

证券研究报告—动态报告

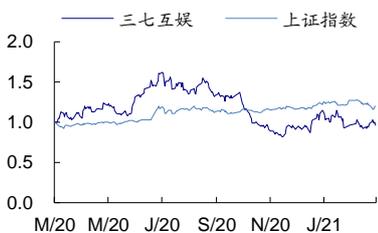
传媒

互联网

三七互娱(002555)
买入
20 年业绩快报暨 21 年一季度业绩预告点评

(维持评级)

2021 年 03 月 14 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 2,218/1,470 |
| 总市值/流通(百万元) | 64,828/42,957 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,453/13,897 |
| 12 个月最高/最低(元) | 51.08/24.50 |

相关研究报告:

《三七互娱-002555-2020 年三季报业绩点评: 买量投入产出平稳, “新品荒”有望结束》——2020-11-02

《三七互娱-002555-2020 年中报业绩点评: 业绩超预期, 头部效应凸显》——2020-09-01

《三七互娱-002555-2020 年一季报点评: 业绩符合预期, 长期看好品类多元化和海外战略》——2020-05-06

《三七互娱-002555-2019 年年报点评: 业绩延续高增长, 定增助力云平台战略》——2020-04-03

《三七互娱-002555-2019 年年报快报点评: 长期积累买量运营能力显现, 短视频渠道红利犹在》——2020-03-17

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

证券分析师: 高博文

电话:
 E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030004

证券分析师: 夏妍

电话: 021-60933162
 E-MAIL: xiayan2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
产品、投放周期叠加, 短期承压
• 2020 年业绩符合预期, 保持稳健增长

2020 全年营收 144.01 亿元 (+8.9%), 归母净利润 27.76 亿元 (+31.3%)。其中四季度单季营收 31.11 亿元 (-15.2%), 归母净利润 5.16 亿元 (-7.7%), 缺乏新产品以及买量投放影响, 单季收入增长承压。公司移动游戏在国内和海外多地市场中保持领先地位, 不断扩充自身研发实力, 多元化研发实力将成为公司长期增长的核心动力。

• 2021Q1 新品上线, 投放加大致短期业绩承压

2021Q1 公司预计营业收入环比提升 15-20%, 即 35.78-37.33 亿元, 同比下滑 14.0-17.6%; 归母净利润 0.8-1.2 亿, 同比下滑 83.5-89.0%。主要由于产品、投放双周期底部叠加所致, 短期营收、利润承压。自 20 年下半年以来由于缺乏新产品上, 老游戏买量成本较高, 为保持稳定 ROI, 三七买量投入相对下降, 进一步导致自 Q3 起三七营收增长有所放缓。21Q1 公司上线《荣耀大天使》、《绝世仙王》等游戏, 流水表现优异, 但通常传奇类游戏用户的回本周期在 3-5 个月, 投放效果将在 Q2 集中体现。营收端, 老产品随投放下降收入贡献放缓, 新产品刚刚上线, 贡献集中在 Q2, 叠加导致 Q1 业绩承压; 利润端, Q1 新品买量大幅投入, 研发投入亦稳步增长。

• 风险提示: 流量成本上行风险; 产品上线延期风险。
• 投资建议: 下盈利预测, 维持“买入”评级。

下调盈利预测, 预计 2020-2022 年归母净利润 27.7/28.3/30.7 亿元(下调 -5%/6%/12%), 同比增速 31/2/9%; 摊薄 EPS=1.45/1.87/2.39 元, 当前股价对应 PE=22/22/20x。21 年游戏储备充足, 看好品类多元化和海外战略, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

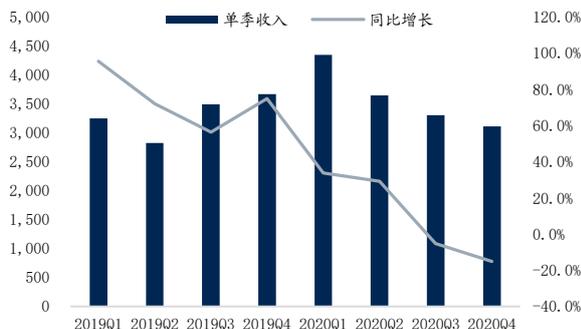
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,633 | 13,227 | 14,401 | 15,593 | 17,785 |
| (+/-%) | 23.3% | 73.3% | 8.9% | 8.3% | 14.1% |
| 净利润(百万元) | 1,009 | 2,115 | 2,767 | 2,828 | 3,072 |
| (+/-%) | -37.8% | 109.7% | 30.8% | 2.2% | 8.6% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.47 | 1.00 | 1.31 | 1.34 | 1.45 |
| EBIT Margin | 28.8% | 26.1% | 19.4% | 20.4% | 20.4% |
| 净资产收益率(ROE) | 16.9% | 30.1% | 30.9% | 25.8% | 23.5% |
| 市盈率(PE) | 61.6 | 29.2 | 22.3 | 21.8 | 20.1 |
| EV/EBITDA | 28.6 | 18.6 | 23.1 | 20.3 | 17.9 |
| 市净率(PB) | 10.40 | 8.78 | 6.89 | 5.64 | 4.71 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

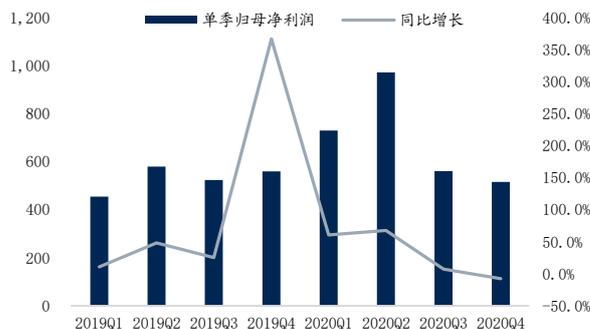
移动游戏保持领先，业绩符合预期。2020 全年营收 144.01 亿元 (+8.9%)，归母净利润 27.76 亿元 (+31.3%)。其中四季度单季营收 31.11 亿元 (-15.2%)，归母净利润 5.16 亿元 (-7.7%)，缺乏新产品以及买量投放影响，单季收入增长承压。公司移动游戏在国内和海外多地市场中保持领先地位，不断扩充自身研发实力，多元化研发实力将成为公司长期增长的核心动力。

图 1：三七互娱营业收入及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：三七互娱单季营业收入及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产品、投放双周期底部叠加所致，短期营收、利润承压。2021Q1 公司预计营业收入环比提升 15-20%，即 35.78-37.33 亿元，同比下滑 14.0-17.6%；归母净利润 0.8-1.2 亿，同比下滑 83.5-89.0%。主要由于产品、投放双周期底部叠加所致，短期营收、利润承压。自 20 年下半年以来由于缺乏新产品上，老游戏买量成本较高，为保持稳定 ROI，三七买量投入相对下降，进一步导致自 Q3 起三七营收增长有所放缓。21Q1 公司上线《荣耀大天使》、《绝世仙王》等游戏，流水表现优异，但通常传奇类游戏用户的回本周期在 3-5 个月，投放效果将在 Q2 集中体现。营收端，老产品随投放下降收入贡献放缓，新产品刚刚上线、贡献集中在 Q2，叠加导致 Q1 业绩承压；利润端，Q1 新品买量大幅投入，研发投入亦稳步增长。

图 3：《荣耀大天使》最近 90 天 MMO 买量 TOP 3



资料来源：爆量助手、国信证券经济研究所整理

图 4：《荣耀大天使》投放稳步下降



资料来源：爆量助手、国信证券经济研究所整理

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。下调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 27.7/28.3/30.7 亿元（下调-5%/6%/12%），同比增速 31/2/9%；摊薄 EPS=1.45/1.87/2.39 元，当前股价对应 PE=22/22/20x。21 年游戏储备充足，看好品类多元化和海外战略，，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

| 公司 代码 | 公司 名称 | 投资 评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | PE | |
|----------|----------|----------|------------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E |
| 300113 | 顺网科技 | 买入 | 13.60 | 94.42 | 0.43 | 0.66 | 31.63 | 20.61 |
| 002174 | 游族网络 | 买入 | 10.54 | 97.25 | 1.10 | 1.30 | 9.58 | 8.11 |
| 002602 | 世纪华通 | 买入 | 7.58 | 565.22 | 0.51 | 0.61 | 14.86 | 12.43 |
| 603444 | 吉比特 | 买入 | 356.79 | 256.27 | 15.46 | 19.26 | 23.08 | 18.52 |

资料来源：Wind 一致预期、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 现金及现金等价物 | 2153 | 3798 | 5950 | 8288 | 营业收入 | 13227 | 14401 | 15593 | 17785 |
| 应收款项 | 1288 | 1973 | 2136 | 2436 | 营业成本 | 1776 | 1584 | 1715 | 1956 |
| 存货净额 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 46 | 43 | 47 | 53 |
| 其他流动资产 | 872 | 949 | 1028 | 1172 | 销售费用 | 7737 | 8496 | 9044 | 10315 |
| 流动资产合计 | 6355 | 8763 | 11157 | 13939 | 管理费用 | 222 | 1484 | 1607 | 1833 |
| 固定资产 | 0 | 14 | 33 | 36 | 财务费用 | (15) | (74) | (97) | (155) |
| 无形资产及其他 | 17 | 16 | 16 | 15 | 投资收益 | 111 | 145 | 134 | 37 |
| 投资性房地产 | 3304 | 3304 | 3304 | 3304 | 资产减值及公允价值变动 | (89) | 154 | 98 | 39 |
| 长期股权投资 | 469 | 469 | 469 | 469 | 其他收入 | (810) | 136 | 79 | 40 |
| 资产总计 | 10145 | 12567 | 14979 | 17763 | 营业利润 | 2672 | 3302 | 3589 | 3899 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 31 | 277 | 235 | 181 | 营业外净收支 | 24 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 1719 | 1539 | 1662 | 1891 | 利润总额 | 2696 | 3302 | 3589 | 3899 |
| 其他流动负债 | 850 | 1010 | 1080 | 1231 | 所得税费用 | 279 | 165 | 359 | 390 |
| 流动负债合计 | 2600 | 2826 | 2977 | 3304 | 少数股东损益 | 302 | 370 | 402 | 437 |
| 长期借款及应付债券 | 250 | 250 | 250 | 250 | 归属于母公司净利润 | 2115 | 2767 | 2828 | 3072 |
| 其他长期负债 | 1 | 1 | 1 | 3 | | | | | |
| 长期负债合计 | 251 | 251 | 251 | 253 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 2852 | 3077 | 3228 | 3556 | 净利润 | 2115 | 2767 | 2828 | 3072 |
| 少数股东权益 | 264 | 523 | 805 | 1111 | 资产减值准备 | (975) | 229 | 173 | 123 |
| 股东权益 | 7029 | 8966 | 10946 | 13096 | 折旧摊销 | 20 | 11 | 17 | 24 |
| 负债和股东权益总计 | 10145 | 12567 | 14979 | 17763 | 公允价值变动损失 | 89 | (154) | (98) | (39) |
| | | | | | 财务费用 | (15) | (74) | (97) | (155) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 786 | (552) | 124 | 61 |
| 每股收益 | 1.00 | 1.31 | 1.34 | 1.45 | 其它 | 1151 | 29 | 108 | 182 |
| 每股红利 | 0.42 | 0.39 | 0.40 | 0.44 | 经营活动现金流 | 3186 | 2330 | 3152 | 3423 |
| 每股净资产 | 3.33 | 4.24 | 5.18 | 6.20 | 资本开支 | 1084 | (100) | (110) | (110) |
| ROIC | 55% | 50% | 52% | 58% | 其它投资现金流 | (2043) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 30% | 31% | 26% | 23% | 投资活动现金流 | (872) | (100) | (110) | (110) |
| 毛利率 | 87% | 89% | 89% | 89% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 26% | 19% | 20% | 20% | 负债净变化 | (31) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 26% | 19% | 21% | 21% | 支付股利、利息 | (882) | (830) | (848) | (922) |
| 收入增长 | 73% | 9% | 8% | 14% | 其它融资现金流 | 131 | 245 | (41) | (54) |
| 净利润增长率 | 110% | 31% | 2% | 9% | 融资活动现金流 | (1695) | (585) | (890) | (976) |
| 资产负债率 | 31% | 29% | 27% | 26% | 现金净变动 | 620 | 1646 | 2152 | 2337 |
| 息率 | 1.4% | 1.3% | 1.4% | 1.5% | 货币资金的期初余额 | 1533 | 2153 | 3798 | 5950 |
| P/E | 29.2 | 22.3 | 21.8 | 20.1 | 货币资金的期末余额 | 2153 | 3798 | 5950 | 8288 |
| P/B | 8.8 | 6.9 | 5.6 | 4.7 | 企业自由现金流 | 4979 | 2012 | 2893 | 3239 |
| EV/EBITDA | 18.6 | 23.1 | 20.3 | 17.9 | 权益自由现金流 | 5079 | 2328 | 2939 | 3325 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032