

## 吉比特 (603444)

# 长线运营能力得到验证, 看好工匠精神下的新品研发

2017年7月9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](mailto:zhanglw@dwzq.com.cn)

买入 (维持)

投资要点:

■ **长线运营能力得到验证, 产品表现稳中有升:** 公司去年4月上线《问道手游》, 成为16年的爆款端转手的标杆产品。17年半程已过, 产品流水维持情况超出我们过去的预期, 在iOS端与安卓应用宝收入排名表现极为抢眼, 我们预计《问道手游》将继续受益于公司强大的研运体系, 全年维持高流水, 同时《问道》端游表现稳定, 继续扮演公司现金牛角色。产品持续稳定的高流水有望带来中报与全年业绩的超预期表现。

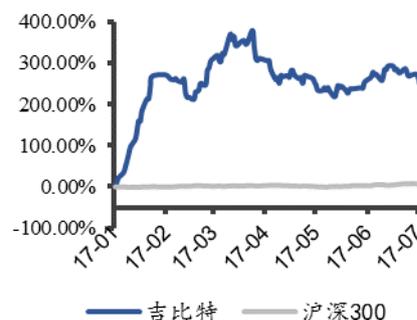
■ **《不思议迷宫》口碑持续发酵, 高潜力成业绩显著增量:** 《不思议迷宫》作为一款Roguelike与RPG养成结合的休闲游戏, 其表现相当不俗。在持续霸榜iOS下载榜的同时, 盈利能力不断展现, 目前在iOS畅销榜维持50-100名。同时在应用宝1-6月收入排行表现优异, 为绝对头部产品。根据我们的测算, 《不思议迷宫》每月预计可为公司带来数千万的流水。目前《不思议迷宫》的内容正不断丰富中, 其创新的核心玩法与不断丰富内容有望推动流水继续上扬, 成为今年业绩的显著增量部分。

■ **摆脱单一产品依赖, 重磅MMO明年有望强势登场:** 公司作为工匠精神的发扬者, 产品在研发品质与运营的持续性上都得到了很好的验证。目前深圳分部已火力全开, 在新产品的研发上持续推进, 明年有望上线一款重磅的MMO产品。在摆脱单一产品依赖的基础上, 推动公司多元化、多产品矩阵的良性发展, 看好公司的产品研发能力与长线运营能力。

■ **盈利预测与投资建议:** 公司的产品研发品质与长线运营能力得到很好验证, 与口碑爆款《不思议迷宫》的结合有望带来上半年业绩与全年业绩的超预期表现。随着在新品研发上的持续推进, 明年有望上线重磅MMO产品, 在研运一体的基础上打造多元化矩阵。公司主力产品的表现超出我们过去预期, 因此我们上调了公司的盈利预测。考虑公司股权激励影响的情况下, 我们预计公司2017-2019年净利润为7.82、9.97、12.21亿元, EPS为10.90、13.89、17.02元, 对应PE为25、20、16倍。给予公司2017年30-33倍估值, 对应目标价327-360元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 同类型游戏市场竞争加剧; 现有主要产品的经营数据下滑; 新产品开发进展不达预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	276.34
一年最低价/最高价	76.57/370.27
市净率 (LF)	11.57
流通A股市值 (亿元)	49.19

### 基础数据

每股净资产 (元)	29.43
资产负债率 (%)	17.91
总股本 (百万股)	71.74
流通A股 (百万股)	17.80

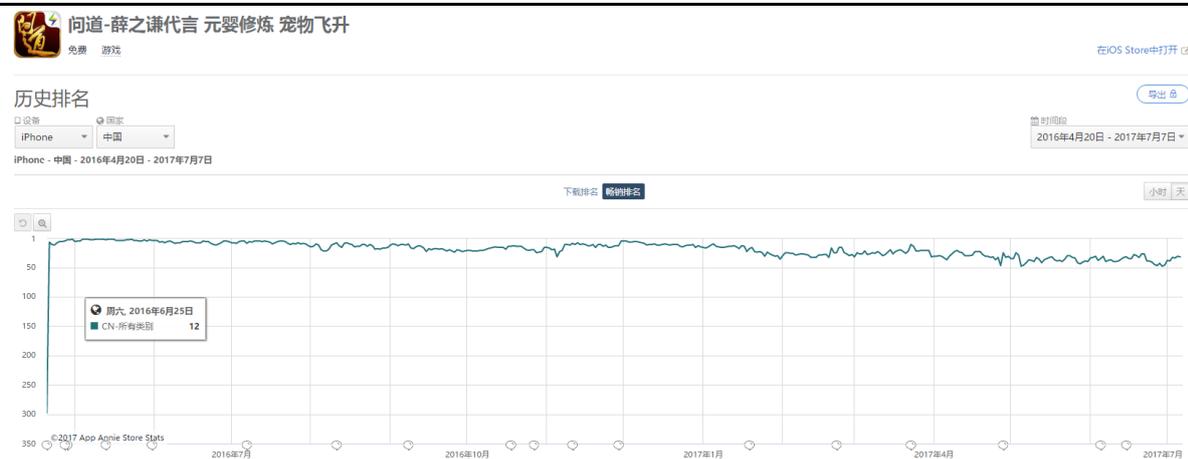
### 相关研究

公司深度报告: 《吉比特: 研运一体格局已成, 工匠精神打磨线优质产品》  
20170327  
公司点评报告: 《吉比特: 产品整体表现稳定, 看好公司长线产品打磨能力》  
20170501

## 1. 长线运营能力得到验证，产品表现稳中有升

收入榜的长期霸榜产品，质量与运营双验证。首先关注 iOS 端的产品表现，《问道手游》自 2016 年 4 月上线以来，运营时间已超过 1 年，但从畅销榜的排名数据来看，产品的收入维持得非常好。如果扣除 iOS 畅销榜榜单中的刷榜产品，《问道手游》基本上维持在前 20 名以内。

图表 1：《问道手游》App Store 畅销榜排名（2016 年 4 月 20 日-2017 年 7 月 7 日）



资料来源：App Annie，东吴证券研究所

另外在安卓端，以腾讯旗下应用宝的收入榜排名来看，2017 年 1-6 月《问道手游》排名稳中有升，表现仅次于三七的爆款产品《永恒纪元》，是毫无争议的应用宝头部产品。

图表 2：《问道手游》应用宝 1-6 月总收入排行



资料来源：应用宝官方公众号，东吴证券研究所

《问道手游》作为公司的旗舰产品，是公司收入与利润贡献的绝对主力。从年初至今，《问道手游》无论在 iOS 端还是安卓端都稳定在头部位置，整体表现优秀。流水的稳定一方面佐证了公司在持续运营上的能力，另一方面也表明公司的业绩有望超越我们过去的预期，上半年与全年都将维持业绩的高增长。

## 2. 《不思议迷宫》口碑持续发酵，高潜力成业绩显著增量

**口碑持续发酵，收入增量明显。**《不思议迷宫》自去年 12 月登陆 iOS 以来，口碑持续发酵，目前在 TapTap 网上的评分高达 9.3 分。其 Roguelike + RPG 养成的创新玩法让许多玩家、包括游戏从业者都欲罢不能。

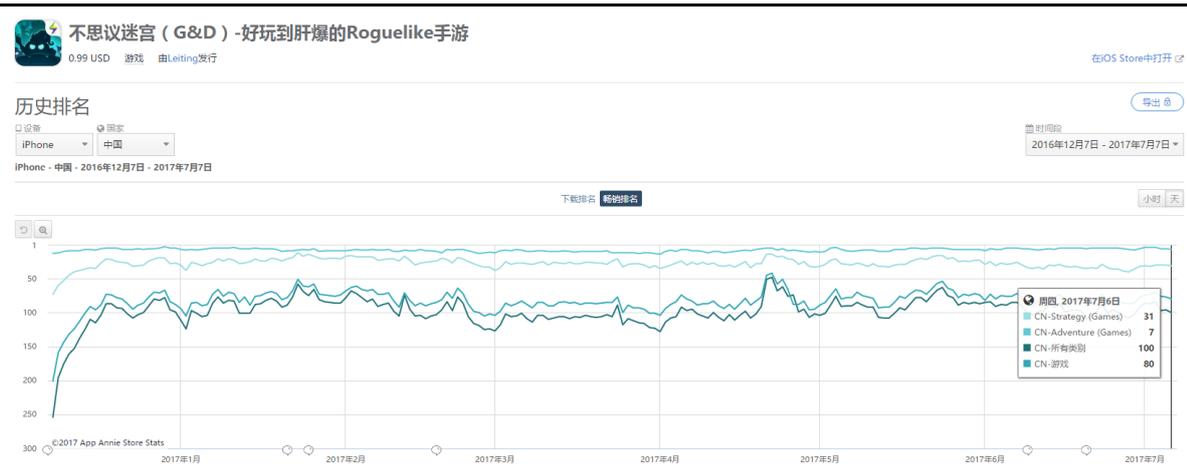
图表 3：《不思议迷宫》TapTap 网站信息截图



资料来源：TapTap，东吴证券研究所

除了口碑良好外，作为一款付费休闲游戏，《不思议迷宫》在创收上表现优异，在 iOS 畅销榜单上高歌猛进，目前维持在榜单的 50-100 名之间。根据我们的测算，其每月贡献流水高达数千万元，将为公司全年业绩带来明显的增量。同时《不思议迷宫》的持续开发的潜力仍然非常可观，在内容不断丰富下，收入水平有望进一步提升，夯实公司全年业绩。

图表 4：《不思议迷宫》App Store 畅销榜排名（2016 年 12 月 7 日-2017 年 7 月 7 日）



资料来源：App Annie，东吴证券研究所

### 3. 摆脱单一产品依赖，重磅 MMO 明年有望强势登场

**新品进度备受关注，重磅产品有望明年强势登场：**公司过去是端游时代的优质厂商，《问道》端游在运营时间超过 10 年的情况下，仍然贡献稳定的收入。如今公司凭借《问道手游》在手游领域也证明了精品研发与长线运营的实力，在 16 年实现了高速增长的同时也夯实了 17 年的业绩，在今年仍然有望维持高增长的步伐。

但是中长期的发展上，业绩持续提升依然有赖于新产品的研发。公司目前新品研发团队已经在深圳分部火力全开，推进多款新产品的研发，明年有望上线一款重磅的 MMO 产品。我们看好公司的研运实力，新产品的上线有望使公司在研运一体的基础上，实现多元化的中长期良性发展，推动业绩再上一台阶。

### 4. 盈利预测与投资建议

公司的产品研发品质与长线运营能力得到很好验证，与口碑爆款《不思议迷宫》的结合有望带来上半年业绩与全年业绩的超预期表现。随着公司在新品研发上的持续推进，明年有望上线重磅 MMO 产品，在研运一体的基础上打造多元化矩阵。公司主力产品的表现超出我们过去预期，因此我们上调了公司的盈利预测。考虑公司股权激励影响的情况下，我们预计公司 2017-2019 年净利润为 7.82、9.97、12.21 亿元，EPS 为 10.90、13.89、17.02 元，对应 PE 为 25、20、16 倍。给予公司 2017 年 30-33 倍估值，对应目标价 327-360 元，维持“买入”评级。

图表 5：公司盈利预测

财务摘要	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入 (百万元)	1,305.4	1,779.8	2,190.5	2,714.9
同比增长	335.08%	36.34%	23.07%	23.94%
净利润 (百万元)	585.5	782.3	996.7	1,220.8
同比增长	234.59%	33.62%	27.41%	22.49%
每股净收益 (元)	8.16	10.90	13.89	17.02

资料来源：Wind，东吴证券研究所 注：股价为 2017 年 7 月 7 日收盘价

## 5. 风险提示

- 同类型游戏的市场竞争加剧：**MMO 类型手游在端转手的带动下，新品仍然不断上线，可能导致 MMO 类型手游的市场竞争加剧，分流用户；
- 现有主要产品的经营数据下滑：**公司目前过于依赖 1-2 款主要产品，产品的活跃用户数以及游戏付费可能随着时间的推移而下降，导致经营数据下滑；
- 新产品开发进展不达预期：**公司中长期的增长依赖于新产品的开发，新产品开发具有不确定性，产品上线的延期可能导致业绩增速不达预期。

## 吉比特盈利预测与估值摘要表

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,972.8	2,203.9	3,191.9	3,699.9	营业收入	1,305.4	1,779.8	2,190.5	2,714.9
货币资金	1,731.2	2,102.4	2,883.2	3,512.9	营业成本	52.4	123.0	129.1	135.6
应收和预付款项	226.5	86.5	293.7	172.0	营业税金及附加	9.5	13.0	16.0	19.8
存货	-	-	-	-	营业费用	162.4	200.9	263.1	394.7
其他流动资产	15.0	15.0	15.0	15.0	管理费用	276.9	310.2	402.2	476.7
非流动资产	412.1	357.3	298.5	239.1	财务费用	-19.7	-46.3	-59.3	-75.2
长期股权投资	38.5	38.5	38.5	38.5	资产减值损失	16.3	12.0	16.0	20.0
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	-3.6	-	-	-
固定资产和在建工程	348.3	298.6	244.9	187.2	其他经营损益	11.3	-50.0	-	-
无形资产和开发支出	17.0	15.2	13.4	11.6	营业利润	804.0	1,167.1	1,423.3	1,743.4
其他非流动资产	8.3	5.0	1.7	1.7	营业外净收支	11.3	-50.0	-	-
资产总计	2,384.8	2,561.2	3,490.5	3,938.9	利润总额	815.3	1,117.1	1,423.3	1,743.4
流动负债	192.4	-115.8	195.9	-111.9	所得税	111.7	163.1	207.8	254.5
短期借款	-	-	-	-	净利润	703.5	954.0	1,215.5	1,488.8
应付和预收款项	192.4	-115.8	195.9	-111.9	少数股东损益	118.1	171.7	218.8	268.0
长期借款	-	-	-	-	归属母公司股东净利	585.5	782.3	996.7	1,220.8
其他负债	139.4	139.4	139.4	139.4	EBIT	801.5	1,074.0	1,367.2	1,671.4
负债合计	331.8	23.6	335.3	27.5	EBITDA	809.1	1,116.8	1,410.0	1,710.9
股本	71.2	71.2	71.2	71.2					
资本公积	892.2	892.2	892.2	892.2	重要财务与估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
留存收益	963.1	1,276.0	1,674.7	2,163.0	每股收益(元)	8.16	10.90	13.89	17.02
归属母公司股东权益	1,926.5	2,239.4	2,638.1	3,126.4	每股净资产(元)	26.85	31.22	36.77	43.58
少数股东权益	126.6	298.3	517.1	785.1	发行在外股份(百万股)	71.7	71.7	71.7	71.7
股东权益合计	2,053.0	2,537.7	3,155.2	3,911.5	ROIC(%)	794.6%	286.7%	257.7%	485.8%
负债和股东权益合计	2,384.8	2,561.2	3,490.5	3,938.9	ROE(%)	30.4%	34.9%	37.8%	39.0%
					毛利率(%)	96.0%	93.1%	94.1%	95.0%
现金流量表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	EBITMargin(%)	61.4%	60.3%	62.4%	61.6%
经营性现金净流量	786.4	840.1	1,322.8	1,290.2	销售净利率(%)	53.9%	53.6%	55.5%	54.8%
投资性现金净流量	-161.6	-42.7	-	-	资产负债率(%)	13.9%	0.9%	9.6%	0.7%
筹资性现金净流量	859.8	-426.3	-541.9	-660.5	收入增长率(%)	335.1%	36.3%	23.1%	23.9%
现金流量净额	1,493.5	371.2	780.8	629.6	净利润增长率(%)	304.2%	35.6%	27.4%	22.5%
折旧与摊销	0.1	0.4	0.4	0.4	P/E	33.9	25.3	19.9	16.2
资本支出	1.6	-	-	-	P/B	10.3	8.9	7.5	6.3
经营营运资本增加	-0.4	1.7	-1.0	1.9	EV/EBITDA	22.3	16.0	12.3	9.9

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 计算使用股价为 2017 年 7 月 7 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>