



买入 (维持)

所属行业: 传媒/互联网传媒  
当前价格(元): 25.35

证券分析师

赵伟博

资格编号: S0120521090001

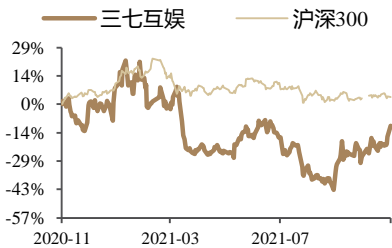
邮箱: zhaowb@tebon.com.cn

联系人

许悦

邮箱: xuyue@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	27.10	56.47	39.39
相对涨幅(%)	26.60	54.70	37.73

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《三七互娱(002555.SZ) 2021 中报点评: 前期营销投入持续回收, 海外市场与研发实力提升进展喜人》, 2021.8.31
- 《三七互娱(002555.SZ): 优势品类地位稳固, 多元化与国际化成果进入释放期》, 2021.7.20

# 三七互娱 (002555.SZ) 21Q3 季报点评: 营销投入回收叠加新品上线助推业绩超预期, 关注重点产品 Q4 利润释放

投资要点

- 三七互娱发布 2021Q3 季报, 21Q1-Q3 公司实现营收 121.1 亿元 (yoy+7.3%), 实现归母净利润 17.2 亿元 (yoy-23.9%)。其中 Q3 公司实现营收 45.7 亿元 (yoy+38.5%, qoq+22.9%), 创历史新高, 实现归母净利润 8.7 亿元 (yoy+54.8%, qoq+17.7%), 延续 Q2 利润释放趋势同时超出中报业绩指引上限。
- 《斗罗大陆: 魂师对决》表现优异驱动 Q3 业绩环比高速增长, 预计产品利润率将逐步提升并进一步释放利润。公司自研回合制卡牌游戏《斗罗大陆: 魂师对决》, 7月22日上线后最高达畅销榜第四名, 首月流水超7亿元, 目前仍位于畅销榜第八名体现高产品质量与公司强运营能力。产品表现优异推动公司 Q3 营收创历史新高, 同时其自研产品高利润率特性推动公司毛利率环比小幅提升 0.5pct 至 84.3%。销售费用方面, 由于新品上线加大销售投入, 销售费用环比增长 5 亿元至 24.9 亿元, 但产品表现优异流水释放迅速使得收入同步提高, 销售费用率环比小幅提升 1.1pct 至 54.4%。21Q3 净利率环比小幅下滑 0.8pct 至 18.8%。当前《斗罗大陆: 魂师对决》流水保持稳定, 预计随着产品进入稳定期, 营销投入下降, 产品利润率将逐步提高并于 Q4 进一步释放利润。
- 出海能力持续验证, 经典优质产品保持稳定, 关注 Q4 利润释放情况。Q3 公司出海能力进一步验证, 优质产品延续 Q2 高速增长趋势, 根据 SensorTower 数据, 《P&S》、《叫我大掌柜》流水于 M8 创新高, 其中《P&S》月流水近 3 亿, 此外优质模拟经营产品《江山美人》流水持续稳定。公司整体下载量剔除《斗罗大陆: 魂师对决》后保持稳步下降, 预示买量投入减少, 产品正逐步进入回收期, 利润有望于 Q4 进一步释放。
- 新品储备多元丰富, 优质储备已于海外市场验证。公司后续储备丰富, 在 MMO、SLG、卡牌、模拟经营赛道中分别储备了 11/10/6/3 款产品, 其中 10 款产品为自研产品, 占比达 33%。《空之要塞: 起航》、《异能都市》、《曙光计划》等产品已获得版号有望驱动公司未来成长。此外公司储备 SLG 产品《小小蚁国》于海外成长迅速, 快速进入头部 SLG 出海产品行列, 有望于 21Q4-22 年贡献业绩增量。
- 盈利预测与投资评级: 预计公司 21-23 年分别实现归母净利润 28.96/36.22/42.56 亿元, 对应当前股价 PE19/16/13X, 看好公司转型成果与 Q4 利润释放, 维持“买入”评级。

风险提示: 产品上线延期, 新品表现不及预期, 行业监管政策趋严。

股票数据

总股本(百万股):	2,217.86
流通 A 股(百万股):	1,540.12
52 周内股价区间(元):	16.24-34.75
总市值(百万元):	56,222.86
总资产(百万元):	14,086.18
每股净资产(元):	4.34

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,227	14,400	17,868	21,523	24,964
(+/-)YOY(%)	73.3%	8.9%	24.1%	20.5%	16.0%
净利润(百万元)	2,115	2,761	2,896	3,622	4,256
(+/-)YOY(%)	109.7%	30.6%	4.9%	25.1%	17.5%
全面摊薄 EPS(元)	1.00	1.31	1.31	1.63	1.92
毛利率(%)	86.6%	87.8%	87.6%	87.2%	88.6%
净资产收益率(%)	30.1%	45.7%	37.3%	36.9%	34.8%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.31	1.31	1.63	1.92
每股净资产	2.72	3.50	4.42	5.51
每股经营现金流	1.32	1.23	2.01	1.89
每股股利	0.50	0.52	0.65	0.77
价值评估(倍)				
P/E	23.84	19.41	15.52	13.21
P/B	11.47	7.23	5.73	4.60
P/S	3.72	3.15	2.61	2.25
EV/EBITDA	20.42	16.21	12.58	10.33
股息率%	1.6%	2.1%	2.6%	3.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	87.8%	87.6%	87.2%	88.6%
净利润率	19.2%	16.2%	16.8%	17.0%
净资产收益率	45.7%	37.3%	36.9%	34.8%
资产回报率	26.1%	22.6%	21.9%	22.0%
投资回报率	41.2%	32.6%	32.1%	30.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.9%	24.1%	20.5%	16.0%
EBIT 增长率	10.9%	2.2%	23.1%	18.5%
净利润增长率	30.6%	4.9%	25.1%	17.5%
偿债能力指标				
资产负债率	42.6%	36.8%	36.5%	31.0%
流动比率	1.3	1.5	1.7	2.1
速动比率	1.1	1.3	1.5	1.8
现金比率	0.4	0.4	0.7	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	29.5	32.5	31.0	31.8
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	1.4	1.4	1.3	1.3
固定资产周转率	15.6	15.9	20.9	24.6

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,761	2,896	3,622	4,256
少数股东损益	275	288	360	424
非现金支出	305	151	198	247
非经营收益	-290	-287	-360	-308
营运资金变动	-123	-323	628	-422
经营活动现金流	2,928	2,726	4,448	4,196
资产	-1,071	-1,007	-1,064	-1,058
投资	-151	-663	-17	-265
其他	612	277	358	303
投资活动现金流	-610	-1,394	-722	-1,020
债权募资	608	0	0	0
股权募资	0	106	0	0
其他	-3,236	-1,159	-1,449	-1,702
融资活动现金流	-2,628	-1,053	-1,449	-1,702
现金净流量	-361	279	2,278	1,474

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 1 日  
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	14,400	17,868	21,523	24,964
营业成本	1,758	2,210	2,746	2,838
毛利率%	87.8%	87.6%	87.2%	88.6%
营业税金及附加	42	64	72	82
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
营业费用	8,213	10,899	12,914	14,853
营业费用率%	57.0%	61.0%	60.0%	59.5%
管理费用	366	443	481	604
管理费用率%	2.5%	2.5%	2.2%	2.4%
研发费用	1,113	1,429	1,829	2,322
研发费用率%	7.7%	8.0%	8.5%	9.3%
EBIT	3,070	3,136	3,860	4,575
财务费用	-23	15	5	-12
财务费用率%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.0%
资产减值损失	-193	109	137	142
投资收益	155	177	208	253
营业利润	3,256	3,401	4,214	5,006
营业外收支	-7	9	1	5
利润总额	3,249	3,410	4,215	5,010
EBITDA	3,187	3,396	4,195	4,965
所得税	213	225	232	331
有效所得税率%	6.6%	6.6%	5.5%	6.6%
少数股东损益	275	288	360	424
归属母公司所有者净利润	2,761	2,896	3,622	4,256

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,777	2,056	4,333	5,807
应收账款及应收票据	1,165	1,592	1,830	2,173
存货	0	0	0	0
其它流动资产	2,859	3,632	4,042	4,399
流动资产合计	5,800	7,280	10,205	12,380
长期股权投资	361	263	160	60
固定资产	923	1,124	1,030	1,014
在建工程	4	9	24	34
无形资产	1,108	1,656	2,475	3,158
非流动资产合计	4,764	5,525	6,302	6,927
资产总计	10,564	12,805	16,508	19,306
短期借款	889	889	889	889
应付票据及应付账款	1,471	1,994	2,388	2,515
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,138	1,832	2,744	2,580
流动负债合计	4,498	4,716	6,021	5,985
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债总计	4,498	4,716	6,022	5,985
实收资本	2,112	2,218	2,218	2,218
普通股股东权益	6,037	7,773	9,809	12,221
少数股东权益	28	316	677	1,100
负债和所有者权益合计	10,564	12,805	16,508	19,306

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

赵伟博：德邦证券计算机行业首席分析师，中国人民大学金融学硕士，中国人民大学经济学本科，曾就职于东北证券、华泰证券。对网络安全、金融IT、云计算、智能驾驶、工业软件、信创产业链均有深入研究。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。