

三七互娱 (002555.SZ)

强烈推荐 (维持)

新征途、新起点、新三七

受益于公司强发行能力和丰富的新游储备，我们预计公司业绩将持续稳健增长。公司对应25、26年的市盈率分别为14.9x/13.5x，低于行业平均26x/17x的水平，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **全球化布局深化，本地化运营构筑核心竞争力。**公司作为中国游戏出海龙头，已成功实现从简单产品输出到深度本地化运营的战略转型。标杆产品《Puzzles & Survival》凭借创新的“三消+SLG”玩法融合和精准的区域化运营策略，在全球市场取得突破性成功，长期稳居欧美等主流市场畅销榜前列。公司通过“自研+代理”双轮驱动，建立了覆盖SLG、MMO、卡牌、模拟经营等多品类的出海产品矩阵，并针对不同区域市场实施差异化运营策略。目前公司出海储备产品丰富，涵盖生存、三国、玄幻等多种题材，为海外业务持续增长提供强劲动力。

□ **把握小程序游戏行业高增红利，打造可复制爆款运营模式。**国内小程序游戏市场近三年呈爆发式增长，2024年规模近400亿，2021-2024年复合增长率达143.77%。公司前瞻性地将小游戏提升至战略高度，凭借《寻道大千》《时光大爆炸》等爆款产品，占据小游戏市场领先地位。公司充分发挥“研运一体”优势，构建了完整的小游戏生态体系，在玩法设计上巧妙融合策略、模拟经营等元素，在运营上建立了一套涵盖用户获取、社群运营、跨界联动的精细化运营模式。同时，公司通过内购与广告混合的变现模式创新，成功实现了用户圈层拓展与商业价值最大化的平衡，将小程序游戏打造成业绩增长的重要引擎。

□ **深耕SLG核心品类，多元化布局巩固市场地位。**国内SLG移动游戏市场持续增长，2025年上半年保持33.3%的高增速，头部产品集中度高但创新产品仍具突围机会。公司通过“自研+共研”模式夯实SLG核心优势，成立专注SLG研发的星海工作室，同时与优质研发CP深度绑定，不断提升开发能力。截至2025H1储备10款SLG产品，涵盖写实三国、东方玄幻等多元类型。产品矩阵既延续经典4XSLG赛道优势，又积极探索“生存建造+SLG”等融合玩法，有望持续受益于品类增长红利。

□ **自研大模型构筑技术底座，AI赋力全链路降本增效。**公司以自研游戏行业大模型“小七”为核心，构建了覆盖研发、运营、发行全链路的AI应用体系。在生产经营环节，AI技术在2D美术、3D建模、多语言翻译等领域的辅助占比均已超过30%，部分环节甚至达到80%以上，显著提升了开发效率并降低了运营成本。同时，AI技术深度融入公司游戏内容创新，推动智能NPC、个性化剧情等前沿功能的实现，为下一代游戏的沉浸式体验提供技术支撑，助力公司构筑长期竞争的技术壁垒。

□ **业绩稳健增长，高分红彰显投资价值。**公司营收保持稳健增长态势，2024年营业收入达174.4亿元，同比增长5.4%。利润端改善显著，2025年第三季度归母净利润同比大幅增长49.24%，主要受益于销售费用优化及游戏产品周期管理成效显现。同时，公司高度重视股东回报，2024年累计分红与回购金额达23亿元，2025年延续季度分红规划，前三季度已实施分红约13.86亿

TMT 及中小盘/传媒

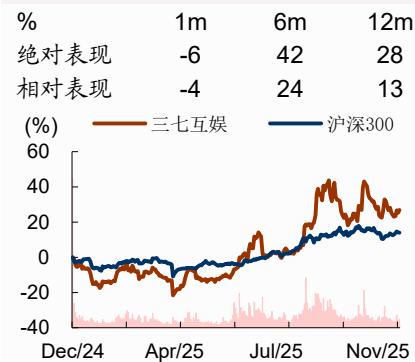
目标估值：NA

当前股价：20.61元

基础数据

总股本（百万股）	2212
已上市流通股（百万股）	1599
总市值（十亿元）	45.6
流通市值（十亿元）	33.0
每股净资产（MRQ）	6.1
ROE (TTM)	23.2
资产负债率	36.3%
主要股东	李卫伟
主要股东持股比例	14.61%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《三七互娱(002555)——老产品生命力旺盛彰显长线能力，新产品储备丰富有望贡献增量》2024-04-22

徐帅	S1090523070014
✉ xushuai2@cmschina.com.cn	
顾佳	S1090513030002
✉ gujia@cmschina.com.cn	
谢笑妍	S1090519030003
✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn	

元，分红率约 59%，持续稳定的高分红政策为投资者提供良好回报保障。

- **维持“强烈推荐”投资评级。** 我们预计公司 2025-2027 年收入分别 163.6/191.7/206.3 亿元，对应收入同比增速分别为-6%/17%/8%。2025-2027 年归母净利润分别为 30.6/33.7/36.9 亿元，对应同比增速分别为 15%/10%/10%，对应市盈率分别为 14.9x/13.5x/12.4x。参考同业市盈率估值水平，公司当前处于低估区间，有望迎来估值修复，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**政策风险，新游戏推广不及预期导致费用高企的风险，市场与行业竞争风险，人力资源风险，规模成长带来的管理风险

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	16547	17441	16362	19171	20630
同比增长	1%	5%	-6%	17%	8%
营业利润(百万元)	3041	3091	3543	3896	4273
同比增长	-8%	2%	15%	10%	10%
归母净利润(百万元)	2659	2673	3062	3366	3690
同比增长	-10%	1%	14.5%	9.9%	9.6%
每股收益(元)	1.20	1.21	1.38	1.52	1.67
PE	17.1	17.1	14.9	13.5	12.4
PB	3.6	3.5	3.2	2.9	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 出海：出海龙头，深入本地化运营	5
1、 全球游戏市场规模企稳回升，中国游戏市占率持续提升	5
2、 小游戏为出海新方向，SLG 品类保持强劲增长	5
3、 公司海外运营能力突出，按品类推进全球化深度	6
二、 小程序游戏：行业市场规模呈高增状态，公司成功运营爆款产品	10
1、 小程序游戏市场持续快速扩张，行业已步入发展阶段	10
2、 公司积极调整组织架构，成功运营《寻道大千》、《时光大爆炸》等爆款轻量化产品	11
三、 SLG：储备新游丰富，积极探索合成类 SLG	14
1、 行业头部产品月流水天花板，合成类 SLG 表现亮眼	14
2、 公司持续推进 SLG 战略布局，夯实核心赛道优势	15
四、 AI 赋能：自研行业大模型小七，持续降本增效	16
五、 财务数据及投资建议：业绩高速增长，监管风险出清后估值修复可期 ...	17
1、 财务情况：业绩高速增长，费用优化成效显著	17
2、 投资建议：主业利润释放稳定，监管风险靴子落地后估值有望迎来修复 .	19
六、 风险提示	20

图表目录

图 1：中国自研游戏年度海外收入	5
图 2：中国自研海外市场市占率	5
图 3：中国自研手游海外收入 TOP100 产品类型分布（按收入）	6
图 4：《秦美人》游戏界面	7
图 5：《永恒纪元》（繁体名《创世破晓》）台湾地区破百万下载	8
图 6：三七互娱 2018 年组织架构变更	8
图 7：《Puzzles & Survival》美国地区 APP store 榜单排名	9
图 8：小程序游戏市场规模	10
图 9：小程序游戏收入细分	10
图 10：上线超 1 年微信小程序游戏平均生命周期（年）	11
图 11：《灵魂序章》宣传图	11

图 12: 《英雄没有闪》宣传图	11
图 13: 《寻道大千》游戏界面	12
图 14: 《寻道大千》黄山联动宣传图	12
图 15: 《时光大爆炸》小程序游戏界面（初期到中后期）	13
图 16: 2025 年 3 月 17 日微信小游戏畅销榜截图	14
图 17: 2025 年 8-11 月微信小游戏畅销榜排名	14
图 18: 中国 SLG 移动游戏收入规模	14
图 19: 2024H1-2025H1 中国 SLG 移动游戏头部产品收入占比(仅 App Store)	15
图 20: 三七互娱 AI 布局	16
图 21: 三七互娱 AI 赋能提质增效	17
图 22: 公司收入变化趋势	17
图 23: 分产品类型收入占比变化趋势	18
图 24: 分地区收入占比变化趋势	18
图 25: 公司毛利率变化趋势	18
图 26: 公司成本构成变化趋势（亿元）	18
图 27: 公司归母净利润变化趋势	19
图 28: 公司费用率变化趋势	19
图 29: 公司分红金额及分红率变化趋势	19
表 1: 出海小游戏厂商代表及其代表产品	5
表 2: 三七互娱出海产品管线	9
表 3: 三七互娱 SLG 产品管线	15
表 4: 可比公司估值	20
表 5: 收入端盈利预测（单位：亿元）	20
表 6: 毛利率及费用率预测	20
附：财务预测表	22

一、出海：出海龙头，深入本地化运营

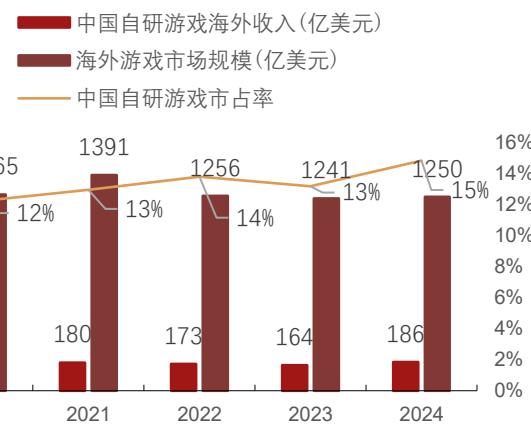
1、全球游戏市场规模企稳回升，中国游戏市占率持续提升

自研游戏出海收入持续增长。根据伽马数据，2014年至2021年中国自研游戏海外收入始终保持10%以上的增长，随着2022年至2023年的短暂回调，自研游戏海外收入于2024年再创新高达186亿美元，同比增长13%，较2021年高点增长3%。2025年前三季度延续了2024年的整体增长趋势，自研游戏的海外收入达145亿美元，同比增长6%，全年自研游戏海外收入有望持续增长。从市占率来看，根据伽马数据，2020-2024年中国自研游戏海外市场市占率波动上升，2024年度达到15%。

图1：中国自研游戏年度海外收入



图2：中国自研海外市场市占率



资料来源：伽马数据，招商证券

资料来源：伽马数据，招商证券；注：游戏市场规模数据原口径为人民币，此处用年平均利率换算

2、小游戏为出海新方向，SLG品类保持强劲增长

全球游戏体量格局转变、中轻度移动游戏成为重点赛道的背景下，小游戏成为出海新方向。三七互娱、四三九九、青瓷游戏、点点互动在内的多家国内游戏企业已率先布局，将产品优势拓展至海外，从当前成果看，2024年11月30日单日畅销榜TOP30微信小程序游戏中已有50%推出海外版本。随着中轻度游戏成为出海新风口，未来竞争将更趋激烈，中国游戏企业需深入理解目标市场文化与玩家偏好，重视本地化运营，以实现长线发展。

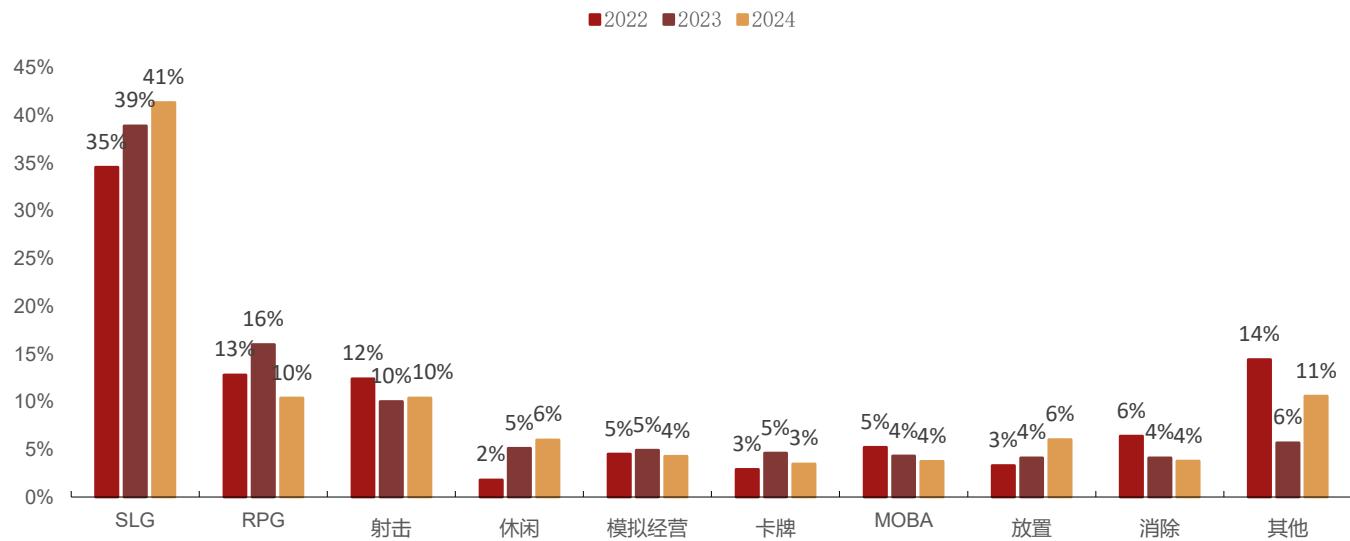
表1：出海小游戏厂商代表及其代表产品

发行商	代表游戏
三七互娱	寻道大千、灵魂序章、无名之辈
深圳大梦龙途	向僵尸开炮、快来当领主、武侠大明星、葫芦娃大作战
豪腾嘉科	咸鱼之王、疯狂骑士团、肥鹅健身房、道天录
四三九九	小小英雄、菇勇者传说
益世界	这城有良田、我是大东家

资料来源：伽马数据、招商证券

SLG 独占鳌头，休闲类异军突起。从品类来看，SLG 是中国自研手游出海的最大品类，2024 年中国自研手游海外市场收入 TOP100 产品中，SLG 产品累计收入占比达 41.38%；RPG 产品收入降幅较大，2024 年收入占比降至 10.37%；值得注意的是，近年来休闲类产品收入占比增长迅速，由 2022 年的 1.8% 升至 2024 年的 6%。

图 3：中国自研手游海外收入 TOP100 产品类型分布（按收入）



资料来源：伽马数据、招商证券

3、公司海外运营能力突出，按品类推进全球化深度

从“跟着产品走”转变为“因地制宜”，聚焦核心赛道出海。2012 年，国内页游行业竞争加剧，三七互娱成立海外发行品牌“37GAMES”，为突破天花板正式开拓海外业务。业务初期，三七互娱出海团队只有数十人，主攻中国台湾、韩国、东南亚等地区，这些市场的地域文化与中国大陆接近，用户习惯趋同，较易接受国内游戏的文化背景和世界观设置，进入壁垒较低。在此阶段公司遵循“签产品-做发行”的传统出海策略，主要将国内成熟的产品通过简单本地化后推向海外，先后发行了《秦美人》、《龙将》、《大天使之剑》、《传奇霸业》等网页游戏。截至 2014 年底，三七互娱已有 70 款游戏被推送到海外，注册玩家超过 3300 万个，取得了出海的初步成果。

图 4：《秦美人》游戏界面



资料来源：37玩官网、招商证券

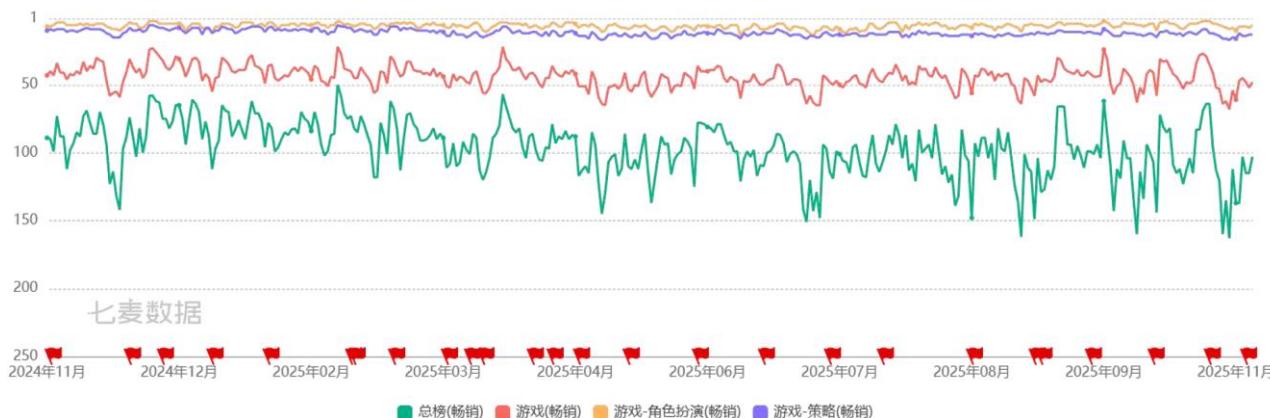
2015 年是公司出海业务的转折点，随着智能手机和 4G 网络的普及，移动游戏实现了跨越式的发展，公司敏锐捕捉这一市场变化，将出海重心转向手游。2015-2016 年度公司发行的代表作品中，《六龙御天》在港澳台市场月流水超千万美元，马来西亚市场登顶双榜；《暗黑黎明》凭借重度 ARPG 玩法与明星代言加持，成功斩获台湾地区 App Store 畅销榜冠军，且近一年稳居台湾地区 iOS 畅销榜 TOP15；自研爆款《永恒纪元》（繁体名《创世破晓》）成为出海标杆，海外最高月流水达 7000 万元，台湾地区月流水 6000 万元并获评 Google Play 年度最佳人气游戏，同时在东南亚多国登顶畅销榜。在亚洲地区大获成功的同时，公司进一步进军欧美市场。但公司“国内成熟产品+浅层本地化”的简单策略未能复刻成功，出海产品在亚洲地区月流水破亿元，却很难在欧美市场打出水花。例如在东南亚的发行全线“开花”的《永恒纪元》，在美国最高的月流水仅为百万美元量级。

图 5：《永恒纪元》（繁体名《创世破晓》）台湾地区破百万下载



《Puzzles & Survival》凭借精准的版本更新与长线运营，在2025年度保持了强劲的商业表现，稳居美国地区APP Store角色扮演类游戏畅销榜前十。其持续成功的核心驱动力在于深度的IP联动与文化运营，例如，2025年3月上线的《变形金刚》联动版本，成功推动游戏冲至角色扮演类畅销榜第4名及游戏总榜第22名；同年8月推出的“七夕乞巧”文化主题版本，则通过融入中国传统节日元素，将产品打造为中华文化出海的重要载体，实现了商业成功与文化传播的双重价值。

图7：《Puzzles & Survival》美国地区APP store榜单排名



资料来源：七麦数据、招商证券

游戏持续上新，稳步深化出海布局。目前三七互娱正积极推进储备产品上线进度，为全球玩家带来更加多元化的游戏体验。公司出海上新策略呈现出以SLG为核心、多元品类协同发力的清晰格局，通过“自研+代理”双轮驱动，构建了深厚的产品储备。此外，代理业务亦作为重要支撑，精准引入包括微观SLG、休闲三消等差异化产品，进一步完善全球市场的產品矩阵，共同推动出海内容的多元发展与持续增长。

表2：三七互娱出海产品管线

研发类	拟发行地	产品名称/代号	品类/题材/画风
自研	全球	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
		代号 YCSLG	生存题材SLG
		代号 DTSLG	生存题材SLG
		代号 DLXD	Q版玄幻RPG
		代号 BDRPG	Q版玄幻RPG
代理	境外	代号 RS	写实生存SLG
		代号 AK	写实微观SLG
		Seaside Resort: Match 3	现代卡通海滨度假题材三消
		Lootborn Warriors	西方魔幻RPG
		Death Route Survivor	生存题材SLG

资料来源：公司公告、招商证券

二、小程序游戏：行业市场规模呈高增状态，公司成功运营爆款产品

1、小程序游戏市场持续快速扩张，行业已步入发展新阶段

小程序游戏市场竞争加剧，长期运营成为趋势。一方面，中国小程序游戏市场近三年迎来爆发式增长，行业规模从 2021 年的 27.5 亿元迅猛扩张至 2024 年的 398.36 亿元，三年间年复合增长率高达 143.77%。从阶段性发展特征来看，2021-2022 年市场处于初期培育阶段，规模分别达 27.5 亿元、50 亿元，增速相对平稳；2023 年市场进入高速增长爆发期，规模激增至 200 亿元，同比增幅高达 300%；2024 年市场延续高增长态势，规模接近 400 亿元，同比增长 99.2%。推动这一增长的关键因素之一在于商业模式的成功转型。市场收入的主要来源从早期依赖广告变现，逐步转向了以用户内购为主的混合模式。内购收入的比例从 2022 年的约 38.8% 一路攀升至 2024 年的 68.7%，显示出用户付费意愿和习惯的显著提升。同时，平台的政策扶持进一步助推小游戏市场的扩张。例如，抖音平台在 2024 年 4 月推出了“减免版内购收益政策”，开发者最高可享受九成的内购收益分成；同年 7 月微信小游戏也为符合条件的开发者提供安卓内购流水 10% 的转充激励金等广告投放激励。

图 8：小程序游戏市场规模

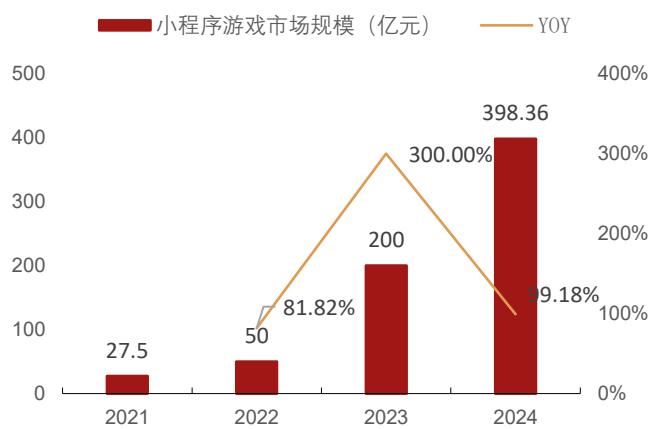
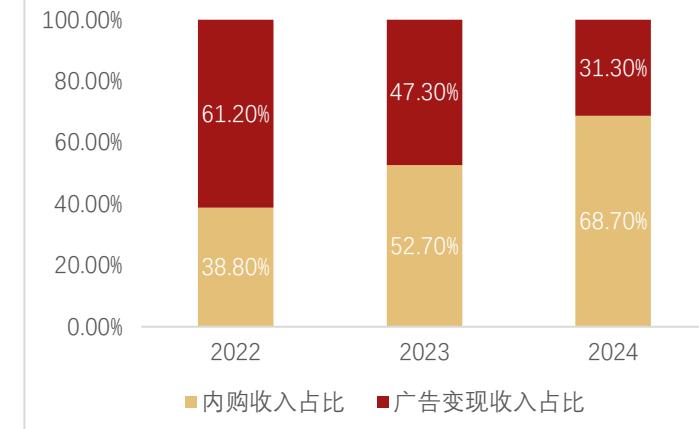


图 9：小程序游戏收入细分

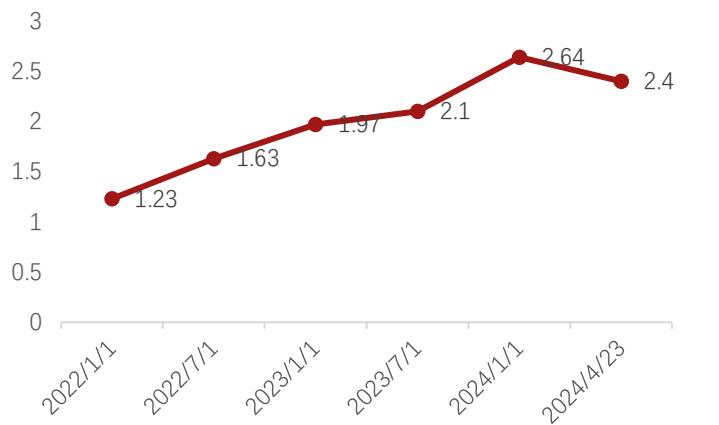


资料来源：伽马数据，招商证券

资料来源：伽马数据，招商证券

小程序游戏产品生命周期显著延长，平均运营时长从 2022 年初的 1.23 年稳步提升至 2.4 年以上。当前小程序游戏的整体生命周期已稳定在 2 年以上，标志着行业已从早期的快速试错阶段迈入注重长期运营和用户留存的新发展阶段。这一转变是产品内容迭代与技术发展共同发力的结果。腾讯、网易、三七互娱等大厂入局后，早期轻量化、同质化的短线产品逐渐被市场淘汰，小程序游戏向 MMORPG、SLG 等中重度品类延伸，通过 Unity 引擎升级画面表现力，融合 Rogue、回合制等多元玩法构建差异化体验，叠加长线剧情、数值养成与社交互动系统大幅提升用户粘性。技术进步则为小程序游戏内容优化提供了支撑，微信、抖音将小程序缓存上限提升至 1GB 并搭配高性能运行模式，有效解决了中重度游戏的技术适配难题，保障了流畅体验，同时 AI 技术的规模化应用有效缩短小程序游戏研发周期，显著降低了持续更新的人力与时间成本，助力开发者聚焦长线运营。

图 10：上线超 1 年微信小程序游戏平均生命周期（年）



资料来源：伽马数据，招商证券

2、公司积极调整组织架构，成功运营《寻道大千》、《时光大爆炸》等爆款轻量化产品

三七互娱将小程序游戏提升至企业核心战略高度，将其定位为驱动未来持续增长的关键引擎。在“精品化、多元化、全球化”的战略框架下，公司敏锐把握行业发展趋势，在深耕 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营四大基石品类的同时，公司前瞻性地开拓了包含放置 RPG、休闲益智在内的更加多元化、轻度化的产品类型，将小游戏视为拓展用户圈层、挖掘市场增量、培育业绩新增长点的重要突破口。基于这一定位，三七互娱构建了完整的小游戏生态体系。公司充分发挥“研运一体”优势，通过研发品牌与发行平台的高效协同，不仅成功培育出《寻道大千》《灵魂序章》等长生命周期标杆产品，更接连推出《时光大爆炸》《英雄没有闪》等新品快速占领市场，形成了可规模复制的成功模式。

图 11：《灵魂序章》宣传图



资料来源：游戏官网，招商证券

图 12：《英雄没有闪》宣传图



资料来源：公司公告，招商证券

《寻道大千》作为三七互娱在小游戏赛道布局的标杆产品，以国风修仙题材为基底，构建了一套以“砍树”为核心循环的轻度化养成体系。该游戏通过砍伐仙树获取装备、提升境界的核心玩法，结合灵兽、精怪、血脉等多元养成路径，在简化操作的同时保留了深度的策略搭配空间，有效适配了碎片化娱乐场景。其突出亮点在于将清新雅致的水墨国风美术与跌宕起伏的剧情叙事相融合，营造出独具特色的修真意境。

图 13: 《寻道大千》游戏界面



资料来源：百度游戏，招商证券

《寻道大千》的运营体系构建了完整的用户生命周期管理闭环，其精细化程度在业内颇具代表性。在用户获取层面，游戏依托三七互娱成熟的发行体系，在微信与抖音两个头部平台上线小程序版本，通过精准买量策略持续拓展用户基础，同时积极开展与《斗罗大陆》《哪吒》等头部IP的深度联动，有效实现用户破圈。在用户留存与转化方面，游戏创新性地设计了组队社交、妖盟共建等互动玩法，并建立了包括视频号、公众号、企业微信在内的多维社群矩阵，通过持续的内容输出和用户互动增强社群粘性。商业模式上采用内购与广告变现的混合模式，通过精心设计的运营活动和付费点配置实现收益最大化。游戏跨界运营能力突出，不仅与三只松鼠等消费品牌开展联动，更与黄山等文旅地标达成深度合作，将游戏内容与地域文化有机结合，成功塑造了独特的文化品牌形象。这套以数据驱动为基础、以内容创新为核心、以生态构建为延伸的运营体系，通过持续的内容迭代和版本更新，为产品的长线稳健表现提供了坚实保障，成为三七互娱在小游戏赛道运营方法论的重要实践典范。

图 14: 《寻道大千》黄山联动宣传图



资料来源：公司公众号，招商证券

公司凭借体系化研发能力与持续强化的内容创新，于2025年初再次推出现象级

产品《时光大爆炸》。该产品的核心竞争力在于其独特的“SLG+模拟经营”的玩法融合，有效降低了传统 SLG 的门槛，并结合多层次付费体系满足了从轻氪到重氪各类玩家的需求。《时光大爆炸》的核心玩法围绕“文明演进”展开，玩家扮演部落首领角色，从最初的石器时代起步，通过持续地采集资源、升级建筑、研发科技与扩张领土，推动自己的文明跨越青铜、铁器等时代，最终迈向电气时代。游戏在基础的资源管理循环之上，巧妙地融入“名士”卡牌养成系统，让历史名人进驻建筑以及展开对战；同时，联盟社交、联合远征等玩法则为游戏中后期注入了强烈的合作与竞争色彩，确保了从轻松单机经营到深度多人策略的平滑过渡。

图 15：《时光大爆炸》小程序游戏界面（初期到中后期）



资料来源：游戏小程序，招商证券

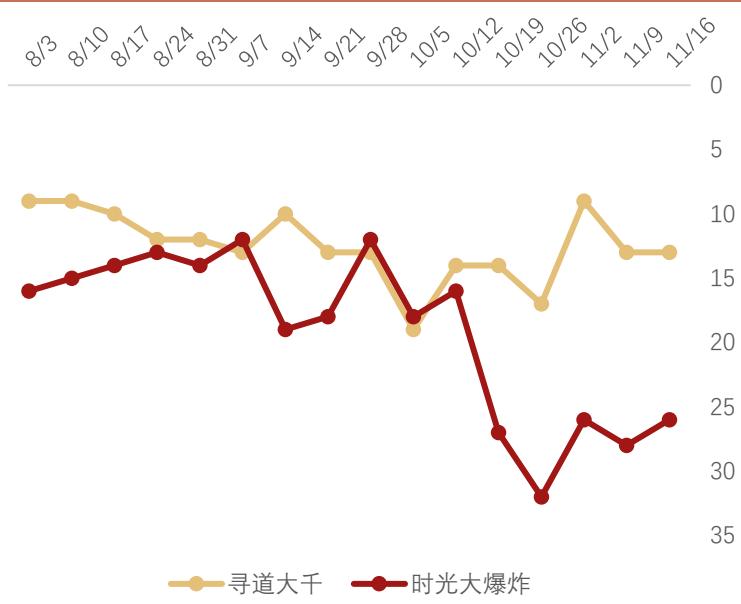
《时光大爆炸》凭借多维度、强协同运营策略，短期内迅速破圈掀起热潮。游戏采用 APP 与小游戏双端并行的发行策略。其手游 APP 版在 2025 年 1 月先行上线，借助春节档期进行集中推广，并在抖音等平台联动头部 KOL 扩散，实现了社交裂变式传播。在验证市场接受度和初步商业化表现后，公司同年 3 月推出小游戏版本，凭借前期热度迅速冲进微信小游戏畅销榜第四名。迅速抢占市场后，游戏持续规划新增工业时代、未来科技时代等新历史阶段和推出节日限时活动，不断为玩家创造新鲜感，保持内容活力。

图 16: 2025 年 3 月 17 日微信小游戏畅销榜截图



资料来源：游戏大观，招商证券

图 17: 2025 年 8-11 月微信小游戏畅销榜排名



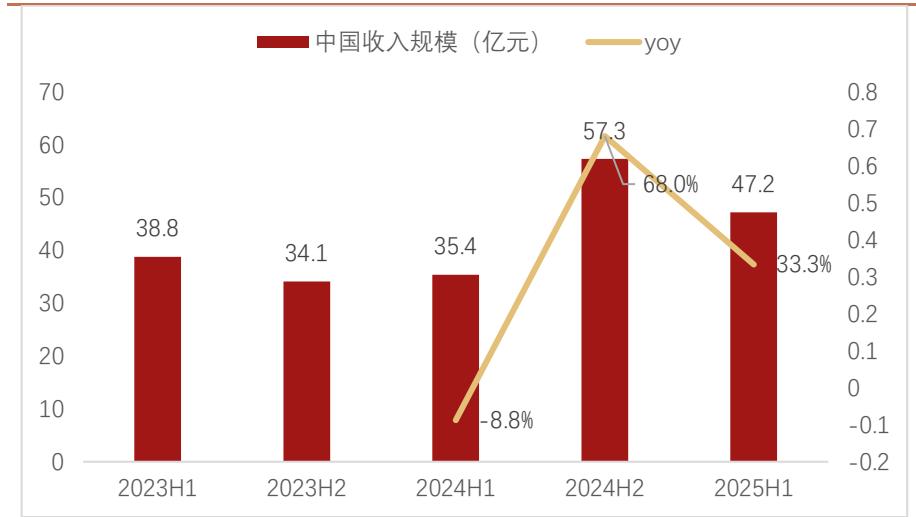
资料来源：微信小游戏，招商证券

三、SLG：储备新游丰富，积极探索合成类 SLG

1、行业头部产品月流水天花板，合成类 SLG 表现亮眼

国内市场在经历短暂调整后，展现出强劲的增长弹性。根据点点数据，国内 SLG 市场收入在 2024 年上半年同比下滑 8.8%，但随即在下半年迎来 68.0% 的爆发式同比增长，并在 2025 年上半年延续了 33.3% 的高增长态势。与此同时，SLG 移动游戏收入增长步调稳健，从 2024H1 至 2024H2 实现了 7.7% 至 12.6% 的平稳同比增长。诸如《无尽冬日》(Whiteout Survival) 等出海产品持续刷新收入记录，印证了中国厂商在全球 SLG 市场的强大竞争力。

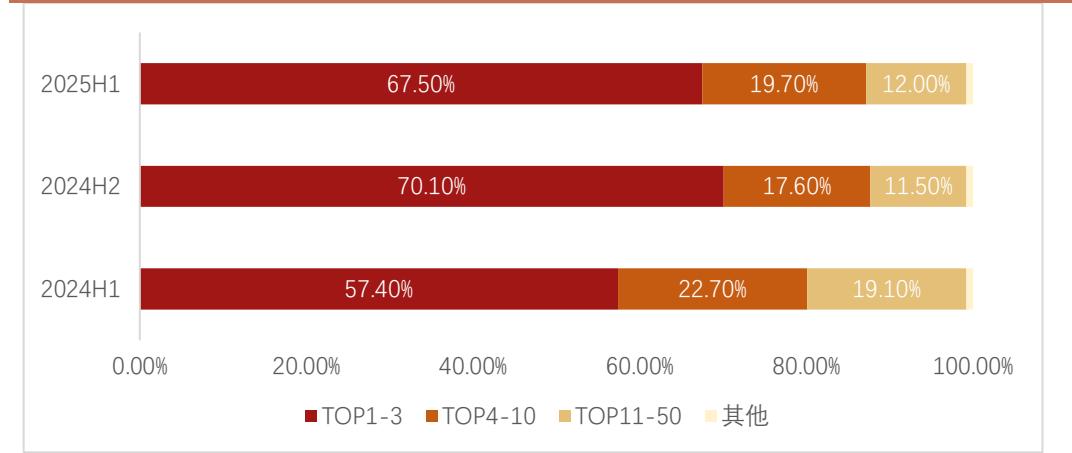
图 18: 中国 SLG 移动游戏收入规模



资料来源：点点数据，招商证券

SLG 赛道头部效应显著，新爆款依靠创新突围。一方面，2025年上半年，中国 SLG 移动游戏产品 APP store 收入中 TOP3 产品占比超过 70%；2025 上半年，该比例仍保持在 67.5% 左右，显示该赛道收入集中度高。另一方面，高质量、差异化的产品依然可以突破存量市场的壁垒，闯入头部梯队，创造可观增量。例如，2024 年上新的《无尽冬日》以“冰雪末世”题材结合“模拟经营+合成”等轻度玩法成功破圈，发布以来稳居收入榜单 TOP3。根据点点数据，《无尽冬日》2025 年上半年收入预计达 20.87 亿元，占市场总收入 44.22%，展现强大的创收能力。

图 19：2024H1-2025H1 中国 SLG 移动游戏头部产品收入占比(仅 App Store)



资料来源：点点数据，招商证券

2、公司持续推进 SLG 战略布局，夯实核心赛道优势

三七互娱在 SLG 赛道进行了多维布局。2022 年，公司的游戏研发平台三七游戏成立了第一个专注于 SLG 游戏研发的“星海工作室”，是继苏州的“萤火工作室”后的第二个独立工作室。“星海工作室”的核心团队成员在 SLG 品类上深耕多年，曾参与《阿瓦隆之王》、《火枪纪元》等多个全球化 SLG 精品项目的制作，有着丰富的 SLG 研发经验，为公司自研 SLG 提供了重要支撑。同时，公司积极拓展外部合作，通过投资与多家优质 CP 建立深度绑定关系，实现从单纯代理的“摘果子”向早期介入、深度共研的“种树”模式转型。例如，公司与上海易娱网络共研《Puzzles & Survival》，成功跻身出海第一梯队；与成都星合互娱共研首个蚂蚁 SLG《小小蚁国》，并在此基础上自研了出海 SLG 产品《Ant Legion》。通过“自研+共研”的开发模式，公司成功构建了多元化的 SLG 产品矩阵。根据公司报告，截至 2025 年上半年度，公司共有 21 款产品储备产品，其中有 10 款 SLG 游戏，涵盖了写实三国、东方玄幻、美式卡通生存等多种题材画风，展现出公司在 SLG 赛道的深度布局和全球化野心。

表 3：三七互娱 SLG 产品管线

研发类型	拟发行地区	产品名称/代号	品类/题材/画风
自研	全球	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
		代号 YCSLG	生存题材 SLG
		代号 DTSLG	生存题材 SLG
代理	境内	代号迷城	融合塔防 SLG
		斗兽战场	巨兽题材 SLG

境外

代号 RS

写实生存 SLG

代号 AK

写实微观 SLG

Death Route Survivor

生存题材 SLG

资料来源：公司公告、招商证券

四、AI 赋能：自研行业大模型“小七”，持续降本增效

三七互娱将 AI 技术深度融入企业的血脉，构建了一个以自研行业大模型“小七”为核心的坚实技术底座，并在此基础上生长出一套覆盖游戏研发、运营、发行全链路的智能生态系统。“小七”具备出色的游戏语义理解和内容生成能力，在游戏知识问答等专业领域表现优于通用大模型。它支持多模态输入，能灵活应用于剧情撰写、角色对白、用户问答和游戏策略推荐等多个核心场景。基于“小七”，三七互娱构建了智能体平台，开发了超过 150 个被高频使用的智能体。这些智能体与公司原有的“宙斯”等九大数智化中台产品深度融合，将其全面升级为更加自动化、智能化的 AI 智能体。

图 20：三七互娱 AI 布局



资料来源：公司公告，招商证券

AI 技术已成为驱动公司业务发展与产品创新的核心引擎。在运营与生产环节，AI 实现了全流程的深度赋能：其在 2D 美术、3D 模型及广告视频生成中的辅助占比分别超过 80%、30% 与 70%；同时，全系游戏产品已接入 AI 智能客服，85% 的海外产品采用 AI 翻译覆盖 18 种语言，并通过 AI 辅助编程使开发效率提升约 30%，AI 广告投放也实现了 70% 的效能提升。在研发与管理层面，该公司通过构建智能美术平台、设立 AI 效率委员会及部署 AI 办公助手，系统化地提升了组织协同与创作效率。另一方面，AI 同样是产品演进的关键技术驱动力：公司不仅实现了游戏剧情、美术、程序、音乐等全要素的 AIGC 生产，更基于大语言模型、AI 语音与动捕技术，积极研发智能 NPC 与 AI 互动家园，致力于构建“千人千面”的非线性内容体验，为下一代沉浸式、高自由度的游戏体验奠定了坚实技术基础。

图 21：三七互娱 AI 赋能提质增效



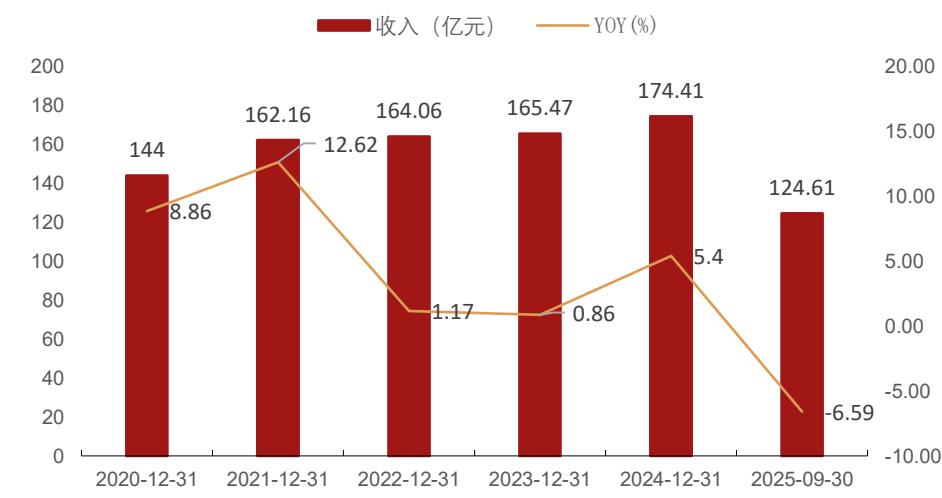
资料来源：公司公告，招商证券

五、财务数据及投资建议：业绩高速增长，监管风险出清后估值修复可期

1、财务情况：业绩高速增长，费用优化成效显著

2024 年营业收入为 174.4 亿元，同比增长 5.4%。2021-2024 年 CAGR 为 4.9%。
2025 年 Q3 公司收入端基本稳定，实现营业收入 39.75 亿元，同比微降 3.23%。
营收下滑主要受运营的游戏产品所处生命周期不同影响：新游戏《英雄没有闪》《时光大爆炸》《斗罗大陆：猎魂世界》等产品处于引入期，成熟期的存量游戏，流水贡献较为稳定。

图 22：公司收入变化趋势

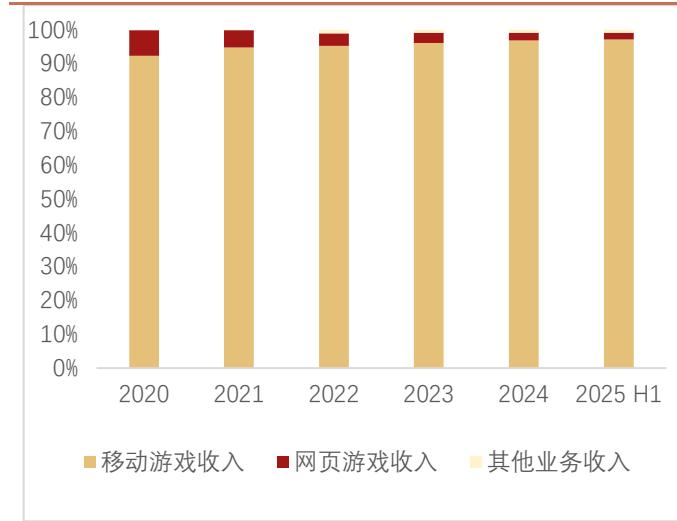


资料来源：公司公告，招商证券

收入构成来看，25H1 移动游戏贡献收入 82.4 亿元，同比下降 8.0%，收入占比为 97.1%，同比基本稳定；页游贡献收入 1.8 亿元，同比下降 17.6%，占比为 2.1%，同比微降；25H1 国内分部贡献收入为 57.6 亿元，同比下降 9.0%，占比为 67.9%，同比下降 0.7pct，海外分部贡献收入为 27.2 亿元，同比下降 6.0%，

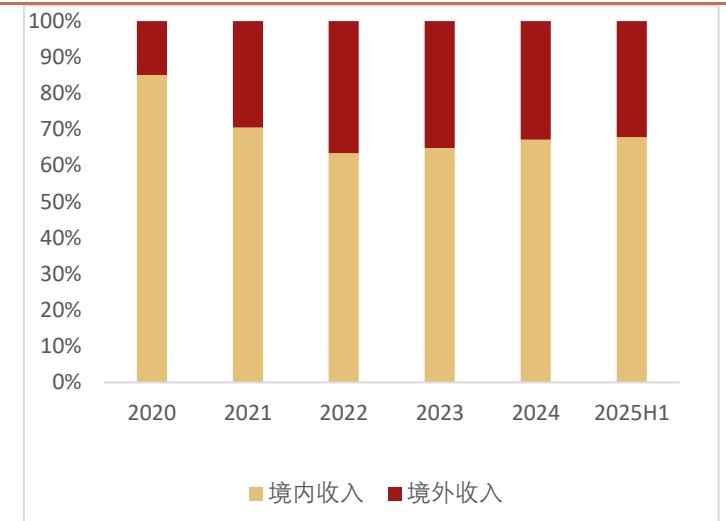
占比为 32.1%，同比增长 0.7pct。出海矩阵（含《Puzzles & Survival》《Puzzles & Chaos》）维持长线流水与品牌力。

图 23：分产品类型收入占比变化趋势



资料来源：公司公告，招商证券

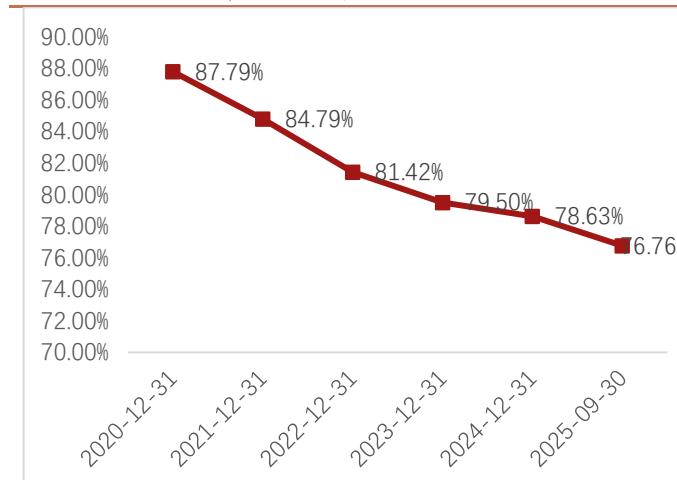
图 24：分地区收入占比变化趋势



资料来源：公司公告，招商证券

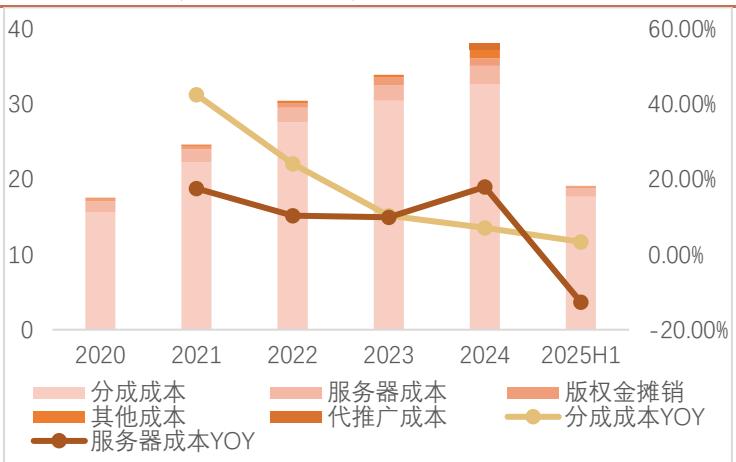
2024 年营业成本为 37.27 亿元，同比增长 9.9%。按构成来看，2025H1 营业成本中分成成本占比高达 89.56%，这部分主要是支付给游戏开发商和 IP 方的收入分成。公司毛利率整体略有下降，25H1 公司毛利率为 76.7%，同比下降 2.9pct。公司毛利率向下波动主要系 1)代理/第三方产品占比提升与网页及其他业务毛利率波动拉低整体毛利率；2)对外分成成本增加（渠道/发行分成）在新游引入期更为显著，导致季度毛利率同比回落。

图 25：公司毛利率变化趋势



资料来源：公司公告，招商证券

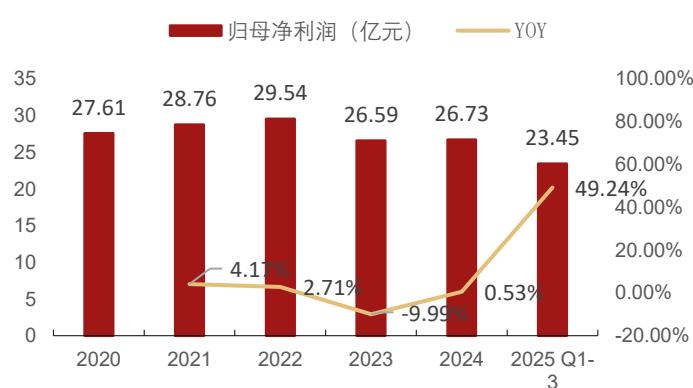
图 26：公司成本构成变化趋势（亿元）



资料来源：公司公告，招商证券

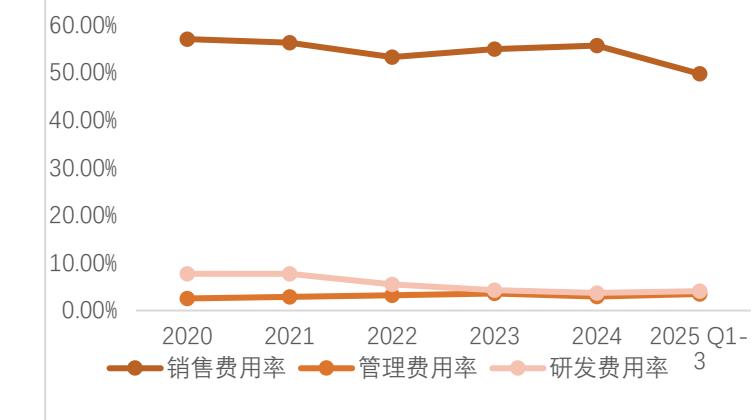
2024 年归母净利润为 26.7 亿元，同比微增 0.5%，对应归母净利率为 15.3%，同比微降 0.7pct。25Q3 归母净利润 9.44 亿元，同比大幅增长 49.24%；扣非归母净利润 8.73 亿元，同比增长 44.97%。利润释放主要来自销售费用的优化，这反映了公司在流量运营上的效率提升和部分游戏进入利润回收期的积极影响。

图 27: 公司归母净利润变化趋势



资料来源：公司公告，招商证券

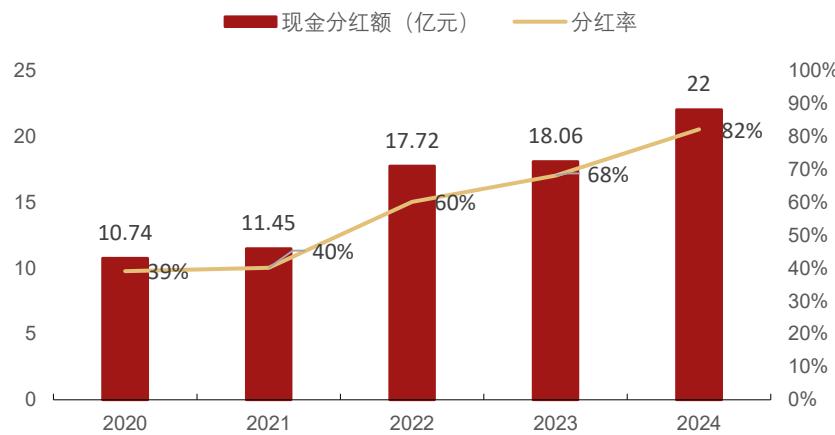
图 28: 公司费用率变化趋势



资料来源：公司公告，招商证券

公司持续分红与回购，注重股东回报。2024 年全年累计分红 22 亿元、每股合计 1.00 元，2024 年年内回购 1.01 亿元，分红加回购合计 23.00 亿元。2025 年公司明确延续季度分红规划，每期不超过 5 亿元、全年不超过 15 亿元；H1 已合计分红约 9.24 亿元、分红率约 65.98%；Q3 拟每 10 股派 2.10 元，前三季度累计分红约 13.86 亿元（累计分红率约 59%）。

图 29: 公司分红金额及分红率变化趋势



资料来源：公司公告，招商证券

2、投资建议：主业利润释放稳定，监管风险靴子落地后估值有望迎来修复

我们预计公司 2025-2027 年收入分别 163.6/191.7/206.3 亿元，对应收入同比增速分别为 -6%/17%/8%。2025-2027 年归母净利润分别为 30.6/33.7/36.9 亿元，对应同比增速分别为 15%/10%/10%，对应市盈率分别为 14.9x/13.5x/12.4x。12 月 5 日公司已公告收到中国证监会《行政处罚决定书》、深交所的监管函及对相关人员的纪律处分、安徽证监局的警示函，不触及重大违法强制退市情形。参考同业市盈率估值水平，公司当前处于低估区间，有望迎来估值修复，维持“强烈推荐”评级。

表4：可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	净利润(亿元)			PE		
			2025/12/31	2026/12/31	2027/12/31	2025/12/31	2026/12/31	2027/12/31
603444.SH	吉比特	315.9	16.2	18.6	20.7	19.5	16.9	15.3
002558.SZ	巨人网络	705.8	22.5	36.7	41.0	31.4	19.2	17.2
002602.SZ	世纪华通	1,216.0	58.4	82.9	106.0	20.8	14.7	11.5
300002.SZ	神州泰岳	227.8	11.4	14.6	16.9	20.0	15.6	13.5
002624.SZ	完美世界	296.6	8.0	16.0	16.9	37.1	18.6	17.6
均值						25.8	17.0	15.0

资料来源：Wind、招商证券

分业务来看，我们预计公司移动游戏分部 2025-2027 年收入分别为 163.6/191.7/206.3 亿元，对应同比增速分别为 -6%/17%/8%；预计页游分部 2025-2027 年收入分别为 3.4/3.0/2.6 亿元，对应同比增速分别为 -16.0%/-14.0%/-13.0%。考虑到移动游戏中代理部分占比提升，预计毛利率整体先降后升。

表5：收入端盈利预测（单位：亿元）

	2023-12-31	2024-12-31	2025E	2026E	2027E
营业收入	165.5	174.4	163.6	191.7	206.3
yoY	0.9%	5.4%	-6.2%	17.2%	7.6%
移动游戏	159.0	168.8	158.7	187.3	202.2
yoY	1.7%	6.2%	-6.0%	18.0%	8.0%
网页游戏	5.0	4.1	3.4	3.0	2.6
yoY	-17.0%	-17.4%	-16.0%	-14.0%	-13.0%
其他	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
yoY	-13.6%	-1.9%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告、招商证券

利润端方面，考虑到公司注重投放效率，持续投放 ROI 的优化，预计公司 2025-2027 年销售费用率分别为 48.0%/48.0%/48.0%。我们预计研发及管理费用呈先升后降，2025-2027 年归母净利润分别为 30.6/33.7/36.9 亿元，对应同比增速分别为 15%/10%/10%。

表6：毛利率及费用率预测

	2023-12-31	2024-12-31	2025E	2026E	2027E
毛利率	79.5%	78.6%	76.8%	75.1%	75.3%
销售费用率	54.9%	55.7%	48.0%	48.0%	48.0%
管理费用率	3.6%	3.0%	3.5%	3.3%	3.2%
研发费用率	4.3%	3.7%	4.2%	4.0%	3.9%

资料来源：公司公告、招商证券

六、风险提示

(1) 政策风险。政府通过一系列政策部署，引导和推动了游戏行业规范健康发展，未来游戏行业政策的方向可能存在一定不确定性。

(2) 新游戏推广不及预期导致费用高企的风险。如新游戏推广过程中推广效果不及预期，ROI 把控不合理的情形下或导致公司费用高企，对业绩产生不利影响。

(3) 人力资源风险。若公司不能有效建设核心人才团队，对核心人员进行合理的激励和管理，保持人才队伍的创造力与活力，将会对公司的核心竞争力带来不利影响。另外随着公司生产规模逐步扩大以及产业转型升级加快，公司对技术和管理等方面的人才需求也会加大，公司现有的人力资源和人才储备可能无法满足公司将来快速发展的需要。

(4) 规模成长带来的管理风险。随着公司规模不断扩大，若不能完善升级组织架构，梳理流程，进一步完善内部控制，提升公司治理水平，将不利于公司的可持续发展

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11123	10335	11696	13860	15471
现金	6177	5059	6547	8151	9506
交易性投资	2025	2249	2249	2249	2249
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1479	1213	1138	1333	1434
其它应收款	46	43	40	47	51
存货	0	0	0	0	0
其他	1396	1772	1721	2080	2231
非流动资产	8012	9247	9131	9042	8977
长期股权投资	521	446	446	446	446
固定资产	824	1077	1320	1554	1778
无形资产商誉	2618	3467	3120	2808	2527
其他	4049	4258	4244	4233	4225
资产总计	19135	19583	20827	22902	24449
流动负债	5906	6459	6404	7114	7171
短期借款	1555	2654	2650	2600	2400
应付账款	2913	2712	2660	3341	3571
预收账款	280	245	249	313	335
其他	1158	848	845	860	865
长期负债	417	107	107	107	107
长期借款	306	0	0	0	0
其他	111	107	107	107	107
负债合计	6322	6566	6511	7221	7277
股本	2218	2218	2218	2218	2218
资本公积金	2523	2277	2277	2277	2277
留存收益	7967	8426	9735	11111	12613
少数股东权益	105	96	86	75	63
归属于母公司所有者权益	12707	12921	14230	15606	17108
负债及权益合计	19135	19583	20827	22902	24449

利润表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	16547	17441	16362	19171	20630
营业成本	3392	3727	3800	4773	5101
营业税金及附加	37	44	41	48	52
营业费用	9091	9712	7854	9202	9902
管理费用	592	516	573	633	660
研发费用	714	646	687	767	805
财务费用	(221)	(161)	33	20	4
资产减值损失	(124)	(35)	0	0	0
公允价值变动收益	104	(31)	(31)	(31)	(31)
其他收益	110	88	88	88	88
投资收益	8	111	111	111	111
营业利润	3041	3091	3543	3896	4273
营业外收入	20	4	4	4	4
营业外支出	13	7	7	7	7
利润总额	3048	3089	3540	3894	4271
所得税	414	424	489	539	593
少数股东损益	(25)	(9)	(10)	(11)	(12)
归属于母公司净利润	2659	2673	3062	3366	3690

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	1%	5%	-6%	17%	8%
营业利润	-8%	2%	15%	10%	10%
归母净利润	-10%	1%	14.5%	9.9%	9.6%
获利能力					
毛利率	79.5%	78.6%	76.8%	75.1%	75.3%
净利率	16.1%	15.3%	18.7%	17.6%	17.9%
ROE	21.4%	20.9%	22.6%	22.6%	22.6%
ROIC	17.1%	16.4%	18.8%	19.1%	19.4%
偿债能力					
资产负债率	33.0%	33.5%	31.3%	31.5%	29.8%
净负债比率	10.8%	13.6%	12.7%	11.4%	9.8%
流动比率	1.9	1.6	1.8	1.9	2.2
速动比率	1.9	1.6	1.8	1.9	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
存货周转率					
应收账款周转率	11.4	13.0	13.9	15.5	14.9
应付账款周转率	1.3	1.3	1.4	1.6	1.5
每股资料(元)					
EPS	1.20	1.21	1.38	1.52	1.67
每股经营净现金	1.42	1.36	1.54	1.71	1.75
每股净资产	5.74	5.84	6.43	7.05	7.73
每股股利	0.82	0.79	0.90	0.99	1.08
估值比率					
PE	17.1	17.1	14.9	13.5	12.4
PB	3.6	3.5	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	15.9	15.3	11.4	10.6	9.8

现金流量表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3147	2998	3400	3780	3864
净利润	2634	2664	3052	3355	3678
折旧摊销	176	194	402	374	350
财务费用	(99)	(101)	33	20	4
投资收益	(8)	(111)	(168)	(168)	(168)
营运资金变动	458	344	81	200	(0)
其它	(14)	8	0	0	0
投资活动现金流	(1446)	(3408)	(117)	(117)	(117)
资本支出	(1312)	(572)	(285)	(285)	(285)
其他投资	(134)	(2836)	168	168	168
筹资活动现金流	(2286)	(793)	(1794)	(2060)	(2392)
借款变动	448	2044	(9)	(50)	(200)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(171)	(245)	0	0	0
股利分配	(2772)	(2750)	(1752)	(1990)	(2188)
其他	209	159	(33)	(20)	(4)
现金净增加额	(585)	(1203)	1488	1603	1355

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。