



上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

# “出海+国内”双引擎驱动，未来业绩具备弹性

——2022年中报业绩预告点评

## 买入（维持）

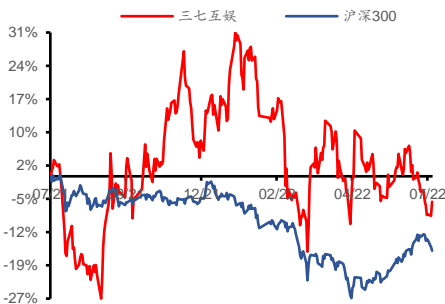
行业： 传媒  
日期： 2022年07月13日

分析师： 陈旻  
Tel: 021-53686134  
E-mail: chenmin@shzq.com  
SAC 编号: S0870522020001

### 基本数据

最新收盘价（元）	20.39
12mth A 股价格区间（元）	16.24-28.81
总股本（百万股）	2,217.86
无限售 A 股/总股本	69.02%
流通市值（亿元）	312.13

### 最近一年股票与沪深 300 比较



### 相关报告：

- 《出海成绩斐然，元宇宙布局提速》  
——2022年04月26日
- 《三七互娱(002555)2021年三季报点评：Q3净利润超业绩预告上限，新游买量ROI高》  
——2021年11月01日
- 《三七互娱(002555)2021年半年报点评：Q2净利润环比大幅回升，多元化+全球化布局成效显著》  
——2021年09月01日

## ■ 投资摘要

### 事件

7月11日公司发布22年半年报业绩预告，预计22年上半年实现归母净利润16-17亿元（yoy+87.42%-99.13%）；预计实现扣非净利润15.5-16.5亿元（yoy+143.13%-158.81%）。

### 分析与判断

出海成绩斐然，国内流水稳定。公司 Q2 单季预计实现归母净利润 8.4-9.4 亿元（yoy+13.98%-27.54%；qoq+10.53%-23.68%），接近 5 年内二季度高点 9.71 亿元（2Q20）。游戏版号目前已完成 3 轮发放，公司重量级游戏产品尚未获得版号，游戏出海业务已成为目前业绩增长的主要动力。报告期内公司预计海外营业收入同增超 40%，21 年中报海外收入为 20.45 亿元（yoy+111.03%），对应 22 年中报海外收入预计超 28.63 亿元。我们认为：

（1）公司精品化战略已现成效，国内老游戏生命周期延长，主力游戏流水表现稳定。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，成为公司国内流水基石。

（2）出海游戏表现亮眼，多款新游已在海外上线或测试。面向全球市场发行的《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。根据手游那点事儿，《Puzzles & Survival》、《云上城之歌》22 年 5 月中国手游收入 Top30 榜单中分别排在第 4 位、第 15 位。出海新游方面，写实类蚂蚁题材 SLG《Ant Legion》表现亮眼，根据手游那点事儿，在 22 年 5 月中国手游海外收入增长排行榜中排在第 11 位，截至 22 年 5 月该游戏最高单月流水超 2600 万元，累计流水超 1 亿元。公司已处于游戏出海领先梯队。根据 data.ai 统计的 22 年各月中国游戏厂商及应用出海收入 30 强榜单，公司 22 年 1-4 月分别排在第 5、4、4、2 位；22 年 5 月 data.ai 分别披露了 EMEA 及日本地区出海收入 30 强，公司分列第 9（上升 3 位）、2 位（上升 1 位）。根据 Sensor Tower 统计的 22 年各月中国游戏发行商全球收入排行榜，公司 22 年 1-6 月分别排在第 6、4、4、5、6、5 位。

（3）公司未来业绩受“国内+海外”双引擎驱动，未来业绩具备弹性。

- 收入端：目前公司重量级新游产品尚未获得版号，国内业绩主要依靠长生命周期老游戏支撑，游戏版号恢复核发后，我们预计公司国内产品游戏版号将陆续发放，公司国内游戏流水预期确定性逐步提高。目前公司出海业务表现亮眼，未来国内重量级新游上线预期明确后，公司国内业绩也具备较高的弹性。
- 成本端：国内买量成本当前存在阶段性红利。根据我们 7 月 10 日发布的《元宇宙政策面持续释放利好，上半年游戏出海需求同增明显》，国内和海外买量市场处于冰火两重天的格局，其中 2022 年上半年国内手游买量投放产品数约 1.2 万个，同减近 20%；月均投放出产品数约 6200 个，同减 1200 个，我们预计国内游戏市

场短期内买量需求仍处于低位，新上线游戏具备买量成本红利。

### ■ 投资建议

从页游到手游，从国内到海外，从云游戏到元宇宙，公司持续转型、迭代升级。公司海外业务已成为重要增长引擎，同时国内版号放开后，国内游戏业务业绩弹性确定性逐步提高。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 33.88 亿元 (yoy+17.8%)、41.83 亿元 (yoy+23.5%)、51.6 亿元 (yoy+23.3%)，对应 EPS 分别为 1.53 元、1.89 元、2.33 元，当前股价对应 PE 分别为 13 倍、11 倍、9 倍，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

游戏行业竞争加剧超预期、游戏行业监管趋严超预期、游戏版号核发出现反复、海外竞争加剧超预期、海外游戏发行进度及流水不及预期、国内游戏发行进度及流水不及预期等风险。

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16216	20206	25543	31489
年增长率	12.6%	24.6%	26.4%	23.3%
归母净利润	2876	3388	4183	5160
年增长率	4.2%	17.8%	23.5%	23.3%
每股收益 (元)	1.31	1.53	1.89	2.33
市盈率 (X)	20.63	13.35	10.81	8.76
市净率 (X)	5.56	3.19	2.47	1.92

资料来源：Wind，上海证券研究所 (2022 年 07 月 12 日收盘价)

## 公司财务报表数据预测汇总

**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4619	8721	13488	19480
应收票据及应收账款	1264	1726	2080	2569
存货	0	-36	-36	-36
其他流动资产	3304	3662	4163	4495
流动资产合计	9187	14074	19694	26509
长期股权投资	509	509	509	509
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	892	840	788	737
在建工程	78	78	78	78
无形资产	1088	1088	1088	1088
其他非流动资产	2683	2683	2683	2683
非流动资产合计	5250	5199	5147	5095
<b>资产总计</b>	<b>14437</b>	<b>19272</b>	<b>24841</b>	<b>31604</b>
短期借款	446	446	446	446
应付票据及应付账款	1773	2550	3062	3715
合同负债	261	336	425	524
其他流动负债	920	1138	1458	1736
流动负债合计	3399	4469	5390	6420
长期借款	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	161	161	161	161
非流动负债合计	181	181	181	181
<b>负债合计</b>	<b>3580</b>	<b>4650</b>	<b>5571</b>	<b>6601</b>
股本	2218	2218	2218	2218
资本公积	2979	2979	2979	2979
留存收益	6062	9450	13633	18793
归属母公司股东权益	10774	14162	18346	23505
少数股东权益	84	460	925	1498
<b>股东权益合计</b>	<b>10857</b>	<b>14622</b>	<b>19271</b>	<b>25003</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>14437</b>	<b>19272</b>	<b>24841</b>	<b>31604</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>3659</b>	<b>3922</b>	<b>4532</b>	<b>5721</b>
净利润	2850	3765	4648	5733
折旧摊销	200	52	52	52
营运资金变动	626	250	30	172
其他	-17	-146	-199	-236
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-1083</b>	<b>181</b>	<b>234</b>	<b>272</b>
资本支出	-340	1	2	3
投资变动	-396	0	0	0
其他	-348	180	232	269
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>287</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权融资	-423	0	0	0
股权融资	2983	0	0	0
其他	-2274	0	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>2844</b>	<b>4103</b>	<b>4766</b>	<b>5992</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>16216</b>	<b>20206</b>	<b>25543</b>	<b>31489</b>
营业成本	2466	3031	3831	4723
营业税金及附加	38	59	70	84
销售费用	9125	11315	14304	17634
管理费用	463	476	660	818
研发费用	1250	1457	1928	2359
财务费用	-55	0	0	0
资产减值损失	-36	-36	-36	-36
投资收益	123	180	232	269
公允价值变动损益	78	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3261</b>	<b>4230</b>	<b>5223</b>	<b>6441</b>
营业外收支净额	-12	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3248</b>	<b>4230</b>	<b>5223</b>	<b>6441</b>
所得税	398	465	575	709
净利润	2850	3765	4648	5733
少数股东损益	-26	376	465	573
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>2876</b>	<b>3388</b>	<b>4183</b>	<b>5160</b>

**主要指标**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	84.8%	85.0%	85.0%	85.0%
净利率	17.7%	16.8%	16.4%	16.4%
净资产收益率	26.7%	23.9%	22.8%	22.0%
资产回报率	19.9%	17.6%	16.8%	16.3%
投资回报率	23.4%	22.7%	21.3%	20.5%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	12.6%	24.6%	26.4%	23.3%
EBIT 增长率	-1.2%	27.3%	22.8%	23.6%
归母净利润增长率	4.2%	17.8%	23.5%	23.3%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.31	1.53	1.89	2.33
每股净资产	4.86	6.39	8.27	10.60
每股经营现金流	1.65	1.77	2.04	2.58
每股股利				
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	1.12	1.05	1.03	1.00
应收账款周转率	12.83	11.71	12.28	12.26
存货周转率	—	-84.61	106.96	131.86
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	24.8%	24.1%	22.4%	20.9%
流动比率	2.70	3.15	3.65	4.13
速动比率	2.39	2.85	3.32	3.80
<b>估值指标</b>				
P/E	20.63	13.35	10.81	8.76
P/B	5.56	3.19	2.47	1.92
EV/EBITDA	17.25	9.45	6.72	4.44

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断