

公司研究

买量策略延续，关注新品《英雄没有闪》上线表现

——三七互娱（002555.SZ）重点产品线跟踪点评

要点

公司新游《英雄没有闪》上线后表现不俗，开箱 like 品类引发关注，或有望成为《寻道大千》后重点产品。25 年 2 月 27 日公司发行的《英雄没有闪》正式上线，截至 3 月 13 日，TAPTAP 下载量达 35 万，日均居 iPhone 游戏畅销榜 13 位，连续 11 天居免费游戏排行榜首位。公司曾发布同品类产品《寻道大千》，根据点点数据，其峰值月流水一度超 7 亿元人民币，《英雄没有闪》或有望接棒《寻道大千》，维持三七互娱在开箱小游戏领域相对优势。

《英雄没有闪》对原有开箱暗黑 like 类游戏玩法进行改良，商业化模式复刻成熟框架。1)《英雄没有闪》在美术上延续暗黑 IP 的哥特风格，跳过传统开箱环节改为击杀 NPC 直接掉落装备，简化界面降低操作流程；养成体系采用线性推关模式，能较快使得玩家体验到核心构筑玩法，有序引入侍从、宝石等多样化构筑丰富玩家养成体验。核心玩法优化后 PVP 博弈性增强、操作流畅度提升，玩家能够较轻松得代入并获得成长反馈。2)商业化模仿《寻道大千》等产品的设计，逐步推动付费层级的深入。《英雄没有闪》采用 IAA（广告资源）+IAP（月卡/礼包）双线变现，并搭建内置论坛促进玩家社交分享。3)目前玩家反馈仍在中后期难度、付费玩家数值碾压，玩法同质化导致后期目标驱动力不足等方面有痛点，且职业种类、长线养成体系仍待完善。未来若依托公司在开箱 like 类游戏的运营经验，优化数值平衡、丰富职业与玩法机制，有望维持较长的流水贡献。

公司延续较大规模买量投放策略，销量口碑收到一定成效。1)《英雄没有闪》投放素材体量较大且增长迅速，上线期前后扩大产品曝光。根据 DataEye 数据，公司自 2 月中旬起即为《英雄没有闪》启动较大量级的测试素材投放，单日素材投放量达四位数，上线当日素材投放量骤增，10 天后峰值突破 40,000 组。点点数据显示游戏上线即升至免费榜第二，发布后第四天登顶榜首。2)《英雄没有闪》素材创意稳健、高效。素材以 UGC 形式为核心，结合游戏界面、技能流派与装备系统实机演示，侧重对玩法亮点的呈现，以提升品类用户的转化成功率，并融入短剧化叙事（如冲突剧情、美女角色等）增强吸引力。玩家反馈整体较优，截至 3 月 14 日，Taptap 评分 6.8 分（最新版本升至 7.4 分），累计评论 2626 条，好评聚焦“流派构筑策略性”与“暗黑风美术表现”，广告频次高、运行卡顿等问题导致近期评分小幅回落。3)买量模式为公司长期打法和竞争力，根据 AppGrowing 数据，公司此前产品《寻道大千》曾以 42 万组素材量登顶 25 年 2 月微信小程序买量榜。财报数据显示，公司 24Q3 销售费用 yoy+21.11%，增加 13.43 亿元，买量投入有所扩大。

新老游戏表现不一叠加买量投入，24 年前三季度公司净利润下滑。三七互娱 24 年前三季度公司营收 133.39 亿元，yoy+10.76%；归母净利润 18.97 亿元，yoy-13.45%；经营活动现金流量净额 22.67 亿元，同比减少 14.70%。24Q3 公司营收 41.07 亿元，yoy-4.09%；归母净利润 6.33 亿元，yoy-34.51%。

盈利预测、估值与评级：年初新品《英雄没有闪》表现较有亮点，体现公司买量能力和策略的长期竞争力，同时考虑部分老产品表现回落以及产品推广较高的销售费用，公司业绩短期内存在一定压力，我们下调 24-25 年归母净利润预测至 25.37/28.46 亿元（较上次预测-34.1%/-35.7%），新增 26 年归母净利润预测 31.37 亿元，现价对应 PE 14/13/11 倍，下调至“增持”评级。

风险提示：公司管理层于 2023 年 6 月被证监会立案调查的相关风险，游戏新品流水不及预期风险，游戏市场竞争激烈风险，行业政策监管风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	16,406.03	16,546.87	17,712.86	19,590.56	21,265.42
营业收入增长率	1.17%	0.86%	7.05%	10.60%	8.55%
归母净利润（百万元）	2,954.38	2,658.57	2,536.52	2,845.96	3,137.21
归母净利润增长率	2.74%	-10.01%	-4.59%	12.20%	10.23%
EPS（元）	1.33	1.20	1.14	1.29	1.42
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.25%	20.92%	17.59%	17.10%	16.45%
P/E	12	13	14	13	11
P/B	3	3	2	2	2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-3-14

增持（下调）

当前价：16.21 元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：赵越

执业证书编号：S0930524020001

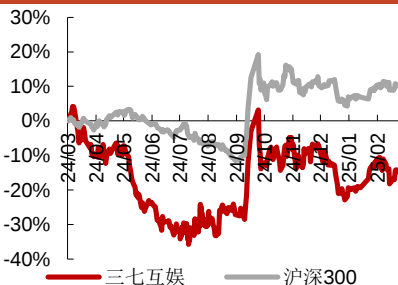
021-52523690

zhaoyue1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	22.12
总市值(亿元):	358.60
一年最低/最高(元):	12.04-19.94
近 3 月换手率(%):	293.8

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.9	-7.0	-18.6
绝对	-1.2	-5.1	-6.3

资料来源：Wind

相关研报

梳理多家海内外巨头 GDC 议程，指引了哪些行业方向？——24 年游戏开发者大会前瞻及游戏行业跟踪系列报告（2024-03-20）
游戏龙头业绩稳健，展望新品周期开启——三七互娱（002555.SZ）2022 年年报及 2023 年一季报点评（2023-05-11）
自研发行实力持续验证，游戏出海业务再提速——三七互娱（002555.SZ）2022 年半年度业绩预告点评（2022-07-12）
“研运一体”持续落地，游戏出海成为全新增长引擎——三七互娱（002555.SZ）2021 年年报点评（2022-4-26）

图 1:《英雄没有闪》TAPTAP 下载量 (截至 2025 年 3 月 13 日)



资料来源: TAPTAP

图 2:《英雄没有闪》排名趋势 (截至 2025 年 3 月 14 日)



资料来源: 点点数据

图 3:《英雄没有闪》素材投放趋势



资料来源: DataEye

图 4:《英雄没有闪》游戏内界面示例



资料来源: 英雄没有闪

图 5:《英雄没有闪》UGC 宣传素材示例



资料来源: DataEye

图 6:《英雄没有闪》真人剧场宣传素材示例



资料来源: DataEye

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	16,406	16,547	17,713	19,591	21,265
营业成本	3,049	3,392	3,743	4,095	4,385
折旧和摊销	115	103	99	112	121
税金及附加	32	37	39	59	64
销售费用	8,733	9,091	10,105	11,069	12,015
管理费用	526	592	514	627	686
财务费用	-74	-221	-98	-101	-118
研发费用	905	714	673	741	800
投资收益	76	8	69	69	69
营业利润	3,309	3,041	2,928	3,334	3,684
利润总额	3,302	3,048	2,922	3,329	3,679
所得税	392	414	421	513	574
净利润	2,910	2,634	2,502	2,816	3,105
少数股东损益	(45)	(25)	(35)	(30)	(32)
归属母公司净利润	2,954	2,659	2,537	2,846	3,137
EPS(元)	1.33	1.20	1.14	1.29	1.42

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,557	3,147	2,441	2,736	2,995
净利润	2,954	2,659	2,537	2,846	3,137
折旧摊销	115	103	99	112	121
净营运资金增加	-251	-473	324	738	673
其他	739	858	-517	-960	-936
投资活动产生现金流	-3,330	-1,446	-1,141	-1,691	-1,524
净资本支出	-317	-1,309	-370	-370	-370
长期投资变化	622	521	0	0	0
其他资产变化	-3,635	-658	-771	-1,321	-1,154
融资活动现金流	-1,585	-2,286	-392	-294	-802
股本变化	0	0	0	-6	0
债务净变化	781	803	331	230	-216
无息负债变化	422	737	187	395	330
净现金流	-1,298	-575	908	751	670

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	81.4%	79.5%	78.9%	79.1%	79.4%
EBITDA 率	21.8%	18.9%	16.1%	16.6%	16.8%
EBIT 率	20.6%	17.8%	15.6%	16.0%	16.3%
税前净利润率	20.1%	18.4%	16.5%	17.0%	17.3%
归母净利润率	18.0%	16.1%	14.3%	14.5%	14.8%
ROA	17.0%	13.8%	11.7%	11.7%	11.6%
ROE (摊薄)	24.2%	20.9%	17.6%	17.1%	16.4%
经营性 ROIC	52.1%	37.7%	17.8%	16.9%	16.4%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	28%	33%	32%	31%	28%
流动比率	2.44	1.88	1.87	1.87	1.98
速动比率	2.44	1.88	1.87	1.87	1.98
归母权益/有息债务	9.59	6.13	6.00	6.32	7.89
有形资产/有息债务	11.27	7.90	7.73	8.13	9.91

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	17,095	19,135	21,333	24,149	26,663
货币资金	5,129	6,177	7,085	7,836	8,506
交易性金融资产	2,793	2,025	2,025	2,060	2,100
应收账款	1,434	1,479	1,556	1,721	1,869
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	87	46	49	54	58
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	62	88	146	240	324
流动资产合计	10,587	11,123	12,184	13,352	14,395
其他权益工具	270	247	247	247	247
长期股权投资	622	521	521	521	521
固定资产	850	824	1,249	1,581	1,738
在建工程	243	534	372	291	376
无形资产	1,060	1,040	1,021	1,003	986
商誉	1,589	1,578	1,578	1,578	1,578
其他非流动资产	1,024	2,281	3,097	4,411	5,584
非流动资产合计	6,508	8,012	9,149	10,797	12,269
总负债	4,783	6,322	6,840	7,465	7,578
短期借款	901	1,555	1,885	2,115	1,899
应付账款	1,649	1,826	2,015	2,204	2,361
应付票据	555	1,087	1,200	1,312	1,405
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	52	55	67	86	102
流动负债合计	4,341	5,906	6,532	7,157	7,270
长期借款	323	306	306	306	306
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	441	417	308	308	308
股东权益	12,312	12,812	14,493	16,684	19,085
股本	2,218	2,218	2,218	2,212	2,212
公积金	3,443	3,490	3,744	3,935	3,935
未分配利润	6,758	7,429	8,891	10,926	13,360
归属母公司权益	12,183	12,707	14,423	16,643	19,077
少数股东权益	129	105	71	41	8

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	53%	55%	57%	57%	57%
管理费用率	3%	4%	3%	3%	3%
财务费用率	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
研发费用率	6%	4%	4%	4%	4%
所得税率	12%	14%	14%	15%	16%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.45	0.37	0.28	0.32	0.35
每股经营现金流	1.60	1.42	1.10	1.24	1.35
每股净资产	5.49	5.73	6.50	7.52	8.62
每股销售收入	7.40	7.46	7.99	8.86	9.61

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	12	14	14	13	11
PB	3.0	2.8	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	9	10	13	11	10
股息率	3%	2%	2%	2%	2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP