

## 重点产品陆续上线，储备产品丰富或带来运营数据逐季改善

——三七互娱年报点评

公司点评

### ● 事件：公司发布 2020 年年报

公司发布 2020 年年报和 2021 年一季报。2020 年公司实现营收 144 亿元，同比增长 8.86%；归母净利润 27.61 亿元，同比增长 30.56%；2021 年一季度实现营收 38.18 亿元，归母净利润 1.17 亿元，同比分别下降 12.09%、83.98%。

### ● 2020 年营收 133 亿元，同比增长近 11%，海外业务保持高速发展

2020 年公司手游业务取得营收 132.96 亿元，同比增长 10.9%。2020 年属于公司产品小年，主要上线游戏为《云上城之歌》《浮生妖绘卷》《万古封灵决》，营收来源以存量游戏为主，但精细化运营优势初显，最高月流水超过 18 亿，新增注册用户数超过 3.84 亿。另外，公司出海业务继续保持高速增长，海外业务营收同比增长 104.34%。

### ● 研发保持高投入，中台“宙斯”系统提高运维效率

为配合公司“双核+多元”战略，公司持续加码研发。2020 年公司研发费用达到 11.13 亿元，同比增长 36.66%，增幅高于营收增速；研发人员数量达到 2343 人，同比增长 48.1%。在强大研发能力加持下，“宙斯”中台持续优化精细化运营，其可进行深度学习计算，实现研发、部署、运营全流程的自动化和标准化，提高公司运营效率。

### ● 未来一至三年或均为产品大年，《斗罗大陆》IP 领衔，储备多个品类

公司未来已立项项目包括 MMORPG、SLG、SRPG、模拟经营等多个品类的游戏，50 余款将陆续推出。2021 年以来已上线《荣耀大天使》《绝世仙王》《斗罗大陆：武魂觉醒》等，预计年内还将上线《斗罗大陆：魂师对决》《云端问仙》等游戏。在研产品包括 MMORPG 品类的《异能都市》《代号 LH》《传世之光》等；SLG 品类的《兵人指挥官》《代号 WZ》《代号 BY》；卡牌品类的《最后的原始人》《斗罗大陆：魂师对决》等。

### ● 高研发投入和新产品高投放的错配期，后续运营数据有望逐季走好

公司经历了 2020Q1 带来的高基数效应和研发、产品错配期，悲观预期或已见底。基于公司当下的高研发投入和产品储备，预计公司 2021 年-2023 年的净利润为 29.04 亿元、37.50 亿元、43.06 亿元，同比增长 16.4%、17.9%、18.00%，对应 2021 年-2023 年 PE 分别为 17/13/11 倍，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,227	14,400	17,682	20,960	23,907
增长率(%)	73.3	8.9	22.8	18.5	14.1
净利润(百万元)	2,115	2,761	2,904	3,750	4,306
增长率(%)	109.7	30.6	5.2	29.1	14.8
毛利率(%)	86.6	87.8	88.9	89.6	90.3
净利率(%)	16.0	19.2	16.4	17.9	18.0
ROE(%)	33.1	50.1	36.6	33.0	28.4
EPS(摊薄/元)	0.95	1.24	1.31	1.69	1.94
P/E(倍)	23.1	17.7	16.8	13.0	11.4
P/B(倍)	7.0	8.1	5.7	4.1	3.1

## 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

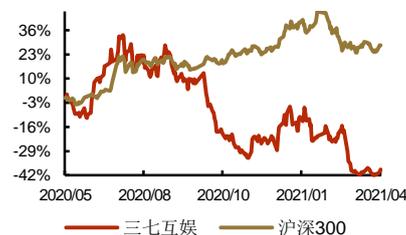
证书编号：S0280520040001

### 市场数据

时间 2021.05.06

收盘价(元):	21.71
一年最低/最高(元):	21.1/51.08
总股本(亿股):	22.18
总市值(亿元):	481
流通股本(亿股):	14.7
流通市值(亿元):	319
近 3 月换手率:	149.83%

### 股价一年走势



### 相关报告

《多重因素致单季波动较大，利润释放有望年内逐季改善》2021-03-17

《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

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>6355</b>	<b>5800</b>	<b>6993</b>	<b>13103</b>	<b>15944</b>	<b>营业收入</b>	<b>13227</b>	<b>14400</b>	<b>17682</b>	<b>20960</b>	<b>23907</b>
现金	2153	1777	3453	7207	10472	营业成本	1776	1758	1968	2173	2326
应收票据及应收账款合计	1288	1165	604	2621	2160	营业税金及附加	46	42	55	64	74
其他应收款	85	85	124	124	158	营业费用	7737	8213	10171	12023	13726
预付账款	661	1000	1040	1378	1380	管理费用	222	366	419	484	566
存货	0	0	0	0	0	研发费用	820	1113	1276	1549	1753
其他流动资产	2169	1774	1774	1774	1774	财务费用	-15	-23	-10	-83	-193
<b>非流动资产</b>	<b>3790</b>	<b>4764</b>	<b>4629</b>	<b>4476</b>	<b>4298</b>	资产减值损失	-58	-193	760	755	956
长期投资	469	361	274	189	104	公允价值变动收益	-148	196	49	65	81
固定资产	47	923	927	914	874	其他收益	143	162	145	150	150
无形资产	17	1108	1021	934	847	投资净收益	111	155	137	142	141
其他非流动资产	3257	2372	2407	2439	2474	<b>营业利润</b>	<b>2672</b>	<b>3256</b>	<b>3373</b>	<b>4354</b>	<b>5073</b>
<b>资产总计</b>	<b>10145</b>	<b>10564</b>	<b>11622</b>	<b>17579</b>	<b>20242</b>	营业外收入	28	4	166	151	130
<b>流动负债</b>	<b>2600</b>	<b>4498</b>	<b>2621</b>	<b>4864</b>	<b>3229</b>	营业外支出	4	11	9	10	8
短期借款	0	889	445	667	556	<b>利润总额</b>	<b>2696</b>	<b>3249</b>	<b>3531</b>	<b>4495</b>	<b>5195</b>
应付票据及应付账款合计	1719	1471	909	1911	1239	所得税	279	213	276	333	392
其他流动负债	881	2138	1268	2286	1434	<b>净利润</b>	<b>2417</b>	<b>3036</b>	<b>3255</b>	<b>4162</b>	<b>4803</b>
<b>非流动负债</b>	<b>251</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-7</b>	<b>-13</b>	少数股东损益	302	275	351	413	497
长期借款	250	0	-3	-7	-13	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2115</b>	<b>2761</b>	<b>2904</b>	<b>3750</b>	<b>4306</b>
其他非流动负债	1	0	0	0	0	EBITDA	2759	3367	3699	4586	5190
<b>负债合计</b>	<b>2852</b>	<b>4499</b>	<b>2619</b>	<b>4857</b>	<b>3216</b>	EPS(元)	0.95	1.24	1.31	1.69	1.94
少数股东权益	264	28	379	792	1288						
股本	2112	2112	2218	2218	2218						
资本公积	73	115	115	115	115						
留存收益	4938	3960	6557	9947	13832						
归属母公司股东权益	7029	6037	8625	11931	15737						
<b>负债和股东权益</b>	<b>10145</b>	<b>10564</b>	<b>11622</b>	<b>17579</b>	<b>20242</b>						

现金流量表(百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3258</b>	<b>2928</b>	<b>2315</b>	<b>3753</b>	<b>3512</b>
净利润	2417	3036	3255	4162	4803
折旧摊销	111	117	206	217	224
财务费用	-15	-23	-10	-83	-193
投资损失	-111	-155	-137	-142	-141
营运资金变动	521	-261	-950	-336	-1099
其他经营现金流	334	214	-49	-66	-82
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1043</b>	<b>-610</b>	<b>115</b>	<b>144</b>	<b>177</b>
资本支出	368	1072	-48	-68	-93
长期投资	127	-151	87	85	85
其他投资现金流	-548	311	154	161	169
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1602</b>	<b>-2628</b>	<b>-754</b>	<b>-143</b>	<b>-423</b>
短期借款	-369	889	-445	222	-111
长期借款	-31	-250	-3	-5	-6
普通股增加	-13	0	106	0	0
资本公积增加	-226	42	0	0	0
其他筹资现金流	-964	-3309	-412	-361	-306
<b>现金净增加额</b>	<b>620</b>	<b>-361</b>	<b>1676</b>	<b>3754</b>	<b>3265</b>

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	73.3	8.9	22.8	18.5	14.1
营业利润(%)	246.9	21.8	3.6	29.1	16.5
归属于母公司净利润(%)	109.7	30.6	5.2	29.1	14.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	86.6	87.8	88.9	89.6	90.3
净利率(%)	16.0	19.2	16.4	17.9	18.0
ROE(%)	33.1	50.1	36.6	33.0	28.4
ROIC(%)	127.1	109.6	100.1	131.8	128.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.1	42.6	22.5	27.6	15.9
净负债比率(%)	-25.6	-14.6	-33.8	-51.9	-58.7
流动比率	2.4	1.3	2.7	2.7	4.9
速动比率	2.1	1.0	2.1	2.3	4.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.4	1.6	1.4	1.3
应收账款周转率	10.2	11.7	20.0	13.0	10.0
应付账款周转率	1.3	1.1	1.7	1.5	1.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.95	1.24	1.31	1.69	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	1.48	1.04	1.69	1.58
每股净资产(最新摊薄)	3.17	2.72	3.84	5.33	7.05
<b>估值比率</b>					
P/E	23.1	17.7	16.8	13.0	11.4
P/B	7.0	8.1	5.7	4.1	3.1
EV/EBITDA	16.4	13.9	12.2	9.1	7.5

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年文化传媒互联网软件公司实业和投资经验，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：dingpeipei@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/>