

## 多款新游上线，期待《Last Asylum: Plague》贡献长周期增量

——三七互娱（002555.SZ）26年一季报点评

### 核心观点

- 事项：**2026年4月27日，三七互娱发布26年一季报，26Q1公司营收37.2亿（yoy-12.3%），同比下滑主要系去年同期《英雄没有闪》、《时光大爆炸》等新游戏上线高基数。26Q1毛利率77.9%（yoy+0.6pct），归母净利润8.7亿（yoy+59%），主要系销售费用控制下降。
- 新SLG手游《Last Asylum: Plague》有望贡献长周期增量。**25Q4以来，《生存33天》等多款头部新品陆续上线。新品《RO仙境传说：世界之旅》于2026年1月在中国港澳台地区正式上线，上线后最高登上当地主要应用商店免费榜及畅销榜榜首。《Last Asylum: Plague》在全球市场表现亮眼，根据第三方数据平台Sensor Tower发布的2026年3月榜单数据，该游戏位列“全球手游收入增长排行榜”Top10，同时在“中国手游海外收入增长排行榜”中跻身前五，显示出强劲的出海增长动能。我们预期SLG融合产品《Last Asylum: Plague》具备长周期潜力，有望成为《Puzzles & Survival》之后公司下一个全球长线支撑产品。
- 产品矩阵充沛，后续多款全球化产品等待上线。**公司已在MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等赛道形成丰富的产品储备，包括《赘婿》《斗破苍穹：斗帝之路》《斗罗大陆：传承》等多款精品化产品，涵盖西方魔幻、东方玄幻、现代、古风等多样化题材，多元化产品布局持续深化。
- 持续维持高分红，积极回报股东。**公司年内已实施回购支付金额1.0亿元并注销股份。公司全年实施四次现金分红，全年现金分红总额达22.7亿元，占公司归母净利润约78%，维持较高的分红比例。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预期26年公司在自研项目品类多元化有所优化，随着储备项目上线，自研游戏占比得以提升从而优化毛利率。我们预测公司26~28年归母净利润为35.34/41.64/44.86亿（26~27前值为32.34/35.46亿，因根据游戏上线进度、投放数据调整收入、毛利率、费率、投资收益等，从而调整盈利预测），我们根据可比公司26年调整后平均P/E 15X，给予公司目标价24.00元，维持“增持”评级。

### 风险提示

流水不达预期风险；政策风险；买量成本提升风险；研发风险；投资收益风险

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	17,441	15,966	16,268	17,400	19,100
同比增长(%)	5.4%	-8.5%	1.9%	7.0%	9.8%
营业利润(百万元)	3,091	3,409	4,227	4,903	5,282
同比增长(%)	1.6%	10.3%	24.0%	16.0%	7.7%
归属母公司净利润(百万元)	2,673	2,900	3,534	4,164	4,486
同比增长(%)	0.5%	8.5%	21.9%	17.8%	7.7%
每股收益(元)	1.21	1.31	1.60	1.88	2.03
毛利率(%)	78.6%	75.9%	79.0%	81.3%	80.8%
净利率(%)	15.3%	18.2%	21.7%	23.9%	23.5%
净资产收益率(%)	20.9%	21.9%	24.5%	25.5%	24.4%
市盈率	17.9	16.5	13.5	11.5	10.7
市净率	3.7	3.5	3.1	2.8	2.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级

投资评级	增持（维持）
股价（2026年04月28日）	21.61元
目标价格	24.00元
52周最高价/最低价	31.01/13.92元
总股本/流通A股（万股）	221,224/158,736
A股市值（百万元）	47,806
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2026年04月30日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-1.41	0.09	-18.3	44.35
相对表现%	-1.2	-5.59	-19.15	18.53
沪深300%	-0.21	5.68	0.85	25.82



### 证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuzhi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 香港证监会牌照：BXO329 jinmuyang@orientsec.com.cn 021-63326320

### 相关报告

《斗罗大陆：猎魂世界》贡献增量，静待新游启航：——三七互娱（002555.SZ）25年三季报点评	2025-11-10
产品储备丰富，期待自研产品周期到来：——三七互娱（002555.SZ）25年中报点评	2025-09-05
品类多元化优化，期待自研大作上线：——三七互娱（002555.SZ）24年中报点评	2024-08-31

**表 1：可比公司估值情况**

公司	代码	最新价格(元)		每股收益(元)			市盈率				
		2026/4/28	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
巨人网络	002558	32.12	0.75	0.92	2.26	2.61	42.84	34.79	14.18	12.33	
网易-S	09999	161.05	9.30	10.58	11.68	13.04	17.31	15.23	13.79	12.35	
恺英网络	002517	17.30	0.76	0.89	1.23	1.40	22.70	19.42	14.05	12.37	
吉比特	603444	416.99	13.12	24.90	26.55	29.24	31.79	16.75	15.71	14.26	
腾讯控股	00700	441.58	21.27	24.64	26.87	30.23	20.76	17.92	16.44	14.61	
<b>调整后平均</b>								<b>18.00</b>	<b>15.00</b>	<b>13.00</b>	

数据来源：wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,059	4,124	7,033	9,520	12,242	营业收入	17,441	15,966	16,268	17,400	19,100
应收票据、账款及款项融资	1,213	1,122	1,243	1,254	1,392	营业成本	3,727	3,854	3,417	3,247	3,668
预付账款	730	934	951	1,017	1,117	销售费用	9,712	7,760	8,174	8,620	9,360
存货	0	475	421	400	452	管理费用	516	552	571	605	664
其他	3,334	4,117	3,681	3,292	2,896	研发费用	646	686	784	831	912
<b>流动资产合计</b>	<b>10,335</b>	<b>10,770</b>	<b>13,329</b>	<b>15,483</b>	<b>18,099</b>	财务费用	(161)	(151)	(132)	(143)	(143)
长期股权投资	446	541	541	541	541	资产、信用减值损失	35	9	10	12	12
固定资产	1,077	896	883	869	853	公允价值变动收益	(31)	(0)	7	(4)	(6)
在建工程	0	24	18	14	10	投资净收益	111	172	796	698	686
无形资产	1,889	1,385	1,363	1,328	1,281	其他	45	(18)	(19)	(21)	(26)
其他	5,836	8,699	6,799	6,770	6,770	<b>营业利润</b>	<b>3,091</b>	<b>3,409</b>	<b>4,227</b>	<b>4,903</b>	<b>5,282</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,247</b>	<b>11,545</b>	<b>9,604</b>	<b>9,522</b>	<b>9,455</b>	营业外收入	4	5	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>19,583</b>	<b>22,315</b>	<b>22,933</b>	<b>25,005</b>	<b>27,554</b>	营业外支出	7	28	18	20	21
短期借款	2,654	3,964	2,724	3,114	3,267	<b>利润总额</b>	<b>3,089</b>	<b>3,385</b>	<b>4,215</b>	<b>4,888</b>	<b>5,267</b>
应付票据及应付账款	2,712	2,721	2,611	2,379	2,693	所得税	424	486	682	733	790
其他	1,093	1,864	2,107	1,951	2,012	<b>净利润</b>	<b>2,664</b>	<b>2,899</b>	<b>3,533</b>	<b>4,155</b>	<b>4,477</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,459</b>	<b>8,548</b>	<b>7,442</b>	<b>7,444</b>	<b>7,973</b>	少数股东损益	(9)	(1)	(2)	(8)	(9)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,673</b>	<b>2,900</b>	<b>3,534</b>	<b>4,164</b>	<b>4,486</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.21	1.31	1.60	1.88	2.03
其他	107	97	97	97	97						
<b>非流动负债合计</b>	<b>107</b>	<b>97</b>	<b>97</b>	<b>97</b>	<b>97</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>6,566</b>	<b>8,646</b>	<b>7,539</b>	<b>7,541</b>	<b>8,070</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	96	135	134	125	117	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	2,218	2,212	2,212	2,212	2,212	营业收入	5.4%	-8.5%	1.9%	7.0%	9.8%
资本公积	2,277	2,251	2,552	2,552	2,552	营业利润	1.6%	10.3%	24.0%	16.0%	7.7%
留存收益	8,545	9,241	10,496	12,575	14,604	归属于母公司净利润	0.5%	8.5%	21.9%	17.8%	7.7%
其他	(120)	(170)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>13,017</b>	<b>13,670</b>	<b>15,394</b>	<b>17,464</b>	<b>19,484</b>	毛利率	78.6%	75.9%	79.0%	81.3%	80.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19,583</b>	<b>22,315</b>	<b>22,933</b>	<b>25,005</b>	<b>27,554</b>	净利率	15.3%	18.2%	21.7%	23.9%	23.5%
						ROE	20.9%	21.9%	24.5%	25.5%	24.4%
现金流量表						ROIC	16.5%	16.7%	19.1%	20.8%	20.1%
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>偿债能力</b>					
净利润	2,664	2,899	3,533	4,155	4,477	资产负债率	33.5%	38.7%	32.9%	30.2%	29.3%
折旧摊销	109	168	188	132	116	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(161)	(151)	(132)	(143)	(143)	流动比率	1.60	1.26	1.79	2.08	2.27
投资损失	(111)	(172)	(796)	(698)	(686)	速动比率	1.60	1.20	1.73	2.03	2.21
营运资金变动	108	(577)	(132)	(322)	59	<b>营运能力</b>					
其它	389	1,372	1,966	4	6	应收账款周转率	13.0	13.7	13.8	13.9	14.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,998</b>	<b>3,538</b>	<b>4,627</b>	<b>3,127</b>	<b>3,829</b>	存货周转率	-	16.2	7.6	7.9	8.6
资本支出	(490)	593	(50)	(50)	(50)	总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
长期投资	(615)	(235)	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(2,303)	(3,241)	1,220	1,095	1,080	每股收益	1.21	1.31	1.60	1.88	2.03
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,408)</b>	<b>(2,883)</b>	<b>1,170</b>	<b>1,045</b>	<b>1,030</b>	每股经营现金流	1.35	1.60	2.09	1.41	1.73
债权融资	(513)	2	198	(133)	22	每股净资产	5.84	6.12	6.90	7.84	8.75
股权融资	(245)	(32)	301	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(34)	(662)	(3,387)	(1,552)	(2,160)	市盈率	17.9	16.5	13.5	11.5	10.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(793)</b>	<b>(691)</b>	<b>(2,888)</b>	<b>(1,685)</b>	<b>(2,137)</b>	市净率	3.7	3.5	3.1	2.8	2.5
汇率变动影响	3	(9)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,200)</b>	<b>(44)</b>	<b>2,909</b>	<b>2,487</b>	<b>2,721</b>	EV/EBIT	-	-	-	-	-

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。