

三七互娱 (002555.SZ)

强烈推荐 (维持)

25年业绩稳健增长,轻量化自研与全球化布局持续兑现

公司发布 2025 年年报, 2025 年实现营业收入 159.66 亿元, 同比下降 8.46%; 实现归母净利润 29.00 亿元, 同比增长 8.50%。分红方面, 2025 年累计分红及回购注销总额达 23.67 亿元。

- 全球化布局深化, SLG 等多品类优质储备丰富。公司 2025 年持续推进“精品化、多元化、全球化”战略, 境外营业收入 53.81 亿元, 占总营收 33.70%。2 月公司海外上线的自研自发 SLG 新品《Last Asylum》表现较好, 在 2026 年 3 月中国手游海外收入增长榜中位列第四, 并同时跻身当月全球手游收入增长榜 Top10; 公司标杆产品《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, 截至 2025 年底, 该产品全球累计用户规模超 7000 万, 累计流水已超过 150 亿元。RO 于 2026 年 1 月在中国港澳台地区上线后, 最高登上当地主要应用商店免费榜及畅销榜第一, 计划后续登陆海外其他地区, IP 价值有望持续释放。储备方面, 公司当前共储备 20 余款 SLG 及 RPG 产品, 涵盖写实三国、东方玄幻等多元类型, 产品管线较为充足有望持续贡献收入增量。
- 小游戏新品表现亮眼, 研运一体优势显著。《时光大爆炸》首发即登顶 iOS 免费榜, 《英雄没有闪》上线后迅速登顶微信小游戏畅销榜并长期稳定在前五; 末日生存 RPG 游戏新品《生存 33 天》于 2025 年 11 月 20 日上线, 而后快速登顶微信小游戏、抖音小游戏及 TapTap 等平台畅销榜。老产品《寻道大千》《斗罗大陆: 魂师对决》《凡人修仙传: 人界篇》等通过精细化长线运营与活动节奏优化, 生命周期进一步拉长。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, 精细化运营模式效果显著。在《2025 年中国小游戏百强企业榜》中, 三七互娱位列第一。
- 持续稳定分红提供良好回报, 积极布局 AI 空间广阔。公司 2025 年累计现金分红及回购注销总额达 23.67 亿元, 且董事会已审议通过 2026 年中期分红规划议案, 2024 年累计分红与回购金额达 23 亿元, 持续稳定的高分红政策为投资者提供良好回报保障。公司持续积极布局 AI, 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, 目前 AI 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%, AI 代码渗透率超过 40%, AI 辅助投放广告比例达 50%, 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。同时投资智谱华章、百川智能、月之暗面等 AI 大模型公司, 积极布局 AI 产业链。
- 维持“强烈推荐”投资评级。公司基本盘稳固, 我们预期公司 26-28 年营业收入分别为 178.98/189.71/199.20 亿元, 归母净利润分别为 30.97/34.12/37.89 亿元, 对应当前股价市盈率分别为 15.9/14.4/13.0 倍, 维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示: 老游戏流量下滑风险、新游上线不及预期风险、买量成本上升、研发进度不及预期风险等。

TMT 及中小盘/传媒
目标估值: NA
当前股价: 22.21 元

基础数据

总股本 (百万股)	2212
已上市流通股 (百万股)	1587
总市值 (十亿元)	49.1
流通市值 (十亿元)	35.3
每股净资产 (MRQ)	6.1
ROE (TTM)	21.4
资产负债率	38.7%
主要股东	李卫伟
主要股东持股比例	14.61%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	12	64
相对表现	-7	7	39

资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《三七互娱 (002555) 一新征途、新起点、新三七》2025-12-13
- 2、《三七互娱 (002555) 一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

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

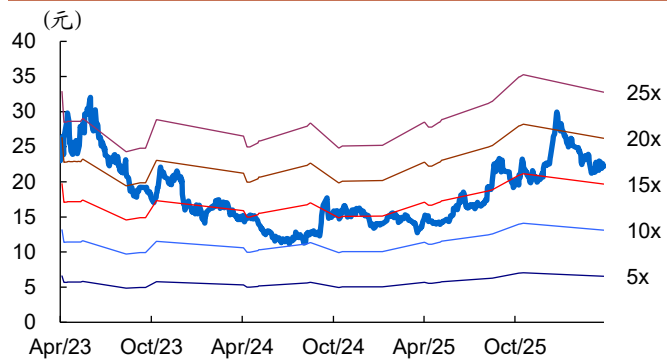
谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	17441	15966	17898	18971	19920
同比增长	5%	-8%	12%	6%	5%
营业利润(百万元)	3091	3409	3640	4012	4455
同比增长	2%	10%	7%	10%	11%
归母净利润(百万元)	2673	2900	3097	3412	3789
同比增长	1%	8%	7%	10%	11%
每股收益(元)	1.21	1.31	1.40	1.54	1.71
PE	18.4	16.9	15.9	14.4	13.0
PB	3.8	3.6	3.3	3.0	2.7

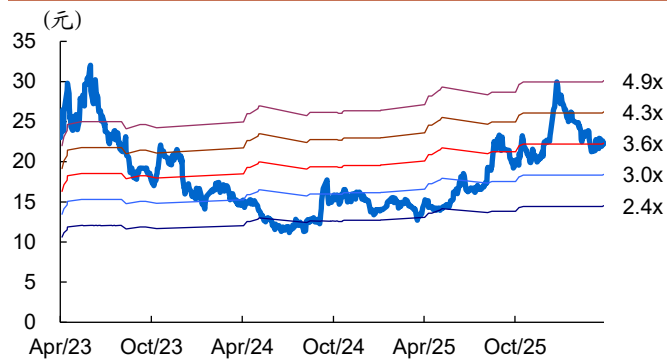
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 三七互娱历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 三七互娱历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	10335	10770	12290	14020	15956
现金	5059	4124	5205	6731	8486
交易性投资	2249	3224	3224	3224	3224
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1213	1122	1257	1333	1399
其它应收款	43	50	56	59	62
存货	0	475	540	563	584
其他	1772	1777	2008	2110	2201
非流动资产	9247	11545	11284	11050	10838
长期股权投资	446	541	541	541	541
固定资产	1077	896	721	553	390
无形资产商誉	3467	2963	2902	2857	2823
其他	4258	7145	7120	7100	7084
资产总计	19583	22315	23574	25070	26794
流动负债	6459	8548	8526	8469	8453
短期借款	2654	3964	3530	3326	3177
应付账款	2712	2721	3096	3228	3347
预收账款	245	241	274	285	296
其他	848	1623	1626	1630	1633
长期负债	107	97	97	97	97
长期借款	0	0	0	0	0
其他	107	97	97	97	97
负债合计	6566	8646	8623	8566	8550
股本	2218	2212	2212	2212	2212
资本公积金	2277	2251	2251	2251	2251
留存收益	8426	9071	10353	11908	13649
少数股东权益	96	135	134	132	131
归属于母公司所有者权益	12921	13534	14817	16371	18113
负债及权益合计	19583	22315	23574	25070	26794

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2998	3538	3074	3335	3705
净利润	2664	2899	3095	3411	3787
折旧摊销	194	197	353	335	321
财务费用	(101)	(113)	(150)	(150)	(150)
投资收益	(111)	(172)	(205)	(205)	(205)
营运资金变动	344	779	(20)	(56)	(48)
其它	8	(51)	0	0	0
投资活动现金流	(3408)	(2883)	113	103	96
资本支出	(572)	(354)	(92)	(102)	(109)
其他投资	(2836)	(2529)	205	205	205
筹资活动现金流	(793)	(691)	(2105)	(1912)	(2046)
借款变动	2044	1870	(441)	(204)	(149)
普通股增加	0	(6)	0	0	0
资本公积增加	(245)	(26)	0	0	0
股利分配	(2750)	(2681)	(1814)	(1858)	(2047)
其他	159	152	150	150	150
现金净增加额	(1203)	(36)	1082	1526	1755

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	17441	15966	17898	18971	19920
营业成本	3727	3854	4385	4572	4741
营业税金及附加	44	52	58	62	65
营业费用	9712	7760	8770	9201	9462
管理费用	516	552	619	656	689
研发费用	646	686	769	815	855
财务费用	(161)	(151)	(150)	(150)	(150)
资产减值损失	(35)	(8)	(12)	(9)	(8)
公允价值变动收益	(31)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	88	33	33	33	33
投资收益	111	172	172	172	172
营业利润	3091	3409	3640	4012	4455
营业外收入	4	5	5	5	5
营业外支出	7	28	28	28	28
利润总额	3089	3385	3617	3988	4432
所得税	424	486	521	578	645
少数股东损益	(9)	(1)	(1)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	2673	2900	3097	3412	3789

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	5%	-8%	12%	6%	5%
营业利润	2%	10%	7%	10%	11%
归母净利润	1%	8%	7%	10%	11%
获利能力					
毛利率	78.6%	75.9%	75.5%	75.9%	76.2%
净利率	15.3%	18.2%	17.3%	18.0%	19.0%
ROE	20.9%	21.9%	21.8%	21.9%	22.0%
ROIC	16.4%	16.6%	16.4%	17.1%	17.7%
偿债能力					
资产负债率	33.5%	38.7%	36.6%	34.2%	31.9%
净负债比率	13.6%	17.8%	15.0%	13.3%	11.9%
流动比率	1.6	1.3	1.4	1.7	1.9
速动比率	1.6	1.2	1.4	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率		16.2	8.6	8.3	8.3
应收账款周转率	13.0	13.7	15.0	14.6	14.6
应付账款周转率	1.3	1.4	1.5	1.4	1.4
每股资料(元)					
EPS	1.21	1.31	1.40	1.54	1.71
每股经营净现金	1.36	1.60	1.39	1.51	1.67
每股净资产	5.84	6.12	6.70	7.40	8.19
每股股利	0.79	0.82	0.84	0.93	1.03
估值比率					
PE	18.4	16.9	15.9	14.4	13.0
PB	3.8	3.6	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	17.5	15.7	13.5	12.4	11.2

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：行业基本面向好，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。