

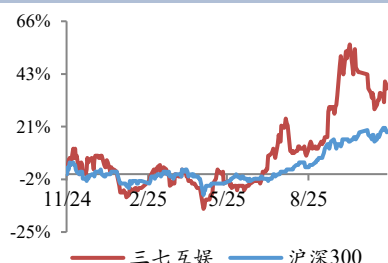
利润表现优秀，新游储备丰富

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-03

收盘价（元）	20.77
近 12 个月最高/最低（元）	24.05/13.11
总股本（百万股）	2,212
流通股本（百万股）	1,599
流通股比例（%）	72.28
总市值（亿元）	459
流通市值（亿元）	332

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：赵浦轩

执业证书号：S0010525100002

邮箱：zhaopuxuan@hazq.com

相关报告

1.三七互娱 2024 年报点评：产品稳健运营，新游储备丰富 2025-05-12

主要观点：

● 业绩情况：

公司发布 2025Q3 业绩，前三季度实现营收 124.6 亿元，yoy-6.59%，实现归母净利润 23.4 亿元，yoy+23.57%，实现扣非净利润 22.6 亿元，yoy+20.43%。25Q3 实现营收 39.7 亿元，yoy-3.23%，实现归母净利润 9.4 亿元，yoy+49.24%，实现扣非净利润 8.7 亿元，yoy+44.97%。公司延续分红策略，公司拟每 10 股派发现金红利 2.10 元（含税）。

● 新品游戏优质运营，销售费用持续优化

公司新品表现优异，一季度上线的《时光大爆炸》和《英雄没有闪》优质运营，其中《英雄没有闪》曾登顶微信小游戏畅销榜榜首，进入 iOS 畅销榜前五；《时光大爆炸》跻身微信小游戏畅销榜第四。新品《斗罗大陆：猎魂世界》7 月上线，公测日登顶 iOS 免费榜榜首，公测 8 日国内累计下载量 151 万，收入预估 1200 万元。

公司《寻道大千》、《霸业》等现有长线运营产品进入成熟期，投流费用不断优化，销售费用不断减少。2025 年前三季度，公司销售费用 62 亿元，yoy-19.5%。

● 新品储备丰富，品类多样化

公司布局多品类产品，在 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等品类游戏储备丰富，包括《赘婿》、《代号 MLK》、《代号正奇 SLG》、《代号 XSSLG》、《代号 GMSLG》、《极速三国：一秒开展》、《斗兽战场》、《代号 RS》、《失落之门：序章》和《代号 M1》等。

● AI 布局加深，多环节赋能研发发行

公司自主研发游戏领域行业大模型“小七”，在市场分析、美术设计、开发辅助、广告投放、运营分析、智能客服等各业务领域进行赋能。具体看，AI 辅助生成 3D 美术资源占比超 80%，3D 美术资源生成占比超 30%，在广告投放方面，AI 生成视频内容占比超 70%。

● 投资建议

我们预计公司 25/26/27 年归母净利润 30.48/33.02/35.68 亿元，25/26/27 年前值为 28.55/30.39/33.07 亿元，对应 PE 为 15.06/13.90/12.87 倍。公司长线运营游戏进入稳定运营期，新游提供业绩增量，AI 赋能下有望进一步降本增效，维持“买入”评级。

● 风险提示

游戏行业政策风险，游戏流水不及预期，新产品上线延期风险，新游上线表现不及预期风险，行业竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,441	16,603	17,924	19,313
收入同比 (%)	5.4%	-4.8%	8.0%	7.8%
归属母公司净利润	2,673	3,048	3,302	3,568
净利润同比 (%)	0.5%	14.0%	8.3%	8.0%
毛利率 (%)	78.6%	77.3%	77.8%	78.3%
ROE (%)	20.7%	20.9%	20.6%	19.9%
每股收益 (元)	1.21	1.38	1.49	1.61
P/E	12.55	15.06	13.90	12.87
P/B	3.56	3.16	2.86	2.57
EV/EBITDA	13.87	13.01	11.89	11.00

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 (百万元)				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,335	12,907	15,593	17,468
现金	5,059	5,840	8,287	9,095
应收账款	1,213	2,108	1,477	2,386
其他应收款	43	61	118	75
预付账款	730	1,200	1,200	1,200
存货	0	0	0	0
其他流动资产	3,291	3,697	4,512	4,712
非流动资产	9,247	9,169	8,868	9,798
长期投资	446	446	446	446
固定资产	1,077	927	1,101	1,288
无形资产	1,889	2,017	1,571	2,345
其他非流动资产	5,836	5,778	5,750	5,719
资产总计	19,583	22,075	24,461	27,266
流动负债	6,459	7,320	8,196	9,180
短期借款	2,654	3,450	4,140	4,968
应付账款	1,668	1,736	1,896	2,041
其他流动负债	2,138	2,134	2,161	2,171
非流动负债	107	107	107	107
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	107	107	107	107
负债合计	6,566	7,427	8,303	9,287
少数股东权益	96	96	96	96
股本	2,218	2,218	2,218	2,218
资本公积	2,679	3,051	3,258	3,513
留存收益	8,024	9,284	10,586	12,153
归属母公司股东权益	12,921	14,552	16,062	17,884
负债和股东权益	19,583	22,075	24,461	27,266

现金流量表 (百万元)				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,998	4,036	6,420	4,600
净利润	2,664	3,040	3,281	3,553
折旧摊销	208	10	10	11
财务费用	-101	-100	-100	-100
投资损失	-111	-59	-85	-72
营运资金变动	261	1,146	-181	1,208
其他经营现金流	77	0	3,496	0
投资活动现金流	-3,408	-3,408	-3,408	-3,408
资本支出	572	144	155	167
长期投资	-304	-158	-183	-215
其他投资现金流	-3,676	-3,395	-3,381	-3,361
筹资活动现金流	793	153	-565	-384
借款	4,211	796	690	828
股权融资	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3,418	-643	-1,255	-1,212
汇率变动影响	3	0	0	0
现金净增加额	-1,200	781	2,447	808

利润表 (百万元)				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,441	16,603	17,924	19,313
营业成本	3,727	3,766	3,976	4,187
营业税金及附加	44	52	61	66
销售费用	9,712	8,415	9,412	10,187
管理费用	516	575	516	580
财务费用	-161	-180	-194	-210
资产减值损失	-56	-57	-61	-67
公允价值变动收益	-31	48	59	62
投资净收益	111	202	54	48
营业利润	3,091	3,514	3,696	3,997
营业外收入	4	4	6	6
营业外支出	7	17	10	10
利润总额	3,089	3,501	3,693	3,993
所得税	424	461	412	439
净利润	2,664	3,040	3,281	3,553
少数股东损益	-9	-8	-21	-14
归属母公司净利润	2,673	3,048	3,302	3,568
EBITDA	3,137	3,344	3,512	3,798
EPS (元)	1.2	1.4	1.5	1.6

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	5.4%	-4.8%	8.0%	7.8%
营业利润	1.6%	13.7%	5.2%	8.1%
归属于母公司净利润	0.5%	14.0%	8.3%	8.0%
获利能力				
毛利率 (%)	78.6%	77.3%	77.8%	78.3%
净利率 (%)	15.3%	18.3%	18.3%	18.4%
ROE (%)	20.7%	20.9%	20.6%	19.9%
ROIC (%)	17.3%	16.0%	15.4%	14.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	33.5%	33.6%	33.9%	34.1%
净负债比率 (%)	50.4%	50.7%	51.4%	51.7%
流动比率	1.60	1.76	1.90	1.90
速动比率	1.47	1.58	1.74	1.76
营运能力				
总资产周转率	0.89	0.75	0.73	0.71
应收账款周转率	14.38	7.88	12.14	8.09
应付账款周转率	2.23	2.17	2.10	2.05
每股指标 (元)				
每股收益	1.21	1.38	1.49	1.61
每股经营现金流 (摊薄)	1.36	1.82	2.90	2.08
每股净资产	5.84	6.58	7.26	8.08
估值比率				
P/E	12.55	15.06	13.90	12.87
P/B	3.56	3.16	2.86	2.57
EV/EBITDA	13.87	13.01	11.89	11.00

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

分析师：赵浦轩，英国曼彻斯特大学金融数学硕士，吉林大学数学与应用数学学士，覆盖 XR、游戏、影视等领域，执业证书编号：S0010525100002

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。