

信义山证 汇通天下

证券研究报告

传媒/游戏

报告原因：业绩公告

2020 年 8 月 31 日

三七互娱 (002555.SZ)

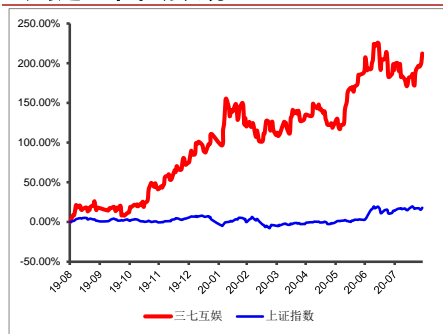
手游发展强劲驱动业绩增长，研运一体项目储备丰富

维持评级

买入

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 28 日

收盘价(元):	47.60
年内最高/最低(元):	51.08/15.25
流通 A 股/总股本(亿):	15/21
流通 A 股市值(亿):	704
总市值(亿):	1005

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.80
摊薄每股收益:	0.80
每股净资产(元):	3.88
净资产收益率:	20.75%

分析师：徐雪洁

执业登记编码：S0760516010001

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司于 8 月 31 日公告中报业绩，实现营业收入 79.89 亿元，同比增长 31.59%，实现归属于上市公司股东的净利润 17.00 亿元，同比增长 64.53%。

事件点评

公司 Q2 业绩同比增长强劲。1) 20Q2 公司实现营业收入 36.46 亿元，同比增长 29.09%，环比减少 16.06%；实现归母净利润 9.71 亿元，同比增长 67.78%，环比增长 33.22%。Q2 复工后由疫情带来线上娱乐红利逐步回落，致游戏流水较 Q1 环比减少。2) 20H1 公司毛利率为 89.19%，同比上升 25.26%；公司销售、管理、财务费用率分别为 56.95%、2.09%、0.12%，同比变动-2.88%、0.64%、0.05%，买量投入增加致销售费用同比增长 25.26%；办公楼转固折旧、股权激励及职工薪酬增加致管理费用同比增长 89.57%。29H1 公司净利率为 23.57%，同比提升 4.33%。3) 20H1 游戏业务收入增长带动经营活动产生的现金流量净额同比增长 297.53%，规模为 24.50 亿元；截至报告期末公司合同负债-预收游戏充值款余额为 2.05 亿元，较期初增长 15.14%。

产品优势叠加技术创新，研运一体化全面推进。1) 20H1 公司手游业务增长强劲，实现收入 74.12 亿元，同比增长 36.59%，毛利率为 90.16%，同比上升 2.61%。2) 20H1 公司进一步强化研运一体化发展战略：在研发层面持续增加研发投入，增强精品产出能力，并在 ARPG 优势品类基础上拓展至卡牌、SLG、模拟经营等。报告期内公司研发费用达 6.45 亿元，同比增长 102.48%；自研线在研产品包括《代号修仙》《代号 DL》《代号 NB》等，其中 SLG 精品《狂野西境》已全球上线，卡牌产品《代号 DL》将于年内推出。在发行层面公司一方面通过通过自研、投资 CP、加强外部合作等方式深化产品的多元化战略；另一方面通过公司自研的“量子”“天机”AI 投放系统及“雅典娜”“阿瑞斯”“波塞冬”平台级大数据产品向研发线进行提供数据反馈，提升运营效率，以此发挥研运一体化优势。20H1 公司在国内市场发行了《混沌起源》《云上城之歌》，市场占有率提升至 10.51%，运营游戏月流水最高超过 18 亿，洗澡能注册用户 1.32 亿，最高月活达 8200 万；同时代理线还储备包括仙侠类《代号 JZ》《代号 XN》，卡牌类《王牌高校》，模拟经营《代号 RS》，MMORPG《代号 GC》，女性向《一千克拉女王》。3) 20H1 公司多款海外发行游戏表现优异推动收入实现高增长，并将以适合不同市场品类的产品为驱动加速全球市场的布局。报告期内公司境外收入规模达 9.69 亿元，同比增长 94.77%，收入占比为 12.13%，同比上升 3.93%。包括《SNK オールスター》《三国英雄たちの夜明け》《大天使之剑 H5》《奇迹 MU:跨时代》等在日本、越南及港澳台市场取得亮眼成绩；目前 SLG《狂野西境》和 SLG+RPG《P&C》已欧美市场推出，日本及韩国市场也将分别推出卡牌类及 MMO 类产品，H2 重点推出的产品还包括：模拟经营《叫我大掌柜》，SLG 类《FRZ》《FO》，卡牌类《代号 OX》，休闲 RPG《代号 CM》和 MMO 类《代号 E》《代号 AH》。

➤ **产业布局构建泛娱乐生态闭环，上半年投资收益丰厚。**1) 20H1 公司产业布局在研发商矩阵、教育及新技术领域（互动游戏、虚拟主播、VR 社交、电竞等）项目获得进展，其中在教育类中公司收购的妙小程逐渐成长为少儿编程培训的头部机构；绘本平台 KaDa 与瑜伽教学平台 Wake 在疫情期间实现正增长并盈利。此外公司布局的各产业标的及公司形成联动，除发行游戏产品外在影视、动漫、娱乐方面打通内容版权、艺人、宣发等资源，形成生态化的叠加效应；储备 IP 及沉淀自有 IP，挖掘在泛娱乐细分领域的价值。2) 产业布局除为公司带来生态化的协同发展外，同时为公司带来丰厚的投资回报。20H1 公司在紫龙游戏、心动网络及微盟项目上成功退出，获得可观回报；报告期内公司投资收益达 1.08 亿元，同比增长 470.93%。

投资建议：公司在产品及技术驱动下进一步强化研发一体战略，项目储备丰富，手游业务有望保持强劲增长；此外在新赛道的发展上构建云游戏体系和相关技术准备，长线发展可期。20H1 公司业绩增长超预期，预计 20-22 年 EPS 分别为 1.42/1.75/2.01，对应公司 8 月 28 日收盘价 47.60 元，20-22 年 PE 分别为 34/27/24，维持买入评级。

存在风险：市场竞争加剧，游戏产品研发及生命周期不确定，产品流水不及预期。

表 1：三七互娱 2020H1 盈利能力变化分析

单位：万元

	2019H1	2020H1	同比增长率
营业收入	607,095.75	798,867.52	31.59%
毛利率	86.18%	89.19%	3.01%
销售费用	363,206.75	454,962.83	25.26%
管理费用	8,805.38	16,691.95	89.57%
研发费用	32,469.97	64,489.65	98.61%
财务费用	433.35	982.73	126.77%
投资净收益	1,893.30	10,809.33	470.93%
营业利润	129,048.21	199,833.93	54.85%
加：营业外收入	308.30	229.79	-25.47%
减：营业外支出	267.48	742.97	177.77%
利润总额	129,089.04	199,320.74	54.41%
减：所得税	13,163.47	11,065.98	-15.93%
净利润	115,925.56	188,254.76	62.39%
减：少数股东损益	12,618.12	18,281.15	44.88%
归属于母公司所有者的净利润	103,307.44	169,973.61	64.53%

数据来源：wind，山西证券研究所

表 2：三七互娱 2020H1 费用率变化情况

	2019H1	2020H1	YOY
销售费用率	59.83%	56.95%	-2.88
管理费用率	1.45%	2.09%	0.64
研发费用率	5.35%	8.07%	2.72

财务费用率 0.07% 0.12% 0.05

数据来源：wind，山西证券研究所

表 3：三七互娱 2020H1 主营业务收入情况

单位：万元

	营业收入	YOY	毛利率%	YOY	占比%	YOY
分产品						
移动游戏	741,215.31	36.59%	90.16	2.61	92.78%	3.40
网页游戏	56,497.52	-12.32%	77.25	2.75	7.07%	-3.54
其他主营业务	1,154.69	100.00%	49.98	33.38	0.14%	0.05
分地区						
境内	701,981.58	25.95%	89.79	1.84	87.87%	-3.93
境外	96,885.94	94.77%	84.85	18.52	12.13%	3.93
网络游戏	798,867.52	31.59%	89.19	3.01	100.00%	0.00

数据来源：wind，山西证券研究所

表 4：三七互娱单季度盈利变化分析

单位：万元

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
营业收入	324,695.55	282,400.20	348,892.47	366,725.37	434,310.87	364,556.65
YOY	95.46%	72.05%	56.29%	74.81%	33.76%	29.09%
QOQ	54.77%	-13.03%	23.55%	5.11%	18.43%	-16.06%
毛利率	87.66%	84.48%	86.88%	86.93%	90.84%	87.22%
YOY	16.04%	9.75%	7.84%	8.73%	3.18%	2.74%
QOQ	9.45%	-3.18%	2.40%	0.06%	3.91%	-3.61%
销售费用	214,181.30	149,025.45	214,116.29	196,397.51	279,865.62	175,097.21
YOY	299.85%	145.18%	101.82%	71.85%	30.67%	17.49%
QOQ	87.41%	-30.42%	43.68%	-8.28%	42.50%	-37.44%
管理(含研发) 费用	19,018.94	22,256.41	24,875.69	38,073.51	32,399.71	48,781.89
YOY	0.99%	12.72%	25.37%	90.78%	70.35%	119.18%
QOQ	-4.70%	17.02%	11.77%	53.06%	-14.90%	50.56%
财务费用	1,009.83	-576.48	-191.21	-1,732.53	1,355.79	-373.06
YOY	-15.33%	-383.73%	477.36%	-599.31%	34.26%	35.29%
QOQ	191.03%	-157.09%	-66.83%	806.09%	178.25%	-127.52%
投资净收益	1,410.77	482.52	3,501.68	5,666.35	1,071.91	9,737.42
YOY	37.85%	-64.29%	-595.73%	-11.27%	-24.02%	1918.01%
QOQ	-77.91%	-65.80%	625.70%	61.82%	-81.08%	808.42%
营业利润	53,894.60	75,153.61	67,080.62	71,083.23	91,264.93	108,569.00
YOY	14.08%	67.29%	38.31%	211.69%	69.34%	44.46%
QOQ	184.68%	39.45%	-10.74%	5.97%	28.39%	18.96%
利润总额	54,090.07	74,998.97	67,297.86	73,226.39	90,673.58	108,647.17
YOY	14.87%	67.28%	38.05%	490.73%	67.63%	44.86%
QOQ	388.62%	38.66%	-10.27%	8.81%	23.83%	19.82%
减：所得税	5,544.92	7,618.55	6,851.00	7,914.73	11,016.78	49.20
净利润	48,545.14	67,380.42	60,446.86	65,311.67	79,656.79	108,597.97

YOY	6.80%	57.34%	32.36%	447.26%	64.09%	61.17%
QOQ	358.11%	38.80%	-10.29%	8.05%	21.96%	36.33%
归属于母公司所有者的净利润	45,438.03	57,869.41	52,276.19	55,893.37	72,882.44	97,091.17
YOY	10.80%	47.90%	25.37%	366.36%	60.40%	67.78%
QOQ	316.53%	27.36%	-9.67%	6.92%	30.40%	33.22%

数据来源：wind，山西证券研究所

利润表

单位：百万元

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7633	13227	17238	21023	25231	货币资金	1533	2153	977	6389	6518
营业成本	1811	1776	2517	3231	4092	应收和预付款项	2285	2034	4280	3459	5898
营业税金及附加	33	46	60	73	88	存货	0	0	0	0	0
营业费用	3347	7737	9309	11142	13373	其他流动资产	365	126	2169	2169	2169
管理费用	246	222	345	420	505	长期股权投资	556	469	469	469	469
研发费用	538	820	1379	1682	2018	投资性房地产	0	0	0	0	0
财务费用	17	-15	35	46	59	固定资产和在建工程	36	844	751	658	565
资产减值损失	1049	-74	0	0	0	无形资产和开发支出	1599	1632	1620	1609	1597
其他收益	81	111	15	42	43	其他非流动资产	2022	337	290	271	271
投资收益	98	143	186	227	272	资产总计	8396	10145	10556	15023	17486
营业利润	770	2672	3795	4698	5412	短期借款	369	0	0	0	0
其他非经营损益	449	24	13	0	0	应付和预收款项	1285	2057	1171	2867	2140
利润总额	1219	2696	3808	4698	5412	长期借款	281	250	250	250	250
所得税	68	279	365	451	522	其他负债	342	544	103	103	103
净利润	1151	2417	3444	4247	4890	负债合计	2282	2852	1524	3220	2493
少数股东损益	143	302	452	557	641	股本	2125	2112	2112	2112	2112
归属母公司股东净利润	1009	2115	2992	3690	4249	资本公积	299	73	73	73	73
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	留存收益	3548	4843	6639	8853	11403
经营性现金净流量	1954	3258	393	6832	1764	归属母公司股东权益	5973	7029	8825	11039	13588
投资性现金净流量	-55	-1043	42	57	58	少数股东权益	141	264	716	1273	1914
筹资性现金净流量	-1969	-1602	-1207	-1478	-1692	股东权益合计	6114	7293	9541	12312	15502
现金流量净额	-70	613	-771	5411	129	负债和股东权益合计	8396	10145	11065	15532	17995

数据来源：wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

