



三七互娱(002555.SZ)

# 【粤开传媒】三七互娱(002555.SZ,买入)与华为签订合作协议,共同探索云游戏发展方向

2020年01月10日

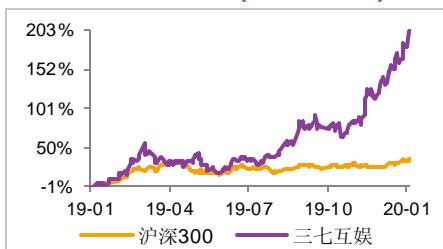
## 买入(维持)

当前价: 30.64 元  
目标价: 元

分析师: 陈铮娴

执业编号: S0300516090001  
电话: 021-5178.2317  
邮箱: chenzhengxian@ykzq.com

### 股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

### 盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	7,632	12,670	15,078	17,641
(+/-)	23%	66%	19%	17%
归母净利润	920.58	2162.52	2456.99	2804.87
(+/-)	-39%	135%	14%	14%
EPS(元)	0.436	1.024	1.163	1.328
P/E	70	30	26	23

资料来源: 粤开证券研究院

## 投资要点

### 事件

2020年1月9日,三七互娱宣布与华为公司签订合作协议。未来双方将围绕5G网络、ARM安卓云游戏等领域开展深度合作,共同探索云游戏的发展方向。

### 投资要点

- (1) 据了解,三七互娱旗下首款云游戏已在开发当中,未来将登陆华为云游戏平台。此外,双方均将派出资深技术专家,成立“云游戏技术方案联合攻关小组”,在深度优化现有云游戏方案、打造具有强市场竞争力的产品的同时,共同对云游戏的发展方向进行探索,并提供技术保障。
- (2) 公司表示:“多年来,三七互娱一直与华为保持密切的关系。本次在5G、云游戏等领域的合作,将进一步深化双方之间的交流合作。我们也希望凭借多年来在游戏研发上所积累的技术与经验,结合华为在5G技术上的行业领先技术和领导地位,为全球玩家带来品质更高、体验更好的精品游戏。”
- (3) 我们重申前期观点,即头部玩家为行业技术革新的引领者和主要受益者,而中国5G商用带动云游戏及AR/VR游戏起飞,A股首选标的为份额领导者。此次公司与华为在云游戏方面的合作,符合我们对该等趋势的预判。

### 投资建议

我们预估公司2019年、2020年和2021年的营业收入分别为127亿元、151亿元和176亿元,同比增速分别为66%、19%和17%;归母净利润分别为21.6亿元、24.6亿元和28.0亿元,同比增速分别为135%、14%和14%。目前股价对应2020年PE26倍。

我们维持三七互娱「买入」的投资评级:基于(1)研运一体模式成功,搭配网页游戏领导地位显著,该等优势已被移植至移动游戏;(2)IP储备丰富、品类齐全,变现模式多样,持续增长可期;(3)受惠中国5G商用起飞,VR/AR游戏及云游戏进入增长快车道,为2020年业绩引擎。

### 风险提示

游戏研发进程或产品流水不如预期。



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
	货币资金	1,340	1,743	3,936	6,441	经营性现金净流量	1,955	1,265	2,716
应收和预付款项	2,285	3,658	4,217	5,222	投资性现金净流量	(55)	0	0	0
存货	0	25	33	28	筹资性现金净流量	(1,969)	(862)	(523)	(551)
其他流动资产	357	357	357	357	现金流量净额	(65)	402	2,193	2,505
长期股权投资	556	556	556	556					
投资性房地产	0	0	0	0					
固定资产和在建工程	36	(6)	(268)	(530)					
无形资产和开发支出	1,599	1,586	1,574	1,561					
其他非流动资产	1,995	1,958	1,921	1,921					
资产总计	8,168	9,877	12,324	15,555					
短期借款	369	0	0	0					
应付和预收款项	1,285	1,409	1,607	2,282					
长期借款	281	281	281	281					
其他负债	127	127	127	127					
负债合计	2,062	1,817	2,015	2,690					
股本	2,125	2,125	2,125	2,125					
资本公积	299	299	299	299					
留存收益	3,549	5,210	7,096	9,250	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
归属母公司股东权益	5,973	7,633	9,520	11,674	毛利率	76%	83%	82%	80%
少数股东权益	141	434	797	1,199	三费/销售收入	47%	62%	61%	59%
股东权益合计	6,114	8,067	10,317	12,873	EBIT/销售收入	15%	21%	20%	19%
负债和股东权益合计	8,176	9,884	12,332	15,563	EBITDA/销售收入	16%	21%	20%	19%
					销售净利率	14%	19%	19%	18%
					资产获利率				
					ROE	15%	28%	26%	24%
利润表	2018	2019E	2020E	2021E	ROA	14%	26%	24%	21%
营业收入	7,633	12,670	15,078	17,641	ROIC	13%	56%	49%	55%
减：营业成本	1,811	2,154	2,714	3,528	增长率				
营业税金及附加	33	54	65	76	销售收入增长率	23%	66%	19%	17%
营业费用	3,347	7,602	8,745	10,055	EBIT 增长率	-37%	129%	13%	12%
管理费用	246	380	482	565	资本结构				
财务费用	17	(83)	(99)	(165)	资产负债率	25%	18%	16%	17%
资产减值损失	1,049	30	250	250	流动比率	2.2	3.8	4.9	5.0
加：投资收益	81	0	0	0	速动比率	2.0	3.5	4.7	4.8
公允价值变动损益	0	0	0	0	股利支付率	0.5	0.2	0.2	0.2
其他经营损益	(538)	80	80	80	总资产周转率	0.9	1.3	1.2	1.1
营业利润	671	2,612	3,000	3,412	固定资产周转率	209.4	(2,154.1)	(56.2)	(33.3)
加：其他非经营损益	449	0	0	0	应收账款周转率	5.9	6.2	6.3	6.2
利润总额	1,120	2,612	3,000	3,412	存货周转率	N.M.	86.2	82.2	126.0
减：所得税	57	157	180	205					
净利润	1,064	2,456	2,820	3,207					
减：少数股东损益	143	293	363	402					
归属母公司股东净利润	921	2,163	2,457	2,805					

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



## 分析师简介

陈净娴，2016 年加入粤开证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)