证券研究报告

公司研究——事项点评

三七互娱（002555.SZ）

买入	增持	持有	卖出

上次评级：增持，2020.4.29

王建会　传媒行业分析师

执业编号：S1500519120001

联系电话：（010）83326755

邮　箱：wangjianhui@cindasc.com

王婷　研究助理

联系电话：（010）83326755

邮　箱：wangjianhui@cindasc.com

相关研究

《三七互娱深度报告：AI 赋能“流量经营 2.0”，品类拓展研发持续提升》2020.4

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

20H1 业绩超预期，期待品类拓展和出海深化

2020 年 09 月 01 日

事件：公司发布 2020 年中期业绩报告，公司在 2020H1 实现营收 79.89 亿元，同比增长 31.59%，实现归母净利润 17 亿元，同比增长 64.53%，经营现金流净额（CFO）为 24.50 亿元，同比增长 297.53%，EPS 为 0.80 元/股，同比增长 63.27%，业绩增速超过之前一季报业绩指引的增长区间。

点评：

- **2020H1 手游带动业绩高增长，利润增速超出之前一季报预计的业绩增长区间。**公司 2020H1 实现营收 79.89 亿元，同比增长 31.59%，其中手游业务收入同比增长 36.59%，主要系《一刀传世》、《斗罗大陆》、《混沌起源》、《拳皇》、《奇迹 MU：跨时代》港澳台等移动游戏表现较好，根据易观数据，公司上半年在国内手游发行业务的市占率进一步提升至 10.51%，在运营的国内手游最高月流水超过 18 亿。单季度来看，Q2 实现营收 36.46 亿元，同比增长 29.11%，环比下降 16%，环比下降主要因为 Q1 受疫情影响和新游表现良好总流水达到峰值。海外市场方面，上半年实现营收 9.7 亿元，同比大幅增长 94.77%，主要系《SNK オールスター》日本地区、SLG 游戏《三国英雄たちの夜明け》、《大天使之剑 H5》越南地区等多款海外游戏表现优秀，此外王牌产品《永恒纪元》不断迭代保持稳定流水。20H1 公司整体毛利率为 89.19%，同比提升 3.01pct，主要因为收入的大幅增长。此外，公司上半年确定投资收益和公允价值变动收益合计 2.2 亿元，为非常性损益主要来源。

- **销售费用和研发投入持续增长，现金流表现良好。**20H1 销售费用 45.5 亿元，较去年同期增长 25.26%，主要因为公司延续了高举高打的买量支出模式，增加对互联网流量费用的投入。单季度来看，Q2 对销售费用的投入环比下降 37.44%，利润率有所提升，上半年实现归母净利润 17 亿元，同比增长 64.53%。此外，公司持续加大对游戏的研发投入，上半年研发费用达到 6.45 亿元，同比增长 102.48%。公司持续的买量投入和研发支出保证了公司游戏业务的扩张能力，2020H1 经营活动现金流净额达到 24.5 亿元，同比大幅增长 297.53%。

- **品类拓展+出海深化有望保障业绩持续高增长。**公司产品储备丰富，上半年新上线了《混沌之源》、《云上城之歌》等多类型多题材产品，除了传统的传奇、奇迹品类游戏外，2020 年还将在 SLG、MMO 等品类持续拓展。核心产品不乏 SLG 类《狂野西境》、《Final Order》等，以及 MMORPG 类的《斗罗大陆 3D》、《新希望》等。公司储备的自研自发产品包括《代号 NB》、《代号 DL》等，储备的代理产品包括仙侠游戏《代号 JZ》、《代号 XN》，卡牌游戏《王牌高校》，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》。此外，公司将以地区差异化营销+本地化精

细运营方式拓展全球市场。北美产品将以 SLG+RPG 为主，亚洲将以 MMO+二次元+SLG+卡牌等品类为方向，下半年重点推出的海外产品包括模拟经营《代号 ZG》，SLG《代号 FRZ》、《代号 FO》，卡牌《代号 OX》，休闲 RPG《代号 CM》以及 MMO《代号 E》、《代号 AH》，我们预期 2020 年境外流水增速或将高于大陆市场。

- **盈利预测与投资评级：**公司后续产品线明确，5G 云游戏时代，作为 A 股头部精品游戏研发商，公司有望充分受益行业的快速发展，我们预计 20/21/22 年公司归母净利润分别为 26.26/31.5/37.0 亿元，对应 EPS 为 1.24/1.49/1.75 元，PE 为 37/31/26 倍。维持“增持”评级。
- **风险因素：**买量成本上升、传统品类触达用户天花板、游戏政策变化。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	7,632.68	13,227.14	16,552.79	20,256.98	24,014.97
增长率 YoY %	23.33%	73.30%	25.14%	22.38%	18.55%
归属母公司净利润(百万元)	1,008.50	2,114.77	2,625.75	3,150.34	3,702.58
增长率 YoY%	-37.77%	109.69%	24.16%	19.98%	17.53%
毛利率%	76.27%	86.57%	86.34%	86.57%	86.70%
净资产收益率 ROE%	15.53%	32.53%	32.72%	30.65%	28.32%
EPS(摊薄)(元)	0.48	1.00	1.24	1.49	1.75
市盈率 P/E(倍)	95	46	37	31	26
市净率 P/B(倍)	16.12	13.70	10.67	8.35	6.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2020 年 8 月 31 日收盘价*

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,182.12	6,355.14	9,217.98	12,713.86	16,851.51
货币资金	1,532.97	2,152.51	4,511.04	7,475.20	11,070.98
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	1,298.55	1,287.92	1,611.73	1,972.41	2,338.32
预付账款	193.77	661.09	841.57	1,012.63	1,188.58
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,156.83	2,253.63	2,253.63	2,253.63	2,253.63
非流动资产	4,213.64	3,790.12	3,853.72	3,869.53	3,888.88
长期股权投资	555.60	468.79	468.79	468.79	468.79
固定资产（合计）	36.46	47.10	48.90	50.96	53.33
无形资产	14.30	17.00	14.01	12.81	12.46
其他	3,607.29	3,257.22	3,322.02	3,336.97	3,354.30
资产总计	8,395.76	10,145.26	13,071.70	16,583.39	20,740.38
流动负债	1,992.24	2,600.39	3,159.70	3,704.73	4,263.95
短期借款	369.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	300.00	381.90	459.53	539.37
应付账款	1,082.36	1,418.95	1,806.33	2,173.48	2,551.13
其他	540.88	881.44	971.46	1,071.73	1,173.45
非流动负债	289.82	251.16	251.16	251.16	251.16
长期借款	281.18	250.02	250.02	250.02	250.02
其他	8.64	1.14	1.14	1.14	1.14
负债合计	2,282.06	2,851.55	3,410.86	3,955.90	4,515.12
少数股东权益	141.03	264.40	639.46	1,089.45	1,618.32
归属母公司股东权益	5,972.68	7,029.31	9,021.38	11,538.04	14,606.95
负债和股东权益	8,395.76	10,145.26	13,071.70	16,583.39	20,740.38

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,632.68	13,227.14	16,552.79	20,256.98	24,014.97
同比（%）	23.33%	73.30%	25.14%	22.38%	18.55%
归属母公司净利润	1,008.50	2,114.77	2,625.75	3,150.34	3,702.58
同比（%）	-37.77%	109.69%	24.16%	19.98%	17.53%
毛利率（%）	76.27%	86.57%	86.34%	86.57%	86.70%
ROE%	15.53%	32.53%	32.72%	30.65%	28.32%
EPS (摊薄)(元)	0.48	1.00	1.24	1.49	1.75
P/E	95	46	37	31	26
P/B	16.12	13.70	10.67	8.35	6.59
EV/EBITDA	71.76	34.05	28.50	23.48	20.03

利润表 单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,632.68	13,227.14	16,552.79	20,256.98	24,014.97
营业成本	1,811.42	1,776.07	2,260.95	2,720.50	3,193.20
营业税金及附加	33.04	46.06	57.64	70.54	83.62
销售费用	3,347.26	7,737.21	9,766.15	11,951.62	14,168.83
管理费用	246.06	221.86	331.06	405.14	480.30
研发费用	537.71	820.39	1,406.99	1,742.10	2,089.30
财务费用	17.10	-14.90	-25.33	-75.37	-132.20
减值损失合计	1,049.36	-74.39	32.23	39.45	46.77
投资净收益	80.54	110.61	149.06	113.41	124.36
其他	98.94	-153.35	184.75	210.50	219.48
营业利润	770.22	2,672.12	3,056.92	3,726.91	4,428.98
营业外收支	449.10	24.01	290.66	289.48	291.46
利润总额	1,219.32	2,696.13	3,347.58	4,016.39	4,720.44
所得税	67.89	279.29	346.78	416.06	488.99
净利润	1,151.43	2,416.84	3,000.80	3,600.33	4,231.45
少数股东损益	142.93	302.07	375.06	449.99	528.87
归属母公司净利润	1,008.50	2,114.77	2,625.75	3,150.34	3,702.58
EBITDA	1,359.41	2,836.33	3,388.67	4,113.33	4,820.97
EPS (当年)(元)	0.47	1.00	1.24	1.49	1.75

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,954.43	3,257.56	2,944.87	3,593.58	4,220.42
净利润	1,151.43	2,416.84	3,000.80	3,600.33	4,231.45
折旧摊销	117.66	110.92	25.89	82.01	85.46
财务费用	22.43	29.27	15.20	14.93	15.07
投资损失	-80.54	-110.61	-149.06	-113.41	-124.36
营运资金变动	164.04	521.31	22.78	-26.14	-29.41
其它	579.42	289.83	29.26	35.85	42.21
投资活动现金流	-55.11	-1,043.43	62.54	19.18	24.11
资本支出	-311.28	-365.70	-86.52	-94.22	-100.25
长期投资	333.39	353.81	149.06	113.41	124.36
其他	-77.22	-1,031.54	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-1,969.27	-1,602.20	-648.88	-648.61	-648.74
吸收投资	19.79	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-31.17	-398.60	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	557.42	881.55	648.88	648.61	648.74
现金流净增加额	-65.17	619.52	2,358.53	2,964.16	3,595.78

研究团队简介

王建会，复旦大学金融学硕士，3 年卖方研究经验，2019 年 11 月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020 年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

王晓羽，上海财经大学金融硕士，2020 年加入信达证券研究开发中心，覆盖游戏与海外互联网。

李盈睿，西南财经大学财务管理硕士，2020 年加入信达证券研发中心，主要覆盖影视、出版板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。