

## 2Q25 点评：《杖剑传说》流水超预期，看好高增长趋势延续

### 核心观点

二季度公司业绩超预期，单季度收入 13.82 亿元与毛利率 93.5% 均创近 5 年新高，扣非归母净利率 27.0% 同比增加 1.4pct。同时拟进行中报分红，分红率 73.46% 与去年全年基本持平。中报亮点颇多，我们看好三季度和全年延续高增长趋势：

1) 《杖剑传说》超预期，三季度流水有望再上新台阶。据公告，二季度《杖剑传说》国服版本流水为 4.24 亿元，我们预估 6 月流水约 4 亿元；目前稳定在游戏畅销榜 30 名附近，我们预估次月、第三个月的平均流水也在 2 亿元以上。海外服 7 月中旬上线，港澳台进入游戏畅销 Top3，日本市场游戏畅销平均 20~30 名，预估海外服对三季度增量明显。

2) 《问道》手游基本盘稳固，二季度同比维持稳定。二季度《问道》手游流水为 6.3 亿元，周年庆活动环比带动明显，且同比维持稳定。我们认为公司的核心基本盘已基本稳住。

3) 二季度高利润率趋势有望延续。二季度扣非后净利润率为 26.99%，同环比分别增长 1.36/2.81pct，除计提奖金等因素外，我们认为主要是流水收入增幅明显、买量 ROI 控制较好、自有渠道占比提升所带来。其中《杖剑传说》渠道分成低（未上线主流安卓联运渠道）、用户留存好、买量投放效率高，超预期流水有望持续贡献较多收入和利润。

4) 还有新游戏有望贡献增量。雷霆代理三国题材 SLG《九牧之野》，6~7 月完成 S1 测试，近期结束最新技术测，有望年底到明年上线。

我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 53.19、64.02、72.72 亿元，同比增长 43.92%、20.37%、13.58%；归母净利润为 15.17、18.14、20.96 亿元，同比增长 60.55%、19.55%、15.59%，2025 年 8 月 20 日收盘价对应 PE 为 20.0x、16.7x、14.5x，持续推荐，维持“买入”评级。

### 事件

公司发布 25 年中报。25 年二季度实现营业收入 13.82 亿元，同比增长 33.89%；归母净利润 3.61 亿元，同比增长 36.64%；扣非归母净利润 3.73 亿元，同比增长 41.00%。

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 08 月 21 日

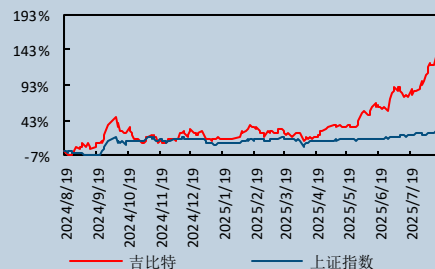
当前股价：421.19 元

### 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
25.20/19.20	64.19/53.48	105.16/75.68
12 月最高/最低价 (元)		419.47/173.60
总股本 (万股)		7,204.11
流通 A 股 (万股)		7,204.11
总市值 (亿元)		280.96
流通市值 (亿元)		280.96
近 3 月日均成交量 (万)		159.29
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  
25.04.25 (603444):1Q25 点评：新游表现良好，  
关注《杖剑传说》上线情况

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4184.85	3695.68	5318.91	6402.28	7271.75
YOY(%)	-19.02%	-11.69%	43.92%	20.37%	13.58%
净利润(百万元)	1125.12	944.92	1517.16	1813.69	2096.49
YOY(%)	-22.98%	-16.02%	60.56%	19.55%	15.59%
毛利率(%)	88.53%	87.86%	88.21%	88.50%	88.60%
净利率(%)	34.91%	31.90%	35.21%	35.41%	36.04%
ROE(%)	25.21%	19.28%	23.63%	22.72%	21.41%
P/E(倍)	26.97	32.11	20.00	16.73	14.47

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 简评

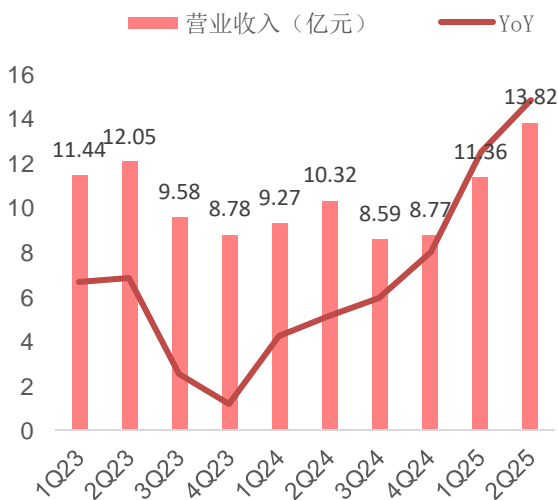
### 1、收入端：《仗剑传说》超预期，单季度收入创近 5 年新高

从收入看，24 年至今各季度收入增速逐季回暖，25 年二季度增速 33.89% 创 22 年以来新高，单季度收入 13.82 亿元创近 5 年新高。24 年各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 年一季度同比增长 22.47%；二季度同比增速进一步提升至 33.89%，增速创 22 年以来新高，收入绝对值也创近 5 年新高，主要是新游戏《仗剑传说》《问剑长生》贡献增量收入，且《问道》手游流水同比基本持平。

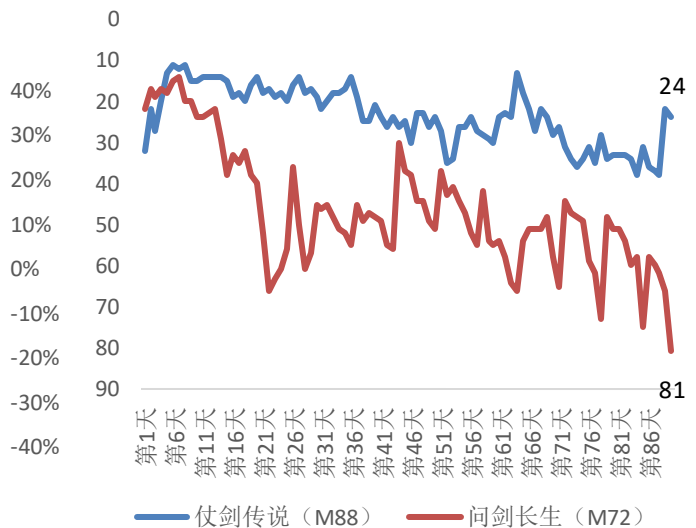
《仗剑传说》二季度国服流水超预期，三季度有望贡献更多增量。据公司公告，二季度《仗剑传说》国服版本流水为 4.24 亿元，考虑到游戏上线时间为 5 月 29 日，预估 6 月（首月）流水约 4 亿元。目前国服版本稳定在 iOS 游戏畅销榜 30 名附近，我们预估次月、第三个月的平均流水也在 2 亿元以上。该游戏海外服版本 7 月 15 日上线，在中国港澳台各地区 App Store 游戏畅销榜排名最高至第 1 名，在日本地区 App Store 游戏畅销榜排名最高至第 17 名，有望贡献三季度业绩。因此三季度《仗剑传说》流水有望再上新台阶。

此外我们预计《仗剑传说》渠道分成低，流水确认为收入的比例较高。主要是因为国服版上架了苹果 App Store，但没有上线应用宝以外的安卓联运渠道，而且游戏通过累计充值奖励、稀缺道具激励等方式，鼓励用户使用雷霆官方充值平台付费，减少渠道分成。

图表1：2Q25 收入创近 5 年以来新高



图表2：《仗剑传说》排名游戏畅销排名稳定在约 30 名



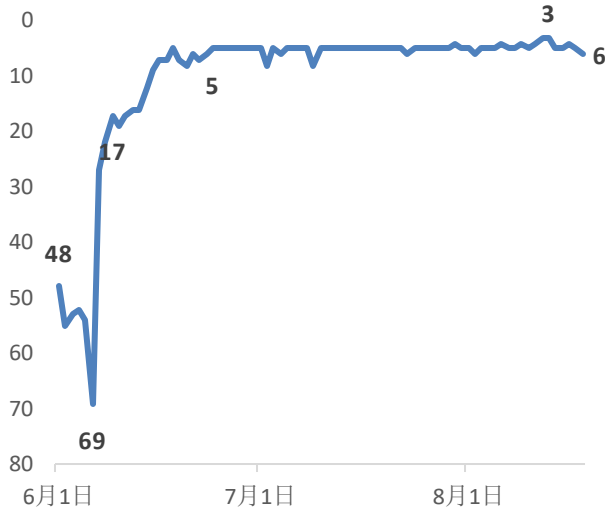
资料来源：公司公告，中信建投

资料来源：七麦数据，中信建投

6 月中旬以来小游戏《道友来挖宝》基本稳定在小游戏畅销榜第五，也有望贡献部分业绩增量。《道友来挖宝》由雷霆游戏研发，是一款融合了挂机、放置、修仙、探险等要素的轻养游戏。游戏主要玩法聚焦于“角色养成+挖宝体验”上，辅以唤灵、秘宝、法宝、副本等系统扩展。用户无需长时间在线，只需周期性操作，即可推进角色成长。作为竖屏放置游戏，它既是公司一直以来擅长的品类，也契合了当下小游戏用户群体对“轻量化、养成”的体验偏好。

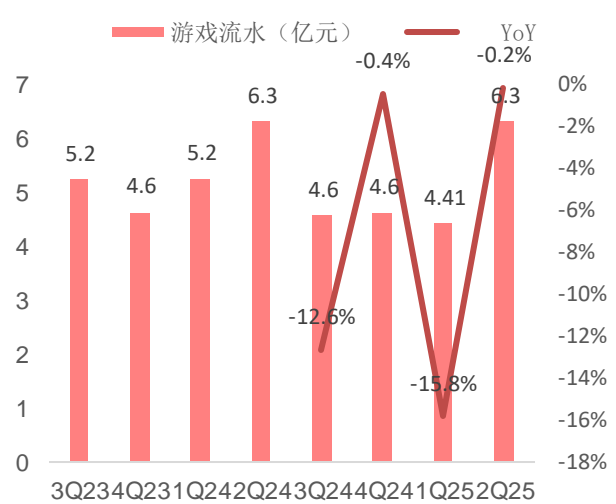
《问道》手游基本盘稳健，流水同比基本持平。据公告，《问道》手游上半年流水 10.7 亿元，同比下降 7.3%，其中二季度流水 6.3 亿元，同比基本持平，环比大幅增长 42.9%。上半年《问道》手游保持稳定迭代更新，于 9 周年庆活动之际邀请音乐人许嵩创作主题曲《揽仙歌》，并在游戏内推出周年音乐会、周年祈福等活动，维持较高热度和人气。上半年游戏在 App Store 游戏畅销榜平均排名第 62 名，最高至第 19 名。

图表3: 《道友来挖宝》稳定在小游戏畅销榜第五



资料来源: 微信游戏, 中信建投

图表4: 《问道》手游基本盘稳健



资料来源: 公司公告, 中信建投

## 2、利润端：毛利率创近 5 年新高，扣非净利率提升明显

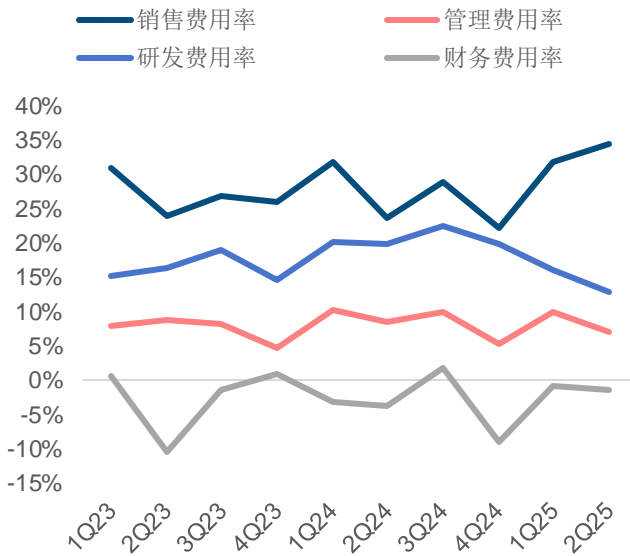
《杖剑传说》买量 ROI 控制较好，盈利能力显著提升。25 年二季度实现扣非归母净利润 3.73 亿元，同比增长 41.00%，扣非归母净利率 26.99%，同比增加 1.36pct，环比增加 2.81pct，除了一季度计提奖金等因素外，我们认为主要是流水收入增幅明显、买量 ROI 控制较好、自有渠道占比提升所带来。具体来看：

1) 毛利率创近 5 年新高：二季度毛利率 93.49%，同比增长 6.20pct，环比增长 2.60pct。

2) 期间费用率：二季度销售费用率 34.46%，同比增加 10.83pct，主要是新游《杖剑传说》上线，加大营销推广。但该游戏留存率较高、买量 ROI 控制较好，7 月开始周度的投放计划数环比基本稳定（Dataeye 数据），iOS 游戏畅销榜排名也已稳定在 30 名附近。研发费用率 12.76%，同比下降 7.13%，绝对值与占收入比例同环比均有所下降。管理费用率 6.91%，同比下降 1.48pct，主要是收入增长导致。

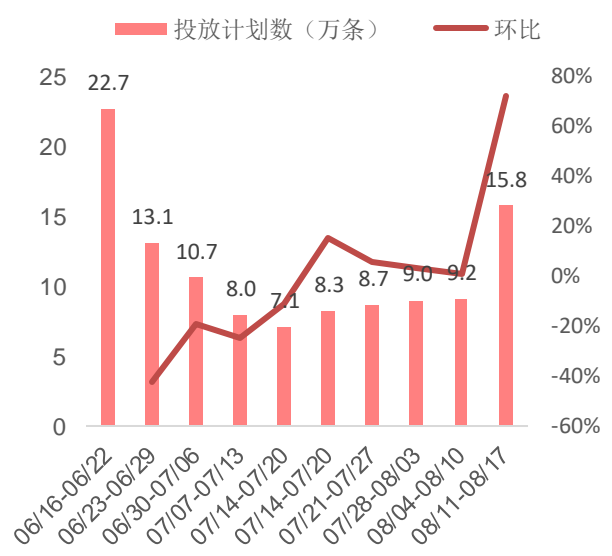
3) 其他因素：去年同期《航海王：梦想指针》《Monster Never Cry (欧美版)》《飞吧龙骑士 (港台韩版)》等产品因上线前期发行投入较大，当期亏损。

图表5： 研发和管理费用率同比下降较多



资料来源：公司公告，中信建投

图表6： 《杖剑传说》投放相对稳定



资料来源：Dataeye，中信建投

### 3、中报分红率 73.46%，高分红延续

**公司拟中报分红。**据公司公告，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 66.00 元（含税），合计分红 4.74 亿元，对应分红率 73.46%，与 24 全年的 75.94% 相比基本持平。看好公司高分红延续，此前据公司公告，公司拟 2025 年第三季度分红，一至三季度累计现金分红金额不超过同期实现的归属于母公司股东净利润的 100%。

**投资建议：**公司二季度收入利润均超预期，我们看好三季度和全年业绩延续高增长趋势，核心驱动因素：1) 《杖剑传说》国服首月流水约 4 亿元超预期，目前稳定在游戏畅销排名 30 名附近，海外服 7 月中旬上线，预计对三季度增量明显。该游戏未上线主流安卓联运渠道，渠道分成低、用户留存好、买量投放效率高，超预期流水有望持续贡献较多收入和利润。2) 《问道》手游基本盘已稳固，二季度流水同比基本持平。3) 小游戏《道友来挖宝》基本稳定在小游戏畅销榜第五，也有望贡献部分业绩增量；代理 SLG《九牧之野》有望年底到明年上线。

我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 53.19、64.02、72.72 亿元，同比增长 43.92%、20.37%、13.58%；归母净利润为 15.17、18.14、20.96 亿元，同比增长 60.55%、19.55%、15.59%，2025 年 8 月 20 日收盘价对应 PE 为 20.0x、16.7x、14.5x，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处广电金融中心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