

2017年06月19日

—— 吉比特 (603444) 公司深度报告
公司评级：增持（首次）
核心观点：
分析师：赵晓闯

 执业证书号：S1030511010001
 0755-83199599
 zhaoxc@csc.com.cn

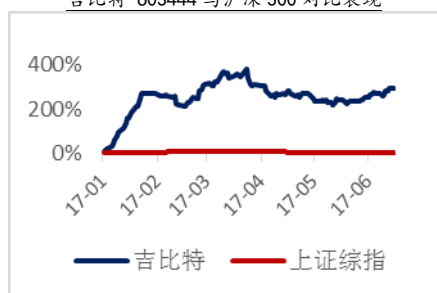
研究助理：陈宣铭

 0755-83199535
 Chenxm2@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

- 1) **公司在深耕端游基础上不断向手游拓展。**公司营收主要来源于游戏的发行及运营，在《问道》端游成功的基础上，《问道》手游的高速增长带动公司16年业绩提升，《问道》手游营收超9.5亿，占总营收的75%。强大的研发团队确保产品质量，研运一体提升公司ARPU，为企业带来更充沛的现金流水。
- 2) **公司几款成功主打产品体现出强大的研发运营实力，未来将持续布局手游市场。**公司将在延续客户端游戏研发优势的同时，加大对移动游戏的研发力度。同时强化运营体系，代理市场优质端游和手游，打造雷霆互动品牌。对现有端游戏产品《问道》和《斗仙》，公司将继续开发新版本，提升游戏表现力和体验，延长产品生命周期；同时后续产品《问道2》和《斗仙2》将实现更高品质要求。
- 3) **盈利预测与投资评级。**我们预测17-19年公司实现的营业收入分别为15.7/19.6/22.7亿元。选取游戏类可比上市公司，根据wind一致预期，2017年平均市盈率为36.9倍，按照公司17年EPS 9.92元测算，目前公司股价对应30倍PE，处于相对合理区间，首次覆盖给予“增持”的投资评级。
- 4) **风险提示。**游戏流水不及预期；自主运营平台不能成功经营；行业政策及市场竞争风险等。

吉比特 603444 与沪深 300 对比表现



公司数据与预测	Wind 资讯
总市值 (百万)	19,291
流通市值 (百万)	4,786
总股本 (百万股)	72
流通股股本 (百万股)	18
日均成交额 (百万)	318
近一个月换手 (%)	26
第一大股东	卢兹岩
证券研究报告 请阅读文后免责条款	

预测指标	2016年A	2017年E	2018年E	2019年E
营业收入 (万元)	1305428	1574346	1890212	2187773
收入同比	41.83%	20.60%	20.65%	15.74%
净利润 (万元)	70354	70586	77853	84820
净利润同比	304.21%	1.35%	10.55%	8.95%
毛利率	96.44%	95.22%	95.13%	94.49%
净利率	5.5%	6.14%	6.46%	6.72%
EPS (元)	8.23	9.92	10.94	11.92
PE (倍)	32.69	30.11	24.58	22.65

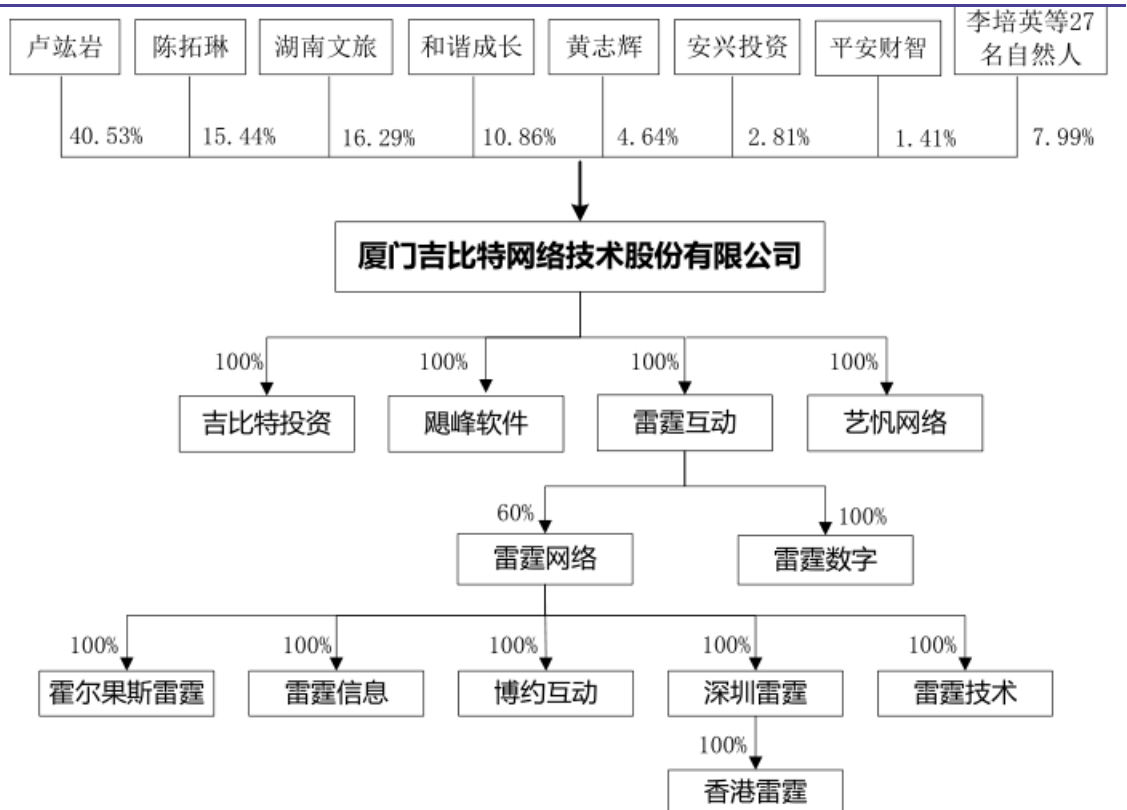
公司在深耕端游基础上不断向手游拓展

厦门吉比特网络技术有限公司成立于2004年，并于2017年1月在主板挂牌上市。公司深耕端游市场，成功研发出《问道》、《问道外传》和《斗仙》等多款立足于中华传统文化的客户端游戏。

公司积极拓展手游，立足全球化市场。经过多年的快速发展和技术积累，公司规模不断扩大，技术研发实力不断增强，产品结构不断丰富，积极拓展了网页游戏《乱战》和移动游戏《女神觉醒》、《斩将封神》、《问道手游》等。公司2011年设立全资子公司雷霆互动，专注于网游的研发、推广和运营。目前公司游戏用户遍及中国大陆、韩国、美国、加拿大、香港、澳门等多个国家和地区。

公司实际控制人及控股公司。公司实际控制人为卢竑岩，持股30.4%。公司旗下包括吉比特投资、颯峰软件、艺帆网络、以及子公司雷霆互动。其业务涉及游戏的研发及运营，范围包括端游、手游。

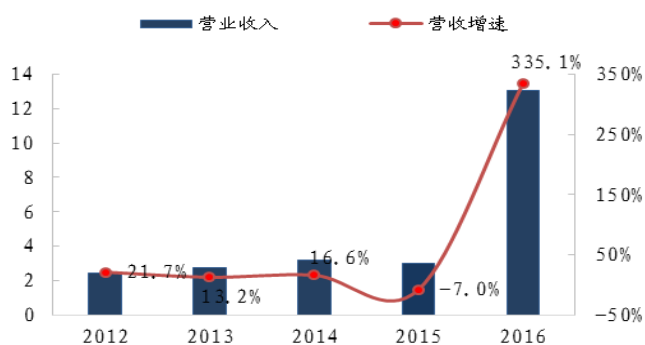
Figure 1 公司股权结构



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

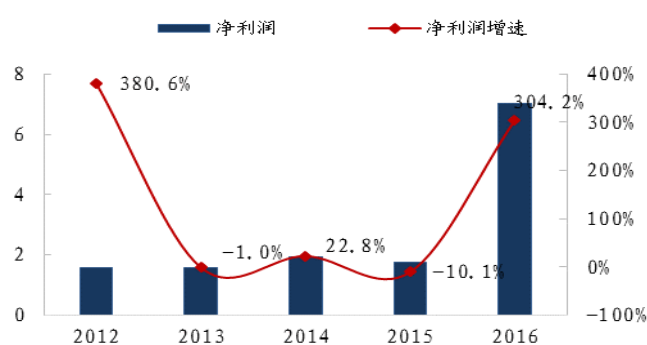
公司营收主要来源于游戏的发行及运营。公司14/15/16/17Q1 营收分别为3.2亿/3亿/13亿/3.7亿，净利润分别为1.9亿/1.7亿/7亿/2亿。《问道》手游的高速增长带动公司16年业绩提升：16年营收13亿元，同比增长335%，远超15年3亿元的收入。业绩高速增长来自于《问道》手游，营收超9.5亿，占总营收的75%。

Figure 2 营收及增速



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 3 净利润及增速



资料来源：Wind、世纪证券研究所

产品研发体现核心竞争力，研运一体提升 ARPU

网络游戏行业的竞争主要体现在游戏产品的竞争上。一款制作精良、程序稳定的游戏产品能够企业带来巨大的经济效益，但游戏产品本身有限的生命周期又会给企业的发展带来较大的波动性。因此，整个网络游戏行业的竞争格局始终处于不断变化和动态调整中，只有研发实力较强，能够持续推出优良游戏产品的企业才能在激烈的竞争中胜出。

研发、运营及资金实力强的龙头企业占据游戏行业第一梯队。腾讯、网易、畅游、盛大、完美世界、巨人、金山、网龙等。这些网络游戏公司基本上布局了游戏产业链的研发和运营环节，是行业内的龙头企业。目前基本已经在香港或美国上市，拥有较强的融资能力，同时注重游戏的研发投入，具有成熟的运营推广团队。这部分企业通常对客户端游戏、网页游戏和移动网络游戏领域均有涉及。除上述行业领军企业外，国内还有众多优秀的网络游戏公司，这类企业在行业内各个细分领域都占有一席之地，发展情况良好，构成了国内网络游戏行业第二梯队，主要有上市公司中青宝、掌趣科技、冰川网络等。本公司属于第二梯队。

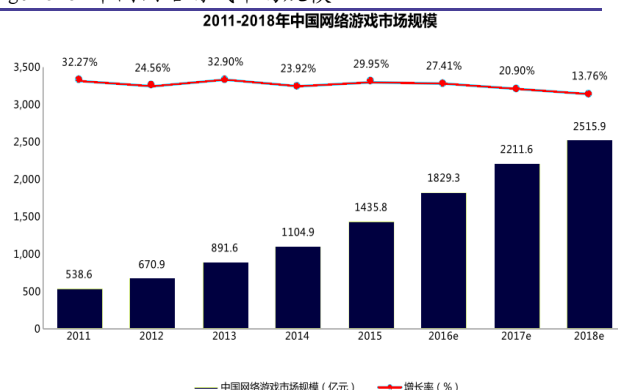
Figure 4 中国游戏研运商

类型	主要公司
研发商	腾讯、网易、完美世界、畅游、巨人、金山、网龙、中青宝、掌趣科技、北纬通信、吉比特等
运营商	腾讯、网易、畅游、百度、盛大、完美世界、巨人、光宇在线、中青宝、掌趣科技、北纬通信、吉比特等

数据来源：公司公告，世纪证券研究所

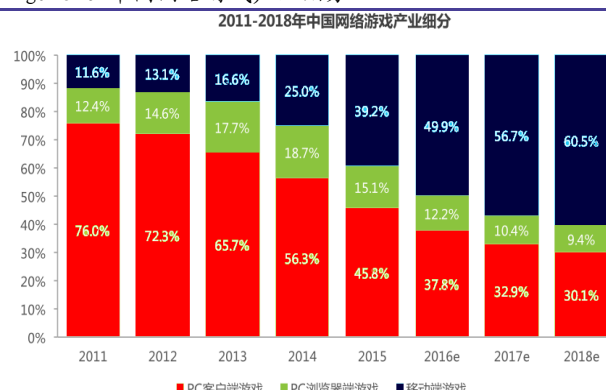
移动游戏市场份额增加但增速放缓，未来变现方向转向 ARPU 驱动。15 年移动游戏市场规模相对于 14 年增长超过 100%，推动游戏行业规模突破 1400 亿。另据艾瑞统计，移动游戏份额 15 年增长至 39.2%，端游份额则跌落 50% 以下，移动游戏成为推动网络游戏行业增长的主要动力。主要原因在于 1). 从硬件上看，4G 和光纤网络的全面普及为网络游戏发展提供了良好的环境。2). 马斯洛需求理论决定人们对精神文化的大量需求。3). 企业方面创新型的发行运营模式为行业带来更多渠道。然而我们也不难发现，移动游戏的市场在经历了几年高速发展后，由 15 年 103% 下滑至 16 年 62% 左右。新增游戏人数也趋于放缓，人口红利的退潮导致未来变现方向转向 ARPU 驱动。

Figure 5 中国网络游戏市场规模



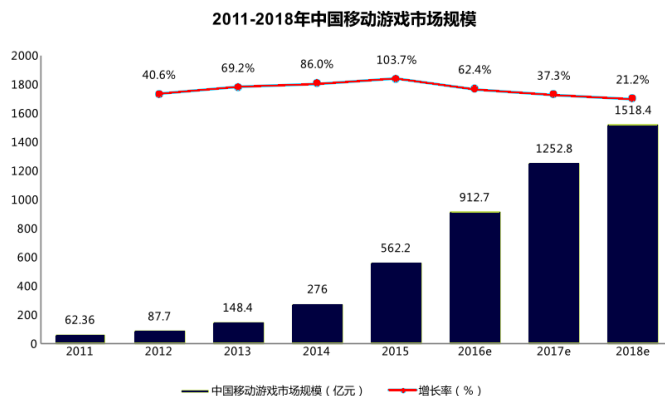
数据来源：CNG&IDC，艾瑞咨询，世纪证券研究所

Figure 6 中国网络游戏产业细分



数据来源：CNG&IDC，艾瑞咨询，世纪证券研究所

Figure 7 中国移动游戏市场规模



数据来源：CNG&IDC，世纪证券研究所

研运一体提升 ARPU。回顾近几年，游戏行业的并购重组案例层出不穷，打破了以往研发商和运营商相对分离的格局。根本的驱动力在于互联网企业对于用户流量的争夺，同时研运一体化带来的经营效率改善及盈利能力提高。玩家可以通过平台及时的反馈在游戏过程中的体验情况，平台通过玩家反馈，传导到研发端，不断的优化关卡，增强游戏体验和可玩性，提升盈利能力。这也就意味着游戏企业可以更好的把握玩家喜好程度，巧妙地“挖坑”，综合带动 ARPU 的提升，为企业带来更为充沛的现金流水。

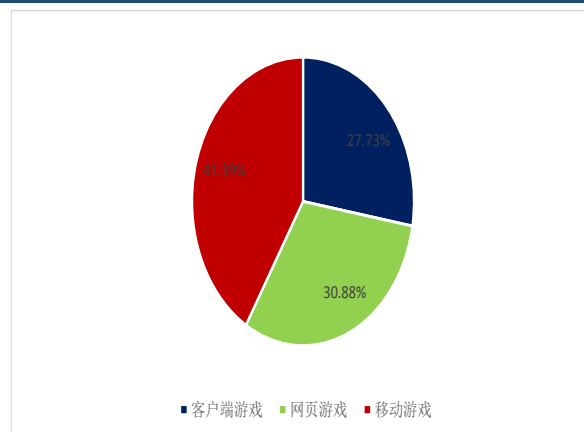
开拓海外市场也许是不错选择。从产业结构的发展历程上来看，中国和韩国的游戏行业有诸多相似之处。如均依赖本国市场获得收益；游戏用户面临增长放缓，产品供大于求的局面等。但不同的是，韩国游戏公司先于中国公司将发展转移到海外市场，减轻了本国市场对于整体行业带来的负面影响。因此借鉴韩国游戏公司的经验，我国游戏公司增加游戏出口业务收入将是未来发展的重要方向。我国 15 年自主研发网络游戏海外市场实际收入达到 53.1 亿美元，相比 14 年增长 72.6%。其中移动游戏数量占比 41.39%，远超客户端游戏的 27.73% 和网页类游戏的 30.88%。随着移动游戏的快速增长，我们认为 17 年移动游戏数量将占比 50% 左右。

Figure 8 我国自主研发网游收入及增速



数据来源：CNG&IDC，世纪证券研究所

Figure 9 我国自主研发网络游戏出口产品类型占比



数据来源：CNG&IDC，世纪证券研究所

公司几款成功主打产品体现出强大的研发运营实力

公司作为一家网络游戏研发运营商，成功研发了《问道》游戏，研发并自主运营《斗仙》游戏，建立了从游戏品牌建设、媒体宣传、活动策划、合作渠道拓展，到客户服务等完整的运营体系，公司的网络游戏运营能力得到迅速的提高，并已走向成熟。其中公司代表作《问道》在 2006 年一经推出，当

年便获得腾讯 2006 年中国网络游戏风云榜评选的“2006 最受欢迎网络游戏”，最高在线玩家人数达近百万。近年多次获得中国游戏产业年会“十大最受欢迎网络游戏”和“十大最受欢迎的民族网络游戏”称号。

■ 《问道》

➢ 《问道》游戏获得较大成功。2D MMORPG《问道》是公司在 2006 年推出的回合制 MMORPG 游戏，以博大精深的中国传统道家文化为背景，倡导轻松、休闲、交友等社区概念。由光宇在线负责游戏运营业务，自 2006 年开始商业化运营，当年便获得腾讯 2006 年中国网络游戏风云榜评选的“2006 最受欢迎网络游戏”。商业化运营 10 年来，《问道》各项运营指标保持健康，积累了大量的游戏用户群体及良好的业内口碑。

Figure 10 问道游戏



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

➢ 庞大的用户基础为《问道》提供了持续运营的保障。《问道》商业化以来 PCU 最高曾接近百万，报告期内仍保持着较高的在线用户水平，PCU 依旧维持在 30-60 万左右，ACU 长期保持在 20 万以上。《问道》玩家保持了较高的活跃度，月度活跃用户数保持在 500 万左右。

Figure 11 问道活跃及付费用户数量



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 12 问道日均在线时长及 ARPU 值



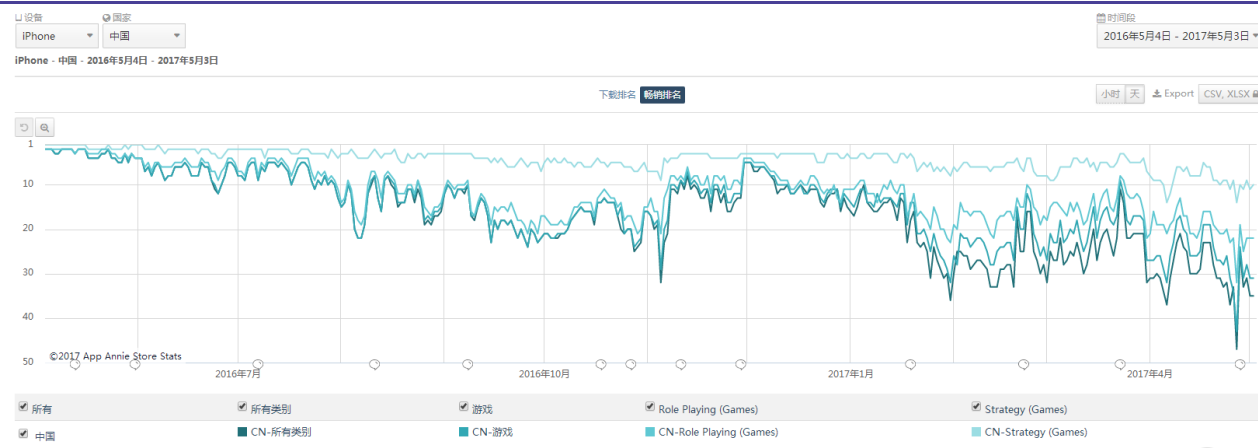
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

- **良好的资金流水体现出其旺盛的生命力。**《问道》保持了良好的盈利能力，月度充值金额和消费金额基本在 6000-9000 万元左右，保持稳中有升的态势。并且，在报告期内每月用户的消费金额与每月充值金额几乎相同，“充值即消费”的特点非常明显，游戏玩家在游戏中的消费欲望强烈，体现了《问道》这款游戏经久不衰、吸引力强的特点。

■ 《问道》手游

- **延续《问道》IP，手游再下一城。**《问道》手游由经典客户端游戏改编而来，沿用《问道》客户端游戏的故事背景与世界观，依托客户端游戏十年来积累的强大用户群体和 IP 价值为基础，通过对用户深度调研后，在原有玩法的基础上做了大量的调整，既保留了客户端游戏原有的五行、刷道、杀星等经典核心玩法，又根据移动端做了适合手机操作的功能适配等，并持续听取用户意见快速迭代，及时满足玩家的体验需求。**截至 2016 年 9 月 30 日，《问道手游》累计注册用户约 1,200 万，累计付费用户约 290 万，月度 PCU 最高突破 50 万，累计充值金额超过 12 亿元。**

Figure 13 问道手游畅销排名



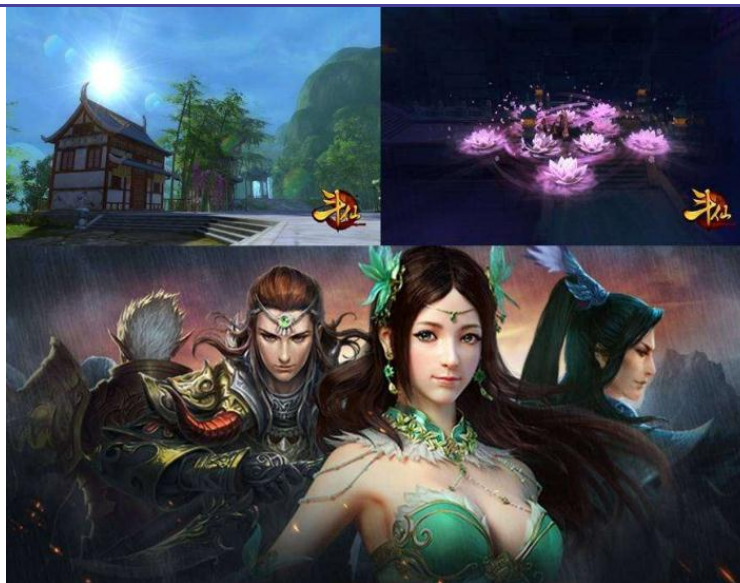
数据来源：App annie，世纪证券研究所

■ 《斗仙》

- **精品研发斩获多项荣誉。**《斗仙》是公司自主研发的一款 3D 大型角色扮演类 (MMORPG) 网络游戏，以上古神话为背景，演绎了天地初开不久仙、妖、巫、人之间的一场洪荒大战。《斗仙》在雷霆互动游戏平台运营，自商业化运营以来先后获得了第五届中国网吧游戏盛典“产品研发创新

奖”、2013 年度中国游戏产业年会 (Game Show) “端游产品状元奖”、第十届中国游戏风云榜“十大新锐网络游戏”、第十一届中国游戏风云榜“十大新锐网络游戏”、“第七届中国技术市场协会金桥奖”、中国音像与数字出版协会“2014 年度十大最受欢迎原创客户端网络游戏”、第五届中华优秀出版物奖游戏出版物提名奖等多项殊荣，并成功入选新闻出版广电总局第八批“中国民族网游出版工程”选题。

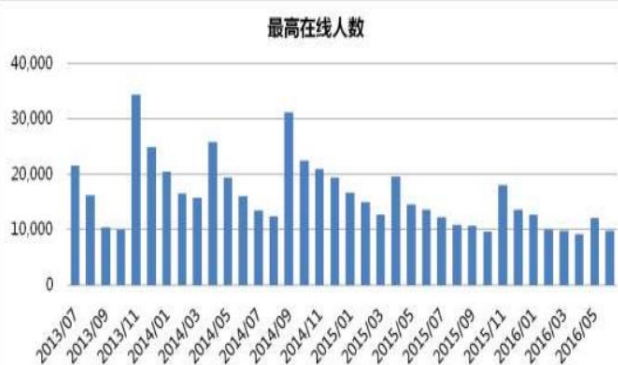
Figure 14 斗仙游戏



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

- **高人气，高付费转化率取得较大成功。**《斗仙》自开始运营以来，以其精良的制作品质受到用户的喜爱和热捧，由于客户端游戏与推广节点关联较大，通常的推广期后会出现大幅增长，因此用户规模一般呈现螺旋式增长态势。《斗仙》自商业化运营以来，PCU 增长较为迅速，并保持较好的用户留存水平。《斗仙》在保持较高人气的同时，也表现出较强的付费玩家转化能力，付费转化率保持在较高水平。

Figure 15 斗仙最高在线人数



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

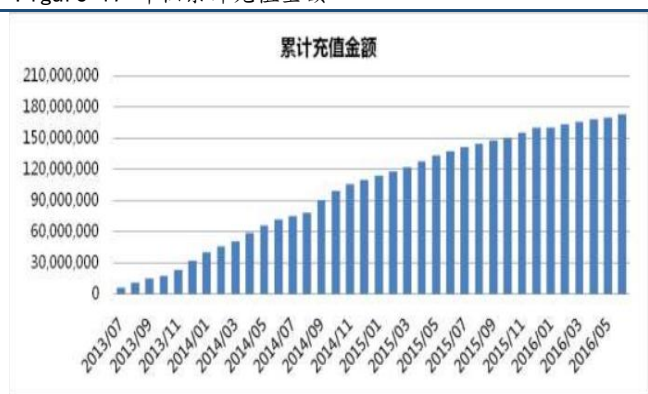
Figure 16 斗仙月付费转化率



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

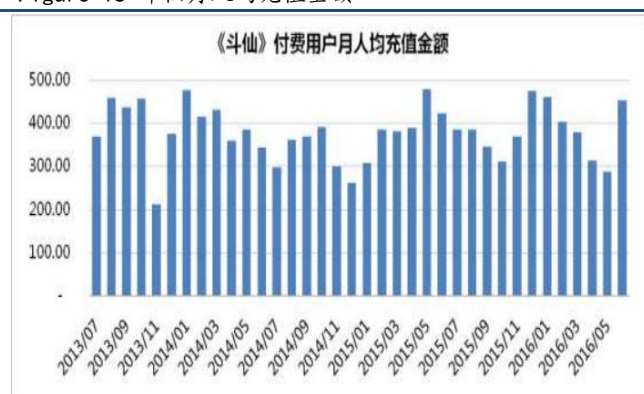
- **优质运营团取得良好效果。**《斗仙》自 2012 年 11 月份开始测试以来，累计充值金额不断增长，自 2013 年 7 月份开始商业化运营之后，经其首次大规模的市场活动，充值额迅速攀升，自 2014 年 9 月开始进入公测，当月充值突破 1,000 万元。截至 2016 年 9 月末，《斗仙》的累计注册用户数超过 340 万，累计充值金额超过 1.8 亿元，取得了良好的运营效果。

Figure 17 斗仙累计充值金额



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 18 斗仙月人均充值金额



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

- **APRU 值体现出《斗仙》的高盈利能力。**《斗仙》自 2013 年 7 月份开始商业化运营以来，表现出很强的发展能力和盈利能力。其月度 APRU 随着公司相关版本更新及推广活动的开展而波动，但均保持在 250 元以上，体现出自身的制作品质和游戏玩家的认同。相比于网页和移动游戏，客户端游戏更具有社区性，运营初期需要一定时间的培养和维护，通过一定时期的积累后，才有可能将会呈现突破和提升的态势，后续的收入会形成较为明显的长尾效应。而《斗仙》正是在积累了一定用户规模后，形成快速的盈利能力并在 ARPU 250 元上线高位浮动。

■ 《不思议迷宫》

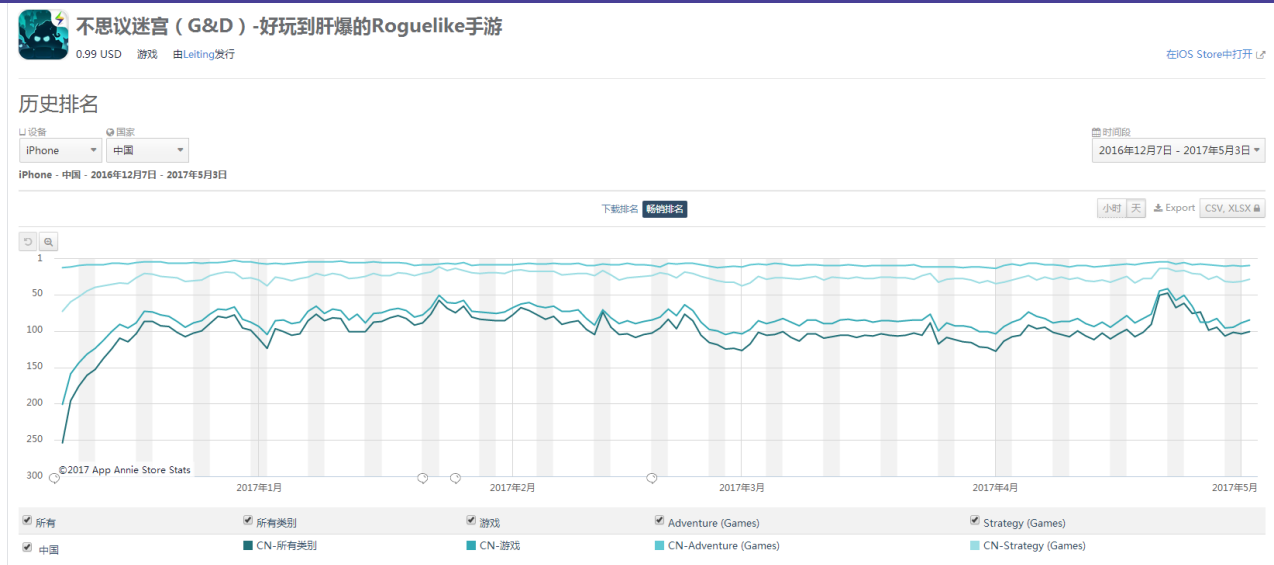
- **有望成为生命周期长，毛利率较高且收入稳定的产品。**《不思议迷宫》是一款将 Roguelike 类策略玩法与 RPG 养成相结合的手游。玩家可以选择不同的冈布奥来平衡收益和损耗，灵活运用物理攻击和魔法卷轴斩杀嗜血怪物，挑战强大的 Boss，解锁和搜集风格各异的冈布奥。2016 年 12 月 8 日，开启安卓、iOS 不删档测试。2016 年 12 月 14 日，《不思议迷宫》获得 App Store 付费榜第一。2017 年 3 月 23 日，《不思议迷宫》“蒸汽之都”资料片开测，全新主线迷宫、聊天联盟、创世之门同步开启，有望成为生命周期长，毛利率较高且收入稳定的产品。

Figure 19 不思議迷宫



数据来源：公司官网，世纪证券研究所

Figure 20 不思議迷宫排行



数据来源：App annie，世纪证券研究所

公司运营能力突出，高毛利、低费用

毛利率总体维持在较高水平。2013-2016，作为公司营业收入和利润主要来源的《问道》游戏，其毛利率分别为 99.42%、99.37%、99.25%和 99.30%，基本稳定且保持在较高水平，主要由于该游戏产品采用了授权运营模式，公司成本支出相对较少。由于《问道》已经有 10 周年的商业化历史，因此公司在运营维护成本上面花费较低。2016 年公司新推出的《问道手游》，凭借《问

道》端游十年来积累的强大用户群体和 IP 价值，用户规模及充值流水规模处于相对较高水平，展现出较强的盈利能力，并且公司较好地控制了游戏的运维成本，使其毛利率处于较高水平。

《斗仙》毛利率暂时相对较低，后期有望提升。2013 年公司新推出的《斗仙》游戏采用自主运营模式，公司承担服务器和带宽支出、游戏维护支出、游戏玩家的关系维护支出、支付服务商等渠道费用等，因此毛利率相对较低。

《奇宝斋》是基于《问道》的游戏道具等的交易平台，公司系统为交易双方提供交割等服务，并按成交金额的一定比例收取费用。报告期内，随着该道具交易规模的不断扩大，公司取得的分成收入不断增加。

Figure 21 游戏分项毛利率

游戏名称	2016年1-6月		2015年度		2014年度		2013年度	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
《问道》	21.80%	99.30%	73.05%	99.25%	67.65%	99.37%	87.93%	99.42%
《问道外传》	0.11%	99.30%	0.47%	98.29%	0.45%	94.19%	0.78%	94.22%
《问道手游》	71.48%	95.22%	-	-	-	-	-	-
《奇宝斋》	2.44%	100.00%	8.32%	100.00%	4.69%	100.00%	2.43%	100.00%
《乱战》	0.06%	100.00%	0.24%	100.00%	0.39%	82.45%	0.66%	84.03%
《斗仙》	3.33%	91.28%	15.88%	88.48%	25.64%	91.08%	7.39%	82.07%
其他	0.79%	56.40%	2.04%	53.21%	1.16%	81.71%	0.81%	79.60%
合计	100.00%	95.80%	100.00%	96.66%	100.00%	96.98%	100.00%	97.85%

数据来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure 22 同行业上市公司对比

证券代码	证券简称	销售毛利率			销售净利率		
		2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
600652.SH	游久游戏	25.7171	36.2039	76.4725	-12.6639	-1.5094	38.0794
300418.SZ	昆仑万维	69.0745	60.9525	52.9871	16.8748	22.6527	22.4876
300533.SZ	冰川网络	91.3250	92.5520	90.9705	45.3607	47.5454	41.4478
002555.SZ	三七互娱	42.6098	59.2869	63.0083	9.7968	19.7934	23.1839
300031.SZ	宝通科技	29.6825	33.7448	50.8382	14.6476	14.8933	13.3589
300315.SZ	掌趣科技	61.7544	61.4329	56.1476	45.2335	44.5990	30.0426
002624.SZ	完美世界	49.4543	50.2037	60.9621	23.0248	26.4848	18.3987
603258.SH	电魂网络	96.3813	95.0561	92.8114	57.6743	45.6924	50.6970
002174.SZ	游族网络	69.6270	58.0166	47.6197	48.3326	32.9142	23.5988
603444.SH	吉比特	96.8563	96.4357	95.9865	59.9830	58.0095	53.8939
	加权平均	73.1203	72.6338	72.9955	38.7370	37.2052	35.1262

数据来源：Wind，世纪证券研究所

期间费用整体低于行业平均水平。2013-2016，公司销售费用金额分别为 2,558.21 万元、2,737.84 万元、2,593.28 万元和 5,911.88 万元，销售费用率分别为 9.25%、8.49%、8.64%和 10.28%。为增加公司在游戏行业的综合竞争力，提高公司游戏产品的运营能力，公司加大了自主运营游戏平台的投入力度，使得产品推广费和职工薪酬等支出金额相对较大。2016 年 1-6 月，

销售费用的大幅增加，主要由于运营《问道手游》所致。

公司保持了持续较高的研发投入，研发费用占同期营业收入的比重位于行业中上游水平。公司三项费用占营业收入比重低于同行业公司平均水平，主要由于公司销售费用低于同行业公司水平所致。作为公司营业收入主要来源的《问道》采用授权运营模式，游戏推广和宣传均由运营商光宇在线负责，公司销售费用整体规模相对较小。2013年度和2014年度随着公司自主运营规模的扩大，公司销售费用率较以前年度有所提升，但由于自主运营收入占比仍相对较小，使得公司销售费用率低于同行业公司平均水平。

Figure 23 公司费用结构

项 目	单位：万元							
	2016年1-6月		2015年度		2014年度		2013年度	
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重
销售费用	5,911.88	10.28%	2,593.28	8.64%	2,737.84	8.49%	2,558.21	9.25%
管理费用	8,769.92	15.25%	7,849.47	26.16%	8,345.28	25.87%	7,490.85	27.08%
财务费用	-671.99	-1.17%	-636.42	-2.12%	-221.24	-0.69%	-118.82	-0.43%
期间费用合计	14,009.81	24.36%	9,806.33	32.68%	10,861.87	33.67%	9,930.23	35.90%
管理费用 (剔除股份支付)	8,769.92	15.25%	7,849.47	26.16%	8,343.77	25.86%	6,863.44	24.81%
期间费用合计 (剔除股份支付)	14,009.81	24.36%	9,806.33	32.68%	10,860.36	33.66%	9,302.83	33.63%

数据来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure 24 同行业费用对比

公司简称	研发费用占收入比 (%)			销售费用占收入比 (%)			三项费用占收入比 (%)		
	2015年度	2014年度	2013年度	2015年度	2014年度	2013年度	2015年度	2014年度	2013年度
掌趣科技	21.97	22.43	22.59	3.22	2.58	2.18	17.90	18.59	8.84
北纬通信	18.03	12.95	7.94	25.74	16.92	9.92	63.93	40.48	21.90
中青宝	38.25	27.73	46.68	26.08	30.91	26.11	59.48	58.23	46.85
昆仑万维	5.20	5.78	6.80	38.13	36.96	39.83	46.82	51.17	53.14
冰川网络	18.19	15.59	14.66	17.67	25.06	23.50	30.33	40.77	39.29
电魂网络	25.61	17.06	11.43	14.20	15.36	10.72	44.18	35.15	23.98
蜗牛	-	27.38	19.64	-	59.55	20.38	-	59.55	50.27
腾讯	-	-	-	7.77	9.88	9.42	25.70	29.31	26.09
金山	23.74	28.54	27.45	30.89	23.80	17.51	60.42	56.36	49.08
网龙	35.08	25.89	18.41	16.07	15.75	11.94	93.86	76.54	72.44
畅游	22.40	25.70	16.25	12.13	31.95	17.46	42.65	69.37	39.61
网易	9.47	10.60	9.43	12.97	16.18	11.89	23.68	24.86	19.18
空中网	13.51	11.03	15.20	14.45	18.68	15.36	31.97	31.85	31.38
平均值	20.68	19.22	18.04	18.22	23.41	16.63	45.08	45.56	37.08
吉比特	16.20	17.21	16.43	8.64	8.49	9.25	32.68	33.67	35.90

数据来源：公司公告，世纪证券研究所

持续布局手游市场，研运一体相结合

公司注重产品维护与开发。对现有的客户端游戏产品《问道》和《斗仙》，公司将继续开发新的版本，提升游戏表现力和体验，延长产品生命周期；对于后续产品《问道2》和《斗仙2》，公司将在游戏体验、客户端表现、服务器承载能力、与社交和移动平台整合，以适应未来市场对客户端游戏产品的更高要求。

公司着力打造研发平台，研运一体相结合。公司未来将集中力量打造多个手游研发团队，滚动开发多款精品手机游戏。公司计划依托已运作多年的平台孵化机制，吸引公司内外部人才加入移动产品研发，建立一个为小团队提供人才、管理、财务和后勤支援服务的可靠平台。利用自主运营平台的经验积累，公司将更加注重运营与研发的结合，提高产品市场定位能力，有计划的针对细分市场领域进行定制开发，增强产品的收入能力。同时，公司将建立严格的产品汰选机制，要求新产品研发运营计划在市场定位、游戏设计、制作方法、技术平台、市场推广策略等至少一个环节有一定的创新元素。

Figure 25 公司研发计划

序号	暂定名称	游戏类型	进度
1	VR项目	跨PC、主机、移动平台	项目开发
2	百分百骑士团	移动游戏	项目开发
3	秦俑	移动游戏	项目策划
4	究极冒险	移动游戏	项目策划
5	问道TCG	桌游（实体）	项目策划
6	M68	移动游戏	项目策划

数据来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure 26 运营中心建设进度安排

建设内容	T1年						T2年						T3年					
	2	4	6	8	10	12	2	4	6	8	10	12	2	4	6	8	10	12
人员组建	■	■	■				■	■					■	■				
硬件软件平台搭建		■	■															
软件服务系统建设				■	■	■	■	■	■	■	■	■						
SDK开发					■	■												
管理后台开发					■	■	■	■	■	■	■	■						
移动平台开发							■	■	■	■	■	■	■	■				
PC平台开发													■	■	■	■	■	■
游戏接入，测试及商业化运营							■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■

数据来源：公司公告，世纪证券研究所

盈利预测与投资评级

关键假设

- 1. 营收未来将保持 20%左右增长。**公司发布 16 年年报，公司 16 年实现营收 13.05 亿，同比增长 335.08%。营收大幅增长主要由于《问道手游》2016 年 4 月上线，截至 2016 年年底，累计注册用户超过 1200 万，截至 2016 年 Q3 累计流水超过 12 亿，目前在 IOS 畅销排行榜仍占据较为靠前位置，我们预计今年流水将持续高速增长。《问道》以及《斗仙》增长平稳，因此我们预计公司总体营收未来将保持 20%左右增长。
- 2. 毛利率维持在近三年平均水平。**吉比特近三年毛利率稳定，主要是由业务模式逐步成熟：吉比特现有运营模式包括代理运营和授权运营模式。未来，在吉比特的经营模式没有发生变化的情况下，其成本结构也不会发生变化。从主营业务成本构成、未来年度游戏发行规模来看，未来年度主营的毛利率维持在比较稳定的水平是合理的。
- 3. 所得税率维持在 15%。**

依据假设条件，我们预测 2017-2019 年公司实现的营业收入分别为 15.7 亿元、19.6 亿元 22.7 亿元；2017-2019 年公司归属于母公司净利润分别为 7.05 亿元，7.78 亿元与 8.48 亿元，对应 EPS 分别为 9.92 元、10.94 元与 11.92 元。

投资评级：选取游戏类可比上市公司，根据 wind 一致预期，2017 年平均市盈率为 36.9 倍，按照公司 2017 年 EPS 9.92 元测算，目前公司股价对应 30 倍 PE，处于相对合理区间，首次覆盖给予“增持”的投资评级。

Figure 27 可比公司相对估值比较

代码	简称	最新	总市值	每股收益			市盈率 PE			市净率
		收盘价 (元)	(亿元)	TTM	17E	18E	TTM	17E	18E	PB (LF)
002558.SZ	顺网科技	26.58	182.61	0.82	0.99	1.24	32.60	26.92	21.38	7.04
002280.SZ	昆仑万维	22.29	258.37	0.54	0.85	1.05	41.24	26.08	21.14	6.51
002555.SZ	世纪游轮	69.99	1,180.72	0.84	0.72	0.91	82.85	97.51	76.92	14.95

300418.SZ	天舟文化	20.29	131.87	0.45	0.63	0.73	45.17	32.40	27.76	3.00
002174.SZ	联络互动	13.01	283.25	0.15	0.33	0.58	86.51	39.88	22.43	4.53
300113.SZ	盛天网络	26.13	62.71	0.53	0.63	0.75	49.31	41.29	34.94	6.73
002354.SZ	游族网络	28.80	248.06	0.79	1.05	1.42	36.29	27.43	20.33	8.48
300148.SZ	天神娱乐	67.67	217.66	2.10	3.46	4.28	32.27	19.56	15.79	2.75
600652.SH	三七互娱	22.41	467.20	0.62	0.81	0.97	36.16	27.67	22.99	9.42
300494.SZ	游久游戏	9.17	76.36	0.15	0.09	0.12	61.80	30.25	26.23	3.49
平均		30.63	310.88	0.70	0.96	1.21	50.42	36.90	28.99	6.69

数据来源: Wind, 世纪证券研究所 (可比公司预测 PE 为 17.6.19 日 wind 一致预期)

Figure 28 盈利预测

单位: 万元	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	130,542.86	157,434.69	189,021.28	218,773.23
增长率	41.83%	20.60%	20.06%	15.74%
减: 营业成本	5,239.32	250.33	9,205.34	12,054.40
营业税金及附加	951.18	708.46	850.60	984.48
销售费用	16,239.11	19,082.97	25,182.02	35,540.59
管理费用	27,689.38	52,740.62	66,913.53	75,257.99
财务费用	-1,971.36	8,186.60	2,268.26	2,625.28
期间费用率	32.14%	50.82%	49.92%	51.85%
资产减值损失	1,631.53	1,631.53	766.82	937.05
加: 公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-364.59	-583.34	-274.17	-335.03
二、营业利润	80,399.13	74,250.83	83,560.55	91,038.40
增长率	28.55%	-7.65%	12.54%	8.95%
营业利润率	61.59%	47.16%	44.21%	41.61%
加: 营业外收入	1,137.85	1,524.71	0.00	0.00
减: 营业外支出	11.26	14.97	0.00	0.00
三、利润总额	81,525.72	75,760.58	83,560.55	91,038.40
增长率	29.59%	-7.07%	10.30%	8.95%
利润率	62.45%	48.12%	44.21%	41.61%
减: 所得税	11,171.14	4,461.39	4,920.71	5,361.07
四、净利润	70,354.57	71,299.19	78,639.84	85,677.33
增长率	29.32%	1.34%	10.30%	8.95%
归属于母公司所有者净利润	58,546.45	70,586.20	77,853.44	84,820.56
增长率	26.85%	20.56%	10.30%	8.95%
净利率	44.85%	44.84%	41.19%	38.77%
少数股东损益	11,808.12	712.99	786.40	856.77
每股收益 (元) (摊薄)	8.23	9.92	10.94	11.92
期末总股本 (万股)	7,117.05	7,117.05	7,117.05	7,117.05
每股净资产 (元)	27.07	14.55	25.49	37.41
净资产收益率	30.39%	68.17%	42.92%	31.86%

数据来源: Wind, 世纪证券研究所

风险提示

1) 游戏流水不及预期

由于公司对于游戏玩家的偏好变化、游戏产品的生命周期等无法完全控制，同时网络游戏市场竞争激烈，同类型游戏产品层出不穷，如果大量的游戏玩家对《问道》、《问道手游》、《斗仙》等的喜好发生改变或选择市场上其它的络游戏产品，则可能导致游戏产生的收益下降，从而对公司的经营业绩和财务状况均造成重大不利影响。

2) 自主运营平台不能成功经营

公司自主研发的游戏或代理第三方的游戏需要依靠大量的推广才能获得市场，目前网络游戏的推广费用，包括网络广告的点击费用以及其他各类媒体的投放费用，与前几年相比已经上涨数倍。未来，若上述游戏推广费用不断上涨亦将对公司的经营业绩带来不利影响。

3) 行业政策风险

若公司在未来不能达到新政策的要求，未能维持目前已取得的相关批准和许可，或者未能取得相关主管部门要求的新的经营资质，则可能面临罚款甚至限制或终止运营的处罚，从而将对持续经营产生不利影响。在游戏产品的运营过程中，若公司违反有关规定，则可能存在被有关部门处罚的风险。

分析师申明

本人，赵晓闯，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

世纪证券研究所行业公司团队



赵晓闯

资历介绍

CFA，研究所行业公司部主任，主管泛周期行业的研究，机械行业分析师。上海财经大学金融学硕士，具备八年证券投资和研究从业的经验，2010年进入世纪证券。2012年-2014年三次在天眼中国最佳证券分析师评选中获奖。



陈宣铭

资历介绍

传播与文化行业分析师，美国丹佛大学管理学硕士，曾在美国波尔、APR等知名企业从事市场及管理工作。



朱小飞

资历介绍

房地产、基建建材行业分析师，广东商学院统计学硕士。具备四年房地产开发企业工作经验，对房地产市场的动态及趋势有深入的洞察。

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.
