

证券研究报告 · A股公司简评

游戏 II

Q3 利润表现亮眼，后续 pipeline 储备丰富

核心观点

10月28日，三七互娱发布2025年第三季度报告。2025年1-9月，公司实现营业收入124.61亿元，归属于上市公司股东的净利润23.45亿元，同比增长23.57%。其中，25Q3公司实现收入39.7亿元，同比-3%，环比-6%，归属于上市公司股东的净利润9.44亿元，同比增长49.24%，扣非净利润8.7亿，同比+45%，业绩稳健增长。Q3拟向全体股东每10股派送现金股利2.10元。公司产品矩阵丰富，后续pipeline储备丰富，我们看好公司长期潜力。

简评

25Q3营收稳健增长，利润表现亮眼。10月28日，三七互娱发布2025年第三季度报告。2025年1-9月，公司实现营业收入124.61亿元，归属于上市公司股东的净利润23.45亿元，同比增长23.57%。其中，25Q3公司实现收入39.7亿元，同比-3%，环比-6%，归属于上市公司股东的净利润9.44亿元，同比增长49.24%，扣非净利润8.7亿，同比+45%，业绩稳健增长。业绩快速增长主要系：一方面通过对现有产品长线运营的精细化深耕与科学管理营销策略，推动了运营效率提升；另一方面，本年度上线的《时光大爆炸》《英雄没有闪》《斗罗大陆：猎魂世界》等多款游戏表现优异，为公司业绩增长提供了重要支撑。Q3拟向全体股东每10股派送现金股利2.10元（含税），预计现金分红金额4.62亿元，结合上半年已实施的两次季度分红，合计分红金额将高达13.86亿元，占归母净利润比例约59%。

产品矩阵丰富，后续 pipeline 值得期待。公司通过“自研+代理”模式，打造了持续且丰富的产品矩阵，已在MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等品类储备二十余款优质产品，涵盖西方魔幻、东方玄幻、三国、现代、古风等多样化题材，正在积极推进产品上线进度。

AI深度赋能业务，布局AI产业链上下游。公司致力于将AI技术与游戏研发、运营等环节深度融合。一方面，公司围绕自主研发的行业大模型“小七”，覆盖市场分析、产品立项、美术设计、开发辅助、广告投放、运营分析、智能客服、通用办公等业务领域。另一方面，公司直接或间接投资了智谱华章、百川智能、月之暗面、硅心科技、深言科技、Yahaha、星河视效以及宸境科技等优质公司。算力端，公司投资了星空科技、此芯科技、庭宇科技、辉羲智能、华翊量子、亿智电子等优质企业，打通“算力基础设施一大模型算法—AI应用”的产业链布局。

三七互娱(002555.SZ)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

向锐

xiangrui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070008

发布日期：2025年12月12日

当前股价：19.74元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-6.55/-4.71	1.53/-1.40	19.53/4.26
12月最高/最低价（元）		23.54/13.50
总股本（万股）		221,223.77
流通A股（万股）		159,896.73
总市值（亿元）		454.84
流通市值（亿元）		328.75
近3月日均成交量（万）		7901.47
主要股东		
李卫伟		14.61%

股价表现



相关研究报告

公司处罚风险落地，有望迎来估值回升：11月1号公司发布公告“根据《行政处罚事先告知书》认定的情况，公司审慎判断不触及《深圳证券交易所股票上市规则（2025年修订）》第9.5.1条、第9.5.2条、第9.5.3条所述的重大违法类强制退市情形，无需申请实施退市风险警示；亦不触及《深圳证券交易所股票上市规则（2025年修订）》第9.8.1条规定的其他风险警示情形。截至本公告披露日，公司生产经营一切正常，上述事项不会对公司生产经营产生重大影响。”我们认为，影响公司短期估值的处罚风险落地，公司有望凭借其“研运一体核心竞争力+高分红+丰富Pipeline储备+AI产业链投资”等优势提升其估值。

盈利预测：我们预计公司25-26年营收分别为174、189亿元，分别同比变化0%、8.5%；公司归母净利润为32、34亿元，分别同比增长21%、6%。

风险提示：1)海内外短期经济环境承压导致游戏行业消费能力不足，游戏行业收入规模存在下滑的风险；2)国内游戏版号以及进口游戏版号发放不及预期风险；游戏行业关于未成年、过度充值、文化审核、游戏出海等方面存在的政策风险；3)游戏行业买量竞争加剧上涨，游戏行业面临的行业成本上涨风险；4)游戏行业竞争加剧风险，无论是国内还是出海，游戏SLG、RPG、MOBA等细分赛道均存在竞争加剧风险，或将会导致行业产品成功率下降。5)公司老游戏流水下滑加剧的风险；公司新产品上线延期或将对当期业绩产生影响；公司游戏pipeline上线进程存在不及预期的风险；公司将要发行的新游戏存在一定不确定性，可能会存在流水不及预期的风险；公司买量优势或存在一定竞争加剧的风险。

三表预测（百万元、%）
资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,122.82	10,335.35	9,939.43	12,764.34	15,646.83
现金	6,176.99	5,058.89	4,662.97	7,230.59	9,932.44
应收票据及应收账款合计	1,479.27	1,212.67	1,212.67	1,315.74	1,388.11
其他应收款	46.25	42.84	42.84	46.48	49.04
预付账款	1,143.24	729.59	729.59	791.60	835.14
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	2,277.07	3,291.36	3,291.36	3,379.92	3,442.10
非流动资产	8,011.73	9,247.34	9,171.46	9,047.90	8,900.55
流动负债	5,905.61	6,459.14	3,742.26	4,060.10	4,282.92
短期借款	1,554.58	2,653.78	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	2,912.71	2,712.31	2,665.77	2,892.36	3,051.44
其他流动负债	1,438.32	1,093.05	1,076.49	1,167.74	1,231.49
非流动负债	416.57	106.94	107.41	106.02	103.87
负债合计	6,322.19	6,566.09	3,849.67	4,166.12	4,386.79
少数股东权益	105.42	95.88	85.30	74.06	62.21
股本	2,217.86	2,217.86	2,217.86	2,217.86	2,217.86
资本公积	2,823.04	2,678.53	2,678.53	2,678.53	2,678.53
留存收益	7,666.04	8,024.34	10,279.52	12,675.67	15,201.98
归属母公司股东权益	12,706.95	12,920.73	15,175.92	17,572.07	20,098.37
负债和股东权益	19,134.55	19,582.69	19,110.89	21,812.25	24,547.38

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,147.04	2,997.98	3,791.69	4,163.48	4,406.13
净利润	2,633.53	2,664.30	3,231.88	3,433.90	3,620.42
折旧摊销	193.67	210.72	666.77	774.44	858.24
财务费用	-221.48	-161.32	40.79	-20.75	-30.06
投资损失	-7.53	-111.10	-111.10	-111.10	-111.10
营运资金变动	373.87	383.67	-63.10	60.55	42.19
其他经营现金流	174.97	11.72	26.45	26.45	26.45
投资活动现金流	-1,445.92	-3,408.20	-506.23	-566.23	-626.23
资本支出	1,306.78	573.52	600.00	660.00	720.00
长期投资	-87.36	-304.10	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,665.34	-3,677.62	-1,106.23	-1,226.23	-1,346.23
筹资活动现金流	-2,286.40	-792.67	-3,681.37	-1,029.63	-1,078.05
短期借款	653.53	1,099.20	-2,653.78	0.00	0.00
长期借款	-29.84	-308.42	0.47	-1.40	-2.15
其他筹资现金流	-2,910.09	-1,583.46	-1,028.06	-1,028.23	-1,075.90
现金净增加额	-574.99	-1,199.98	-395.92	2,567.62	2,701.85

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,546.87	17,440.96	17,440.96	18,923.44	19,964.23
营业成本	3,391.58	3,726.55	3,662.60	3,973.92	4,192.49
营业税金及附加	36.89	44.11	44.11	47.86	50.50
销售费用	9,090.81	9,712.30	8,947.21	9,840.19	10,381.40
管理费用	592.12	515.52	515.52	559.33	590.10
研发费用	713.56	646.36	646.36	701.30	739.87
财务费用	-221.48	-161.32	-161.32	-20.75	-30.06
资产减值损失	-111.73	-56.17	-56.17	-60.95	-64.30
信用减值损失	-13.74	20.71	20.71	22.47	23.70
其他收益	110.04	88.26	88.26	88.26	88.26
公允价值变动收益	103.98	-31.09	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.53	111.10	111.10	111.10	111.10
资产处置收益	1.43	0.75	0.75	0.75	0.75
营业利润	3,040.89	3,091.00	3,749.01	3,983.22	4,199.45
营业外收入	20.12	4.38	4.38	4.38	4.38
营业外支出	13.04	6.59	6.59	6.59	6.59
利润总额	3,047.97	3,088.79	3,746.80	3,981.00	4,197.24
所得税	414.44	424.49	514.92	547.11	576.82
净利润	2,633.53	2,664.30	3,231.88	3,433.90	3,620.42
少数股东损益	-25.04	-8.72	-10.58	-11.24	-11.85
归属母公司净利润	2,658.57	2,673.02	3,242.46	3,445.14	3,632.27
EBITDA	3,020.16	3,138.19	4,454.37	4,734.69	5,025.42
EPS(元)	1.20	1.21	1.47	1.56	1.64

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	0.86	5.40	0.00	8.50	5.50
营业利润(%)	-8.10	1.65	21.29	6.25	5.43
归属于母公司净利润(%)	-10.01	0.54	21.30	6.25	5.43
盈利能力					
毛利率(%)	79.50	78.63	79.00	79.00	79.00
净利润率(%)	16.07	15.33	18.59	18.21	18.19
ROE(%)	20.92	20.69	21.37	19.61	18.07
ROIC(%)	37.13	36.24	36.88	38.62	40.80
偿债能力					
资产负债率(%)	33.04	33.53	20.14	19.10	17.87
净负债比率(%)	-33.66	-18.47	-30.54	-40.97	-49.27
流动比率	1.88	1.60	2.66	3.14	3.65
速动比率	1.65	1.33	2.18	2.67	3.18
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.89	0.91	0.87	0.81
应收账款周转率	11.19	14.38	14.38	14.38	14.38
应付账款周转率	1.86	2.23	2.23	2.23	2.23
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.20	1.21	1.47	1.56	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.42	1.36	1.71	1.88	1.99
每股净资产(最新摊薄)	5.74	5.84	6.86	7.94	9.09
估值比率					
P/E	16.43	16.34	13.47	12.68	12.02
P/B	3.44	3.38	2.88	2.49	2.17
EV/EBITDA	11.94	9.76	8.38	7.37	6.43

资料来源：IFind、中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技龙头公司研究。2024新财富海外市场研究第五名；2022-2023年新财富港股及海外最佳研究团队入围；2019-2020年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

向锐

海外团队分析师，中国人民大学金融学硕士，2022年加入中信建投研究发展部海外团队，主要覆盖游戏/电商/SaaS/美股 AI 科技等方向，擅长前瞻性判断产业趋势及个股 alpha，2022-2023 新财富港股及海外最佳研究团队入围、2024 年新财富港股及海外最佳研究团队上榜核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京

朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层

层

电话：（8610）56135088

联系人：李祉瑶

邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海

上海浦东新区浦东南路 528 号南

塔 2103 室

电话：（8621）6882-1600

联系人：翁起帆

邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳

福田区福中三路与鹏程一路交

汇处广电金融中心 35 楼

电话：（86755）8252-1369

联系人：曹莹

邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港

中环交易广场 2 期 18 楼

电话：（852）3465-5600

联系人：刘泓麟

邮箱：charleneliu@csci.hk