占据绝大部分，因此我们测算《问道手游》16 年为公司贡献收入约为 10 亿元。

图表 1：公司 2011-2016 年营收同比变化（单位：万元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：公司 2013-2016 年主营构成（单位：万元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 公司简介

公司前身吉比特有限公司于2004年3月26日成立,2010年1月20日股份有限公司成立。自设立以来,公司成功打造了一家专业从事网络游戏创意策划、研发制作及商业化运营的国家级重点软件企业。公司预计募集资金总额96,120.00万元,实际预计募集资金净额89,971.56万元,发行价格54.00元/股,市盈率为22.96倍。公司上市前,卢竑岩先生持有公司40.53%的股份,是公司的控股股东和实际控制人,发行股份后持股数30.39%。

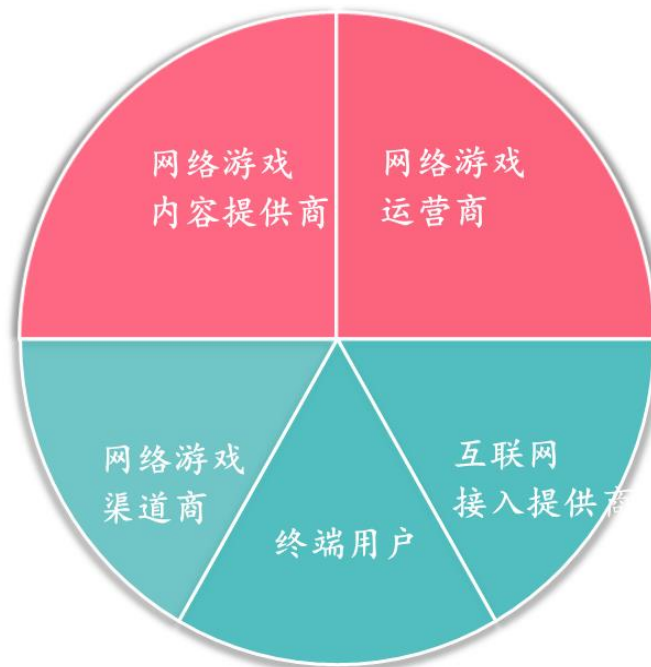
图表 3：公司发行前后股本结构变化

序号	股东名称	股份性质	发行前股本结构		发行后股本结构	
			持股数	占比(%)	持股数	占比(%)
1	卢竑岩	个人股	2,162.95	40.53	2,162.95	30.39
2	湖南文化旅游投资基金企业(有限合伙)	境内法人股	869.40	16.29	869.40	12.22
3	陈拓琳	个人股	824.00	15.44	824.00	11.58
4	北京和谐成长投资中心(有限合伙)	境内法人股	579.84	10.86	579.84	8.15
5	黄志辉	个人股	247.50	4.64	247.50	3.48
6	天津安兴股权投资基金合伙企业(有限合伙)	境内法人股	150.00	2.81	150.00	2.11
7	李培英	个人股	135.00	2.53	135.00	1.9
8	平安财智投资管理有限公司	境内法人股	75.00	1.41	75.00	1.05
9	高岩	个人股	22.36	0.42	22.36	0.31
10	其他个人股	个人股	271.00	5.3	271.00	3.8
	社会公众股东	社会公众股	-		1,780.00	25.01
合计			5,337.05	100	7,117.05	100

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司处于网络游戏产业链的上游地位,作为网络游戏内容提供商和运营商的两大角色,通过制定具体的游戏开发计划、组织策划、编程、美工、测试等各种资源完成网络游戏的开发,并通过自主运营为用户提供网络游戏产品及服务。

图表 4：公司主营业务



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司成立至今已经成功开发出《问道》、《问道外传》、《斗仙》、《乱战》、《女神觉醒》、《斩将封神》、《问道手游》等多款游戏，游戏用户遍及中国大陆、越南、印尼、马来西亚、韩国、美国、加拿大和台湾、香港、澳门等多个国家和地区。

图表 5：公司历年主要产品列表

游戏名称	图标	类型	运营时间	运营模式	简介
问道		端游	2006年6月	授权运营	MMORPG回合制经典端游
逍遥Online		端游	2007年8月	授权运营	Q版RPG，专为台湾用户打造
问道外传		手游	2011年10月	授权运营	《问道》续作，道家文化
斗仙		端游	2013年7月	自主运营	3D即时MMORPG
Prelude To Chaos		端游	2014年1月	授权运营	斗仙韩国版本
问道海外版		端游	2014年3月	授权运营	专为海外华人打造
Clash Of Gods		端游	2014年3月	授权运营	斗仙印尼版本
问道		手游	2016年4月	自主运营 联合运营	端游IP，累计收入已超15亿
地下城堡2：黑暗觉醒 (ios版)		手游	2016年8月	自主运营 联合运营	SLG+地牢探险
不思议迷宫		手游	2016年12月	联合运营	回合制地牢探索

资料来源：公司公告，公司官网，App Annie，东吴证券研究所

2. 研运一体格局已成，工匠精神打磨长线优质产品

公司通过子公司雷霆游戏实现自有平台的运营，从过去的研发及授权运营逐步转向研运一体，目前《问道手游》自研自发取得优异成绩，整体研运一体格局已成。公司专注于产品，过去端游《问道》为十年 IP，至今仍然保持旺盛生命力。公司的手游转型将继续发扬工匠精神，对产品的持续打磨有望实现对产品生命周期的不断延长，未来持续为公司贡献业绩。

图表 6：公司雷霆游戏自主运营平台



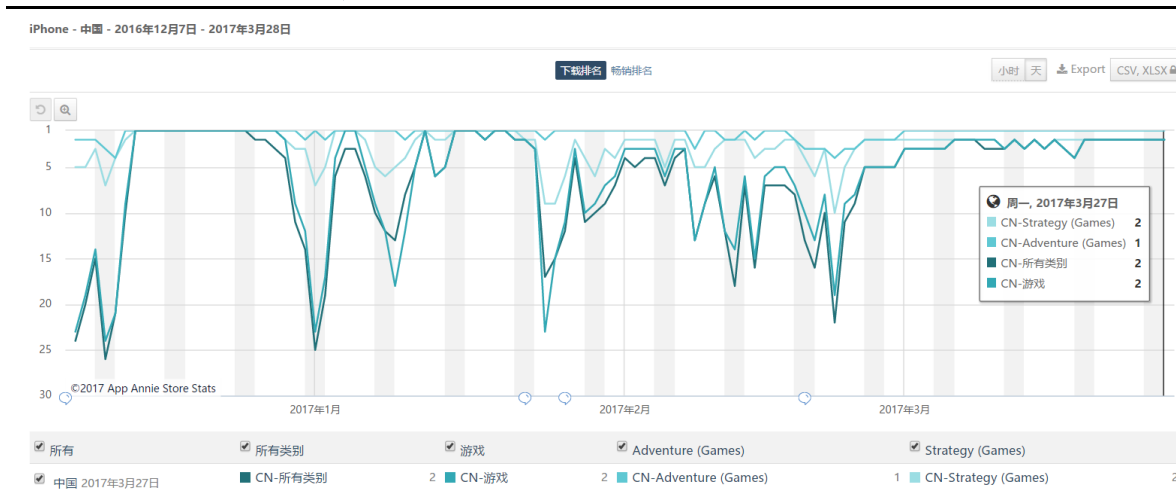
资料来源：雷霆游戏官网，东吴证券研究所

3. 参股优质研发商的成果初现，17年有望为业绩带来明显增量

公司通过参股优质研发公司并通过子公司雷霆游戏代理所研发游戏，其中青瓷数码研发的《不思议迷宫》与淘金互动研发的《地下城堡2: 黑暗觉醒》尤为突出。

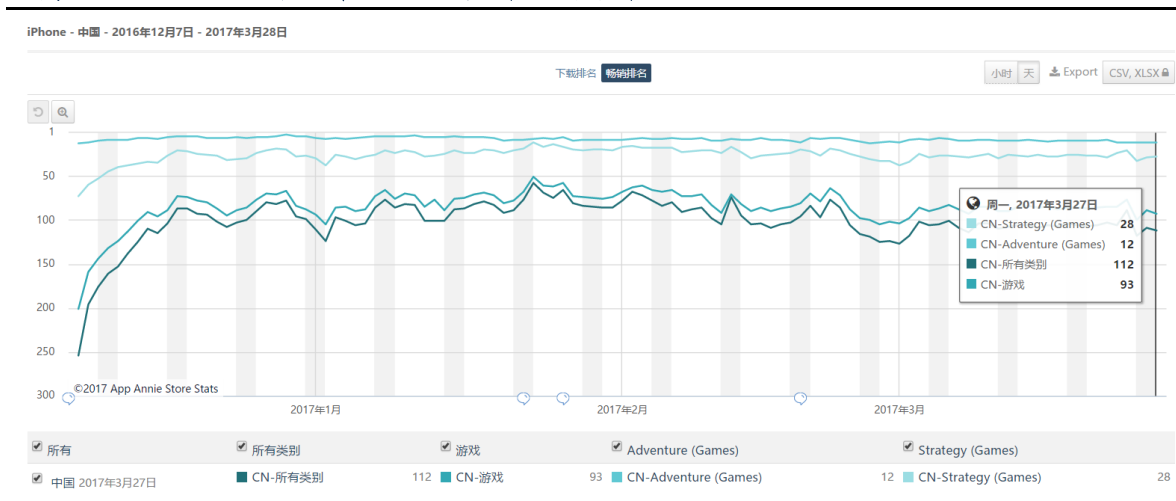
从火爆程度看，《不思议迷宫》自16年12月上线，迅速登上iOS付费榜榜首，截至3月27日，一直位于iOS付费榜前25，目前稳定在付费榜第2位。从盈利能力看，《不思议迷宫》在玩法上为Roguelike策略类与RPG结合的方式，相比传统RPG游戏在付费能力稍弱，但是仍然不妨碍其在畅销榜上长期保持80-120名的区间。《不思议迷宫》目前仍然处于初期阶段，随着内容上的不断丰富与更新，未来的盈利能力有望更上一层楼。

图表 7：《不思议迷宫》中国区上线以来下载排名



资料来源：App Annie，东吴证券研究所

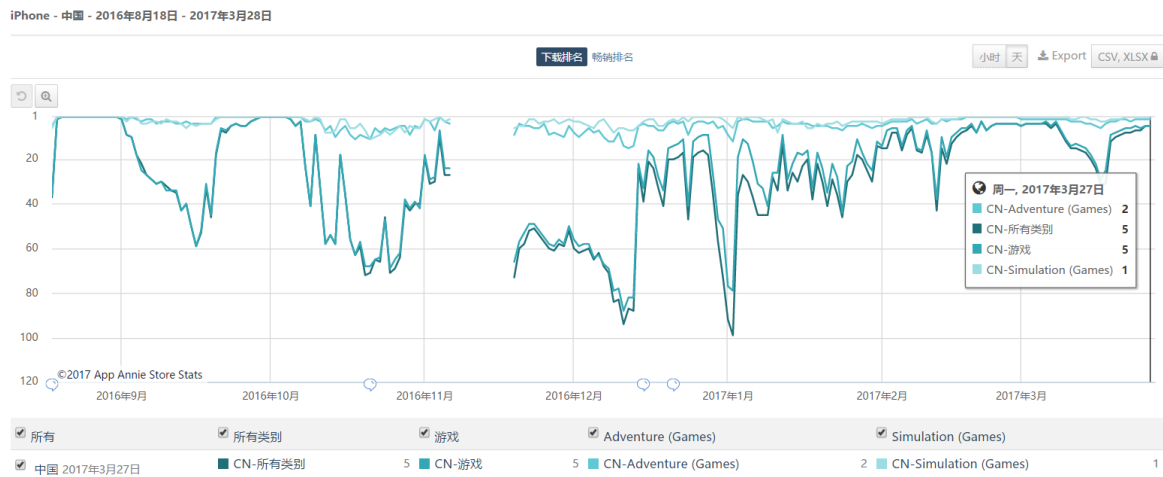
图表 8：《不思议迷宫》中国区上线以来畅销榜排名



资料来源: App Annie, 东吴证券研究所

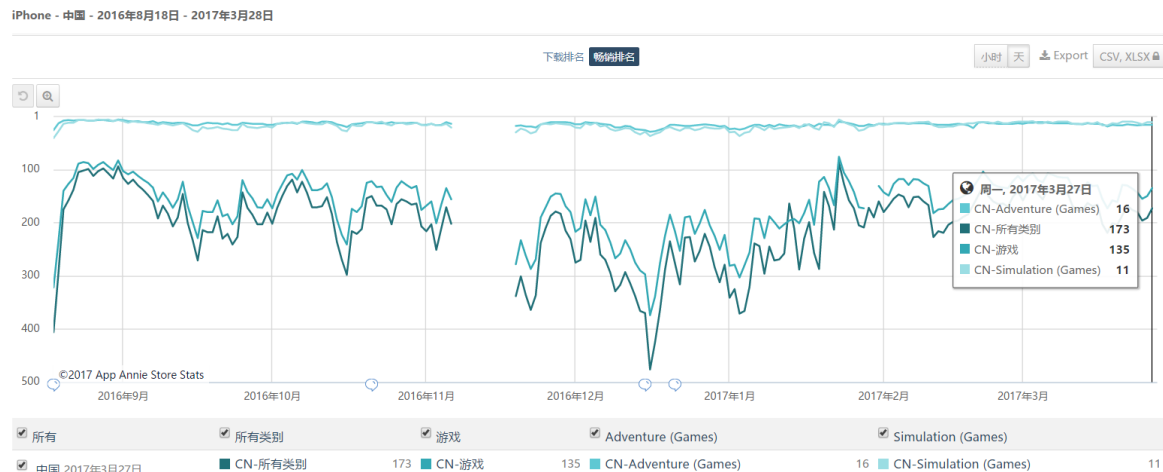
另一款由参股公司淘金互动 (837685 新三板上市) 研发, 子公司雷霆游戏运营的《地下城堡 2》也取得了相当程度的成功, 《地下城堡 2》自 16 年 8 月上线, 长期占据 iOS 付费榜前列, 目前稳定在付费榜第 5 位, 畅销榜前 180 名。值得一提的是, 目前《地下城堡 2》长期占据台湾 iOS 付费榜的前 5, 成为公司进入台湾市场的先头部队。同时淘金互动发布业绩预告, 16 年净利润为 1100-1200 万元, 下半年业绩实现环比大幅增长。

图表 9: 《地下城堡 2》中国区上线以来下载排名



资料来源: App Annie, 东吴证券研究所

图表 10: 《地下城堡 2》中国区上线以来畅销榜排名



资料来源: App Annie, 东吴证券研究所

4. 投资建议

公司通过手游转型实现业绩腾飞, 目前手游+研运一体的格局已成, 通过对产品的持续打磨有望保持长期创收, 同时公司通过参股+代理运营的方式取得优秀成果, 我们预计公司 2017-2018 年净利润为 8.17 亿元、

9.92 亿元，EPS 为 11.48 元、13.94 元，对应 2017-2018 年 PE 为 32 倍、27 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 11：公司盈利预测

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业总收入 (百万元)	300.05	1305.43	1933.00	2350.00
同比%	-7.00%	335.08%	48.07%	21.57%
净利润 (百万元)	174.98	585.46	817.00	991.96
同比%	-9.59%	234.59%	39.55%	21.42%
每股净收益 (元)	2.46	8.23	11.48	13.94

资料来源：Wind，东吴证券研究所 注：股价为 2017 年 3 月 27 日收盘价

5. 风险提示

《问道手游》、现有端游产品的经营数据下滑；

新游戏研发运营不及预期；

市场竞争加剧。

财务预测表

财务和估值数据摘要					
单位: 百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	322.65	300.05	1305.43	1933.00	2350.00
增长率 (%)	16.64%	-7.00%	335.08%	48.07%	21.57%
归属母公司股东净利润	193.53	174.98	585.46	817.00	991.96
增长率 (%)	22.85%	-9.59%	234.59%	39.55%	21.42%
每股收益 (EPS)	2.719	2.459	8.226	11.479	13.938
每股股利 (DPS)	0.000	0.422	0.000	0.656	0.797
每股经营现金流	2.880	2.629	11.049	11.980	20.559
销售毛利率	96.86%	96.44%	95.99%	96.00%	96.00%
销售净利率	59.98%	58.01%	53.89%	53.50%	53.43%
净资产收益率 (ROE)	57.35%	36.25%	30.39%	30.30%	27.31%
投入资本回报率 (ROIC)	732.31%	367.70%	791.67%	300.68%	61.95%
市盈率 (P/E)	136.92	151.43	45.26	32.43	26.71
市净率 (P/B)	78.52	54.89	13.75	9.83	7.30
报表预测					
利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	322.65	300.05	1305.43	1933.00	2350.00
减: 营业成本	10.14	10.69	52.39	77.32	94.00
营业税金及附加	2.81	2.08	9.51	14.76	17.94
营业费用	27.38	25.93	162.39	270.62	329.00
管理费用	83.45	78.49	276.89	386.60	470.00
财务费用	-2.21	-6.36	-19.71	-31.64	-34.92
资产减值损失	-0.02	0.17	16.32	17.00	19.00
加: 投资收益	-1.12	-3.56	-3.65	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	199.98	185.49	803.99	1198.35	1454.98
加: 其他非经营损益	12.60	8.37	11.27	0.00	0.00
利润总额	212.58	193.85	815.26	1198.35	1454.98
减: 所得税	19.05	19.80	111.71	164.17	199.33
净利润	193.53	174.05	703.55	1034.17	1255.65
减: 少数股东损益	0.00	-0.92	118.08	217.18	263.69
归属母公司股东净利润	193.53	174.98	585.46	817.00	991.96
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
货币资金	302.76	411.22	1731.22	1081.47	2022.91
应收和预付款项	24.38	28.60	226.54	100.64	297.13
存货	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!	#DIV/0!
其他流动资产	0.13	0.26	14.99	#DIV/0!	#DIV/0!
长期股权投资	21.99	38.25	38.52	38.52	38.52
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	42.85	71.18	348.26	1287.32	1237.05
无形资产和开发支出	12.13	15.71	16.97	516.97	966.97
其他非流动资产	0.22	0.34	8.35	5.04	1.73

资产总计	404.45	565.57	2384.84	#DIV/0!	#DIV/0!
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2.20	11.19	192.44	-134.94	200.45
长期借款	5.71	2.73	0.00	0.00	0.00
其他负债	45.85	55.13	139.38	139.38	139.38
负债合计	53.75	69.06	331.81	4.44	339.83
股本	53.37	53.37	71.17	71.17	71.17
资本公积	6.46	6.76	892.24	892.24	892.24
留存收益	277.62	422.59	963.06	1733.36	2668.64
归属母公司股东权益	337.44	482.73	1926.47	2696.77	3632.05
少数股东权益	0.00	8.48	126.56	343.73	607.42
股东权益合计	337.44	491.20	2053.03	3040.51	4239.47
负债和股东权益合计	391.20	560.26	2384.84	3044.95	4579.29
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
经营性现金净流量	204.95	187.10	786.40	852.63	1463.20
投资性现金净流量	-21.21	-53.43	-161.62	-1487.33	-500.00
筹资性现金净流量	-63.57	-27.77	859.80	-15.05	-21.77
现金流量净额	120.18	105.97	1493.53	-649.75	941.44

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 股价为 2017 年 3 月 27 日收盘价

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：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

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。

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>