

2020 年年报&21Q1 季报点评:短期遭遇转型阵痛,长期看好业务边界扩张

买入 (维持)

2021 年 04 月 30 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	14,400	17,247	21,169	25,126
同比 (%)	8.9%	19.8%	22.7%	18.7%
归母净利润 (百万元)	2,761	2,679	3,256	3,801
同比 (%)	30.6%	-3.0%	21.5%	16.8%
每股收益 (元/股)	1.24	1.21	1.47	1.71
P/E (倍)	17.45	17.98	14.80	12.67

投资要点

- **事件:** 公司 20 年实现营业收入 144 亿元 (yoy+8.86%), 实现归母净利润 27.61 亿元 (yoy+30.56%), 同时拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元。21Q1 公司实现营业收入 38.18 亿元 (yoy-12.09%), 归母净利润 1.17 亿元 (yoy-83.98%), 扣非归母净利润 383.38 万元 (yoy-99.41%), 落入此前业绩预告区间。
- **点评:** 营销费用前置致 21Q1 利润承压, Q2-Q4 进入投入回收期。20 年公司移动游戏业务实现营收 132.96 亿元 (yoy+10.9%); 在疫情催化以及公司稳健运营下, 收入保持持续增长。此外 20 年海外市场表现优异, 20 年海外营收达 21.43 亿元 (yoy+104.34%), 营收占比 14.88% (yoy+6.95pct), 全球化战略成效显著。21Q1 公司实现营收 38.18 亿元 (yoy-12.09%, qoq+22.75%), 毛利率 86.4% (yoy-4.44pct), 主要系代理产品增加, 研发费用 3.25 亿元 (yoy+24.04%), 主要系公司持续扩大研发团队, 提高研发人员薪酬与福利; 管理费用率 2.7% (yoy+1.27pct), 主要系管理人员增加以及办公大楼折旧摊销提升; 销售费用率 73.35% (yoy+8.91pct), 主要系《荣耀大天使》、《斗罗大陆: 武魂觉醒》、《绝世仙王》等新游以及海外发行的《Puzzles & Survival》处于推广初期, 需要大规模的流量投放; 毛利下降及三费提升致公司归母净利润下滑至 1.17 亿元 (yoy-83.98%)。公司 21Q1 上线新品表现良好, 《荣耀大天使》最高达畅销榜第 9 名, 《斗罗大陆: 武魂觉醒》最高达畅销榜第 5 名, 目前维持在 TOP10, 此外海外产品流水持续上升且 SLG 产品具有长生命周期特性, 我们预计 21Q1 营销投入有望在 Q2-Q4 逐步回收。
- **全球化战略布局成果显现, 海外流水高速增长。**公司 21Q1 海外营收同比增幅超 130%, 整体月流水超 5 亿元, 21Q1 《Puzzles & Survival》月流水近 1.5 亿元, 另外公司在东南亚、日韩地区仍保持领先优势。海外市场及 SLG 等新品类产品的买量回收周期更长, 致 21Q1 业绩承压, SLG 产品更长的生命周期将有助于流水稳定性, 同时海外市场有望打开公司经营天花板。公司目前还储备有多款全球化产品, 包括 SLG、卡牌等。我们预计海外收入仍将保持高速增长, 有望成为业绩增长的重要来源。
- **持续加码研发, 关注研发升级代表作《斗罗大陆: 魂师对决》表现。**品质为王市场趋势下, 公司持续践行精品化、多元化战略, 不断加码研发, 20 年研发人员数量同比增长 48%, 目前代表公司研发升级的重点储备 3D 卡牌游戏《斗罗大陆: 魂师对决》已开启预约, TapTap 评分达 8.3 分, 玩家期待值较高, 该产品有望实现公司玩家群体年轻化破圈。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司 21 年新品较多, 营销支出加大, 且新品类与海外市场买量回收周期较长, 我们下调盈利预测, 预计 21-22 年实现 EPS1.21(-0.2)/1.47(-0.14) 元, 新增 23 年 EPS1.71 元, 对应 PE18/15/13X, 看好公司转型成果及业务边界扩张, 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)	21.72
一年最低/最高价	21.10/50.70
市净率(倍)	5.31
流通 A 股市值(百万元)	31920.16

基础数据

每股净资产(元)	4.09
资产负债率(%)	33.11
总股本(百万股)	2217.86
流通 A 股(百万股)	1469.62

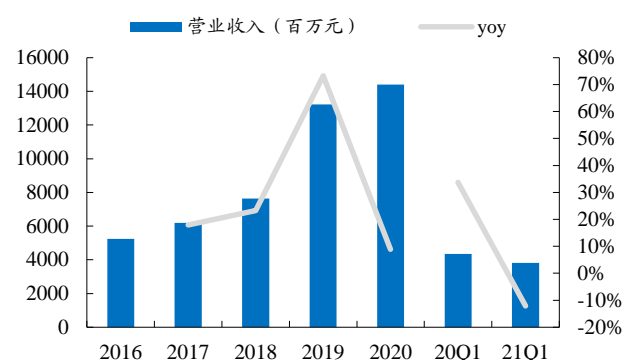
相关研究

- 1、《三七互娱 (002555): 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》2021-03-15
- 2、《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
- 3、《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

1. 营销费用前置致利润承压，21Q2-Q4 进入投入回收期

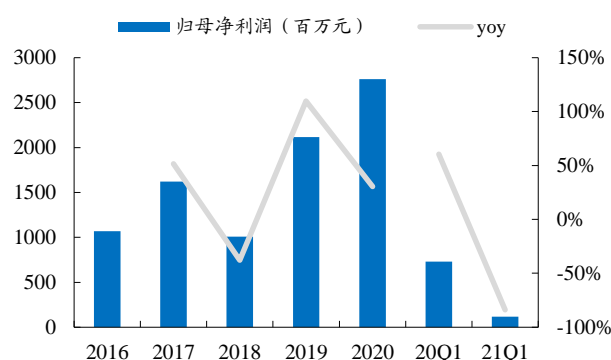
公司 20 年实现营业收入 144 亿元 (yoy+8.86%)，实现归母净利润 27.61 亿元 (yoy+30.56%)，扣非归母净利润 23.92 亿元 (yoy+14.49%)，存在非经常性损益 3.69 亿元，主要系金融资产的收益，移动游戏业务是本期增长的主要驱动力。21Q1 公司实现营业收入 38.18 亿元 (yoy-12.09%)，实现归母净利润 1.17 亿元 (yoy-83.98%)，扣非归母净利润 383.38 万元 (yoy-99.41%)，存在非经常性损益 1.12 亿元，主要为公司股权投资及理财产品产生的收益。21Q1 利润的下降主要由于疫情红利消退导致收入同比下降，以及新游的大规模推广使得销售费用率大增，公司 21Q1 的投入有望于 Q2~Q4 逐步回收。

图 1: 2016-2020 及 2021Q1 公司营业收入与增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2016-2020 及 2021Q1 公司归母净利润与增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

20 年移动游戏业务实现营收 132.96 亿元 (yoy+10.9%)，营收占比 92.33% (yoy+1.7pct)；网页游戏业务实现营收 10.8 亿元 (yoy-12.34%)，营收占比 7.5% (yoy-1.81pct)。国内营收 122.57 亿元 (yoy+0.64%)，营收占比 85.12% (yoy-6.95pct)；海外营收 21.43 亿元 (yoy+104.34%)，营收占比 14.88% (yoy+6.95pct)，全球化战略取得显著成效。

图 3: 2016-2020 年公司分业务收入结构

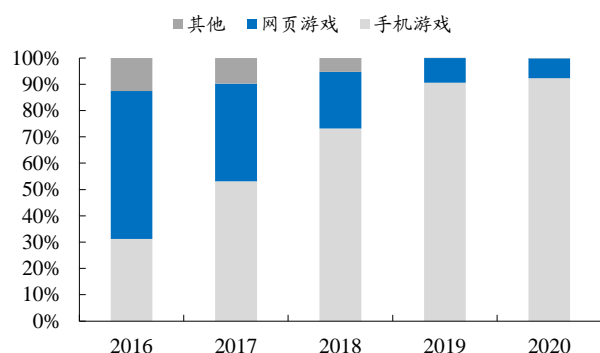
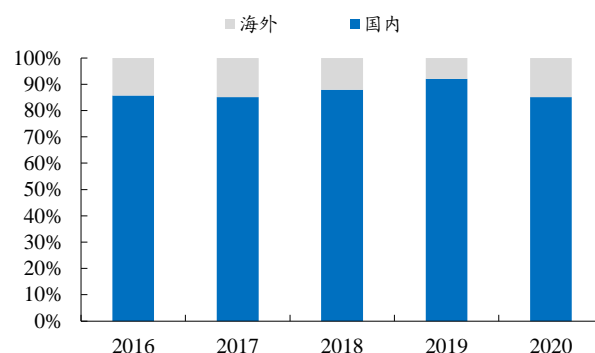


图 4: 2016-2020 年公司分地区收入结构



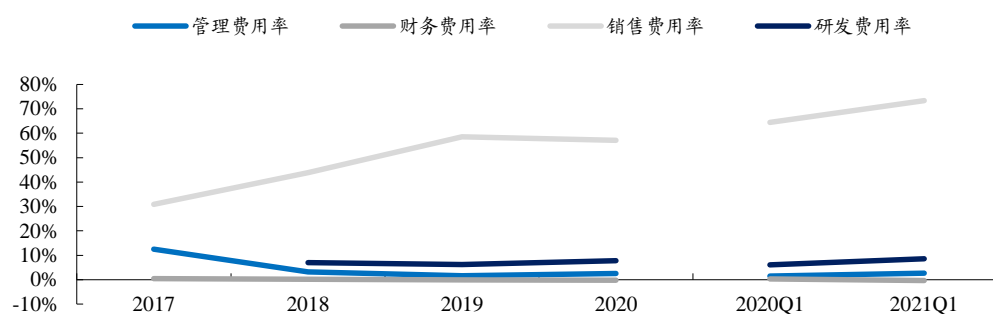
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司 20 年研发投入约 11.13 亿元 (yoy+36.66%)，20 年末共有研发人员 2343 人，同比增长 48.1%，研发费用率 7.73% (yoy+1.53pct)，销售费用率 57.04% (yoy-1.45pct)，管理费用率 2.54% (yoy+0.86pct)，财务费用率-0.16% (yoy-0.05pct)，毛利率 87.79% (yoy+1.22pct)，销售净利率 21.08% (yoy+2.81pct)；

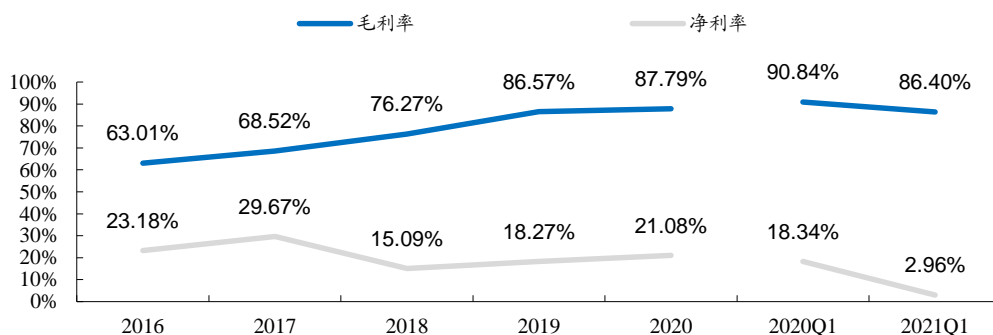
21Q1 研发费用 3.25 亿元 (yoy+24.04%)，研发费用率 8.51% (yoy+2.48pct)，主要系团队规模扩张及员工薪酬福利费用增长；销售费用 28 亿元 (yoy+0.06%)，销售费用率 73.35% (yoy+8.91pct)，主要系《荣耀大天使》，《斗罗大陆：武魂觉醒》，《绝世仙王》等新游以及海外发行的《Puzzles & Survival》处于推广初期，需要大规模的流量投放；管理费用率 2.7% (yoy+1.27pct)，财务费用率-0.29% (yoy-0.6pct)。毛利率 86.4% (yoy-4.44pct)，主要由于 20 年内第三方代理游戏收入占比上升，游戏分成成本增加，导致营业成本增加 1.21 亿元，同比上升 30.45%；销售净利率降至 2.96% (yoy-15.38pct)。

图 5：2016-2020 及 2021Q1 公司费用率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2016-2020 及 2021Q1 公司毛利率销售净利率变化

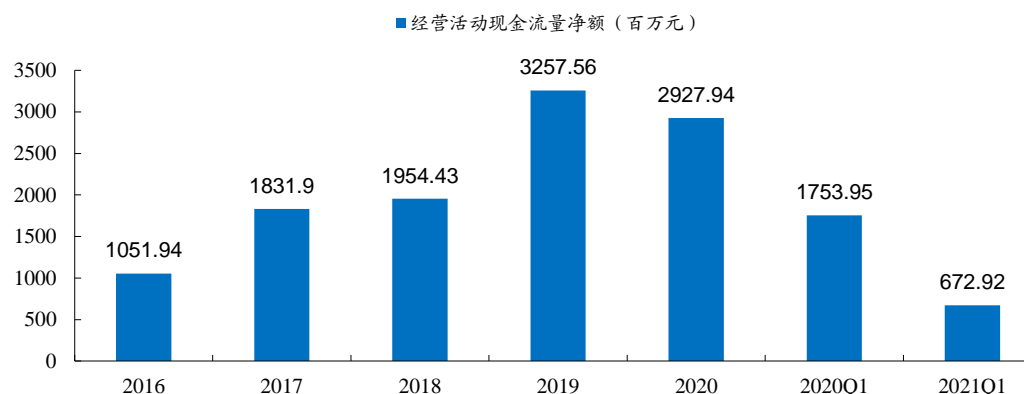


数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司 20 年产生经营活动现金流量净额 29.28 亿元 (yoy-10.12%)；21 年 Q1 经营活动现金流量净额为 6.73 亿元 (yoy-61.63%)，主要系疫情红利逐步消退导致游戏业务收到的现金较去年同期减少 7.86 亿元以及支付职工薪酬较去年同期增加 2 亿元。

20 年应收票据及应收账款期末余额 11.65 亿元,应付票据及应付账款期末余额 14.71 亿元。21Q1 应收票据及应收账款期末余额 16.35 亿元,较期初上升 40.41%,增加 4.71 亿元,主要系 21Q1 海外游戏业务规模扩大,应收第三方渠道平台款未到结算期;应付票据及应付账款期末余额 24.37 亿元,较期初上升 65.62%,增加 9.66 亿元,主要系应付互联网流量费用增加。

图 7：公司 2016-2020 及 2021Q1 经营活动现金流量净额

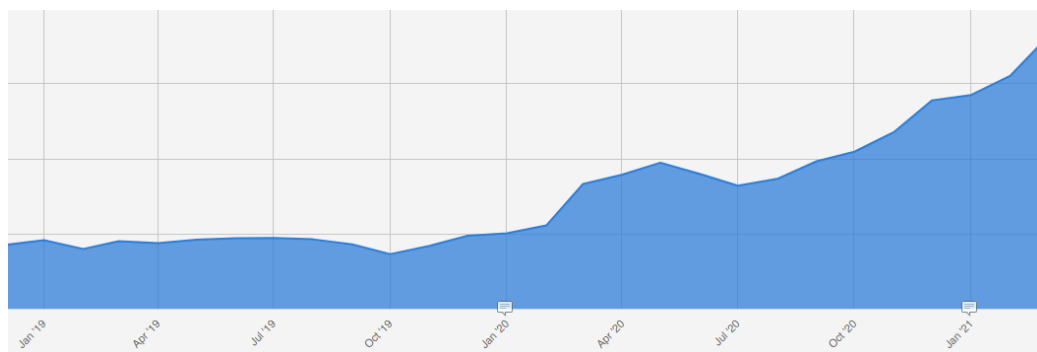


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 海外市场高速增长，营销投入将逐步回收

全球化战略布局成果显现，海外流水高速增长。公司 20 年海外营业收入同比增长 104.34%，21Q1 收入同比增幅超 130%，环比增幅超 50%，整体月流水超 5 亿元。海外市场收入快速增长得益于公司近年来持续推进全球化战略，产品覆盖多个国家，涉及 SLG 等多品类产品。目前公司 SLG 产品已突破欧美，《Puzzles & Survival》21Q1 月流水近 1.5 亿元，且公司在东南亚、日韩地区仍保持领先优势。由于 SLG 品类特性，公司前期对产品营销投入较大，致 21Q1 业绩承压，但该类型产品生命周期长，未来将进入投入回收期。

图 5：2019M1-2021M3 三七互娱海外 iOS & Google Play 收入趋势



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

全球化产品储备丰富多元。公司目前还储备有多款全球化产品，从品类构成看，覆盖 SLG、MMORPG，同时包含模拟经营、卡牌等创新品类产品。我们预计随着产品陆续上线，公司海外收入仍将保持高速增长，海外市场有望成为业绩增长的重要增长源。

表 1：21 年三七互娱海外重点储备产品

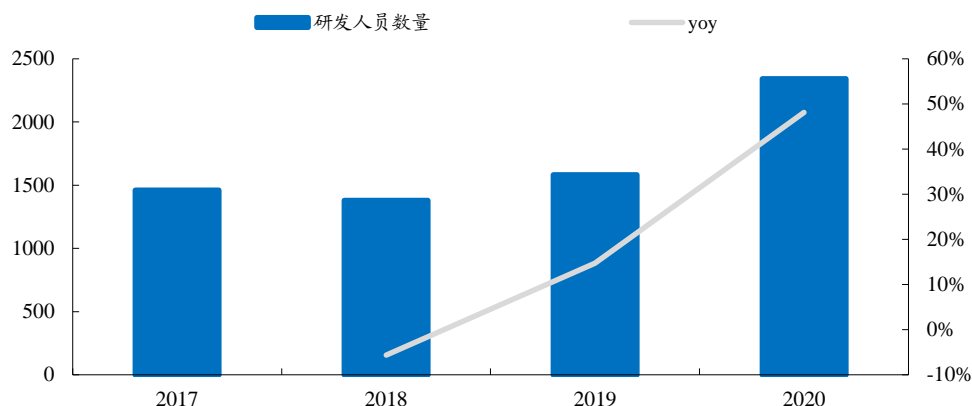
品类	储备产品
SLG	《代号 SG》、《Survival at Gunpoint》、《代号 HD》
MMORPG	《代号 E》、《代号 BX》
模拟经营	《叫我大掌柜》、《代号 DFW》
卡牌	《代号 C6》、《斗罗 3D》、《アイドルエンジェル》
RPG	《代号 TJKD》、《代号 SS》

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 持续加码研发，静待研发升级成果展现

国内品质为王市场趋势下，公司持续践行精品化、多元化战略，不断加码研发，21Q1 研发费用率达 8.51% (yoy+2.48%)，截至 20 年末研发人员数量达 2343 人，同比增长 48.1%。公司未来将进一步增加研发投入、扩大研发团队规模，提升产品美术水平与玩法创意性。从已上线产品看，21Q1 公测的《荣耀大天使》相比公司此前产品在玩法与画面表现上已有一定提升，该产品上线后表现优异最高达畅销榜第 9 名。

图 6：2017-2020 年公司研发人员数量与增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

目前代表公司研发升级的重点储备 3D 卡牌游戏《斗罗大陆：魂师觉醒》已开启预约，TapTap 评分目前 8.3 分，玩家期待值较高，该产品相比公司此前产品，受众群体更年轻，画面表现更优秀，玩法更创新，有望实现三七互娱玩家受众群体破圈，公司预计 21 年中上线。

图 7：《斗罗大陆：魂师觉醒》宣传图



数据来源：TapTap，东吴证券研究所

此外公司代理+自研储备有 50 余款产品，类别涉及 MMORPG、SLG、SRPG、模拟经营类、卡牌类等多个品类，体现公司在精品化、多元化、年轻化策略上的布局。

表 2：21 年三七互娱国内重点储备产品

品类	储备产品
SLG	《兵人指挥官》、《代号 WZ》、《代号 BY》
MMORPG	《异能都市》、《代号 LH》、《传世之光》等
模拟经营	《叫我大掌柜》
卡牌	《最后的原始人》、《斗罗大陆：魂师对决》

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

考虑公司 21 年新品较多，营销支出加大，且新品类与海外市场买量回收周期较长，我们下调盈利预测，预计 21-22 年实现 EPS1.21(-0.2)/1.47(-0.14)元，新增 23 年 EPS1.71 元，对应 PE18/15/13X，看好公司转型成果及业务边界扩张，维持“买入”评级。

5. 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。

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)				
2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	5,800	10,272	13,769	18,740	营业收入	14,400	17,247	21,169	25,126
现金	1,777	5,618	8,579	12,909	减:营业成本	1,758	2,556	3,221	3,820
应收账款	1,165	1,773	1,833	2,447	营业税金及附加	42	65	77	87
存货	0	0	0	0	营业费用	8,213	10,055	12,193	14,473
其他流动资产	2,859	2,882	3,357	3,385	管理费用	366	483	550	653
非流动资产	4,764	4,791	4,879	4,985	研发费用	1,113	1,500	1,863	2,236
长期股权投资	361	263	171	81	财务费用	-23	-30	-115	-231
固定资产	923	912	920	910	资产减值损失	193	0	0	0
在建工程	4	37	83	125	加:投资净收益	155	151	124	135
无形资产	1,108	1,214	1,344	1,501	其他收益	362	140	148	160
其他非流动资产	2,368	2,365	2,361	2,368	资产处置收益	0	1	1	0
资产总计	10,564	15,063	18,648	23,725	营业利润	3,256	2,909	3,652	4,383
流动负债	4,498	5,969	6,334	7,628	加:营业外净收支	-7	216	171	101
短期借款	889	889	889	889	利润总额	3,249	3,125	3,823	4,484
应付账款	1,471	3,168	2,677	4,257	减:所得税费用	213	208	279	346
其他流动负债	2,138	1,912	2,768	2,482	少数股东损益	275	238	289	337
非流动负债	0	6	14	20	归属母公司净利润	2,761	2,679	3,256	3,801
长期借款	0	6	14	20	EBIT	3,250	3,068	3,664	4,216
其他非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	3,367	3,290	3,917	4,503
负债合计	4,499	5,975	6,348	7,648	重要财务与估值指标				
少数股东权益	28	266	555	892	2020A	2021E	2022E	2023E	
归属母公司股东权益	6,037	8,822	11,745	15,186	每股收益(元)	1.24	1.21	1.47	1.71
负债和股东权益	10,564	15,063	18,648	23,725	每股净资产(元)	2.72	3.93	5.25	6.80
					发行在外股份(百万股)	2112	2218	2218	2218
					ROIC(%)	109.6%	167.2%	191.1%	394.3%
					ROE(%)	50.1%	32.5%	29.1%	25.9%
					毛利率(%)	87.8%	85.2%	84.8%	84.8%
					归母净利率(%)	19.2%	15.5%	15.04%	15.1%
					资产负债率(%)	42.6%	39.7%	34.0%	32.2%
					收入增长率(%)	8.9%	19.8%	22.7%	18.7%
					净利润增长率(%)	25.6%	-3.9%	21.5%	16.8%
					P/E	17.45	17.98	14.80	12.67
					P/B	7.98	5.53	4.14	3.19
					EV/EBITDA	13.66	12.89	10.14	7.94
现金流量表(百万元)									
2020A	2021E	2022E	2023E						
经营活动现金流	2,928	3,784	3,369	4,690					
投资活动现金流	-610	-85	-201	-239					
筹资活动现金流	-2,628	143	-207	-121					
现金净增加额	-361	3,841	2,961	4,330					
折旧和摊销	117	222	253	287					
资本开支	1,072	125	180	196					
营运资本变动	-261	838	-173	650					

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>