

## 三七互娱 (002555)

# 2022 年年报&2023Q1 季报点评: 业绩超市场预期, 新产品周期开启在即

买入 (维持)

2023 年 05 月 02 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 陈欣

执业证书: S0600122070012  
chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	16,406	19,687	22,016	24,217
同比	1%	20%	12%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	2,954	3,391	3,814	4,236
同比	3%	15%	12%	11%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.33	1.53	1.72	1.91
P/E (现价&最新股本摊薄)	23.04	20.08	17.84	16.07

关键词: #业绩超预期

### 投资要点

- **事件:** 2022 年公司实现营收 164.06 亿元, yoy+1.17%, 归母净利润 29.54 亿元, yoy+2.74%, 扣非归母净利润 28.83 亿元, yoy+9.76%。2023Q1 实现营收 37.65 亿元, yoy-7.94%, qoq-20.37%; 归母净利润 7.75 亿元, yoy+1.92%, qoq+11.02%, 扣非归母净利润 6.70 亿元, yoy-12.01%, qoq -0.29%, 业绩超过市场预期。
- **出海收入引领增长, “因地制宜”策略有望持续验证。** 2022 年公司营收同比增长 1.17%, 其中海外地区收入 59.94 亿元, 同比增长 25.47%, 营收占比达 36.54%, 为整体营收同比增长的主要驱动力。公司 2012 年起布局海外市场, 已取得长周期品类的显著突破, 全球化战略布局成效出众, 根据 Data.ai 数据, 2022 年公司在游戏厂商出海收入排行榜中排名稳步上升, 并于 2022 年 10 月首登榜首。公司已成功推出《Puzzles & Survival》《云上城之歌》等多款产品, 形成以 MMO、SLG、卡牌、模拟经营为基石的产品矩阵, 我们看好公司出海老游延续稳健表现, 《Ant Legion》等新游流水逐步爬升, 推动出海收入实现阶梯式增长。
- **长线运营能力逐步验证, 多元新游贡献增量。** 营收端, 2022 年公司境内营收同比下降 8.98%, 其中手游收入略有下降, 我们认为主要受产品周期影响, 2021 年公司上线《斗罗大陆: 魂师对决》等重点产品, 2022 年产品步入成熟期, 流水稳健但较峰值有所回落, 而新游于 2022Q4 相继上线, 于全年增量贡献相对有限。费用端, 2022Q4 新游《小小蚁国》《空之要塞: 启航》《光明冒险》相继上线, 对应销售费用率环比提升 2.43pct 至 53.88%, 但因为全年产品周期较 2021 年偏弱, 2022 年销售费用率同比下降 3.04pct 至 53.23%。同时公司根据战略游戏品类调整研发人员结构, 减少非战略品类研发投入, 截至 2022 年研发人员同比减少 15.48% 至 1654 人, 对应 2022 年研发费用率同比下降 2.20pct 至 5.51%。
- **新一轮产品周期即将开启, 多元化转型有望持续获验。** 公司持续深化 MMO、SLG、卡牌及模拟经营赛道, 截至 2023Q1, 储备有超 30 款产品, 包括自研产品 SLG《霸业》、MMO《扶摇一梦》、卡牌《龙与爱丽丝》等, 代理产品 MMO《凡人修仙传: 人界篇》、卡牌《最后的原始人》、SLG《Puzzles&Chaos》等。其中《最后的原始人》《凡人修仙传: 人界篇》将分别于 2023 年 5 月 6 日、24 日上线, 公司产品及版号储备充沛, 多元品类新游有望陆续上线, 支撑 2023-2024 年业绩向上弹性。
- **盈利预测与投资评级:** 公司 2023Q1 业绩超市场预期及我们预期, 但考虑到新游上线时间较我们此前预期有所延迟, 我们小幅下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.53/1.72/1.91 元 (2023-2024 年此前为 1.60/1.82 元), 对应当前股价 PE 分别为 20/18/16 倍。公司新产品周期开启在即, 我们看好公司“精品化、多元化、全球化”战略持续推进, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新游上线不及预期、行业监管趋严、行业竞争加剧风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	30.69
一年最低/最高价	13.96/33.20
市净率(倍)	5.24
流通 A 股市值(百万元)	50,194.27
总市值(百万元)	68,066.25

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.85
资产负债率(% ,LF)	31.12
总股本(百万股)	2,217.86
流通 A 股(百万股)	1,635.53

### 相关研究

《三七互娱(002555): 2022 年三季报点评: 老游流水有所滑落, 期待新游业绩逐步释放》

2022-10-31

《三七互娱(002555): 2022 年中报点评: 业绩落入预告上限, 看好出海业务持续驱动增长》

2022-08-30

## 三七互娱三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>10,587</b>	<b>14,991</b>	<b>18,576</b>	<b>23,394</b>	<b>营业总收入</b>	<b>16,406</b>	<b>19,687</b>	<b>22,016</b>	<b>24,217</b>
货币资金及交易性金融资产	7,922	11,315	14,697	19,200	营业成本(含金融类)	3,049	3,903	4,376	4,814
经营性应收款项	2,289	3,278	3,470	3,774	税金及附加	32	59	66	73
存货	0	0	0	0	销售费用	8,733	10,631	11,888	13,077
合同资产	0	0	0	0	管理费用	526	669	749	823
其他流动资产	375	398	409	420	研发费用	905	984	1,101	1,211
<b>非流动资产</b>	<b>6,508</b>	<b>6,723</b>	<b>6,732</b>	<b>6,749</b>	财务费用	-74	-54	-141	-199
长期股权投资	622	673	777	866	加:其他收益	133	138	110	121
固定资产及使用权资产	882	707	515	307	投资净收益	76	98	110	121
在建工程	243	243	243	243	公允价值变动	-40	0	0	0
无形资产	1,060	1,407	1,507	1,646	减值损失	-99	0	0	0
商誉	1,589	1,580	1,578	1,574	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	99	99	99	99	<b>营业利润</b>	<b>3,309</b>	<b>3,730</b>	<b>4,196</b>	<b>4,660</b>
其他非流动资产	2,014	2,014	2,014	2,014	营业外净收支	-7	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>17,095</b>	<b>21,714</b>	<b>25,308</b>	<b>30,143</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,302</b>	<b>3,730</b>	<b>4,196</b>	<b>4,660</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,341</b>	<b>5,604</b>	<b>5,422</b>	<b>6,063</b>	减:所得税	392	373	420	466
短期借款及一年内到期的非流动负债	947	46	46	46	<b>净利润</b>	<b>2,910</b>	<b>3,357</b>	<b>3,777</b>	<b>4,194</b>
经营性应付款项	2,204	2,965	3,211	3,556	减:少数股东损益	-45	-34	-38	-42
合同负债	260	399	428	458	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,954</b>	<b>3,391</b>	<b>3,814</b>	<b>4,236</b>
其他流动负债	931	2,193	1,737	2,003	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.33	1.53	1.72	1.91
非流动负债	441	441	441	441	EBIT	3,272	3,710	4,093	4,503
长期借款	323	323	323	323	EBITDA	3,501	3,910	4,309	4,724
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	81.42	80.17	80.12	80.12
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	18.01	17.22	17.33	17.49
其他非流动负债	101	101	101	101	收入增长率(%)	1.17	20.00	11.83	10.00
<b>负债合计</b>	<b>4,783</b>	<b>6,045</b>	<b>5,863</b>	<b>6,504</b>	归母净利润增长率(%)	2.74	14.76	12.50	11.04
归属母公司股东权益	12,183	15,574	19,388	23,624					
少数股东权益	129	95	57	15					
<b>所有者权益合计</b>	<b>12,312</b>	<b>15,669</b>	<b>19,446</b>	<b>23,639</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,095</b>	<b>21,714</b>	<b>25,308</b>	<b>30,143</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,557	4,651	3,511	4,633	每股净资产(元)	5.49	7.02	8.74	10.65
投资活动现金流	-3,330	-317	-115	-116	最新发行在外股份(百万股)	2,218	2,218	2,218	2,218
筹资活动现金流	-1,585	-942	-13	-13	ROIC(%)	23.08	22.52	20.53	18.48
现金净增加额	-1,298	3,393	3,382	4,503	ROE-摊薄(%)	24.25	21.77	19.67	17.93
折旧和摊销	213	200	216	221	资产负债率(%)	27.98	27.84	23.17	21.58
资本开支	-317	-364	-121	-148	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.04	20.08	17.84	16.07
营运资本变动	286	-88	82	72	P/B(现价)	5.59	4.37	3.51	2.88

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

