三七互娱（002555）

公司研究/点评报告

20H1 业绩超预期，看好未来全球化+多元化+精品化布局

—三七互娱 2020 年半年报点评

点评报告/传媒　　2020 年 08 月 31 日

一、事件概述

公司 8 月 30 日发布半年报，2020H1 实现营收 79.9 亿元，同比增长 31.6%，实现归母净利润 17 亿元，同比增长 64.5%，扣非归母净利润为 14.7 亿元，同比增长 54.3%，经营活动现金流净额为 24.5 亿元，同比增长 297.5%，ROE（加权）为 22.1%，同比增加 5.7%。2020Q2 实现营收 36.5 亿元，同比增长 29.1%，环比下滑 16.1%。实现归母净利润 9.7 亿元，同比增长 67.8%，环比增长 33.2%。扣非归母净利润为 8.1 亿元，同比增长 53.0%，环比增长 25.0%。

二、分析与判断

➢ 2020H1 助力业绩超预期，销售费用率降低助力净利率提升

公司 2020H1 实现归母净利润 17 亿元，超出此前业绩预告中的 14-15 亿元区间。公司移动游戏业务增长强劲，收入为 74.1 亿元，同比增长 36.6%。公司精细化运营优势显著，目前在运营中的移动游戏的最高月流水超 18 亿，新增注册用户合计超 1.3 亿，最高月活跃用户超 8200 万。公司 2020H1 扣非归母净利润同比增长 54.3%超过营收 31.6%的同比增速，公司净利润率由去年同期的 19.1%上涨到 23.6%，主要因为（1）毛利率提升：公司毛利率从 19H1 年的 86.2%到 20H1 的 89.2%，游戏营业成本相对固定，有一定规模化效应；（2）销售费用率降低：销售费用率由去年同期的 59.8%下滑到 20H1 的 57.0%，公司上半年相对新游较少，买量投入减少。

➢ 国内业务市占率提升，全球化战略加速布局

三七互娱作为国内移动游戏端的头部发行厂商，受益于行业集中度的进一步提高，根据易观数据显示，公司 2020H1 在国内手机游戏发行业务的市场占有率提升至 10.5%，稳居业内公司三甲。与此同时，公司加快全球化战略布局，海外收入增速显著。2020H1，海外业务营业收入为 9.7 亿元，同比增长 94.8%，多款游戏表现亮眼：《SNK オールスター》在日本市场上线后即取得下载榜双榜第一，《大天使之剑 H5》长期占据越南游戏畅销榜榜首，《奇迹 MU：跨时代》在港澳台地区上线后迅速登台湾 iOS 畅销榜和 Google Play 免费下载榜。

公司已推出的 SLG 游戏《狂野西境》与 RPG&SLG 创新玩法游戏《P&C》，今年下半年海外市场推出的产品还包括模拟经营类《代号 ZG》，SLG 类《代号 FRZ》、《代号 FO》，卡牌类《代号 OX》，休闲 RPG 类《代号 CM》，MMO 类《代号 E》和《代号 AH》。日本市场下半年将推出适合本土的卡牌游戏，韩国市场则主推 MMO 类游戏。公司将在保持东南亚、日韩地区竞争力的同时补全全球版图。

➢ 加码研发打造研运一体，精品化多元化策略稳步推进

公司持续加大游戏研发的投入，打造研运一体，2020H1 研发费用达 6.5 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》、《代号 DL》等。储备的国内代理产品包括：仙侠游戏《代号 JZ》跟《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》。

三、投资建议

我们预计公司 2019-2021 年能够实现每股收益 1.39/1.68/1.96 元，对应 PE 分别为 34X、28X、24X。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 68.3%分位数，维持 **“推荐”** 评级。

四、风险提示：

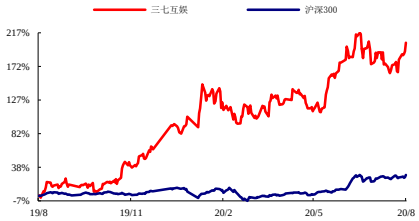
新游未如期上线，游戏流水不达预期，海内外游戏政策监管风险。

推荐　　维持评级

当前价格：　47.6 元

交易数据	2020-8-28
近 12 个月最高/最低(元)	49.68/15.45
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）	1,005
流通市值（亿元）	704

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

执业证号：　S0100519030001

电话：　010-85127513

邮箱：　liuxin@mszq.com

研究助理：张昱

执业证号：　S0100119070042

电话：　021-60876733

邮箱：　zhangyu_@mszq.com

分析师：钟奇

执业证号：　S0100518110001

电话：　010-85127513

邮箱：　zhongqi@mszq.com

相关研究

1.三七互娱（002555）2020 一季报点评：20Q1 业绩符合预期，20Q2 业绩依然亮眼，看好 20 年新游品类拓宽

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	16,847	20,650	23,994
增长率（%）	73.3%	27.4%	22.6%	16.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,115	2,932	3,542	4,130
增长率（%）	109.7%	38.6%	20.8%	16.6%
每股收益（元）	1.00	1.39	1.68	1.96
PE（现价）	26.90	34.30	28.39	24.34
PB	8.09	10.01	7.40	5.68

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	16,847	20,650	23,994
营业成本	1,776	1,812	2,167	2,481
营业税金及附加	46	63	78	91
销售费用	7,737	9,771	11,977	13,916
管理费用	222	253	310	360
研发费用	820	1126	1292	1514
EBIT	2,626	3,515	4,363	5,106
财务费用	-15	13	20	17
资产减值损失	58	2	22	20
投资收益	111	18	15	16
营业利润	2,672	3,701	4,478	5,224
营业外收支	24	15	15	15
利润总额	2,696	3,716	4,493	5,239
所得税	279	372	449	524
净利润	2,417	3,344	4,044	4,715
归属于母公司净利润	2,115	2,932	3,542	4,130
EBITDA	2,736	3,537	4,387	5,133

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,153	5,369	9,382	14,007
应收账款及票据	1,288	1,647	2,019	2,346
预付款项	661	377	497	670
存货	0	25	25	26
其他流动资产	2,254	2,169	2,169	2,169
流动资产合计	6,355	9,587	14,091	19,217
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	13,388	17,899	23,026
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,719	1,429	1,709	1,956
其他流动负债	881	988	1,175	1,340
流动负债合计	2,600	2,417	2,884	3,296
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	2,668	3,135	3,547
股本	2,112	2,205	2,205	2,205
少数股东权益	264	677	1,179	1,764
股东权益合计	7,294	10,720	14,764	19,479
负债和股东权益合计	10145	13388	17899	23026

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	73.3%	27.4%	22.6%	16.2%
EBIT 增长率	58.4%	33.9%	24.1%	17.0%
净利润增长率	109.7%	38.6%	20.8%	16.6%
盈利能力				
毛利率	86.6%	89.2%	89.5%	89.7%
净利润率	18.3%	19.9%	19.6%	19.7%
总资产收益率 ROA	20.8%	21.9%	19.8%	17.9%
净资产收益率 ROE	30.1%	29.2%	26.1%	23.3%
偿债能力				
流动比率	2.44	3.97	4.89	5.83
速动比率	2.19	3.80	4.71	5.62
现金比率	0.83	2.22	3.25	4.25
资产负债率	28.1%	19.9%	17.5%	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	1.43	1.32	1.17
每股指标（元）				
每股收益	1.00	1.39	1.68	1.96
每股净资产	3.33	4.75	6.43	8.39
每股经营现金流	1.54	1.40	1.84	2.13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	26.90	34.30	28.39	24.34
PB	8.09	10.01	7.40	5.68
EV/EBITDA	20.10	28.24	21.85	17.78
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	3,344	4,044	4,715
折旧和摊销	111	22	24	27
营运资金变动	594	-201	-47	-108
经营活动现金流	3,258	2,965	3,891	4,501
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	69	-13	-13
现金净流量	612	3,216	4,014	4,625

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

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。

张昱，民生证券研究院文化传媒&海外互联网研究员，墨尔本大学金融学硕士，2019年7月加入民生证券。2019年获得Wind第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名。

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。