

三七互娱 (002555)

上调回购方案价格上限至 47 元，彰显公司发展信心

事件：7月3日公司发布公告，将回购价格上限由不超过 22.55 元/股调整为不超过 47 元/股，回购方案的其他内容不变。

回购价格上调至 47 元/股，接近 10 年来股价高位

2022 年 11 月公司拟以自有资金以集中竞价交易的方式回购公司股份，回购金额为 3-6 亿元（均含本数），回购价格不超过 23 元/股，回购股份实施期限为股东大会通过回购股份方案之日起 12 个月内。2023 年 7 月 3 日，公司将回购价格上限调整为不超过 47 元/股。按照 47 元/股的价格测算，公司剩余回购股份数量为 461-1100 万股，占总股本的 0.21%-0.5%。

长周期产品稳定贡献营收，新品表现亮眼

存量产品方面，公司旗下《云上城之歌》《叫我大掌柜》《斗罗大陆：魂师对决》《谜题大陆》等多款在运营产品稳健贡献营收，长周期品类产品 22 年收入占比超过 40%。新品方面，公司代理产品《最后的原始人》5 月 6 日上线，上线至今 iOS 畅销榜排名稳定在 30-60 位左右；《凡人修仙传》5 月 24 日上线，上线后 iOS 畅销榜最高排至第 4 位，目前稳定在 20 位左右。我们认为公司新游表现亮眼，有望贡献业绩增量。

自主研发系列 AI 平台，赋能游戏研运一体化

公司早在 2018 年率先布局 AI 应用，逐渐打造整套嵌入 AI 与大数据技术的数智化产品矩阵。研发方面，公司部署了数据分析系统“雅典娜”、监控预警系统“波塞冬”、用户画像系统“阿瑞斯”及游戏研发中台“宙斯”，为游戏内部生态平衡性、玩法创新等奠定数据基础。并且将生成式 AI 内嵌至中台管线中，批量生产 2D 美术内容，提高 3D 动态内容制作效率；发行方面，公司形成图灵（前期内容生产）-量子（中期投放）-天机（后端运营）+易览（游戏市场情报系统）的全链路数智化部署。我们认为，全套 AI 应用工具和研发平台的应用将持续为公司积淀数字资产，为 AI 工具学习和迭代提供充足且实时更新的数据来源，赋能公司的开发效率。

投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年营收为 182.7/198.7/211.1 亿元，同比增长 11.38%/8.75%/6.24%。预计 2023-2025 年归母净利润为 32.91/38.36/42.02 亿元，同比增速分别为 11.38%/16.58%/9.55%，对应 2023 年 7 月 4 日收盘价，23-25 年 PE 分别为 22/19/17 倍。维持“买入”评级。

风险提示：产品流水不达预期；行业监管趋严；版号发放不及预期；新品上线时间变化风险等。

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 16,216.50 | 16,406.03 | 18,273.41 | 19,872.75 | 21,112.53 |
| 增长率(%) | 12.62 | 1.17 | 11.38 | 8.75 | 6.24 |
| EBITDA(百万元) | 4,447.84 | 4,280.23 | 3,865.27 | 4,453.03 | 4,757.91 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2,875.58 | 2,954.38 | 3,290.65 | 3,836.19 | 4,202.42 |
| 增长率(%) | 4.15 | 2.74 | 11.38 | 16.58 | 9.55 |
| EPS(元/股) | 1.30 | 1.33 | 1.48 | 1.73 | 1.89 |
| 市盈率(P/E) | 25.19 | 24.52 | 22.01 | 18.88 | 17.24 |
| 市净率(P/B) | 6.72 | 5.95 | 5.19 | 4.53 | 3.97 |
| 市销率(P/S) | 4.47 | 4.42 | 3.96 | 3.64 | 3.43 |
| EV/EBITDA | 11.85 | 7.30 | 15.75 | 13.35 | 12.04 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 传媒/游戏 II |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 32.66 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 2,217.86 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,635.53 |
| A 股总市值(百万元) | 72,435.45 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 53,416.26 |
| 每股净资产(元) | 5.85 |
| 资产负债率(%) | 31.12 |
| 一年内最高/最低(元) | 37.97/13.96 |

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

王梦恺 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030002
wangmengkai@tfzq.com

金沐阳 联系人
jinmuyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《三七互娱-年报点评报告:出海收入创新高，多品类产品长线化打造稳健业绩基本盘》2023-04-30
- 《三七互娱-季报点评:22Q3 业绩处预告中线，短期承压期待新游表现》2022-11-03
- 《三七互娱-半年报点评:业绩如期高增，海外持续提速，后续储备优渥》2022-09-02

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 4,618.53 | 5,129.48 | 6,526.90 | 7,810.34 | 9,860.00 |
| 应收票据及应收账款 | 1,264.32 | 1,433.56 | 1,224.85 | 1,905.26 | 1,352.49 |
| 预付账款 | 1,055.30 | 855.19 | 1,578.28 | 1,181.79 | 1,270.41 |
| 存货 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 2,248.69 | 3,168.27 | 3,231.20 | 3,314.62 | 3,354.65 |
| 流动资产合计 | 9,186.84 | 10,586.51 | 12,561.23 | 14,212.01 | 15,837.55 |
| 长期股权投资 | 509.06 | 621.79 | 621.79 | 621.79 | 621.79 |
| 固定资产 | 892.01 | 850.03 | 804.62 | 759.21 | 713.80 |
| 在建工程 | 77.64 | 242.51 | 242.51 | 242.51 | 242.51 |
| 无形资产 | 1,088.49 | 1,059.68 | 1,019.79 | 979.91 | 940.03 |
| 其他 | 2,683.16 | 3,734.10 | 3,691.70 | 3,754.91 | 3,820.02 |
| 非流动资产合计 | 5,250.35 | 6,508.11 | 6,380.42 | 6,358.34 | 6,338.15 |
| 资产总计 | 14,437.18 | 17,094.62 | 18,941.66 | 20,570.35 | 22,175.70 |
| 短期借款 | 445.64 | 901.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 1,773.00 | 2,203.56 | 2,530.60 | 2,621.89 | 1,913.15 |
| 其他 | 920.03 | 977.32 | 2,235.62 | 1,762.38 | 1,841.27 |
| 流动负债合计 | 3,138.67 | 4,081.92 | 4,766.22 | 4,384.28 | 3,754.43 |
| 长期借款 | 20.00 | 323.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 160.51 | 118.24 | 118.24 | 118.24 | 118.24 |
| 非流动负债合计 | 180.51 | 441.24 | 118.24 | 118.24 | 118.24 |
| 负债合计 | 3,579.85 | 4,782.69 | 4,884.47 | 4,502.52 | 3,872.67 |
| 少数股东权益 | 83.62 | 128.58 | 106.50 | 86.30 | 69.13 |
| 股本 | 2,217.86 | 2,217.86 | 2,217.86 | 2,217.86 | 2,217.86 |
| 资本公积 | 2,978.59 | 2,776.59 | 2,776.59 | 2,776.59 | 2,776.59 |
| 留存收益 | 6,061.50 | 7,425.05 | 9,246.06 | 11,323.81 | 13,527.02 |
| 其他 | (484.24) | (236.15) | (289.82) | (336.74) | (287.57) |
| 股东权益合计 | 10,857.34 | 12,311.93 | 14,057.19 | 16,067.82 | 18,303.03 |
| 负债和股东权益总计 | 14,437.18 | 17,094.62 | 18,941.66 | 20,570.35 | 22,175.70 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 2,849.97 | 2,909.73 | 3,290.65 | 3,836.19 | 4,202.42 |
| 折旧摊销 | 171.47 | 189.92 | 85.29 | 85.29 | 85.29 |
| 财务费用 | 34.43 | 23.74 | (141.79) | (216.00) | (266.22) |
| 投资损失 | (122.97) | (75.65) | (83.21) | (91.53) | (100.69) |
| 营运资金变动 | 904.69 | (784.58) | 846.83 | (755.52) | (212.73) |
| 其它 | (178.84) | 1,293.99 | 15.90 | 19.68 | 25.37 |
| 经营活动现金流 | 3,658.75 | 3,557.17 | 4,013.67 | 2,878.12 | 3,733.45 |
| 资本支出 | 98.17 | 336.04 | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 长期投资 | 148.49 | 112.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,329.58) | (3,779.20) | (28.51) | (22.42) | (15.55) |
| 投资活动现金流 | (1,082.92) | (3,330.42) | (28.51) | (22.42) | (15.55) |
| 债权融资 | (344.73) | 854.58 | (1,082.26) | 216.00 | 266.22 |
| 股权融资 | 1,489.53 | (1,725.97) | (1,505.49) | (1,788.26) | (1,934.46) |
| 其他 | (857.98) | (713.18) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | 286.82 | (1,584.57) | (2,587.74) | (1,572.26) | (1,668.25) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 2,862.65 | (1,357.83) | 1,397.42 | 1,283.44 | 2,049.66 |

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 16,216.50 | 16,406.03 | 18,273.41 | 19,872.75 | 21,112.53 |
| 营业成本 | 2,466.08 | 3,048.54 | 3,504.91 | 3,562.18 | 3,348.62 |
| 营业税金及附加 | 38.05 | 31.86 | 36.55 | 39.75 | 42.23 |
| 销售费用 | 9,125.34 | 8,732.60 | 9,431.22 | 10,232.87 | 11,177.36 |
| 管理费用 | 462.77 | 526.01 | 578.62 | 636.48 | 700.13 |
| 研发费用 | 1,250.24 | 904.70 | 1,176.10 | 1,281.95 | 1,410.14 |
| 财务费用 | (55.18) | (74.04) | (141.79) | (216.00) | (266.22) |
| 资产/信用减值损失 | (39.22) | (98.80) | (104.16) | (109.83) | (90.91) |
| 公允价值变动收益 | 77.77 | (39.82) | 55.80 | 56.99 | 58.13 |
| 投资净收益 | 122.97 | 75.65 | 83.21 | 91.53 | 100.69 |
| 其他 | (492.99) | (9.56) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 3,260.68 | 3,308.89 | 3,722.66 | 4,374.22 | 4,768.17 |
| 营业外收入 | 4.40 | 11.15 | 11.37 | 11.60 | 11.83 |
| 营业外支出 | 16.63 | 18.53 | 18.90 | 19.27 | 19.66 |
| 利润总额 | 3,248.45 | 3,301.51 | 3,715.14 | 4,366.54 | 4,760.35 |
| 所得税 | 398.48 | 391.78 | 464.39 | 567.65 | 590.68 |
| 净利润 | 2,849.97 | 2,909.73 | 3,250.75 | 3,798.89 | 4,169.67 |
| 少数股东损益 | (25.60) | (44.64) | (39.90) | (37.30) | (32.75) |
| 归属于母公司净利润 | 2,875.58 | 2,954.38 | 3,290.65 | 3,836.19 | 4,202.42 |
| 每股收益(元) | 1.30 | 1.33 | 1.48 | 1.73 | 1.89 |

| 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 12.62% | 1.17% | 11.38% | 8.75% | 6.24% |
| 营业利润 | 0.15% | 1.48% | 12.50% | 17.50% | 9.01% |
| 归属于母公司净利润 | 4.15% | 2.74% | 11.38% | 16.58% | 9.55% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 84.79% | 81.42% | 80.82% | 82.08% | 84.14% |
| 净利率 | 17.73% | 18.01% | 18.01% | 19.30% | 19.90% |
| ROE | 26.69% | 24.25% | 23.59% | 24.00% | 23.05% |
| ROIC | 91.38% | 80.64% | 95.28% | 150.80% | 131.18% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 24.80% | 27.98% | 25.79% | 21.89% | 17.46% |
| 净负债率 | -38.03% | -31.35% | -46.10% | -48.32% | -53.62% |
| 流动比率 | 2.70 | 2.44 | 2.64 | 3.24 | 4.22 |
| 速动比率 | 2.70 | 2.44 | 2.64 | 3.24 | 4.22 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 13.35 | 12.16 | 13.75 | 12.70 | 12.96 |
| 存货周转率 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 总资产周转率 | 1.30 | 1.04 | 1.01 | 1.01 | 0.99 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.30 | 1.33 | 1.48 | 1.73 | 1.89 |
| 每股经营现金流 | 1.65 | 1.60 | 1.81 | 1.30 | 1.68 |
| 每股净资产 | 4.86 | 5.49 | 6.29 | 7.21 | 8.22 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 25.19 | 24.52 | 22.01 | 18.88 | 17.24 |
| 市净率 | 6.72 | 5.95 | 5.19 | 4.53 | 3.97 |
| EV/EBITDA | 11.85 | 7.30 | 15.75 | 13.35 | 12.04 |
| EV/EBIT | 12.08 | 7.45 | 16.11 | 13.61 | 12.26 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |