

# 三七互娱 (002555)

证券研究报告

2021年07月30日

## Q2 业绩回稳，高管增持，魂师对决内容化发行亮眼

**事件：**7月22日上线公司自研自发自《斗罗大陆：魂师对决》表现亮眼，免费榜维持榜一，畅销榜高达第五名；7月28日，公司公告称广州三七核心成员徐志高、贺鸿、刘军、刘嘉昱（“利润承诺与增持主体”）按增持承诺，以均价23.71元/股，较7月28日收盘价高出28.2%，耗资11.52亿元完成增持。增持后，“利润承诺与增持主体”占公司股份比例为2.19%；7月12日公司发布21H1业绩预告，预计净利润为7.8~8.5亿元，同比下降49.99%~54.11%，经拆分21Q2公司净利润预计为6.63~7.33亿元，同比减少24.5%~31.7%，但环比增速为467.8%~527.7%，我们预计随着游戏产品的成熟运营，前期买量投入将逐步实现回收收益。

**公司上半年买量投放回收逻辑得到验证。**21H1公司报告期内上线《荣耀大天使》（1月6日）、《绝世仙王》（3月5日）、《斗罗大陆：武魂觉醒》（3月16日），以及全球发行的《Puzzles & Survival》等多款游戏，公司持续增大流量投放，使得21Q1销售费用明显上升，21Q1销售费用率为73.3%，同比上升5.9pct，环比上升24.3pct，销售费用增长率高于同期营收增长率，影响Q1净利率及净利润增速双双下滑；同时20年同期由于疫情和公司投资收益带来的高基数，影响净利润增速下滑。我们认为，公司21Q2已逐步回收前期新产品买量投入，Q2业绩环比大增，买量回收逻辑得到验证，21H2新品较少，前期买量投入将在后续陆续回收，预计Q2销售费用率环比大幅下降，净利率提升，业绩有望迎来拐点。

**公司下半年品效合一推广方式效果显著。**7月22日上线的公司自研自发自《斗罗大陆：魂师对决》，是腾讯动画正版授权真3D斗罗大陆IP的卡牌类手游，上线以来表现亮眼，游戏免费榜冲至第1名，畅销榜达第5名：

- **亮点一：腾讯OVB为游戏发行提供充足资源，内容化发行亮眼，内容与IP结合的创新宣发，品效合一。**
- **亮点二：品质过硬，玩家可探索空间大。**

**投资建议：**21Q2公司业绩回稳，买量投放收益逐渐回收，7月22日上线《斗罗大陆：魂师对决》采用品效合一推广方式亦有不错收效，公司战略转型初见成效。近期由于大盘调整，公司随板块估值出现调整，我们结合公司上半年预告及下半年产品线调整公司盈利预测，预计公司21-23年净利25.63/31.95/37.81亿元（前期盈利预测分别为29.03/35.58/41.98亿元），同比增长-7.2%/24.7%/18.3%，对应估值16.6/13.3/11.3x，后续随市场对行业监管等问题的担忧情绪释放以及中报业绩落地预计将有所回暖，维持“买入”评级。

**风险提示：**游戏行业政策监管趋严；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；定增等资金解禁引发波动等风险。

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	16,430.63	19,181.12	21,933.61
增长率(%)	73.30	8.86	14.10	16.74	14.35
EBITDA(百万元)	3,487.57	4,629.98	2,982.93	3,589.21	4,223.47
净利润(百万元)	2,114.77	2,760.95	2,562.93	3,195.06	3,781.14
增长率(%)	109.69	30.56	(7.17)	24.66	18.34
EPS(元/股)	0.95	1.24	1.16	1.44	1.70
市盈率(P/E)	20.12	15.41	16.60	13.31	11.25
市净率(P/B)	6.05	7.05	5.15	3.97	3.12
市销率(P/S)	3.22	2.95	2.59	2.22	1.94
EV/EBITDA	15.02	13.61	12.53	9.65	7.52

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	19.18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)	42,538.64
流通A股市值(百万元)	28,187.32
每股净资产(元)	4.09
资产负债率(%)	33.11
一年内最高/最低(元)	49.46/18.33

### 作者

<b>冯翠婷</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110517090001	
fengcuiting@tfzq.com	
<b>文浩</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	

### 股价走势



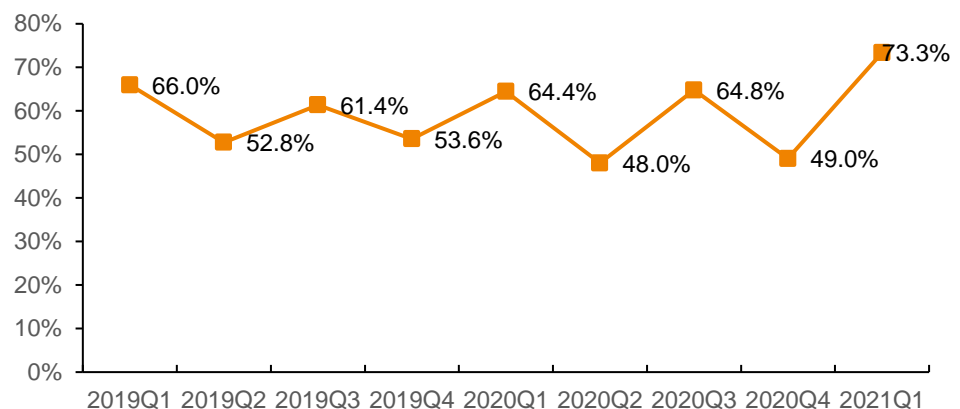
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《三七互娱-年报点评报告:阶段性投入导致业绩波动，期待全球化、多元化成果落地》 2021-05-05
- 2 《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
- 3 《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

## 1. Q2 业绩回稳，买量投放回收逻辑验证，业绩有望迎来拐点

图 1：19Q1-21Q1 三七互娱销售费用率

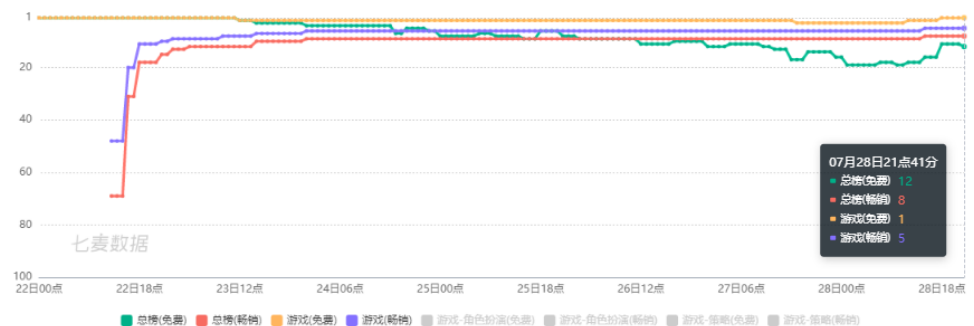


资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2. 《斗罗大陆：魂师对决》产品分析

《斗罗大陆：魂师对决》是腾讯动画正版授权真 3D 斗罗的卡牌类手游，7 月 22 日上线，目前 TapTap 评分 5.4，预约量达 129 万，上线以来 app store 游戏畅销榜最高达第 5 名，游戏免费榜上线以来保持前 3。

图 2：《斗罗大陆：魂师对决》上线以来排名趋势



资料来源：七麦数据、天风证券研究所

### 2.1. 亮点一：内容化发行，内容与 IP 结合的创新宣发，品效合一

**腾讯 OVB (On-line Video Business Unit) 为游戏发行提供充足资源。**

**产品曝光方面：**腾讯应用宝在上线之际提供了丰富的广告资源位，为产品打造全方位多维度的曝光场景；图文并茂，为用户提供独家渠道福利，产生较强的品牌认知。

**根据产品调性定制视频节目：**腾讯视频在《外星人漫游》节目中，以外星来客的视角解读《斗罗大陆：魂师对决》的游戏文化，角度新颖，直观展现游戏过硬的产品品质。AG 战队系列短视频，梦泪游戏直播中，主播和 KOL 带着玩家深入挖掘游戏的具体玩法，与观众互动共情，为游戏产品引流。

**基于视频内容进行私域流量运营：**所有配合宣发的视频都传播 3 个中文口令码（斗罗大陆 IP 的热门弹幕和知名老梗），引导用户领取福利。同时，腾讯 OVB 在宣发钟提供了“一键加群”的产品能力和玩法，用户在观看游戏内容后可一键加群。游戏私域流量运营，有助于发行方对核心玩家的触达和长线运营。

图 3：腾讯应用宝云游戏试玩页面



资料来源：腾讯应用宝、天风证券研究所

图 4：腾讯微视 AG 战队宣发海报



资料来源：腾讯微视、天风证券研究所

根据热云数据 C.A.S 广告素材智能分析系统数据，2021 年上半年手游买量市场投放产品数约 1.5 万个，高于去年同期近 22%，月均投放产品数约 7500 个。对比 2020-2021 上半年各月投放产品数量，由于去年 Q1 正处于疫情爆发期，游戏厂商在手游研发进度、整体运营效率等方面均受一定影响，投放力度明显降低；而今年 Q1 基本回归到游戏厂商正常的投放周期和投放节奏，手游买量市场的投放力度明显上涨。

图 5：2020-2021 上半年手游买量市场投放产品数对比



2020-2021上半年手游买量市场投放产品总数对比



数据来源：热云数据CAS国内版

资料来源：热云数据、天风证券研究所



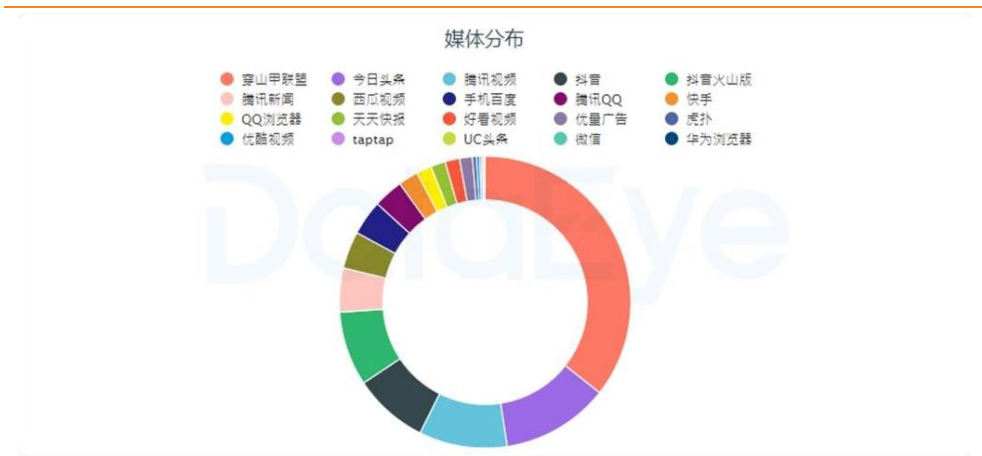
作为买量大厂，三七互娱的《斗罗大陆：魂师对决》已正进行买量推广，由明星杨紫代言游戏，上线后冲至游戏免费榜第一。据 DataEye-ADX 数据，截至 7 月 23 日，《斗罗大陆：魂师对决》一周内投放素材总数最高超 2000 条，投放渠道 20 个，其中 TOP3 为穿山甲联盟（28.59%）、今日头条（12.99%）和腾讯视频（11.64%），形式上以信息流广告为主。

图 6：《斗罗大陆：魂师对决》7 天素材投放趋势



资料来源：DataEye、天风证券研究所

图 7：《斗罗大陆：魂师对决》各媒体渠道投放量分布



资料来源：DataEye、天风证券研究所

## 2.2. 亮点二：品质过硬，玩家可探索空间大

不只靠战力数值碾压，每一位魂师有专门的培养体系和魂技特点，如何选择吸收魂环、觉醒不同魂技是对决的核心。每个魂师的攻击、技能都能与不同的魂师形成不同 combo 效果。

**游戏性：**重点在战斗上进行深入打磨，贯彻“易上手难精通”的策略，迎合 IP 粉丝喜好。

**游戏系统：**打造超越原著的系统设定，并打造创新的竞技体系，后续长线运营可期。

**主要玩法：**组队使用策略魂技搭配猎杀魂兽，争夺万年魂环。

**魂环系统：**还原小说设定，每位玩家操控的魂师通过吸纳不同魂环掌握不同的魂技，佩戴不同年份、不同特点的魂环也会影响魂技的效果。

**游戏特点：**3D 画面 1：1 还原原著、探索模式、宗门玩法。

**3D 画面 1: 1 还原：**采用次世代引擎进行研发，无论是光照还是人物细节，画面质量直追一些顶尖的 MMO 游戏。根据原著剧情 1: 1 还原，使用大量电影级交互内容，忠实还原名场面。为了更好地刻画魂师，突出特点，游戏使用了“分层精度阴影技术”、常用于大型游戏中的“高级屏幕空间技术”、“灯光探针技术”以及“真无缝昼夜变换”等技术。

图 8：《斗罗大陆：魂师对决》游戏细节



资料来源：公众号手游那点事、天风证券研究所

图 9：《斗罗大陆：魂师对决》游戏内光照细节



资料来源：公众号手游那点事、天风证券研究所

我们认为，从游戏画面来看，角色的建模精度要远高于市场上已有的“斗罗”手游。每位魂师都有精心制作的专属出场和展示动画，在魂师界面页，玩家甚至可以与魂师进行互动。以“真无缝昼夜变换”为例，游戏中的时间将与真实时间同步，玩家可以在游戏中感受随光照随时间变化的改变，而光照的变化还会对人物、场景等产生影响。以上细节无疑能提升玩家的沉浸感。此外，游戏亦开放支线副本的玩家共创，游戏玩法更多元。

**探索模式：**自由探索各场景，不同区域场景有不同的任务设计和文案，任务顺序不强制安排，避免千篇一律的任务和事件让魂师出战。

**宗门玩法：**每位魂师能够自由创建或加入宗门，在只属于本宗门的领地参与各种专属活动，或于同宗门魂师进行社交。

## 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	3,555.28	6,307.09	9,169.80
应收票据及应收账款	1,287.92	1,164.66	1,633.82	1,633.12	2,102.63
预付账款	661.09	999.89	1,103.94	1,353.78	1,435.90
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,253.63	1,858.81	1,882.49	1,891.28	1,914.98
<b>流动资产合计</b>	<b>6,355.14</b>	<b>5,800.21</b>	<b>8,175.53</b>	<b>11,185.27</b>	<b>14,623.30</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,790.12</b>	<b>4,764.12</b>	<b>4,650.65</b>	<b>4,598.83</b>	<b>4,551.85</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,145.26</b>	<b>10,564.33</b>	<b>12,826.18</b>	<b>15,784.10</b>	<b>19,175.15</b>
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	2,569.57	2,151.20	3,207.19
其他	881.44	2,137.72	1,574.92	2,486.26	1,904.23
<b>流动负债合计</b>	<b>2,600.39</b>	<b>4,498.49</b>	<b>4,144.49</b>	<b>4,637.46</b>	<b>5,111.42</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>251.16</b>	<b>0.39</b>	<b>250.39</b>	<b>250.39</b>	<b>250.39</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,851.55</b>	<b>4,498.88</b>	<b>4,394.88</b>	<b>4,887.86</b>	<b>5,361.81</b>
少数股东权益	264.40	28.07	164.52	167.72	171.51
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	6,048.91	8,510.66	11,423.97
其他	(167.74)	(263.77)	(114.69)	(114.69)	(114.69)
<b>股东权益合计</b>	<b>7,293.71</b>	<b>6,065.45</b>	<b>8,431.29</b>	<b>10,896.24</b>	<b>13,813.34</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,145.26</b>	<b>10,564.33</b>	<b>12,826.18</b>	<b>15,784.10</b>	<b>19,175.15</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,416.84	3,035.83	2,562.93	3,195.06	3,781.14
折旧摊销	110.92	117.27	46.90	46.95	46.98
财务费用	29.27	44.51	(70.26)	(18.34)	(35.95)
投资损失	(110.61)	(155.25)	(150.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	978.26	(181.78)	5.00	239.91	(101.37)
其它	(167.11)	67.36	136.45	3.20	3.78
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,257.56</b>	<b>2,927.94</b>	<b>2,531.03</b>	<b>3,316.78</b>	<b>3,544.57</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,043.43)</b>	<b>(609.65)</b>	<b>150.00</b>	<b>150.00</b>	<b>150.00</b>
债权融资	281.18	889.32	250.00	250.00	250.00
股权融资	(364.26)	10.05	324.95	18.34	35.95
其他	(1,519.12)	(3,527.73)	(1,477.55)	(983.31)	(1,117.82)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,602.20)</b>	<b>(2,628.35)</b>	<b>(902.60)</b>	<b>(714.97)</b>	<b>(831.87)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>611.93</b>	<b>(310.06)</b>	<b>1,778.42</b>	<b>2,751.81</b>	<b>2,862.71</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>13,227.14</b>	<b>14,399.70</b>	<b>16,430.63</b>	<b>19,181.12</b>	<b>21,933.61</b>
营业成本	1,776.07	1,757.78	2,226.44	2,600.96	2,952.26
营业税金及附加	46.06	42.34	57.21	66.79	76.38
营业费用	7,737.21	8,212.94	9,458.74	10,767.56	12,124.83
管理费用	246.06	366.21	484.23	581.07	679.86
研发费用	537.71	1,112.65	1,417.98	1,772.47	2,073.79
财务费用	(14.90)	(23.00)	(70.26)	(18.34)	(35.95)
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)
<b>营业利润</b>	<b>2,672.12</b>	<b>3,255.95</b>	<b>3,006.29</b>	<b>3,560.60</b>	<b>4,212.45</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>2,696.13</b>	<b>3,248.97</b>	<b>2,999.31</b>	<b>3,553.62</b>	<b>4,205.47</b>
所得税	279.29	213.14	299.93	355.36	420.55
<b>净利润</b>	<b>2,416.84</b>	<b>3,035.83</b>	<b>2,699.38</b>	<b>3,198.26</b>	<b>3,784.92</b>
少数股东损益	302.07	274.88	136.45	3.20	3.78
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,114.77</b>	<b>2,760.95</b>	<b>2,562.93</b>	<b>3,195.06</b>	<b>3,781.14</b>
每股收益(元)	0.95	1.24	1.16	1.44	1.70

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	73.30%	8.86%	14.10%	16.74%	14.35%
营业利润	246.93%	21.85%	-7.67%	18.44%	18.31%
归属于母公司净利润	109.69%	30.56%	-7.17%	24.66%	18.34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	86.57%	87.79%	86.45%	86.44%	86.54%
净利率	15.99%	19.17%	15.60%	16.66%	17.24%
ROE	30.09%	45.73%	31.00%	29.78%	27.72%
ROIC	73.56%	119.19%	85.86%	103.10%	133.76%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.11%	42.59%	34.26%	30.97%	27.96%
净负债率	-25.66%	-14.63%	-39.20%	-55.59%	-64.57%
流动比率	2.44	1.29	1.97	2.41	2.86
速动比率	2.44	1.29	1.97	2.41	2.86
<b>营运能力</b>					
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	1.40	1.34	1.25
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.95	1.24	1.16	1.44	1.70
每股经营现金流	1.47	1.32	1.14	1.50	1.60
每股净资产	3.17	2.72	3.73	4.84	6.15
<b>估值比率</b>					
市盈率	20.12	15.41	16.60	13.31	11.25
市净率	6.05	7.05	5.15	3.97	3.12
EV/EBITDA	15.02	13.61	12.53	9.65	7.52
EV/EBIT	15.11	13.81	12.73	9.77	7.60

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 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