

三七互娱 (002555)

2023 年中报点评: 新游投放致 Q2 承压, Q3 步入利润释放期

买入 (维持)

2023 年 08 月 31 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

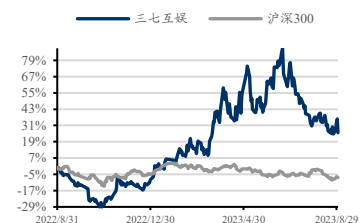
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	16,406	17,315	19,295	20,644
同比	1%	6%	11%	7%
归属母公司净利润 (百万元)	2,954	3,391	3,910	4,357
同比	3%	15%	15%	11%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.33	1.53	1.76	1.96
P/E (现价&最新股本摊薄)	18.53	16.14	14.00	12.56

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 2023H1 公司实现营收 77.61 亿元, yoy-4.10%, 归母净利润 12.26 亿元, yoy-27.67%, 扣非归母净利润 11.15 亿元, yoy-32.13%。其中, 2023Q2 实现营收 39.96 亿元, yoy-0.18%, qoq+6.14%, 归母净利润 4.51 亿元, yoy-51.72%, qoq-41.71%, 扣非归母净利润 4.45 亿元, yoy-49.51%, qoq-33.61%。同时公司发布 2023Q3 业绩预告, 预计实现归母净利润 9.5-10.5 亿元, yoy+69.17%~+86.98%, qoq+110.41%~+132.56%, 扣非归母净利润 8.5-9.5 亿元, yoy+49.83%~+67.46%, qoq+90.89%~+113.45%。2023Q1-3 业绩基本符合我们预期。
- **老游流水自然回落, 新游上线当期营收贡献有限。** 2023H1 公司营收同比下滑 4.10%, 其中出海收入同比基本持平, 国内收入同比下滑 6.45%, 主要系《斗罗大陆: 魂师对决》等存量产品生命周期内流水自然回落, 部分被 2023Q2 新游流水增量所抵消, 但因为新游《最后的原始人》《凡人修仙传: 人界篇》《霸业》分别于 2023 年 5 月 6 日, 5 月 24 日、6 月 5 日上线, 于 2023H1 当期的营收贡献较为有限。单季度来看, 2023Q2 营收环比增长 6.14%, 主要得益于新游流水增量贡献, 我们看好公司持续提升长线运营能力, 《凡人》等新游将继续驱动 2023Q3 营收增长。
- **新游收入费用错配致业绩波动, Q3 利润显著释放。** 2023H1 公司归母/扣非归母净利润同比下滑 27.67%/32.13%, 主要系 2023Q2 新游上线初期投放致销售费用走高, 致当期利润承压。2023Q2 公司销售费用达 23.62 亿元, 同比/环比增加 3.28/4.44 亿元, 销售费用率为 59.10%, 同比/环比提升 8.31pct/8.16pct, 对应 2023Q2 归母净利润同环比大幅减少, 归母/扣非归母净利率为 11.30%/11.14%, 同比减少 12.06pct/10.88pct, 环比减少 9.28pct/6.67pct。展望 2023Q3 及后续, 新游买量投放减缓, 流水步入稳健增长阶段, 利润将持续释放, 公司预计 2023Q3 将实现归母/扣非归母净利润 9.5-10.5、8.5-9.5 亿元, 同环比均实现高增长。
- **多元新游储备充沛, 积蓄业绩增长动力。** 截至 2023H1, 公司储备有《扶摇一梦》《龙与爱丽丝》《空之勇者》等 30 余款新游, 涵盖 MMO、卡牌等赛道, 将陆续于境内外市场上线, 贡献业绩增量。同时公司积极探索小程序游戏新赛道, 已成功发行《寻道大千》, 还储备有 3 款在研小游戏, 我们看好公司率先布局, 有望享受渠道红利, 培育业绩新增长极。
- **盈利预测与投资评级:** 公司新游周期已逐步开启, 我们看好新游陆续上线, 稳步贡献业绩增量, 我们调整此前盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.53/1.76/1.96 元 (此前为 1.53/1.72/1.91 元), 对应当前股价 PE 分别为 16/14/13 倍。我们看好公司长周期运营能力稳步提升, 多元化布局持续突破, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新游不及预期, 信披违规违法立案调查致股价波动风险, 行业竞争加剧, 行业监管风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.68
一年最低/最高价	13.96/37.97
市净率(倍)	4.36
流通 A 股市值(百万元)	39,690.00
总市值(百万元)	54,736.89

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.66
资产负债率(% ,LF)	36.32
总股本(百万股)	2,217.86
流通 A 股(百万股)	1,608.18

相关研究

《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》

2023-05-02

《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
流动资产	10,587	14,732	18,117	22,752	营业总收入	16,406	17,315	19,295	20,644
货币资金及交易性金融资产	7,922	11,336	14,648	19,127	营业成本(含金融类)	3,049	3,734	3,927	4,124
经营性应收款项	2,289	3,011	3,076	3,224	税金及附加	32	52	58	62
存货	0	0	0	0	销售费用	8,733	8,482	9,560	10,219
合同资产	0	0	0	0	管理费用	526	589	675	702
其他流动资产	375	385	394	401	研发费用	905	831	945	991
非流动资产	6,508	6,723	6,732	6,749	财务费用	(74)	(54)	(141)	(198)
长期股权投资	622	673	777	866	加:其他收益	133	139	135	165
固定资产及使用权资产	882	707	515	307	投资净收益	76	17	19	21
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	营业利润	3,309	3,837	4,424	4,930
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
资产总计	17,095	21,455	24,849	29,501	利润总额	3,302	3,837	4,424	4,930
流动负债	4,341	5,344	4,868	5,206	减:所得税	392	480	553	616
短期借款及一年内到期的非流动负债	947	46	46	46	净利润	2,910	3,357	3,871	4,314
经营性应付款项	2,204	2,836	2,881	3,047	减:少数股东损益	(45)	(34)	(39)	(43)
合同负债	260	382	384	392	归属母公司净利润	2,954	3,391	3,910	4,357
其他流动负债	931	2,080	1,557	1,722	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.33	1.53	1.76	1.96
非流动负债	441	441	441	441	EBIT	3,272	3,817	4,322	4,775
长期借款	323	323	323	323	EBITDA	3,501	4,017	4,538	4,996
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	81.42	78.43	79.65	80.02
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	18.01	19.58	20.26	21.11
其他非流动负债	101	101	101	101	收入增长率(%)	1.17	5.54	11.43	6.99
负债合计	4,783	5,786	5,309	5,648	归母净利润增长率(%)	2.74	14.77	15.30	11.44
归属母公司股东权益	12,183	15,574	19,484	23,841					
少数股东权益	129	95	56	13					
所有者权益合计	12,312	15,669	19,540	23,854					
负债和股东权益	17,095	21,455	24,849	29,501					

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	4,753	3,531	4,710	每股净资产(元)	5.49	7.02	8.78	10.75
投资活动现金流	(3,330)	(398)	(206)	(217)	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	21.02	18.92
现金净增加额	(1,298)	3,413	3,312	4,480	ROE-摊薄(%)	24.25	21.77	20.07	18.28
折旧和摊销	213	200	216	221	资产负债率(%)	27.98	26.97	21.37	19.14
资本开支	(317)	(364)	(121)	(148)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.53	16.14	14.00	12.56
营运资本变动	286	33	(18)	25	P/B(现价)	4.49	3.51	2.81	2.30

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>