



买入（维持）

所属行业：互联网和相关服务
当前价格(元)：30.69

证券分析师

马笑

资格编号：S0120522100002

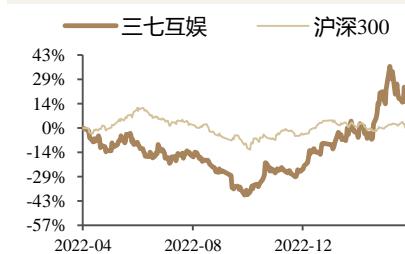
邮箱：maxiao@tebon.com.cn

研究助理

刘文轩

邮箱：liuwx@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.50	35.80	44.83
相对涨幅(%)	11.76	36.16	48.48

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《三七互娱（002555.SZ）三季报点评：业绩符合前期预告，关注新产品表现和储备产品释放》，2022.11.1
- 《三七互娱（002555.SZ）22Q3业绩预告点评：产品上线节奏不佳导致短期业绩承压，储备丰富看好后续业绩增长》，2022.10.13

三七互娱（002555.SZ）：年报及季报点评：一季度业绩超预期，储备产品兑现节奏或即将加速

投资要点

● **事件：**22 年全年及 23Q1 业绩均超预期。公司发布 22 年报及 23 年一季报，均超市场预期。其中：22 年公司实现收入 164 亿元，同比增长 1%；实现归母净利润 30 亿元，同比增长 3%；实现扣非归母净利润 29 亿元，同比增长 10%。23Q1 公司实现收入 38 亿元，同比下滑 8%；实现归母净利润 7.7 亿元，同比增长 2%；实现扣非归母净利润 6.7 亿元，同比下滑 12%。

● **回顾 2022：境内承压，境外驱动；聚焦提效，韬光养晦。**① **收入端**具体分结构来看，22 年全年手游实现收入 156 亿元，同比增长 2%，预计增量基本由海外贡献。其中，我们测算海外手游收入 60 亿元（即预计公司披露的海外收入基本全部来自于手游），同比增长 25%，在手游收入中的占比已达到 38%，我们认为增量主要来自于《Puzzles & Survival》、《云上城之歌》等次新产品的结构性增量，以及《Ant Legion》、《营业中！旧时光商店街》等新产品的纯增量。我们测算国内手游实现收入 96 亿元（即手游收入减去披露口径的海外收入），同比下滑 9%，主要反映 22 年国内波动的宏观经济环境，和相对较差的产品上线节奏。另一方面，页游实现收入 6 亿元，同比下滑 28%，维持此前的自然趋势。② **在利润端**，毛利率有所波动，预计主要来自于代理产品流水占比结构性提升，CP 分成同比有所扩张；销售费用同比下滑，主要发生在 22Q1、22Q3，基本反映产品上线节奏；研发费用同比大幅度下降 28%，认为主要来自于两方面：1) 研发方向聚焦，研发团队优化，研发人员同比 21 年下降 16%；2) 22 年内并无大体量自研产品上线，预计研发团队业绩激励同比有所下降。

● **展望 2023：产品与版号储备丰富，兑现节奏或即将加速。**根据 22 年财报，当前公司储备有 5 个垂类共计 33 款产品，其中 7 款为自研产品：11 款 MMORPG（4 款自研）+11 款 SLG（2 款自研）+6 款卡牌（1 款自研）+4 款模拟经营+1 款休闲。另一方面，版号储备同样丰富，在其中 22 款有境内发行计划的产品中，13 款已经获得版号，在当前国内游戏版号发放常态化的大背景下，预计储备产品具有较强的兑现能力。具体到产品上，22 年 12 月测试的放置类产品《最后的原始人》、3 月测试的自研 MMO《凡人修仙传：人界篇》已经定档 5 月；代理的 MMO 产品《梦想大航海》已于 2 月完成测试，而自研 MMO《扶摇一梦》、代理的 MMO《曙光计划》、代理的模拟经营产品《金牌合伙人》、《织梦森林》均于 4 月开始测试。**简而言之，我们认为公司已经进入了“排期较早的产品即将上线，储备产品密集测试”的状态，产品兑现节奏或即将加速。**

● **盈利预测与投资建议：**我们略微调整公司 23-24 年盈利预测，并新增 25 年盈利预测：预计实现收入 190/219/247 亿元，同比增长 16%/15%/12%；实现归母净利润 35/40/45 亿元，同比增长 17%/15%/13%。考虑到公司当前丰富产品储备的上线能见度进一步提升，且长线发展逻辑不变，我们上调公司 2023 年目标 PE 至 25x-30x，对应最低目标价 39.01 元，维持对于公司的“买入”评级。

● **风险提示：**产品上线进度不及预期；宏观经济波动风险；产品上线流水不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测				
总股本(百万股):	2,217.86	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	1,635.53	营业收入(百万元)	16,216	16,406	19,023	21,934
52 周内股价区间(元):	14.13-31.66	(+/-)YOY(%)	12.6%	1.2%	16.0%	15.3%
总市值(百万元):	68,066.25	净利润(百万元)	2,876	2,954	3,460	3,978
总资产(百万元):	19,027.72	(+/-)YOY(%)	4.2%	2.7%	17.1%	15.0%
每股净资产(元):	5.85	全面摊薄 EPS(元)	1.30	1.33	1.56	1.79
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	84.8%	81.4%	82.5%	83.0%
		净资产收益率(%)	26.7%	24.2%	22.1%	20.1%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.34	1.56	1.79	2.03
每股净资产	5.49	7.08	8.92	10.99
每股经营现金流	1.60	1.38	1.96	1.93
每股股利	0.80	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	13.51	17.88	15.55	13.75
P/B	3.29	3.94	3.13	2.54
P/S	3.77	3.25	2.82	2.51
EV/EBITDA	10.37	14.74	11.50	9.29
股息率%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	81.4%	82.5%	83.0%	83.0%
净利润率	17.7%	18.0%	18.0%	18.1%
净资产收益率	24.2%	22.1%	20.1%	18.5%
资产回报率	17.3%	16.4%	15.1%	14.3%
投资回报率	21.3%	18.7%	17.5%	16.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	1.2%	16.0%	15.3%	12.4%
EBIT 增长率	8.2%	13.0%	18.0%	13.1%
净利润增长率	2.7%	17.1%	15.0%	13.1%
偿债能力指标				
资产负债率	28.0%	25.2%	24.7%	22.7%
流动比率	2.4	3.0	3.3	3.7
速动比率	2.2	2.7	3.1	3.5
现金比率	1.2	1.8	2.2	2.7
经营效率指标				
应收账款周转天数	29.6	29.6	29.6	29.6
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.8
固定资产周转率	19.3	20.9	23.0	25.2

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,406	19,023	21,934	24,656
营业成本	3,049	3,337	3,729	4,192
毛利率%	81.4%	82.5%	83.0%	83.0%
营业税金及附加	32	38	44	49
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	8,733	10,310	11,954	13,438
营业费用率%	53.2%	54.2%	54.5%	54.5%
管理费用	526	615	658	715
管理费用率%	3.2%	3.2%	3.0%	2.9%
研发费用	905	1,161	1,316	1,455
研发费用率%	5.5%	6.1%	6.0%	5.9%
EBIT	3,287	3,715	4,385	4,960
财务费用	-74	-108	-88	-99
财务费用率%	-0.5%	-0.6%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-90	-99	-100	-100
投资收益	76	71	81	81
营业利润	3,309	3,875	4,476	5,062
营业外收支	-7	14	0	0
利润总额	3,302	3,888	4,476	5,062
EBITDA	3,501	3,727	4,395	4,969
所得税	392	464	537	607
有效所得税率%	11.9%	11.9%	12.0%	12.0%
少数股东损益	-45	-36	-39	-45
归属母公司所有者净利润	2,954	3,460	3,978	4,499

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,129	8,675	13,543	18,353
应收账款及应收票据	1,434	1,695	1,912	2,142
存货	0	0	0	0
其它流动资产	4,023	4,220	4,358	4,544
流动资产合计	10,587	14,589	19,812	25,039
长期股权投资	622	622	622	622
固定资产	850	911	952	979
在建工程	243	170	119	83
无形资产	1,060	1,070	1,080	1,090
非流动资产合计	6,508	6,506	6,506	6,507
资产总计	17,095	21,095	26,319	31,546
短期借款	901	1,356	1,812	2,267
应付票据及应付账款	2,204	2,149	2,715	2,753
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,237	1,364	1,524	1,702
流动负债合计	4,341	4,869	6,051	6,722
长期借款	323	323	323	323
其它长期负债	118	118	118	118
非流动负债合计	441	441	441	441
负债总计	4,783	5,311	6,492	7,163
实收资本	2,218	2,215	2,215	2,215
普通股股东权益	12,183	15,692	19,773	24,375
少数股东权益	129	93	53	9
负债和所有者权益合计	17,095	21,095	26,319	31,546

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,954	3,460	3,978	4,499
少数股东损益	-45	-36	-39	-45
非现金支出	312	113	113	112
非经营收益	-50	-170	-108	-108
营运资金变动	385	-300	398	-173
经营活动现金流	3,557	3,068	4,341	4,284
资产	-317	4	-10	-10
投资	-81	-84	-27	-27
其他	-2,933	155	108	108
投资活动现金流	-3,330	75	71	71
债权募资	781	455	455	455
股权募资	93	-53	0	0
其他	-2,459	0	0	0
融资活动现金流	-1,585	402	455	455
现金净流量	-1,298	3,545	4,868	4,810

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师。

刘文轩，2021年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：		类 别	评 级	说 明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入		相对强于市场表现20%以上；
		增持		相对强于市场表现5%~20%；
		中性		相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持		相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市		预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性		预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市		预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。