

公司研究

自研与出海双轮驱动，业绩有望持续释放

——三七互娱（002555.SZ）2021 三季报点评

要点

事件：2021 年前三季度公司实现营业收入 121.1 亿元，同比增长 7.3%；归母净利润 17.2 亿元，同比下降 23.9%；归母扣非净利润 15.2 亿元，同比下降 22.1%。其中，第三季度实现营业收入 45.72 亿元，同比增长 38.5%，归母净利润 8.7 亿元，同比增长 54.8%；归母扣非净利润 8.8 亿元，同比增长 81.4%。

点评：销售费用投入逐步回收，新游上线加持，归母净利率回暖明显。21 年前三季度公司归母净利率 14.2%，同比下降 5.8pct；21Q3 归母净利率 19%，同比增长 2pct。主要系：1) 公司第三季度销售费用率 54.4%，同比下降 10.4pct。公司游戏业务具有先投入后回收的特性，截至第三季度末，公司第一季度用于新游推广的销售费用投入已逐步回收。2) 第三季度公司自研新品《斗罗大陆：魂师对决》在全球陆续上线，实现月流水超 7 亿。我们认为，伴随前期投入回收和高质量新游持续贡献流水，公司业绩有望进一步释放。

勤力自研，产品储备丰富。1) 自研新游《魂师》表现优秀。根据七麦数据，《魂师》在 9 月 ios 游戏畅销榜位居角色扮演类平均第 4 名。根据 DataEye，《魂师》9 月投放素材数 5339 组，仅为中重度游戏中投放量第一《三国志战略版》的 26.6%，位居榜单第 10 名。《魂师》通过较少的广告投入，能维持较高排名。2) “精品化、多元化”战略持续推进。公司第三季度研发费用率 7%，同比增长 0.6pct。公司有《传世之光》(RPG)、《代号三国 BY》(SLG)、《代号女性向古风》等多款不同类型自研游戏储备，看好公司中长期营收潜力。

品类突破、“因地制宜”，全球化效果显著。根据 Sensor Tower 9 月数据，三七互娱位居手游厂商全球收入第 4 名，《Puzzles & Survival》、《云上城之歌》分别位居手游出海收入榜第 5、21 名。公司产品的海外竞争力得到进一步验证，出海业务已成重要发展驱动力。1) 《Puzzles & Survival》填补类型空白，突破欧美市场。根据 GameRefinery，21Q2 美国市场 Puzzle 和 SLG 类游戏收入占比之和达 38.4%，《Puzzles & Survival》将这两种最受欢迎的玩法进行完美结合，有效拓宽受众面，成长空间广阔。2) 坚持本地化运营推广，日韩市场回报丰盛。二次元手游《云上城之歌》7 月登陆韩国，位居当地手游畅销榜第 11 名。《Puzzles & Survival》8 月收入中，日本市场占比 45.4%。

盈利预测、估值与评级：公司持续推进游戏自研和品类突破，研发和买量带来短期业绩承压，我们下调公司 21-23 年归母净利润预测至 25.18/32.30/36.75 亿元人民币（与上次预测-4.13%/-3.27%/-3.36%），对应 PE21/16/14x；我们长期看好公司推进自研和游戏出海带来的营收潜力，维持“买入”评级。

风险提示：游戏版号审批收紧，玩家流失，新游研发进度不及预期，买量市场价格持续上升。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,227.14	14,399.70	17,108.88	20,180.34	23,253.90
营业收入增长率	73.30%	8.86%	18.81%	17.95%	15.23%
净利润（百万元）	2,114.77	2,760.95	2,518.10	3,230.25	3,674.84
净利润增长率	109.69%	30.56%	-8.80%	28.28%	13.76%
EPS（元）	1.00	1.31	1.14	1.46	1.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	30.09%	45.73%	22.82%	23.82%	22.51%
P/E	24	18	21	16	14

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-10-29

买入（维持）

当前价：23.80 元

作者

分析师：付天姿 CFA, FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebcn.com

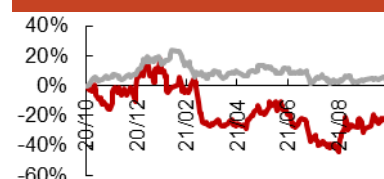
联系人：王凯

wangkai8@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	22.18
总市值(亿元):	527.85
一年最低/最高(元):	16.24-36.15
近 3 月换手率:	153.7

股价相对走势



—三七互娱 — 沪深300

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.6	27.6	-29.3
绝对	8.6	30.2	-21.4

资料来源：Wind

相关研报

戮力自研，品类突破，出海进行时——三七互娱（002555.SZ）2021 半年报点评（2021-8-31）

21Q1 新游集中上线致净利短期承压，业绩有望年内释放——三七互娱（002555.SZ）2020 年报及 2021 一季报点评（2021-05-06）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,227	14,400	17,109	20,180	23,254
营业成本	1,776	1,758	2,406	2,509	2,859
折旧和摊销	20	66	27	36	44
税金及附加	46	42	50	61	70
销售费用	7,737	8,213	10,128	11,927	13,720
管理费用	222	366	435	513	591
财务费用	(15)	(23)	(6)	(70)	(106)
研发费用	820	1,113	1,394	1,665	1,942
投资收益	111	155	160	170	180
营业利润	2,672	3,256	3,046	3,967	4,613
利润总额	2,696	3,249	3,049	3,970	4,616
所得税	279	213	230	340	441
净利润	2,417	3,036	2,818	3,630	4,175
少数股东损益	302	275	300	400	500
归属母公司净利润	2,115	2,761	2,518	3,230	3,675
EPS(元)	1.00	1.31	1.14	1.46	1.66

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,258	2,928	2,699	3,201	3,832
净利润	2,115	2,761	2,518	3,230	3,675
折旧摊销	20	66	27	36	44
净营运资金增加	(674)	(333)	360	655	531
其他	1,797	434	(205)	(720)	(418)
投资活动产生现金流	(1,043)	(610)	(375)	(255)	(220)
净资本支出	(366)	(1,071)	(350)	(350)	(350)
长期投资变化	469	361	0	0	0
其他资产变化	(1,147)	100	(25)	95	130
融资活动现金流	(1,602)	(2,628)	1,596	(634)	(801)
股本变化	(13)	0	106	0	0
债务净变化	(399)	608	(889)	0	0
无息负债变化	968	1,039	748	175	440
净现金流	620	(361)	3,920	2,312	2,811

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	86.6%	87.8%	85.9%	87.6%	87.7%
EBITDA 率	22.2%	23.5%	17.0%	18.7%	18.8%
EBIT 率	21.4%	22.7%	16.9%	18.5%	18.6%
税前净利润率	20.4%	22.6%	17.8%	19.7%	19.9%
归母净利润率	16.0%	19.2%	14.7%	16.0%	15.8%
ROA	23.8%	28.7%	17.9%	19.3%	18.5%
ROE (摊薄)	30.1%	45.7%	22.8%	23.8%	22.5%
经营性 ROIC	59.6%	62.9%	46.7%	50.7%	51.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	28%	43%	28%	24%	22%
流动比率	2.44	1.29	2.40	2.90	3.32
速动比率	2.44	1.29	2.40	2.90	3.32
归母权益/有息债务	25.00	6.79	-	-	-
有形资产/有息债务	30.05	8.75	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	10,145	10,564	15,720	18,821	22,529
货币资金	2,153	1,777	5,697	8,009	10,820
交易性金融资产	2,043	1,321	1,321	1,321	1,321
应收账款	1,288	1,165	1,381	1,628	1,876
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	85	85	100	116	133
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	126	452	520	597	674
流动资产合计	6,355	5,800	10,447	13,159	16,511
其他权益工具	120	295	295	295	295
长期股权投资	469	361	361	361	361
固定资产	47	923	1,087	1,297	1,434
在建工程	797	4	107	159	276
无形资产	17	1,108	1,136	1,163	1,189
商誉	1,615	1,589	1,589	1,589	1,589
其他非流动资产	271	31	166	166	166
非流动资产合计	3,790	4,764	5,273	5,662	6,018
总负债	2,852	4,499	4,358	4,533	4,973
短期借款	0	889	0	0	0
应付账款	1,419	1,078	1,476	1,539	1,754
应付票据	300	393	538	561	640
预收账款	197	0	0	0	0
其他流动负债	72	45	72	103	134
流动负债合计	2,600	4,498	4,356	4,531	4,971
长期借款	250	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0	0
非流动负债合计	251	0	2	2	2
股东权益	7,294	6,065	11,363	14,288	17,556
股本	2,112	2,112	2,218	2,218	2,218
公积金	301	115	3,162	3,485	3,853
未分配利润	4,711	3,960	5,803	8,006	10,406
归属母公司权益	7,029	6,037	11,035	13,560	16,328
少数股东权益	264	28	328	728	1,228

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	58.49%	57.04%	59.20%	59.10%	59.00%
管理费用率	1.68%	2.54%	2.54%	2.54%	2.54%
财务费用率	-0.11%	-0.16%	-0.04%	-0.35%	-0.46%
研发费用率	6.20%	7.73%	8.15%	8.25%	8.35%
所得税率	10.36%	6.56%	7.56%	8.56%	9.56%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.30	0.20	0.32	0.41	0.47
每股经营现金流	1.54	1.39	1.22	1.44	1.73
每股净资产	3.33	2.86	4.98	6.11	7.36
每股销售收入	6.26	6.82	7.71	9.10	10.48

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	24	18	21	16	14
PB	7.2	8.3	4.8	3.9	3.2
EV/EBITDA	17	15	17	13	11
股息率	1%	1%	1%	2%	2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE