三七互娱（002555）

上半年业绩表现超预期，高经营质量彰显公司全方位竞争力

买入（维持）

2020 年 08 月 30 日

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,227	16,933	20,035	22,921
同比（%）	73.3%	28.0%	18.3%	14.4%
归母净利润（百万元）	2,115	3,260	3,690	4,296
同比（%）	109.7%	54.1%	13.2%	16.4%
每股收益（元/股）	1.00	1.54	1.75	2.03
P/E（倍）	47.54	30.84	27.25	23.40

投资要点

- 公司 2020 上半年实现营收 79.89 亿元，同比增长 31.59%，归母净利润 17 亿元，同比增长 64.53%，扣非归母净利润 14.65 亿元，同比增长 54.31%。其中 2020Q2 实现营收 36.46 亿元，同比增长 29.09%，实现归母净利润 9.71 亿元，同比增长 67.78%，实现扣非归母净利润 8.14 亿元，同比增长 53.01%。
- 2020 上半年公司实现经营活动现金流量净额 24.5 亿元，同比增长 297.53%，体现出高经营质量。同时，2020 上半年研发费用率达到 8.07%，2020Q2 单季度研发费用率高达 10.51%，公司由发行起家，而如今研发费用率不断上新台阶，体现出公司对研发的重视及研运一体体系的的高效统一。
- 核心品类 ARPG 方面，公司实现现持续扩张，通自研“量子”“天机”两大 AI 投放系统及“雅典娜”“阿瑞斯”“波塞冬”三款平台级大数据产品沉淀的海量数据，为新产品设计及老产品迭代调优提供精准的数值参考，提高产品开发和流程优化能力，大幅提升产品体验，持续提高市场份额，并长期提升利润率。
- “多元化”策略全方位提效：产品方面，报告期内公司在国内手机游戏市场上线了《云上城之歌》等不同类型、题材的优秀游戏产品，拓展产品矩阵，为玩家带来多元化游戏体验；推广方面，公司通过“量子”“天机”两大 AI 投放系统及“雅典娜”“阿瑞斯”“波塞冬”三款平台级大数据产品，持续提高用户生命周期充值（LTV）。服务方面，公司拥有完善的玩家账户体系、玩家服务体系，以及经验丰富的玩家服务团队，结合丰富的产品供给，为玩家提供综合性游戏选择和一站式服务，持续提升玩家满意度、活跃度以及留存率，提升用户的生命周期。
- 公司以流量经营模式运营游戏，不依赖于单一产品，工业化生产游戏脱离了单一产品对业绩影响较大的传统游戏商业模式，长期将不断构筑其竞争壁垒，并实现业绩稳定增长。同时，多品类持续扩张，高研发持续投入将长期使公司拓展出新品类赛道，提升长期盈利空间。
- **盈利预测与投资评级：**考虑 2020 上半年投资净收益及公允价值变动净收益，我们预计 2020-2022 年实现营收 169.33/200.35/229.21 亿元，实现归母净利润 32.60/36.90/42.96 亿元，实现 EPS1.54/1.75/2.03 元，对应 2020-2022 年估值为 30.84/27.25/23.40 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**系统性风险；行业竞争加剧；政策监管趋严

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.60
一年最低/最高价	15.10/51.08
市净率(倍)	12.28
流通 A 股市值(百万元)	70430.95

基础数据

每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	31.67
总股本(百万股)	2112.25
流通 A 股(百万股)	1479.64

相关研究

1、《三七互娱（002555）：一季度业绩符合预期，夯实全年高增长基础》2020-04-29

2、《三七互娱（002555）：19 年业绩符合预期，20Q1 归母净利预计同增 56-67%，2020 年多品类及海外扩张落地》2020-04-02

3、《三七互娱（002555）：核心品类逆周期扩张，建立长期竞争壁垒》2020-03-03

请务必阅读正文之后的免责声明部分

三七互娱三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**6,355**	**8,645**	**13,818**	**17,204**
现金	2,153	3,988	8,791	11,780
应收账款	1,288	2,023	1,894	2,588
存货	0	0	0	0
其他流动资产	2,915	2,633	3,133	2,836
非流动资产	**3,790**	**3,929**	**3,985**	**4,008**
长期股权投资	469	394	314	238
固定资产	47	227	349	413
在建工程	797	823	813	793
无形资产	17	21	22	21
其他非流动资产	2,460	2,465	2,488	2,543
资产总计	**10,145**	**12,574**	**17,804**	**21,212**
流动负债	**2,600**	**1,988**	**3,429**	**2,396**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,419	1,156	2,085	1,423
其他流动负债	1,181	832	1,345	973
非流动负债	**251**	**214**	**169**	**120**
长期借款	250	213	168	119
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	**2,852**	**2,202**	**3,599**	**2,516**
少数股东权益	264	716	1,230	1,834
归属母公司股东权益	7,029	9,655	12,975	16,863
负债和股东权益	**10,145**	**12,574**	**17,804**	**21,212**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,258	2,374	5,118	3,206
投资活动现金流	-1,043	68	-37	-7
筹资活动现金流	-1,602	-607	-277	-211
现金净增加额	620	1,836	4,803	2,989
折旧和摊销	111	37	67	85
资本开支	368	214	136	98
营运资本变动	521	-1,088	1,069	-1,432

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**13,227**	**16,933**	**20,035**	**22,921**
减:营业成本	1,776	2,193	2,530	2,863
营业税金及附加	46	75	83	94
营业费用	7,737	9,639	11,444	13,094
管理费用	222	1,629	1,969	2,228
财务费用	-15	-42	-135	-246
资产减值损失	-58	132	0	0
加:投资净收益	111	124	40	52
其他收益	-148	120	45	49
营业利润	**2,672**	**3,752**	**4,379**	**5,110**
加:营业外净收支	24	238	129	183
利润总额	**2,696**	**3,990**	**4,508**	**5,293**
减:所得税费用	279	278	305	392
少数股东损益	302	452	513	604
归属母公司净利润	**2,115**	**3,260**	**3,690**	**4,296**
EBIT	2,648	3,905	4,323	4,989
EBITDA	2,759	3,942	4,390	5,074

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.00	1.54	1.75	2.03
每股净资产(元)	3.33	4.57	6.14	7.98
发行在外股份(百万股)	2112	2112	2112	2112
ROIC(%)	32.5%	36.6%	30.5%	27.1%
ROE(%)	33.1%	35.8%	29.6%	26.2%
毛利率(%)	86.6%	87.1%	87.4%	87.5%
销售净利率(%)	16.0%	19.3%	18.4%	18.7%
资产负债率(%)	28.1%	17.5%	20.2%	11.9%
收入增长率(%)	73.3%	28.0%	18.3%	14.4%
净利润增长率(%)	109.7%	54.1%	13.2%	16.4%
P/E	47.54	30.84	27.25	23.40
P/B	14.30	10.41	7.75	5.96
EV/EBITDA	35.12	24.22	20.76	17.49

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn