

三七互娱(002555)

报告日期: 2026年04月17日

## 全年利润同增, 分红力度保持高位

### ——三七互娱点评报告

#### 投资要点

- **事件: 公司发布 2025 年年报**
- **公司 2025 年营收同比下滑, 利润同比增长, 分红水平处于领先地位**

公司 2025 年实现营业收入 159.66 亿元, 同比下降 8.46%; 归母净利润 29.00 亿元, 同比增长 8.50%; 扣非净利润 28.45 亿元, 同比增长 9.81%。

公司延续高度重视股东回报的传统, 2025 年度拟向全体股东每 10 股派送现金股利 4.0 元 (含税), 全年累计现金分红总额高达 22.66 亿元, 2025 年股息率达 4.36%。公司自 2020 年以来累计分红超百亿元, 这一分红力度在 A 股游戏公司中处于领先水平。海外收入来看, 公司实现境外营业收入 53.81 亿元, 占公司总营业收入比重 33.70%。

25Q4 单季度来看, 公司实现营业收入 35.05 亿元, 同比下降 14.55%, 归母净利润为 5.56 亿元, 同比下降 28.37%; 扣非净利润为 5.85 亿元, 同比下降 18.11%, 2025 年 Q4 营业收入同比下降 14.55%, 主要原因或为公司核心产品在 Q4 多处于运营平稳期, 《寻道大千》《霸业》等主力产品经过近两年运营, 用户活跃度和付费率自然回落。《时光大爆炸》《英雄没有闪》等也是于 25Q1-Q3 上线, 因此环比也有所下滑。
- **成本端来看, 公司营销费用优化明显**

公司 25Q4 毛利率 72.67%, 同比下降 4.39 个百分点。公司毛利率同比下降的主要原因或为 2025 年上线游戏较多, 分成成本升高。具体来说, 公司营业成本占比最大的是分成成本, 2025 年占比 88.1%; 营业成本中的其他项, 如人工成本和技术服务费等 2025 年同样上升较多。

研发费用 1.73 亿元, 同比下降 0.82%, 研发费用率 4.95%, 同比上升 0.69 个百分点; 研发总体控制得当, 同比下降, 但是费用率上升的主要原因是 24Q4 营收处高峰阶段, 摊薄了费用率。销售费用 15.61 亿元, 同比下降 22.26%, 销售费用率 44.55%, 同比下降 4.41 个百分点, 亦为绝对数量和费用率均下降, 显示了公司在营销上降本增效的实施较为成功。

AI 对成本优化帮助同样较大, 公司已形成游戏研运全链路 AI 赋能体系, 持续提升公司游戏研运工业化水平。公司自主研发游戏领域行业大模型“小七”。公司以自研“小七大模型”为核心, 叠加主流外部大模型集群, 打造企业 AI 能力底座, 为公司各类通用及专业系统赋能。“小七大模型”通过国家网信办生成式人工智能服务备案, 成为广东省首批通过备案的游戏垂类大模型之一。
- **展望未来, 产品线以 SLG、MMORPG、休闲为主**

公司依托于多年游戏出海经验的沉淀, 持续深耕 SLG、MMORPG、模拟经营及休闲等核心品类。公司旗下《Last Asylum: Plague》迎来发布后的爆发式增长, 根据七麦数据, 从 2026 年 2 月海外上线至 4 月, 这款游戏已进入全球 33 个国家和地区 iOS 游戏畅销榜前 100, 近 1 个月的 iOS 全球预估收入突破了 3900 万美元; 2026 年 3 月, 其海外收入超过 1100 万美元, 首次入围出海手游收入榜第 23 名, 且空降增长榜第 4 名, 成为当月黑马。该游戏以末日废土题材与生存建造玩法为核心, 通过限时奖励、登录福利与付费礼包等多重激励, 有效提升了玩家参与度与付费转化表现。公司目前储备有 11 个自研项目, 15 个代理项目, 品类涉及 SLG、MMORPG、休闲等, 且多为全球化发行, 未来海外收入比例有望进一步提升。
- **投资建议**

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 182/211/238 亿元; 归母净利润分别为 31/36/39 亿元, 当前时间点对应 P/E 分别为 17/15/13 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示**

#### 投资评级: 买入(维持)

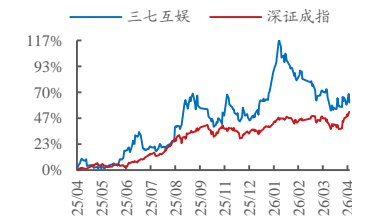
分析师: 冯翠婷  
执业证书号: S1230525010001  
fengcuiting@stocke.com.cn

分析师: 陈磊  
执业证书号: S1230521090002  
chenlei01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 22.21
总市值(百万元)	49,133.80
总股本(百万股)	2,212.24

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《行政处罚落地, 新产品周期将开启的低估值标的》  
2025.11.03
- 2 《AI 提效, 控费得当带动 Q2 业绩超预期》  
2025.08.26
- 3 《《斗罗大陆: 猎魂世界》等头部游戏催化, 估值有望修复》  
2025.07.09

监管趋严、游戏研发及买量竞争加剧、存量游戏下滑、新游上线时间或表现不及预期等风险。

## 财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	15,966	18,248	21,080	23,757
(+/-) (%)	-8.46%	14.30%	15.52%	12.70%
归母净利润	2,900	3,104	3,554	3,924
(+/-) (%)	8.50%	7.02%	14.50%	10.41%
每股收益(元)	1.31	1.40	1.61	1.77
P/E	17.77	16.60	14.50	13.13

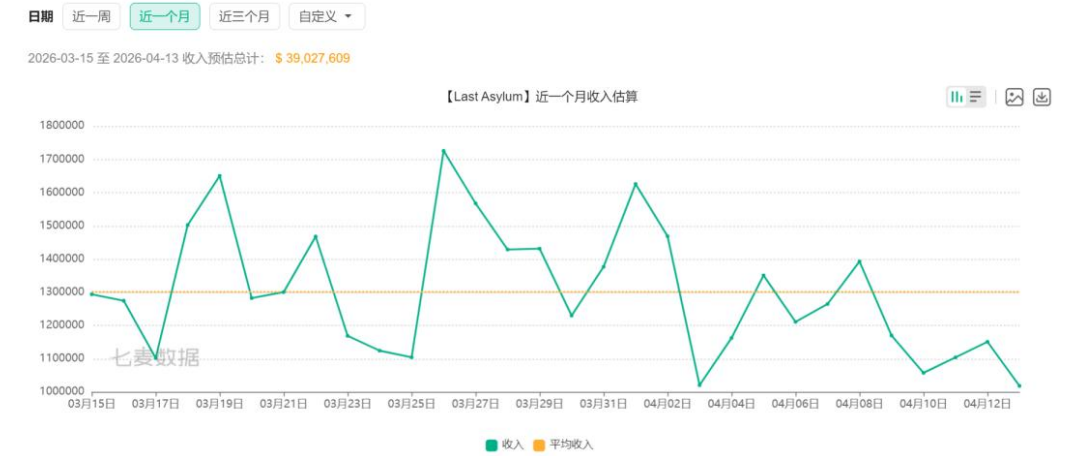
资料来源：浙商证券研究所

## 附：《Last Asylum: Plague》简介

《Last Asylum: Plague》是一款以世界出现“黑死病”瘟疫为背景，融合街机、放置等元素的 SLG 手游。玩家将在游戏中作为一名鸟嘴医生，通过经营诊所、治疗病患、建设并管理避难所，来对抗肆虐的瘟疫。

根据七麦数据，从 2026 年 2 月海外上线至 4 月，这款游戏已进入全球 33 个国家和地区 iOS 游戏畅销榜前 100。近 1 个月的 iOS 全球预估收入突破了 3900 万美元，成绩亮眼。

图1：《Last Asylum》收入预估



资料来源：七麦数据，浙商证券研究所

图2：《Last Asylum》分国家地区排行

排名	地区	数量
1		0
2 - 10		0
11 - 20	白俄罗斯 #20	1
21 - 50	爱沙尼亚 #43, 冰岛 #33, 俄罗斯 #49, 立陶宛 #48, 乌克兰 #39, 菲律宾 #38, 阿塞拜疆 #30, 利比里亚 #22	8
51 - 100	韩国 #58, 加拿大 #68, 巴西 #85, 哥伦比亚 #78, 哥斯达黎加 #98, 奥地利 #98, 比利时 #66, 波兰 #67, 德国 #66, 法国 #86, 荷兰 #97, 挪威 #64, 瑞典 #69, 瑞士 #96, 土耳其 #78, 希腊 #62, 西班牙 #92, 英国 #78, 吉尔吉斯斯坦 #66, 新加坡 #75, 印度尼西亚 #60, 纳米比亚 #88, 亚美尼亚 #67, 黑山共和国 #74	24

资料来源：七麦数据，浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	10,770	11,570	13,374	14,687
现金	4,124	5,130	6,759	7,816
交易性金融资产	3,224	3,374	3,524	3,654
应收账款	1,122	1,318	1,464	1,518
其它应收款	50	51	59	66
预付账款	934	839	696	748
存货	475	0	0	0
其他	843	858	873	885
<b>非流动资产</b>	11,545	11,740	11,939	11,975
金融资产类	2,075	2,205	2,335	2,440
长期投资	541	556	596	626
固定资产	896	946	986	926
无形资产	1,385	1,344	1,305	1,252
在建工程	24	35	30	34
其他	6,624	6,654	6,687	6,696
<b>资产总计</b>	22,315	23,310	25,313	26,663
<b>流动负债</b>	8,548	8,638	9,566	9,884
短期借款	3,964	4,564	5,264	5,464
应付款项	2,721	3,031	3,221	3,326
预收账款	1	0	0	0
其他	1,862	1,043	1,081	1,094
<b>非流动负债</b>	97	250	455	525
长期借款	0	150	350	420
其他	97	100	105	105
<b>负债合计</b>	8,646	8,888	10,021	10,409
少数股东权益	135	120	102	83
归属母公司股东权	13,534	14,302	15,190	16,171
<b>负债和股东权益</b>	22,315	23,310	25,313	26,663

### 现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	3,538	3,077	3,895	3,945
净利润	2,899	3,088	3,536	3,904
折旧摊销	226	191	209	119
财务费用	(113)	130	155	173
投资损失	(172)	(182)	(211)	(238)
营运资金变动	740	(159)	200	(11)
其它	(42)	8	5	(2)
<b>投资活动现金流</b>	(2,883)	(362)	(352)	(46)
资本支出	(353)	(159)	(143)	(18)
长期投资	(308)	(295)	(320)	(265)
其他	(2,221)	92	111	238
<b>筹资活动现金流</b>	(691)	(1,700)	(1,914)	(2,843)
短期借款	1,310	600	700	200
长期借款	0	150	200	70
其他	(2,001)	(2,450)	(2,814)	(3,113)
<b>现金净增加额</b>	(44)	1,006	1,629	1,057

### 利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	15,966	18,248	21,080	23,757
营业成本	3,854	4,197	4,638	4,989
营业税金及附加	52	55	63	71
营业费用	7,760	9,215	10,920	12,639
管理费用	552	620	632	760
研发费用	686	766	949	1,045
财务费用	(151)	68	78	71
资产减值损失	(1)	(10)	(7)	0
公允价值变动损益	(0)	0	0	0
投资净收益	172	182	211	238
其他经营收益	33	91	105	119
<b>营业利润</b>	3,409	3,591	4,112	4,540
营业外收支	(23)	0	0	0
<b>利润总额</b>	3,385	3,591	4,112	4,540
所得税	486	503	576	636
<b>净利润</b>	2,899	3,088	3,536	3,904
少数股东损益	(1)	(15)	(18)	(20)
<b>归属母公司净利润</b>	2,900	3,104	3,554	3,924
EBITDA	3,313	3,850	4,399	4,730
EPS (最新摊薄)	1.31	1.40	1.61	1.77

### 主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-8.46%	14.30%	15.52%	12.70%
营业利润	10.28%	5.35%	14.50%	10.41%
归属母公司净利润	8.50%	7.02%	14.50%	10.41%
<b>获利能力</b>				
毛利率	75.86%	77.00%	78.00%	79.00%
净利率	18.17%	17.01%	16.86%	16.52%
ROE	21.43%	21.70%	23.40%	24.26%
ROIC	14.98%	16.44%	17.22%	17.90%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	38.74%	38.13%	39.59%	39.04%
净负债比率	-1.10%	-2.80%	-7.37%	-11.78%
流动比率	1.26	1.34	1.40	1.49
速动比率	1.00	1.14	1.23	1.32
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.76	0.80	0.87	0.91
应收账款周转率	13.68	14.96	15.16	15.94
应付账款周转率	2.24	2.30	2.44	2.58
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.31	1.40	1.61	1.77
每股经营现金	1.60	1.39	1.76	1.78
每股净资产	6.12	6.46	6.87	7.31
<b>估值比率</b>				
P/E	17.77	16.60	14.50	13.13
P/B	3.81	3.60	3.39	3.19
EV/EBITDA	15.71	13.28	11.46	10.49

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>