

证券研究报告

公司研究

公司点评

三七互娱 (002555)

投资评级 买入

上次评级 买入

冯翠婷 传媒互联网及海外

首席分析师

执业编号: S1500522010001

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

三七互娱 (002555): 产品至稳定期后利润释放可期, 分红计划提振信心

2024年04月23日

事件: 三七互娱发布 2023 年年报及 2024 年一季度业绩预告。公司 2023 年全年实现营收 165.47 亿元, 同比增长 0.86%, 归母净利润 26.59 亿元, 同比减少 10.01%。2024 年一季度预计实现归母净利润 6.0-6.5 亿元, 同比减少 16.08%-22.54%。

点评:

新品拉动利润环比改善, 分红计划提振信心。 2023 年全年公司实现营业收入 165.47 亿元, 同比增长 0.86%, 归母净利润 26.59 亿元, 同比下降 10.01%, 扣非归母净利润 24.97 亿元, 同比下降 13.38%。单拆 23Q4, 公司实现营业收入 45.04 亿元, 同比下降 4.74%, 归母净利润 4.66 亿元, 同比下降 33.17%, 扣非归母净利润 4.19 亿元, 同比下降 37.61%。在新品的拉动下, 公司预计 24Q1 营收同比增幅有望超过 25%; 归母净利润 6-6.5 亿元, 同比下降 16.08%-22.54%, 环比增长 30%-40%; 预计扣非归母净利润 5.9-6.4 亿元, 同比下降 4.54%-11.99%, 主要系新游在推广初期导致销售费用增加。公司宣布分红每 10 股派息 3.7 元, 且后续拟采用季度分红, 每期不超过 5 亿元, 全年合计不超过 15 亿元。

公司成功把握小程序红利, 多款产品位列小游戏畅销榜排名前列。 截止 4 月 23 日数据, 《寻道大千》(第 1)、《灵剑仙师》(第 6)、《无名之辈》(第 9)、《灵魂序章》(第 18) 均在小游戏畅销榜中有不错表现。由于小游戏上线初期买量投入较大, 对利润的贡献有所延后, 今年小游戏陆续上线后有望给业绩带来新的增量。

出海地位稳固, 储备产品丰富。 尽管海外市场面临一些挑战, 公司境外营业收入保持较稳定的增长, 达 58.07 亿元, 入选中国手游发行商海外收入榜前三甲。公司目前已储备超过 40 款自研或代理优质手游, 包括《代号斗罗 MMO》《时光杂货店》《赘婿》《Mecha Domination》等多款精品化产品。

盈利预测与投资评级: 公司产品进入稳步增长期, 后续产品储备丰富, 产品进入稳定期后利润释放可期, 我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 187.9/209.7/232.3 亿, 同比增长 13.6%/11.6%/10.8%; 归母净利润分别为 30.3/33.8/37.3 亿, 同比增长 13.9%/11.7%/10.4%, 4 月 23 日对应估值 12x/11x/10x, 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	16,406	16,547	18,792	20,973	23,228
增长率 YoY%	1.2%	0.9%	13.6%	11.6%	10.8%
归母净利润(百万元)	2,954	2,659	3,028	3,381	3,732
增长率 YoY%	2.7%	-10.0%	13.9%	11.7%	10.4%
毛利率%	81.4%	79.5%	79.5%	80.1%	80.3%
净资产收益率 ROE%	24.2%	20.9%	21.2%	20.9%	20.4%
EPS(摊薄)(元)	1.34	1.20	1.37	1.52	1.68
市盈率 P/E(倍)	13.51	15.68	12.30	11.01	9.98
市净率 P/B(倍)	3.29	3.28	2.60	2.31	2.03

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 23 日收盘价

表 2 公司游戏 Pipeline

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

资料来源: 三七互娱 2023 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	10,587	11,123	13,040	14,919	17,147	
货币资金	5,129	6,177	7,764	9,339	11,196	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,434	1,479	1,624	1,833	2,030	
预付账款	855	1,143	1,284	1,360	1,511	
存货	0	0	0	0	0	
其他	3,168	2,323	2,368	2,388	2,411	
非流动资产	6,509	8,012	8,490	8,966	9,540	
长期股权投资	622	521	521	521	521	
固定资产(合计)	850	824	986	1,159	1,392	
无形资产	1,060	1,040	1,121	1,201	1,332	
其他	3,977	5,627	5,863	6,086	6,296	
资产总计	17,095	19,135	21,530	23,886	26,687	
流动负债	4,341	5,906	6,731	7,268	7,906	
短期借款	901	1,555	1,755	2,005	2,105	
应付票据	555	1,087	1,161	1,201	1,363	
应付账款	1,649	1,826	2,139	2,284	2,509	
其他	1,237	1,438	1,677	1,778	1,929	
非流动负债	441	417	417	417	417	
长期借款	323	306	306	306	306	
其他	118	111	111	111	111	
负债合计	4,783	6,322	7,148	7,684	8,323	
少数股东权益	129	105	75	59	40	
归属母公司股东权益	12,184	12,707	14,307	16,143	18,325	
负债和股东权益	17,095	19,135	21,530	23,886	26,687	

重要财务指标		单位：百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	16,406	16,547	18,792	20,973	23,228	
同比(%)	1.2%	0.9%	13.6%	11.6%	10.8%	
归属母公司净利润	2,954	2,659	3,028	3,381	3,732	
同比(%)	2.7%	-10.0%	13.9%	11.7%	10.4%	
毛利率(%)	81.4%	79.5%	79.5%	80.1%	80.3%	
ROE(%)	24.2%	20.9%	21.2%	20.9%	20.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.34	1.20	1.37	1.52	1.68	
P/E	13.51	15.68	12.30	11.01	9.98	
P/B	3.29	3.28	2.60	2.31	2.03	
EV/EBITDA	10.37	12.49	10.25	8.74	7.43	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	16,406	16,547	18,792	20,973	23,228	
营业成本	3,049	3,392	3,852	4,174	4,576	
营业税金及附加	32	37	41	46	51	
销售费用	8,733	9,091	10,467	11,751	12,831	
管理费用	526	592	656	734	818	
研发费用	905	714	735	841	1,150	
财务费用	-74	-221	-39	-52	-72	
减值损失合计	-90	-112	250	250	350	
投资净收益	76	8	9	10	12	
其他	87	202	100	119	132	
营业利润	3,309	3,041	3,438	3,858	4,368	
营业外收支	-7	7	0	0	0	
利润总额	3,302	3,048	3,438	3,858	4,368	
所得税	392	414	440	494	655	
净利润	2,910	2,634	2,998	3,365	3,713	
少数股东损益	-45	-25	-30	-17	-19	
归属母公司净利润	2,954	2,659	3,028	3,381	3,732	
EBITDA	3,501	3,012	3,101	3,489	3,867	
EPS(当年)(元)	1.34	1.20	1.37	1.52	1.68	

现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	3,557	3,147	3,186	3,258	3,702	
净利润	2,910	2,634	2,998	3,365	3,713	
折旧摊销	213	194	61	62	64	
财务费用	24	-99	92	113	121	
投资损失	-76	-8	-9	-10	-12	
营运资金变动	385	421	288	-27	159	
其它	101	6	-244	-244	-344	
投资活动现金流	-3,330	-1,446	-278	-276	-274	
资本支出	-317	-1,309	-292	-291	-291	
长期投资	-81	-87	0	0	0	
其他	-2,933	-50	13	15	17	
筹资活动现金流	-1,585	-2,286	-1,392	-1,363	-1,521	
吸收投资	93	1	0	0	0	
借款	1,640	2,911	200	250	100	
支付利息或股息	-1,634	-2,052	-1,592	-1,613	-1,621	
现金净增加额	-1,298	-575	1,587	1,575	1,856	

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），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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。