

# 多重因素致单季波动较大，利润释放有望年内逐季改善

——三七互娱业绩快报点评

公司点评

## ● 事件:

公司发布2020年和2020Q1业绩预告。2020年公司实现营收144亿元，同比增长8.87%；实现归母净利润27.76亿元，同比增长31.28%。预计2021Q1归母净利润0.8-1.2亿元，同比下降84%-89%，多重因素致下降较大。

## ● 20年研发投入同增30%，高研发叠加新品投入致21年Q1净利同比下滑

公司2020年游戏业务，特别是海外业务增长迅猛。存量游戏流水稳定。《精灵盛典》《斗罗大陆H5》《大天使之剑H5》等在海内外发行均取得良好效果。公司加码海外业务后取得重大突破的游戏为《Puzzles & Survival》，2020年8月上线后海外市场表现优异，进入欧美多地区游戏畅销榜前50，日本下载双榜第一。为了配合公司“双核+多元”发展战略，2020年公司研发投入预计将达11亿元，同比增长超过30%。因此在成本端承受较大压力，但有助于提高游戏业务护城河，完善业务模型，从单核流量到双核流量与研发共振。

## ● 2021年Q1利润端下滑明显，收入端保持增长，销售费用有望隔季收回

2021Q1归母净利润下滑幅度较大，主因系收入端靠存量游戏较多及新游上线带来的营销费用大幅增加等。具体来说，《荣耀大天使》《一千克拉女王》的营销费用较大，且2020Q1因新冠肺炎疫情基数较高，导致利润水平下降较多。1月上线《荣耀大天使》的类型决定了其投放节奏必须大幅加快，短时期内达到数亿的投放费用，但一般此类游戏的营销费用，最迟会在上线后的第二、三个季度即可获得流水回收，实现盈利。另外，公司海外市场表现优异，《我叫大掌柜》《Puzzles & Survival》等游戏表现突出榜单靠前，海外市场占比有望持续提升。公司目前储备50多款游戏，后续利润释放不必悲观。

## ● 单季度剧烈波动虽然超预期，但属于高研发投入和新产品高投放的错配期，后续季度有望数据走好

公司走向长期持续的稳定增长，仍需思考如何推出长期产品去平滑波动，基于当下的高研发投入和新产品储备，我们对公司的后续发展比较乐观，下调2021年盈利预测，预计公司2021年-2022年的净利润为29.36亿元、36.20亿元，同比增长3.1%、23.3%，对应2021年-2022年PE分别为21/17倍，但维持“强烈推荐”评级。

## ● 风险提示: 新游上线进度或质量不及预期，买量成本大幅上升等。

## 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,633	13,227	16,937	19,132	23,192
增长率(%)	23.3	73.3	28.0	13.0	21.2
净利润(百万元)	1,009	2,115	2,849	2,936	3,620
增长率(%)	-37.8	109.7	34.7	3.1	23.3
毛利率(%)	76.3	86.6	87.4	85.5	86.0
净利率(%)	13.2	16.0	16.8	15.3	15.6
ROE(%)	18.8	33.1	32.8	26.0	24.9
EPS(摊薄/元)	0.48	1.00	1.35	1.39	1.71
P/E(倍)	60.6	28.9	21.4	20.8	16.9
P/B(倍)	10.2	8.7	6.6	5.2	4.1

## 强烈推荐(维持评级)

### 马笑(分析师)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280520070001

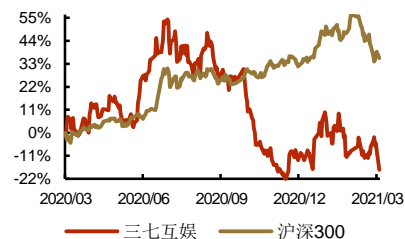
### 陈磊(分析师)

chenlei3@xsdzq.cn

证书编号: S0280520040001

市场数据	时间 2021.03.15
收盘价(元):	26.31
一年最低/最高(元):	24.5/51.08
总股本(亿股):	22.18
总市值(亿元):	583.52
流通股本(亿股):	14.7
流通市值(亿元):	386.66
近3月换手率:	227.26%

## 股价一年走势



## 相关报告

《非公开发行募集29亿元，2021年开局新游表现优秀》2021-03-08

《非公开发行落地，“双核+多元”战略持续推进》2020-12-15

《自有资金收购广州三七，研运一体能力进一步强化》2020-12-09

《企业文化升级助力公司可持续发展，重点新品蓄势待发》2020-11-04

《前三季度利润增速45%，成本端短期承压不改强大研运一体能力》2020-11-02

## 1、单季利润下滑主因系营销费用集中产生，隔季有望回收

公司自 2020Q4 业绩出现了较为明显的下滑，2020Q4 实现营业收入 31.11 亿，同比下滑 15.19%；实现归母净利润 5.16 亿元，同比下滑 7.69%。2020Q4 和 2021Q1 财务数据下滑较快的原因除高基数外，营销费用上涨是重要原因。《荣耀大天使》1 月 6 日上线，3 天投放广告费超 3 亿元。投放方式有实体大屏、社交软件买量和搜索引擎优化等。《荣耀大天使》作为 MMO 类产品，需要上线期间的高投入，但一般 3-4 个月将回收成本。

另外，公司 2 月 9 日上线了《绝世仙王》，推广力度虽不及《荣耀大天使》，但同样有费用支出，因此一季度营销费用上涨较快，且 2020 年为公司产品小年，因此近两个季度财务数据出现下滑。我们认为，根据 MMO 类产品的营销费用规律，大概率可看到 2021Q2、2021Q3 将其投放成本回收。

图1: 《荣耀大天使》楼体广告投放



资料来源：腾讯视频、新时代证券研究所

## 2、年内至少还有三款重点游戏上线，总储备项目 50 余款

公司目前在研的重点游戏包括五款，近期将上线的游戏包括年内第二款《斗罗大陆》IP 作品，为一款公司打磨多年具有新玩法的重点产品，之后还有《代号 BR》，为一款 SLG 产品；《最后的原始人》，为回合制卡牌产品；《代号修仙》，为修仙题材类产品以及《代号 DL》等。公司总储备项目达到 50 余款。

另外，在海外已取得较好成绩的《Puzzles & Survival》和《叫我大掌柜》有望于年内国服上线，游戏品类分别为三消和模拟经营。《Puzzles & Survival》和《叫我大掌柜》海外表现优异，前者流水峰值有望达 5000 万美元。

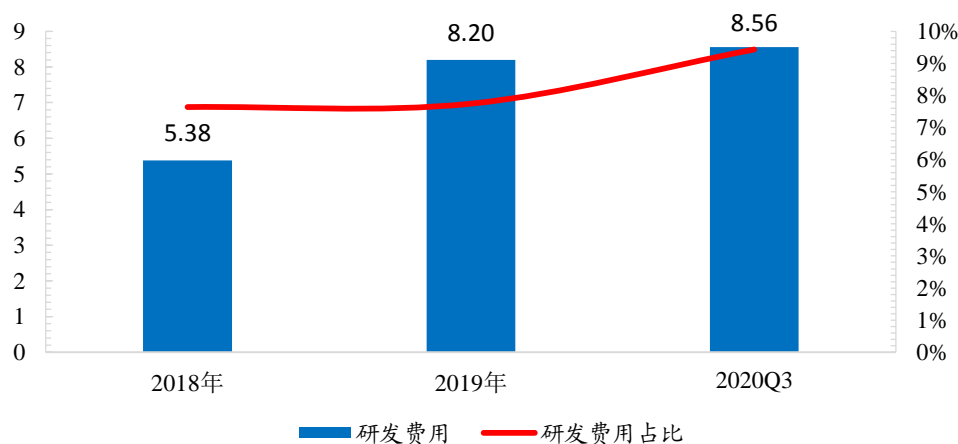
**表1: 公司近期重点游戏**

名称	预计上线时间	游戏类型	备注
斗罗大陆 3D	2021 年 5 月	卡牌	
Puzzles & Survival	2021 年年内	三消	海外已上
叫我大掌柜	2021 年年内	模拟经营	海外已上
代号 BR	制作中	SLG	
代号修仙	制作中		
最后的原始人	制作中	卡牌	

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

### 3、研发费用上升带来短期利润波动，长期构筑精品化游戏业务壁垒

研发费用增长较快的一个主要原因是公司继续推进“双核+多元”战略，精品化游戏开发成本较高，因此对研发人员数量需求较大。近年来公司研发费用从 2018 年的 5.38 亿元上升至 2020 年的约 10 亿元；研发费用占比从 7.64% 上升至 2020Q3 的 9.43%；研发人员数量同样增长较快。

**图2: 近年来公司研发费用占比不断提升(单位: 亿元)**

资料来源: Wind、新时代证券研究所

虽然研发费用的上升短期会损害利润表现，但由于行业薪酬整体上涨且精品游戏研发产业的特性，短期的研发费用上涨有望带来游戏品质的提高，从而在长期维持较高利润水平。

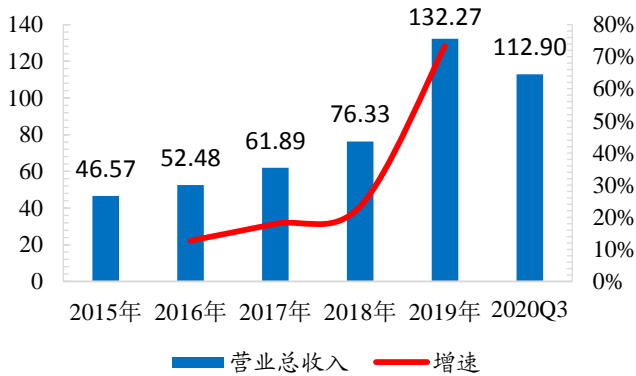
### 4、投资建议：否极泰来，维持“强烈推荐”评级

2021Q1 单季度利润剧烈波动虽然超市场预期，但属于高研发投入和新产品高投放的错配期，后续季度有望数据走好。公司走向长期持续的稳定增长，仍需思考如何推出长期产品去平滑波动，基于当下的高研发投入和新产品储备，我们对公司的后续发展比较乐观，下调 2021 年盈利预测，但维持“强烈推荐”评级

我们认为，随着公司精品研发的持续投入，叠加办公的环境的改善对人才的吸引，公司有望经过调整期真正迈上新台阶。鉴于 Q1 业绩承压，新产品待验证，下调 2021 年-2022 年的净利润至 29.36 亿元、36.20 亿元，同比增长 3.1%、23.3%，对应 2021 年-2022 年 PE 分别为 21/17 倍，仍维持“强烈推荐”评级。

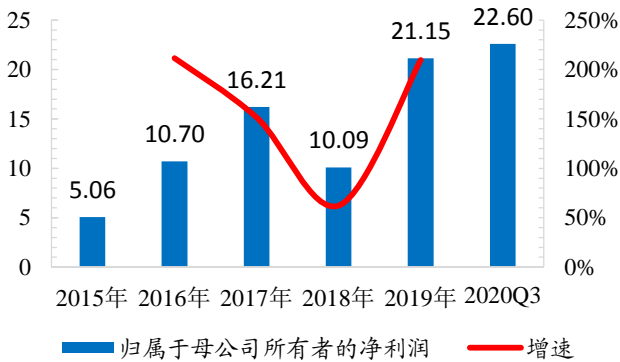
附：公司重要财务及经营数据图表

图3：公司近五年营业收入变化（单位：亿元）



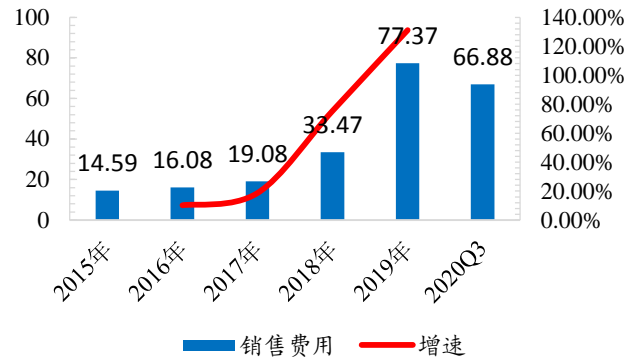
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图5：公司近五年归母净利润变化（单位：亿元）



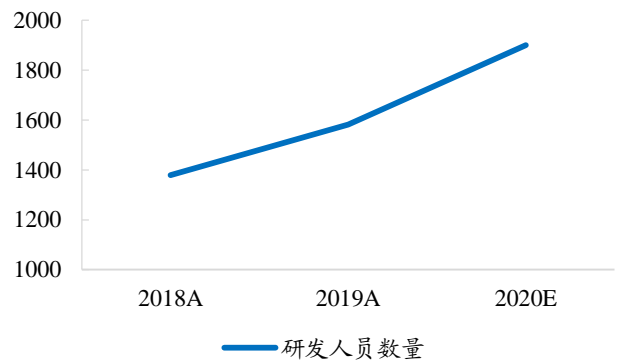
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图4：公司近五年销售费用变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图6：公司近年来研发团队人数增长较快



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>4182</b>	<b>6355</b>	<b>7647</b>	<b>12998</b>	<b>15048</b>	<b>营业收入</b>	<b>7633</b>	<b>13227</b>	<b>16937</b>	<b>19132</b>	<b>23192</b>
现金	1533	2153	3600	7258	8774	营业成本	1811	1776	2130	2771	3245
应收票据及应收账款合计	1299	1288	406	2538	2101	营业税金及附加	33	46	64	70	86
其他应收款	792	85	1038	230	1308	营业费用	3347	7737	9081	10569	12686
预付账款	194	661	434	803	696	管理费用	246	222	678	593	734
存货	0	0	0	0	0	研发费用	538	820	1098	1222	1489
其他流动资产	364	2169	2169	2169	2169	财务费用	17	-15	-28	-102	-157
<b>非流动资产</b>	<b>4214</b>	<b>3790</b>	<b>3821</b>	<b>3750</b>	<b>3715</b>	资产减值损失	1049	-58	728	689	928
长期投资	556	469	391	316	241	公允价值变动收益	0	-148	-74	-86	-92
固定资产	36	47	308	426	521	其他收益	98	143	123	125	127
无形资产	21	17	12	8	3	投资净收益	81	111	96	100	100
其他非流动资产	3601	3257	3109	3000	2950	<b>营业利润</b>	<b>770</b>	<b>2672</b>	<b>3331</b>	<b>3460</b>	<b>4317</b>
<b>资产总计</b>	<b>8396</b>	<b>10145</b>	<b>11468</b>	<b>16748</b>	<b>18762</b>	营业外收入	464	28	244	246	242
<b>流动负债</b>	<b>1992</b>	<b>2600</b>	<b>1347</b>	<b>3692</b>	<b>2030</b>	营业外支出	15	4	8	8	9
短期借款	369	0	185	92	138	<b>利润总额</b>	<b>1219</b>	<b>2696</b>	<b>3567</b>	<b>3699</b>	<b>4550</b>
应付票据及应付账款合计	1082	1719	277	2497	863	所得税	68	279	313	344	415
其他流动负债	541	881	886	1103	1028	<b>净利润</b>	<b>1151</b>	<b>2417</b>	<b>3255</b>	<b>3355</b>	<b>4135</b>
<b>非流动负债</b>	<b>290</b>	<b>251</b>	<b>206</b>	<b>155</b>	<b>106</b>	少数股东损益	143	302	405	419	516
长期借款	281	250	205	154	105	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1009</b>	<b>2115</b>	<b>2849</b>	<b>2936</b>	<b>3620</b>
其他非流动负债	9	1	1	1	1	EBITDA	1332	2759	3574	3643	4448
<b>负债合计</b>	<b>2282</b>	<b>2852</b>	<b>1554</b>	<b>3847</b>	<b>2136</b>	EPS(元)	0.48	1.00	1.35	1.39	1.71
少数股东权益	141	264	670	1088	1604						
股本	2125	2112	2112	2112	2112						
资本公积	299	73	73	73	73						
留存收益	3503	4938	7086	9345	12110						
归属母公司股东权益	5973	7029	9245	11812	15022						
<b>负债和股东权益</b>	<b>8396</b>	<b>10145</b>	<b>11468</b>	<b>16748</b>	<b>18762</b>						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1954</b>	<b>3258</b>	<b>1982</b>	<b>4075</b>	<b>1854</b>
净利润	1151	2417	3255	3355	4135
折旧摊销	118	111	80	93	128
财务费用	17	-15	-28	-102	-157
投资损失	-81	-111	-96	-100	-100
营运资金变动	164	521	-1301	744	-2243
其他经营现金流	585	334	73	85	92
<b>投资活动现金流</b>	<b>-55</b>	<b>-1043</b>	<b>-89</b>	<b>-6</b>	<b>-84</b>
资本支出	324	368	109	3	40
长期投资	195	127	77	75	75
其他投资现金流	464	-548	97	72	30
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1969</b>	<b>-1602</b>	<b>-446</b>	<b>-411</b>	<b>-254</b>
短期借款	-3	-369	185	-92	46
长期借款	-57	-31	-45	-51	-49
普通股增加	-23	-13	0	0	0
资本公积增加	-1674	-226	0	0	0
其他筹资现金流	-212	-964	-585	-267	-251
<b>现金净增加额</b>	<b>-65</b>	<b>620</b>	<b>1448</b>	<b>3658</b>	<b>1516</b>

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	23.3	73.3	28.0	13.0	21.2
营业利润(%)	-49.3	246.9	24.7	3.9	24.8
归属于母公司净利润(%)	-37.8	109.7	34.7	3.1	23.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	76.3	86.6	87.4	85.5	86.0
净利率(%)	13.2	16.0	16.8	15.3	15.6
ROE(%)	18.8	33.1	32.8	26.0	24.9
ROIC(%)	43.3	127.1	111.0	188.0	112.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	27.2	28.1	13.5	23.0	11.4
净负债比率(%)	-13.9	-25.6	-31.9	-54.0	-51.0
流动比率	2.1	2.4	5.7	3.5	7.4
速动比率	1.8	2.1	5.3	3.3	7.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.4	1.6	1.4	1.3
应收账款周转率	6.8	10.2	20.0	13.0	10.0
应付账款周转率	2.0	1.3	2.1	2.0	1.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.48	1.00	1.35	1.39	1.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.90	0.94	1.93	0.88
每股净资产(最新摊薄)	2.83	3.33	4.38	5.59	7.11
<b>估值比率</b>					
P/E	60.6	28.9	21.4	20.8	16.9
P/B	10.2	8.7	6.6	5.2	4.1
EV/EBITDA	45.3	20.8	15.8	14.6	11.7

资料来源：公司公告、新时代证券研究所



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**马笑**，华中科技大学硕士，2017年加入新时代证券，首席分析师，传媒互联网&计算机科技行业组长。5年文化传媒互联网实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富中国百佳分析师传媒行业第一名；2019年每市组合传媒行业第三名；2020年Wind金牌分析师。

**陈磊**，伦敦大学玛丽女王学院理学硕士，2020年加入新时代证券，多年证券行业从业经验，具备买方与卖方复合行业研究经历，紧密跟踪传媒行业上市公司，注重实战与前瞻性研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>梁爽</b> 销售总监 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	<b>阎喜蒙</b> 销售副总监 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	<b>丁培培</b> 销售经理 邮箱：dingpei@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼	邮编：100086
上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>