

1Q25 点评：新游表现良好，关注《仗剑传说》上线情况

核心观点

1Q25 公司业绩表现较好，实现收入 11.4 亿，同比增速 22%，实现归母净利润 2.8 亿，同比+11.8%，扣非后归母净利润 2.7 亿，同比+39%。

1、新游戏《问剑长生》表现较好，预估单季度盈利

Q1 老游戏流水环比略有提升（部分由春节旺季/活动带动），新游戏《问剑长生》在一季度实现流水 3.6 亿元表现较好，带动一季度公司总体流水达到 12.6 亿元，实现同比增长 16.6%。

2、毛利率提升，费用率控制较好

一季度毛利率 91%，同环比提升 1.7pct/5pct。除销售费用外，管理研发费用绝对值同比基本持平，占收比有所下降。

一季度公司经营向好，今年我们持续关注：

- 1) 新游戏《仗剑传说》（代号 M88）预计 25 年上半年上线，下半年有望在日本等其他市场上线，目前官网预约人数 26.94 万。
- 2) 代理 SLG《九牧之野》有望年内上线
- 3) 24 年公司分红率回到 76%，25 年股东回报有望持续。

我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 40.58、43.94、46.93 亿元，同比增长 9.80%、8.28%、6.81%；归母净利润为 10.50、11.51、12.39 亿元，同比增长 11.12%、9.58%、7.68%，2025 年 4 月 24 日收盘价对应 PE 为 15.6x、14.2x、13.2x，持续推荐，维持“买入”评级。

事件

公司发布 25 年一季报。25 年一季度实现营业收入 11.36 亿元，同比增长 22.47%；归母净利润 2.83 亿元，同比增长 11.82%；扣非归母净利润 2.75 亿元，同比增长 38.71%。

吉比特 (603444.SH)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

010-56135147

SAC 编号:S1440523110001

发布日期：2025 年 04 月 25 日

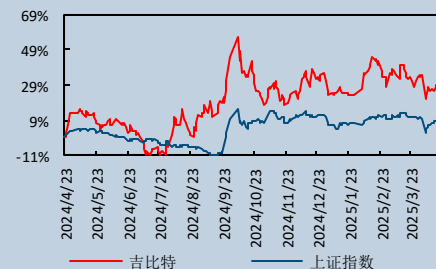
当前股价：217.22 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.42/0.51	4.14/2.38	27.63/19.98
12 月最高/最低价 (元)		263.02/155.23
总股本 (万股)		7,204.11
流通 A 股 (万股)		7,204.11
总市值 (亿元)		156.49
流通市值 (亿元)		156.49
近 3 月日均成交量 (万)		125.83
主要股东		
卢竑岩		29.72%

股价表现



相关研究报告

【中信建投游戏 II】吉比特 (603444):Q2 老游戏企稳再确认，24 年股东回报可期

24.06.24

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4184.85	3695.68	4057.94	4394.02	4693.39
YOY(%)	-19.02%	-11.69%	9.80%	8.28%	6.81%
净利润(百万元)	1125.12	944.92	1050.01	1150.59	1238.98
YOY(%)	-22.98%	-16.02%	11.12%	9.58%	7.68%
毛利率(%)	88.53%	87.86%	88.21%	88.50%	88.60%
净利率(%)	34.91%	31.90%	32.34%	32.73%	33.00%
ROE(%)	25.21%	19.28%	17.64%	16.33%	15.07%
P/E(倍)	14.54	17.31	15.58	14.22	13.20

资料来源: iFinD, 中信建投证券

简评

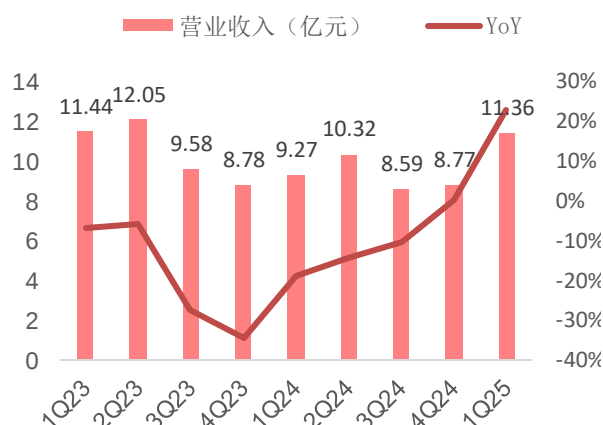
1、收入端：一季度《问剑长生》表现较好，总收入增速超 20%

从收入看，24 年至今各季度收入增速逐季回暖，25 年一季度增速 22.47%。24 年一至四季度营业收入增速分别为-19.0%、-14.3%、-10.4%和-0.1%，降幅逐步收窄，主要是存量游戏《问道》系列流水下滑放缓。25 年一季度营业收入 11.36 亿元，同比增长 22.47%，增速创 22 年以来新高，主要是新游戏《问剑长生》带动四款主要自研产品的总流水同比增长 16.63%，叠加一季度根据道具消耗进度确认的收入同比增加。

一季度新游《问剑长生》表现较好，后续将在中国港澳台和欧美地区陆续上线。《问剑长生》是公司自研的 3D 御剑斗法放置修仙手游，于 2025 年 1 月 2 日在中国大陆地区上线。游戏通过 3D 空战形式还原“御剑飞行”“隔空斗法”“法宝对抗”等修仙战斗体验，上线一周内累计注册用户突破百万。

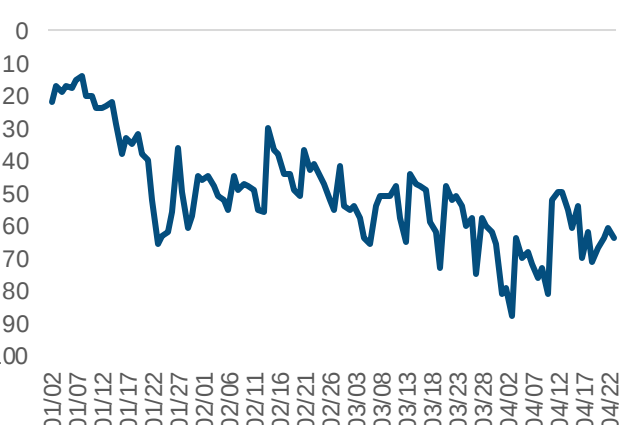
- ✓ 排名方面，2025 年 1-3 月游戏在 App Store 游戏畅销榜平均排名第 46 名，最高第 14 名；
- ✓ 流水方面，公司公告一季度总流水合计 3.63 亿元，已超过《问道》端游，接近《问道》手游的水平。

图表1： 1Q25 收入增速创 22 年以来新高



资料来源：公司公告，中信建投

图表2： 近期《问剑长生》iOS 游戏畅销榜排名稳定 60 名附近



资料来源：七麦数据，中信建投

存量游戏流水环比基本企稳。25 年一季度《问道》端游、《问道》手游和《一念逍遥（大陆版）》合计流水 8.9 亿元，环比增加 9.3%。其中《问道》端游流水 3.2 亿元，同比下降 16.2%，环比增加 34.9%；《问道》手游流水 4.4 亿元，同比下降 15.8%，环比下降 4.3%；《一念逍遥（大陆版）》流水 1.3 亿元，同比下降 23.1%，环比增加 11.1%。

图表3： 存量游戏流水变化（亿元）

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
《问道》端游	2.5	2.6	3.8	2.7	2.3	2.4	3.2
YoY					-11.4%	-7.8%	-16.2%
QoQ		1.6%	48.4%	-28.7%	-17.6%	5.8%	34.9%
《问道》手游	5.2	4.6	5.2	6.3	4.6	4.6	4.4
YoY					-12.6%	-0.4%	-15.8%
QoQ		-11.5%	13.2%	20.4%	-27.6%	0.9%	-4.3%
《一念逍遥（大陆版）》	2.1	1.4	1.7	1.4	1.7	1.2	1.3
YoY					-18.4%	-17.6%	-23.1%
QoQ		-31.1%	19.0%	-16.0%	18.3%	-30.4%	11.1%
合计	9.8	8.6	10.8	10.5	8.5	8.2	8.9
YoY					-13.5%	-5.4%	-17.1%
QoQ		-12.2%	24.7%	-2.8%	-18.7%	-4.0%	9.3%

资料来源：公司公告，中信建投证券

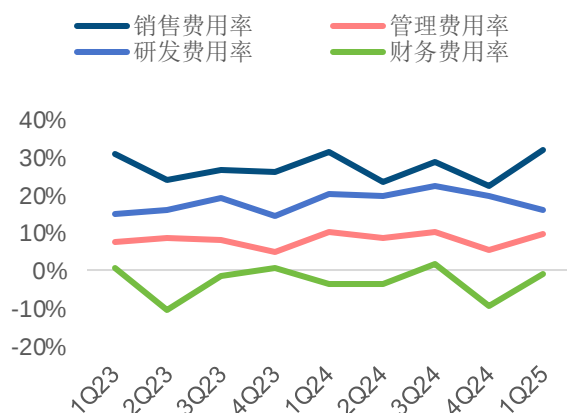
2、利润端：毛利率提升，费用控制较好

销售和研发费用控制较好，一季度扣非利润端高增。25年一季度实现归母净利润 2.83 亿元，同比增长 11.82%；扣非归母净利润 2.75 亿元，同比增长 38.71%，扣非端增速显著高于收入增速 22.47%，主要是因为：

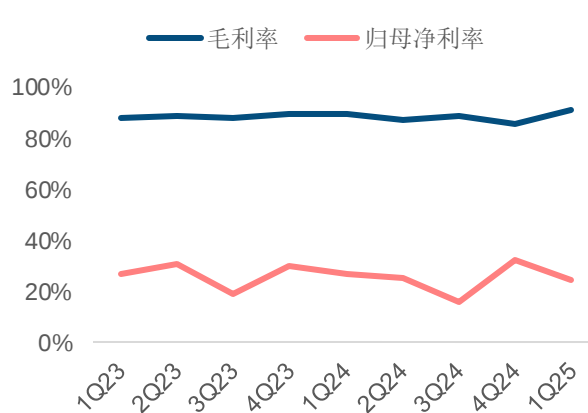
1) 销售费用率：一季度销售费用 3.60 亿元，去年同期为 2.94 亿元，主要是新游《问剑长生》上线，加大营销推广。但一季度销售费用率 31.70%，同比基本持平，反映投放效率较高。

2) 研发费用率：一季度研发费用 1.81 亿元，同比基本持平，但收入端高增长，带动研发费用率同比下降 4.14pct 至 15.89%。

3) 其他因素：去年同期成都余香回购公司持有的部分股权份额，相应所得确认为投资收益，计入非经常性损益。25年一季度投资收益为 3495 万元，去年同期达 5851 万元。

图表4： 公司各季度的期间费用率变化


资料来源：公司公告，中信建投

图表5： 公司毛利率和归母净利率变化


资料来源：公司公告，中信建投

3、新游戏：关注《仗剑传说》《九牧之野》上线节奏

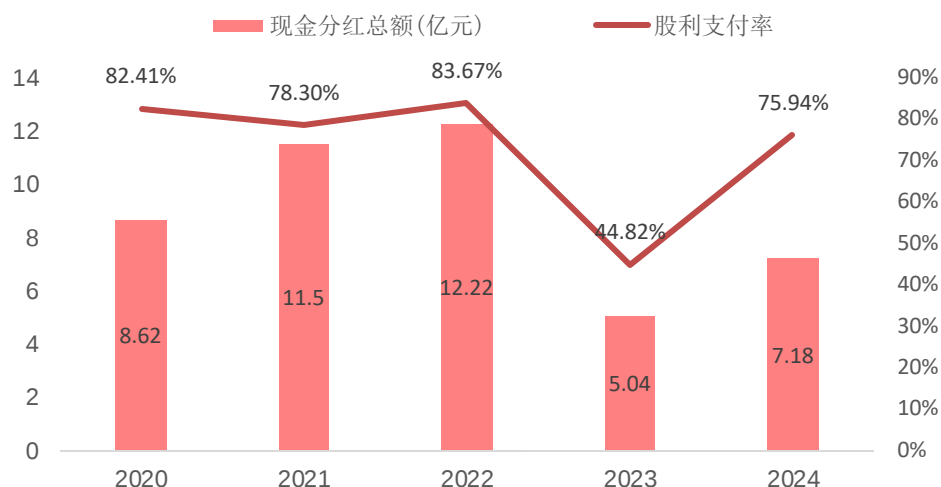
目前公司有望在 25 年上线的产品主要有两款，均已取得版号：

- ✓ 仗剑传说（代号 M88）：公司自主研发并运营的一款日式幻想题材放置 MMO 手游，玩家在游戏中可以自定义形象、自由搭配技能、选择职业分支，并与其他玩家互动。目前官网预约人数 26.94 万，TapTap 评分 8.4 分，预计在 4 月 25 日举行限号不删档测试，25 年上半年上线。
- ✓ 九牧之野：由公司代理运营的一款三国题材的赛季制 SLG 游戏，预计 25 年下半年在中国大陆上线。

4、分红：24 年分红已回归较高水平，25 年高分红有望延续

24 年分红回归较高水平。2024 年度公司拟每 10 股派发现金红利 35 元（含税），合计派发现金红利 2.51 亿元。叠加年中和三季度分红，全年现金股利预计达每 10 股 100 元，合计派发现金股利将达 7.18 亿元，分红率 75.94%，4 月 23 日收盘价对应股息率 4.58%。2024 年分红金额和分红率均显著高于 23 年水平，接近 2020 年。

25 年有望延续积极的股东回报。据公司公告，公司拟 2025 年中期和第三季度分红，当期内现金分红金额累计不超过当期实现的归属于母公司股东净利润的 100%。该计划尚需提交公司股东会审议。

图表6： 近 5 年分红金额和分红率逐年提高


资料来源：公司公告，中信建投证券

投资建议：25 年新游戏《问剑长生》表现亮眼，一季度流水 3.6 亿元，拉动公司四款主要自研产品的总流水同比增长 16.63%。费用端控制较好，销售费用率同比持平，管理研发费用绝对值同比基本持平，占收比有所下降。年内两款新游《杖剑传说》和《九牧之野》有望上线，高股东回报也有望持续。

我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 40.58、43.94、46.93 亿元，同比增长 9.80%、8.28%、6.81%；归母净利润为 10.50、11.51、12.39 亿元，同比增长 11.12%、9.58%、7.68%，2025 年 4 月 24 日收盘价对应 PE 为 15.6x、14.2x、13.2x，持续推荐，维持“买入”评级。

风险提示：行业景气度下滑风险；存量游戏流水下滑风险；游戏用户总量减少风险；重点项目运营失误风险；新游戏上线延期风险；新游戏上线后表现不及预期风险；推广营销 ROI 降低风险；营销买量成本上升风险；未获版号游戏版号获取情况不及预期风险；游戏行业内容监管风险；行业竞争激烈；人力成本上升风险；核心人才流失风险；汇率波动影响净利润的风险；投资收益波动影响净利润的风险；玩家偏好转移的风险；宏观经济持续承压的风险；海外游戏发行风险；AI 应用不及预期风险；小程序游戏发展不及预期；海外游戏发行风险。

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获 2024 年新浪财经金麒麟评选传媒行业菁英分析师第一名；2024 年 21 世纪金牌分析师评选传媒互联网行业第三名；2024 年 Wind 金牌分析师评选传媒行业第四名；2024 年证券时报·新财富杂志最佳分析师评选入围。

杨晓玮

中信建投证券传媒互联网行业研究员，上海交通大学金融硕士，主要研究游戏、XR、AI 应用、潮流玩具等

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话: (8610) 56135088
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心35楼
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk