

三七互娱 (002555)

证券研究报告

2021年05月05日

阶段性投入导致业绩波动，期待全球化、多元化成果落地

事件：公司于4月30日晚披露20年年报及21Q1季报，2020年实现营收144.00亿元，yoy+8.86%；归母净利润27.61亿元，yoy+30.56%，扣非归母23.92亿元，yoy+14.49%，主要系20年移动游戏业务的稳健增长及20年公司海外业务再创新高，21Q1实现营收38.18亿元，yoy-12.09%，归母净利润1.17亿元，yoy-83.98%，靠近前期预告上限。21Q1公司销售费用28.00亿元，同比增长0.06%。管理费用1.03亿元，同比增长66.00%，主要系21Q1管理人员数量较20Q1增加，导致员工薪酬费用增加；研发费用3.25亿元，同比增长24.04%，主要系公司扩大研发团队规模和优化薪酬激励机制，使得研发人员薪酬及福利费用增长所致。21Q1业绩波动是业务发展中阶段性投入引起的业绩波动，营收下降结合管理研发费用增长，随产品后期收入回流，Q2-Q4业绩可期。

聚焦“研运一体”，加大研发投入。公司20年研发投入11.13亿元，yoy+36.66%。近三年研发投入累积达24.67亿元。截至20年末，研发人员2343人，较19年增加761人，yoy+48.1%。公司强研发实力保障稳定精品产品供给支持运营业务发展，同时研发团队根据运营反馈对产品进行打磨调优，做长生命周期。国内产品《荣耀大天使》、《斗罗大陆：武魂觉醒》、《斗罗大陆：魂师对决》、《一干克拉女王》表现优异，《精灵盛典》、《斗罗大陆》H5等多款上线一年以上的自研精品游戏在已发行地区保持稳定流水。推广方面，通过自研“量子”、“天机”两大AI投放系统及“雅典娜”、“阿瑞斯”、“波塞冬”三款产品进行差异化运营。并构建5G云游戏体系，与华为公司签订合作协议，将成立“云游戏技术方案联合攻关小组”。

“双核（SLG+MMO）+多元”产品策略，着力开拓海外市场。公司产品矩阵囊括MMORPG、卡牌、SLG、模拟经营等不同类型，覆盖魔幻、仙侠、都市、青春校园、女性向等不同题材，其中《云上城之歌》、《浮生妖绘卷》、《万古封灵诀》体现对年轻化群体的成功探索。公司2020年海外市场营业收入达21.43亿元，yoy+104.34%，将继续通过布局西部、军事等多类题材的SLG游戏加码布局全球，其中《Puzzles&Survival》、《奇迹MU》、《叫我大掌柜》、《大天使之剑H5》等在海外均取得优异成绩。

盈利预测：公司21年海内外产品储备丰富，并积极投入5G云游戏、影视、音乐、艺人经纪、动漫、VR/AR等在内的文娱产业，持续挖掘优质IP。21Q1由于老游衰减及新游推广，尤其海外处于爬坡亏损期，造成业绩错配低于市场预期，关注后续游戏后周期利润回收。我们预计公司21-23年净利29.03/35.58/41.98亿元，对应估值17/14/12x，由于游戏公司PE目前位于底部，上升空间大且公司位居龙头，故将21年目标估值从22x调高到25x，对应目标价32.75元，维持“买入”评级。

风险提示：游戏版号政策收紧；新游利润回收表现不及预期；海外游戏表现不及预期；买量投入高于预期；募资项目进展不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,227.14	14,399.70	16,917.07	19,647.48	22,466.90
增长率(%)	73.30	8.86	17.48	16.14	14.35
EBITDA(百万元)	3,487.57	4,629.98	3,374.13	3,990.71	4,683.12
净利润(百万元)	2,114.77	2,760.95	2,902.95	3,558.40	4,198.45
增长率(%)	109.69	30.56	5.14	22.58	17.99
EPS(元/股)	0.95	1.24	1.31	1.60	1.89
市盈率(P/E)	23.14	17.72	16.85	13.75	11.65
市净率(P/B)	6.96	8.10	5.74	4.34	3.37
市销率(P/S)	3.70	3.40	2.89	2.49	2.18
EV/EBITDA	15.02	13.61	12.87	10.15	7.94

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	22.06元
目标价格	32.75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)	48,926.09
流通A股市值(百万元)	32,419.83
每股净资产(元)	4.09
资产负债率(%)	33.11
一年内最高/最低(元)	51.08/21.10

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:新游推广及老游衰减致业绩承压，静待利润释放》
2021-03-19
- 《三七互娱-公司点评:29亿定增终落地，加码推进“双核+多元”战略》
2021-03-08
- 《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

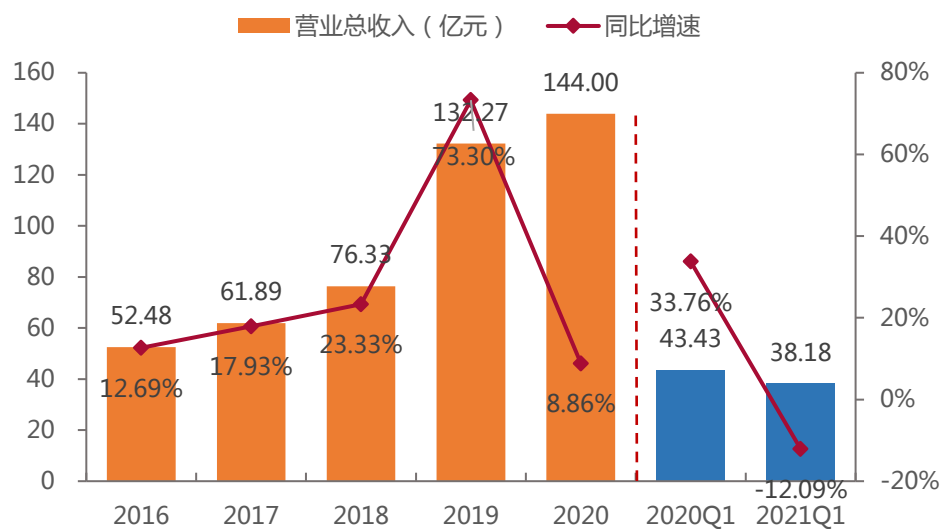
1. 财报解读

三七互娱 2020 年实现营收 144.00 亿元，同比上升 8.86%；归母净利润 27.61 亿元，同比上升 30.56%，扣非归母 23.92 亿元，同比上升 14.49%，主要系 20 年移动游戏业务的稳健增长及 20 年公司海外业务再创新高，海外游戏业务营业收入较 19 年同期增长 104.34%。

20Q4 实现营收 31.10 亿元，同比下降 15.19%，归母净利润 5.01 亿元，同比下降 10.41%，扣非归母 4.41 亿元，同比下降 34.38%。

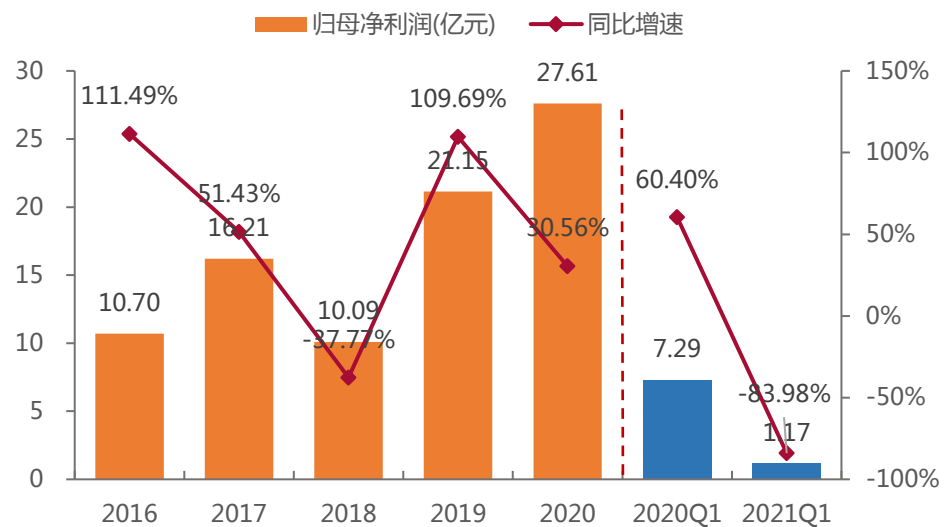
21Q1 实现营收 38.18 亿元，同比下降 12.09%，归母净利润 1.17 亿元，同比下降 83.98%，主要系由于销售费用增长率高于营业收入增长率所致，是业务发展中阶段性投入引起的业绩波动，营收下降结合管理研发费用增长，随产品后期收入回流，Q2-Q4 业绩可期，扣非归母 383.38 万元，同比下降 99.41%。投资收益达 1.55 亿元，占利润总额 4.78%，同比增长 350.65%，增加 0.38 亿元，主要系处置心动网络股权取得的投资收益。

图 1：三七互娱 2016-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 营业总收入及增速



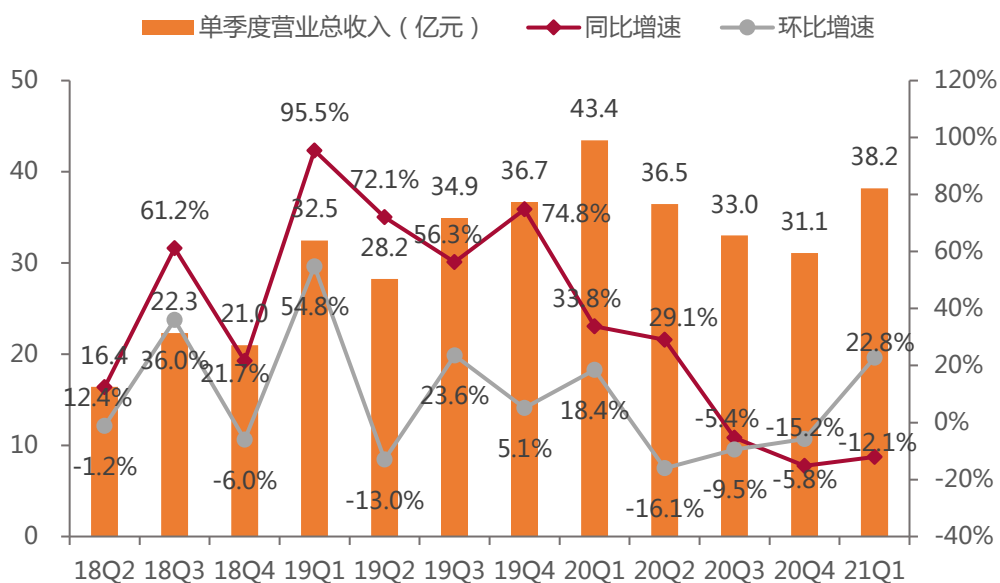
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：三七互娱 2016-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 归母净利润及增速



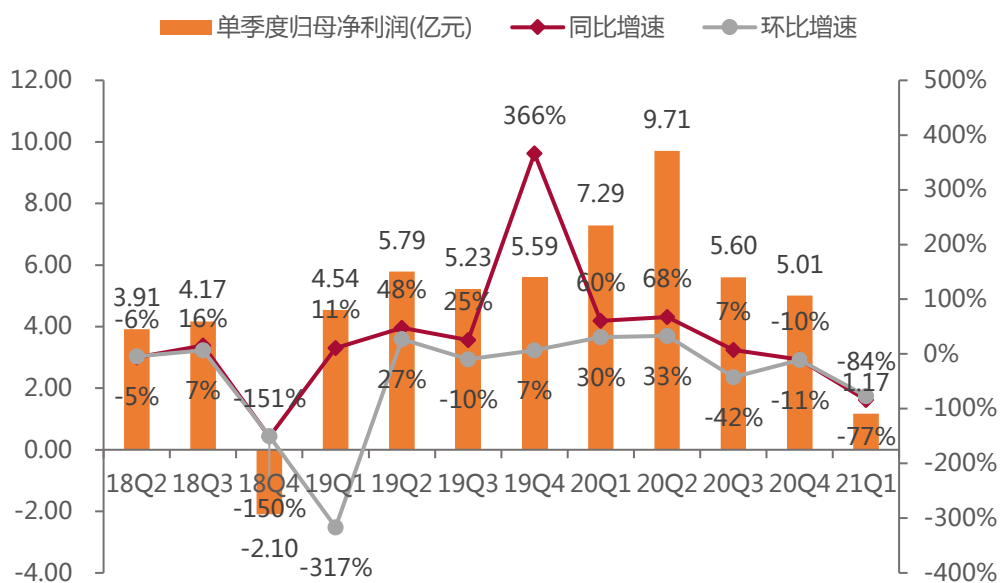
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3: 三七互娱 18Q2-21Q1 营业总收入及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

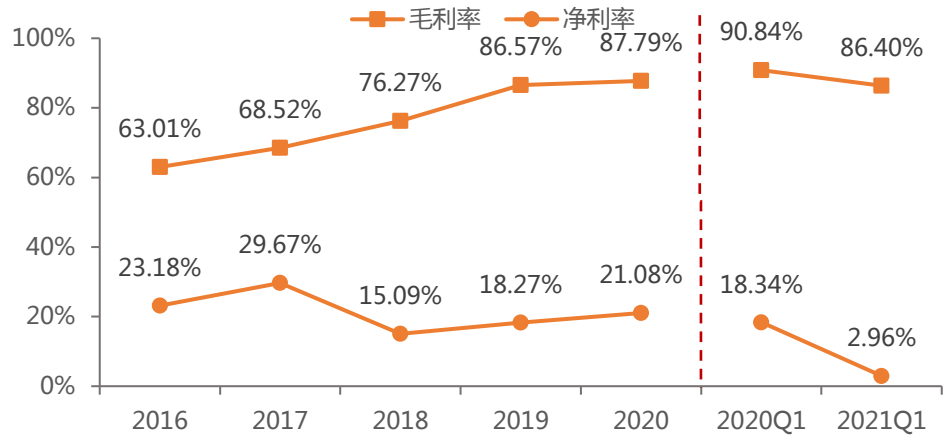
图 4: 三七互娱 18Q2-21Q1 归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

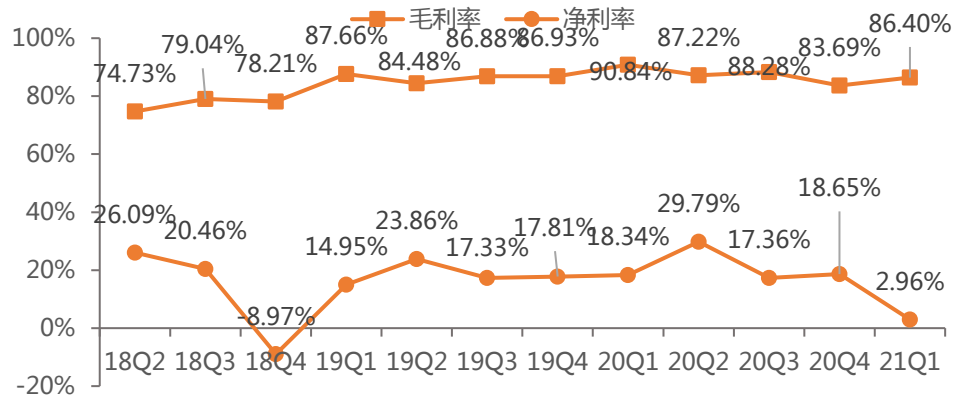
毛利率上, 公司 20 年毛利率 87.79%, 同比上升 1.22pct, 净利率 21.08%, 同比上升 2.81pct。
20Q4 毛利率 83.69%, 同比下降 3.24pct。净利率 18.65%, 同比上升 1.29%。
21Q1 毛利率 86.40%, 同比下降 4.43pct, 净利率 2.96%, 同比下降 15.38pct。

图 5：三七互娱 2016-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 毛利率与净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：三七互娱 18Q2-21Q1 毛利率与净利率



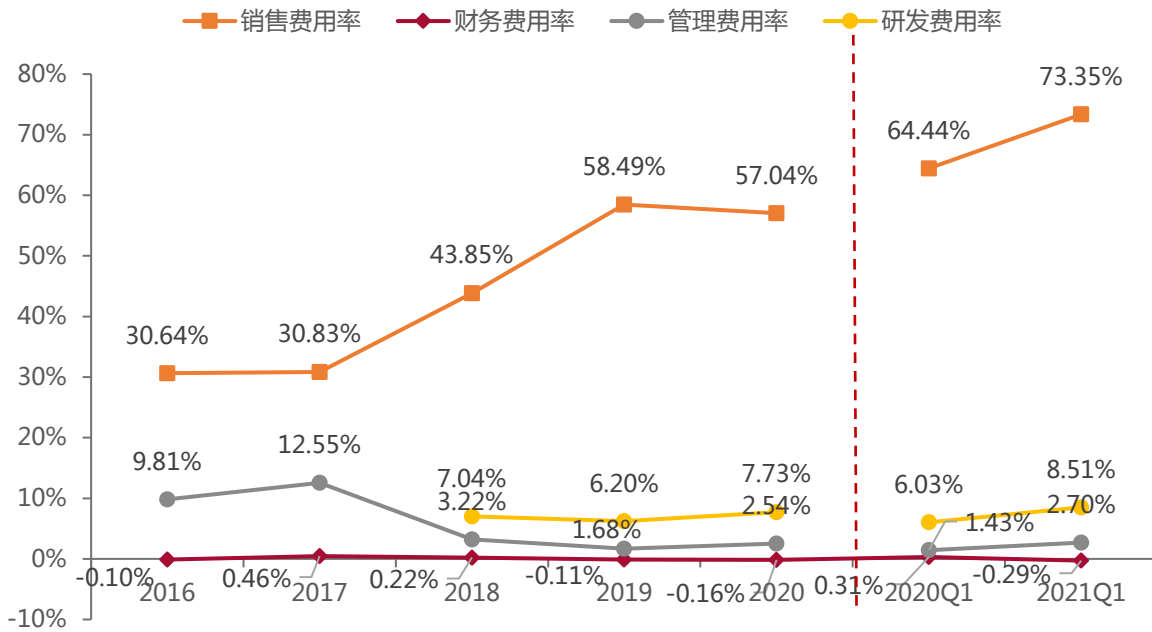
资料来源：公司公告，天风证券研究所

四项费用率上，2020 年销售费用 82.13 亿，同比上升 6.15%，主要系 20 年公司对新上线或处于主要推广期的游戏产品通过增加流量投入有效导入受众用户，互联网流量费增加所致，销售费用率 57.04%，同比下降 1.45pct；管理费用 3.66 亿，同比上升 65.06%，主要系办公大楼转固折旧费上升、员工的薪酬费用及股份激励费用增加所导致，管理费用率 2.54%，同比上升 0.87pct；研发费用 11.13 亿，同比上升 35.63%，主要系公司加大对游戏的研发投入，研发人员薪酬及设计费用增加所致，研发费用率 7.73%，同比上升 1.52pct；财务费用 -2300.43 万，同比下降 54.35%，主要系银行定期存款利息收入增加所致，财务费用率 -0.16%，同比下降 0.05pct。

21Q1 公司销售费用 28.00 亿元，同比增长 0.06%，销售费用率 73.35%，同比增加 8.91pct，主要系公司游戏业务具有先投入后回收的特性，公司新上线的《荣耀大天使》《绝世仙王》《斗罗大陆：武魂觉醒》，以及全球发行的《Puzzles & Survival》持续增大流量投放，且海外主攻策略型品类产品具有运营生命周期长、前期投入大的特点，投入预计将于 Q2-Q4 逐步回收。管理费用 1.03 亿元，同比增长 66.00%，管理费用率 2.70%，同比增加 1.27pct，主要系管理人员数量较 20Q1 增加，导致员工薪酬费用增加；其余主要系办公大楼和土地的折旧摊销费上升以及人员增加使得办公费增加所致。财务费用 -1109.01 万元，同比下降 181.80%，财务费用率 -0.29%，同比下降 0.60pct，主要受贷款利息减少和银行利息收入增加共同影响所致。研发费用 3.25 亿元，同比增长 24.04%，研发费用率 8.51%，同比增加 2.48pct，主要系为精进公司“研运一体”战略，提升公司的长期竞争力，持续加大研发投入，扩大

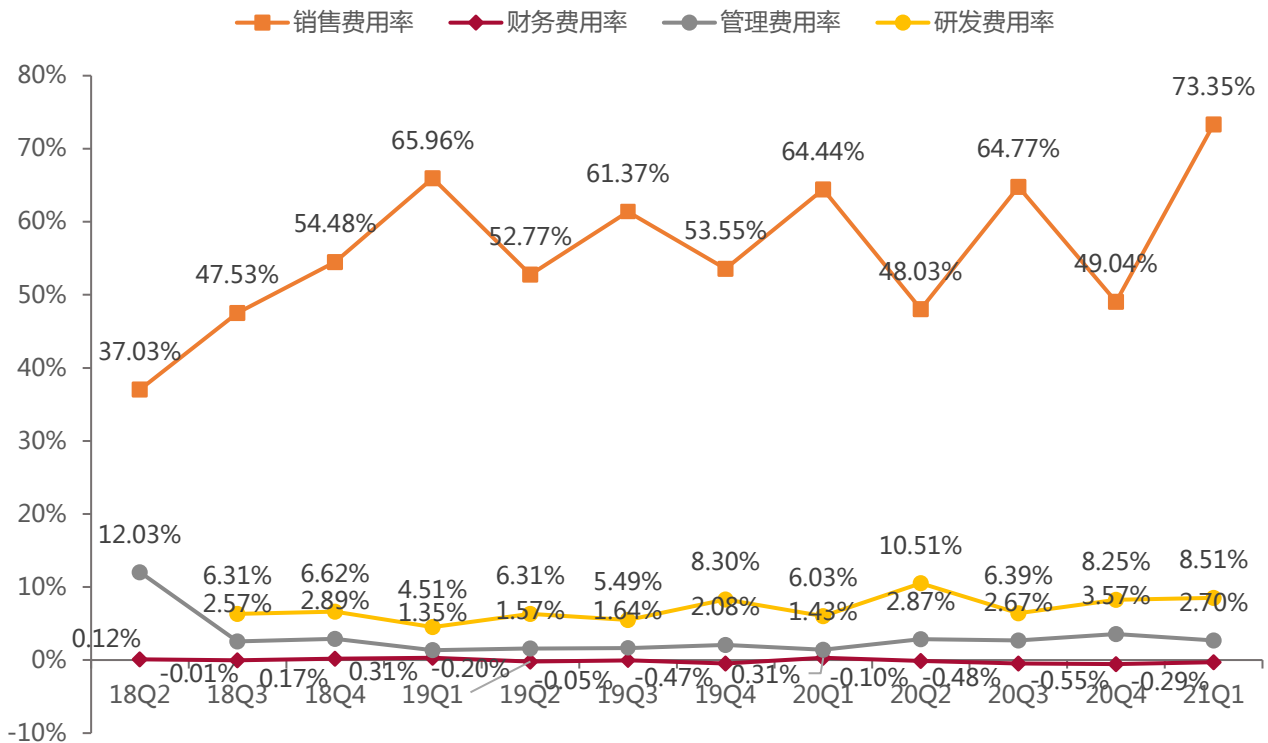
研发团队规模和优化薪酬激励机制，使得研发人员薪酬及福利费用增长所致。

图 7：三七互娱 2016-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：三七互娱 18Q2-21Q1 费用率



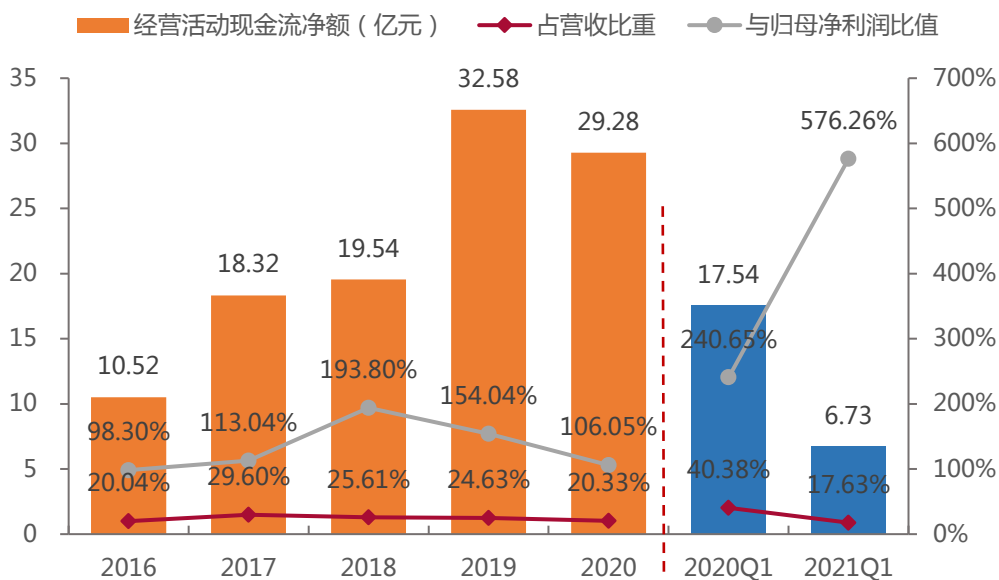
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2020 年公司经营活动产生的现金流量净额为 29.28 亿元，同比下降 10.13%，经营性现金流净额/营业收入为 20.33%，同比下降 4.3pct。投资收益达 1.55 亿元，占利润总额 4.78%，同比增长 350.65%。资产减值达 1.88 亿元，占利润总额 5.79%，主要系长期股权投资减值

损失、商誉减值损失和坏账损失。

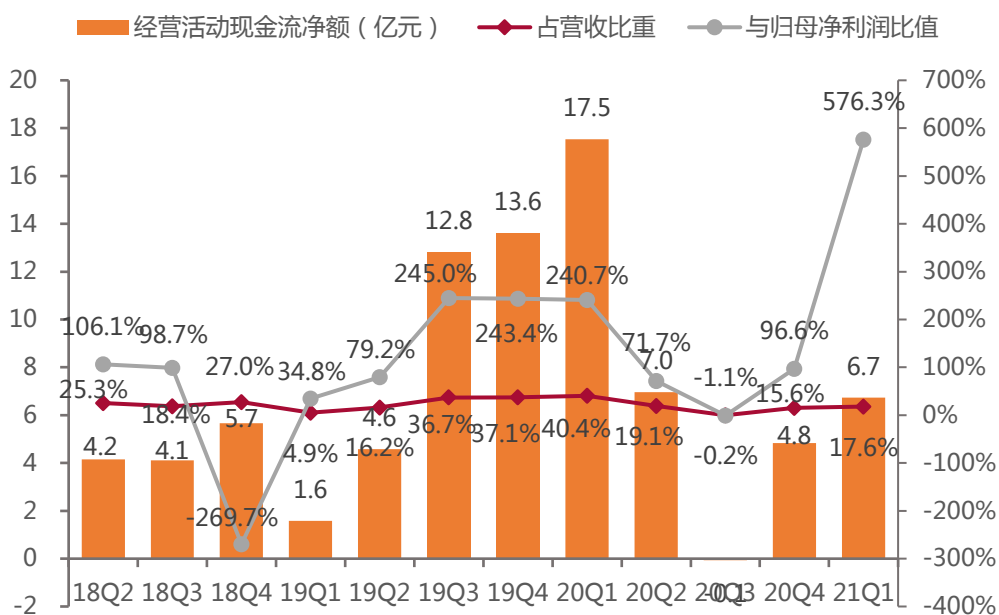
21Q1 公司经营性现金流净额为 6.73 亿元，去年同期为 17.54 亿元，同比下降 61.63%。

图 9：三七互娱 2016-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 经营性现金流情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：三七互娱 18Q2-21Q1 经营性现金流情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 业务简析

2.1. 移动游戏业务

2020 年公司移动游戏业务取得营业收入 132.96 亿元，同比增长 10.9%。公司的移动游戏业务收入和研发投入均呈增长态势，移动游戏业务在国内和海外多地市场保持领先地位。2021 年 1 月上线的自研游戏《荣耀大天使》、2 月上线的《绝世仙王》以及 3 月上线的《斗罗大陆:武魂觉醒》流水表现优异。

1) 移动游戏研发

2020 年研发投入 11.13 亿元，同比增长 36.66%，增幅高于营业收入增长水平。近三年研发投入累积达 24.67 亿元。截至年报期末，公司游戏及系统研发人员 2343 人，较 19 年增加 761 人，增幅 48.1%，其中高级研发人员数量也进一步增加。研发人员平均年薪 37.22 万元，yoy-12.43%。公司主要研发投入用于：

- “精品化”：在技术层面致力于提升产品引擎性能，提高产品的美术和音效品质，以满足用户对高品质游戏的体验需求；在策划层面致力于玩法创新，流程优化，以满足用户在趣味性和流畅体验方面的需求。高品质开发及高频率迭代提高新产品对用户吸引力，也使得大部分自研产品长期维持较高的流水。
- “多元化”：立项类别涉及 MMORPG、SLG、SRPG、模拟经营等领域，为 2021 年储备了丰富的产品数量及类别。未来，公司将在产品类型、题材以及美术表现、玩法等方面持续进行多元化创新，以优质内容为战略方向，利用自身沉淀下来的经营多品类产品的经验，结合公司已有的在数值、玩法等方面的优势，着重在 MMORPG、SLG、SRPG、模拟经营等领域进行深入探索。
- 投资优秀研发商：与众多优秀研发厂商携手合作等方式，在产品供给侧进行多元化布局。为进一步提高产品的成功率，公司建立了严格的评测流程，利用自身在用户数据和数值经验方面的优势与研发商共同打磨产品，保证产品上线前的品质达到较优水平。
- AI 大数据算力研运中台“宙斯”中台：公司自研“宙斯”中台可灵活自由地进行深度学习计算，一站式服务端模块支撑，实现运维自动化。“宙斯”可实现从研发、部署、运营全流程的自动化和标准化，为各部门系统间的互联互通扫平了障碍，使各系统及原业务流程达到大幅的自动化提升。该中台的出现标志着设备资源从预留的模式进入按需动态扩容的模式，在运维环节大幅降本增效，让闲置设备资源有效利用，为数据分析师提供弹性的算力环境。
- 构建 5G 云游戏体系：构建内部云，为游戏上云游戏提供计算和网络支撑；搭建云游戏代理服务，积极研究高效游戏视频转码以及解码技术；研发具备用户交互、视频解码以及云服务端通讯的通用框架体系以支撑云游戏的通用轻 APP。20 年，三七互娱与华为公司签订合作协议，双方将成立“云游戏技术方案联合攻关小组”，深度优化现有云游戏方案，共同探索云游戏的发展方向和技术革新。在即将到来的 5G 时代，公司在云游戏技术上的平滑过渡有望为玩家带来全新体验。

2) 移动游戏发行

- 国内市场：公司在运营的国内移动游戏最高月流水超 18 亿，新增注册用户合计超过 3.84 亿，最高月活跃用户超过 8487 万。上线《云上城之歌》《浮生妖绘卷》《万古封灵诀》等不同类型、题材的优秀游戏产品。其中代理发行的异世界冒险题材 MMORPG 产品《云上城之歌》2020 年 4 月上线，多项运营发行数据创下佳绩。作为一款泛二次元产品，受众更为年轻化，是公司在年轻化群体的一次成功探索。

产品矩阵囊括 MMORPG、卡牌、SLG、模拟经营等不同类型，覆盖魔幻、仙侠、都市、青春校园、女性向等不同题材。坚持以系统性流量经营，采用“立体营销+精准推送+长线服务”的多元方式，准确把握用户需求，将创意营销方案精准推

送至目标群体，为玩家提供细致全面的长线服务，提升玩家满意度、活跃度和留存率，以延长产品生命周期，积累更高的流水收入。立体营销上，公司已形成独具特色的“品效合一”，一方面通过选择与产品内涵相契合的代言人，另一方面，结合短视频平台达人丰富投放素材输出。

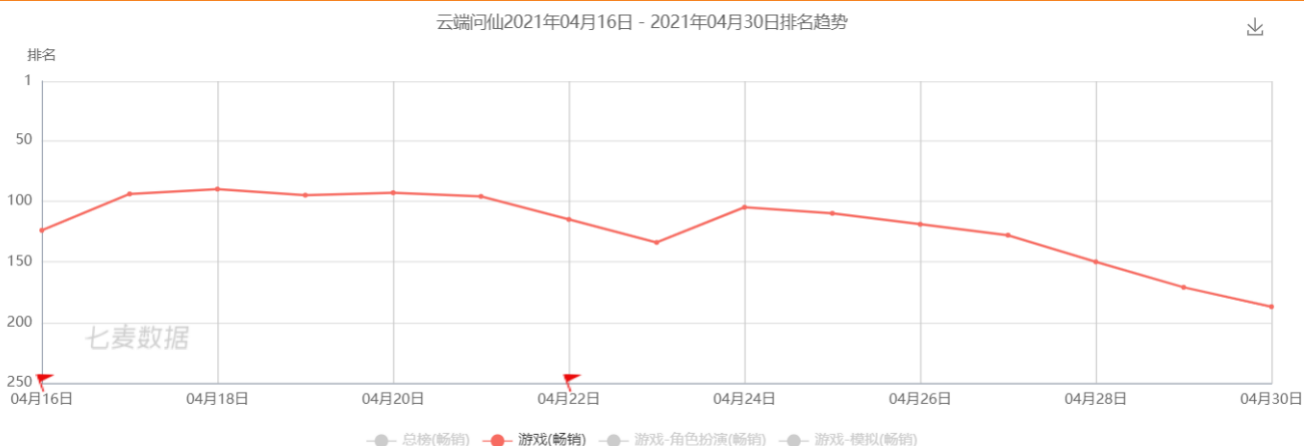
公司自主研发的智能化投放平台“量子”以及智能化运营分析平台“天机”已投入使用。一方面，智能化投放平台“量子”可对接所有主流渠道，实现快速投放和自动化投放。同时，该平台还可以合并多个系统，串联流程，大幅减少计划创建时间，对计划进行标准化批量处理，自动化、系统化地维护计划。此外，该平台还可以通过大数据分析以及 AI 算法提升推广效率以及效果。另一方面，智能化运营分析平台“天机”则为对游戏数据进行统计、分析以及预测的经营决策系统，该系统可以通过数据分析模型对游戏生命周期进行精准预测，支持运营团队根据用户数据采取差异化的活动营销，使客服可以专注于更高价值的用户服务，进一步挖掘用户价值。

图 1:《荣耀大天使》中国地区游戏畅销榜近三月排名（截至 21 年 4 月 30 日）



资料来源：七麦数据，天风证券研究所

图 2:《云端问仙》中国地区游戏畅销榜近一月排名（截至 21 年 4 月 30 日）



资料来源：七麦数据，天风证券研究所

- 海外市场：21Q1 公司海外市场收入同比增幅超 130%，环比增幅超 50%，多地区游戏流水均有增长，海外整体月流水超过 5 亿元人民币。其中，全球发行的策略品类游戏《Puzzles&Survival》实现月流水接近 1.5 亿元人民币，并仍保持高速增长。2020 年，海外业务营业收入同比增长 104.34%。

公司海外品牌 37GAMES 覆盖多个国家和地区，游戏类型涉及 SLG、MMORPG、模拟经营、卡牌等。公司将出海策略由原“分区突破”调整为按照赛道和品类做组织架构来发行，新策略之下，发行人员对产品有着更深入的理解，可通过更有效的手段进行本地化运营。在“全球化”方面，一方面，公司继续通过布局西部、军事等多类题材的 SLG 游戏加码布局全球。公司已通过 SLG 产品有效突破欧美市场，在全球范围影响力得到提升。在东南亚、日韩等地区，公司依然保持领先优势。

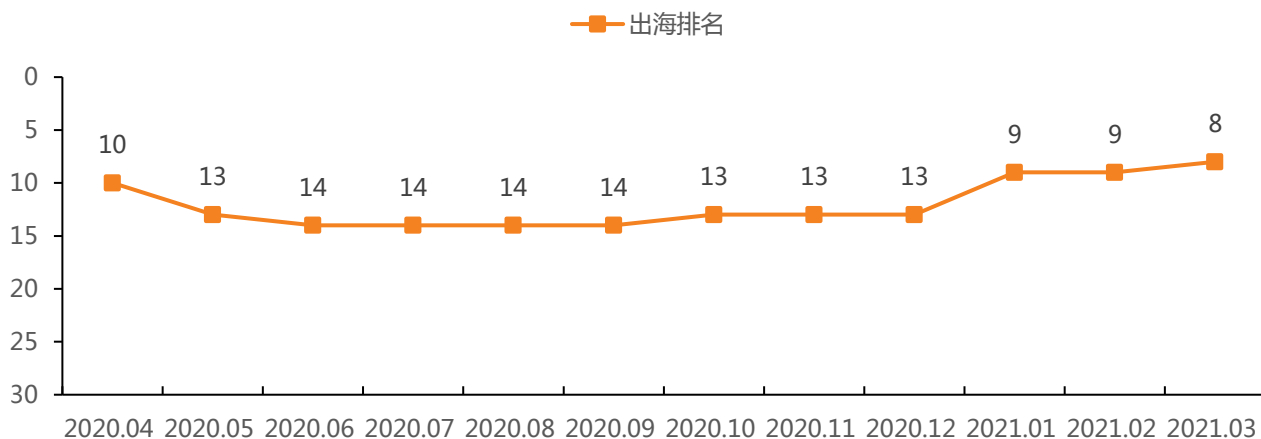
市场首款“三消+SLG”产品《Puzzles & Survival》20 年 8 月上线后，已登顶过部分地区策略游戏畅销榜之首，进入欧美多地区畅销榜前 50，日本下载双榜第一。截至 4 月 29 日，这款产品月流水已过亿元，预计 2021 年重点向中国港澳台、韩国等市场推广。2020 年 2 月份，《奇迹 MU:跨时代》在中国港澳台地区上线，并迅速登顶台湾 IOS 畅销榜和 Google Play 免费下载榜；《精灵盛典》2020 年 12 月上线越南地区，目前居谷歌与 ios 双端畅销榜第一；《叫我大掌柜》2020 年 10 月上线中国港澳台地区，在免费榜持续上榜数周，2021 年 1 月、2 月分别在日韩发行，截至公告日已经在韩国取得不错的反响；《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。

图 3：《Puzzles&Survival》美国地区近三个月排名（截至 21 年 4 月 30 日）



资料来源：七麦数据，天风证券研究所

图 4：三七互娱出海厂商月度排名



资料来源：appannie，天风证券研究所

2.2. 网页游戏服务

公司网页游戏业务 20 年营业收入 10.8 亿元，较 19 年相比有所下滑，主要是受到用户向移动端转移，以及网页游戏产品数量减少两方面的影响。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，通过精细化运营精品游戏，提高用户粘性，稳定产品生命周期，进一步稳定营业收入。

2.3. 文娱产业布局

公司以优质内容为战略方向，在维持游戏核心业务高速增长的同时，布局文创行业其他高速增长细分领域，深度挖掘 5G 云游戏、影视、音乐、动漫、VR/AR、文化健康产业、在线教育、电竞、社交文娱等领域。

- 2020 年，公司持续发力投资打造生态闭环，形成良好的多向协同。通过与所投资公司天津卡乐旗下的 SNKIP 结合，三七互娱发行的手游《拳魂觉醒》表现突出，在国内外都取得了优异成绩。2020 年投资的上海易娱网络科技有限公司推出的手游产品《Puzzles & Survival》在 2021 年 1 月已进入 APP Annie 中国厂商出海应用全球收入榜前 30。另外，各个垂直领域所投资公司之间的联动增强，例如中汇影视与艺画开天达成合作，购买 B 站热播的科幻动画《灵笼》版权并将开发为真人影视剧；艺人经纪公司“原际画”以及“好好榜样”也正与风华秋实、中汇影视及三七互娱合作，将优质艺人资源发挥最大化，并通过所投国内头部影视 MCN “毒舌电影”作为宣传渠道，未来可为三七互娱文娱生态圈带来放大叠加效应。
- 在线教育方面，绘本平台“KaDa”成为国内头部平台之一，去年营业收入实现翻倍增长；线上瑜伽教学平台“Wake”在疫情期间也获得增长，并已实现盈利。整体而言，公司通过优质内容及流量运营上的深耕细作，在线教育板块呈现良性发展趋势。
- 影视领域方面，公司先后投资了多家优秀影视制作企业，成功参与出品《破·局》《嫌疑人 X 的献身》《无问西东》《南极之恋》《少年的你》《鹤唳华亭》《清平乐》等优质影视作品，未来公司将逐步推出更多优秀的影视作品。动漫领域方面，公司先后投资了多家国内优秀动漫制作团队和平台，由武汉艺画开天文化传播有限公司制作的改编自刘慈欣同名科幻小说的《三体》动画预计 2021 年上映。

表 1：20 全年营收，营业成本及毛利率（亿元）

	营业收入	yoy	营业成本	yoy	毛利率	yoy
分客户所处行业						
网络游戏行业	144.00	8.86%	17.58	-1.03%	87.79%	1.22%
分产品						
移动游戏	132.96	10.90%	14.83	0.36%	88.85%	1.18%
网页游戏	10.80	-12.34%	2.63	-11.93%	75.66%	-0.11%
分地区						
境内	122.57	0.64%	13.98	-3.01%	88.60%	0.43%
境外	21.43	104.34%	3.60	7.49%	83.20%	15.13%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2: 营业收入构成 (亿元)

	2020		2019		yoy
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	144.00	100%	132.27	100%	8.86%
分行业					
网络游戏行业	144.00	100.00%	132.27	100.00%	8.86%
分产品					
移动游戏	132.96	92.33%	119.89	90.64%	10.90%
网页游戏	10.80	7.50%	12.32	9.31%	-12.34%
其他	0.24	0.17%	0.07	0.05%	249.33%
分地区					
境内	122.57	85.12%	121.78	92.07%	0.64%
境外	21.43	14.88%	10.49	7.93%	104.34%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 3: 营业成本构成 (亿元)

行业分类	项目	2020		2019		yoy
		金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
网络游戏行业	游戏分成	15.60	88.75%	15.23	85.74%	2.45%
网络游戏行业	服务器成本	1.48	8.40%	1.25	7.03%	18.28%
网络游戏行业	版权金摊销	0.36	2.07%	1.28	7.20%	-71.58%
网络游戏行业	其他成本	0.14	0.78%	0.01	0.03%	2295.37%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 4: 非经损益项目及金额 (百万元)

项目	2020	2019	2018
非流动资产处置损益 (包括已计提资产减值准备的冲销部分)	-5.02	9.10	56.09
计入当期损益的政府补助 (与企业业务密切相关, 按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外) *	94.88	83.98	38.85
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费		3.40	17.31
企业取得子公司、联营企业及合营企业的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益		0.02	
委托他人投资或管理资产的损益			16.94
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外, 持有交易性金融资产、衍生金融资产、交易性金融负债、衍生金融负债产生的公允价值变动损益, 以及处置交易性金融资产、衍生金融资产、交易性金融负债、衍生金融负债和其他 债权投资取得的投资收益	317.00	-73.40	-9.74
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-6.98	2.86	2.95
其他符合非经常性损益定义的损益项目		21.16	446.16
减: 所得税影响额	21.44	16.82	33.86
少数股东权益影响额 (税后)	9.30	4.65	1.10
合计	369.15	25.64	533.59

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所; *说明: 主要系增值税即征即退和增值税加计抵减以外的其他政府补助。

表 5: 商誉账面原值

被投资单位名称或形成商誉的事项	期初余额	本期增加	本期减少	期末余额
		企业合并形成的	处置	
三七互娱(上海)科技有限公司	15.78			15.78
Miaocode Education Holding Limited	0.37			0.37
芜湖萤火之光网络科技有限责任公司		0.11		0.11
合计	16.15	0.11		16.26

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 6: 商誉减值准备(亿元)

被投资单位名	期初余额	本期增加	本期减少	期末余额
		计提	处置	
Miaocode Education Holding Limited		0.37		0.37
合计		0.37		0.37

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司定增落地, 赋能公司长期发展。本次非公开发行股票已于 2021 年 3 月 10 日上市, 限售期为本次新增股份上市之日起 6 个月。本次非公开发行人民币普通股(A 股)股票 1.06 亿股, 每股面值为人民币 1.00 元, 发行价为每股人民币 27.77 元, 募集资金总额为人民币 29.33 亿元, 扣除发行费用(不含税) 0.31 亿元后, 本次募集资金净额为人民币 29.02 亿元。募资分别用于: ①游戏开发及运营(8.74 亿); ②5G 云游戏项目(8.72 亿); ③修建总部办公楼(11.56 亿), 将在游戏研发上加大投入力度, 拟通过本次定增募资分三个批次开发 24 款游戏, 涵盖西方魔幻、仙侠、战争、北欧神话、中世纪文明等多元化题材产品, 有助于丰富公司游戏产品矩阵。21 年 4 月 22 日, 三七互娱全球总部大厦进行奠基仪式, 该建筑据超 6000 人规模来规划。

表 7: 公司研发投入情况

	2019 年	2020 年	yoy
研发人员数量(人)	1,582	2,343	48.10%
研发人员数量占比	56.14%	57.68%	1.54%
研发投入金额(亿元)	8.14	11.13	36.66%
研发投入占营业收入比例	6.16%	7.73%	1.57%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

表 8: 主要游戏及将上线游戏 Pipeline

海内	
品类	游戏
RPG	《斗罗大陆: 武魂觉醒》(2021 年 3 月 16 日)《云端问仙》(2021 年 4 月 16 日)
ARPG	《绝世仙王》(2021 年 3 月 5 日)
MMORPG	《荣耀大天使》(2021 年 1 月 6 日)《异能都市》《代号 LH》《传世之光》
SLG	《兵人指挥官》《代号 WZ》《代号 BY》
卡牌	《最后的原始人》《斗罗大陆: 魂师对决》(2021 年 6 月 1 日)
女性向	《一千克拉女王》(2021 年 2 月 11 日)
模拟经营	《叫我大掌柜》
海外	
SLG	《代号 SG》《Survival at Gunpoint》《代号 HD》
MMORPG	《代号 E》《代号 BX》
模拟经营	《叫我大掌柜》(2020 年 10 月上线港澳台)《代号 DFW》
卡牌	《代号 C6》《斗罗 3D》《アイドルエンジェル》

资料来源：公司公告，天风证券研究所（注：标红为已上线游戏）

3. 投资建议

公司坚定“研运一体”的发展模式，加码研发投入，为自研产品实现创新突破、提高运营推广效率打下坚实的基础。并将加速全球化战略布局，在众多长周期精品游戏的支撑下，拓展海外市场。21 年海内外产品储备丰富，并积极投入 5G 云游戏、影视、音乐、艺人经纪、动漫、VR/AR 等在内的文娱产业，持续挖掘优质 IP。21Q1 由于老游衰减及新游推广，尤其海外处于爬坡亏损期，造成业绩错配低于市场预期，关注后续游戏后周期利润回收。我们预计公司 21-23 年净利 29.03/35.58/41.98 亿元，对应估值 17/14/12x，由于游戏公司 PE 目前位于底部，上升空间大且公司位居龙头，将 21 年目标估值从 22x 调高到 25x，对应目标价 32.75 元，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,152.51	1,776.86	3,912.48	6,819.33	10,132.51
应收票据及应收账款	1,287.92	1,164.66	1,716.68	1,629.71	2,196.88
预付账款	661.09	999.89	1,192.33	1,325.14	1,532.36
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,253.63	1,858.81	1,888.23	1,891.04	1,921.51
流动资产合计	6,355.14	5,800.21	8,709.72	11,665.22	15,783.26
长期股权投资	468.79	360.57	360.57	360.57	360.57
固定资产	47.10	922.74	921.97	920.48	918.57
在建工程	797.25	4.18	2.51	1.50	0.90
无形资产	17.00	1,108.43	1,063.97	1,019.51	975.06
其他	2,459.98	2,368.20	2,301.63	2,296.76	2,296.76
非流动资产合计	3,790.12	4,764.12	4,650.65	4,598.83	4,551.85
资产总计	10,145.26	10,564.33	13,360.37	16,264.05	20,335.11
短期借款	0.00	889.32	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,718.95	1,471.45	2,739.35	2,096.19	3,392.48
其他	881.44	2,137.72	1,659.24	2,460.83	1,996.55
流动负债合计	2,600.39	4,498.49	4,398.59	4,557.02	5,389.03
长期借款	250.02	0.00	250.00	250.00	250.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.14	0.39	0.39	0.39	0.39
非流动负债合计	251.16	0.39	250.39	250.39	250.39
负债合计	2,851.55	4,498.88	4,648.98	4,807.41	5,639.42
少数股东权益	264.40	28.07	182.63	186.19	190.39
股本	2,112.25	2,112.25	2,217.86	2,217.86	2,217.86
资本公积	73.15	114.69	114.69	114.69	114.69
留存收益	5,011.64	4,074.21	6,310.89	9,052.59	12,287.44
其他	(167.74)	(263.77)	(114.69)	(114.69)	(114.69)
股东权益合计	7,293.71	6,065.45	8,711.38	11,456.64	14,695.69
负债和股东权益总计	10,145.26	10,564.33	13,360.37	16,264.05	20,335.11

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,416.84	3,035.83	2,902.95	3,558.40	4,198.45
折旧摊销	110.92	117.27	46.90	46.95	46.98
财务费用	29.27	44.51	(76.98)	(20.95)	(40.45)
投资损失	(110.61)	(155.25)	(150.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	978.26	(181.78)	82.12	114.65	27.14
其它	(167.11)	67.36	154.56	3.56	4.20
经营活动现金流	3,257.56	2,927.94	2,959.55	3,552.61	4,086.32
资本支出	781.73	1,106.69	(0.00)	0.00	0.00
长期投资	(86.81)	(108.23)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,738.35)	(1,608.11)	150.00	150.00	150.00
投资活动现金流	(1,043.43)	(609.65)	150.00	150.00	150.00
债权融资	281.18	889.32	250.00	250.00	250.00
股权融资	(364.26)	10.05	331.67	20.95	40.45
其他	(1,519.12)	(3,527.73)	(1,555.59)	(1,066.70)	(1,213.60)
筹资活动现金流	(1,602.20)	(2,628.35)	(973.92)	(795.75)	(923.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	611.93	(310.06)	2,135.62	2,906.85	3,313.18

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,227.14	14,399.70	16,917.07	19,647.48	22,466.90
营业成本	1,776.07	1,757.78	2,319.99	2,664.20	3,024.04
营业税金及附加	46.06	42.34	58.91	68.42	78.23
营业费用	7,737.21	8,212.94	9,458.74	10,767.56	12,124.83
管理费用	221.86	366.21	484.23	581.07	679.86
研发费用	820.39	1,112.65	1,417.98	1,772.47	2,073.79
财务费用	(14.90)	(23.00)	(76.98)	(20.95)	(40.45)
资产减值损失	(58.24)	(192.66)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(147.54)	195.63	0.00	0.00	0.00
投资净收益	110.61	155.25	150.00	150.00	150.00
其他	321.98	(483.39)	(300.00)	(300.00)	(300.00)
营业利润	2,672.12	3,255.95	3,404.21	3,964.71	4,676.59
营业外收入	28.17	4.07	4.07	4.07	4.07
营业外支出	4.16	11.04	11.04	11.04	11.04
利润总额	2,696.13	3,248.97	3,397.23	3,957.73	4,669.62
所得税	279.29	213.14	339.72	395.77	466.96
净利润	2,416.84	3,035.83	3,057.51	3,561.96	4,202.65
少数股东损益	302.07	274.88	154.56	3.56	4.20
归属于母公司净利润	2,114.77	2,760.95	2,902.95	3,558.40	4,198.45
每股收益(元)	0.95	1.24	1.31	1.60	1.89

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	73.30%	8.86%	17.48%	16.14%	14.35%
营业利润	246.93%	21.85%	4.55%	16.46%	17.96%
归属于母公司净利润	109.69%	30.56%	5.14%	22.58%	17.99%
获利能力					
毛利率	86.57%	87.79%	86.29%	86.44%	86.54%
净利率	15.99%	19.17%	17.16%	18.11%	18.69%
ROE	30.09%	45.73%	34.04%	31.57%	28.94%
ROIC	73.56%	119.19%	97.30%	117.72%	145.98%
偿债能力					
资产负债率	28.11%	42.59%	34.80%	29.56%	27.73%
净负债率	-25.66%	-14.63%	-42.04%	-57.34%	-67.25%
流动比率	2.44	1.29	1.98	2.56	2.93
速动比率	2.44	1.29	1.98	2.56	2.93
营运能力					
应收账款周转率	10.23	11.74	11.74	11.74	11.74
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	1.43	1.39	1.41	1.33	1.23
每股指标(元)					
每股收益	0.95	1.24	1.31	1.60	1.89
每股经营现金流	1.47	1.32	1.33	1.60	1.84
每股净资产	3.17	2.72	3.85	5.08	6.54
估值比率					
市盈率	23.14	17.72	16.85	13.75	11.65
市净率	6.96	8.10	5.74	4.34	3.37
EV/EBITDA	15.02	13.61	12.87	10.15	7.94
EV/EBIT	15.11	13.81	13.05	10.27	8.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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