

2023年08月30日

AI 布局持续深化，Q3 业绩可期

三七互娱 (002555)

| | | | |
|--------|-------|--------------|-------------|
| 评级: | 增持 | 股票代码: | 002555 |
| 上次评级: | 增持 | 52 周最高价/最低价: | 37.97/13.96 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 591.73 |
| 最新收盘价: | 26.68 | 自由流通市值(亿) | 436.36 |
| | | 自由流通股数(百万) | 1,635.53 |

► 事件概述

公司发布 2023 年半年报及 2023 年三季度业绩预告。2023 年上半年，公司实现营业收入 77.6 亿元，同比-4.1%；归母净利润 12.3 亿元，同比-27.7%。2023 年三季度，公司预计实现归母净利润 9.5-10.5 亿元，同比+69.2%-87.0%；扣非后归母净利 8.5-9.5 亿元，同比+49.8%-67.5%。

► 新游表现亮眼筑基 Q3，存量游戏表现稳健

2023 年二季度，公司营收同比微负，归母净利润同比-51.7%，主要系代理游戏数量增长导致版权成本提升、新游上线推高销售费用所致。报告期内，《凡人修仙传：人界篇》成为市场爆款，《霸业》《最后的原始人》等诸多新品亦表现出色。存量游戏方面，《Puzzles&Survival》《叫我大掌柜》《斗罗大陆：魂师对决》《绝世仙王》《云上城之歌》《小小蚁国》《空之要塞：启航》等多款在运营产品仍保持旺盛的产品生命力和潜力，为公司业务发展贡献稳定的业绩。展望 Q3，我们认为随着新游陆续进入稳定增长阶段，重磅新品有望持续贡献长线业绩，销售费用亦将环比回落。

► 出海基本盘坚实，管线储备蓄势待发

公司稳居中国出海游戏厂商第一梯队，报告期内境外营业收入占比达 39%，在全球市场已形成以 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营为基石的产品矩阵，《Puzzles&Survival》《云上城之歌》《叫我大掌柜》《绝世仙王》《Ant Legion》等多款出海标杆产品表现稳健。管线储备方面，公司持续深耕优势赛道，构建多元产品储备矩阵，预计将在未来季度间陆续发行，其中自研产品近十款，包括 MMO《扶摇一梦》、卡牌《龙与爱丽丝》等；同时通过投资布局等方式，与优秀游戏研发商长期深度合作，形成丰富的外部研发储备，在产品供给侧进行多元化布局，储备代理产品超 20 款，包括 SLG《PuzzlesChaos》、卡牌《空之要塞：启航》等。

► AI 布局不断深化，已形成完整游戏工业化管线

公司持续探索创新技术在游戏中的深度应用，将大数据、AI 等先进数字技术转化为生产力，近年间不断通过决策式 AI、生成式 AI 进行技术迭代优化，打造一整套嵌入 AI 与大数据技术的数智化产品矩阵，贯穿研运全流程，构建出一条成熟、完整的游戏工业化管线。具体应用方面，公司积极探索游戏工业化 AI+应用，将 AIGC 技术融入自研的美术设计中台“图灵”之中，赋能辅助文本、图像、音频、视频等设计资产的生成、储备与管理；公司自研手游《斗罗大陆：魂师对决》曾有效应用了 AI 数值平衡测试功能，改善了玩家的游戏体验，提升游戏生命周期。

► 投资建议

公司储备丰富，版号常态化发放趋势推动业绩稳健增长，综合考虑产品上线节奏，我们维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营收 192/215/234 亿元，实现归母净利润 33/38/44 亿元，EPS 为 1.50/1.73/1.98 元，对应 2022 年 8 月 30 日 26.68 元/股收盘价，PE 为 18/15/13 倍。公司新品表现出色、产品流水基本盘稳健，随着游戏版号的稳定下发，行业监管逐渐明朗，我们认为长周期战略下公司未来业绩增长稳健且可持续，维持“增持”评级。

► 风险提示

游戏版号政策收缩风险；新游测试不及预期风险；税收优惠政策被取消风险；人才流失风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 16,216 | 16,406 | 19,227 | 21,501 | 23,436 |
| YoY (%) | 12.6% | 1.2% | 17.2% | 11.8% | 9.0% |
| 归母净利润(百万元) | 2,876 | 2,954 | 3,320 | 3,835 | 4,392 |
| YoY (%) | 4.2% | 2.7% | 12.4% | 15.5% | 14.5% |
| 毛利率 (%) | 84.8% | 81.4% | 85.5% | 85.7% | 85.8% |
| 每股收益 (元) | 1.31 | 1.34 | 1.50 | 1.73 | 1.98 |
| ROE | 26.7% | 24.2% | 22.8% | 20.9% | 19.3% |
| 市盈率 | 20.37 | 19.91 | 17.82 | 15.43 | 13.47 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：赵琳

邮箱：zhaolin@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 16,406 | 19,227 | 21,501 | 23,436 | 净利润 | 2,910 | 3,320 | 3,835 | 4,392 |
| YoY (%) | 1.2% | 17.2% | 11.8% | 9.0% | 折旧和摊销 | 213 | 200 | 200 | 200 |
| 营业成本 | 3,049 | 2,796 | 3,074 | 3,317 | 营运资金变动 | 385 | -19 | -537 | -27 |
| 营业税金及附加 | 32 | 48 | 54 | 59 | 经营活动现金流 | 3,557 | 3,387 | 3,347 | 4,406 |
| 销售费用 | 8,733 | 10,671 | 11,933 | 12,890 | 资本开支 | -317 | -274 | -90 | -100 |
| 管理费用 | 526 | 769 | 645 | 656 | 投资 | -81 | -728 | -747 | -742 |
| 财务费用 | -74 | -174 | -249 | -328 | 投资活动现金流 | -3,330 | -831 | -655 | -650 |
| 研发费用 | 905 | 1,577 | 1,935 | 2,109 | 股权募资 | 93 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -90 | -30 | -30 | -30 | 债务募资 | 781 | -871 | 30 | 30 |
| 投资收益 | 76 | 96 | 108 | 117 | 筹资活动现金流 | -1,585 | -1,728 | -978 | -1,310 |
| 营业利润 | 3,309 | 3,896 | 4,499 | 5,152 | 现金净流量 | -1,298 | 828 | 1,715 | 2,445 |
| 营业外收支 | -7 | -13 | -14 | -15 | | | | | |
| 利润总额 | 3,302 | 3,883 | 4,485 | 5,137 | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 所得税 | 392 | 388 | 449 | 514 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 2,910 | 3,495 | 4,037 | 4,623 | 营业收入增长率 | 1.2% | 17.2% | 11.8% | 9.0% |
| 归属于母公司净利润 | 2,954 | 3,320 | 3,835 | 4,392 | 净利润增长率 | 2.7% | 12.4% | 15.5% | 14.5% |
| YoY (%) | 2.7% | 12.4% | 15.5% | 14.5% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 1.34 | 1.50 | 1.73 | 1.98 | 毛利率 | 81.4% | 85.5% | 85.7% | 85.8% |
| | | | | | 净利率 | 18.0% | 17.3% | 17.8% | 18.7% |
| | | | | | 总资产收益率 ROA | 17.3% | 17.2% | 16.6% | 15.6% |
| | | | | | 净资产收益率 ROE | 24.2% | 22.8% | 20.9% | 19.3% |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 偿债能力 | | | | |
| 货币资金 | 5,129 | 5,957 | 7,672 | 10,117 | 流动比率 | 2.44 | 3.12 | 4.27 | 5.06 |
| 预付款项 | 855 | 1,190 | 1,162 | 1,199 | 速动比率 | 2.18 | 2.67 | 3.74 | 4.53 |
| 存货 | 0 | 20 | 20 | 20 | 现金比率 | 1.18 | 1.36 | 2.15 | 2.89 |
| 其他流动资产 | 4,602 | 5,564 | 6,570 | 7,575 | 资产负债率 | 28.0% | 23.0% | 18.2% | 16.5% |
| 流动资产合计 | 10,587 | 12,732 | 15,424 | 18,911 | 经营效率 | | | | |
| 长期股权投资 | 622 | 710 | 816 | 917 | 总资产周转率 | 1.04 | 1.06 | 1.01 | 0.92 |
| 固定资产 | 850 | 866 | 812 | 762 | 每股指标 (元) | | | | |
| 无形资产 | 1,060 | 1,139 | 1,112 | 1,093 | 每股收益 | 1.34 | 1.50 | 1.73 | 1.98 |
| 非流动资产合计 | 6,508 | 6,838 | 7,029 | 7,236 | 每股净资产 | 5.49 | 6.56 | 8.29 | 10.26 |
| 资产合计 | 17,095 | 19,570 | 22,453 | 26,147 | 每股经营现金流 | 1.60 | 1.40 | 1.52 | 2.01 |
| 短期借款 | 901 | 0 | 0 | 0 | 每股股利 | 0.80 | 0.45 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款及票据 | 2,204 | 2,124 | 2,256 | 2,451 | 估值分析 | | | | |
| 其他流动负债 | 1,237 | 1,998 | 1,688 | 1,890 | PE | 19.91 | 17.82 | 15.43 | 13.47 |
| 流动负债合计 | 4,341 | 4,121 | 3,944 | 4,341 | PB | 3.29 | 4.07 | 3.22 | 2.60 |
| 长期借款 | 323 | 323 | 323 | 323 | | | | | |
| 其他长期负债 | 118 | 148 | 178 | 208 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 441 | 471 | 501 | 531 | | | | | |
| 负债合计 | 4,783 | 4,593 | 4,445 | 4,872 | | | | | |
| 股本 | 2,218 | 2,218 | 2,218 | 2,218 | | | | | |
| 少数股东权益 | 129 | 380 | 635 | 903 | | | | | |
| 股东权益合计 | 12,312 | 14,977 | 18,008 | 21,274 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 17,095 | 19,570 | 22,453 | 26,147 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。