



Research and
Development Center

AI 赋能 “流量经营 2.0”，品类拓展研发持续提升

——三七互娱（002555）深度报告

2020 年 4 月 7 日

王建会 传媒行业分析师

证券研究报告

公司研究——深度报告

三七互娱 (002555)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

三七互娱相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2019. 4. 7)

收盘价(元)	34.71
52 周内股价波动区间(元)	39.7-11.66
最近一月涨跌幅(%)	-6.36
总股本(亿股)	21.12
流通 A 股比例(%)	62.4
总市值(亿元)	733

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

AI 赋能“流量经营 2.0”，品类拓展研发持续提升

2020 年 4 月 7 日

本期内容提要：

- ◆ 精耕细作游戏业务，营收持续快速增长。三七互娱 2019 年营业收入同比增长 73.30%；归母净利润 21.15 亿元，同比增长 109.69%。2019Q4 实现营收 36.67 亿元，同比增长 74.81%，环比增长 5.11%。2019Q4 公司归母净利润为 5.59 亿，2018Q4 为 -2.1 亿（主要系 2018 年子公司上海墨鹍业绩承诺未达标确认了相关的业绩补偿及商誉减值，导致 2018 年归母净利润减少 5.06 亿），环比增长 6.92%。
- ◆ AI 赋能流量经营，手游业务市占率创新高。2019H2 移动游戏收入 65.62 亿元，同比增长 90.98%，环比增长 20.93%；毛利率 87.8%，同比增长 4.72pp，环比增长 0.23pp。两款主力游戏《斗罗大陆》H5 和《一刀传世》持续贡献良好业绩。公司手游市占率提升至 10.44%。2020 年来看，Q1 总流水盘达到公司历史峰值。Q2：《末日沙城》此前上线，数据表现优异，优势品类产品《奇迹 MU》、《荣耀大天使》或将上线，我们判断产品流水将有不错表现。此外《代号英雄》、《云上城之歌》、《代号万古》等头部产品也预期将上线。同时，公司也在探索其他新品种类的开发，如非传奇、奇迹类的 RPG、SLG、卡牌、二次元及女性向的游戏，在产品布局上，加强商业化游戏的均衡发展。智能化投放平台“量子”以及智能化运营分析平台“天机”投入使用，使业务流程数据化、智能化、精细化，将流量经营的质效发挥到最大。
- ◆ 页转手成为行业趋势，网游收入下滑。2019H2 网页游戏收入 5.87 亿元，同比下降 20.21%，环比下降 8.88%；毛利率 77.01%，同比增长 7.95pp，环比增长 2.36pp。2019 年，公司网页游戏业务取得营业收入 12.32 亿元，较上年相比微有下滑，主要是受到用户向移动端转移，网页游戏产品数量减少两方面的影响。公司网页游戏团队 2019 年在国内市场的开服数量累计超过 29,000 组，在 2019 年运营平台开服排行榜中稳居第一，遥遥领先于其他厂商。
- ◆ 盈利预测与投资评级：公司 2 月总流水盘达到公司历史峰值，Q2《代号英雄》、《云上城之歌》、《代号万古》等新产品或将上线，我们判断流水将有不错表现。2020 年品类拓展+出海深化奠定增长基础：公司除了传统的传奇、奇迹品类游戏外，2020 年还将在 SLG、MMO 等品类持续拓展。核心产品不乏 SLG 类《狂野西境》、《Final Order》等，以及 MMORPG 类的《斗罗大陆 3D》、《新希望》等。此外，公司将以地区差异化营销+本地化精细运营方式拓展全球市场。北美产品将以 SLG+SRPG 为主，亚洲将以 MMO+二次元+SLG+卡牌等品类为方向。我们预期 2020 年境外流水增速或将高于大陆市场。根据公司近 5 年 TTM PE 走势及公司未来业绩空间，我们给予公司基于 2020 年归母净利润的 30 倍 PE 估值，公司目标市值 787.72 亿元，对应目标价：37.29 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ 股价催化剂：《奇迹 MU》、《荣耀大天使》以及 SLG、卡牌等头部产品上线

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

◆ 风险因素：买量成本上升、传统品类触达用户天花板、游戏政策变化

重要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,632.68	13,227.14	16,552.79	20,256.98	24,014.97
同比(%)	23.33%	73.30%	25.14%	22.38%	18.55%
归属母公司净利润	1,008.50	2,114.77	2,625.75	3,150.91	3,703.69
同比(%)	-37.77%	109.69%	24.16%	20.00%	17.54%
毛利率(%)	76.27%	86.57%	86.34%	86.57%	86.70%
ROE(%)	15.53%	32.53%	32.72%	30.65%	28.33%
EPS (摊薄)(元)	0.48	1.00	1.24	1.49	1.75
P/E	73	35	28	23	20
P/B	12.28	10.43	8.13	6.35	5.02
EV/EBITDA	54.75	25.95	21.56	17.56	14.92

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 4 月 7 日

目 录

公司概况.....	1
发展历程.....	1
股权结构.....	1
财务状况.....	2
收入、毛利率持续增长.....	2
三费率提升，加大研发、销售投入.....	4
利润高速增长.....	4
主营业务.....	5
深耕细作，精细化运营游戏业务.....	5
拟非公开发行，加速竞争力提升.....	7
手游业务：收入持续增长，市占稳固提升.....	7
AI赋能“流量经营2.0”.....	7
手游市占率稳固提升，2019年达10.44%.....	8
亚洲市场优势明显，欧洲市场提速.....	10
产品储备丰富：2020品类拓展+出海深化奠定增长基础.....	12
网页游戏收入下滑，精品化提升毛利率.....	14
盈利预测与估值.....	17
基本假设和盈利预测.....	17
移动游戏业务.....	17
页游业务.....	17
相对估值与投资评级.....	17
风险提示.....	18

图 表 目 录

图表 1: 三七互娱股权结构（截至2020年4月7日）.....	1
图表 2: 公司收入及毛利变化（万元）.....	2
图表 3: 公司营业成本及变化趋势（万元）.....	3
图表 4: 公司毛利及变化趋势.....	3
图表 5: 公司营业利润率及期间费用变化情况.....	4
图表 6: 归母净利润变化（万元）.....	5
图表 7: 游戏业务细分收入情况（亿元）.....	6
图表 8: 公司研发人员及研发投入变化趋势（万元）.....	6
图表 9: 公司拟非公开发行项目及金额（单位：万元）.....	7
图表 10: 移动游戏业务收入及毛利率（万元）.....	8
图表 11: 游戏公司手游发行口径市占率变化.....	8
图表 12: 《一刀传世》IOS畅销排名.....	9
图表 13: 《斗罗大陆》ios畅销排名.....	9
图表 14: 《混沌起源》ios畅销排名.....	10
图表 15: 《拳魂觉醒》ios畅销排名.....	10
图表 16: 《SNK オールスター》IOS畅销排名.....	11
图表 17: 《永恒纪元》IOS畅销排名.....	11
图表 18: 三七互娱发行产品.....	12
图表 19: 三七互娱发行 pipeline.....	13
图表 20: 页游戏业务收入及毛利率情况（万元）.....	15
图表 21: 公司页游开服走势.....	15
图表 22: 公司页游产品.....	16
图表 23: 产品类型分布.....	16
图表 24: 三七互娱TTM PE-band（2015年4月7日-2020年4月7日）.....	18

公司概况

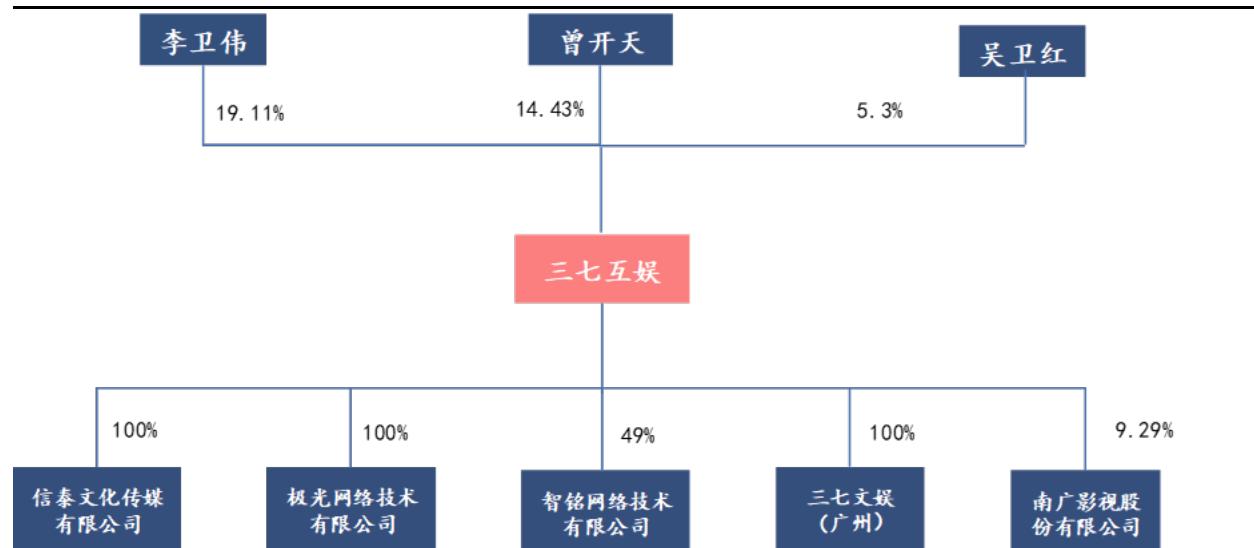
发展历史

三七互娱主要从事手游以及页游的研发运营与发行。三七互娱上市主体前身为顺荣股份，主营业务是多层汽车塑料燃油箱的研制、生产和销售业务。顺荣股份 2011 年 3 月 2 日在深交所上市，实际控制人为吴绪顺等吴氏家族成员，2013 年顺荣股份通过非公开发行股份和支付现金购买李卫伟、曾开天持有的三七玩合计 60% 股权。三七玩承诺 2014-2016 年实现的扣非净利润分别不低于 3 亿、3.6 亿和 4.32 亿元，同比增长 22.4%，20% 和 20%。2015 年顺荣股份再次以非公开发行股票方式，收购了剩余 40% 的三七玩股份，三七玩成为顺荣股份全资子公司。2018 年顺荣股份为了集中资源发展文化创意产业，将原有汽车相关业务作价 8.19 亿出售给吴氏家族控制的芜湖凝众汽车部件科技有限公司。2019 年吴氏家族以所持上市公司股份换购银华 MSCI 中国 ETF 份额，使得持股比例降为 18.27%，公司第一大股东与实际控制人变为李卫伟。

股权结构

经历了多轮股权变更后，目前三七互娱实际控制人为原三七玩的的创始人之一李卫伟，持股比例为 19.11%，三七玩另一创始人曾开天持股比例为 14.43%，吴卫红持股 5.3%，控股权稳定。

图表 1：三七互娱股权结构（截至 2020 年 4 月 7 日）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

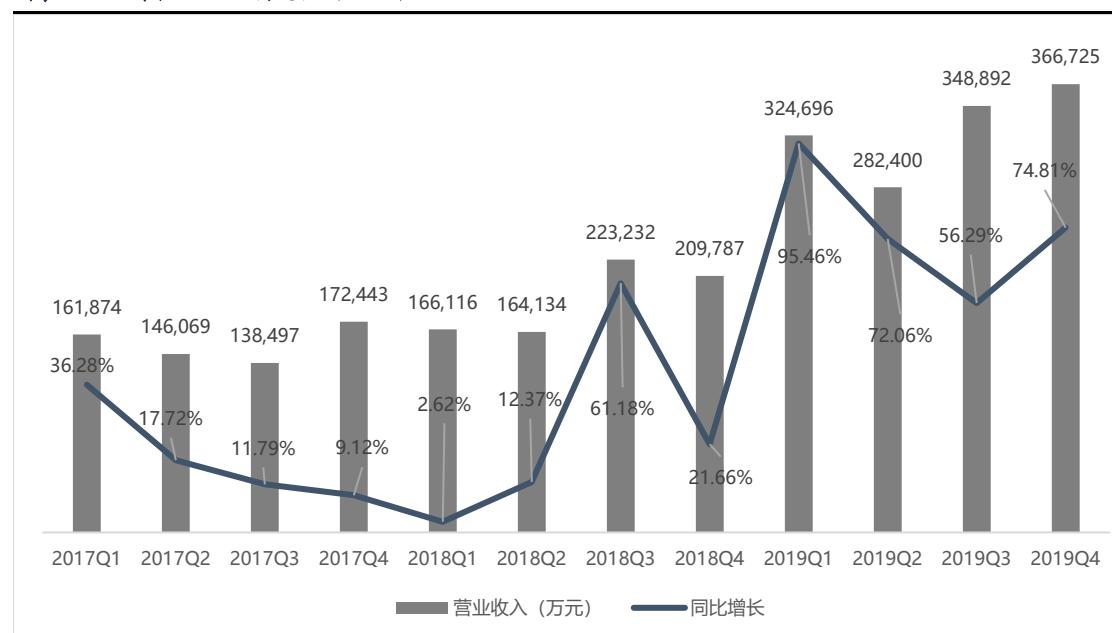
财务状况

收入、毛利率持续增长

2016、2017、2018、2019 年营业收入分别为 52.47 亿元、61.89 亿元、76.33 亿元和 132.27 亿元，2019 年营业收入同比增长 73.30%；归母净利润 21.15 亿元，同比增长 109.69%。

2019Q4 实现营收 36.67 亿元，同比增长 74.81%，环比增长 5.11%。同比增长主要系《一刀传世》、《斗罗大陆》等自 19 年年初开始流水稳定高位；环比增长主要系《混沌起源》、《拳皇觉醒》等新游上线带来增量。

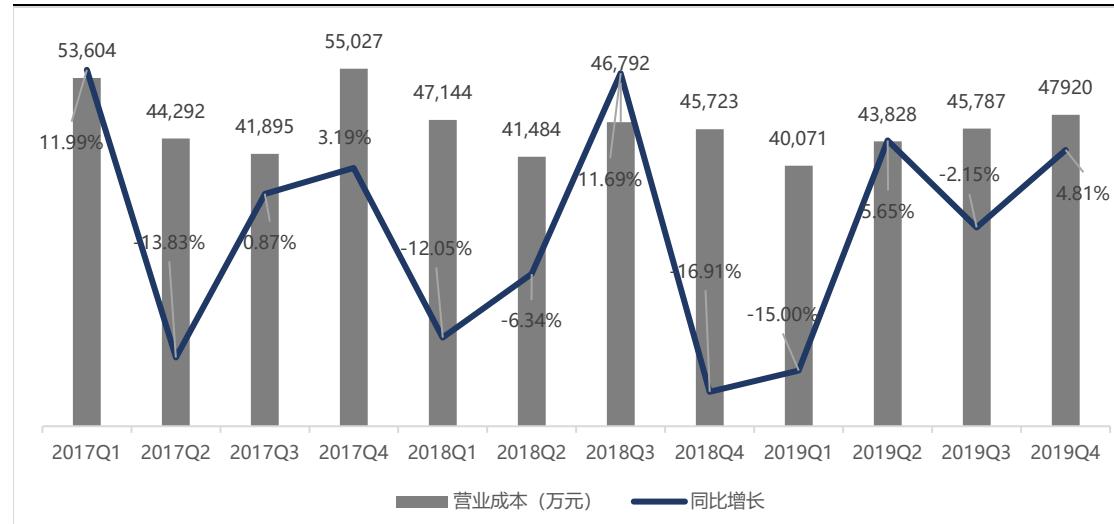
图表 2：公司收入及毛利变化（万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2019Q4 营收成本 4.79 亿元，同比上升 4.81%，环比上升 4.66%。

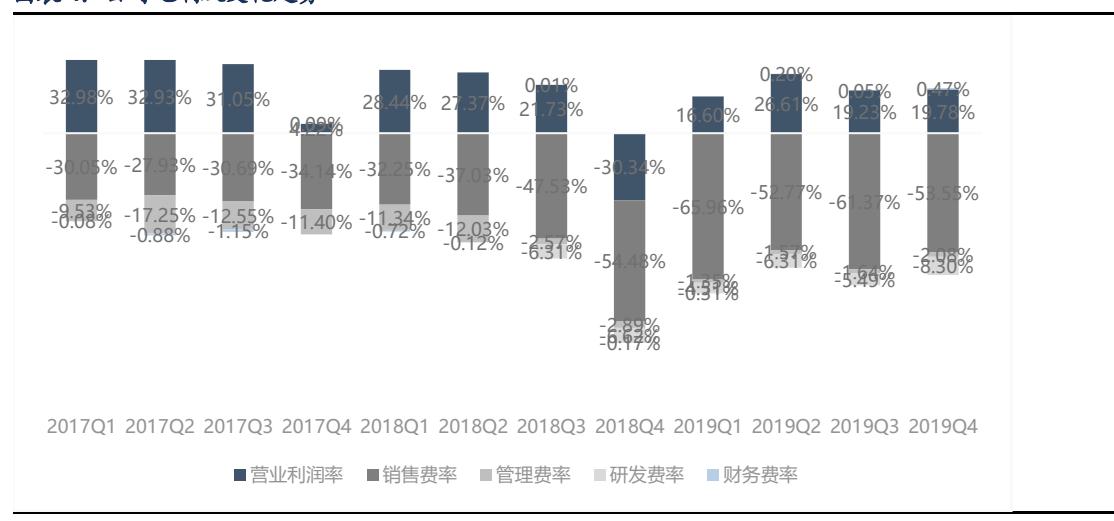
图表 3: 公司营业成本及变化趋势 (万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2019Q4 毛利率为 86.9%，同比增长 8.73pp，环比下降 0.05pp。

图表 4: 公司毛利及变化趋势



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

三费率提升，加大研发、销售投入

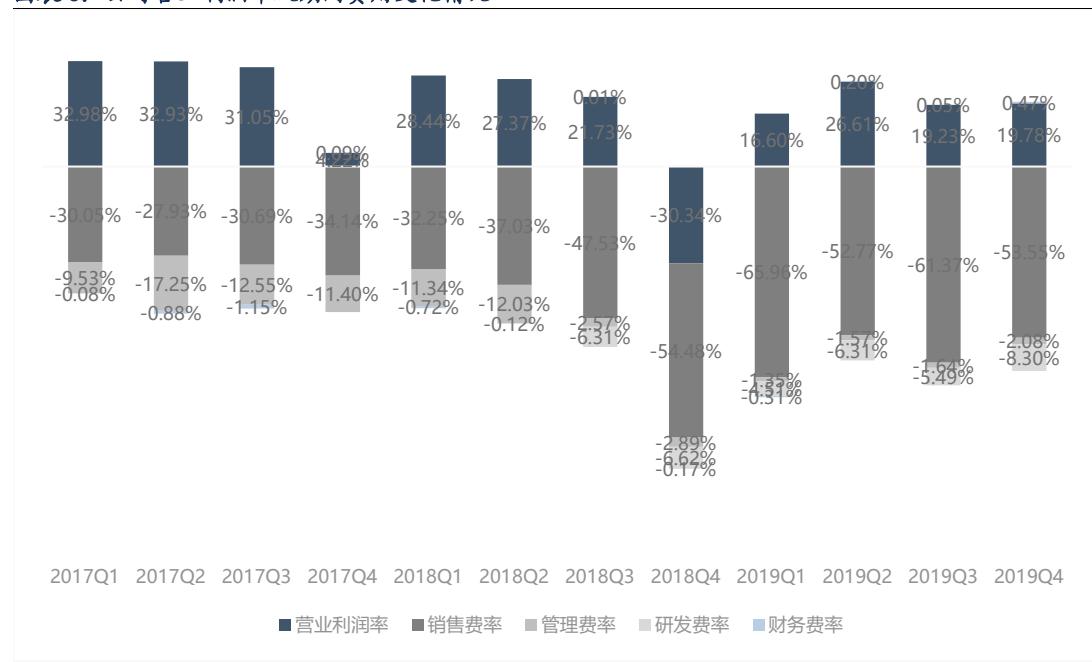
销售费用：2019Q4 销售费用 19.64 亿元，同比增长 71.85%，环比下降 8.28%。增长主要系多款优质新游戏于本年上线，新游戏处于主要推广期内，对互联网流量需求较大所致。

管理费用：2019Q4 管理费用 0.76 亿元，同比增长 26.00%，环比增长 33.24%。

研发费用：2019Q4 研发费用 3.04 亿元，同比增长 119.07%，环比增长 59.00%。研发费用同环比增长主要系游戏业务的研发人员数量增长及公司加大多品类研发投入。

财务费用：2019Q4 财务收入 1732.53 万元。主要系银行借款减少导致利息支出减少所致。

图表 5：公司营业利润率及期间费用变化情况

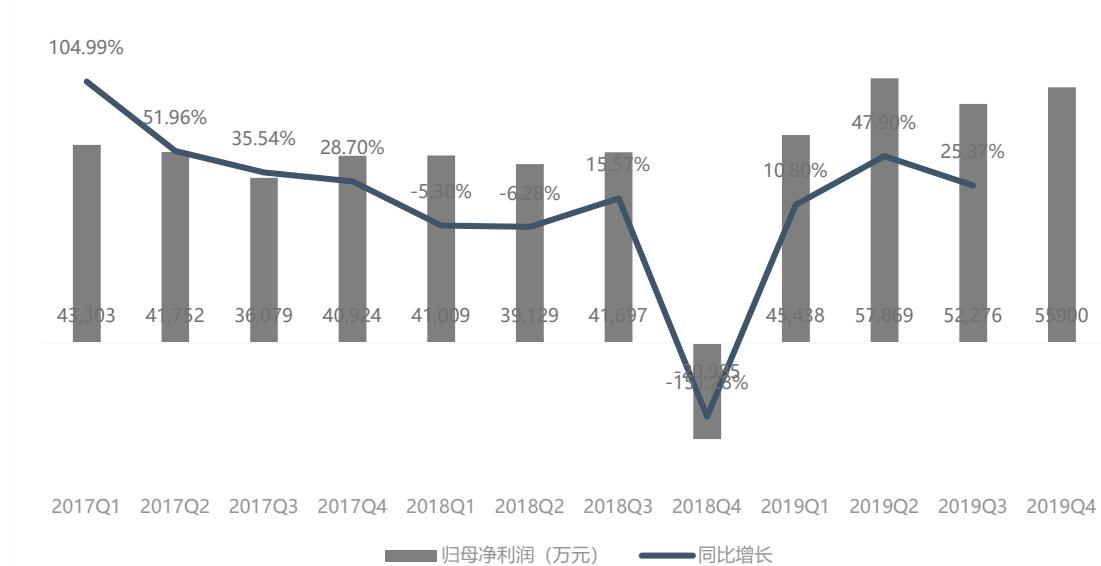


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

利润高速增长

2019Q4 公司归母净利润为 5.59 亿，2018Q4 为 -2.1 亿（主要系 2018 年子公司上海墨鹍业绩承诺未达标确认了相关的业绩补偿及商誉减值，导致 2018 年归母净利润减少 5.06 亿），环比增长 6.92%。

图表 6: 归母净利润变化 (万元)



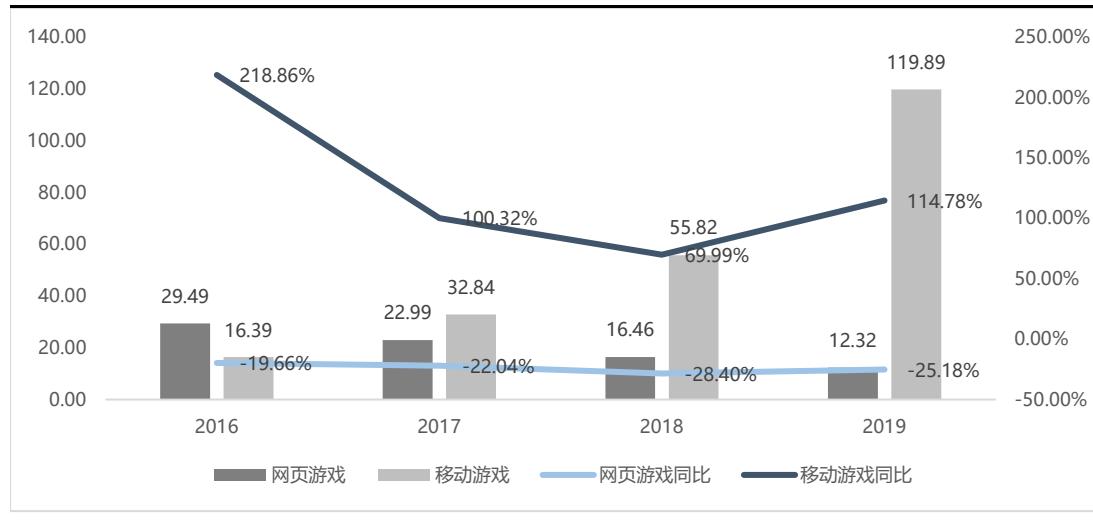
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

主营业务

深耕细作，精细化运营游戏业务

2019H2 移动游戏收入 65.62 亿元, 同比增长 90.98%, 环比增长 20.93%; 毛利率 87.8%, 同比增长 4.72pp, 环比增长 0.23pp。2019H2 网页游戏收入 5.87 亿元, 同比下降 20.21%, 环比下降 8.88%; 毛利率 77.01%, 同比增长 7.95pp, 环比增长 2.36pp。三七互娱主要从事手游以及页游的研发运营与发行。公司的自主研发产品具有高产出、高成功率、长周期等特性, 研发实力处于行业领先水平。在买量发行的基础上, 公司在不断地快速提升研发能力并利用 AI 赋能流量经营质效。在流量经营方面, 智能化投放平台“量子”以及智能化运营分析平台“天机”投入使用, 使业务流程数据化、智能化、精细化, 将公司的流量经营效率提升至行业领先水平。

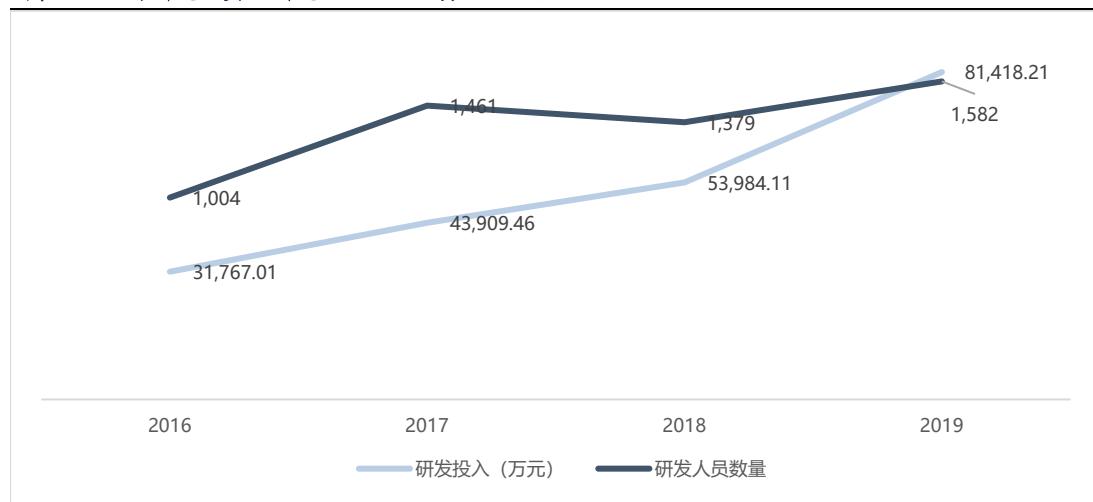
图表 7: 游戏业务细分收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

在研发能力方面, 公司不断扩张研发队伍, 研发人员数量增长迅速, 2019 年公司研发人员数量突破 1500 人, 同比增长 15%。

图表 8: 公司研发人员及研发投入变化趋势 (万元)



资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

拟非公开发行，加速竞争力提升

公司本次拟非公开发行募集不超过 45 亿元资金，不超过 1.06 亿股，用于网络游戏开发及运营建设项目、5G 云游戏平台建设项目及广州总部大楼建设项目。其中 17 亿用于 5G 云游行平台的建设，16 亿用于网络游戏开发，加速品类扩张。

图表 9：公司拟非公开发行项目及金额（单位：万元）

项目名称	总投资金额	拟使用募集资金金额
网络游戏开发及运营建设项目	160,251.22	160,000.00
5G 云游戏平台建设项目	169,766.77	165,000.00
广州总部大楼建设项目	128,518.29	125,000.00
合计	458,536.28	450,000.00

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司 5G 云游戏平台搭建项目预计总投资将达到 16.98 亿，项目包括基础云层服务、平台层服务及云游戏平台三部分。5G 云游戏平台搭建项目将进一步增强公司“研运一体”的优势，率先大规模投入云游戏平台开发，将为公司带来该领域的先行优势及核心竞争力。

计划总投资 16.03 亿用于 24 款游戏的开发，从而进一步拓展产品品类，题材涉及西方魔幻类、仙侠类、东方玄幻类及战争主题等，并创新故事情节、玩法设计及道具效果等方面。同时，游戏项目也会增加公司对于研发人才的需求，公司将建立完整的青训体系且提高高级研发人员的数量，预计 2020 年游戏及系统研发人员数量将突破 2000 人。

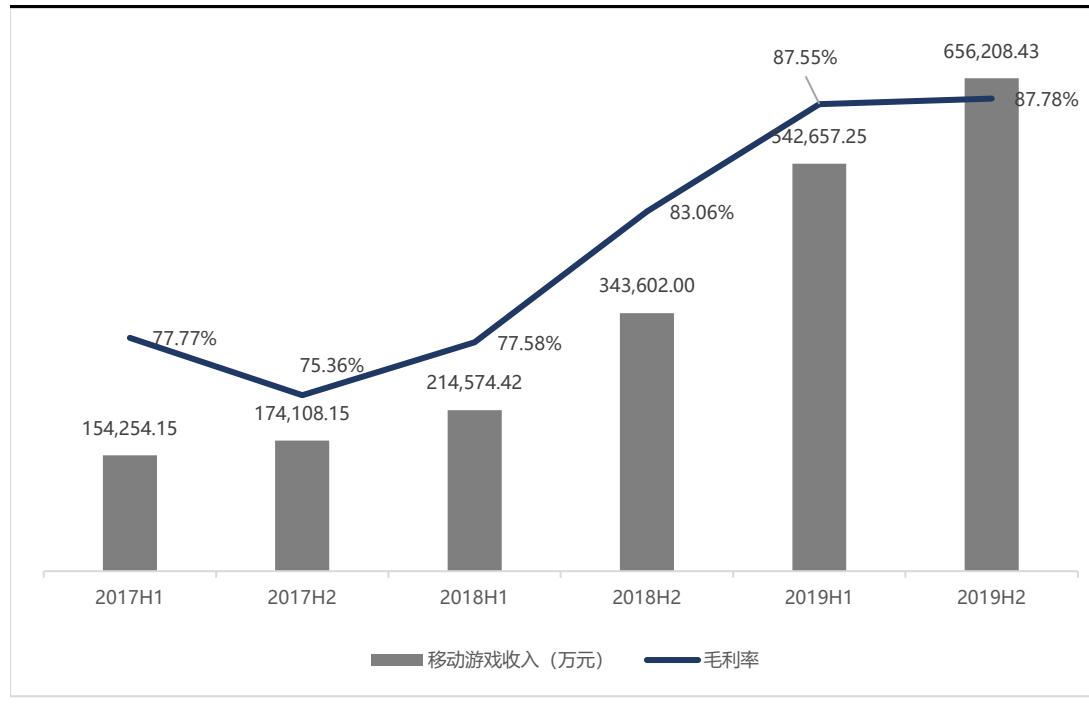
预计总投资 12.85 亿用于琶洲西区地块新广州总部大楼的建设。公司总部大楼预计可容纳 5000 名办公人员，目前分散的研发及运营人员将集中在总部办公，提升研运沟通的效率及质量。

手游业务：收入持续增长，市占稳固提升

AI 赋能“流量经营 2.0”，19H2 手游同增 91%

2019H2 移动游戏收入 65.62 亿元，同比增长 90.98%，环比增长 20.93%；毛利率 87.8%，同比增长 4.72pp，环比增长 0.23pp。两款主力游戏《斗罗大陆》H5 和《一刀传世》持续贡献良好业绩。多款 ARPG 游戏月流水过亿，展现出公司在该手游品类研发中的领先地位，精细化运营下的传奇、奇迹类游戏帮助公司增速营收。同时，公司也在探索其他新品类的开发，如非传奇、奇迹类的 RPG、SLG、卡牌、二次元及女性向的游戏，在产品布局上，加强商业化游戏的均衡发展。智能化投放平台“量子”以及智能化运营分析平台“天机”投入使用，使业务流程数据化、智能化、精细化，将流量经营的质效发挥到最大。

图表 10: 移动游戏业务收入及毛利率 (万元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

手游市占率稳固提升，2019 年达 10.44%

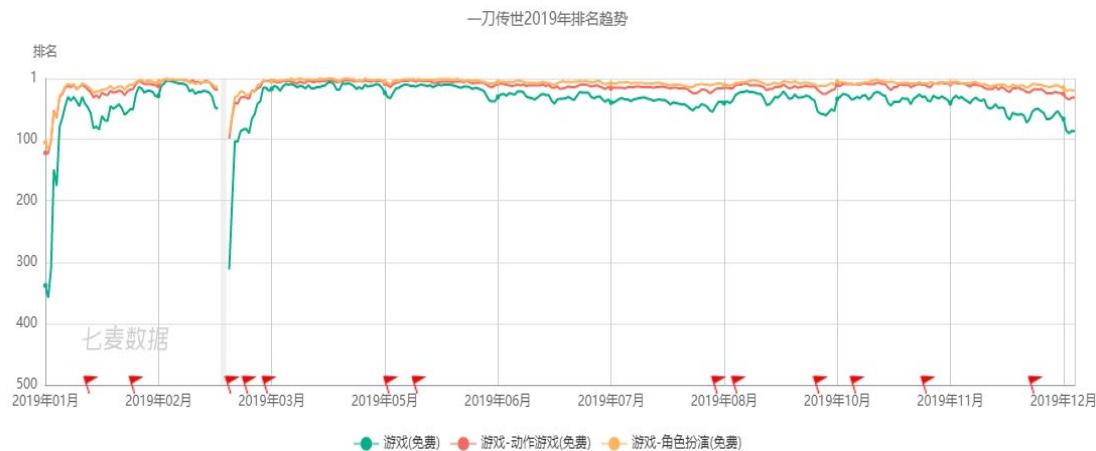
2019 年公司国内手机游戏业务的市场占有率达到 10.44%。公司在报告期内运营的最高月流水超过 16 亿，最高月新增注册用户超过 3400 万，最高月活跃用户超过 4000 万。头部手游《斗罗大陆》、《一刀传世》维持良好表现。

图表 11：游戏公司手游发行口径市占率变化

	2015	2016	2017	2018	2019
腾讯市占率	41.39%	46.88%	54.08%	58.08%	56.31%
网易市占率	14.97%	21.00%	21.18%	21.28%	21.79%
三七市占率	1.00%	2.00%	2.83%	4.17%	10.44%

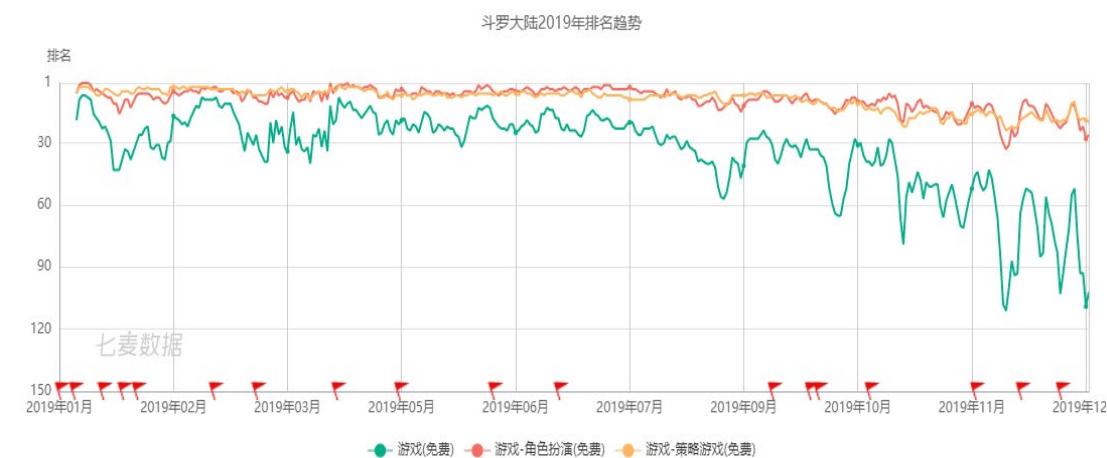
资料来源：公司公告，游戏工委，信达证券研发中心

图表 12: 《一刀传世》ios 畅销排名



资料来源: 七麦数据, 信达证券研发中心

图表 13: 《斗罗大陆》ios 畅销排名



资料来源: 七麦数据, 信达证券研发中心

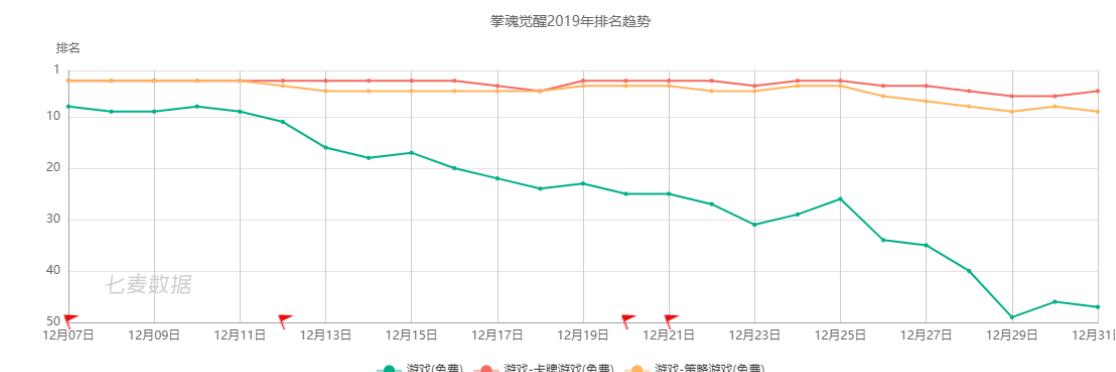
《混沌起源》、《拳魂觉醒》等新游表现突出, 上线带来新增量。

图表 14: 《混沌起源》ios 畅销排名



资料来源: 七麦数据, 信达证券研发中心

图表 15: 《拳魂觉醒》ios 畅销排名

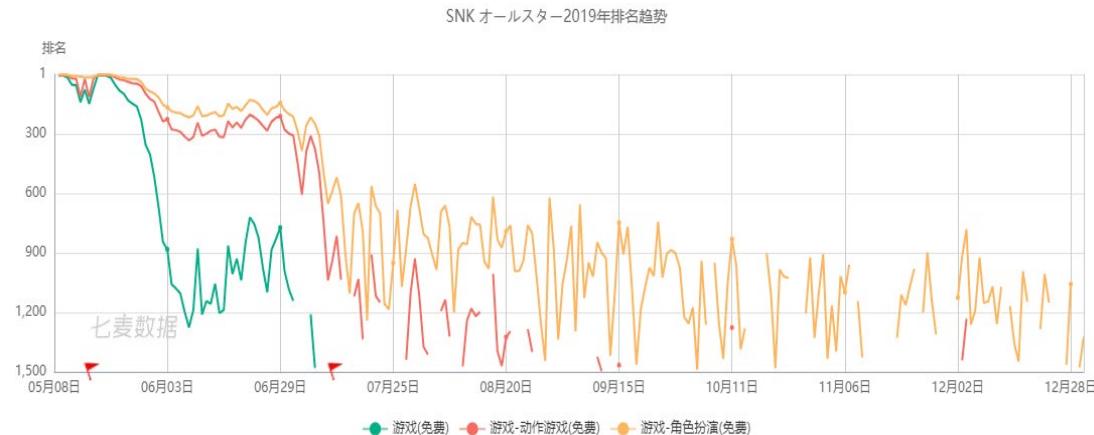


资料来源: 七麦数据, 信达证券研发中心

亚洲市场优势明显, 欧洲市场提速

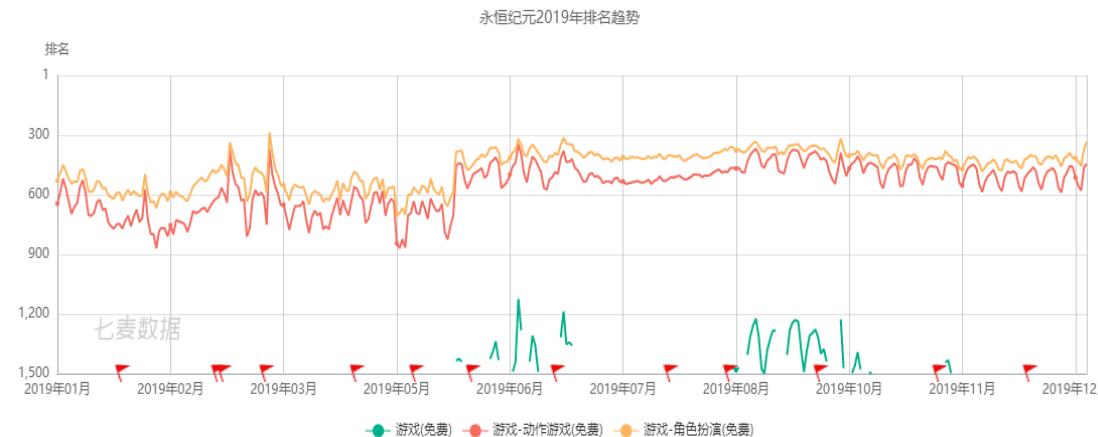
截至 2019 年年末, 公司海外品牌 37GAMES 覆盖 200 多个国家和地区, 全球发行移动游戏超过 120 款, 游戏类型涉及 RPG、卡牌、SLG 等。公司在全球市场发行的多款游戏取得优异成绩: 《SNK オールスター》在日本市场上线后, 取得下载榜双榜第一的成绩; 《大天使之剑 H5》在越南市场上线后长期稳居畅销榜榜首, 成为当地市场现象级游戏; 公司王牌产品《永恒纪元》在报告期内不断更新迭代, 持续在已发行地区保持稳定的流水。

图表 16: 《SNK オールスター》IOS 畅销排名



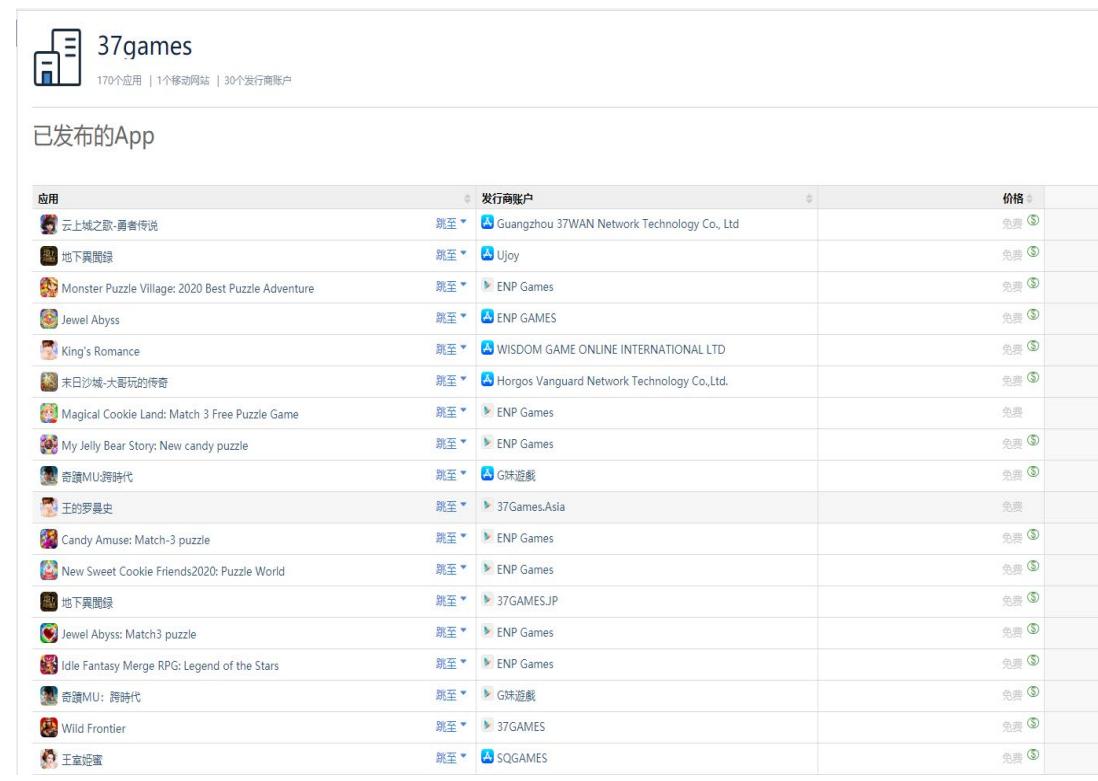
资料来源: 七麦数据

图表 17: 《永恒纪元》IOS 畅销排名



资料来源: 七麦数据

图表 18：三七互娱发行产品



The screenshot shows the 37games website interface. At the top, it displays the 37games logo and the text '170个应用 | 1个移动网站 | 30个发行商账户'. Below this, a section titled '已发布的App' lists various mobile games with their developer accounts and price status. The table includes columns for '应用' (Game), '发行商账户' (Developer Account), and '价格' (Price). Some games are marked as '免费' (Free) with a green dollar sign icon.

应用	发行商账户	价格
云上城之歌-勇者传说	Guangzhou 37WAN Network Technology Co., Ltd	免费 \$
地下裂缝	Ujoy	免费 \$
Monster Puzzle Village: 2020 Best Puzzle Adventure	ENP Games	免费 \$
Jewel Abyss	ENP GAMES	免费 \$
King's Romance	WISDOM GAME ONLINE INTERNATIONAL LTD	免费 \$
末日沙城:大哥玩的传奇	Horgos Vanguard Network Technology Co.,Ltd.	免费 \$
Magical Cookie Land: Match 3 Free Puzzle Game	ENP Games	免费
My Jelly Bear Story: New candy puzzle	ENP Games	免费 \$
奇谈MU:跨时代	滋味游戏	免费 \$
王的罗曼史	37Games.Asia	免费
Candy Amuse: Match-3 puzzle	ENP Games	免费 \$
New Sweet Cookie Friends2020: Puzzle World	ENP Games	免费 \$
地下裂缝	37GAMES.JP	免费 \$
Jewel Abyss: Match3 puzzle	ENP Games	免费 \$
Idle Fantasy Merge RPG: Legend of the Stars	ENP Games	免费 \$
奇谈MU: 跨时代	滋味游戏	免费 \$
Wild Frontier	37GAMES	免费 \$
王室盛宴	SQGAMES	免费 \$

资料来源: Appannie、信达证券研发中心

产品储备丰富：2020 品类拓展+出海深化奠定增长基础

公司除了传统的传奇、奇迹品类游戏外，2020 年还将在 SLG、MMO 等品类持续拓展。核心产品不乏 SLG 类《狂野西境》、《Final Order》等，以及 MMORPG 类的《斗罗大陆 3D》、《新希望》等。产品储备包括自研产品：《代号荣耀》《末日沙城》《代号 NB》《代号 DL》等十余款游戏等 12 款及代理产品：《代号魔幻》《代号永恒》《代号攻城》《代号英雄》《代号 SLG》等 30 余款

此外，公司将以地区差异化营销+本地化精细运营方式拓展全球市场。北美产品将以 SLG+SRPG 为主，亚洲将以 MMO+二次元+SLG+卡牌等品类为方向。我们预期 2020 年境外流水增速或将高于大陆市场。

Q1：1月 SLG 手游《最强王者》获得 1 亿+流水，2 月总流水盘达到公司历史峰值。

Q2: 《末日沙城》此前上线, 数据表现优异, 优势品类产品《奇迹 MU》、《荣耀大天使》或将上线, 我们判断产品流水将有不错表现。

此外《代号英雄》、《云上城之歌》、《代号万古》等头部产品也预期将上线。

图表 19: 三七互娱发行 pipeline

游戏类型	IP	发行	研发	版号	进度
斗罗大陆 3D	MMORPG	斗罗大陆	三七互娱	三七互娱	2020Q4
洪荒异兽录	MMORPG		三七互娱		国新出审[2020]63号
新希望 (亚洲)	MMORPG		三七互娱	三七互娱	2020Q3
奇迹 MU-跨时代	MMORPG	奇迹	三七互娱	三七互娱	2020Q2
荣耀大天使	MMORPG	奇迹	三七互娱	三七互娱	2020Q2
明日幻想	SLG (西方魔幻)		三七互娱		2020
Ocean Wars	SLG (中世纪海战)	三七互娱	易娱网络	新广出审[2016]1525号	
黑帮类型 (海外)	SLG		三七互娱		
丧尸类型 (海外)	SLG		三七互娱		
Final Order	SLG (战争军事)		三七互娱		2020
狂野西境	SLG (美国西部)	三七互娱	刘宇宁团队		2020年3月
江山与美人	当官游戏		三七互娱	三七互娱	
大天使之剑	RPG	奇迹	三七互娱	三七互娱	国新出审[2019]2652号
云上城之歌	MMORPG		三七互娱	独代	2020Q2
代号 MK4			三七互娱	独代	
诸神的谎言	放置 RPG 卡牌		三七互娱	易娱网络	
光明冒险	卡牌类游戏		三七互娱	代理	
代号-DIG			三七互娱	独代	
超能球球	休闲	三七互娱	三七互娱	国新出审[2019]2266号	
街区英雄	格斗	三七互娱	游奇网络	国新出审[2019]184号	
X: 二次元回合	二次元	三七互娱	三七互娱		
传奇 H5	传奇类	三七互娱	三七互娱		
传奇 NB		三七互娱	三七互娱		
代号 YZD	ARPG	三七互娱	三七互娱		

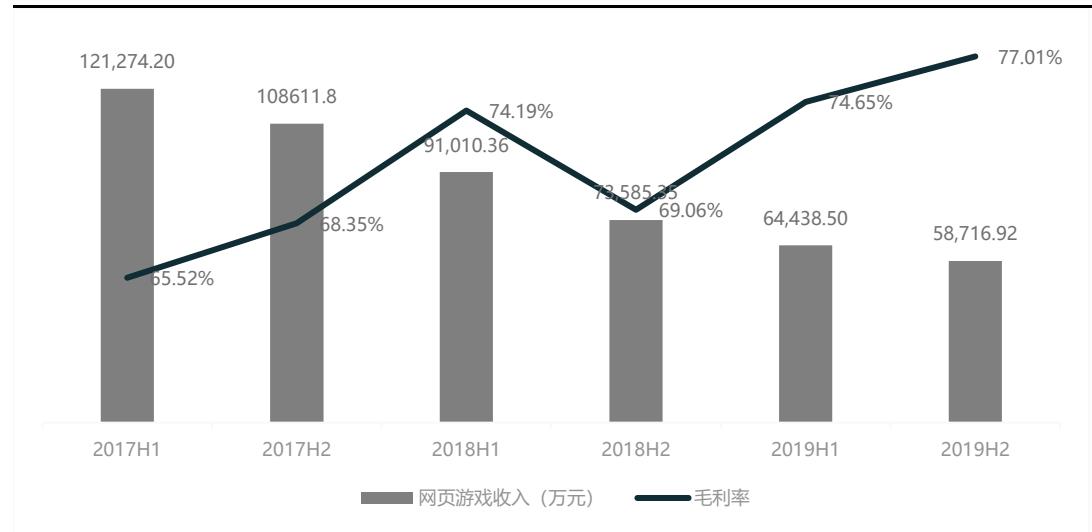
传奇 S		三七互娱	三七互娱		
代号 DG	ARPG	三七互娱	三七互娱		
手游项目 AOD		三七互娱	三七互娱		
仙灵 2 (暂定名)		三七互娱	独代		
代号-SF	经营模拟	三七互娱	独代		
代号-TARO	魔幻 ARPG	三七互娱	独代		
末日沙城	RPG	三七互娱	三七互娱	2020.3.23	
代号英雄	卡牌	三七互娱	独代	2020Q2	
代号万古		三七互娱		2020Q2	
代号绿色一刀	RPG	三七互娱		2020Q3	
浮生妖绘卷	动漫风卡牌类	三七互娱	三七互娱	国新出审[2019]3611号	2020Q3
代号魔幻	RPG	三七互娱		2020Q3	
代号机械		三七互娱		2020Q3	
代号暮光		三七互娱		2020Q3	
仙念永恒		三七互娱		2020Q3	
人生	模拟经营	三七互娱		2020Q3	
代号 SLG	SLG	三七互娱	独代	2020Q3	
克拉	女性向	三七互娱		2020Q4	
代号 DS (海外)		三七互娱		2020Q4	
代号 NB		三七互娱		2020Q4	
代号永恒	RPG	三七互娱	独代		
代号攻城	RPG	三七互娱	独代		
代号 SX (海外)		三七互娱			

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

页转手成为行业趋势，网游收入下滑

2019H2 网页游戏收入 5.87 亿元，同比下降 20.21%，环比下降 8.88%；毛利率 77.01%，同比增长 7.95pp，环比增长 2.36pp。2019 年，公司网页游戏业务取得营业收入 12.32 亿元，较上年相比微有下滑，主要是受到用户向移动端转移，网页游戏产品数量减少两方面的影响。2019 年，公司一方面通过战略投资及业务合作等方式与国内顶尖网页游戏研发团队加强合作；另一方面通过精细化运营主要精品游戏，提高用户粘性，稳定产品的生命周期，进一步稳定营收。

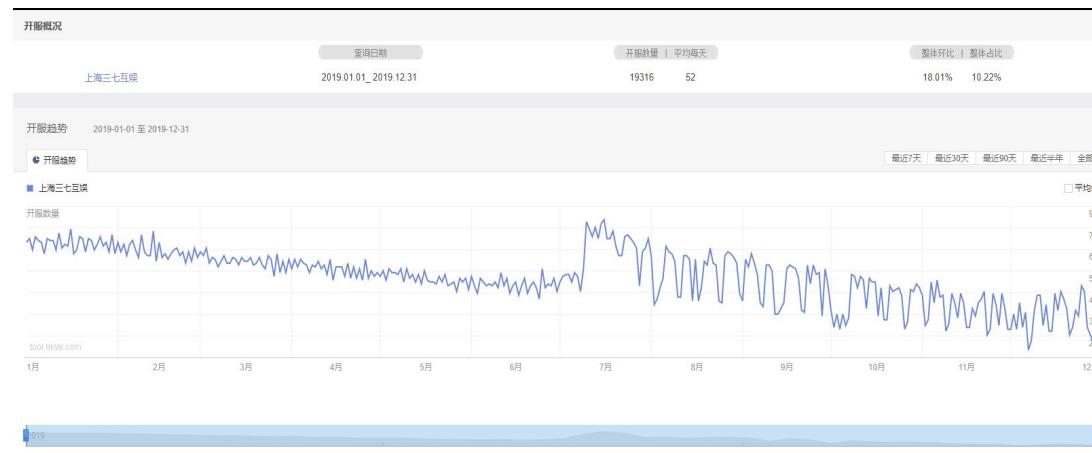
图表 20: 页游戏业务收入及毛利率情况 (万元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司网页游戏团队 2019 年在国内市场的开服数量累计超过 29,000 组，在 2019 年运营平台开服排行榜中稳居第一，遥遥领先于其他厂商（数据来源：9k9k）。

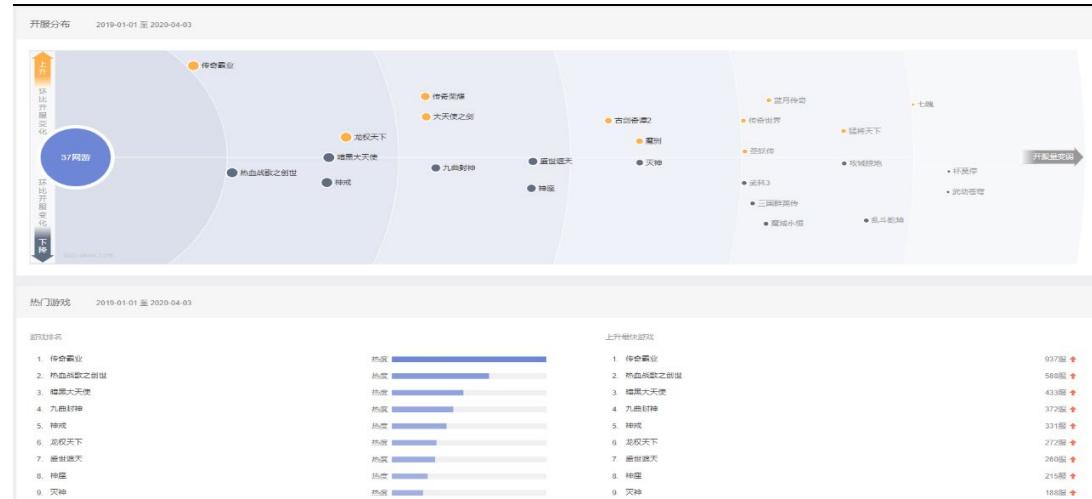
图表 21：公司页游开服走势



资料来源：9k9k，信达证券研发中心

《传奇霸业》《热血战歌》《暗黑大天使》等产品表现出色。

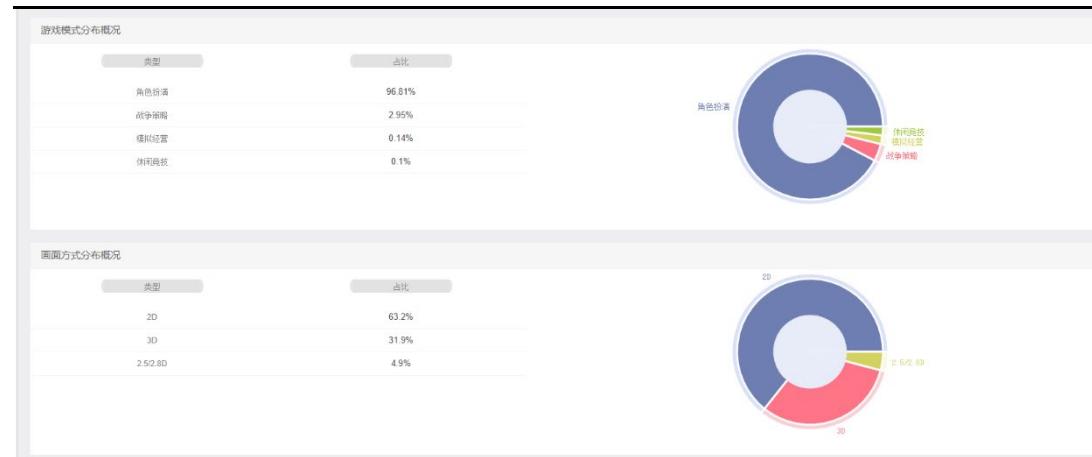
图表 22: 公司页游产品



资料来源: 9k9k, 信达证券研发中心

APPG 产品仍占游研发主力, 3D 技术逐渐应用于品类研发。

图表 23: 产品类型分布



资料来源: 9k9k, 信达证券研发中心

盈利预测与估值

基本假设和盈利预测

移动游戏业务

公司移动游戏收入 2018 年、2019 年分别为 55.8、119.9 亿。《一刀传世》、《斗罗大陆》等贡献主要收入。2020 年来看，Q1 公司流水、利润或达历史峰值。Q2 公司传奇、奇迹等传统品类产品预期将陆续上线，我们预计 2020/2021/2022 手游收入分别为 155.85/194.82/233.78 亿元。

毛利率来看，2019 年毛利率较为稳定，上半年和全年分别为 85.55%、87.67%。我们预期 2020~2022 年毛利率也维持在 87% 相同水平。

页游业务

公司信息服务业务 2018 年、2019 年分别为 16.5、12.3 亿。公司在页游行业仍然维持在行业前茅，但页游转手游为行业大趋势，我们判断后期页游业务或持续下滑。我们预计 2020/2021/2022 年公司页游收入分别为 9.6/7.7/6.3 亿。

公司信息服务业务毛利率较为稳定，我们假设 2020~2022 年毛利率持续维持在 76%。

估值与投资评级

公司 2 月总流水盘达到公司历史峰值，Q2《代号英雄》、《云上城之歌》、《代号万古》等新产品或将上线，我们判断流水将有不错表现。2020 年品类拓展+出海深化奠定增长基础：公司除了传统的传奇、奇迹品类游戏外，2020 年还将在 SLG、MMO 等品类持续拓展。核心产品不乏 SLG 类《狂野西境》、《Final Order》等，以及 MMORPG 类的《斗罗大陆 3D》、《新希望》等。此外，公司将以地区差异化营销+本地化精细运营方式拓展全球市场。北美产品将以 SLG+SRPG 为主，亚洲将以 MMO+ 二次元+SLG+卡牌等品类为方向。我们预期 2020 年境外流水增速或将高于大陆市场。不考虑非公开发行影响，我们预计 20/21/22 年公司归母净利润分别为 26.26/31.50/37.03 亿元，对应 EPS 1.24/1.49/1.75 元，PE 为 26/22/19 倍。根据公司近 5 年 TTM PE 走势及公司未来业绩空间，我们给予公司基于 2020 年归母净利润的 30 倍 PE 估值，公司目标市值 787.72 亿元，对应目标价：37.29 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 24: 三七互娱 TTM PE-band (2015年4月7日-2020年4月7日)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险提示

买量成本上升风险、传统品类触达用户天花板风险、游戏政策变化风险

资产负债表

单位:百万元人民币

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,182.12	6,355.14	9,217.98	12,713.86	16,851.51
货币资金	1,532.97	2,152.51	4,511.04	7,475.20	11,070.98
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	1,298.55	1,287.92	1,611.73	1,972.41	2,338.32
预付账款	193.77	661.09	841.57	1,012.63	1,188.58
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,156.83	2,253.63	2,253.63	2,253.63	2,253.63
非流动资产	4,213.64	3,790.12	3,853.72	3,869.53	3,888.88
长期股权投资	555.60	468.79	468.79	468.79	468.79
固定资产(合计)	36.46	47.10	48.90	50.96	53.33
无形资产	14.30	17.00	14.01	12.81	12.46
其他	3,607.29	3,257.22	3,322.02	3,336.97	3,354.30
资产总计	8,395.76	10,145.26	13,071.70	16,583.39	20,740.38
流动负债	1,992.24	2,600.39	3,159.70	3,704.73	4,263.95
短期借款	369.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	300.00	381.90	459.53	539.37
应付账款	1,082.36	1,418.95	1,806.33	2,173.48	2,551.13
其他	540.88	881.44	971.46	1,071.73	1,173.45
非流动负债	289.82	251.16	251.16	251.16	251.16
长期借款	281.18	250.02	250.02	250.02	250.02
其他	8.64	1.14	1.14	1.14	1.14
负债合计	2,282.06	2,851.55	3,410.86	3,955.90	4,515.12
少数股东权益	141.03	264.40	639.46	1,089.45	1,618.32
归属母公司股东权益	5,972.68	7,029.31	9,021.38	11,538.04	14,606.95
负债和股东权益	8,395.76	10,145.26	13,071.70	16,583.39	20,740.38

重要财务指标

单位: 百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,632.68	13,227.14	16,552.79	20,256.98	24,014.97
同比(%)	23.33%	73.30%	25.14%	22.38%	18.55%
归属母公司净利润	1,008.50	2,114.77	2,625.75	3,150.34	3,702.58
同比(%)	-37.77%	109.69%	24.16%	19.98%	17.53%
毛利率(%)	76.27%	86.57%	86.34%	86.57%	86.70%
ROE(%)	15.53%	32.53%	32.72%	30.65%	28.32%
EPS(摊薄)(元)	0.48	1.00	1.24	1.49	1.75
P/E	73	35	28	23	20
P/B	12.28	10.43	8.13	6.35	5.02
EV/EBITDA	54.75	25.95	21.72	17.89	15.27

利润表

单位:百万元人民币

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,632.68	13,227.14	16,552.79	20,256.98	24,014.97
营业成本	1,811.42	1,776.07	2,260.95	2,720.50	3,193.20
营业税金及附加	33.04	46.06	57.64	70.54	83.62
销售费用	3,347.26	7,737.21	9,766.15	11,951.62	14,168.83
管理费用	246.06	221.86	331.06	405.14	480.30
研发费用	537.71	820.39	1,406.99	1,742.10	2,089.30
财务费用	17.10	-14.90	-25.33	-75.37	-132.20
减值损失合计	1,049.36	-74.39	32.23	39.45	46.77
投资净收益	80.54	110.61	149.06	113.41	124.36
其他	98.94	-153.35	184.75	210.50	219.48
营业利润	770.22	2,672.12	3,056.92	3,726.91	4,428.98
营业外收支	449.10	24.01	290.66	289.48	291.46
利润总额	1,219.32	2,696.13	3,347.58	4,016.39	4,720.44
所得税	67.89	279.29	346.78	416.06	488.99
净利润	1,151.43	2,416.84	3,000.80	3,600.33	4,231.45
少数股东损益	142.93	302.07	375.06	449.99	528.87
归属母公司净利润	1,008.50	2,114.77	2,625.75	3,150.34	3,702.58
EBITDA	1,359.41	2,836.33	3,388.67	4,113.33	4,820.97
EPS(当年)(元)	0.47	1.00	1.24	1.49	1.75

现金流量表

单位:

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,954.43	3,257.56	2,944.87	3,593.58	4,220.42
净利润	1,151.43	2,416.84	3,000.80	3,600.33	4,231.45
折旧摊销	117.66	110.92	25.89	82.01	85.46
财务费用	22.43	29.27	15.20	14.93	15.07
投资损失	-80.54	-110.61	-149.06	-113.41	-124.36
营运资金变动	164.04	521.31	22.78	-26.14	-29.41
其它	579.42	289.83	29.26	35.85	42.21
投资活动现金流	-55.11	-1,043.43	62.54	19.18	24.11
资本支出	-311.28	-365.70	-86.52	-94.22	-100.25
长期投资	333.39	353.81	149.06	113.41	124.36
其他	-77.22	-1,031.54	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-1,969.27	-1,602.20	-648.88	-648.61	-648.74
吸收投资	19.79	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-31.17	-398.60	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	557.42	881.55	648.88	648.61	648.74
现金净增加额	-65.17	619.52	2,358.53	2,964.16	3,595.78

研究团队简介

王建会，信达证券传媒团队首席研究员，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

李雨琪，美国波士顿大学经济学硕士，3年传媒互联网研究经验。2020年加入信达证券研究所，主要覆盖游戏和中概互联网。

王婷，南京大学经济学硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；	买入：股价相对强于基准 20% 以上；	看好：行业指数超越基准；
时间段：报告发布之日起 6 个月内。	增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。