

## 2021 年半年报点评: Q2 业绩环比大幅增长, 《斗罗大陆: 魂师对决》表现超预期 买入 (维持)

2021 年 08 月 31 日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 李赛

执业证号: S0600521080004

lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	14,400	17,247	21,169	25,126
同比 (%)	8.9%	19.8%	22.7%	18.7%
归母净利润 (百万元)	2,761	2,679	3,256	3,801
同比 (%)	30.6%	-3.0%	21.5%	16.8%
每股收益 (元/股)	1.24	1.21	1.47	1.71
P/E (倍)	13.05	13.44	11.06	9.48

### 投资要点

- **事件:** 2021H1 公司实现营业收入 75.39 亿元 (yoy-5.63%), 归母净利润 8.54 亿元 (yoy-49.77%), 非经常性损益 2.16 亿元 (yoy-8%)。其中 21Q2 实现收入 37.21 亿元 (与去年同期基本持平), 归母净利润 7.37 亿元 (yoy-24.1%, qoq+529.9%), 业绩符合市场预期。同时公司预计 Q3 实现归母净利润 7.46-8.46 亿元, 同比增长 33%-51%。
- **点评: Q2 业绩环比大幅增长, 《斗罗大陆: 魂师对决》表现超预期。** 21Q2 公司实现归母净利润 7.37 亿元 (qoq+529.9%), 环比大幅增长, 主要系 Q1 《荣耀大天使》《斗罗大陆: 武魂觉醒》等新游集中上线, 产生较高买量投入, Q2 逐渐进入回收期。公司 Q2 收入 37.2 亿元, 环比下降 2.6%, 但销售费用环比下降 29.1% 至 19.85 亿元, 表明随着投放回收, 流水相对稳定, 利润率快速回升。公司持续加大研发投入, 21H1 研发费用 6.74 亿元, 同比增长 4.46%, 自 2018 年以来累计研发投入 31.4 亿元。产品方面, 代理《斗罗大陆: 武魂觉醒》成为 Q2 收入贡献重要来源, 首月维持畅销榜前 10, 流水表现超预期。同时公司预计 Q3 营业收入环比增长超 15%, 归母净利润同比增长超 30%。主要系重点自研产品《斗罗大陆: 魂师对决》在全球陆续上线, 以及海外逐渐进入回收期。《斗罗大陆: 魂师对决》7 月 22 日上线国内, 首月维持在畅销榜前 10, 公司预计 8 月全部流水超 7 亿元。我们认为《魂师对决》在数值系统和美术效果方面远超同类游戏, 实现公司研发升级, 发行端践行内容化发行和精细化买量提升 ROI, 产品流水表现稳定, 卡牌策略玩法有望长线运营。
- **出海排名持续攀升, 核心产品长线运营。** 2021H1 公司海外收入 20.4 亿元 (yoy+111.03%), 出海排名持续攀升, 根据 App Annie 数据, 2021 年 1 月至 6 月公司在国内出海厂商中排名从第 8 上升至第 5。核心产品《末日喧嚣》《江山美人》形成长线运营, 其中《末日喧嚣》最高单月流水超过 2 亿元, 我们预计下半年进入利润释放期。此外, 《斗罗大陆: 魂师对决》已于 8 月登陆港台和东南亚地区, 截至 8 月 29 日在多地位居畅销榜前 10。公司在海外着眼于大市场、大赛道打法, 在长周期品类实现突破, 优化流水模型, 未来有望形成稳定的利润贡献。
- **围绕“双核+多元”战略多元化布局, 后续产品储备丰富。** 公司坚持“多元+双核”战略, 在传统的 ARPG 品类外, 以 MMO 和 SLG 为双核, 同时围绕卡牌、模拟经营、二次元、女性向品类进行布局。后续产品储备丰富, 包括 22 款国内发行及 18 款海外发行产品, 随着公司研发实力和发行能力的升级, 未来有望持续突破长周期品类, 并形成精细化长线运营。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持此前盈利预测, 预计 21-23 年公司实现 EPS 1.21/1.47/1.71 元, 对应当前股价 PE 分别为 13.44/11.06/9.48 倍。公司研发升级和内容化发行能力逐渐验证, 同时海外进入回收期并逐渐成长为第二增长曲线, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业政策收紧; 新品表现不及预期; 海外市场进展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	16.24
一年最低/最高价	16.06/49.46
市净率(倍)	4.17
流通 A 股市值(百万元)	23296.37

### 基础数据

每股净资产(元)	4.09
资产负债率(%)	33.11
总股本(百万股)	2217.86
流通 A 股(百万股)	1434.51

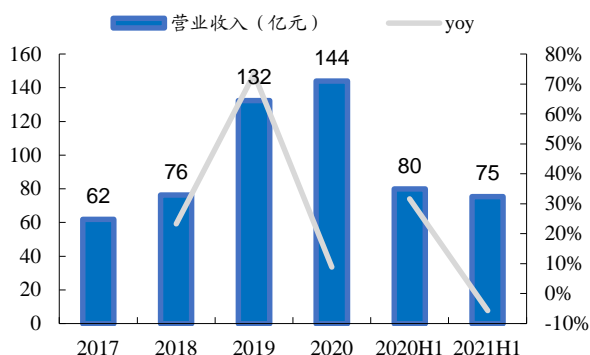
### 相关研究

- 1、《三七互娱 (002555): 2020 年年报&21Q1 季报点评: 短期遭遇转型阵痛, 长期看好业务边界扩张》2021-04-30
- 2、《三七互娱 (002555): 2020 业绩快报&21Q1 季报预告点评: 多品类全球化战略拖累短期业绩, 全年产品储备充足》2021-03-15
- 3、《三七互娱 (002555): 收购三七网络 20% 股权, 推动公司归母净利润规模提升及长期发展战略实施》2020-12-08

## 1. Q2 业绩环比大幅增长,《斗罗大陆:魂师对决》表现超预期

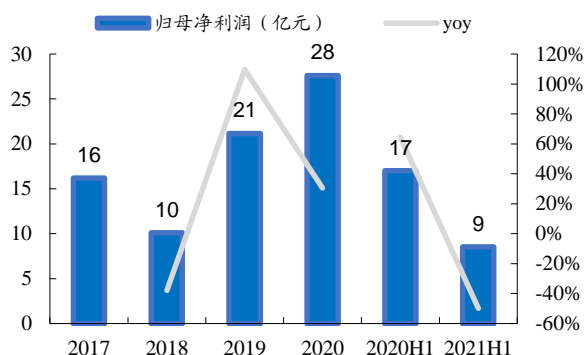
事件: 2021H1 公司实现营业收入 75.39 亿元 (yoy-5.63%), 归母净利润 8.54 亿元 (yoy-49.77%), 其中 21Q2 实现收入 37.21 亿元 (与去年同期基本持平), 归母净利润 7.37 亿元 (yoy-24.1%, qoq+529.9%), 业绩符合市场预期。同时公司预计 Q3 实现归母净利润 7.46-8.46 亿元, 同比增长 33%-51%。

图 1: 公司近年来营收情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

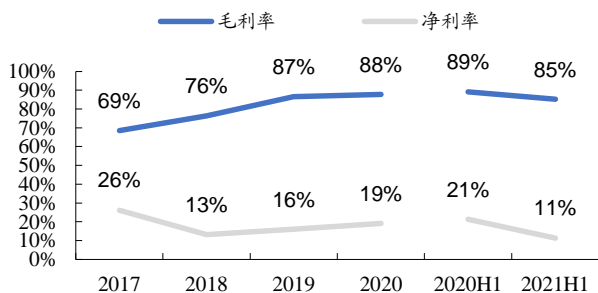
图 2: 公司近年来归母净利润情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

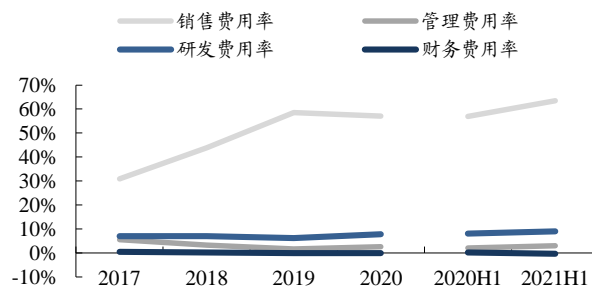
代理游戏营收占比提升致毛利率下滑, 买量回收进入利润释放期, 净利率环比提高。21H1 公司毛利率为 85.14%, yoy-4.05pct, 其中 Q2 毛利率 83.84%, qoq-2.57pct, 主要系 2021 年 3 月 16 日上线的《斗罗大陆: 武魂觉醒》表现优秀, 首月维持在游戏畅销榜前 10, 成为 Q2 收入的重要贡献来源, 致代理游戏营收占比提升, 游戏分成成本上升。21Q1 《荣耀大天使》《斗罗大陆: 武魂觉醒》等新游上线, 前期买量投入高, 致净利润承压, 21Q2 买量回落, 销售费用环比下降 29.1% 至 19.85 亿元, 销售费用率为 53.35%, qoq-20.00pct, 随着买量逐渐回收 21Q2 净利率环比增长 16.75pct 至 19.80%。

图 3: 公司毛利率及净利率情况



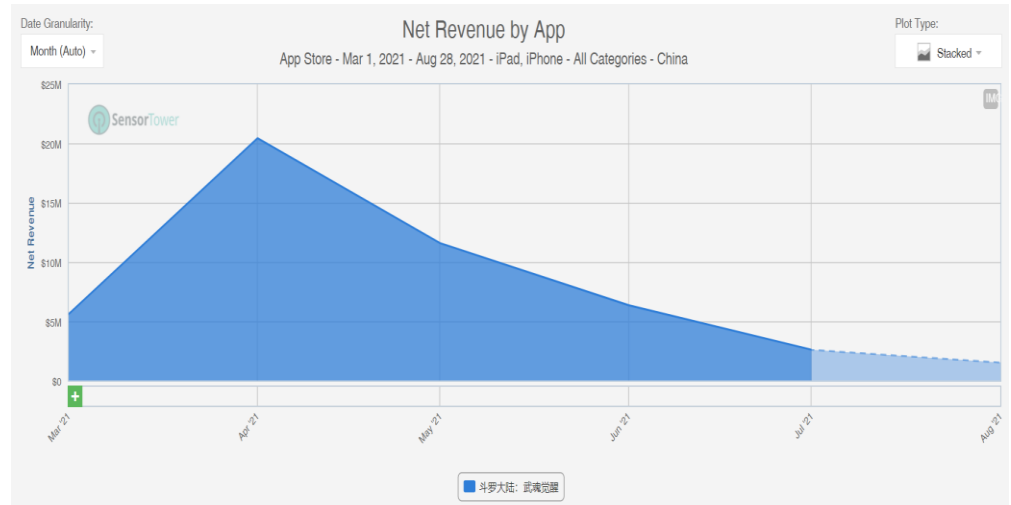
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 公司费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5:《斗罗大陆:武魂觉醒》上线以来 iOS 端流水趋势



数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

《斗罗大陆:魂师对决》表现优秀,有望长期贡献利润增量。公司 21 年重点自研产品《斗罗大陆:魂师对决》于 7 月 22 日上线,首月稳定维持在畅销榜前 10,截至 8 月 30 日,产品游戏畅销榜排名维持在前 13 名,平均排名第 6,表现优秀。宣发上,不同于公司以往的粗放式投放,《斗罗大陆:魂师对决》围绕底层玩法、游戏内容、用户体验及社区文化进行内容化发行,围绕高质量游戏画面、高度斗罗世界还原为内容进行立体化营销。我们认为《魂师对决》在数值系统和美术效果方面远超同类游戏,实现公司研发升级,发行端践行内容化发行和精细化买量提升 ROI,产品流水表现稳定,卡牌策略玩法有望长线运营。

图 6:《斗罗大陆:魂师对决》上线以来游戏畅销榜排名



数据来源: 七麦数据, 东吴证券研究所

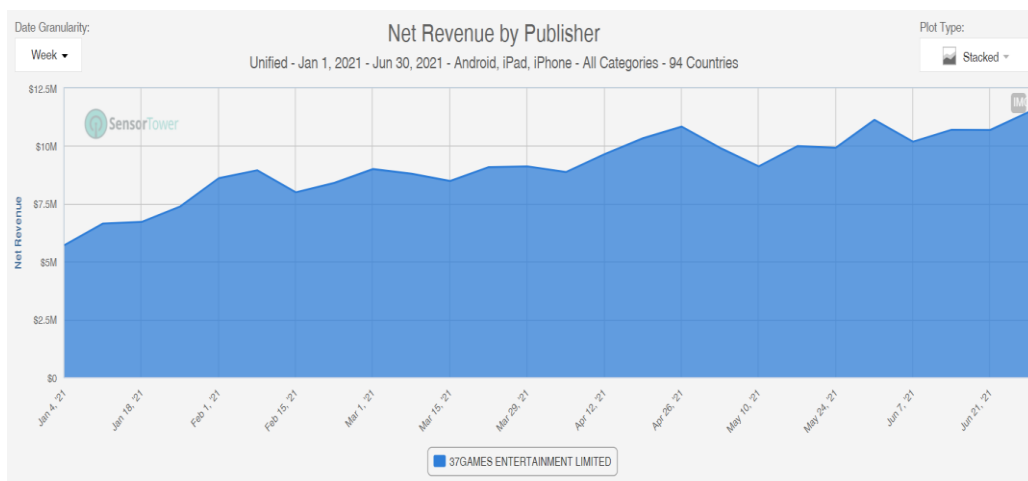
《斗罗大陆:魂师对决》全球陆续上线, Q3 业绩增长可期。公司预计《魂师对决》

8月流水超7亿元，后续随着其在全球陆续上线，同时海外逐渐进入回收期，公司预计Q3营业收入环比增长超15%，归母净利润同比增长超30%。

## 2. 出海排名持续攀升，核心产品长线运营

2021H1 公司海外收入 20.4 亿元 (yoy+111.03%)，出海排名持续攀升，根据 App Annie 数据，2021 年 1 月至 6 月公司在国内出海厂商中排名从第 8 上升至第 5。核心产品《末日喧嚣》《江山美人》形成长线运营，其中《末日喧嚣》最高单月流水超过 2 亿元，我们预计下半年进入利润释放期。此外，《斗罗大陆：魂师对决》已于 8 月登陆港台和东南亚地区，截至 8 月 29 日在多地位居畅销榜前 10。公司在海外着眼于大市场、大赛道打法，在长周期品类实现突破，优化流水模型，未来有望形成稳定的利润贡献。

图 7: 21H1 三七互娱海外 iOS & Google Play 收入趋势

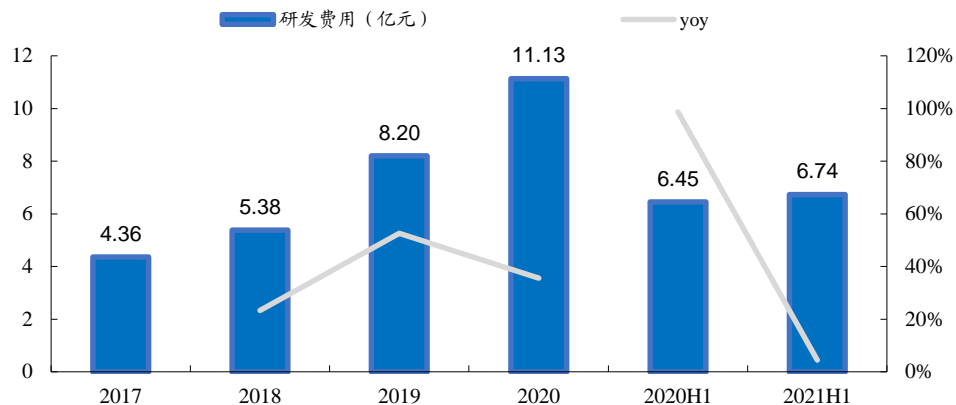


数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

## 3. 围绕“双核+多元”战略多元化布局，后续产品储备丰富

持续研发投入，游戏研发效率有望提升。21H1 研发费用 6.74 亿元，同比增长 4.46%，自 2018 年以来累计研发投入 31.4 亿元。《斗罗大陆：魂师对决》高质量的画面表现与深度策略玩法验证公司研发升级。作为研发升级标志性产品，《魂师对决》统一了公司在次世代领域的研发流程和底层逻辑，我们认为《斗罗大陆：魂师对决》的优秀表现为公司后续精品化战略打下坚实基础，其研发体系和发行经验的复用也将提高公司后续产品的成功率。

图 8: 公司研发费用情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司坚持“多元+双核”战略，在传统的 ARPG 品类外，以 MMO 和 SLG 为双核，同时围绕卡牌、模拟经营、二次元、女性向品类进行布局。后续产品储备丰富，包括 22 款国内发行及 18 款海外发行产品，随着公司研发实力和发行能力的升级，未来有望持续突破长周期品类，并形成精细化长线运营。

#### 4. 盈利预测

我们维持此前盈利预测，预计 21-23 年公司实现 EPS 1.21/1.47/1.71 元，对应当前股价 PE 分别为 13.44/11.06/9.48 倍。公司研发升级和内容化发行能力逐渐验证，同时海外进入回收期并逐渐成长为第二增长曲线，维持“买入”评级。

#### 5. 风险提示

行业政策收紧；新品表现不及预期；海外市场进展不及预期。

三七互娱三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>5,800</b>	<b>10,137</b>	<b>13,432</b>	<b>18,118</b>	<b>营业收入</b>	<b>14,400</b>	<b>17,247</b>	<b>21,169</b>	<b>25,126</b>
现金	1,777	5,482	8,242	12,287	减:营业成本	1,758	2,556	3,221	3,820
应收账款	1,165	1,773	1,833	2,447	营业税金及附加	42	65	77	87
存货	0	0	0	0	营业费用	8,213	10,072	12,200	14,469
其他流动资产	2,859	2,882	3,357	3,385	管理费用	366	483	550	653
<b>非流动资产</b>	<b>4,764</b>	<b>4,934</b>	<b>5,235</b>	<b>5,640</b>	研发费用	1,113	1,500	1,863	2,236
长期股权投资	361	282	204	126	财务费用	-23	-28	-107	-216
固定资产	923	944	1,031	1,166	资产减值损失	193	0	0	0
在建工程	4	58	143	241	加:投资净收益	155	170	138	147
无形资产	1,108	1,280	1,489	1,740	其他收益	362	140	148	160
其他非流动资产	2,368	2,368	2,368	2,367	资产处置收益	0	1	1	0
<b>资产总计</b>	<b>10,564</b>	<b>15,070</b>	<b>18,667</b>	<b>23,759</b>	<b>营业利润</b>	<b>3,256</b>	<b>2,909</b>	<b>3,653</b>	<b>4,384</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,498</b>	<b>5,971</b>	<b>6,338</b>	<b>7,635</b>	加:营业外净收支	-7	216	171	101
短期借款	889	889	889	889	<b>利润总额</b>	<b>3,249</b>	<b>3,125</b>	<b>3,823</b>	<b>4,485</b>
应付账款	1,471	3,168	2,677	4,257	减:所得税费用	213	208	279	346
其他流动负债	2,138	1,913	2,772	2,489	少数股东损益	275	238	289	337
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>12</b>	<b>29</b>	<b>45</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,761</b>	<b>2,679</b>	<b>3,256</b>	<b>3,801</b>
长期借款	0	11	29	45	EBIT	3,250	3,070	3,672	4,232
其他非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	3,367	3,190	3,806	4,387
<b>负债合计</b>	<b>4,499</b>	<b>5,982</b>	<b>6,367</b>	<b>7,681</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	28	266	555	892	每股收益(元)	1.24	1.21	1.47	1.71
归属母公司股东权益	6,037	8,822	11,745	15,186	每股净资产(元)	2.72	3.93	5.25	6.80
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,564</b>	<b>15,070</b>	<b>18,667</b>	<b>23,759</b>	发行在外股份(百万股)	2112	2218	2218	2218
					ROIC(%)	109.6%	156.1%	162.1%	244.6%
					ROE(%)	50.1%	32.5%	29.1%	25.9%
					毛利率(%)	87.8%	85.2%	84.8%	84.8%
					销售净利率(%)	19.2%	15.5%	15.4%	15.1%
					资产负债率(%)	42.6%	39.7%	34.1%	32.3%
					收入增长率(%)	8.9%	19.8%	22.7%	18.7%
					净利润增长率(%)	25.6%	-3.9%	21.5%	16.8%
					P/E	13.05	13.44	11.06	9.48
					P/B	5.97	4.13	3.09	2.39
					EV/EBITDA	10.05	9.52	7.34	5.53
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>					
经营活动现金流	2,928	3,665	3,245	4,562					
投资活动现金流	-610	-106	-282	-395					
筹资活动现金流	-2,628	147	-203	-123					
现金净增加额	-361	3,706	2,760	4,045					
折旧和摊销	117	120	135	155					
资本开支	1,072	248	379	484					
营运资本变动	-261	838	-173	650					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>