

# 出海业务驱动增长，精品化转型逻辑兑现

## 三七互娱(002555)

评级:	增持	股票代码:	002555
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	30.24/15.87
目标价格:		总市值(亿)	452.22
最新收盘价:	20.39	自由流通市值(亿)	312.13
		自由流通股数(百万)	1,530.82

### ►事件概述

三七互娱7月11日发布2022年半年度业绩预告。2022年1-6月，公司预计归母净利润为16亿元-17亿元，同比上升87.42%-99.13%；扣非净利润为15.5亿元-16.5亿元，同比上升143.13%-158.81%。2022年二季度公司实现归母净利润8.4-9.4亿元，同比增长13.99%-27.56%；扣非净利润7.88-8.88亿元，同比增长24.29%-40.06%。

### ►海外市场持续发力，新游储备丰富

2022年上半年，公司海外市场营业收入预计同比增长超40%，《斗罗大陆：魂师对决》《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等多款游戏表现优秀，据Sensor Tower数据，2022年6月，公司位列中国游戏厂商出海营收榜第五名。

出海策略因地制宜，海外市场战略地位提升。公司在立项初期便同步考虑全球化发行规划，集中37GAMES、37手游团队力量，于亚洲市场发力卡牌及MMO品类，欧美市场主攻SLG及融合品类，针对不同地区推出不同游戏版本，发行及运营策略亦追求本地化。

海外新游陆续上线，产品储备丰富。昆虫题材SLG手游《Ant Legion》、主打国战玩法的三国题材SLG手游《三国：英雄的荣光》、多文明题材卡牌手游《代号C6》等多款新游已在海外地区上线或测试中。

### ►核心产品进入利润回收期，储备游戏陆续取得版号

2021年上线的《斗罗大陆：魂师对决》《荣耀大天使》《斗罗大陆：武魂觉醒》等多款游戏已进入成长期，《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等核心游戏前期营销投放开始稳定回收，流水保持持续增长态势。

公司目前产品储备品类题材丰富，囊括MMORPG、卡牌、SLG、模拟经营等不同品类，涵盖西方魔幻、古风、历史、女性向等多类题材，其中《梦想大航海》《空之要塞：启航》《最后的原始人》《曙光计划》等多款产品已获得版号。

### ►精准投放提升买量ROI，小程序渠道有望贡献业绩增量

公司结合市场现状灵活买量，利润端出色表现印证营销成本可控。买量策略方面，重点关注投产ROI、长期回收及合理用户圈层的触达长度，付费用户平均留存周期已由3-6个月延长至9-12个月。投放方式方面，公司团队持续关注流量红利点，发力效果型直播，根据DataEye数据，截至2022年6月，《云上城之歌》直播场数位列抖音游戏直播榜第5名。

小程序渠道贡献流水，《叫我大掌柜》成功路径有望复刻。2021年《叫我大掌柜》上线小程序渠道，2022年3月即成为小程序Top3产品，截止2022年4月贡献流水超过30%。依托微信社交流量，小程序渠道CPA低、转化率高特点突出，未来公司创新品类及传统重度游戏有望复制《叫我大掌柜》成功路径，带来业绩第二增长曲线。

### ►投资建议

根据公司最新披露的业绩数据，我们维持之前的盈利预测，预计公司2022-2024年营收分别为188.23/208.99/228.73亿元，预计2022-2024年归母净利润分别为33.64/37.68/41.43亿元，EPS分别为1.52/1.70/1.87元，对应2022年7月12日20.39元/股收盘价，PE分别为13、12、11倍。随着游戏版号的重新下发，行业监管逐渐明朗，同时公司海外业务拓展空间广阔，并持续投入深耕精品研发，我们认为公司未来业绩增长稳健且可持续，当前估值水平处于行业历史低位，维持“增持”评级。

► **风险提示**

游戏版号政策收缩风险；新游测试不及预期风险；税收优惠政策被取消风险；人才流失风险。

**盈利预测与估值**

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,400	16,216	18,823	20,899	22,873
YoY (%)	8.9%	12.6%	16.1%	11.0%	9.4%
归母净利润(百万元)	2,761	2,876	3,364	3,768	4,143
YoY (%)	30.6%	4.2%	17.0%	12.0%	9.9%
毛利率 (%)	87.8%	84.8%	85.1%	85.3%	85.4%
每股收益 (元)	1.31	1.31	1.52	1.70	1.87
ROE	45.7%	26.7%	25.3%	23.5%	22.0%
市盈率	15.56	15.56	13.44	12.00	10.92

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：赵琳

联系人：李钊

邮箱：zhaolin@hx168.com.cn

邮箱：lizhao1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

SAC NO: S1120522010001

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	16,216	18,823	20,899	22,873	净利润	2,850	3,364	3,768	4,143
YoY (%)	12.6%	16.1%	11.0%	9.4%	折旧和摊销	200	200	200	200
营业成本	2,466	2,796	3,074	3,351	营运资金变动	626	169	216	99
营业税金及附加	38	47	52	57	经营活动现金流	3,659	3,519	3,949	4,188
销售费用	9,125	10,541	11,703	12,809	资本开支	-340	-113	-114	-115
管理费用	463	527	585	640	投资	-396	-640	-641	-641
财务费用	-55	-60	-102	-150	投资活动现金流	-1,083	-489	-471	-452
研发费用	1,250	1,468	1,651	1,830	股权募资	2,983	0	0	0
资产减值损失	-36	-30	-30	-30	债务募资	-423	30	30	30
投资收益	123	188	209	229	筹资活动现金流	287	-818	-995	-1,328
营业利润	3,261	3,948	4,421	4,860	现金净流量	2,844	2,211	2,483	2,408
营业外收支	-12	-13	-14	-15					
利润总额	3,248	3,935	4,407	4,846	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	398	394	441	485	<b>成长能力</b>				
净利润	2,850	3,542	3,966	4,361	营业收入增长率	12.6%	16.1%	11.0%	9.4%
归属于母公司净利润	2,876	3,364	3,768	4,143	净利润增长率	4.2%	17.0%	12.0%	9.9%
YoY (%)	4.2%	17.0%	12.0%	9.9%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.31	1.52	1.70	1.87	毛利率	84.8%	85.1%	85.3%	85.4%
					净利率	17.6%	18.8%	19.0%	19.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产收益率 ROA	19.9%	19.0%	17.8%	16.7%
货币资金	4,619	6,830	9,312	11,720	净资产收益率 ROE	26.7%	25.3%	23.5%	22.0%
预付款项	1,055	1,174	1,137	1,206	<b>偿债能力</b>				
存货	0	20	20	20	流动比率	2.70	3.21	3.62	3.96
其他流动资产	3,513	4,246	5,187	6,123	速动比率	<b>2.39</b>	<b>2.90</b>	<b>3.35</b>	<b>3.71</b>
流动资产合计	9,187	12,270	15,657	19,070	现金比率	1.36	1.79	2.15	2.44
长期股权投资	509	509	509	509	资产负债率	24.8%	22.8%	21.5%	20.5%
固定资产	892	892	892	892	<b>经营效率</b>				
无形资产	1,088	1,168	1,248	1,328	总资产周转率	1.12	1.07	0.99	0.92
非流动资产合计	5,250	5,394	5,539	5,684	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	14,437	17,665	21,196	24,754	每股收益	1.31	1.52	1.70	1.87
短期借款	446	446	446	446	每股净资产	4.86	6.00	7.24	8.51
应付账款及票据	1,773	2,068	2,375	2,690	每股经营现金流	1.65	1.59	1.78	1.89
其他流动负债	1,181	1,309	1,504	1,675	每股股利	0.00	0.37	0.45	0.60
流动负债合计	3,399	3,823	4,324	4,810	<b>估值分析</b>				
长期借款	20	20	20	20	PE	15.56	13.44	12.00	10.92
其他长期负债	161	191	221	251	PB	5.56	3.40	2.81	2.40
非流动负债合计	181	211	241	271					
负债合计	3,580	4,033	4,565	5,081					
股本	2,218	2,218	2,218	2,218					
少数股东权益	84	338	589	844					
股东权益合计	10,857	13,631	16,631	19,674					
负债和股东权益合计	14,437	17,665	21,196	24,754					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。