

三七互娱 (002555)

证券研究报告

2021年03月19日

新游推广及老游衰减致业绩承压，静待利润释放

公司发布 2020 年业绩快报及 2021Q1 业绩预告，业绩表现低于市场预期。公司 2020 年营收达 144.01 亿元，同比增长 8.9%；归母净利润达 27.76 亿元，同比增长 31.28%。20 年产品小年，4 个季度收入主要依靠过往老游戏《精灵盛典》等，出现收入缓慢下滑，疫情降温后 3-4 季度利润环比有所下滑，主要系 20 年疫情高基数影响及老游戏流水自然衰减；21Q1 预告收入 35.8-37.3 亿元，同比减少 14.1%-17.6%，归母净利润为 0.80-1.20 亿元，同比下降 83.5%-89.0%，主要系老游衰减叠加 21Q1 处于大规模买量的新品推广期，投入与产出需要一定周期，将使销售费用率显著提升。

新游推广前期费用率高，下半年利润有望逐步释放。由于 21Q1 新游戏集中上线，且公司大力推广《荣耀大天使》、《绝世仙王》、《P&S》等新游，推广初期销售费用率激增，但预计公司前期推广投入有望逐步收回，并且有望于下半年实现收益。同时，公司 21 年一季度加大研发投入，预计同比提升逾 15%，虽然短期影响业绩，但是长期有望提升公司产品多元化能力。受新产品集中上线导致销售费用提升以及研发费用提升影响，2021Q1 公司业绩同比大幅下滑，公司预期 MMO 回收周期 3-4 个月，SLG 及模拟经营 5-6 个月（海外 8 个月），游戏前期销售成本后期有望回收，为下半年打下基础，管线产品有望陆续上线，定增募投项目、研发投入贡献增长动力，海外游戏业务处于爬坡期，《P&S》2021 年 2 月流水逾 1 亿元。

产品版号储备丰厚，提升研发投入。公司储备多款优质游戏，其中代理游戏《斗罗大陆：武魂觉醒》将于 3 月 16 日上线，《斗罗大陆：魂师对决》自研卡牌游戏、《传奇纪元》、《万古圣墟》等已获版号，其中《斗罗大陆：魂师对决》预计将于暑期前上线，且有 IP 及影视加成短视频平台买量成本较低，市场投放差异化利于控制成本。公司计划三年内新招聘 1440 名研发人员，并尝试新引擎技术。长期来看，公司通过加强研发能力建设、多元化产品布局进行转型，坚持 MMO+SLG 的全球化游戏布局。

公司定增落地，赋能公司长期发展。定增募资共 29.33 亿元，募资将分别用于 1) 游戏开发及运营 (8.74 亿)。2) 5G 云游戏项目 (8.72 亿)。3) 修建总部办公楼 (11.56 亿)，将在游戏研发上加大投入力度，拟通过本次定增募资分三个批次开发 24 款游戏，涵盖西方魔幻、仙侠、战争、北欧神话、中世纪文明等多元化题材产品，有助于丰富公司游戏产品矩阵。

投资建议：21Q1 由于老游衰减及新游推广，尤其海外处于爬坡亏损期，造成业绩错配低于市场预期，关注后续游戏后周期利润回收。我们下调公司盈利预测预计 20-22 年净利 27.76/29.04/33.92 亿元（原盈利预测 28.19/34.23/40.64 亿元），考虑定增股本摊薄后对应估值 19/18/16x，给予 21 年目标估值 22x，对应目标价 28.82 元，维持“买入”评级。

风险提示：游戏版号政策收紧；新游利润回收表现不及预期；海外游戏表现不及预期；买量投入高于预期；募资项目进展不及预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,632.68	13,227.14	14,400.27	18,255.76	21,912.39
增长率(%)	23.33	73.30	8.87	26.77	20.03
EBITDA(百万元)	1,281.36	3,487.57	3,237.50	3,254.43	3,792.58
净利润(百万元)	1,008.50	2,114.77	2,776.20	2,903.90	3,392.40
增长率(%)	(37.77)	109.69	31.28	4.60	16.82
EPS(元/股)	0.45	0.95	1.25	1.31	1.53
市盈率(P/E)	52.89	25.22	19.21	18.37	15.72
市净率(P/B)	8.93	7.59	6.00	5.01	4.21
市销率(P/S)	6.99	4.03	3.70	2.92	2.43
EV/EBITDA	13.52	15.02	15.01	14.03	11.90

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	23.72 元
目标价格	28.82 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,217.86
流通 A 股股本(百万股)	1,469.62
A 股总市值(百万元)	53,339.64
流通 A 股市值(百万元)	35,344.38
每股净资产(元)	3.84
资产负债率(%)	32.71
一年内最高/最低(元)	51.08/23.66

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《三七互娱-公司点评:29 亿定增终落地，加码推进“双核+多元”战略》 2021-03-08
- 2 《三七互娱-公司点评:定增终获审核通过，加快推进研发精品化、多元化》 2020-12-15
- 3 《三七互娱-公司点评:收购广州三七 20% 剩余股权，增厚业绩、绑定高管》 2020-12-08

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,532.97	2,152.51	2,619.56	5,559.64	6,062.98
应收票据及应收账款	1,298.55	1,287.92	1,527.95	2,041.83	2,242.98
预付账款	193.77	661.09	66.50	838.55	247.78
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,156.83	2,253.63	3,039.02	2,509.34	3,281.54
流动资产合计	4,182.12	6,355.14	7,253.03	10,949.36	11,835.28
长期股权投资	555.60	468.79	468.79	468.79	468.79
固定资产	36.46	47.10	348.23	512.24	593.97
在建工程	0.00	797.25	478.35	287.01	172.21
无形资产	20.50	17.00	13.40	9.80	6.20
其他	3,601.08	2,459.98	2,398.02	2,398.02	2,398.02
非流动资产合计	4,213.64	3,790.12	3,706.79	3,675.86	3,639.18
资产总计	8,395.76	10,145.26	10,959.82	14,625.21	15,474.47
短期借款	369.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,082.36	1,718.95	665.32	2,300.46	1,259.36
其他	540.88	881.44	734.61	1,018.22	868.13
流动负债合计	1,992.24	2,600.39	1,399.93	3,318.69	2,127.49
长期借款	281.18	250.02	250.00	250.00	250.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.64	1.14	1.14	1.14	1.14
非流动负债合计	289.82	251.16	251.14	251.14	251.14
负债合计	2,282.06	2,851.55	1,651.07	3,569.83	2,378.63
少数股东权益	141.03	264.40	412.21	415.12	418.51
股本	2,124.87	2,112.25	2,217.86	2,217.86	2,217.86
资本公积	298.74	73.15	73.15	73.15	73.15
留存收益	3,801.43	5,011.64	6,678.68	8,422.40	10,459.46
其他	(252.36)	(167.74)	(73.15)	(73.15)	(73.15)
股东权益合计	6,113.70	7,293.71	9,308.75	11,055.38	13,095.83
负债和股东权益总计	8,395.76	10,145.26	10,959.82	14,625.21	15,474.47

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,151.43	2,416.84	2,776.20	2,903.90	3,392.40
折旧摊销	117.66	110.92	21.37	30.93	36.67
财务费用	22.43	29.27	(39.76)	(13.29)	(24.20)
投资损失	(80.54)	(110.61)	(449.00)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	634.46	978.26	(1,569.34)	1,162.52	(1,573.79)
其它	109.00	(167.11)	147.81	2.91	3.40
经营活动现金流	1,954.43	3,257.56	887.27	4,006.97	1,754.48
资本支出	(1,054.33)	781.73	0.00	0.00	(0.00)
长期投资	178.63	(86.81)	0.00	0.00	0.00
其他	820.59	(1,738.35)	449.00	80.00	80.00
投资活动现金流	(55.11)	(1,043.43)	449.00	80.00	80.00
债权融资	679.78	281.18	281.16	281.16	281.16
股权融资	(1,644.72)	(364.26)	239.95	13.29	24.20
其他	(1,004.32)	(1,519.12)	(1,390.33)	(1,441.33)	(1,636.50)
筹资活动现金流	(1,969.27)	(1,602.20)	(869.22)	(1,146.89)	(1,331.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(69.94)	611.93	467.05	2,940.09	503.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,632.68	13,227.14	14,400.27	18,255.76	21,912.39
营业成本	1,811.42	1,776.07	1,511.65	1,880.34	2,256.98
营业税金及附加	33.04	46.06	46.08	63.57	76.30
营业费用	3,347.26	7,737.21	8,588.30	11,424.21	13,984.65
管理费用	246.06	221.86	354.97	408.22	449.04
研发费用	537.71	820.39	1,132.14	1,335.92	1,469.51
财务费用	17.10	(14.90)	(39.76)	(13.29)	(24.20)
资产减值损失	1,049.36	(58.24)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(147.54)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	80.54	110.61	449.00	80.00	80.00
其他	(260.03)	63.50	(898.00)	(160.00)	(160.00)
营业利润	770.22	2,672.12	3,255.89	3,236.78	3,780.11
营业外收入	463.91	28.17	8.00	8.00	8.00
营业外支出	14.81	4.16	15.00	15.00	15.00
利润总额	1,219.32	2,696.13	3,248.89	3,229.78	3,773.11
所得税	67.89	279.29	324.89	322.98	377.31
净利润	1,151.43	2,416.84	2,924.00	2,906.80	3,395.80
少数股东损益	142.93	302.07	147.81	2.91	3.40
归属于母公司净利润	1,008.50	2,114.77	2,776.20	2,903.90	3,392.40
每股收益(元)	0.45	0.95	1.25	1.31	1.53

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	23.33%	73.30%	8.87%	26.77%	20.03%
营业利润	-49.25%	246.93%	21.85%	-0.59%	16.79%
归属于母公司净利润	-37.77%	109.69%	31.28%	4.60%	16.82%
获利能力					
毛利率	76.27%	86.57%	89.50%	89.70%	89.70%
净利率	13.21%	15.99%	19.28%	15.91%	15.48%
ROE	16.89%	30.09%	31.21%	27.29%	26.76%
ROIC	16.32%	73.56%	114.21%	70.00%	114.55%
偿债能力					
资产负债率	27.18%	28.11%	15.06%	24.41%	15.37%
净负债率	-13.96%	-25.66%	-25.12%	-47.75%	-44.15%
流动比率	2.10	2.44	5.18	3.30	5.56
速动比率	2.10	2.44	5.18	3.30	5.56
营运能力					
应收账款周转率	6.82	10.23	10.23	10.23	10.23
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.87	1.43	1.36	1.43	1.46
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.95	1.25	1.31	1.53
每股经营现金流	0.88	1.47	0.40	1.81	0.79
每股净资产	2.69	3.17	4.01	4.80	5.72
估值比率					
市盈率	52.89	25.22	19.21	18.37	15.72
市净率	8.93	7.59	6.00	5.01	4.21
EV/EBITDA	13.52	15.02	15.01	14.03	11.90
EV/EBIT	14.13	15.11	15.11	14.16	12.02

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com