

业绩拐点确立，新游回收超预期

三七互娱(002555)

评级:	增持	股票代码:	002555
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	35.88/15.87
目标价格:		总市值(亿)	527.85
最新收盘价:	23.8	自由流通市值(亿)	366.55
		自由流通股数(百万)	1,540.12

►事件概述

2021年10月29日晚间，三七互娱发布三季报，公司前三季度实现营收121.11亿元，同比增长7.27%，实现归母净利润17.21亿元，同比下降23.85%；第三季度实现营收45.72亿元，同比增长38.50%，实现归母净利润8.67亿元，同比增长54.77%。

►三季报超预期高增长，业绩拐点确立

根据公司三季报，公司游戏业务具有先投入后回收的特性，2021年公司新上线游戏产品数量增加，由于新游戏处于上线推广初期，对应的销售费用增长率会在这一阶段高于营业收入增长率，进而对销售费用率产生阶段性影响。伴随前期投入的回收和新游戏产品上线加持，公司第三季度实现营业收入45.72亿元，同比增长38.50%，环比增长22.86%，实现归母净利润8.67亿元，环比增长17.71%，游戏业务回暖明显，业绩拐点进一步确立。

►《斗罗大陆》强化研发逻辑，Q4业绩持续增长可期

2021年第三季度，公司自研产品《斗罗大陆：魂师对决》在全球陆续上线，实现月流水超7亿。《斗罗大陆：魂师对决》是公司“精品化”理念的深度延续，是对当下顶尖研发技术的一次实践。这款游戏对公司的重要意义在于统一了公司在次世代领域的研发流程和底层逻辑，形成了一套可继承和不断迭代的体系，有效提升游戏研发的效率以及创意的天花板，为公司的精品化战略打下坚实的基础。随着公司前三季度新上线游戏《荣耀大天使》《斗罗大陆：武魂觉醒》《绝世仙王》《Puzzles&Survival》等作品持续回收业绩，我们预计Q4公司业绩有望进一步增长。

►全球化战略布局加速，业务策略调整促绩效提升

2021上半年，公司全球化战略布局提速显著，海外业务营业收入同比增长111.03%，公司海外发行的移动游戏最高月流水超5亿，新增注册用户合计超过3000万，最高月活跃用户超过850万。公司海外品牌37GAMES覆盖多个国家和地区，游戏类型涉及SLG、MMORPG、SIM、卡牌等。公司海外业务快速增长得益于海外经营方式的调整。经过多年游戏出海经验的积累，公司将出海策略由原“分区突破”调整为按照赛道和品类做组织架构来发行，新策略之下，发行人员对产品有着更深入的理解，可通过更有效的方式进行本地化运营。

►投资建议：维持“增持”评级

结合三季报及前期公告，我们下调公司2021-2023年营收193.55/227.55/(未预测2023年)亿元的预测至161.28/190.86/219.86亿元，下调2021-2023年归母净利润31.88/37.70/(未预测2023年)的预测至25.48/30.78/36.14亿元，下调EPS 1.51/1.78/(未预测2023年)元的预测至1.15/1.39/1.63元，对应2021年10月29日23.80元/股收盘价，PE分别为21、17、15倍。公司目前股价估值水平处于历史低位，随着未来业绩持续回暖，新游进一步贡献业绩，我们认为公司业绩拐点已确立，维持“增持”评级。

►风险提示

游戏版号政策收缩风险；新游测试不及预期风险；税收优惠政策被取消风险；人才流失风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
------	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入(百万元)	13,227	14,400	16,128	19,086	21,986
YoY (%)	73.3%	8.9%	12.0%	18.3%	15.2%
归母净利润(百万元)	2,115	2,761	2,548	3,078	3,614
YoY (%)	109.7%	30.6%	-7.7%	20.8%	17.4%
毛利率 (%)	86.6%	87.8%	84.7%	84.8%	85.1%
每股收益 (元)	0.95	1.24	1.15	1.39	1.63
ROE	30.1%	45.7%	33.8%	33.7%	30.9%
市盈率	24.96	19.12	20.72	17.15	14.61

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 赵琳

研究助理: 李钊

邮箱: zhaolin@hx168.com.cn

邮箱: lizhao1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	14,400	16,128	19,086	21,986	净利润	3,036	2,548	3,078	3,614
YoY (%)	8.9%	12.0%	18.3%	15.2%	折旧和摊销	117	50	70	100
营业成本	1,758	2,464	2,898	3,280	营运资金变动	-123	-621	74	1
营业税金及附加	42	37	44	51	经营活动现金流	2,928	1,990	3,124	3,587
销售费用	8,213	9,193	10,974	12,642	资本开支	-1,071	-1,307	-1,404	-1,805
管理费用	366	452	534	616	投资	-151	-80	-40	-40
财务费用	-23	40	47	42	投资活动现金流	-610	-1,287	-1,253	-1,625
资产减值损失	-193	-40	-20	-20	股权募资	0	0	0	0
投资收益	155	100	191	220	债务募资	889	0	0	0
营业利润	3,256	2,833	3,384	3,951	筹资活动现金流	-2,628	-1,127	-1,550	-1,127
营业外收支	-7	-2	-2	-2	现金净流量	-361	-424	321	835
利润总额	3,249	2,831	3,382	3,949	主要财务指标				
所得税	213	283	304	336	成长能力				
净利润	3,036	2,548	3,078	3,614	营业收入增长率	8.9%	12.0%	18.3%	15.2%
归属于母公司净利润	2,761	2,548	3,078	3,614	净利润增长率	30.6%	-7.7%	20.8%	17.4%
YoY (%)	30.6%	-7.7%	20.8%	17.4%	盈利能力				
每股收益	1.24	1.15	1.39	1.63	毛利率	87.8%	84.7%	84.8%	85.1%
资产负债表 (百万元)					净利率率	21.1%	15.8%	16.1%	16.4%
货币资金	1,777	1,353	1,674	2,509	总资产收益率 ROA	26.1%	20.5%	20.8%	20.2%
预付款项	1,000	1,355	1,621	1,819	净资产收益率 ROE	45.7%	33.8%	33.7%	30.9%
存货	0	0	0	0	偿债能力				
其他流动资产	3,023	3,701	4,061	4,417	流动比率	1.29	1.31	1.31	1.42
流动资产合计	5,800	6,408	7,356	8,746	速动比率	1.07	1.03	1.02	1.12
长期股权投资	361	391	421	451	现金比率	0.39	0.28	0.30	0.41
固定资产	923	1,003	1,083	1,363	资产负债率	42.6%	39.3%	38.0%	34.5%
无形资产	1,108	2,278	3,528	4,948	经营效率				
非流动资产合计	4,764	6,049	7,411	9,144	总资产周转率	1.36	1.29	1.29	1.23
资产合计	10,564	12,457	14,767	17,890	每股指标 (元)				
短期借款	889	889	889	889	每股收益	1.24	1.15	1.39	1.63
应付账款及票据	1,471	2,464	2,859	3,235	每股净资产	2.72	3.39	4.12	5.27
其他流动负债	2,138	1,547	1,862	2,051	每股经营现金流	1.32	0.90	1.41	1.62
流动负债合计	4,498	4,900	5,610	6,176	每股股利	0.00	0.50	0.70	0.50
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	0	0	0	0	PE	19.12	20.72	17.15	14.61
非流动负债合计	0	0	0	0	PB	11.47	7.01	5.78	4.52
负债合计	4,499	4,900	5,611	6,176					
股本	2,112	2,112	2,112	2,112					
少数股东权益	28	28	28	28					
股东权益合计	6,065	7,557	9,156	11,714					
负债和股东权益合计	10,564	12,457	14,767	17,890					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。