

传媒

2022年07月12日

三七互娱 (002555)

——22 中报预告超预期，估值性价比凸显，静待新品释放

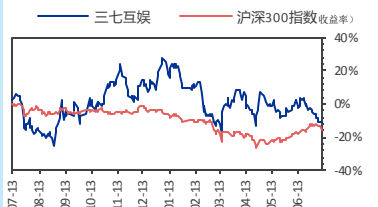
报告原因：有业绩公布需要点评
买入 (维持)
市场数据： 2022年07月11日

收盘价(元)	19.73
一年内最高/最低(元)	30.24/15.87
市净率	3.8
息率(分红/股价)	2.64
流通A股市值(百万元)	30203
上证指数/深证成指	3313.58/12617.23

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2022年03月31日

每股净资产(元)	5.2
资产负债率%	23.31
总股本/流通A股(百万)	2218/1531
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《三七互娱(002555)点评：21年海外收入超预期，员工持股有望激发积极性》
2022/04/26

《三七互娱(002555)点评：21年报预告超预期，安全边际凸显，出海构筑新增增长点》
2022/02/23

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉 A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com

联系人

袁伟嘉
(8621)23297818×0755-23832993
yuanwj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司发布 22 年中报业绩预告，预计 22 上半年实现归母净利润 16.0-17.0 亿，同比增长 87.4%-99.1%；实现扣非归母净利润 15.5-16.5 亿，同比增长 143.1%-158.8%。其中对应 Q2 归母净利润 8.4-9.4 亿，区间中枢落在 8.9 亿，超 8-8.5 亿的市场预期。

投资要点：

- **1H22 老产品流水稳健、利润率上行，长周期转型持续验证。**经历 21 年向长周期品类转型后，公司老产品的稳定性站上新台阶：海外《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等 22 年以来流水仍高位稳定，且随着投放减少，利润释放明显，我们判断 22 全年海外利润率（流水口径）有望从 21 年的 5%水位提升至 10%+。从国内来看，《斗罗大陆：魂师对决》《云上城之歌》等亦有较强的流水持续性，上半年月均流水预计保持 2 亿量级，并带来较可观的业绩贡献。考虑到上述 SLG、模拟经营、卡牌等长周期产品稳定性，新品带动增长的容错率提升，增长曲线逐步向台阶型转变。
- **业绩超预期或由于新品投放减少，但全年安全边际非常明确。**公司品类结构变化带来了收入与利润的错配（因为回收周期变长），即 21 年上线的部分产品实际是 21 年释放收入、22 年释放业绩，今年新品同理。而今年受版号发放节奏以及海外产品调优节奏影响，部分新品收入释放延后，从而投放减少，利润好于预期，这亦使得悲观假设下今年的利润释放具备较强安全垫。
- **产品储备非常丰富，新品走出来只是时间问题。**海外方面，《蚂蚁军团》月流水爬至 400-500 万美金，近期加入塔防元素丰富玩法；重点自研卡牌《代号 C6》与 SLG《代号 AOE》均具备较强的玩法内核、留存可观，目前积极调优中，流水兑现潜力较大；近期测试的修仙放置产品表现亮眼，有望成为海外新增量。国内方面，《代号三国 BY》国内版号预计临近，《魔幻 M》《代号 WTB》《扶摇一梦》等自研 MMO 亦有望为下半年带来业绩弹性。此外公司还将代理海外已经过验证的 SLG《小小蚁国》，以及储备了《曙光计划》《最后原始人》《空之要塞》等已有版号的代理产品。
- **关注下半年元宇宙催化，三七互娱布局深入。**公司此前通过投资切入算力、半导体、光学、显示、整机、应用及底层技术等元宇宙底层赛道，今年以来布局提速，如 3 月发起广州元宇宙创新联盟、4 月上线全国首个元宇宙游戏艺术馆，7 月 12 日将发布洋葱头数字藏品，公司在 VRAR、数字藏品等元宇宙布局不断完善，催化可期。
- **调整盈利预测，维持“买入”评级。**考虑到新品节奏，我们调整盈利预测，预计 22-24 年实现营收 177.9/206.8/223.6 亿（原预测为 186.4/210.3/229.0 亿），实现归母净利润 34.0/37.2/41.3 亿（原预测为 33.1/37.5/41.4 亿）。现价对应 22-24 年 PE 为 13/12/11x。考虑到公司安全边际凸显，出海逻辑坚实，中长期增长模型改善，维持“买入”评级。
- **风险提示：**监管政策边际变化风险，游戏项目延期/表现不及预期，长周期运营不及预期。

财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	16,216	4,089	17,786	20,677	22,358
同比增长率(%)	12.6	7.1	9.7	16.3	8.1
归母净利润(百万元)	2,876	760	3,403	3,717	4,128
同比增长率(%)	4.2	550.8	18.4	9.2	11.0
每股收益(元/股)	1.30	0.34	1.53	1.68	1.86
毛利率(%)	84.8	86.3	86.1	85.9	86.2
ROE(%)	26.7	6.6	24.1	20.9	18.9
市盈率	15		13	12	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,400	16,216	17,786	20,677	22,358
其中: 营业收入	14,400	16,216	17,786	20,677	22,358
减: 营业成本	1,758	2,466	2,472	2,916	3,087
减: 税金及附加	42	38	46	50	54
主营业务利润	12,600	13,712	15,268	17,711	19,217
减: 销售费用	8,213	9,125	9,996	11,776	12,666
减: 管理费用	366	463	480	538	559
减: 研发费用	1,113	1,250	1,423	1,654	1,811
减: 财务费用	-23	-55	-52	-61	-65
经营性利润	2,931	2,929	3,421	3,804	4,246
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	5	-3	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-193	-36	-40	-30	-20
加: 投资收益及其他	513	371	350	300	300
营业利润	3,256	3,261	3,731	4,075	4,527
加: 营业外净收入	-7	-12	1	2	2
利润总额	3,249	3,248	3,732	4,077	4,529
减: 所得税	213	398	362	397	442
净利润	3,036	2,850	3,370	3,681	4,087
少数股东损益	275	-26	-34	-37	-41
归属于母公司所有者的净利润	2,761	2,876	3,403	3,717	4,128
全面摊薄总股本	2,112	2,218	2,218	2,218	2,218
每股收益 (元)	1.31	1.31	1.53	1.68	1.86

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。