

三七互娱 (002555)

2022 年三季报点评：老游流水有所滑落，期待新游业绩逐步释放

买入（维持）

2022 年 10 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	15,839	19,342	21,694
同比	13%	-2%	22%	12%
归属母公司净利润（百万元）	2,876	2,941	3,545	4,027
同比	4%	2%	21%	14%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.30	1.33	1.60	1.82
P/E（现价&最新股本摊薄）	10.91	10.66	8.85	7.79

#业绩符合预期

投资要点

■ **事件：**2022Q1-3 公司实现营业收入 116.78 亿元，yoy-3.57%，归母净利润 22.57 亿元，yoy+31.11%，扣非归母净利润 22.11 亿元，yoy+45.53%。其中 2022Q3 公司实现营业收入 35.86 亿元，yoy-21.56%，qoq-10.42%，归母净利润 5.62 亿元，yoy-35.26%，qoq-39.95%，扣非归母净利润 5.67 亿元，yoy-35.65%，qoq-35.65%，扣非归母净利润略超业绩预告上限。

■ **《小小蚁国》等新游接档，期待其后续表现。**2022Q3 公司营收同比/环比均有所下滑，我们预计主要系存量游戏步入成熟回收期，流水自然滑落，而新游上线数量及节奏不及去年同期。同时，公司代理的蚂蚁题材 SLG 新游《小小蚁国》于 2022 年 9 月 24 日上线，我们预计其宣发推广费用前置，进一步影响利润端表现，对应公司 2022Q3 毛利率 78.14%（yoy-6.17pct，qoq-4.38pct），销售费用率 51.45%（yoy-2.95pct，qoq+0.66pct），扣非归母净利率 15.82%（yoy-3.46pct，qoq-6.20pct）。截至 2022 年 10 月 30 日，《小小蚁国》iOS 游戏畅销榜（模拟类）排名稳定在前 11 名，我们看好后续其利润逐步释放，贡献业绩增量。

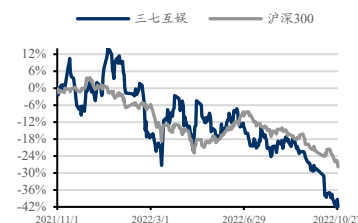
■ **出海业务持续推进，《P&S》等重点产品表现稳定。**根据 data.ai，2022 年 8/9 公司于中国游戏厂商出海收入排名中分别位列第 2/2 名，其中出海核心游戏《P&S》持续强劲表现，根据七麦数据，2022Q1-3 其在美国、日本的 iOS 游戏畅销榜排名分别为 28/16/11、15/12/11 名，此外，《云上城之歌》《江山美人》等运营表现稳健，长周期运营逻辑持续验证。我们认为国内手游出海渗透率仍有较大提升空间，看好公司“因地制宜”的出海策略持续验证，新游陆续上线，有望助推出海收入实现阶梯式增长。

■ **新游储备丰富，长周期品类占比有望逐步提升。**公司“双核+多元”战略持续推进，已于 2022 年 9 月 24 日、10 月 26 日分别上线蚂蚁题材 SLG 手游《小小蚂蚁》、蒸汽朋克跑酷卡牌手游《空之要塞：启航》，截至 2022 年 10 月 30 日《空之要塞》iOS 游戏畅销榜平均排名为 16 名。此外公司还储备有 SLG《霸业》、《代号 GOE》《代号古风》《代号 3D 版 WTB》《代号 S》等多款产品，我们看好公司多元化长周期运营持续验证，营收及利润稳步释放。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到版号政策及疫情导致的行业压力，我们下调此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.33/1.60/1.82 元（此前为 1.51/1.82/2.16 元），对应当前股价 PE 分别为 11/9/8 倍。我们看好公司出海业务持续拓展，多元化产品结构助力业绩长周期稳定增长，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)	14.14
一年最低/最高价	13.96/30.24
市净率(倍)	2.70
流通 A 股市值(百万元)	22,231.39
总市值(百万元)	31,360.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.23
资产负债率(%，LF)	28.94
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 年中报点评：业绩落入预告上限，看好出海业务持续驱动增长》

2022-08-30

《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

三七互娱三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,187	12,488	16,241	19,932	营业总收入	16,216	15,839	19,342	21,694
货币资金及交易性金融资产	6,717	9,642	12,921	16,316	营业成本(含金融类)	2,466	2,934	3,246	3,640
经营性应收款项	2,320	2,692	3,147	3,431	税金及附加	38	48	58	65
存货	0	0	0	0	销售费用	9,125	8,395	10,445	11,715
合同资产	0	0	0	0	管理费用	463	539	774	868
其他流动资产	150	155	173	185	研发费用	1,250	1,030	1,354	1,519
非流动资产	5,250	5,860	6,319	6,671	财务费用	-55	-78	-145	-202
长期股权投资	509	494	502	549	加:其他收益	167	111	97	108
固定资产及使用权资产	952	1,216	1,197	1,232	投资净收益	123	151	193	232
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	3,235	3,900	4,430
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	18,348	22,559	26,603	利润总额	3,248	3,235	3,900	4,430
流动负债	3,399	4,398	5,099	5,156	减:所得税	398	324	390	443
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	2,912	3,510	3,987
经营性应付款项	1,773	2,468	2,594	2,863	减:少数股东损益	-26	-29	-35	-40
合同负债	261	217	320	338	归属母公司净利润	2,876	2,941	3,545	4,027
其他流动负债	896	1,689	2,161	1,932	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.30	1.33	1.60	1.82
非流动负债	181	181	181	181	EBIT	3,219	3,186	3,791	4,268
长期借款	20	20	20	20	EBITDA	3,238	3,412	4,088	4,634
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	84.79	81.48	83.22	83.22
租赁负债	40	40	40	40	归母净利率(%)	17.73	18.57	18.33	18.56
其他非流动负债	121	121	121	121	收入增长率(%)	12.62	-2.33	22.11	12.16
负债合计	3,580	4,579	5,280	5,337	归母净利润增长率(%)	4.15	2.28	20.55	13.59
归属母公司股东权益	10,774	13,715	17,260	21,287					
少数股东权益	84	55	19	-20					
所有者权益合计	10,857	13,769	17,280	21,267					
负债和股东权益	14,437	18,348	22,559	26,603					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,659	4,070	3,843	3,884	每股净资产(元)	4.86	6.18	7.78	9.60
投资活动现金流	-1,083	-685	-562	-487	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	22.72	21.86	19.85
现金净增加额	2,844	2,925	3,280	3,395	ROE-摊薄(%)	26.69	21.44	20.54	18.92
折旧和摊销	200	226	297	366	资产负债率(%)	24.80	24.96	23.40	20.06
资本开支	-340	-851	-747	-672	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.91	10.66	8.85	7.79
营运资本变动	559	280	-226	2	P/B(现价)	2.91	2.29	1.82	1.47

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>

