

# 三七互娱 (002555.SZ)

## Q1 表现良好，新产品储备充足

买入

### 核心观点

**2022 年海外业务强劲增长，2023 年一季度净利润稳中有升。**1) 2022 年，公司收入 164.1 亿元，同比增长 1.2%，其中国内/国外收入分别为 104.1/59.9 亿元，同比-9.0%/+25.5%，海外业务保持强劲增长；公司归母净利润为 29.5 亿元，同比增长 2.7%；2) 2023 年第一季度，公司收入 37.6 亿元，同比下降 7.9%；归母净利润 7.8 亿元，同比提升 1.9%，主要由于公司游戏业务的降费提效。

**国内领先的“研运一体”游戏公司，产品矩阵多元化。**移动游戏方面，公司推进“研运一体”战略，在 MMORPG、卡牌、SLG 等多个细分市场形成专业化布局；研发端，公司自研策略卡牌手游《斗罗大陆：魂师对决》上线后最高位居 iOS 游戏畅销榜 TOP4，最高月流水超过 7 亿元，荣获“第十四届 CGDA 最佳移动游戏制作奖”，充分验证公司自研实力；发行端，公司全球发行的移动游戏最高月流水超过 20 亿，全球新增注册用户合计超过 3 亿，全球最高月活跃用户超过 4300 万，稳定在中国手游发行商全球收入排行榜前五名 (Sensor Tower 统计)，2022 年移动游戏业务收入 156.3 亿元，同比增长 1.7%。页游方面，公司在页游用户向移动端转移的行业背景下，精细化运营精品游戏，提高用户粘性，稳定产品生命周期，2022 年公司页游业务收入 6.0 亿元，同比下降 27.8%。

**深耕核心品类赛道，储备产品达三十余款。**公司不断拓展自研能力边界，储备了多款精品化自研手游。从储备产品看，公司自研的《扶摇一梦》《霸业》《龙与爱丽丝》已研发完毕，发行后将进一步丰富 MMORPG、SLG、卡牌类游戏产品矩阵。此外，公司还通过资金扶持、业务支撑、投后赋能，结合代理、定制等方式丰富公司的优质产品供给，如《凡人修仙传：人界篇》《Puzzles & Chaos》《最后的原始人》《织梦森林》等。公司储备产品达三十余款，将进一步推动精品化、多元化、全球化战略。

**风险提示：**游戏新品流水不达预期；出海盈利低于预期；监管政策风险。

**投资建议：AIGC、版号发放常态化推动游戏行业景气度改善，看好公司新产品释放。**我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 34.64/39.88/45.76 亿元，同比分别增长 17.3%/15.1%/14.7%；摊薄 EPS=1.56/1.80/2.06 元，当前股价对应 PE=22/19/16x。游戏版号常态化发放，公司产品储备充足、内容优质、上线节奏快，有望实现较快增长，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	16,216	16,406	19,343	22,302	25,201
(+/-%)	12.6%	1.2%	17.9%	15.3%	13.0%
净利润 (百万元)	2,876	2,954	3,464	3,988	4,576
(+/-%)	4.2%	2.7%	17.3%	15.1%	14.7%
每股收益 (元)	1.30	1.33	1.56	1.80	2.06
EBIT Margin	25.4%	24.8%	16.3%	17.5%	18.5%
净资产收益率 (ROE)	26.7%	24.2%	23.7%	22.9%	22.2%
市盈率 (PE)	26.0	25.3	21.6	18.8	16.4
EV/EBITDA	18.6	19.2	24.3	19.8	16.8
市净率 (PB)	6.95	6.15	5.13	4.30	3.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 传媒·游戏 II

证券分析师：张衡

021-60875160

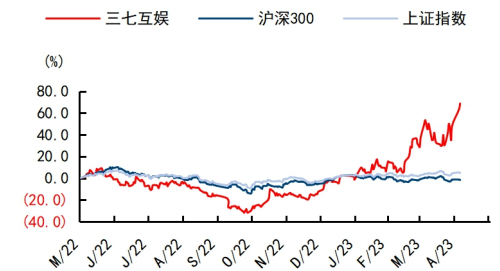
zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

#### 基础数据

投资评级	合理估值	买入 (维持)
收盘价		34.85 元
总市值/流通市值		77293/56998 百万元
52 周最高价/最低价		35.94/13.96 元
近 3 个月日均成交额		1552.32 百万元

#### 市场走势



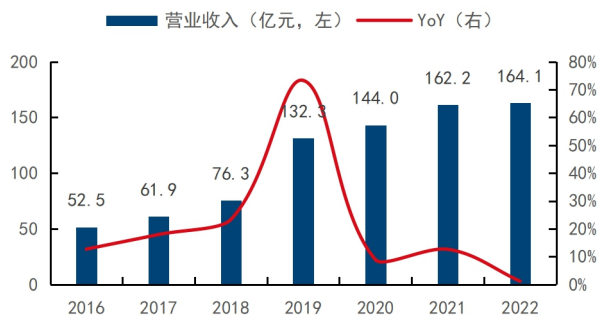
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《三七互娱 (002555.SZ) -Q3 营收及净利润下滑，关注出海及新品表现》——2022-11-02
- 《三七互娱 (002555.SZ) -业绩接近预告上限，持续看好出海及新品表现》——2022-09-01
- 《三七互娱 (002555.SZ) 业绩预告点评-上半年业绩表现良好，持续看好出海及新品表现》——2022-07-15
- 《三七互娱 (002555.SZ) -Q1 业绩高速增长，持续看好底部向上机会》——2022-05-03
- 《三七互娱 (002555.SZ) -业绩持续向上，新品及海外表现优异》——2022-04-26

**2022 年海外业务强劲增长，2023 年一季度净利润稳中有升。**1) 2022 年，公司收入 164.1 亿元，同比增长 1.2%，国内/国外收入分别为 104.1/59.9 亿元，同比 -9.0%/+25.5%，海外业务保持强劲增长。公司归母净利润为 29.5 亿元，同比增长 2.7%；2) 2023 年第一季度，公司收入 37.6 亿元，同比下降 7.9%，主要由于 2022 年上线的游戏进入相对稳定的产品周期阶段；归母净利润 7.8 亿元，同比提升 1.9%，主要由于公司游戏业务的降费提效。

图1: 公司年度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



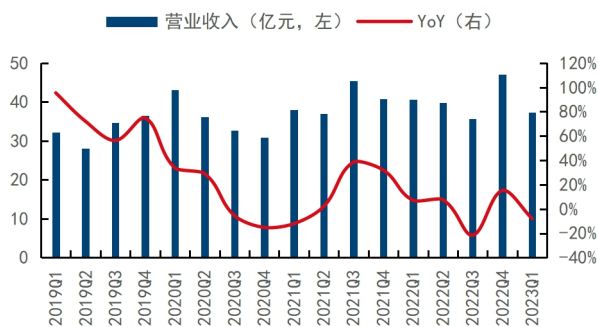
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司年度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



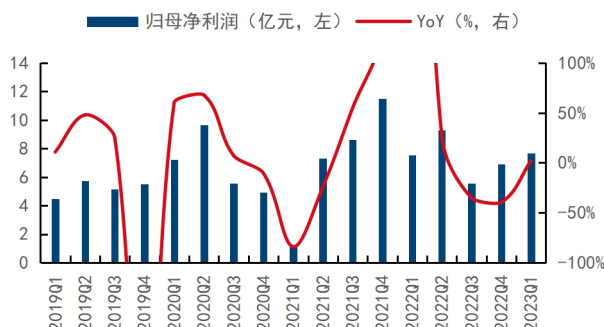
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司的综合实力在游戏行业十分领先，移动游戏布局多元，持续丰富 MMORPG、SLG、卡牌及模拟经营品类。**1) 移动游戏方面，2022 年公司旗下《斗罗大陆：魂师对决》《Puzzles & Survival》《云上城之歌》《叫我大掌柜》《小小蚁国》等多款长生命产品为公司稳健发展筑牢根基。从研发端来看，公司在 SLG、MMORPG、卡牌等多元赛道形成专业化布局，公司自主研发的策略卡牌手游《斗罗大陆：魂师对决》上线后最高位居 iOS 游戏畅销榜 TOP4，最高月流水超过 7 亿元，荣获“第十四届 CGDA 最佳移动游戏制作奖”；从发行端看，2022 年公司稳定在中国手游发行商全球收入排行榜前五名 (Sensor Tower 统计)，“精品化、多元化、全球化”战略不断深化，长线运营能力强，全球发行的移动游戏最高月流水超过 20 亿，全球新增注册用户合计超过 3 亿，全球最高月活跃用户超过 4300 万。公司全球在运营月均流水破亿产品多达 7 款，其中最早上线产品已运营 4 年，长周期品类产品收入占比超过 40%。2022 年公司的移动游戏业务收入 156.3 亿元，同比增

长 1.7%。2) 页游方面, 随着页游用户向移动端转移, 以及网页游戏产品数量减少, 公司一方面通过战略投资及业务合作等方式与国内顶尖网页游戏研发团队加强合作; 另一方面, 通过精细化运营精品游戏, 提高用户粘性, 稳定产品生命周期。2022 年公司页游业务收入 6.0 亿元, 同比下降 27.8%。

**深耕核心品类赛道, 储备产品达三十余款。**公司不断拓展自研能力边界, 储备了多款精品化自研手游。从储备产品看, 公司自研的《扶摇一梦》《霸业》《龙与爱丽丝》已研发完毕, 发行后将进一步丰富 MMORPG、SLG、卡牌类游戏产品矩阵。此外, 公司还通过资金扶持、业务支撑、投后赋能, 结合代理、定制等方式丰富公司的优质产品供给, 如《凡人修仙传: 人界篇》《Puzzles & Chaos》《最后的原始人》《织梦森林》等。综合来看, 公司储备产品达三十余款, 上线后将进一步为公司的精品化、多元化、全球化发展添砖加瓦。

图5: 公司部分储备游戏产品情况

产品品类	产品名称	题材与画风	发行地区	研发商
MMORPG	扶摇一梦	唯美古风	全球	自研
	代号魔幻 M	西方魔幻	全球	自研
	代号 3D 版 WTB	Q 版 3D 异世界冒险	全球	自研
	代号斗罗 MMO	东方玄幻	全球	自研
	凡人修仙传: 人界篇	修仙小说 IP	全球	代理
	曙光计划	未来科技	全球	代理
	代号魔幻 K 计划	西方魔幻	全球	代理
	代号龙骑士	日式 Q 版	境内	代理
	洪荒异兽录	修仙题材	境内	代理
	平行轨迹	未来都市	全球	代理
离火之境	东方玄幻	境内	代理	
SLG	霸业	三国题材	境内	自研
	代号 G2	西方题材	境外	自研
	Puzzles & Chaos	西方魔幻	境外	代理
	万乘之国	多文明题材	境内	代理
	代号三国 CB	三国题材	境内	代理
	Bugtopia	昆虫题材	境外	代理
	Era of Glory	多文明题材	境外	代理
	代号巨兽	巨兽题材	境外	代理
	故土与新世界	魔幻 Q 版	境内	代理
	代号原野	史前文明	全球	代理
代号 stpk	西方魔幻	境外	代理	
卡牌	龙与爱丽丝	神话题材	全球	自研
	最后的原始人	史前文明	境内	代理
	代号二次元 ZQ	东方玄幻	境内	代理
	铁杆三国	三国题材	境外	代理
	空之要塞: 启航	蒸汽朋克	境外	代理
	代号星环	星际题材	全球	代理
模拟经营	织梦森林	农场类	全球	代理
	金牌合伙人	商业题材	境内	代理
	Yes Your Highness	中世纪题材	境外	代理
	代号琉璃	古风题材	境外	代理
休闲	代号休闲	现代度假村	境外	代理

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

**投资建议：AIGC、版号发放常态化推动游戏行业景气度改善，看好公司新产品释放。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 34.64/39.88/45.76 亿元，同比分别增长 17.3%/15.1%/14.7%；摊薄 EPS=1.56/1.80/2.06 元，当前股价对应 PE=22/19/16x。游戏版号常态化发放，公司产品储备充足、内容优质、上线节奏快，有望实现较快增长，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002517.SZ	恺英网络	增持	16.50	355	0.48	0.65	0.80	35	25	21
603444.SH	吉比特	买入	504.61	364	20.28	22.84	26.51	25	22	19
002624.SZ	完美世界	增持	21.43	416	0.71	0.83	0.98	30	26	22

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4619	5129	6667	9338	12632	营业收入	16216	16406	19343	22302	25201
应收款项	1340	1521	2650	3055	3452	营业成本	2466	3049	3520	4014	4536
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	38	32	58	67	76
其他流动资产	1130	917	1082	1247	1409	销售费用	9125	8733	11992	13604	15121
<b>流动资产合计</b>	<b>9187</b>	<b>10587</b>	<b>13417</b>	<b>16659</b>	<b>20512</b>	管理费用	463	526	623	711	798
固定资产	970	1093	1206	1284	1302	财务费用	(55)	(74)	(147)	(149)	(223)
无形资产及其他	1088	1060	1017	975	933	投资收益	123	76	145	134	37
投资性房地产	2683	3734	3734	3734	3734	资产减值及公允价值变动	114	51	154	98	39
长期股权投资	509	622	622	622	622	其他收入	(1155)	(958)	0	79	40
<b>资产总计</b>	<b>14437</b>	<b>17095</b>	<b>19995</b>	<b>23273</b>	<b>27103</b>	营业利润	3261	3309	3596	4366	5009
短期借款及交易性金融负债	469	947	769	728	815	营业外净收支	(12)	(7)	0	0	0
应付款项	1773	2204	2523	2878	3257	利润总额	3248	3302	3596	4366	5009
其他流动负债	1157	1191	1560	1773	1979	<b>所得税费用</b>	<b>398</b>	<b>392</b>	<b>180</b>	<b>437</b>	<b>501</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3399</b>	<b>4341</b>	<b>4851</b>	<b>5379</b>	<b>6051</b>	少数股东损益	(26)	(45)	(49)	(59)	(68)
长期借款及应付债券	20	323	323	323	323	归属于母公司净利润	2876	2954	3464	3988	4576
其他长期负债	161	118	118	118	120						
<b>长期负债合计</b>	<b>181</b>	<b>441</b>	<b>441</b>	<b>441</b>	<b>443</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>3580</b>	<b>4783</b>	<b>5292</b>	<b>5820</b>	<b>6494</b>	净利润	2876	2954	3464	3988	4576
少数股东权益	84	129	95	53	6	资产减值准备	(149)	60	36	11	3
股东权益	10774	12183	14608	17400	20603	折旧摊销	87	87	147	161	170
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14437</b>	<b>17095</b>	<b>19995</b>	<b>23273</b>	<b>27103</b>	公允价值变动损失	(114)	(51)	(154)	(98)	(39)
						财务费用	(55)	(74)	(147)	(149)	(223)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(751)	(538)	(569)	8	31
每股收益	1.30	1.33	1.56	1.80	2.06	其它	130	(80)	(70)	(52)	(50)
每股红利	0.36	0.74	0.47	0.54	0.62	<b>经营活动现金流</b>	<b>2080</b>	<b>2433</b>	<b>2855</b>	<b>4018</b>	<b>4690</b>
每股净资产	4.86	5.49	6.59	7.85	9.29	资本开支	0	(280)	(100)	(110)	(110)
ROIC	52%	39%	31%	37%	42%	其它投资现金流	(777)	(920)	0	0	0
ROE	27%	24%	24%	23%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(926)</b>	<b>(1313)</b>	<b>(100)</b>	<b>(110)</b>	<b>(110)</b>
毛利率	85%	81%	82%	82%	82%	权益性融资	(18)	93	0	0	0
EBIT Margin	25%	25%	16%	18%	19%	负债净变化	20	303	0	0	0
EBITDA Margin	26%	25%	17%	18%	19%	支付股利、利息	(793)	(1634)	(1039)	(1196)	(1373)
收入增长	13%	1%	18%	15%	13%	其它融资现金流	3252	1959	(178)	(40)	86
净利润增长率	4%	3%	17%	15%	15%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1688</b>	<b>(610)</b>	<b>(1218)</b>	<b>(1237)</b>	<b>(1287)</b>
资产负债率	25%	29%	27%	25%	24%	<b>现金净变动</b>	<b>2842</b>	<b>511</b>	<b>1537</b>	<b>2672</b>	<b>3294</b>
息率	1.1%	2.2%	1.4%	1.6%	1.8%	货币资金的期初余额	1777	4619	5129	6667	9338
P/E	26.0	25.3	21.6	18.8	16.4	货币资金的期末余额	4619	5129	6667	9338	12632
P/B	6.9	6.1	5.1	4.3	3.6	企业自由现金流	0	2854	2470	3574	4294
EV/EBITDA	18.6	19.2	24.3	19.8	16.8	权益自由现金流	0	5117	2432	3668	4581

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032