

三七互娱(002555)

报告日期: 2025年08月26日

AI 提效, 控费得当带动 Q2 业绩超预期

——三七互娱点评报告

投资要点

□ 事件: 公司 8 月 25 日披露 2025 年中报

1H25, 公司实现营收 84.86 亿元, 同比-8.08%; 实现归母净利润 14.00 亿元, 同比+10.72%; 扣非净利润 13.87 亿元, 同比+8.83%。其中, 25Q2, 营收 42.43 亿元 (YoY-5.33%, QoQ-0.01%); 归母净利润 8.51 亿元 (YoY+31.24%, QoQ+54.97%); 扣非净利润 8.51 亿元 (YoY+29.16%, QoQ+58.58%)。

□ 收入端: 新游处于爬坡期导致 1H25 营收同比下滑

1H25, 公司实现营收 84.86 亿元, 同比-8.08%。主要是受运营的游戏产品所处生命周期不同影响。具体来说, 1H24 成熟期存量游戏多, 流水贡献稳定, 而 1H25 《英雄没有闪》《时光大爆炸》等新游处于起量期: 《时光大爆炸》1 月 App 首发荣获 iOS 免费榜第一, 后续上线小程序版本, 迅速跻身微信小游戏畅销榜第 4 名; 竖屏横版卷轴放置 ARPG 刷宝游戏《英雄没有闪》App 版本上线后迅速冲进 iOS 畅销榜前五, 小程序版也迅速登顶微信小游戏畅销榜, 两款新游营收贡献尚在提升阶段, 不能完全弥补存量产品流水下滑缺口, 导致 1H25 营收同比下滑。另外, 游戏市场竞争加剧、网页游戏业务萎缩, 也对营收造成一定冲击。

□ 成本端: 营业成本微增, 费用控制得当

营业成本来看, 2025Q2 毛利率 76.15% (Yoy-1.27pct, QoQ-1.11pct), 25Q2 公司毛利率同比下降, 主因系报告期内游戏分成成本增加所致。

费用端来看, 25Q2 销售费用 19.92 亿元 (YoY-19.32%, QoQ-17.61%), 费用率 46.95%, 同比下降 8.14pct。主要系上年同期处于增长期的《寻道大千》《霸业》等目前已进入成熟期, 流量投放减少所致。

25Q2 研发费用 1.68 亿元 (YoY-4.41%, QoQ-0.92%), 费用率 3.96%, 同比微升 0.03pct。研发费用降低, 主因系公司通过 AI 等技术提升了研发效率。

25Q2 管理费用 1.25 亿元 (YoY+16.86%, QoQ-26.93%), 费用率 2.95%, 同比上升 0.56pct, 总体保持稳定。

□ 未来产品线储备丰富

展望未来, 公司储备了较多新游, 包括: 代号 MLK (日式 Q 版 MMORPG)、奇谋三国 (写实三国 SLG)、代号 GMSLG (东方玄幻 SLG)、代号 XSSLG (美式卡通生存 SLG) 等, 发行地区覆盖广, 品类覆盖 SLG、MMORPG 等。在开发思路, 公司还将延续《叫我大掌柜》较为成功的国风思路, 深度植入非遗、传统民俗等文化元素, 借海外发行传递中国文化。

□ 盈利预测与估值:

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 191/219/253 亿元; 归母净利润分别为 28.1/32.7/36.8 亿元; 当前时间点对应 P/E 分为 14/12/11 倍。根据可比公司估值法, 我们采用恺英网络、巨人网络、神州泰岳、完美世界、吉比特作为可比公司, 25E/26E 平均 P/E 估值分别为 26.6X/20.5X。我们认为公司新游表现可期、储备丰富, 2025-2026 年业绩有望持续增长, 给予公司 2026 年 20X 目标 P/E 估值, 目标市值 654 亿元, 对应股价 29.5 元。

□ 风险提示

立案处罚未落地、监管趋严、竞争加剧、存量游戏流水下滑、新游上线时间或表现不及预期等风险。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 冯翠婷

执业证书号: S1230525010001
fengcuiting@stocke.com.cn

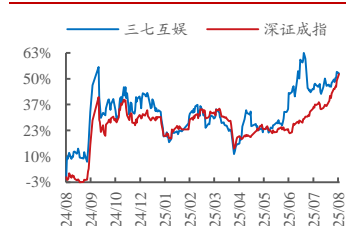
分析师: 陈磊

执业证书号: S1230521090002
chenlei01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥17.69
总市值(百万元)	39,134.48
总股本(百万股)	2,212.24

股票走势图



相关报告

- 1 《《斗罗大陆: 猎魂世界》等头部游戏催化, 估值有望修复》 2025.07.09
- 2 《《斗罗大陆: 猎魂世界》等头部游戏催化, 估值有望修复》 2025.07.09
- 3 《Q3 业绩符合预期, 新产品周期将至 ——三七互娱点评报告》 2022.10.31

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,441	19,140	21,949	25,260
(+/-) (%)	5.40%	9.74%	14.68%	15.08%
归母净利润	2,673	2,807	3,273	3,677
(+/-) (%)	0.54%	5.03%	16.57%	12.35%
每股收益(元)	1.21	1.27	1.48	1.66
P/E	14.64	13.94	11.96	10.64

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,335	11,372	13,583	15,877
现金	5,059	6,057	7,782	9,605
交易性金融资产	2,249	2,399	2,549	2,699
应收账款	1,213	1,382	1,585	1,754
其它应收款	43	53	61	70
预付账款	730	810	919	1,047
存货	0	0	0	0
其他	1,042	670	685	700
非流动资产	9,247	9,652	9,811	9,989
金融资产类	1,254	1,384	1,514	1,644
长期投资	446	396	411	451
固定资产	1,077	1,074	1,113	1,141
无形资产	1,889	1,823	1,767	1,712
在建工程	0	0	0	0
其他	4,581	4,974	5,006	5,040
资产总计	19,583	21,024	23,394	25,866
流动负债	6,459	6,994	8,245	9,428
短期借款	2,654	3,154	3,754	4,454
应付款项	2,712	2,812	3,320	3,637
预收账款	0	0	0	0
其他	1,093	1,028	1,171	1,337
非流动负债	107	198	351	556
长期借款	0	100	250	450
其他	107	98	101	106
负债合计	6,566	7,191	8,596	9,983
少数股东权益	96	82	66	47
归属母公司股东权益	12,921	13,751	14,732	15,835
负债和股东权益	19,583	21,024	23,394	25,866

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,998	2,725	3,812	4,115
净利润	2,664	2,793	3,256	3,659
折旧摊销	211	199	216	235
财务费用	(101)	89	109	134
投资损失	(111)	(96)	(88)	(76)
营运资金变动	261	(241)	311	160
其它	74	(19)	8	4
投资活动现金流	(3,408)	(260)	(445)	(492)
资本支出	(572)	(73)	(148)	(147)
长期投资	(304)	(230)	(295)	(320)
其他	(2,532)	43	(2)	(24)
筹资活动现金流	(793)	(1,471)	(1,642)	(1,801)
短期借款	1,099	500	600	700
长期借款	(306)	100	150	200
其他	(1,586)	(2,071)	(2,392)	(2,701)
现金净增加额	(1,200)	998	1,726	1,823

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,441	19,140	21,949	25,260
营业成本	3,727	4,049	4,596	5,237
营业税金及附加	44	48	55	63
营业费用	9,712	10,699	12,248	14,196
管理费用	516	565	647	745
研发费用	646	708	801	960
财务费用	(161)	13	18	17
资产减值损失	(56)	(15)	(10)	(7)
公允价值变动损益	(31)	0	0	0
投资净收益	111	96	88	76
其他经营收益	88	96	110	126
营业利润	3,091	3,237	3,773	4,239
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	3,089	3,237	3,773	4,239
所得税	424	443	517	581
净利润	2,664	2,793	3,256	3,659
少数股东损益	(9)	(14)	(16)	(18)
归属母公司净利润	2,673	2,807	3,273	3,677
EBITDA	3,116	3,448	4,007	4,491
EPS (最新摊薄)	1.21	1.27	1.48	1.66

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	5.40%	9.74%	14.68%	15.08%
营业利润	1.65%	4.72%	16.57%	12.35%
归属母公司净利润	0.54%	5.03%	16.57%	12.35%
获利能力				
毛利率	78.63%	78.85%	79.06%	79.27%
净利率	15.33%	14.67%	14.91%	14.56%
ROE	20.69%	20.42%	22.21%	23.22%
ROIC	15.98%	16.41%	17.39%	17.66%
偿债能力				
资产负债率	33.53%	34.21%	36.74%	38.60%
净负债比率	-18.43%	-20.23%	-25.48%	-29.52%
流动比率	1.60	1.63	1.65	1.68
速动比率	1.33	1.41	1.45	1.50
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.94	0.99	1.03
应收账款周转率	12.96	14.75	14.79	15.13
应付账款周转率	2.13	2.41	2.46	2.48
每股指标(元)				
每股收益	1.21	1.27	1.48	1.66
每股经营现金	1.36	1.23	1.72	1.86
每股净资产	5.84	6.22	6.66	7.16
估值比率				
P/E	14.64	13.94	11.96	10.64
P/B	3.03	2.85	2.66	2.47
EV/EBITDA	10.36	10.54	8.82	7.67

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>