海内外手游业务协同发展，上半年净利同增 65%超预期

——三七互娱公司点评

公司点评

● 事件：公司发布 2020 上半年报告，利润水平超越业绩预告上限

公司 8 月 30 日发布 2020 年上半年报告，公司上半年实现营收 79.89 亿元，同比增长 31.59%；实现归母净利润 17.00 亿元，同比增长 64.53%，超过公司之前的业绩预告上限（14-15 亿元）。公司实现扣非后净利润 14.65 亿元，同比增长 54.31%。二季度单季实现归母净利润 9.71 亿元，同比增长 67.7%。

● 手游业务收入增速达 37%，海内外业务协同发展，现金流充裕

从国内市场来看，公司手游业务收入增速迅猛，达到 74.12 亿元，同比增长 36.59%。公司国内手机游戏业务的市场占有率进一步提升至 10.51%。各大运营数据亮眼，国内手机游戏的最高月流水超过 18 亿元，新增注册用户数超过 1.32 亿，最高月活跃数用户超过 8200 万。从海外市场来看，公司海外业务营业收入同比增长 94.77%，覆盖 200 多个国家和地区，多款国内上线游戏海外取得优异成绩，协同发展效应凸显。《狂野西境》、《P&C》等重点游戏也已在在欧美市场推出。财务方面来看，公司营业成本增速低于营收增速，经营活动净现金流 24.5 亿元，现金流充裕。

● 公司自研、代理产品储备均较为丰富，多年自研投入或迎来收获期

公司目前储备有多款自研产品，包括《代号 NB》、《代号 DL》等。另外，公司储备了丰富的国内代理产品，包括《代号 JZ》、《代号 XN》、《王牌高校》、《一千克拉女王》等，品类涵盖 SLG、卡牌、模拟等。我们认为，公司现有储备游戏无论从数量还是品类来看，都处于较为丰富的水平。公司打造自主的发行系统、买量优化系统和游戏引擎已多年，2020H1 总研发投入 6.45 亿元，同比增长 102.48%，未来两至三年或为自研游戏的收获期。

● 公司推进精品化、多元化和平台化策略效果显著，维持看好公司买量龙头市场地位及自研和出海游戏发展，维持“强烈推荐”评级。

我们维持长期看好未来公司精品化策略提升的发行能力、多元化策略的多方面提效和不断拓展的产品矩阵与商业模式壁垒。预计 2020-2022 年公司净利润分别为 30.54 亿元、34.61 亿元、40.19 亿元，同比增长 44.4%、13.3%、16.1%，对应 EPS 分别为 1.45/1.64/1.90 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 25/22/19 倍，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：游戏监管风险，市场竞争风险，新产品质量不及预期等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,633	13,227	17,776	20,600	24,008
增长率(%)	23.3	73.3	34.4	15.9	16.5
净利润(百万元)	1,009	2,115	3,054	3,461	4,019
增长率(%)	-37.8	109.7	44.4	13.3	16.1
毛利率(%)	76.3	86.6	88.0	87.5	87.4
净利率(%)	13.2	16.0	17.2	16.8	16.7
ROE(%)	18.8	33.1	34.4	28.8	25.6
EPS(摊薄/元)	0.48	1.00	1.45	1.64	1.90
P/E(倍)	75.7	36.1	25.0	22.1	19.0
P/B(倍)	12.8	10.9	8.1	6.1	4.7

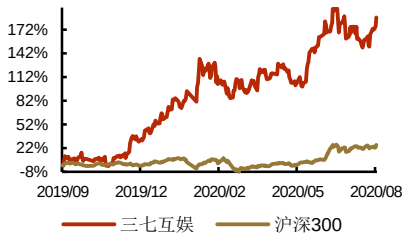
强烈推荐（维持评级）

马笑（分析师）
maxiao@xsdzq.cn
证书编号：S0280520070001

陈磊（分析师）
chenlei3@xsdzq.cn
证书编号：S0280520040001

市场数据	时间 2020.08.28
收盘价(元):	47.6
一年最低/最高(元):	15.47/51.08
总股本(亿股):	21.12
总市值(亿元):	1,005.43
流通股本(亿股):	14.8
流通市值(亿元):	704.31
近 3 月换手率:	128.26%

股价一年走势



相关报告

《预计 2020 年 H1 净利同增 36%-45%，产品储备丰富高增速持续》2020-05-05

《2019 年净利同增 110%，研运出海与募资助力公司再上新台阶》2020-04-01

《营收净利高增长，研运出海与 AI 赋能将助力全球战略新阶段》2020-03-01

《手游业务高增长，持续看好公司流量经营策略和研运发行能力》2019-09-04

《《永恒纪元》一战成名，三七力争成为中国第三大游戏厂商》2017-08-30

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4182**	**6355**	**7584**	**13496**	**16038**
现金	1533	2153	3344	7532	9719
应收票据及应收账款合计	1299	1288	490	2680	2122
其他应收款	792	85	1094	272	1320
预付账款	194	661	488	844	708
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	364	2169	2169	2169	2169
非流动资产	**4214**	**3790**	**3842**	**3779**	**3693**
长期投资	556	469	391	316	241
固定资产	36	47	337	468	539
无形资产	21	17	-5	-22	-40
其他非流动资产	3601	3257	3119	3017	2953
资产总计	**8396**	**10145**	**11426**	**17275**	**19730**
流动负债	**1992**	**2600**	**1071**	**3386**	**1711**
短期借款	369	0	185	92	138
应付票据及应付账款合计	1082	1719	0	2252	553
其他流动负债	541	881	887	1041	1020
非流动负债	**290**	**251**	**207**	**156**	**104**
长期借款	281	250	206	155	103
其他非流动负债	9	1	1	1	1
负债合计	**2282**	**2852**	**1278**	**3542**	**1815**
少数股东权益	141	264	699	1192	1765
股本	2125	2112	2112	2112	2112
资本公积	299	73	73	73	73
留存收益	3503	4938	7240	9902	12973
归属母公司股东权益	5973	7029	9449	12541	16151
负债和股东权益	**8396**	**10145**	**11426**	**17275**	**19730**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**1954**	**3258**	**1755**	**4625**	**2472**
净利润	1151	2417	3488	3954	4592
折旧摊销	118	111	83	102	137
财务费用	17	-15	-22	-99	-173
投资损失	-81	-111	-96	-100	-100
营运资金变动	164	521	-1772	683	-2075
其他经营现金流	585	334	73	85	92
投资活动现金流	**-55**	**-1043**	**-113**	**-23**	**-42**
资本支出	324	368	129	12	-11
长期投资	195	127	77	75	75
其他投资现金流	464	-548	94	64	21
筹资活动现金流	**-1969**	**-1602**	**-451**	**-414**	**-243**
短期借款	-3	-369	185	-92	46
长期借款	-57	-31	-44	-51	-53
普通股增加	-23	-13	0	0	0
资本公积增加	-1674	-226	0	0	0
其他筹资现金流	-212	-964	-591	-271	-236
现金净增加额	**-65**	**620**	**1191**	**4188**	**2187**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**7633**	**13227**	**17776**	**20600**	**24008**
营业成本	1811	1776	2130	2567	3014
营业税金及附加	33	46	67	76	89
营业费用	3347	7737	9531	11380	13132
管理费用	246	222	712	638	760
研发费用	538	820	1152	1316	1541
财务费用	17	-15	-22	-99	-173
资产减值损失	1049	-58	764	742	960
公允价值变动收益	0	-148	-74	-86	-92
其他收益	98	143	123	125	127
投资净收益	81	111	96	100	100
营业利润	**770**	**2672**	**3587**	**4121**	**4820**
营业外收入	464	28	244	246	242
营业外支出	15	4	8	8	9
利润总额	**1219**	**2696**	**3823**	**4359**	**5053**
所得税	68	279	335	405	461
净利润	**1151**	**2417**	**3488**	**3954**	**4592**
少数股东损益	143	302	434	493	572
归属母公司净利润	**1009**	**2115**	**3054**	**3461**	**4019**
EBITDA	1332	2759	3837	4312	4942
EPS（元）	0.48	1.00	1.45	1.64	1.90

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	23.3	73.3	34.4	15.9	16.5
营业利润(%)	-49.3	246.9	34.3	14.9	17.0
归属于母公司净利润(%)	-37.8	109.7	44.4	13.3	16.1
获利能力					
毛利率(%)	76.3	86.6	88.0	87.5	87.4
净利率(%)	13.2	16.0	17.2	16.8	16.7
ROE(%)	18.8	33.1	34.4	28.8	25.6
ROIC(%)	43.3	127.1	102.7	176.0	119.3
偿债能力					
资产负债率(%)	27.2	28.1	11.2	20.5	9.2
净负债比率(%)	-13.9	-25.6	-28.6	-52.7	-52.6
流动比率	2.1	2.4	7.1	4.0	9.4
速动比率	1.8	2.1	6.5	3.7	8.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.4	1.6	1.4	1.3
应收账款周转率	6.8	10.2	20.0	13.0	10.0
应付账款周转率	2.0	1.3	2.5	2.3	2.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.48	1.00	1.45	1.64	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.90	0.83	2.19	1.17
每股净资产(最新摊薄)	2.83	3.33	4.47	5.94	7.65
估值比率					
P/E	75.7	36.1	25.0	22.1	19.0
P/B	12.8	10.9	8.1	6.1	4.7
EV/EBITDA	56.8	26.4	18.8	15.8	13.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马笑，华中科技大学硕士，2017 年加入新时代证券，传媒互联网行业组长。5 年文化传媒互联网实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员、投资经理等岗位。2018 年东方财富&Choice · 中国最佳分析师传媒行业第一名；2019 年每市组合传媒行业第三名。

陈磊，伦敦大学玛丽女王学院理学硕士，2020 年加入新时代证券，多年证券行业从业经验，具备买方与卖方复合行业研究经历，紧密跟踪传媒行业上市公司，注重实战与前瞻性研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/