

吉比特 (603444. SH)

《杖剑传说》表现亮眼，2025 上半年收入增长 29%

优于大市

核心观点

2025 上半年公司收入增长 29%，第二季度新游戏上线收入增长加速。1) 2025 上半年，公司收入 25.2 亿元，同比增长 28.5%，其中老游戏《问道手游》流水同比下滑 7.3%至 10.7 亿、新游戏《问剑长生（大陆版）》《杖剑传说（大陆版）》流水分别为 5.7 亿和 4.2 亿；归母净利润 6.5 亿元，同比提升 24.5%，主要由于《一念逍遥（大陆版）》。2) 单看第二季度，公司的营业收入为 13.8 亿元，同比增长 33.9%；归母净利润 3.6 亿元，同比增长 36.6%。

毛利率同比增长 4.1 个百分点，费用率整体略增 1.3 个百分点。2025 上半年，公司的毛利率 92.3%，同比增长 4.1 个百分点；费用率整体上升 1.3 个百分点至 54.4%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 33.2%/8.2%/-1.2%/14.2%，分别同比+5.8%/-1.0%/+2.3%/-5.8 个百分点，主要由于新品上线买量费用上升。

《杖剑传说》表现优异。1) 境内游戏方面，《问道手游》流水同比下滑 7.3%至 10.7 亿，其中第二季度流水同比基本持平；2024 年 10 月上线的《封神幻想世界》和 2025 上半年上线的《问剑长生（大陆版）》《杖剑传说（大陆版）》贡献增量收入和利润。2) 境外方面，公司的境外游戏收入下滑 21.0%至 2.0 亿元，主要由于《飞吧龙骑士（港澳台韩版）》《一念逍遥（欧美版）》本期流水有所减少。3) 储备产品方面，公司将持续推进自研产品《杖剑传说》《问剑长生》的全球化发行，此外公司将代理运营三国题材 SLG 游戏《九牧之野》。4) IP 孵化业务方面，公司取得《明克街 13 号》《术师手册》等多部网文 IP 的游戏改编权，积极探索 IP 运营以拓宽用户基础。

风险提示：新品上线进度或流水不及预期；产品竞争激烈；监管风险。

投资建议：公司新产品表现亮眼、自研产品海外发行及代理产品有望贡献增量，维持“优于大市”评级。由于公司的《杖剑传说》表现优异，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年净利润分别为 14.5/15.4/16.3 亿（原预测为 10.1/11.4/12.3 亿），EPS 分别为 20.15/21.33/22.64 元，对应 PE 为 22x/21x/19x；公司产品研发实力较强、长线运营能力优秀，下半年自研产品海外发行、代理产品都将贡献增量，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,185	3,696	5,174	5,691	6,147
(+/-%)	-19.0%	-11.7%	40.0%	10.0%	8.0%
净利润(百万元)	1125	945	1452	1537	1631
(+/-%)	-23.0%	-16.0%	53.7%	5.8%	6.1%
每股收益(元)	15.62	13.12	20.15	21.33	22.64
EBIT Margin	37.2%	31.7%	40.8%	39.1%	38.5%
净资产收益率(ROE)	25.2%	19.3%	27.9%	27.9%	28.0%
市盈率(PE)	28.2	33.6	21.8	20.6	19.4
EV/EBITDA	20.4	26.8	15.6	14.8	14.0
市净率(PB)	7.10	6.47	6.11	5.76	5.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·游戏 II

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn chenyaorong@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

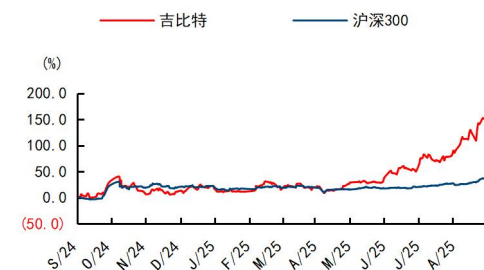
021-61761058

S0980523100001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	458.50 元
总市值/流通市值	33031/33031 百万元
52 周最高价/最低价	479.99/172.10 元
近 3 个月日均成交额	588.04 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《吉比特 (603444. SH) -业绩筑底，关注新品表现》——2025-04-02
- 《吉比特 (603444. SH) -第三季度业绩降幅收窄，关注代理产品表现》——2024-10-28
- 《吉比特 (603444. SH) -上半年分红比例 62.4%，第二季度收入降幅收窄》——2024-08-19
- 《吉比特 (603444. SH) -老游戏承压 2023 年收入下滑 19%，关注 2024 年新品发布》——2024-04-10
- 《吉比特 (603444. SH) -老游戏流水承压，前三季度收入下降 14%》——2023-10-30

2025 上半年公司收入增长 29%，第二季度新游戏上线收入增长加速。1) 2025 上半年，公司收入 25.2 亿元，同比增长 28.5%，其中老游戏《问道手游》流水同比下滑 7.3%至 10.7 亿、新游戏《问剑长生（大陆版）》《杖剑传说（大陆版）》流水分别为 5.7 亿和 4.2 亿；归母净利润 6.5 亿元，同比提升 24.5%，主要由于《一念逍遥（大陆版）》。2) 单看第二季度，公司的营业收入为 13.8 亿元，同比增长 33.9%；归母净利润 3.6 亿元，同比增长 36.6%。

图1：公司半年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



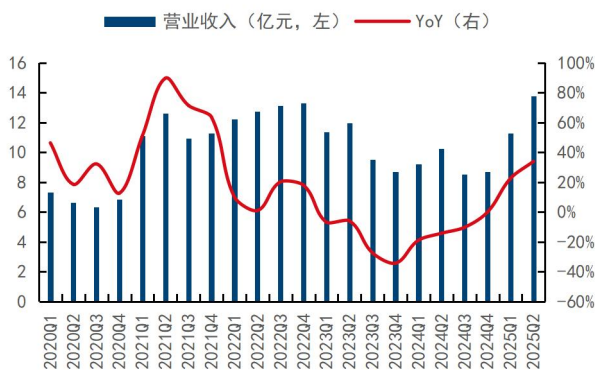
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



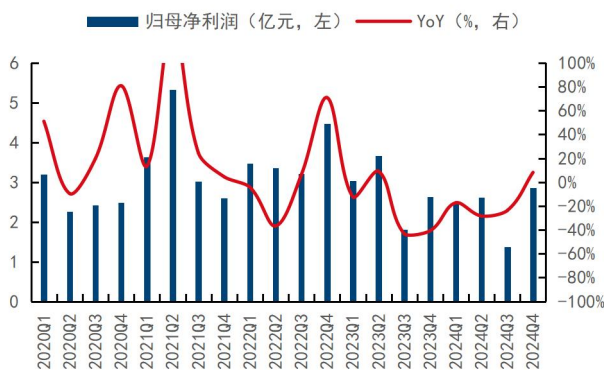
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



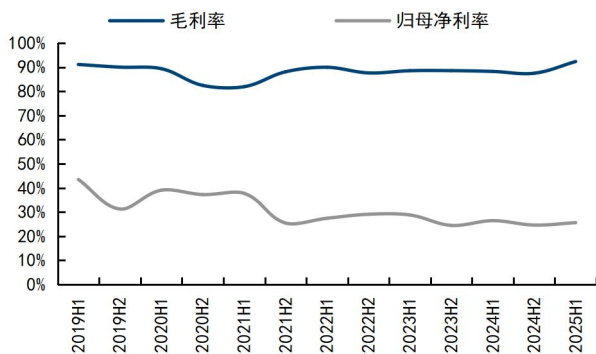
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

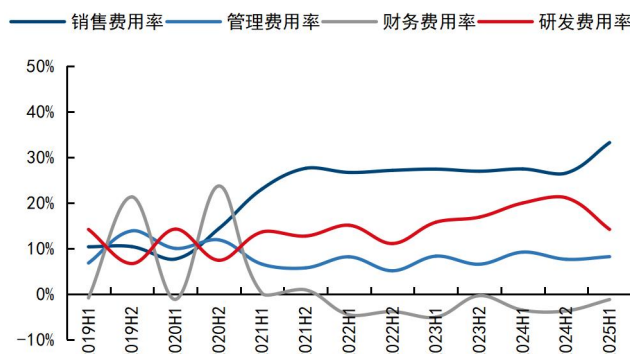


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率同比增长 4.1 个百分点, 费用率整体略增 1.3 个百分点。2025 上半年，公司的毛利率 92.3%，同比增长 4.1 个百分点；费用率整体上升 1.3 个百分点至 54.4%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 33.2%/8.2%/-1.2%/14.2%，分别同比 +5.8/-1.0/+2.3/-5.8 个百分点，主要由于新品上线买量费用上升。

图5：公司利润率及变化（单位：%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率及变化（单位：%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

《杖剑传说》表现优异。1) 境内游戏方面,《问道手游》流水同比下滑 7.3%至 10.7 亿,其中第二季度流水同比基本持平;2024 年 10 月上线的《封神幻想世界》和 2025 上半年上线的《问剑长生(大陆版)》《杖剑传说(大陆版)》贡献增量收入和利润。2) 境外方面,公司的境外游戏收入下滑 21.0%至 2.0 亿元,主要由于《飞吧龙骑士(港澳台韩版)》《一念逍遥(欧美版)》本期流水有所减少。3) 储备产品方面,公司将持续推进自研产品《杖剑传说》《问剑长生》的全球化发行,此外公司将代理运营三国题材 SLG 游戏《九牧之野》。4) IP 孵化业务方面,公司取得《明克街 13 号》《术师手册》等多部网文 IP 的游戏改编权,积极探索 IP 运营以拓宽用户基础。

盈利预测调整说明：

公司自研产品《杖剑传说》5 月 29 日上线后表现良好,预计下半年将持续贡献较多增量业绩,因此我们上调盈利预测,预计 2025-2027 年净利润分别为 14.5/15.4/16.3 亿(原预测为 10.1/11.4/12.3 亿)。具体看：

1、收入：公司的收入主要由自主运营、联合运营、授权运营业务构成。

1.1) 自主运营业务方面,公司的自研产品《问剑长生》《杖剑传说》贡献较多增量,2025 上半年自主运营收入提升 51%至 15.2 亿元,下半年有望维持增速,预计 2025 全年收入 30.1 亿元,2026~2027 年出于保守起见预计收入增长 8%~10%。

1.2) 联合运营业务 2025 上半年收入提升 9%至 8.2 亿元,发展较为稳健,未来将代理发行《九牧之野》,但由于上线时间未确定,保守期间假设 2025 年联合运营收入增长 15%,假设 2026~2027 年收入增速也在 15%左右。

1.3) 授权运营业务上半年发展较为稳健,预计未来三年维持 13%~15%的增速。

2、毛利率：公司的新游戏上线带动毛利率提升,预计 2025 年毛利率为 90%,保守起见假设 2026~2027 年毛利率在 88%~89%左右。

3、费用率：公司的费用控制较为严格,预计未来三年销售/管理/财务费用率控制在 25.5%/7.5%/2%左右,公司的研发投入较大,预计未来三年维持在 16%~17%左右。

综合来看,我们预计公司的净利润为 14.5/15.4/16.3 亿元,分别同比增长 53.7%/5.8%/6.1%。

表1: 盈利预测拆分表

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)						
自主运营	2533	2247	1943	3012	3313	3578
YoY (%)	24.2%	-15.0%	12.0%	55.0%	10.0%	8.0%
联合运营	2278	1572	1396	1605	1846	2122
YoY (%)	4.4%	0.0%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
授权运营	314	251	264	303	346	391
YoY (%)	-6.6%	-20.0%	5.0%	15.0%	14.0%	13.0%
总营收	5168	4185	3696	5174	5691	6147
YoY (%)	11.9%	-19.0%	-11.7%	40.0%	10.0%	8.0%
毛利率 (%)						
自主运营	92.0%	90.9%	90.4%	92.0%	91.0%	88.5%
联合运营	84.9%	85.8%	84.7%	85.0%	85.0%	85.0%
授权运营	97.9%	97.8%	97.4%	97.9%	97.9%	97.9%
整体毛利率	88.7%	88.5%	87.9%	90.0%	88.8%	88.2%
费用率 (%)						
销售费用率	27.1%	26.0%	25.0%	25.5%	25.5%	25.5%
管理费用率	6.6%	6.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
研发费用率	13.0%	16.0%	16.5%	16.0%	16.5%	16.5%
财务费用率	-4.2%	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%	1.7%
所得税税率	15.4%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润(百万元)						
归母净利润	1461	1125	945	1452	1537	1631
YoY (%)	0.0%	-23.0%	-16.0%	53.7%	5.8%	6.1%
净利率 (%)	28.3%	26.9%	25.6%	28.1%	27.0%	26.5%

资料来源: Wind、公司年报, 国信证券经济研究所整理预测

投资建议: 公司新产品表现亮眼、自研产品海外发行及代理产品有望贡献增量, 维持“优于大市”评级。由于公司的《杖剑传说》表现优异, 我们上调盈利预测, 预计 2025-2027 年净利润分别为 14.5/15.4/16.3 亿 (原预测为 10.1/11.4/12.3 亿), EPS 分别为 20.15/21.33/22.64 元, 对应 PE 为 22x/21x/19x; 公司产品研发实力较强、长线运营能力优秀, 下半年自研产品海外发行、代理产品都贡献增量, 维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
603444.SH	吉比特	优于大市	440.24	317	15.62	13.12	20.15	21.33	28	34	22	21
002517.SZ	恺英网络	优于大市	21.35	456	0.68	0.76	1.01	1.13	31	28	21	19
002555.SZ	三七互娱	优于大市	17.78	393	1.20	1.21	1.29	1.42	15	15	14	13
002605.SZ	姚记科技	优于大市	27.60	115	1.35	1.29	1.45	1.60	20	21	19	17
002624.SZ	完美世界	优于大市	15.78	306	0.25	-0.66	0.38	0.74	62	(24)	41	21

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 除吉比特外其他公司盈利预测为 wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2397	2253	3617	3852	4301	营业收入	4185	3696	5174	5691	6147
应收款项	244	205	298	343	387	营业成本	480	448	517	637	725
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	25	25	35	38	41
其他流动资产	33	304	41	46	49	销售费用	1127	980	1345	1423	1567
流动资产合计	3812	4289	5483	5767	6264	管理费用	315	312	339	430	464
固定资产	598	521	504	479	441	研发费用	679	758	828	939	983
无形资产及其他	70	70	68	66	65	财务费用	(126)	(134)	(62)	(75)	(91)
投资性房地产	992	969	969	969	969	投资收益	35	73	3	3	3
长期股权投资	1165	1075	1175	1375	1475	资产减值及公允价值变动	(59)	(114)	15	15	0
资产总计	6637	6924	8199	8657	9213	其他收入	(634)	(741)	(828)	(939)	(983)
短期借款及交易性金融负债	11	12	500	300	200	营业利润	1706	1283	2190	2318	2459
应付款项	189	170	242	285	326	营业外净收支	(6)	4	0	0	0
其他流动负债	1103	1043	1346	1526	1692	利润总额	1700	1287	2190	2318	2459
流动负债合计	1303	1225	2088	2110	2218	所得税费用	239	108	339	359	381
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	336	234	398	422	447
其他长期负债	86	65	105	145	175	归属于母公司净利润	1125	945	1452	1537	1631
长期负债合计	86	65	105	145	175	现金流量表（百万元）					
负债合计	1389	1290	2193	2255	2393	净利润	1125	945	1452	1537	1631
少数股东权益	784	731	812	897	987	资产减值准备	(155)	76	(1)	(4)	(8)
股东权益	4464	4902	5195	5505	5833	折旧摊销	65	60	65	67	69
负债和股东权益总计	6637	6924	8199	8657	9213	公允价值变动损失	59	114	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	(126)	(134)	(62)	(75)	(91)
每股收益	15.62	13.12	20.15	21.33	22.64	营运资本变动	(510)	(232)	584	209	182
每股红利	14.06	10.47	16.09	17.03	18.07	其它	188	(29)	81	89	98
每股净资产	61.96	68.05	72.11	76.41	80.97	经营活动现金流	772	933	2166	1883	1972
ROIC	49.75%	39.94%	67%	84%	100%	资本开支	0	56	(31)	(21)	(21)
ROE	25.21%	19.28%	28%	28%	28%	其它投资现金流	(487)	(389)	0	0	0
毛利率	89%	88%	90%	89%	88%	投资活动现金流	(465)	(243)	(131)	(221)	(121)
EBIT Margin	37%	32%	41%	39%	38%	权益性融资	37	0	0	0	0
EBITDA Margin	39%	33%	42%	40%	40%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-19%	-12%	40%	10%	8%	支付股利、利息	(1013)	(754)	(1159)	(1227)	(1302)
净利润增长率	-23%	-16%	54%	6%	6%	其它融资现金流	1450	675	488	(200)	(100)
资产负债率	33%	29%	37%	36%	37%	融资活动现金流	(539)	(834)	(671)	(1427)	(1402)
股息率	3.2%	2.4%	3.7%	3.9%	4.1%	现金净变动	(232)	(144)	1364	235	449
P/E	28.2	33.6	21.8	20.6	19.4	货币资金的期初余额	2629	2397	2253	3617	3852
P/B	7.1	6.5	6.1	5.8	5.4	货币资金的期末余额	2397	2253	3617	3852	4301
EV/EBITDA	20.4	26.8	15.6	14.8	14.0	企业自由现金流	0	958	2401	2135	2229
						权益自由现金流	0	1633	2941	1998	2206

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032