

产品延期及买量竞争致 Q3 业绩承压，长期看好研发实力提升与多元化扩张 买入（维持）

2020 年 11 月 01 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李赛

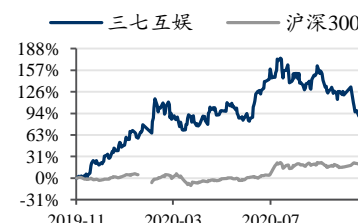
lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,227	16,091	19,066	21,833
同比（%）	73.3%	21.7%	18.5%	14.5%
归母净利润（百万元）	2,115	2,921	3,514	4,163
同比（%）	109.9%	37.6%	20.3%	18.6%
每股收益（元/股）	1.00	1.38	1.66	1.97
P/E（倍）	29.56	21.40	17.79	15.02

投资要点

- **事件：**公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营业收入 112.9 亿元，yoy+18.09%；归母净利润 22.6 亿元，yoy+45.27%；扣非归母净利润 19.51 亿元，yoy+37.65%。其中 Q3 实现营业收入 33.01 亿元，yoy-5.39%；归母净利润 5.6 亿元，yoy+7.22%；扣非归母净利润 4.86 亿元，yoy+3.87%。
- **点评：**受产品延期及买量市场竞争等因素影响，Q3 业绩有所承压。Q3 公司实现营业收入 33.01 亿，yoy-5.39%，主要系优势品类未有新产品上线（版号延期），同时老产品流水随生命周期自然下滑影响，Q3 公司新品主要为《云上城之歌》，用户圈层更为年轻，预计产品 ROI 较优势品类略低。Q3 公司毛利率为 88.28%，yoy+1.4pct；期间费用率 73.35%，yoy+4.9pct，其中销售费用 21.38 亿，较 Q2 增加 3.87 亿，销售费用率 64.77%（yoy+3.4pct，qoq+16.74pct），主要系 Q3 公司增加了对《精灵盛典》、《云上城之歌》等产品的买量投入；研发费用率 6.39%，yoy+0.9pct；管理费用率 2.67%，yoy+1.03pct；财务费用率-0.48%，yoy-0.43pct；净利率 17.36%，环比基本持平。现金流方面，Q3 公司经营净现金流-0.06 亿，yoy-100.47%，主要系公司 Q3 末预付互联网流量采购款，该部分预付互联网流量采购款将在 Q4 用于互联网流量投放。
- **研发实力持续提升，关注公司精品化与多元化战略。**公司 Q1-Q3 研发费用投入 8.56 亿（yoy+65.86%），研发人员数量也持续提升，预计目前超 2000 人，占总员工比例超一半；同时公司通过自研的“量子”“天机”两大 AI 投放系统及“雅典娜”“阿瑞斯”“波塞冬”三款平台级大数据产品沉淀的海量数据，为新产品设计及老产品迭代调优提供精准的数值参考，提高产品开发和流程优化能力，大幅提升公司产品质量。另外公司多元化战略持续推进，已在海外发布《狂野西境》（SLG）、《拳魂觉醒》（卡牌）等非公司传统优势品类产品，未来产品矩阵囊括 ARPG、MMO、卡牌、SLG、模拟经营等不同类型，覆盖魔幻、仙侠、都市、女性向等不同题材。储备产品《荣耀大天使》为公司优势品类产品，目前已获版号，有望 Q4 上线；同时储备产品《斗罗大陆 3D》采用了新 UE 引擎，美术质量超越以往产品，是公司精品化战略的重要新作。
- **定增计划持续推进，加大研发投入与布局 5G 云游戏平台。**公司修改定增预案，计划募集资金 42.96 亿，较修订前减少 1.67 亿，募集资金将应用于网络游戏开发及运营建设项目（投入 15.45 亿）、5G 云游戏平台建设项目（15.95 亿）与广州总部大楼建设项目（11.56 亿），持续夯实竞争优势。
- **盈利预测与投资评级：**看好公司 21 年精品化与多元化战略实施，我们预计 2020-2022 年公司分别实现营收 160.9/190.7/218.3 亿元，实现归母净利润 29.2/35.1/41.6 亿元，EPS 分别为 1.38/1.66/1.97 元，对应 2020-2022 年估值分别为 21/18/15 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**品类扩张不达预期；行业竞争加剧；政策监管趋严。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.60
一年最低/最高价	17.52/50.70
市净率(倍)	7.70
流通 A 股市值(百万元)	43797.40

基础数据

每股净资产(元)	3.84
资产负债率(%)	32.71
总股本(百万股)	2112.25
流通 A 股(百万股)	1479.64

相关研究

- 1、《三七互娱 (002555)：上半年业绩表现超预期，高经营质量彰显公司全方位竞争力》2020-08-31
- 2、《三七互娱 (002555)：一季度业绩符合预期，夯实全年高速增长基础》2020-04-29
- 3、《三七互娱 (002555)：19 年业绩符合预期，20Q1 归母净利润预计同增 56-67%，2020 年多品类及海外扩张落地》2020-04-02

三七互娱三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,355	8,700	13,260	16,784	营业收入	13,227	16,091	19,066	21,833
现金	2,153	3,767	7,077	11,261	减:营业成本	1,776	2,361	2,699	3,017
应收账款	1,288	1,930	2,307	1,332	营业税金及附加	46	71	79	89
存货	0	0	0	0	营业费用	7,737	9,062	10,677	12,141
其他流动资产	2,915	3,003	3,876	4,191	管理费用	1,042	1,496	1,750	2,063
非流动资产	3,790	3,893	3,995	4,092	财务费用	-15	-38	-107	-212
长期股权投资	469	394	314	238	资产减值损失	-58	132	0	0
固定资产	47	216	332	393	加:投资净收益	111	124	40	52
在建工程	797	782	774	756	其他收益	143	88	110	110
无形资产	17	13	9	5	营业利润	2,672	3,338	4,164	4,946
其他非流动资产	2,460	2,488	2,566	2,699	加:营业外净收支	24	238	129	183
资产总计	10,145	12,593	17,254	20,876	利润总额	2,696	3,575	4,293	5,128
流动负债	2,600	2,398	3,467	2,793	减:所得税费用	279	249	291	380
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	302	405	489	585
应付账款	1,719	1,453	2,460	1,746	归属母公司净利润	2,115	2,921	3,514	4,163
其他流动负债	881	945	1,008	1,047	EBIT	2,648	3,494	4,137	4,858
非流动负债	251	209	167	124	EBITDA	2,759	3,486	4,130	4,841
长期借款	250	208	166	123					
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	2,852	2,607	3,634	2,917	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	264	669	1,158	1,744	每股收益(元)	1.00	1.38	1.66	1.97
					每股净资产(元)	3.33	4.41	5.90	7.68
归属母公司股东权益	7,029	9,317	12,461	16,215	发行在外股份(百万 股)	2112	2112	2112	2112
负债和股东权益	10,145	12,593	17,254	20,876	ROIC(%)	127.1%	125.3%	156.2%	216.8%
					ROE(%)	33.1%	33.3%	29.4%	26.4%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	86.6%	85.3%	85.8%	86.2%
经营活动现金流	3,258	2,081	3,621	4,400	销售净利率(%)	16.0%	18.2%	18.4%	19.1%
投资活动现金流	-1,043	150	-9	22	资产负债率(%)	28.1%	20.7%	21.1%	14.0%
筹资活动现金流	-1,602	-617	-302	-238	收入增长率(%)	73.3%	21.7%	18.5%	14.5%
现金净增加额	620	1,614	3,310	4,184	净利润增长率(%)	109.9%	37.6%	20.3%	18.6%
折旧和摊销	111	-9	-7	-18	P/E	29.56	21.40	17.79	15.02
资本开支	368	178	182	173	P/B	8.89	6.71	5.02	3.86
营运资本变动	521	-955	-182	-17	EV/EBITDA	21.34	16.54	13.26	10.57

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>