

吉比特

603444

审慎增持 (维持)

端转手成功，Roguelike 再放异彩

2019年03月12日

市场数据

市场数据日期	2019-03-12
收盘价(元)	204.56
总股本(百万股)	71.88
流通股本(百万股)	41.25
总市值(百万元)	14703.77
流通市值(百万元)	8438.1
净资产(百万元)	2682.7
总资产(百万元)	3632.22
每股净资产	37.32

主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1440	1630	1954	2159
同比增长	10.3%	13.2%	19.9%	10.5%
净利润(百万元)	610	686	770	888
同比增长	4.1%	12.6%	12.2%	15.3%
毛利率	90.9%	90.9%	90.8%	90.9%
净利率	42.3%	42.1%	39.4%	41.1%
每股收益(元)	8.57	9.65	10.82	12.48
每股经营现金流(元)	11.37	9.01	12.75	15.19
市盈率	23.9	21.2	18.9	16.4
市净率	6.3	5.1	4.0	3.2

投资要点

- **端转手大获成功，Roguelike 元素游戏延展再放异彩。**1) 老牌端游公司精品叠出惊喜不断，上市之际将《问道》端游 IP 向手游延展，《问道手游》的问世使得业绩上升一个新台阶；2) 端转手后发力包含 Roguelike 元素移动端游戏的研发与发行，并成功推出《地下城堡》、《不思议迷宫》、《地下城堡 2》、《贪婪洞窟 2》等精品游戏；3) 我们认为公司已在 Roguelike 元素游戏这一细分领域逐渐获得品牌优势，并通过精品游戏形成 IP，未来有望持续推出系列游戏与创意新游，并依赖公司品牌优势与自身产品 IP 减少获客成本，获得更多自然流量，从而形成公司自身壁垒与估值溢价。
- **手游行业整体趋缓，细分领域或迎新机遇。**1) 2018 年国内移动游戏市场 1339.6 亿元，同比增长 15.4%，增速放缓明显；2) 随着手游行业的成熟，经历了现象级手游《王者荣耀》以及“吃鸡”类手游的普及，用户对游戏品质的要求上了一个新台阶，Roguelike 元素游戏作为趣味性、游戏性强的品类，有望通过游戏产品本身获得玩家认可；3) 行业增速放缓，Roguelike 元素游戏此前在手游市场占比非常小，其趣味性恰适合玩家对游戏需求的升级，该领域游戏有望接下来快速成长，不受行业增速放缓影响。
- **盈利预测：**《问道》端游手游流水稳定，丰富的 Roguelike 元素游戏不断上线持续提升该品类所贡献的营收与利润占比，由于其可玩性高，用户粘性好，有望获得更久的生命周期，并为公司提供更稳定的业绩，且随着公司 Roguelike 元素游戏这一细分领域的领先地位逐步确定，有望享受龙头溢价。预计 2018/19/20 年净利润为 6.86/7.70/8.88 亿元，对应 3 月 12 日股价 PE 分别为 21/19/16 倍，予以“审慎增持”评级。

相关报告

《【兴证传媒】吉比特中报点评：利润平稳营收大增，研运一体推进》2017-08-17

《【兴证传媒】吉比特调研报告：端转手初见成效，研运一体继续打造精品》2017-02-14

分析师：

丁婉贝

dingwanbei@xyzq.com.cn

S0190515020001

刘跃

liuyue@xyzq.com.cn

S0190517090001

团队成员：

丁婉贝，刘跃，邵伟，李阳

风险提示：1) 新游戏流水不达预期；2) 行业竞争加剧；3) 政策监管加剧。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、成功端转手，《问道》奠定公司研发底蕴	- 3 -
1.1、端游研发公司成功转手，并建立发行业务	- 3 -
1.2、《问道》成为自研业务的强大基石，新作有望厚积薄发	- 4 -
2、发行业务突飞猛进，具备独特性	- 5 -
2.1、Roguelike 元素游戏发行表现突出	- 5 -
2.2、RL 细分市场分析	- 6 -
3、财务分析及盈利预测	- 11 -
3.1、公司业绩稳中有升，发展持续向好	- 11 -
3.2、盈利预测	- 14 -
4、投资建议与评级	- 15 -
图 1、吉比特最新股东结构示意图	- 3 -
图 2、Rogue 游戏画面	- 7 -
图 3、Roguelike 玩家人数地区占比	- 8 -
图 4、全球热度前 5 名 Roguelike 游戏玩家人数点测	- 9 -
图 5、全球热度前 5 名 Roguelike 游戏时长（单位：小时）	- 9 -
图 6、Roguelike 玩家游戏拥有量	- 10 -
图 7、吉比特 2015-2018 营业收入及增速（单位：亿元）	- 12 -
图 8、吉比特 2015-2018 归母净利润及增速（单位：亿元）	- 12 -
图 9、吉比特 2013-2017 各板块业务营收（单位：亿元）	- 13 -
图 10、吉比特 2013-2017 各板块业务营收占比	- 13 -
图 11、吉比特 2015-2018 销售费用及增速	- 13 -
（单位：亿元）	- 13 -
图 12、吉比特 2015-2018 管理费用及增速	- 13 -
（单位：亿元）	- 13 -
图 13、吉比特 2015-2018 员工薪酬及福利现金支出（单位：亿元）	- 14 -
表 1、吉比特旗下主要子公司 2018 半年度概况（单位：十万元）	- 4 -
表 2、公司对外投资概况（单位：万元）	- 4 -
表 3、吉比特主要已上线游戏产品概况	- 5 -
表 4、TapTap 中统计安装量的 Roguelike 游戏（2019 年 1 月 8 日）	- 11 -
表 5、游戏业务业绩预测（百万元）	- 15 -
附表	- 16 -

报告正文

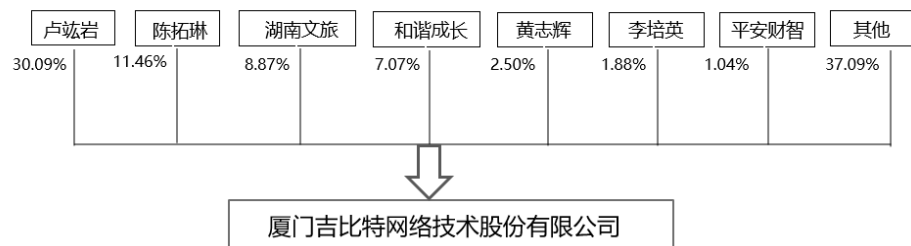
1、成功端转手，《问道》奠定公司研发底蕴

1.1、端游研发公司成功转手，并建立发行业务

吉比特，自 2004 年创立以来，深耕端游市场，先后推出《问道》、《斗仙》与《乱战》等精品端游作品。公司依托《问道手游》成功开拓手机游戏市场，同时代理发行业务不断突破新品类，在 RPG 与包含 Roguelike 元素游戏品类不断突围。

2009 年底，吉比特改制整体，变更设立为股份公司，2017 年通过证监会审批，首次在创业板公开发行股票。**卢竑岩为公司实际控制人**。吉比特管理层持股比例高，股权较为集中。上市前卢竑岩与陈拓琳合计控制公司 55.97% 的股权，上市后合计持股 41.55%，有利于公司高效决策。

图 1、吉比特最新股东结构示意图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

吉比特旗下有诸多子公司，它们坚持“游戏精品化”路线，各司其职，建立了包括游戏品牌建设、媒体宣传、活动策划、合作渠道拓展及后续客户服务等一整套完整的运营系统。吉比特 2018 年半年度报告的财务指标显示，净利润或投资收益对吉比特净利润影响达到 10% 以上的有雷霆互动、雷霆科技、深圳雷霆信息三间子公司。

表 1、吉比特旗下主要子公司 2018 半年度概况（单位：十万元）

子公司名称	主要业务	注册资本	期末总资产	期末净资产	本期净利润
雷霆互动	网络游戏研发和制作	70	992.64	878.35	343.38
雷霆科技	网络游戏运营	30	504.76	62.61	220.34
吉相投资	股权投资	600	405.69	404.27	4.28
雷霆娱乐	网络游戏研发和制作	300	310.06	196.26	-16.4
深圳雷霆信息	网络游戏运营	100	581.42	225.1	140.16

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

吉比特投资布局围绕其生态布局战略展开，其中投资重点在股权投资及网络游戏研发与制作。截止 2018 年 8 月，吉比特及其子公司对外股权投资共计 39,837.74 万元，上年同期金额 24,634.98 万元，同比增长 61.71%。

表 2、公司对外投资概况（单位：万元）

投资主体	被投资公司名称	被投资公司主营业务	本期投资金额	累计投资金额	投资公司权益比例
吉比特	吉相投资	股权投资	20,000	40,000	100%
吉相投资	香港坤磐	股权投资	4,432	5,281	100%
雷霆互动	雷霆娱乐	游戏研发制作	4,100	23,700	100%
雷霆互动	野猫公园	游戏研发制作	500	1,500	100%
雷霆互动	木叶信息	游戏研发制作	500	500	100%
雷霆科技	深圳雷霆科技	游戏运营	1,000	2,000	60%
香港坤磐	River Games	游戏研发制作	100	100	20%
香港坤磐	Rayark	游戏研发制作	4,561	4,561	5%
吉相投资	厦门真有趣	游戏研发制作	3000	3,000	10%
吉相投资	坚果核力	基金管理	45	45	15%
吉相投资	广州百漫	动漫制作	1,600	1,600	8%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、《问道》成为自研业务的强大基石，新作有望厚积薄发

吉比特自成立以来凭借着较强的自主研发实力，先后推出多款端游精品，产品类型丰富、可玩性高。其代表作《问道》自商业化运营以来，深受游戏玩家喜爱，PCU 一度接近百万。

以《问道手游》为例，凭借着端游所积累的庞大用户数量及较好声誉迅速发展，自 2016 年 4 月正式运营以来，用户规模及充值金额增长迅速；截至 2016 年 12 月 31 日，在 2016 年移动游戏收入榜中排名第五；累计注册用户数量超过 1200 万；截至 2017 年 12 月 31 日，在苹果应用商店 iPhone 游戏畅销榜平均排名为第 27 名，最高至该榜单第 9 名；截至 2018 年 6 月 30 日，在苹果应用商店游戏畅销榜平均排名为第 27 名，最高至该榜单第 11 名；累计注册用户数量超过 2500 万。

持续的高比例研发投入为公司自主创新提供了坚实保障。截至 2018 年 6 月 30 日，公司共有 255 名研发人员，占公司员工总数的 48.02%。中高层管理人员工作经验丰富，多人具有海外留学、工作的经历，其中研发核心层人员均系拥有多年游戏开发及团队管理经验的资深人士，为公司持续推出新产品奠定良好的研发和管理基础。在研发费用投入方面，2016 年、2017 年和 2018 年 1-6 月，公司的研发费用投入分别占公司营业收入的 14.79%、16.94%和 16.89%。

2、发行业务突飞猛进，具备独特性

2.1、Roguelike 元素游戏发行表现突出

吉比特现以雷霆游戏为其自主运营平台，向手游发行进军。截至目前，雷霆游戏已成功运营了《问道手游》、《地下城堡》、《不思议迷宫》、《地下城堡 2》、《贪婪洞窟》、《长生劫》等多款移动游戏，并储备有包括《原力守护者》、《永不言弃：黑洞》、《奇葩战斗家》、《魔法洞穴 2》、《失落城堡》、《Turmoil》、《砰砰小怪兽》、《下一把剑》、《怪物制造者》、《探灵之夜嫁》等数款自研产品，以及签约代理了《跨越星弧》、《螺旋英雄谭》、《花灵》、《伊洛纳》等数款未上线手游。

表 3、吉比特主要已上线游戏产品概况

游戏名称	大分类	具体细分类别	产品表现
《问道》	端游	MMORPG	1) 自 2006 年进入 Alexa 全球排行榜千名以内，并保持至今； 2) 自商业化以来 PCU 最高近百万 3) 截至截至 2017 年 2 月，ACU 长期保持在 20 万以上，月度活跃用户数保持在 500 万左右
《斗仙》	端游	3D 仙侠	1) 截至 2016 年 9 月 30 日，累计注册用户数超过 340 万，累计充值金额超过 1.8 亿元； 2) 截至 2017 年 2 月，付费转化率稳定在 10% 左右，月度 ARPU 保持在 250 元左右
《乱战》	端游	集换式卡牌类	获评中国音像与数字出版协会游戏出版工作委员会“2015 年度十大最受欢迎网页游戏”
《问道手游》	手游	MMORPG	1) 截至 2016 年 12 月 31 日，在 2016 年移动游戏收入榜中排名第五；》累计注册用户数量超过 1200 万； 2) 截至 2017 年 12 月 31 日，在苹果应用商店 iPhone 游戏畅销榜平均排名为第 27 名，最高至该榜单第 9 名； 3) 截至 2018 年 6 月 30 日，在苹果应用商店游戏畅销榜平均排名为第 27 名，最高至该榜单第 11 名；累计注册用户数量超过 2500 万
《地下城堡 2》	手游	Roguelike	1) 自 2016 年 8 月 18 日至 2017 年 12 月 31 日，在苹果应用商店 iPhone 游戏付费榜平均排名为第 20 名，最高至该榜单第 1 名 2) 海外版于 2018 年 3 月在除日韩外的国家和地区发布，上线后获得 Google Play 编辑精选推荐、Google Play 全球推荐截

			<ul style="list-style-type: none"> 3) 截至 2018 年 6 月 30 日, 苹果应用商店 iPhone 游戏付费榜平均排名为第 33 名 4) 2018 年 8 月 8 日, 海外版在日本全面上线
《不思议迷宫》	手游	Roguelike	<ul style="list-style-type: none"> 1) 自 2016 年 12 月上线至 2018 年 6 月 30 日, 在苹果应用商店获得超过 14 万条的五星好评; 2) 自上线至 2017 年 12 月 31 日, 在苹果应用商店 iPhone 游戏付费榜平均排名为第 7 名, 期间有 72 天为第 1 名; 截至 2017 年 12 月 31 日, 《不思议迷宫》累计注册用户数量超过 1,000 万 3) 截至 2018 年 6 月 30 日在苹果应用商店 iPhone 游戏付费榜平均排名为第 15 名, 最高至该榜单第 2 名; 累计注册用户数量超过 1300 万
《贪婪洞窟》	手游	Roguelike	<ul style="list-style-type: none"> 1) 2018 年 2 月 27 日上线首日, 分别位于 TapTap 安卓游戏下载榜第 1 名、热门榜第 1 名、热玩榜第 2 名; 2) 2018 年 2 月上线首月, 在苹果应用商店 iPhone 游戏付费榜平均排名为第 6 名, 最高至该榜单第 4 名。苹果应用商店 iPhone 游戏付费榜平均排名为第 19 名; 3) 自上线至 2018 年 6 月 30 日, 在苹果应用商店 iPhone 游戏付费榜平均排名为第 19 名, 最高至该榜单第 1 名
《长生劫》	手游	Roguelike	<ul style="list-style-type: none"> 1) 2018 年 6 月 28 日上线首日分别位列 TapTap 安卓游戏热门榜第 1 名、苹果应用商店 iPhone 游戏付费榜第 1 名; 2) 2018 年 6 月上线首月在苹果应用商店 iPhone 游戏付费榜平均排名为第 24 名
《贪婪洞窟 2》	手游	Roguelike	<ul style="list-style-type: none"> 1) 开服前预约量累计突破 100 万, 快速登顶 TapTap 热玩榜与热门榜第一, App Store 付费榜第一 2) 自 2018 年 11 月 29 日上线以来, 一直位于苹果应用商店 iPhone 游戏付费榜第一名, 最高至 iPhone 游戏畅销榜前四十名内

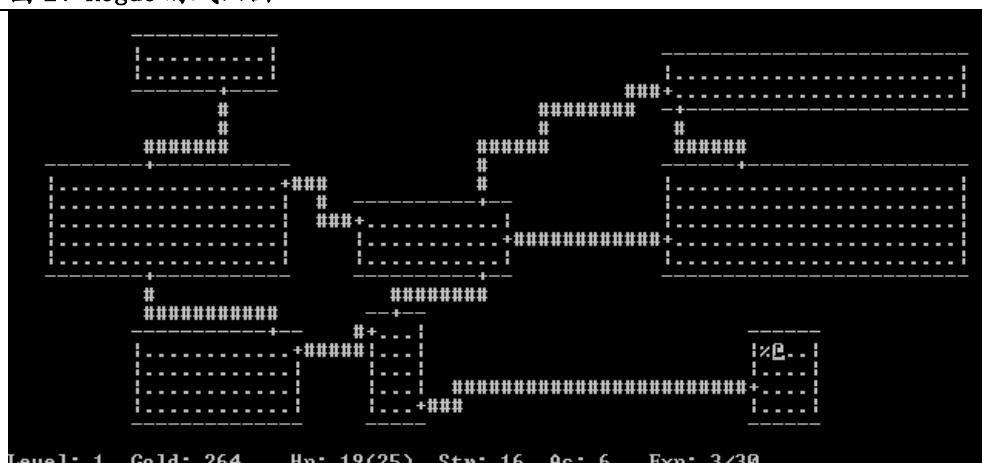
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、RL 细分市场分析

Roguelike 的前世今生。

1) 在吉比特的手游新产品中, 可以看到不少类型标签为 Roguelike 的游戏, 其最初的雏形是 Rogue, 由 UCB 的学生 Ken Arnold 于 1980 年开发, 是一款回合制 RPG 端游, 玩家在其中扮演地下城中冒险者的角色, 游戏目标是达到最底层, 取得 "Amulet of Yendor", 再返回第一层逃出生天;

图 2、Rogue 游戏画面



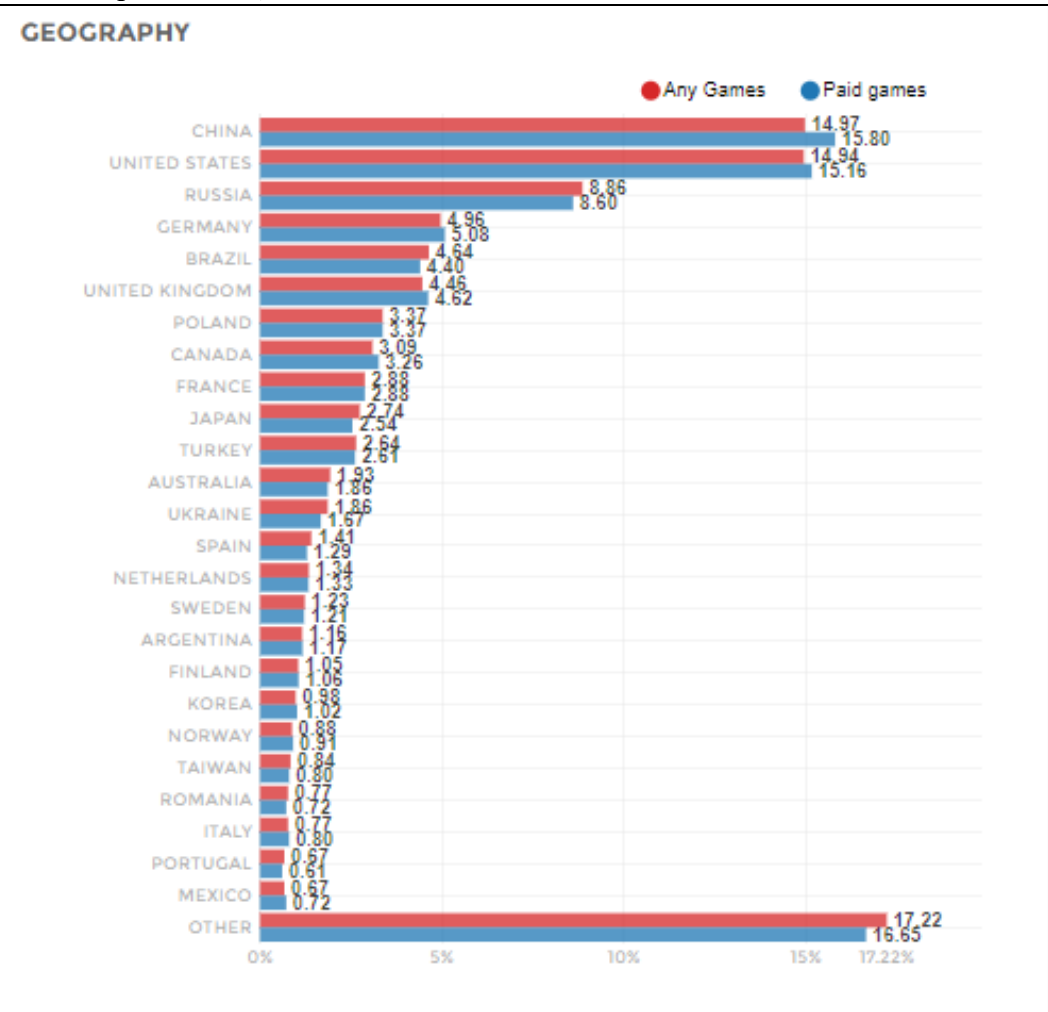
资料来源：STEAM，兴业证券经济与金融研究院整理

Roguelike 逐渐发展成熟。

- 1) 虽然在诞生后迅速走向成熟，但由于 Roguelike 游戏的创造者和玩家都太过硬核，游戏本身门槛极高，所以 Roguelike 一直以游戏圈亚文化的角色存在，直到 1996 年，暴雪游戏脱离传统游戏制作思路的束缚，先后发布了脍炙人口的《暗黑破坏神》系列游戏；
- 2) 从单纯的永久死亡回合制到融入新的游戏元素：动作 Roguelike《盗贼遗产》、冒险 Roguelike《饥荒》、射击 Roguelike《以撒的结合》以及音乐游戏元素 Roguelike《节奏地牢》均是典型案例。
- 3) Roguelike 脱离了传统的 PC 端，进入了移动端，并多次登上付费榜单 TOP1。如《月圆之夜》上线仅一年用户便破 500 万，热门 Roguelike 手游续作《贪婪洞窟 2》推出后迅速登顶 iOS 付费应用下载榜首，近日迎来两周年的《不思议迷宫》用户数更是突破了 1500 万大关。2018 年中，《Dungeon Maker》、《元气骑士》、《比特小队》、《撸撸塔》、《提灯与地下城》、《牌师》、《元素地牢》等已上线或尚在研发中的 Roguelike 游戏集中出现，预示着带有 Roguelike 元素的游戏可能将引发新一轮潮流。

Roguelike 游戏用户集中在中国、美国、俄罗斯三国。根据 STEAMSPY 所提供的数据，截至 2019 年 2 月 19 日，所有 Roguelike 玩家中有 14.97% 来自中国，14.94% 来自美国，8.86% 来自俄罗斯；若按照所有付费的 Roguelike 玩家数量统计，中国玩家占比 15.8%，美国玩家占比 15.16%，俄罗斯玩家占比 8.6%。

图 3、Roguelike 玩家人数地区占比



资料来源：STEAMSPY，兴业证券经济与金融研究院整理

Roguelike 游戏存量用户集中于爆款游戏。

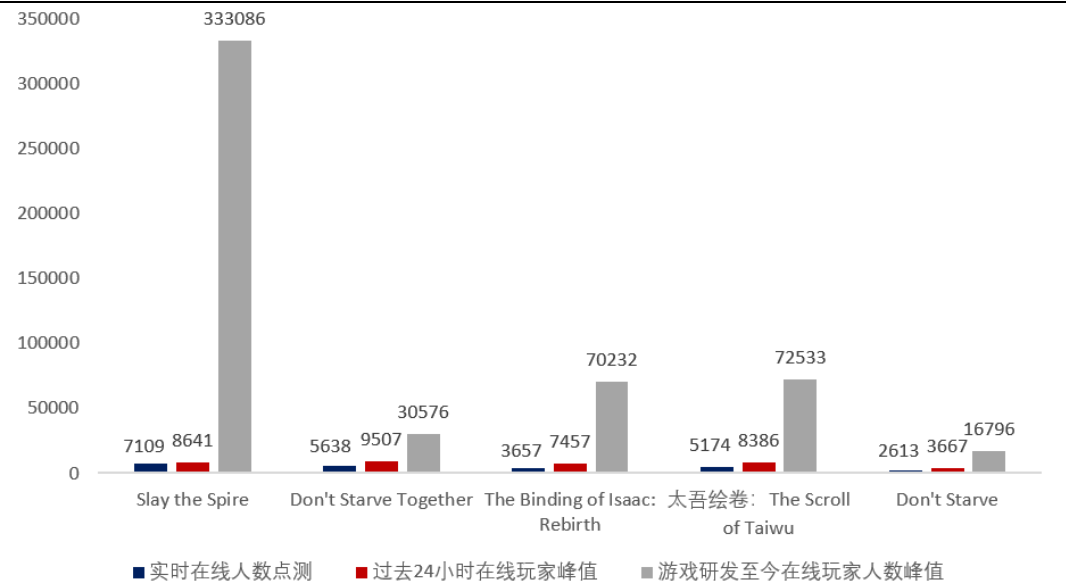
根据 STEAMDB 的数据显示，当前全球范围内热度最高的 Roguelike 游戏分别为 Slay the Spire、Don't Starve Together、The Binding of Isaac: Rebirth、太吾绘卷：The Scroll of Taiwu 和 Don't Starve，玩家较为活跃，流量可观。

- 1) 以纽约时间 2019 年 2 月 19 日凌晨 01 时 15 分的流量点测数据为例，Slay the Spire 在线人数达 7109 人，Don't Starve Together 在线人数达 5638 人；
- 2) 以纽约时间 2019 年 2 月 19 日凌晨 01 时 15 分的流量点测数据为例，Slay the Spire 在 24 小时内玩家在线人数峰值为 8641，Don't Starve Together 为 9507；
- 3) 以纽约时间 2019 年 2 月 19 日凌晨 01 时 15 分的流量点测数据为例，Slay the Spire 研发至今玩家在线人数峰值为 33086 人，Don't Starve Together 为 30576 人；
- 4) 五款最热门的 Roguelike 游戏在 2019 年 2 月 19 日之前的两周内玩家游戏时长中位数超过 0.73 小时，平均数超过 4.3 小时；

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

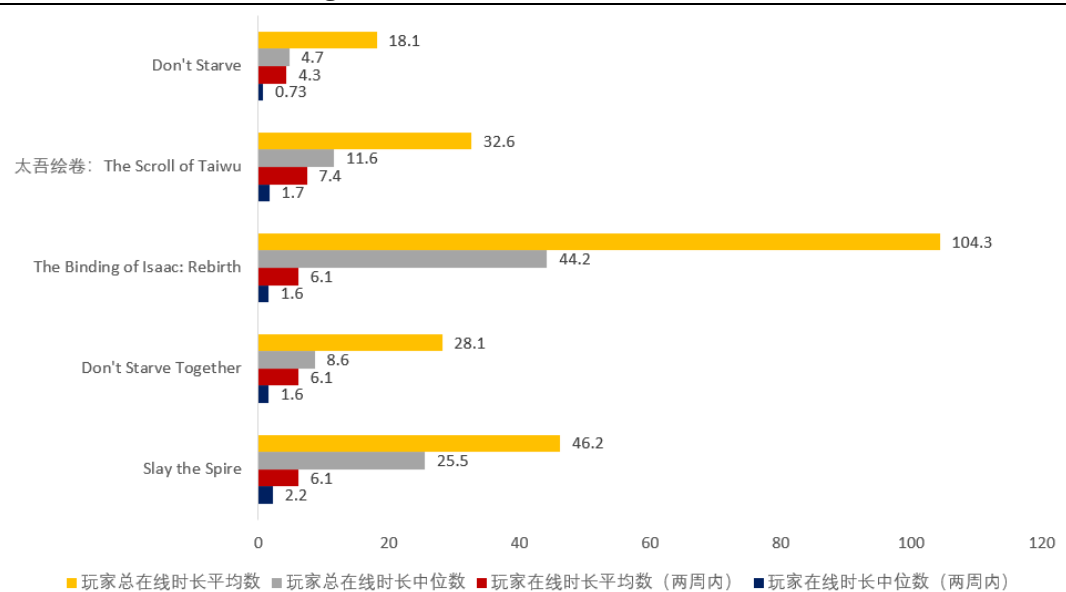
5) 五款最热门的 Roguelike 游戏玩家总游戏时长中位数超过 4.7 小时，平均数超过 18.1 小时，其中 The Binding of Isaac: Rebirth 高达 104.3 小时。

图 4、全球热度前 5 名 Roguelike 游戏玩家人数点测



资料来源：STEAMDB，兴业证券经济与金融研究院整理
注：点测时间为纽约时间 2019 年 2 月 19 日凌晨 01 时 15 分

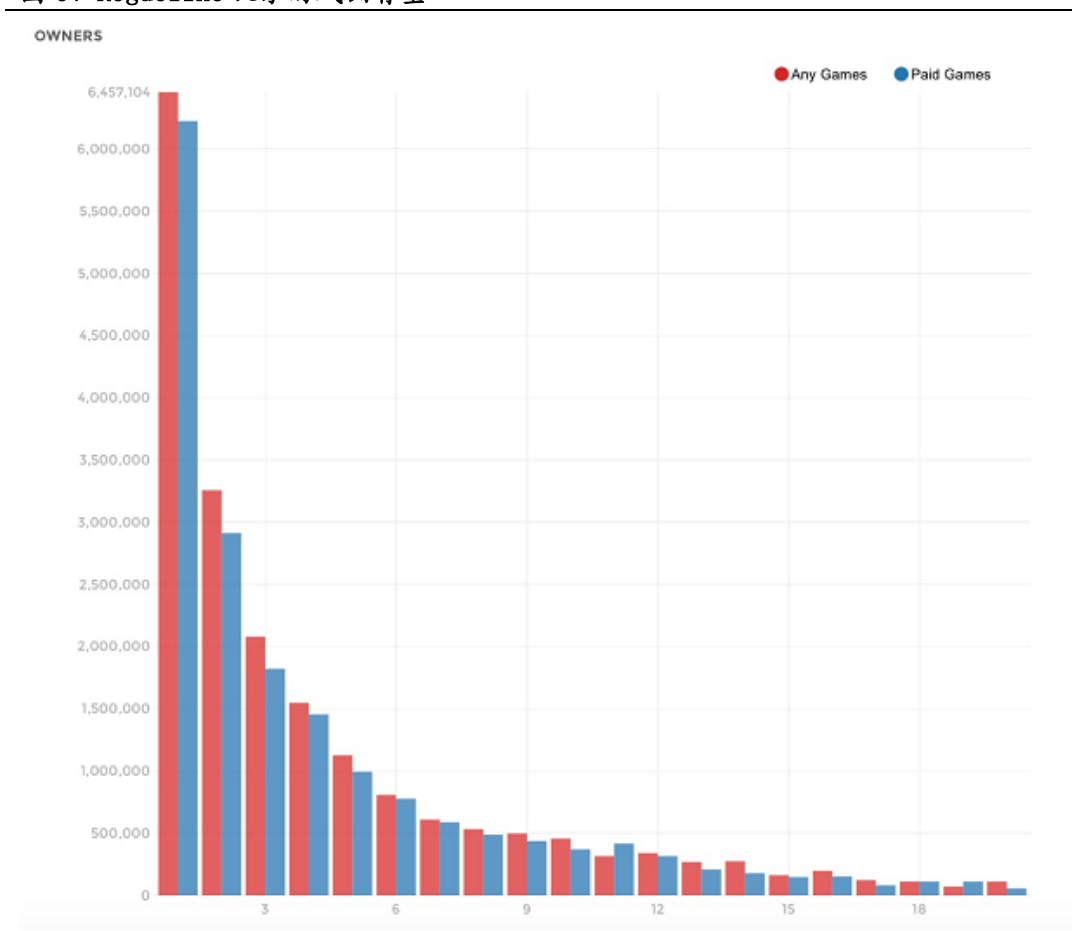
图 5、全球热度前 5 名 Roguelike 游戏时长 (单位: 小时)



资料来源：STEAMDB，兴业证券经济与金融研究院整理

Roguelike 游戏用户付费意愿较高。下图表示的是截至 2019 年 2 月 18 日 Roguelike 玩家游戏拥有量：其中拥有一款 Roguelike 游戏的玩家有 6,457,104 人，拥有两款 Roguelike 游戏的玩家有约 3,400,000 人。全球范围内，拥有至少一款付费 Roguelike 游戏的玩家有 19,112,623±598,601 人，平均人均年消费为 5.84 美元。

图 6、Roguelike 玩家游戏拥有量



资料来源：STEAMSPY，兴业证券经济与金融研究院整理

Roguelike 游戏国内市场概览。1) Roguelike 游戏市场份额仍然较小，Top 级别 Roguelike 移动游戏流水在几千万量级每月，目前尚未有精准市场规模统计数据，我们估算目前该品类月流水占移动游戏流水比例不足 5%，且处于高速增长期；2) 目前截止到 2019 年 1 月 8 日 TapTap 上 Roguelike 品类移动游戏数量 160 余款，其中有安装数据的游戏近 30 余款，其中《元气骑士》以 800 万的安装量稳居榜首。

表 4、TapTap 中统计安装量的 Roguelike 游戏 (2019 年 1 月 8 日)

游戏名称	开发商	发行商	评分	上线时间	安装量
元气骑士	凉屋游戏		9.6	2017	8007417
月圆之夜	滴答工作室		9.5	2017	2673425
比特小队	KUNPO		8.5	2018	1890254
野蛮人大作战	杭州电魂网络科技股份有限公司		8.5	2017	1735936
不思议迷宫	雷霆游戏	青瓷	8.7	2016	1479062
荒岛求生	空释	SECTOR-51	8.4	2018	1222820
贪婪洞窟 2	雷霆游戏	AVALON GAMES	6.6	2018	1144050
黑暗料理王	椰岛游戏	OFUNA GAMES	9.3	2018	1074337
贪婪洞窟	雷霆游戏	AVALON GAMES	8.1	2016	920633
幸存者危城	海南尤达科技有限公司	北京圣堂科技有限公司	8.9	2018	762762
最后一步	触控游戏	成都点犀网络科技有限公司	8.6	2017	519058
出发吧! 冒险家	海上游戏师		8.8	2017	430526
走出去: 归途 24 小时		广州市友趣科技公司	7.4	2018	416345
魔窟: 无尽的地下城		海狗游戏	8.5	2018	346083
符石守护者	杭州刺暮软件科技有限公司		7.9	2017	333912
牌师	极光计划	起源工作室	8.2	2018	260602
勇者别方	29X 工作室		7.8	2017	206740
王牌大作战	掌游天下 ZPLAY		5.1	2018	179859
通向地底乐园	JGAME		6.3	2018	96778
呆呆大冒险	Cyberloge Interactive Limited	冰狮游戏	7.4	2018	66429
原始旅程	营火娱乐	掌游天下 ZPLAY	8.8	2017	30017
地牢求生	能量晶体工作室		5.1	2018	21936
剑和远行	掌烛文化		9.6	2018	19966
天空之山	Daedalic Entertainment GmbH		9.3	2016	18396
冷械岛	北京天马时空网络技术有限公司		8.9	2017	11387
十二幻界	源之拓工作室		9.5	2018	10881
暮宝少年御妖录	盛讯游戏	暮宝工作室	6.4	2018	8944
勇者地牢 (测试版)	TANKERS GROUP		7.6	2018	466

资料来源: TapTap, 兴业证券经济与金融研究院整理

3、财务分析及盈利预测

3.1、公司业绩稳中有升, 发展持续向好

营收利润稳步攀升。2018 年吉比特的营业收入和归属于上市公司股东的净利润较上年同期增长, 主要由于公司代表作《问道手游》带动业绩提升: 公司在端游转手游的业务拓展过程中, 凭借《问道》端游强大的 IP 效应, 成功推出由端游原班研发团队倾力打造的手游版本, 保留了《问道》端游精华, 以道教文化中的五行相生相克为核心玩法, 以独有道行系统为特色, 配置五行战斗、个性装备打造、社交系统、守护系统等多样玩法, 于 2018 年 1-6 月实现营收 7.78 亿元, 同比增长 7.95%; 净利润 3.34 亿元, 同比增长 11.9%, 净利率预计提升至 58% 左右; 2018 年前三季度《问道手游》合计月均流水约 1.6 亿元, 在 IOS 游戏畅销榜中, 最新排名为第 20 名, 最高至该榜单第 11 名, 盈利能力稳定。

图 7、吉比特 2015-2018 营业收入及增速(单位:亿元)

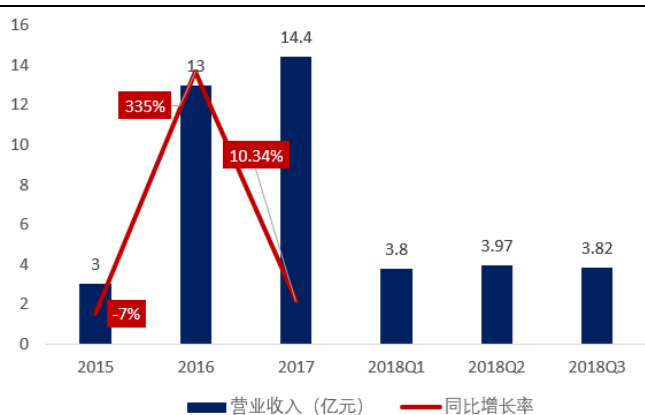
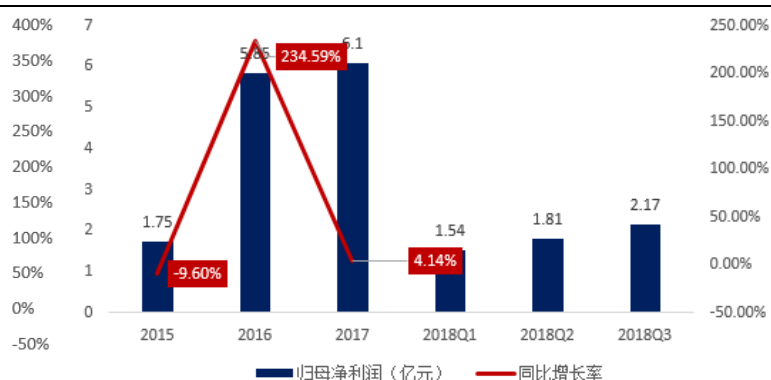


图 8、吉比特 2015-2018 归母净利润及增速(单位:亿元)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

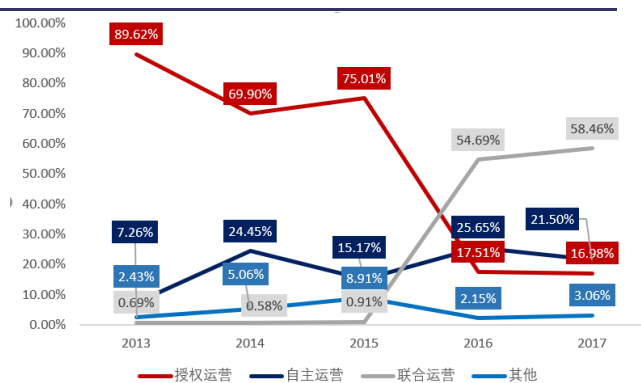
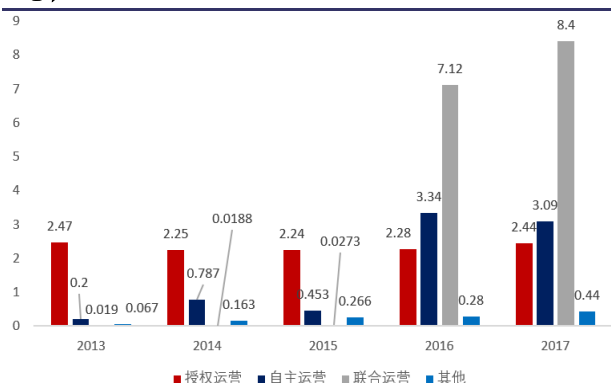
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

吉比特营业收入主要来自:自主运营、授权运营及联合运营。

- 1) 自主运营指由公司负责发行及推广的运营模式,其中,游戏产品来自于公司自主研发及外部公司研发成果,代表作品包括客户端游戏《斗仙》,移动游戏《斩将封神》、《虽远必诛》等;
- 2) 授权运营指公司将其自主研发的游戏授权给外部运营商,由其进行发行及推广的运营模式,公司一般只负责技术支持及后续内容研发,其代表作品包括客户端游戏《问道》、《问道外传》、《逍遥 online》、《Clash of God》、《Prelude to Chaos》、《斗仙 2》,移动游戏《女神觉醒》(海外版)等;
- 3) 联合运营是指公司将自主研发或获得授权的游戏产品,与第三方应用平台共同协作、共同开展游戏的发行及推广的模式,第三方应用平台主要有苹果应用商店及各类安卓渠道,代表作品包括网页游戏《乱战》,移动游戏《女神觉醒》、《地下城堡》(安卓)、《问道手游》、《不思议迷宫》等。

其中,自主运营收入占总营收比重较为稳定,而授权运营收入占总营收比重从 2013 年的 89.62% 跌至 2017 年的 16.98%;联合运营收入占总营收比重从 2013 年的 0.69% 上升至 2017 年的 58.46%,吉比特正由依赖授权运营向集中发展联合运营转型,并初见成效。

图 9、吉比特 2013-2017 各板块业务营收 (单位: 亿元) 图 10、吉比特 2013-2017 各板块业务营收占比

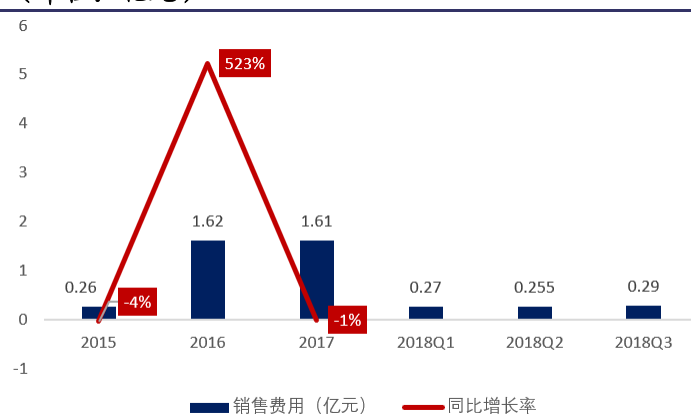


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

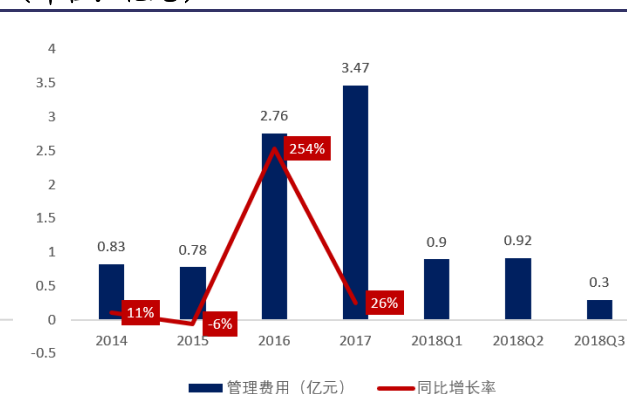
销售费用呈现下降趋势。除稳中有增的营业收入外, 吉比特持续优化营销活动, 加强精准投放, 自 2016 年来, 吉比特销售费用呈现下降趋势。

图 11、吉比特 2015-2018 销售费用及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

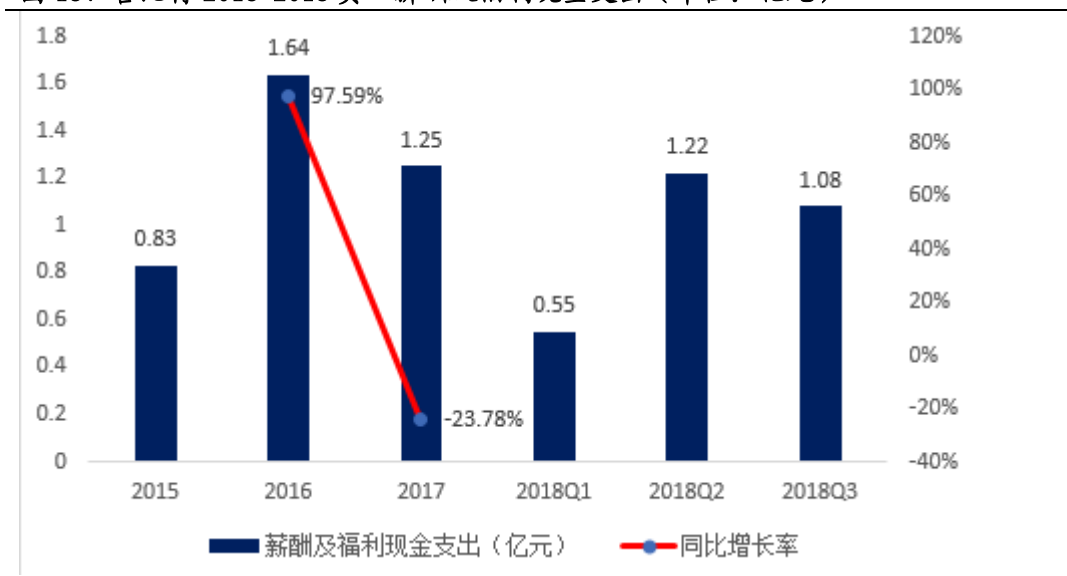
图 12、吉比特 2015-2018 管理费用及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

管理费用攀升, 员工薪酬支出增长。吉比特在管理费用方面的支出呈上升趋势, 主要系员工薪酬费用支出增多: 公司在从端游向手游转型的过程中为提升竞争力, 在不断丰富游戏产品的同时需要采取相应的激励机制培养员工的忠诚度, 有效保证核心人才队伍的稳定; 且由于公司经营业绩逐年提升, 公司支付的奖金亦呈上升趋势, 2018 年第二和第三季度员工薪酬及福利现金支出均超过 1 亿元。

图 13、吉比特 2015-2018 员工薪酬及福利现金支出（单位：亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、盈利预测

游戏业务产品流水分析：1) 未来《问道》手游仍然会是公司流水贡献主力，流水占比会逐渐降低，我们预计 2019 年《问道》手游年度平均月流水有望达到 1 亿元/月，2020 年有望维持在 0.8 亿元/月；2) 未来将有更多 roguelike 游戏或者含有 roguelike 元素游戏上线，由于改品类目前客户受众群体仍然处于成长期，该品类游戏流水峰值有望冲击 0.5-0.6 亿元/月；3) 我们认为随着更多 roguelike 游戏或者含有 roguelike 元素游戏上线，公司流水有望保持稳步增长，且随着《问道》手游流水占比的下降，对单款游戏过度依赖风险逐渐消除。

游戏业务业绩预测。1) 移动游戏时代，公司“端转手”战略下，原先主力 MMORPG 端游逐步转移至移动平台，公司成功延展手游业务，尤其是 MMORPG 游戏的研发和推广力度，爆款手游《问道》，成为公司营收与利润贡献的主力，目前产品月流水仍然保持平稳增长，端转手游戏生命周期较长，并且随着公司持续推出新副本，我们预计《问道》手游的流水有望保持平稳；2) 含有 roguelike 元素游戏持续推出，其游戏性高用户粘性好，生命周期较长，未来公司业绩确定性强；3) 我们预计公司 2018/19/20 年实现营收 16.30/19.54/21.59 亿元，归母净利润 6.86/7.70/8.88 亿元。

表 5、游戏业务业绩预测（百万元）

会计年度	2018E	2019E	2020E
营业收入	1630	1954	2159
营业成本	149	179	196
营业利润	966	1084	1250
净利润	827	927	1069
少数股东损益	140	157	181
归属母公司净利润	686	770	888

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

4、投资建议与评级

投资建议与评级：

- 1) 随着游戏行业的成熟，经历了现象级手游《王者荣耀》以及“吃鸡”类手游的普及，广大移动端游戏用户对游戏品质的要求上了一个新台阶，未来打磨精品游戏的企业将会逐渐受到玩家喜爱最终脱颖而出，包含 Roguelike 元素游戏作为趣味性、游戏性强的品类，有望通过游戏产品本身获得玩家认可；
- 2) 游戏行业增速放缓，虽然移动游戏 2018 年有 15% 左右的增速，是端游、手游、页游中增速最高的，但是比之前的行业增速有较大幅度趋缓，而 Roguelike 元素游戏此前在手游市场占比非常小，其趣味性恰适合玩家对游戏需求的升级，该领域游戏有望接下来快速成长，不受行业增速放缓影响；
- 3) 继《问道手游》之后，吉比特发力 Roguelike 元素移动端游戏研发与发行，并成功打造《地下城堡》、《不思议迷宫》、《地下城堡 2》、《贪婪洞窟 2》等精品游戏，已在 Roguelike 元素游戏这一细分领域逐渐获得品牌优势，并通过精品游戏形成 IP，未来有望持续推出系列游戏与创意新游，并依赖公司品牌优势与自身产品 IP，减少获客成本，获得更多自然流量，从而形成公司自身壁垒与估值溢价。
- 4) 我们认为，公司《问道》端游手游流水稳中有升，丰富的 Roguelike 元素游戏不断上线持续提升该品类所贡献的营收与利润占比，由于 Roguelike 元素游戏可玩性高，用户粘性好，有望获得更久的生命周期，并为公司提供更稳定的业绩，且随着 Roguelike 元素的游戏领先地位的逐步确定，公司有望享受细分领域龙头溢价。我们预计公司 2018/19/20 年净利润分别为 6.86/7.70/8.88 亿元，对应 3 月 12 日股价 PE 分别为 21/19/16 倍，予以“审慎增持”评级。

风险提示：1) 新游戏流水不达预期；2) 行业竞争加剧；3) 政策监管加剧。

附表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2388	3037	4042	5217
货币资金	830	1450	2409	3555
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	184	212	252	279
其他应收款	14	18	21	23
存货	1	0	1	1
非流动资产	756	656	554	452
可供出售金融资产	81	81	81	81
长期股权投资	56	12	12	12
投资性房地产	5	5	5	5
固定资产	32	326	232	137
在建工程	345	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	14	13	12	11
资产总计	3144	3693	4596	5669
流动负债	592	419	396	401
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	47	3	4	4
其他	545	416	393	397
非流动负债	95	100	98	98
长期借款	91	91	91	91
其他	5	9	7	7
负债合计	687	519	494	498
股本	72	71	71	71
资本公积	1021	1021	1021	1021
未分配利润	1243	1751	2521	3408
少数股东权益	154	294	452	633
股东权益合计	2456	3174	4101	5171
负债及权益合计	3144	3693	4596	5669

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	610	686	770	888
折旧和摊销	11	56	100	100
资产减值准备	10	-3	3	1
无形资产摊销	6	5	5	5
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	20	-8	-18	-30
投资损失	-38	-38	-38	-38

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1440	1630	1954	2159
营业成本	132	149	179	196
营业税金及附加	11	12	14	16
销售费用	161	182	332	345
管理费用	347	359	391	410
财务费用	-8	-8	-18	-30
资产减值损失	10	10	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	38	38	38	38
营业利润	858	966	1084	1250
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	860	968	1086	1253
所得税	126	142	159	183
净利润	734	827	927	1069
少数股东损益	125	140	157	181
归属母公司净利润	610	686	770	888
EPS(元)	8.57	9.65	10.82	12.48

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业收入增长率	10.3%	13.2%	19.9%	10.5%
营业利润增长率	6.7%	12.6%	12.2%	15.3%
净利润增长率	4.1%	12.6%	12.2%	15.3%
盈利能力				
毛利率	90.9%	90.9%	90.8%	90.9%
净利率	42.3%	42.1%	39.4%	41.1%
ROE	26.5%	23.8%	21.1%	19.6%

偿债能力				
资产负债率	21.9%	14.1%	10.8%	8.8%
流动比率	4.03	7.25	10.20	13.02
速动比率	4.03	7.24	10.20	13.02
营运能力				
资产周转率	49.8%	47.7%	47.2%	42.1%
应收帐款周转率	701.8%	789.9%	811.0%	780.8%

少数股东损益	125	140	157	181	每股资料(元)				
营运资金的变动	55	-197	-68	-23	每股收益	8.57	9.65	10.82	12.48
经营活动产生现金流量	809	641	908	1081	每股经营现金	11.37	9.01	12.75	15.19
投资活动产生现金流量	-1736	81	34	34	每股净资产	32.35	40.46	51.28	63.76
融资活动产生现金流量	-214	-102	18	31					
现金净变动	-1156	620	959	1146	估值比率(倍)				
现金的期初余额	1944	830	1450	2409	PE	23.9	21.2	18.9	16.4
现金的期末余额	788	1450	2409	3555	PB	6.3	5.1	4.0	3.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn