



2020 年 04 月 02 日

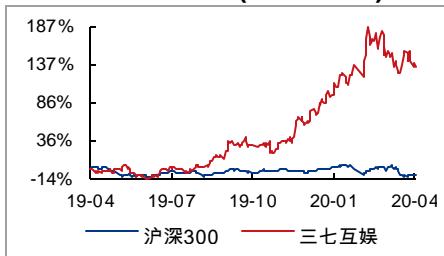
买入(维持)

当前价： 32.01 元
目标价： 元

分析师：陈铮娴

执业编号：S0300516090001
电话：021-51782317
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

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	13,227	16,931	20,656	23,754
(+/-)	73%	28%	22%	15%
归母净利润	2,112	2,947	3,707	4,347
(+/-)	110%	47%	26%	17%
EPS(元)	0.95	1.40	1.76	2.06
P/E	34	23	18	16

资料来源：粤开证券研究院

近期报告

《【粤开(原联讯)传媒公司深度】三七互娱(002555.SZ,买入)研运一体之份额领导者,受惠中国5G商用起飞,戴维斯双击可期》2019-12-12

《【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》2020-01-10

三七互娱(002555.SZ)

【粤开传媒】三七互娱(002555.SZ,买入)1Q20业绩有望维持高增长

投资要点

事件

公司公告 2019 年营业收入 132 亿元 , 同比增长 73% , 归母净利润 21 亿元 , 同比增长 110% , 扣非后净利润 21 亿元 , 同比增长 340% , 每股收益 1.00 元。业绩增长的主要原因为 2019 年移动游戏业务流水大幅提升。

投资要点

1. 2019 年中国游戏市场销售收入同比增长 8.7% , 其中移动游戏市场容量的同比增速为 15.5% 。公司移动游戏业务营业收入 120 亿 , 同比增长 115% , 在移动游戏发行市场的份额进一步提升至 10.44% , 仅次于腾讯 (0700.HK) 和网易 (NTES.O) 。
2. 新品增量强劲搭配老产品精细化运营是支撑公司游戏收入增长的关键。公司研发投入持续增加 , 提升自研手游引擎性能 , 使得研发重心进一步向玩法创新和设计创新倾斜 , 满足客户需求。公司创新推广形式 , 通过智能化投放平台和智能化运营分析平台提高广告投放的精准度 , 开展差异化活动营销 , 提升用 ARPU 值。
3. 项目储备丰富 , 截止报告期末 , 公司正在研发《代号荣耀》、《末日沙城》、《代号 NB》和《代号 DL》等十余款游戏 , 涵盖 RPG 、卡牌和模拟经营等多个品类 , 预期可持续产出更多长周期精品游戏。公司在产品选择上坚持“精品化、多元化、定制化”路线。预计在 2020 年发行三十多款精品游戏 , 涵盖 RPG 、卡牌和 SLG 等不同品类。
4. 我们预估 1Q20 公司归母净利润有望录得高增长 , 同比增速约为五成。
5. 同时公司公告拟非公开发行股票预案 , 非公开发行不超过 45 亿元 , 用于网络游戏开发及运营建设项目、5G 云游戏平台建设项目和广州总部大楼建设项目。

投资建议

我们预估公司 2020 年和 2021 年营业收入分别为 169 亿和 207 亿 , 同比增速分别为 28% 和 22% , 归母净利润分别为 29 亿和 37 亿 , 同比增速分别为 47% 和 26% , 分别对应每股收益 1.40 元和 1.76 元 , 目前股价分别对应 2020 年 PE23 倍和 2021 年 PE18 倍 , 考量公司研运一体商业模式壁垒高 , 精细化流量运营有效提升 ARPU 值 , 搭配估值具备吸引力 , 重申「买入」的投资建议。

风险提示

游戏流水不如预期。


附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,748	4,229	6,447	10,607	经营活动现金流	3,252	3,016	2,853	4,851
应收和预付款项	2,023	25	812	150	投资活动现金流	(1,043)	0	0	0
存货	0	0	0	0	筹资活动现金流	(1,602)	(536)	(634)	(690)
其他流动资产	2,169	2,169	2,169	2,169	现金净增加额	614	2,481	2,218	4,160
长期股权投资	469	469	469	469					
投资性房地产	0	0	0	0					
固定资产和在建工程	844	825	805	785					
无形资产和开发支出	1,632	1,632	1,632	1,632					
其他非流动资产	309	290	271	271					
资产总计	9,195	9,638	12,604	16,083					
短期借款	0	0	0	0					
应付和预收款项	2,057	141	141	141					
长期借款	250	250	250	250					
其他负债	103	103	103	103					
负债合计	2,410	494	494	494					
股本	2,112	2,112	2,112	2,112					
资本公积	73	73	73	73					
留存收益	4,844	7,203	10,169	13,648	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
归属母公司股东权益	7,029	9,388	12,355	15,833	收益率				
少数股东权益	264	264	264	264	毛利率	87%	88%	88%	88%
负债和股东权益合计	9,195	9,638	12,604	16,083	三费/销售收入	60%	58%	58%	58%
					EBIT/销售收入	19%	23%	23%	24%
					EBITDA/销售收入	20%	23%	24%	24%
					销售净利率	17%	17%	18%	18%
					资产获利率				
利润表	2019	2020E	2021E	2022E	ROE	28%	31%	30%	27%
营业收入	13,227	16,931	20,655	23,754	ROA	28%	40%	38%	35%
营业成本	1,776	2,116	2,582	2,969	ROIC	55%	75%	95%	92%
营业税金及附加	46	59	72	83	增长率				
营业费用	7,737	9,651	11,774	13,540	销售收入增长率	73%	28%	22%	15%
管理费用	222	288	351	404	EBIT 增长率	124%	52%	25%	16%
财务费用	(15)	(53)	(106)	(177)	EBITDA 增长率	112%	50%	24%	15%
资产减值损失	(58)	(60)	(60)	(60)	净利润增长率	117%	28%	26%	17%
投资净收益	111	0	0	0	总资产增长率	13%	5%	31%	28%
公允价值变动收益	(148)	0	0	0	股东权益增长率	18%	34%	32%	28%
其他经营损益	(953)	(1,000)	(1,100)	(1,200)	经营运营资本增长率	-91%	-38%	1093%	-70%
营业利润	2,529	3,930	4,942	5,795	资本结构				
其他非经营损益	24	0	0	0	资产负债率	26%	5%	4%	3%
利润总额	2,553	3,930	4,942	5,795	投资资本/总资产	42%	39%	36%	24%
所得税	250	982	1,236	1,449	带息债务/总负债	10%	51%	51%	51%
净利润	2,303	2,947	3,707	4,347	流动比率	275%	2627%	3856%	5287%
少数股东损益	302	0	0	0	速动比率	269%	2576%	3805%	5236%
归属母公司净利润	2,112	2,947	3,707	4,347	股利支付率	0%	20%	20%	20%
EBITDA	2,655	3,976	4,936	5,698	收益留存率	100%	80%	80%	80%
EPS (元)	0.95	1.40	1.76	2.06					

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