

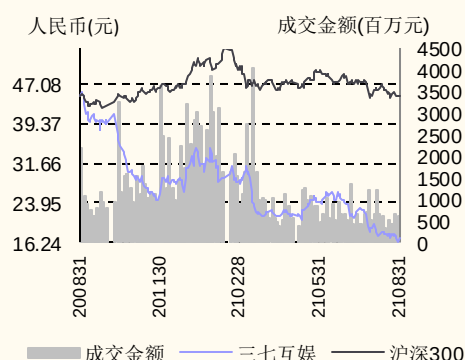
三七互娱 (002555.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 17.05 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	22.18
已上市流通 A 股(亿股)	14.35
总市值(亿元)	378.15
年内股价最高最低(元)	45.42/16.24
沪深 300 指数	4806
深证成指	14328



相关报告

- 1.《魂师对决:深度贴近 Z 世代顶流“斗罗大陆”-三七互娱游戏点评》, 2021.6.30
- 2.《稳抓“前浪”进击“后浪”, 21 年走出 α 行情-三七互娱深度跟踪...》, 2021.11.29
- 3.《从“品类&产品周期”真正理解买量 ROI》, 2020.10.19
- 4.《-20H1 净利增长 65%, 静待《荣耀大天使》上线》, 2020.9.1

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

伍兆丰 联系人
wuzhaofeng@gjzq.com.cn

Q2 环比回暖, 魂师对决 8 月流水或超 7 亿

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,227	14,400	16,989	19,989	22,618
营业收入增长率	73.30%	8.86%	17.98%	17.66%	13.15%
归母净利润(百万元)	2,115	2,761	2,819	3,519	4,122
归母净利润增长率	109.69%	30.56%	2.10%	24.85%	17.12%
摊薄每股收益(元)	1.001	1.307	1.271	1.587	1.858
每股经营性现金流净额	1.48	1.21	1.09	1.63	1.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.09%	45.73%	26.50%	27.60%	27.07%
P/E	26.90	23.89	12.78	10.23	8.74
P/B	8.09	10.93	3.39	2.82	2.37

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 三七互娱 1H21 营业收入 75.39 亿元, 同比下降 5.6%, 归母净利润 8.54 亿元, 同比下降 49.7%。公司预计 Q3 营收环比增长超 15%, 1-9 月归母净利润为 16 亿元至 17 亿元, Q3 为归母净利润为 7.46 亿元至 8.46 亿元。

点评

- 自研《斗罗大陆: 魂师对决》表现良好, 预计 8 月流水超 7 亿元: 公司自研游戏《斗罗大陆: 魂师对决》于 7 月 22 日上线后表现良好, 根据七麦数据, 魂师对决稳定在 iOS 游戏畅销榜第 6 名, 流水呈现较高水平, 根据公司公告, 公司预计 8 月流水超 7 亿元。
- 《P&S》海外表现优异, 1H21 海外收入保持高增长: 公司 1H21 海外游戏营业收入为 20.44 亿元, 同比增长 111.03%, 占总营收 27%, 其中《Puzzles & Survival》最高单月流水超 2 亿人民币, 累计流水已超 10 亿, 进入过 52 个地区 iOS 畅销榜前十, 根据七麦数据, 《P&S》近 3 个月稳定在美国 iOS 游戏畅销榜 25 名左右, 稳定在日本 iOS 游戏畅销榜 15 名左右。
- Q2 销售费用率环比改善, 归母净利润环比回暖。Q2 营业收入为 37.21 亿元, 同比增长 2%。费用方面, 公司 Q2 销售费用率约 53%, 环比下降 20pcts, 主要由于随着上线游戏逐渐成熟, Q2 主要游戏广告投放环比有所放缓, 推动归母净利润环比大幅回暖, 公司 Q2 归母净利润为 7.37 亿元, 环比增长 531%。
- 公司海内外产品储备充足, 有望推动业绩持续增长。公司海外内有 MMO、SLG、卡牌、SIM 四个品类产品储备 40 款, 其中国内 22 款、海外 18 款, 其中《魂师对决》预计 Q3 将陆续在海外上线, 有望进一步推动业绩增长。

投资建议

- 公司自研《斗罗大陆: 魂师对决》表现良好, 后续有望保持较高的月流水水平, 同时海外市场保持较高增长, 后续业绩有望持续增长。预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润为 28.2/35.2/41.2 亿元, 对应 EPS 为 1.27/1.59/1.86 元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 买量成本超预期; 新游戏不及预期; 出海市场竞争加剧; 政策监管风险

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	7,633	13,227	14,400	16,989	19,989	22,618
增长率		73.3%	8.9%	18.0%	17.7%	13.2%
主营业务成本	-1,811	-1,776	-1,758	-2,327	-2,649	-2,895
%销售收入	23.7%	13.4%	12.2%	13.7%	13.3%	12.8%
毛利	5,821	11,451	12,642	14,661	17,341	19,723
%销售收入	76.3%	86.6%	87.8%	86.3%	86.8%	87.2%
营业税金及附加	-33	-46	-42	-51	-60	-68
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-3,347	-7,737	-8,213	-9,938	-11,394	-12,825
%销售收入	43.9%	58.5%	57.0%	58.5%	57.0%	56.7%
管理费用	-246	-222	-366	-476	-520	-520
%销售收入	3.2%	1.7%	2.5%	2.8%	2.6%	2.3%
研发费用	-538	-820	-1,113	-1,444	-1,639	-1,809
%销售收入	7.0%	6.2%	7.7%	8.5%	8.2%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	1,657	2,626	2,908	2,752	3,728	4,501
%销售收入	21.7%	19.8%	20.2%	16.2%	18.7%	19.9%
财务费用	-17	15	23	-69	-189	-258
%销售收入	0.2%	-0.1%	-0.2%	0.4%	0.9%	1.1%
资产减值损失	-1,049	74	188	0	0	0
公允价值变动收益	0	-148	196	140	80	70
投资收益	81	111	155	150	140	120
%税前利润	6.6%	4.1%	4.8%	4.8%	3.6%	2.6%
营业利润	770	2,672	3,256	3,136	3,925	4,600
营业利润率	10.1%	20.2%	22.6%	18.5%	19.6%	20.3%
营业外收支	449	24	-7	2	2	2
税前利润	1,219	2,696	3,249	3,138	3,927	4,602
利润率	16.0%	20.4%	22.6%	18.5%	19.6%	20.3%
所得税	-68	-279	-213	-330	-412	-483
所得税率	5.6%	10.4%	6.6%	10.5%	10.5%	10.5%
净利润	1,151	2,417	3,036	2,809	3,514	4,119
少数股东损益	143	302	275	-10	-5	-3
归属于母公司的净利润	1,009	2,115	2,761	2,819	3,519	4,122
净利率	13.2%	16.0%	19.2%	16.6%	17.6%	18.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,151	2,417	3,036	2,809	3,514	4,119
少数股东损益	143	302	275	-10	-5	-3
非现金支出	1,167	53	-75	157	218	275
非经营收益	-82	61	-290	-242	-179	-146
营运资金变动	-282	594	-123	-313	65	9
经营活动现金净流	1,954	3,125	2,547	2,412	3,618	4,257
资本开支	-311	-366	-1,071	-1,382	-1,466	-1,617
投资	200	560	-151	-990	-50	-50
其他	56	-1,238	612	150	140	120
投资活动现金净流	-55	-1,043	-610	-2,222	-1,376	-1,547
股权募资	20	0	0	2,910	0	0
债权募资	-31	-399	608	38	70	58
其他	-1,953	-1,196	-3,288	-1,168	-1,451	-1,695
筹资活动现金净流	-1,964	-1,595	-2,679	1,780	-1,381	-1,637
现金净流量	-65	487	-742	1,969	861	1,073

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,533	2,153	1,777	3,746	4,608	5,681
应收款项	2,091	1,373	1,250	1,815	2,191	2,541
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	558	2,830	2,774	3,652	3,778	3,921
流动资产	4,182	6,355	5,800	9,214	10,576	12,143
%总资产	49.8%	62.6%	54.9%	60.1%	58.7%	57.8%
长期投资	1,675	978	1,028	1,158	1,238	1,308
固定资产	36	844	927	1,223	1,519	1,915
%总资产	0.4%	8.3%	8.8%	8.0%	8.4%	9.1%
无形资产	1,673	1,671	2,769	3,731	4,685	5,632
非流动资产	4,214	3,790	4,764	6,111	7,442	8,855
%总资产	50.2%	37.4%	45.1%	39.9%	41.3%	42.2%
资产总计	8,396	10,145	10,564	15,325	18,017	20,998
短期借款	399	31	889	928	998	1,056
应付款项	1,191	1,860	2,789	2,896	3,263	3,583
其他流动负债	403	709	820	844	993	1,125
流动负债	1,992	2,600	4,498	4,668	5,254	5,765
长期贷款	281	250	0	0	0	0
其他长期负债	9	1	0	0	0	0
负债	2,282	2,852	4,499	4,668	5,254	5,765
普通股股东权益	5,973	7,029	6,037	10,639	12,751	15,224
其中：股本	2,125	2,112	2,112	2,218	2,218	2,218
未分配利润	3,332	4,711	3,960	5,651	7,762	10,235
少数股东权益	141	264	28	18	13	10
负债股东权益合计	8,396	10,145	10,564	15,325	18,017	20,998

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.475	1.001	1.307	1.271	1.587	1.858
每股净资产	2.811	3.328	2.858	4.797	5.749	6.864
每股经营现金净流	0.920	1.479	1.206	1.087	1.631	1.920
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.508	0.635	0.743
回报率						
净资产收益率	16.89%	30.09%	45.73%	26.50%	27.60%	27.07%
总资产收益率	12.01%	20.84%	26.13%	18.39%	19.53%	19.63%
投入资本收益率	23.02%	31.07%	39.06%	21.26%	24.25%	24.73%
增长率						
主营业务收入增长率	23.33%	73.30%	8.86%	17.98%	17.66%	13.15%
EBIT增长率	8.37%	58.43%	10.75%	-5.35%	35.46%	20.74%
净利润增长率	-37.77%	109.69%	30.56%	2.10%	24.85%	17.12%
总资产增长率	-8.34%	20.84%	4.13%	45.07%	17.57%	16.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.2	35.7	31.1	37.0	38.0	39.0
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	183.8	257.0	259.3	270.0	265.0	265.0
固定资产周转天数	1.7	1.3	23.4	19.7	16.7	14.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.96%	-53.67%	-36.42%	-48.23%	-46.86%	-46.26%
EBIT利息保障倍数	96.9	-176.2	-126.4	39.6	19.8	17.4
资产负债率	27.18%	28.11%	42.59%	30.46%	29.16%	27.45%

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	1	8	32	42	100
增持	0	0	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.14	1.13	1.00

来源：聚源数据

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。

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: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402