

分析师：乔琪
登记编码：S0730520090001
qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

海外市场收入增长强劲，长线运营增厚业绩

——三七互娱(002555)年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(维持)

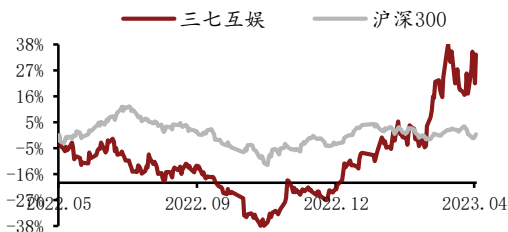
市场数据(2023-04-28)

收盘价(元)	30.69
一年内最高/最低(元)	31.66/14.13
沪深 300 指数	4,029.09
市净率(倍)	5.24
流通市值(亿元)	501.94

基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	5.85
每股经营现金流(元)	0.59
毛利率(%)	78.24
净资产收益率_摊薄(%)	5.96
资产负债率(%)	31.12
总股本/流通股(万股)	221,786.43/163,552.5
	4
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：聚源，中原证券

相关报告

《三七互娱(002555)季报点评：产品周期拖累第三季度业绩，关注储备产品上线进度》

2022-11-02

《三七互娱(002555)中报点评：海外市场再创佳绩，关注近期新游上线》 2022-09-01

《三七互娱(002555)年报点评：海外市场塑造新增长曲线，2022Q1 业绩大幅回升》

2022-04-26

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2023 年 05 月 04 日

2022 年公司实现营业收入 164.06 亿元，同比增加 1.17%，归母净利润 2.95 亿元，同比增加 2.74%，扣非后归母净利润 2.88 亿元，同比增加 9.76%。2023 年第一季度实现营业收入 37.65 亿元，同比减少 7.94%，归母净利润 7.75 亿元，同比增加 1.92%，扣非后归母净利润 6.70 亿元，同比减少 12.01%。

投资要点：

- **长线运营能力得到验证。**公司移动游戏业务收入 156.32 亿元，同比增长 1.74%，移动游戏品类更加多元，品质大幅提升，《斗罗大陆：魂师对决》、《Puzzles&Survival》、《云上城之歌》、《叫我大掌柜》、《小小蚁国》等长生命产品为公司稳健发展筑牢根基，全球发行移动游戏最高月流水超 20 亿，新增注册用户合计超 3 亿，最高 MAU 超 4300 万，在运营月均流水破亿产品呢 7 款，长周期品类产品收入占比超 40%，长周期多品类的产品矩阵构筑了公司稳健的业绩基本盘。
- **海外收入占比进一步提升。**2022 年公司境外地区营业收入 59.94 亿元，同比增长 25.47%。公司采用因地制宜策略开拓全球市场，在全球市场形成以 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营为基石的产品矩阵，在不同地区重点发行不同类型的游戏产品，打造了《Puzzles&Survival》、《云上城之歌》等多个出海标杆产品。截止至 2022 年底，《Puzzles&Survival》全球累计流水超 60 亿元。根据 Data.ai 数据显示，公司在 2022 年 10 月位列出海收入榜第一名。
- **费用管控有效。**2022 年公司毛利率 81.42%，同比下降 3.37pct，主要是公司游戏收入结构变化，对外分成成本增加所致。同期销售费用率、研发费用率、管理费用率分别为 56.23%、5.51%、3.21%，分别同比变动-3.04pct、-2.2pct、0.36pct，其中销售费用率同比下滑主要是买量费用减少，研发费用率的降低主要是根据战略游戏品类调整人员结构，研发人员数量和薪酬均有不同程度的减少。
- **储备游戏覆盖海内外多题材。**公司聚焦游戏主业，通过资金扶持、业务支撑、投后赋能等多维度的支持为众多优质的研发商全面赋能，结合代理、定制等方式丰富公司游戏产品储备。根据公司年报披露，目前储备产品数量 33 款，其中自研产品 7 款，代理产品 26 款，覆盖 MMO、SLG、卡牌、模拟经营和休闲等品类，发行地区覆盖国内和海外。其中《扶摇一梦》、《霸业》、《龙与爱丽丝》已经研发完毕并获得版号，《凡人修仙传：人界篇》5 月 24 日全平台公测。
- **投资建议与盈利预测：**公司长周期产品表现较好，奠定公司稳健的

业绩基本盘，海外市场因地制宜策略有成效，储备的覆盖海内外产品数量比较丰富，或为公司提供未来业绩保障。预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.47 元、1.71 元和 1.97 元，按照 2023 年 4 月 28 日收盘价 30.69 元，对应 PE 为 20.90 倍、17.92 倍和 15.57 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示：监管政策变化；市场竞争加剧；游戏产品上线进度和市场表现不及预期；宏观经济波动影响文娱消费

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	16,216	16,406	18,905	21,528	24,380
增长比率（%）	12.62	1.17	15.23	13.87	13.25
净利润（百万元）	2,876	2,954	3,257	3,799	4,371
增长比率（%）	4.15	2.74	10.23	16.64	15.07
每股收益(元)	1.30	1.33	1.47	1.71	1.97
市盈率(倍)	23.67	23.04	20.90	17.92	15.57

资料来源：聚源，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,187	10,587	13,719	16,422	19,158
现金	4,619	5,129	8,191	10,465	12,628
应收票据及应收账款	1,264	1,434	1,673	1,863	2,142
其他应收款	90	87	102	114	130
预付账款	1,055	855	885	979	1,087
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,159	3,081	2,867	3,002	3,171
非流动资产	5,250	6,508	6,526	6,540	6,570
长期投资	509	622	627	630	633
固定资产	892	850	839	838	846
无形资产	1,088	1,060	1,081	1,087	1,094
其他非流动资产	2,761	3,977	3,979	3,985	3,997
资产总计	14,437	17,095	20,244	22,962	25,728
流动负债	3,399	4,341	4,701	4,632	4,326
短期借款	446	901	1,201	601	0
应付票据及应付账款	1,773	2,204	2,186	2,575	2,710
其他流动负债	1,181	1,237	1,314	1,456	1,616
非流动负债	181	441	622	422	118
长期借款	20	323	504	304	0
其他非流动负债	161	118	118	118	118
负债合计	3,580	4,783	5,323	5,054	4,444
少数股东权益	84	129	178	236	303
股本	2,218	2,218	2,215	2,215	2,215
资本公积	2,979	2,777	2,726	2,726	2,726
留存收益	6,062	7,425	10,038	12,967	16,276
归属母公司股东权益	10,774	12,183	14,743	17,672	20,981
负债和股东权益	14,437	17,095	20,244	22,962	25,728

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,659	3,557	3,149	4,135	4,310
净利润	2,850	2,910	3,306	3,857	4,438
折旧摊销	200	213	81	87	88
财务费用	34	24	84	75	26
投资损失	-123	-76	-151	-172	-195
营运资金变动	626	385	-218	236	-108
其他经营现金流	72	101	47	54	61
投资活动现金流	-1,083	-3,330	345	33	18
资本支出	-340	-317	-99	-99	-110
长期投资	-396	-81	213	-144	-180
其他投资现金流	-348	-2,933	232	275	308
筹资活动现金流	287	-1,585	-433	-1,895	-2,164
短期借款	-444	455	300	-600	-601
长期借款	20	303	181	-200	-304
普通股增加	106	0	-3	0	0
资本公积增加	2,864	-202	-50	0	0
其他筹资现金流	-2,259	-2,141	-860	-1,095	-1,259
现金净增加额	2,844	-1,298	3,062	2,273	2,164

资料来源：聚源，中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,216	16,406	18,905	21,528	24,380
营业成本	2,466	3,049	3,161	3,498	3,882
营业税金及附加	38	32	57	65	73
营业费用	9,125	8,733	10,681	12,163	13,775
管理费用	463	526	605	689	780
研发费用	1,250	905	1,078	1,227	1,390
财务费用	-55	-74	-76	-87	-97
资产减值损失	-36	-90	-132	-151	-171
其他收益	167	133	170	194	219
公允价值变动收益	78	-40	95	108	122
投资净收益	123	76	151	172	195
资产处置收益	3	2	4	4	5
营业利润	3,261	3,309	3,685	4,298	4,946
营业外收入	4	11	8	9	10
营业外支出	17	19	19	22	24
利润总额	3,248	3,302	3,674	4,285	4,931
所得税	398	392	367	429	493
净利润	2,850	2,910	3,306	3,857	4,438
少数股东损益	-26	-45	50	58	67
归属母公司净利润	2,876	2,954	3,257	3,799	4,371
EBITDA	3,238	3,501	3,576	4,168	4,790
EPS (元)	1.31	1.34	1.47	1.71	1.97

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	12.62	1.17	15.23	13.87	13.25
营业利润 (%)	0.15	1.48	11.37	16.64	15.07
归属母公司净利润 (%)	4.15	2.74	10.23	16.64	15.07
获利能力					
毛利率 (%)	84.79	81.42	83.28	83.75	84.08
净利率 (%)	17.73	18.01	17.23	17.65	17.93
ROE (%)	26.69	24.25	22.09	21.50	20.83
ROIC (%)	23.41	21.30	18.85	19.46	19.82
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.80	27.98	26.29	22.01	17.27
净负债比率 (%)	32.97	38.85	35.67	28.22	20.88
流动比率	2.70	2.44	2.92	3.55	4.43
速动比率	2.37	2.18	2.67	3.27	4.11
营运能力					
总资产周转率	1.30	1.04	1.01	1.00	1.00
应收账款周转率	13.35	12.16	12.16	12.16	12.16
应付账款周转率	1.87	1.90	1.89	1.89	1.89
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.30	1.33	1.47	1.71	1.97
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.65	1.60	1.42	1.86	1.94
每股净资产 (最新摊薄)	4.86	5.49	6.65	7.97	9.46
估值比率					
P/E	23.67	23.04	20.90	17.92	15.57
P/B	6.32	5.59	4.62	3.85	3.24
EV/EBITDA	17.25	10.37	17.24	14.05	11.59

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。