

三七互娱 (002555. SZ) : Q3 业绩基本符合预期, 自研产品回收显著, 净利润大幅改善

2023 年 11 月 1 日

事件: 公司于 2023 年 10 月 30 日发布 2023 年度第三季度财报。

点评:

➤ 2023 前三季度及 Q3 业绩如下:

(1) 2023 前三季度公司实现营收 120.43 亿元, 同比增长 3.12%; 归母净利润 21.92 亿元 (业绩预告为 22-23 亿, 落于区间下限), 同比下降 2.85%; 扣非净利润 20.78 亿元 (业绩预告为 20-21 亿, 落于区间上限), 同比下降 6.01%。23Q1-Q3 公司整体毛利率 79.2%, 同比-3.29pct, 整体净利率 18.2%, 同比-1.12pct。

(2) 单拆 23Q3 公司实现营收 42.82 亿元, 同比增长 19.42%; 归母净利润 9.66 亿元 (业绩预告为 9.5-10.5 亿, 落于区间下限), 同比增长 72.06%; 扣非净利润 9.62 亿元 (8.5-9.5 亿, 超出预期), 同比增长 69.64%。23Q3 单季度公司毛利率 80.39%, 同比+2.25pct, 整体净利率 22.56%, 同比+6.9pct。Q2 上线的《凡人修仙传: 人界篇》等新产品在第三季度陆续进入稳定增长期, 带来营业收入和销售利润的提升。公司存量产品生命力不断激活, 国内海外业务同步推进, 推动 Q3 净利润大幅上升。

(3) 费用端较为稳定。23 年前三季度公司销售费用 63.61 亿元, 同比增长 2.84%, 销售费用率 52.82%, 同比-0.15pct。23 年前三季度公司管理费用 4.24 亿元, 同比增长 27.34%, 管理费用率 3.52%, 同比+0.67pct; 研发费用 5.73 亿元, 同比下降 21.99%, 研发费用率 4.76%, 同比-1.53pct。单拆 23Q3 公司销售费用 20.81 亿元, 同比增长 12.81%, 销售费用率 48.6%, 同比-2.85pct; 管理费用 1.67 亿元, 同比增长 34.82%, 管理费用率 3.9%, 同比+0.45pct; 研发费用 1.85 亿元, 同比下降 22.27%, 研发费用率 4.32%, 同比-2.32pct。

➤ **重磅产品《凡人修仙传: 人界篇》利润释放, 小程序端表现亮眼。**《凡人修仙传: 人界篇》于 6 月上线, 首月流水突破 6 亿元。暑期档该手游投放节奏战略性放缓, 九月重新加速成效显著, iOS 畅销榜排名一路保持涨势, iOS 端日流水再度突破 100 万, 相比 8 月份日均流水大涨 5 倍, 同时步入稳定增长期逐步释放利润, 贡献业绩增量。代理发行的小游戏《寻道大千》自 7 月起登顶微信小游戏畅销榜, 后连续三月稳定位居畅销榜冠军。此外, 《寻道大千》中国港台服 APP 版本《小妖问道》于 8 月上线, 畅销榜排名一度到达第六, 出海成绩发挥稳定。

➤ **海外业务不断深化, 精品产品储备丰厚。**7 月, 公司入围 data.ai “2023 年度发行商大奖” 全球 20 强, 成为唯一一家入围的 A 股上市企业。公司持续探索“因地制宜”策略, 将出海游戏与中华文化创新融合, 在全球 200 多个国家与地区开展业务, 发行超过 120 款游戏。其中,《Puzzles

& Survival》已成为中国出海游戏中的头部产品。后续储备方面，公司公告称旗下自研唯美古风 MMORPG 手游《扶摇一梦》将于 11 月在 iOS 与安卓各平台定档公测，其他自研产品如 Q 版 3D 异世界冒险 MMORPG《空之勇者》、神话题材卡牌游戏《龙与爱丽丝》以及西方魔幻 MMORPG《失落之门：序章》等预计将在未来陆续发行。此外公司储备了超 30 款精品化产品，维持新品上线稳定节奏，不断助力公司业绩增长。

- **盈利预测与投资评级：**公司稳步推进“精品化、多元化、全球化”战略，核心产品保持长线稳健经营，新游《凡人修仙传：人界篇》《最后的原始人》《霸业》等产品表现优异，Q3 达到回收期贡献流水，海外业务持续拓展、深化发展，小游戏顺应趋势打造第三增长极。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 **33.10/38.11/43.05 亿**，同比增长 **12.0%/15.1%/12.9%**，10 月 31 日对应估值 **14x/12x/11x**，继续维持“买入”评级。
- **风险因素：**行业政策风险，核心游戏表现不及预期，海外市场游戏不达预期，汇率波动导致的游戏海外收入业绩风险。

表 1 重要财务指标

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	16,216	16,406	18,300	21,873	23,928
增长率 YoY%	12.6%	1.2%	11.5%	19.5%	9.4%
归母净利(百万元)	2,876	2,954	3,310	3,811	4,305
增长率 YoY%	4.2%	2.7%	12.0%	15.1%	12.9%
毛利率%	84.8%	81.4%	81.8%	81.7%	81.9%
净资产收益率 ROE%	26.7%	24.2%	23.4%	23.3%	22.7%
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.34	1.49	1.72	1.94
市盈率 P/E(倍)	20.63	13.51	13.87	12.05	10.67
市净率 P/B(倍)	5.56	3.29	3.25	2.81	2.42

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 31 日收盘价

资产负债表		单位：百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,187	10,587	12,664	15,556	18,463
货币资金	4,619	5,129	7,663	10,240	13,128
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,264	1,434	1,396	1,752	1,915
预付账款	1,055	855	1,332	1,464	1,570
存货	0	0	0	0	0
其他	2,249	3,168	2,273	2,100	1,849
非流动资产	5,250	6,508	7,274	7,484	7,695
长期股权投资	509	622	735	847	960
固定资产（合计）	892	850	812	774	736
无形资产	1,088	1,060	1,031	1,002	973
其他	2,761	3,977	4,696	4,861	5,026
资产总计	14,437	17,095	19,937	23,041	26,158
流动负债	3,399	4,341	5,267	6,210	6,682
短期借款	446	901	1,101	1,351	1,451
应付票据	208	555	1,369	1,125	1,332
应付账款	1,565	1,649	1,551	2,083	2,186
其他	1,181	1,237	1,246	1,652	1,713
非流动负债	181	441	412	412	412
长期借款	20	323	315	315	315
其他	161	118	98	98	98
负债合计	3,580	4,783	5,679	6,623	7,095
少数股东权益	84	129	112	93	72
归属母公司股东权益	10,774	12,183	14,146	16,324	18,991
负债和股东权益	14,437	17,095	19,937	23,041	26,158

重要财务指标		单位：百万元			
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,216	16,406	18,300	21,873	23,928
同比(%)	12.6%	1.2%	11.5%	19.5%	9.4%
归属母公司净利润	2,876	2,954	3,310	3,811	4,305
同比(%)	4.2%	2.7%	12.0%	15.1%	12.9%
毛利率(%)	84.8%	81.4%	81.8%	81.7%	81.9%
ROE(%)	26.7%	24.2%	23.4%	23.3%	22.7%
EPS（摊薄）（元）	1.31	1.34	1.49	1.72	1.94
P/E	20.63	13.51	13.87	12.05	10.67
P/B	5.56	3.29	3.25	2.81	2.42
EV/EBITDA	17.25	10.37	11.10	8.52	6.92

利润表		单位：百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,216	16,406	18,300	21,873	23,928
营业成本	2,466	3,049	3,331	4,014	4,331
营业税金及附加	38	32	35	42	45
销售费用	9,125	8,733	9,718	11,509	12,500
管理费用	463	526	692	784	761
研发费用	1,250	905	976	1,161	1,309
财务费用	-55	-74	-40	-83	-124
减值损失合计	-36	-90	0	0	0
投资净收益	123	76	22	31	38
其他	244	87	84	-84	-106
营业利润	3,261	3,309	3,695	4,393	5,037
营业外收支	-12	-7	10	10	10
利润总额	3,248	3,302	3,705	4,403	5,047
所得税	398	392	412	611	764
净利润	2,850	2,910	3,293	3,792	4,283
少数股东损益	-26	-45	-16	-19	-21
归属母公司净利润	2,876	2,954	3,310	3,811	4,305
EBITDA	3,238	3,501	3,590	4,405	5,023
EPS（当年）（元）	1.31	1.34	1.49	1.72	1.94

现金流量表		单位：百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,659	3,557	3,538	4,252	4,719
净利润	2,850	2,910	3,293	3,792	4,283
折旧摊销	200	213	42	41	41
财务费用	34	24	69	80	88
投资损失	-123	-76	-22	-31	-38
营运资金变动	626	385	174	150	96
其它	72	101	-18	219	249
投资活动现金流	-1,083	-3,330	85	-212	-205
资本支出	-340	-317	-128	-127	-127
长期投资	-396	-81	667	104	134
其他	-348	-2,933	-454	-189	-212
筹资活动现金流	287	-1,585	-1,161	-1,417	-1,576
吸收投资	2,983	93	113	0	0
借款	467	1,640	192	250	100
支付利息或股息	-793	-1,634	-1,657	-1,667	-1,676
现金净增加额	2,844	-1,298	2,533	2,577	2,888

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），所在团队曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有 5 年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队成员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023 年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等美股研究以及结合海外映射对 A 股港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。