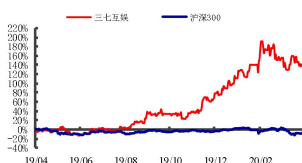


推荐（上调）
风险评级：中风险
2020 年 4 月 7 日
魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn
研究助理：罗炜斌
SAC 执业证书编号：
S0340119020010
电话：0769-23320059
邮箱：
luoweibin@dgzq.com.cn
主要数据
2020 年 4 月 3 日

收盘价（元）	32.52
总市值（亿元）	686.90
总股本（亿股）	21.12
流通股本(亿股)	13.17
ROE（TTM）	30.09%
12 月最高价(元)	39.70
12 月最低价(元)	11.66

股价走势


资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告
三七互娱（002555）2019 年年报及定增预案点评
移动游戏研运优势凸显，定增助力内容研发及云游戏平台
投资要点：

事件：2019 年，公司实现营业收入 132.27 亿元，同比增长 73.30%；实现归母净利润 21.15 亿元，同比增长 109.69%，符合市场预期。同时，公司预计 2020 年第一季度归母净利润为 7 亿元至 7.5 亿元。另外，公司发布定增预案，拟募集不超 45 亿元，扣除发行费用后拟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、广州总部大楼建设项目。

点评：

- **移动游戏研运优势凸显，页游业务继续萎缩。**分业务来看，公司2019年移动游戏业务收入达到119.89亿元，同比大幅增长114.78%，增速远超行业平均水平。主要由两个因素推动：一是公司在报告期内推出包括《一刀传世》、《斗罗大陆》H5等多款月流水过亿的自主研发产品，同时《永恒纪元》、《大天使之剑》等多款上线1年以上的精品游戏持续贡献稳定流水。二是公司在报告期内发行了多款不同类型、题材多样的精品游戏，运营的国内移动游戏最高月流水超过16亿，最高月新增注册用户超过3400万，最高月活跃用户超过4000万。页游方面，受用户向移动端转移、页游产品数量减少的影响，营收继续出现萎缩，较2018年下降25.18%至12.32亿元。
- **毛利率大幅提升，多款新游进入推广期致销售费用激增。**受益于移动游戏业务的亮眼表现，公司2019年毛利率达到86.57%，同比大幅提升10.30个百分点；净利率18.27%，同比提升3.18个百分点，盈利能力不断增强。期间费用方面，公司全年销售费用达到77.37亿元，同比增长131.15%，主要系报告期内有多款新游上线，推广费用相应增加所致；研发费用同比增长52.57%至8.20亿元，主要系公司加大研发力度，研发人员增加和薪酬增长所致；管理费用、财务费用则同比分别下降9.84%和187.17%。
- **两大因素助推，20年业绩值得期待。**一方面，公司2020Q1业绩超市场预期，为全年业绩增长奠定基础。据公司公告，公司预计2020Q1归母净利润为7亿元至7.5亿元，中值为7.25亿元，同比增长59.69%，预计主要原因系疫情期间，用户减少外出活动、增加线上游戏消费，同时春节假期的延长也进一步刺激了游戏需求。另一方面，公司游戏项目储备丰富，多个产品有望陆续上线、贡献新增量。据公司公告，公司积极推进《代号荣耀》、《末日沙城》、《代号NB》、《代号DL》等十余款游戏的研发，同时预计2020年发行三十余款精品游戏，涵盖RPG、卡牌、SLG等不同品类，后续发展动力充足。
- **定增预案发布，旨在强化游戏内容研发能力，以及卡位云游戏技术。**公司拟非公开发行股票募集资金不超过45亿元，拟用于网络游戏开发及运营服务建设、云平台开发、广州总部大楼建设。具体来看，其中16亿元用于网络游戏开发及运营建设，公司拟通过募集金额开发24款网络游戏，并计划在游戏故事、游戏玩法、游戏道具、游戏效果等方面进行创新，进一步提升内容研发能力。另外，16.50亿元用于云游戏平台开发与建设，包括基

础云服务、平台层服务、云游戏平台三部分，旨在提前布局5G云游戏平台，抢占关键流量入口。

- **投资建议：上调至推荐评级。**一方面，公司20Q1业绩超市场预期，为全年业绩增长奠定基础；同时手上储备多个游戏项目，后续发展动力充足。另一方面，公司定增预案落地，旨在增强内容研发能力、提前卡位云游戏技术，预计将进一步提升公司“研运一体”的优势、强化行业第三极的市场地位。综合考虑两方面，我们认为公司今年有望迎来业绩、估值的双向提升，因此上调至推荐评级。不考虑定增影响，预计公司2020-2021年每股收益为1.26和1.49元，对应PE为25.75和21.86倍。
- **风险提示：政策转向；行业竞争加剧；产品研发/推广不及预期；海外市场拓展不及预期等。**

表 1：公司盈利预测简表（截至 2020/4/3）

科目（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13227.14	16533.92	19840.70	23808.84
营业总成本	10586.67	13380.90	16057.08	19268.50
营业成本	1776.07	2149.41	2579.29	3095.15
营业税金及附加	46.06	57.87	69.44	83.33
销售费用	7737.21	9755.01	11706.02	14047.22
管理费用	221.86	277.77	333.32	399.99
研发费用	820.39	1157.37	1388.85	1666.62
财务费用	(14.90)	(16.53)	(19.84)	(23.81)
资产减值损失	(58.24)	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	106.00	228.18	205.36	184.83
公允价值变动净收益	(147.54)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	110.61	99.55	89.60	80.64
其他收益	142.92	128.63	115.76	104.19
营业利润	2672.12	3381.20	3988.98	4725.17
加营业外收入	28.17	25.36	22.82	20.54
减营业外支出	4.16	3.74	3.37	3.03
利润总额	2696.13	3402.81	4008.43	4742.68
减所得税	279.29	334.16	393.63	465.73
净利润	2416.84	3068.65	3614.81	4276.95
减少数股东损益	302.07	400.85	472.19	558.69
归母公司所有者的净利润	2114.77	2667.80	3142.61	3718.26
基本每股收益(元)	1.00	1.26	1.49	1.76
PE（倍）	32.48	25.75	21.86	18.47

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn