

三七互娱 (002555.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

经营稳健，业绩符合预期

业绩简评

- 10月30日，公司发布23年三季报，Q3收入41.07亿元，同比-4.09%，归母净利润6.33亿元，同比-34.51%，扣非归母净利润6.02亿元，同比-37.41%。

经营分析

- 收入：整体表现稳健。** Q3收入同比-4.09%，环比-8.35%，小幅下滑，预计主要系《叫我大掌柜》《云上城之歌》等部分老产品受生命周期影响，流水有所下滑，但当期推出的《时光杂货店》等新游贡献增量，弥补部分老产品的下滑，其中《寻道大千》《无名之辈》《灵魂序章》等小游戏仍表现良好。
- 盈利：Q3净利率环比稳健，营销推广费用增加致使其同比下滑。** Q3归母净利润、扣非净利润分别环比-2.41%、-8.56%，小幅下滑，而归母净利率、扣非净利率分别为15.41%、14.66%，分别环比+0.94、-0.04pct，环比变化不大，分别同比-7.15、-7.81pct，同比降幅较大主要系销售费率提升，同比+8.45pct，因为Q3推出的《时光杂货店》《三国群英传：鸿鹄霸业》等多款新产品处于推广初期，对应的销售费用增长率会高于营收增长率，2023年公司推出的《凡人修仙传：人界篇》等产品Q3陆续进入稳定增长期，营销推广费用相对较少；管理、研发费率同比均有所下滑，分别-2.51、-1.38pct。
- 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》等新产品，有望逐步贡献增量。2)公司已在MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等品类储备丰富的产品，包括《斗罗大陆：猎魂世界》《赘婿》《时光大爆炸》等多款精品化产品，涵盖西方魔幻、东方玄幻、三国、现代、古风等多样化题材，目前正积极推进产品上线进度。

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25.4/30.2/32.5亿元，对应PE为14.4/12.1/11.3X，维持“买入”评级。

风险提示

- 游戏上线和表现不及预期风险；版号发放不及预期风险；监管风险。

传媒与互联网组

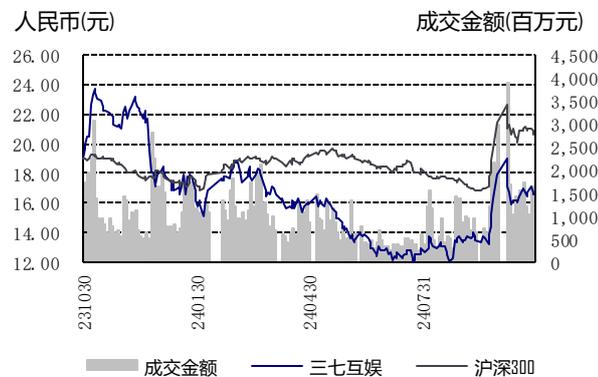
分析师：马晓婷 (执业S1130524070006)

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.54元

相关报告：

- 《三七互娱公司点评：Q2净利率回升，多次分红回馈投资者》，2024.8.27
- 《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
- 《三七互娱公司点评：业绩符合预告，静待新游上线》，2023.10.31



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	17,425	19,110	20,546
营业收入增长率	1.17%	0.86%	5.31%	9.67%	7.51%
归母净利润(百万元)	2,954	2,659	2,544	3,022	3,246
归母净利润增长率	2.74%	-10.01%	-4.31%	18.80%	7.40%
摊薄每股收益(元)	1.33	1.20	1.15	1.36	1.46
每股经营性现金流净额	1.60	1.42	1.49	1.44	1.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.25%	20.92%	19.03%	21.16%	21.36%
P/E	13.59	15.69	14.42	12.14	11.30
P/B	3.29	3.28	2.74	2.57	2.41

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	17,425	19,110	20,546
增长率	1.2%	0.9%	5.3%	9.7%	7.5%	
主营业务成本	-2,466	-3,049	-3,392	-3,673	-3,876	-4,143
%销售收入	15.2%	18.6%	20.5%	21.1%	20.3%	20.2%
毛利	13,750	13,357	13,155	13,752	15,234	16,403
%销售收入	84.8%	81.4%	79.5%	78.9%	79.7%	79.8%
营业税金及附加	-38	-32	-37	-35	-38	-41
%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	-9,939	-10,702	-11,506
%销售收入	56.3%	53.2%	54.9%	57.0%	56.0%	56.0%
管理费用	-463	-526	-592	-495	-612	-657
%销售收入	2.9%	3.2%	3.6%	2.8%	3.2%	3.2%
研发费用	-1,250	-905	-714	-669	-726	-781
%销售收入	7.7%	5.5%	4.3%	3.8%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	2,874	3,162	2,722	2,614	3,156	3,418
%销售收入	17.7%	19.3%	16.4%	15.0%	16.5%	16.6%
财务费用	55	74	221	161	78	55
%销售收入	-0.3%	-0.5%	-1.3%	-0.9%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-36	-90	-112	-26	-24	-20
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%	2.4%	1.7%	1.6%
营业利润	3,261	3,309	3,041	2,896	3,440	3,694
营业利润率	20.1%	20.2%	18.4%	16.6%	18.0%	18.0%
营业外收支	-12	-7	7	-6	-7	-7
税前利润	3,248	3,302	3,048	2,890	3,434	3,687
利润率	20.0%	20.1%	18.4%	16.6%	18.0%	17.9%
所得税	-398	-392	-414	-376	-446	-479
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	2,514	2,987	3,208
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	2,544	3,022	3,246
净利率	17.7%	18.0%	16.1%	14.6%	15.8%	15.8%

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	2,514	2,987	3,208
少数股东损益	-26	-45	-25	-30	-35	-38
非现金支出	239	312	319	137	151	157
非经营收益	-56	-50	-226	-72	-85	-81
营运资金变动	626	385	421	723	138	53
经营活动现金净流	3,659	3,557	3,147	3,303	3,192	3,338
资本开支	-340	-317	-1,309	-2,088	-214	-184
投资	-396	-81	-87	-670	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	-2,690	-149	-107
股权募资	2,983	93	1	0	0	0
债权募资	-423	781	806	-681	-246	-488
其他	-2,274	-2,459	-3,093	-1,886	-2,136	-2,383
筹资活动现金净流	287	-1,585	-2,286	-2,567	-2,382	-2,871
现金净流量	2,844	-1,298	-575	-1,955	661	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	4,221	4,882	5,241
应收款项	1,354	1,521	1,526	1,306	1,427	1,517
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,214	3,936	3,420	4,627	4,708	4,838
流动资产	9,187	10,587	11,123	10,154	11,017	11,597
%总资产	63.6%	61.9%	58.1%	51.7%	53.6%	54.7%
长期投资	1,397	1,577	1,594	1,829	1,831	1,833
固定资产	970	1,093	1,358	1,643	1,685	1,723
%总资产	6.7%	6.4%	7.1%	8.4%	8.2%	8.1%
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	9,481	9,535	9,591
%总资产	36.4%	38.1%	41.9%	48.3%	46.4%	45.3%
资产总计	14,437	17,095	19,135	19,635	20,552	21,187
短期借款	469	947	1,767	1,286	1,009	484
应付款项	1,972	2,414	3,114	3,826	4,042	4,223
其他流动负债	958	980	1,025	863	931	994
流动负债	3,399	4,341	5,906	5,975	5,982	5,701
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	6,194	6,231	5,987
普通股股东权益	10,774	12,183	12,707	13,366	14,281	15,198
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	8,088	9,003	9,920
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	19,635	20,552	21,187

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.297	1.332	1.199	1.147	1.363	1.464
每股净资产	4.858	5.493	5.729	6.026	6.439	6.853
每股经营现金净流	1.650	1.604	1.419	1.489	1.439	1.505
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%	19.03%	21.16%	21.36%
总资产收益率	19.92%	17.28%	13.89%	12.96%	14.71%	15.32%
投入资本收益率	21.99%	20.37%	15.69%	15.22%	17.63%	18.62%
增长率						
主营业务收入增长率	12.62%	1.17%	0.86%	5.31%	9.67%	7.51%
EBIT增长率	-1.16%	10.03%	-13.93%	-3.97%	20.74%	8.30%
净利润增长率	4.15%	2.74%	-10.01%	-4.31%	18.80%	7.40%
总资产增长率	36.66%	18.41%	11.93%	2.62%	4.67%	3.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.3	30.0	32.1	27.0	27.0	27.0
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	195.6	192.4	186.9	210.0	210.0	205.0
固定资产周转天数	20.1	18.9	18.2	16.9	15.9	15.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.36%	-54.03%	-47.84%	-39.09%	-43.37%	-46.76%
EBIT利息保障倍数	-52.1	-42.7	-12.3	-16.2	-40.6	-62.6
资产负债率	24.80%	27.98%	33.04%	31.54%	30.32%	28.26%

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	2	8	21	45	81
增持	0	0	5	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.19	1.17	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	2022-10-31	买入	14.14	N/A
2	2023-04-28	买入	27.90	N/A
3	2023-05-02	买入	30.69	N/A
4	2023-08-31	买入	26.68	N/A
5	2023-10-31	买入	20.05	N/A
6	2024-04-21	买入	16.50	N/A
7	2024-08-27	买入	12.43	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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