消费升级与娱乐研究中心

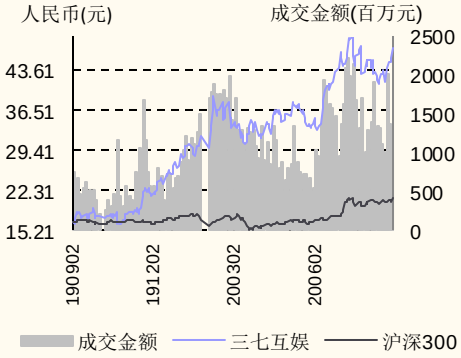
三七互娱 (002555.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：47.60 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	21.12
已上市流通 A 股(亿股)	14.80
总市值(亿元)	1,005.43
年内股价最高最低(元)	47.60/41.30
沪深 300 指数	4844
中小板综	13021



相关报告

1.《-三七互娱：为何像网易腾讯具备长期研发实力》，2020.8.19

2.《从《反馈回复》看“研发投入和研发矩阵”-三七互娱跟踪》，2020.7.7

3.《大象起舞，收入空间“五年四倍”-三七互娱跟踪深度》，2020.5.10

4.《发布非公开发行，5G 云游戏平台火力全开-三七互娱首次覆盖》，2020.4.2

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号：S1130520040001
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

20H1 净利增长 65%，静待《荣耀大天使》上线

业绩简评

■ 三七 20H1 实现营业收入 79.89 亿元，同比增长 31.59%；其中手游业务实现营业收入 74.12 亿元，同比增长 36.59%；实现归母净利润 17 亿元，同比增长近 65%（突破业绩预期 35.52~45.2%上限），扣非后归母净利润 14.65 亿元，同比增长 54%，非经常性损益主要因为心动的投资收益；本期经营性现金流净额大幅增长，同比去年增长近 3 倍。

点评

■ **业绩结构变化：国内新品类和出海对业绩贡献不容小觑**

在传统品类排期主要集中在 Q3~Q4 背景下，国内 ARPG 中的新魔幻题材《混沌起源》、年轻向题材《云上城之歌》成为业绩增长的重要动力；出海营收大幅提升，同比增长 94.77%，这主要得益于海外版《精灵盛典》和模拟经营类。

■ **主力品类路径：公司 ARPG 下沉细分题材，SLG 品类从“三国”走向“欧美题材”**

公司游戏产品的成熟品类过去主要集中于 ARPG 中的传奇、魔幻题材，目前下沉细分题材，如仙侠类、年轻向，同时增加 SLG 和模拟类，已取得初步进展。

国内三国 SLG：该品类参数已调优一年，潜力相对较大，如果未来能够大推，其潜力有望比肩头部三国 SLG 产品。

海外 SLG：题材包括西部牛仔、黑道、战争、三消等 4~5 款。从概率角度来说，如果 SLG 的成功率为 25%，那么做 1~5 款 SLG，至少成功一款的概率分布为 25%、43.8%、57.8%、68.4%、76.3%，因此三七做 4~5 款至少成功一款的概率为 68.4%~76.3%。

■ **未来业绩展望：20H2 魔幻 ARPG《荣耀大天使》上线，卡牌品类值得期待**

作为三七最成功的魔幻类 ARPG，从《大天使之剑》到《精灵盛典》到《荣耀大天使》，公司的产品品质持续提升，尤其是可以从美术角度能够明显体会到，因此该游戏上线有望对公司业绩有较大提升。

卡牌类游戏不断拓展，下半年将推出卡牌类游戏《代号 DL》，后续国内代理卡牌游戏《王牌高校》、海外卡牌游戏《代号 OX》值得期待。

投资建议

■ **预计三七未来 3 年研发人员增长较快，尤其是在公司主攻的 SLG 品类、ARPG 新题材类方面项目基数较大，实现单品类突破的成功率极高。**2020 归母净利润 29.04 亿元，当前市值下对应 33 倍 PE；2021 归母净利润 36.40 亿元，当前市值下对应 26 倍 PE；2022 归母净利润 43.38 亿元，当前市值下对应 22 倍 PE；同时根据我们的测算，2024 年其中性利润约为 78 亿元，如果给予行业的 30 倍 PE，那么将达 2340 亿元市值。

风险提示

■ 网络环境与云技术不够成熟；出海市场竞争加剧；新游戏上线不及预期；限售股解禁风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**6,189**	**7,633**	**13,227**	**16,874**	**20,596**	**24,433**
增长率		23.3%	73.3%	27.6%	22.1%	18.6%
主营业务成本	-1,948	-1,811	-1,776	-2,210	-2,656	-3,102
%销售收入	31.5%	23.7%	13.4%	13.1%	12.9%	12.7%
毛利	4,241	5,821	11,451	14,665	17,940	21,331
%销售收入	68.5%	76.3%	86.6%	86.9%	87.1%	87.3%
营业税金及附加	-27	-33	-46	-59	-72	-86
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,908	-3,347	-7,737	-9,728	-11,616	-13,512
%销售收入	30.8%	43.9%	58.5%	57.7%	56.4%	55.3%
管理费用	-777	-246	-222	-236	-278	-318
%销售收入	12.5%	3.2%	1.7%	1.4%	1.4%	1.3%
研发费用	0	-538	-820	-1,232	-1,771	-2,414
%销售收入	0.0%	7.0%	6.2%	7.3%	8.6%	9.9%
息税前利润（EBIT）	1,529	1,657	2,626	3,409	4,202	5,002
%销售收入	24.7%	21.7%	19.8%	20.2%	20.4%	20.5%
财务费用	-29	-17	15	25	-7	-2
%销售收入	0.5%	0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-351	-1,049	-58	-37	37	0
公允价值变动收益	0	0	-148	0	0	0
投资收益	256	81	111	116	139	167
%税前利润	13.4%	6.6%	4.1%	3.2%	3.0%	3.1%
营业利润	1,518	770	2,672	3,659	4,547	5,378
营业利润率	24.5%	10.1%	20.2%	21.7%	22.1%	22.0%
营业外收支	399	449	24	24	24	24
税前利润	1,917	1,219	2,696	3,683	4,571	5,402
利润率	31.0%	16.0%	20.4%	21.8%	22.2%	22.1%
所得税	-80	-68	-279	-387	-480	-567
所得税率	4.2%	5.6%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%
净利润	1,836	1,151	2,417	3,296	4,091	4,835
少数股东损益	216	143	302	393	452	497
归属于母公司的净利润	**1,621**	**1,009**	**2,115**	**2,904**	**3,640**	**4,338**
净利率	26.2%	13.2%	16.0%	17.2%	17.7%	17.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,836	1,151	2,417	3,296	4,091	4,835
少数股东损益	216	143	302	393	452	497
非现金支出	511	1,167	169	245	408	592
非经营收益	-215	-82	61	-126	-149	-177
营运资金变动	-301	-282	594	119	25	1
经营活动现金净流	**1,832**	**1,954**	**3,241**	**3,534**	**4,375**	**5,250**
资本开支	-1,010	-311	-366	-1,136	-264	-464
投资	-490	200	560	0	0	0
其他	132	56	-1,238	116	139	167
投资活动现金净流	**-1,368**	**-55**	**-1,043**	**-1,020**	**-124**	**-296**
股权募资	434	20	0	4,500	0	0
债权募资	338	-31	-399	-32	0	0
其他	-474	-1,953	-1,196	-461	-461	-461
筹资活动现金净流	**298**	**-1,964**	**-1,595**	**4,007**	**-461**	**-461**
现金净流量	**762**	**-65**	**603**	**6,522**	**3,790**	**4,493**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,581	1,533	2,153	8,674	12,464	16,957
应收款项	1,329	2,091	1,373	1,905	2,370	2,812
存货	102	0	0	0	0	0
其他流动资产	951	558	2,830	3,077	3,270	3,403
流动资产	3,962	4,182	6,355	13,656	18,104	23,172
%总资产	43.3%	49.8%	62.6%	74.2%	79.8%	83.8%
长期投资	1,259	1,675	978	978	978	978
固定资产	343	36	844	1,738	1,534	1,387
%总资产	3.7%	0.4%	8.3%	9.4%	6.8%	5.0%
无形资产	2,669	1,673	1,671	1,701	1,719	1,728
非流动资产	5,198	4,214	3,790	4,744	4,591	4,489
%总资产	56.7%	50.2%	37.4%	25.8%	20.2%	16.2%
资产总计	**9,160**	**8,396**	**10,145**	**18,400**	**22,695**	**27,661**
短期借款	400	399	31	0	0	0
应付款项	889	1,285	2,057	2,896	3,416	3,863
其他流动负债	229	309	512	608	735	863
流动负债	1,518	1,992	2,600	3,504	4,151	4,726
长期贷款	311	281	250	250	250	250
其他长期负债	44	9	1	0	0	0
负债	**1,873**	**2,282**	**2,852**	**3,754**	**4,401**	**4,976**
普通股股东权益	**7,017**	**5,973**	**7,029**	**13,989**	**17,185**	**21,080**
其中：股本	2,148	2,125	2,112	2,218	2,218	2,218
未分配利润	2,820	3,332	4,711	7,171	10,367	14,261
少数股东权益	270	141	264	657	1,109	1,605
负债股东权益合计	**9,160**	**8,396**	**10,145**	**18,400**	**22,695**	**27,661**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.754	0.475	1.001	1.375	1.723	2.054
每股净资产	3.266	2.811	3.328	6.308	7.749	9.504
每股经营现金净流	0.853	0.920	1.535	1.594	1.973	2.367
每股股利	0.100	0.200	0.300	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	23.10%	16.89%	30.09%	20.76%	21.18%	20.58%
总资产收益率	17.69%	12.01%	20.84%	15.78%	16.04%	15.68%
投入资本收益率	18.26%	23.02%	31.07%	20.48%	20.28%	19.52%
增长率						
主营业务收入增长率	17.93%	23.33%	73.30%	27.57%	22.06%	18.63%
EBIT增长率	32.49%	8.37%	58.43%	29.85%	23.26%	19.03%
净利润增长率	51.43%	-37.77%	109.69%	37.31%	25.34%	19.18%
总资产增长率	43.44%	-8.34%	20.84%	81.37%	23.34%	21.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.1	52.2	35.7	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	16.2	10.3	N/A	N/A	N/A	N/A
应付账款周转天数	135.1	183.8	257.0	280.0	270.0	265.0
固定资产周转天数	17.2	1.7	1.3	26.1	22.5	20.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.57%	-13.96%	-53.67%	-71.46%	-77.93%	-82.65%
EBIT利息保障倍数	53.6	96.9	-176.2	-137.9	642.0	2,748.3
资产负债率	20.45%	27.18%	28.11%	20.40%	19.39%	17.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-02	买入	32.01	47.35～47.35
2	2020-05-10	买入	37.96	47.35～47.35
3	2020-07-07	买入	44.61	N/A
4	2020-08-19	买入	43.62	N/A

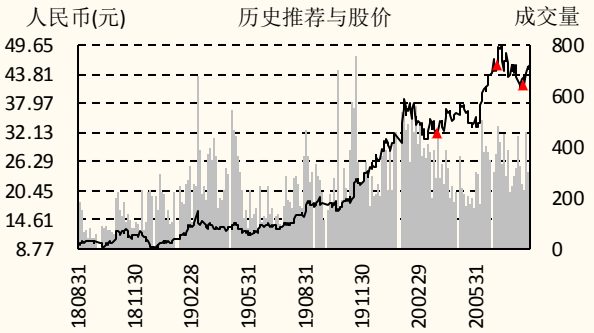
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH