

三七互娱 (002555. SZ) 中报点评: 新游投放利润承压, 长线运营下三季度利润可期

2023 年 9 月 1 日

事件: 公司于 2023 年 8 月 30 日 (北京时间) 发布 2023 年度半年报。

点评:

➤ 2023 上半年及 Q2 业绩如下:

(1) 23 年上半年公司实现营收 77.61 亿元, 同比下降 4.10%, 主要受运营的游戏产品所处生命周期不同影响, 公司本期在运营的主要系处于引入期的新游戏产品, 上年同期主要系处于成熟期的存量游戏, 流水贡献较为稳定; 归母净利润 12.26 亿元, 同比下降 27.67%; 扣非净利润 11.15 亿元, 同比下降 32.13%。上半年毛利率 78.55%, 同比-5.88pct; 净利率 15.56%, 同比-5.17pct。

(2) 单拆 23Q2 公司实现营收 39.96 亿元, 同比下降 0.18%; 归母净利润 4.52 亿元, 同比下降 51.72%, 扣非净利润 4.45 亿元, 同比下降 49.51%; 单季度毛利率 78.85%, 同比-3.67pct, 环比+0.61pct; 净利率 11.06%, 同比-12.03pct, 环比-9.27pct。Q2 接连上线多款新游, 费用提升叠加买量市场竞争较激烈, 新产品回收期滞后, 而代理游戏收入增加, 游戏分成同比增长 30.98%, 多因素导致利润不及预期。

(3) 费用端来看, 23 年上半年公司销售费用 42.79 亿元, 同比下降 1.4%, 销售费用率 55.14%, 同比+1.51pct。23 年上半年公司管理费用 2.57 亿元, 同比上升 22.9%, 管理费用率 3.31%, 同比+0.73pct, 主要系管理人员薪酬费用增加及股份支付费用增加所致; 研发费用 3.89 亿元, 同比下降 21.86%, 研发费用率 5.0%, 同比-1.14pct, 系 22 年下半年公司对研发品类结构进行优化, 减少部分非战略品类的研发投入, 加大了战略品类的研发投入所致。单拆 23Q2 公司销售费用 23.62 亿元, 同比上升 16.15%, 销售费用率 59.11%, 同比+8.32pct, 主要由于 Q2 新品投放密集, 销售费用随之上升; 管理费用 1.31 亿元, 同比增长 29.4%, 管理费用率 3.28%, 同比+0.76pct; 研发费用 1.88 亿元, 同比下降 14.81%, 研发费用率 4.7%, 同比-0.82pct。

➤ (4) 分业务来看, 23 年上半年公司移动游戏收入 74.77 亿元, 同比减少 3.39%, 占营收比例 96.34%, 毛利率 78.83%, 同比-6.27pct; 网页游戏收入 2.53 亿元, 同比下降 25.66%, 占营收比例 3.26%, 毛利率 71.54%, 同比+0.41pct。境内业务收入 47.33 亿元, 同比减少 6.45%, 占营收比例 60.99%, 毛利率 82.22%, 同比-3.3pct; 境外业务收入 30.27 亿元, 同比下降 0.17%, 占营收比例 39.01%, 毛利率 72.81%, 同比-9.8pct, 出海游戏表现稳健。

➤ 新游陆续进入成熟期, 三季度业绩有望提升。公司发布三季度业绩预告, 预计前三季度归母净利润 22-23 亿, 同比下降 2.51%至增长 1.92%, 扣非净利润 20-21 亿, 同比下降 5.01%-9.53%; 预计 Q3 单季度归母净利 9.5-

10.5 亿，同比增长 69.17%-86.98%，扣非净利润 8.5-9.5 亿，同比增长 49.83%-67.46%，Q3 预计净利润同比增长幅度较大，主要由于第二季度上线的新产品预计在第三季度继续提升公司营业收入，并随着新产品陆续进入稳定增长期，第三季度销售利润率预计将环比提升。

- 公司披露 2023 年半年度权益分派预案，预计每 10 股派发现金红利 4.5 元（含税），合计派息金额 9.98 亿元，股息率约 1.29%，加大股东投资回报，以高额分红展现公司长期经营的信心。
- **产品端坚持内容突破、长线运营。**不断提升《斗罗大陆：魂师对决》《Puzzles & Survival》（上线至 23 年 6 月 30 日，全球累计流水达 80 亿元）《叫我大掌柜》等多款在运营产品的生命力，有 7 款游戏全球在运营月均流水破亿。同时储备了超 30 款精品化产品，《扶摇一梦》《龙与爱丽丝》《空之勇者》《失落之门：序章》等重要自研产品均已获得版号；而《失落星环》《Mecha Domination》等多款游戏已在海外市场进行小规模测试，《Puzzles & Chaos》预计也将在近期上线海外市场，我们认为，新产品的陆续上线有望不断提高公司经营业绩的成长性和稳定性。
- **盈利预测与投资评级：**公司产品进入稳步增长期，海外游戏业绩亮眼，后续产品储备丰富。新游《最后的原始人》《凡人修仙传》《霸业》有望持续贡献业绩增量，提升 Q3 业绩水平。我们预计公司 23-25 年归母净利分别为 **33.41/38.16/43.18 亿**，同比增长 13.1%/14.2%/13.2%，9 月 1 日对应估值 **16x/14x/12x**，继续维持“买入”评级。
- **风险因素：**行业政策风险，核心游戏表现不及预期，海外市场游戏不达预期，汇率波动导致的游戏海外收入业绩风险。

表 1 重要财务指标

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	16,216	16,406	19,263	22,073	23,928
增长率 YoY%	12.6%	1.2%	17.4%	14.6%	8.4%
归母净利(百万元)	2,876	2,954	3,341	3,816	4,318
增长率 YoY%	4.2%	2.7%	13.1%	14.2%	13.2%
毛利率%	84.8%	81.4%	81.5%	81.7%	81.9%
净资产收益率 ROE%	26.7%	24.2%	23.5%	23.3%	22.7%
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.34	1.51	1.72	1.95
市盈率 P/E(倍)	20.63	13.51	15.91	13.93	12.31
市净率 P/B(倍)	5.56	3.29	3.75	3.25	2.79

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 9 月 1 日收盘价



表 2 公司游戏 Pipeline

研发商	产品名称	品类题材画风	拟发行地区
自研	扶摇一梦	唯美古风 MMORPG	全球
自研	失落之门：序章	西方魔幻 MMORPG	全球
自研	空之勇者	Q 版 3D 异世界冒险 MMORPG	全球
自研	代号斗罗 MMO	国漫东方玄幻 MMORPG	全球
自研	代号战歌 M	西方魔幻 MMORPG	全球
自研	代号正奇 SLG	写实三国 SLG	全球
自研	代号休闲 SLG	Q 版战争 SLG	全球
自研	代号 G2N	写实欧洲中世纪 SLG	全球
自研	龙与爱丽丝	神话题材卡牌	全球
自研	代号 RR	Q 版西方魔幻	全球
自研	代号小游戏 A	Q 版东方玄幻	全球
自研	代号小游戏 B	Q 版东方玄幻	全球
自研	代号小游戏 C	写实西方魔幻	全球
代理	曙光计划	未来科技 MMORPG	全球
代理	诸神黄昏：征服	西方魔幻 MMORPG	全球
代理	代号龙骑士	日式 Q 版 MMORPG	境内
代理	洪荒异兽录	修仙题材 MMORPG	境内
代理	平行轨迹	未来都市 MMORPG	全球
代理	离火之境	东方玄幻 MMORPG	境内
代理	Puzzles & Chaos	西方魔幻 SLG	境外
代理	Mecha Domination	巨兽题材 SLG	境外
代理	原野传说：史前万年	史前文明 SLG	全球
代理	万乘之国	多文明题材 SLG	境内
代理	代号三国 CB	三国题材 SLG	境内
代理	Bugtopia	昆虫题材 SLG	境外
代理	故土与新世界	魔幻 Q 版 SLG	境内
代理	代号二次元 ZQ	东方玄幻卡牌	境内
代理	空之要塞：启航	蒸汽朋克卡牌	境外
代理	失落星环	星际题材卡牌	全球
代理	织梦森林	农场类模拟经营	全球
代理	金牌合伙人	商业题材模拟经营	境内
代理	Yes Your Highness	中世纪题材模拟经营	境外
代理	代号琉璃	古风题材模拟经营	境外
代理	代号休闲	现代度假村休闲游戏	境外

资料来源：三七互娱 2023 年半年度报告，信达证券研发中心整理

资产负债表				单位:	百万元
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,187	10,587	15,258	17,997	20,931
货币资金	4,619	5,129	9,640	12,197	15,141
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,264	1,434	1,594	1,840	2,005
预付账款	1,055	855	1,213	1,355	1,419
存货	0	0	0	0	0
其他	2,249	3,168	2,811	2,605	2,365
非流动资产	5,250	6,508	4,974	5,127	5,281
长期股权投资	509	622	735	847	960
固定资产（合计）	892	850	812	774	736
无形资产	1,088	1,060	1,031	1,002	973
其他	2,761	3,977	2,397	2,504	2,612
资产总计	14,437	17,095	20,232	23,124	26,211
流动负债	3,399	4,341	5,302	6,030	6,459
短期借款	446	901	1,101	1,351	1,451
应付票据	208	555	559	620	689
应付账款	1,565	1,649	2,087	2,342	2,488
其他	1,181	1,237	1,555	1,718	1,830
非流动负债	181	441	630	630	630
长期借款	20	323	626	626	626
其他	161	118	4	4	4
负债合计	3,580	4,783	5,932	6,660	7,088
少数股东权益	84	129	112	93	71
归属母公司股东权益	10,774	12,183	14,188	16,371	19,052
负债和股东权益	14,437	17,095	20,232	23,124	26,211

重要财务指标				单位:	百万元
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,216	16,406	19,263	22,073	23,928
同比(%)	12.6%	1.2%	17.4%	14.6%	8.4%
归属母公司净利润	2,876	2,954	3,341	3,816	4,318
同比(%)	4.2%	2.7%	13.1%	14.2%	13.2%
毛利率(%)	84.8%	81.4%	81.5%	81.7%	81.9%
ROE(%)	26.7%	24.2%	23.5%	23.3%	22.7%
EPS（摊薄） （元）	1.31	1.34	1.51	1.72	1.95
P/E	20.63	13.51	15.91	13.93	12.31
P/B	5.56	3.29	3.75	3.25	2.79
EV/EBITDA	17.25	10.37	11.79	9.72	7.94

利润表	单位： 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,216	16,406	19,263	22,073	23,928
营业成本	2,466	3,049	3,573	4,050	4,336
营业税金及附加	38	32	37	42	45
销售费用	9,125	8,733	10,219	11,690	12,500
管理费用	463	526	692	784	761
研发费用	1,250	905	976	1,161	1,309
财务费用	-55	-74	-30	-104	-144
减值损失合计	-36	-90	0	0	0
投资净收益	123	76	23	31	38
其他	244	87	-89	-82	-106
营业利润	3,261	3,309	3,730	4,398	5,053
营业外收支	-12	-7	10	10	10
利润总额	3,248	3,302	3,740	4,408	5,063
所得税	398	392	416	611	767
净利润	2,850	2,910	3,324	3,797	4,297
少数股东损益	-26	-45	-17	-19	-21
归属母公司净利润	2,876	2,954	3,341	3,816	4,318
EBITDA	3,238	3,501	3,837	4,417	5,048
EPS（当年）（元）	1.31	1.34	1.51	1.72	1.95

现金流量表				单位:	百万元
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,659	3,557	3,790	4,213	4,752
净利润	2,850	2,910	3,324	3,797	4,297
折旧摊销	200	213	71	71	71
财务费用	34	24	79	99	108
投资损失	-123	-76	-23	-31	-38
营运资金变动	626	385	227	58	66
其它	72	101	112	219	249
投资活动现金流	-1,083	-3,330	1,691	-174	-162
资本支出	-340	-317	-100	-99	-99
长期投资	-396	-81	47	104	134
其他	-348	-2,933	1,744	-179	-197
筹资活动现金流	287	-1,585	-1,042	-1,437	-1,596
吸收投资	2,983	93	28	0	0
借款	467	1,640	503	250	100
支付利息或股息	-793	-1,634	-1,667	-1,687	-1,696
现金净增加额	2,844	-1,298	4,511	2,557	2,945

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、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），所在团队曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、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。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有 5 年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队成员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023 年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等美股研究以及结合海外映射对 A 股港股的覆盖。

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。