

**002555.SZ**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 16.50

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13.7)	(12.8)	(12.6)	(38.7)
相对深圳成指	(12.4)	(8.5)	(18.2)	(17.6)

发行股数 (百万)	2,217.86
流通股 (百万)	1,607.35
总市值 (人民币 百万)	36,594.76
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,077.25
主要股东	
李卫伟	14.57

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2024年4月19日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《三七互娱》20231101
- 《三七互娱》20230901
- 《三七互娱》20230430

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

传媒: 游戏 II

证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

# 三七互娱

## 23Q4 销售费用率提升较大, 2024 年加大分红

三七互娱 2023 全年营业收入 165.47 亿元, 同比+0.86%; 归母净利润 26.59 亿元, 同比-10.01%。我们认为公司的产品运营和发行能力在国内外仍保持领先; 自研和代理产品储备数量多, 有望逐步上线带动业绩恢复增长。维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- **2023 年净利润同比下滑, 2024 年开启季度分红。**三七互娱 2023 全年营业收入 165.47 亿元, 同比+0.86%; 归母净利润 26.59 亿元, 同比-10.01%; 扣非后归母净利润 24.97 亿元, 同比-13.38%。23Q4 营业收入 45.04 亿元, 同比-4.74%; 归母净利润 4.66 亿元, 同比-33.17%。公司预计 24Q1 归母净利润 6-6.5 亿元, 同比下滑 16.08%-22.54%。公司 2023 年拟向全体股东每 10 股派送现金股利 3.70 元, 全年分红总额占归母净利润比例达 68%; 此外, 拟于 24Q1/24 中期/24Q3 结合未分配利润与当期业绩分红, 每期分红不超过 5 亿元, 合计分红不超过 15 亿元。
- **移动游戏业务毛利率下滑, 海外游戏收入下滑。**2023 年移动游戏收入 158.98 亿元, 同比+1.71%; 网页游戏收入 4.97 亿元, 同比-17.03%。2023 年移动游戏毛利率 79.74%, 同比-2.00ppts, 我们认为其原因为代理产品收入占比提升。2023 年境外收入 58.07 亿元, 同比-3.11%; 毛利率 72.41%, 同比-5.28ppts, 我们认为其原因为海外产品收入随生命周期自然下滑。
- **游戏产品储备丰富, 版号数量较多。**公司目前已储备超过 40 款自研或代理优质手游, 涵盖 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营以及放置 RPG、休闲益智等众多类型, 将面向全球市场陆续推出。其中自研储备有国漫东方玄幻 MMORPG《代号斗罗 MMO》、日式 Q 版 MMORPG《代号 MLK》、Q 版战争 SLG《代号休闲 SLG》等; 代理产品中《时光杂货店》《赘婿》《时光大爆炸》《诸神黄昏: 征服》等已获得版号。
- **23Q4 销售费用率提升较大, 全年研发费用率缩减。**2023 年公司毛利率 79.50%, 同比-1.91ppts, 主要由于游戏分成及版权金费用上升。销售/管理/研发费用率分别为 54.94% / 3.58% / 4.31%, 同比+1.71/ +0.37/-1.20ppts。23Q4 公司销售费用率达 60.62%, 同比+ 6.73ppts, 我们认为其原因主要为 23Q4 公司新游《灵魂序章》上线带来的营销费用提升; 2023 全年研发费用下滑主要由于公司优化研发品类结构, 减少部分非战略品类的研发投入, 2023 年研发人员数量下滑 11.06%至 1471 人。

**估值**

- 我们认为公司的产品运营和发行能力在国内外仍保持领先; 自研和代理产品储备数量多, 有望逐步上线带动业绩恢复增长。考虑到公司产品上线节奏不确定, 小游戏销售费用支出较高, 我们调整 2024/25/26 年归母净利润至 29.85/32.82/36.29 亿元, EPS 1.35/1.48/1.64 元, 对应 PE 12.26/11.15/10.09 倍, 维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

- 游戏监管超预期; 宏观经济下滑; 新游表现不及预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售收入 (人民币 百万)	16,406	16,547	17,952	19,687	21,114
变动 (%)	1.17	0.86	8.49	9.67	7.25
市盈率(倍)	12.39	13.76	12.26	11.15	10.09
归母净利润 (人民币 百万)	2,954	2,659	2,985	3,282	3,629
变动 (%)	2.74	(10.01)	12.29	9.93	10.57
每股收益 (人民币)	1.33	1.20	1.35	1.48	1.64
前次预测每股收益 (人民币)	/	/	1.63	1.86	/
调整幅度(%)	/	/	(17.58)	(20.47)	/

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司季度财务数据对比

(人民币 百万)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	同比变化	环比变化
营业收入	4,728	3,765	3,996	4,282	4,504	(4.74%)	5.17%
毛利润	3,723	2,945	3,151	3,442	3,617	(2.86%)	5.07%
毛利率	78.75%	78.24%	78.85%	80.39%	80.30%	1.55 ppts	(0.08 ppt)
销售费用率	53.88%	50.94%	59.10%	48.60%	60.62%	6.73 ppts	12.02 ppts
管理费用率	4.08%	3.36%	3.27%	3.90%	3.73%	(0.35 ppt)	(0.18 ppt)
研发费用率	3.59%	5.31%	4.72%	4.32%	3.11%	(0.48 ppt)	(1.21 ppts)
归属于母公司净利润	698	775	451	966	466	(33.17%)	(51.74%)

资料来源：公司公告，中银证券

图表 2.公司产品储备

游戏名称	游戏类型	自研/代理	有无版号	产品状态
代号 MLK	日式 Q 版 MMORPG	自研	无	--
代号 DQ	日式奇幻卡通放置 RPG	自研	无	-
代号 M1	欧美卡通休闲	自研	无	--
代号斗罗 MMO	国漫东方玄幻 MMORPG	自研	无	--
代号战歌 M	西方魔幻 MMORPG	自研	无	--
代号正奇 SLG	写实三国 SLG	自研	无	--
代号休闲 SLG	Q 版战争 SLG	自研	无	--
代号 TD	玄幻题材塔防	自研	无	--
时光杂货店	现代题材模拟经营	代理	有	--
赘婿	古风水墨模拟经营	代理	有	--
时光大爆炸	绘本卡通国风模拟经营	代理	有	--
代号商途	古穿商斗模拟经营	代理	无	--
三国群英传：鸿鹄霸业	三国题材 SLG	代理	有	--
诸神黄昏：征服	西方魔幻 MMORPG	代理	有	--
赤壁之战 2	三国题材 SLG	代理	有	--
Yes Your Highness	中世纪题材模拟经营	代理	无	--
PrimalConquest: Dino Era	恐龙卡通 SLG	代理	无	--
Abyss Survivor	魔幻卡通 SLG	代理	无	--
Mecha Domination	巨兽题材 SLG	代理	无	--
代号休闲	现代度假村休闲游戏	代理	无	--
Match Cozy 3D	现代卡通休闲益智	代理	无	--
代号梦境	现代都市写实女性向	代理	无	--
失落星环	星际题材卡牌	代理	有	--

资料来源：公司公告，中银证券整理

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	16,406	16,547	17,952	19,687	21,114
营业成本	(3,049)	(3,392)	(3,433)	(3,567)	(3,822)
毛利	13,357	13,155	14,519	16,119	17,292
营业税金及附加	(32)	(37)	(40)	(44)	(47)
销售费用	(8,733)	(9,091)	(9,514)	(10,532)	(11,190)
管理费用	(526)	(592)	(646)	(709)	(760)
研发费用	(905)	(714)	(808)	(925)	(908)
财务费用	74	221	171	249	346
其他损益	73	98	(321)	(479)	(673)
营业利润	3,309	3,041	3,360	3,679	4,060
营业外净收支	(7)	7	7	7	7
利润总额	3,302	3,048	3,367	3,686	4,067
所得税费用	(392)	(414)	(404)	(442)	(488)
净利润	2,910	2,634	2,963	3,244	3,579
少数股东损益	(45)	(25)	(23)	(38)	(50)
归属于母公司净利润	2,954	2,659	2,985	3,282	3,629
普通股数(百万)	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218
EPS	1.33	1.20	1.35	1.48	1.64

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及等价物	3,320	2,745	4,064	5,701	7,590
短期定期存款	0	0	0	0	0
应收款项	1,434	1,479	1,605	1,760	1,888
其他流动资产	5,832	6,898	6,916	6,966	7,056
流动资产总计	10,587	11,123	12,585	14,427	16,534
固定资产	1,093	1,358	1,603	1,848	2,093
无形资产	1,060	1,040	1,020	999	977
其他非流动资产	4,356	5,614	5,722	5,835	5,950
非流动资产总计	6,508	8,012	8,345	8,681	9,019
总资产	17,095	19,135	20,929	23,108	25,553
应付账款	1,649	1,826	1,848	1,920	2,058
短期借款	901	1,555	2,208	2,862	3,515
其他流动负债	1,792	2,525	2,361	2,469	2,641
流动负债总计	4,341	5,906	6,417	7,251	8,214
长期借款及应付债券	323	306	306	306	306
其他非流动性负债	118	111	112	112	112
非流动负债总计	441	417	418	418	418
总负债	4,783	6,322	6,835	7,669	8,632
股东权益	12,183	12,707	13,918	15,207	16,646
少数股东权益	129	105	176	232	275
权益总额	12,312	12,812	14,094	15,439	16,921
总负债及权益	17,095	19,135	20,929	23,108	25,553

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,910	2,634	2,963	3,244	3,579
折旧与摊销	190	176	170	169	169
运营资本变动	484	440	(76)	(29)	90
其他经营现金流	(26)	(102)	366	445	542
经营活动产生的现金流	3,557	3,147	3,423	3,829	4,379
资本开支	(320)	(1,312)	(392)	(392)	(392)
其他投资现金流	(3,010)	(134)	(317)	(317)	(317)
投资活动产生的现金流	(3,330)	(1,446)	(709)	(709)	(709)
债务融资	781	803	441	654	654
股权融资	2,904	0	0	0	0
其他融资现金流	(5,269)	(3,089)	(1,837)	(2,137)	(2,434)
融资活动产生的现金流	(1,585)	(2,286)	(1,396)	(1,483)	(1,780)
现金变动	(1,298)	(575)	1,318	1,637	1,890
期初现金及等价物	4,618	3,320	2,745	4,064	5,701
期末现金及等价物	3,320	2,745	4,064	5,701	7,590

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	1.17	0.86	8.49	9.67	7.25
营业利润增长率	1.48	(8.10)	10.49	9.51	10.35
归母净利润增长率	2.74	(10.01)	12.29	9.93	10.57
<b>获利能力</b>					
毛利率	81.42	79.50	80.88	81.88	81.90
归母净利率	18.01	16.07	16.63	16.67	17.19
ROE	24.25	20.92	21.45	21.58	21.80
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.98	33.04	32.66	33.19	33.78
净负债比率	38.85	49.34	48.49	49.67	51.01
流动比率	243.85	188.34	196.11	198.97	201.28
速动比率	243.85	188.34	196.11	198.97	201.28
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	104.06	91.35	89.62	89.41	86.78
应收账款周转率(次)	12.16	11.36	11.64	11.70	11.58
应付账款周转率(次)	1.90	1.95	1.87	1.89	1.92
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.33	1.20	1.35	1.48	1.64
每股销售收入	7.40	7.46	8.09	8.88	9.52
<b>估值比率(倍)</b>					
P/E	12.39	13.76	12.26	11.15	10.09
P/S	2.23	2.21	2.04	1.86	1.73

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371