

传媒/游戏

报告原因：业绩预告

2021年8月31日

三七互娱 (002555.SZ)

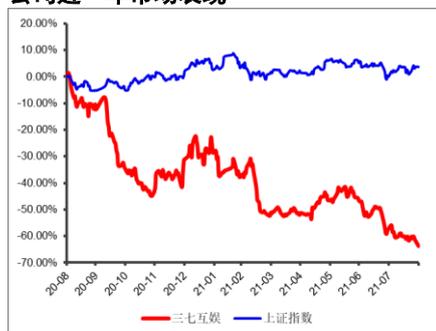
二季度利润环比大幅改善，出海业务表现亮眼

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：2021年8月30日

收盘价(元):	16.24
年内最高/最低(元):	49.46/16.06
流通A股/总股本(亿):	14/22
流通A股市值(亿):	233
总市值(亿):	260

基础数据：2021年6月30日

基本每股收益	0.39
摊薄每股收益:	0.39
每股净资产(元):	4.23
净资产收益率:	9.10%

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2021年中报业绩，报告期内公司实现营业收入75.39亿元，同比减少5.63%；归属于上市公司股东的净利润8.54亿元，同比减少49.77%。

事件点评

前期投入逐步回收，二季度利润环比大幅改善。1) 21Q2公司实现营业收入37.21亿元，同比增长2.07%、环比微减2.53%，实现归母净利润7.37亿元，同比减少24.10%、环比增加531.09%。21Q2公司前期投入的销售费用逐步回收，产品利润逐步释放致单季度利润端环比大幅改善。今年由于公司上线新产品较多，且仍处于投放与用户导入期，而20H1公司主要运营成熟期存量产品流水贡献稳定叠加疫情流量红利致业绩基数加高，导致21H1收入与利润同比下滑。2) 2021H1公司毛利率为85.14%，同比下降4.05pct，成本增量来自代理游戏收入增加进而导致分成成本增长。2021H1销售、管理、财务费用率分别为63.48%、2.94%、-0.34%，同比变动6.52pct、0.86pct、-0.47pct，销售费用率上升主要来自海内外市场新产品上线导致买量等营销费用增长。3) 2021H1公司经营活动现金流量净额为12.54亿元，同比减少48.82%；由于应收第三方渠道平台款以及支付职工薪酬等增量因素及收入减少等综合原因导致。截至报告期末，公司应收账款账面价值13.61亿元，较期初增加16.86%，预收游戏充值款余额2.36亿元，较期初增加22.21%。

自研与发行聚焦核心赛道，海外业务增速亮眼。2021H1公司移动游戏业务营业收入70.67亿元，同比减少4.65%。1) 自研线：公司研发投入稳健增长，21H1研发费用6.74亿元，同比增长4.46%，通过自研+投资CP+加强外部CP厂商合作不断完善自研架构，通过“宙斯”系统实现研发、部署、运营全流程的自动化和标准化，提高运维效率；产品端结合数值、玩法等优势，着重发展MMORPG、SLG、SRPG、SIM等赛道，2021年上线《斗罗大陆：魂师对决》《荣耀大天使》《云端问仙》等自研产品，其中《斗罗大陆：魂师对决》自7月22日上线后保持在iOS畅销榜TOP10，8月预估流水超7亿，对比2021年上线的其他斗罗IP产品，首月表现更为出色。2) 发行线：2021H1公司在运营国内移动游戏最高月流水超过14亿，新增注册用户合计超过1.6亿，最高月活跃用户超过4600万，发行上线《斗罗大陆：武魂觉醒》《绝世仙王》《叫我大掌柜》等代理及自研新品，《云上城之歌》上线1年畅销排名仍有所上升。在营销思路上坚持系统性数字化投放，并采用立体营销+精准推送+长线服务的多元方式，加大了内容向的投入，包括高质量的微电影式宣传素材制作、定制视频节目等。3) 海外：公司海外发行以分区突破转为以赛道和品类为组织的策略更好地适配发行人员与本地化运营，上半年发行《Puzzles&Survival》《叫我大掌柜》《Survival at Gunpoint》《アイドルエンジェル》等产品，最高月流水超5亿，新增注册用

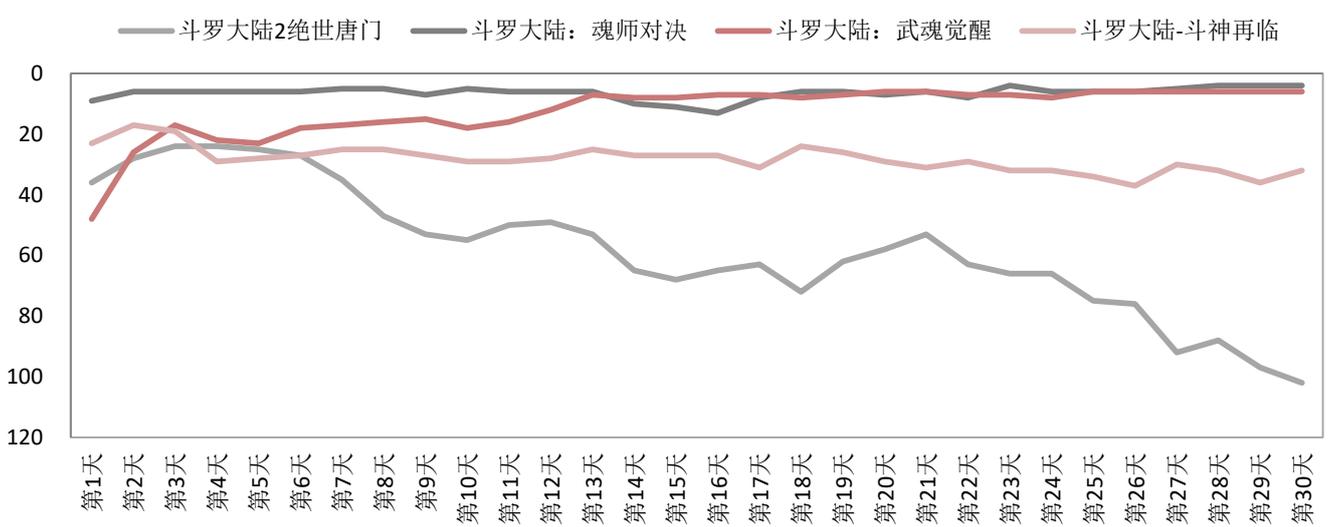
户超 3000 万，最高月活跃用户超 850 万，实现营业收入 20.45 亿元，同比增长 111.03%，出海收入排名中国发行商前 10（App Annie），《Puzzles&Survival》位列上半年中国手游海外收入第 14（Sensor Tower）。

➤ **储备游戏产品丰富，加大未保与数据安全投入。**1) 围绕公司精品化、多元化与全球化战略，公司产品储备覆盖 MMO、SLG、卡牌、SIM 核心赛道，国内储备《传世之光》《代号魔幻 M》《代号 AOE》《代号女性向古风》《代号女性向 CY》《代号 C6》等自研以及《异能都市》《代号三国 CB》《代号二次元 ZQ》等代理产品 20 多款；海外储备《斗罗大陆：魂师对决》等国内产品出海以及代理产品 10 多款。2) 根据行业政策环境变化，公司严格遵照执行，报告期内公司在采集和管理用户隐私信息、在数据传输、数据存储、数据访问等各个环节了加大资源投入、实现用户数据多重保护。未保方面，报告期内公司完成接入国家层面的实名认证系统，旗下全部游戏官方渠道完成上线适龄提示，全流程打造未成年人网络游戏防沉迷系统，严格限制未成年人游戏时段、时长和消费。随着 8 月 30 日版署下发防止未成年人沉迷网络游戏的通知，游戏未保措施靴子落地，更有利游戏行业及企业的可持续与稳定发展。

➤ **投资建议：**公司同日预告前三季度归母净利润预计为 16 亿元至 17 亿元，其中预计 Q3 营收环比增长超 15%，归母净利润为 7.46 亿元至 8.46 亿元，同比增长超 30%。销售费用的激增对公司业绩阶段性影响有望减弱，前期投入将逐步实现收益。围绕精品化、多元化、全球化战略积极布局长线运营品类，有望持续为公司业绩增长提供动能。预计公司 21-22 年 EPS 分别为 1.16/1.45/1.78，对应公司 8 月 30 日收盘价 16.24 元，21-23 年 PE 分别为 14/11/9，维持买入评级。

➤ **风险提示：**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，游戏买量成本上升。

图 1：2021 年上线的斗罗 IP 产品首月 iOS 畅销排名变化



资料来源：七麦数据，山西证券研究所

表 1：三七互娱 2021H1 盈利能力变化分析

单位：万元

	2020H1	2021H1	同比增长率
营业收入	798,867.52	753,894.94	-5.63%
毛利率	89.19%	85.14%	-4.05%

销售费用	454,962.83	478,538.89	5.18%
管理费用	16,691.95	22,200.17	33.00%
研发费用	64,489.65	67,364.97	4.46%
财务费用	982.73	-2,587.55	-363.30%
投资净收益	10,809.33	7,395.79	-31.58%
营业利润	199,833.93	100,484.70	-49.72%
加：营业外收入	229.79	220.45	-4.06%
减：营业外支出	742.97	71.39	-90.39%
利润总额	199,320.74	100,633.76	-49.51%
减：所得税	11,065.98	16,272.89	47.05%
净利润	188,254.76	84,360.86	-55.19%
减：少数股东损益	18,281.15	-1,010.92	-105.53%
归属于母公司所有者的净利润	169,973.61	85,371.79	-49.77%

数据来源：wind，山西证券研究所

表 2：三七互娱 2021H1 费用率变化情况

	2020H1	2021H1	同比变动
销售费用率	56.95%	63.48%	6.52
管理费用率	2.09%	2.94%	0.86
研发费用率	8.07%	8.94%	0.86
财务费用率	0.12%	-0.34%	-0.47

数据来源：wind，山西证券研究所

表 3：三七互娱 2020 年主营业务收入变化情况

单位：亿元

	营业收入	YOY	毛利率%	YOY	占比%	YOY
分产品：						
移动游戏	70.67	-4.65%	86.17	-3.99	93.74%	0.96
网页游戏	4.60	-18.53%	70.51	-6.74	6.11%	-0.97
分地区：						
境内	54.94	-21.73%	84.37	-5.42	72.88%	-14.99
境外	20.45	111.03%	87.21	2.36	27.12%	14.99
营业收入	75.39	-5.63%	85.14	-4.05	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

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
营业收入	434,310.87	364,556.65	330,085.51	311,017.28	381,782.84	372,112.09
YOY	33.76%	29.09%	-5.39%	-15.19%	-12.09%	2.07%
QOQ	18.43%	-16.06%	-9.46%	-5.78%	22.75%	-2.53%
毛利率	90.84%	87.22%	88.28%	83.69%	86.40%	83.84%
YOY	3.18%	2.74%	1.41%	-3.25%	-4.43%	-3.39%
QOQ	3.91%	-3.61%	1.06%	-4.60%	2.72%	-2.57%
销售费用	279,865.62	175,097.21	213,808.33	152,522.49	280,028.46	198,510.44
YOY	30.67%	17.49%	-0.14%	-22.34%	0.06%	13.37%



QOQ	42.50%	-37.44%	22.11%	-28.66%	83.60%	-29.11%
管理费用	6,213.63	10,478.32	8,818.73	11,110.16	10,314.44	11,885.73
YOY	41.87%	136.76%	53.72%	45.35%	66.00%	13.43%
QOQ	-18.71%	68.63%	-15.84%	25.98%	-7.16%	15.23%
研发费用	26,186.08	38,303.57	21,108.02	25,667.76	32,482.21	34,882.77
YOY	78.88%	114.82%	10.29%	-15.65%	24.04%	-8.93%
QOQ	-13.95%	46.27%	-44.89%	21.60%	26.55%	7.39%
财务费用	1,355.79	-373.06	-1,570.49	-1,712.67	-1,109.01	-1,478.54
YOY	34.26%	35.29%	-721.35%	1.15%	-181.80%	-296.33%
QOQ	178.25%	-127.52%	-320.98%	-9.05%	35.25%	-33.32%
投资净收益	1,071.91	9,737.42	3,659.28	1,056.87	4,830.52	2,565.27
YOY	-24.02%	1918.01%	4.50%	-81.35%	350.65%	-73.66%
QOQ	-81.08%	808.42%	-62.42%	-71.12%	357.06%	-46.89%
营业利润	91,264.93	108,569.00	59,967.06	65,794.09	20,592.97	79,891.72
YOY	69.34%	44.46%	-10.60%	-7.44%	-77.44%	-26.41%
QOQ	28.39%	18.96%	-44.77%	9.72%	-68.70%	287.96%
利润总额	90,673.58	108,647.17	60,103.74	65,472.75	20,658.17	79,975.59
YOY	67.63%	44.86%	-10.69%	-10.59%	-77.22%	-26.39%
QOQ	23.83%	19.82%	-44.68%	8.93%	-68.45%	287.14%
减：所得税	11,016.78	49.20	2,784.50	7,463.61	9,345.21	6,927.69
净利润	79,656.79	108,597.97	57,319.24	58,009.14	11,312.96	73,047.90
YOY	64.09%	61.17%	-5.17%	-11.18%	-85.80%	-32.74%
QOQ	21.96%	36.33%	-47.22%	1.20%	-80.50%	545.70%
归属于母公司所有者的净利润	72,882.44	97,091.17	56,049.00	50,072.54	11,677.30	73,694.49
YOY	60.40%	67.78%	7.22%	-10.41%	-83.98%	-24.10%
QOQ	30.40%	33.22%	-42.27%	-10.66%	-76.68%	531.09%

数据来源：wind，山西证券研究所



利润表						资产负债表					
单位：百万元						单位：百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13227	14400	16953	19976	23749	货币资金	2153	1777	2823	4424	7801
减：营业成本	1776	1758	2515	2863	3378	应收和预付款项	2034	2250	2558	3052	3607
营业税金及附加	46	42	59	70	83	存货	0	0	0	0	0
营业费用	7737	8213	9833	11486	13537	其他流动资产	126	452	1774	1774	1774
管理费用	222	366	509	599	712	长期股权投资	469	361	361	361	361
研发费用	820	1113	1238	1438	1710	投资性房地产	0	0	0	0	0
财务费用	-15	-23	-17	-20	-24	固定资产和在建工程	844	927	823	719	614
资产减值损失	-74	-192	0	0	0	无形资产和开发支出	1632	2697	2574	2451	2328
加：投资收益	111	351	21	29	46	其他非流动资产	271	31	66	31	31
其他收益	143	162	183	216	256	资产总计	10145	10564	11442	13274	16978
营业利润	2672	3256	3021	3784	4654	短期借款	0	889	0	0	0
加：其他非经营损益	24	-7	0	0	0	应付和预收款项	2057	2789	3627	3325	4406
利润总额	2696	3249	3021	3784	4654	长期借款	250	0	0	0	0
减：所得税	279	213	289	365	450	其他负债	72	45	45	45	45
净利润	2417	3036	2731	3419	4204	负债合计	2852	4499	3672	3371	4452
减：少数股东损益	302	275	164	205	252	股本	2112	2112	2112	2112	2112
归属母公司股东净利润	2115	2761	2567	3214	3952	资本公积	73	115	115	115	115
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	留存收益	4843	3810	5351	7279	9650
经营性现金净流量	3258	2938	3498	2835	4880	归属母公司股东权益	7029	6037	7578	9506	11877
投资性现金净流量	-1043	-610	31	39	56	少数股东权益	264	28	192	397	649
筹资性现金净流量	-1602	-2628	-1933	-1273	-1560	股东权益合计	7293	6065	7770	9903	12527
现金流量净额	613	-361	1596	1602	3376	负债和股东权益合计	10145	10564	11442	13274	16978

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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或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 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，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，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公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》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公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》规定特此告知公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

