

2020年02月28日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

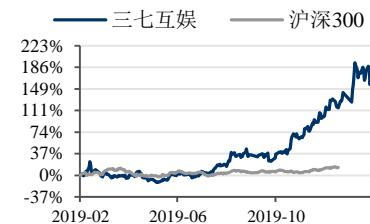
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李赛

lis@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	33.86
一年最低/最高价	11.43/39.70
市净率(倍)	10.97
流通A股市值(百万元)	45635.51

## 基础数据

每股净资产(元)	3.09
资产负债率(%)	31.82
总股本(百万股)	2112.25
流通A股(百万股)	1347.77

## 相关研究

1、《三七互娱（002555）：单季度收入创新高，新游上线期收入利润增速错配，预计Q4利润率出现回升》2019-10-31

2、《三七互娱（002555）：业绩略超预期，新游表现强劲，继续践行多品类与出海战略》

2019-08-28

3、《三七互娱（002555）：手游市占率进一步提升，19年业绩有望实现高增长》2019-04-26

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,633	13,226	15,881	18,328
同比 (%)	23.3%	73.3%	20.1%	15.4%
归母净利润 (百万元)	1,009	2,144	2,797	3,354
同比 (%)	-37.8%	112.6%	30.5%	19.9%
每股收益 (元/股)	0.48	1.02	1.32	1.59
P/E (倍)	70.92	33.36	25.57	21.32

## 投资要点

- **事件：**2月28日三七互娱公布2019年度业绩快报，19年实现营业收入132.25亿元，同比增长73.28%；归母净利润21.44亿元，同比增长112.58%。同时预计20年Q1手游流水同比增长25%-30%。
- **点评：**19年业绩超预期，自研手游推动业绩高速增长。19年业绩落入此前预告上限，增长主要源于19年前后上线的自研手游《斗罗大陆H5》、《一刀传世》，月流水均成功突破亿元大关；同时公司不断对《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等老款自研产品进行更新迭代，流水贡献较为稳定。19年公司手游流水大幅提升，移动游戏业务营收同比增长超过70%。
- **自研实力强劲，践行多品类战略。**研发层面，公司预计继续增加研发人才储备，工业化团队化研发经验提高产品成功率。产品层面，在保持ARPG品类优势的同时，公司继续践行多品类战略，涉及MMO、SLG、模拟经营、休闲竞技等，通过优势品类维稳，新品类做大增量。
- **以SLG+SRPG为船、地区差异化营销为指南针、本地化精细运营为登陆板，精准出海。**公司基于自身在SLG、SRPG等策略类游戏上的优势，结合海外玩家的偏好差异，面对不同市场采取不同的研发、营销、运营策略。例如考虑欧美SLG玩家用户画像与西部、战争题材高度重合的特点，针对欧美市场研发了西部题材SLG《Wild Frontier》及战争题材SLG《Final Order》，针对亚洲市场则打造以MMO+二次元为核心的产品矩阵，预计20年Q2起陆续在全球上线多款自研精品，驱动业绩增长。。
- **研运一体，“量子-天机”AI系统提升流量运营效率及ROI水平。**“量子”系统快速提升广告投放速度，并且实现了投放业务“7×24小时”的批量化与自动化；“天机”系统仅凭早期的运营数据就能够准确预估产品LTV模型，并将投放控制数据反馈至“量子”系统，帮助发行团队迅速判断一款新游戏是否适合当前的投放模式，指导研发团队优化产品，节省运营发行人力资源，同时提高产品渠道投放的精准度和转化率，最终带动ROI的显著提升。从行业来看，流量红利逐渐消失，精细化运营及存量运营成为未来趋势，AI系统运营的优势有望逐渐放大。此外，目前AI智能仅接管了三七互娱的部分投放，未来投放占比的提升亦能进一步提升LTV（用户生命周期充值）、ROI等指标。
- **盈利预测与投资评级：**根据业绩快报及20Q1指引，考虑公司后续产品储备及流量运营优势，我们上调此前盈利预测，19年上调归母净利润至21.4亿，20年上调至28.0亿。预计19-21年实现营收132.3/158.8/183.3亿，归母净利润21.4/28.0/33.5亿，EPS分别1.02/1.32/1.59元，对应回升PE33/26/21X，给予20年35倍PE，目标价46.4元，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。

## 三七互娱三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>4,182</b>	<b>5,323</b>	<b>8,507</b>	<b>11,807</b>	<b>营业收入</b>	<b>7,633</b>	<b>13,226</b>	<b>15,881</b>	<b>18,328</b>
现金	1,533	2,186	4,104	7,867	减: 营业成本	1,811	2,020	2,396	2,726
应收账款	1,299	465	2,711	954	营业税金及附加	33	77	80	89
存货	0	114	21	132	营业费用	3,347	7,671	9,052	10,080
其他流动资产	1,351	2,559	1,671	2,854	管理费用	246	833	1,128	1,521
<b>非流动资产</b>	<b>4,214</b>	<b>5,184</b>	<b>5,383</b>	<b>5,526</b>	财务费用	17	41	94	31
长期股权投资	556	752	942	1,128	资产减值损失	1,049	0	159	183
固定资产	36	793	810	785	加: 投资净收益	81	117	127	145
在建工程	0	23	32	38	其他收益	0	0	0	0
无形资产	21	28	34	39	<b>营业利润</b>	<b>770</b>	<b>2,700</b>	<b>3,099</b>	<b>3,842</b>
其他非流动资产	3,601	3,588	3,565	3,536	加: 营业外净收支	449	24	321	251
<b>资产总计</b>	<b>8,396</b>	<b>10,507</b>	<b>13,890</b>	<b>17,333</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,219</b>	<b>2,724</b>	<b>3,420</b>	<b>4,093</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,992</b>	<b>1,975</b>	<b>2,454</b>	<b>2,351</b>	减: 所得税费用	68	127	189	204
短期借款	369	369	369	369	少数股东损益	143	453	433	535
应付账款	1,082	952	1,461	1,284	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,009</b>	<b>2,144</b>	<b>2,797</b>	<b>3,354</b>
其他流动负债	541	654	624	698	EBIT	1,214	2,699	3,355	3,941
<b>非流动负债</b>	<b>290</b>	<b>259</b>	<b>197</b>	<b>132</b>	EBITDA	1,332	2,806	3,549	4,164
长期借款	281	251	188	123					
其他非流动负债	9	9	9	9	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,282</b>	<b>2,234</b>	<b>2,651</b>	<b>2,482</b>	每股收益(元)	0.48	1.02	1.32	1.59
少数股东权益	141	594	1,027	1,562	每股净资产(元)	2.83	3.64	4.83	6.29
归属母公司股东权益	5,973	7,679	10,212	13,289	发行在外股份(百万股)	2125	2112	2112	2112
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,396</b>	<b>10,507</b>	<b>13,890</b>	<b>17,333</b>	ROIC(%)	17.2%	30.8%	29.2%	27.0%
					ROE(%)	18.8%	31.4%	28.7%	26.2%
					毛利率(%)	76.3%	84.7%	84.9%	85.1%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	13.2%	16.2%	17.6%	18.3%
经营活动现金流	1,954	2,089	2,604	4,358	资产负债率(%)	27.2%	21.3%	19.1%	14.3%
投资活动现金流	-55	-960	-266	-221	收入增长率(%)	23.3%	73.3%	20.1%	15.4%
筹资活动现金流	-1,969	-477	-420	-374	净利润增长率(%)	-37.8%	112.6%	30.5%	19.9%
现金净增加额	-65	653	1,918	3,763	P/E	70.92	33.36	25.57	21.32
折旧和摊销	118	106	194	223	P/B	11.97	9.31	7.00	5.38
资本开支	324	774	9	-42	EV/EBITDA	53.16	25.17	19.46	15.79
营运资本变动	164	-538	-787	359					

数据来源：贝格数据，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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>