

投资评级 优于大市 维持

23Q1 扣非利润达 6.7 亿元, Q2 多款重磅新品上线, 迎接新一轮产品周期

股票数据

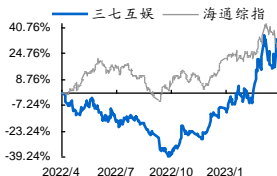
04月28日收盘价(元)	30.69
52周股价波动(元)	13.96-33.20
总股本/流通A股(百万股)	2218/1636
总市值/流通市值(百万元)	68066/50194

相关研究

《22Q3 扣非利润超出预告区间上限, 产品周期致业绩波动, 关注重点新品表现》
2022.11.01

《22Q2 业绩接近预告区间上沿, 多元产品基本盘利润稳定释放, 重点新游蓄势待发》
2022.09.01

《预计 22Q2 净利 8.4-9.4 亿元, 产品储备丰富, 公司业绩及估值有望迎来双击》
2022.07.12

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	12.5	39.7	44.8
相对涨幅 (%)	11.8	40.7	48.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 毛云聪

Tel: (010)58067907

Email: myc11153@haitong.com

证书: S0850518080001

分析师: 孙小雯

Tel: (021)23154120

Email: sxw10268@haitong.com

证书: S0850517080001

分析师: 陈星光

Tel: (021)23219104

Email: cxg11774@haitong.com

证书: S0850519070002

分析师: 康百川

Tel: (021)23212208

Email: kbc13683@haitong.com

证书: S0850523030003

联系人: 崔冰睿

Tel: (021)23219774

Email: cbr14043@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 公司发布 2022 年年报和 23Q1 财报, 2022 年收入同比增长 1.17% 为 164.1 亿元, 归母净利润同比增长 2.74% 为 29.54 亿元, 扣非归母净利润同比增长 9.76% 为 28.83 亿元。此外公司拟 10 股派送现金股利 4.50 元(含税), 对应 4 月 27 日收盘价股息率为 1.6%。公司 23Q1 收入同比下滑 7.94% 为 37.65 亿元, 归母净利润同比增长 1.92% 为 7.75 亿元, 扣非归母净利润同比下滑 12.01% 为 6.70 亿元, 其中非经常性损益为 1.04 亿元, 公允价值变动损益及投资收益为 7768 万元。
- 核心产品稳健, 长生命周期产品收入占比达 40%。** 公司 2022 年新增注册用户超 3 亿人, 全球发行手游最高月流水超 20 亿元, 在运营游戏月均流水破亿产品达 7 款, 长周期品类收入占比超 40%。国内《斗罗大陆魂师对决》《叫我大掌柜》等核心产品表现相对坚挺, 新游《小小蚁国》上线后月流水过亿。2022 年海外收入 59.94 亿元, 同比增长 25.5%, 占公司收入比重达 36.5%, 其中核心产品《Puzzles & Survival》2023 年 3 月流水达 3.3 亿元, 仍处于流水峰值附近, 累计流水已近 72 亿。《云上城之歌》海外表现同样亮眼, 为 2022 年海外发行商在韩国市场收入最高的手游和中国手游日本市场手游收入增长榜第 3 名, 公司多元化+全球化战略布局取得显著突破。
- 多款重磅新品上线, 迎接新一轮产品周期。** 公司近日宣布将在北京成立“燎原工作室”, 专注于 MMORPG 精品游戏的研发, 是三七游戏全国第三个独立工作室, 负责人 Dean 有近 15 年的游戏从业经历, 曾打造出多款畅销 MMO 游戏, 而其他核心成员均来自北京知名游戏厂商。目前公司国内外产品储备达 33 款 (7 款自研), 涵盖 MMO (11 款, 4 款自研)、SLG (11 款, 2 款自研)、卡牌 (6 款, 1 款自研)、模拟经营 (4 款)、休闲等赛道。其中《凡人修仙传: 人界篇》(定档 5 月 24 日)、《最后的原始人》(定档 5 月 6 日), 我们预计《扶摇一梦》、《霸业》有望于 Q2 上线, 自研卡牌战旗策略类《龙与爱丽丝》亦已获批版号, 我们认为公司目前版号及全球化新品储备丰富, 关注新游上线带动业绩持续向上。
- 盈利预测。** 我们预计公司 2023~2025 年的 EPS 分别为 1.55 元、1.74 元和 2.12 元。参考同行业可比公司一致预期, 并考虑行业估值提升和公司作为游戏发行运营的龙头地位, 1) 我们给予公司 2023 年 25~30 倍目标 PE, 对应合理价值区间 38.63~46.35 元; 2) 给予公司 2023 年 4~5 倍动态 PS, 对应合理价值区间为 34.99~43.73 元; 综上我们给予公司合理价值区间 38.63~46.35 元, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示。** 手游新品表现不及预期; 老产品流水快速下滑; 海外市场风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16216	16406	19399	23456	27994
(+/-)YoY(%)	12.6%	1.2%	18.2%	20.9%	19.3%
净利润(百万元)	2876	2954	3427	3851	4701
(+/-)YoY(%)	4.2%	2.7%	16.0%	12.4%	22.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.30	1.33	1.55	1.74	2.12
毛利率(%)	84.8%	81.4%	81.6%	81.8%	81.9%
净资产收益率(%)	26.7%	24.2%	22.0%	19.8%	19.5%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 三七互娱主营业务各分项收入预测与假设 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16406	19399	23456	27994	毛利	13357	15833	19179	22921
移动游戏	15632	18758	22885	27462	移动游戏	12778	15348	18744	22515
移动游戏	599	466	396	357	移动游戏	423	328	278	250
其他主营收入	175	175	175	175	其他主营收入	157	157	157	156
营业成本	3049	3566	4277	5072	毛利率 (%)	81.4%	81.6%	81.8%	81.9%
移动游戏	2854	3410	4141	4947	移动游戏	81.7%	81.8%	81.9%	82.0%
移动游戏	176	138	118	107	移动游戏	70.5%	70.4%	70.3%	70.1%
其他主营收入	18	18	18	19	其他主营收入	89.9%	89.7%	89.5%	89.3%

资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

表 2 三七互娱可比公司盈利预测及估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
宝通科技	300031.SZ	29.82	1.07	1.40	1.84	28	21	16
完美世界	002624.SZ	21.92	0.84	1.00	1.11	26	22	20
吉比特	603444.SH	523.89	22.81	26.55	30.22	23	20	17
平均						26	21	18

注: 股价取自 2023 年 4 月 28 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 3 三七互娱可比公司盈利预测及 PS 估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股销售额 (元/股)			市销率 (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
宝通科技	300031.SZ	29.82	10.02	12.17	14.16	3.0	2.4	2.1
完美世界	002624.SZ	21.92	4.67	5.33	5.84	4.7	4.1	3.8
吉比特	603444.SH	523.89	81.43	93.27	105.09	6.4	5.6	5.0
可比公司平均						3.8	3.3	2.9

注: 股价取自 2023 年 4 月 28 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期。

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	16406	19399	23456	27994
每股收益	1.33	1.55	1.74	2.12	营业成本	3049	3566	4277	5072
每股净资产	5.49	7.04	8.77	10.89	毛利率%	81.4%	81.6%	81.8%	81.9%
每股经营现金流	1.60	1.56	1.83	2.11	营业税金及附加	32	40	48	57
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	8733	10476	12901	15397
P/E	23.04	19.86	17.67	14.48	营业费用率%	53.2%	54.0%	55.0%	55.0%
P/B	5.59	4.36	3.50	2.82	管理费用	526	582	720	853
P/S	4.15	3.51	2.90	2.43	管理费用率%	3.2%	3.0%	3.1%	3.0%
EV/EBITDA	10.37	15.29	12.73	9.56	EBIT	3287	3889	4372	5337
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-74	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	81.4%	81.6%	81.8%	81.9%	资产减值损失	-90	0	0	0
净利润率	18.0%	17.7%	16.4%	16.8%	投资收益	76	123	76	300
净资产收益率	24.2%	22.0%	19.8%	19.5%	营业利润	3309	3865	4361	5322
资产回报率	17.3%	16.9%	15.5%	15.5%	营业外收支	-7	-9	-8	-9
投资回报率	21.3%	21.3%	19.3%	19.1%	利润总额	3302	3856	4353	5314
盈利增长 (%)					EBITDA	3501	3972	4455	5421
营业收入增长率	1.2%	18.2%	20.9%	19.3%	所得税	392	463	520	636
EBIT 增长率	8.2%	18.3%	12.4%	22.1%	有效所得税率%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	2.7%	16.0%	12.4%	22.1%	少数股东损益	-45	-34	-19	-23
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2954	3427	3851	4701
资产负债率	28.0%	22.3%	21.3%	20.3%					
流动比率	2.44	3.36	3.77	4.15	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.19	3.02	3.45	3.83	货币资金	5129	7702	11745	16629
现金比率	1.18	1.89	2.42	2.89	应收账款及应收票据	1434	1634	2001	2378
经营效率指标					存货	0	0	0	0
应收账款周转天数	31.89	30.75	31.13	31.00	其它流动资产	4023	4361	4547	4848
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00	流动资产合计	10587	13697	18292	23856
总资产周转率	0.96	0.96	0.94	0.92	长期股权投资	622	622	622	622
固定资产周转率	19.30	21.91	25.49	29.33	固定资产	850	885	920	954
					在建工程	243	243	243	243
					无形资产	1060	1070	1079	1089
					非流动资产合计	6508	6527	6535	6545
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	17095	20224	24827	30401
净利润	2954	3427	3851	4701	短期借款	901	0	0	0
少数股东损益	-45	-34	-19	-23	应付票据及应付账款	2204	2573	3088	3661
非现金支出	312	83	84	84	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-50	-117	-69	-291	其它流动负债	1237	1505	1761	2084
营运资金变动	385	99	219	218	流动负债合计	4341	4078	4849	5745
经营活动现金流	3557	3458	4065	4688	长期借款	323	323	323	323
资产	-317	-108	-98	-103	其它长期负债	118	118	118	118
投资	-81	0	0	0	非流动负债合计	441	441	441	441
其他	-2933	123	76	300	负债总计	4783	4519	5290	6186
投资活动现金流	-3330	15	-22	197	实收资本	2218	2218	2218	2218
债权募资	781	-901	0	0	归属于母公司所有者权益	12183	15610	19462	24163
股权募资	93	0	0	0	少数股东权益	129	95	75	52
其他	-2459	0	0	0	负债和所有者权益合计	17095	20224	24827	30401
融资活动现金流	-1585	-901	0	0					
现金净流量	-1298	2572	4043	4885					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

毛云聪 互联网及传媒
孙小雯 互联网及传媒
陈星光 互联网及传媒
康百川 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 蓝色光标,芒果超媒,中文在线,顺网科技,光线传媒,掌阅科技,完美世界,华策影视,中南传媒,欢瑞世纪,视觉中国,值得买,风语筑,电魂网络,云音乐,梦网科技,捷成股份,皖新传媒,阜博集团,三人行,乐享集团,易点天下,浙数文化,腾讯控股,中信出版,华立科技,恺英网络,姚记科技,昆仑万维,百奥家庭互动

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。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。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。