

营收净利高增长，研运出海与 AI 赋能将助力全球战略新阶段

——三七互娱业绩快报点评

公司点评

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

马笑(联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

殷成钢(联系人)

证书编号: S0280120020006

● 事件:

2月28日,三七互娱发布2019年业绩快报,公司2019年营业收入132.26亿元,同比增长73.28%;归母净利润21.44亿元,同比增长112.58%,接近此前发布的业绩预告上限。同时,公司预计2020年Q1手机游戏经营流水同比增长25%-30%,2020年Q2开始将陆续推出多款公司的全球精品游戏。

● 2019年发行及自研表现突出,驱动业绩大增,2020年望延续高增长

发行方面,新产品强劲增长,老产品表现稳定,公司移动游戏发行流水实现大幅提升,移动游戏业务营收同比增长超70%。自研方面,《斗罗大陆》H5、《一刀传世》等精品游戏均取得较好成绩,实现月流水过亿;《永恒纪元》、《大天使之剑H5》等自研老产品持续为公司贡献利润。公司已经储备暂定项目代号的具体产品中,有《西部SLG》《斗罗3D》等产品。公司通过自研自发行+代理发行+定制产品,有望通过SLG精品游戏实现在全球市场尤其是北美市场的突破,用MMO+二次元+SLG+卡牌突破亚洲地区。

● 公司组织体系完善、研发能力持续提升, AI 赋能为产品运营提质增效

人才方面,公司高举人才大旗,高级研发人才密度稳步持续提升,2019年研发人员数量突破1300人,2020年有望达到2000人。研运方面,公司逐步实现研发流程工业化,产品模型数据化,产品类型多元化,多维度提升研发能力,公司“量子-天机”两大智能化投放平台及智能化运营分析平台,有效提升流量运营和采买效果,目前已经形成有效赋能组织且形成一定行业优势。

● 看好公司管理团队,流量经营策略和研运发行能力,组织架构体系和 AI 智能系统赋能,同时看好开拓新品类、及海外市场潜力,维持“推荐”评级
看好公司5G云游戏机遇和精品化趋势下的游戏机会,公司研运发行和流量经营能力,公司不断拓展品类和加大开拓海外市场,有望进一步提升流水和ARPU值。我们预计2020-2021年净利润分别为25.10、29亿元,同比增长17.1%/15.5%,对应EPS分别为1.19/1.37元,当前对应2020-2021年PE分别为30、26倍,维持“推荐”评级。

● 风险提示:监管趋严、海外竞争加剧、游戏上线延误、流水不及预期等。

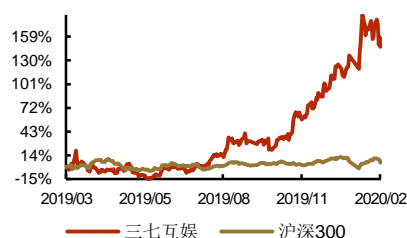
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,189	7,633	13,226	15,726	17,918
增长率(%)	17.9	23.3	73.3	18.9	13.9
净利润(百万元)	1,621	1,009	2,144	2,510	2,900
增长率(%)	51.4	-37.8	112.6	17.1	15.5
毛利率(%)	68.5	76.3	79.8	80.1	80.5
净利率(%)	26.2	13.2	16.2	16.0	16.2
ROE(%)	25.2	18.8	31.2	27.2	24.6
EPS(摊薄/元)	0.77	0.48	1.01	1.19	1.37
P/E(倍)	46.2	74.3	35.0	29.9	25.8
P/B(倍)	10.7	12.5	9.7	7.5	6.0

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2020.02.28
收盘价(元):	33.86
一年最低/最高(元):	11.66/39.7
总股本(亿股):	21.12
总市值(亿元):	715.21
流通股本(亿股):	13.48
流通市值(亿元):	456.36
近3月换手率:	144.33%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	11.42	50.58	149.83
绝对	9.83	52.59	157.2

相关报告

《手游业务高增长,持续看好公司流量经营策略和研运发行能力》2019-09-04

《手游爆款频出,大天使之剑H5为业绩增长保驾护航》2017-10-30

《永恒纪元一战成名,三七力争成为中国第三大游戏厂商》2017-08-30

目 录

1、 研运发行出海一体化，2019 年净利同比大增 113%	3
2、 产品储备丰富，AI 赋能助力 2020 年延续高增长	5
3、 完善全球布局，针对性加强 SLG 等重点海外产品	7
4、 三七互娱旗下部分新老手游 IOS 数据跟踪	9
5、 盈利预测	12
6、 风险提示	12
附：财务预测摘要	13

图表目录

图 1： 公司研发运行平台	3
图 2： 公司 2015-2019 营业收入及同比增速	3
图 3： 公司 2015-2019 归母净利润及同比增速	3
图 4： 公司 2015-2019H1 营收结构	4
图 5： 公司 2019H1 主营构成	4
图 6： 公司 2019H1 毛利构成	4
图 7： 公司 2015-2019Q3 毛利率及净利率	4
图 8： 公司 2015-2019Q3 各项费用率	5
图 9： 公司 2015-2018 员工构成（人）	6
图 10： 公司“量子”系统运行流程	6
图 11： 永恒纪元近一个月排名趋势	9
图 12： 永恒纪元近一个月下载量估算	9
图 13： 一刀传世近一个月排名趋势	10
图 14： 一刀传世近一个月下载量估算	10
图 15： 王城英雄近一个月排名趋势	10
图 16： 王城英雄近一年下载量估算	10
图 17： 屠龙破晓近一个月排名趋势	10
图 18： 屠龙破晓近一年下载量估算	10
图 19： 斗罗大陆近一个月排名趋势	11
图 20： 斗罗大陆近一个月下载量估算	11
图 21： 大天使之剑 H5 近一个月排名趋势	11
图 22： 大天使之剑 H5 近一个月下载量估算	11
图 23： 鬼语迷城近一个月排名趋势	11
图 24： 鬼语迷城近一个月下载量估算	11
表 1： 公司部分明星产品	5
表 2： 公司部分海外产品	7
表 3： 部分公司 2020 重点产品	9

1、研运发行出海一体化，2019 年净利同比大增 113%

三七互娱为全球领先的游戏研发商、运营商，旗下拥有全球顶尖的游戏研发品牌三七游戏，以及 37 网游、37 手游、37GAMES 等全球知名的专业游戏运营平台。

2020 年 2 月 28 日三七互娱发布 2019 年业绩快报。公司 2019 年营业收入 132.26 亿元，同比增长 73.28%；归母净利润 21.44 亿元，同比增长 112.58%，接近此前发布的业绩预告上限。同时，公司预计 2020Q1 手机游戏经营流水同比增长 25%-30%，2020Q2 开始将陆续推出多款公司自研的全球精品游戏。

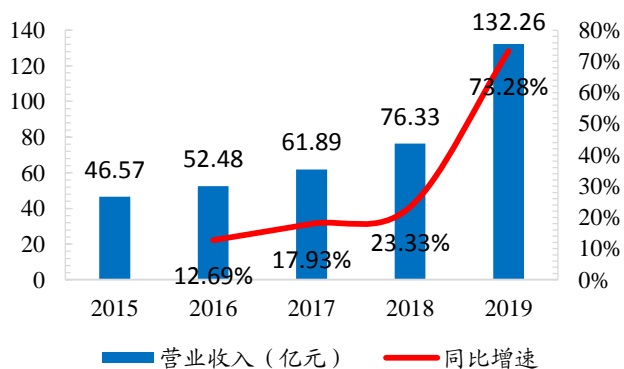
图1： 公司研发运行平台



资料来源：三七互娱官网，新时代证券研究所

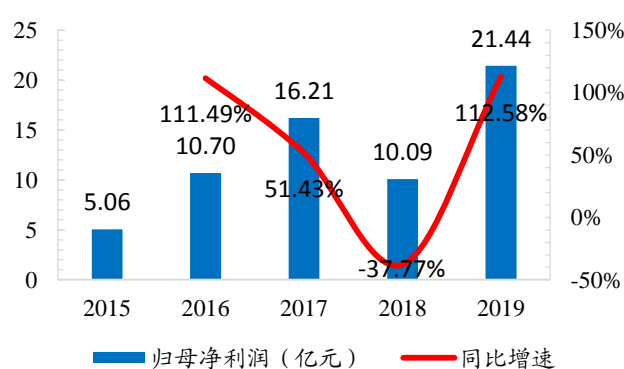
公司营收高速增长，2019 增速显著提升；归母净利润稳步增长，2019 年达到 21.44 亿元。公司营业收入持续高速增长，且同比增速稳步提升，2016-2018 增速由 12.69%提升至 23.33%，2019 年增速大幅提升，同比增长 73.28%，营业收入达 132.26 亿元。2015-2017 净利润同样高速增长，由 5.06 亿元增长至 16.21 亿元，2018 年子公司商誉减值导致归母净利润减少 5 亿元，2019 年净利润重回增长轨道，同比大幅增长 112.58%，达到 21.44 亿元。其中，2018 年，公司因子公司上海墨鹏数码科技有限公司业绩承诺未达标，确认了相关的业绩补偿收益及商誉减值损失，导致 2018 年归属于上市公司股东的净利润减少 5.06 亿元。

图2： 公司 2015-2019 营业收入及同比增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

图3： 公司 2015-2019 归母净利润及同比增速

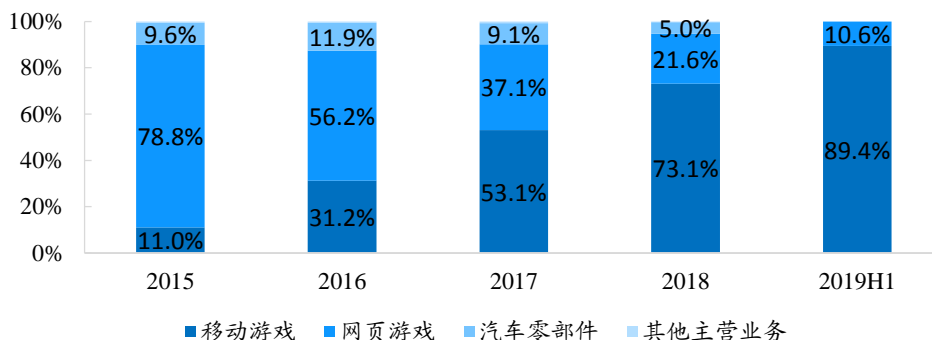


资料来源：wind，新时代证券研究所

公司营收构成中手游占比不断提升，2019H1 达到 90%。2015-2019 年，公司营业收入中移动游戏比例不断上升，由 2015 年的 11%上升至 2019H1 的 89.4%，同时网页游戏的占比不断下降，由 2015 年的 78.8%上升至 2019H1 的 10.6%，手游已成为公司的主要业务。并且 2018 年剥离汽车零部件资产后，公司业务已全部为

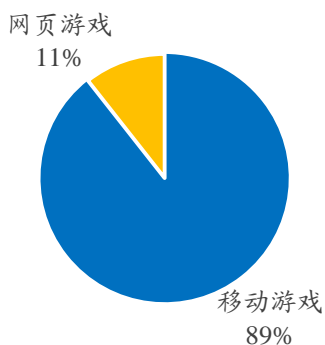
网络游戏。2019 年上半年公司主营构成中 89% 为移动游戏，11% 为网页游戏。同期毛利构成中，91% 为移动游戏，9% 为网页游戏。

图4： 公司 2015-2019H1 营收结构



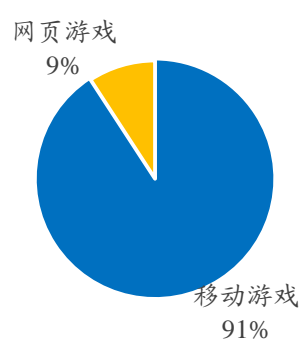
资料来源：wind，新时代证券研究所

图5： 公司 2019H1 主营构成



资料来源：wind，新时代证券研究所

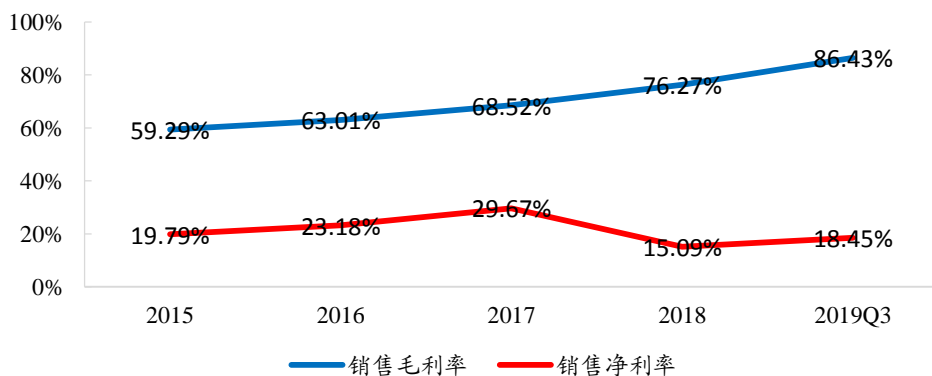
图6： 公司 2019H1 毛利构成



资料来源：wind，新时代证券研究所

毛利率持续上升，净利率保持平稳。公司 2015-2019 毛利率不断上升，2015 年毛利率为 59.29%，2019 年前三季度达到 86.43%。同时净利率相对稳定，2015-2017 连续上升，2017 年达到 29.67%，2018、2019 年受到费用率走高的影响净利率有所下降，2019 年前三季度为 18.45%。

图7： 公司 2015-2019Q3 毛利率及净利率



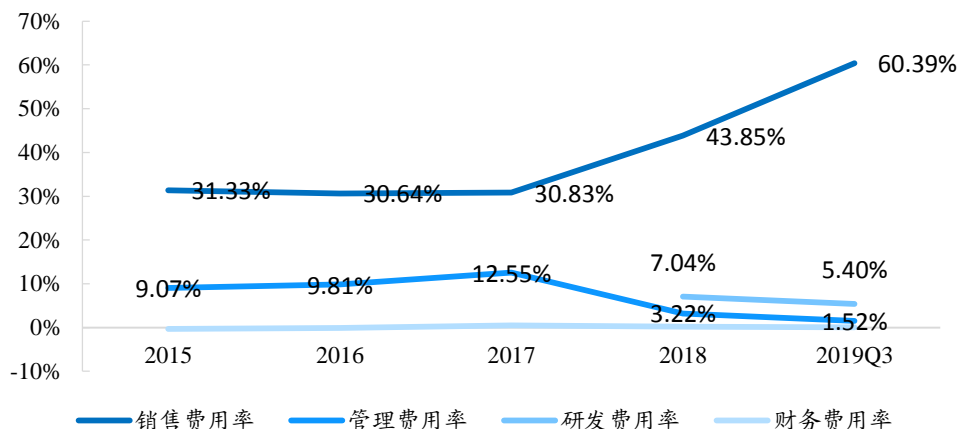
资料来源：wind，新时代证券研究所

游戏推广致销售费用率走高，整体费用控制良好。费用率方面，销售费用率

2015-2017 稳定在 30% 左右, 2018、2019 年由于公司游戏推广, 手机游戏业务互联网流量费用持续增加, 2019 年前三季度销售费用率为 60.39%。管理费用 2015-2017 由 9.07% 上升至 12.55%, 2018、2019 年连续下降, 2019 年前三季度为 1.52%。研发费用率 2018 年为 7.04%, 2019 年前三季度为 5.40%。

公司财务费用较低, 占比小于 1%。公司整体费用控制良好, 除必要游戏推广致销售费用率走高, 其他费用趋势良好。

图8: 公司 2015-2019Q3 各项费用率



资料来源: wind, 新时代证券研究所

2、产品储备丰富, AI 赋能助力 2020 年延续高增长

发行方面, 新产品强劲增长, 老产品表现稳定, 公司移动游戏发行流水实现大幅提升, 移动游戏业务营收同比增长 70%+。自研方面, 《斗罗大陆》H5、《一刀传世》等精品游戏均取得较好成绩, 实现月流水过亿;《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等自研老产品持续为公司贡献利润。

根据 Sensor Tower《2019 年全球及中国手游市场趋势报告》, 公司《一刀传世》位列 2019 年收入增幅游戏第二名, 第一、三、四、五位分别为网易《率土之滨》、腾讯《红警 OL》、网易《阴阳师》和炎魂《忍者必须死 3》

根据公司快报预期, 随公司研发能力及发行业务进一步提升, 2020 年一季度手游流水将同比增长 25%-30%。

表1: 公司部分明星产品

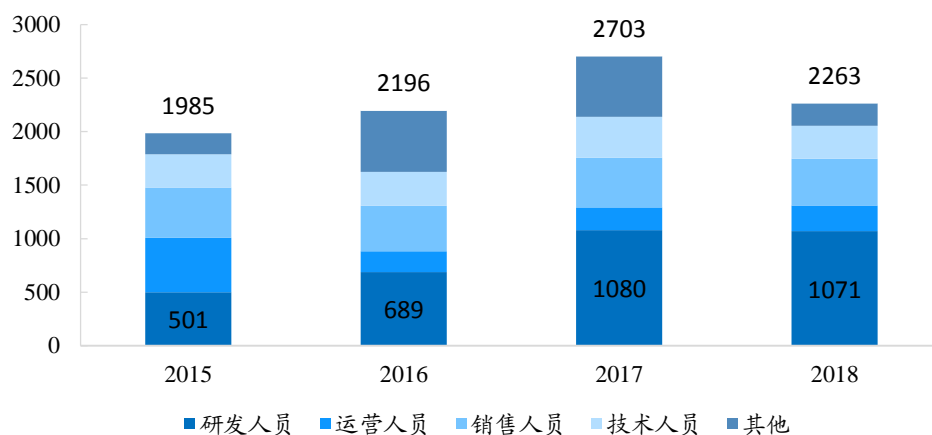
游戏	类型	简介
一刀传世	MMORPG	集 MMO 与 RPG 为一体的全新传奇手游, 成龙代言, 正版授权。
斗罗大陆 H5	策略	沉浸式策略游戏, 正版授权巨作, 原著改编, 真实剧情体验, 原创策略玩法。
最强王者	策略	实时国战三国策略手游, 手机+PC 双端互通畅玩, 策权谋征伐天下。
传奇霸业	ARPG	正版授权传奇题材 ARPG 网页游戏。秉承传奇经典设置, 力求带给玩家原汁原味的传奇体验。
永恒纪元	MMO 动作	电影级 3DMMO 动作手游, 以精美的地图场景、恢弘的欧式建筑, 中世纪经典的魔幻题材为基础, 全面构筑起史诗般西方魔幻世界。
大天使之剑	ARPG	正版授权 ARPG 网页游戏。游戏以新一代引擎打造, 高度还原畅快的即时战斗体验。

资料来源: 凤凰网, 公司公告官网等, 新时代证券研究所

公司自研能力不断提升, 研发团队 2020 年有望达到 2000 人。根据公司年报, 研发人员数量不断增加, 由 2015 年的 501 人增加至 2018 年的 1071 人, 占比由 25.24%

上升至 47.33%，已接近一半。根据公司投资者活动纪要说明，公司高举人才大旗，高级研发人才密度稳步持续提升，2019 年研发人员数量突破 1300 人，2020 年有望达到 2000 人。

图9： 公司 2015-2018 员工构成（人）

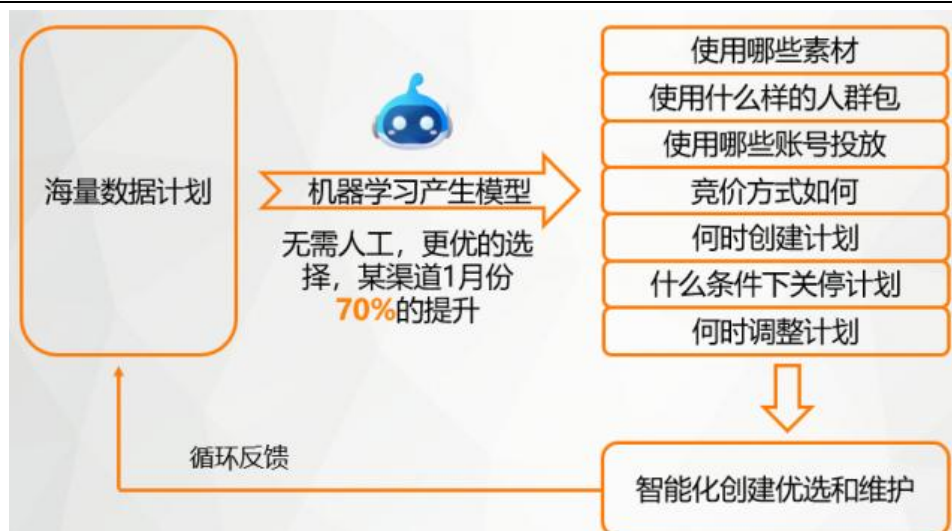


资料来源：wind，新时代证券研究所

公司智能化投放平台“量子”是一个可以对接所有主流广告渠道，快速批量投放以及自动化投放的广告后台系统，其合并多个系统，串联流程，大幅减少计划创建时间。同时对计划进行标准化批量处理，自动化、智能化维护计划，通过大数据分析以及 AI 算法提升推广效率以及效果。

量子系统一方面实现自动化，集中渠道，进行数据管理，能够批量标准化，人工经验转化为代码。另一方面实现智能化，从海量数据里看答案，通过机器学习的方法产生用户类型。

图10： 公司“量子”系统运行流程



资料来源：新浪财经，新时代证券研究所

公司智能化运营分析平台“天机”为针对游戏数据进行统计、分析以及预测的经营决策系统，主要帮助游戏运营以及研发人员对游戏核心数值进行了解和优化，提升游戏品质。该系统可以通过数据分析模型对游戏生命周期进行精准预测并根据用户数据对用户进行差异化的活动营销，使客服可以专注于更高价值的服务，目前公司在国内及海外发行的逾 50 款游戏均在运用该工具。

3、完善全球布局，针对性加强 SLG 等重点海外产品

公司持续推进全球化战略布局，加大力度扩展海外市场。公司在东南亚等优势区域保持竞争力的同时，结合本地化产品选择合适的营销手段继续重点开拓日韩和欧美等高潜力市场。截止 2019 年半年报，公司海外品牌 37GAMES 覆盖 200 多个国家和地区，全球发行手机游戏超过 100 款，游戏类型涉及 ARPG、MMOPRG、卡牌 RPG、SLG、STG、MOBA 等，语言覆盖繁体中文、英语、日语、韩语、泰语等 14 种。

自研产品《斗罗大陆》H5 于新马等地区上线发行，取得首月流水突破千万的成绩；卡牌游戏《SNK All-Star》于日本上线后迅速登上了 GooglePlay 游戏下载榜首；公司王牌产品《永恒纪元》不断更新迭代，持续在东南亚、欧美、日本、韩国等地区市场保持稳定的流水。

表2： 公司部分海外产品

方式	游戏名称	发布地区	游戏类型	相关说明
自研	《精灵盛典》	全球	RPG	《精灵盛典》是三七互娱旗下极光网络研发、37 手游发行的“奇迹 MU”授权 MMORPG 产品，公司邀请了香港四大天王之一的黎明作为该游戏的代言人。《精灵盛典》采用了极光网络开发的全新粒子游戏引擎系统，游戏画面精美。
	《FinalOrder》	欧美	SLG	还原现代军事特点。让玩家特别是军迷有很好的体验。有战争的感觉。另外引入了超级兵（怪兽），它是一个不确定的因素，体验增强。
	《三消 SLG》	欧美	SLG	三消类型 SLG 游戏
	《大天使之剑 H5》	港澳台/越南	SLG	《大天使之剑 H5》是一款改编自经典页游《大天使之剑》的 H5 游戏，游戏以炫酷的画面，丰富的打击感为主要特色。《大天使之剑 H5》延续了经典暗黑风格，呈现出原汁原味冒险。华丽的装备造型、震撼的技能特效，逼真细腻的场景，精致光影视觉，融入端游核心等玩法基础，进行大胆创新。
	《鬼语迷城》	台湾	MMOARPG	《鬼语迷城》是一款盗墓题材的 3DMMORPG 手机游戏。游戏中玩家将扮演寻龙者寻找地下宝藏。
	《永恒纪元》	日本	ARPG	《永恒纪元》由三七互娱王牌研发——极光网络全力打造，延续主流 ARPG 的经典玩法，融合休闲娱乐元素，首创智能挂机、个性秘书服务，支持全地图 PK 爆神装、自由定价交易等开放式玩法，给玩家以激爽畅快的游戏体验。
	《日理万姬》	韩国	养成类	《日理万姬》是一款宫廷模拟类的休闲养成游戏。在《日理万姬》中，玩家要扮演一个古代的官员，开局只是个县令，通过断案和解决事件来获得声望和经验，游戏中还可以娶妻纳妾，结婚生子。
参股/代理	《斗罗大陆》H5	新马/台港澳	ARPG	沉浸式策略游戏原著小说改编，沉浸式剧情还原，原创策略玩法，多武魂觉醒，万千魂环搭配。
	《狂野西境》	欧美	SLG	由曾打造出《阿瓦隆之王》《火枪纪元》等出海 SLG 爆款的制作人刘宇宁主导开发。西部题材在美国有着比较深厚的市场基础，和 SLG 匹配度很高。从游戏本身来看，主要是拓荒式探索和开放式建筑，可以带来和西部背景一样的体验。游戏有 15 个英雄，有 4 个品类，可以不断解锁。
代理	《江湖大梦》 (《楚留香》)	台港澳/新马	ARPG	极具沉浸感的真实江湖——2 千万余平方米无缝大江湖，拟真复刻明代地图！踏遍千山、深入疑局，百万字的剧情储备，从侠肝义胆的江湖豪情，到充满人间烟火的生活百态，散落在世界各地的 NPC

方式	游戏名称	发布地区	游戏类型	相关说明
				或沿街吆喝、或啃耳八卦，会根据天气状况改变行为方式，展现出江湖的市井百态，点染出浓浓的人间烟火味。
	《昆仑墟》	韩国	ARPG	纯正武侠题材 3D 角色扮演手机网游，三大职业剑、枪、弓相互克制，拥有战斗和觉醒两套技能，配合近百种辅助技能打出畅快淋漓纯武侠战斗。
	《SNK オールスター》	日本	卡牌	于日本上线后迅速登上 GooglePlay 游戏下载榜首。
	《天鹅座》	日本	女性向	甜蜜宠爱养成，邂逅心动之选，谱写唯美恋曲，男友养成宠爱升级，少女心大满足。
	《魔王计划》	日本	二次元	《魔王计划》一款二次元风格的 RPG 游戏。玩家能在游戏中组合自己的队伍，进行刺激的冒险，还能与各个角色恋爱。
	《暗黑后裔》	韩国	ARPG	高清的 3D 技术制作，打造顶尖的画面效果，浓厚的暗黑元素为游戏增添不一样的冒险色彩，让整个游戏的剧情更加的精彩，战斗更加的冒险刺激。
	《镇魔曲》	台湾	ARPG	一条东方英雄镇魔之路，一个包含了牺牲、守护、轮回与宿命的史诗剧情。由国人创作，4 大好莱坞电影团队跨界相助，6 分 21 秒，历时 2 年，耗资 1300 万。
	《封仙》	新加坡/马来西亚	ARPG	《封仙》是一款仙侠题材的 ARPG 手游，华丽画风仙气满满，极致视觉享受永不疲劳；挑战副本锁妖封魔，高阶神装掉落不停；携手萌宠共战世界 BOSS，抢夺最强炫酷珍稀翅膀；加入仙盟，与志同道合之人共惩奸除恶，兄弟情谊肝胆相照；恢弘磅礴的世界观，让人有置身其中的强烈代入感。
	《诛仙》	泰国	ARPG	游戏主要通过让玩家为了更好的进行养成来参与更多的玩法进行产出资源。游戏主要通过控制每日的经验产出来限制玩家的成长节奏，同时为了提升玩家之间的交互性，满足玩家的社交需求，还设计了一些帮派、家族、好友、伴侣等社交系统，方便玩家之间交流，增强了玩家的社交粘性。
	《PrimalWars: DinoAge》	欧美	SLG	天赋与科技相辅相成的养成系统，在各个阶段采取根据不同的天赋加点与研发科技。
	《LordsofConquest》	欧美	SLG	《LordsofConquest》是一款在线社交策略战争类游戏，化身领主建造你的国家，招募英雄进行探险，训练士兵守卫城堡。外交、军事、经济等多种发展模式。
	《青云诀》	亚太	ARPG	《青云诀》是一款 2D 角色扮演即时战斗类仙侠手游，精美的画面效果，丰富的剧情、独特的修仙风格、无敌萌宠、霸气战阵、炫酷神兵、智能挂机、全地图抢 BOSS 爆神装、自由交易等开放式玩法，全新演绎即时战斗手游时代。
	《墨三国》	亚太	卡牌	是一款以三国为背景的战争策略手游。该游戏将三国战争与国风艺术融合，让玩家有不一样的三国战争体验。
	《希望 OL 手游》	台港澳	ARPG	国内最早的 3D 视角卡通网游，很多国内玩家的启蒙游戏。
	《神无月》	港澳台地	二次元	华丽的声优阵容，全剧情配音；日本知名画师操刀，角色立绘精美。作为回合制卡牌 RPG 的《神无月》还融入了战旗策略玩法。
	《半世界之旅》	日本	二次元	一款乙女恋爱手游。游戏中玩家要和形形色色的男子们，谈上一段或青涩、或治愈、或浓烈的恋爱。
	《代号 MH》	全球	SLG	在这款 SLG 游戏中，玩家需要快速的掌握一切资源才能生存，策略战役的玩法非常考验玩家的脑力。
	《OceanWars》	全球	SLG	《海洋战争 Ocean Wars》是一款描述中实际欧美海战的大型在线

方式	游戏名称	发布地区	游戏类型	相关说明
	《代号 X》	全球	二次元	RTS 策略游戏。游戏中玩家是一个雄心勃勃的海军上将，通过通过海洋开发，建立与其他海军强大的联盟，扩大自己的领地。并击退贪婪的海盗，甚至竞争对手来阔大领地。
				通过 Unity3D 引擎再现恢弘场景，打造媲美端游画质的盛宴。3D 全自由视角全面解放战斗束缚，带来极致战斗快感。战法刺三大经典职业设计各具特色，随意选择踏上旅途。热血团战、百人同屏激斗打造酣畅淋漓的战斗体验。结义、仙侣、盟会多样社交体验结缘三界，构建情义江湖。坐拥热血与柔情，极致国风美景带你梦回经典，惊艳传奇。

资料来源：凤凰网，公司官网，公司公告，新时代证券研究所

公司研发能力不断提升，叠加 AI 智能系统带来的精准用户定位及市场分析，公司未来新品表现值得期待。预期公司 2020 年将有 10-11 款自研产品及几十款代理产品，除了充足的产品数量，2020 年新品矩阵充分体现品类多元化。暂定项目中非 RPG 的产品就有《狂野西境》、《Final Order》、《三消 SLG》和《日理万姬》等，实现了以往非 RPG 产品的零突破。

新品中多款产品具备十足看点：《狂野西境》：美国西部题材背景的 SLG 游戏。结合《荒野大镖客 2》表现，西部题材游戏潜力十足，SLG 类型游戏深受欧美玩家喜爱。《精灵盛典》出海：《奇迹 MU》正版授权的 3DMMO 巨作。国内自上线后表现突出，在 AppStore 游戏畅销榜最高排名第三。亚洲经典网游 IP，作品拥有庞大玩家粉丝群体，亚洲地区出海表现可期。《斗罗大陆 3D》：经典 IP 3D 新作，RPG 类型。公司深谙 RPG 类型手游内核，集合斗罗大陆经典 IP，表现值得期待。

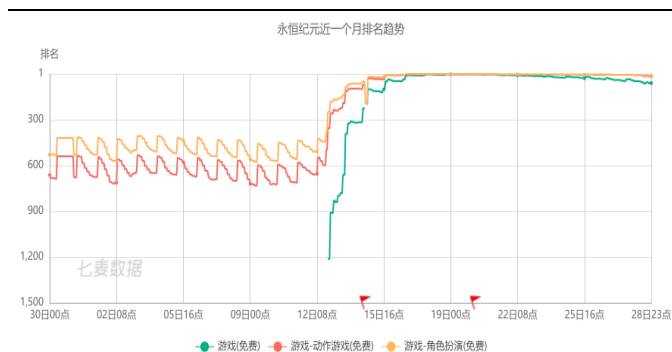
表3：部分公司 2020 重点产品

游戏名	游戏类型	自研/代理	地区
《狂野西境》	SLG	代理	海外
《精灵盛典》	RPG	自研	海外
《Final Order》	射击	代理	-
《日理万姬》	模拟经营	自研	韩国
《斗罗大陆 3D》	RPG	自研	国内

资料来源：凤凰网，公司公告，新时代证券研究所

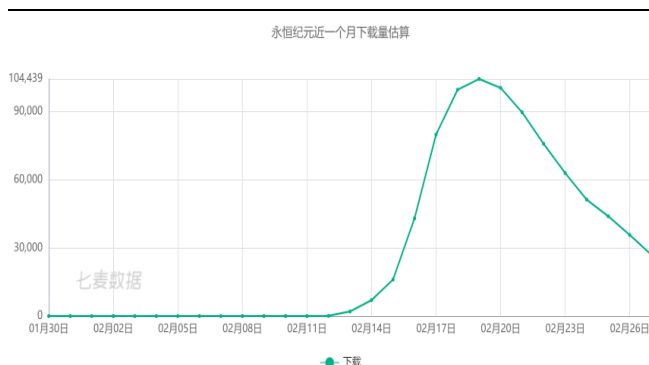
4、三七互娱旗下部分新老手游 IOS 数据跟踪

图11：永恒纪元近一个月排名趋势



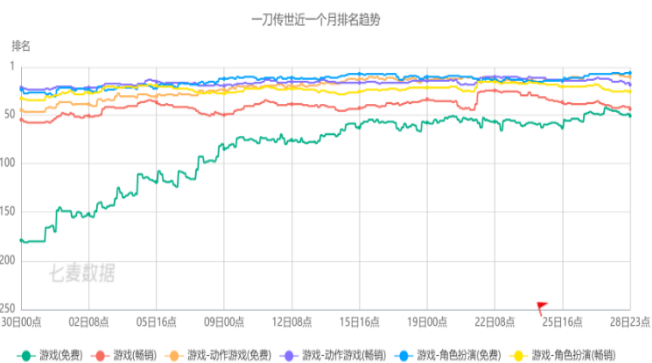
资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

图12：永恒纪元近一个月下载量估算



资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

图13: 一刀传世近一个月排名趋势



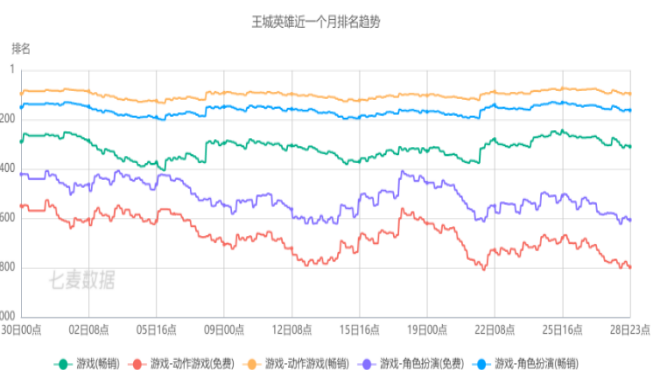
资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

图14: 一刀传世近一个月下载量估算



资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

图15: 王城英雄近一个月排名趋势



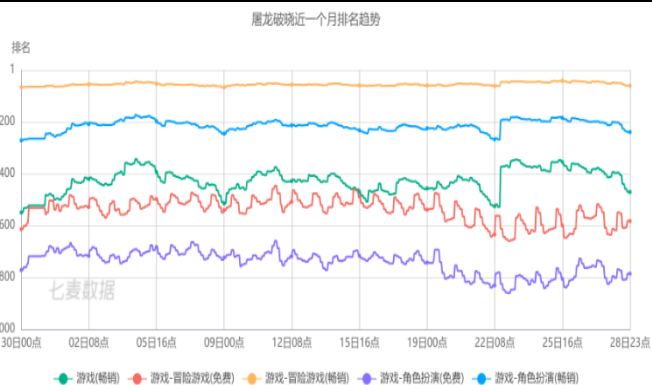
资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

图16: 王城英雄近一年下载量估算



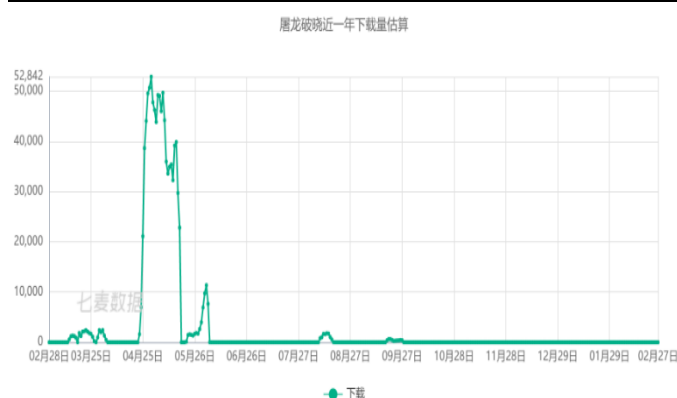
资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

图17: 屠龙破晓近一个月排名趋势



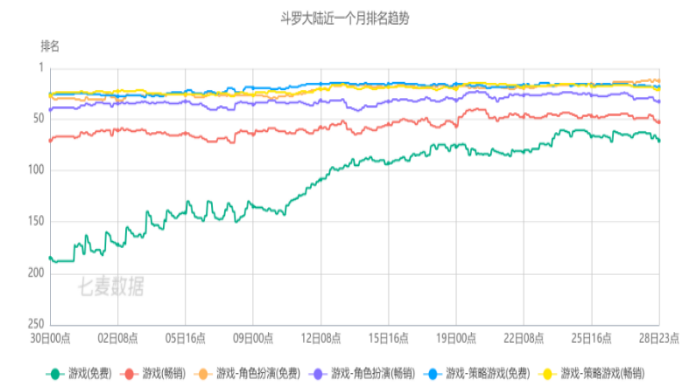
资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

图18: 屠龙破晓近一年下载量估算



资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

图19: 斗罗大陆近一个月排名趋势



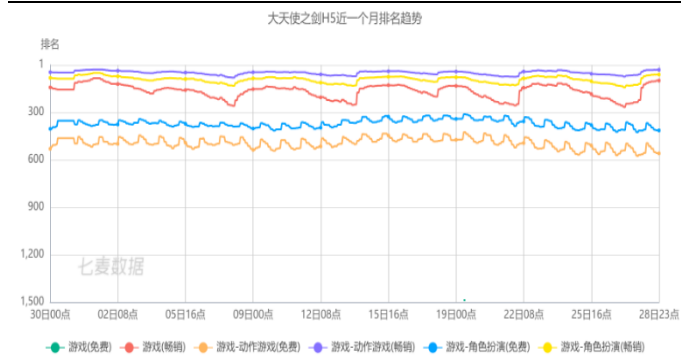
资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

图20: 斗罗大陆近一个月下载量估算



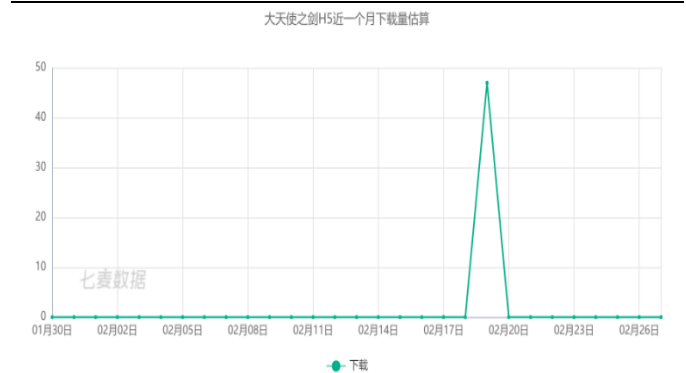
资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

图21: 大天使之剑 H5 近一个月排名趋势



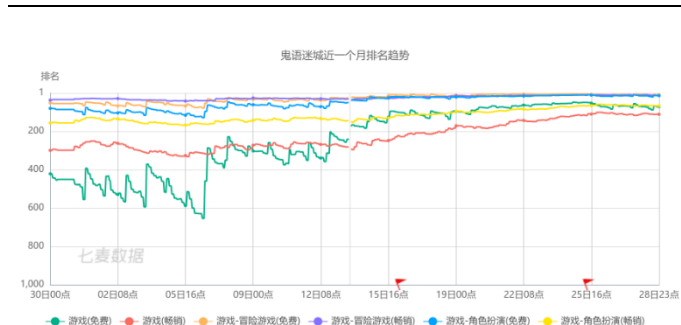
资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

图22: 大天使之剑 H5 近一个月下载量估算



资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

图23: 鬼语迷城近一个月排名趋势



资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

图24: 鬼语迷城近一个月下载量估算



资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

5、盈利预测

看好公司 5G 云游戏机遇和精品化趋势下的游戏机会，公司研运发行和流量经营能力，公司不断拓展品类和加大开拓海外市场，有望进一步提升流水和 ARPU 值。我们预计 2020-2021 年净利润分别为 25.10、29 亿元，同比增长 17.1%/15.5%，对应 EPS 分别为 1.19/1.37 元，当前对应 2020-2021 年 PE 分别为 30、26 倍，维持“推荐”评级。

6、风险提示

监管趋严、海外竞争加剧、游戏上线延误、流水不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3962	4182	5366	8154	11458
现金	1581	1533	383	4202	5334
应收票据及应收账款合计	940	1299	2581	2032	3224
其他应收款	389	792	1254	1179	1593
预付账款	284	194	633	350	770
存货	102	0	150	25	171
其他流动资产	667	364	364	364	364
非流动资产	5198	4214	5162	5318	5426
长期投资	377	556	740	922	1106
固定资产	292	36	793	801	763
无形资产	49	21	18	-1	-15
其他非流动资产	4479	3601	3611	3596	3572
资产总计	9160	8396	10528	13472	16884
流动负债	1518	1992	1996	2281	2545
短期借款	372	369	371	370	370
应付票据及应付账款合计	742	1082	961	1259	1433
其他流动负债	404	541	664	651	742
非流动负债	355	290	259	195	128
长期借款	338	281	250	186	119
其他非流动负债	17	9	9	9	9
负债合计	1873	2282	2255	2476	2673
少数股东权益	270	141	582	1060	1654
股本	2148	2125	2125	2125	2125
资本公积	1973	299	299	299	299
留存收益	2919	3503	5247	7168	9451
归属母公司股东权益	7017	5973	7691	9936	12557
负债和股东权益	9160	8396	10528	13472	16884

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1832	1954	252	4387	1613
净利润	1836	1151	2585	2988	3494
折旧摊销	160	118	105	191	218
财务费用	29	17	70	11	-61
投资损失	-256	-81	-143	-120	-128
营运资金变动	-4	164	-2365	1317	-1908
其他经营现金流	67	585	-1	-1	-1
投资活动现金流	-1368	-55	-910	-227	-197
资本支出	1019	324	764	-26	-75
长期投资	-40	195	-184	-183	-184
其他投资现金流	-389	464	-330	-436	-456
筹资活动现金流	310	-1969	-492	-341	-285
短期借款	-1	-3	2	-1	0
长期借款	314	-57	-31	-64	-67
普通股增加	63	-23	0	0	0
资本公积增加	1038	-1674	0	0	0
其他筹资现金流	-1105	-212	-462	-276	-218
现金净增加额	762	-65	-1150	3819	1132

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6189	7633	13226	15726	17918
营业成本	1948	1811	2670	3123	3503
营业税金及附加	27	33	57	68	77
营业费用	1908	3347	5226	6442	7253
管理费用	777	246	983	1082	1157
研发费用	0	538	621	862	935
财务费用	29	17	70	11	-61
资产减值损失	351	1049	1128	1290	1631
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	111	98	86	94	92
投资净收益	256	81	143	120	128
营业利润	1518	770	2700	3063	3645
营业外收入	403	464	32	100	50
营业外支出	4	15	8	9	9
利润总额	1917	1219	2724	3154	3686
所得税	80	68	139	166	192
净利润	1836	1151	2585	2988	3494
少数股东损益	216	143	441	478	594
归属母公司净利润	1621	1009	2144	2510	2900
EBITDA	2074	1332	2832	3306	3788
EPS(元)	0.77	0.48	1.01	1.19	1.37

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	17.9	23.3	73.3	18.9	13.9
营业利润(%)	30.3	-49.3	250.5	13.5	19.0
归属于母公司净利润(%)	51.4	-37.8	112.6	17.1	15.5
获利能力					
毛利率(%)	68.5	76.3	79.8	80.1	80.5
净利率(%)	26.2	13.2	16.2	16.0	16.2
ROE(%)	25.2	18.8	31.2	27.2	24.6
ROIC(%)	45.7	43.3	48.5	84.0	71.2
偿债能力					
资产负债率(%)	20.5	27.2	21.4	18.4	15.8
净负债比率(%)	-11.3	-13.9	3.7	-32.6	-33.6
流动比率	2.6	2.1	2.7	3.6	4.5
速动比率	1.9	1.8	2.1	3.3	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.4	1.3	1.2
应收账款周转率	6.7	6.8	6.8	6.8	6.8
应付账款周转率	2.7	2.0	2.6	2.8	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.48	1.01	1.19	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.66	0.12	2.08	0.76
每股净资产(最新摊薄)	3.32	2.83	3.64	4.70	5.94
估值比率					
P/E	46.2	74.3	35.0	29.9	25.8
P/B	10.7	12.5	9.7	7.5	6.0
EV/EBITDA	36.1	56.1	26.9	22.0	19.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>