



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

坚持长线运营，新游储备有望贡献业绩增量

——三七互娱 2023 年报及 2024 年一季度业绩预告点评

买入（维持）

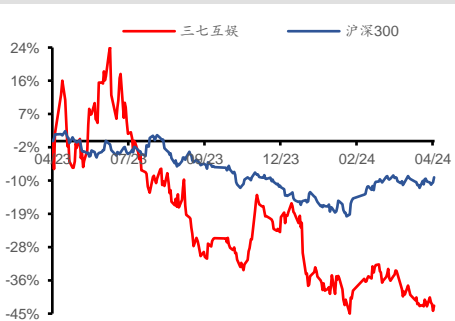
行业： 传媒
日期： 2024年04月26日

分析师： 陈旻
Tel: 021-53686134
E-mail: chenmin@shzq.com
SAC 编号: S0870522020001

基本数据

最新收盘价（元）	16.56
12mth A 股价格区间（元）	15.96-36.94
总股本（百万股）	2,217.86
无限售 A 股/总股本	72.47%
流通市值（亿元）	266.18

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《Q3 进入利润释放期，小游戏顺势打造第三增长极》

——2023 年 11 月 02 日

《短期业绩承压，下半年新游发力有望释放业绩弹性》

——2023 年 09 月 05 日

■ 投资摘要

事件概述

4月19日，公司发布2023年年报及2024年一季度业绩预告，2023公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为165.47亿元、26.59亿元、24.97亿元，分别同比+0.86%、-10.01%、-13.38%，其中23Q4实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为45.04亿元（yoy-4.74%）、4.66亿元（yoy-33.17%）、4.19亿元（-37.61%）。预计公司2024Q1归母净利润6-6.5亿元，同比下降16.08%-22.54%，扣非归母净利润5.9-6.4亿元，同比下降4.54%-11.99%。

分析与判断

公司持续巩固长线运营优势，提供细致全面的长线服务，结合IP亮点进行回流形式与活动的持续创新，不断拉长产品生命周期，激发产品活力。我们认为公司一方面积极布局多元品类，持续迭代游戏产品及用户体验；另一方面加强自研能力，丰富外部研发储备，在产品供给侧进行多元化布局，有望带动公司发展。

- **收入端：**公司坚持多元游戏品类突破，不断提升长线运营能力，2023年实现营业收入165.47亿元，同比+0.86%，我们认为公司持续巩固长线游戏运营优势带动公司业绩发展。公司国内、海外营业收入分别为107.39亿元、58.07亿元，分别占公司总营收的64.90%、35.10%，国内、海外毛利分别为89.50亿元、42.05亿元，海外业务占比较2022年下降1.44pct，主要系海外主要市场用户消费意愿和能力受到经济下行影响，市场竞争日趋激烈，海外市场营销成本升高，出海难度增加。公司稳居中国出海游戏厂商第一梯队，海外业务仍保持稳健发展态势。公司将旗下产品玩法题材及推广素材与中国传统文化深度结合，在全球市场已形成以MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营为基石的产品矩阵，《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》《斗罗大陆：魂师对决》《Ant Legion》等多款出海标杆产品表现稳健。
- **利润端：**公司2023年归母净利润26.59亿元，同比-10.01%，营业成本33.92亿元，同比增长11.25%。分季度来看，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为60.61%（yoy+6.72pct，qoq+12.01pct）、3.73%（yoy-0.35pct，qoq-0.17pct）、3.11%（yoy-0.49pct，qoq-1.21pct）。公司Q4归母净利润下降主要系公司Q4销售费用增长所致。

公司自研代理双线布局，打造丰富产品储备，通过AI赋能夯实研运，提质增效优化体验。

- **经营端：**2023年全球在运营月均流水破亿产品8款，移动游戏最高月流水超23亿元。公司代理发行的重磅MMORPG手游《凡人修仙传：人界篇》充分还原原著剧情，美术表现形式丰富，在MMO赛道成功突围；公司自研三国题材策略手游《霸业》结合优质代

言人创新营销方式，不断突破素材创意，上线后表现稳健，为公司稳固SLG品类产品结构贡献突出优势；《叫我大掌柜》《斗罗大陆：魂师对决》《云上城之歌》等已上线多年产品始终保持长青。

- **产品端：**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。公司自研储备国漫东方玄幻MMORPG《代号斗罗MMO》、日式Q版MMORPG《代号MLK》、Q版战争SLG《代号休闲SLG》、写实三国SLG《代号正奇SLG》、西方魔幻MMORPG《代号战歌M》等游戏；代理储备现代题材模拟经营《时光杂货店》、古风水墨模拟经营《赘婿》、绘本卡通国风模拟经营《时光大爆炸》、中世纪题材模拟经营《Yes Your Highness》、古穿商斗模拟经营《代号商途》等游戏。公司多款重点产品均已获得国内游戏版号，积极推进产品上线进度，我们认为新产品的上线有望为玩家带来更加多元化的游戏体验。
- **人工智能：**公司积极拥抱人工智能在游戏产业的应用，采取“AI三步走”策略。1) 布局AI应用，渐进式融入各业务环节；2) 基于前期积累，实现工具化与模块化，构筑更加自动化与智能化的游戏工业化管线；3) 探索AI丰富游戏性的更多可能性。研究通过AIGC推荐与生成玩家偏好的图像、元素、玩法的方式，降低创作门槛，帮助玩家参与创作，探索打造非线性游戏流程体验，提升了公司各环节运作效率。

■ 投资建议

公司坚持长线运营，并通过把握科技创新发展趋势，探索 AI 及各类行业前沿技术与公司业务深度融合的可能性，生产创作效能不断提升。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 30.84 亿元、34.15 亿元、36.73 亿元，分别同增 16.02%、10.70%、7.56%，对应估值分别为 12 倍、11 倍、10 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

行业政策变化及违规风险、市场竞争风险、核心人员流失风险、技术迭代创新风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	16547	19078	21396	23274
年增长率	0.9%	15.3%	12.2%	8.8%
归母净利润	2659	3084	3415	3673
年增长率	-10.0%	16.0%	10.7%	7.6%
每股收益（元）	1.20	1.39	1.54	1.66
市盈率（X）	13.81	11.91	10.76	10.00
市净率（X）	2.89	2.34	1.92	1.61

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024 年 04 月 26 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6177	9135	12775	16875
应收票据及应收账款	1479	1620	1866	2029
存货	0	0	0	0
其他流动资产	3467	3679	3879	4106
流动资产合计	11123	14433	18521	23009
长期股权投资	521	521	521	521
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	824	794	764	735
在建工程	534	534	534	534
无形资产	1040	1040	1040	1040
其他非流动资产	5093	5093	5093	5093
非流动资产合计	8012	7982	7953	7923
资产总计	19135	22416	26473	30932
短期借款	1555	1555	1555	1555
应付票据及应付账款	2913	2991	3511	4141
合同负债	280	310	350	384
其他流动负债	1158	1371	1493	1655
流动负债合计	5906	6227	6908	7735
长期借款	306	306	306	306
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	111	111	111	111
非流动负债合计	417	417	417	417
负债合计	6322	6643	7325	8152
股本	2218	2218	2218	2218
资本公积	2823	2823	2823	2823
留存收益	8096	11191	14605	18278
归属母公司股东权益	12707	15701	19116	22788
少数股东权益	105	71	33	-8
股东权益合计	12812	15772	19149	22780
负债和股东权益合计	19135	22416	26473	30932

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	3147	3036	3618	4069
净利润	2634	3050	3376	3632
折旧摊销	194	30	30	30
营运资金变动	421	-32	234	438
其他	-101	-12	-22	-31
投资活动现金流量	-1446	79	89	97
资本支出	-1309	-2	-1	-1
投资变动	-87	0	0	0
其他	-50	80	90	98
筹资活动现金流量	-2286	-167	-66	-66
债权融资	806	0	0	0
股权融资	1	-101	0	0
其他	-3093	-66	-66	-66
现金净流量	-575	2958	3640	4100

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	16547	19078	21396	23274
营业成本	3392	3900	4485	5158
营业税金及附加	37	41	52	57
销售费用	9091	10199	11393	12207
管理费用	592	613	713	785
研发费用	714	1115	1251	1360
财务费用	-221	-42	-93	-157
资产减值损失	-112	0	0	0
投资收益	8	80	90	98
公允价值变动损益	104	0	0	0
营业利润	3041	3493	3866	4159
营业外收支净额	7	-4	-4	-4
利润总额	3048	3489	3862	4154
所得税	414	439	486	522
净利润	2634	3050	3376	3632
少数股东损益	-25	-34	-38	-41
归属母公司股东净利润	2659	3084	3415	3673

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	79.5%	79.6%	79.0%	77.8%
净利率	16.1%	16.2%	16.0%	15.8%
净资产收益率	20.9%	19.6%	17.9%	16.1%
资产回报率	13.9%	13.8%	12.9%	11.9%
投资回报率	16.4%	16.9%	15.5%	14.1%
成长能力指标				
营业收入增长率	0.9%	15.3%	12.2%	8.8%
EBIT 增长率	-14.3%	22.3%	9.3%	6.1%
归母净利润增长率	-10.0%	16.0%	10.7%	7.6%
每股指标 (元)				
每股收益	1.20	1.39	1.54	1.66
每股净资产	5.73	7.08	8.62	10.27
每股经营现金流	1.42	1.37	1.63	1.83
每股股利	1	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.91	0.92	0.88	0.81
应收账款周转率	11.36	12.31	12.27	11.95
存货周转率	—	—	—	—
偿债能力指标				
资产负债率	33.0%	29.6%	27.7%	26.4%
流动比率	1.88	2.32	2.68	2.97
速动比率	1.65	2.07	2.43	2.72
估值指标				
P/E	13.81	11.91	10.76	10.00
P/B	2.89	2.34	1.92	1.61
EV/EBITDA	12.49	8.53	6.85	5.45

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断