

## 品类多元化优化，期待自研大作上线

——三七互娱（002555.SZ）24 中报点评

### 核心观点

- **Q2 营收 44.81 亿 (yoy+12.16%,qoq-5.65%)，同比增长主要系公司《寻道大千》、《霸业》、《灵魂序章》等移动游戏业务表现良好，带来收入提升。Q2 毛利率 77.4% (yoy-1.4pp,qoq-4.3pp)。**销售费用 24.69 亿(yoy+4.55%,qoq-14.6%)，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；管理费用 1.07 亿 (yoy-17.97%,qoq-43.1%)；研发费用 1.76 亿 (yoy+6.76%,qoq+0.34%)。归母净利润 6.48 亿 (yoy+43.63%，qoq+5.25%)，我们认为变化主要系 1) 网页游戏营业成本较上年同期增长，主要系游戏授权费用增加所致；2) 服务器成本较上年同期增长，主要系《寻道大千》《无名之辈》《灵魂序章》等游戏活跃用户数量增加，使得服务器访问量增大，进而增加带宽资源消耗所致。
- **24H1 境内收入 63.3 亿(yoy+33.81%)，主要系《寻道大千》等小游戏流水增长。毛利率 81.2% (yoy-1.0pp)。**主要系代理游戏占比提升以及小游戏带来服务器带宽成本增长。Q3 我们预期《三国群英传》、《时光杂货店》等代理 app 游戏上线强化非放置类游戏多元化收入，后续我们预期自研重磅游戏《斗罗大陆：猎魂世界》于 24 年底到 25 年初上线贡献流水增量，优化毛利率趋势。
- **24H1 境外收入 29 亿(yoy-4.27%)，毛利率 76.1% (yoy+3.3pp)，**公司巩固 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等赛道优势，并持续探索休闲类游戏市场机会，海外业务稳健发展。《Puzzles & Chaos》在保留了前作《Puzzles & Survival》核心体验的同时，大幅提升了美术和特效表现，自上线后在海外市场不断取得突破，多次跻身全球各地区策略品类畅销榜前二十名。

### 盈利预测与投资建议

- 公司 Q3 预期在品类多元化有所优化，预期随着《斗罗大陆》上线，自研游戏占比得以提升从而优化毛利率。我们预测公司 24~26 年归母净利润为 25.03/30.12/35.39 亿（24~25 前值为 39.14/44.68 亿，因代理游戏占比提升下调毛利率，因小游戏占比提升上调销售费率，因产品进度延后调整盈利预测），因进入下半年，我们根据可比公司 25 年调整后平均 P/E12X，给予公司目标价 16.32 元，维持“增持”评级。

### 风险提示

流水不达预期风险；政策风险；买量成本提升风险；研发风险；投资收益风险

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,406	16,547	17,684	15,996	16,507
同比增长(%)	1.2%	0.9%	6.9%	-9.5%	3.2%
营业利润(百万元)	3,309	3,041	2,843	3,438	4,028
同比增长(%)	1.5%	-8.1%	-6.5%	20.9%	17.1%
归属母公司净利润(百万元)	2,954	2,659	2,503	3,012	3,539
同比增长(%)	2.7%	-10.0%	-5.9%	20.4%	17.5%
每股收益(元)	1.33	1.20	1.13	1.36	1.60
毛利率(%)	81.4%	79.5%	80.2%	82.9%	85.9%
净利率(%)	18.0%	16.1%	14.2%	18.8%	21.4%
净资产收益率(%)	25.7%	21.4%	17.7%	18.1%	18.8%
市盈率	10.4	11.5	12.2	10.2	8.7
市净率	2.5	2.4	2.0	1.7	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 增持 (维持)

股价(2024年08月29日)	13.82 元
目标价格	16.32 元
52 周最高价/最低价	24.76/12.04 元
总股本/流通 A 股(万股)	221,786/160,459
A 股市值(百万元)	30,651
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2024 年 08 月 31 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	12.08	8.48	-5.41	-43.88
相对表现%	13.15	11.81	3.88	-30.36
沪深 300%	-1.07	-3.33	-9.29	-13.52



### 证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyujq@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
杨妍	yangyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523030001

### 联系人

金沐阳	jinmuyang@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

### 相关报告

小游戏流水持续攀高，自研手游储备丰富：——三七互娱（002555.SZ）23Q3 点评	2023-11-02
转型后新产品超预期表现，未来储备丰富：三七互娱 2022 年报&2023Q1 季报点评	2023-04-29
多元化发展格局形成，游戏出海重点布局：——三七互娱首次覆盖报告	2023-04-02

表 1: 可比公司估值情况 (2024 年 8 月 29 日)

公司	代码	最新价格(元)		每股收益 (元)			市盈率			
		2024/8/29	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
巨人网络	002558	9.26	0.55	0.76	0.86	0.96	16.82	12.17	10.75	9.60
网易-S	09999	115.53	9.16	9.62	10.47	11.79	12.61	12.01	11.04	9.80
祖龙娱乐	09990	1.32	-0.40	-0.05	0.09	0.16	-3.34	-24.54	14.06	8.30
吉比特	603444	186.05	15.62	14.55	16.82	18.95	11.91	12.78	11.06	9.82
腾讯控股	00700	343.77	12.33	18.89	21.45	23.82	27.87	18.20	16.03	14.43
	调整后 平均							<b>12.00</b>	12.00	10.00

数据来源: wind, 东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,129	6,177	9,566	11,370	13,513	营业收入	16,406	16,547	17,684	15,996	16,507
应收票据、账款及款项融资	1,434	1,479	1,502	1,395	1,439	营业成本	3,049	3,392	3,496	2,733	2,331
预付账款	855	1,143	1,222	1,105	1,140	销售费用	8,733	9,091	10,194	8,871	9,168
存货	0	0	0	0	0	管理费用	526	592	530	420	438
其他	3,168	2,323	1,898	1,497	1,102	研发费用	905	714	674	597	616
<b>流动资产合计</b>	<b>10,587</b>	<b>11,123</b>	<b>14,188</b>	<b>15,368</b>	<b>17,195</b>	财务费用	(74)	(221)	(7)	(42)	(57)
长期股权投资	622	521	521	521	521	资产、信用减值损失	99	125	68	91	97
固定资产	850	824	1,030	1,269	1,531	公允价值变动收益	(40)	104	(32)	(24)	(22)
在建工程	243	534	690	807	894	投资净收益	76	8	101	95	94
无形资产	1,060	1,040	1,022	991	948	其他	104	75	44	41	41
其他	3,735	5,093	3,773	3,773	3,773	<b>营业利润</b>	<b>3,309</b>	<b>3,041</b>	<b>2,843</b>	<b>3,438</b>	<b>4,028</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,509</b>	<b>8,012</b>	<b>7,035</b>	<b>7,361</b>	<b>7,667</b>	营业外收入	11	20	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>17,095</b>	<b>19,135</b>	<b>21,223</b>	<b>22,728</b>	<b>24,862</b>	营业外支出	19	13	12	14	14
短期借款	901	1,555	967	1,141	1,221	<b>利润总额</b>	<b>3,302</b>	<b>3,048</b>	<b>2,834</b>	<b>3,428</b>	<b>4,017</b>
应付票据及应付账款	2,204	2,913	2,681	2,140	1,872	所得税	392	414	361	451	520
其他	1,237	1,438	1,444	1,358	1,410	<b>净利润</b>	<b>2,910</b>	<b>2,634</b>	<b>2,473</b>	<b>2,976</b>	<b>3,497</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,341</b>	<b>5,906</b>	<b>5,091</b>	<b>4,639</b>	<b>4,502</b>	少数股东损益	(45)	(25)	(30)	(36)	(42)
长期借款	323	306	306	306	306	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,954</b>	<b>2,659</b>	<b>2,503</b>	<b>3,012</b>	<b>3,539</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.33	1.20	1.13	1.36	1.60
其他	118	111	111	111	111						
<b>非流动负债合计</b>	<b>441</b>	<b>417</b>	<b>417</b>	<b>417</b>	<b>417</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>4,783</b>	<b>6,322</b>	<b>5,508</b>	<b>5,055</b>	<b>4,919</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	129	105	76	40	(2)	成长能力					
实收资本(或股本)	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	营业收入	1.2%	0.9%	6.9%	-9.5%	3.2%
资本公积	2,693	2,523	2,823	2,823	2,823	营业利润	1.5%	-8.1%	-6.5%	20.9%	17.1%
留存收益	7,426	8,096	10,599	12,592	14,904	归属于母公司净利润	2.7%	-10.0%	-5.9%	20.4%	17.5%
其他	(153)	(130)	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>12,313</b>	<b>12,812</b>	<b>15,715</b>	<b>17,673</b>	<b>19,943</b>	毛利率	81.4%	79.5%	80.2%	82.9%	85.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17,095</b>	<b>19,135</b>	<b>21,223</b>	<b>22,728</b>	<b>24,862</b>	净利率	18.0%	16.1%	14.2%	18.8%	21.4%
						ROE	25.7%	21.4%	17.7%	18.1%	18.8%
						ROIC	22.9%	17.1%	15.4%	16.2%	16.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	28.0%	33.0%	26.0%	22.2%	19.8%
净利润	2,910	2,634	2,473	2,976	3,497	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	148	155	173	101	121	流动比率	2.44	1.88	2.79	3.31	3.82
财务费用	(74)	(221)	(7)	(42)	(57)	速动比率	2.44	1.88	2.79	3.31	3.82
投资损失	(76)	(8)	(101)	(95)	(94)	营运能力					
营运资金变动	462	425	(301)	(353)	(337)	应收账款周转率	12.1	11.2	11.6	10.9	11.4
其它	187	162	1,304	60	4	存货周转率	-	-	-	-	-
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,557</b>	<b>3,147</b>	<b>3,541</b>	<b>2,648</b>	<b>3,134</b>	总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.7	0.7
资本支出	(101)	(252)	(426)	(426)	(426)	每股指标(元)					
长期投资	(458)	21	74	(35)	18	每股收益	1.33	1.20	1.13	1.36	1.60
其他	(2,771)	(1,215)	487	470	470	每股经营现金流	1.60	1.42	1.60	1.19	1.41
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,330)</b>	<b>(1,446)</b>	<b>135</b>	<b>9</b>	<b>63</b>	每股净资产	5.49	5.73	7.05	7.95	8.99
债权融资	325	149	(7)	(51)	36	估值比率					
股权融资	15	(171)	301	0	0	市盈率	10.4	11.5	12.2	10.2	8.7
其他	(1,925)	(2,265)	(581)	(803)	(1,089)	市净率	2.5	2.4	2.0	1.7	1.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,585)</b>	<b>(2,286)</b>	<b>(287)</b>	<b>(854)</b>	<b>(1,053)</b>	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
汇率变动影响	60	10	-0	-0	-0	EV/EBIT	-	-	-	-	-
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,298)</b>	<b>(575)</b>	<b>3,389</b>	<b>1,803</b>	<b>2,144</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。