

自有资金收购广州三七，研运一体能力进一步强化

——三七互娱公司点评

公司点评

●事件：公司拟以自有资金收购广州三七，交易完成后后者成为全资子公司

根据公告，公司拟以自有资金支付现金21.6亿元收购徐志高、薛敏所持有的淮安顺勤企业管理合伙企业100%股权，拟以自有资金支付现金7.2亿元收购贺鸿、刘军、刘嘉昱、徐志高所持有的淮安顺景企业管理合伙企业100%股权。本次交易对价总额为28.8亿元，公司最终实现对上述两家合伙企业持有20%股权的间接收购。本次交易完成后，广州三七将成为公司的全资子公司。

●标的公司主攻发行、承诺利润2022年达到14亿元

广州三七成立于2013年，曾成功发行《永恒纪元》《拳魂觉醒》《鬼语迷城》《大天使之剑H5》等产品，累计发行近2000款游戏。以精细化运营能力、市场推广能力、广告设计能力为市场认可。根据承诺利润，广州三七网络2020年、2021年、2022年的净利润分别不低于12亿、14.4亿、16.6亿元，若达成承诺利润，预计为公司2021年、2022年分别提供2.9亿、3.3亿元的利润增量。

●季度营收短期承压，2021H1重点新产品发行给予有力增速保障

近期买量模式被市场有所质疑，但从数据来看，2020Q3公司重点产品《云上城之歌》长期位于App Store畅销榜前30，流水连续6个月持续增长。从2021年产品线来看，公司目前还储备有《荣耀大天使》《斗罗大陆3D》《一千克拉女王》等已获得版号的产品和多款在研产品，并且有望在近期推出《荣耀大天使》；2021Q1或推出《斗罗大陆3D》；2021H1或推出《斗罗大陆3D》。我们认为，2021年或仅有Q1因高基数业绩增速放缓，在公司丰富产品线和“量子”、“天机”等系统加持下的强大运营能力有望在2021Q2即看到公司重回高速增长轨道。

●利润增厚带来公司估值更具吸引力，持续看好公司研运一体能力，重申“强烈推荐”评级。

考虑收购带来的利润增厚，我们预计2020年-2022年净利润上调至为28.94亿元、36.37亿元、44.24亿元，同比增长36.8%、25.7%、21.6%，对应EPS分别为1.37/1.72/2.09元，当前股价对应2020-2022年PE分别为21/17/14倍，利润增厚带来公司估值更具吸引力，重申“强烈推荐”评级。

●风险提示：游戏监管风险，市场竞争风险，新产品质量与发行进度不及预期等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,633	13,227	17,117	20,951	24,825
增长率(%)	23.3	73.3	29.4	22.4	18.5
净利润(百万元)	1,009	2,115	2,894	3,637	4,424
增长率(%)	-37.8	109.7	36.8	25.7	21.6
毛利率(%)	76.3	86.6	87.6	88.3	88.9
净利率(%)	13.2	16.0	16.9	17.4	17.8
ROE(%)	18.8	33.1	33.2	30.2	27.5
EPS(摊薄/元)	0.48	1.00	1.37	1.72	2.09
P/E(倍)	61.5	29.3	21.4	17.1	14.0
P/B(倍)	10.4	8.8	6.7	4.9	3.7

强烈推荐（维持评级）

马笑（分析师）

maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280520070001

陈磊（分析师）

chenlei3@xsdzq.cn

证书编号：S0280520040001

市场数据 时间 2020.12.08

收盘价(元): 29.38

一年最低/最高(元): 23.02/51.08

总股本(亿股): 21.12

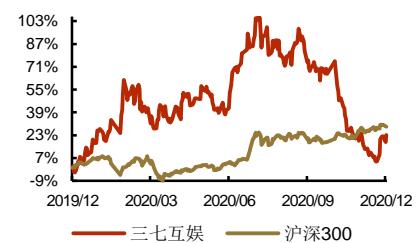
总市值(亿元): 620.58

流通股本(亿股): 14.8

流通市值(亿元): 434.72

近3月换手率: 152.66%

股价一年走势



相关报告

《企业文化升级助力公司可持续发展，重点新品蓄势待发》2020-11-04

《前三季度利润增速45%，成本端短期承压不改强大研运一体能力》2020-11-02

《海内外手游业务协同发展，上半年净利润同增65%超预期》2020-08-31

《预计2020年H1净利润同增36%-45%，产品储备丰富高增速持续》2020-05-05

《2019年净利润同增110%，研运出海与募资助力公司再上新台阶》2020-04-01

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4182	6355	7690	13360	16531	营业收入	7633	13227	17117	20951	24825
现金	1533	2153	3602	7144	10194	营业成本	1811	1776	2130	2451	2761
应收票据及应收账款合计	1299	1288	424	2799	2165	营业税金及附加	33	46	64	77	92
其他应收款	792	85	1050	339	1307	营业费用	3347	7737	9177	11574	13579
预付账款	194	661	445	909	696	管理费用	246	222	686	649	785
存货	0	0	0	0	0	研发费用	538	820	1110	1339	1594
其他流动资产	364	2169	2169	2169	2169	财务费用	17	-15	-28	-96	-172
非流动资产	4214	3790	3830	3827	3772	资产减值损失	1049	-58	736	754	993
长期投资	556	469	391	316	241	公允价值变动收益	0	-148	-74	-86	-92
固定资产	36	47	314	478	561	其他收益	98	143	123	125	127
无形资产	21	17	12	8	3	投资净收益	81	111	96	100	100
其他非流动资产	3601	3257	3111	3025	2967	营业利润	770	2672	3387	4343	5328
资产总计	8396	10145	11520	17187	20303	营业外收入	464	28	244	246	242
流动负债	1992	2600	1348	3276	1798	营业外支出	15	4	8	8	9
短期借款	369	0	185	92	138	利润总额	1219	2696	3623	4582	5561
应付票据及应付账款合计	1082	1719	277	2177	681	所得税	68	279	317	426	507
其他流动负债	541	881	887	1007	979	净利润	1151	2417	3306	4156	5054
非流动负债	290	251	206	159	108	少数股东损益	143	302	412	519	630
长期借款	281	250	205	158	107	归属母公司净利润	1009	2115	2894	3637	4424
其他非流动负债	9	1	1	1	1	EBITDA	1332	2759	3630	4535	5452
负债合计	2282	2852	1554	3435	1906	EPS (元)	0.48	1.00	1.37	1.72	2.09
少数股东权益	141	264	676	1195	1825	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	2125	2112	2112	2112	2112	成长能力					
资本公积	299	73	73	73	73	营业收入(%)	23.3	73.3	29.4	22.4	18.5
留存收益	3503	4938	7119	9918	13298	营业利润(%)	-49.3	246.9	26.8	28.2	22.7
归属母公司股东权益	5973	7029	9289	12557	16572	归属于母公司净利润(%)	-37.8	109.7	36.8	25.7	21.6
负债和股东权益	8396	10145	11520	17187	20303	获利能力					
						毛利率(%)	76.3	86.6	87.6	88.3	88.9
						净利率(%)	13.2	16.0	16.9	17.4	17.8
						ROE(%)	18.8	33.1	33.2	30.2	27.5
						偿债能力					
						ROIC(%)	43.3	127.1	111.1	156.1	133.7
经营活动现金流	1954	3258	1993	4036	3368	资产负债率(%)	27.2	28.1	13.5	20.0	9.4
净利润	1151	2417	3306	4156	5054	净负债比率(%)	-13.9	-25.6	-31.7	-49.7	-53.8
折旧摊销	118	111	81	100	140	流动比率	2.1	2.4	5.7	4.1	9.2
财务费用	17	-15	-28	-96	-172	速动比率	1.8	2.1	5.3	3.8	8.7
投资损失	-81	-111	-96	-100	-100	营运能力					
营运资金变动	164	521	-1343	-108	-1645	总资产周转率	0.9	1.4	1.6	1.5	1.3
其他经营现金流	585	334	73	85	92	应收账款周转率	6.8	10.2	20.0	13.0	10.0
投资活动现金流	-55	-1043	-97	-82	-76	应付账款周转率	2.0	1.3	2.1	2.0	1.9
资本支出	324	368	117	73	20	每股指标(元)					
长期投资	195	127	77	75	75	每股收益(最新摊薄)	0.48	1.00	1.37	1.72	2.09
其他投资现金流	464	-548	97	66	18	每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.90	0.94	1.91	1.59
筹资活动现金流	-1969	-1602	-446	-412	-242	每股净资产(最新摊薄)	2.83	3.33	4.40	5.94	7.85
短期借款	-3	-369	185	-92	46	P/E	61.5	29.3	21.4	17.1	14.0
长期借款	-57	-31	-45	-47	-51	P/B	10.4	8.8	6.7	4.9	3.7
普通股增加	-23	-13	0	0	0	EV/EBITDA	46.1	21.2	15.8	12.0	9.5
资本公积增加	-1674	-226	0	0	0						
其他筹资现金流	-212	-964	-586	-273	-237						
现金净增加额	-65	620	1449	3542	3050						

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马笑，华中科技大学硕士，2017年加入新时代证券，传媒互联网&计算机科技行业组长。5年文化传媒互联网实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富中国百佳分析师传媒行业第一名；2019年每市组合传媒行业第三名。

陈磊，伦敦大学玛丽女王学院理学硕士，2020年加入新时代证券，多年证券行业从业经验，具备买方与卖方复合行业研究经历，紧密跟踪传媒行业上市公司，注重实战与前瞻性研究。

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提供。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	吕莜琪 销售总监
	固话: 021-68865595 转 258
	邮箱: lvyouqi@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/>