

三七互娱 (002555.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 盈利短期承压，Q3 释放利润

业绩简评

- 2023年8月30日，公司发布23年中报及前三季度业绩预告，H1营收77.6亿元/yoy-4.1%，归母净利12.3亿/yoy-27.7%，扣非归母11.2亿/yoy-32.1%；Q2收入40.0亿/yoy-0.2%，归母净利4.5亿/yoy-51.7%，扣非归母4.45亿/yoy-49.5%；预计Q3归母净利9.5-10.5亿，同增69.2%-87.0%，扣非归母8.5-9.5亿，同增49.8%-67.5%。

经营分析

- 收入：整体稳健，新游Q2中下旬上线增量贡献有限，预计Q3起进一步释放。**1) Q2总收入同比-0.2%，H1移动游戏收入74.8亿/yoy-3.4%，主要系老游戏流水因生命周期有自然下滑，新游《最后的原始人》《凡人修仙传》《霸业》分别5月6日、5月24日、6月6日上线，Q2贡献有限，而去年同期多款游戏处于成熟期，基数较高。2) 分地区：H1境内收入47.3亿/yoy-6.45%，主要系Q2主要在国内上线新游；境外收入30.3亿/yoy-0.17%，表明出海游戏表现稳健，据Sensor Tower，2023《Puzzles & Survival》位于中国出海手游收入排行榜的第5左右，对比Q1的2-3名表现稳健，《小小蚁国》排名23左右，环比Q1持平，印证公司较强的出海能力。
- 盈利：Q2短期承压，预计Q3起释放利润。**Q2归母净利同比-51.7%，净利率11.1%，同、环比分别-12.0/-9.3pct，主要由于：1) Q2毛利率同比-3.7pct至78.85%，环比+0.6pct，变化不大，同比下降主要由于《凡人修仙传》等代理游戏收入占比提高，分成成本增加。2) 新游上线，营销推广费用增加，Q2销售费率同、环比+8.3/+8.2pct；管理人员薪酬及股份支付费用增加，Q2管理费率同、环比分别+0.75/-0.09pct。公司预计Q3归母净利同增69.2%-87.0%，释放利润主要系Q2上线新游贡献更多，新游逐渐成熟后销售费率将降低。
- 游戏储备丰富，静待上线。**公司中报披露的储备游戏30余款，品类涵盖MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等赛道，其中半数以上游戏全球发行；《扶摇一梦》《龙与爱丽丝》《空之勇者》等储备产品将在未来上线。

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33.82/38.33/44.71亿元，对应PE为22.87/15.44/13.23X，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

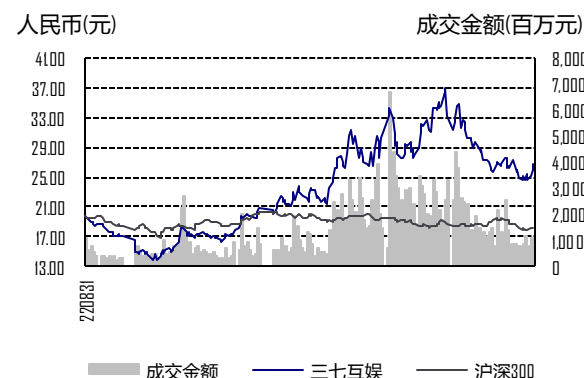
联系人：马晓婷

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：26.68元

相关报告：

- 《三七互娱一季报点评：Q1业绩超预期，23年产品周期将至》，2023.5.2
- 《三七互娱公司点评：Q4超预期，静待产品周期到来》，2023.4.28
- 《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



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	19,025	21,285	23,250
营业收入增长率	12.62%	1.17%	15.96%	11.88%	9.23%
归母净利润(百万元)	2,876	2,954	3,382	3,833	4,471
归母净利润增长率	4.15%	2.74%	14.49%	13.31%	16.67%
摊薄每股收益(元)	1.30	1.33	1.53	1.73	2.02
每股经营性现金流净额	1.65	1.60	1.80	1.76	2.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.69%	24.25%	24.38%	24.39%	24.89%
P/E	20.84	13.59	22.87	15.44	13.23
P/B	5.56	3.29	5.58	3.77	3.29

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	14,400	16,216	16,406	19,025	21,285	23,250
增长率		12.6%	1.2%	16.0%	11.9%	9.2%
主营业务成本	-1,758	-2,466	-3,049	-4,033	-3,983	-4,229
%销售收入	12.2%	15.2%	18.6%	21.2%	18.7%	18.2%
毛利	12,642	13,750	13,357	14,992	17,302	19,021
%销售收入	87.8%	84.8%	81.4%	78.8%	81.3%	81.8%
营业税金及附加	-42	-38	-32	-38	-43	-47
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-8,213	-9,125	-8,733	-9,893	-11,387	-12,369
%销售收入	57.0%	56.3%	53.2%	52.0%	53.5%	53.2%
管理费用	-366	-463	-526	-609	-639	-698
%销售收入	2.5%	2.9%	3.2%	3.2%	3.0%	3.0%
研发费用	-1,113	-1,250	-905	-989	-1,171	-1,209
%销售收入	7.7%	7.7%	5.5%	5.2%	5.5%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	2,908	2,874	3,162	3,463	4,063	4,699
%销售收入	20.2%	17.7%	19.3%	18.2%	19.1%	20.2%
财务费用	23	55	74	59	2	63
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.3%	0.0%	-0.3%
资产减值损失	-193	-36	-90	-32	-31	-25
公允价值变动收益	196	78	-40	79	57	69
投资收益	155	123	76	98	108	124
%税前利润	4.8%	3.8%	2.3%	2.6%	2.5%	2.5%
营业利润	3,256	3,261	3,309	3,812	4,337	5,064
营业利润率	22.6%	20.1%	20.2%	20.0%	20.4%	21.8%
营业外收支	-7	-12	-7	6	-6	-5
税前利润	3,249	3,248	3,302	3,818	4,331	5,058
利润率	22.6%	20.0%	20.1%	20.1%	20.3%	21.8%
所得税	-213	-398	-392	-458	-520	-607
所得税率	6.6%	12.3%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	3,036	2,850	2,910	3,359	3,811	4,451
少数股东损益	275	-26	-45	-23	-22	-20
归属于母公司的净利润	2,761	2,876	2,954	3,382	3,833	4,471
净利率	19.2%	17.7%	18.0%	17.8%	18.0%	19.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,036	2,850	2,910	3,359	3,811	4,451
少数股东损益	275	-26	-45	-23	-22	-20
非现金支出	305	239	312	148	165	172
非经营收益	-290	-56	-50	-110	-24	-137
营运资金变动	-123	626	385	604	-50	214
经营活动现金净流	2,928	3,659	3,557	4,001	3,901	4,700
资本开支	-1,071	-340	-317	-456	37	-213
投资	-151	-396	-81	77	55	67
其他	612	-348	-2,933	98	108	124
投资活动现金净流	-610	-1,083	-3,330	-281	200	-22
股权募资	0	2,983	93	83	0	0
债权募资	608	-423	781	1,568	-1,396	-861
其他	-3,236	-2,274	-2,459	-1,907	-2,134	-2,281
筹资活动现金净流	-2,628	287	-1,585	-256	-3,530	-3,142
现金净流量	-361	2,844	-1,298	3,464	571	1,537

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,777	4,619	5,129	8,589	9,157	10,691
应收款项	1,250	1,354	1,521	1,688	1,861	1,950
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,774	3,214	3,936	4,633	4,189	4,205
流动资产	5,800	9,187	10,587	14,910	15,207	16,846
%总资产	54.9%	63.6%	61.9%	68.4%	68.5%	70.5%
长期投资	1,028	1,397	1,577	1,579	1,581	1,583
固定资产	927	970	1,093	1,195	1,234	1,269
%总资产	8.8%	6.7%	6.4%	5.5%	5.6%	5.3%
无形资产	2,769	2,776	2,748	2,796	2,835	2,865
非流动资产	4,764	5,250	6,508	6,901	6,979	7,055
%总资产	45.1%	36.4%	38.1%	31.6%	31.5%	29.5%
资产总计	10,564	14,437	17,095	21,811	22,186	23,901
短期借款	889	469	947	2,395	979	80
应付款项	2,789	1,972	2,414	3,870	3,742	3,978
其他流动负债	820	958	980	1,001	1,088	1,197
流动负债	4,498	3,399	4,341	7,265	5,809	5,255
长期贷款	0	20	323	443	463	501
其他长期负债	0	161	118	122	119	116
负债	4,498	3,580	4,783	7,830	6,391	5,872
普通股股东权益	6,037	10,774	12,183	13,875	15,711	17,965
其中：股本	2,112	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218
未分配利润	3,960	5,895	6,758	8,366	10,203	12,456
少数股东权益	28	84	129	106	84	64
负债股东权益合计	10,564	14,437	17,095	21,811	22,186	23,901

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.307	1.297	1.332	1.525	1.728	2.016
每股净资产	2.858	4.858	5.493	6.256	7.084	8.100
每股经营现金净流	1.386	1.650	1.604	1.804	1.759	2.119
每股股利	0.500	0.520	0.800	0.800	0.900	1.000
回报率						
净资产收益率	45.73%	26.69%	24.25%	24.38%	24.39%	24.89%
总资产收益率	26.13%	19.92%	17.28%	15.51%	17.27%	18.71%
投入资本收益率	39.06%	21.99%	20.37%	18.00%	20.61%	22.09%
增长率						
主营业务收入增长率	8.86%	12.62%	1.17%	15.96%	11.88%	9.23%
EBIT增长率	10.75%	-1.16%	10.03%	9.51%	17.32%	15.65%
净利润增长率	30.56%	4.15%	2.74%	14.49%	13.31%	16.67%
总资产增长率	4.13%	36.66%	18.41%	27.59%	1.72%	7.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.1	27.3	30.0	31.0	31.0	30.0
存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	259.3	195.6	192.4	200.0	190.0	190.0
固定资产周转天数	23.4	20.1	18.9	16.5	15.1	14.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.42%	-57.36%	-54.03%	-61.11%	-66.53%	-71.57%
EBIT利息保障倍数	-126.4	-52.1	-42.7	-58.9	-2,541.2	-75.1
资产负债率	42.59%	24.80%	27.98%	35.90%	28.81%	24.57%

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	2021-08-31	买入	16.24	N/A
2	2021-11-01	买入	23.80	N/A
3	2022-04-26	买入	19.70	N/A
4	2022-10-11	买入	16.80	N/A
5	2022-10-31	买入	14.14	N/A
6	2023-04-28	买入	27.90	N/A
7	2023-05-02	买入	30.69	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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806