

吉比特(603444)/互联网传媒
**《问道手游》流水下滑导致营收增速放缓，
期待新游戏上线**
评级：增持(维持)

市场价格：253.56

目标价格：303.10

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

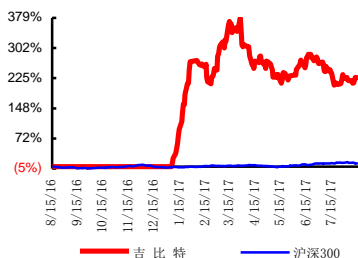
Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

联系人：朱骏楠

Email: zhuqn@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	72
流通股本(百万股)	18
市价(元)	253.56
市值(百万元)	18,190
流通市值(百万元)	4,513

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1【中泰传媒】吉比特(603444)年报点评：《问道手游》数据靓丽，带动业绩大幅增长

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	300.05	1305.43	1377.95	1547.78	1742.35
增长率 yoy%	-7.00%	335.08%	5.56%	12.32%	12.11557
净利润	174.98	585.46	616.15	691.42	773.35
增长率 yoy%	-9.59%	234.59%	5.24%	12.22%	11.85%
每股收益(元)	3.28	8.23	8.66	9.71	10.87
每股现金流量	3.50	11.13	14.98	12.84	13.80
净资产收益率	36.25%	30.39%	27.37%	23.50%	20.81%
P/E	0.00	0.00	29.29	26.10	23.33
PEG	—	0.00	5.59	2.14	1.97
P/B	0.00	0.00	8.02	6.13	4.86

备注：

投资要点

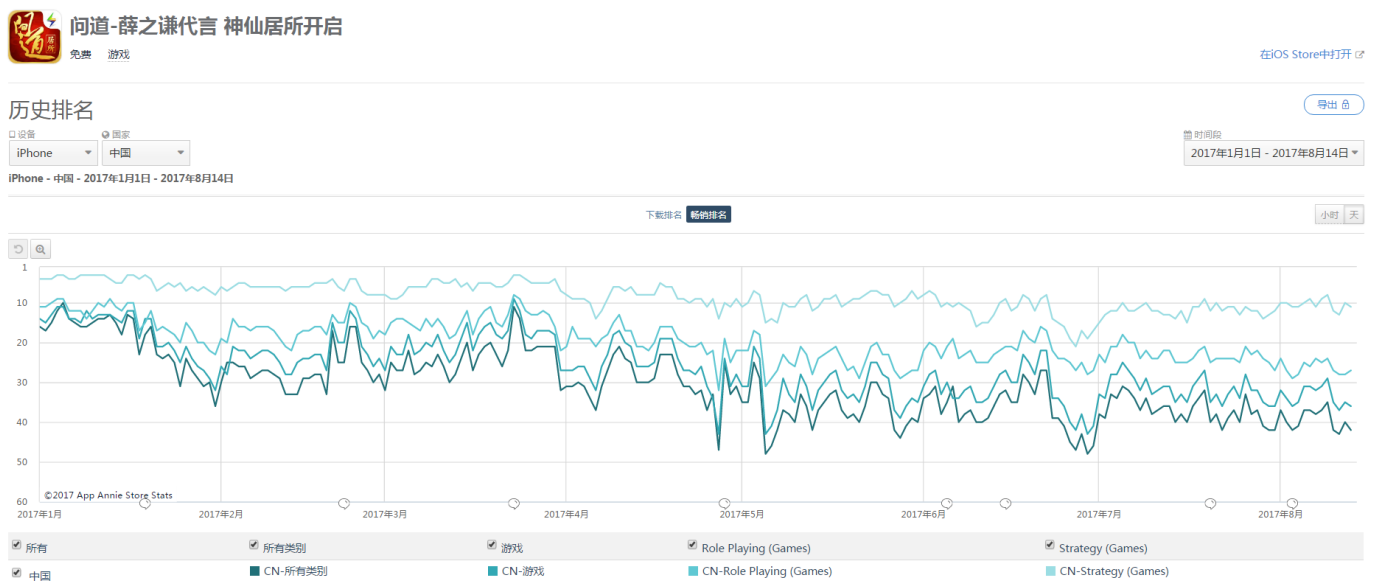
- **事件**：吉比特发布 2017 年半年报，报告期内实现营业收入 7.2 亿元，同比增长 25.24%，归母净利润 2.99 亿元，同比增长 2.13%，扣非后归母净利润为 2.96 亿元，同比增长 1.63%，EPS 为 4.17 元/股。Q2 单季度，公司实现营业收入 3.44 亿元，同比下滑 29.11%，环比下滑 8.75%，归母净利润 1.35 亿元，同比下滑 43.16%，环比下滑 17.7%。
- **业绩基本符合预期，但《问道》手游流水下滑导致 Q2 营收环比下滑较大**。公司主营业务以端游和手游为主，其中端游主要产品以《问道》和《斗仙》为主，营收较为稳定，手游产品主要为自研《问道手游》以及代理发行的《不思议迷宫》和《地下城堡》系列。从 2017 年上半年公司营业收入同比增长了 25.24%，但考虑到《问道手游》为 2016 年 4 月上线，2016Q1 并未有手游贡献，因此如果单独对比 Q2 业绩，营收同比下滑较多，达到 29.11%，主要原因为《问道手游》流水的下滑。
- **营业成本大幅提升，毛利率有所下滑**。2017 上半年公司营业成本为 6171.59 万元，同比增长 152.11%，Q2 同比增长了 60%，毛利率同比下滑了 4 个百分点，为 91.43%，主要原因在于：1) 代理发行《不思议迷宫》导致游戏分成成本增加、运营维护人员增加、服务器及带宽等费用增加；2) 运营维护人员薪酬增加。
- **三费方面**：销售费用为 8809.62 万元，同比增长 49.02%，其中产品推广费用为 6660.2 万元，同比增长了 36.95%，职工薪酬为 1971.33 万元，同比增长了 98.2%。管理费用为 1.53 亿元，同比增长 74.08%，主要是由于研发投入同比增长了 61.2%，达到 1.08 亿，管理部门职工薪酬同比增长了 99.4%，达到 2977.4 万元。财务费用为 -1411.3 万元，主要系利息收入增加。
- **盈利预测及估值**：公司将运营超过 10 年的端游 IP《问道》改编手游大获成功，证明具有不俗的研发能力，同时公司研发投入仍不断增加，期待后续重磅新品上线。另一方面公司基于雷霆游戏的发行平台拥有较好的发行能力，在上游游戏制作方面还投资了众多优质 CP 公司保证了高品质游戏来源。我们预计公司 2017/2018 年实现营业收入 13.78/15.48 亿元，同比增长 5.6%/12.3%，实现归母净利润 6.16/6.91 亿元，同比增长 5.24%/12.22%，对应 EPS 为 8.66/9.71 元/股，给与公司 2017 年 35xPE，目标价 303.1 元，维持“增持”评级。
- **风险提示**：1) 新游戏上线进度不达预期；2) 单款游戏依赖程度较高风险。

图表 1: 吉比特财务报表和估值模型

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	323	300	1,305	1,378	1,548	1,742	货币资金	339	450	1,949	2,946	3,471	4,348
增长率	16.64%	-7.0%	335.1%	5.6%	12.3%	12.6%	应收款项	23	26	223	124	142	159
营业成本	-10	-11	-52	-133	-145	-159	存货	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	3.1%	3.6%	4.0%	9.6%	9.4%	9.1%	其他流动资产	3	5	22	28	29	30
毛利	313	289	1,253	1,245	1,402	1,583	流动资产	364	481	2,194	3,098	3,642	4,537
% 销售收入	96.9%	96.4%	96.0%	90.4%	90.6%	90.9%	% 总资产	80.3%	77.6%	83.0%	85.1%	84.8%	85.5%
营业税金及附加	-3	-2	-10	-10	-11	-13	长期投资	22	38	39	39	39	39
% 销售收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定投资	43	71	348	443	552	671
营业费用	-27	-26	-162	-167	-190	-214	% 总资产	9.4%	11.5%	13.2%	12.2%	12.8%	12.6%
% 销售收入	8.5%	8.6%	12.4%	12.1%	12.3%	12.3%	无形资产	12	16	24	21	22	22
管理费用	-83	-78	-277	-269	-285	-335	非流动资产	90	139	449	541	650	769
% 销售收入	25.9%	26.2%	21.2%	19.5%	18.4%	19.2%	% 总资产	19.7%	22.4%	17.0%	14.9%	15.2%	14.5%
息税前利润 (EBIT)	199	183	804	800	916	1,022	资产总计	454	620	2,643	3,639	4,292	5,307
% 销售收入	61.6%	60.9%	61.6%	58.0%	59.2%	58.7%	短期借款	10	13	12	12	12	12
财务费用	2	6	20	24	32	39	应付款项	2	11	192	192	233	247
% 销售收入	-0.7%	-2.1%	-1.5%	-1.8%	-2.1%	-2.2%	其他流动负债	79	87	379	915	679	731
资产减值损失	0	0	-16	0	0	0	流动负债	90	112	584	1,119	924	990
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	6	3	0	0	0	0
投资收益	-1	-4	-4	18	7	9	其他长期负债	20	14	6	6	6	6
% 税前利润	-	-	-	2.1%	0.8%	0.8%	负债	116	129	590	1,125	930	996
营业利润	200	185	804	842	955	1,070	普通股股东权益	337	483	1,926	2,251	2,942	3,716
营业利润率	62.0%	61.8%	61.6%	61.1%	61.7%	61.4%	少数股东权益	0	8	127	263	420	595
营业外收支	13	8	11	11	10	11	负债股东权益合计	454	620	2,643	3,639	4,292	5,307
税前利润	213	194	815	853	966	1,081	比率分析						
利润率	65.9%	64.6%	62.5%	61.9%	62.4%	62.0%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-19	-20	-112	-100	-117	-133	每股指标						
所得税率	9.0%	10.2%	13.7%	11.7%	12.1%	12.3%	每股收益 (元)	3.626	3.279	8.226	8.657	9.715	10.866
净利润	194	174	704	753	848	948	每股净资产 (元)	6.323	9.045	27.068	31.626	41.341	52.207
少数股东损益	0	-1	118	136	157	175	每股经营现金净流 (元)	3.818	3.497	11.133	14.984	12.844	13.802
归属于母公司的净利润	194	175	585	616	691	773	每股股利 (元)	0.000	0.000	4.100	4.100	0.000	0.000
净利率	60.0%	58.3%	44.8%	44.7%	44.7%	44.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	57.35%	36.25%	30.39%	27.37%	23.50%	20.81%
净利润	194	174	704	753	848	948	总资产收益率	42.64%	28.23%	22.15%	16.93%	16.11%	14.57%
少数股东损益	0	0	0	136	157	175	投入资本收益率	-2246.83%	864.04%	895.21%	-153.98%	-596.87%	-1398.37%
非现金支出	6	7	24	6	6	6	增长率						
非经营收益	4	3	-28	-29	-18	-20	营业总收入增长率	16.64%	-7.00%	335.08%	5.56%	12.32%	12.57%
营运资金变动	0	2	93	336	78	48	EBIT增长率	18.32%	-8.05%	339.84%	-0.58%	14.55%	11.58%
经营活动现金净流	204	187	792	1,203	1,071	1,157	净利润增长率	22.85%	-9.59%	234.59%	5.24%	12.22%	11.85%
资本开支	8	28	155	88	105	114	总资产增长率	52.91%	36.57%	326.42%	37.69%	17.95%	23.63%
投资	-12	-20	-6	0	0	0	资产管理能力						
其他	-1	-5	0	18	7	9	应收账款周转天数	24.5	27.7	33.6	31.6	32.3	32.1
投资活动现金净流	-21	-53	-162	-70	-97	-105	存货周转天数	0.2	-	-	0.0	0.0	0.0
股权募资	0	6	909	0	0	0	应付账款周转天数	32.5	158.3	663.7	495.2	551.4	532.6
债权募资	-3	-3	-3	0	0	0	固定资产周转天数	46.3	46.6	10.0	8.5	6.0	4.1
其他	-61	-30	-37	0	-292	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	-64	-28	869	0	-292	0	净负债/股东权益	-95.89%	-88.35%	-94.36%	-116.71%	-102.87%	-100.60%
现金净流量	119	106	1,499	1,133	682	1,052	EBIT利息保障倍数	-89.9	-28.7	-40.8	-32.7	-28.5	-26.1
							资产负债率	25.65%	20.75%	22.32%	30.92%	21.67%	18.77%

来源: 中泰证券研究所

图表 2: 《问道手游》IOS 畅销榜近 90 天排名情况



来源: Appannie, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。