

三七互娱 (002555.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 净利率回升，多次分红回馈投资者

业绩简评

■ 8月26日，公司发布24年中报，H1营收92.3亿/yoy+19.0%，归母净利12.6亿元/yoy+3.2%，扣非归母12.7亿元/yoy+14.3%；Q2收入44.8亿元/yoy+12.2%，归母净利润6.5亿元/yoy+43.6%，扣非净利润6.6亿元/yoy+48.0%，24年中期拟现金分红0.21元/股，截至1H24，公司分红2次，合计现金分红0.42元/股。

经营分析

■ **收入：小程序游戏表现突出，Q2保持双位数增长。**1)分产品：H1手游89.6亿/yoy+19.8%，主要系小程序游戏《寻道大千》《灵魂序章》(斗罗IP)等表现亮眼，带动收入提升；网页游戏2.1亿/yoy-15.5%，预计主要系用户向移动端转移+页游投入减少。2)分地区：增长主要由国内市场贡献，境外市场稳健。境内收入63.3亿/yoy+33.8%；境外收入29.0亿/yoy-4.3%。3)逐季度看，Q2收入同比保持较高速增长，增速较Q1放缓主要系去年Q2基数相对较高，环比-5.65%，在运营游戏表现稳健。

■ **盈利：Q2销售费率环比降低，净利率回升。**1H24净利率13.7%，同比-1.9pct，主要系公司持续增大《寻道大千》《霸业》《无名之辈》《灵魂序章》等游戏的流量投放，导致销售费率同比+2.9pct；但Q2销售费率同、环比-4.0、-5.8pct，推动净利率回升(同、环比+3.2、+1.5pct)，归母净利润环比+5.3%。此外，毛利率整体稳健，主要跟随收入结构变化而变化，H1、Q2同比+1.1、-1.4pct；管理费率变化不大；研发费率H1、Q2同比-1.2、-0.8pct，主要系公司根据战略游戏品类调整人员结构。

■ **展望后续：小程序游戏有望持续贡献，丰富的储备保障后续增长。**1)《寻道大千》《灵魂序章》的成功使公司在小游戏赛道拥有较为突出的竞争优势；在运营的《Puzzles & Survival》等游戏长线运营，稳健贡献流水；24年以来推出《时光杂货店》《三国群英传：鸿鹄霸业》《Mecha Domination》等新产品，有望逐步贡献增量。2)公司财报披露了25款储备产品，自研产品8款，15款发行境外，题材涵盖MMORPG、卡牌、SLG、模拟经营、益智等；同时积极布局AI赋能游戏研运。

盈利预测、估值与评级

■ 我们预计公司24-26年归母净利分别为25.6/33.9/36.5亿元，对应PE为11.3/8.1/7.6X，维持“买入”评级。

风险提示

■ 游戏上线和表现不及预期；版号发放不及预期；监管风险。

传媒与互联网组

分析师：陈泽敏 (执业S1130524020004)

chenzemin@gjzq.com.cn

分析师：陆意 (执业S1130522080009)

luyi5@gjzq.com.cn

分析师：马晓婷 (执业S1130524070006)

maxiaoting@gjzq.com.cn

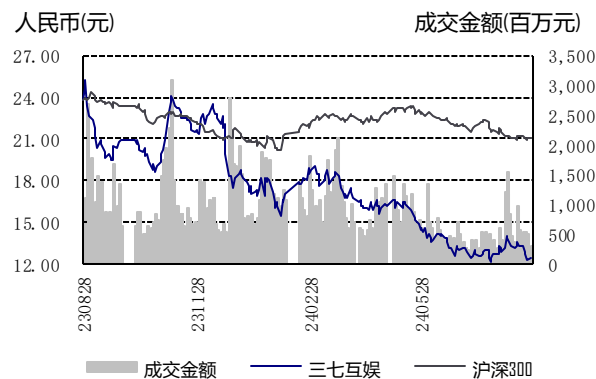
市价(人民币)：12.43元

相关报告：

1.《三七互娱公司点评：投放增多至盈利下滑，23年再次分红》，2024.4.21

2.《三七互娱公司点评：业绩符合预告，静待新游上线》，2023.10.31

3.《三七互娱公司点评：Q2盈利短期承压，Q3释放利润》，2023.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,406	16,547	18,545	20,510	21,946
营业收入增长率	1.17%	0.86%	12.08%	10.60%	7.00%
归母净利润(百万元)	2,954	2,659	2,563	3,385	3,648
归母净利润增长率	2.74%	-10.01%	-3.58%	32.05%	7.76%
摊薄每股收益(元)	1.33	1.20	1.16	1.53	1.64
每股经营性现金流净额	1.60	1.42	1.06	1.97	1.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.25%	20.92%	19.15%	23.08%	22.82%
P/E	13.59	15.69	11.29	8.14	7.56
P/B	3.29	3.28	2.16	1.88	1.72

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	16,216	16,406	16,547	18,545	20,510	21,946
增长率	1.2%	0.9%	0.9%	12.1%	10.6%	7.0%
主营业务成本	-2,466	-3,049	-3,392	-3,886	-4,060	-4,329
%销售收入	15.2%	18.6%	20.5%	21.0%	19.8%	19.7%
毛利	13,750	13,357	13,155	14,659	16,450	17,617
%销售收入	84.8%	81.4%	79.5%	79.0%	80.2%	80.3%
营业税金及附加	-38	-32	-37	-37	-41	-44
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-9,125	-8,733	-9,091	-10,571	-11,281	-12,070
%销售收入	56.3%	53.2%	54.9%	57.0%	55.0%	55.0%
管理费用	-463	-526	-592	-640	-697	-746
%销售收入	2.9%	3.2%	3.6%	3.5%	3.4%	3.4%
研发费用	-1,250	-905	-714	-742	-820	-878
%销售收入	7.7%	5.5%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	2,874	3,162	2,722	2,670	3,610	3,879
%销售收入	17.7%	19.3%	16.4%	14.4%	17.6%	17.7%
财务费用	55	74	221	131	44	58
%销售收入	-0.3%	-0.5%	-1.3%	-0.7%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-36	-90	-112	-29	-28	-23
公允价值变动收益	78	-40	104	-35	57	69
投资收益	123	76	8	68	60	60
%税前利润	3.8%	2.3%	0.2%	2.3%	1.6%	1.4%
营业利润	3,261	3,309	3,041	2,918	3,857	4,156
营业利润率	20.1%	20.2%	18.4%	15.7%	18.8%	18.9%
营业外收支	-12	-7	7	-6	-7	-7
税前利润	3,248	3,302	3,048	2,912	3,850	4,149
利润率	20.0%	20.1%	18.4%	15.7%	18.8%	18.9%
所得税	-398	-392	-414	-379	-501	-539
所得税率	12.3%	11.9%	13.6%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	2,850	2,910	2,634	2,533	3,350	3,610
少数股东损益	-26	-45	-25	-30	-35	-38
归属于母公司的净利润	2,876	2,954	2,659	2,563	3,385	3,648
净利率	17.7%	18.0%	16.1%	13.8%	16.5%	16.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,850	2,910	2,634	2,533	3,350	3,610
少数股东损益	-26	-45	-25	-30	-35	-38
非现金支出	239	312	319	141	155	160
非经营收益	-56	-50	-226	-44	-50	-80
营运资金变动	626	385	421	-289	918	31
经营活动现金净流	3,659	3,557	3,147	2,342	4,373	3,720
资本开支	-340	-317	-1,309	-1,988	-214	-184
投资	-396	-81	-87	-820	5	17
其他	-348	-2,933	-50	68	60	60
投资活动现金净流	-1,083	-3,330	-1,446	-2,740	-149	-107
股权募资	2,983	93	1	0	0	0
债权募资	-423	781	806	172	-907	-870
其他	-2,274	-2,459	-3,093	-1,914	-2,170	-2,384
筹资活动现金净流	287	-1,585	-2,286	-1,742	-3,077	-3,253
现金净流量	2,844	-1,298	-575	-2,140	1,147	360

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,619	5,129	6,177	4,036	5,182	5,541
应收款项	1,354	1,521	1,526	1,495	1,657	1,754
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,214	3,936	3,420	5,922	5,122	5,250
流动资产	9,187	10,587	11,123	11,452	11,961	12,545
%总资产	63.6%	61.9%	58.1%	55.6%	56.6%	57.6%
长期投资	1,397	1,577	1,594	1,579	1,581	1,583
固定资产	970	1,093	1,358	1,543	1,585	1,623
%总资产	6.7%	6.4%	7.1%	7.5%	7.5%	7.4%
无形资产	2,776	2,748	2,709	3,614	3,625	3,631
非流动资产	5,250	6,508	8,012	9,131	9,185	9,241
%总资产	36.4%	38.1%	41.9%	44.4%	43.4%	42.4%
资产总计	14,437	17,095	19,135	20,583	21,146	21,786
短期借款	469	947	1,767	2,139	1,202	294
应付款项	1,972	2,414	3,114	3,760	3,893	4,048
其他流动负债	958	980	1,025	1,005	1,100	1,173
流动负债	3,399	4,341	5,906	6,904	6,195	5,516
长期贷款	20	323	306	106	136	174
其他长期负债	161	118	111	113	112	112
负债	3,580	4,783	6,322	7,123	6,443	5,801
普通股股东权益	10,774	12,183	12,707	13,385	14,663	15,982
其中：股本	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218
未分配利润	5,895	6,758	7,429	8,107	9,385	10,704
少数股东权益	84	129	105	75	40	2
负债股东权益合计	14,437	17,095	19,135	20,583	21,146	21,786

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.297	1.332	1.199	1.156	1.526	1.645
每股净资产	4.858	5.493	5.729	6.035	6.611	7.206
每股经营现金净流	1.650	1.604	1.419	1.056	1.972	1.677
每股股利	0.520	0.800	0.820	0.850	0.950	1.050
回报率						
净资产收益率	26.69%	24.25%	20.92%	19.15%	23.08%	22.82%
总资产收益率	19.92%	17.28%	13.89%	12.45%	16.01%	16.74%
投入资本收益率	21.99%	20.37%	15.69%	14.69%	19.45%	20.37%
增长率						
主营业务收入增长率	12.62%	1.17%	0.86%	12.08%	10.60%	7.00%
EBIT增长率	-1.16%	10.03%	-13.93%	-1.91%	35.23%	7.43%
净利润增长率	4.15%	2.74%	-10.01%	-3.58%	32.05%	7.76%
总资产增长率	36.66%	18.41%	11.93%	7.57%	2.74%	3.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.3	30.0	32.1	29.0	29.0	29.0
存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	195.6	192.4	186.9	190.0	190.0	185.0
固定资产周转天数	20.1	18.9	18.2	15.9	14.8	14.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.36%	-54.03%	-47.84%	-34.29%	-45.69%	-50.03%
EBIT利息保障倍数	-52.1	-42.7	-12.3	-20.3	-81.5	-66.5
资产负债率	24.80%	27.98%	33.04%	34.60%	30.47%	26.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	10	19	26	88
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-11	买入	16.80	N/A
2	2022-10-31	买入	14.14	N/A
3	2023-04-28	买入	27.90	N/A
4	2023-05-02	买入	30.69	N/A
5	2023-08-31	买入	26.68	N/A
6	2023-10-31	买入	20.05	N/A
7	2024-04-21	买入	16.50	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806