

三七互娱 (002555.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预告，静待新游上线

业绩简评

- 2023年10月30日，公司发布23年三季报，Q3营收42.82亿元/yoy+19.4%，归母净利9.66亿元/yoy+72.1%，扣非归母9.62亿元/yoy+69.6%。

经营分析

- 收入：同比增速回正，新游进一步释放业绩。**Q3收入同比+19.4%，环比+7.2%，主要由于Q2中下旬上线《凡人修仙传：人界篇》等游戏，Q3尚处于生命周期早期，贡献较多；同时老游戏运营较稳健，比如：Sensor Tower数据显示，23年7-9月，《Puzzles & Survival》位于中国出海手游收入排行榜的第5、6、6，同期《小小蚁国》排名23、23、25，排名稳健，印证公司较强的出海能力。
- 盈利：毛利率提升+费率降低，盈利水平提高。**Q3归母净利润同比+72.1%，环比+114.01%，净利率22.56%，同比+6.9pct，环比+11.3pct，主要由于：1)Q3毛利率80.39%，同比+2.25pct，环比+1.54pct，同环比增长预计主要由于游戏收入结构变化所致。2)Q3销售/管理/研发费率分别为48.6%/3.9%/4.3%，同比-2.85/+0.44/-2.32pct，环比-10.5/+0.63/-0.40pct。销售费率同环比下滑主要由于Q2上线的游戏运营至Q3逐步成熟，营销推广费用有所缩减；管理费用和研发费用同比和环比变化不大。
- 展望后续：游戏储备丰富，静待上线。**公司秉持精品化、多元化、全球化战略，《Puzzles & Survival》《小小蚁国》《斗罗大陆：魂师对决》等游戏已展现出较长的生命周期，当前运营较稳健；23年中报中，公司曾披露30余款储备游戏，品类涵盖MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等赛道，其中半数以上游戏全球发行；《扶摇一梦》《龙与爱丽丝》《空之勇者》等多款储备产品将在未来上线。

盈利预测、估值与评级

- 我们预计公司23-25年归母净利分别为32.49/38.62/43.91亿元，对应PE为23.81/15.32/13.47X，维持“买入”评级。

风险提示

- 游戏产品上线和变现不及预期风险；版号发放不及预期风险；监管风险。

传媒与互联网组

分析师：陆意 (执业S1130522080009)

luyi5@gjzq.com.cn

联系人：马晓婷

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：20.05元

相关报告：

- 《三七互娱公司点评：Q2盈利短期承压，Q3释放利润》，2023.8.31
- 《三七互娱一季报点评：Q1业绩超预期，23年产品周期将至》，2023.5.2
- 《三七互娱公司点评：Q4超预期，静待产品周期到来》，2023.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,216	16,406	16,960	20,935	23,250
营业收入增长率	12.62%	1.17%	3.38%	23.44%	11.06%
归母净利润(百万元)	2,876	2,954	3,249	3,862	4,391
归母净利润增长率	4.15%	2.74%	9.97%	18.88%	13.70%
摊薄每股收益(元)	1.30	1.33	1.46	1.74	1.98
每股经营性现金流净额	1.65	1.60	1.57	1.92	2.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.69%	24.25%	23.64%	24.75%	24.70%
P/E	20.84	13.59	23.81	15.32	13.47
P/B	5.56	3.29	5.63	3.79	3.33

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	14,400	16,216	16,406	16,960	20,935	23,250
增长率	12.6%	12.6%	1.2%	3.4%	23.4%	11.1%
主营业务成本	-1,758	-2,466	-3,049	-3,352	-3,918	-4,275
%销售收入	12.2%	15.2%	18.6%	19.8%	18.7%	18.4%
毛利	12,642	13,750	13,357	13,608	17,017	18,975
%销售收入	87.8%	84.8%	81.4%	80.2%	81.3%	81.6%
营业税金及附加	-42	-38	-32	-34	-42	-47
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-8,213	-9,125	-8,733	-8,845	-11,137	-12,369
%销售收入	57.0%	56.3%	53.2%	52.2%	53.2%	53.2%
管理费用	-366	-463	-526	-585	-670	-744
%销售收入	2.5%	2.9%	3.2%	3.5%	3.2%	3.2%
研发费用	-1,113	-1,250	-905	-814	-1,047	-1,163
%销售收入	7.7%	7.7%	5.5%	4.8%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	2,908	2,874	3,162	3,330	4,121	4,653
%销售收入	20.2%	17.7%	19.3%	19.6%	19.7%	20.0%
财务费用	23	55	74	167	12	62
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-1.0%	-0.1%	-0.3%
资产减值损失	-193	-36	-90	-29	-33	-26
公允价值变动收益	196	78	-40	79	57	69
投资收益	155	123	76	8	60	60
%税前利润	4.8%	3.8%	2.3%	0.2%	1.4%	1.2%
营业利润	3,256	3,261	3,309	3,651	4,355	4,952
营业利润率	22.6%	20.1%	20.2%	21.5%	20.8%	21.3%
营业外收支	-7	-12	-7	7	-6	-5
税前利润	3,249	3,248	3,302	3,658	4,349	4,947
利润率	22.6%	20.0%	20.1%	21.6%	20.8%	21.3%
所得税	-213	-398	-392	-439	-522	-594
所得税率	6.6%	12.3%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	3,036	2,850	2,910	3,219	3,827	4,353
少数股东损益	275	-26	-45	-30	-35	-38
归属于母公司的净利润	2,761	2,876	2,954	3,249	3,862	4,391
净利率	19.2%	17.7%	18.0%	19.2%	18.4%	18.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,036	2,850	2,910	3,219	3,827	4,353
少数股东损益	275	-26	-45	-30	-35	-38
非现金支出	305	239	312	145	167	173
非经营收益	-290	-56	-50	-138	3	-75
营运资金变动	-123	626	385	263	265	261
经营活动现金净流	2,928	3,659	3,557	3,489	4,262	4,712
资本开支	-1,071	-340	-317	-457	37	-213
投资	-151	-396	-81	77	55	67
其他	612	-348	-2,933	8	60	60
投资活动现金净流	-610	-1,083	-3,330	-372	152	-86
股权募资	0	2,983	93	83	0	0
债权募资	608	-423	781	1,000	-887	-801
其他	-3,236	-2,274	-2,459	-1,789	-2,113	-2,279
筹资活动现金净流	-2,628	287	-1,585	-706	-3,001	-3,080
现金净流量	-361	2,844	-1,298	2,410	1,414	1,546

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,777	4,619	5,129	7,535	8,946	10,489
应收账款	1,250	1,354	1,521	1,505	1,831	1,950
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,774	3,214	3,936	4,429	4,169	4,218
流动资产	5,800	9,187	10,587	13,469	14,946	16,658
%总资产	54.9%	63.6%	61.9%	66.1%	68.2%	70.2%
长期投资	1,028	1,397	1,577	1,579	1,581	1,583
固定资产	927	970	1,093	1,195	1,234	1,269
%总资产	8.8%	6.7%	6.4%	5.9%	5.6%	5.4%
无形资产	2,769	2,776	2,748	2,796	2,835	2,865
非流动资产	4,764	5,250	6,508	6,901	6,979	7,055
%总资产	45.1%	36.4%	38.1%	33.9%	31.8%	29.8%
资产总计	10,564	14,437	17,095	20,370	21,925	23,713
短期借款	889	469	947	1,826	919	80
应付款项	2,789	1,972	2,414	3,228	3,679	4,018
其他流动负债	820	958	980	911	1,075	1,191
流动负债	4,498	3,399	4,341	5,965	5,673	5,289
长期贷款	0	20	323	443	463	501
其他长期负债	0	161	118	122	119	116
负债	4,498	3,580	4,783	6,530	6,255	5,906
普通股股东权益	6,037	10,774	12,183	13,741	15,607	17,781
其中：股本	2,112	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218
未分配利润	3,960	5,895	6,758	8,233	10,099	12,272
少数股东权益	28	84	129	99	64	26
负债股东权益合计	10,564	14,437	17,095	20,370	21,925	23,713

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.307	1.297	1.332	1.465	1.741	1.980
每股净资产	2.858	4.858	5.493	6.196	7.037	8.017
每股经营现金净流	1.386	1.650	1.604	1.573	1.922	2.124
每股股利	0.500	0.520	0.800	0.800	0.900	1.000
回报率						
净资产收益率	45.73%	26.69%	24.25%	23.64%	24.75%	24.70%
总资产收益率	26.13%	19.92%	17.28%	15.95%	17.62%	18.52%
投入资本收益率	39.06%	21.99%	20.37%	18.07%	21.13%	22.14%
增长率						
主营业务收入增长率	8.86%	12.62%	1.17%	3.38%	23.44%	11.06%
EBIT 增长率	10.75%	-1.16%	10.03%	5.30%	23.75%	12.91%
净利润增长率	30.56%	4.15%	2.74%	9.97%	18.88%	13.70%
总资产增长率	4.13%	36.66%	18.41%	19.16%	7.64%	8.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.1	27.3	30.0	31.0	31.0	30.0
存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	259.3	195.6	192.4	200.0	190.0	190.0
固定资产周转天数	23.4	20.1	18.9	18.6	15.4	14.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.42%	-57.36%	-54.03%	-58.23%	-66.09%	-71.33%
EBIT 利息保障倍数	-126.4	-52.1	-42.7	-20.0	-334.5	-75.2
资产负债率	42.59%	24.80%	27.98%	32.06%	28.53%	24.91%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

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	2021-11-01	买入	23.80	N/A
2	2022-04-26	买入	19.70	N/A
3	2022-10-11	买入	16.80	N/A
4	2022-10-31	买入	14.14	N/A
5	2023-04-28	买入	27.90	N/A
6	2023-05-02	买入	30.69	N/A
7	2023-08-31	买入	26.68	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806