

## 传媒

2025 年 12 月 30 日

## 三七互娱

(002555)

——穿越周期的经营能力，将迎产品验证之年（三七互娱系列深度之三）

报告原因：强调原有的投资评级

## 买入（维持）

## 投资要点：

市场数据：2025 年 12 月 30 日

收盘价(元)	23.37
一年内最高/最低(元)	24.35/13.11
市净率	3.8
股息率%(分红/股价)	4.28
流通 A 股市值(百万元)	37,368
上证指数/深证成指	3,965.12/13,604.07

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产(元)	6.08
资产负债率%	36.29
总股本/流通 A 股(百万)	2,212/1,599
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

林起贤 A0230519060002  
linqx@swsresearch.com  
袁伟嘉 A0230519080013  
yuanwj@swsresearch.com  
联系人  
袁伟嘉 A0230519080013  
yuanwj@swsresearch.com

- **10 年抓住 5 次风口，穿越周期的经营能力。**复盘历史，公司进行了 5 次紧跟行业变化的战略转型：1) 2012 年及时调整代理模式，跻身页游发行第一梯队；2) 2016 年受益研运一体化，抓住“页转手”红利；3) 2019 年，抓住短视频买量红利，快速扩大份额；4) 2021 年，引领 SLG+X，出海大突破；5) 2023 年，抓住小游戏风口，稳坐份额第一。为什么公司每次转型都对了？稳定的管理团队、及时的制度/体系调整是核心。
- **基本盘稳定，RPG 品类延续轻量化、精品化打法，近期新品持续验证。**公司基本盘包括国内手游 APP、国内小游戏、海外 APP，各占约 1/3；虽然内部结构有变化（小游戏崛起），但整体流水盘稳定。2025 年小游戏进入利润回收期，整体盈利能力大幅改善。战略上，目前优势的 RPG 品类主打轻量化/精品化方向，近期末日生存题材+搜打撤 RPG《生存 33 天》排名快速攀升至 TOP2；关注将于 1 月上线中国港澳台的精品化 MMO《RO 仙境传说：世界之旅》。
- **出海看什么？SLG 向 3.0 阶段进化，休闲市场规模更大。**海外 SLG 市场进化到 3.0 阶段，核心是更高效的获客，2025 年增长重新提速。中国 SLG 产品在海外 SLG 市场份额超 95%。海外休闲市场比 SLG 更大，是欧美手游细分第一。目前海外休闲也在经历类似 SLG 3.0 的进化过程，其中代表产品来自柠檬微趣旗下《Gossip Harbor》，中国公司正在通过融合休闲品类引领海外休闲市场增长。**出海是三七互娱传统优势，聚焦 SLG 和休闲，储备产品超 10 款。**我们认为三七互娱竞争力来自：1) 2020 年发行的《Puzzles & Survival》当前仍位列 SLG 头部产品，公司对 SLG+X 品类融合和泛用户获取已具备深刻理解；2) 小步快跑、高频试错的打法，近 2 年海外测试超 20 款，新测产品已显示出公司在 SLG/休闲玩法创新上的洞见。
- **AI 积极布局，分红亮眼。**公司 AI 已渗透管线生产和内容创新，并通过投资打通“算力基础设施—大模型算法—AI 应用”的产业链布局。公司分红持续亮眼，上市以来累计分红 115 亿，平均分红率超 50%；25 前三季度分红 13.86 亿，假设 Q4 分红与 Q3 一致，当前股息率可观。
- **调整盈利预测，维持“买入”评级。**根据近期产品运营和管线情况，我们对盈利预测进行微调，在不考虑后续潜在爆款推出的情况下，预计公司 25-27 年营收 162/186/209 亿（原预测 164/190/203 亿）；预计归母净利润 32.2/35.4/38.1 亿（原预测 32.1/35.3/37.0 亿），现价对应 26-27 年 PE 为 15/14x。参考可比公司估值，我们给与公司 26 年 20x PE，目标市值 709 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业监管政策边际变化风险，游戏项目延期/表现不及预期风险，品类拓展不及预期风险。

## 财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	17,441	12,461	16,159	18,599	20,863
同比增长率(%)	5.4	-6.6	-7.3	15.1	12.2
归母净利润(百万元)	2,673	2,345	3,219	3,543	3,811
同比增长率(%)	0.5	23.6	20.4	10.1	7.5
每股收益(元/股)	1.21	1.07	1.46	1.60	1.72
毛利率(%)	78.6	76.8	77.3	77.9	78.3
ROE(%)	20.7	17.4	23.1	23.8	24.0
市盈率	19		16	15	14

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

调整盈利预测，维持“买入”评级。根据近期产品运营和管线情况，我们对盈利预测进行微调，在不考虑后续潜在爆款推出的情况下，预计公司 25-27 年营收 162/186/209 亿（原预测 164/190/203 亿）；预计归母净利润 32.2/35.4/38.1 亿（原预测 32.1/35.3/37.0 亿），现价对应 26-27 年 PE 为 15/14x。参考可比公司估值，我们给与公司 26 年 20x PE，目标市值 709 亿元，维持“买入”评级。

### 关键假设点

手游方面，2026 年公司储备产品众多，是产品验证之年，我们预计手游增速有望回暖。在不考虑爆款产品推出的情况下，预计 25-27 年公司手游业务增速为 -7%/16%/13%；毛利率有望随自研产品占比提升而回暖，我们预计 25-27 年手游业务毛利率为 78.0%/78.5%/78.8%。

页游方面或保持收缩趋势，但毛利率稳定。我们预计 25-27 年公司页游业务收入增速为 -21%/-8%/-10%，毛利率保持 70%。

### 有别于大众的认识

市场对公司经营能力认知不足，我们看到公司过去 10 年 5 次成功转型/抓住风口，显示出较强应对行业变化、穿越周期的经营能力。

市场对公司出海能力认知不足，我们认为公司对 SLG+X 品类融合和泛用户获取已具备深刻理解；其小步快跑、高频试错的打法提高了潜在胜率。公司近 2 年海外测试超 20 款，新测产品已显示出公司在 SLG/休闲玩法创新上的洞见。

市场对公司成长性认知不足，公司储备产品超过 20 款，当前预期较低。但考虑到公司经过几年调整，战略明确、品类聚焦，近期《生存 33 天》等新品已在验证，公司成长潜力被低估。

### 股价表现的催化剂

新品测试进展超预期或流水表现超预期；AI 应用爆发等行业贝塔。

### 核心假设风险

行业监管政策边际变化风险，游戏项目延期/表现不及预期风险，品类拓展不及预期风险。

## 目录

<b>1. 10 年抓住 5 次风口，穿越周期的经营能力 .....</b>	<b>6</b>
1.1 复盘：5 次紧跟行业的战略转型 .....	6
1.2 稳定的核心管理团队，及时的制度和战略调整 .....	9
<b>2. 海外聚焦 SLG/休闲、RPG 延续轻量化/精品化.....</b>	<b>12</b>
2.1 基本盘稳定，25 年小游戏利润释放 .....	12
2.2 出海看什么？SLG 向 3.0 进化，休闲市场规模更大.....	14
2.2.1 海外 SLG 市场重新提速，中国公司占主导.....	14
2.2.2 海外休闲空间更广阔，中国公司引领增长 .....	16
2.3 公司：出海多管齐下，RPG 不断出新，投资扩大覆盖 .....	19
2.3.1 出海 SLG 是传统优势，积极探索休闲，小步快跑、高频试错 ....	19
2.3.2 RPG 主打轻量化+精品化内容，近期《生存 33 天》表现突出.....	24
2.3.3 通过投资扩大产品覆盖 .....	27
<b>3. 其他亮点：AI 积极布局，分红亮眼 .....</b>	<b>28</b>
<b>4. 盈利预测与估值分析.....</b>	<b>30</b>
4.1 收入与成本预测.....	30
4.2 估值分析与投资建议.....	31
<b>风险提示.....</b>	<b>32</b>

## 图表目录

图 1: 2014-2015 页游研发商 TOP10 份额变化 (%) .....	7
图 2: 2018 年度中国手游发行商竞争格局 (%) .....	7
图 3: 快手、抖音 DAU 变化 (亿) .....	7
图 4: 2019 年度中国手游发行商竞争格局 (%) .....	7
图 5: 1H20 中国手游发行商竞争格局 (%) .....	7
图 6: 《Puzzles & Survival》流水曲线 (百万美元) .....	8
图 7: 2018-2022 年三七互娱海外收入 (百万元) .....	8
图 8: 2025 年中国小游戏百强企业榜 .....	8
图 9: 三七互娱业务架构 .....	9
图 10: 2012-2024 三七互娱营业收入变化 (亿元) .....	10
图 11: 双通道职级定义 .....	10
图 12: 三七互娱研发人员数量变化 (人) .....	11
图 13: 2020-1H25 三七互娱海外收入及占比 (百万元, %) .....	11
图 14: 三七互娱分业务流水拆分 (百万元) .....	12
图 15: 三七互娱分业务利润拆分 (百万元) .....	12
图 16: 三七互娱季度收入和利润变化 (百万元) .....	13
图 17: 三七互娱扣非净利润率 (%) .....	13
图 18: 海外 SLG 市场规模 (亿美元) .....	15
图 19: 2014-2025 年海外 SLG 主要区域收入占比 (%) .....	15
图 20: 中国游戏厂商在海外市场占有率 (%) .....	15
图 21: SLG 游戏历史沿革&行业收入 (亿美金) .....	16
图 22: 2014-2025 年美国游戏市场中休闲、策略品类占比 (%) .....	17
图 23: 2025 年美国手游市场品类规模排序 (美元) .....	17
图 24: 近 10 年美国消除类、合成类游戏在休闲游戏市场的份额 (%) .....	18
图 25: 近 10 年美国消除类、合成类游戏在休闲游戏市场的份额 (亿美金, %) .....	18
图 26: 美国合成游戏中 Merge-2 与 Merge-3 的市场规模变化 (亿美金) .....	19
图 27: 《Gossip Harbor》全球月度流水变化 (百万, 美元) .....	19
图 28: 《Puzzles & Survival》游戏界面 .....	20
图 : 点点互动每年测试产品数量不完全统计 (个) .....	

图 30: 近 2 年三七互娱海外测试产品 (部分) .....	22
图 31: 三七互娱近两年海外测试产品数量和品类 (个) .....	22
图 32: 《代号迷城》数字门玩法 .....	23
图 33: 《代号迷城》SLG 世界体验 .....	23
图 34: 《Seaside Resort: Match 3》游戏界面.....	23
图 35: 《斗罗大陆: 魂师对决》画风 .....	24
图 36: 《斗罗大陆: 猎魂世界》环境细节优化 .....	24
图 37: 《斗罗大陆: 猎魂世界》光影效果优化 .....	24
图 38: 《RO 仙境传说: 世界之旅》实机画面 .....	25
图 39: 25 年 11 月 App Store、Google Play 手游预约榜.....	25
图 40: 《生存 33 天》微信小游戏畅销榜排名变化 .....	26
图 41: 《生存 33 天》生存天数与主题结合 .....	26
图 42: 《生存 33 天》玩法逻辑 .....	26
图 43: 三七互娱 AI 布局全链路.....	28
图 44: 2019-2025 三七互娱分红金额和分红比例 (亿元, %) .....	29
图 45: 三七互娱 24-25 年季度分红情况 (亿元) .....	29
表 1: 2012-2015 页游发行商 TOP5 份额变化 (%) .....	6
表 2: 三七互娱核心高管 .....	9
表 3: 三七互娱细分品类流水占比变化 (%) .....	11
表 4: 三七互娱重点产品管线 .....	14
表 5: SLG 主要游戏产品 2025 年 10 月流水 (百万美金) .....	20
表 6: 《Puzzles & Survival》付费点设置 .....	21
表 7: 《生存 33 天》付费点梳理.....	26
表 8: 三七互娱游戏方向投资梳理 .....	27
表 9: 三七互娱 AI 已渗透管线生产和内容创新 .....	28
表 10: 三七互娱收入和毛利率预测 .....	30
表 11: 三七互娱费用和归母净利润预测 .....	30
表 12: 可比公司估值表 .....	31

我们在 19 和 21 年发过两篇三七深度，彼时公司分别抓住短视频买量风口和出海 SLG 机会。经过几年战略转型，公司【买量型】标签已不足以还原其内生发展变化。本篇报告主要解答：如何看待公司穿越周期的经营能力，如何看待当前新的战略方向和成长潜力。

## 1. 10 年抓住 5 次风口，穿越周期的经营能力

### 1.1 复盘：5 次紧跟行业的战略转型

我们在 21 年 1 月发布的公司深度《三七互娱：转型蓄力，开启第二成长曲线》中复盘了公司历史上数次把握行业变革机会；21 和 23 年，公司再次抓住了 SLG 和小游戏风口。

**第一次（2012）：及时调整代理模式，迅速跻身页游发行第一梯队。**三七互娱成立于 2011 年，2012 年开始进军页游市场。创业初期，公司以独代发行为主要业务模式，初出茅庐难以获得研发商信任。面对“无米下炊”的困境，创始人李卫伟决定放弃独家代理模式转而做联合代理，让公司有机会逐渐赢得研发商的信任，同时塑造了自身在页游运营方面的核心竞争力。2012 至 2013 两年内，公司迅速跻身页游发行第一梯队：**截至 2013 年 7 月 31 日，公司旗下的 37wan 游戏平台累计注册用户突破 2.5 亿人次；截至 3Q13，公司页游发行份额升至 8.6%位列行业第三（易观数据）。**

表 1：2012-2015 页游发行商 TOP5 份额变化（%）

4Q12		3Q13		2Q14		2Q15	
腾讯页游	16.1%	腾讯页游	29.3%	腾讯页游	35.7%	腾讯页游	32.3%
4399	8.4%	360 游戏	9.4%	37wan	11.3%	37wan	13.9%
趣游	7.9%	37wan	8.6%	360 游戏	9.6%	360 游戏	10.4%
37wan	7.2%	4399	7.6%	4399	7.1%	9377	6.2%
360 游戏	6.8%	YY 游戏	5.3%	百度游戏	6.2%	YY 游戏	5.0%

资料来源：易观智库，申万宏源研究

**第二次（2016）：开启研运一体化，抓住“页转手”红利。**2013 年公司看到手游发展的黄金机会，随即成立 37 手游发行平台布局手游业务。且李卫伟认为“手游时代只做发行是不够的。一方面市场对产品品质要求更高，另一方面手游入口会逐步形成垄断趋势，单纯做运营难以立足”。因此公司 2013 年一并成立研发中心**极光网络**发力自研，开启“研运一体化”战略。

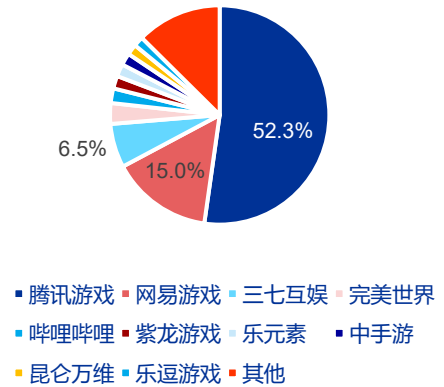
**极光网络的自研产品先在页游上体现**，2014 年上线的《大天使之剑》页游大获成功，60 天总流水破 3.2 亿元；2015 年自研页游《传奇霸业》80 天总流水破 3 亿，**助力三七互娱从零成为页游研发 TOP1。**

**2016 年页游转手游大获成功。**经过几年自研经验积累，2016 年三七互娱通过《永恒纪元》在自研手游上取得突破，手游业务当年营收同比增长 219%。2017 年上线第二款自研手游《大天使之剑 H5》，5 个月总流水达到 8 亿，成为行业爆款。2018 年，公司向腾讯输出了《传奇霸业手游》《择天记》等产品；自研自发的《屠龙破晓》亦取得过亿流水佳绩。**根据艾瑞咨询，2018 年三七互娱以 6.5% 跻身手游发行份额 TOP3，仅次于腾讯和网易。**

**图 1: 2014-2015 页游研发商 TOP10 份额变化 (%)**

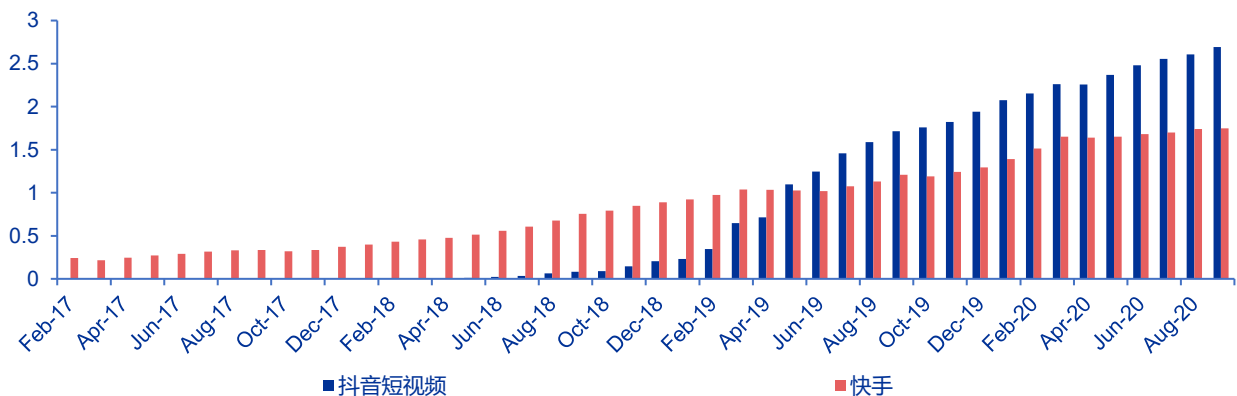
	2Q14		2Q15
第七大道	9.3%	37 游戏	9.3%
墨麟集团	8.8%	广州创思	8.2%
游族网络	8.5%	游族网络	7.5%
广州创思	7.8%	墨麟集团	5.9%
Forgame	5.9%	趣游集团	5.2%
仙海网络	4.4%	锐战网络	4.9%
上海易娱	4.2%	第七大道	4.6%
心动游戏	3.9%	掌趣集团	4.0%
胡莱游戏	3.8%	天神互动	3.8%
天神互动	3.7%	无端科技	2.9%

资料来源: 易观智库, 申万宏源研究

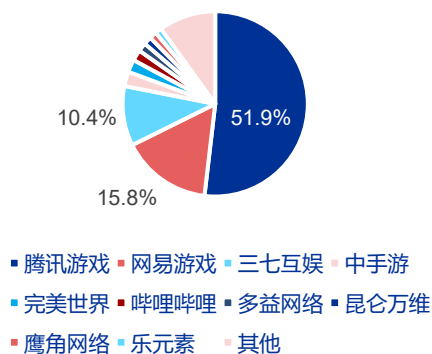
**图 2: 2018 年度中国手游发行商竞争格局 (%)**


资料来源: 易观智库, 申万宏源研究

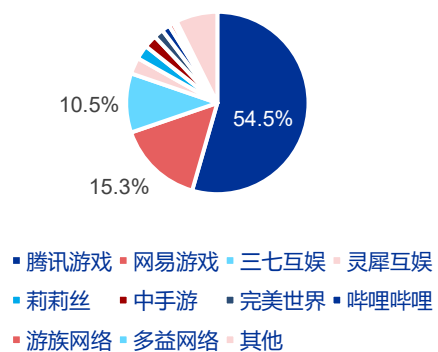
**第三次 (2019) : 抓住短视频买量红利, 高举高大扩大份额。** 2019 年短视频用户/时长快速扩张, 但商业化仍在初期。三七互娱敏锐地捕捉到这一变化, 在 2019 年采取高举高打的买量模式, 使其份额快速得到扩张。根据财报, 三七互娱销售费用从 2018 年的 33 亿提升至 2019 年的 77 亿, 营业收入从 18 年的 76 亿提升至 19 年的 132 亿。根据易观数据, 2019 年三七互娱手游发行商份额超过 10%, 并在 2020 年延续。

**图 3: 快手、抖音 DAU 变化 (亿)**


资料来源: QuestMobile, 申万宏源研究

**图 4: 2019 年度中国手游发行商竞争格局 (%)**


资料来源: 易观智库, 申万宏源研究

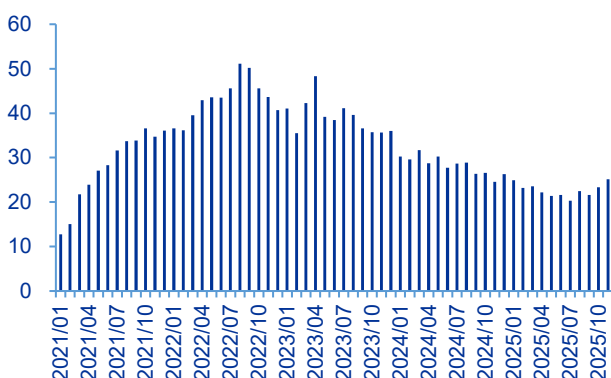
**图 5: 1H20 中国手游发行商竞争格局 (%)**


资料来源: 易观智库, 申万宏源研究

**第四次（2021年），出海新突破，引领 SLG+X 新阶段。**公司早在 2012 年就已开始布局出海业务，初期以东南亚日韩市场的 MMO 品类为主；2018 年经过架构调整，在发行侧明确了“因地制宜”打法和全球化战略，探索欧美市场，并拓展到 SLG、模拟经营等新品类。

2021 年三七互娱定制发行的“SLG+三消”手游《Puzzles & Survival》快速起量，成为行业爆款，推动其海外收入大幅扩张。而《P&S》通过休闲副玩法买量→泛用户获客的打法也为后续 SLG 行业的发展创新埋下了伏笔，是 SLG 2.0 阶段的引领性产品。

图 6：《Puzzles & Survival》流水曲线（百万美元）



资料来源：点点数据，申万宏源研究

图 7：2018-2022 年三七互娱海外收入（百万元）



资料来源：三七互娱财报，申万宏源研究

**第五次（2023年），抓住小游戏风口，稳坐份额第一。**公司 2022 年切入微信小游戏市场（《叫我大掌柜》《小小蚁国》），23 年凭借爆款《寻道大千》迅速扩大份额。24 年以来陆续推出《灵剑仙师》《无名之辈》《时光杂货店》《英雄没有闪》等热门小游戏，是小游戏市场规模最大的厂商。在广东省游戏产业协会与引力引擎联合发布的《2025 年中国小游戏百强企业榜中，三七互娱位居第一。

图 8：2025 年中国小游戏百强企业榜

排名	公司名称	大数值	类型	上榜游戏数
1	三七互娱网络科技集团股份有限公司 寻道大千, 时光杂货店, 灵剑仙师, 指尖像素城	125686	IAP	14
2	深圳市大梦龙途文化传播有限公司 向僵尸开炮, 武侠大明皇, 保卫向日葵, 快来当领主	117152	IAP	5
3	波克科技集团有限公司 跃动小子, 灵幽师, 超能下蛋鸭, 一路狂飙	81080	IAP	4
4	北京豪腾嘉科科技有限公司 咸鱼之王, 迷雾大陆, 疯狂骑士团, 肥鹅健身房	70858	IAP	8
5	广州四三九九信息科技有限公司 主宰世界, 曙光重临, 弹弹星球, 小小英雄	66352	IAP	6
6	在线途游(北京)科技有限公司 三国: 冰河时代, 次神: 光之觉醒, 造化仙府, 远征启示录	62009	IAP	5
7	深圳市腾讯计算机系统有限公司 腾讯欢乐斗地主, 欢乐麻将, 元梦之星, 英雄杀	58437	IAA/IAP	8
8	江西贪玩信息技术有限公司 原始传奇, 热血江湖传, 虎卫战神, 小兵大作战	55967	IAP	18
9	巨人网络集团股份有限公司 王者征途, 原始征途	51421	IAP	2
10	深圳市九九互动科技有限公司 百炼英雄, 无尽防线, 进击荣誉, 世界守卫军	46541	IAP	5

资料来源：广东省游戏产业协会&引力引擎，申万宏源研究

## 1.2 稳定的核心管理团队，及时的制度和战略调整

为什么每次战略转型都对了？核心管理团队加入公司超过 10 年，非常稳定，且执行力强；用“马拉松精神”做企业，重视长期可持续发展。

表 2：三七互娱核心高管

姓名	职位	加入时间	职务职责	持股	履历
李卫伟	创始人、董事长	2011	全面负责公司战略及管理	14.61%	毕业于四川大学管理系，毕业后加入新浪，负责移动增值服务运营事务。2011 年创立三七互娱。
曾开天	联合创始人、副董事长	2011	分管全球范围内的游戏发行	11.14%	曾任李奥贝纳广告广州分公司媒介总监，鸿联九五广州分公司副总经理。毕业于兰州大学，并获得中欧商学院 EMBA 学位。
胡宇航	联合创始人、副董事长	2013	分管游戏研发	9.11%	业内资深的游戏研发管理专家，具有丰富的游戏研发和项目管理经验。毕业于兰州大学，并获得长江商学院 EMBA 学位。
徐志高	高级副总裁、37 手游总裁	2014	分管 37 手游，移动游戏发行	1.76%	拥有十多年移动互联网经验，先后创办数家互联网企业，带领 37 手游跃居国内一线发行商。毕业于中山大学。
杨军	党委书记，高级副总裁	2012	分管投资、党建	0.09%	中国注册会计师，帮助三七互娱业务从游戏向人工智能、XR、人机交互、生命科技、泛文娱、都市消费等领域延伸。
曹伟	37 网游总裁	2020	分管 37 网游事业群	-	拥有十余年互联网从业经验，是业内资深的运营专家，具有丰富的游戏运营和项目管理经验。
朱怀敏	集团副总裁	2012	分管技术中心和战略中心	-	带领技术团队构建了用户平台、智能投放、业务决策、效率工具等一整套业务运营系统。
叶威	集团副总裁，董秘，财务总监	2013	分管财务、投资者关系	-	中国注册会计师，带领团队不断对公司财务管理、规范运作治理、投融资、股权激励、投资者关系管理等方面持续优化。

资料来源：三七互娱官网，Wind，申万宏源研究

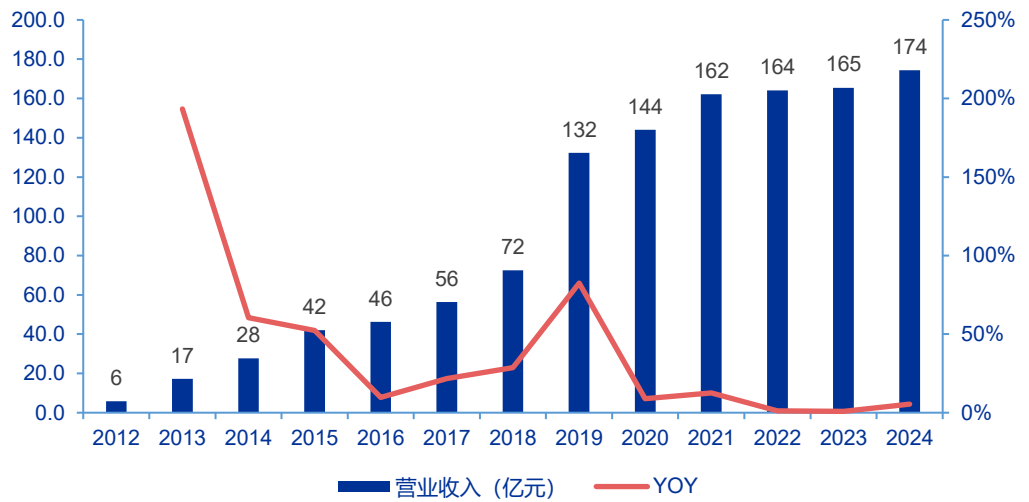
图 9：三七互娱业务架构



资料来源：三七互娱官网，申万宏源研究

我们认为，过去 10 年流量运营是游戏行业获取高商业化效率的最佳策略之一，所以买量成为公司增长的核心引擎，帮助公司实现 2012-2021 年 45% 的收入复合增长率。

而随着互联网红利消退、买量效率下降、用户结构变化，公司 21 年以来调整产品结构、降低买量权重、提高研发投入、拓展出海空间，以顺应行业核心竞争要素的变化。

**图 10：2012-2024 三七互娱营业收入变化（亿元）**


资料来源：Wind，申万宏源研究

注：2018年及以前仅统计三七互娱相关的游戏收入，不统计汽车零部件业务收入

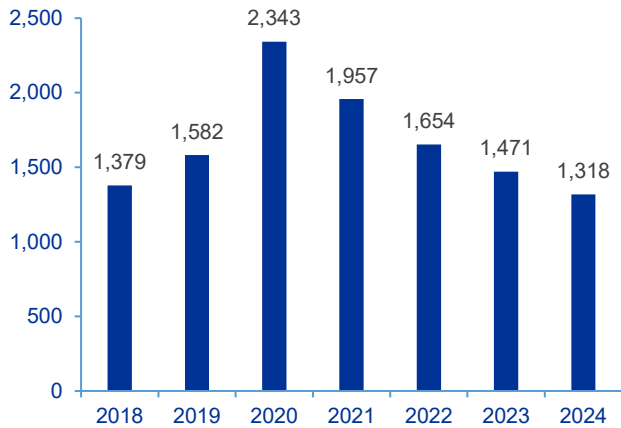
**2020年以来，公司在制度和管理上进行改革：**1) 2020年底完成人才体系变革，发布新版《三七互娱晋升管理制度》，设立职级发展双通道；2) 改革立项机制，从“自上而下”调整为“自下而上”，加快项目评审进度，将周期从半年到一年缩短至一到两个月；3) 设立多元化KPI，根据游戏孵化品类灵活设置团队考核标准(如考核运营指标而不唯流水论)。

**图 11：双通道职级定义**

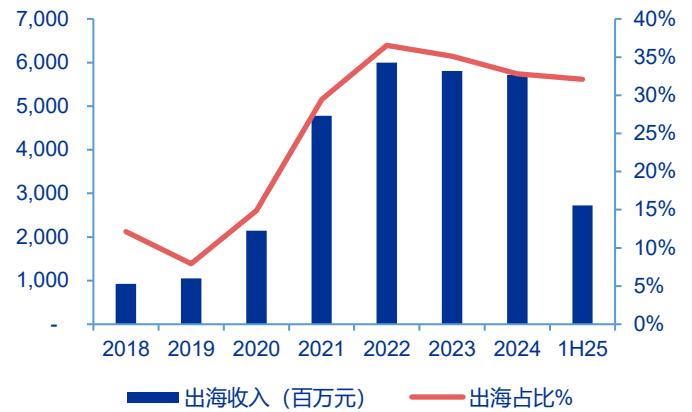
M通道			P通道			
管理层级	职级	职级定义	能力层级	职级	职级定义	
战略层	M8	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司最高管理者</li> <li>决定公司愿景、使命、价值观</li> </ul>	权威级	P12	国际公认专业权威，享誉全球	
	M7	<ul style="list-style-type: none"> <li>向公司最高管理者汇报</li> <li>负责制定公司战略，领导公司战略执行</li> </ul>		P11	在国内业界产生显著影响力，行内公认专家	
	M6	<ul style="list-style-type: none"> <li>参与制定公司战略</li> <li>领导多个业务或专业领域</li> </ul>		P10	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司内某一专业领域资深专家，或在两个及以上专业领域达到专家水平</li> <li>能领导公司级的大型复杂项目</li> </ul>	
战术层	M5	对公司战术层工作起到关键影响	专家级	P9	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司内某一专业领域专家</li> <li>能领导事业部级的项目</li> </ul>	
	M4	对公司战术层工作起到一定影响		P8	能独立带领涉及两个及以上专业模块的项目	
执行层	M3	多模块负责人	资深级	P7	能独立带领单一专业模块项目	
	M2	单一模块负责人		P6	<ul style="list-style-type: none"> <li>能处理复杂专业工作</li> <li>能指导初级人员开展专业类工作</li> </ul>	
			成熟级	P5	能独立完成专业类工作	
				入门级	P4	<ul style="list-style-type: none"> <li>应届生或工作经验少于1年</li> <li>在指导下完成专业类工作</li> </ul>
					P3	能指导初级员工开展辅助类工作
					P2	独立开展辅助类工作
			P1		依赖指导完成辅助工作	

资料来源：三七互娱公众号，申万宏源研究

**聚焦战略品类和全球化市场，精简人员。**公司过去几年调整产品结构，**聚焦 MMO/SLG/卡牌/模拟经营等核心战略品类，立足于全球化发行规划，其中 SLG 品类的重要性被进一步提升。**减少非战略品类研发投入，研发人员数量从 2020 年高点的 2343 人降至 2024 年 1318 人；海外收入占比维持 30% 以上。

**图 12：三七互娱研发人员数量变化（人）**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 13：2020-1H25 三七互娱海外收入及占比(百万元, %)**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**品类结构变化大，精品化/轻量化 RPG、SLG、模拟经营已成为主要流水构成。**2021 年以前，三七互娱以传奇奇迹等 ARPG 为主，传奇奇迹 IP 产品占到公司流水一半左右。

2021 年开始，公司品类结构出现明显变化——**传奇奇迹 IP 及其他重度 RPG 占比大幅降低，而轻量题材 RPG (含小游戏)、SLG 以及模拟经营等品类占据主流**，斗罗大陆 IP 产品重要性亦超过传奇奇迹。根据申万宏源测算，截至 2024 年，以小游戏为代表的轻量题材 RPG、SLG、模拟经营分别占到流水 40%、26%、17%，合计占比超过 8 成。

**表 3：三七互娱细分品类流水占比变化 (%)**

主要品类	代表产品	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
传奇奇迹 IP RPG	《大天使之剑 H5》	47%	54%	44%	23%	11%	5%	4%
其他重度 RPG	《鬼语迷城》	34%	21%	24%	11%	8%	2%	1%
斗罗大陆 IP RPG/卡牌	《斗罗大陆：魂师对决》	0%	18%	11%	26%	17%	9%	8%
轻量题材 RPG (含小游戏)	《寻道大千》	0%	0%	7%	12%	19%	29%	40%
模拟经营	《叫我大掌柜》	0%	1%	4%	13%	19%	20%	17%
SLG	《Puzzles & Survival》	4%	1%	7%	14%	21%	26%	26%
卡牌	《最后原始人》	1%	2%	1%	1%	3%	6%	1%
其他		14%	2%	2%	2%	3%	3%	2%

资料来源：申万宏源研究测算

**罚款靴子落地。**公司 12 月发布关于公司及相关负责人收到《行政处罚决定书》的公告，主要涉及股东持股情况虚假记载、未披露关联交易存在重大遗漏等，对公司及相关责任人处以罚款。**根据公告，公司不触及重大违法类强制退市情形以及其他风险警示情形。**

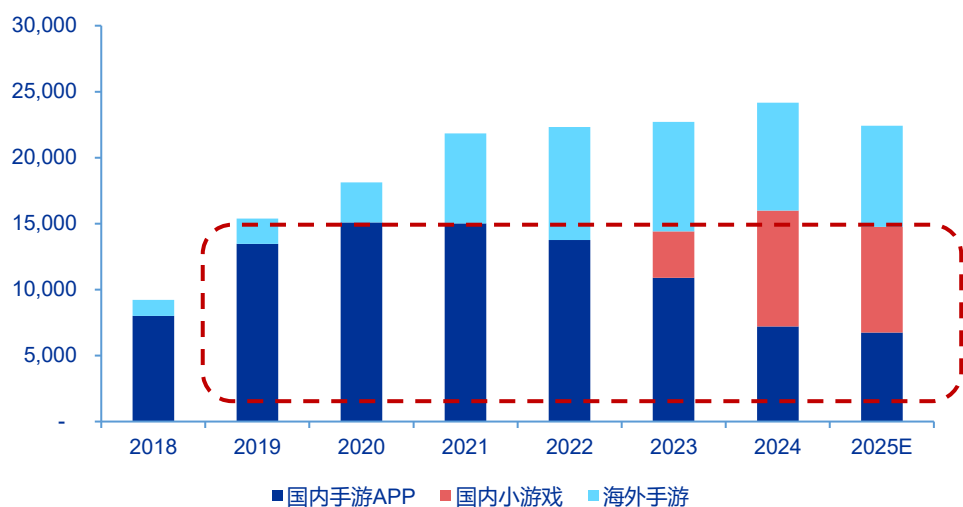
## 2. 海外聚焦 SLG/休闲、RPG 延续轻量化/精品化

### 2.1 基本盘稳定，25 年小游戏利润释放

根据申万宏源测算，公司基本盘目前分为三块，国内手游 APP、国内小游戏、海外 APP，各占约 1/3。这其中，23 年以来小游戏的崛起使得公司国内流水结构出现较大变化—APP 端向小游戏端转移；若从国内整体（APP+小游戏）看，过去 5-6 年保持稳定规模。

虽然公司 2021 年以来整体收入规模较稳、变化不大，但结合我们 1.2 章节所述，其品类结构、研发侧重、制度体系均已发生了明显改变。

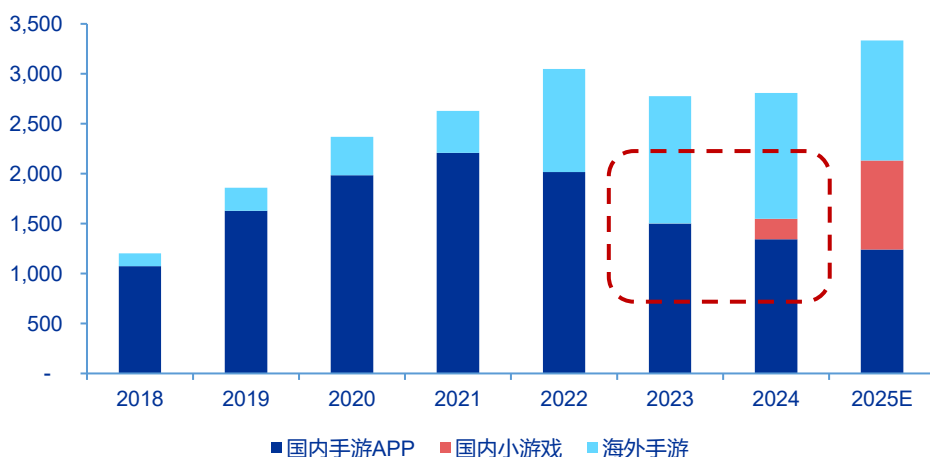
图 14：三七互娱分业务流水拆分（百万元）



资料来源：申万宏源研究测算

从利润结构来看，2025 年小游戏进入利润回收期，盈利能力大幅改善。2023 年以来公司小游戏流水规模大幅扩张（见上图），但为了保持规模优势，23-24 年小游戏利润未有明显释放（见下图）。

图 15：三七互娱分业务利润拆分（百万元）

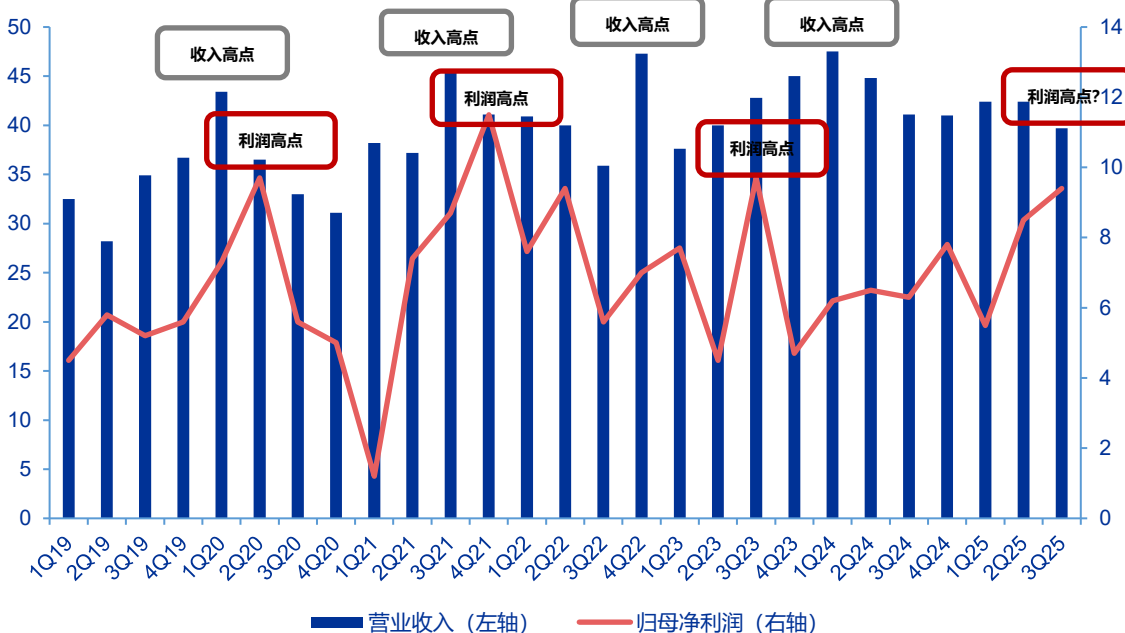


资料来源：申万宏源研究测算

一般而言，公司流水/收入→利润有明显的滞后性，2023 年以前滞后约 1 个季度（即利润高点晚于收入高点 1 个季度到来，见下图）。2023 年以后滞后期延长，我们认为这亦是 23-24 年收入结构调整中，小游戏业务利润未释放所致。

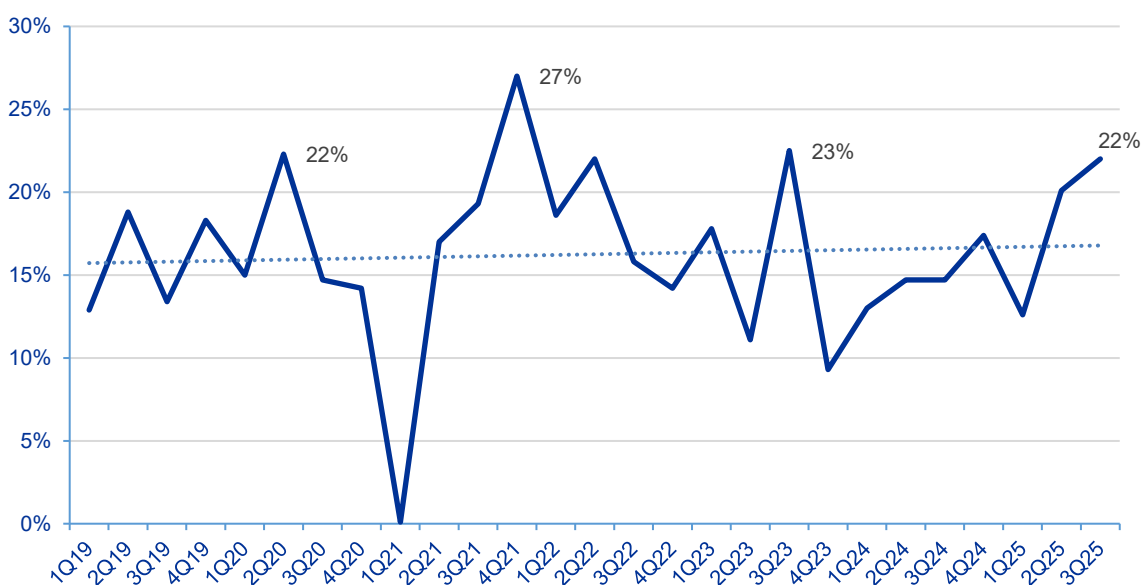
但是，2Q25 小游戏开始进入利润回收期，已展现出较强的盈利弹性；3Q25 小游戏利润释放再次得到验证，其持续性强于市场预期。这直接推动了公司净利润率回暖，3Q25 扣非净利率升至 22%，为 4Q23 以来新高。

图 16: 三七互娱季度收入和利润变化 (百万元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 17: 三七互娱扣非净利润率 (%)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

基本盘稳定基础上，展望后续，哪些布局方向值得期待？

从公司管线中可以看到：1) SLG 数量较多，达到 10 款，且基本面向境外或全球。2) 传统优势的 RPG/模拟经营品类具备轻量化/精品化特点。3) 海外休闲已开始布局。

表 4：三七互娱重点产品管线

研发商	产品名称	品类题材风格	发行地区	备注
自研	仙境传说：世界之旅	日式 Q 版 MMORPG	全球	定档 26 年 1 月 15 日中国港澳台
自研	生存 33 天	搜打撤+轰隆隆 like RPG	全球	25 年 11 月小游戏已上线
自研	奇谋三国	写实三国 SLG	全球	
自研	代号 GMSLG	东方玄幻 SLG	全球	
自研	荒漠沙舟	美式卡通生存 SLG	全球	25 年 12 月获取版号
自研	代号 YCSLG	生存题材 SLG	全球	
自研	代号 DTSLG	生存题材 SLG	全球	
自研	代号 DLXD	Q 版玄幻 RPG	全球	
自研	代号 BDRPG	Q 版玄幻 RPG	全球	
代理	代号迷城	融合塔防 SLG	境内	
代理	代号斗破	东方玄幻 RPG	境内	预计 2026 年
代理	赘婿	古风水墨模拟经营	境内	预计 2026 上半年
代理	骑士与大龙	西方魔幻 Q 版卡牌	境内	25 年 12 月已上线
代理	史诗大陆	西方魔幻 RPG	境内	25 年 12 月已上线
代理	斗罗大陆：零	东方玄幻 RPG	境内	预计 1Q26
代理	斗兽战场	巨兽题材 SLG	境内	
代理	代号 DPMMO	东方玄幻 MMORPG	境内	
代理	代号 RS	写实生存 SLG	境外	
代理	代号 AK	写实微观 SLG	境外	
代理	Seaside Resort: Match 3	现代卡通海滨度假题材三消	境外	海外已上线，迭代优化中
代理	Lootborn Warriors	西方魔幻 RPG	境外	海外已上线，迭代优化中
代理	Death Route Survivor	生存题材 SLG	境外	海外迭代优化中

资料来源：公司财报，点点数据，申万宏源研究

## 2.2 出海看什么？SLG 向 3.0 进化，休闲市场规模更大

### 2.2.1 海外 SLG 市场重新提速，中国公司占主导

从规模看，海外 SLG 约 80 亿美金，25 年增长提速。结合 Sensor Tower 数据统计，2024 年海外 SLG 市场规模 77 亿美金，yoy+14%。25 年前三季度达 68 亿美金，增长提速至 20%。

从区域看，美国是海外最大的 SLG 市场，占比 36%；欧洲、日本是 SLG 第二、三大市场，占比 20%、15%。欧美日市场规模合计占比超 70%。

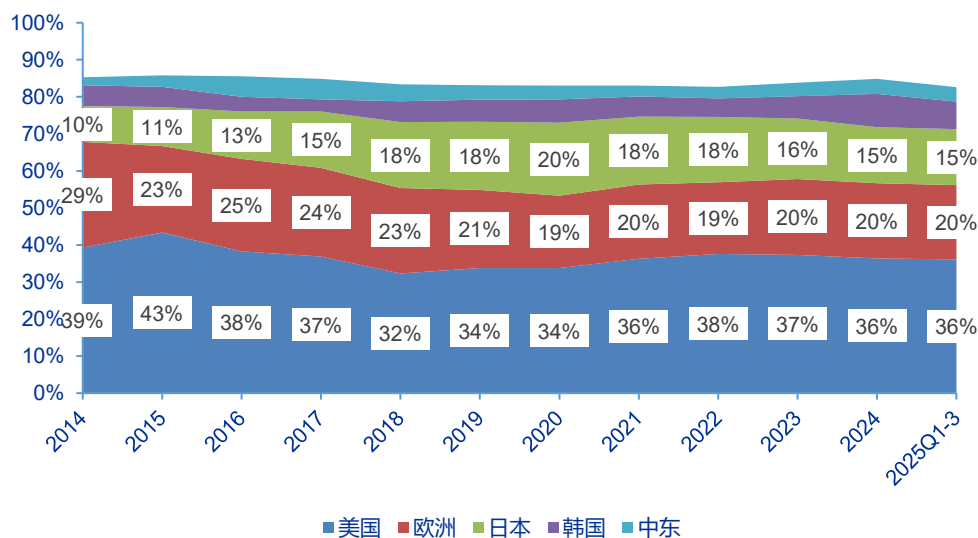
从产品来源看，中国 SLG 冠绝全球，具备超强统治力，在海外 SLG 市场达到 95% 以上份额。

图 18: 海外 SLG 市场规模 (亿美元)



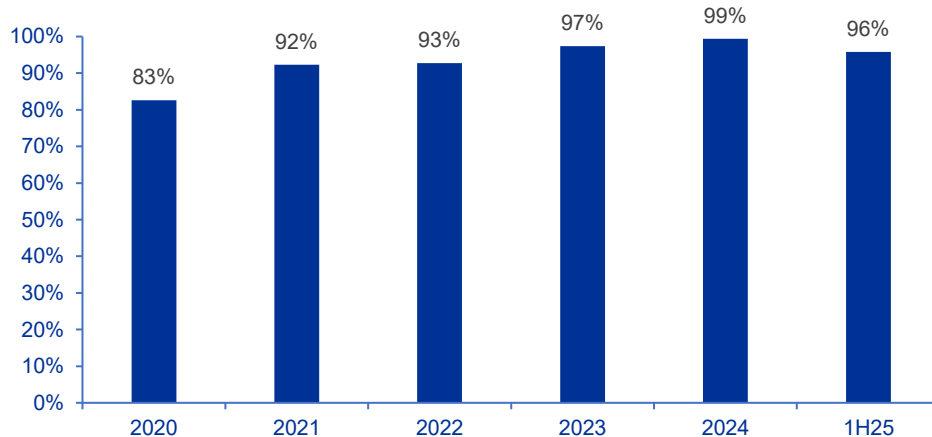
资料来源: Sensor Tower, 申万宏源研究

图 19: 2014-2025 年海外 SLG 主要区域收入占比 (%)



资料来源: Sensor Tower, 申万宏源研究

图 20: 中国游戏厂商在海外市场占有率 (%)



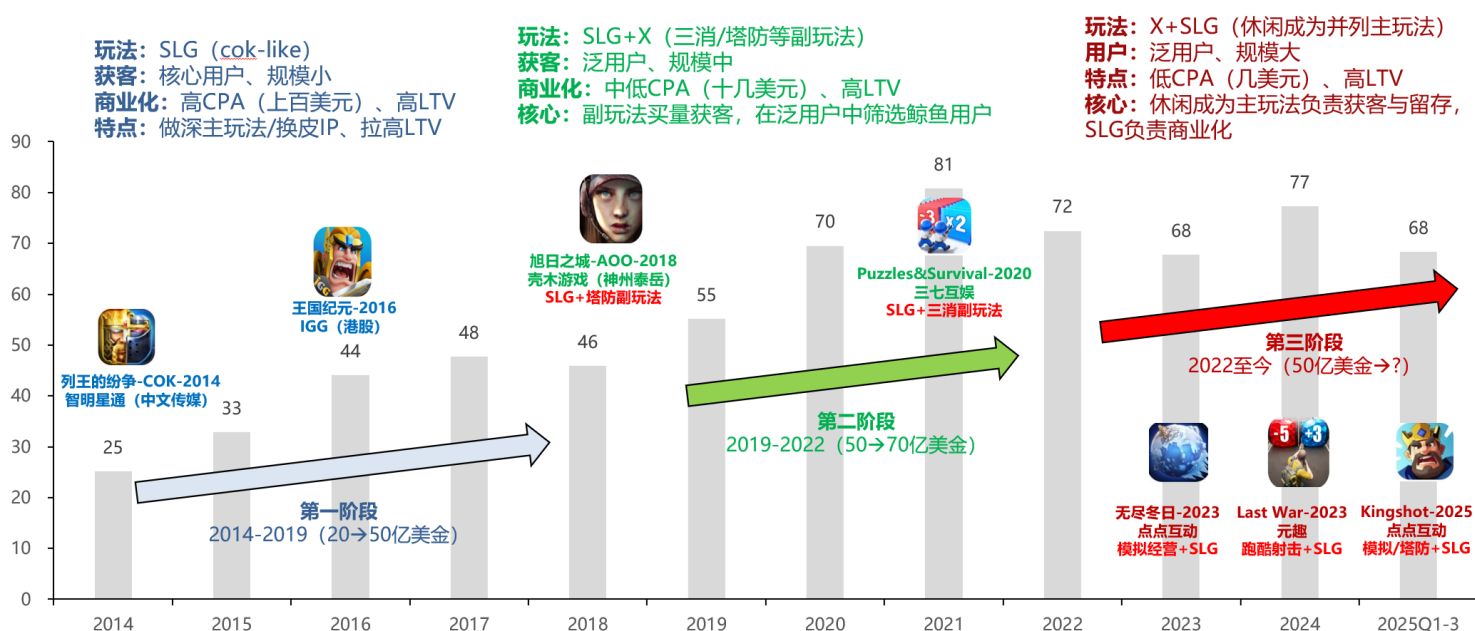
资料来源: 伽马数据, 申万宏源研究

SLG 进化分为 1.0→2.0→3.0 三个阶段，核心是更高效的获客。海外 SLG 主要指以探索、扩张、开发和消灭为核心的 4X 游戏（COK-like 是鼻祖），与国内率土-like 的商业化机制有明显差异。SLG 为买量型产品，主要赚 LTV（用户全生命周期价值）和 CAC（单个用户获客成本）之间的差值。

行业进化的三阶段：2014-2019 (20→50 亿美金)、2019-2022 (50→70 亿美金)、2022 至今 (70 亿美金→?)。

**进化的底层逻辑：获客从核心用户走向泛用户，提高获客效率和覆盖面。**通过休闲+SLG 品类融合，在休闲用户中筛选出鲸鱼用户（大 R SLG 用户），休闲用户为 SLG 用户提供正反馈→使其同时拥有休闲游戏用户的低 CAC 和 SLG 用户的高 ARPU，且留存更高。

图 21：SLG 游戏历史沿革&行业收入（亿美金）



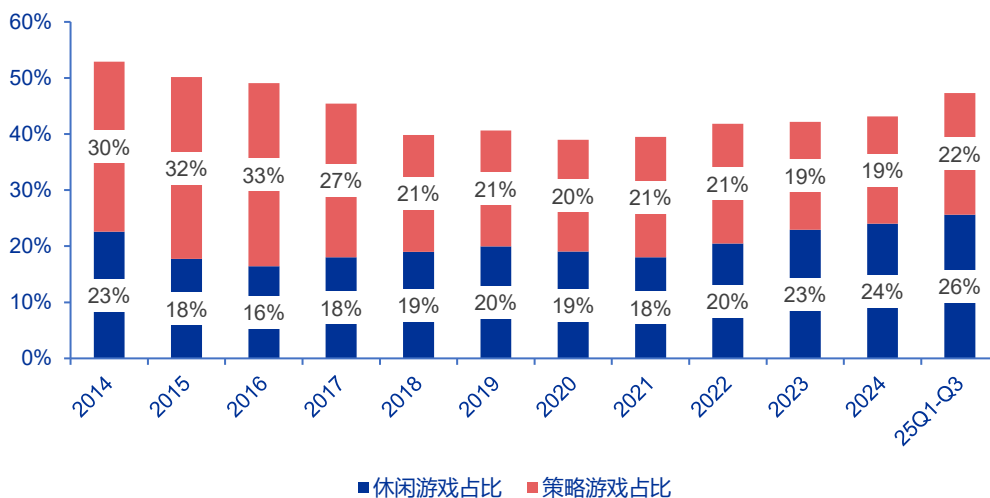
资料来源：Sensor Tower，申万宏源研究

### 2.2.2 海外休闲空间更广阔，中国公司引领增长

休闲游戏是欧美游戏市场最大的细分品类。以美国为例，休闲游戏占据最大市场份额（26%），而 SLG（22%）、RPG 则排在休闲之后（见图 22-23），且与休闲品类规模有一定差距。

如果看美国市场过去 10 年的变迁，2022 年以前 SLG 品类仍是北美手游市场最大细分。2022 年混合休闲游戏崛起后，休闲游戏占比快速提升。

图 22: 2014-2025 美国游戏市场中休闲、策略品类占比 (%)



资料来源: Sensor Tower, 申万宏源研究

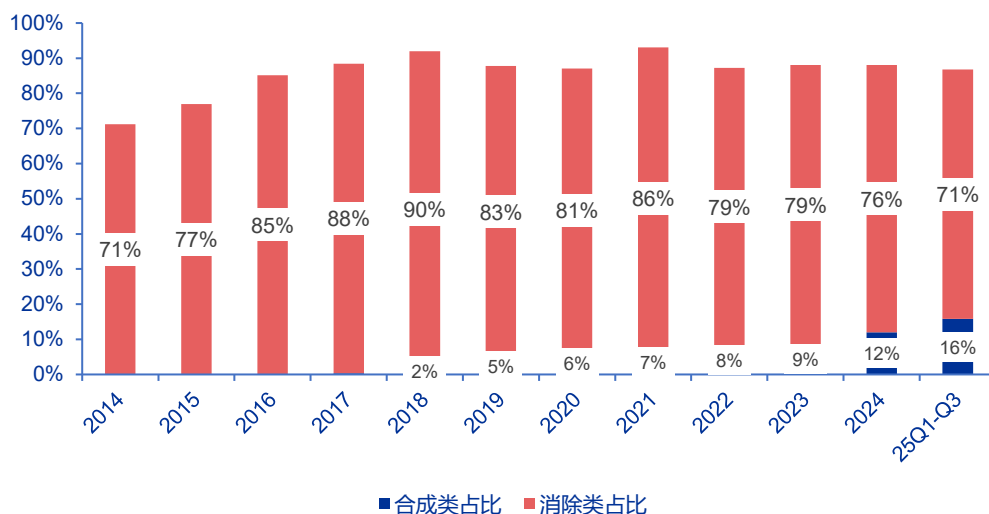
图 23: 2025 年美国手游市场品类规模排序 (美元)



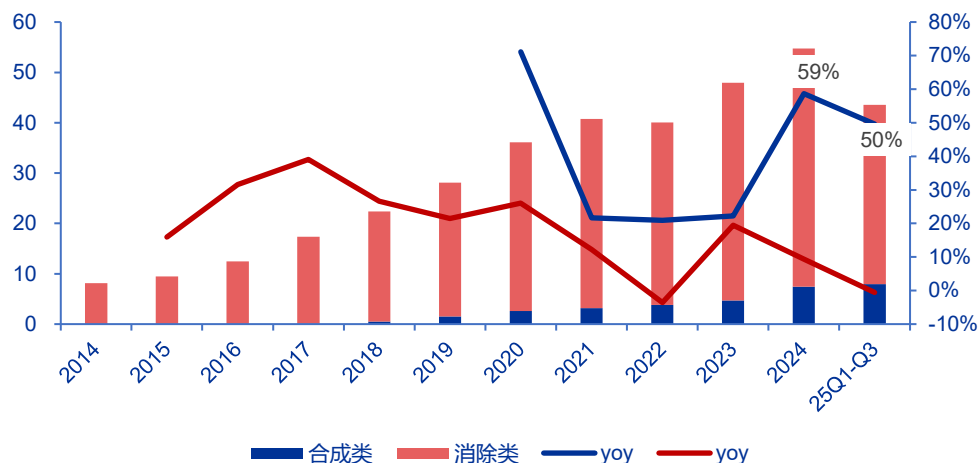
资料来源: 点点数据, 申万宏源研究

**休闲游戏内部结构: 消除占 7 成、合成不到 2 成但增长迅猛。** 25 年前三季度, 消除类 作为传统大类占到休闲游戏 71% 的份额, 但较 24 年下降。而合成类份额近年快速上升, 25 年前三季度已升至 16%。24 年、25 年前三季度, 北美市场合成类休闲游戏同比增长高达 59%、50%。

**为什么合成游戏增长快? 品类融合。** 我们看到合成类亦进化到 “合成+经营/叙事” 的融合创新阶段, 与 SLG3.0 的逻辑类似, 保证商业化强度的同时改善了获客成本的问题。

**图 24：近 10 年美国消除类、合成类游戏在休闲游戏市场的份额 (%)**


资料来源：Sensor Tower，申万宏源研究

**图 25：近 10 年美国消除类、合成类游戏在休闲游戏市场的份额 (亿美金, %)**


资料来源：Sensor Tower，申万宏源研究

### 合成游戏核心玩法的演进—体现为 Merge-2 对传统 Merge-3 的替代。

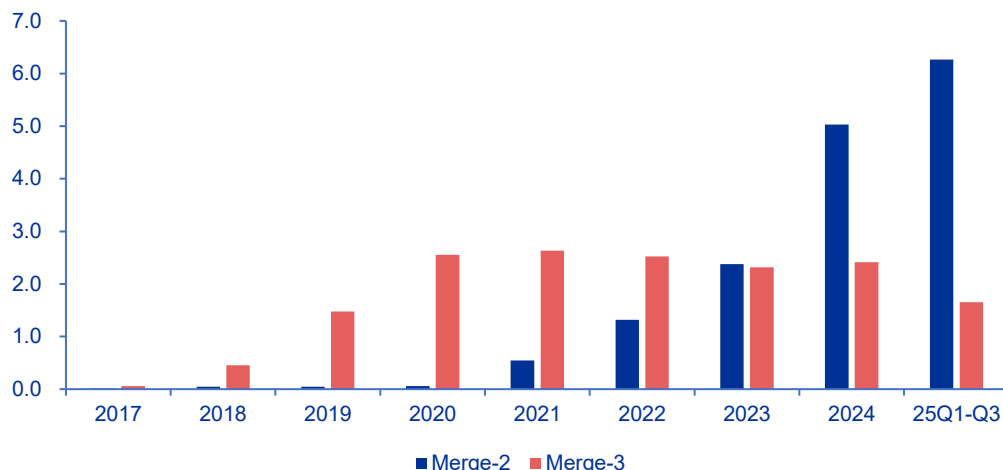
1) Merge-3 (三合) 玩法：传统经典，需要将三个相同物品合成一个高级物品，节奏较慢，策略性更强。欧美公司为主。

2) Merge-2 (二合) 玩法：新兴主导，只需合成两个物品即可升级，其优势在于节奏更快、上手更容易、体验更流畅，与手游玩家追求“短平快”体验的需求完美契合。

当前全球 TOP1 的二合游戏来自中国公司柠檬微趣旗下《Gossip Harbor》，22 年 6 月上线，经过 3 年爬坡，当前流水已超 8 千万美金（点点数据）。

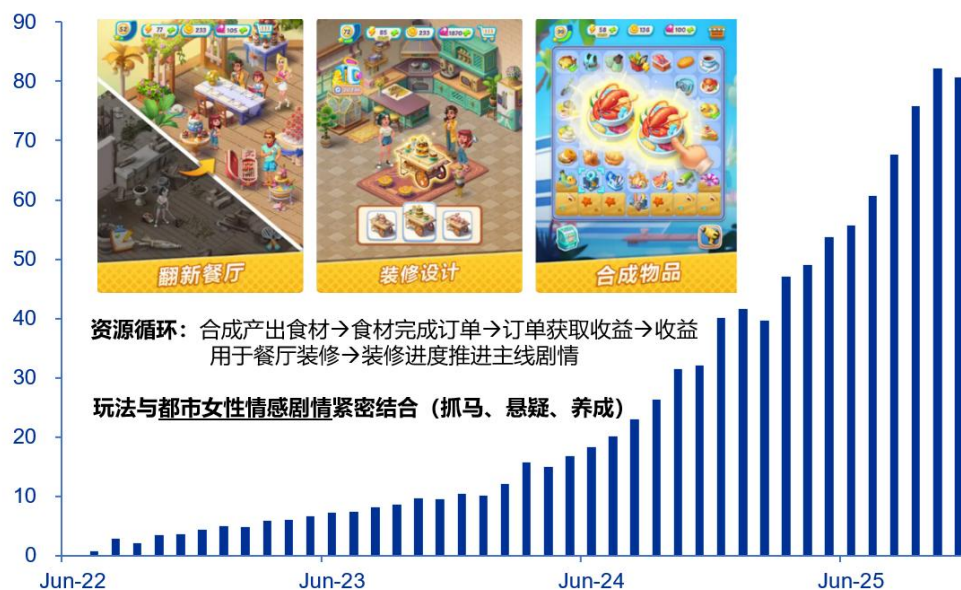
可以说，中国公司正在通过融合休闲品类引领海外休闲游戏市场，

图 26: 美国合成游戏中 Merge-2 与 Merge-3 的市场规模变化 (亿美金)



资料来源: Sensor Tower, 申万宏源研究

图 27: 《Gossip Harbor》全球月度流水变化 (百万, 美元)



资料来源: 点点数据, 申万宏源研究

## 2.3 公司: 出海多管齐下, RPG 不断出新, 投资扩大覆盖

### 2.3.1 出海 SLG 是传统优势, 积极探索休闲, 小步快跑、高频试错

2020 年由三七互娱定制发行《Puzzles & Survival》在 25 年 10 月海外 SLG 流水排名中仍位居 TOP6。

SLG 市场的传统竞争者包括——点点互动 (3.0 时代主导)、三七互娱 (2.0 时代开创者)、壳木游戏 (2.0 时代崛起)、Funplus (1.0 时代主导, 跨越 1.0-2.0)、莉莉丝 (跨越

1.0-2.0 时代)、IGG (1.0 时代)。新进入者则来自元趣娱乐 (3.0 时代快速崛起)、FlorereGam (3.0 时代快速崛起)，均为中国公司，大部分在北京。

表 5: SLG 主要游戏产品 2025 年 10 月流水 (百万美金)

产品名称	上线时间	研发/发行商	月流水 (百万美元)	题材及玩法特点
Whiteout Survival (无尽冬日)	2023	点点互动	140	冰雪题材, 模拟经营+SLG, 全球头部产品
Last War: Survival Game	2023	元趣娱乐	127	末日题材, 跑酷射击+SLG, 买量强势
Kingshot (奔奔王国)	2025	点点互动	58	中世纪题材, 模拟经营塔防+SLG
Dark War: Survival	2024	Florere Game	25	末世题材, 跑酷射击+SLG
Age of Origins	2018	壳木游戏	21	末日题材, SLG+塔防
Puzzles & Survival	2020	三七互娱	20	末日题材, SLG+三消
Rise of Kingdoms (万国觉醒)	2020	莉莉丝游戏	16	多文明题材, SLG+RTS
Lords Mobile (王国纪元)	2016	IGG	8	多文明题材, SLG+RPG
Call of Dragons (龙的呼唤)	2023	莉莉丝游戏	3	西方魔幻题材, SLG+RTS
Stormshot	2022	Funplus	2	冒险题材, SLG+弹道射击

资料来源: 点点数据, 申万宏源研究

注: 流水为第三方监测, 包含 Appstore+Googplay, 不代表实际情况

1) 公司对 SLG+X 品类融合和泛用户打法已具备深刻理解

以《Puzzles & Survival》为例。在题材选择上, “末日生存”叙事展现出全球化普适性与低文化门槛的特点。与 SLG 1.0 时代主流的中世纪战争或东方历史题材相比, 末日语境下的核心要素—灾难求生、资源争夺、训练士兵与科技对抗具备更强的吸量能力。

图 28: 《Puzzles & Survival》游戏界面



资料来源: 《Puzzles & Survival》, 申万宏源研究

玩法采取“三消驱动成长, SLG 承载生态”的双循环模型。即经典三消关卡推进→所获资源与英雄→基地建设 (建筑升级、科技研发与部队训练) →联盟地盘争夺、资源点攻抢。“资源获取-即时反馈”的短循环和低门槛的益智乐趣保障了用户的活跃与留存。

从付费点来看,《Puzzles & Survival》构建了一个“SLG+X”模式的三层商业化漏斗。

1) 顶层以三消玩法为核心,仅设置体力购买等无门槛的轻度付费点,以维持流量导入和用户体验流畅性。2) 中层通过提供加速道具、资源包及订阅服务,承接休闲用户向策略玩家的转化,完成关键的首付费引导与用户沉淀。3) 底层则完全依托 SLG 内核,围绕英雄养成体系与联盟社交竞争,构建起驱动高额付费的核心场景,通过满足用户的收集、战力、社交与统治需求,实现对高价值用户生命周期的深度挖掘。

表 6:《Puzzles & Survival》付费点设置

付费层次	主要付费点
基础加速与资源	加速道具: 1 小时/8 小时/24 小时建筑、科技、部队、治疗加速。
	资源包: 定向资源包 (粮食/木材/钢材)、全资源包、紧急资源礼包。
英雄与战力养成	英雄招募: 普通招募券、高级招募券、限定活动招募、保底召唤。
	英雄碎片: 特定英雄碎片包、通用碎片、碎片兑换道具。
	养成材料: 英雄经验药水、升星石、技能升级书、突破核心。
	装备系统: 装备宝箱、装备强化材料、专属装备/皮肤 (附带属性)。
社交与竞争特权	联盟工具: 联盟资源贡献包、联盟科技加速、联盟集结加速。
	战略道具: 高级迁城、随机迁城、攻击/防御加成道具、反侦察道具、护盾。
	赛季特权: 赛季通行证 (免费/付费双轨)、排名奖励加成、赛季专属头像框/称号。
订阅与投资性付费	GVG/SVG 专属: 跨服战攻击加成、据点占领加速、领土保护道具。
	月卡/季卡: 每日登录领取钻石、加速、资源等, 性价比极高。
	成长基金: 玩家等级达成后一次性领取数倍于投入的钻石。
	特权卡: 建筑队列解锁、战斗加速等永久或限时功能特权。

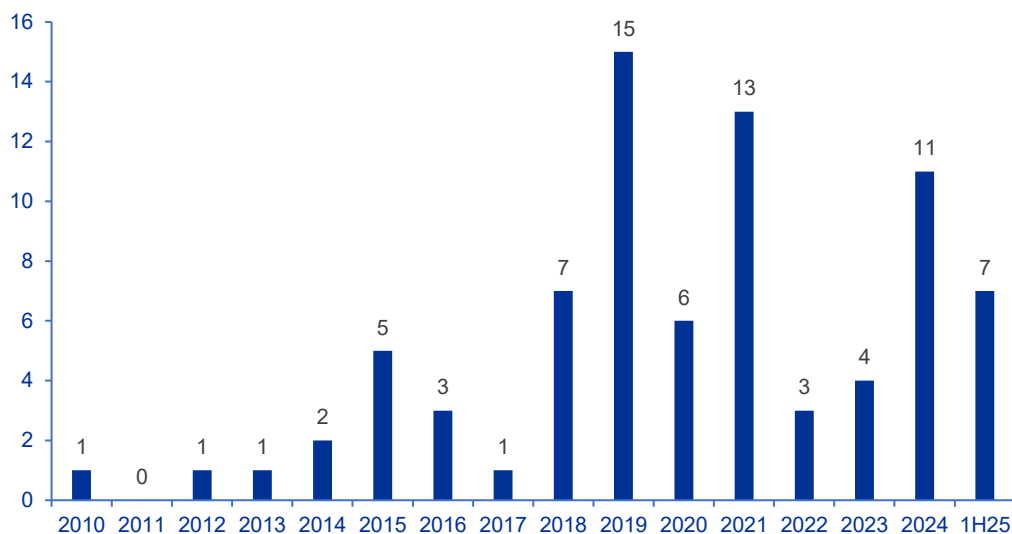
资料来源:《Puzzles & Survival》, 申万宏源研究

## 2) 小步快跑, 高频试错, 近两年测试超 20 款

我们认为对于数据驱动的海 SLG/休闲等品类, 高频试错是不可避免的。

如 SLG 行业领军点点互动采用 Fail Fast 的考核标准: 数据好就活, 不好就止损。反复试错, 让数据说话。通常会给新项目半年左右的资金进行测试, 如果数据不佳, 公司会考虑给制作人多一个季度或半年时间, 如果数据仍未好转, 项目就会砍掉, 相关人员转去下一个项目。根据游戏葡萄, 点点互动每年测试产品规模庞大, 不完全统计下 2024 年超过 10 款, 25 上半年达到 7 款。

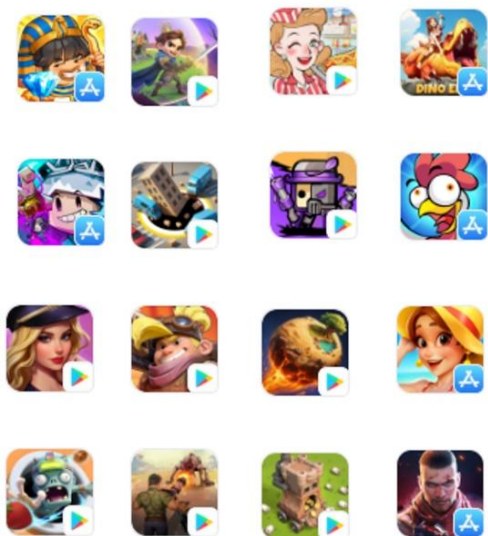
图 29: 点点互动每年测试产品数量不完全统计 (个)



资料来源: 游戏葡萄, 申万宏源研究

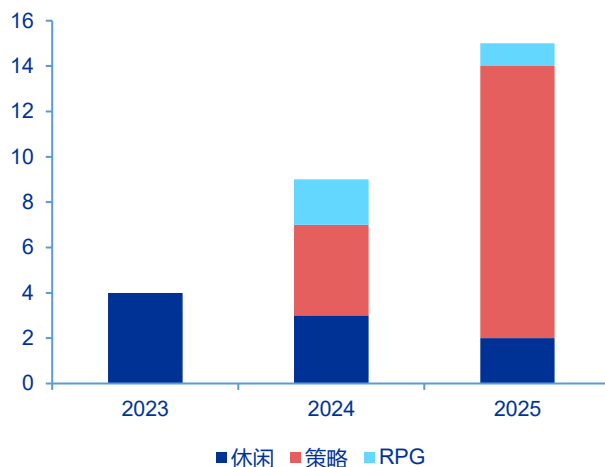
三七互娱亦采用小步快跑、高频试错打法, 加快测试节奏。根据我们的不完全统计, 三七互娱近两年海外测试产品数量大幅增长, 2023-2025 年测试数量分别为 4 款、9 款、15 款。25 年 15 款测试产品中, 12 款为 SLG、2 款为休闲。

图 30: 近 2 年三七互娱海外测试产品 (部分)



资料来源: 点点数据, 申万宏源研究

图 31: 三七互娱近两年海外测试产品数量和品类(个)



资料来源: 点点数据, 申万宏源研究 注: 不完全统计

### 3) 近期新测产品显示出公司在 SLG/休闲玩法创新上的洞见

我们以公司今年测试的 SLG《代号迷城》和休闲《Seaside Resort》为例, 看公司在玩法创新上的洞见。

《代号迷城》: 末日生存题材+数字门验证+SLG, 玩家通过击杀每个波次的怪物来扩充避难所领土, 在这个过程中逐步引导玩家体验 SLG 世界的部分。

产品特点—1) 传统超休闲玩法作为前置漏斗进化为类 DW 的“叙事漏斗”，具备“叙事/剧情+SLG”特征；2) 在“数字门”玩法基础上增加了移动/撤退等变种玩法；3) 降低模拟建造门槛、加快 SLG 世界探索节奏。

图 32: 《代号迷城》数字门玩法



资料来源:《代号迷城》, 申万宏源研究

图 33: 《代号迷城》SLG 世界体验



资料来源:《代号迷城》, 申万宏源研究

《Seaside Resort: Match 3》：三消+度假胜地装修，以三消闯关驱动装修进度，兼具关卡挑战与自由装饰的乐趣。

玩法循环：三消闯关→获奖励/星星→解锁装修区域→买装饰布置→推进剧情→解锁更多关卡与场景。与柠檬微趣的《Gossip Harbour》融合玩法类似，加入了休闲经营(装修)和剧情元素。

图 34: 《Seaside Resort: Match 3》游戏界面



资料来源:《Seaside Resort: Match 3》, 申万宏源研究

### 2.3.2 RPG 主打轻量化+精品化内容，近期《生存 33 天》表现突出

RPG 亦是公司传统优势，但 2021 年以来逐步从传奇奇迹/重度 RPG 向轻量化、精品化 RPG 演进（见 1.2 章节，表 3）。

(1) 精品化方面，2021 年公司推出的《斗罗大陆：魂师对决》作为公司第一款 3D 卡牌 RPG，从立项到上线不超过 2 年时间，研发投入过亿。该产品于 21 年 7 月上线，8 月全球流水超 7 亿，创下公司单月流水纪录。通过《斗罗大陆：魂师对决》，公司统一了次世代项目的研发工作流和底层逻辑，形成了一套可复用和不断迭代的体系；美术风格逐渐向多元化、差异化发展，在美术制作中加入卡通渲染和次世代模型、在近场景原画设计中加入 3D 辅助、在 UI 设计风格趋向潮流扁平化、在角色方面升级半身像的立绘工艺等，大大提升了美术品质。公司在原有广州、武汉、成都美术中心基础上，2020 年 12 月成立厦门美术中心，进一步强化精品内容的制作能力。

图 35：《斗罗大陆：魂师对决》画风



资料来源：《斗罗大陆：魂师对决》，申万宏源研究

2025 年 7 月，公司再推精品化手游《斗罗大陆：猎魂世界》，作为斗罗 IP 首款开放世界手游，采用高性能实时全局光照方案、“全维度无缝大地图技术”，在环境细节上投入巨大。例如，为了营造“星斗森林”的真实感，参考了数十种盆景的造型；游戏中的建筑纹理、草木纹路都经过精细刻画，以还原“生活动迹的痕迹”。

图 36：《斗罗大陆：猎魂世界》环境细节优化



资料来源：《斗罗大陆：猎魂世界》，申万宏源研究

图 37：《斗罗大陆：猎魂世界》光影效果优化



资料来源：《斗罗大陆：猎魂世界》，申万宏源研究

公司下一款精品化 MMO《RO 仙境传说：世界之旅》已定档，将于 26 年 1 月 15 日登录中国港澳台等地区。游戏构建了 RO 手游史上首个 2km x 2km 无缝 3D 大地图，所有经典场景（如普隆德拉、吉芬）都以无缝相连的形式呈现；运用了大量电影化的镜头来增强沉浸感；加入了动态天气系统，让游戏世界更加生动真实。

玩法上保留 RO 六大经典职业体系、自由分配属性点和技能点、经典高攻速玩法（如“193 攻速”）等；删除了传统战力值系统，加入家园系统和“点对点摆摊”交易功能。

根据 AppGrowing,《RO 仙境传说：世界之旅》在 11 月手游预约双榜中均位列 TOP2。

图 38:《RO 仙境传说：世界之旅》实机画面



资料来源：《RO 仙境传说：世界之旅》，申万宏源研究

图 39: 25 年 11 月 App Store、Google Play 手游预约榜

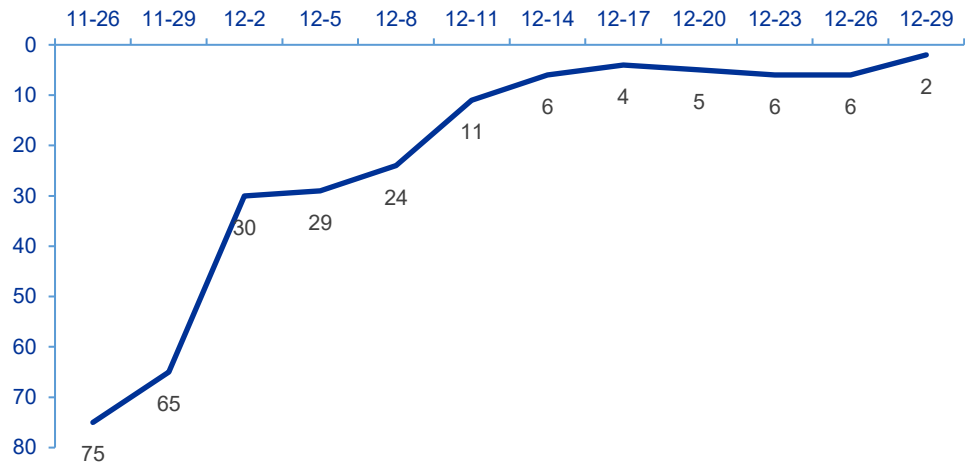
App Store		预约中地区	Google Play		预约中地区
01	Heartopia WY Entertainment Co., Ltd.	日本, 韩国, 中国香港, 中国澳门, 中国台湾, 印度--(50)	01	RO 仙境传说：世界之旅 Gravity Game Vision	中国香港, 中国澳门, 中国台湾
02	RO 仙境传说：世界之旅 Gravity Game Vision Limited	中国香港, 中国澳门, 中国台湾	02	Heartopia KIX Entertainment Co., Ltd.	日本, 韩国, 中国香港, 中国澳门, 中国台湾, 印度--(54)
03	江湖有迹 FURNOSSE TECHNOLOGY CO.,LTD	中国香港, 中国澳门, 中国台湾, 新加坡, 马来西亚	03	Savage Survival: Jurassic Isle YOTTA GAMES	日本
04	英雄伝説ガールズトリロジー NIGHT GAMES COMPANY LIMITED	日本	04	江湖有迹 SPGFun	中国香港, 中国澳门, 中国台湾, 新加坡, 马来西亚
05	Savage Survival: Jurassic Isle YOTTA GAMES PTE.LTD.	日本, 韩国	05	Avatar: Realms Collide Tilting Point	韩国
06	ブループロトコル スターレゾナンス X.D. Global	日本, 韩国	06	ブループロトコル: スターレゾナンス X.D. Global	日本, 韩国
07	19: 인명르노 나인(19) Lentiu Games	韩国	07	Hollywood Crush: Match3 puzzle VoyagerOne	日本, 俄罗斯
08	將軍請息怒 Mover Games Limited	中国香港, 中国澳门, 中国台湾	08	Where Winds Meet Epicrealms	日本, 韩国, 巴基斯坦, 孟加拉国, 印度尼西亚, 新加坡--(47)
09	Hollywood Crush VoyagerOne	日本, 俄罗斯	09	Warframe Digital Extremes	日本, 韩国, 中国香港, 中国澳门, 中国台湾, 印度--(55)
10	Where Winds Meet NEZASE INTERACTIVE ENTERTAINMENT PTE.LTD	日本, 韩国, 巴基斯坦, 印度尼西亚, 新加坡, 马来西亚--(42)	10	信長の野望 真戦 Qookka Games	日本

资料来源：AppGrowing, 申万宏源研究

(2) 轻量化方面，公司过去几年推出了《寻道大千》《灵剑仙师》《时光大爆炸》《英雄没有闪》等重点小游戏，通过小游戏积累了丰富的轻量题材研运经验。公司亦稳居中国小游戏百强榜 TOP1。

近期末日生存题材+搜打撤 RPG《生存 33 天》在微信小游戏畅销榜排名快速爬升，12 月 日已升至 TOP，成为公司当前排名最高的小游戏。

图 40:《生存 33 天》微信小游戏畅销榜排名变化



资料来源：点点数据，申万宏源研究

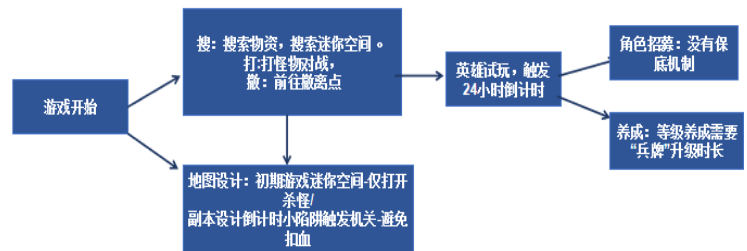
《生存 33 天》核心玩法属于“轰隆隆 like”（即小队 RPG 探索），但做出了差异化，构建了一套以“限时生存竞赛”为核心驱动、融合资源管理与建造经营的长线赛季制框架。其核心创新在于通过“33 天”这一明确的时间窗口，将传统开放世界生存游戏的无目标漫游，重构为具有清晰阶段目标的战略性体验。游戏机制围绕“探索-采集-建造-防御-撤离”的闭环展开。玩法上结合时下热门的“搜打撤”获取泛用户；题材上更偏向于休闲化、卡通化的生存冒险品类，而非硬核写实生存模拟。

图 41:《生存 33 天》生存天数与主题结合



资料来源：《生存 33 天》，申万宏源研究

图 42:《生存 33 天》玩法逻辑



资料来源：《生存 33 天》，申万宏源研究

表 7:《生存 33 天》付费点梳理

付费类别	核心付费点举例	关键机制与玩家价值
功能特权	月卡、战令/赛季通行证、永久特权卡	提供稳定的日常资源（钻石、钞票）和永久性增益（如招募折扣、技能孔位+1），属于长期玩家的心价比之选。
养成加速	兵牌礼包、资源特权卡、一键扫荡/自动采集	兵牌是英雄等级突破的关键材料，此类付费直接解决卡等级的问题，加速角色成长，属于“花钱买时间”的典型设计。
英雄招募	常规招募、高级/限定卡池、金砖商店碎片兑换	利用概率和收集欲刺激消费。金砖商店等渠道为玩家提供稳定获取心仪英雄碎片的路径，尤其服务于中重度付费玩家。

资料来源：《生存 33 天》，申万宏源研究

### 2.3.3 通过投资扩大产品覆盖

三七互娱通过投资绑定产品，扩大产品覆盖面。如《Puzzles & Survival》《Puzzles & Conquest》《Wild Frontier》等产品分别由参股公司易娱网络、羯磨科技研发，三七互娱深度定制，通过品类、题材创新在竞争激励的 SLG 赛道突出重围。2021 年参股公司成都星合研发的《小小蚁国》亦取得突破，“蚂蚁”品类或成为 SLG 又一细分创新方向；2022 年参投《叫我大掌柜》开发商厦门延趣，《叫我大掌柜》已是在营管线中的重点产品之一。

2025 年，公司投资了前 Funplus 制作人崔兵创立的北京快乐方舟，崔兵曾主导出海爆款休闲手游《Matching Story》。

整体看除 SLG 外，公司在海外休闲、模拟经营、卡牌以及 MMO 等品类均有投资覆盖，有助于多元化、多区域拓展。

表 8：三七互娱游戏方向投资梳理

公司	厂商类型	投资时间	备注
哈元网络	自走棋	2025	Petpet Go
快乐方舟	休闲/SLG	2025 前	Funplus 制作人崔兵，曾主导《Matching Story》
维富拉网络	MMORPG	2024 前	征途主策田丰创立
楚门网络	SLG	2021	巨兽战场
厦门延趣	模拟经营	2022	叫我大掌柜
离火网络	MMORPG	2022	多益 CEO 唐忆鲁创办
听松网络	模拟经营	2021	有钱我最大
吾未网络	MMORPG	2021	天使纪元团队
未知矩阵	SLG+RTS	2021	银河掠夺者团队
龙游天下	SLG	2021	汉末霸业
坚果光年	SLG	2020	tap4fun 背景
狩龙网络	模拟经营	2021	织梦森林
北京游奕	RPG	2020	剑与魔法
萤火之光	女性向	2020	山有灵兮
易娱网络	SLG+三消	2020	Puzzles & Survival
茉丘莉	二次元	2020	宝石研物语
成都星合	SLG	2019	小小蚁国
羯磨科技	SLG	2019	MythWars Puzzles
哲想互动	二次元	2019	少女战争
燧木科技	RPG	2019	异能都市
龙日科技	SLG	2018	Swords of Glory
心动网络	综合型	2017	心动小镇、Taptap 平台
禅游科技	棋牌	2017	

资料来源：IT 桔子，游戏新知，游鲨游戏圈，申万宏源研究

### 3. 其他亮点：AI 积极布局，分红亮眼

AI 已渗透管线生产和内容创新，投资赋能全产业链。公司在研发发行中通过 AI 多模态大幅提升生产效率，包括美术资产/广告素材生成、本地化翻译、代码审核和生成、AI 投放等。公司内部设“AI 效率委员会”，开展“21 天 AI 学习挑战赛”等人才培养活动。

根据财报，公司直接或间接投资了智谱华章、月之暗面、星空科技等公司，打通“算力基础设施—大模型算法—AI 应用”的产业链布局。

表 9：三七互娱 AI 已渗透管线生产和内容创新

应用领域	相关进展
AI 多模态	1. 2D 美术资产 AI 辅助生成占比超 80%，2D 图片单季度产出超 50 万张
	2. AI-3D 辅助资产生成占比超 30%（角色、道具模型成熟）
	3. AI 深度参与的游戏广告素材视频占比超 70%
	4. AI 实现高精度动作捕捉（含面部表情）
	5. 布局 GAN、SD 等算法，构建智能美术资产生成平台
AI 文本类/代码类	1. 全部游戏接入 AI 智能客服
	2. AI 本地化翻译覆盖 85%海外游戏、18 个语种，准确率 95%
	3. AI 投放、AI 数据分析等综合应用落地
	4. AI 辅助生成代码覆盖多环节，提效 30%
	5. 多款产品应用 AI 数值平衡测试（如《斗罗大陆》系列）
AI Agent	1. AI 投放广告占总投放 50%，提效 70%
	2. 素材侵权检测系统提升审核效率
AI 办公	1. 自研“小七”大模型，落地会议纪要助手等工具

资料来源：三七互娱财报，申万宏源研究

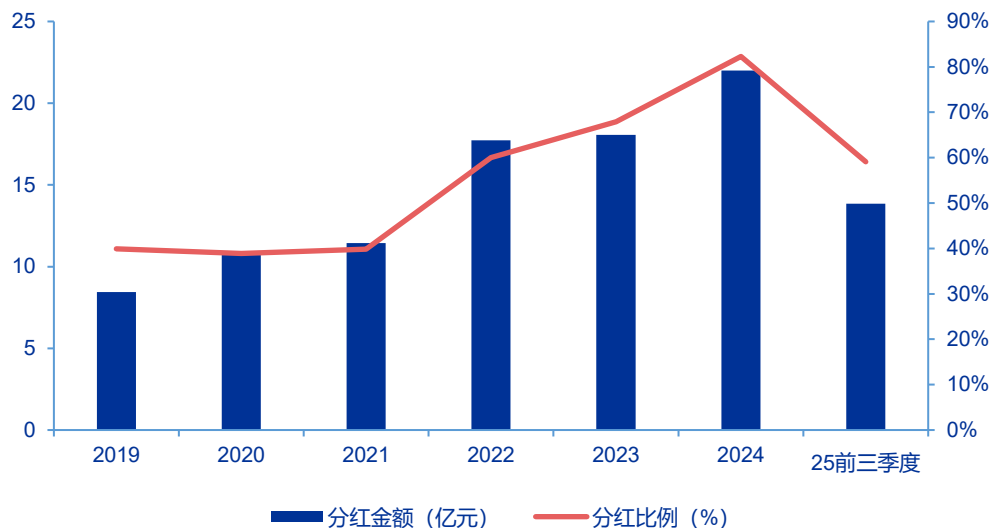
图 43：三七互娱 AI 布局全链路



资料来源：三七互娱财报，申万宏源研究

**分红持续亮眼。**根据 Wind 统计,三七上市以来累计分红 115 亿元,平均分红率 50.59%。2024 年公司分红金额 22 亿, 分红比例高达 82.3%。

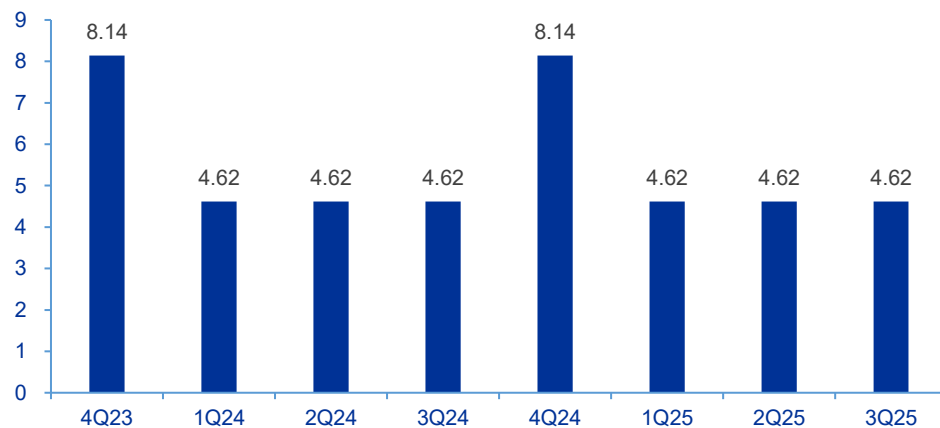
**图 44: 2019-2025 三七互娱分红金额和分红比例 (亿元, %)**



资料来源: Wind, 申万宏源研究

**三七互娱 2024 年开始季度分红, 是 A 股首家提出季度分红并积极践行的公司。**2025 年前三季度合计分红 13.86 亿, 分红比例 59%。假设 Q4 分红金额与 Q3 一致, 12 月 30 日收盘价对应股息率 3.6%。

**图 45: 三七互娱 24-25 年季度分红情况 (亿元)**



资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 4. 盈利预测与估值分析

### 4.1 收入与成本预测

**收入与毛利率：**（1）由于 26 年公司储备产品众多，是产品验证之年，我们预计手游增速有往显著回暖。在不考虑爆款产品推出的情况下，我们预计 25-27 年三七互娱手游业务增速为-7%/16%/13%；毛利率有望随自研产品占比提升回暖，我们预计 25-27 年手游业务毛利率为 78.0%/78.5%/78.8%。（2）页游保持收缩趋势，但毛利率稳定。我们预计 25-27 年公司页游业务收入增速为-21%/-8%/-10%，毛利率为 70%保持不变。

我们预计公司 2025-2027 年公司营业总收入增速为-7%/15%/12%，综合毛利率为 77.3%/77.9%/78.3%。

表 10：三七互娱收入和毛利率预测

单位：百万元，%	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16,547	17,441	16,159	18,599	20,863
YoY	1%	5%	-7%	15%	12%
毛利率	79.5%	78.6%	77.3%	77.9%	78.3%
移动游戏	15,898	16,882	15,690	18,151	20,446
YoY	2%	6%	-7%	16%	13%
毛利率	79.7%	80.0%	78.0%	78.5%	78.8%
网页游戏	497	410	324	298	268
YoY	-17%	-17%	-21%	-8%	-10%
毛利率	70.0%	43.6%	70.0%	70.0%	70.0%
其他	151	148	146	150	150

资料来源：Wind，申万宏源研究

**费用率与归母净利润：**新品周期对买量需求仍大，判断 26-27 年销售费用率小幅上升，25-27 年销售费率 49.4%/50.2%/51.2%；管理费用率和研发费用率随收入扩张略降，预计 25-27 年管理费用率为 3.2%/3.1%/3.1%、研发费用率为 4.0%/3.9%/3.9%。

综合看，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 32.2/35.4/38.1 亿元，同比增长 20%/10%/8%。

表 11：三七互娱费用和归母净利润预测

单位：百万元，%	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用	9,091	9,712	7,984	9,336	10,679
%收入	54.9%	55.7%	49.4%	50.2%	51.2%
管理费用	592	516	524	577	647
%收入	3.6%	3.0%	3.2%	3.1%	3.1%
研发费用	714	646	646	725	814
%收入	4.3%	3.7%	4.0%	3.9%	3.9%
归母净利润	2,659	2,673	3,219	3,543	3,811
YoY	-10%	1%	20%	10%	8%

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 4.2 估值分析与投资建议

我们选取 AH 二梯队（腾网以外）游戏上市公司世纪华通、巨人网络、恺英网络、吉比特、神州泰岳、心动公司等作为可比公司，各家公司在规模、品类和区域上具备较强可比性。

根据可比公司估值表，可比公司 26 年 PE 平均数近 20x。考虑到公司后续丰富的产品储备和成长潜力、当前较低的估值和较高股息率，我们认为现阶段安全边际明显，给与 26 年目标 PE 20x，对应目标市值 709 亿元。

表 12: 可比公司估值表

代码	标的	市值 (亿) 2025/12/30	归母净利润 (亿)		YOY		PE	
			25E	26E	25E	26E	25E	26E
002602.SZ	世纪华通	1288	57.8	82.8	377%	43%	22.3	15.6
002558.SZ	巨人网络	850	22.5	36.7	58%	63%	37.8	23.1
002517.SZ	恺英网络	472	21.5	25.9	32%	20%	21.9	18.2
603444.SH	吉比特	306	16.3	18.8	73%	15%	18.7	16.2
002624.SZ	完美世界	318	8.1	15.9	-163%	96%	39.2	20.0
300002.SZ	神州泰岳	223	11.4	14.6	-20%	28%	19.5	15.2
2400.HK	心动公司	321	16.6	20.0	104%	21%	19.4	16.0
600633.SH	浙数文化	162	6.5	7.5	28%	14%	24.8	21.7
002605.SZ	姚记科技	97	5.9	6.5	10%	10%	16.4	14.9
300031.SZ	宝通科技	96	3.3	3.9	57%	18%	29.1	24.7
300494.SZ	盛天网络	59	1.4	1.7	-154%	23%	41.6	33.7
					可比公司估值平均数		26.4	19.9
002555.SZ	三七互娱	517	32.2	35.4	20%	10%	16.1	14.6

资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 除三七互娱为申万宏源预测外, 其他均采用 Wind 一致预期; 可比公司估值平均数计算不含三七互娱

**调整盈利预测, 维持“买入”评级。**根据近期产品运营和管线情况, 我们对盈利预测进行微调, 在不考虑后续潜在爆款推出的情况下, 预计公司 25-27 年营收 162/186/209 亿 (原预测 164/190/203 亿); 预计归母净利润 32.2/35.4/38.1 亿 (原预测 32.1/35.3/37.0 亿), 现价对应 26-27 年 PE 为 15/14x。参考可比公司估值, 我们给与公司 26 年 20x PE, 目标市值 709 亿元, 维持“买入”评级

## 风险提示

**(1) 行业监管政策边际变化风险。**游戏行业受到国家相关政策和职能部门监管，监管在版号发放、题材/品类管理、未成年保护等方面均有涉及，监管政策如边际趋严对公司收入和估值均可能产生影响。

**(2) 游戏项目延期/表现不及预期风险。**对于游戏公司而言产品制作到上线包含立项、开发、版号申请、测试等多个步骤，项目周期具有不确定性，项目延期将对收入产生影响；项目上线后表现无法准确预测，表现不及预期亦对公司业绩产生影响。

**(3) 品类拓展不及预期风险。**公司积极向海外 SLG、休闲等品类拓展，构筑增长第二曲线。而如果品类拓展不及预期，公司未来增长预期将受到较大影响。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16,547	17,441	16,159	18,599	20,863
营业收入	16,547	17,441	16,159	18,599	20,863
移动游戏	15,898	16,882	15,690	18,151	20,446
网页游戏	497	410	324	298	268
其他	151	148	146	150	150
营业总成本	13,603	14,484	12,687	14,612	16,548
营业成本	3,392	3,727	3,665	4,112	4,535
移动游戏	3,222	3,383	3,452	3,902	4,334
网页游戏	149	231	97	89	80
其他	21	113	117	120	120
税金及附加	37	44	41	47	53
销售费用	9,091	9,712	7,984	9,336	10,679
管理费用	592	516	524	577	647
研发费用	714	646	646	725	814
财务费用	-221	-161	-173	-186	-179
其他收益	110	88	80	88	81
投资收益	8	111	218	93	84
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	104	-31	0	0	0
信用减值损失	-14	21	0	0	0
资产减值损失	-112	-56	-50	-50	-50
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	3,041	3,091	3,721	4,119	4,432
营业外收支	7	-2	-13	-13	-13
利润总额	3,048	3,089	3,709	4,106	4,419
所得税	414	424	499	574	620
净利润	2,634	2,664	3,209	3,533	3,799
少数股东损益	-25	-9	-10	-11	-11
归母净利润	2,659	2,673	3,219	3,543	3,811

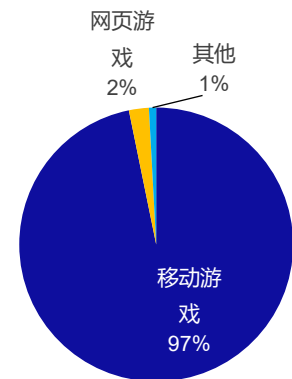
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 合并现金流量表

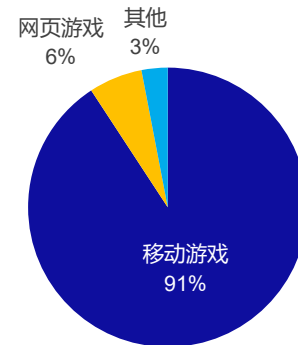
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,634	2,664	3,209	3,533	3,799
加：折旧摊销减值	302	229	122	122	122
财务费用	-99	-101	-173	-186	-179
非经营损失	-127	-73	-219	-94	-85
营运资本变动	374	384	-97	-162	-118
其它	64	-106	0	0	0
经营活动现金流	3,147	2,998	2,842	3,212	3,538
资本开支	1,309	572	-1	-1	-1
其它投资现金流	-137	-2,836	218	93	84
投资活动现金流	-1,446	-3,408	219	94	85
吸收投资	1	0	0	0	0
负债净变化	806	596	-5	0	0
支付股利、利息	2,052	2,266	2,200	2,575	2,835
其它融资现金流	-1,041	878	173	186	179
融资活动现金流	-2,286	-793	-2,032	-2,390	-2,655
净现金流	-575	-1,200	1,029	917	968

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

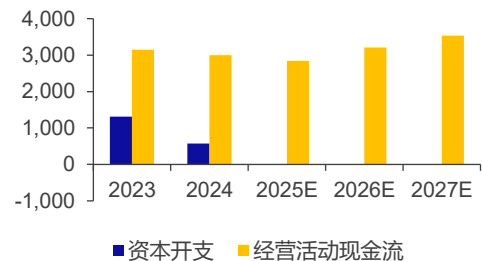
### 收入结构



### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流



**合并资产负债表**

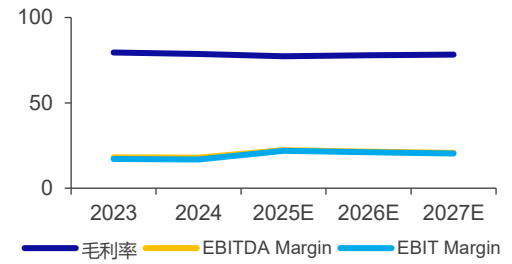
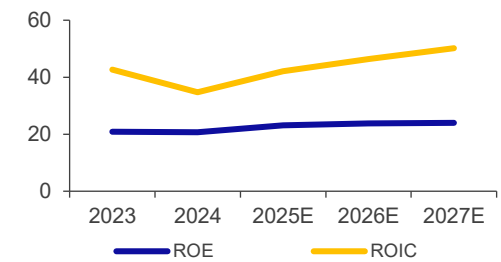
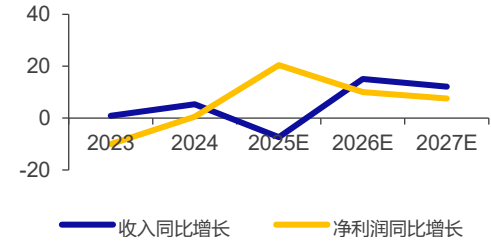
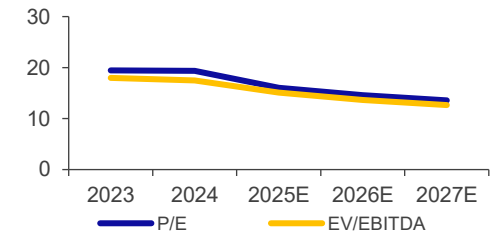
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,123	10,335	11,462	12,541	13,627
现金及等价物	8,202	7,308	8,338	9,255	10,223
应收款项	2,669	1,985	2,082	2,244	2,363
存货净额	0	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	252	1,042	1,042	1,042	1,042
长期投资	1,594	1,701	1,651	1,601	1,551
固定资产	1,358	1,077	1,005	933	861
无形资产及其他资产	5,060	6,470	6,470	6,470	6,470
资产总计	19,135	19,583	20,587	21,545	22,509
流动负债	5,906	6,459	6,454	6,454	6,454
短期借款	1,767	2,659	2,654	2,654	2,654
应付款项	3,602	3,298	3,298	3,298	3,298
其它流动负债	537	503	503	503	503
非流动负债	417	107	107	107	107
负债合计	6,322	6,566	6,561	6,561	6,561
股本	2,218	2,218	2,212	2,212	2,212
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,523	2,277	2,283	2,283	2,283
其他综合收益	-130	-120	-120	-120	-120
盈余公积	667	667	667	667	667
未分配利润	7,429	7,878	8,898	9,866	10,842
少数股东权益	105	96	86	76	64
股东权益	12,812	13,017	14,026	14,984	15,948
负债和股东权益合计	19,135	19,583	20,587	21,545	22,509

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**重要财务指标**

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	1.20	1.21	1.46	1.60	1.72
每股经营现金流	1.42	1.36	1.28	1.45	1.60
每股红利	0.00	0.00	0.99	1.16	1.28
每股净资产	5.74	5.84	6.30	6.74	7.18
关键运营指标(%)					
ROIC	42.7	34.7	42.1	46.4	50.2
ROE	20.9	20.7	23.1	23.8	24.0
毛利率	79.5	78.6	77.3	77.9	78.3
EBITDA Margin	18.1	17.9	22.3	21.5	20.7
EBIT Margin	17.1	16.8	21.9	21.1	20.3
营业总收入同比增长	0.9	5.4	-7.3	15.1	12.2
归母净利润同比增长	-10.0	0.5	20.4	10.1	7.5
资产负债率	33.0	33.5	31.9	30.5	29.1
净资产周转率	1.30	1.35	1.16	1.25	1.31
总资产周转率	0.86	0.89	0.78	0.86	0.93
有效税率	13.6	14.3	14.3	14.3	14.3
股息率	0.0	0.0	4.4	5.2	5.7
估值指标(倍)					
P/E	19.5	19.3	16.1	14.6	13.6
P/B	4.1	4.0	3.7	3.5	3.3
EV/Sale	3.3	3.1	3.4	2.9	2.6
EV/EBITDA	18.0	17.5	15.1	13.7	12.7
股本	2,218	2,218	2,212	2,212	2,212

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**经营利润率(%)**

**投资回报率趋势(%)**

**收入与利润增长趋势(%)**

**相对估值(倍)**


## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。