

三七互娱 (002555)

证券研究报告

2021年03月08日

29 亿定增终落地，加码推进“双核+多元”战略

事件：3月7日，三七互娱发布《非公开发行A股股票发行情况报告书暨上市公告书》，公告显示定增计划获多家机构的参与，最终确认获配对象为14个，募集资金总额约29.33亿元，其中包括睿远基金、交银施罗德基金和正心谷分别认购7.02亿元、5.70亿元、5亿元，锁定期为6个月，成交价为27.77元/股，相较发行底价26.31元/股溢价5个百分点。

本次募投金额将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、广州总部大楼建设项目。①网络游戏开发及运营建设项目：公司拟通过本项目开发24款网络游戏，涵盖西方魔幻类、仙侠类、东方玄幻类、战争主题类、北欧神话类及中世纪文明类等题材，践行“多元化”产品发展战略，丰富公司现有产品矩阵。②5G云游戏平台建设项目：本项目拟进行5G云游戏平台的开发工作，核心研发内容包括基础云层服务、平台层服务和云游戏平台三部分。③广州总部大楼建设项目：本项目拟新建广州总部大楼，满足超过5000人的办公场地需求，同时在总部大楼内设立研发中心与运营中心，提高研发效率与运营服务质量。

定增助力“双核+多元”产品战略落地，推动双核（MMORPG和SLG）+多元（SRPG、模拟经营、泛二次元、女性向）品类发展。20Q1-Q3三七研发费用较上年同期增长66.01%，其中近50%的在研产品不是传统的ARPG，它们包括：（1）美术品质超过三七过往所有产品的卡牌RPG、U3D引擎《斗罗大陆3D》（预计21H1上线）；（2）多文明题材的卡牌；（3）不是COK like，也不是率土 like 的轻度SLG；（4）「不逼氪」，面向中小R的传统ARPG；（5）面向全球市场的美漫风格FPS；（6）专注成长体验的女性向、模拟经营等。

公司核心竞争力在于买量投放能力、投放效率，“量子+天机”系统具备先发优势。AI自动学习投放系统通过数据积累可自我迭代，同时投放素材质量也在提升，把握品效合一的买量思路。

公司出海业务有望实现全球突破。MMORPG品类，今年国内将发行6款主要产品，海外2款。SLG品类，国内将发行3款主要产品，海外4款。模拟经营游戏今年共有4款将发行，《叫我大掌柜》在中国台湾、日韩市场已上线。北美地区市场，被投公司易娱《末日喧嚣》运营情况同样较好。

投资建议：定增落地夯实公司资金实力，各项战略持续推进。21Q1公司营收有望在高基数上实现增长，我们前期看好公司并列为1月金股，预计1月6日上线《荣耀大天使》首月流水超3亿，新游《绝世仙王》、《斗罗大陆》等表现亮眼。3月4日自研大作《斗罗大陆：魂师对决》获版号，Q2起多元化产品落地可期。我们预计20-22年净利28.19/34.23/40.64亿元，考虑定增股本摊薄后对应估值24/20/17x，维持“买入”评级。

风险提示：版号不及预期、游戏上线不达预期、研发人员流失、宏观经济影响

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,632.68	13,227.14	15,671.99	18,853.40	21,683.30
增长率(%)	23.33	73.30	18.48	20.30	15.01
EBITDA(百万元)	1,281.36	3,487.57	3,557.45	4,359.54	5,163.07
净利润(百万元)	1,008.50	2,114.77	2,818.71	3,422.85	4,064.13
增长率(%)	(37.77)	109.69	33.29	21.43	18.74
EPS(元/股)	0.45	0.95	1.27	1.54	1.83
市盈率(P/E)	67.56	32.22	24.17	19.91	16.76
市净率(P/B)	11.41	9.69	7.64	6.21	5.08
市销率(P/S)	8.93	5.15	4.35	3.61	3.14
EV/EBITDA	13.52	15.02	17.80	13.76	11.45

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	30.72元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,217.86
流通A股股本(百万股)	1,469.62
A股总市值(百万元)	64,888.37
流通A股市值(百万元)	45,146.75
每股净资产(元)	3.84
资产负债率(%)	32.71
一年内最高/最低(元)	51.08/24.50

作者

文浩 分析师
SAC执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《三七互娱-公司点评:定增终获审核通过，加快推进研发精品化、多元化》2020-12-15
- 《三七互娱-公司点评:收购广州三七20%剩余股权，增厚业绩、绑定高管》2020-12-08
- 《三七互娱-季报点评:季度预期调整中消化，期待后续作品提振信心》2020-11-05

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,532.97	2,152.51	2,939.54	6,742.88	8,200.10
应收票据及应收账款	1,298.55	1,287.92	1,776.63	1,910.02	2,329.99
预付账款	193.77	661.09	200.66	816.60	319.95
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,156.83	2,253.63	3,123.37	2,464.63	3,311.05
流动资产合计	4,182.12	6,355.14	8,040.20	11,934.13	14,161.10
长期股权投资	555.60	468.79	468.79	468.79	468.79
固定资产	36.46	47.10	348.23	512.24	593.97
在建工程	0.00	797.25	478.35	287.01	172.21
无形资产	20.50	17.00	13.40	9.80	6.20
其他	3,601.08	2,459.98	2,398.02	2,398.02	2,398.02
非流动资产合计	4,213.64	3,790.12	3,706.79	3,675.86	3,639.18
资产总计	8,395.76	10,145.26	11,746.99	15,609.98	17,800.28
短期借款	369.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,082.36	1,718.95	1,104.94	2,228.53	1,495.86
其他	540.88	881.44	801.80	996.96	899.00
流动负债合计	1,992.24	2,600.39	1,906.75	3,225.49	2,394.86
长期借款	281.18	250.02	250.00	250.00	250.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.64	1.14	1.14	1.14	1.14
非流动负债合计	289.82	251.16	251.14	251.14	251.14
负债合计	2,282.06	2,851.55	2,157.89	3,476.64	2,646.00
少数股东权益	141.03	264.40	667.02	1,155.94	1,736.45
股本	2,124.87	2,112.25	2,217.86	2,217.86	2,217.86
资本公积	298.74	73.15	73.15	73.15	73.15
留存收益	3,801.43	5,011.64	6,704.21	8,759.55	11,199.96
其他	(252.36)	(167.74)	(73.15)	(73.15)	(73.15)
股东权益合计	6,113.70	7,293.71	9,589.10	12,133.35	15,154.28
负债和股东权益总计	8,395.76	10,145.26	11,746.99	15,609.98	17,800.28

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,151.43	2,416.84	2,818.71	3,422.85	4,064.13
折旧摊销	117.66	110.92	21.37	30.93	36.67
财务费用	22.43	29.27	(43.18)	(17.80)	(34.33)
投资损失	(80.54)	(110.61)	(323.20)	(130.00)	(130.00)
营运资金变动	634.46	978.26	(1,529.70)	1,228.15	(1,600.39)
其它	109.00	(167.11)	402.62	488.91	580.51
经营活动现金流	1,954.43	3,257.56	1,346.62	5,023.05	2,916.61
资本支出	(1,054.33)	781.73	0.00	0.00	(0.00)
长期投资	178.63	(86.81)	0.00	0.00	0.00
其他	820.59	(1,738.35)	323.20	130.00	130.00
投资活动现金流	(55.11)	(1,043.43)	323.20	130.00	130.00
债权融资	679.78	281.18	281.16	281.16	281.16
股权融资	(1,644.72)	(364.26)	243.37	17.80	34.33
其他	(1,004.32)	(1,519.12)	(1,407.32)	(1,648.67)	(1,904.88)
筹资活动现金流	(1,969.27)	(1,602.20)	(882.79)	(1,349.71)	(1,589.39)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(69.94)	611.93	787.03	3,803.34	1,457.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,632.68	13,227.14	15,671.99	18,853.40	21,683.30
营业成本	1,811.42	1,776.07	1,790.38	2,113.47	2,361.31
营业税金及附加	33.04	46.06	50.15	65.65	75.50
营业费用	3,347.26	7,737.21	8,905.52	10,329.70	11,750.90
管理费用	246.06	221.86	359.41	413.32	454.65
研发费用	537.71	820.39	1,353.64	1,732.66	2,044.54
财务费用	17.10	(14.90)	(43.18)	(17.80)	(34.33)
资产减值损失	1,049.36	(58.24)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(147.54)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	80.54	110.61	323.20	130.00	130.00
其他	(260.03)	63.50	(646.40)	(260.00)	(260.00)
营业利润	770.22	2,672.12	3,579.26	4,346.40	5,160.72
营业外收入	463.91	28.17	0.00	0.00	0.00
营业外支出	14.81	4.16	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,219.32	2,696.13	3,579.26	4,346.40	5,160.72
所得税	67.89	279.29	357.93	434.64	516.07
净利润	1,151.43	2,416.84	3,221.34	3,911.76	4,644.65
少数股东损益	142.93	302.07	402.62	488.91	580.51
归属于母公司净利润	1,008.50	2,114.77	2,818.71	3,422.85	4,064.13
每股收益(元)	0.45	0.95	1.27	1.54	1.83

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	23.33%	73.30%	18.48%	20.30%	15.01%
营业利润	-49.25%	246.93%	33.95%	21.43%	18.74%
归属于母公司净利润	-37.77%	109.69%	33.29%	21.43%	18.74%
获利能力					
毛利率	76.27%	86.57%	88.58%	88.79%	89.11%
净利率	13.21%	15.99%	17.99%	18.16%	18.74%
ROE	16.89%	30.09%	31.59%	31.18%	30.29%
ROIC	16.32%	73.56%	125.57%	94.91%	162.14%
偿债能力					
资产负债率	27.18%	28.11%	18.37%	22.27%	14.86%
净负债率	-13.96%	-25.66%	-27.72%	-53.26%	-52.26%
流动比率	2.10	2.44	4.22	3.70	5.91
速动比率	2.10	2.44	4.22	3.70	5.91
营运能力					
应收账款周转率	6.82	10.23	10.23	10.23	10.23
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.87	1.43	1.43	1.38	1.30
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.95	1.27	1.54	1.83
每股经营现金流	0.88	1.47	0.61	2.26	1.32
每股净资产	2.69	3.17	4.02	4.95	6.05
估值比率					
市盈率	67.56	32.22	24.17	19.91	16.76
市净率	11.41	9.69	7.64	6.21	5.08
EV/EBITDA	13.52	15.02	17.80	13.76	11.45
EV/EBIT	14.13	15.11	17.91	13.86	11.53

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com