

三七互娱 (002555.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 投放增加影响盈利水平，关注新游

表现及储备产品进展

业绩简评

- 4 月 29 日，公司发布 25 年一季报，1Q25 收入 42.43 亿元，同比-10.67%，归母净利润 5.49 亿元，同比-10.87%，扣非归母净利润 5.36 亿元，同比-12.90%。

经营分析

- 收入：Q1 环比表现稳健。** Q1 收入同比-10.7%，环比+3.45%，同比下滑预计主要系：1) 受产品生命周期影响，《寻道大千》《灵魂序章》等数款上线超一年的成熟期产品流水较 24 年同期自然回落；2) 24 年下半年及 1Q25 上线的《时光杂货店》《英雄没有闪》《时光大爆炸》等多款游戏处于推广初期，当前增量贡献有限；环比小幅提升，预计系新游逐渐贡献增量。
- 盈利：Q1 净利率环比下滑，主要系新游推广致销售费用增长。** Q1 归母净利润同比-10.87%，扣非净利润同比-12.90%，归母净利率 12.94%，环比-5.97pcts，扣非净利率 12.64%，环比-4.78pcts，盈利水平环比下滑预计主要系 Q1 陆续上线的《时光大爆炸》《英雄没有闪》等多款产品处于推广期，销售费用环比+20.40%，销售费率 56.99%，同比+8.02pcts。
- 新游戏表现出增长潜力，关注储备产品上线进展。** 1) 《时光大爆炸》跻身微信小游戏畅销榜第 4 名，《英雄没有闪》上线后迅速冲进 iOS 畅销榜前五，并在 4 月登顶微信小游戏畅销榜，表现出强劲的增长潜力。2) 公司在 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等品类储备丰富的产品，涵盖西方魔幻、东方玄幻、三国、现代、古风等题材，包括《斗罗大陆：猎魂世界》《赘婿》《代号 MLK》等多款精品化产品，涵盖西方魔幻、东方玄幻、三国、现代、古风等多样化题材，且多款移动游戏均已获得国内游戏版号，目前正积极推进产品上线进度。

盈利预测、估值与评级

- 我们预计公司 2025-27 年营收分别为 188.30/199.16/208.67 亿元，归母净利润分别为 28.21/30.66/32.22 亿元，对应 PE 分别为 12.61/11.60/11.04X，维持“买入”评级。

风险提示

- 游戏上线和表现不及预期风险；版号发放不及预期风险；监管风险。

海外和传媒互联网组

分析师：易永坚 (执业 S1130525020001)

liyongjian@gjzq.com.cn

分析师：马晓婷 (执业 S1130524070006)

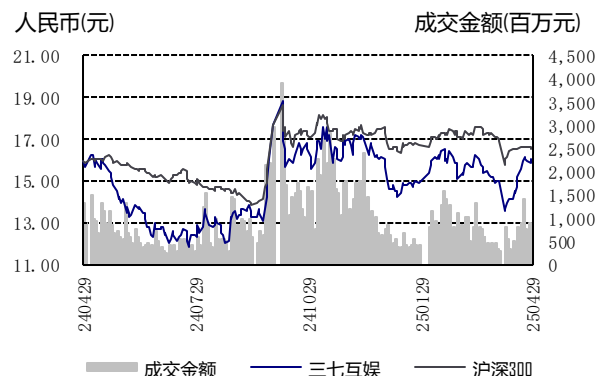
maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.08 元

相关报告：

1. 《三七互娱公司点评：经营稳健，业绩符合预期》，2024.11.1

2. 《三七互娱公司点评：Q2 净利率回升，多次分红回馈投资者》，2024.8.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,547	17,441	18,830	19,916	20,867
营业收入增长率	0.86%	5.40%	7.96%	5.77%	4.78%
归母净利润(百万元)	2,659	2,673	2,821	3,066	3,222
归母净利润增长率	-10.01%	0.54%	5.52%	8.69%	5.10%
摊薄每股收益(元)	1.20	1.21	1.28	1.39	1.46
每股经营性现金流净额	1.42	1.35	1.31	1.50	1.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.92%	20.69%	20.92%	21.75%	21.86%
P/E	15.69	12.98	12.61	11.60	11.04
P/B	3.28	2.68	2.64	2.52	2.41

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	16,406	16,547	17,441	18,830	19,916	20,867
增长率		0.9%	5.4%	8.0%	5.8%	4.8%
主营业务成本	-3,049	-3,392	-3,727	-4,068	-4,203	-4,380
%销售收入	18.6%	20.5%	21.4%	21.6%	21.1%	21.0%
毛利	13,357	13,155	13,714	14,762	15,713	16,487
%销售收入	81.4%	79.5%	78.6%	78.4%	78.9%	79.0%
营业税金及附加	-32	-37	-44	-47	-50	-52
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-8,733	-9,091	-9,712	-10,469	-11,073	-11,602
%销售收入	53.2%	54.9%	55.7%	55.6%	55.6%	55.6%
管理费用	-526	-592	-516	-546	-558	-584
%销售收入	3.2%	3.6%	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%
研发费用	-905	-714	-646	-716	-737	-772
%销售收入	5.5%	4.3%	3.7%	3.8%	3.7%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	3,162	2,722	2,796	2,984	3,296	3,476
%销售收入	19.3%	16.4%	16.0%	15.8%	16.5%	16.7%
财务费用	74	221	161	98	22	-4
%销售收入	-0.5%	-1.3%	-0.9%	-0.5%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	-90	-112	-56	-28	-24	-19
公允价值变动收益	-40	104	-31	25	57	69
投资收益	76	8	111	60	60	60
%税前利润	2.3%	0.2%	3.6%	1.9%	1.7%	1.6%
营业利润	3,309	3,041	3,091	3,231	3,513	3,694
营业利润率	20.2%	18.4%	17.7%	17.2%	17.6%	17.7%
营业外收支	-7	7	-2	-6	-7	-7
税前利润	3,302	3,048	3,089	3,225	3,507	3,687
利润率	20.1%	18.4%	17.7%	17.1%	17.6%	17.7%
所得税	-392	-414	-424	-419	-456	-479
所得税率	11.9%	13.6%	13.7%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	2,910	2,634	2,664	2,806	3,051	3,207
少数股东损益	-45	-25	-9	-15	-15	-15
归属于母公司的净利润	2,954	2,659	2,673	2,821	3,066	3,222
净利率	18.0%	16.1%	15.3%	15.0%	15.4%	15.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,910	2,634	2,664	2,806	3,051	3,207
少数股东损益	-45	-25	-9	-15	-15	-15
非现金支出	312	319	246	160	162	164
非经营收益	-50	-226	-173	-67	-14	-12
营运资金变动	385	421	261	3	134	83
经营活动现金净流	3,557	3,147	2,998	2,901	3,333	3,443
资本开支	-317	-1,309	-572	-185	-115	-125
投资	-81	-87	-304	-77	-45	-33
其他	-2,933	-50	-2,532	60	60	60
投资活动现金净流	-3,330	-1,446	-3,408	-202	-100	-98
股权募资	93	1	0	0	0	0
债权募资	781	806	596	-113	-416	-385
其他	-2,459	-3,093	-1,388	-2,321	-2,551	-2,700
筹资活动现金净流	-1,585	-2,286	-793	-2,434	-2,967	-3,085
现金净流量	-1,298	-575	-1,200	266	266	260

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,129	6,177	5,059	5,324	5,590	5,849
应收账款	1,521	1,526	1,256	1,411	1,487	1,541
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,936	3,420	4,021	4,467	4,601	4,746
流动资产	10,587	11,123	10,335	11,202	11,678	12,137
%总资产	61.9%	58.1%	52.8%	54.6%	55.7%	56.7%
长期投资	1,577	1,594	2,390	2,392	2,394	2,396
固定资产	1,093	1,358	1,077	1,019	963	946
%总资产	6.4%	7.1%	5.5%	5.0%	4.6%	4.4%
无形资产	2,748	2,709	3,534	3,530	3,528	3,520
非流动资产	6,508	8,012	9,247	9,327	9,271	9,258
%总资产	38.1%	41.9%	47.2%	45.4%	44.3%	43.3%
资产总计	17,095	19,135	19,583	20,529	20,948	21,394
短期借款	947	1,767	2,659	2,546	2,130	1,744
应付款项	2,414	3,114	2,913	3,296	3,450	3,597
其他流动负债	980	1,025	888	1,011	1,094	1,149
流动负债	4,341	5,906	6,459	6,853	6,674	6,490
长期贷款	323	306	0	0	0	0
其他长期负债	118	111	107	111	111	111
负债	4,783	6,322	6,566	6,964	6,785	6,601
普通股股东权益	12,183	12,707	12,921	13,485	14,098	14,742
其中：股本	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218
未分配利润	6,758	7,429	7,878	8,442	9,056	9,700
少数股东权益	129	105	96	81	66	51
负债股东权益合计	17,095	19,135	19,583	20,529	20,948	21,394

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.332	1.199	1.205	1.275	1.386	1.457
每股净资产	5.493	5.729	5.826	6.096	6.373	6.664
每股经营现金净流	1.604	1.419	1.352	1.308	1.503	1.552
每股股利	0.800	0.820	1.000	1.017	1.106	1.162
回报率						
净资产收益率	24.25%	20.92%	20.69%	20.92%	21.75%	21.86%
总资产收益率	17.28%	13.89%	13.65%	13.74%	14.64%	15.06%
投入资本收益率	20.37%	15.69%	15.28%	16.00%	17.48%	18.17%
增长率						
主营业务收入增长率	1.17%	0.86%	5.40%	7.96%	5.77%	4.78%
EBIT 增长率	10.03%	-13.93%	2.73%	6.71%	10.46%	5.48%
净利润增长率	2.74%	-10.01%	0.54%	5.52%	8.69%	5.10%
总资产增长率	18.41%	11.93%	2.34%	4.83%	2.04%	2.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.0	32.1	28.2	27.0	27.0	27.0
存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	192.4	186.9	171.1	170.0	170.0	170.0
固定资产周转天数	18.9	18.2	22.5	19.4	16.9	15.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.03%	-47.84%	-35.72%	-37.80%	-41.72%	-44.98%
EBIT 利息保障倍数	-42.7	-12.3	-17.3	-30.4	-148.1	786.2
资产负债率	27.98%	33.04%	33.53%	33.92%	32.39%	30.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	11	23	28	34	73
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.03	1.06	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-05-02	买入	30.69	N/A
2	2023-08-31	买入	26.68	N/A
3	2023-10-31	买入	20.05	N/A
4	2024-04-21	买入	16.50	N/A
5	2024-08-27	买入	12.43	N/A
6	2024-11-01	买入	16.33	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806