

# 三七互娱 (002555.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q4 超预期，静待产品周期到来

### 业绩简评

- 2023年4月27日，公司发布22年年报，全年营收164.1亿元/yoy+1.17%，归母净利29.5亿/yoy+2.74%；单Q4营收47.3亿/yoy+15.15%，归母净利6.97亿/yoy+39.6%。

### 经营分析

- 收入：**在运营手游强韧性，海外增长亮眼。全年营收同比+1.2%，1)分产品：手游156.3亿/yoy+1.7%，主要系《Puzzles & Survival》《小小蚁国》等多款游戏生命周期较长，整体表现稳健；网页游戏5.99亿/yoy-27.8%，主要系用户向移动端转移+网页游戏产品数量减少。2)分地区：境外收入59.9亿/yoy+25.5%，主要系《Puzzles & Survival》《云上城之歌》等出海收入排名靠前且趋势向上，Data.ai数据显示22年公司在游戏厂商出海收入的排名攀升，10月首登第一；境内收入104.1亿/yoy-8.98%，主要系产品上新较少。Q4收入为22年4个季度中最高，yoy+15.15%，预计主要由海外增长贡献及国内22年9月底公测的《小小蚁国》带来增量。
- 盈利：**费率下降拉升全年净利率，Q4毛利率下滑+买量增加，盈利水平下滑。1)22年归母净利率18.0%/yoy+0.3pct，毛利率81.4%，同比-3.4pct，主要系游戏分成等成本增长；销售/管理/研发费率同比-3.0/+0.35/-2.2pct，销售费率下降主要系买量减少，研发费率降低主要系人员结构调整、非战略性品类研发投入减少。2)Q4归母净利率14.76%/yoy-13.4pct，环比变动不大(-0.9pct)，主要由于毛利率同比-5.9pct，预计主要系游戏分成等成本增长，买量增加致销售费率同比+8.8pct，人员结构调整致研发费率同比-0.98pct。
- 游戏储备丰富，静待产品周期到来。**1)产品储备秉持“精品化、多元化、全球化”战略，22年报披露储备33款，包括MMORPG、SLG、卡牌等品类，自研7款，12款全球发行，10款发境内，11款发境外，《最后的原始人》等多款游戏获得版号。2)主要研发项目中《扶摇一梦》《霸业》《龙与爱丽丝》研发完毕且均已获版号，上线可期，全球发行的代理游戏《凡人修仙传：人界篇》5月24日公测，Q2开始产品线逐步启动。

### 盈利预测、估值与评级

- 我们预计公司23-25年归母净利分别为33.24/39.26/45.49亿元，对应PE为18.62/15.76/13.60X，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 游戏产品上线不及预期；版号发放不及预期；监管风险

传媒与互联网组

分析师：陆意 (执业S1130522080009)

luyi5@gjzq.com.cn

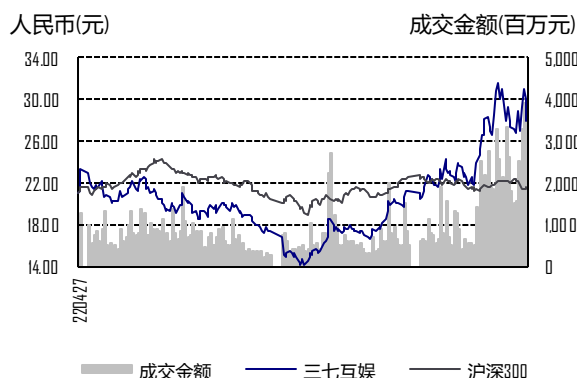
联系人：马晓婷

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：27.90元

相关报告：

- 《业绩符合预告，《小小蚁国》有望Q4贡献增量-三七互娱22年三...》，2022.10.31
- 《Q3业绩承压，关注《小小蚁国》等新游表现-三七互娱22年前三...》，2022.10.11



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,216	16,406	19,370	22,080	24,300
营业收入增长率	12.62%	1.17%	18.07%	13.99%	10.05%
归母净利润(百万元)	2,876	2,954	3,324	3,926	4,549
归母净利润增长率	4.15%	2.74%	12.51%	18.10%	15.88%
摊薄每股收益(元)	1.30	1.33	1.50	1.77	2.05
每股经营性现金流净额	1.65	1.60	1.26	1.74	2.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.69%	24.25%	24.06%	24.93%	25.17%
P/E	20.84	13.59	18.62	15.76	13.60
P/B	5.56	3.29	4.48	3.93	3.42

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>14,400</b>	<b>16,216</b>	<b>16,406</b>	<b>19,370</b>	<b>22,080</b>	<b>24,300</b>	货币资金	1,777	4,619	5,129	6,455	8,246	10,506	
增长率		12.6%	1.2%	18.1%	14.0%	10.1%	应收款项	1,250	1,354	1,521	1,718	1,931	2,039	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,758</b>	<b>-2,466</b>	<b>-3,049</b>	<b>-3,775</b>	<b>-4,056</b>	<b>-4,003</b>	存货	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	12.2%	15.2%	18.6%	19.5%	18.4%	16.5%	其他流动资产	2,774	3,214	3,936	4,240	4,414	4,337	
<b>毛利</b>	<b>12,642</b>	<b>13,750</b>	<b>13,357</b>	<b>15,595</b>	<b>18,024</b>	<b>20,297</b>	流动资产	5,800	9,187	10,587	12,413	14,590	16,882	
%销售收入	87.8%	84.8%	81.4%	80.5%	81.6%	83.5%	%总资产	54.9%	63.6%	61.9%	69.1%	72.2%	74.7%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-42</b>	<b>-38</b>	<b>-32</b>	<b>-48</b>	<b>-55</b>	<b>-61</b>	长期投资	1,028	1,397	1,577	1,579	1,581	1,583	
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	927	970	1,093	1,155	1,163	1,257	
<b>销售费用</b>	<b>-8,213</b>	<b>-9,125</b>	<b>-8,733</b>	<b>-10,382</b>	<b>-11,923</b>	<b>-13,365</b>	%总资产	8.8%	6.7%	6.4%	6.4%	5.8%	5.6%	
%销售收入	57.0%	56.3%	53.2%	53.6%	54.0%	55.0%	无形资产	2,769	2,776	2,748	2,796	2,835	2,865	
<b>管理费用</b>	<b>-366</b>	<b>-463</b>	<b>-526</b>	<b>-600</b>	<b>-640</b>	<b>-705</b>	非流动资产	4,764	5,250	6,508	5,561	5,609	5,732	
%销售收入	2.5%	2.9%	3.2%	3.1%	2.9%	2.9%	%总资产	45.1%	36.4%	38.1%	30.9%	27.8%	25.3%	
<b>研发费用</b>	<b>-1,113</b>	<b>-1,250</b>	<b>-905</b>	<b>-1,162</b>	<b>-1,325</b>	<b>-1,409</b>	<b>资产总计</b>	<b>10,564</b>	<b>14,437</b>	<b>17,095</b>	<b>17,975</b>	<b>20,199</b>	<b>22,614</b>	
%销售收入	7.7%	7.7%	5.5%	6.0%	6.0%	5.8%	短期借款	889	469	947	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>2,908</b>	<b>2,874</b>	<b>3,162</b>	<b>3,402</b>	<b>4,081</b>	<b>4,757</b>	应付款项	2,789	1,972	2,414	2,784	3,008	2,964	
%销售收入	20.2%	17.7%	19.3%	17.6%	18.5%	19.6%	其他流动负债	820	958	980	914	1,024	1,136	
<b>财务费用</b>	<b>23</b>	<b>55</b>	<b>74</b>	<b>66</b>	<b>91</b>	<b>94</b>	流动负债	4,498	3,399	4,341	3,698	4,032	4,100	
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	长期贷款	0	20	323	343	328	366	
<b>资产减值损失</b>	<b>-193</b>	<b>-36</b>	<b>-90</b>	<b>-33</b>	<b>-33</b>	<b>-26</b>	其他长期负债	0	161	118	12	9	6	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>196</b>	<b>78</b>	<b>-40</b>	<b>79</b>	<b>57</b>	<b>69</b>	负债	4,499	3,580	4,783	4,053	4,369	4,473	
<b>投资收益</b>	<b>155</b>	<b>123</b>	<b>76</b>	<b>98</b>	<b>108</b>	<b>124</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,037</b>	<b>10,774</b>	<b>12,183</b>	<b>13,816</b>	<b>15,746</b>	<b>18,077</b>	
%税前利润	4.8%	3.8%	2.3%	2.6%	2.4%	2.4%	其中：股本	2,112	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	
<b>营业利润</b>	<b>3,256</b>	<b>3,261</b>	<b>3,309</b>	<b>3,757</b>	<b>4,443</b>	<b>5,152</b>	未分配利润	3,960	5,895	6,758	8,308	10,238	12,569	
营业利润率	22.6%	20.1%	20.2%	19.4%	20.1%	21.2%	少数股东权益	28	84	129	106	84	64	
<b>营业外收支</b>	<b>-7</b>	<b>-12</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,564</b>	<b>14,437</b>	<b>17,095</b>	<b>17,975</b>	<b>20,199</b>	<b>22,614</b>	
<b>税前利润</b>	<b>3,249</b>	<b>3,248</b>	<b>3,302</b>	<b>3,751</b>	<b>4,437</b>	<b>5,147</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	22.6%	20.0%	20.1%	19.4%	20.1%	21.2%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-213</b>	<b>-398</b>	<b>-392</b>	<b>-450</b>	<b>-532</b>	<b>-618</b>	每股收益	1.307	1.297	1.332	1.499	1.770	2.051	
所得税率	6.6%	12.3%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%	每股净资产	2.858	4.858	5.493	6.230	7.100	8.151	
<b>净利润</b>	<b>3,036</b>	<b>2,850</b>	<b>2,910</b>	<b>3,301</b>	<b>3,904</b>	<b>4,529</b>	每股经营现金净流	1.386	1.650	1.604	1.265	1.736	2.051	
少数股东损益	275	-26	-45	-23	-22	-20	每股股利	0.500	0.520	0.800	0.800	0.900	1.000	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,761</b>	<b>2,876</b>	<b>2,954</b>	<b>3,324</b>	<b>3,926</b>	<b>4,549</b>	<b>回报率</b>							
净利率	19.2%	17.7%	18.0%	17.2%	17.8%	18.7%	净资产收益率	45.73%	26.69%	24.25%	24.06%	24.93%	25.17%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	26.13%	19.92%	17.28%	18.49%	19.44%	20.12%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	39.06%	21.99%	20.37%	20.99%	22.22%	22.62%	
<b>净利润</b>	<b>3,036</b>	<b>2,850</b>	<b>2,910</b>	<b>3,301</b>	<b>3,904</b>	<b>4,529</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	275	-26	-45	-23	-22	-20	主营业务收入增长率	8.86%	12.62%	1.17%	18.07%	13.99%	10.05%	
<b>非现金支出</b>	<b>305</b>	<b>239</b>	<b>312</b>	<b>149</b>	<b>167</b>	<b>175</b>	EBIT增长率	10.75%	-1.16%	10.03%	7.58%	19.95%	16.57%	
非经营收益	-290	-56	-50	-188	-138	-166	净利润增长率	30.56%	4.15%	2.74%	12.51%	18.10%	15.88%	
<b>营运资金变动</b>	<b>-123</b>	<b>626</b>	<b>385</b>	<b>-457</b>	<b>-84</b>	<b>11</b>	总资产增长率	4.13%	36.66%	18.41%	5.15%	12.37%	11.96%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,928</b>	<b>3,659</b>	<b>3,557</b>	<b>2,805</b>	<b>3,849</b>	<b>4,549</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-1,071</b>	<b>-340</b>	<b>-317</b>	<b>1,022</b>	<b>-183</b>	<b>-273</b>	应收账款周转天数	31.1	27.3	30.0	31.0	31.0	30.0	
投资	-151	-396	-81	77	55	67	存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0	
其他	612	-348	-2,933	98	108	124	应付账款周转天数	259.3	195.6	192.4	180.0	180.0	180.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-610</b>	<b>-1,083</b>	<b>-3,330</b>	<b>1,197</b>	<b>-20</b>	<b>-82</b>	固定资产周转天数	23.4	20.1	18.9	16.3	15.1	13.9	
股权募资	0	2,983	93	83	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	608	-423	781	-927	-15	38	净负债/股东权益	-36.42%	-57.36%	-54.03%	-63.96%	-67.66%	-71.29%	
其他	-3,236	-2,274	-2,459	-1,828	-2,020	-2,242	EBIT利息保障倍数	-126.4	-52.1	-42.7	-51.4	-44.6	-50.3	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,628</b>	<b>287</b>	<b>-1,585</b>	<b>-2,672</b>	<b>-2,035</b>	<b>-2,204</b>	资产负债率	42.59%	24.80%	27.98%	22.55%	21.63%	19.78%	
<b>现金净流量</b>	<b>-361</b>	<b>2,844</b>	<b>-1,298</b>	<b>1,330</b>	<b>1,794</b>	<b>2,263</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-06-30	买入	24.28	N/A
2	2021-08-31	买入	16.24	N/A
3	2021-11-01	买入	23.80	N/A
4	2022-04-26	买入	19.70	N/A
5	2022-10-11	买入	16.80	N/A
6	2022-10-31	买入	14.14	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402