

三七互娱 (002555)

2022 年中报点评：业绩落入预告上限，看好出海业务持续驱动增长

买入（维持）

2022 年 08 月 30 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

研究助理 陈欣

执业证书：S0600122070012

chenxin@dwzq.com.cn

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）	15.56	13.34	11.05	9.35

投资要点

■ **事件：**2022H1 公司实现营业收入 80.92 亿元，yoy+7.34%，归母净利润 16.95 亿元，yoy+98.56%，扣非归母净利润 16.43 亿元，yoy+157.79%；其中 2022Q2 实现营业收入 40.03 亿元，yoy+7.58%，qoq+2.11%，归母净利润 9.35 亿元，yoy+26.90%，qoq+23.06%，扣非归母净利润 8.82 亿元，yoy+39.11%，qoq+15.70%，业绩落入此前预告区间上限。此外公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 3.5 元（含税）。

■ **出海收入再创新高，期待新游扩充矩阵增厚流水。**2022H1 公司海外营收 30.33 亿元（yoy+48.33%），创新高，营收占比 37.48%（yoy+10.36pct），出海已成为公司业绩增长的第二驱动力，带动总营收同比增长 7.34%。其中《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》海外收入同比持续高增，《P&S》自 2020 年 8 月推出以来流水攀升，截至 2022H1 累计流水已超 42 亿元，2022 年 7 月其 2 周年推出与经典美剧《行尸走肉》的联动活动，流水实现再度爬升，公司海外长生命周期流水模型转变及精细化运营逻辑持续验证。展望未来，我们看好公司老游流水维稳，已上线的《Ant Legion》等新游调优后稳步贡献流水增量，同时看好 16 款出海储备产品陆续上线，充实公司产品矩阵，释放业绩增长动能。

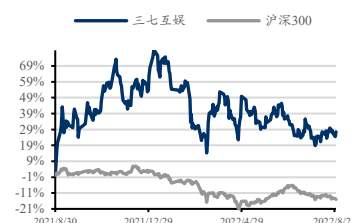
■ **精细化运营提质增效，归母净利润同比高增。**2022H1 公司毛利率为 84.43%（yoy-0.71pct），归母净利率为 20.95%（yoy+9.62pct），扣非归母净利率 20.31%（yoy+11.85pct），盈利能力提升主要系 1）《荣耀大天使》《斗罗大陆：武魂觉醒》等游戏步入成长期，买量减少致销售费用同比下滑 9.31%；2）公司积极调整人员结构，加大对策略等战略品类的研发投入，减少个别非战略品类投入，研发费用同比下滑 26.23%，对应销售费用率 53.63%（yoy-9.84pct），研发费用率 6.14%（yoy-2.79pct）。

■ **新游储备丰富，积极布局元宇宙。**面向海内外市场，公司通过自研、代理、定制等方式储备了多元品类题材产品，涵盖 MMO、SLG、卡牌和模拟经营，其中《霸业》《空之要塞：启航》《小小蚁国》《梦想大航海》《最后的原始人》《曙光计划》《光明冒险》已获版号。元宇宙方面，公司已落地元宇宙游戏艺术馆，推出系列数字藏品，投资包括光学模组、VR/AR 内容等产业链上下游。我们看好公司布局元宇宙，探索数字化文化新体验，一方面将提升技术力，另一方面有望与主业产生协同效应。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持此前盈利预测，预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 1.51/1.82/2.16 元，对应当前股价 PE 分别为 13/11/9 倍。我们看好公司“因地制宜”出海策略持续推进，期待海内外新游储备陆续释放利润增量，业绩持续增长可期，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**海外拓展不及预期，新品表现不及预期，行业政策收紧风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.17
一年最低/最高价	15.87/30.24
市净率(倍)	3.82
流通 A 股市值(百万元)	31,711.97
总市值(百万元)	44,734.32

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.29
资产负债率(% ,LF)	27.16
总股本(百万股)	2,217.86
流通 A 股(百万股)	1,572.23

相关研究

《三七互娱(002555)：2022 年半年度业绩预告点评：存量游戏利润释放，业绩表现出色》

2022-07-11

《三七互娱(002555)：2022 年一季度报点评：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》

2022-04-29

三七互娱三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,187	13,077	17,601	22,176	营业总收入	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	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.30	1.51	1.82	2.16
非流动负债	181	181	181	181	EBIT	3,219	3,669	4,373	5,131
长期借款	20	20	20	20	EBITDA	3,238	3,895	4,670	5,497
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	84.79	84.66	85.06	85.49
租赁负债	40	40	40	40	归母净利率(%)	17.73	17.88	18.82	19.86
其他非流动负债	121	121	121	121	收入增长率(%)	12.62	15.62	14.67	12.04
负债合计	3,580	4,532	5,254	5,171	归母净利润增长率(%)	4.15	16.62	20.68	18.25
归属母公司股东权益	10,774	14,127	18,174	22,959					
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					
负债和股东权益	14,437	18,938	23,919	28,847					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		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)	15.56	13.34	11.05	9.35
营运资本变动	559	5	-142	-65	P/B(现价)	4.15	3.17	2.46	1.95

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>

