

## 传媒/游戏

### 报告原因：业绩预告

2021年10月30日

## 三七互娱 (002555.SZ)

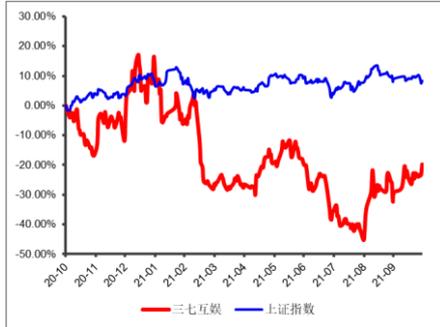
### 三季度业绩靓丽，海外业务发展卓有成效

## 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10月29日

收盘价(元):	23.80
年内最高/最低(元):	35.88/15.87
流通A股/总股本(亿):	15/22
流通A股市值(亿):	367
总市值(亿):	528

#### 基础数据：2021年9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):	4.34
净资产收益率:	17.87%

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10月30日公告2021年三季报。

#### 事件点评

➤ **新品投入逐季回收，三季度业绩增长强劲。**1) 21Q3 公司实现营业收入 45.72 亿元，同比增长 38.50%，环比增长 22.86%，实现归母净利润 8.67 亿元，同比增长 54.77%，环比增长 17.71%。此前上线新品逐步进入投入回收期，利润释放推动业绩逐季回暖已获验证。2021 年前三季度，公司实现营业收入 121.11 亿元，同比增长 7.27%，归母净利润 17.21 亿元，同比减少 23.85%，其中 21Q1 投入的销售费用已逐步收回，21Q2-Q3 累计归母净利润达 16.04 亿元。2) 2021 年前三季度，公司毛利率为 84.82%，同比下降 4.10pct，主要源自代理产品收入增长导致游戏分成增加。2021 年前三季度，公司销售、管理、财务费用率分别为 60.05%、2.77%、-0.28%，同比变动 0.81pct、0.51pct、-0.23pct，其中 Q3 虽有重磅自研产品上市，但销售费用率为 54.41% 与 Q2 基本持平。公司研发累计投入 9.91 亿元，同比增加 15.83%。3) 2021 年前三季度，公司经营活动现金流量净额为 21.17 亿元，同比减少 13.40%；其中 Q3 净额为 8.63 亿元，环比增加 48.48%，2020 年同期由于预支 Q4 买量投入，净额为 -601.98 万。截至三季度末公司应收账款账面价值 16.81 亿元，较二季度末增加 23.51%，主要为海外第三方渠道平台款未到结算期所致；预付账款 13.28 亿元，较二季度末增加 18.91%，主要为代理游戏及 IP 储备增加导致授权金增加。

➤ **新产品表现亮眼，海外收入排名上扬。**1) 2021Q3 公司上线了自研卡牌《斗罗大陆：魂师对决》表现亮眼，实现月流水超 7 亿，排名伽马数据 iOS 下载榜第 5、全渠道流水第 7，目前仍保持在 iOS 畅销榜 TOP 15 中；另一款自研 MMO《荣耀大天使》自 1 月上线 iOS 畅销榜平均排名 67，目前排名保持在 TOP 150 中。代理产品中《叫我大掌柜》与《斗罗大陆：武魂觉醒》表现稳健，上线至今 iOS 畅销榜平均排名 45、46 名。2) 海外方面，SLG+消除手游《末日喧嚣》在海外收入继续保持上扬，Sensor Tower 数据显示该产品 7 月、8 月收入环比分别增长 17.5%、19%，其中在日本市场上线后表现超美国，在手游海外收入排名由 7 月第 7 位上升至 9 月第 5 位；《云上城之歌》于 7 月在韩国上市后表现亮眼，位列当地手游畅销榜第 11 名，8 月收入环比进一步增长，排名手游出海月收入第 18 名。由于海外收入增长强劲，公司在中国手游出海发行商月收入排名上升并保持在第 4 名。

**投资建议：**公司三季度业绩靓丽，产品利润释放推动业绩逐季回暖；海外业务通过产品策略的转变及前期经验的积累，发展卓有成效，国内多款产品在海外更多市场发行及新品上线有望为公司持续带来业绩增量及利润的持续释放。公司围绕双核+多元产品策略，在多题材的 SLG、卡牌、古风女性向及泛二次元 MMO 等产品储备丰富。预计公司 21-22 年 EPS 分别为 1.16/1.45/1.78，对应公司

10月29日收盘价23.80元，21-23年PE分别为21/16/13，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。

表1：三七互娱2021年前三季度盈利能力变化分析

单位：万元

	2020	2021	同比增长率
营业收入	1,128,953.03	1,211,066.35	7.27%
毛利率	88.92%	84.82%	-4.10%
销售费用	668,771.16	727,267.94	8.75%
管理费用	25,510.68	33,542.58	31.48%
研发费用	85,597.67	99,145.33	15.83%
财务费用	-587.76	-3,362.58	-472.10%
投资净收益	14,468.60	9,269.16	-35.94%
营业利润	259,800.99	191,709.84	-26.21%
加：营业外收入	414.90	388.17	-6.44%
减：营业外支出	791.41	229.16	-71.04%
利润总额	259,424.48	191,868.86	-26.04%
减：所得税	13,850.49	21,462.43	54.96%
净利润	245,574.00	170,406.43	-30.61%
减：少数股东损益	19,551.38	-1,712.10	-108.76%
归属于母公司所有者的净利润	226,022.61	172,118.53	-23.85%

数据来源：wind，山西证券研究所

表2：三七互娱2021年前三季度费用率变化情况

	2020	2021	同比变动
销售费用率	59.24%	60.05%	0.81
管理费用率	2.26%	2.77%	0.51
研发费用率	7.58%	8.19%	0.60
财务费用率	-0.05%	-0.28%	-0.23

数据来源：wind，山西证券研究所

表3：三七互娱单季度盈利变化分析

单位：万元

	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
营业收入	364,556.65	330,085.51	311,017.28	381,782.84	372,112.09	457,171.41
YOY	29.09%	-5.39%	-15.19%	-12.09%	2.07%	38.50%
QOQ	-16.06%	-9.46%	-5.78%	22.75%	-2.53%	22.86%
毛利率	87.22%	88.28%	83.69%	86.40%	83.84%	84.31%
YOY	2.74%	1.41%	-3.25%	-4.43%	-3.39%	-3.97%
QOQ	-3.61%	1.06%	-4.60%	2.72%	-2.57%	0.47%
销售费用	175,097.21	213,808.33	152,522.49	280,028.46	198,510.44	248,729.04
YOY	17.49%	-0.14%	-22.34%	0.06%	13.37%	16.33%
QOQ	-37.44%	22.11%	-28.66%	83.60%	-29.11%	25.30%
管理费用	10,478.32	8,818.73	11,110.16	10,314.44	11,885.73	11,342.41

YOY	136.76%	53.72%	45.35%	66.00%	13.43%	28.62%
QOQ	68.63%	-15.84%	25.98%	-7.16%	15.23%	-4.57%
研发费用	38,303.57	21,108.02	25,667.76	32,482.21	34,882.77	31,780.36
YOY	114.82%	10.29%	-15.65%	24.04%	-8.93%	50.56%
QOQ	46.27%	-44.89%	21.60%	26.55%	7.39%	-8.89%
财务费用	-373.06	-1,570.49	-1,712.67	-1,109.01	-1,478.54	-775.03
YOY	35.29%	-721.35%	1.15%	-181.80%	-296.33%	50.65%
QOQ	-127.52%	-320.98%	-9.05%	35.25%	-33.32%	47.58%
投资净收益	9,737.42	3,659.28	1,056.87	4,830.52	2,565.27	1,873.37
YOY	1918.01%	4.50%	-81.35%	350.65%	-73.66%	-48.80%
QOQ	808.42%	-62.42%	-71.12%	357.06%	-46.89%	-26.97%
营业利润	108,569.00	59,967.06	65,794.09	20,592.97	79,891.72	91,225.14
YOY	44.46%	-10.60%	-7.44%	-77.44%	-26.41%	52.13%
QOQ	18.96%	-44.77%	9.72%	-68.70%	287.96%	14.19%
利润总额	108,647.17	60,103.74	65,472.75	20,658.17	79,975.59	91,235.10
YOY	44.86%	-10.69%	-10.59%	-77.22%	-26.39%	51.80%
QOQ	19.82%	-44.68%	8.93%	-68.45%	287.14%	14.08%
减：所得税	49.20	2,784.50	7,463.61	9,345.21	6,927.69	5,189.54
净利润	108,597.97	57,319.24	58,009.14	11,312.96	73,047.90	86,045.56
YOY	61.17%	-5.17%	-11.18%	-85.80%	-32.74%	50.12%
QOQ	36.33%	-47.22%	1.20%	-80.50%	545.70%	17.79%
归属于母公司所有者的净利润	97,091.17	56,049.00	50,072.54	11,677.30	73,694.49	86,746.74
YOY	67.78%	7.22%	-10.41%	-83.98%	-24.10%	54.77%
QOQ	33.22%	-42.27%	-10.66%	-76.68%	531.09%	17.71%

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	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
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	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

