

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 乔琪

qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

业绩增长良好, 关注后续新产品表现

——吉比特(603444)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

市场数据(2019-08-13)

收盘价(元)	225.80
一年内最高/最低(元)	241.98/92.88
沪深300指数	3665.75
市净率(倍)	5.58
流通市值(亿元)	93.81

基础数据(2019-6-30)

每股净资产(元)	37.62
每股经营现金流(元)	8.09
毛利率(%)	91.10
净资产收益率-摊薄(%)	17.21
资产负债率(%)	20.19
总股本/流通股(万股)	7188.22/4154.71
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《吉比特(603444)年报点评: 18年业绩稳健增长, 自主运营业务收入亮眼》
2019-04-10

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2019年08月13日

事件: 公司发布2019年半年度报告。2019年上半年, 公司营业收入10.71亿元, 同比增长37.70%; 净利润4.65亿元, 同比增长38.95%; 扣除非经常性损益后的净利润4.42亿元, 同比增长45.94%; 经营活动产生现金流净额5.81亿元, 同比增长55.82%; 基本每股收益为6.48元。

投资要点:

- **新游老游、国内海外共同发力增厚公司业绩。**公司营业收入的增长主要来自于《问道手游》的收入增长以及《贪婪洞窟2》、《跨越星弧》等新游戏贡献的收入。2019年4月, 公司根据端游IP《问道》自主研发的《问道手游》开启三周年活动, 玩家响应良好, 预计活动当月流水超过2亿元, 三周年活动开启后, 《问道手游》在App Store游戏畅销榜排名最高上冲至第5名, 其余时间保持平均排名第25名, 截止至上半年, 《问道手游》累计注册用户数量超过3300万。

新游方面, 2018年11月末上线的《贪婪洞窟2》在App Store游戏付费榜平均排名第13, 最高至榜单第一; 2019年3月上线的《跨越星弧》上线次日荣登App Store游戏付费榜第一名; 2019年5月上线的《异化之地》上线首月有24天占据App Store游戏付费榜榜首, 平均排名第三。

全球上线的游戏中, 《末日希望》、《地下城堡2》、《长生劫》、《永不言弃: 黑洞》等游戏也在各自国家或地区的App Store榜单中名列前茅。

- **大量新游戏产品待上线。**《伊洛纳》(Roguelike+角色扮演)预计将于8月29日全球上线; 《人偶馆绮幻夜》(恋爱惊悚解谜类)预计将于9月下旬上线; 《失落城堡》(Roguelike+动作冒险)预计于2019年内上线; 《魔渊之刃》(Roguelike+ARPG)预计2019年开启测试; 《冒险与深渊》(像素风+放置养成)于2019年6月开启iOS测试; 《石油大亨》(模拟类)预计于2019年10月开启中文版首测; 《原力守护者》(Roguelike+MOBA)预计8月14日上线; 《Overdungeon》(半即时+闯关)预计8月23日在Steam平台公测。

储备的游戏项目中, 《伊洛纳》、《人偶馆绮幻夜》、《失落城堡》、《原力守护者》以及《进化之地》已经获得版号。

- 公司通过旗下股权投资平台吉相资本参股多家企业, 投资范围涵盖游戏、IP、运营、动漫、影视等相关产业链领域。截止目前, 吉相资本已经在包括文娱、互联网、数字新媒体等在内的多个领域完成了逾30

个投资项目，其中通过运营发行多个参股公司研发的产品的方式（如《不思议迷宫》、《跨越星弧》、《地下城堡 2》等）为吉比特带来了良好的业绩回报。

2019 上半年，公司投资了广州帝释天、广州呖喽、火箭拳科技、吉林凝羽、成都凡帕斯等企业。其中广州帝释天研发的暗黑风格 ARPG 游戏《拉结尔》由腾讯代理发行，上线首月在 App Store 畅销榜平均排名第 20 名，最高可以至榜单第 5。

- **连续数年维持超高毛利率水平。**公司 2019 上半年毛利率为 91.10%，比 2018 年同期仅小幅下降 0.22 个百分点，毛利率变动的主要原因是新游戏上线后需要向外部研发商支付分成，总体来看，公司连续数年毛利率都维持在 90% 以上的超高水平。
- **新游上线导致营销推广费用大幅增长，受益税率下降，净利率小幅上升。**公司上半年销售费用大幅增加 111.11%，占营业收入比也相应提升 3.6 个百分点达到 10.35%，主要是新游戏《贪婪洞窟 2》、《跨越星弧》上线导致的营销推广费用增加；管理费用增加 42.73%，主要是深圳与广州办公楼达到可预订使用状态转为固定资产，折旧费用增加以及收入增长带来的其他管理费用的相应增加；研发费用同比增涨 15.51%，主要是研发人员增加；财务费用同比下降 22.44%，主要是利息收入增加以及汇率变动、汇兑收益减少。公司主要费用率合计为 30.45%，比 2018 年同期小幅提升 1.22 个百分点。得益于所得税率下降，公司净利润率小幅上升 1.82 个百分点。
- **投资建议与评级：**公司推出过多款广受好评的 Roguelike 类手游产品，积累了丰富的玩家行为数据与运营经验，并通过长线游戏的运营证明自身的实力，公司后续拥有大量产品储备，能够有效丰富公司产品线，因此给予公司“增持”投资评级。预计公司 2019-2020 年 EPS 为 12.18 元/13.96 元，按 8 月 13 日收盘价 225.80 元，对应 PE 为 18.5 倍/16.2 倍。

风险提示：对单一项目过度依赖；行业监管风险；游戏项目表现不及预期；市场竞争加剧；行业发展不及预期

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1440.0	1654.7	2013.4	2335.5	2711.2
增长比率	10.3%	14.9%	21.7%	16.0%	16.1%
净利润(百万元)	609.7	723.0	875.6	1003.6	1178.8
增长比率	4.1%	18.6%	21.1%	14.6%	17.5%
每股收益(元)	8.48	10.06	12.18	13.96	16.40
市盈率(倍)	26.6	22.5	18.5	16.2	13.8

资料来源：贝格数据，中原证券

表 1: 公司主要运营产品

名称	类型	上线时间	运营表现
问道端游	MMORPG	2006	
问道手游	MMORPG	2016 年 4 月	累计注册用户超 3300 万; 2019 上半年开启三周年活动后 App Store 游戏畅销榜平均排名第 25 名, 最高至第 5 名
不思议迷宫	Roguelike+策略 +RPG	2016 年 12 月	2019 上半年 App store 游戏付费榜最高至第 22 名, 累计注册用户数量超过 1600 万
贪婪洞窟 2	Roguelike+RPG	2018 年 11 月	上线首月, 长达 29 天占据 App Store 游戏付费榜榜首, 上线以来获得 App Store 多次推荐。2019 上半年在 App Store 游戏付费榜平均排名为 13 名, 最高至该榜单第 1 名
跨越星弧	Roguelike+TRPG	2019 年 3 月	上线当日获得 TapTap 编辑推荐并荣登 TapTap 下载榜第 1 名, 上线次日荣登 App Store 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
末日希望	RPG	2019 年 6 月	上线首日在 App Store 港澳台地区游戏免费榜排名最高至第 1 名。
地下城堡 2	模拟经营+地牢探险	2016 年 8 月	2018 年在 App Store 台湾地区游戏免费榜排名最高至第 3 名。2019 上半年, 《地下城堡 2》最高至 App Store 游戏付费榜排名第 4
异化之地	Roguelike	2019 年 5 月	上线首月, 长达 24 天占据 App Store 游戏付费榜榜首, 在 App Store 游戏付费榜平均排名为第 3 名
长生劫	解谜类	2018 年 6 月	2019 上半年, 《长生劫》在 App Store 游戏付费榜排名最高至第 12 名; 《长生劫》海外版于 2018 年 11 月 9 日上线, 在 App Store 台湾地区游戏免费榜排名最高至第 3 名
螺旋英雄谭	SRPG	2019 年 1 月	自上线以来在 App Store 游 戏免费榜排名最高至第 6 名
奇葩战斗家	轻竞技乱斗	2018 年 9 月	
永不言弃: 黑洞	跑酷	2019 年 7 月	

除上述产品外, 公司还上线运营了《地下城堡》、《贪婪洞窟》、《探灵》等产品

资料来源: 公司公告, 中原证券

表 2: 公司主要产品情况

名称	类型	预计上线时间	版号情况
伊洛纳	RPG	2019 年 8 月 29 日	已获得版号
人偶馆绮幻夜	恋爱惊悚解谜	2019 年中下旬	已获得版号
失落城堡	Roguelike+动作冒险	2019 年内	已获得版号
魔渊之刃	Roguelike+ARPG	2019 年内测试	
冒险与深渊	像素风放置养成	2019 年 6 月 iOS 开启测试	
石头大亨	模拟经营	2019 年 10 月中文版首测	
原力守护者	Roguelike+MOBA	2019 年 8 月 14 日	已获得版号
Overdungeon	Roguelike+塔防+卡牌	2019 年 8 月 23 日	
进化之地	RPG	2019 年 9 月	已获得版号
君临之境	二次元策略		

除上述产品外, 公司还储备《砰砰小怪兽》、《怪物工程师》、《双境之城》、《超新星计划》等自研产品以及《爱丽丝的精神审判》、《四目神》、《魔法洞穴 2》等代理运营产品

资料来源: 公司公告, 中原证券

表 3: 此处录入标题

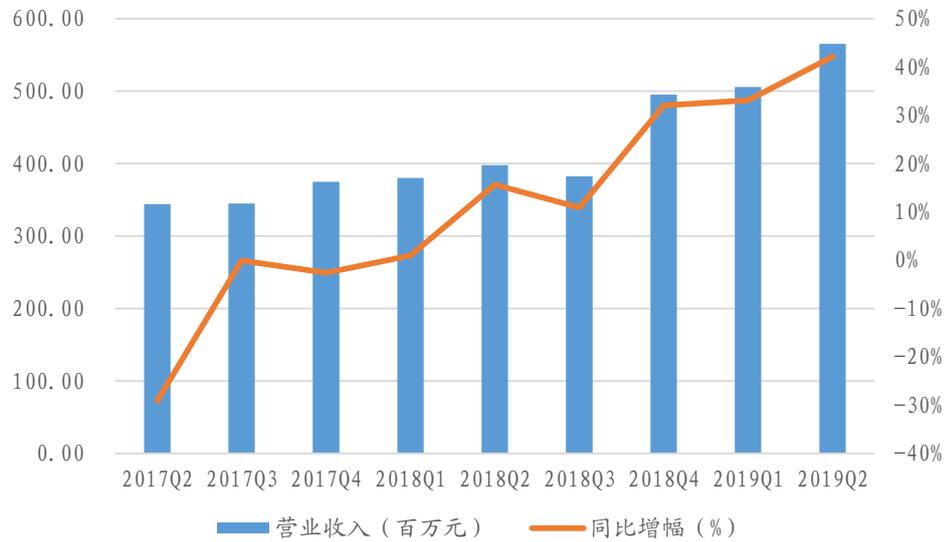
公司名称	设立时间	持股比例	主要产品
青瓷数码	2012 年 3 月	28.91%	《不思议迷宫》、《阿瑞斯病毒》、《愚公移山 3 智叟的反击》等, 《不思议迷宫》累计注册用户超过 1600 万, 在 App Store 游戏付费榜排名最高至第 22 名
淘金互动	2013 年 6 月	30.00%	《地下城堡 2》在 App Store 游戏付费榜排名最高至第 4 名;《跨越星弧》于 2019 年 3 月 14 日上线, 上线当日便获得 TapTap 编辑推荐并位列 TapTap 下载榜第 1 名, 上述 2 款游戏均由雷霆游戏进行运营
勇仕网络	2014 年 12 月	20.00%	联合研发的二次元海战养成题材游戏《碧蓝航线》在 App Store 游戏畅销榜排名最高至第 12 名, 在 App Store 日本游戏畅销榜排名最高至第 8 名
易玩网络	2016 年 3 月	6.66%	主要开发和经营手游分享社区和第三方游戏下载平台 TapTap, 2019 年 1-5 月, TapTap 移动应用程序平均月活用户 1,620 万; 截至 2019 年 5 月 31 日, TapTap 注册用户数 4,510 万, 注册游戏研发商 8,000 多家, 共有 5,000 多款手游可供游戏玩家下载, 累计获得 5.71 亿次游戏下载、4.64 亿次游戏关注、890 万条游戏评价
Rayark		5.00%	Rayark 为台湾地区知名游戏公司雷亚游戏的母公司, 雷亚游戏开发的音乐游戏产品长期占据中国大陆、美国、日本、韩国等多个国家和台湾地区 App Store

付费音游榜的头部位置

广州百漫	2016年1月	6.48%	主要从事网上动漫服务、数字动漫制作，广州百漫在互联网漫画端，拥有长、短篇漫画脚本开发、绘制创作、全平台发布等专业队伍；在长篇动画与动画电影端，拥有剧本开发、导演、全程制作团队，具备动漫 IP 全环节内容输出的原创能力
厦门真有趣	2012年8月	10.00%	旗下拥有《香肠派对》《小兵大冲锋》《不休的乌拉拉》《仙侠道》等多款产品。截至报告期末，《香肠派对》TapTap 安装用户数已超过 3,600 万
天津好传	2012年2月	10.00%	曾先后为《十万个冷笑话》《黑白无双》《镇魂街》等知名动画作品制作外包，同时，自主创作了《大护法》《大理寺日志》《不可能恋爱?!》《海岸线上的漫画家》《冰箱里的企鹅》等原创动画，参与出品《昨日青空》等动画电影。其中《大护法》《昨日青空》总票房均超过 8,000 万元。2019 年 7 月 26 日，天津好传参与美术制作的动画电影《哪吒之魔童降世》上映并获得口碑与票房双赢，截至 2019 年 8 月 8 日，上映 14 天票房已超过 30 亿元
广州帝释天	2014年9月	16.00%	由腾讯游戏代理发行的暗黑风格 ARPG 手游《拉结尔》上线后首月在 App Store 游戏畅销榜平均排名为第 20 名，最高至该榜单第 5 名
广州呖喽	2017年8月	15.00%	由公司开发，心动网络代理发行的《Muse Dash》在 App Store 音乐游戏付费榜平均排名为第 4 名，最高至该榜单第 1 名；在 App Store 日本游戏付费榜平均排名为第 29 名，最高至该榜单第 5 名
千时科技	2015年1月	12.74%	主要从事儿童英语在线教育，运营的“久趣英语”为 4-12 岁儿童提供优质的北美外教在线小班课，目前千时科技拥有超过 15,000 名注册教师，超过 50 万付费学员

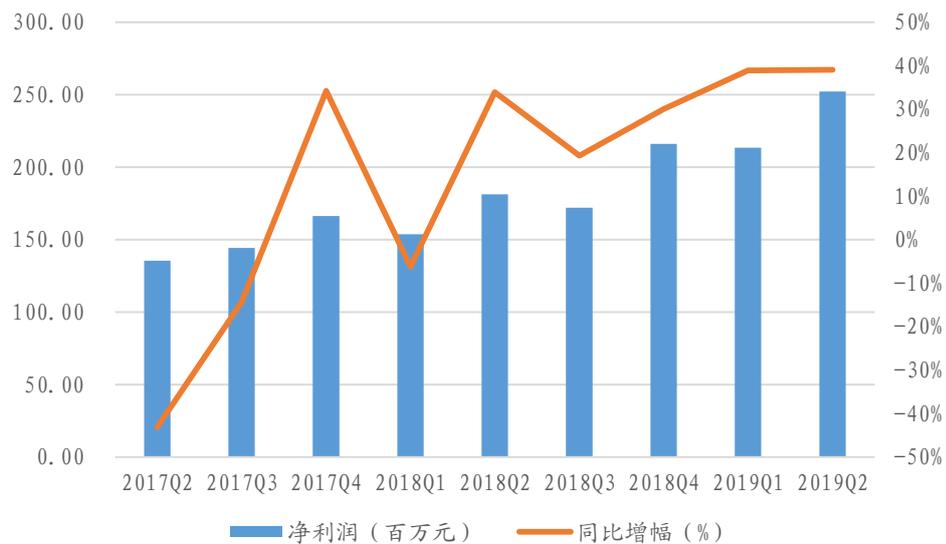
资料来源：公司公告，中原证券

图 1: 公司单季度营业收入与同比增幅



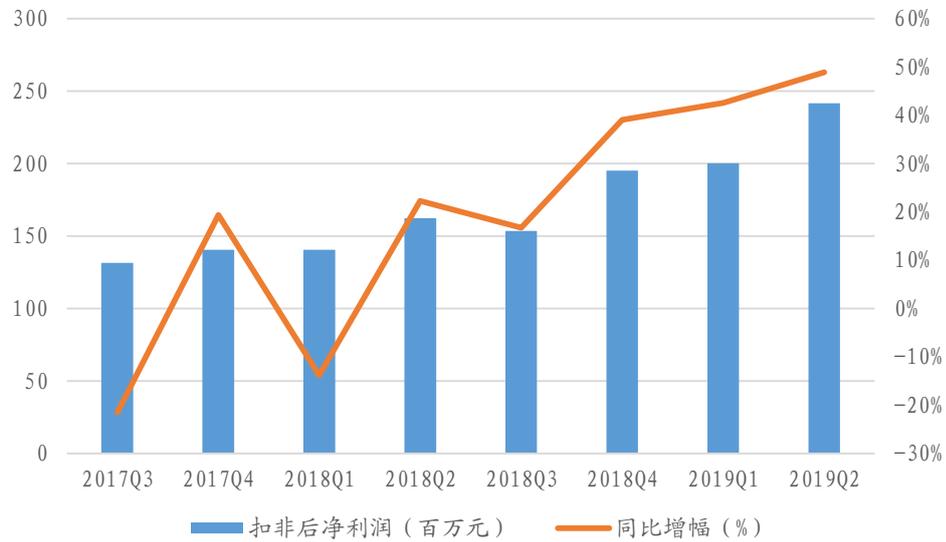
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 公司单季度净利润与同比增幅



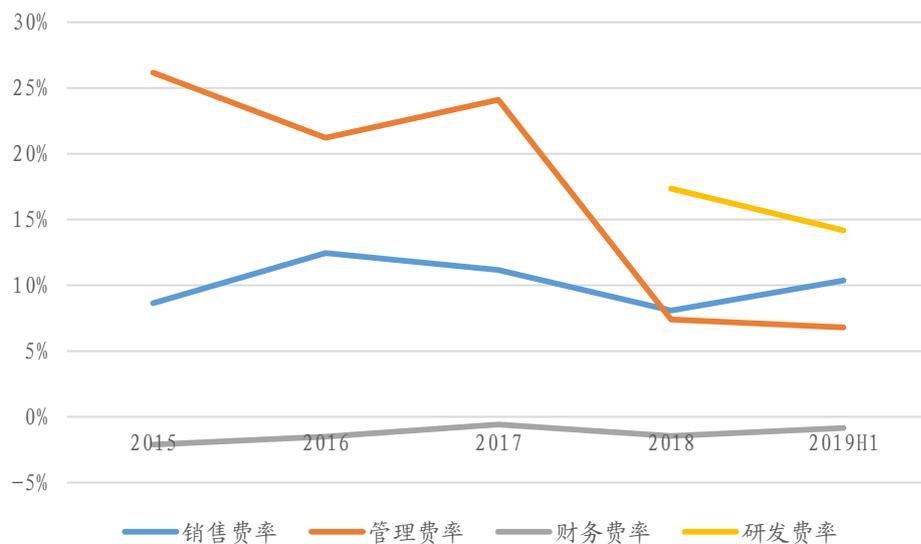
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 公司单季度扣除非经常性损益后净利润与同比增幅



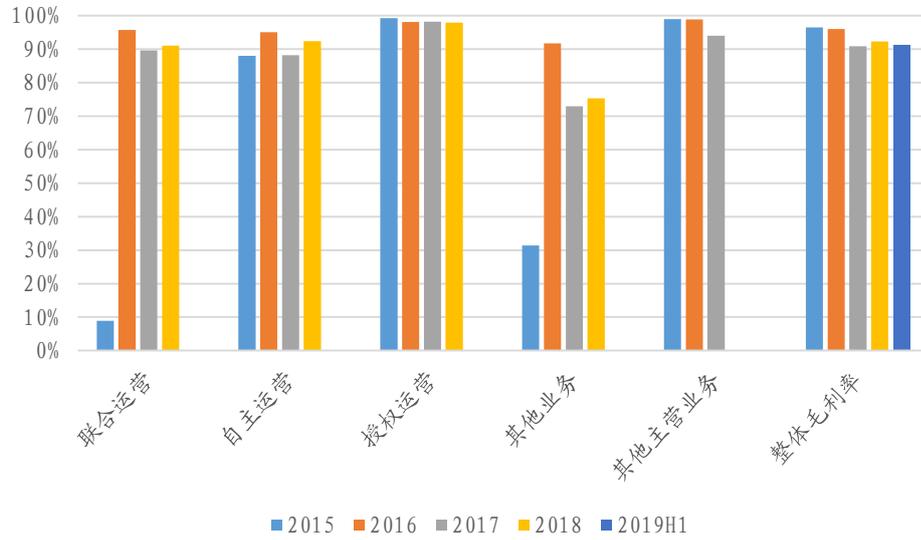
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 公司主要费用率



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 5: 公司主要业务毛利率



资料来源: 公司公告, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1440.0	1654.7	2013.4	2335.5	2711.2	成长性					
减: 营业成本	131.5	128.4	160.2	202.7	238.6	营业收入增长率	10.3%	14.9%	21.7%	16.0%	16.1%
营业税费	10.8	12.1	14.8	17.3	19.9	营业利润增长率	6.7%	24.2%	17.0%	15.3%	18.4%
销售费用	160.6	133.7	203.0	243.8	269.5	净利润增长率	4.1%	18.6%	21.1%	14.6%	17.5%
管理费用	346.8	122.7	483.2	548.8	610.0	EBITDA 增长率	4.4%	58.7%	-6.5%	13.9%	17.9%
财务费用	-8.3	-24.0	-29.6	-50.3	-64.4	EBIT 增长率	4.4%	59.1%	-6.5%	14.0%	18.0%
资产减值损失	9.7	25.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	7.1%	23.8%	16.6%	14.0%	18.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	2062.7%	25.5%	-42.2%	69.1%	-26.4%
投资和汇兑收益	38.0	69.6	65.0	65.0	65.0	净资产增长率	19.6%	27.5%	16.9%	21.0%	20.2%
营业利润	857.8	1,065.3	1,246.9	1,438.2	1,702.6	利润率					
加: 营业外净收支	2.3	-0.1	-	-	-	毛利率	90.9%	92.2%	92.0%	91.3%	91.2%
利润总额	860.1	1,065.2	1,246.9	1,438.2	1,702.6	营业利润率	59.6%	64.4%	61.9%	61.6%	62.8%
减: 所得税	125.8	146.9	174.6	201.4	238.4	净利润率	42.3%	43.7%	43.5%	43.0%	43.5%
净利润	609.7	723.0	875.6	1003.6	1178.8	EBITDA/营业收入	57.3%	79.1%	60.8%	59.8%	60.7%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	56.8%	78.7%	60.5%	59.4%	60.4%
货币资金	830.5	550.4	2,230.6	2,172.5	3,461.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	8	7	5	3	2
应收帐款	198.4	302.9	224.2	443.0	325.6	流动营业资本周转天数	83	233	136	115	117
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	573	527	528	570	600
预付帐款	5.8	18.7	2.5	24.5	11.9	应收帐款周转天数	53	55	47	51	51
存货	0.6	0.5	0.2	0.9	0.5	存货周转天数	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,352.3	1,587.3	986.0	1,308.5	1,294.0	总资产周转天数	723	778	763	745	762
可供出售金融资产	81.4	268.6	116.6	155.5	180.2	投资资本周转天数	188	353	255	217	204
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	55.7	162.3	162.3	162.3	162.3	ROE	26.5%	24.9%	27.0%	26.5%	26.8%
投资性房地产	4.7	4.2	4.2	4.2	4.2	ROA	23.4%	22.9%	23.7%	24.1%	23.1%
固定资产	31.7	30.3	24.4	18.4	12.5	ROIC	1089.0%	62.3%	57.9%	114.2%	79.7%
在建工程	345.3	473.8	473.8	473.8	473.8	费用率					
无形资产	14.4	14.2	12.6	10.9	9.2	销售费用率	11.2%	8.1%	10.1%	10.4%	9.9%
其他非流动资产	222.7	594.9	288.7	360.7	405.5	管理费用率	24.1%	7.4%	24.0%	23.5%	22.5%
资产总额	3,143.6	4,008.2	4,526.2	5,135.3	6,341.5	财务费用率	-0.6%	-1.5%	-1.5%	-2.2%	-2.4%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	34.7%	14.0%	32.6%	31.8%	30.1%
应付帐款	140.9	97.9	342.5	139.9	416.1	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	21.9%	21.9%	19.1%	13.7%	16.1%
其他流动负债	451.0	693.4	512.5	552.5	586.6	负债权益比	28.0%	28.0%	23.7%	15.9%	19.1%
长期借款	90.6	63.2	-	-	-	流动比率	4.03	3.11	4.03	5.70	5.08
其他非流动负债	4.9	22.5	11.3	12.9	15.6	速动比率	4.03	3.11	4.03	5.70	5.08
负债总额	687.3	877.1	866.3	705.3	1,018.3	利息保障倍数	-98.06	-54.22	-41.06	-27.57	-25.43
少数股东权益	154.2	224.1	411.0	640.4	919.4	分红指标					
股本	71.7	71.9	71.9	71.9	71.9	DPS(元)	2.59	10.00	6.09	6.98	8.20
留存收益	2,299.8	2,891.2	3,177.1	3,717.8	4,331.9	分红比率	30.6%	99.4%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	2,456.2	3,131.1	3,660.0	4,430.0	5,323.2	股息收益率	1.1%	4.4%	2.7%	3.1%	3.6%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	734.3	918.4	875.6	1,003.6	1,178.8	EPS(元)	8.48	10.06	12.18	13.96	16.40
加: 折旧和摊销	10.8	12.1	7.6	7.6	7.6	BVPS(元)	32.03	40.44	45.20	52.72	61.26
资产减值准备	9.7	25.4	-	-	-	PE(X)	26.6	22.5	18.5	16.2	13.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.1	5.6	5.0	4.3	3.7
财务费用	20.1	-9.9	-29.6	-50.3	-64.4	P/FCF	-24.8	50.2	10.3	56.8	9.9
投资收益	-38.0	-69.6	-65.0	-65.0	-65.0	P/S	11.3	9.8	8.1	6.9	6.0
少数股东损益	124.6	195.4	196.7	233.3	285.4	EV/EBITDA	18.6	11.6	11.5	10.2	8.0
营运资金的变动	-1,420.5	-381.4	1,074.8	-804.0	411.3	CAGR(%)	19.0%	16.8%	15.1%	19.0%	16.8%
经营活动产生现金流量	808.9	904.6	2,060.1	325.1	1,753.7	PEG	1.4	1.3	1.2	0.9	0.8
投资活动产生现金流量	-1,735.7	-881.2	214.4	26.7	40.8	ROIC/WACC	103.8	5.9	5.5	10.9	7.6
融资活动产生现金流量	-213.9	-320.0	-594.3	-409.9	-505.2	REP	0.1	1.4	2.4	0.7	1.3

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。

