

证券研究报告

公司研究

公司点评

三七互娱 (002555. SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

三七互娱 (002555. SZ): 虚拟现实产业链受益, 上线新游表现不凡, 储备新游值得期待

2022 年 11 月 6 日

事件: 11 月 1 日, 工信部等五部门印发《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划 (2022-2026 年)》。报告指出, 到 2026 年, 三维化、虚实融合沉浸影音关键技术重点突破, 新一代适人化虚拟现实终端产品不断丰富, 产业生态进一步完善。三七互娱与歌尔、米哈游合作产业基金, 在诸多方面对 VRAR 产业进行布局。

点评:

- **22Q3 业绩受新产品发行量减少和老产品营收不佳影响短期回落。**公司前三季度实现营业收入 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%。单季度来看, 公司 22Q3 实现营业收入 35.86 亿元, yoy-21.56%; 归母净利 5.62 亿元, yoy-35.26%, vs 22Q2 9.35 亿元, 对应净利率 15.66%; 扣非归母净利 5.67 亿元, yoy-35.65%, vs 22Q2 8.82 亿元, 对应扣非归母净利率 15.82%。主要系今年受产品上线进度等因素影响, 公司国内市场新上线重点游戏产品相比去年同期有所减少。
- **销售与研发费用率略有下降, 净利率环同比均下滑。**22Q3 费用方面, 销售/管理/研发费用分别为 18.45/1.24/2.38 亿元, 对应费用率 51.45%/3.46%/6.64%, 同比变动-2.96/0.98/-0.31pct。销售费用降低主要系主要系上年同期上线的《荣耀大天使》《斗罗大陆: 武魂觉醒》《斗罗大陆: 魂师对决》等游戏在本期已进入成长期, 流量投放减少所致。22Q3 单季度实现净利率 15.66% (yoy-3.31pct, qoq-7.70pct); 扣非归母净利率 15.82% (yoy-3.46pct, qoq-6.20pct)。
- **存量老游表现欠佳, 业绩贡献下降。**七麦数据显示, 2022 年前三个季度, iOS 端《斗罗大陆: 魂师对决》预估收入分别为 1658.2/1047.1/683.2 万美元, 《斗罗大陆: 武魂觉醒》预估收入分别为 182.3/136.5 万/87.3 万美元, 《荣耀大天使》预估收入分别为 142.0/65.7/46.9 万美元, 上年同期上线游戏均在 22Q3 呈现较大幅度的下滑。可见存量产品在本年度逐步进入成熟期或产品生命周期的中后期, 导致公司 Q3 收入出现同比下滑, 同时利润也有所下降。
- **上线新游表现不凡, 储备新游值得期待。**《小小蚁国》于 9 月 24 日正式上线国内, 发行上也采用了 SLG 领域的高买量策略, 投放力度较大, 11 月 6 日排名 iPhone 模拟游戏榜第 1 位。卡牌手游《空之要塞: 启航》也于 10 月 26 日全平台开启公测, 11 月 6 日排名 iPhone 畅销冒险游戏榜第 8 名。公司目前获批版号储备丰富, 包括《霸业》《梦想大航海》《曙光计划》《最后的原始人》等, 未来表现值得期待。
- **投资建议:** 公司 22Q3 业绩低于预期, 本季度获批版号数量同比减少, 且新游暂未贡献业绩。公司于 2022 年 9 月发行了《小小蚁国》并取得了较好表现, 同时储备了《霸业》等重点产品预计将陆续发行。随着产

品恢复正常上线，有望持续释放增量推动公司业绩增长，叠加较强的产品研发、运营以及出海能力。我们下调前期盈利预测至 2022-2024 年归母净利润 30.80/35.43/40.07 亿元，11 月 4 日收盘价对应 PE 为 11/10/9X，继续维持“买入”评级。

- **风险因素：**市场竞争加剧、行业景气度下行、行业政策变化、后续新游上线时间不确定、老游生命周期缩短及表现不及预期等风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	14,400	16,216	17,189	20,025	22,628
增长率 YoY%	8.9%	12.6%	6.0%	16.5%	13.0%
归属母公司净利润 (百万元)	2,761	2,876	3,080	3,543	4,007
增长率 YoY%	30.6%	4.2%	7.1%	15.0%	13.1%
毛利率%	87.8%	84.8%	84.3%	84.7%	85.3%
净资产收益率 ROE%	45.7%	26.7%	24.7%	24.7%	24.0%
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.31	1.39	1.60	1.81
市盈率 P/E(倍)	23.84	20.63	11.10	9.65	8.54
市净率 P/B(倍)	10.93	5.56	2.75	2.38	2.04

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 11 月 4 日收盘价



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,800	9,187	11,429	13,857	16,350
货币资金	1,777	4,619	5,682	7,931	10,351
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,165	1,264	1,404	1,605	1,817
预付账款	1,000	1,055	1,257	1,441	1,536
存货	0	0	-18	-18	-18
其他	1,859	2,249	3,104	2,899	2,664
非流动资产	4,764	5,250	6,276	6,483	6,690
长期股权投资	361	509	658	806	955
固定资产	923	892	862	831	801
无形资产	1,108	1,088	1,069	1,049	1,029
其他	2,372	2,761	3,689	3,797	3,906
资产总计	10,564	14,437	17,705	20,340	23,040
流动负债	4,498	3,399	4,736	5,480	5,830
短期借款	889	446	646	896	996
应付票据	393	208	391	422	437
应付账款	1,078	1,565	1,767	1,965	2,144
其他	2,138	1,181	1,932	2,197	2,253
非流动负债	0	181	451	451	451
长期借款	0	20	323	323	323
其他	0	161	128	128	128
负债合计	4,499	3,580	5,187	5,930	6,281
少数股东权益	28	84	68	51	31
归属母公司股东权益	6,037	10,774	12,449	14,359	16,728
负债和股东权益	10,564	14,437	17,705	20,340	23,040

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,400	16,216	17,189	20,025	22,628
同比(%)	8.9%	12.6%	6.0%	16.5%	13.0%
归母净利润	2,761	2,876	3,080	3,543	4,007
同比(%)	30.6%	4.2%	7.1%	15.0%	13.1%
毛利率(%)	87.8%	84.8%	84.3%	84.7%	85.3%
ROE%	45.7%	26.7%	24.7%	24.7%	24.0%
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.31	1.39	1.60	1.81
P/E	23.84	20.63	11.10	9.65	8.54
P/B	10.93	5.56	2.75	2.38	2.04
EV/EBITDA	20.39	17.25	8.57	6.83	5.47

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,400	16,216	17,189	20,025	22,628
营业成本	1,758	2,466	2,699	3,064	3,326
营业税金及附加	42	38	53	76	86
销售费用	8,213	9,125	9,327	10,864	12,283
管理费用	366	463	520	606	687
研发费用	1,113	1,250	1,233	1,474	1,723
财务费用	-23	-55	-59	-62	-96
减值损失合计	-193	-36	-18	-18	-18
投资净收益	155	123	101	109	115
其他	363	244	-88	-72	-86
营业利润	3,256	3,261	3,411	4,021	4,630
营业外收支	-7	-12	-4	-4	-4
利润总额	3,249	3,248	3,407	4,017	4,626
所得税	213	398	342	492	639
净利润	3,036	2,850	3,065	3,525	3,987
少数股东损益	275	-26	-15	-18	-20
归母净利润	2,761	2,876	3,080	3,543	4,007
EBITDA	3,192	3,238	3,450	4,033	4,616
EPS(当年)(元)	1.31	1.31	1.39	1.60	1.81

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,928	3,659	3,839	3,878	4,202
净利润	3,036	2,850	3,065	3,525	3,987
折旧摊销	117	200	93	93	93
财务费用	45	34	40	60	68
投资损失	-155	-123	-155	-123	-101
营运资金变动	-123	626	551	57	-112
其他	9	72	191	252	282
投资活动现金流	-610	-1,083	-1,843	-187	-175
资本支出	-1,071	-340	-154	-153	-153
长期投资	-151	-396	-638	68	98
其他	612	-348	-1,050	-101	-120
筹资活动现金流	-2,628	287	-1,003	-1,397	-1,556
吸收投资	0	2,983	28	0	0
借款增加	889	467	503	250	100
支付利息或股息	-1,509	-793	-1,627	-1,647	-1,656
现金流净增加额	-361	2,844	1,064	2,248	2,421

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商、新消费等多个板块，元宇宙二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 最佳分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liuolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。