

三七互娱 (002555) 2022 年报及 2023 年一季报点评

存量业绩韧性十足，看好下半年进入新产品释放期

事项:

- ❖ 公司发布 2022 年年报与 2023 年 Q1 财报，2022 年实现收入 164.06 亿元 (yoy+1.17%)，其中在中国大陆实现收入 104.12 亿元 (yoy-8.98%)、海外地区实现收入 59.93 亿元 (yoy+25.47%)。全年实现归母净利润 29.54 亿元 (yoy+2.74%)，扣非归母净利润为 28.83 亿元 (yoy+9.76%)。单季度看 Q4 实现归母净利润 6.98 亿元 (yoy-39.57%)，扣非归母净利润为 6.72 亿元 (yoy-39.30%)。主要由于此前国内版号收紧，上线产品数量较少。
- ❖ 2023Q1 实现营收 37.65 亿元 (yoy-7.94%)，归母净利润 7.75 亿元 (yoy+1.92%)，环比实现增长；扣非归母净利润 6.70 亿元 (yoy-12.01%)，环比稳定。

评论:

- ❖ **2022Q4 营收创下历史新高，2023Q1 利润平稳释放**
公司 2022Q4 单季度实现营收 47.28 亿元 (yoy+15.15%，qoq+31.85%)，营收创下历史新高。预计一是由于新产品《小小蚁国》、《空之要塞》以及《光明冒险》等新游戏上线带来增量，二是由于公司加大广告力度，推动存量恢复，Q4 销售费用达到 25.48 亿元。2023Q1 实现营收 37.65 亿元，同期销售费用下滑至 19.18 亿元；公司强发行能力加持下，存量产品持续性突出；Q1 利润平稳释放。
- ❖ **多产品版号获批，看好 Q2 公司国内产品进入上线周期**
版号恢复以来公司获批但仍未上线产品包括但不限于：《凡人修仙传》、《霸业》、《扶摇一梦》、《梦想大航海》、《城主天下》、《龙与爱丽丝》；公司产品节奏明显受益于版号审批恢复。其中重点产品《凡人修仙传：人界篇》定档 5 月 24 日公测，预计有望开启公司新一轮产品周期，并在 H2 逐步进入新产品业绩释放期。
- ❖ **国内海外产品储备丰富，中短期看好储备产品上线，长期看好出海优势持续**
公司储备重点自研产品包括《代号魔幻 M》、《代号 3DWTB》、《扶摇一梦》、《霸业》(SLG)、《代号 G2》(SLG)、《龙与爱丽丝》(卡牌)、《代号斗罗 MMO》。整体看公司目前储备 33 款产品，其中 MMO11 款、SLG11 款、卡牌 6 款、模拟经营 4 款、休闲类 1 款。中短期看好储备产品上线带动公司增长，长期看好公司出海发行优势持续，提升利润率。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级:** 根据公司财报情况，我们小幅调整了预期，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.54/1.72/1.89 元 (原预测 23~24 年 EPS 分别为 1.60/1.74)，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 20/18/16 倍。结合当前行业情况，我们给予公司 PE25~30X，对应 23 年目标价区间在 38.5~46.2 元，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示:** 买量费用大幅上升；转型产品效果不及预期，游戏行业政策变化。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万)	16,406	20,326	22,830	25,113
同比增速(%)	1.2%	23.9%	12.3%	10.0%
归母净利润(百万)	2,955	3,420	3,820	4,190
同比增速(%)	2.7%	15.7%	11.7%	9.7%
每股盈利(元)	1.33	1.54	1.72	1.89
市盈率(倍)	23	20	18	16
市净率(倍)	5.6	4.5	3.9	3.3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

推荐 (维持)

目标价区间：38.5-46.2 元

当前价：30.69 元

华创证券研究所

证券分析师：刘欣

电话：010-63214660

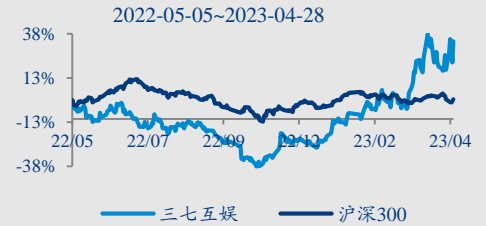
邮箱：liuxin3@hcyjs.com

执业编号：S0360521010001

公司基本数据

总股本(万股)	221,786.43
已上市流通股(万股)	163,552.54
总市值(亿元)	680.66
流通市值(亿元)	501.94
资产负债率(%)	31.12
每股净资产(元)	5.85
12 个月内最高/最低价	31.66/14.13

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《三七互娱 (002555) 2022Q3 业绩预告点评：新一轮费用投放期开始，关注新品何时开启收入拐点》

2022-10-12

《三七互娱 (002555) 2022 半年报点评：海外业务逆势增长，降本增效加速利润释放，看好后续估值修复》

2022-09-04

《三七互娱 (002555) 2022H1 业绩预告点评：海外延续高增速，业绩表现超预期，看好后续估值修复》

2022-07-13

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,129	7,907	10,738	13,960
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,434	1,746	1,896	2,099
预付账款	855	1,425	1,639	1,647
存货	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	3,169	3,232	3,164	3,226
流动资产合计	10,587	14,310	17,437	20,932
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	622	684	752	828
固定资产	850	805	762	721
在建工程	243	243	243	243
无形资产	1,060	954	858	773
其他非流动资产	3,733	3,748	3,768	3,793
非流动资产合计	6,508	6,434	6,383	6,358
资产合计	17,095	20,744	23,820	27,290
短期借款	901	951	1,001	1,051
应付票据	555	569	635	635
应付账款	1,649	2,235	2,363	2,595
预收款项	0	0	0	0
合同负债	260	305	342	377
其他应付款	211	211	211	211
一年内到期的非流动负债	46	46	46	46
其他流动负债	720	874	980	1,075
流动负债合计	4,342	5,191	5,578	5,990
长期借款	323	323	323	323
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	118	118	118	118
非流动负债合计	441	441	441	441
负债合计	4,783	5,632	6,019	6,431
归属母公司所有者权益	12,183	14,980	17,665	20,719
少数股东权益	129	132	136	140
所有者权益合计	12,312	15,112	17,801	20,859
负债和股东权益	17,095	20,744	23,820	27,290

现金流量表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,557	2,985	3,827	4,236
现金收益	3,026	3,564	3,939	4,289
存货影响	0	0	0	0
经营性应收影响	121	-882	-364	-211
经营性应付影响	442	601	194	231
其他影响	-32	-298	58	-73
投资活动现金流	-3,330	-96	-104	-113
资本支出	-284	-20	-16	-13
股权投资	-113	-62	-68	-75
其他长期资产变化	-2,933	-14	-20	-25
融资活动现金流	-1,585	-111	-892	-901
借款增加	781	50	50	50
股利及利息支付	-1,634	-1,174	-1,174	-1,357
股东融资	93	93	93	93
其他影响	-825	920	139	313

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,406	20,326	22,830	25,113
营业成本	3,049	3,455	3,881	4,269
税金及附加	32	54	57	59
销售费用	8,733	11,179	12,556	13,812
管理费用	526	652	732	805
研发费用	905	1,362	1,484	1,632
财务费用	-74	-30	-39	-44
信用减值损失	-8	-8	-8	-8
资产减值损失	-90	0	0	0
公允价值变动收益	-40	0	0	0
投资收益	76	150	100	100
其他收益	133	100	100	100
营业利润	3,309	3,897	4,353	4,773
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	19	19	19	19
利润总额	3,302	3,890	4,346	4,766
所得税	392	467	522	572
净利润	2,910	3,423	3,824	4,194
少数股东损益	-45	3	4	4
归属母公司净利润	2,955	3,420	3,820	4,190
NOPLAT	2,844	3,397	3,790	4,155
EPS(摊薄) (元)	1.33	1.54	1.72	1.89

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	1.2%	23.9%	12.3%	10.0%
EBIT 增长率	1.1%	19.6%	11.6%	9.6%
归母净利润增长率	2.7%	15.7%	11.7%	9.7%
获利能力				
毛利率	81.4%	83.0%	83.0%	83.0%
净利率	17.7%	16.8%	16.8%	16.7%
ROE	24.0%	22.6%	21.5%	20.1%
ROIC	43.7%	37.0%	32.9%	29.3%
偿债能力				
资产负债率	28.0%	27.1%	25.3%	23.6%
债务权益比	11.3%	9.5%	8.4%	7.4%
流动比率	2.4	2.8	3.1	3.5
速动比率	2.4	2.8	3.1	3.5
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	0.9
应收账款周转天数	30	28	29	29
应付账款周转天数	190	202	213	209
存货周转天数				
每股指标(元)				
每股收益	1.33	1.54	1.72	1.89
每股经营现金流	1.60	1.35	1.73	1.91
每股净资产	5.49	6.75	7.96	9.34
估值比率				
P/E	23	20	18	16
P/B	6	5	4	3
EV/EBITDA	29	25	22	20

传媒组团队介绍

组长，首席研究员：刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020），从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名，2016 年水晶球评选第三名，2016 年金牛奖第三名，2017 年水晶球第五名，2017 证券时报金翼奖第一名，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名等。

分析师：张静雯

中国人民大学硕士。曾就职民生证券，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：费磊

南开大学硕士。曾就职民生证券，2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：廖志国

莫纳什大学硕士。2021 年加入华创研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522