

评级：买入

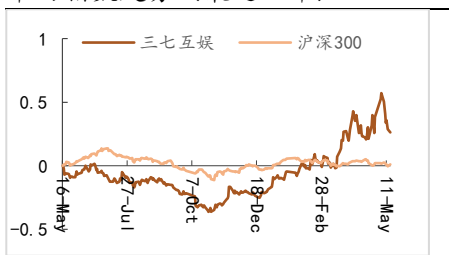
核心观点

王建会  
互联网首席分析师  
SAC 执证编号：S0110522050001  
wangjianhui2@sczq.com.cn

李甜露  
首席分析师  
SAC 执证编号：S0110516090001  
litianlu@sczq.com.cn  
电话：86-10-8115 2690

辛迪  
传媒互联网行业分析师  
SAC 执证编号：S0110522110003  
xindi2022@sczq.com.cn  
电话：86-10-8115 2690

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	28.00
一年内最高/最低价 (元)	35.94/13.96
市盈率 (当前)	20.92
市净率 (当前)	4.78
总股本 (亿股)	22.18
总市值 (亿元)	621.00

资料来源：聚源数据

相关研究

- 核心产品稳定业绩，关注新品上线进度
- 研发聚焦战略品类，继续深耕全球市场
- 精品化战略收获超预期，海外市场收入实现高增

- **事件：**三七互娱披露 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入 164.1 亿元 (yoy+1.17%)；归母净利润 29.5 亿元 (yoy+2.74%)；2023 年 Q1 公司实现营业收入 37.7 亿元 (yoy-7.94%)；归母净利润 7.8 亿元 (yoy+1.92%)；扣非后归母净利 6.7 亿元 (yoy-12.01%)。
- **长周期产品表现稳定，海外市场增速亮眼。**2022 年，在行业逆风环境下，公司实现营收 164.1 亿元，同比取得正增长，其中移动游戏业务实现营收 156.3 亿元，同比增长 1.74%。产品角度，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》等多款长生命周期产品流水表现稳定，筑牢公司稳健发展根基，验证公司长线运营优势与多元化转型成果；《空之要塞：启航》《光明冒险》等新游亦贡献增量。地区角度，公司持续推进全球化战略，2022 年实现境外营收 59.9 亿元，同比增长 25.47%，营收占比达到 36.54%，再创新高。

展望 2023 年，我们认为公司在产品端及海外业务端均将延续亮眼表现：

1) 公司持续推进产品结构转型与优化，坚持精品化、全球化、多元化路径，储备项目包括公司自研的《霸业》《扶摇一梦》《龙与爱丽丝》（以上三款均获得版号），以及公司代理发行的《凡人修仙传：人界篇》（定档 23 年 5 月）、《最后的原始人》（定档 23 年 5 月）、《Puzzles & Chaos》等三十余款，产品管线有望加速兑现；2) 公司 2012 年开始布局海外市场，已形成《Puzzles & Survival》《云上城之歌》等为核心的基石产品矩阵，叠加丰富的产品储备和出色的本地化发行能力，海外收入有望进一步爬升。

- **产品结构影响毛利率水平，费用控制起效。**成本端，受代理游戏占比偏高的产品结构因素影响，公司游戏分成成本有所上升，2022 年全年及 2023 年 Q1 毛利率分别下降 3.37pcts 及 8.05pcts 至 81.4% 和 78.24%。费用端，受产品周期较弱影响，公司买量费用有所降低，2022 年及 2023 年 Q1 销售费用分别同比下降 4.3% 和 16.86% 至 87.3 亿元和 19.2 亿元；受战略品类聚焦策略下人员优化等因素影响，公司 2022 年及 2023 年 Q1 研发费用分别同比下降 27.64% 和 27.52% 至 9.05 亿元和 2.00 亿元。

展望未来，我们认为技术进步对公司业务发展的影响值得关注，公司在投放、研发及产品运营等方面的效率有望随自动化生产工具的深入运用而稳健提升。

- **投资建议：**公司研发实力雄厚，国内外发行能力领先，且储备项目丰富，随着新游上线及各环节效率提升，业绩有望加速兑现。我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 191.67/212.03/231.01 亿元，同比增加 16.8%/10.6%/9.0%，归母净利润分别为 34.56/38.38/42.11 亿元，同比增

---

加 17.0%/11.0%/9.7%，对应 PE 为 18/16/15 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观环境因素；监管政策因素；项目推进因素；内容侵权因素。

#### 盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收（亿元）	164.06	191.67	212.03	231.01
营收增速（%）	1.2%	16.8%	10.6%	9.0%
净利润（亿元）	29.55	34.56	38.38	42.11
净利润增速（%）	2.7%	17.0%	11.0%	9.7%
EPS(元/股)	1.33	1.56	1.73	1.90
PE	21	18	16	15

资料来源：Wind，首创证券

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,587	14,908	18,048	20,615	经营活动现金流	3,557	3,443	3,845	4,270
现金	5,129	8,978	11,780	14,070	净利润	2,954	3,456	3,838	4,211
应收账款	1,434	1,675	1,853	2,019	折旧摊销	190	171	167	164
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	24	-26	-24	-26
预付账款	855	977	1,124	1,267	投资损失	-76	-43	-52	-61
存货	0	0	0	0	营运资金变动	543	-31	-70	13
其他	3,169	3,278	3,291	3,259	其它	-34	-33	41	27
非流动资产	6,508	6,919	6,648	6,934	投资活动现金流	-3,330	-581	94	-447
长期投资	622	715	715	715	资本支出	-284	-460	-406	-313
固定资产	850	1,045	1,229	1,463	长期投资	-113	-93	0	0
无形资产	1,060	954	858	773	其他	-2,933	-28	500	-134
其他	3,733	3,762	3,253	3,390	筹资活动现金流	-1,585	986	-1,137	-1,533
资产总计	17,095	21,827	24,696	27,549	短期借款	781	758	758	758
流动负债	4,342	6,855	7,251	7,573	长期借款	325	303	303	303
短期借款	901	1,356	1,812	2,267	其他	-825	1,761	-59	-336
应付账款	1,649	1,977	2,147	2,247	现金净增加额	-1358	3848	2802	2290
其他	211	205	100	100					
非流动负债	441	699	1,016	1,337	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	323	626	929	1,232	成长能力				
其他	118	73	87	105	营业收入	1.2%	16.8%	10.6%	9.0%
负债合计	4,783	7,554	8,267	8,910	营业利润	1.5%	17.5%	11.5%	10.2%
少数股东权益	129	77	22	-38	归属母公司净利润	2.7%	17.0%	11.0%	9.7%
归属母公司股东权益	12,183	14,196	16,407	18,677	获利能力				
负债和股东权益	17,095	21,827	24,696	27,549	毛利率	81.4%	82.7%	82.9%	83.1%
					净利率	17.7%	17.8%	17.8%	18.0%
					ROE	24.0%	24.2%	23.4%	22.6%
					ROIC	43.7%	33.5%	29.5%	27.9%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	偿债能力				
营业收入	16,406	19,167	21,203	23,101	资产负债率	28.0%	27.9%	29.2%	30.4%
营业成本	3,049	3,316	3,636	3,902	净负债比率	11.3%	14.7%	17.5%	19.6%
营业税金及附加	32	51	53	55	流动比率	2.4	2.2	2.5	2.7
营业费用	8,733	10,304	11,383	12,336	速动比率	2.4	2.2	2.5	2.7
研发费用	905	1,112	1,205	1,339	营运能力				
管理费用	526	584	659	732	总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8
财务费用	-74	-26	-24	-26	应收账款周转率	12.2	12.3	12.0	11.9
资产减值损失	-90	-118	-153	-199	应付账款周转率	1.9	1.8	1.8	1.8
公允价值变动收益	-40	-40	-40	-40	每股指标(元)				
投资净收益	76	83	92	101	每股收益	1.33	1.56	1.73	1.90
营业利润	3,309	3,887	4,335	4,778	每股经营现金	2.45	1.55	1.73	1.93
营业外收入	12	11	12	13	每股净资产	5.49	6.40	7.40	8.42
营业外支出	19	19	20	21	估值比率				
利润总额	3,302	3,879	4,327	4,770	P/E	21	18	16	15
所得税	392	474	545	619	P/B	5	4	4	3
净利润	2,910	3,405	3,782	4,151					
少数股东损益	-45	-51	-56	-60					
归属母公司净利润	2,955	3,456	3,838	4,211					
EBITDA	3,417	4,025	4,470	4,909					
EPS (元)	1.33	1.56	1.73	1.90					

## 分析师简介

王建会，复旦大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022 年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

李甜露，中国人民大学新闻与传播硕士，对外经济贸易大学经济学学士，2014 年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

辛迪，中央财经大学经济统计硕士，中央财经大学金融数学学士，2022 年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间 减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现