

三七互娱 (002555.SZ)

强烈推荐 (维持)

22H1 业绩高于市场预期, 看好 22 年出海利润大增

事件: 2022 年 7 月 11 日下午, 三七互娱发布 2022 年中报预告

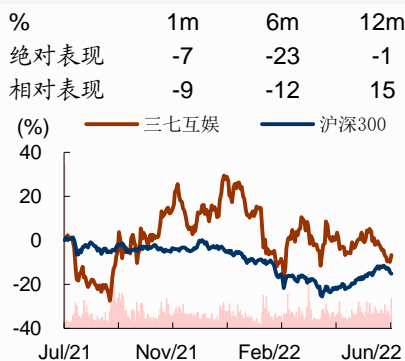
- 公司 2022 年上半年业绩超出预期, 同比增长显著。从业绩端看, 2022H1 的显著增长主要系 2021 年上线的《斗罗大陆: 魂师对决》、《荣耀大天使》、《斗罗大陆: 武魂觉醒》等产品在本报告期已进入成长期, 在运营产品表现优秀、产品生命周期延长, 使公司业务得以实现稳健发展; 从利润方面看, 本报告期净利润 16-17 亿元, 较 2021H1 同比上升 87.42%-99.13%。扣非净利润 15.5-16.5 亿元, 较 2021H1 同比上升 143.13%-158.81%。盈利能力大幅增长。
- 产品储备丰富, 存量竞争占据优势。公司目前国内产品储备 20 款, 海外产品储备 13 款, 产品线覆盖 MMO、SLG、卡牌、模拟经营四大领域, 游戏品类布局完善。三七互娱的在研产品《梦想大航海》、《曙光计划》、《空之要塞: 启航》、《最后的原始人》均已获得版号, 具体上线时间将根据研发进度与市场节奏决定。其中末世题材策略 MMO《曙光计划》已于 7 月 6 日结束精英测试, 其精美画风和轻松休闲的玩法受到好评, 看好游戏上线后贡献业绩增量。2022H1 游戏版号共发行两轮, 其中多为中小型体量的企业, 不包括腾讯、网易之类的龙头大厂。我们认为, 反垄断背景下, 位于行业肩部的三七互娱处于存量竞争优势地位, 看好三七互娱随版号逐渐开放获得估值溢价。
- 新游《Ant Legion》欧美发力, 海外业务发展再次提速。报告期内, 公司海外市场营业收入预计同比增长超 40%, 海外营收占比也将继续提升。其中《斗罗大陆: 魂师对决》、《Puzzles & Survival》、《叫我大掌柜》、《云上城之歌》等多款游戏表现亮眼。根据 dataai 排行榜单, 三七互娱于 2022 年 4 月排行全球发行排名商第 2, 表现强劲。2022 年 6 月, Sensor Tower 公布中国手游发行商收入榜, 三七互娱以强势姿态跻身榜单第 5 名, 较上期提升一位。《Puzzles&Survival》持续排名第 4, 《云上城之歌》升至 15 名。5 月初海外发行的 SLG 新游《Ant Legion》因独特的题材受到欧美玩家好评, 跻身 2022 年 5 月中国手游海外收入增长榜第 11 名, 最高单月流水超 2600 万, 截至 5 月累计流水超过 1 亿, 有望成为公司的出海新星。
- 海外新游陆续推出, 后续丰富储备有望持续拉动利润增长。2022H1 公司已在海外地区先后上线《Ant Legion》、《三国: 英雄的荣光》、《空の勇者たち》和《Chrono legacy》多款题材新颖、玩法独特的产品。此外, 公司产品储备中《代号修仙传》、《代号女性向 CY》、《代号 AOE》、《代号 S》等均处于不同程度测试中, 预计均于今年内在海外不同地区上线, 长期看好公司海外业务带来增长。
- 风险提示: 版号落地不及预期风险、新游落地不及预期、新游流水不及预期风险。

TMT 及中小盘/传媒
目标估值: NA
当前股价: 20.39 元

基础数据

总股本 (万股)	221786
已上市流通股 (万股)	153082
总市值 (亿元)	452
流通市值 (亿元)	312
每股净资产 (MRQ)	5.2
ROE (TTM)	30.5
资产负债率	23.3%
主要股东	李卫伟
主要股东持股比例	14.52%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《三七互娱 (002555) —21 年业绩超预期, 看好 22 年出海大主线》 2022-04-28
- 《三七互娱 (002555) —21 年业绩超预期, 看好 22 年出海大主线》 2022-02-28
- 《三七互娱 (002555) —Q3 季度业绩超预期, 强烈看好《斗罗大陆: 魂师对决》盈利后续体现》 2021-11-02

顾佳 S1090513030002
gujia@cmschina.com.cn
陈永晟 研究助理
chenyongsheng@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	14400	16216	18994	20831	22345
同比增长	9%	13%	17%	10%	7%
营业利润(百万元)	3256	3261	3811	4190	4504
同比增长	22%	0%	17%	10%	7%
归母净利润(百万元)	2761	2876	3325	3656	3930
同比增长	31%	4%	16%	10%	7%
每股收益(元)	1.24	1.30	1.50	1.65	1.77
PE	16.4	15.7	13.6	12.4	11.5
PB	7.5	4.2	7.5	5.2	3.9

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5800	9187	6327	7691	10949
现金	1777	4619	1410	2510	5552
交易性投资	1321	2099	2099	2099	2099
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1165	1264	1458	1599	1715
其它应收款	85	90	105	115	124
存货	0	0	0	0	0
其他	1452	1116	1256	1367	1460
非流动资产	4764	5250	4934	4651	4397
长期股权投资	361	509	509	509	509
固定资产	923	892	863	837	812
无形资产商誉	2697	2678	2410	2169	1952
其他	783	1172	1152	1136	1124
资产总计	10564	14437	11262	12341	15346
流动负债	4498	3399	4972	3393	3565
短期借款	889	446	1785	0	0
应付账款	1471	1773	1991	2167	2313
预收账款	204	261	293	319	340
其他	1933	920	903	908	912
长期负债	0	181	181	181	181
长期借款	0	20	20	20	20
其他	0	161	161	161	161
负债合计	4499	3580	5152	3574	3746
股本	2112	2218	2218	2218	2218
资本公积金	115	2679	2679	2679	2679
留存收益	3810	5877	1129	3787	6620
少数股东权益	28	84	84	84	84
归属于母公司所有者权益	6037	10774	6025	8684	11517
负债及权益合计	10564	14437	11262	12341	15346

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2928	3659	3236	3549	3783
净利润	3036	2850	3325	3656	3930
折旧摊销	117	200	362	329	299
财务费用	45	34	(77)	(99)	(120)
投资收益	(155)	(123)	(280)	(280)	(280)
营运资金变动	(131)	585	(88)	(58)	(47)
其它	17	113	(6)	2	1
投资活动现金流	(610)	(1083)	235	235	235
资本支出	(1072)	(342)	(45)	(45)	(45)
其他投资	462	(741)	280	280	280
筹资活动现金流	(2628)	287	(6680)	(2684)	(977)
借款变动	772	5262	1316	(1785)	0
普通股增加	0	106	0	0	0
资本公积增加	42	2564	0	0	0
股利分配	(3464)	(7739)	(8073)	(997)	(1097)
其他	22	95	77	99	120
现金净增加额	(310)	2863	(3208)	1100	3041

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14400	16216	18994	20831	22345
营业成本	1758	2466	2769	3014	3217
营业税金及附加	42	38	45	49	52
营业费用	8213	9125	10637	11561	12290
管理费用	366	463	570	625	670
研发费用	1113	1250	1520	1771	2011
财务费用	(23)	(55)	(77)	(99)	(120)
资产减值损失	(188)	(36)	0	0	0
公允价值变动收益	196	78	30	30	30
其他收益	162	167	150	150	150
投资收益	155	123	100	100	100
营业利润	3256	3261	3811	4190	4504
营业外收入	4	4	5	5	5
营业外支出	11	17	20	20	20
利润总额	3249	3248	3796	4175	4489
所得税	213	398	471	520	560
少数股东损益	275	(26)	0	0	0
归属于母公司净利润	2761	2876	3325	3656	3930

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	9%	13%	17%	10%	7%
营业利润	22%	0%	17%	10%	7%
归母净利润	31%	4%	16%	10%	7%
获利能力					
毛利率	87.8%	84.8%	85.4%	85.5%	85.6%
净利率	19.2%	17.7%	17.5%	17.5%	17.6%
ROE	42.3%	34.2%	39.6%	49.7%	38.9%
ROIC	41.4%	30.6%	33.8%	42.7%	37.5%
偿债能力					
资产负债率	42.6%	24.8%	45.8%	29.0%	24.4%
净负债比率	8.4%	3.4%	16.0%	0.2%	0.1%
流动比率	1.3	2.7	1.3	2.3	3.1
速动比率	1.3	2.7	1.3	2.3	3.1
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.5	1.8	1.6
存货周转率					
应收账款周转率	11.7	13.4	14.0	13.6	13.5
应付账款周转率	1.1	1.5	1.5	1.4	1.4
每股资料(元)					
EPS	1.24	1.30	1.50	1.65	1.77
每股经营净现金	1.32	1.65	1.46	1.60	1.71
每股净资产	2.72	4.86	2.72	3.92	5.19
每股股利	2.21	3.64	0.45	0.49	0.53
估值比率					
PE	16.4	15.7	13.6	12.4	11.5
PB	7.5	4.2	7.5	5.2	3.9
EV/EBITDA	14.5	14.5	11.6	10.8	10.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。