

投资评级 **买入** 维持

**股票数据**

6个月内目标价(元)	373.24
04月07日收盘价(元)	297.18
52周股价波动(元)	77.76-376.00
总股本/流通A股(百万股)	71/18
总市值/流通市值(百万元)	21150/5290

**主要估值指标**

	2016	2017E	2018E
市盈率	41.6	28.5	23.8
市净率	12.7	8.8	7.5
市销率	18.68	15.71	13.52
EV/EBITDA	27.6	21.6	16.4
分红率(%)	—	—	—

**相关研究**
**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.9	6.3	215.8
相对涨幅(%)	-7.7	1.8	210.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 钟奇

Tel: (021)23219962

Email: zq8487@htsec.com

证书: S0850513110001

分析师: 郝艳辉

Tel: (010)58067906

Email: hyh11052@htsec.com

证书: S0850516070004

联系人: 毛云聪

Tel: (010)58067907

Email: myc11153@htsec.com

## (更新) 加速打造游戏研运一体化生态, 精品战略保证收入稳定增长

**投资要点:**

- 更正声明。**我们于2017年4月6日发表的《吉比特: 加速打造游戏研运一体化生态, 精品战略保证收入稳定增长》报告中, 我们表述的2017年一季度业绩预测有误, 公司并未发布相关预测, 因此我们在文中删除了对于公司一季度业绩的陈述, 报告其它观点未变, 特此更正。
- 《问道手游》表现亮眼使公司2016年业绩迅猛增长。**2016年公司实现营业收入13.05亿元(+335%), 归母净利润5.85亿元(+235%), 四季度实现归母净利润1.24亿(同比231%), 以发行后股本计算的基本每股收益8.23元/股, 游戏业务毛利率95.99%(同比下降0.67个百分点), 保持稳定增长态势, 加速游戏研运一体化生态建设。
- 报告期内, 主营业务实现营收13.05亿, 毛利12.53亿, 高毛利率保证盈利能力领先行业。**依托强大研发实力, 自主运营及联合运营业务迅猛增长。旗下端游转手游精品《问道手游》自主运营+联合运营模式取得成功, 自2016年4月上线以来收入流水增长迅速, 累计注册用户突破1200万, 促成自主运营收入3.35亿元(+638.85%), 联合运营业务收入7.13亿元(+26045.18%)。
- 公司立足强大自研实力, 发展游戏运营业务, 研运一体化生态渐成。**1) 精品IP端转手游红利凸显, 游戏收入飞速发展。2016年公司继续深耕端游领域, 《问道》《问道外传》《斗仙》收入稳定; 自研优势及广大用户群体和IP价值造就精品IP端转手游《问道手游》表现抢眼, 位于2016年移动游戏收入榜第五; 2) 积极布局产业链, 打造研运一体化生态。公司立足自主研发实力, 积极向产业链下游延伸, 多向发展“联运+自主+授权”的游戏运营业务, 获取收益最大化; 设立雷霆游戏运营平台, 代理运营《不思议迷宫》稳定在iOS付费排名前20; 整体布局游戏海外发行业务, 并深度参与研运一体化体系, 拓展海外市场提升收入增量空间。
- 内生外延布局游戏研运产业链, 配合精品化战略抢占盈利高地。**1) 内生方面, 持续大量投入研发和自主创新能力培养, 精品化时代中着重加强自研实力; 加速发展游戏运营业务, 形成游戏自主研发和多样化运营平台, 研运一体化生态体系渐成; 2) 外延方面, 设立吉比特投资, 专注寻求游戏产业上下游投资机会, 积极以股权投资、产业并购方式延展相关产业链。

**主要财务数据及预测**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	300.05	1305.43	1551.45	1803.41	2130.37
(+/-)YoY(%)	-7.00%	335.08%	18.85%	16.24%	18.13%
净利润(百万元)	174.98	585.46	856.62	1022.56	1203.77
(+/-)YoY(%)	-9.59%	234.59%	46.32%	19.37%	17.72%
全面摊薄EPS(元)	2.46	8.23	12.04	14.37	16.91
毛利率(%)	96.44%	95.99%	96.12%	95.19%	94.27%
净资产收益率(%)	36.25%	30.39%	30.78%	31.46%	27.02%

资料来源: 公司年报(2015-2016), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**盈利预测:** 我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 12.04 元、14.37 元和 16.91 元。再参考同行业中完美世界, 游族网络, 浙报传媒 2017 年 PE 一致预期为 26~39 倍, 我们给予公司 2017 年 31 倍动态 PE, 对应目标价 373.24 元。首次覆盖给予公司买入评级。

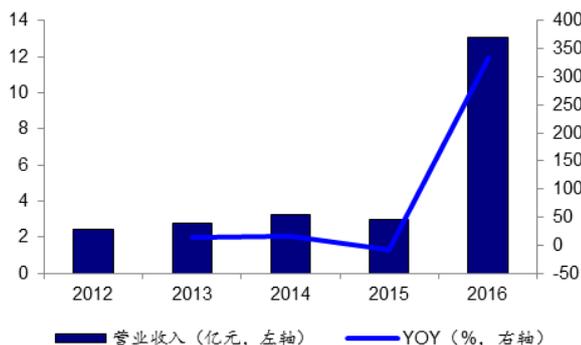
**风险提示:** 市场竞争加剧; 新产品研发运营失败; 海外市场规模拓展不达预期; 行业政策不利。

表 1 吉比特可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (X)		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
游族网络	002174.SZ	27.77	0.69	1.05	1.41	40	26	20
完美世界	002624.SZ	30.02	0.96	1.16	1.40	31	26	21
浙报传媒	600633.SH	20.73	0.51	0.54	0.63	41	39	33
可比公司平均			0.72	0.92	1.15	37	30	25
吉比特	603444.SH	297.18	8.23	12.04	14.37	42	29	24

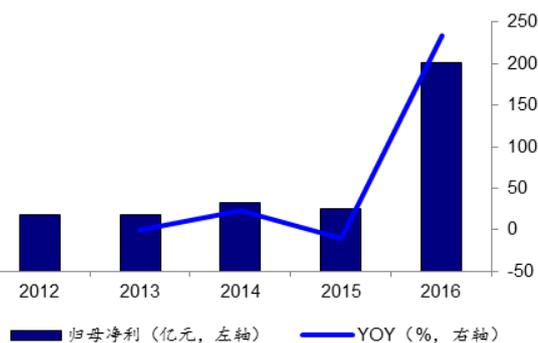
注: 股价取自 2017 年 4 月 7 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期  
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 1 2012~2016 年公司营业收入与增长率情况



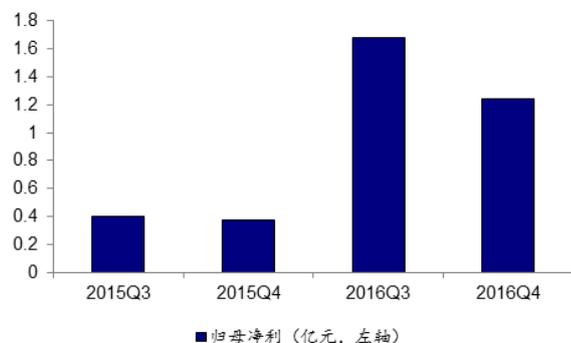
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 2 2012~2016 年公司归母净利润与增长率情况



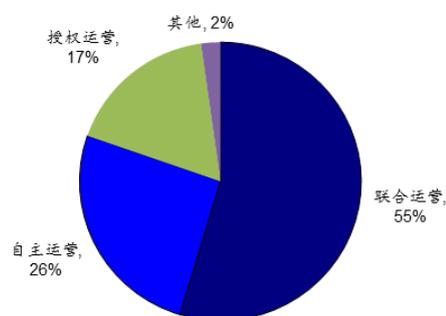
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 3 2016 年分季度营业收入情况 (单位: 亿元)

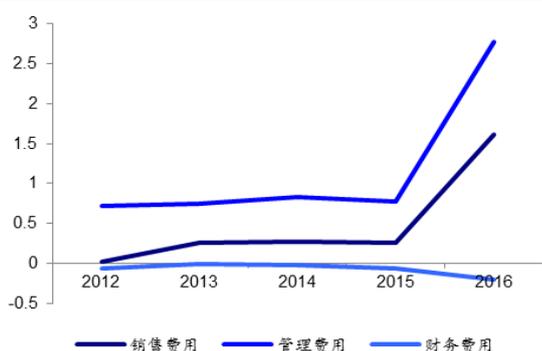


资料来源: 公司 2016 年年报, 海通证券研究所

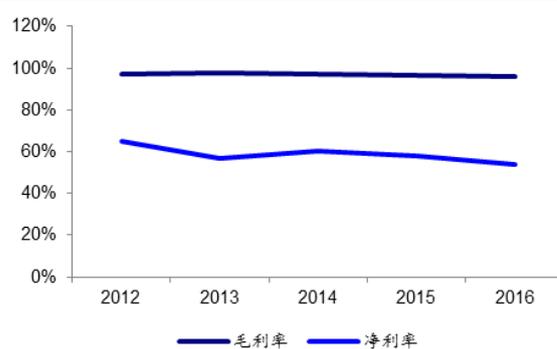
图 4 公司 2016 年主要收入构成



资料来源: 公司 2016 年年报, 海通证券研究所

**图 5 2012~2016 年公司主要三大费用变化情况 (亿元)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**图 6 2012~2016 年公司毛利率与净利率变动情况**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**表 2 吉比特各业务分项收入预测与假设 (单位: 百万元)**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>299.02</b>	<b>1304.40</b>	<b>1551.45</b>	<b>1803.41</b>	<b>2130.37</b>	<b>毛利</b>	<b>289.04</b>	<b>1252.09</b>	<b>1489.20</b>	<b>1716.71</b>	<b>2008.38</b>
联合运营	2.73	712.99	848.03	985.75	1164.47	联合运营	0.25	682.07	812.44	935.27	1094.17
自主运营	45.29	334.62	398.00	462.63	546.51	自主运营	39.82	318.03	378.91	436.19	510.30
授权运营	224.43	228.05	271.36	315.43	372.62	授权运营	222.69	223.67	266.22	306.46	358.53
其他	26.57	28.64	34.06	39.60	46.77	其他	26.28	28.32	33.69	38.79	45.38
<b>营业成本</b>	<b>9.98</b>	<b>52.31</b>	<b>60.19</b>	<b>86.70</b>	<b>121.99</b>	<b>毛利率</b>	<b>96.66%</b>	<b>95.99%</b>	<b>96.12%</b>	<b>95.19%</b>	<b>94.27%</b>
联合运营	2.48	30.92	35.59	50.48	70.30	联合运营	9.16%	95.66%	95.80%	94.88%	93.6%
自主运营	5.47	16.59	19.09	26.44	36.20	自主运营	87.92%	95.04%	95.20%	94.29%	93.38%
授权运营	1.74	4.48	5.14	8.97	14.09	授权运营	99.22%	98.04%	98.10%	97.16%	96.22%
其他	0.29	0.32	0.37	0.81	1.40	其他	98.91%	98.88%	98.91%	97.95%	97.01%

资料来源: 公司 2015 年年报, 公司 2016 年年报, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1305.43</b>	<b>1551.45</b>	<b>1803.41</b>	<b>2130.37</b>
每股收益	8.23	12.04	14.37	16.91	营业成本	52.39	60.19	86.70	121.99
每股净资产	27.07	39.10	45.68	62.59	毛利率%	95.99%	96.12%	95.19%	94.27%
每股经营现金流	11.13	12.18	17.33	21.31	营业税金及附加	9.51	10.86	11.18	11.93
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.73%	0.70%	0.62%	0.56%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	162.39	149.87	152.57	154.66
P/E	41.64	28.46	23.84	20.25	营业费用率%	12.44%	9.66%	8.46%	7.26%
P/B	12.66	8.76	7.50	5.47	管理费用	276.89	333.10	302.07	316.57
P/S	18.68	15.71	13.52	11.44	管理费用率%	21.21%	21.47%	16.75%	14.86%
EV/EBITDA	27.65	21.61	16.38	12.58	EBIT	804.24	997.44	1250.89	1525.21
股息率 (%)	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	财务费用	-19.71	-12.45	10.01	13.65
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.51%	-0.80%	0.56%	0.64%
毛利率	95.99%	96.12%	95.19%	94.27%	资产减值损失	16.32	0.00	0.00	0.00
净利润率	53.89%	58.38%	61.12%	62.65%	投资收益	-3.65	-3.75	-3.85	-3.95
净资产收益率	30.39%	30.78%	31.46%	27.02%	<b>营业利润</b>	<b>803.99</b>	<b>1006.14</b>	<b>1237.03</b>	<b>1507.61</b>
资产回报率	22.15%	25.02%	24.85%	21.32%	营业外收支	11.27	10.74	10.13	10.71
投资回报率	895.21%	430.24%	-336.79%	-414.01%	<b>利润总额</b>	<b>815.26</b>	<b>1017.16</b>	<b>1247.16</b>	<b>1518.32</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	811.85	1002.46	1256.68	1530.64
营业收入增长率	335.08%	18.85%	16.24%	18.13%	所得税	111.71	111.46	144.98	183.64
EBIT 增长率	339.84%	24.02%	25.41%	21.93%	有效所得税率%	13.70%	10.96%	11.62%	12.10%
净利润增长率	304.21%	28.73%	21.69%	21.09%	少数股东损益	118.08	49.07	79.62	130.91
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>585.46</b>	<b>856.62</b>	<b>1022.56</b>	<b>1203.77</b>
资产负债率	22.3%	13.6%	14.8%	14.3%	<b>扣除非经常性损益净利润</b>	<b>693.824</b>	<b>895.883</b>	<b>1093.229</b>	<b>1325.262</b>
流动比率	3.76	6.29	6.63	6.70	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
速动比率	3.75	6.27	6.61	6.68	货币资金	1949.38	2726.17	3808.20	5138.48
现金比率	160.76	224.82	314.05	423.75	应收款项	215.86	121.61	148.13	179.39
<b>经营效率指标 (%)</b>					存货	0.00	0.04	0.05	0.08
应收帐款周转天数	33.61	28.61	29.98	30.73	其它流动资产	18.47	18.47	18.47	18.47
存货周转天数	—	0.22	0.22	0.22	流动资产合计	2194.40	2882.41	3996.60	5361.02
总资产周转率	80.0%	51.1%	47.8%	43.6%	长期股权投资	38.52	38.52	38.52	38.52
固定资产周转率	36.51	48.29	71.82	114.79	固定资产	35.58	33.69	31.39	29.87
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	在建工程	312.68	416.67	0.00	173.19
净利润	703.55	905.69	1102.18	1334.68	无形资产	13.16	13.85	13.45	13.32
折旧摊销	7.61	5.02	5.79	5.43	非流动资产合计	448.65	540.94	118.31	286.18
营运资金变动	92.93	-36.61	112.05	163.46	<b>资产总计</b>	<b>2643.05</b>	<b>3423.34</b>	<b>4114.90</b>	<b>5647.19</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>792.37</b>	<b>867.11</b>	<b>1233.74</b>	<b>1516.82</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	0.00	1.88	2.30	1.52	应付账款	181.63	46.97	87.63	146.77
无形资产投资	0.00	-0.69	-0.57	-0.84	预收账款	0.62	2.88	2.93	2.81
资本支出	155.29	86.57	127.86	162.59	其它流动负债	127.25	127.25	127.25	127.25
<b>投资活动现金流</b>	<b>-161.62</b>	<b>-90.32</b>	<b>-131.71</b>	<b>-166.54</b>	流动负债合计	583.61	458.22	602.42	800.03
债务变化	-2.98	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股票发行	908.78	0.00	0.00	0.00	其它长期负债	6.41	6.41	6.41	6.41
<b>融资活动现金流</b>	<b>868.75</b>	<b>0.00</b>	<b>-20.00</b>	<b>-20.00</b>	非流动负债合计	6.41	6.41	6.41	6.41
现金净流量	1499.50	776.79	1082.03	1330.28	<b>负债总计</b>	<b>590.02</b>	<b>464.63</b>	<b>608.83</b>	<b>806.44</b>
公司自由现金流	606.46	753.74	1086.90	1337.12	实收资本	71.17	71.17	71.17	71.17
股权自由现金流	615.97	771.30	1065.93	1313.48	普通股股东权益	1926.47	2783.09	3250.83	4454.60
					少数股东权益	126.56	175.63	255.24	386.15
					<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2643.05</b>	<b>3423.34</b>	<b>4114.90</b>	<b>5647.19</b>

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日

资料来源: 公司年报 (2016), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

钟奇 互联网及传媒  
郝艳辉 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 互动娱乐,雷曼股份,当代明诚,中文在线,凯撒股份,蓝色光标,光线传媒,明泰铝业,大连圣亚,顺网科技,中科三环,新华文轩,云南铜业,广弘控股,西藏珠峰,云南旅游,百洋股份,新开普,帝龙文化,天通股份,龙韵股份,引力传媒,南山铝业,中国高科,佳都科技,四维图新,润和软件,麦达数字,红宇新材,巴士在线

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。