

非公开发行行落地，“双核+多元”战略持续推进

——三七互娱公司点评

公司点评

●事件：公司非公开发行股票获批

12月14日，公司发布公告称其非公开发行股票计划获中国证监会发审委批准。本次非公开发行募集资金不超过42.96亿元，限售期为6个月。

●募集资金用途契合产业发展方向，云游戏布局进程或继续加速

此次非公开发行股票的主要募资目的为网络游戏开发及运营、5G云游戏平台建设和广州总部大楼建设，分别预计使用募集资金约15.5亿元、16亿元和11.6亿元。具体来说，网络游戏开发及运营项目预计将借助募集资金开发24款新游，题材包括西方魔幻类、仙侠类、东方玄幻类、战争主题类等，预计将分为三个批次进行开发，每个批次开发周期为一年；5G云游戏平台建设项目预计将用三年建设，打造全新流量入口，最终达到“即点即玩”的平台建设目的并在云游戏时代抢得流量先机；广州总部大楼项目将在广州琶洲兴建一座新总部办公大楼，预计可容纳5000人办公。公司近年来研发人员增长迅速，2020年将达到2000人以上，2023年或达3500人以上，因此需兴建新总部办公大楼，工程工期约为4年。

●远、近期利好催化频出，看好公司多元化产品矩阵

从长期角度来看，此次非公开发行股票历经时间较长，最终落地是公司中长期发展的重要保障。我们认为，募集资金用途契合游戏行业整体发展方向，即今年已明显出现的精品化策略和云游戏时代提前布局策略。公司继续坚持“双核+多元”战略，未来三年有望看到公司自研游戏数量呈现快速增长态势。从中短期角度来看，公司目前储备有多款重点产品：12月15日《荣耀天使》二测进行；2021H1或将上线《一千克拉女王》和《斗罗大陆3D》等。

●持续看好公司具备领先优势的研运一体能力，维持“强烈推荐”评级。

我们预计公司2020-2022年的净利润为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21/18/15倍，当前时间点公司估值具备较强吸引力，维持“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 | 16,937 | 20,726 | 24,156 |
| 增长率(%) | 23.3 | 73.3 | 28.0 | 22.4 | 16.5 |
| 净利润(百万元) | 1,009 | 2,115 | 2,849 | 3,490 | 4,054 |
| 增长率(%) | -37.8 | 109.7 | 34.7 | 22.5 | 16.2 |
| 毛利率(%) | 76.3 | 86.6 | 87.4 | 87.6 | 87.5 |
| 净利率(%) | 13.2 | 16.0 | 16.8 | 16.8 | 16.8 |
| ROE(%) | 18.8 | 33.1 | 32.8 | 29.5 | 26.1 |
| EPS(摊薄/元) | 0.48 | 1.00 | 1.35 | 1.65 | 1.92 |
| P/E(倍) | 60.6 | 28.9 | 21.4 | 17.5 | 15.1 |
| P/B(倍) | 10.2 | 8.7 | 6.6 | 4.9 | 3.8 |

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 2020.12.14

收盘价(元): 28.91

一年最低/最高(元): 23.62/51.08

总股本(亿股): 21.12

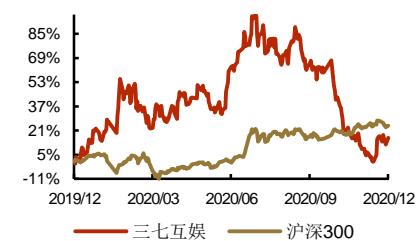
总市值(亿元): 610.65

流通股本(亿股): 14.8

流通市值(亿元): 427.76

近3月换手率: 158.47%

股价一年走势



相关报告

《自有资金收购广州三七，研运一体能力进一步强化》2020-12-09

《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

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 | 7647 | 13300 | 16102 | 营业收入 | 7633 | 13227 | 16937 | 20726 | 24156 |
| 现金 | 1533 | 2153 | 3600 | 7106 | 9964 | 营业成本 | 1811 | 1776 | 2130 | 2567 | 3014 |
| 应收票据及应收账款合计 | 1299 | 1288 | 406 | 2783 | 2048 | 营业税金及附加 | 33 | 46 | 64 | 76 | 89 |
| 其他应收款 | 792 | 85 | 1038 | 336 | 1266 | 营业费用 | 3347 | 7737 | 9081 | 11449 | 13213 |
| 预付账款 | 194 | 661 | 434 | 906 | 655 | 管理费用 | 246 | 222 | 678 | 642 | 764 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 538 | 820 | 1098 | 1324 | 1551 |
| 其他流动资产 | 364 | 2169 | 2169 | 2169 | 2169 | 财务费用 | 17 | -15 | -28 | -96 | -170 |
| 非流动资产 | 4214 | 3790 | 3821 | 3818 | 3747 | 资产减值损失 | 1049 | -58 | 728 | 746 | 966 |
| 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 | 308 | 472 | 545 | 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 | 3109 | 3023 | 2958 | 营业利润 | 770 | 2672 | 3331 | 4158 | 4863 |
| 资产总计 | 8396 | 10145 | 11468 | 17118 | 19849 | 营业外收入 | 464 | 28 | 244 | 246 | 242 |
| 流动负债 | 1992 | 2600 | 1347 | 3427 | 1987 | 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 | 3567 | 4396 | 5096 |
| 应付票据及应付账款合计 | 1082 | 1719 | 277 | 2293 | 828 | 所得税 | 68 | 279 | 313 | 409 | 465 |
| 其他流动负债 | 541 | 881 | 886 | 1042 | 1021 | 净利润 | 1151 | 2417 | 3255 | 3987 | 4631 |
| 非流动负债 | 290 | 251 | 206 | 159 | 107 | 少数股东损益 | 143 | 302 | 405 | 498 | 577 |
| 长期借款 | 281 | 250 | 205 | 158 | 106 | 归属母公司净利润 | 1009 | 2115 | 2849 | 3490 | 4054 |
| 其他非流动负债 | 9 | 1 | 1 | 1 | 1 | EBITDA | 1332 | 2759 | 3574 | 4348 | 4988 |
| 负债合计 | 2282 | 2852 | 1554 | 3586 | 2094 | EPS (元) | 0.48 | 1.00 | 1.35 | 1.65 | 1.92 |
| 少数股东权益 | 141 | 264 | 670 | 1167 | 1745 | 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 | 28.0 | 22.4 | 16.5 |
| 留存收益 | 3503 | 4938 | 7086 | 9771 | 12868 | 营业利润(%) | -49.3 | 246.9 | 24.7 | 24.8 | 17.0 |
| 归属母公司股东权益 | 5973 | 7029 | 9245 | 12365 | 16010 | 归属于母公司净利润(%) | -37.8 | 109.7 | 34.7 | 22.5 | 16.2 |
| 负债和股东权益 | 8396 | 10145 | 11468 | 17118 | 19849 | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 76.3 | 86.6 | 87.4 | 87.6 | 87.5 |
| | | | | | | 净利率(%) | 13.2 | 16.0 | 16.8 | 16.8 | 16.8 |
| | | | | | | ROE(%) | 18.8 | 33.1 | 32.8 | 29.5 | 26.1 |
| | | | | | | ROIC(%) | 43.3 | 127.1 | 111.0 | 159.1 | 134.5 |
| 经营活动现金流 | 1954 | 3258 | 1982 | 3998 | 3160 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 1151 | 2417 | 3255 | 3987 | 4631 | 资产负债率(%) | 27.2 | 28.1 | 13.5 | 20.9 | 10.6 |
| 折旧摊销 | 118 | 111 | 80 | 98 | 137 | 净负债比率(%) | -13.9 | -25.6 | -31.9 | -50.3 | -54.4 |
| 财务费用 | 17 | -15 | -28 | -96 | -170 | 流动比率 | 2.1 | 2.4 | 5.7 | 3.9 | 8.1 |
| 投资损失 | -81 | -111 | -96 | -100 | -100 | 速动比率 | 1.8 | 2.1 | 5.3 | 3.6 | 7.7 |
| 营运资金变动 | 164 | 521 | -1301 | 23 | -1430 | 营运能力 | | | | | |
| 其他经营现金流 | 585 | 334 | 73 | 85 | 92 | 总资产周转率 | 0.9 | 1.4 | 1.6 | 1.5 | 1.3 |
| 投资活动现金流 | -55 | -1043 | -89 | -80 | -57 | 应收账款周转率 | 6.8 | 10.2 | 20.0 | 13.0 | 10.0 |
| 资本支出 | 324 | 368 | 109 | 72 | 3 | 应付账款周转率 | 2.0 | 1.3 | 2.1 | 2.0 | 1.9 |
| 长期投资 | 195 | 127 | 77 | 75 | 75 | 每股指标(元) | | | | | |
| 其他投资现金流 | 464 | -548 | 97 | 67 | 21 | 每股收益(最新摊薄) | 0.48 | 1.00 | 1.35 | 1.65 | 1.92 |
| 筹资活动现金流 | -1969 | -1602 | -446 | -412 | -245 | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.66 | 1.90 | 0.94 | 1.89 | 1.50 |
| 短期借款 | -3 | -369 | 185 | -92 | 46 | 每股净资产(最新摊薄) | 2.83 | 3.33 | 4.38 | 5.85 | 7.58 |
| 长期借款 | -57 | -31 | -45 | -47 | -52 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | -23 | -13 | 0 | 0 | 0 | P/E | 60.6 | 28.9 | 21.4 | 17.5 | 15.1 |
| 资本公积增加 | -1674 | -226 | 0 | 0 | 0 | P/B | 10.2 | 8.7 | 6.6 | 4.9 | 3.8 |
| 其他筹资现金流 | -212 | -964 | -585 | -273 | -239 | EV/EBITDA | 45.3 | 20.8 | 15.8 | 12.3 | 10.2 |
| 现金净增加额 | -65 | 620 | 1448 | 3505 | 2858 | | | | | | |

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/>