

2021 年三季报点评：业绩超预期，自研与全球化布局成效显著

2021 年 10 月 30 日

买入（维持）

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 李赛

执业证号：S0600521080004
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	2,697	3,488	4,115
同比（%）	30.6%	-2.3%	29.3%	18.0%
每股收益（元/股）	1.24	1.22	1.57	1.86
P/E（倍）	19.12	19.57	15.13	12.83

投资要点

- **事件：**2021Q1-3 公司实现营业收入 121.11 亿元，yoy+7.27%，归母净利润 17.21 亿元，yoy-23.85%，扣非归母净利润 15.19 亿元，yoy-22.14%；其中 2021Q3 实现营业收入 45.72 亿元，yoy+38.50%，qoq+22.86%，归母净利润 8.67 亿元，yoy+54.77%，qoq+17.71%，扣非归母净利润 8.82 亿元，yoy+81.39%，qoq+39.12%，业绩超出我们预期。
- **点评：**新游步入回收期，业绩同比/环比均实现高增长。2021Q3 公司营业收入同比/环比增长 38.50%/22.86%，主要系自研新游《斗罗大陆：魂师对决》表现优秀，Q3 在国内 iOS 游戏畅销榜平均排名第 7 名，同时于全球陆续上线，实现月流水超 7 亿元；归母净利润环比增长 17.71%，主要系新游《武魂觉醒》等逐步回收以及海外业务进入回收期，我们预计《魂师对决》也贡献了部分利润增量。2021Q3 公司毛利率为 84.31%（yoy-3.97pct，qoq+0.47pct），同比下降主要系代理游戏流水占比提升，游戏分成款增加所致；销售费用率 54.41%（yoy-10.37pct，qoq+1.06pct），Q3《魂师对决》上线，验证了公司内容化发行与精细化买量对 ROI 的提升，管理费用率 2.48%（yoy-0.19pct，qoq-0.71pct），研发费用率 6.95%（yoy+0.56pct，qoq-2.42pct），财务费用为-0.08 亿元（Q2 为-0.15 亿元）；净利率 18.82%（yoy+1.46pct，qoq-0.81pct），我们预计后续随着《魂师对决》进一步回收，净利率有望持续提升。2021Q3 公司经营性现金净流入 8.63 亿元，环比增长 48.48%。
- **出海排名持续攀升，全球化布局效果显著。**公司海外业务规模持续扩大，2021Q3 末应收账款为 16.81 亿元，环比增长 21.53%，我们认为主要系海外收入增长，未结算的第三方渠道平台款升高所致。根据 App Annie 数据，2021 年 7 月至 9 月公司在国内出海厂商收入排名分别为第 6/6/5 名。核心产品《末日喧嚣》《江山美人》已形成长线运营，其中《末日喧嚣》Q3 在出海游戏收入排名从第 10 名跃升至第 5 名，在美国 iOS 游戏畅销榜排名稳定在 20-40 名，日本地区稳定在 10-30 名，验证公司全球化“因地制宜”的运营能力。公司在海外市场已实现长周期品类突破，随着公司加速精品出海与全球化布局，我们预计海外业务将贡献稳定利润，驱动公司业绩持续增长。
- **持续推进“双核+多元”战略，产品储备品类丰富。**公司以 MMO 和 SLG 为核心推进多元化布局，增加产品和 IP 储备，2021Q3 公司预付款项为 13.28 亿元，环比增长 18.91%，主要系预付代理游戏分成款及 IP 授权金增加所致。公司未来重点产品储备充足，包括 SLG《代号三国 BY》《代号 AOE》、卡牌《代号 C6》、MMO《代号 3D 版 WTB》等。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司自研新游《魂师对决》海内外表现优秀以及海外业务拓展超预期，且后续产品储备充足，我们上调公司 2021-2023 年 EPS 至 1.22/1.57/1.86 元（原值为 1.21/1.47/1.71 元），对应当前股价 PE 分别为 20/15/13 倍。公司研发升级和内容化发行能力逐渐验证，同时海外逐渐成长为第二增长曲线，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)	23.80
一年最低/最高价	15.87/35.88
市净率(倍)	5.63
流通 A 股市值(百万元)	36654.81

基础数据

每股净资产(元)	4.34
资产负债率(%)	30.99
总股本(百万股)	2217.86
流通 A 股(百万股)	1540.12

相关研究

- 1、《三七互娱 (002555)：2021 年半年报点评：Q2 业绩环比大幅增长，《斗罗大陆：魂师对决》表现超预期》2021-08-31
- 2、《三七互娱 (002555)：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》2021-04-30
- 3、《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

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	10,265	13,413	18,744	营业收入	14,400	17,247	21,169	25,126
现金	1,777	5,610	8,223	12,912	减:营业成本	1,758	2,596	3,154	3,719
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	10,075	12,098	14,322
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	4,934	5,235	5,640	研发费用	1,113	1,500	1,846	2,211
长期股权投资	361	282	204	126	财务费用	-23	-91	-195	-312
固定资产	923	944	1,031	1,166	资产减值损失	193	0	0	0
在建工程	4	58	143	241	加:投资净收益	155	170	138	147
无形资产	1,108	1,280	1,489	1,740	其他收益	362	140	148	160
其他非流动资产	2,368	2,368	2,368	2,367	资产处置收益	0	1	1	0
资产总计	10,564	15,198	18,647	24,384	营业利润	3,256	2,930	3,925	4,754
流动负债	4,498	6,079	6,046	7,647	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	3,146	4,096	4,855
应付账款	1,471	3,240	2,485	4,264	减:所得税费用	213	210	299	375
其他流动负债	2,138	1,950	2,672	2,493	少数股东损益	275	239	309	365
非流动负债	0	12	29	45	归属母公司净利润	2,761	2,697	3,488	4,115
长期借款	0	11	29	45	EBIT	3,250	3,089	3,943	4,593
其他非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	3,367	3,209	4,078	4,749
负债合计	4,499	6,091	6,075	7,692	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	28	267	577	942	每股收益(元)	1.24	1.22	1.57	1.86
归属母公司股东权益	6,037	8,840	11,995	15,750	每股净资产(元)	2.72	3.94	5.36	7.05
负债和股东权益	10,564	15,198	18,647	24,384	发行在外股份(百万股)	2112	2218	2218	2218
					ROIC(%)	109.6%	167.0%	154.3%	276.1%
					ROE(%)	50.1%	32.6%	30.5%	27.0%
					毛利率(%)	87.8%	85.0%	85.1%	85.2%
					销售净利率(%)	19.2%	15.6%	16.5%	16.4%
					资产负债率(%)	42.6%	40.1%	32.6%	31.5%
					收入增长率(%)	8.9%	19.8%	22.7%	18.7%
					净利润增长率(%)	25.6%	-3.3%	29.3%	18.0%
					P/E	19.12	19.57	15.13	12.83
					P/B	8.74	6.04	4.44	3.37
					EV/EBITDA	15.03	14.65	10.97	8.52
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	2,928	3,729	3,009	5,110					
投资活动现金流	-610	-106	-282	-395					
筹资活动现金流	-2,628	211	-115	-26					
现金净增加额	-361	3,833	2,612	4,690					
折旧和摊销	117	120	135	155					
资本开支	1,072	248	379	484					
营运资本变动	-261	947	-574	953					

数据来源: Wind, 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>