

三七互娱 (002555.SZ)

公司报告 | 首次评级报告



胡文婧
食品饮料、游戏行业研究员

2025年12月16日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	20.7
总市值	457.93 亿
PE-TTM	14.68
PB-MRQ	3.40

估值结果

价值	664.61 亿
DDM估值 上行空间	45%
状态	偏低估
价值	599.56 亿
动态估值 上行空间	31%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

三七互娱为A股营收规模第二的游戏公司，具备研运一体化能力，被称为行业的“买量之王”。

公司的成长空间及盈利趋势处于中等水平，游戏行业具有产品更新换代快、用户偏好转换快等特点，故公司未来收入的可预测性一般。但我们认为其盈利水平有望提升，驱动力为AI赋能及营销模式变革下的降本增效。公司的产业格局较好，虽然行业有一定的技术和模式变革风险，但存在规模经济、资本投入和经验曲线的进入壁垒；且手游因其便捷性、碎片化时间的利用及丰富的社交属性，品类被替代可能性较低。公司的护城河较深，主要具备规模经济、线上渠道及技术优势护城河。公司通过研运一体规模化摊薄研发与资本投入，其智能化买量体系业内领先；且自研AI模型“小七”进一步提升了买量效率，ROIC稳中向好。

我们假设公司未来业绩增量主要来自国内手游行业ARPU的提升，及公司AI赋能和营销模式变革下的降本增效，当前公司处于偏低估区间。

我们区别于市场的观点

市场认为公司未来销售费用率基本平稳，而我们看好其销售费用率的逐步收窄。一方面，公司通过自研AI模型“小七”投放广告比例已达总投放的50%，也助力了买量工作提效70%+。当前市场对游戏AI的认知仍停留在“广告素材生成”等表面应用，但并未重视其对介入用户行为分析、市场预测等的优化作用。另一方面，行业营销模式的变革提升了买量ROI，系内容平台和直播等场景相较于传统买量，不仅能更精准匹配游戏目标客群，减少无效投放；且在强互动场景，更易提高转化率。我们预计公司的销售费用率有望由2024年的56%收窄至2030年的47%，并在半显性期维持在47%左右。

风险提示

若未来游戏监管政策趋严，公司版号的获取数量或不及预期；若未来手游行业竞争加剧，公司存量游戏流水可能会低于预期；若汇率波动较大，公司海外业务收入或受一定扰动。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
3.3 营销强度	5
3.4 人力资源高端度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

三七互娱为A股营收规模第二的游戏公司，其以发行商角色切入游戏产业链，并向产业上游研发突破，已实现研运一体化。公司在深耕MMORPG、SLG、卡牌及模拟经营四大品类的基础上，开拓了含放置RPG、休闲益智在内更加多元化的产品类型；此外，公司依托于多年游戏出海经验的沉淀，基于“因地制宜”策略扎根全球市场。

2. 业务介绍

对于三七互娱公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

国内手游：

手游即移动游戏（手机游戏），是指通过移动网络下载，并运行于手机或其他移动终端上的游戏。其以免费模式为主，部分带内购（内购指本身可免费下载，但玩家在游戏过程中可花费一定金额，如购买游戏内的装备和皮肤等）。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

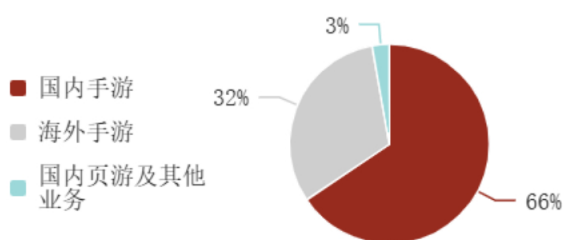
海外手游：

关于手游的含义界定同上个业务。当前在全球手游市场规模中，中国、美国和日本位列top3。我们对该业务的竞争市场界定在海外市场（即不包含中国市场在内）。

国内页游及其他业务：

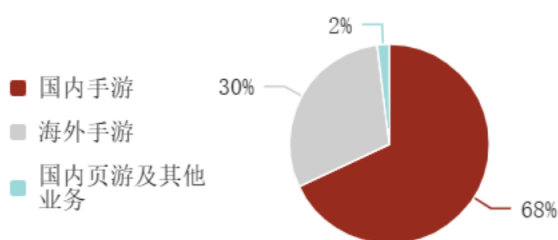
页游即网页游戏，是指基于Web浏览器的网络在线多人互动游戏，无需下载客户端，通过浏览器即可直接运行。其他业务是指游戏周边产品的销售和游戏直播业务等，我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

三七互娱的资产强度较低，而研发高端度较高、营销强度及人力资源高端度高。公司持续推进研运一体战略，深化多元化产品布局。此外，作为国内最早系统性布局AI的游戏企业之一，三七将大数据技术、AI技术与公司业务深度融合，对内容生产和发行运营等多个环节有效赋能，以提升研发与运营效率。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

公司的资产强度较低，2024年其固定资产+无形资产占总资产比重为15.1%。游戏行业属于轻资产运营模式，系游戏公司的核心竞争力在于游戏IP、研发团队及技术专利等无形资产，而非购置大量实物资产。一旦游戏开发完成，后续新增用户的边际成本几乎为零，这使得游戏公司无需大量资金用于生产实物产品。

3.2 研发高端度

低

较低

中等

较高

高

公司的研发较为高端，2024年其人均研发费用为43.8万元。公司积极布局多元品类，以全球化视野研发产品，在MMORPG、SLG及轻游戏三条赛道形成专业化布局，储备了多款精品化自研手游。此外，公司自研AI大模型“小七”，为国内最早系统性布局人工智能技术的游戏企业之一，已形成研运全链路的AI赋能体系。

3.3 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司的营销强度高，2024年其销售费用率为55.7%，位列A股游戏公司的第二名，原因系公司为手游行业“买量之王”（买量是指游戏厂家或发行商通过广告投放的形式，在某一时间内在各大渠道集中曝光，从而引导玩家下载和注册）。2018年公司顺应短视频崛起的趋势，率先建立了以“量子”和“天机”系统为核心的买量体系，相较于同行竞争者，公司更重视买量营销。

3.4 人力资源高端度

低

较低

中等

较高

高

公司的人力资源高端度高，2024年其人均薪酬达46.6万元，高于同行平均水平。公司持续注重人才培养与团队建设，打造了高水平的人才队伍；并通过科学的人才晋升机制、薪酬管理体系和绩效激励体系，激发员工的积极性和创造力，这也使得公司历史上的四轮转型，均及时把握住了行业变革带来的机遇。

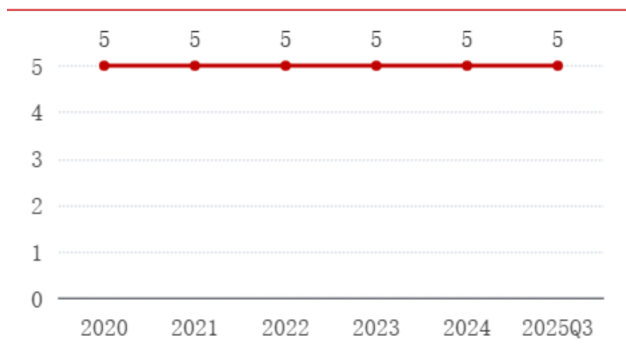
4. 历史经营绩效

公司的经营绩效整体较优秀，其成长能力处于中等水平，而业务控制力较好，盈利能力及股东回报能力均维持在优秀水平。公司作为A股营收规模第二的游戏公司，持续推进研运一体战略，深化多元化产品布局。此外，作为国内最早系统性布局AI的游戏企业之一，公司将大数据技术、AI技术与公司业务深度融合，以提升研发与运营效率。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



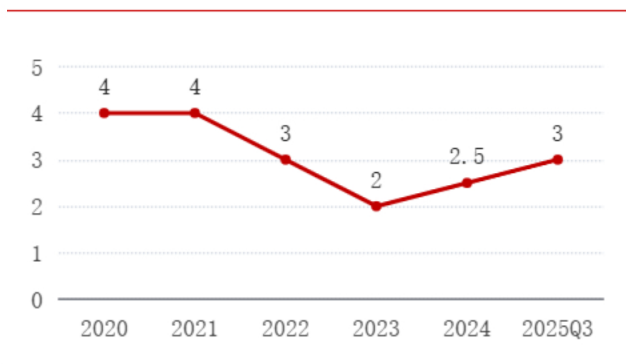
数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力优秀且稳健，2024年公司净利率为15.3%、ROE为20.9%。游戏公司普遍具有高毛利属性（游戏开发的核心成本集中在前期研发，上线之后的边际成本低），但费用结构中销售费用往往较高，研发和管理费用因企业战略不同而有一定差异。从同行对比看，三七的净利率处于中等水平，但经营性周转率（三七的产业链地位较为强势）领先同行，故ROIC为行业中上水平。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



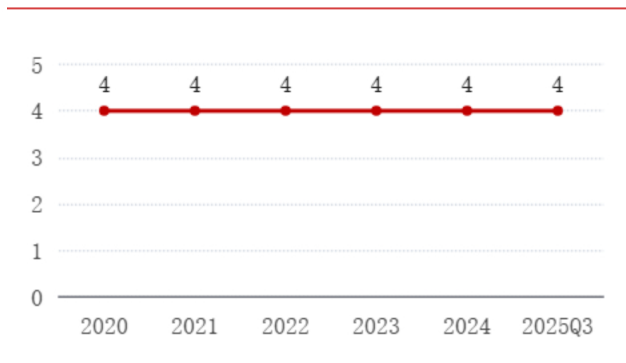
数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力呈现一定波动，当前处于中等水平。其中2022~2023年成长星级有所下滑，系2022年的前三个月国家新闻出版署停发游戏版号，以及三七旗下游戏《Puzzles&Survival》于海外上线多年后流水增速放缓，难以继续支撑高速增长。而自2024年起公司成长能力逐步回升，系《寻道大千》、《时光杂货店》等新游贡献增量，且《英雄没有闪》登顶微信小游戏畅销榜，流水表现出色。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



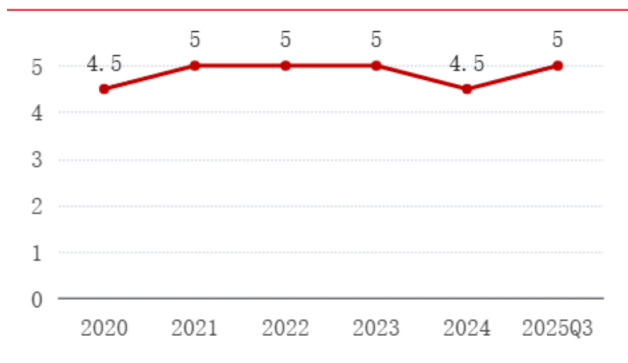
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力较好且稳健，其2024年的经营性净现金流/净利润比例达123%，显著高于游戏行业中位数水平。原因系公司的运营模式主要包括自主运营和第三方联合运营，自主运营模式中玩家充值后资金直接流入公司账户，应收账款风险较低。而第三方联合运营模式中，交易也主要通过苹果、安卓等正规渠道结算。三七作为A股游戏公司龙二，产业链地位较为强势，回款能力也较好。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报能力优秀。一方面，公司的盈利能力本身便维持在优秀水平，现金流状况良好。另一方面，近年来公司的分红率呈上升趋势，2024年分红率提升至82%。游戏行业属于轻资产运营模式，公司无需大量资金用于厂房扩产，故分红能力及意愿均较强。

5. 四维评级

公司的成长空间及盈利趋势处于中等水平，游戏行业具有产品更新换代快、用户偏好转换快等特点，故公司未来收入的可预测性一般。但我们认为其盈利水平有望提升，驱动力为AI赋能及营销模式变革下的降本增效。公司的产业格局较好，虽然行业有一定的技术和模式变革风险，但存在规模经济、资本投入和经验曲线的进入壁垒；且手游因其便捷性、碎片化时间的利用及丰富的社交属性，品类被替代可能性较低。公司的护城河较深，主要具备规模经济、线上渠道及技术优势护城河。公司通过研运一体规模化摊薄研发与资本投入，其智能化买量体系业内领先；且自研AI模型“小七”进一步提升了买量效率，ROIC稳中向好。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长空间星级处于中等水平。其国内手游业务预计未来5年CAGR为5~10%，海外手游业务预计未来5年CAGR为0~5%。整体来看，游戏行业具有产品更新换代快、生命周期有限和用户偏好转换快等特点，故公司未来收入的可预测性一般。

国内手游 (2.5星)：

该业务成长空间星级处于中等水平。一方面，预计行业规模未来5年CAGR不算高，约5~10%。国内手游的用户规模已到顶，行业的增长驱动力将为ARPU（人均游戏支出）的提升。但另一方面，游戏本质上是供给驱动需求的内容行业，当前游戏版号数量稳中有升，且审批和发放节奏更加稳定，故我们认为行业增长的确性较高。

海外手游 (2星)：

该业务成长空间星级较低，系海外手游市场已进入缓慢增长阶段，预计行业规模未来5年CAGR仅为0~5%，增量主要来自新兴市场（东南亚国家、中东非洲等）用户渗透率的提升。一方面，美日韩等传统成熟市场的用户规模趋于饱和，付费能力虽强但增速有限。另一方面，东南亚、拉美等新兴市场的付费习惯尚未完全形成，也难以支撑高速增长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势星级处于中等水平。一方面，我们认为公司的盈利水平有望提升，驱动力为AI赋能及营销模式变革下的降本增效。但另一方面，在技术进步和用户需求共同驱动下，手游的更新迭代预计加快，故未来公司的市占率可预测性一般。

国内手游(3星):

该业务盈利趋势处于中等水平。国内手游行业为寡头垄断的格局，腾讯、网易两大港股上市公司仍以绝对优势（先发优势、资本支撑及社交生态）领跑，其合计市占率约78%，三七位列二线龙头（市占率约4.7%）。虽然在AI赋能及营销模式变革下，预计行业盈利能力有望提升；但另一方面，当前玩家更加追求画面和玩法的创新，促使游戏厂商推出新的细分品类，故公司未来市占率的可预测性一般。

海外手游(2.5星):

该业务盈利趋势处于中等水平。从全球手游市场看，CR10约30%，故海外手游（不含中国市场在内）行业格局较分散，三七当前仅位列中部梯队（市占率约1.1%）。但另一方面，该行业产品较为差异化，主要体现在玩法创新和细分人群挖掘上，且不同地区的文化差异也催生了多样化的游戏题材。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局较好，虽然行业存在一定的技术和模式变革风险，但规模经济、资本投入和经验曲线等进入壁垒较高；且手游具备便捷性与社交性，品类被替代的风险较低。

国内手游(4星):

该业务产业格局较好，国内手游行业存在一定的技术和模式变革风险，但其进入壁垒较高且品类被替代的风险较小。一方面，国内手游行业存在规模经济、资本投入和经验曲线的进入壁垒，手游的研发周期长且需大量资金支持，新进入者若无法达到一定规模，难以在成本优势上与现有企业竞争。另一方面，手游因其便捷性、碎片化时间的利用及丰富的社交属性，成为大众休闲娱乐的重要选择，品类被替代的风险较小。

海外手游(4星):

该业务产业格局较好，海外手游行业存在一定的技术和模式变革风险，但其进入壁垒较高且品类被替代的风险较小。一方面，海外手游行业存在资本投入和经验曲线的进入壁垒，海外市场不同地区的用户需求差异较大，新进入者可能缺乏对海外市场的运营经验，较难制定有效的题材本地化及用户留存策略。另一方面，手游作为一种娱乐方式，满足了人类对社交、探索和放松的心理需求，这些需求并不会因技术或市场的短期变化而消失，品类被替代的风险较小。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河较深。三七互娱通过研运一体规模化摊薄研发与资本投入，智能化买量体系业内领先，其规模经济、线上渠道及技术优势护城河较宽。此外，公司的护城河持续性较好，虽然线上渠道力未来有一定被侵蚀的可能性，但其自研AI模型“小七”已实现研运全链路AI赋能，技术优势在长期被侵蚀的可能性较小。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
国内手游	(5星) 该业务的护城河很宽。公司为国内手游行业的二线龙头，当前市占率约为4.7%。该业务经壹评级调整的ROE及ROIC均超50%，游戏行业为轻资产运营模式，周转率本身便高于其他行业；且预计三七的盈利水平有望提升，驱动力为AI赋能及营销模式变革下的降本增效，故公司具备显著的超额收益。此外，公司业务控制力较好，系其凭借研运一体化优势，产业链地位较为强势。	(4星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备规模经济、线上渠道及技术优势护城河。首先，手游的研发周期长且需大量资金支持，公司通过研运一体规模化摊薄研发与资本投入，预计规模经济优势在长期被侵蚀的可能性较小。其次，考虑到国内短视频用户规模已接近饱和，大量的手游“买量”广告需争夺用户有限的注意力，致竞争白热化，预计线上渠道力未来有一定被侵蚀的可能性。最后，公司的自研模型“小七”已实现研运全链路AI赋能，不断提升了买量及研发效率，预计技术优势在长期被侵蚀的可能性较小。
海外手游	(4星) 该业务的护城河较宽。公司在海外手游市场位列中部梯队，当前市占率不算高，约为1.1%。另一方面，该业务经壹评级调整的ROE及ROIC均超50%，虽不如国内手游业务的ROIC水平高，但也具备显著的超额收益，主要系游戏行业为轻资产运营模式，周转率本身便高于其他行业。此外，公司业务控制力较好，系其运营模式主要包括自主运营和第三方联合运营，应收账款风险较低，回款能力较好。	(3.5星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备线上渠道、产品力及技术优势护城河。首先，全球互联网用户的增长趋缓，为争夺存量用户，广告主需支付更高价格，预计线上渠道力未来有一定被侵蚀的可能性。其次，考虑到海外用户追求游戏个性化及社交化的趋势，海外手游的竞技模式和剧情内容或会加速迭代，预计产品力未来有一定被侵蚀的可能性。最后，公司的自研AI模型已覆盖美术设计、开发辅助和广告投放等领域，预计技术优势在长期被侵蚀的可能性较小。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

假设公司未来业绩增量主要来自国内手游行业ARPU的提升，及公司AI赋能和营销模式变革下的降本增效，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，当前三七互娱处于偏低估区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：国内手游业务、海外手游业务、及国内页游业务。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务1：国内手游业务

收入假设：

1) 行业端：拆分量价看，我国手游在移动网民中的渗透率近年来趋稳；且网民APP每日使用时长中，手游占比基本稳定，故用户规模已到顶，行业的增长驱动力将来自ARPU（人均游戏支出）的提升。我们参考日韩水平，预计中国游戏ARPU/人均GDP比例将由2024年的0.38%提升至2040年的0.55%水平，驱动力为“悦己消费”理念增强及游戏供给内容的优化，测算得未来5年国内手游行业规模CAGR为5~10%。

2) 公司市占率：行业当前格局为寡头垄断，腾讯和网易两大港股上市公司仍以绝对优势（先发优势、资本支撑及社交生态）领跑，其合计市占率约78%，三七位列二线龙头（市占率约4.7%）。另一方面，当前玩家不断追求画面和玩法的创新，促使游戏厂商推出新的细分品类，故公司未来市占率的可预测性一般，谨慎预计稳态市占率仍在5%左右。

盈利能力假设：受益于AI赋能和营销模式变革，公司的销售及研发费用率有望逐步收窄，其经营性净利率预计由2024年的15.2%提升至2030年的22.8%，并在半显性期维持在22%左右。

业务2：海外手游业务

收入假设：

1) 行业端：海外手游市场已处于缓慢增长阶段，预计行业规模未来5年增速仅为0~5%，增量主要来自新兴市场用户渗透率的提升。一方面，美日韩等传统成熟市场的用户规模趋于饱和，付费能力虽强但增速有限。另一方面，东南亚和拉美等新兴市场的付费习惯尚未完全形成，也难以支撑高速增长。

2) 公司市占率：从全球手游市场看，CR10约30%，故海外手游（不含中国市场在内）行业格局较分散，三七当前位列中部梯队（市占率约1.1%）。公司当前重点深耕市场为欧美、日韩及港澳台，但考虑到海外用户追求游戏个性化及社交化的趋势，海外手游的竞技模式和剧情内容或会加速迭代，谨慎预计稳态市占率仍在1~1.5%左右。

盈利能力假设：受益于AI赋能研运全链路，公司的销售及研发费用率有望逐步收窄，其经营性净利率预计由2024年的13.1%提升至2030年的16.6%，并在半显性期维持在16%左右。

业务3：国内页游业务

收入假设：

1) 行业端：近二十年来随着国内硬件（承载游戏的载体）的变革，手游逐步替代了端游及页游市场，当前国内页游仅占网络游戏市场的1%。考虑到手游具备便携性和碎片化体验的优势，而页游在技术迭代和创新速度上相对滞后，预计页游仍将被端游和手游小幅挤占，未来5年行业规模预计下滑低个位数。

2) 公司市占率：公司于2015年凭借《传奇霸业》和《大天使之剑》两款精品页游，曾成为国内页游龙一。之后在智能手机普及趋势下，其于2017年顺利实现“页转手”，当前资源倾斜均在手游业务。我们预计公司页游市占率仍会有小幅下滑，稳态市占率预计在6%左右。

盈利能力假设：其经营性净利率于2024年大幅下滑至4%，系公司阶段性提升了代理产品占比，对毛利率有所拖累。除开2024年特殊情况，预计该业务的经营性净利率基本平稳，并在半显性期维持在13%左右。

表2：公司整体业绩预测

三七互娱	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	164.1	165.5	174.4	177.2	188.5	199.5	210.5	221.1
归母净利润(亿)	29.5	26.6	26.7	34.5	37.8	39.9	42.4	44.9
归母净利润增速(%)	2.7	-10.0	0.5	28.9	9.6	5.7	6.3	5.9
经营性净利润(亿)	28.1	23.7	24.7	31.9	34.9	37.2	39.7	42.1
经营性净利润增速(%)	5.7	-15.9	4.6	28.9	9.5	6.7	6.6	6.2
经营性归母净利润(亿)	28.6	23.9	24.8	32.2	35.2	37.5	40.0	42.4
经营性归母净利润增速(%)	6.4	-16.4	3.9	29.7	9.2	6.6	6.7	6.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

国内手游	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	96.4	100.9	111.6	116.2	123.9	131.5	138.8	145.9
收入增速(%)	-9.0	4.7	10.6	4.1	6.6	6.1	5.6	5.1
经营性净利润(亿)	17.4	15.6	17.0	23.3	25.6	27.2	29.0	30.8
经营性净利率(%)	18.0	15.5	15.2	20.0	20.6	20.7	20.9	21.1
经营性净利润增速(%)	-3.4	-10.0	8.8	36.8	9.9	6.6	6.4	6.3
海外手游	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	59.9	58.1	57.2	56.0	60.0	63.6	67.5	71.2
收入增速(%)	25.5	-3.1	-1.5	-2.2	7.2	6.1	6.0	5.5
经营性净利润(亿)	9.6	7.2	7.5	7.8	8.6	9.4	10.1	10.8
经营性净利率(%)	16.0	12.4	13.1	14.0	14.4	14.7	15.0	15.2
经营性净利润增速(%)	26.1	-24.9	4.3	3.9	10.5	8.4	8.2	6.6
国内页游及其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	7.7	6.5	5.6	5.0	4.7	4.4	4.2	4.1
收入增速(%)	-9.2	-16.2	-13.8	-9.7	-7.5	-5.7	-4.3	-3.6
经营性净利润(亿)	1.2	0.8	0.2	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
经营性净利率(%)	15.2	12.8	4.0	16.5	15.6	14.7	14.0	13.5
经营性净利润增速(%)	15.2	-29.4	-73.1	273.5	-12.4	-11.7	-8.3	-7.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
国内页游及其他业务	-0.6%	中低-	一般	一般	7.5%	8.1	0.6
国内手游	2.6%	中低	较好	较强	8.3%	13.2	29.7
海外手游	3.3%	中低	较好	较强	8.3%	13.2	10.4
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
国内页游及其他业务(亿)	3.8	3.5	7.3	2.1	-	-	9.4
国内手游(亿)	101.9	285.9	387.8	42.6	-2.2	-	432.6
海外手游(亿)	34.9	100.0	134.9	21.8	-0.8	-	157.5
公司整体测算(亿)	140.7	389.4	530.0	66.5	-3.0	-	599.6

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
国内页游及其他业务(亿)	6.8	2.3	9.1	2.1	-	-	11.2
国内手游(亿)	251.7	180.8	432.5	42.6	-2.2	-	477.3
海外手游(亿)	88.4	65.0	153.5	21.8	-0.8	-	176.1
公司整体测算(亿)	346.9	248.2	595.1	66.5	-3.0	-	664.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

三七互娱的估值确定性星级为中等水平。虽然公司对重点游戏的流水披露较为详细；但当前玩家更加追求画面和玩法的创新，促使游戏厂商推出新的细分品类，故公司未来市占率的可预测性一般。此外，海外手游行业可获取的公开数据（涉及较多国家的手游行业规模、及其竞争格局情况）有限。故整体来看，我们对公司估值的确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。