

## 产品储备丰富，期待自研产品周期到来

——三七互娱（002555.SZ）25年中报点评

### 核心观点

- 事项：**三七互娱发布 25 年中报，25H1 公司营收 84.9 亿 (yoy-8%)，同比下滑主要系《寻道大千》等老游戏下滑。25H1 毛利率 76.7% (yoy-2.9pct)，主要系代理游戏占比增长。归母净利润 14 亿 (yoy+11%)，主要系销售费用控制下降。
- 境内：**旧游环比企稳，《斗罗大陆：猎魂世界》预期贡献 Q3 增量。25H1 境内收入 57.6 亿(yoy-9%)，主要系《寻道大千》等小游戏流水下滑。我们认为 Q3 环比较为平稳，主要系新游戏《英雄没有闪》正常环比下滑但被《斗罗大陆：猎魂世界》增量对冲。25H1 毛利率 77.7% (yoy-3.5pct)，主要系代理游戏占比提升。Q3 我们预期自研游戏《斗罗大陆：猎魂世界》占比提升预期驱动毛利率增长。
- 境外：**《Puzzles & Survival》表现企稳，后续多款全球化产品等待上线。25H1 境外收入 27.2 亿(yoy-6%)，主要系《Puzzles & Survival》略有下滑，但总体趋势稳定。后续储备来看，公司已在 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等品类有所突破，题材涵盖西方魔幻、东方玄幻、三国、现代、古风等。全球化自研项目包括：日式 Q 版 MMORPG《代号 MLK》、写实三国 SLG《奇谋三国》、美式卡通生存 SLG《代号 XSSLG》等。
- AI 重塑游戏管线，持续提质增效。**公司在发行环节使用 AI 技术辅助生成的 2D 美术资产占比已超过 80%，AI-3D 辅助资产生成占比超过 30%。AI 深度参与生成的游戏广告素材视频占比已超过 70%。AI 本地化翻译已覆盖旗下 85% 的海外游戏，覆盖 18 个语种，准确率高达 95%。我们认为 AI 有望驱动公司自研游戏加速产出上线。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预期 26 年公司在自研项目品类多元化有所优化，随着储备项目上线，自研游戏占比得以提升从而优化毛利率。我们预测公司 25~27 年归母净利润为 27.63/32.26/36.56 亿（25~26 前值为 30.12/35.39 亿，因根据游戏上线进度、投放数据调整收入、毛利率、费率，从而调整盈利预测），我们根据可比公司 25 年调整后平均 P/E22X，给予公司目标价 27.50 元，维持“增持”评级。

### 风险提示

流水不达预期风险；政策风险；买量成本提升风险；研发风险；投资收益风险

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,547	17,441	17,087	18,097	18,646
同比增长(%)	0.9%	5.4%	-2.0%	5.9%	3.0%
营业利润(百万元)	3,041	3,091	3,181	3,708	4,199
同比增长(%)	-8.1%	1.6%	2.9%	16.6%	13.3%
归属母公司净利润(百万元)	2,659	2,673	2,763	3,226	3,656
同比增长(%)	-10.0%	0.5%	3.4%	16.8%	13.3%
每股收益(元)	1.20	1.21	1.25	1.46	1.65
毛利率(%)	79.5%	78.6%	76.6%	78.1%	80.1%
净利率(%)	16.1%	15.3%	16.2%	17.8%	19.6%
净资产收益率(%)	21.4%	20.9%	20.2%	21.4%	22.3%
市盈率	16.4	16.3	15.7	13.5	11.9
市净率	3.4	3.4	3.0	2.8	2.6

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声明。

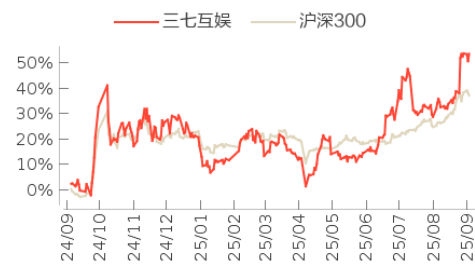
### 投资评级

增持（维持）

股价（2025年09月03日）	19.67 元
目标价格	27.50 元
52 周最高价/最低价	20.7/12.3 元
总股本/流通 A 股（万股）	221,224/159,897
A 股市值（百万元）	43,515
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 09 月 05 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.05	19.28	32.64	53.29
相对表现%	-1.63	9.29	16.86	17.05
沪深 300%	1.68	9.99	15.78	36.24



### 证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyujqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
金沐阳	jimmuyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860525030001

### 联系人

沈熠	shenyi1@orientsec.com.cn
----	--------------------------

### 相关报告

品类多元化优化，期待自研大作上线：一三七互娱（002555.SZ）24 中报点评	2024-08-31
小游戏流水持续攀高，自研手游储备丰富：——三七互娱（002555.SZ）23Q3 点评	2023-11-02

表 1: 可比公司估值情况 (2025 年 9 月 3 日)

公司	代码	最新价格(元)		每股收益 (元)		市盈率		
		2025/9/3	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
巨人网络	002558	36.05	0.74	1.11	1.54	48.95	32.59	23.45
网易-S	09999	199.26	9.37	11.14	11.95	21.26	17.88	16.67
祖龙娱乐	09990	1.66	-0.36	-0.36	0.07	-4.63	-4.63	23.70
吉比特	603444	470.48	13.12	20.02	23.07	35.87	23.49	20.39
腾讯控股	00700	559.67	21.16	23.83	27.28	26.45	23.49	20.52
	调整后 平均						<b>22.00</b>	21.00

数据来源: wind, 东方证券研究所

**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	6,177	5,059	6,752	8,199	9,426	营业收入	16,547	17,441	17,087	18,097	18,646
应收票据、账款及款项融资	1,479	1,213	1,403	1,454	1,442	营业成本	3,392	3,727	3,990	3,960	3,707
预付账款	1,143	730	715	757	780	销售费用	9,091	9,712	8,788	9,256	9,534
存货	0	0	0	0	0	管理费用	592	516	576	599	617
其他	2,323	3,334	2,892	2,503	2,107	研发费用	714	646	666	707	729
<b>流动资产合计</b>	<b>11,123</b>	<b>10,335</b>	<b>11,761</b>	<b>12,912</b>	<b>13,755</b>	财务费用	(221)	(161)	30	4	(4)
长期股权投资	521	446	446	446	446	资产、信用减值损失	125	35	0	0	0
固定资产	824	1,077	1,143	1,279	1,463	公允价值变动收益	104	(31)	31	25	25
在建工程	534	0	289	505	668	投资净收益	8	111	123	123	123
无形资产	1,040	1,889	1,828	1,754	1,668	其他	75	45	(10)	(11)	(12)
其他	5,093	5,836	5,341	5,341	5,341	<b>营业利润</b>	<b>3,041</b>	<b>3,091</b>	<b>3,181</b>	<b>3,708</b>	<b>4,199</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,012</b>	<b>9,247</b>	<b>9,047</b>	<b>9,326</b>	<b>9,586</b>	营业外收入	20	4	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>19,135</b>	<b>19,583</b>	<b>20,808</b>	<b>22,238</b>	<b>23,341</b>	营业外支出	13	7	22	17	17
短期借款	1,555	2,654	1,703	1,970	2,109	<b>利润总额</b>	<b>3,048</b>	<b>3,089</b>	<b>3,162</b>	<b>3,694</b>	<b>4,185</b>
应付票据及应付账款	2,913	2,712	3,072	3,111	2,821	所得税	414	424	432	506	573
其他	1,438	1,093	1,411	1,334	1,296	<b>净利润</b>	<b>2,634</b>	<b>2,664</b>	<b>2,730</b>	<b>3,188</b>	<b>3,612</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,906</b>	<b>6,459</b>	<b>6,186</b>	<b>6,415</b>	<b>6,226</b>	少数股东损益	(25)	(9)	(33)	(38)	(43)
长期借款	306	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,659</b>	<b>2,673</b>	<b>2,763</b>	<b>3,226</b>	<b>3,656</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.20	1.21	1.25	1.46	1.65
其他	111	107	107	107	107						
<b>非流动负债合计</b>	<b>417</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>6,322</b>	<b>6,566</b>	<b>6,293</b>	<b>6,522</b>	<b>6,333</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	105	96	63	25	(18)	<b>成长能力</b>					
实收资本 (或股本)	2,218	2,218	2,212	2,212	2,212	营业收入	0.9%	5.4%	-2.0%	5.9%	3.0%
资本公积	2,523	2,277	2,684	2,684	2,684	营业利润	-8.1%	1.6%	2.9%	16.6%	13.3%
留存收益	8,096	8,545	9,556	10,795	12,130	归属于母公司净利润	-10.0%	0.5%	3.4%	16.8%	13.3%
其他	(130)	(120)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>12,812</b>	<b>13,017</b>	<b>14,516</b>	<b>15,716</b>	<b>17,008</b>	毛利率	79.5%	78.6%	76.6%	78.1%	80.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19,135</b>	<b>19,583</b>	<b>20,808</b>	<b>22,238</b>	<b>23,341</b>	净利率	16.1%	15.3%	16.2%	17.8%	19.6%
						ROE	21.4%	20.9%	20.2%	21.4%	22.3%
						ROIC	17.1%	16.5%	17.3%	18.7%	19.5%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	33.0%	33.5%	30.2%	29.3%	27.1%
净利润	2,634	2,664	2,730	3,188	3,612	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	155	109	198	147	164	流动比率	1.88	1.60	1.90	2.01	2.21
财务费用	(221)	(161)	30	4	(4)	速动比率	1.88	1.60	1.90	2.01	2.21
投资损失	(8)	(111)	(123)	(123)	(123)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	436	308	332	(78)	(319)	应收账款周转率	11.4	13.0	13.1	12.7	12.9
其它	152	189	517	(25)	(25)	存货周转率	-	-	-	-	-
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,147</b>	<b>2,998</b>	<b>3,682</b>	<b>3,112</b>	<b>3,306</b>	总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
资本支出	(252)	(490)	(425)	(425)	(425)	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	101	(615)	0	0	0	每股收益	1.20	1.21	1.25	1.46	1.65
其他	(1,295)	(2,303)	567	548	548	每股经营现金流	1.42	1.35	1.66	1.41	1.49
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,446)</b>	<b>(3,408)</b>	<b>142</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	每股净资产	5.74	5.84	6.53	7.09	7.70
债权融资	149	(513)	200	(64)	(24)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(171)	(245)	401	0	0	市盈率	16.4	16.3	15.7	13.5	11.9
其他	(2,265)	(34)	(2,732)	(1,724)	(2,178)	市净率	3.4	3.4	3.0	2.8	2.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,286)</b>	<b>(793)</b>	<b>(2,131)</b>	<b>(1,788)</b>	<b>(2,202)</b>	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
汇率变动影响	10	3	-0	-0	-0	EV/EBIT	-	-	-	-	-
<b>现金净增加额</b>	<b>(575)</b>	<b>(1,200)</b>	<b>1,693</b>	<b>1,447</b>	<b>1,227</b>						

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](http://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。