

分析师: 乔琪
登记编码: S0730520090001
qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

流量投放影响短期利润, 拟进一步加大投资者回报

——三七互娱(002555)年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(维持)

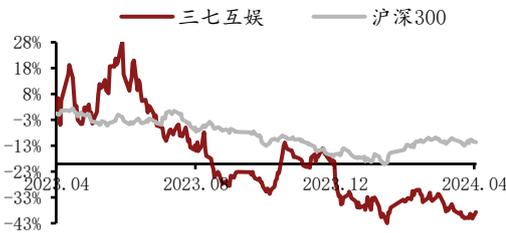
市场数据(2024-04-22)

收盘价(元)	17.19
一年内最高/最低(元)	36.94/15.96
沪深300指数	3,530.90
市净率(倍)	3.00
流通市值(亿元)	276.30

基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	5.73
每股经营现金流(元)	1.42
毛利率(%)	79.50
净资产收益率_摊薄(%)	20.92
资产负债率(%)	33.04
总股本/流通股(万股)	221,786.43/160,734.8
	5
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 中原证券, 聚源

相关报告

《三七互娱(002555)季报点评: Q3业绩增长显著, 小游戏赛道表现亮眼》 2023-11-06

《三七互娱(002555)中报点评: 新品上线及收入结构变化影响短期利润, 三季度预计将大幅改善》 2023-09-04

《三七互娱(002555)年报点评: 海外市场收入增长强劲, 长线运营增厚业绩》 2023-05-04

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编: 200122

发布日期: 2024年04月23日

2023年公司实现营业收入165.47亿元, 同比增加0.86%, 归母净利润26.59亿元, 同比减少10.01%, 扣非后归母净利润24.97亿元, 同比减少13.38%。

2024Q1预计实现归母净利润6亿元-6.5亿元, 同比下降16.08%-22.54%; 扣非后归母净利润5.9亿元-6.4亿元, 同比下降4.54%-11.99%。

投资要点:

- **多款产品保持旺盛生命力。**分业务看, 公司移动游戏业务收入158.98亿元, 同比增长1.71%, 毛利率79.74%, 同比下滑2.00pct。网页游戏营业收入4.97亿元, 同比减少17.03%, 毛利率70.02%, 同比基本持平。2023年公司《斗罗大陆: 魂师对决》《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《凡人修仙传: 人界篇》《云上城之歌》《小小蚁国》《寻道大千》《灵魂序章》等产品保持旺盛的产品生命力, 全球在运营月均流水破亿的产品达到8款, 全球发行的移动游戏最高月流水超23亿元。

2023Q4由于产品流量投放原因, 单季度销售费用率达到了60.62%, 环比提升12.02pct, 同比提升6.74pct, 导致Q4归母净利润同比减少33.17%, 环比减少51.74%, 对全年利润增长也造成影响。

- **出海标杆产品继续保持高流水。**2023年公司境外营业收入58.07亿元, 同比减少3.11%, 占公司营业收入比重35.09%。出海产品中《Puzzles & Survival》自2020年上线至2024年2月累计流水超百亿元, 2023年4月再次刷新产品月流水峰值。Sensor Tower统计数据显示, 《Puzzles & Survival》在2023年中国手游海外收入榜排名第五, 公司排在中国手游发行商海外收入榜第三。

- **新品流量投放影响短期利润增长, 未来有望释放业绩弹性。**公司预计2024Q1营业收入同比增长超25%, 归母净利润环比增长30%-40%, 主要是2023年上线的多款新产品带来营业收入提升, 但由于公司加大新游戏的流量投放导致2024Q1销售费用增长幅度高于营业收入增长幅度, 归母净利润预计同比下降16.08%-22.54%。预计新产品流量投放企稳后, 产品的利润率也将随之提升, 释放业绩弹性。

- **储备自研/代理产品数量众多, 面向海内外市场推出。**公司目前储备超过40款自研或代理手游, 涵盖MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营以及放置RPG、休闲益智等众多类型, 面向全球市场陆续推出。自其中多款产品获得国内游戏版号, 正积极推进产品上线进度。

- **拟进一步提高分红频次, 加大投资者回报。**公司2023年半年度分

红 9.98 亿元，2023 年年末再次分红 8.21 亿元，合计分红 18.13 亿元，占全年净利润的 68.18%。公司拟进一步提高分红频次，加大投资者回报，在 2024Q1、2024H1、2023Q3 结合未分配利润与当期业绩进行分红，每期派发现金红利总金额不超过 5 亿元，合计派发现金红利总金额不超过 15 亿元。

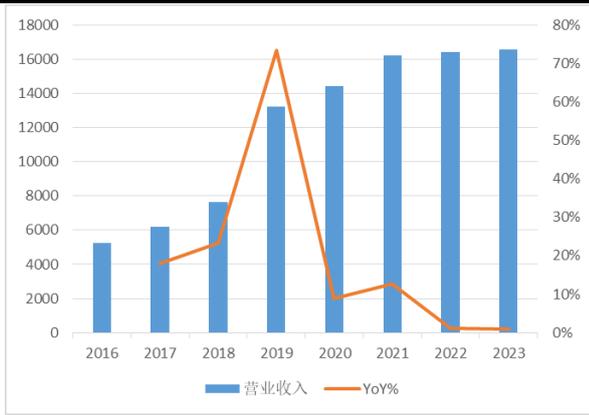
- **投资建议与盈利预测：**公司多元化产品战略取得成效，在 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营四大基石品类基础上开拓更多元化、轻度化产品类型，小游戏赛道推出《寻道大千》《灵魂序章》等头部产品，挖掘新的市场增量和新的业绩增长点。新游戏短期受流量投放增加影响利润，预计随着流量投放需求企稳将释放利润弹性。预计 2024-2026 年公司 EPS 为 1.38 元、1.56 元和 1.74 元，按照 4 月 22 日收盘价 17.19 元，对应 PE 为 12.47 倍、11.04 倍和 9.85 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示：行业监管政策风险；买量成本高企；市场竞争加剧；新产品市场表现不及预期；老产品流水持续下滑

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	16,406	16,547	18,850	20,777	22,738
增长比率（%）	1.17	0.86	13.92	10.23	9.43
净利润（百万元）	2,954	2,659	3,058	3,455	3,869
增长比率（%）	2.74	-10.01	15.02	12.98	12.00
每股收益(元)	1.33	1.20	1.38	1.56	1.74
市盈率(倍)	12.90	14.34	12.47	11.04	9.85

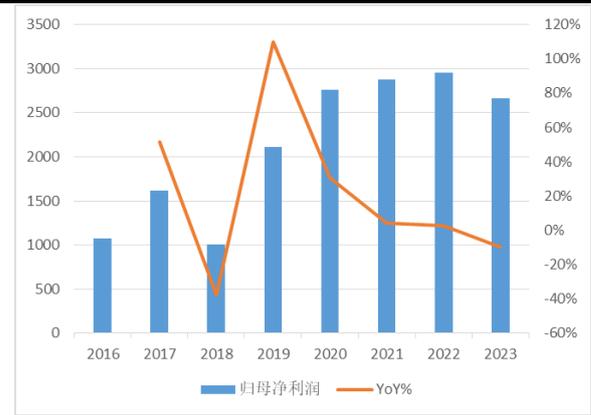
资料来源：中原证券，聚源

图 1：2016-2023 公司营业收入（百万元）



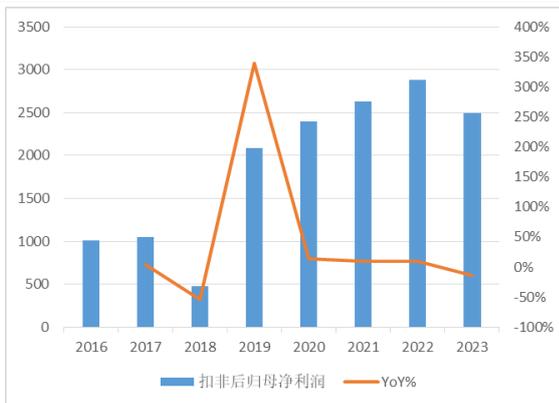
资料来源：公司公告，中原证券

图 2：2016-2023 公司归母净利润（百万元）



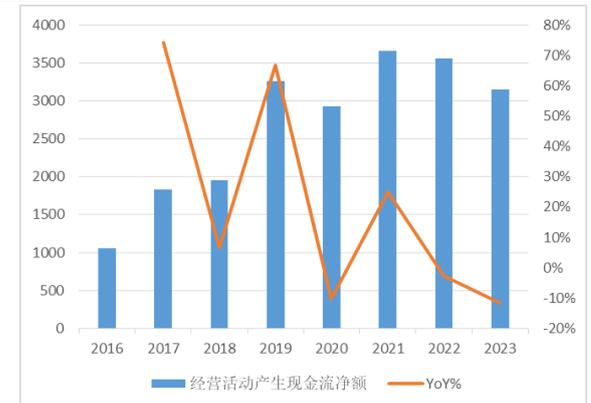
资料来源：公司公告，中原证券

图 3：2016-2023 公司扣非后归母净利润（百万元）



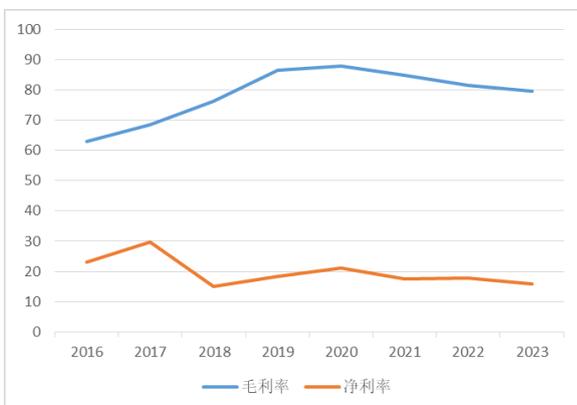
资料来源：公司公告，中原证券

图 4：2016-2023 公司经营性现金流（百万元）



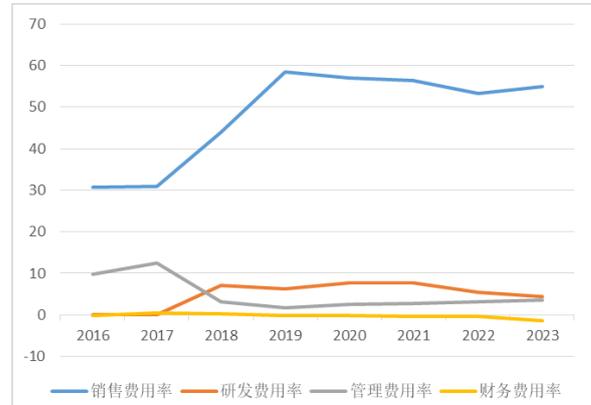
资料来源：公司公告，中原证券

图 5：2016-2023 公司利润率 (%)



资料来源：公司公告，中原证券

图 6：2016-2023 公司四项费用率 (%)



资料来源：公司公告，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,587	11,123	12,027	13,326	14,760
现金	5,129	6,177	6,838	7,851	8,994
应收票据及应收账款	1,434	1,479	1,666	1,827	1,990
其他应收款	87	46	79	87	95
预付账款	855	1,143	1,134	1,212	1,286
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,081	2,277	2,311	2,350	2,395
非流动资产	6,509	8,012	7,964	7,913	7,861
长期投资	622	521	574	628	681
固定资产	850	824	856	864	853
无形资产	1,060	1,040	1,017	995	972
其他非流动资产	3,977	5,627	5,516	5,427	5,355
资产总计	17,095	19,135	19,991	21,239	22,621
流动负债	4,341	5,906	5,743	5,758	5,761
短期借款	901	1,555	1,255	955	655
应付票据及应付账款	2,204	2,913	2,958	3,162	3,355
其他流动负债	1,237	1,438	1,530	1,642	1,752
非流动负债	441	417	367	317	267
长期借款	323	306	256	206	156
其他非流动负债	118	111	111	111	111
负债合计	4,783	6,322	6,109	6,075	6,028
少数股东权益	129	105	75	58	58
股本	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218
资本公积	2,777	2,823	2,823	2,823	2,823
留存收益	7,426	8,096	9,296	10,596	12,025
归属母公司股东权益	12,184	12,707	13,806	15,107	16,535
负债和股东权益	17,095	19,135	19,991	21,239	22,621

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,557	3,147	3,155	3,688	4,092
净利润	2,910	2,634	3,028	3,438	3,869
折旧摊销	213	194	112	114	116
财务费用	24	-99	99	78	58
投资损失	-76	-8	-75	-83	-91
营运资金变动	385	421	-96	44	33
其他经营现金流	101	6	89	98	107
投资活动现金流	-3,330	-1,446	45	52	60
资本支出	-317	-1,309	-24	-24	-24
长期投资	-81	-87	-1	-1	-1
其他投资现金流	-2,933	-50	69	77	85
筹资活动现金流	-1,585	-2,286	-2,549	-2,728	-3,008
短期借款	455	654	-300	-300	-300
长期借款	303	-17	-50	-50	-50
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-202	46	0	0	0
其他筹资现金流	-2,141	-2,969	-2,199	-2,378	-2,658
现金净增加额	-1,298	-575	661	1,012	1,144

资料来源：中原证券，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	16,406	16,547	18,850	20,777	22,738
营业成本	3,049	3,392	3,435	3,672	3,896
营业税金及附加	32	37	38	42	45
营业费用	8,733	9,091	10,838	11,947	13,074
管理费用	526	592	660	727	796
研发费用	905	714	848	935	1,023
财务费用	-74	-221	-283	-312	-341
资产减值损失	-90	-112	-132	-145	-159
其他收益	133	110	160	177	193
公允价值变动收益	-40	104	57	62	68
投资净收益	76	8	75	83	91
资产处置收益	2	1	2	2	2
营业利润	3,309	3,041	3,466	3,935	4,429
营业外收入	11	20	13	15	16
营业外支出	19	13	19	21	23
利润总额	3,302	3,048	3,460	3,929	4,422
所得税	392	414	433	491	553
净利润	2,910	2,634	3,028	3,438	3,869
少数股东损益	-45	-25	-30	-17	0
归属母公司净利润	2,954	2,659	3,058	3,455	3,869
EBITDA	3,501	3,012	3,289	3,731	4,197
EPS (元)	1.33	1.20	1.38	1.56	1.74

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	1.17	0.86	13.92	10.23	9.43
营业利润 (%)	1.48	-8.10	13.97	13.53	12.55
归属母公司净利润 (%)	2.74	-10.01	15.02	12.98	12.00
获利能力					
毛利率 (%)	81.42	79.50	81.78	82.33	82.87
净利率 (%)	18.01	16.07	16.22	16.63	17.02
ROE (%)	24.25	20.92	22.15	22.87	23.40
ROIC (%)	21.30	16.35	17.81	19.13	20.26
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.98	33.04	30.56	28.60	26.65
净负债比率 (%)	38.84	49.34	44.01	40.06	36.33
流动比率	2.44	1.88	2.09	2.31	2.56
速动比率	2.18	1.65	1.85	2.06	2.29
营运能力					
总资产周转率	1.04	0.91	0.96	1.01	1.04
应收账款周转率	12.16	11.36	11.99	11.90	11.91
应付账款周转率	1.90	1.95	1.86	1.91	1.90
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.33	1.20	1.38	1.56	1.74
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.60	1.42	1.42	1.66	1.84
每股净资产 (最新摊薄)	5.49	5.73	6.23	6.81	7.46
估值比率					
P/E	12.90	14.34	12.47	11.04	9.85
P/B	3.13	3.00	2.76	2.52	2.31
EV/EBITDA	10.37	12.49	10.04	8.48	7.19

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。