

2020 业绩快报&21Q1 季报预告点评: 多品类全球化战略拖累短期业绩, 全年产品储备充足

买入 (维持)

2021 年 03 月 14 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	14,401	17,289	20,432
同比 (%)	73.3%	8.9%	20.1%	18.2%
归母净利润 (百万元)	2,115	2,776	3,132	3,562
同比 (%)	109.9%	31.3%	12.8%	13.7%
每股收益 (元/股)	0.95	1.25	1.41	1.61
P/E (倍)	30.65	23.35	20.70	18.20

投资要点

■ **事件:** 公司公布 2020 年业绩快报及 2020Q1 业绩预告, 20 年营收 144.01 亿元, 同比+8.87%; 归母净利润 27.76 亿元, 同比+31.28%; 同时预计 21Q1 归母净利润 0.8-1.2 亿元(同比减少 83.54%-89.02%), 低于此前市场预期, 主要系公司践行多品类及全球化战略, 新品流量经营回收周期拉长, 同时研发投入增加拖累短期业绩, 预计 Q2-Q4 将逐步回收。

■ **海外流水高速增长, 品类特征拉长回收周期, 短期利润承压。**公司持续推进全球化战略, 21Q1 海外市场营收预计同比增长 120%-150%, 环比增长 40%-60%, 海外整体月流水预计超过 5 亿人民币, 其中全球发行的策略品类游戏《Puzzles & Survival》21 年 2 月实现流水超 1 亿元人民币, 并保持高速增长。由于海外品类主要集中在 SLG、模型经营等, 策略等品类产品具有生命周期长、前期投入大的特点, 流量经营回收周期较 MMO 更长, 对公司 2021Q1 销售费用率带来阶段性影响。但从公司长线经营的角度, 随着策略型、模拟经营等长生命周期品类的战略布局逐步成型, 将提升公司未来营业收入的增长空间, 并逐步优化公司长期销售费用率。

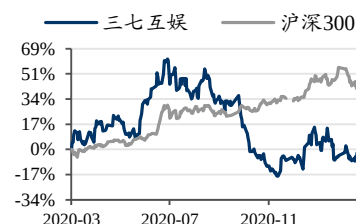
■ **持续加码自研, 践行多品类提升长期盈利稳定性。**研发层面, 公司继续加大研发投入, 20 年预计研发投入达 11 亿元 (yoy+30%), 21Q1 研发投入预计同比增长超 15%, 推进多元化与精品化。产品层面, 继续践行“双核+多元”战略。一方面保持 MMO 品类优势, 另一方面涉足数值卡牌、SLG、模拟经营等长周期品类 (游戏终生流水及利润率更高, 同时前期买量投入较大, 产品回收周期拉长), 公司产品结构持续优化, 提升长期盈利稳定性。

■ **2021 年为公司产品大年, 预计 Q2-Q4 将逐步进入利润回收期。**1 月公司上线自研游戏《荣耀大天使》、2 月上线代理游戏《绝世仙王》, 流水端均表现优异, 但由于上线初期产生大量营销推广, 压制 Q1 业绩; 后续 3 月 16 号将上线代理产品《斗罗大陆: 武魂觉醒》, 5 月预计上线自研游戏《斗罗大陆: 魂师对决》(大 IP、年轻向、公司研发迭代的最新代表作), 其他储备包括《叫我大掌柜》等。Q1 由于老产品出现下滑叠加新游集中上线, 销售费用加大, 预计一季度投入将在 Q2-Q4 逐步回收, 同时随着产品结构优化及全球化推进, 将打开长期增长空间。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司目前处于出海扩张与加大研发投入多元化转型期, 整体买量投入回收期拉长, 同时预计 21 年起将实现三七网络少数股东损益增厚, 综合考虑我们下调 2021/2022 年 EPS 至 1.41 (-0.09)/1.61 (-0.13) 元, 对应当前 PE21/18 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 行业政策收紧; 新品表现不及预期; 海外市场进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.23
一年最低/最高价	24.50/50.70
市净率(倍)	7.99
流通 A 股市值(百万元)	42957.01

基础数据

每股净资产(元)	3.66
资产负债率(%)	32.71
总股本(百万股)	2217.86
流通 A 股(百万股)	1469.62

相关研究

- 1、《三七互娱 (002555): 收购三七网络 20% 股权, 推动公司归母净利润规模提升及长期发展战略实施》2020-12-08
- 2、《三七互娱 (002555): 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》2020-11-02
- 3、《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

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	7,786	13,108	14,738	营业收入	13,227	14,401	17,289	20,432
现金	2,153	3,287	7,122	9,490	减:营业成本	1,776	1,867	2,554	3,105
应收账款	1,288	1,592	2,250	1,155	营业税金及附加	46	64	71	84
存货	0	0	0	0	营业费用	7,737	8,110	9,760	11,544
其他流动资产	2,915	2,907	3,736	4,092	管理费用	1,042	1,339	1,556	1,912
非流动资产	3,790	3,788	3,893	4,026	财务费用	-15	-35	-105	-190
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	193	300	365	加:投资净收益	111	124	40	52
在建工程	797	700	704	719	其他收益	143	88	110	110
无形资产	17	13	9	5	营业利润	2,672	3,256	3,649	4,188
其他非流动资产	2,460	2,488	2,566	2,699	加:营业外净收支	24	-7	9	1
资产总计	10,145	11,575	17,001	18,763	利润总额	2,696	3,249	3,657	4,189
流动负债	2,600	1,582	4,027	2,381	减:所得税费用	279	226	248	311
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	302	246	278	316
应付账款	1,719	789	2,914	1,415	归属母公司净利润	2,115	2,776	3,132	3,562
其他流动负债	881	793	1,113	967	EBIT	2,648	3,175	3,507	3,944
非流动负债	251	204	164	124	EBITDA	2,759	3,163	3,492	3,915
长期借款	250	203	163	123					
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	2,852	1,786	4,191	2,505	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	264	511	789	1,105	每股收益(元)	0.95	1.25	1.41	1.61
	7,029	9,277	12,021	15,154	每股净资产(元)	3.17	4.14	5.37	6.78
归属母公司股东权益					发行在外股份(百万 股)	2112	2218	2218	2218
负债和股东权益	10,145	11,575	17,001	18,763	ROIC(%)	127.1%	101.1%	174.5%	136.4%
					ROE(%)	33.1%	31.2%	26.8%	24.0%
						86.6%	87.0%	85.2%	84.8%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)				
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	16.0%	19.3%	18.1%	17.4%
经营活动现金流	3,258	1,397	4,159	2,646	资产负债率(%)	28.1%	15.4%	24.7%	13.4%
投资活动现金流	-1,043	258	-3	-2	收入增长率(%)	73.3%	8.9%	20.1%	18.2%
筹资活动现金流	-1,602	-520	-321	-276	净利润增长率(%)	109.9%	25.1%	12.8%	13.7%
现金净增加额	620	1,135	3,835	2,368	P/E	30.65	23.35	20.70	18.20
折旧和摊销	111	-12	-15	-29	P/B	9.22	7.07	5.44	4.31
资本开支	368	73	185	209	EV/EBITDA	22.17	19.05	16.23	13.94
营运资本变动	521	-1,334	956	-911					

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>