

研究所:

证券分析师: 姚蕾 S0350521080006

yaol02@ghzq.com.cn

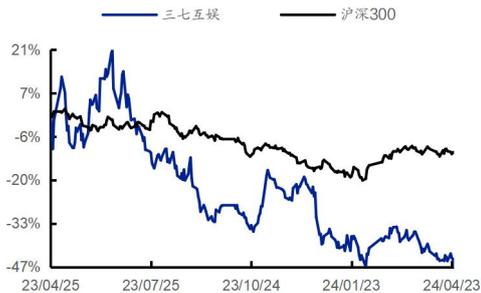
证券分析师: 谭瑞娇 S0350521120004

tanrq@ghzq.com.cn

## 小游戏赛道领跑，高分红彰显诚意

### ——三七互娱（002555）2023 年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/25

表现	1M	3M	12M
三七互娱	-10.9%	-14.1%	-45.9%
沪深 300	0.1%	5.6%	-10.9%

市场数据

2024/04/25

当前价格(元)	16.18
52 周价格区间(元)	15.46-37.97
总市值(百万)	35,885.04
流通市值(百万)	26,006.90
总股本(万股)	221,786.43
流通股本(万股)	160,734.85
日均成交额(百万)	1,030.11
近一月换手(%)	2.66

相关报告

《三七互娱(002555)深度报告: AI 赋能全球研运一体化战略再上新台阶(买入)\*游戏II\*姚蕾, 杨仁文, 谭瑞娇》——2023-07-21

《三七互娱(002555)2023 年三季报点评: Q3 业绩符合预期, 持续关注小游戏新风口及公司布局(买入)\*游戏II\*姚蕾, 杨牧笛》——2023-11-01

《三七互娱(002555)2023 年半年报点评: 新品集中上线影响短期业绩, 关注下半年业绩释放(买入)\*游戏II\*姚蕾, 杨牧笛, 杨仁文》——2023-09-02

《三七互娱(002555)2022 年年报&2023 年一季

事件:

①2024 年 4 月 20 日, 公司公告 2023 年年报, 公司 2023 年实现营业收入 165.47 亿元, yoy+0.86%, 归母净利润 26.59 亿元, yoy-10.01%, 扣非归母净利润 24.97 亿元, yoy-13.38%。公司计划 2023 年度每 10 股派息 3.7 元, 加上 2023 年年中分红后, 全年合计现金分红 18.19 亿元。

②2024 年 4 月 20 日, 公司公告 2024Q1 业绩预告, 预计营业收入增幅超 25%, 归母净利润 6 至 6.5 亿元, yoy-22.54%至-16.08%, 扣非归母净利润 5.9 至 6.4 亿元, yoy-11.99%至-4.54%。

投资要点:

#### ■ 2023 年股息率近 5%，2024 年拟连续季度分红

公司 2023 半年度每 10 股派息 4.5 元, 2023 年度每 10 股派息 3.7 元, 全年合计现金分红 18.19 亿元, 分红率达 68.41%, 以 4 月 19 日收盘价计算, 股息率达 4.97%。

公司拟于 2024 年 Q1-Q3 连续分红, 每季度分红总额不超过 5 亿元, 合计不超过 15 亿元。

#### ■ 2023Q4 略低于我们此前预期致全年收入、业绩承压

公司 2023 年营收 165.47 亿元, yoy+0.86%, 归母净利润 26.59 亿元, yoy-10.01%, 归母净利率 16.07%, 扣非归母净利润 24.97 亿元, yoy-13.38%。2023Q4 营收 45.04 亿元, yoy-4.74%, qoq+5.17%, 归母净利润 4.66 亿元, yoy-33.17%, qoq-51.74%, 归母净利率 10.35%, 同比-4.4pct, 扣非归母净利润 4.19 亿元, yoy-37.61%。

**2023 年自营、国内收入占比提升。**分销售模式来看, 自营收入 146.92 亿元, yoy+3.36%, 营收占比 88.79%, 同比+2.15pct; 联运及其他收入 18.55 亿元, 营收占比 11.21%。

分地区来看, 2023 年国内地区收入 107.4 亿元, yoy+3.14%, 国内收入占比 64.9%, 毛利率 83.34%, 与 2022 年基本持平; 海外收入 58.07 亿元, yoy-3.11%, 海外重点产品 SLG《末日喧嚣》2023 年流水 36.2 亿元, yoy+0.28%, SLG《Ant Legion》全年流水 4.5 亿

报点评：业绩超预期，新产品周期逐步开启，关注储备产品上线排期及表现（买入）\*游戏II\*姚蕾》  
——2023-05-07

《三七互娱（002555）2022 年年报&2023 年一季报点评：业绩超预期，新产品周期逐步开启，关注储备产品上线排期及表现（买入）\*游戏II\*姚蕾》  
——2023-05-05

元，yoy+69.92%，我们认为海外收入下滑主要因为老产品《叫我大掌柜》《云上城之歌》等受生命周期影响，流水自然回落（据 sensor tower 数据）。

**2023H2 流水结构改善带动毛利率提升：**2023 年毛利率 79.5%，同比下降 1.9pct，2023 年下半年毛利率提升，Q1-Q4 毛利率分别为 78.24%/78.85%/80.39%/80.30%，主要因为小游戏收入占比提升拉动（小游戏 ios 端暂不分成，整体渠道分成比例较手游更低）。

**2023Q4 投放力度加大致利润承压：**公司 2023 年销售费用 90.91 亿元（其中互联网流量费用 84.66 亿元），yoy+4.1%，销售费用率 54.94%，同比+1.71pct，2023Q4 销售费用为 27.3 亿元，yoy+7.17%，qoq+31.18%。我们认为销售费用增加主要系下半年小程序游戏《寻道大千》《灵魂序章》等增加投放所致。公司 2023 年管理费用 5.92 亿元，yoy+12.57%，管理费用率 3.58%，同比+0.37pct，主要因为工资薪酬费用 4.1 亿元，yoy+23.11%。公司 2023 年研发费用 7.14 亿元，yoy-21.13%，研发费用率 4.31%，同比-1.2pct，研发费用降低主要因为研发人员数量同比减少 11.06%。

#### ■ 2024Q1 流水预计同比提升，产品投放期业绩继续承压

公司预计 2024Q1 营收同比增幅超 25%，归母净利润 6-6.5 亿元，yoy-22.54%至-16.08%，qoq+30%至+40%，营业收入同比增加主要系 2023 年上线产品流水增长贡献，2023 年上线的多款产品表现优秀，公司持续加大投放，引起销售费用大幅增加，预计 2024Q1 销售费用增长率将高于营业收入增长率，引起销售费用率进一步提高，2024Q1 归母净利润较 2023Q4 环比提升，同比仍然承压。

#### ■ 把握机会抢占增量市场，2024 年产品储备丰富

公司在小游戏赛道已积累丰富经验，公司代理的原生小游戏《寻道大千》《灵魂序章》《无名之辈》曾同时位列小游戏排行榜 top5。4 月 24 日安卓端小游戏畅销榜 top30 中，公司占据 4 个席位，《寻道大千》稳居第一，《灵剑仙师》第 6，《无名之辈》第 9，《灵魂序章》第 18。《寻道大千》2023 年上线后打开国内小游戏流水天花板，8 月开始拓展海外市场，据 sensor tower 数据，截至 2024 年 4 月 20 日，《小妖问道》（《寻道大千》海外版）累计流水超 3 亿元（仅 ios+google 端，总流水口径）。

公司目前储备产品超 40 款，拟上线产品包括自研《空之勇者》（2 月 1 日国内开启删档付费测试）《失落之门》等，代理模拟经营产品《时光杂货店》《赘婿》《时光大爆炸》等，代理 MMORPG《诸神黄昏：征服》（1 月 17 日付费删档测试）等；海外储备《Yes Your Highness》（中世纪模拟经营）《Mecha Domination》（巨兽 SLG）等。

- 盈利预测和投资评级:** 公司“精品化、多元化、全球化”战略持续深化, 效果显著, 国内新产品周期开启, 同时把握小游戏流量风口, 跻身头部市场。由于公司多款产品处于投放期, 短期内业绩承压, 我们下调公司 2024-2026 年营业收入为 190.75/218.21/240.64 亿元, 归母净利润为 30.3/35.78/41.4 亿元, 对应 PE 为 12/10/9X, 维持“买入”评级, 看好公司投放产品对业绩的正向贡献。
- 风险提示:** 市场竞争加剧、新品上线进度及表现不及预期、流量成本上升、老产品生命周期不及预期、技术发展不及预期、汇率波动、政策监管趋严、版号获取进度不及预期、核心人才流失、玩家偏好改变、公司治理/资产减值/解禁减持、市场风格切换、行业估值中枢下行、海外市场相关风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16547	19075	21821	24064
增长率(%)	1	15	14	10
归母净利润(百万元)	2659	3030	3578	4140
增长率(%)	-10	14	18	16
摊薄每股收益(元)	1.20	1.37	1.61	1.87
ROE(%)	21	19	19	25
P/E	15.68	11.84	10.03	8.67
P/B	3.28	2.29	1.87	2.15
P/S	2.52	1.88	1.64	1.49
EV/EBITDA	12.49	8.54	6.60	6.40

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：三七互娱盈利预测表

证券代码:	002555				股价:	16.18	投资评级:	买入		日期:	2024/04/25
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	21%	19%	19%	25%	EPS	1.20	1.37	1.61	1.87		
毛利率	80%	81%	81%	81%	BVPS	5.73	7.05	8.67	7.53		
期间费率	57%	59%	59%	58%	<b>估值</b>						
销售净利率	16%	16%	16%	17%	P/E	15.68	11.84	10.03	8.67		
<b>成长能力</b>					P/B	3.28	2.29	1.87	2.15		
收入增长率	1%	15%	14%	10%	P/S	2.52	1.88	1.64	1.49		
利润增长率	-10%	14%	18%	16%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>		
总资产周转率	0.91	0.90	0.87	0.93	<b>营业收入</b>	<b>16547</b>	<b>19075</b>	<b>21821</b>	<b>24064</b>		
应收账款周转率	11.36	12.43	12.81	12.59	营业成本	3392	3659	4175	4596		
存货周转率	—	—	—	—	营业税金及附加	37	38	44	48		
<b>偿债能力</b>					销售费用	9091	10682	12111	13235		
资产负债率	33%	32%	29%	33%	管理费用	592	725	829	890		
流动比	1.88	2.25	2.69	2.21	财务费用	-221	-74	-130	-222		
速动比	1.65	1.87	2.28	1.81	其他费用/(-收入)	714	858	1004	1107		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>营业利润</b>	<b>3041</b>	<b>3425</b>	<b>4042</b>	<b>4676</b>		
现金及现金等价物	8202	10851	14105	11683	营业外净收支	7	-10	-10	-10		
应收款项	1479	1590	1818	2005	<b>利润总额</b>	<b>3048</b>	<b>3415</b>	<b>4032</b>	<b>4666</b>		
存货净额	0	0	0	0	所得税费用	414	444	524	607		
其他流动资产	1442	2621	2963	3213	<b>净利润</b>	<b>2634</b>	<b>2971</b>	<b>3508</b>	<b>4059</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>11123</b>	<b>15062</b>	<b>18887</b>	<b>16902</b>	少数股东损益	-25	-59	-70	-81		
固定资产	824	790	748	707	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2659</b>	<b>3030</b>	<b>3578</b>	<b>4140</b>		
在建工程	534	534	534	534	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>		
无形资产及其他	6133	6088	6038	5988	<b>经营活动现金流</b>	<b>3147</b>	<b>2668</b>	<b>3490</b>	<b>4439</b>		
长期股权投资	521	621	721	821	净利润	2659	3030	3578	4140		
<b>资产总计</b>	<b>19135</b>	<b>23095</b>	<b>26928</b>	<b>24952</b>	少数股东损益	-25	-59	-70	-81		
短期借款	1555	1574	1554	1554	折旧摊销	194	176	181	182		
应付款项	2913	3147	3231	3626	公允价值变动	-104	0	0	0		
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	421	-509	-225	181		
其他流动负债	1438	1985	2246	2469	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1446</b>	<b>-715</b>	<b>-300</b>	<b>-290</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>5906</b>	<b>6705</b>	<b>7031</b>	<b>7649</b>	资本支出	-1309	-85	-78	-78		
长期借款及应付债券	306	606	606	606	长期投资	-87	-700	-300	-300		
其他长期负债	111	91	91	91	其他	-50	70	78	87		
<b>长期负债合计</b>	<b>417</b>	<b>697</b>	<b>697</b>	<b>697</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2286</b>	<b>86</b>	<b>-137</b>	<b>-6770</b>		
<b>负债合计</b>	<b>6322</b>	<b>7402</b>	<b>7728</b>	<b>8345</b>	债务融资	806	299	-20	0		
股本	2218	2218	2218	2218	权益融资	1	-101	0	0		
股东权益	12812	15693	19201	16606	其它	-3093	-112	-117	-6770		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19135</b>	<b>23095</b>	<b>26928</b>	<b>24952</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-575</b>	<b>2049</b>	<b>3054</b>	<b>-2621</b>		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业 7 年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

谭瑞峤，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业 3 年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业 4 年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

## 【分析师承诺】

姚蕾，谭瑞峤，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。