

《杖剑传说》流水稳定，期待《九牧之野》上线贡献增量

——吉比特（603444.SH）25Q3 点评

核心观点

- 事项：**2025 年 10 月 28 日，吉比特发布三季报。公司 25Q3 收入 19.7 亿（yoy+129%），主要系新游《杖剑传说》、《问道长生》带来增长。Q3 毛利率 95%（yoy+6pct），主要系自研游戏占比提升。Q3 归母净利润 5.7 亿（yoy+308%）。
- 衍生小游戏《道友来挖宝》促进《问道》客群流水总盘增长。**Q3 来看，5 月份公司推出《问道》衍生小游戏《道友来挖宝》，帮助《问道》召回流失用户。至 9 月份以来贡献 3.16 亿流水增量。我们预期这一打法的成功有助于《问道》IP 价值持续放大。
- 新游《杖剑传说》流水稳定，预期持续在 Q4 驱动同比高增。**自研日式幻想题材放置 MMO 手游《杖剑传说》于 5 月 29 日上线，上线后畅销榜排名均突破 top15。我们认为 Q3《杖剑传说》虽然月流水环比有所下滑，但 8 月份至今该产品畅销榜已趋于稳定，因此我们认为 Q4《杖剑传说》仍将贡献显著增量，从而驱动流水收入、利润维持同比高增。
- 新品储备 SLG 游戏《九牧之野》，如成功突破将有较长生命周期。**《九牧之野》为三国题材 SLG 代理手游，我们认为该赛道属于长周期赛道。该项目预期先于中国大陆、港澳台及韩国等地区上线。我们认为三国题材 SLG 领域当前中国市场新品竞争较为激烈，各大厂商皆有产品储备。但公司产品核心特色以“自由行军不走格子”，“多队搭配即时对抗”，亦有机会占据一定市场份额。如成功突破，该产品将在 26 年为公司贡献增量。

盈利预测与投资建议

- 公司 25Q2 新游戏《杖剑传说》有望在 Q4 维持较高流水，期待 SLG 新产品《九牧之野》在 26 年贡献增量。我们预计 25/26/27 年归母净利润分别为 16.84/18.05/21.47 亿元（原值为 15.08/17.79/19.36 亿元，因《杖剑传说》稳定性、以及《道友来挖宝》流水超预期，我们上修游戏预测收入，从而上调盈利预测）。维持可比公司 2025 年 P/E 调整均值 22 倍，我们给予公司目标价 514.14 元，维持“增持”评级。

风险提示

游戏版号不确定性；新产品流水存在不确定性；买量成本提升风险；研发费用提升风险；资产减值风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,185	3,696	6,297	7,352	8,539
同比增长(%)	-19.0%	-11.7%	70.4%	16.8%	16.1%
营业利润(百万元)	1,706	1,283	2,489	2,653	3,115
同比增长(%)	-26.5%	-24.8%	94.0%	6.6%	17.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,125	945	1,684	1,805	2,147
同比增长(%)	-23.0%	-16.0%	78.2%	7.2%	19.0%
每股收益（元）	15.62	13.12	23.37	25.05	29.81
毛利率(%)	88.5%	87.9%	92.8%	91.1%	90.0%
净利率(%)	26.9%	25.6%	26.7%	24.5%	25.1%
净资产收益率(%)	26.7%	20.2%	29.4%	27.3%	31.4%
市盈率	31.0	36.9	20.7	19.3	16.2
市净率	7.8	7.1	5.3	5.2	5.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 增持

股价（2025 年 10 月 30 日）	483.55 元
目标价格	514.14 元
52 周最高价/最低价	668/186.4 元
总股本/流通 A 股（万股）	7,204/7,204
A 股市值（百万元）	34,835
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 10 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	5.44	-14.87	41.05	141.29
相对表现%	3.19	-16.36	27.59	120.2
沪深 300%	2.25	1.49	13.46	21.09



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuzhi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 021-63326320

联系人

沈熠	执业证书编号：S0860124120005 shenyi1@orientsec.com.cn 021-63326320
----	---

相关报告

《杖剑传说》表现优异，预期 Q3 贡献更高增量：——吉比特（603444.SH）25 年中报点评	2025-08-26
新游陆续上线贡献增量：——吉比特（603444.SH）24 年报点评	2025-04-10
Q4 预期进入《问道》旺季，诸多游戏即将上线：——吉比特（603444.SH）24Q3 点评	2024-10-29

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,397	2,253	4,884	5,410	6,323	营业收入	4,185	3,696	6,297	7,352	8,539
应收票据、账款及款项融资	239	171	324	379	425	营业成本	480	448	452	658	854
预付账款	21	22	38	44	51	销售费用	1,127	980	2,041	2,456	2,777
存货	0	0	0	0	0	管理费用	315	312	446	510	587
其他	1,155	1,843	1,687	1,727	1,778	研发费用	679	758	899	1,079	1,202
流动资产合计	3,812	4,289	6,934	7,561	8,578	财务费用	(126)	(134)	(56)	(51)	(58)
长期股权投资	1,165	1,075	1,125	1,175	1,225	资产、信用减值损失	22	102	68	71	74
固定资产	596	507	448	438	427	公允价值变动收益	(33)	(12)	15	14	15
在建工程	2	13	13	13	13	投资净收益	35	73	84	70	69
无形资产	70	70	143	212	276	其他	17	(8)	(58)	(61)	(72)
其他	992	969	918	914	907	营业利润	1,706	1,283	2,489	2,653	3,115
非流动资产合计	2,825	2,635	2,648	2,753	2,850	营业外收入	1	6	2	2	2
资产总计	6,637	6,924	9,582	10,313	11,427	营业外支出	7	2	3	3	3
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,700	1,287	2,488	2,652	3,114
应付票据及应付账款	189	170	190	262	341	所得税	239	108	375	408	451
其他	1,114	1,055	1,409	1,489	1,645	净利润	1,461	1,179	2,113	2,244	2,663
流动负债合计	1,303	1,225	1,598	1,751	1,986	少数股东损益	336	234	429	439	516
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,125	945	1,684	1,805	2,147
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	15.62	13.12	23.37	25.05	29.81
其他	86	65	273	292	313	主要财务比率					
非流动负债合计	86	65	273	292	313		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	1,389	1,290	1,872	2,043	2,299	成长能力					
少数股东权益	784	731	1,160	1,599	2,115	营业收入	-19.0%	-11.7%	70.4%	16.8%	16.1%
实收资本（或股本）	72	72	72	72	72	营业利润	-26.5%	-24.8%	94.0%	6.6%	17.4%
资本公积	1,401	1,346	1,398	1,398	1,398	归属于母公司净利润	-23.0%	-16.0%	78.2%	7.2%	19.0%
留存收益	2,918	3,396	5,080	5,201	5,543	获利能力					
其他	73	88	0	0	0	毛利率	88.5%	87.9%	92.8%	91.1%	90.0%
股东权益合计	5,248	5,633	7,711	8,270	9,129	净利率	26.9%	25.6%	26.7%	24.5%	25.1%
负债和股东权益总计	6,637	6,924	9,582	10,313	11,427	ROE	26.7%	20.2%	29.4%	27.3%	31.4%
现金流量表						ROIC	27.2%	19.3%	30.9%	27.5%	30.0%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	1,461	1,179	2,113	2,244	2,663	资产负债率	20.9%	18.6%	19.5%	19.8%	20.1%
折旧摊销	94	87	17	15	20	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(126)	(134)	(56)	(51)	(58)	流动比率	2.93	3.50	4.34	4.32	4.32
投资损失	(35)	(73)	(84)	(70)	(69)	速动比率	2.93	3.50	4.34	4.32	4.32
营运资金变动	(376)	(310)	362	50	131	营运能力					
其它	168	500	143	16	19	应收账款周转率	16.6	18.0	25.4	20.8	21.2
经营活动现金流	1,186	1,249	2,495	2,204	2,706	存货周转率	-	-	-	-	-
资本支出	(24)	(5)	(70)	(70)	(70)	总资产周转率	0.6	0.5	0.8	0.7	0.8
长期投资	(150)	(8)	1	(61)	(61)	每股指标（元）					
其他	(316)	(603)	100	84	84	每股收益	15.62	13.12	23.37	25.05	29.81
投资活动现金流	(491)	(615)	31	(47)	(47)	每股经营现金流	16.46	17.33	34.64	30.60	37.57
债权融资	7	1	(3)	2	(0)	每股净资产	61.96	68.05	90.92	92.60	97.36
股权融资	67	(55)	52	0	0	估值比率					
其他	(1,033)	(766)	56	(1,633)	(1,746)	市盈率	31.0	36.9	20.7	19.3	16.2
筹资活动现金流	(959)	(820)	105	(1,631)	(1,746)	市净率	7.8	7.1	5.3	5.2	5.0
汇率变动影响	37	44	- 0	- 0	- 0	EV/EBITDA	18.2	24.6	12.4	11.6	9.9
现金净增加额	(227)	(143)	2,631	526	913	EV/EBIT	19.2	26.5	12.5	11.7	9.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。