



买入（维持）

所属行业：传媒/互联网传媒

当前价格(元)：17.05

证券分析师

崔世峰

资格编号：S012052108005

邮箱：cuishf@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.92	-28.97	-28.82
相对涨幅(%)	-10.80	-21.55	-19.14

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《三七互娱（002555.SZ）：优势品类地位稳固，多元化与国际化成果进入释放期》，2021.7.20

三七互娱（002555.SZ）2021 中报点评：前期营销投入持续回收，海外市场与研发实力提升进展喜人

投资要点

- 三七互娱发布 2021 半年报，21H1 公司实现营业收入 75.39 亿元，同比降低 5.63%，实现归母净利润 8.54 亿元，同比降低 49.77%，其中 Q2 公司实现营收 37.21 亿元，同比增长 2.07%，实现归母净利润 7.37 亿元，同比降低 24.1%，环比增长 531.09%，略超出业绩预告上限。公司预计 21Q3 营收环比增长超 15%，实现归母净利润 7.46-8.46 亿元（qoq+1.2%-14.8%），延续利润释放趋势。
- Q1 营销费用投入持续回收，预计 Q3 延续 Q2 利润释放趋势。公司一季度产品中上线加大推广投入致利润下滑，二季度买量投入降低，销售费用率环比降低 20pct 至 53.35%，前期买量投入逐步回收得到业绩验证，利润环比大幅提升。从当前 Sensor Tower、APPGrowing 数据趋势看，公司买量投入除 7 月《斗罗大陆：魂师对决》上线影响外，呈现持续下降趋势，而流水规模持续扩大，此外公司自研产品《斗罗大陆：魂师对决》Q3 上线表现出色，随着前期投入的回收和新游戏产品上线加持，Q3 将延续 Q2 利润释放趋势，公司预计 21Q3 归母净利润环比增长 1.2%-14.8%。
- 海外市场进展喜人，有望成为新业绩增长引擎。公司海外延续高速增长态势，21H1 实现营业收入 20.45 亿元，同比增长 111.03%。21H1 公司海外发行的移动游戏最高月流水超 5 亿，其中重点产品《Puzzles & Survival》延续 Q1 以来优秀表现，最高单月流水超 2 亿人民币，累计流水已超 10 亿，预计下半年进入利润释放期。公司海外业务持续高增，后续储备丰富（18 款），有望成为公司新业绩增长引擎。
- 重点产品《斗罗大陆：魂师对决》表现出色，自研产品储备丰富，公司研发实力提升迅速。公司坚定推进精品化战略，21Q2 研发费用率环比提升 0.86pct 至 9.37%，已连续三季度环比增长。相关研发成果已有展现，7 月 22 日公司自研回合制卡牌产品《斗罗大陆：魂师对决》上线，产品上线表现出色，公司预计 8 月流水超 7 亿元。此外公司后续储备丰富，在聚焦的 MMO、SLG、卡牌、模拟经营赛道中分别储备了 11/10/6/3 款产品，其中 10 款产品为自研产品，占比达 33%，公司自研能力有望驱动公司长期成长。
- 盈利预测与投资评级：我们预计公司 21-23 年实现营业收入 177.9/215.2/249.6 亿元，实现归母净利润 28.79/36.22/42.56 亿元，对应当前股价 PE13/10/9X，看好公司 21H2 利润进一步释放，公司研发能力提升逐步验证，海外市场成为新业绩增长引擎，维持“买入”评级。
- 风险提示：产品上线延期，新品表现不及预期，行业监管政策趋严。

股票数据

总股本(百万股)：	2,217.86
流通 A 股(百万股)：	1,434.51
52 周内股价区间(元)：	16.24-45.42
总市值(百万元)：	37,814.59
总资产(百万元)：	13,976.13
每股净资产(元)：	4.23

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,227	14,400	17,788	21,523	24,964
(+/-)YOY(%)	73.3%	8.9%	23.5%	21.0%	16.0%
净利润(百万元)	2,115	2,761	2,879	3,622	4,256
(+/-)YOY(%)	109.7%	30.6%	4.3%	25.8%	17.5%
全面摊薄 EPS(元)	1.00	1.31	1.30	1.63	1.92
毛利率(%)	86.6%	87.8%	87.6%	87.2%	88.6%
净资产收益率(%)	30.1%	45.7%	37.1%	37.0%	34.9%

资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. Q2 业绩超业绩预告上限，Q3 将延续利润释放趋势	4
2. 海外市场加速成长，有望成为新业绩增长引擎	5
3. 研发实力提升成果得到验证，自研储备丰富	6
4. 盈利预测与投资评级	8
5. 风险提示	8

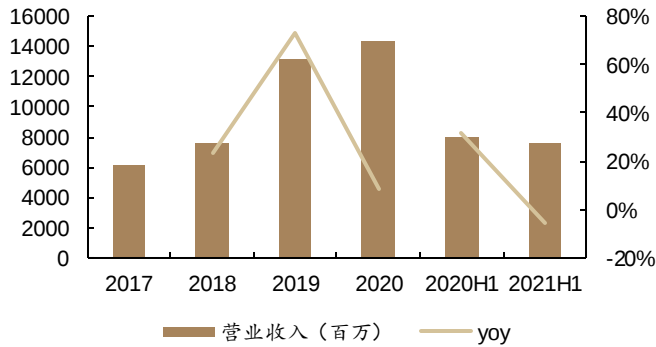
图表目录

图 1: 2017-2021H1 三七互娱营业收入及增速	4
图 2: 2017-2021H1 三七互娱归母净利润及增速	4
图 3: 2017-2021H1 三七互娱毛利率与净利率	4
图 4: 2017-2021H1 三七互娱三费率	4
图 5: 2016Q1-2021Q2 厂商收入与下载量变化趋势, 以 2016Q1 为基数 100	5
图 6: 2019M1-2021M8 厂商收入与下载量变化趋势, 以 2019M1 为基数 100	5
图 7: 2017-2021H1 三七互娱海外市场收入与增速	5
图 8: 2017-2021H1 三七互娱海外收入营收占比	5
图 9: 2020M10-2021M8 《Puzzles & Survival》收入与下载量变化趋势, 以 2020M10 为基数 100	6
图 10: 2018Q1-2021Q2 《江山美人》收入与下载量变化趋势, 以 2018Q1 为基数 100	6
图 11: 2018-2021H1 研发费用与研发费用率	7
图 12: 《斗罗大陆: 魂师对决》畅销榜排名趋势	7
图 13: 三七互娱海内外产品储备	8

1. Q2 业绩超业绩预告上限, Q3 将延续利润释放趋势

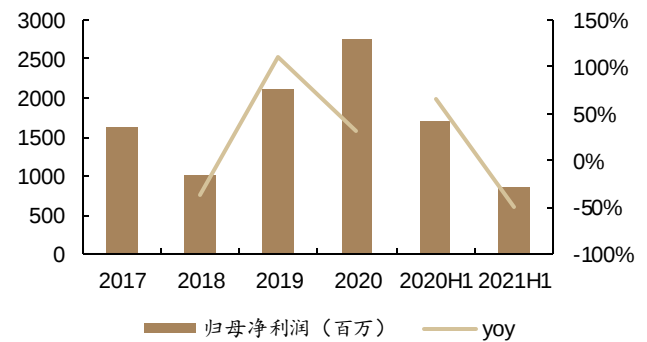
21H1 公司实现营业收入 75.39 亿元, 同比降低 5.63%, 实现归母净利润 8.54 亿元, 同比降低 49.77%, 其中 Q2 公司实现营收 37.21 亿元, 同比增长 2.07%, 实现归母净利润 7.37 亿元, 同比降低 24.1%, 环比增长 531.09%, 略超出业绩预告上限。同时公司预计 21Q3 营收环比增长超 15%, 实现归母净利润 7.46-8.46 亿元 (qoq+1.2%-14.8%)。

图 1: 2017-2021H1 三七互娱营业收入及增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

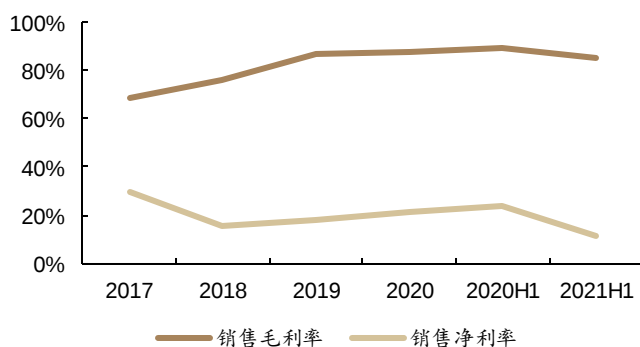
图 2: 2017-2021H1 三七互娱归母净利润及增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

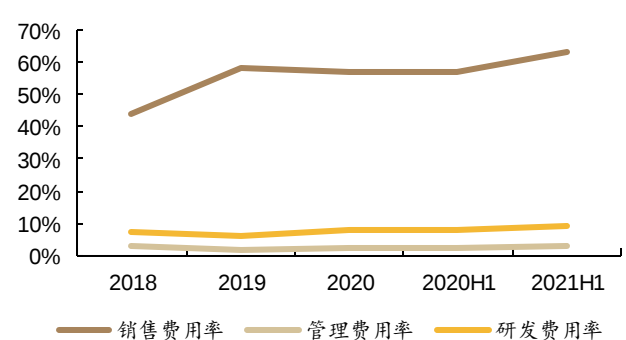
Q2 代理游戏《斗罗大陆: 武魂觉醒》表现出色, 致毛利率有所下滑, Q1 营销投入逐步回收, 净利率环比大幅提高。公司 3 月 16 日公测代理游戏《斗罗大陆: 武魂觉醒》, 产品上线后最高达畅销榜第五名, 在畅销榜 TOP20 近三个月, 出色表现成为公司 21Q2 重要收入来源, 提高了游戏分成成本, 使 Q2 毛利率环比下降 2.57pct 至 83.84%, 公司 21H1 整体毛利率为 85.14%, yoy-4.05pct。净利率方面, 公司一季度产品集中上线加大推广投入致利润下滑, 二季度买量投入降低, 销售费用率环比降低 20pct 至 53.35%, 21Q2 销售净利率环比增长 16.75pct 至 19.80%。

图 3: 2017-2021H1 三七互娱毛利率与净利率



资料来源: Wind, 德邦研究所

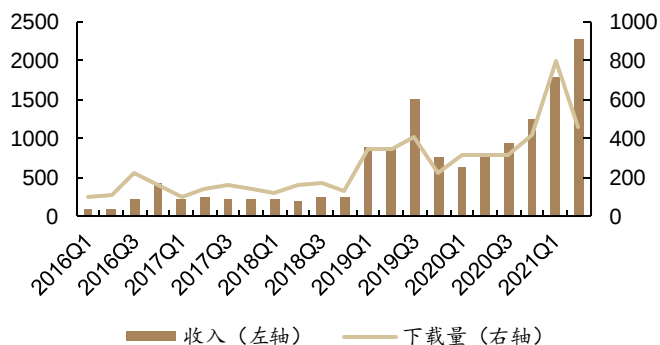
图 4: 2017-2021H1 三七互娱三费率



资料来源: Wind, 德邦研究所

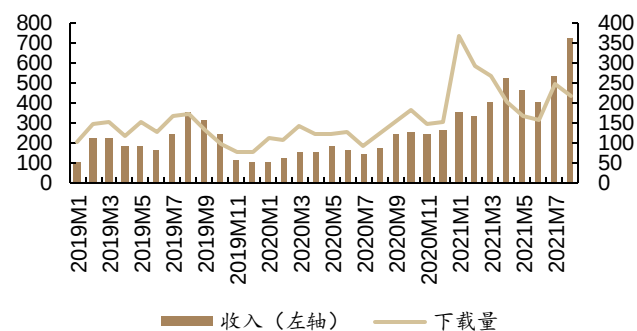
买量投入下降, 流水规模持续扩大, Q3 将延续利润释放趋势。根据 Sensor Tower 数据显示, 公司 21Q3 除 7 月由于《斗罗大陆: 武魂师对决》上线带动当月下载量略有提升, 但季度下载量仍延续 Q2 下降趋势, 预示公司持续降低买量投入, 而公司整体流水规模仍呈现放量扩大趋势。公司预计 21Q3 营收环比增长超 15%, 实现归母净利润 7.46-8.46 亿元 (qoq+1.2%-14.8%)。

图 5: 2016Q1-2021Q2 厂商收入与下载量变化趋势, 以 2016Q1 为基数 100



资料来源: Sensor Tower, 德邦研究所

图 6: 2019M1-2021M8 厂商收入与下载量变化趋势, 以 2019M1 为基数 100

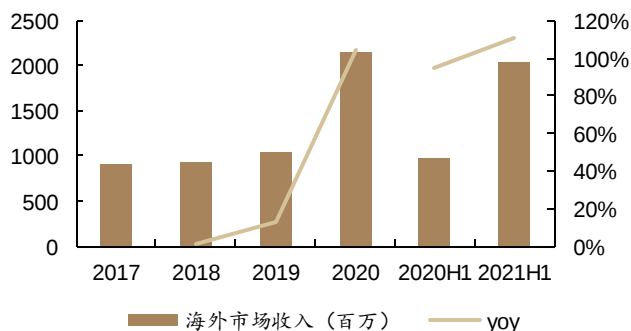


资料来源: Sensor Tower, 德邦研究所
注: 8 月下载量收入数据截至 8 月 29 日

2. 海外市场加速成长, 有望成为新业绩增长引擎

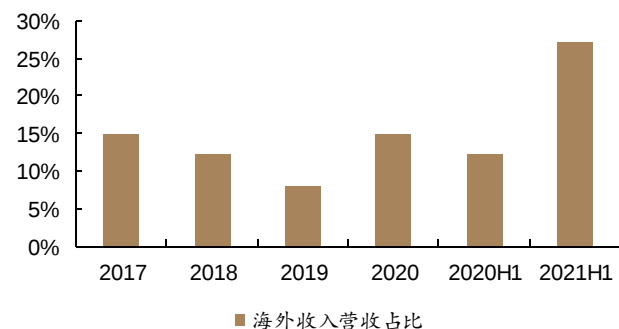
公司海外业务延续高速增长态势, 21H1 实现营业收入 20.45 亿元, 同比增长 111.03%, 业务收入比例已提升至 27.12%, 公司海外市场成长进一步提速。根据 App Annie 数据, 2021 年 1 月至 6 月公司在国内出海厂商中排名从第 8 上升至第 5。21H1, 公司海外发行的移动游戏最高月流水超 5 亿, 新增注册用户合计超过 3,000 万, 最高月活跃用户超过 850 万。

图 7: 2017-2021H1 三七互娱海外市场收入与增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

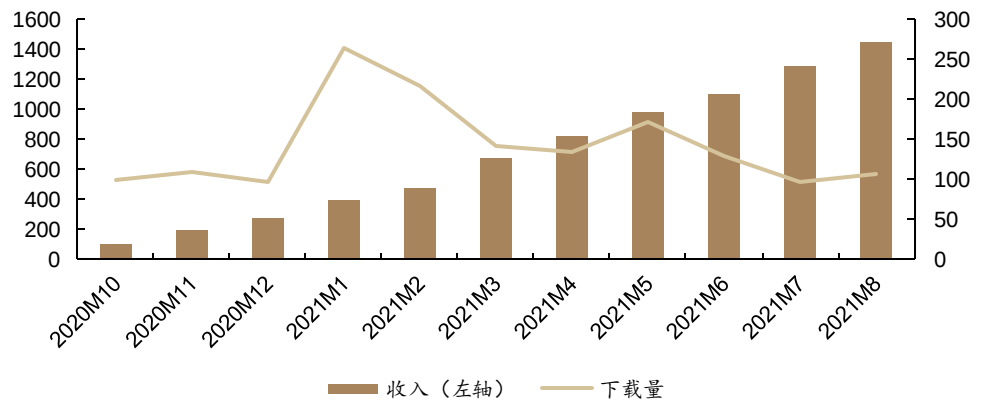
图 8: 2017-2021H1 三七互娱海外收入营收占比



资料来源: Wind, 德邦研究所

《Puzzles & Survival》仍处于流水爬坡期, 有望长线贡献稳定流水。公司通过布局西部、军事等多类题材的 SLG 游戏加码布局全球, 在多年沉淀后, 公司已通过 SLG 产品有效突破欧美市场, 旗下 SLG 产品《Puzzles & Survival》在 Q1 集中投放下吸引的用户在游戏中得到了较好的留存, 当前该产品下载量自 Q1 加大投入后有所回落, 而流水持续扩大, 截至 21H1, 《Puzzles & Survival》最高单月流水超 2 亿人民币, 进入过 52 个地区 iOS 畅销榜前十。我们预计该产品下半年进入利润释放期, 且其作为 SLG 品类有望长线贡献稳定收入。

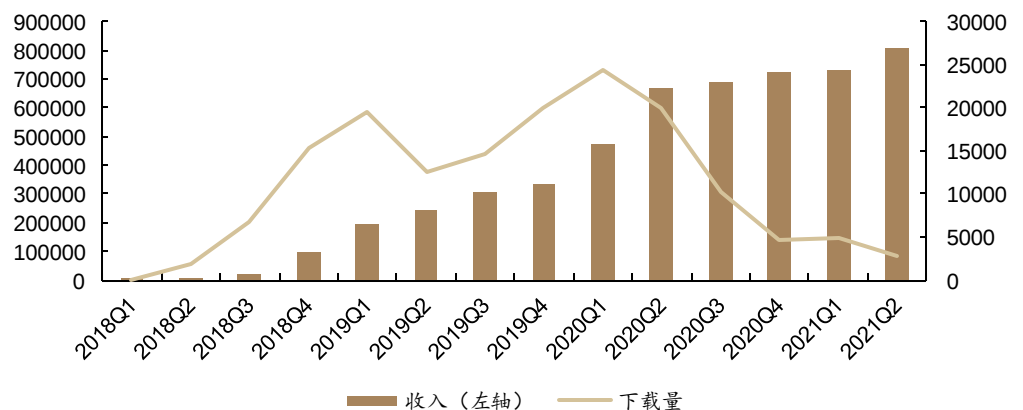
图 9：2020M10-2021M8《Puzzles & Survival》收入与下载量变化趋势，以 2020M10 为基数 100



资料来源：Sensor Tower，德邦研究所
注：8 月下载量收入数据截至 8 月 29 日

三七互娱海外坚持长周期的选品及运营思路，我们认为《Puzzles & Survival》有望复制模拟经营类产品《江山美人》在海外的表现。《江山美人》是公司 2018 年推出的模拟经营品类产品，产品经历了测试调优、营销宣传、长线运营的全过程，当前产品进入稳定期，流水持续位于高位，我们认为《Puzzles & Survival》有望复制《江山美人》成长路线在成长期后持续贡献稳定流水。

图 10：2018Q1-2021Q2《江山美人》收入与下载量变化趋势，以 2018Q1 为基数 100

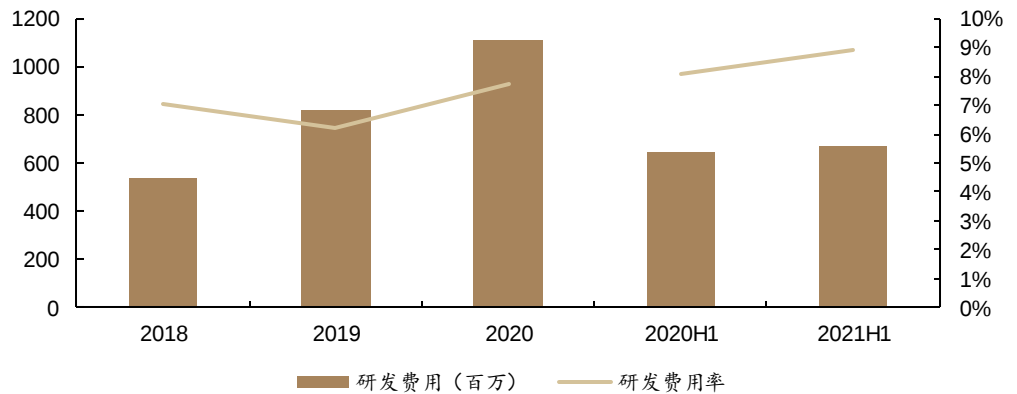


资料来源：Sensor Tower，德邦研究所
注：8 月下载量收入数据截至 8 月 29 日

3. 研发实力提升成果得到验证，自研储备丰富

公司围绕“双核+多元”产品策略推进精品化战略，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，其中 21Q2 研发费用率环比提升 0.86pct 至 9.37%，已连续三季度环比增长。

图 11：2018-2021H1 研发费用与研发费用率

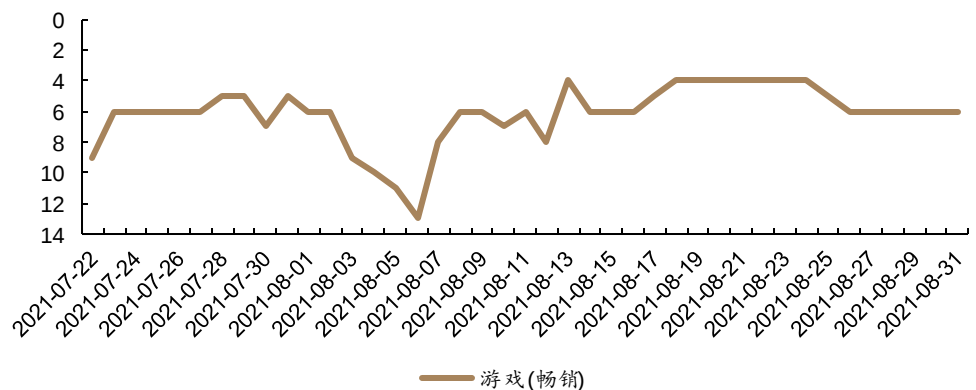


资料来源：Wind，德邦研究所

在长期投入下，公司研发实力提升在《斗罗大陆：魂师对决》中得到验证，该产品采用了次世代引擎进行研发，游戏内实机表现无论是人物与光照细节都较为出色，相比公司此前产品有较大提升。《斗罗大陆：魂师对决》国内 7 月 22 日上线最高达畅销榜第四名，目前排名第六名，公司预估 8 月流水超 7 亿元。

值得注意的是，该产品营销推广策略与公司此前产品产生了较大区别，并没有进行较大范围的买量，转而围绕高度还原 IP、精致游戏画面、创新玩法进行立体化营销，这在一定程度上反映了公司深耕产品本身的决心，也使得产品表现更反映出公司研发实力提升成果。

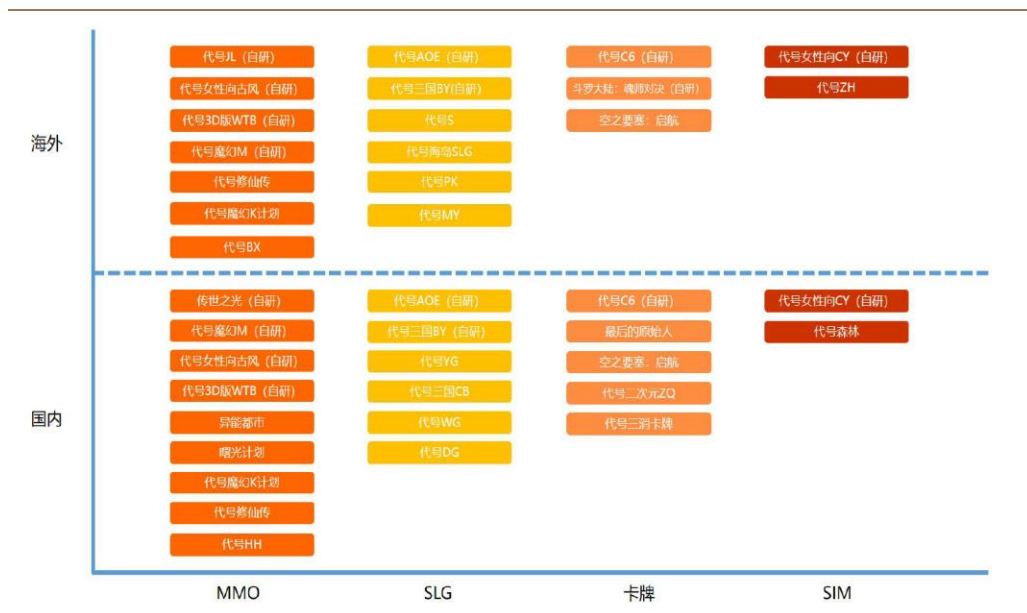
图 12：《斗罗大陆：魂师对决》畅销榜排名趋势



资料来源：七麦数据，德邦研究所

公司后续储备丰富，在聚焦的 MMO、SLG、卡牌、模拟经营赛道中分别储备了 11/10/6/3 款产品，其中 10 款产品为自研产品，占比达 33%，有望驱动公司长期成长。

图 13：三七互娱海内外产品储备



资料来源：公司公告，德邦研究所

4. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 21-23 年实现营业收入 177.9/215.2/249.6 亿元，实现归母净利润 28.79/36.22/42.56 亿元，对应当前股价 PE13/10/9X，看好公司 21H2 利润进一步释放，公司研发能力提升逐步验证，海外市场成为新业绩增长引擎，维持“买入”评级。

5. 风险提示

产品上线延期，新品表现不及预期，行业监管政策趋严。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.31	1.30	1.63	1.92
每股净资产	2.72	3.50	4.42	5.51
每股经营现金流	1.32	1.22	2.00	1.90
每股股利	0.50	0.52	0.65	0.77
价值评估(倍)				
P/E	23.84	13.13	10.44	8.88
P/B	11.47	4.87	3.86	3.10
P/S	2.50	2.13	1.76	1.51
EV/EBITDA	20.42	10.85	8.20	6.63
股息率%	1.6%	3.0%	3.8%	4.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	87.8%	87.6%	87.2%	88.6%
净利润率	19.2%	16.2%	16.8%	17.0%
净资产收益率	45.7%	37.1%	37.0%	34.9%
资产回报率	26.1%	22.5%	22.0%	22.0%
投资回报率	41.2%	32.5%	32.1%	30.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.9%	23.5%	21.0%	16.0%
EBIT 增长率	10.9%	1.6%	23.8%	18.5%
净利润增长率	30.6%	4.3%	25.8%	17.5%
偿债能力指标				
资产负债率	42.6%	36.8%	36.5%	31.1%
流动比率	1.3	1.5	1.7	2.1
速动比率	1.1	1.3	1.5	1.8
现金比率	0.4	0.4	0.7	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	29.5	32.5	31.0	31.8
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	1.4	1.4	1.3	1.3
固定资产周转率	15.6	15.8	20.9	24.6

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,761	2,879	3,622	4,256
少数股东损益	275	286	360	424
非现金支出	305	151	198	247
非经营收益	-290	-286	-360	-308
营运资金变动	-123	-317	622	-407
经营活动现金流	2,928	2,714	4,443	4,212
资产	-1,071	-1,007	-1,064	-1,058
投资	-151	-663	-17	-265
其他	612	276	358	303
投资活动现金流	-610	-1,394	-722	-1,020
债权募资	608	0	0	0
股权募资	0	106	0	0
其他	-3,236	-1,152	-1,449	-1,702
融资活动现金流	-2,628	-1,046	-1,449	-1,702
现金净流量	-361	273	2,272	1,489

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 31 日
资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	14,400	17,788	21,523	24,964
营业成本	1,758	2,206	2,746	2,838
毛利率%	87.8%	87.6%	87.2%	88.6%
营业税金及附加	42	64	72	82
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
营业费用	8,213	10,851	12,914	14,853
营业费用率%	57.0%	61.0%	60.0%	59.5%
管理费用	366	441	481	604
管理费用率%	2.5%	2.5%	2.2%	2.4%
研发费用	1,113	1,423	1,829	2,322
研发费用率%	7.7%	8.0%	8.5%	9.3%
EBIT	3,070	3,118	3,860	4,575
财务费用	-23	15	5	-12
财务费用率%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.0%
资产减值损失	-193	109	137	142
投资收益	155	176	208	253
营业利润	3,256	3,381	4,214	5,006
营业外收支	-7	9	1	5
利润总额	3,249	3,389	4,215	5,010
EBITDA	3,187	3,377	4,195	4,965
所得税	213	224	232	331
有效所得税率%	6.6%	6.6%	5.5%	6.6%
少数股东损益	275	286	360	424
归属母公司所有者净利润	2,761	2,879	3,622	4,256

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,777	2,050	4,322	5,811
应收账款及应收票据	1,165	1,585	1,830	2,173
存货	0	0	0	0
其它流动资产	2,859	3,630	4,042	4,399
流动资产合计	5,800	7,265	10,194	12,383
长期股权投资	361	263	160	60
固定资产	923	1,124	1,030	1,014
在建工程	4	9	24	34
无形资产	1,108	1,656	2,475	3,158
非流动资产合计	4,764	5,525	6,302	6,927
资产总计	10,564	12,790	16,496	19,310
短期借款	889	889	889	889
应付票据及应付账款	1,471	1,991	2,388	2,515
预收账款	0	132	80	139
其它流动负债	2,138	1,700	2,664	2,456
流动负债合计	4,498	4,712	6,022	6,000
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债总计	4,498	4,712	6,022	6,000
实收资本	2,112	2,218	2,218	2,218
普通股股东权益	6,037	7,763	9,799	12,211
少数股东权益	28	315	675	1,099
负债和所有者权益合计	10,564	12,790	16,496	19,310

信息披露

分析师与研究助理简介

崔世峰，南京大学硕士，曾任职于东吴证券传媒互联网组，2019 及 2020 年新财富第二团队成员；曾任职于浙商基金权益投资部。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。