非公开发行落地，募资加码研发及云游戏，加速研发精品化、多元化

投资评级 优于大市 维持

股票数据

03 月 05 日收盘价(元)	29.83
52 周股价波动（元）	24.50-51.08
总股本/流通 A 股（百万股）	2112/1480
总市值/流通市值（百万元）	63008/44138

相关研究

《品类扩张取得突破，游戏出海持续推进》2020.11.02

《中报利润超此前预告上限，研运一体夯实竞争优势》2020.09.13

《Q1 利润预计高增长，发行与研发并进，品类多元化+游戏出海持续推进》2020.04.02

市场表现

沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	5.4	-11.0	2.2
相对涨幅（%）	9.4	-9.0	-1.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:毛云聪
Tel:(010)58067907
Email:myc11153@htsec.com
证书:S0850518080001

分析师:郝艳辉
Tel:(010)58067906
Email:hyh11052@htsec.com
证书:S0850516070004

分析师:孙小雯
Tel:(021)23154120
Email:sxw10268@htsec.com
证书:S0850517080001

分析师:陈星光
Tel:(021)23219104
Email:cxg11774@htsec.com
证书:S0850519070002

投资要点:

- **非公开发行落地，募集资金加码研发及云游戏。**3 月 7 日公司公告完成非公开发行，募资净额为 29.02 亿，少于投资项目的拟投入金额 42.96 亿元，不足部分将由公司自筹资金解决。据此前发行预案显示，公司拟投入 15.45 亿元用于网络游戏开发及运营建设项目，进行共计 24 款新游戏的开发和运营；拟投入 15.95 亿元用于 5G 云游戏平台建设项目，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，助力公司抢占未来云游戏时代关键流量“入口”；拟投入 11.56 亿元用于广州总部大楼建设项目，提供超过 5000 人的办公场地。我们认为本次非公开发行完成后，将助力公司研发能力逐步提升，进一步深化公司“精品化”、“多元化”战略。

- **国内 MMORPG 传统优势品类有序迭代，海外模拟经营、SLG 品类取得突破。**根据七麦数据，公司 2021 年 1 月发行的魔幻 3D 角色扮演手游《荣耀大天使》上线至今 iOS 游戏畅销榜平均排名第 18 名，其游戏品质、立体营销方式均取得较大进展；2 月发行的东方神话幻想探索手游《绝世仙王》iOS 畅销榜排名稳定于 70 名左右，其余《云上城之歌》、《斗罗大陆》等核心产品表现亦稳中有升。海外方面，模拟经营类《叫我大掌柜》在中国台湾地区表现亮眼，SLG 类《Puzzles & Survival》在北美地区 iOS 畅销榜排名持续提升，在“消除+策略”的融合创新上实现突破。

- **研发体系变革进行时，研运一体构建多元产品矩阵。**截至 2021 年 1 月底，公司游戏研发人员约 2000 人，计划到 2023 年扩充至 4000 人左右，同时将在女性向和泛二次元等领域进一步挖掘和吸引人才。同时确立“自下而上”新的立项机制和根据游戏孵化品类灵活设置团队考核标准，研发体系全方位变革。产品储备方面，预计公司今年将有代理+自研 50 余款产品陆续推出，其中涵盖 MMORPG（国内 6 款、海外 2 款）、SLG 品类（国内 3 款、海外 4 款）、卡牌（《斗罗大陆 3D》等共 4 款）、模拟经营（共 4 款）等品类。我们认为公司双核（MMORPG 和 SLG）+多元（SRPG、模拟经营、泛二次元、女性向）品类发展战略有序推进，产品研发与流量经营高度结合，竞争力持续增强。

- **盈利预测。**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.36、1.60、1.91 元，参考同行业可比公司 2021 年 PE 一致预期，考虑公司游戏发行运营的龙头地位，通过持续加大研发投入与发行运营构建起“研运一体”的核心竞争优势，我们给予公司 21 年 25~30 倍目标 PE，对应合理价值区间 40.0~48.0 元，维持优于大市评级。

- **风险提示。**监管趋严；广告市场下滑；版权授权不及预期；行业竞争激烈。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7633	13227	16156	19879	23614
(+/-)YoY(%)	23.3%	73.3%	22.1%	23.0%	18.8%
净利润(百万元)	1009	2115	2868	3374	4033
(+/-)YoY(%)	-37.8%	109.7%	35.6%	17.6%	19.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.48	1.00	1.36	1.60	1.91
毛利率(%)	76.3%	86.6%	88.3%	88.6%	88.9%
净资产收益率(%)	16.9%	30.1%	29.0%	20.8%	19.9%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 三七互娱可比公司盈利预测及估值表

公司名称	股票代码	股价（元/股）	每股收益（元/股）			市盈率（倍）		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
完美世界	002624.SZ	25.04	1.24	1.42	1.68	27	18	15
游族网络	002174.SZ	11.21	0.96	1.04	1.29	15	11	9
宝通科技	300031.SZ	16.99	1.02	1.46	1.80	0	12	9
吉比特	603444.SH	376.08	15.29	19.32	22.63	25	19	17
平均						17	15	12

注：股价取自 2021 年 3 月 5 日收盘价，盈利预测来自 wind 一致预期。
资料来源：wind，海通证券研究所

表 2 三七互娱主营业务各分项收入预测与假设（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
收入	13227.1	16155.8	19878.9	23613.8	**毛利**	11451.1	14269.6	17617.5	20981.0
移动游戏	11988.7	14985.8	18732.3	22478.7	移动游戏	10511.0	13400.8	16767.8	20141.5
网页游戏	1231.6	1170.0	1146.6	1135.1	网页游戏	933.2	868.8	849.7	839.5
其他主营业务	6.9				其他主营业务				
成本	1776.1	1886.2	2261.4	2632.9	**毛利率（%）**	86.6	88.3	88.6	88.9
移动游戏	1477.7	1585.0	1964.5	2337.3	移动游戏	87.7	89.4	89.5	89.6
网页游戏	298.4	301.2	296.9	295.6	网页游戏	75.8	74.3	74.1	74.0

资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	1.00	1.36	1.60	1.91
每股净资产	3.33	4.69	7.67	9.58
每股经营现金流	1.54	0.69	1.70	2.04
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	29.79	21.97	18.68	15.62
P/B	8.96	6.37	3.89	3.11
P/S	4.76	3.90	3.33	2.80
EV/EBITDA	20.10	19.27	15.71	12.38
股息率%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	86.6%	88.3%	88.6%	88.9%
净利润率	16.0%	17.8%	17.0%	17.1%
净资产收益率	30.1%	29.0%	20.8%	19.9%
资产回报率	20.8%	22.0%	16.6%	15.9%
投资回报率	31.1%	27.5%	19.9%	18.8%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	73.3%	22.1%	23.0%	18.8%
EBIT 增长率	58.4%	24.7%	18.0%	19.2%
净利润增长率	109.7%	35.6%	17.6%	19.5%
偿债能力指标				
资产负债率	28.1%	18.8%	14.7%	13.5%
流动比率	2.44	3.82	5.47	6.02
速动比率	2.19	3.61	5.25	5.79
现金比率	0.83	1.33	3.23	3.92
经营效率指标				
应收帐款周转天数	35.54	47.17	45.78	44.54
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	1.30	1.24	0.98	0.93
固定资产周转率	280.81	279.77	290.66	298.77

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**13227**	**16156**	**19879**	**23614**
营业成本	1776	1886	2261	2633
毛利率%	86.6%	88.3%	88.6%	88.9%
营业税金及附加	46	61	73	87
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	7737	9532	11927	14168
营业费用率%	58.5%	59.0%	60.0%	60.0%
管理费用	222	354	402	491
管理费用率%	1.7%	2.2%	2.0%	2.1%
EBIT	2626	3275	3864	4605
财务费用	-15	13	13	13
财务费用率%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-58	-5	-2	-2
投资收益	111	147	176	211
营业利润	**2672**	**3591**	**4250**	**5070**
营业外收支	24	0	0	0
利润总额	**2696**	**3591**	**4250**	**5070**
EBITDA	2736	3285	3866	4609
所得税	279	315	395	462
有效所得税率%	10.4%	8.8%	9.3%	9.1%
少数股东损益	302	409	481	575
归属母公司所有者净利润	**2115**	**2868**	**3374**	**4033**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2115	2868	3374	4033
少数股东损益	302	409	481	575
非现金支出	185	14	5	6
非经营收益	61	-135	-164	-199
营运资金变动	594	-1695	-102	-109
经营活动现金流	**3258**	**1461**	**3593**	**4305**
资产	-366	-820	-807	-811
投资	560	0	0	0
其他	-1238	147	176	211
投资活动现金流	**-1043**	**-673**	**-631**	**-600**
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	106	0
其他	-1602	-13	2815	-13
融资活动现金流	**-1602**	**-13**	**2920**	**-13**
现金净流量	**620**	**776**	**5883**	**3693**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2153	2928	8811	12504
应收账款及应收票据	1288	2088	2493	2881
存货	0	0	0	0
其它流动资产	2915	3413	3634	3817
流动资产合计	6355	8429	14938	19202
长期股权投资	469	469	469	469
固定资产	47	58	68	79
在建工程	797	1594	2392	3189
无形资产	17	16	11	8
非流动资产合计	3790	4597	5400	6205
资产总计	**10145**	**13025**	**20338**	**25407**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1719	1567	1958	2294
预收账款	197	224	278	333
其它流动负债	685	412	493	564
流动负债合计	2600	2204	2729	3190
长期借款	250	250	250	250
其它长期负债	1	1	1	1
非流动负债合计	251	251	251	251
负债总计	**2852**	**2455**	**2980**	**3442**
实收资本	2112	2112	2218	2218
归属于母公司所有者权益	7029	9897	16204	20236
少数股东权益	264	673	1154	1729
负债和所有者权益合计	**10145**	**13025**	**20338**	**25407**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 05 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

毛云聪　　互联网及传媒
郝艳辉　　互联网及传媒
孙小雯　　互联网及传媒
陈星光　　互联网及传媒

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。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　芒果超媒,顺网科技,光线传媒,引力传媒,掌阅科技,平治信息,完美世界,华策影视,世纪华通,中南传媒,值得买,电魂网络,皖新传媒,星辉娱乐,豆神教育,天下秀,分众传媒,游族网络,浙数文化,中信出版,乐享互动,中文传媒,掌趣科技,姚记科技,昆仑万维,中国电影,吉比特,微盟集团,新媒股份,慈文传媒

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；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。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	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

本报告仅供海通证券股份有限公司（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，海通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，未经海通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，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，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，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。