三七互娱（002555）

公司研究/点评报告

研发持续加码，静待 21 年品类突破之作推出

—三七互娱 2020 年三季报点评

点评报告/传媒　　2020 年 11 月 4 日

一、事件概述

公司 10 月 31 日发布三季报，2020Q1-Q3 实现营业收入 112.89 亿元，同比增长 18.09%；归母净利润 22.60 亿元，同比增长 45.27%；扣非归母净利润 19.51 亿元，同比增长 37.65%；经营活动现金流量净额 24.44 亿元，同比增长 28.82%。其中 20Q3 实现营业收入 33.01 亿元，同比下降 5.39%；归母净利润 5.60 亿元，同比增长 7.22%；扣非归母净利润 4.86 亿元，同比增长 3.87%；经营活动现金流量净额-602 万元，同比下降 100.47%。

二、分析与判断

➢ 业绩短期承压，不改长期向好趋势

公司 20Q3 实现营业收入 33.01 亿元，同比下降 5.39%，主要原因是报告期内市场新游集中上线，争夺玩家付费，导致公司老游戏流水增速下降；同时公司新游上线进度不及预期，新游流水贡献减少，公司业绩短期承压。从公司现有游戏产品体系来看，传统 ARPG 游戏《一刀传世》《精灵盛典》等流水保持稳定；二季度上线新游《云上城之歌》流水表现良好，热度持续提升；四季度及明年有核心 ARPG《荣耀大天使》与卡牌游戏《斗罗大陆 3D》等重磅新游上线，预计将为公司贡献大量流水；此外，公司有品类丰富的产品储备，包括 ARPG、MMORPG、SLG、卡牌等多个游戏品类。随着公司新游稳步上线，有望带动未来业绩的提高。

➢ 买量市场竞争加剧，但公司保持强大竞争力

公司 20Q3 经营活动现金流量净额-602 万元，同比下降 100.47%，系公司在三季度末提前预付四季度互联网流量采购款所致。国内游戏厂商加大互联网流量的采买力度，部分手握优质内容的 CP 倾向于绕过传统渠道，通过垂直渠道（bilibili、taptap）+买量的方式进行游戏发行，这导致买量市场的竞争加剧，流量需求快速增长，买量成本上升。短期内会造成公司销售费用存在上升压力。但公司深耕游戏买量领域多年，有丰富的游戏买量经验和成熟的销售体系，在“量子”和“天机”的帮助下相较于新进入的 CP 有更强的精准买量和成本控制的能力，公司在游戏买量市场依然保持有强大竞争力。

➢ 持续研发投入，多元化策略初见成效

公司持续加大游戏研发的投入，打造研运一体，2020Q1-Q3 研发费用较去年同期增加 3.41 亿元，同比增长 102.5%。公司在产品类别、题材及数量方面均做了充分储备，产品矩阵囊括 ARPG、MMO、卡牌、SLG、模拟经营等不同类型，覆盖魔幻、仙侠、都市、青春校园、女性向等不同题材。同时公司不断拓展自身游戏矩阵，公司储备的自主研发产品包括：《代号 NB》、《斗罗 3D》等；**其中《斗罗 3D》为 IP+卡牌玩法，相较过去的游戏有望在美术与建模技术上做出较大突破。**储备的国内代理产品包括：仙侠游戏《代号 JZ》跟《代号 XN》，模拟经营游戏《代号 RS》，MMORPG 游戏《代号 GC》以及女性向游戏《一千克拉女王》。公司的多元化经营策略已初见成效，看好随着公司未来不断加大研发投入，打破现有依靠单一 ARPG 产品维持业绩增长的品类局限，拓展产品边界，实现营业收入的持续增长。

三、投资建议

我们预计公司 2020-2022 年能够实现每股收益 1.31/1.58/1.89 元，对应 PE 分别为 22X、19X、16X。我们看好公司目前头部游戏的流水持续性叠加新游上线增厚公司业绩，同时未来销售费用下滑进一步释放利润，目前公司 PE（TTM）处于 17 年以来 21.48%分位数，维持 **“推荐”**评级。

四、风险提示：

新游未如期上线，游戏流水不达预期，海内外游戏政策监管风险。

推荐　维持评级

当前价格：　29.3 元

交易数据	2020-11-03
近 12 个月最高/最低(元)	50.70/17.52
总股本（百万股）	2,112
流通股本（百万股）	1,480
流通股比例（%）	70.05
总市值（亿元）	618
流通市值（亿元）	433

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证　S0100519030001

电话：　010-85127513

邮箱：　liuxin@mszq.com

分析师：钟奇

执业证　S0100518110001

电话：　010-85127513

邮箱：　zhongqi@mszq.com

相关研究

1.三七互娱（002555）2020 半年报业绩点评：20H1 业绩超预期，看好未来全球化+多元化+精品化布局

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,227	15,919	19,398	23,140
增长率（%）	73.3%	20.3%	21.9%	19.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,115	2,778	3,330	3,983
增长率（%）	109.7%	31.3%	19.9%	19.6%
每股收益（元）	1.00	1.31	1.58	1.89
PE（现价）	26.90	22.30	18.60	15.55
PB	8.09	6.25	4.68	3.60

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,227	15,919	19,398	23,140
营业成本	1,776	1,719	2,042	2,395
营业税金及附加	46	60	74	88
销售费用	7,737	9,233	11,251	13,421
管理费用	222	239	291	347
研发费用	820	1353	1649	1967
EBIT	2,626	3,315	4,092	4,921
财务费用	-15	13	20	17
资产减值损失	58	-4	20	22
投资收益	111	18	15	16
营业利润	2,672	3,506	4,209	5,037
营业外收支	24	15	15	15
利润总额	2,696	3,521	4,224	5,052
所得税	279	352	422	505
净利润	2,417	3,169	3,802	4,547
归属于母公司净利润	2,115	2,778	3,330	3,983
EBITDA	2,736	3,336	4,116	4,948

资产负债表（百万元）	2019E	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,153	5,197	8,967	13,430
应收账款及票据	1,288	1,556	1,897	2,262
预付款项	661	358	468	646
存货	0	24	24	25
其他流动资产	2,254	2,169	2,169	2,169
流动资产合计	6,355	9,303	13,524	18,533
长期股权投资	469	469	469	469
固定资产	47	52	54	55
无形资产	17	21	24	26
非流动资产合计	3,790	3,802	3,807	3,809
资产合计	10,145	13,105	17,331	22,342
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,719	1,356	1,610	1,889
其他流动负债	881	941	1,111	1,296
流动负债合计	2,600	2,297	2,722	3,185
长期借款	250	250	250	250
其他长期负债	1	1	1	1
非流动负债合计	251	251	251	251
负债合计	2,852	2,548	2,973	3,437
股本	2,112	2,112	2,112	2,112
少数股东权益	264	656	1,127	1,691
股东权益合计	7,294	10,557	14,359	18,905
负债和股东权益合计	10145	13105	17331	22342

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	73.3%	20.3%	21.9%	19.3%
EBIT 增长率	58.4%	26.2%	23.4%	20.3%
净利润增长率	109.7%	31.3%	19.9%	19.6%
盈利能力				
毛利率	86.6%	89.2%	89.5%	89.6%
净利润率	18.3%	19.9%	19.6%	19.6%
总资产收益率 ROA	20.8%	21.2%	19.2%	17.8%
净资产收益率 ROE	30.1%	28.1%	25.2%	23.1%
偿债能力				
流动比率	2.44	4.05	4.97	5.82
速动比率	2.19	3.88	4.79	5.61
现金比率	0.83	2.26	3.29	4.22
资产负债率	28.1%	19.4%	17.2%	15.4%
经营效率				
应收账款周转天数	35.69	35.69	35.69	35.69
存货周转天数	0.00	5.01	4.21	3.78
总资产周转率	1.43	1.37	1.27	1.17
每股指标（元）				
每股收益	1.00	1.31	1.58	1.89
每股净资产	3.33	4.69	6.26	8.15
每股经营现金流	1.54	1.32	1.73	2.05
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	26.90	22.30	18.60	15.55
PB	8.09	6.25	4.68	3.60
EV/EBITDA	20.10	17.09	12.94	9.86
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,417	3,169	3,802	4,547
折旧和摊销	111	22	24	27
营运资金变动	594	-204	-46	-104
经营活动现金流	3,258	2,780	3,648	4,339
资本开支	-366	-18	-15	-14
投资	560	0	0	0
投资活动现金流	-1,043	182	135	136
股权募资	0	-0	-0	-0
债务募资	-399	0	0	0
筹资活动现金流	-1,602	82	-13	-13
现金净流量	612	3,044	3,771	4,463

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名，2019年获得WIND第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名等。

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。