

吉比特 (603444)

中报业绩表现靓丽，问道验证长线运营，期待新游上线助推增量
买入（维持）

2019年08月12日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李赛

lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,655	1,993	2,320	2,661
同比(%)	14.9%	20.5%	16.4%	14.7%
归母净利润(百万元)	723	901	1,053	1,217
同比(%)	18.6%	24.6%	16.9%	15.6%
每股收益(元/股)	10.06	12.53	14.65	16.93
P/E(倍)	21.65	17.38	14.87	12.86

投资要点

- **事件：**吉比特发布19年半年度报告，公司19年上半年实现营收10.71亿元，同比增长37.70%，实现归母净利润4.65亿元，同比增长38.95%，扣非归母净利润4.42亿，同比增长45.94%。
- **点评：**2019H1业绩增长主要源于《问道手游》收入增长及《贪婪洞窟2》、《跨越星弧》等新游贡献收入。19H1毛利率91.1%，同比下降0.22pct，主要由于新游分成；销售费用率10.35%，同比增加3.60pct，主要系《贪婪洞窟2》《跨越星弧》等新游推广费增加；管理费用率6.79%，同比增长0.24pct，主要系部分办公楼转固定资产，折旧费增加；研发费用率14.16%，同比下降2.72pct；财务费用率-0.85%（去年同期-0.96%），主要系汇兑收益减少；此外受益于税收优惠，所得税率有所降低，净利率56.0%，同比增加1.82pct。
- **《问道手游》流水攀升，验证长线运营能力。**19年4月，《问道手游》3周年年度大服开启，邀请周华健代言并开展系列活动，促进老玩家回流，助推流水增长。19H1《问道手游》iOS游戏畅销榜平均排名第25名，最高至第5名，预计最高月流水超2亿元，截至19上半年，《问道手游》累计注册用户数超3300万，验证公司精品研发和长线运营能力。
- **Roguelike品类持续深耕，新游表现靓丽。**自16年起，公司陆续在Roguelike领域推出《不思议迷宫》《地下城2》《贪婪洞窟2》等产品，广受玩家好评，通过对大量Roguelike类游戏玩家行为数据的挖掘与分析，在该品类游戏运营上积累了独到的经验。2019H1，《不思议迷宫》在iOS游戏付费榜最高排名至第22名，累计注册用户数超1600万；《贪婪洞窟2》在iOS游戏付费榜平均排名第13名，最高至该榜单第1名；《跨越星弧》19年3月14日上线，当日即获得TapTap编辑推荐并荣登TapTap下载榜第1名；《异化之地》19年5月16日上线，当日获得TapTap编辑推荐和TapTap热门榜第1名，上线首月共24天占据iOS游戏付费榜榜首，上半年在iOS游戏付费榜平均排名第3名。
- **产品储备矩阵丰富，预约热度高，期待新游上线贡献增量。**公司新游矩阵丰富，目前储备重磅自研项目《M68》，由创始人亲自带队研发，会先进行IP孵化再推出；Roguelike品类储备《失落城堡》（预计19年内上线，PC版已验证玩法，Steam下载量百万，TapTap评分9.7，预约人数超38万）、《伊洛纳》（预计19年8月29日上线，TapTap评分8.9，预约人数超12万）等；二次元领域储备《花灵》；MOBA领域自研《砰砰小怪兽》（TapTap评分9.4），代理《原力守护者》（iOS版预计19年8月14日上线，TapTap评分9.4，预约人数超8万）；女性向游戏代理《人偶馆绮幻夜》（预计19年9月中下旬上线，原创恋爱悬疑解谜，TapTap评分9.7，预约人数超6万），新游市场期待度高，有望贡献增量。
- **盈利预测与投资评级：**预计19-21年维持营收19.9/23.2/26.6亿元，归母净利润9.0/10.5/12.2亿元，EPS分别为12.5/14.7/16.9元，对应当前股价PE17/15/13X，考虑公司具备精品打造和长线运营能力，《M68》上线有望带来较大增量，给予20年18倍估值，目标价263.7元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**单一产品营收占比较大；行业政策趋严；新游研发运营失败。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	217.80
一年最低/最高价	88.73/231.16
市净率(倍)	5.79
流通A股市值(百万元)	9048.96

基础数据

每股净资产(元)	37.62
资产负债率(%)	20.19
总股本(百万股)	71.88
流通A股(百万股)	41.55

相关研究

1、《吉比特(603444)：匠心研运问道精品，新游助力再添新翼》2019-08-02

1. 2019H1 归母净利润同增 39%，中报业绩表现靓丽

事件：吉比特发布 2019 年半年度报告，公司 2019 年上半年实现营收 10.71 亿元，同比增长 37.70%，实现归母净利润 4.65 亿元，同比增长 38.95%，扣非归母净利润 4.42 亿，同比增长 45.94%。

图 1：公司近年营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

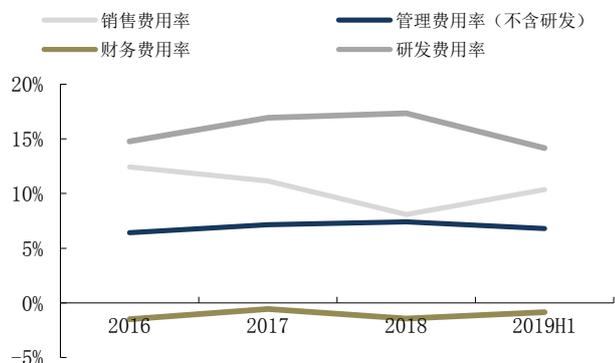
图 2：公司近年归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

点评：公司 2019 半年度业绩表现亮眼，业绩增长主要源于《问道手游》收入增长及《贪婪洞窟 2》、《跨越星狐》等新游贡献收入。19H1 毛利率 91.1%，同比下降 0.22pct，主要由于新游分成；三费方面，销售费用率 10.35%，同比增加 3.60pct，主要系《贪婪洞窟 2》《跨越星狐》等新游推广费增加；管理费用率 6.79%，同比增长 0.24pct，主要系部分办公楼转固定资产，折旧费增加；研发费用率 14.16%，同比下降 2.72pct；财务费用率 -0.85%（去年同期 -0.96%），主要系汇率变动汇兑收益减少；此外受益于税收优惠，所得税率有所降低，净利率 56.0%，同比增加 1.82pct。

图 3：公司近年费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：公司近年利润率情况

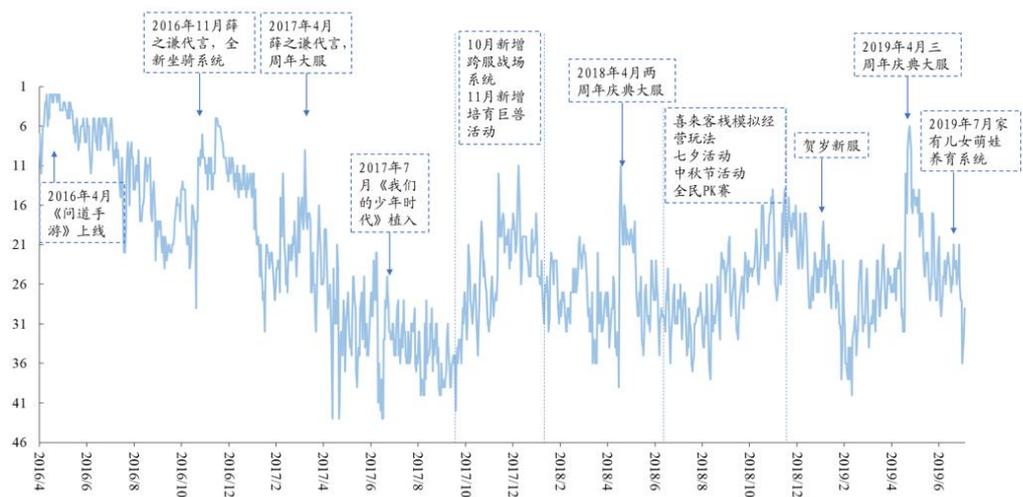


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 问道验证长线运营，期待新游上线助推增量

《问道手游》流水攀升，验证长线运营能力。公司于16年推出《问道手游》，端转手大获成功，《问道手游》推出3年多以来，始终维持在iOS游戏畅销榜前50名；2019年4月，《问道手游》3周年年度大服开启，开启多项首次更新，视觉上进行了全新的UI界面、过场图等多重迭代，玩法上推出首对纪念周年宠，全面革新提现交易模式，同时邀请周华健代言并开展一系列活动，玩家响应良好，一系列运营活动推动流水增长。当月《问道手游》iOS游戏畅销榜最高排名升至第5名，预计最高月流水在2亿元以上。6月24日，《问道手游》发布全新娃娃养育系统，玩家可以获得并养育娃娃，体验育儿之旅，养育系统发布首日下载量和排名均有明显上升。2019H1《问道手游》在App Store游戏畅销榜平均排名为第25名，截至2019年6月30日累计注册用户数量超过3300万，验证公司精品研发和长线运营能力。

图5：《问道手游》上线以来在苹果应用商店游戏畅销榜排名趋势



数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

Roguelike 品类持续深耕，新游表现靛眼。自16年起，公司陆续在Roguelike领域推出《不思议迷宫》《地下城堡2》《贪婪洞窟2》等产品，广受玩家好评，通过对大量Roguelike类游戏玩家行为数据的挖掘与分析，在该品类游戏运营上积累了独到的经验。2019H1，《不思议迷宫》在iOS游戏付费榜最高排名至第22名，累计注册用户数超1600万；《贪婪洞窟2》在iOS游戏付费榜平均排名第13名，最高至该榜单第1名；《跨越星弧》19年3月14日上线，当日即获得TapTap编辑推荐并荣登TapTap下载榜第1名；《异化之地》19年5月16日上线，当日获得TapTap编辑推荐和TapTap热门榜第1名，上线首月共24天占据iOS游戏付费榜榜首，上半年在iOS游戏付费榜平均排名第3名。

表1：吉比特已上线游戏情况

游戏名称	上线时间	研发	发行	表现
问道手游	2016.04	吉比特	雷霆游戏	2019 年上半年在 App Store 游戏畅销榜平均排名第 25 名，最高至该榜单第 5 名截至 2019 年 6 月 30 日累计注册用户数量超 3300 万
不思议迷宫	2016.12	青瓷数码	雷霆游戏	2019 年上半年，在 App Store 游戏付费榜排名最高至第 22 名，作为较成熟的产品仍旧获得 TapTap 编辑推荐及 App Store 2 次 Today 单独专题推荐。截至 2019 年 6 月 30 日累计注册用户数量超 1600 万
地下城堡 2	2016.08	淘金互动	雷霆游戏	2019 年上半年在苹果应用商店 iPhone 游戏付费榜排名最高至第 4 名
长生劫	2018.06	北派旅游	雷霆游戏	2019 年上半年在 App Store 游戏付费榜排名最高至第 12 名。2019 年 4 月，获新浪游戏“2018 年度十大人气手机游戏”；2019 年 7 月 1 日，获 TapTap 编辑推荐及 TapTap 热门榜第 1 名。海外版于 2018 年 11 月 9 日上线，上线前得到 Google Play Early Access 推荐，推荐时间持续约一个月，上线后又获得 Google Play 全球推荐，在 App Store 台湾地区游戏免费榜排名最高至第 3 名
贪婪洞窟	2016.01 发行 2018.02 更换代理商为雷霆游戏	Avalon Games	雷霆游戏	2018 年在苹果应用商店 iPhone 游戏付费榜平均排名为第 32 名，最高至该榜单第 1 名
贪婪洞窟 2	2018.11	Avalon Games	雷霆游戏	2019 年上半年在 App Store 游戏付费榜平均排名为第 13 名，最高至该榜单第 1 名。上线首月，《贪婪洞窟 2》长达 29 天占据苹果应用商店游戏付费榜榜首，上线以来获苹果应用商店多次推荐。2019 年 1 月入围“TapTap 年度游戏大赏最受玩家喜爱游戏”
跨越星弧	2019.03	淘金互动	雷霆游戏	上线当日便获得 TapTap 编辑推荐并荣登 TapTap 下载榜第 1 名，上线次日获得苹果应用商店主打推荐、本周新游推荐，并荣登苹果应用商店 iPhone 游戏付费榜第 1 名及 TapTap 新品榜第 1 名、热玩榜第 1 名、热门榜第 2 名
异化之地	2019.05	吉游社	雷霆游戏	上线当日便获得 TapTap 编辑推荐及 TapTap 热门榜第 1 名。上线首月内 24 天为 App Store 游戏付费榜头名，截至 2019 年 6 月 30 日在 App Store 游戏付费榜平均排名为第 3 名。上线以来，《异化之地》获得 App Store 多次推荐，如 Today 本周新游推荐、Today 专题推荐，新游 Banner 及 icon 推荐、专题推荐

数据来源：公司公告，七麦数据，东吴证券研究所

产品储备矩阵丰富，预约热度高，期待新游上线贡献增量。公司新游矩阵丰富，目

前正储备重磅自研项目《M68》，由创始人亲自带队研发，会先进行 IP 孵化再推出；Roguelike 品类储备有《失落城堡》（PC 版 Steam 下载量达百万，TapTap 评分 9.7，预约人数超过 38 万，预计于 2019 年内上线）、《伊洛纳》（TapTap 评分 8.9，预约人数超过 12 万，预计于 2019 年 8 月 29 日全球上线），《魔渊之刃》（TapTap 上预约测试用户超过 20 万，评分 9.6，预计于 2019 年内开启测试）；二次元领域储备有《花灵》；MOBA 领域自研《砰砰小怪兽》（TapTap 评分 9.4），代理《原力守护者》（TapTap 评分 9.4，预约人数超 8 万，iOS 版预计于 2019 年 8 月 14 日上线）；女性向游戏代理《人偶馆绮幻夜》（原创恋爱悬疑解谜手游，TapTap 评分 9.7，预约人数超过 6 万，预计于 2019 年 9 月中下旬上线）等，新游类型多元，预约热度较高。

表 2：吉比特新游储备

游戏名称	类型	预计上线时间	预约人数	版号情况
失落城堡	Roguelike	2019 年内	385466	已有版号
伊洛纳	Roguelike	2019. 8. 29	121531	已有版号
原力守护者	MOBA+Roguelike	2019. 8. 14	80105	已有版号
魔渊之刃	Roguelike	2019 年内开测	222231	—
魔法洞穴 2	Roguelike	—	45300	—
花灵	二次元	—	51908	—
人偶馆绮幻夜	RPG、女性向	2019 年 9 月中下旬	62035	已有版号
砰砰小怪兽	MOBA	—	14003	—
石油大亨	SLG	2019 年 10 月中文版首测	9090	—
Overdungeon	DBG	2019 年 8 月 23 日公测	—	—
进化之地 (Evoland)	RPG	2019 年 9 月上线	8079	已有版号
君临之境	二次元	—	157866	—

数据来源：公司公告，TapTap，广电总局，东吴证券研究所

3. 风险提示

单一产品营收占比较大：公司营业收入来自《问道手游》的比例较高，网络游戏市场竞争激烈，新游层出不穷，一旦公司不能准确预测玩家的喜好并及时对《问道手游》进行版本和玩法更新，可能导致《问道手游》的流水、收益下滑，影响公司经营业绩和财务状况。

行业政策趋严：我国网络游戏行业受到政府的严格监管，近年相关监管部门逐渐重视行业健康发展，针对游戏研发、出版、运营实行较为严格的资质管理及内容审查等监管措施，同时未成年游戏管控日渐严格，若行业政策继续趋紧，可能对公司经营产生一定影响。

新游研发运营失败：若公司对新游戏的研发、运营和周期管理等规划存在失误或由于受外部因素影响而发生偏离，造成新游戏的研发和运营效果不能满足不断变化的用户偏好和市场需求，新游戏可能无法盈利，则会削弱公司未来的盈利能力。

吉比特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,460	2,722	3,486	4,509	营业收入	1,655	1,993	2,320	2,661
现金	550	822	1,472	2,501	减:营业成本	128	150	179	215
应收账款	303	283	399	384	营业税金及附加	12	14	17	20
存货	0	1	1	1	营业费用	134	159	183	208
其他流动资产	1,606	1,616	1,614	1,624	管理费用	123	478	545	625
非流动资产	1,548	1,727	1,894	2,059	财务费用	-24	-34	-50	-78
长期股权投资	162	273	387	502	资产减值损失	25	18	19	21
固定资产	30	146	234	299	加:投资净收益	70	25	32	41
在建工程	474	429	400	384	其他收益	0	0	0	0
无形资产	14	14	13	13	营业利润	1,065	1,263	1,489	1,722
其他非流动资产	868	864	860	861	加:营业外净收支	-0	1	1	1
资产总计	4,008	4,448	5,380	6,569	利润总额	1,065	1,264	1,490	1,722
流动负债	791	860	834	929	减:所得税费用	147	165	206	238
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	195	198	231	267
应付账款	98	71	131	111	归属母公司净利润	723	901	1,053	1,217
其他流动负债	693	789	702	817	EBIT	1,053	1,245	1,457	1,664
非流动负债	86	77	66	55	EBITDA	1,065	1,266	1,494	1,712
长期借款	63	54	44	32					
其他非流动负债	23	23	23	23	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	877	937	900	984	每股收益(元)	10.06	12.53	14.65	16.93
少数股东权益	224	422	653	920	每股净资产(元)	40.44	42.97	53.24	64.90
					发行在外股份(百万股)	72	72	72	72
归属母公司股东权益	2,907	3,089	3,827	4,665	ROIC(%)	30.1%	34.1%	32.2%	30.3%
负债和股东权益	4,008	4,448	5,380	6,569	ROE(%)	29.3%	31.3%	28.7%	26.6%
					毛利率(%)	92.2%	92.5%	92.3%	91.9%
					销售净利率(%)	43.7%	45.2%	45.4%	45.7%
					资产负债率(%)	21.9%	21.1%	16.7%	15.0%
					收入增长率(%)	14.9%	20.5%	16.4%	14.7%
					净利润增长率(%)	18.6%	24.6%	16.9%	15.6%
					P/E	21.65	17.38	14.87	12.86
					P/B	5.39	5.07	4.09	3.36
					EV/EBITDA	14.50	12.13	9.98	8.26

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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:

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。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

