

管理层持续推动“研运一体流量革新”，业绩拐点已在前路

——三七互娱深度报告

公司深度

● **产品与成本周期错配导致业绩波动，新游优秀运营数据有望带来业绩拐点**
2021Q1 公司产品周期和成本周期的错配导致业绩出现较大波动，目前这种错配已初步改善。公司年内新发游戏运营数据优秀，特别是《斗罗大陆：武魂觉醒》和《叫我大掌柜》，App Store 中前者在卡牌游戏畅销榜长期排名前三，后者在模拟游戏畅销榜长期排名前十，该两款游戏有望为全年业绩贡献重要增量。

● **2021Q2 归母净利润大幅回升，未来储备项目丰富**

根据公司 2021H1 业绩预告，预计公司 2021Q2 归母净利润环比增加 464%-524%，达到 6.6-7.3 亿元，处于历史次高位置。另外，公司 2021Q1 的销售费用投入已逐步回收，随着后续的成熟运营，前期投入将逐步实现盈利。展望未来，即将上线的《斗罗大陆：魂师对决》是腾讯动画正版授权的 3D 游戏，已打磨多年，品质有望超越前作，目前游戏公测已进入倒计时，TapTap 预约数超过 30 万。到今年年底，公司将运营三款《斗罗大陆》IP 改编游戏，前两款排名、收入数据均明显好于同期竞品。公司继续贯彻“双核+多元”战略，目前在研的重点游戏有七款，总储备项目达到 50 余款，营收有望重新迎来快速增长期。

● **买量成本改善明显，带动宣发效率提升**

2021 年 1-5 月，国内手游日均投放素材数量从约 11 万组下降至 7.5 万组左右，加之疫情缓解，各大游戏公司投放策略趋于理性，供需矛盾缓解，买量成本持续改善。另外，公司近期采用更多灵活的投放方式，如由知名游戏主播进行“带货式”宣传等，收效显著，有望进一步提升买量效率。

● **看好公司年内业绩逐季好转，看好公司革新能力，维持“强烈推荐”评级**
公司研发持续投入，已看到公司游戏从买量主导逐渐向游戏品质倾斜的拐点，随着 2021Q2-Q3 两款《斗罗大陆》IP 改编游戏上线带来的重要业绩增量，公司在未来几个季度有望经历业绩改善和估值修复的“双击”过程。基于上述判断，我们预计 2021 年-2023 年的公司的净利润至 28.82 亿元、37.49 亿元、43.60 亿元，同比增长 4.4%、30.1%、16.3%，对应 PE 分别为 18/14/12 倍，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**新游上线进度及质量不及预期，政策风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,227	14,400	17,815	21,119	24,090
增长率(%)	73.3	8.9	23.7	18.6	14.1
净利润(百万元)	2,115	2,761	2,882	3,749	4,360
增长率(%)	109.7	30.6	4.4	30.1	16.3
毛利率(%)	86.6	87.8	89.0	89.7	90.3
净利率(%)	16.0	19.2	16.2	17.7	18.1
ROE(%)	33.1	50.1	36.4	33.1	28.7
EPS(摊薄/元)	1.00	1.31	1.30	1.69	1.97
P/E	56.4	31.2	18.3	14.1	12.1
P/B	9.5	9.4	6.2	4.5	3.4

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测

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 2021.07.12

收盘价(元):	21.89
一年最低/最高(元):	20.1/51.08
总股本(亿股):	22.18
总市值(亿元):	485
流通股本(亿股):	14.7
流通市值(亿元):	322
近 3 月换手率:	108.73%

股价一年走势



相关报告

《重点产品陆续上线，储备产品丰富或带来运营数据逐季改善》2021-05-10

《多重因素致单季波动较大，利润释放有望年内逐季改善》2021-03-17

《非公开发行募集 29 亿元，2021 年开局新游表现优秀》2021-03-08

《非公开发行落地，“双核+多元”战略持续推进》2020-12-15

《自有资金收购广州三七，研运一体能力进一步强化》2020-12-09

盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2021 年-2023 年的公司的净利润至 28.82 亿元、37.49 亿元、43.60 亿元，同比增长 4.4%、30.1%、16.3%，对应 PE 分别为 18/14/12 倍，维持“强烈推荐”评级。

关键假设

手游板块继续保持超越游戏行业的市场规模增速，各大公司顺利获得新游版号；《斗罗大陆：魂师对决》上线后表现如我们预期一样，超越前作并获得较好收入水平。

我们与市场的观点的差异

目前市场对公司的成本增量仍有较大分歧，我们认为：1) 买量供需关系大幅缓解，买量大盘成本已改善；2) 不应再以纯买量标签来看待公司，公司现有游戏 IP 号召力强，品质较以往有较大提升。

股价上涨的催化因素

2021 年 7 月 22 日为新游《斗罗大陆：魂师对决》上线档期，或为近期股价上涨催化剂；中期催化剂或为中报、三季报的业绩披露。

投资风险

1) 游戏实际市场表现、最终品质和玩家偏好可能相差较大；2) 版号审批虽已常态化，但仍存在延时发放等情况，并最终导致游戏上线时间推迟；3) 宏观经济发展速度大幅调整，娱乐消费大幅减少等。

目 录

1、 回顾过往：2021Q1 产品周期错配导致季度业绩出现重大波动	5
1.1、 买量成本因疫情出现较大幅度增长	5
1.2、 《荣耀大天使》线上线下广告同时投放，二至三月后或回收成本	5
2、 着眼当下：高研发投入逐渐转换为游戏品质，《斗罗大陆》IP 改编游戏人气火爆	6
2.1、 内生：公司近年来大力投入研发，人才储备坚实	6
2.2、 外延：海外业务渐入佳境，成熟市场表现亮眼	7
2.3、 内外合力带来新游运营数据优秀，业绩拐点初现	7
2.3.1、 《斗罗大陆：武魂觉醒》上线后长期保持高热度，迅速领跑竞品	7
2.3.2、 《叫我大掌柜》聚集人气，收入持续爬坡	9
2.3.3、 年内上线游戏总体表现优于往年，转型效果初显	9
2.3.4、 成本端边际改善明显，买量市场供需关系好转	10
2.3.5、 当下业绩拐点已现，公司仍处于快速成长阶段	11
3、 展望未来：《斗罗大陆》《三体》等强 IP 加持，业绩与估值有望迎来“双击”	12
3.1、 《斗罗大陆：魂师对决》领衔，产品线储备丰富	12
3.2、 投资收益重要看点：《三体》动画版	13
4、 投资建议：公司不断自我革命穿越周期，业绩拐点已来	14
5、 风险分析	15
附：财务预测摘要	16

图表目录

图 1： 2020 年国内手游日均投放素材数	5
图 2： 公司 2020 年销售费用增幅有限	5
图 3： 《荣耀大天使》线下大屏广告	6
图 4： 公司研发费用及占营收比稳步提高	6
图 5： 公司 2020 年研发人员数量增幅较大	6
图 1： 《Puzzles and Survival》在部分成熟市场 App Store 免费游戏榜排名同样靠前	7
图 2： 2019 年公司发行的《斗罗大陆》日均下载量超过 30000	8
图 3： 竞品《斗罗大陆》2018 年 App Store 日均下载量为千级	8
图 4： 《斗罗大陆：武魂觉醒》保持高成熟期下载量	9
图 5： 《斗罗大陆：武魂觉醒》各畅销榜保持高位	9
图 6： 《叫我大掌柜》国服上线以来 App Store 畅销榜排名靠前	9
图 7： 公司年内上线游戏 App Store 免费游戏榜保持高位	10
图 8： 年初以来国内手游日均投放素材数量呈下降态势	11
图 9： 以 iOS 平台为例，从直播到下载仅需三次点击	11
图 10： 公司 2021Q2 归母净利润达到较高水平	12
图 11： 公司近年来营收保持较快增长	12
图 12： 公司归母净利润总体保持高增速	12
图 13： 《斗罗大陆：魂师对决》采用 3D 画质，美工精湛	13
图 14： 公司投资艺画开天路径	14
图 15： 《灵笼》制作水平优良	14
图 16： 公司 PB Band，估值已具备较强吸引力	15

表 1: 公司年内上线游戏 App Store 下载量 (单位: 万次)	10
表 2: 公司重点储备项目一览.....	13

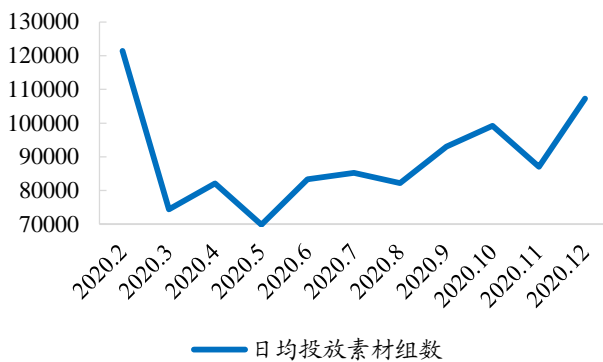
1、回顾过往：2021Q1 产品周期错配导致季度业绩出现重大波动

公司 2021Q1 利润出现较大下滑，营收保持增长，主因是销售费用上涨较快。总体来说，销售费用大幅上涨的原因是买量成本从 2020 年中开始上涨较快，导致 2021Q1 上线的《荣耀大天使》等游戏销售费用较大。

1.1、买量成本因疫情出现较大幅度增长

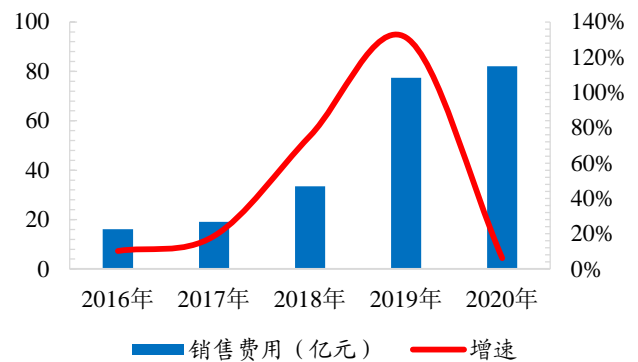
2020 年受疫情影响，各大行业纷纷转战线上，加大线上广告投入，买量成本上涨较快。根据 DataEye 数据，2020 年国内手游全年日均投放素材数超 90000 组，在疫情较为严重的冬天，日均投放素材数更高，峰值超过 120000 组。由于需求火爆，供需关系不平衡，导致买量成本大幅上涨。

图1：2020 年国内手游日均投放素材数



资料来源：DataEye、新时代证券研究所

图2：公司 2020 年销售费用增幅有限



资料来源：Wind、新时代证券研究所

1.2、《荣耀大天使》线上线下广告同时投放，二至三月后或回收成本

《荣耀大天使》2021 年 1 月 6 日上线，营销费用超亿元。投放方式有实体大屏、买量和搜索引擎优化等。另外，公司 2 月 9 日上线了《绝世仙王》，推广力度虽不及《荣耀大天使》，但同样有费用支出，因此一季度营销费用上涨较快。根据 MMORPG 类游戏买量的一般规律，大概率可看到 2021Q2、2021Q3 公司将《荣耀大天使》的销售费用回收，开始该款游戏的盈利。

图3: 《荣耀大天使》线下大屏广告



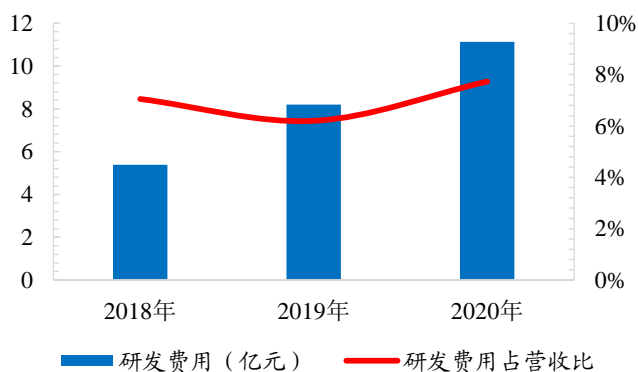
资料来源: 腾讯视频、新时代证券研究所

2、着眼当下: 高研发投入逐渐转换为游戏品质,《斗罗大陆》IP 改编游戏人气火爆

2.1、内生: 公司近年来大力投入研发, 人才储备坚实

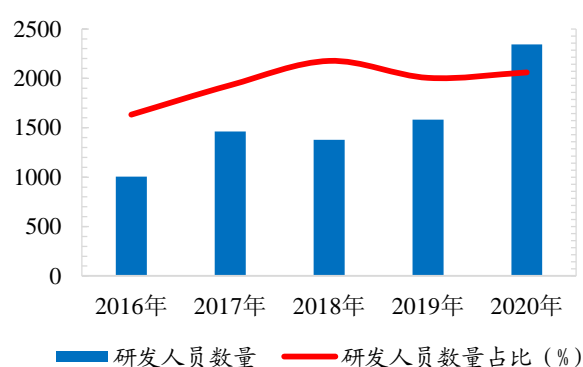
由于游戏, 特别是手游板块的快速发展, 各大游戏公司频频“抢人”, 并争先提高研发人员数量和收入。公司在人才储备方面保持高强度投入, 2020 年公司研发费用达到 11.13 亿元, 占营收的 7.73%, 比 2019 年高出 1.53 个百分点; 研发人员数量达到 2343 人, 较 2019 年增加近五成, 占员工总数的 57.68%。

图4: 公司研发费用及占营收比稳步提高



资料来源: Wind、新时代证券研究所

图5: 公司 2020 年研发人员数量增幅较大



资料来源: Wind、新时代证券研究所

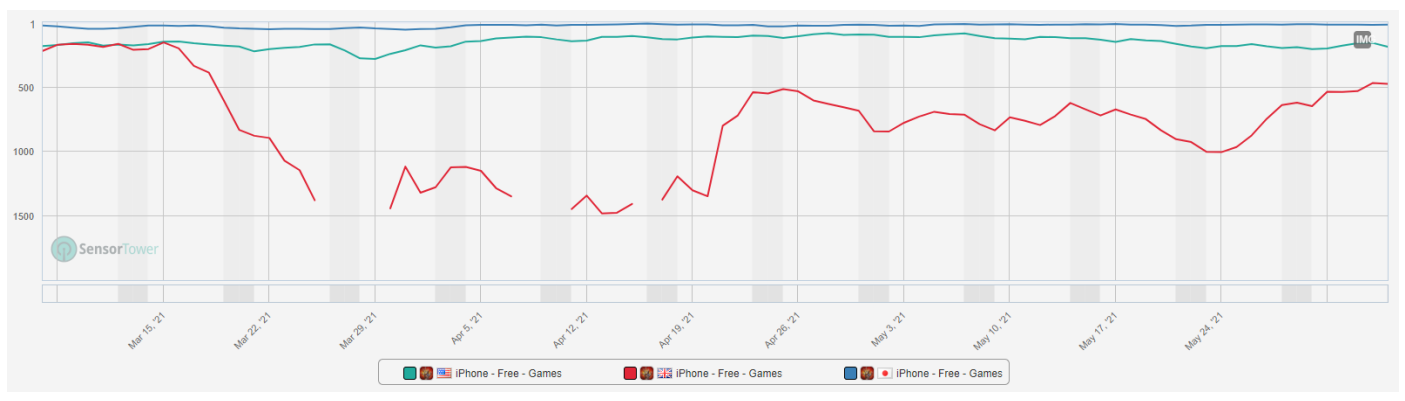
我们认为, 虽然单纯的研发费用增长不能与游戏品质直接挂钩, 但是研发费用和研发人员数量是游戏质量的基本条件。从公司在研发费用大幅增长后所上线的游戏来看, 我们的确看到了游戏玩法和美工的显著进步, 特别在《斗罗大陆》IP 改编类游戏上体现明显, 下文将重点对其进行分析。

2.2、外延：海外业务渐入佳境，成熟市场表现亮眼

海外业务是国内各大游戏公司正在争夺的蓝海市场，公司海外业务近年来进展顺利，2020年海外收入占比为14.88%，达到21.43亿元，同比增长6.95个百分点。2021Q1公司海外收入同比增幅超过130%，环比增幅超50%，月流水超过5亿元。

目前公司在海外发行的重点游戏是《叫我大掌柜》（国服已上线）和《Puzzles and Survival》等，其中《Puzzles and Survival》是公司近期较为成功的游戏，不同于以往东南亚和非洲等发展中国家的出海方向，其在美国、英国和日本等成熟市场表现优秀。根据SensorTower数据，《Puzzles and Survival》2021年3月以来在美国、英国和日本App Store免费游戏榜平均排名分别约为150名、550名和15名。

图1: 《Puzzles and Survival》在部分成熟市场 App Store 免费游戏榜排名同样靠前



资料来源：SensorTower、新时代证券研究所

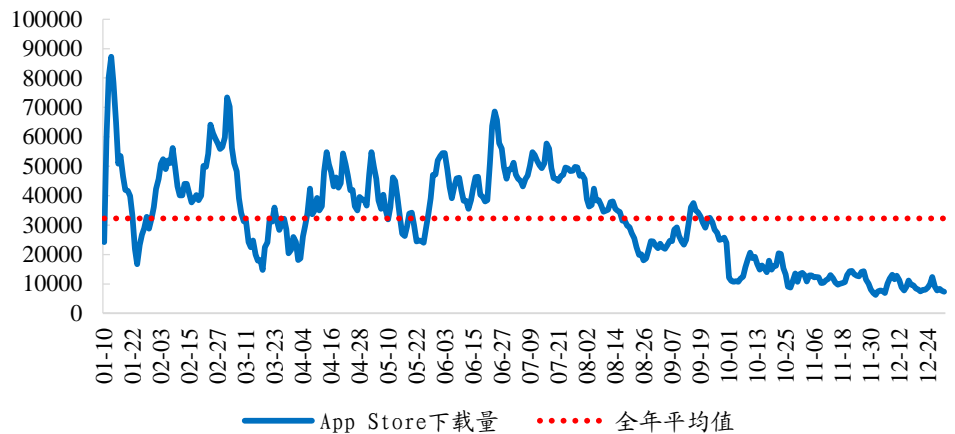
公司的海外战略划分近期也发生了调整，由按区域进行运营划分转化为按赛道进行，并在不同地区布局不同品类。例如，在日本重点布局RPG类，在韩国、中国香港和中国台湾重点布局MMORPG类，在欧美成熟市场重点布局SLG和休闲类。《Puzzles and Survival》作为休闲游戏，就被重点布局在了欧美市场，收到了较好成效。

2.3、内外合力带来新游运营数据优秀，业绩拐点初现

2.3.1、《斗罗大陆：武魂觉醒》上线后长期保持高热度，迅速领跑竞品

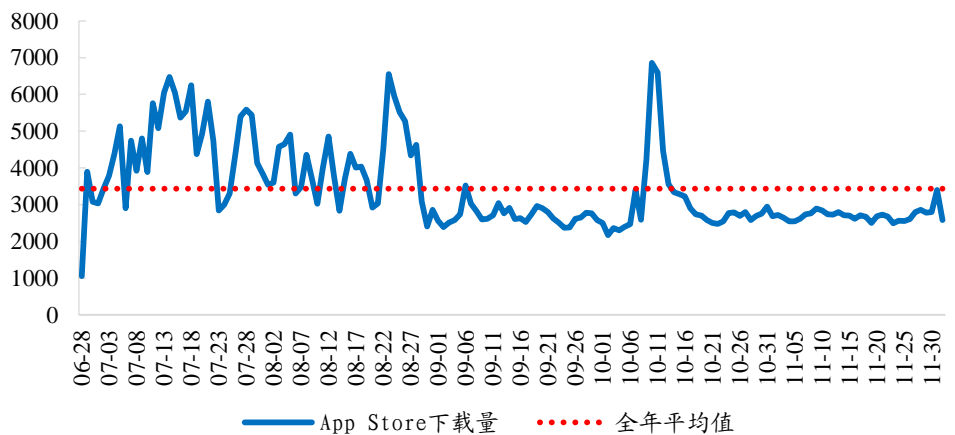
《斗罗大陆》最初为唐家三少创作的玄幻小说，于2008年12月至2009年12月在起点中文网连载，并于2009年5月出版，小说讲述的是斗罗大陆上唐三的修仙故事。2020年9月，《斗罗大陆》入选2019年中国网络文学排行榜IP影响排行榜。目前，《斗罗大陆》小说在起点中文网总推荐量近600万。

从历史数据可以看出，公司对《斗罗大陆》IP具有较高的驾驭能力。2019年，公司推出了上一代《斗罗大陆》IP改编游戏，上线当年收获了较好的运营数据，仅App Store全年平均下载量就超过32000次。

图2： 2019 年公司发行的《斗罗大陆》日均下载量超过 30000

资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

而在其前一年上线的其他《斗罗大陆》竞品，相同指标为千级。虽然使用不同游戏和不完全相同的时间区间进行对比不能得出最客观的判断，但作为参考，公司对于《斗罗大陆》IP 的驾驭能力可见一斑。

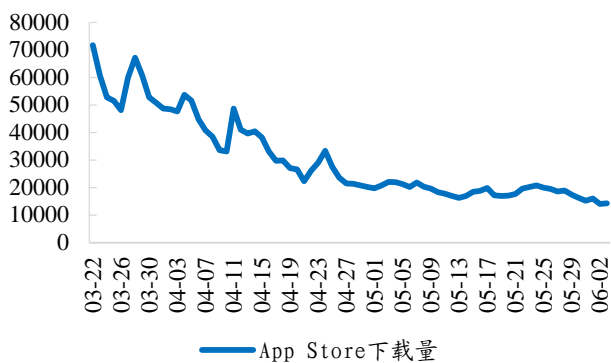
图3： 竞品《斗罗大陆》2018 年 App Store 日均下载量为千级

资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

2021 年 3 月上线的《斗罗大陆：武魂觉醒》是公司最新推出的该 IP 改编游戏。玩家作为穿越者，和唐三一起穿越到斗罗大陆。游戏剧情采用全新视角，以玩家拯救斗罗大陆的见闻为载体，构建故事体系。

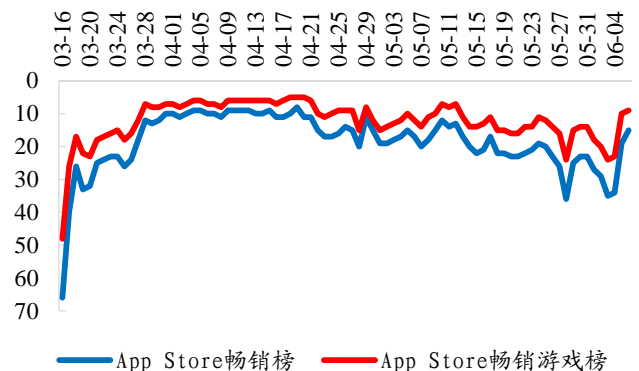
《斗罗大陆：武魂觉醒》经历过流水高峰后仍保持高位运转。根据七麦数据，《斗罗大陆：武魂觉醒》在 App Store 游戏畅销榜排名长期位于 20 名上下。游戏上线三个月后，App Store 日下载量仍保持在 20000 水平。观察数据后我们认为，公司前期给予《斗罗大陆：武魂觉醒》较高期望，现该游戏已向市场初步证明自己，预计其将为公司 2021Q2 乃至全年业绩贡献重要增量。

图4: 《斗罗大陆: 武魂觉醒》保持高成熟期下载量



资料来源: 七麦数据、新时代证券研究所

图5: 《斗罗大陆: 武魂觉醒》各畅销榜保持高位

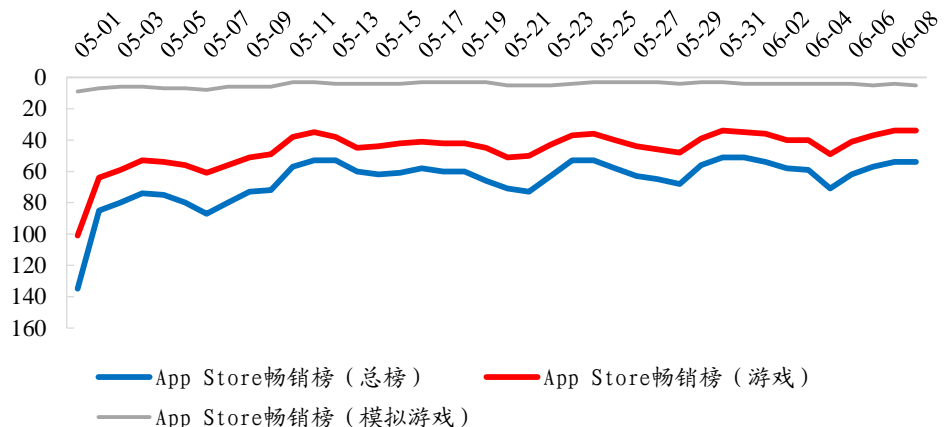


资料来源: 七麦数据、新时代证券研究所

2.3.2、《叫我大掌柜》聚集人气，收入持续爬坡

《叫我大掌柜》是一款国风模拟经营类游戏，国服上线前在海外成熟市场已经取得了较大认可。根据 SensorTower 数据，《叫我大掌柜》在韩国口碑与利益双收，其 2021Q1 下载量和收入（国内游戏公司）分别位列第 9 名和第 14 名（口径为 App Store 加 Google Play 渠道）。《叫我大掌柜》国服于 2021 年 5 月 1 日上线，上线后在 App Store 各大畅销榜都保持高位运转，并长期处于持续爬坡阶段。

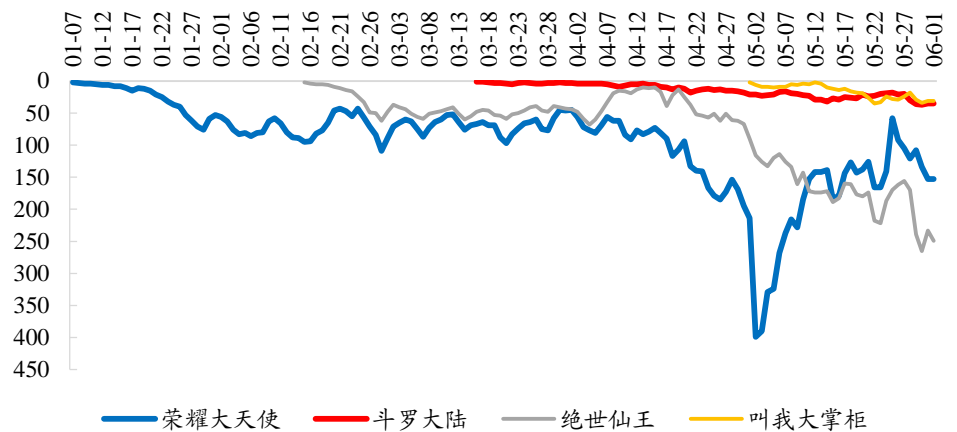
图6: 《叫我大掌柜》国服上线以来 App Store 畅销榜排名靠前



资料来源: 七麦数据、新时代证券研究所

2.3.3、年内上线游戏总体表现优于往年，转型效果初显

总体来说，通过研发的积累和“双核+多元”战略，公司年内上线的多款游戏或是在各大榜单保持高位，或是走低后重新走高，已初步告别过去 LTV 内收入大幅依赖于上线初期的情况。

图7： 公司年内上线游戏 App Store 免费游戏榜保持高位

资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

从下载量来看，公司今年上线游戏 App Store 下载量均过百万，《斗罗大陆：武魂觉醒》更是超过 330 万，并在最近一个月中保持在 50 万左右。我们认为，无论从排名还是下载量数据来看，公司年内上线游戏展现出了较以往更强的韧性。

表1： 公司年内上线游戏 App Store 下载量（单位：万次）

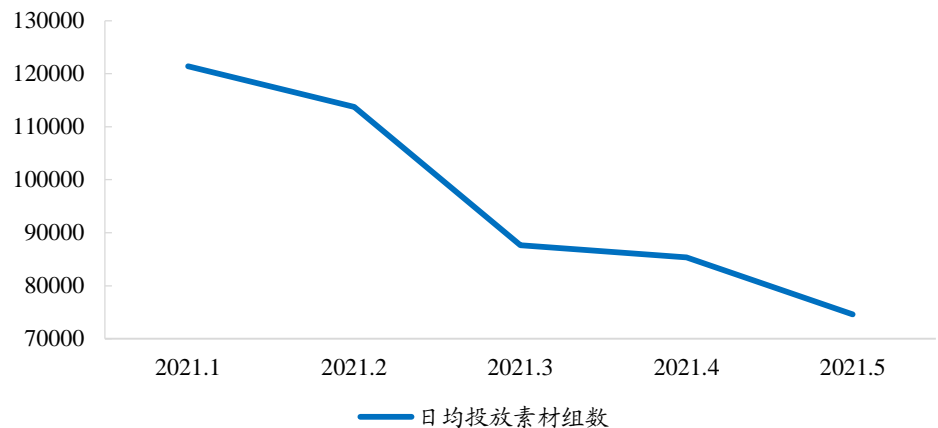
游戏	全周期	近一个月
荣耀大天使	250+	19+
绝世仙王	190+	14+
斗罗大陆：武魂觉醒	330+	49+
叫我大掌柜	120+	50+
云端问仙	150+	25+

资料来源：SensorTower，新时代证券研究所

2.3.4、成本端边际改善明显，买量市场供需关系好转

从 2021 年初以来的数据来看，国内手游投放素材数呈下滑态势。根据 DataEye 数据，2021 年 1-5 月，手游日均投放素材数从 11 万组以上下降至 7.5 万组左右，加之疫情缓解，各大游戏公司投放策略逐渐理性和在线教育广告投放受限等因素，可以判断当下买量市场供需关系已较去年同期大幅缓解。

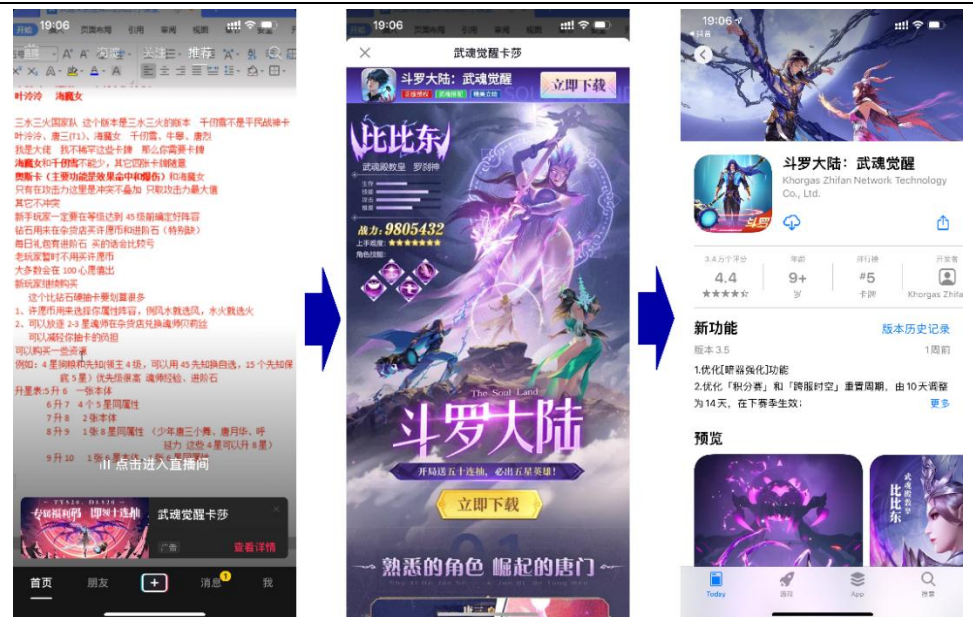
图8: 年初以来国内手游日均投放素材数量呈下降态势



资料来源: DataEye、新时代证券研究所

另外,公司还采用了更多高效的买量方式。例如,聘请游戏主播对其游戏进行直播,直观展示游戏画面,具备更强感染力。玩家如若想自行开始游戏,全程仅需三次点击:“查看详情”、“立即下载”和各大应用商店的“下载”图表。从直播效果来看,弹幕和主播的感染力加简便的下载方式构成了引流闭环,买量效率或因此提升。

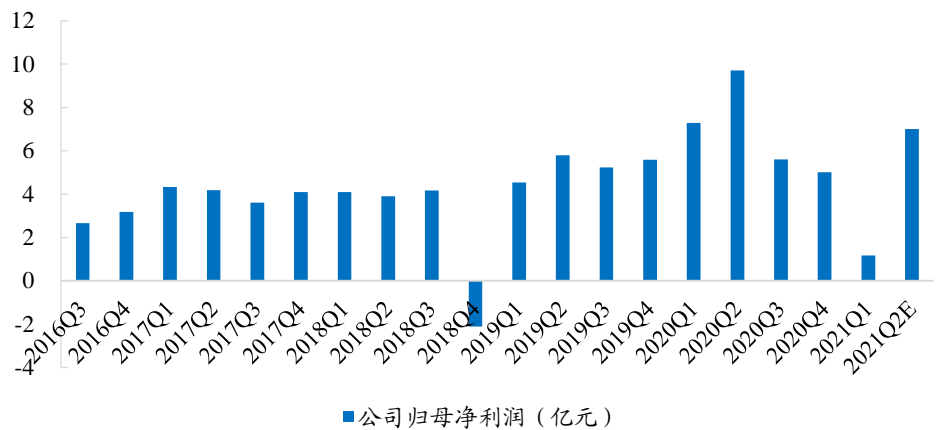
图9: 以 iOS 平台为例,从直播到下载仅需三次点击



资料来源: 抖音、App Store、新时代证券研究所

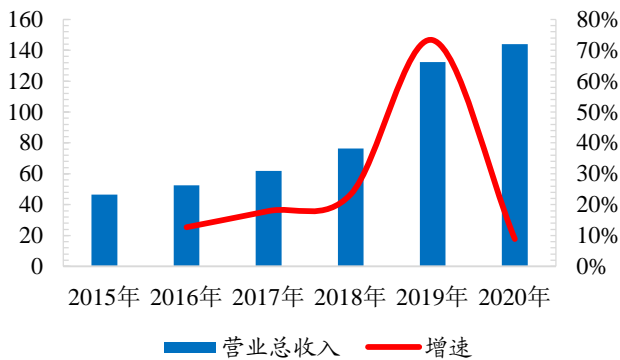
2.3.5、当下业绩拐点已现,公司仍处于快速成长阶段

2021H1 业绩预告初步证明了我们业绩拐点初现的判断。公司预计 2021Q2 盈利 6.6-7.3 亿元,基本处于历史次高位置。另外,根据公司公告,公司 2021Q1 的销售费用投入已逐步回收,随着后续的成熟运营,前期投入将逐步实现收益。存量游戏方面,去年上半年公司主要运营的成熟期游戏,对应的销售费用增长率与营业收入增长率相当。

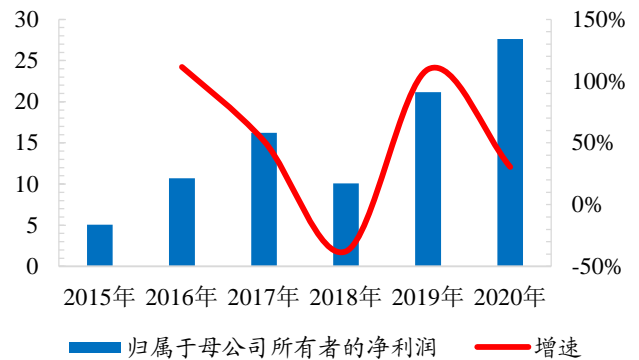
图10: 公司 2021Q2 归母净利润达到较高水平

资料来源: Wind、新时代证券研究所

同时,从年度维度来看,公司全年业绩仍处于高速增长赛道中,在2020年较高的买量压力下,公司归母净利润增速仍超30%。

图11: 公司近年来营收保持较快增长

资料来源: Wind、新时代证券研究所

图12: 公司归母净利润总体保持高增速

资料来源: Wind、新时代证券研究所

3、展望未来:《斗罗大陆》《三体》等强IP加持,业绩与估值有望迎来“双击”

3.1、《斗罗大陆:魂师对决》领衔,产品线储备丰富

2021H2 将要上线的重点游戏是《斗罗大陆:魂师对决》,其定档于7月22日。《斗罗大陆:魂师对决》是腾讯动画正版授权的3D游戏,通过3D视角和实时天气系统等打造1:1真实的斗罗世界。公司对《斗罗大陆:魂师对决》已打磨多年,游戏品质有望超越前作。

目前游戏公测已进入倒计时, TapTap 预约数超过30万,公司相关开发人员也已入驻 TapTap, 定时披露开发者公告并与玩家互动。

图13: 《斗罗大陆:魂师对决》采用3D画质,美工精湛



资料来源: TapTap、新时代证券研究所

我们认为,公司已从多款游戏上部分证明了自己的研发能力,当下不应仍以纯买量的标签来评价公司。年内公司重点产品节奏为季度,同时推出部分次重点产品,平滑业绩并创造增量,因此我们对公司全年业绩回归或超越以往峰值较有信心。另外,公司在《斗罗大陆:魂师对决》上线后,将拥有量三款同IP游戏,有利于推广的规模效应。

除了《斗罗大陆:魂师对决》外,公司目前在研的重点游戏有七款,包括《代号BR》,为一款SLG产品;《最后的原始人》,为回合制卡牌产品;《代号修仙》,为修仙题材类产品以及《代号DL》等。公司总储备项目达到50余款。

表2: 公司重点储备项目一览

名称	游戏类型	预计上线时间	备注
斗罗大陆:魂师对决	卡牌	2021年7月	
兵人指挥官	SLG		
Puzzles & Survival	三消	2021年年内	海外已上
传世之光	MMORPG		
异能都市	MMORPG		
代号LH	MMORPG		
代号BY	SLG		
代号WZ	SLG		
最后的原始人	卡牌	2021H2	代理

资料来源:公司公告、新时代证券研究所

3.2、投资收益重要看点:《三体》动画版

《三体》作为中国最成功的科幻小说之一,由于版权方众多,导致电影、电视剧改编进程缓慢。公司目前已经参投《三体》动画版,年内或将上线。

图14: 公司投资艺画开天路径

资料来源：天眼查、新时代证券研究所

《三体》动画版的制作方为武汉艺画开天文化传播有限公司，该公司因《灵笼》的成功迅速成为备受瞩目的动画制作方。

截至2021年6月，《灵笼》在Bilibili评分9.6分，播放量超过4.2亿次，追番人数超过773万，点赞数超过460万次。由于《灵笼》的成功，《三体》动画版的质量开始被市场看好。根据天眼查数据，公司持有艺画开天6.71%股份。

图15: 《灵笼》制作水平优良

资料来源：Bilibili、新时代证券研究所

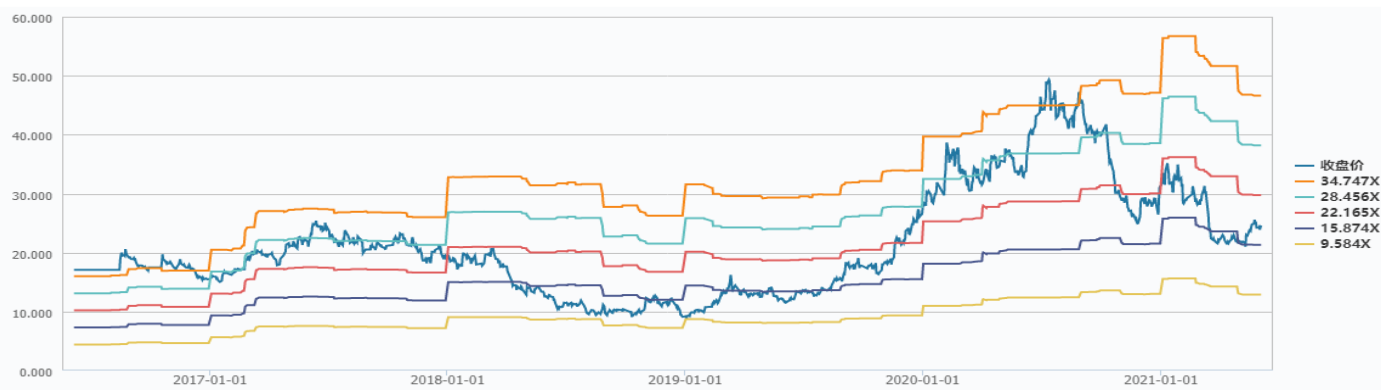
4、投资建议：公司不断自我革命穿越周期，业绩拐点已来

2021Q1单季度利润剧烈波动超市场预期，但属于高研发投入和新游戏高投放的错配期。我们认为，公司研发的持续投入，现已看到公司从买量逐渐向游戏品质倾斜的拐点，随着2021Q2、2021Q3两款《斗罗大陆》IP游戏上线带来的重要业绩增量以及存量游戏初期营销费用的回收，公司在未来几个季度有望经历业绩改善和估值修复的过程。

基于上述判断，我们预计2021年-2023年的公司的净利润至28.82亿元、37.49

亿元、43.60 亿元，同比增长 4.4%、30.1%、16.3%，对应 PE 分别为 18/14/12 倍，维持“强烈推荐”评级。

图16: 公司 PB Band, 估值已具备较强吸引力



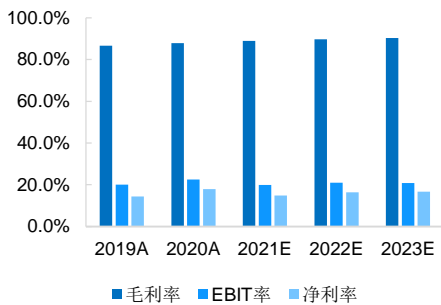
资料来源: Wind、新时代证券研究所

5、风险分析

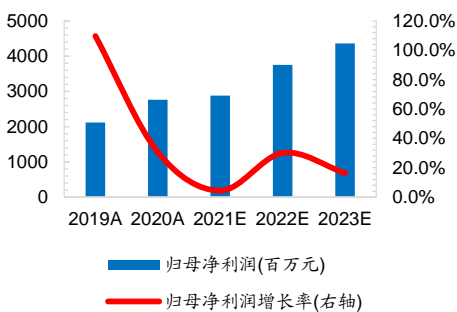
1) 游戏实际市场表现、最终品质和玩家偏好可能相差较大; 2) 版号审批虽以常态化, 但仍存在延时发放等情况, 并最终导致游戏上线时间推迟 3) 宏观经济发展速度大幅调整, 娱乐消费大幅减少等。

附：财务预测摘要

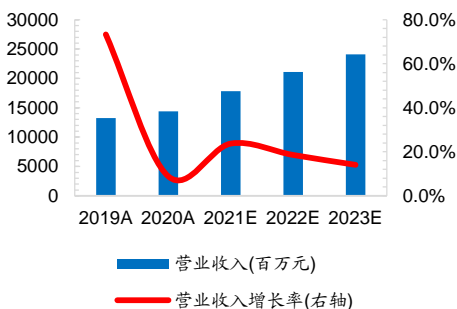
1、毛利率、EBIT率、净利率



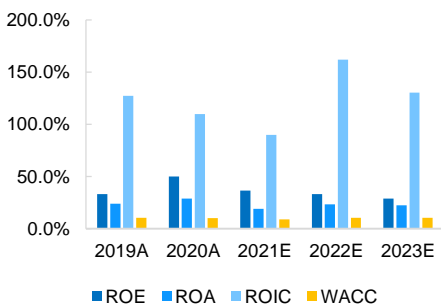
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13227	14400	17815	21119	24090
营业成本	1776	1758	1968	2173	2326
折旧和摊销	111	117	223	254	285
营业税费	46	42	56	65	74
销售费用	7737	8213	10247	12114	13831
管理费用	222	366	422	488	571
财务费用	-15	-23	54	-36	-205
公允价值变动损益	-148	196	49	65	81
投资收益	111	155	137	142	141
营业利润	2672	3256	3346	4353	5138
利润总额	2696	3249	3504	4494	5259
少数股东损益	302	275	348	413	503
归属母公司净利润	2115	2761	2882	3749	4360

资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	10145	10564	16987	17776	21850
流动资产	6355	5800	12158	12883	16889
货币资金	2153	1777	7126	7966	10884
交易型金融资产	2043	1321	1321	1321	1321
应收账款	1288	1165	2079	1638	2673
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	85	85	125	124	160
存货	0	0	0	0	0
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	469	361	274	189	104
固定资产	47	923	932	919	879
无形资产	17	1108	1214	1344	1501
总负债	2852	4499	8009	5080	4791
无息负债	2570	3610	3458	4174	3879
有息负债	282	889	4551	906	912
股东权益	7294	6065	8873	12590	16954
股本	2112	2112	2218	2218	2218
公积金	73	115	115	115	115
未分配利润	4711	3960	6298	9358	12991
少数股东权益	264	28	376	789	1292

现金流量表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3258	2928	2160	5004	3337
净利润	2417	3036	3230	4161	4863
折旧摊销	111	117	223	254	285
净营运资金增加	-1465	-498	1161	-832	1383
其他	2195	272	-2454	1420	-3194
投资活动产生现金流	-1043	-610	-101	-111	-130
净资本支出	368	1072	151	149	153
长期投资变化	127	-151	87	85	85
其他资产变化	-548	311	137	124	107
融资活动现金流	-1602	-2628	-363	-400	-288
股本变化	-13	0	106	0	0
债务净变化	569	1647	3510	-2929	-289
无息负债变化	971	1040	-152	716	-295
净现金流	620	-361	1696	4493	2919

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

关键指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	73.3	8.9	23.7	18.6	14.1
净利润增长率	109.9	25.6	6.4	28.8	16.9
EBITDA 增长率	107.1	22.0	11.6	24.7	13.4
EBIT 增长率	118.1	22.7	8.8	25.4	13.5
估值指标					
PE	56.4	31.2	18.3	14.1	12.1
PB	9.5	9.4	6.2	4.5	3.4
EV/EBITDA	17.8	15.0	13.1	9.6	8.0
EV/EBIT	18.5	15.6	13.9	10.2	8.5
EV/NOPLAT	20.7	16.7	15.1	11.0	9.2
EV/Sales	3.7	3.5	2.8	2.1	1.8
EV/IC	6.7	7.3	3.8	3.6	2.6
盈利能力 (%)					
毛利率	86.6	87.8	89.0	89.7	90.3
EBITDA 率	20.9	23.4	21.1	22.2	22.1
EBIT 率	20.0	22.6	19.8	21.0	20.9
税前净利润率	20.2	22.6	18.8	20.6	21.3
税后净利润率 (归属母公司)	14.3	17.9	14.9	16.4	16.7
ROA	23.8	28.7	19.0	23.4	22.3
ROE (归属母公司) (摊薄)	33.1	50.1	36.4	33.1	28.7
经营性 ROIC	127.1	109.6	89.8	162.0	130.4
偿债能力					
流动比率	2.4	1.3	1.5	2.5	3.5
速动比率	2.1	1.0	1.3	2.2	3.2
归属母公司权益/有息债务	24.9	6.8	1.9	13.0	17.2
有形资产/有息债务	22.7	7.6	2.9	15.2	19.5
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.00	1.31	1.30	1.69	1.97
每股红利	0.30	0.20	0.20	0.23	0.23
每股经营现金流	1.90	1.56	0.97	2.26	1.50
每股自由现金流(FCFF)	1.42	1.11	0.98	2.27	1.53
每股净资产	3.33	2.86	3.83	5.32	7.06
每股销售收入	6.26	6.82	8.03	9.52	10.86

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

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，首席分析师，传媒互联网&计算机科技行业组长。5年文化传媒互联网软件公司实业和投资经验，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；2020年Wind金牌分析师。

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。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	梁爽 销售总监 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	阎喜蒙 销售副总监 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	丁培培 销售经理 邮箱：dingpeipei@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/>