

分析师: 乔琪  
 登记编码: S0730520090001  
 qiaogi@ccnew.com 021-50586985

## Q4 单季度利润新高, 出海能力为新看点

——三七互娱(002555)公司点评报告

### 证券研究报告-公司点评报告

买入(维持)

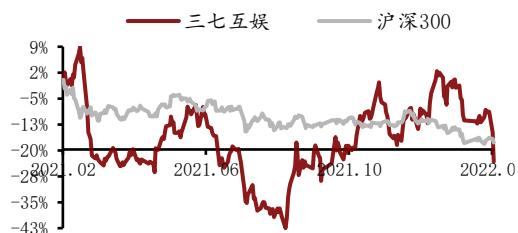
#### 市场数据(2022-02-22)

收盘价(元)	21.51
一年内最高/最低(元)	31.31/16.24
沪深 300 指数	4,574.15
市净率(倍)	4.95
流通市值(亿元)	331.28

#### 基础数据(2021-09-30)

每股净资产(元)	4.34
每股经营现金流(元)	0.95
毛利率(%)	84.82
净资产收益率_摊薄(%)	17.87
资产负债率(%)	30.99
总股本/流通股(万股) 221,786.43/154,011.82	
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: Wind, 中原证券

#### 相关报告

《三七互娱(002555)季报点评: 产品进入回收周期带动单季度利润增长, 爆款产品验证精品化自研能力》 2021-11-01

《三七互娱(002555)中报点评: Q2 业绩环比大增, 海外地区表现优异》 2021-09-01

《三七互娱(002555)季报点评: 持续加码研发投入助力“多元化”“精品化”战略》

2020-11-03

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2022 年 02 月 23 日

公司发布 2021 年度业绩预告, 预计 2021 年实现归母净利润 28 亿元-28.5 亿元, 同比提升 1.41%-3.23%, 扣非后归母净利润 25.5 亿元-26 亿元, 同比上升 6.61%-8.70%。

测算 Q4 单季度归母净利润为 10.8 亿元-11.3 亿元, 同比增长 115.57%-125.55%; 扣非后归母净利润 10.3 亿元-10.8 亿元, 同比增长 133.56%-144.90%。

#### 投资要点:

- **Q3 业绩同比大增, Q4 创单季度利润新高。** 2021H1 由于公司新上线了《斗罗大陆: 武魂觉醒》、《荣耀大天使》、《一千克拉女王》、《叫我大掌柜》等游戏产品推动短期销售费用提升较多, 加上 2020H1 存在较高的利润基数导致业绩同比下滑幅度较大的情况。

随着多款游戏产品在全球范围表现优秀, Q3 和 Q4 进入产品回收周期, 业绩大幅回升, 其中 Q3 单季度净利润同比增长 54.77%, 测算 Q4 单季度净利润大幅超越 2020Q1 和 2020Q2 的利润高点, 创历史新高。

- **海外市场表现优异, “全球化” 或将成为公司核心竞争力之一。** 2021H1 公司海外地区营业收入 20.44 亿元, 同比增长 111.03%, 收入占比达到 27.12%, 为历史最高。伴随公司全球化进程产品进程的加快, 预计海外地区将持续贡献业绩增量。考虑到国内正处于版号困局之中, 海外地区的收入和利润占比将会进一步提升。在当前国内严苛的监管形势下, 出海能力可能成为未来考验国内公司竞争力的核心要素之一。根据 SensorTower 数据显示, 公司排在 2022 年 1 月中国手游发行商全球收入排行榜第 6 名, 在上市公司层面仅次于腾讯与网易。旗下产品《Puzzles&Survival》排在 2022 年 1 月中国手游出海收入排行榜第 6 名, 《云上城之歌》排在第 23 名。公司的全球化能力突显

- **海内外产品储备较多, 静待国内版号下发提供业绩弹性。** 根据公司 2021 年半年度报告显示, 公司国内和海外预计将在后续发布的储备产品 40 款 (包含重复项目), 其中国内 22 款, 海外 18 款, 围绕 MMO、SLG、卡牌、模拟经营等品类均有布局, 其中自研产品 17 款, 代理产品 23 款, 预计将结合产品进度以及版号情况合理排期上线。

- **投资建议与盈利预测:** 公司的全球化、精品化、多元化战略稳步推进并逐渐体现在产品和业绩之中。游戏品类得到拓宽、产品质

量提升，海外收入获得突破。根据游戏产品的特性，大量成本投入集中在前期阶段，随着游戏产品流水的稳健增长和释放，产品的盈利能力逐渐提升，为公司持续贡献更多的业绩。目前版号政策在短期内引起对国内游戏市场的担忧并压制游戏板块的整体估值，但根据新的消息显示游戏版号申请还在持续接受，版号的发放有望带动市场情绪好转。预计公司 2021-2023 年归母净利润为 28.38 亿元/32.07 亿元/36.15 亿元，以 2 月 22 日收盘价 21.51 元计算，对应 PE 为 16.81 倍/14.88 倍/13.20 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**游戏版号政策风险；产品上线进度以及市场表现不及预期；新品上线后销售费用增加影响短期利润

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13227	14400	16899	19203	21509
增长比率（%）	73.30%	8.86%	17.36%	13.63%	12.01%
净利润（百万元）	2115	2761	2838	3207	3615
增长比率（%）	109.69%	30.56%	2.78%	13.02%	12.73%
每股收益(元)	1.00	1.31	1.28	1.45	1.63
市盈率(倍)	26.93	23.84	16.81	14.88	13.20

资料来源：Wind，中原证券

注：2019 年与 2020 年 EPS 以 2021 年定向增发前的总股本计算

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>6355</b>	<b>5800</b>	<b>7748</b>	<b>11374</b>	<b>15370</b>
现金	2153	1777	3319	6617	10219
应收票据及应收账款	1288	1165	1466	1603	1795
其他应收款	85	85	102	116	130
预付账款	661	1000	1230	1381	1525
存货	0	0	-17	-39	-50
其他流动资产	2169	1774	1648	1696	1751
<b>非流动资产</b>	<b>3790</b>	<b>4764</b>	<b>5081</b>	<b>5254</b>	<b>5341</b>
长期投资	469	361	461	526	566
固定资产	47	923	916	907	895
无形资产	17	1108	1182	1234	1254
其他非流动资产	3257	2372	2522	2587	2625
<b>资产总计</b>	<b>10145</b>	<b>10564</b>	<b>12829</b>	<b>16628</b>	<b>20711</b>
<b>流动负债</b>	<b>2600</b>	<b>4498</b>	<b>3741</b>	<b>4276</b>	<b>4675</b>
短期借款	0	889	447	447	447
应付票据及应付账款	1719	1471	2023	2357	2601
其他流动负债	881	2138	1271	1473	1627
<b>非流动负债</b>	<b>251</b>	<b>0</b>	<b>51</b>	<b>61</b>	<b>71</b>
长期借款	250	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	51	61	71
<b>负债合计</b>	<b>2852</b>	<b>4499</b>	<b>3791</b>	<b>4337</b>	<b>4746</b>
少数股东权益	264	28	42	58	77
股本	2112	2112	2218	2218	2218
资本公积	73	115	115	115	115
留存收益	4938	3960	6797	10004	13620
归属母公司股东权益	7029	6037	8981	12188	15803
<b>负债和股东权益</b>	<b>10145</b>	<b>10564</b>	<b>12814</b>	<b>16583</b>	<b>20626</b>

利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>13227</b>	<b>14400</b>	<b>16899</b>	<b>19203</b>	<b>21509</b>
营业成本	1776	1758	2237	2606	2877
营业税金及附加	46	42	51	58	65
营业费用	7737	8213	9920	11272	12626
管理费用	222	366	456	518	581
研发费用	820	1113	1436	1671	1914
财务费用	-15	-23	-40	-129	-239
资产减值损失	-58	-193	-47	-54	-60
其他收益	143	162	144	163	183
公允价值变动收益	-148	196	95	108	120
投资净收益	111	155	135	154	172
资产处置收益	0	0	3	4	4
<b>营业利润</b>	<b>2672</b>	<b>3256</b>	<b>3167</b>	<b>3579</b>	<b>4103</b>
营业外收入	28	4	5	6	6
营业外支出	4	11	3	4	4
<b>利润总额</b>	<b>2696</b>	<b>3249</b>	<b>3169</b>	<b>3581</b>	<b>4106</b>
所得税	279	213	317	358	472
<b>净利润</b>	<b>2417</b>	<b>3036</b>	<b>2852</b>	<b>3223</b>	<b>3633</b>
少数股东损益	302	275	14	16	18
归属母公司净利润	2115	2761	2838	3207	3615
EBITDA	2872	3224	3197	3523	3940
EPS (元)	1.00	1.31	1.28	1.45	1.63

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3258</b>	<b>2928</b>	<b>2044</b>	<b>3324</b>	<b>3512</b>
净利润	2417	3036	2852	3223	3633
折旧摊销	111	117	83	87	92
财务费用	29	45	41	30	30
投资损失	-111	-155	-135	-154	-172
营运资金变动	594	-123	-746	195	-7
其他经营现金流	217	9	-51	-58	-65
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1043</b>	<b>-610</b>	<b>-175</b>	<b>-6</b>	<b>111</b>
资本支出	-366	-1071	-165	-89	-52
长期投资	560	-151	-205	-158	-120
其他投资现金流	-1238	612	195	241	283
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1602</b>	<b>-2628</b>	<b>-327</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>
短期借款	-369	889	115	-20	-20
长期借款	-31	-250	0	0	0
普通股增加	-13	0	106	0	0
资本公积增加	-226	42	0	0	0
其他筹资现金流	-964	-3309	-548	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>620</b>	<b>-361</b>	<b>1542</b>	<b>3299</b>	<b>3602</b>

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	73.30%	8.86%	17.36%	13.63%	12.01%
营业利润 (%)	246.93%	21.85%	-2.73%	13.02%	14.64%
归属母公司净利润 (%)	109.69%	30.56%	2.78%	13.02%	12.73%
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	86.57%	87.79%	86.76%	86.43%	86.63%
净利率 (%)	18.27%	21.08%	16.88%	16.79%	16.89%
ROE (%)	30.09%	45.73%	31.60%	26.31%	22.88%
ROIC	32.68%	41.75%	29.44%	24.25%	20.77%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	28.11%	42.59%	29.55%	26.08%	22.92%
净负债比率 (%)	39.10%	74.17%	42.02%	35.42%	29.89%
流动比率	2.44	1.29	2.07	2.66	3.29
速动比率	2.19	1.07	1.75	2.35	2.97
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.30	1.36	1.32	1.15	1.04
应收账款周转率	10.27	12.36	11.53	11.98	11.98
应付账款周转率	1.25	1.63	1.59	1.59	1.59
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.00	1.31	1.28	1.45	1.63
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.47	1.32	0.92	1.50	1.58
每股净资产 (最新摊薄)	3.17	2.72	4.05	5.50	7.13
<b>估值比率</b>					
P/E	26.93	23.84	16.81	14.88	13.20
P/B	8.50	11.47	5.31	3.91	3.02
EV/EBITDA	19.15	20.18	14.04	11.81	9.65

资料来源: Wind, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。