

三七互娱 (002555)

业绩符合此前预告，储备内容+小游戏布局增长可期

事件：公司发布 2023 三季报，23Q3 实现营业收入 42.8 亿元，*yoY+19%*，*qoq+7%*；实现归母净利润 9.7 亿元，*yoY+72%*，*qoq+114%*，处于此前预告区间；实现扣非归母净利润 9.6 亿元，*yoY+70%*，*qoq+116%*。公司前三季度实现营收 120 亿元，*yoY+3%*；实现归母净利润 22 亿元，*yoY-3%*；实现扣非归母净利润 21 亿元，*yoY-6%*。

存量游戏稳健，新游利润释放，Q3 业绩呈同比上升态势

公司 Q3 业绩高增主要系：1) Q2 上线的《凡人修仙传：人界篇》等新产品在 Q3 陆续进入稳定增长期，带来营收和利润提升，9 月初游戏在 iOS 畅销榜上的排名从 7-8 月的 100 多名提升到最高 36 名的成绩；2) 存量产品稳健运营，如《斗罗大陆：魂师对决》7 月开启周年庆、《叫我大掌柜》9 月开启与《盗墓笔记》的联动、《Puzzles & Survival》7/8/9 月分别位于出海收入榜第 5/5/8 位；3) 小游戏布局表现亮眼，6 月公司代理的小游戏《寻道大千》稳居畅销榜前列，8 月底港台服《小妖问道》上线，预估 9 月流水超 3000 万。

Q3 费用端有所控制，销售费用率 48.6%，*yoY-3pct*，*qoq-11pct*；管理费用率 3.9%，*yoY+0.4pct*，*qoq+0.6pct*；研发费用率 4.3%，*yoY-2pct*，*qoq-0.4pct*。

储备产品丰富，持续探索 AI 技术能力应用

公司目前储备产品超过 30 款，MMORPG 手游《扶摇一梦》将于 11 月在 iOS 与安卓各平台定档公测，其他自研产品如 Q 版 3D 异世界冒险 MMORPG《空之勇者》、神话题材卡牌游戏《龙与爱丽丝》以及西方魔幻 MMORPG《失落之门：序章》等预计在未来季度间陆续发行。

公司积极探索游戏工业化 AI+ 应用，基于决策式 AI、生成式 AI 进行技术迭代优化，打造一整套嵌入 AI 与大数据技术的数智化产品矩阵，助力研运全流程。此外在外部合作上，公司与华为宣布进一步深化合作，持续加深在发行推广、深度联运、玩家体验提升等游戏核心领域的合作；同时加强在游戏引擎、多端适配、AIGC、鸿蒙生态等领域协同合作。

投资建议：我们预计公司 2023-2025 年营收为 183/203/223 亿元，同比增长 11.4%/11.1%/10.1%。预计 23-25 年归母净利润为 32.9/38.4/42.4 亿元，同比增速分别为 11.4%/16.8%/10.3%，对应 2023 年 11 月 3 日收盘价，23-25 年 PE 分别为 15/12/11 倍。维持“买入”评级。

风险提示：消费意愿疲软；行业监管趋严；竞争格局加剧；新项目上线延期；游戏流水不达预期等。

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	20,292.10	22,347.64
增长率(%)	12.62	1.17	11.38	11.05	10.13
EBITDA(百万元)	4,447.84	4,280.23	3,745.66	4,330.42	4,732.25
归属母公司净利润(百万元)	2,875.58	2,954.38	3,290.06	3,841.68	4,238.07
增长率(%)	4.15	2.74	11.36	16.77	10.32
EPS(元/股)	1.30	1.33	1.48	1.73	1.91
市盈率(P/E)	16.66	16.22	14.56	12.47	11.30
市净率(P/B)	4.45	3.93	3.43	3.00	2.62
市销率(P/S)	2.95	2.92	2.62	2.36	2.14
EV/EBITDA	11.85	7.30	9.70	7.98	6.83

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2023 年 11 月 03 日

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	21.6 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)	1,608.18
A 股总市值(百万元)	47,905.87
流通 A 股市值(百万元)	34,736.79
每股净资产(元)	5.56
资产负债率(%)	33.52
一年内最高/最低(元)	37.97/14.86

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

- 1 《三七互娱 - 公司点评: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》 2023-07-05
- 2 《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
- 3 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,618.53	5,129.48	7,334.69	8,987.11	11,073.95	营业收入	16,216.50	16,406.03	18,273.41	20,292.10	22,347.64
应收票据及应收账款	1,264.32	1,433.56	1,224.85	1,971.31	1,477.02	营业成本	2,466.08	3,048.54	3,576.88	4,115.41	4,519.95
预付账款	1,055.30	855.19	1,628.25	1,560.48	1,749.49	营业税金及附加	38.05	31.86	36.55	40.58	44.70
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	9,125.34	8,732.60	9,422.48	10,176.28	11,193.91
其他	2,248.69	3,168.27	3,231.20	3,319.16	3,363.19	管理费用	462.77	526.01	589.14	636.27	699.90
流动资产合计	9,186.84	10,586.51	13,418.99	15,838.06	17,663.65	研发费用	1,250.24	904.70	1,158.01	1,256.44	1,382.08
长期股权投资	509.06	621.79	721.79	761.79	761.79	财务费用	(55.18)	(74.04)	(131.86)	(201.97)	(223.85)
固定资产	892.01	850.03	804.62	759.21	713.80	资产/信用减值损失	(39.22)	(98.80)	(39.22)	(37.14)	(35.46)
在建工程	77.64	242.51	292.51	322.51	322.51	公允价值变动收益	77.77	(39.82)	55.80	56.99	58.13
无形资产	1,088.49	1,059.68	1,038.79	1,026.41	984.03	投资净收益	122.97	75.65	83.21	91.53	54.92
其他	2,683.16	3,734.10	3,591.70	3,614.91	3,680.02	其他	(492.99)	(9.56)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	5,250.35	6,508.11	6,449.42	6,484.84	6,462.15	营业利润	3,260.68	3,308.89	3,722.00	4,380.46	4,808.56
资产总计	14,437.18	17,094.62	19,868.42	22,322.90	24,125.80	营业外收入	4.40	11.15	11.37	11.60	11.83
短期借款	445.64	901.05	500.00	480.00	460.00	营业外支出	16.63	18.53	18.90	19.27	19.66
应付票据及应付账款	1,773.00	2,203.56	2,627.82	3,324.90	2,796.49	利润总额	3,248.45	3,301.51	3,714.48	4,372.78	4,800.73
其他	920.03	977.32	2,265.48	2,019.30	2,106.88	所得税	398.48	391.78	464.31	568.46	595.69
流动负债合计	3,138.67	4,081.92	5,393.30	5,824.21	5,363.37	净利润	2,849.97	2,909.73	3,250.17	3,804.32	4,205.04
长期借款	20.00	323.00	300.00	310.00	320.00	少数股东损益	(25.60)	(44.64)	(39.89)	(37.36)	(33.03)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	2,875.58	2,954.38	3,290.06	3,841.68	4,238.07
其他	160.51	118.24	118.24	118.24	118.24	每股收益(元)	1.30	1.33	1.48	1.73	1.91
非流动负债合计	180.51	441.24	418.24	428.24	438.24						
负债合计	3,579.85	4,782.69	5,811.55	6,252.45	5,801.61						
少数股东权益	83.62	128.58	106.51	86.27	68.96						
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	9,245.74	11,326.46	13,548.36						
其他	(484.24)	(236.15)	(289.82)	(336.74)	(287.57)						
股东权益合计	10,857.34	12,311.93	14,056.87	16,070.44	18,324.19						
负债和股东权益总计	14,437.18	17,094.62	19,868.42	22,322.90	24,125.80						
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E						
净利润	2,849.97	2,909.73	3,290.06	3,841.68	4,238.07	偿债能力					
折旧摊销	171.47	189.92	86.29	87.79	87.79	资产负债率	24.80%	27.98%	29.25%	28.01%	24.05%
财务费用	34.43	23.74	(131.86)	(201.97)	(223.85)	净负债率	-38.03%	-31.35%	-46.16%	-50.72%	-55.93%
投资损失	(122.97)	(75.65)	(83.21)	(91.53)	(54.92)	流动比率	2.70	2.44	2.49	2.72	3.29
营运资金变动	904.69	(784.58)	923.94	(321.98)	(186.59)	速动比率	2.70	2.44	2.49	2.72	3.29
其它	(178.84)	1,293.99	15.91	19.63	25.10	营运能力					
经营活动现金流	3,658.75	3,557.17	4,101.14	3,333.62	3,885.59	应收账款周转率	13.35	12.16	13.75	12.70	12.96
资本支出	98.17	336.04	70.00	60.00	0.00	存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	148.49	112.74	100.00	40.00	0.00	总资产周转率	1.30	1.04	0.99	0.96	0.96
其他	(1,329.58)	(3,779.20)	(268.51)	(182.42)	(61.31)	每股指标(元)					
投资活动现金流	(1,082.92)	(3,330.42)	(98.51)	(82.42)	(61.31)	每股收益	1.30	1.33	1.48	1.73	1.91
债权融资	(344.73)	854.58	(292.19)	191.97	213.85	每股经营现金流	1.65	1.60	1.85	1.50	1.75
股权融资	1,489.53	(1,725.97)	(1,505.23)	(1,790.75)	(1,951.29)	每股净资产	4.86	5.49	6.29	7.21	8.23
其他	(857.98)	(713.18)	0.00	0.00	(0.00)	估值比率					
筹资活动现金流	286.82	(1,584.57)	(1,797.42)	(1,598.78)	(1,737.44)	市盈率	16.66	16.22	14.56	12.47	11.30
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	4.45	3.93	3.43	3.00	2.62
现金净增加额	2,862.65	(1,357.83)	2,205.21	1,652.42	2,086.84	EV/EBITDA	11.85	7.30	9.70	7.98	6.83
						EV/EBIT	12.08	7.45	9.93	8.14	6.96

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com