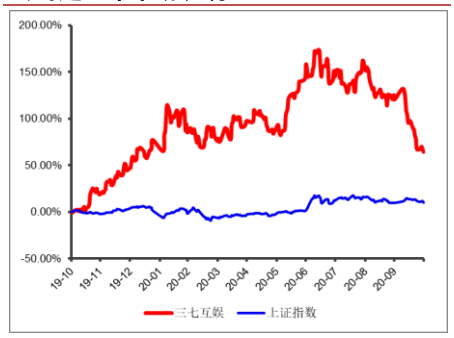
传媒/游戏　三七互娱（002555.SZ）　维持评级

报告原因：业绩公告　**三季度业绩增速放缓，后续项目储备值得期待**　**买入**

2020 年 10 月 31 日　**公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 31 日

收盘价(元)：	29.60
年内最高/最低（元）：	51.08/17.79
流通 A 股/总股本（亿）：	15/21
流通 A 股市值(亿)：	438
总市值（亿）：	625

基础数据：2020 年 9 月 30 日

基本每股收益	1.07
摊薄每股收益：	1.07
每股净资产(元)：	3.84
净资产收益率：	27.84%

分析师：徐雪洁
执业登记编码：S0760516010001

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

事件描述

➢ 公司于 10 月 31 日公告三季度业绩，公司实现营业收入 112.90 亿元，同比增长 18.09%，实现归属于上市公司股东的净利润 22.60 亿元，同比增长 45.27%。

事件点评

➢ **三季度收入放缓，销售费用增加致利润减少。**1）单季度来看，20Q3 公司实现营业收入 33.01 亿元，同比减少 5.39%，环比减少 9.46%；实现归母净利润 5.60 亿元，同比增长 7.22%，环比减少 42.27%。流水较前两个季度放缓及单季度销售费用增加导致公司利润端环比减少。2）2020 前三季度，公司毛利率为 88.92%，同比上升 2.49pct；其中 Q3 毛利率为 88.28%，同比上升 1.41pct，环比上升 1.06pct。3）2020 前三季度，公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 59.24%、2.26%、7.58%、0.05%，同比变动-1.15pct、0.74pct、2.18pct、-0.08pct。其中 Q3 公司销售费用为 21.38 亿，费用率为 64.77%，同比上升 3.40pct，环比上升 16.74pct；研发费用为 2.11 亿元，费用率为 6.39%，同比上升 0.9pct，环比下降 4.12pct。4）2020 前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 24.44 亿元，同比增长 28.82%；其中 Q3 净额为-601.98 万，由于公司预支了部分 Q4 买量收入导致单季度经营活动现金流出增加。截至三季度末公司预付账款为 11.75 亿元，较二季度末增加 5.26 亿，增量来自买量预付部分；合同负债为 2.79 亿元，较二季度末增加 0.42 亿，增量来自游戏充值款的增加。

➢ **精品多元化战略与出海战略成效明显，新产品陆续获版号。**1）2020 前三季度，公司在研发层面持续增加研发投入，目前游戏机系统研发人员数量超 2000 人，增强精品产出能力，并在 ARPG 优势品类基础上拓展至卡牌、SLG、模拟经营、女性向等。《云上城之歌》H1 上线以来表现出色，Q3 流水持续增长，在 IOS 畅销榜排名不断提升，最高至 TOP10；《精灵盛典：黎明》进行品效营销后排名有所提升。出海方面，《江山美人》等在日本等海外市场表现优异，带动公司 9 月发行商排名上升至第 6 位。2）产品储备方面，Q3 以来公司已取得《龙骑觉醒》《一千克拉女王》《荣耀大天使》游戏版号，其中《荣耀大天使》为公司 S 级重磅产品，《一千克拉女王》为女性向产品，测试情况良好静待上线，此外公司在女性向游戏团队进行扩充，未来有望在新品类拓展上继续发力。

➢ **调整定增募资规模，设立文创基金持续产业布局。**1）公司同日公告称，按照监管要求及公司安排，对 20 年定增募集资金进行调减，募集金额由 44.63 亿调减至 42.96 亿，其中游戏研发及运营项目资金由 16 亿调减至 15.45 亿，5G 云游戏项目资金由 16.5 亿调减至 15.59 亿，总部大楼建设项目由 12.13 亿调减至 11.56 亿。2）公司子公司三七文娱、西藏泰富与安徽东向发展等机构共同发起设立三七文创基金，总规模不低于 2 亿，期限为 7+2 年，三七文娱、西藏泰富分别出资不低于 600 万和 1.49 亿。基金设立将继续践行三七互娱围绕游戏为核心的文娱产业链布局战略，主要投资于文创领域具有高成长性的初创及成长期项目，有望为公司提供一定投资回报的同时与原有主业和产业布局形成协同发

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

展，共同打造三七文创品牌。

投资建议：公司全年业绩增长较为确定，疫情影响下对行业及公司业绩环比有所波动。但我们认为公司在产品及技术驱动下将进一步强化研发能力和提升运营效率，长线发展可期。预计 20-22 年 EPS 分别为 1.42/1.75/2.01，对应公司 10 月 31 日收盘价 29.60 元，20-22 年 PE 分别为 21/17/15，维持买入评级。

存在风险：市场竞争加剧，游戏产品研发及生命周期不确定，产品流水不及预期，游戏买量成本上升。

表 1：三七互娱 2020 前三季度盈利能力变化分析　　单位：万元

	2019 前三季度	2020 前三季度	同比增长率
营业收入	955,988.22	1,128,953.03	18.09%
毛利率	86.43%	88.92%	2.49%
销售费用	577,323.05	668,771.16	15.84%
管理费用	14,542.18	25,510.68	75.43%
研发费用	51,608.86	85,597.67	65.86%
财务费用	242.15	-587.76	-342.73%
投资净收益	5,394.97	14,468.60	168.19%
营业利润	196,128.83	259,800.99	32.46%
加：营业外收入	544.33	414.90	-23.78%
减：营业外支出	286.27	791.41	176.45%
利润总额	196,386.90	259,424.48	32.10%
减：所得税	20,014.48	13,850.49	-30.80%
净利润	176,372.42	245,574.00	39.24%
减：少数股东损益	20,788.78	19,551.38	-5.95%
归属于母公司所有者的净利润	155,583.63	226,022.61	45.27%

数据来源：wind，山西证券研究所

表 2：三七互娱 2020 前三季度费用率变化情况

	2019 前三季度	2020 前三季度	YOY
销售费用率	60.39%	59.24%	-1.15
管理费用率	1.52%	2.26%	0.74
研发费用率	5.40%	7.58%	2.18
财务费用率	0.03%	-0.05%	-0.08

数据来源：wind，山西证券研究所

表 3：三七互娱单季度盈利变化分析　　单位：万元

	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
营业收入	282,400.20	348,892.47	366,725.37	434,310.87	364,556.65	330,085.51
YOY	72.05%	56.29%	74.81%	33.76%	29.09%	-5.39%
QOQ	-13.03%	23.55%	5.11%	18.43%	-16.06%	-9.46%
毛利率	84.48%	86.88%	86.93%	90.84%	87.22%	88.28%
YOY	9.75%	7.84%	8.73%	3.18%	2.74%	1.41%
QOQ	-3.18%	2.40%	0.06%	3.91%	-3.61%	1.06%

销售费用	149,025.45	214,116.29	196,397.51	279,865.62	175,097.21	213,808.33
YOY	145.18%	101.82%	71.85%	30.67%	17.49%	-0.14%
QOQ	-30.42%	43.68%	-8.28%	42.50%	-37.44%	22.11%
管理(含研发）费用	22,256.41	24,875.69	38,073.51	32,399.71	48,781.89	29,926.75
YOY	12.72%	25.37%	90.78%	70.35%	119.18%	20.31%
QOQ	17.02%	11.77%	53.06%	-14.90%	50.56%	-38.65%
财务费用	-576.48	-191.21	-1,732.53	1,355.79	-373.06	-1,570.49
YOY	-383.73%	477.36%	-599.31%	34.26%	35.29%	-721.35%
QOQ	-157.09%	-66.83%	806.09%	178.25%	-127.52%	-320.98%
投资净收益	482.52	3,501.68	5,666.35	1,071.91	9,737.42	3,659.28
YOY	-64.29%	-595.73%	-11.27%	-24.02%	1918.01%	4.50%
QOQ	-65.80%	625.70%	61.82%	-81.08%	808.42%	-62.42%
营业利润	75,153.61	67,080.62	71,083.23	91,264.93	108,569.00	59,967.06
YOY	67.29%	38.31%	211.69%	69.34%	44.46%	-10.60%
QOQ	39.45%	-10.74%	5.97%	28.39%	18.96%	-44.77%
利润总额	74,998.97	67,297.86	73,226.39	90,673.58	108,647.17	60,103.74
YOY	67.28%	38.05%	490.73%	67.63%	44.86%	-10.69%
QOQ	38.66%	-10.27%	8.81%	23.83%	19.82%	-44.68%
减：所得税	7,618.55	6,851.00	7,914.73	11,016.78	49.20	2,784.50
净利润	67,380.42	60,446.86	65,311.67	79,656.79	108,597.97	57,319.24
YOY	57.34%	32.36%	447.26%	64.09%	61.17%	-5.17%
QOQ	38.80%	-10.29%	8.05%	21.96%	36.33%	-47.22%
归属于母公司所有者的净利润	57,869.41	52,276.19	55,893.37	72,882.44	97,091.17	56,049.00
YOY	47.90%	25.37%	366.36%	60.40%	67.78%	7.22%
QOQ	27.36%	-9.67%	6.92%	30.40%	33.22%	-42.27%

数据来源：wind，山西证券研究所

利润表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7633	13227	17238	21023	25231
营业成本	1811	1776	2517	3231	4092
营业税金及附加	33	46	60	73	88
营业费用	3347	7737	9309	11142	13373
管理费用	246	222	345	420	505
研发费用	538	820	1379	1682	2018
财务费用	17	-15	35	46	59
资产减值损失	1049	-74	0	0	0
其他收益	81	111	15	42	43
投资收益	98	143	186	227	272
营业利润	770	2672	3795	4698	5412
其他非经营损益	449	24	13	0	0
利润总额	1219	2696	3808	4698	5412
所得税	68	279	365	451	522
净利润	1151	2417	3444	4247	4890
少数股东损益	143	302	452	557	641
归属母公司股东净利润	1009	2115	2992	3690	4249

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1533	2153	977	6389	6518
应收和预付款项	2285	2034	4280	3459	5898
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	365	126	2169	2169	2169
长期股权投资	556	469	469	469	469
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产和在建工程	36	844	751	658	565
无形资产和开发支出	1599	1632	1620	1609	1597
其他非流动资产	2022	337	290	271	271
资产总计	8396	10145	10556	15023	17486
短期借款	369	0	0	0	0
应付和预收款项	1285	2057	1171	2867	2140
长期借款	281	250	250	250	250
其他负债	342	544	103	103	103
负债合计	2282	2852	1524	3220	2493
股本	2125	2112	2112	2112	2112
资本公积	299	73	73	73	73
留存收益	3548	4843	6639	8853	11403
归属母公司股东权益	5973	7029	8825	11039	13588
少数股东权益	141	264	716	1273	1914
股东权益合计	6114	7293	9541	12312	15502
负债和股东权益合计	8396	10145	11065	15532	17995

现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	1954	3258	393	6832	1764
投资性现金净流量	-55	-1043	42	57	58
筹资性现金净流量	-1969	-1602	-1207	-1478	-1692
现金流量净额	-70	613	-771	5411	129

数据来源：wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

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

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山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。入市有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336