

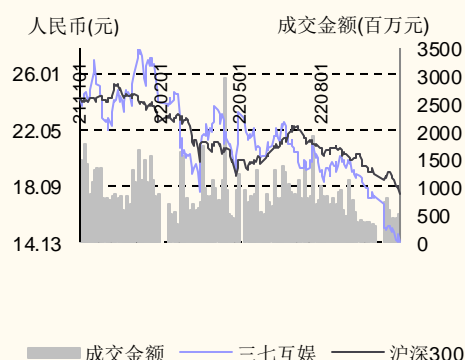
三七互娱 (002555.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 14.14 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	22.18
已上市流通 A 股(亿股)	15.72
总市值(亿元)	313.61
年内股价最高最低(元)	27.75/14.13
沪深 300 指数	3541
深证成指	10402



业绩符合预告,《小小蚁国》有望 Q4 贡献增量

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,400	16,216	15,820	18,460	20,985
营业收入增长率	8.86%	12.62%	-2.45%	16.69%	13.68%
归母净利润(百万元)	2,761	2,876	2,962	3,552	4,078
归母净利润增长率	30.56%	4.15%	3.00%	19.92%	14.82%
摊薄每股收益(元)	1.31	1.30	1.34	1.60	1.84
每股经营性现金流净额	1.39	1.65	1.33	1.66	1.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	45.73%	26.69%	23.05%	23.71%	23.40%
P/E	23.89	20.84	10.59	8.83	7.69
P/B	10.93	5.56	2.44	2.09	1.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022 年 10 月 30 日, 公司发布 2022 年前三季度业绩, 前三季度营收 116.78 亿元/yoy-3.57%, 归母净利 22.57 亿元/yoy+31.11%, 扣非归母净利 22.11 亿元/yoy+45.53%; 单 Q3 营收 35.86 亿元/yoy-21.56%, 归母净利 5.62 亿元/yoy-35.26%, 扣非归母净利 5.67 亿元/yoy-35.65%。

经营分析

- 产品周期及新游缺少, 致使营收有所下滑。前三季度营收同比-3.57%, Q3 营收同比-21.56%, 降幅高于前三季度主要由于 21 年上线的《斗罗大陆: 魂师对决》《斗罗大陆: 武魂觉醒》《荣耀大天使》等产品今年上半年步入成熟回收期, 但至 Q3 流水自然下滑, 且缺少新游贡献增量。
- 游戏投放回收的时滞使前三季度净利率提升, Q3 毛利率下滑拉低净利率。1) 前三季度归母净利同比+31.11%, 归母净利率 19.32%, 同比+5.11pct, 主要由于去年同期主要游戏产品处于推广期, 当期进入成熟回收期, 销售费率同比-7.09pct。2) Q3 归母净利同比-35.26%, 归母净利率 15.66%, 同比-3.31pct, 我们认为, 主要由于代理游戏占比提高致游戏分成等成本增加, 进而毛利率降低 (同比-6.17pct), 而费率降低部分抵消掉其影响, 销售费率/管理费率/研发费率/财务费率同比-2.95pct/+0.98pct/-0.31pct/-0.83pct, 其中销售费率降低主要由于新游上线少+去年主要产品进入回收期, 投流减少。
- 《小小蚁国》Q4 有望贡献增量, 产品储备丰富, 关注新游上线。1) 《小小蚁国》22 年 9 月上线, 据七麦, 当前处于 iOS 模拟游戏畅销榜 TOP10。2) 公司储备了《霸业》等 30 余款游戏, 涵盖 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营, 包含《代号魔幻 M》等境内外发行自研游戏, 展现精品化、多元化和全球化的策略, 其中《霸业》《空之要塞》《光明冒险》等游戏已获版号。

投资建议

- 我们认为, 公司始终坚持精品化、多元化、全球化策略, 产品储备丰富, 《Puzzles & Survival》的成功出海有望得以复制, 预计 22-24 年归母净利 29.62/35.52/40.78 亿元, 对应 PE 为 10.59/8.83/7.69X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 游戏监管风险; 版号发放不及预期风险; 宏观经济增长趋缓导致付费不及预期风险

相关报告

1. 《Q3 业绩承压, 关注《小小蚁国》等新游表现-三七互娱 22 年前三...》, 2022.10.11
2. 《Q4 同比回暖, 精品化、全球化战略持续推进-三七互娱年报点评》, 2022.4.26
3. 《Q3 业绩超预期, 关注 Q4 斗罗和 P&S 利润释放-三七互娱三季度...》, 2021.11.1

陆意

分析师 SAC 执业编号: S1130522080009
luyi5@gjzq.com.cn

马晓婷

联系人
maxiaoting@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	13,227	14,400	16,216	15,820	18,460	20,985
增长率		8.9%	12.6%	-2.4%	16.7%	13.7%
主营业务成本	-1,776	-1,758	-2,466	-2,683	-3,006	-3,279
%销售收入	13.4%	12.2%	15.2%	17.0%	16.3%	15.6%
毛利	11,451	12,642	13,750	13,137	15,454	17,706
%销售收入	86.6%	87.8%	84.8%	83.0%	83.7%	84.4%
营业税金及附加	-46	-42	-38	-40	-46	-52
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-7,737	-8,213	-9,125	-8,622	-10,153	-11,542
%销售收入	58.5%	57.0%	56.3%	54.5%	55.0%	55.0%
管理费用	-222	-366	-463	-451	-517	-588
%销售收入	1.7%	2.5%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%
研发费用	-820	-1,113	-1,250	-981	-1,200	-1,364
%销售收入	6.2%	7.7%	7.7%	6.2%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	2,626	2,908	2,874	3,044	3,538	4,160
%销售收入	19.8%	20.2%	17.7%	19.2%	19.2%	19.8%
财务费用	15	23	55	78	125	180
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.7%	-0.9%
资产减值损失	-58	-193	-36	-27	-28	-24
公允价值变动收益	-148	196	78	-42	79	57
投资收益	111	155	123	98	108	124
%税前利润	4.1%	4.8%	3.8%	3.0%	2.7%	2.7%
营业利润	2,672	3,256	3,261	3,289	3,967	4,630
营业利润率	20.2%	22.6%	20.1%	20.8%	21.5%	22.1%
营业外收支	24	-7	-12	-3	-6	-5
税前利润	2,696	3,249	3,248	3,286	3,960	4,625
利润率	20.4%	22.6%	20.0%	20.8%	21.5%	22.0%
所得税	-279	-213	-398	-361	-436	-509
所得税率	10.4%	6.6%	12.3%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	2,417	3,036	2,850	2,925	3,525	4,116
少数股东损益	302	275	-26	-37	-27	38
归属于母公司的净利润	2,115	2,761	2,876	2,962	3,552	4,078
净利率	16.0%	19.2%	17.7%	18.7%	19.2%	19.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,417	3,036	2,850	2,925	3,525	4,116
少数股东损益	302	275	-26	-37	-27	38
非现金支出	185	305	239	146	164	175
非经营收益	61	-290	-56	-128	-169	-174
营运资金变动	594	-123	626	7	157	-33
经营活动现金净流	3,258	2,928	3,659	2,950	3,677	4,085
资本开支	-366	-1,071	-340	-261	-216	-188
投资	560	-151	-396	-538	77	55
其他	-1,238	612	-348	98	108	124
投资活动现金净流	-1,043	-610	-1,083	-701	-31	-9
股权募资	0	0	2,983	300	0	0
债权募资	-399	608	-423	-138	-320	38
其他	-1,204	-3,236	-2,274	-1,215	-1,436	-1,636
筹资活动现金净流	-1,602	-2,628	287	-1,053	-1,756	-1,598
现金净流量	620	-361	2,844	1,196	1,890	2,478

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,153	1,777	4,619	5,804	7,686	10,159
应收账款	1,373	1,250	1,354	1,403	1,614	1,760
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,830	2,774	3,214	3,948	3,865	4,013
流动资产	6,355	5,800	9,187	11,155	13,165	15,932
%总资产	62.6%	54.9%	63.6%	66.3%	69.6%	73.4%
长期投资	978	1,028	1,397	1,683	1,685	1,687
固定资产	844	927	970	1,115	1,161	1,173
%总资产	8.3%	8.8%	6.7%	6.6%	6.1%	5.4%
无形资产	1,671	2,769	2,776	2,804	2,838	2,862
非流动资产	3,790	4,764	5,250	5,659	5,738	5,774
%总资产	37.4%	45.1%	36.4%	33.7%	30.4%	26.6%
资产总计	10,145	10,564	14,437	16,814	18,904	21,706
短期借款	31	889	469	0	0	0
应付款项	1,860	2,789	1,972	2,790	3,002	3,168
其他流动负债	709	820	958	747	848	967
固定负债	2,600	4,498	3,399	3,537	3,850	4,136
长期贷款	250	0	20	351	31	69
其他长期负债	1	0	161	29	21	15
负债	2,852	4,499	3,580	3,917	3,902	4,220
普通股股东权益	7,029	6,037	10,774	12,851	14,982	17,429
其中股本	2,112	2,112	2,218	2,218	2,218	2,218
未分配利润	4,711	3,960	5,895	7,672	9,803	12,250
少数股东权益	264	28	84	47	20	58
负债股东权益合计	10,145	10,564	14,437	16,814	18,904	21,706

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.001	1.307	1.297	1.335	1.601	1.839
每股净资产	3.328	2.858	4.858	5.794	6.755	7.858
每股经营现金净流	1.542	1.386	1.650	1.330	1.658	1.842
每股股利	0.400	0.500	0.520	0.534	0.641	0.735
回报率						
净资产收益率	30.09%	45.73%	26.69%	23.05%	23.71%	23.40%
总资产收益率	20.84%	26.13%	19.92%	17.61%	18.79%	18.79%
投入资本收益率	31.07%	39.06%	21.99%	20.45%	20.94%	21.09%
增长率						
主营业务收入增长率	73.30%	8.86%	12.62%	-2.45%	16.69%	13.68%
EBIT增长率	58.43%	10.75%	-1.16%	5.92%	16.21%	17.59%
净利润增长率	109.69%	30.56%	4.15%	3.00%	19.92%	14.82%
总资产增长率	20.84%	4.13%	36.66%	16.47%	12.43%	14.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.7	31.1	27.3	31.0	31.0	30.0
存货周转天数	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
应付账款周转天数	257.0	259.3	195.6	240.0	230.0	220.0
固定资产周转天数	1.3	23.4	20.1	20.5	17.7	17.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.67%	-36.42%	-57.36%	-60.18%	-66.42%	-70.90%
EBIT利息保障倍数	-176.2	-126.4	-52.1	-39.0	-28.4	-23.1
资产负债率	28.11%	42.59%	24.80%	23.30%	20.64%	19.44%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	25	59	66	152
增持	0	4	12	14	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.17	1.18	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-11-29	买入	24.98	35.14 ~ 40.00
2	2021-06-30	买入	24.28	N/A
3	2021-08-31	买入	16.24	N/A
4	2021-11-01	买入	23.80	N/A
5	2022-04-26	买入	19.70	N/A
6	2022-10-11	买入	16.80	N/A

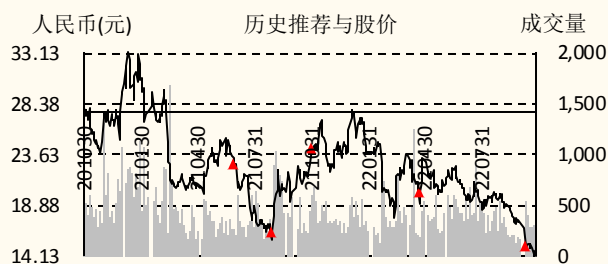
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402