

2022年一季报点评：业绩符合我们预期，全球化战略持续验证，看好出海业绩释放

买入(维持)

2022年04月29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

股价走势



盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	16,216	18,750	21,500	24,088
同比	13%	16%	15%	12%
归属母公司净利润(百万元)	2,876	3,353	4,047	4,785
同比	4%	17%	21%	18%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.30	1.51	1.82	2.16
P/E(现价&最新股本摊薄)	18.63	15.97	13.24	11.19

投资要点

- 事件：**2022Q1公司实现营业收入40.89亿元， $YoY+7.11\%$ ， $QoQ-0.40\%$ ，归母净利润7.60亿元， $YoY+550.80\%$ ， $QoQ-34.17\%$ ，扣非归母净利润7.62亿元， $YoY+19774.29\%$ ， $QoQ-31.21\%$ ，业绩落入此前预告区间。
- 出海营收维持同比高增速，持续关注主力产品表现及新游进展。**2022Q1公司海外市场营收超14亿元，同比增长超45%，营收占比超34%。根据data.ai数据，公司于2022年1-3月中国游戏厂商出海收入排行榜中分别位列第5/4/4名；Sensor Tower公布的2022年1-3月中国手游收入排行榜中，公司主力出海手游《Puzzles & Survival》分别位列第6/5/5名，产品长线运营出色，《云上城之歌》分别位列第23/16/14名，流水持续攀升，其韩国地区iOS游戏畅销榜2022年1-3月排名分别为24/19/13名，日本地区iOS游戏畅销榜2022年2-3月排名分别为69/44名。新游方面，《三国：英雄的荣光》已于中国港澳台、新马等地区上线，蚂蚁题材SLG《Ant Legion》、放置SLG《Chrono Legacy》已于美国等地区上线，仍处于早期调优阶段，持续关注后续流水表现。我们认为公司已积累丰富的出海经验，强发行能力与“因地制宜”的出海策略有望持续验证，随着《P&S》逐步释放利润，《云上》及新游上线贡献营收增量，出海业绩将持续增厚，构筑公司业绩第二增长极。
- 利润同比高增，存量产品逐步回收。**2022Q1公司归母及扣非归母净利润同比高增，主要系运营产品所处生命周期不同，《斗罗大陆：武魂觉醒》《荣耀大天使》等多款新游于2021Q1上线，推高销售费用，收入费用错配致利润基数较低，2022Q1游戏步入回收期，稳步贡献利润增量；环比有所下滑我们认为主要系2022Q1《云上》推广及新游上线致销售费用环比增加。2022Q1公司毛利率为86.29%($YoY-0.11pct$ ， $QoQ+1.60pct$)，销售净利率为18.41%($YoY+15.45pct$ ， $QoQ-9.50pct$)。费用端，销售费用率56.41%($YoY-16.94pct$ ， $QoQ+11.29pct$)；管理费用率2.64%($YoY-0.06pct$ ， $QoQ-0.46pct$)；研发费用率6.74%($YoY-1.77pct$ ， $QoQ+0.44pct$)；现金流方面，2022Q1公司经营活动产生的现金流量净额为6.06亿元。
- 盈利预测与投资评级：**我们维持此前盈利预测，预计2022-2024年EPS分别为1.51/1.82/2.16元，对应当前股价PE分别为16/13/11X。看好公司持续推进“双核+多元”战略，海内外双轮驱动业绩增长，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业政策收紧；新品表现不及预期；海外市场进展不及预期。

市场数据

收盘价(元)	24.15
一年最低/最高价	16.24/28.81
市净率(倍)	4.64
流通A股市值(百万元)	36,969.26
总市值(百万元)	53,561.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.20
资产负债率(% ,LF)	23.31
总股本(百万股)	2,217.86
流通A股(百万股)	1,530.82

相关研究

《三七互娱(002555)：2021年年报点评：业绩超出预告区间，Q4单季利润创新高，持续看好出海业绩释放》

2022-04-26

《三七互娱(002555)：2021年三季报点评：业绩超预期，自研与全球化布局成效显著》

2021-10-30

三七互娱三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,187	13,077	17,601	22,176	营业收入	16,216	18,750	21,500	24,088
货币资金及交易性金融资产	6,717	9,991	14,109	18,417	营业成本(含金融类)	2,466	2,876	3,212	3,494
经营性应收款项	2,320	2,914	3,306	3,560	税金及附加	38	56	65	72
存货	0	0	0	0	销售费用	9,125	10,312	11,718	13,008
合同资产	0	0	0	0	管理费用	463	600	753	915
其他流动资产	150	172	185	199	研发费用	1,250	1,425	1,613	1,758
非流动资产	5,250	5,860	6,319	6,671	财务费用	-55	-78	-147	-211
长期股权投资	509	494	502	549	加:其他收益	167	206	236	258
固定资产及使用权资产	952	1,216	1,197	1,232	投资净收益	123	178	208	257
在建工程	78	78	78	78	公允价值变动	78	0	0	0
无形资产	1,088	1,447	1,923	2,195	减值损失	-39	0	0	0
商誉	1,589	1,593	1,585	1,584	资产处置收益	3	0	0	0
长期待摊费用	98	98	98	98	营业利润	3,261	3,943	4,733	5,567
其他非流动资产	936	936	936	936	营业外净收支	-12	0	0	0
资产总计	14,437	18,938	23,919	28,847	利润总额	3,248	3,943	4,733	5,567
流动负债	3,399	4,351	5,073	4,990	减:所得税	398	394	473	557
短期借款及一年内到期的非流动负债	469	24	24	24	净利润	2,850	3,549	4,260	5,011
经营性应付款项	1,773	2,420	2,567	2,748	减:少数股东损益	-26	195	213	225
合同负债	261	213	317	324	归属母公司净利润	2,876	3,353	4,047	4,785
其他流动负债	896	1,695	2,166	1,895					
非流动负债	181	181	181	181	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.30	1.51	1.82	2.16
长期借款	20	20	20	20					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	3,219	3,669	4,373	5,131
租赁负债	40	40	40	40	EBITDA	3,238	3,895	4,670	5,497
其他非流动负债	121	121	121	121					
负债合计	3,580	4,532	5,254	5,171	毛利率(%)	84.79	84.66	85.06	85.49
归属母公司股东权益	10,774	14,127	18,174	22,959	归母净利率(%)	17.73	17.88	18.82	19.86
少数股东权益	84	279	492	717					
所有者权益合计	10,857	14,406	18,666	23,676	收入增长率(%)	12.62	15.62	14.67	12.04
负债和股东权益	14,437	18,938	23,919	28,847	归母净利润增长率(%)	4.15	16.62	20.68	18.25

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,659	4,392	4,667	4,771	每股净资产(元)	4.86	6.37	8.19	10.35
投资活动现金流	-1,083	-657	-548	-461	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	287	-461	-2	-2	ROIC(%)	30.79	25.52	23.68	21.73
现金净增加额	2,844	3,274	4,118	4,308	ROE-摊薄(%)	26.69	23.74	22.27	20.84
折旧和摊销	200	226	297	366	资产负债率(%)	24.80	23.93	21.96	17.93
资本开支	-340	-851	-747	-672	P/E (现价&最新股本摊薄)	18.63	15.97	13.24	11.19
营运资本变动	559	5	-142	-65	P/B (现价)	4.97	3.79	2.95	2.33

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>