

# 三七互娱 (002555.SZ)

## 业绩增长强劲，员工持股彰显信心

### 核心观点：

- 21年&22Q1业绩概况：**2021实现营收162.16亿元(YOY+12.61%)，毛利137.50亿元(YOY+8.76%)，实现归母净利润28.76亿元，净利率为17.57%，扣非归母净利润为26.27亿元，扣非净利率为16.20%。2021年公司销售费用91.25亿元，销售费用率56.27%；管理费用4.63亿元，管理费用率2.85%；研发费用12.50亿元，研发费用率7.71%。2021年公司提高高级研发人员比例，研发人员数量达到1957人。Q1实现营收40.89亿元，实现归母净利润7.60亿元(YOY+550.8%)，归母净利率为18.59%，销售费用23.07亿元，销售费用率56.41%
- 海外市场持续突破，收入再创新高。**2021年实现海外收入47.77亿元，同增122.94%，占收入29.46%，同增14.58pct。SLG+三消游戏《Puzzles&Survival》截至2021年12月，累计流水已超25亿元。《云上城之歌》在海外表现优异，22年3月海外月流水突破2亿元，日韩地区表现亮眼。我们判断，4-5月《云上城之歌》将继续创流水新高。同时，随着公司海外业务流水规模效应凸显，盈利能力有望持续攀升。
- 盈利预测与投资建议。**公司坚定执行“精品化+多元化+全球化”战略，长线运营能力逐步提升。精品化方面，自研卡牌《斗罗大陆：魂师对决》为精品化战略打下坚实基础；多元化方面，公司围绕“MMO+SLG”双核布局，多元化产品矩阵已初具规模；全球化方面，海外业务快速增长，出海步伐加快。公司有20款国内产品储备(已有4个版号)，16款海外产品。公司员工持股给出22-24年的收入和利润增长指引，彰显信心。在当前的疫情管控和宏观环境下，游戏公司受经济周期和疫情影响很小，主要由自身产品驱动。三七是A股游戏公司产品多元化和国际化最坚定的战略执行者，且逐渐进入收获期。我们调整公司2022~2024年归母净利润至34.16/37.65/41.30亿元，考虑到公司国内+海外双轮驱动稳步推进，参考可比公司给予2022年22xPE，算得每股合理价值为33.88元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：**版号风险、流水不及预期风险、行业竞争加剧风险。

### 盈利预测：

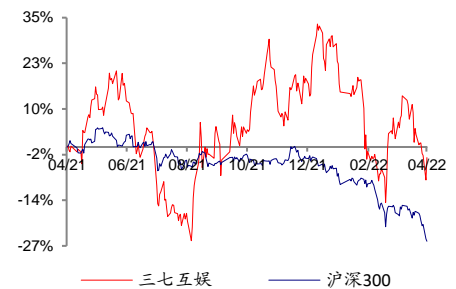
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,400	16,216	18,516	21,041	23,839
增长率(%)	8.9%	12.6%	14.2%	13.6%	13.3%
归母净利润(百万元)	2,761	2,876	3,416	3,765	4,130
增长率(%)	30.6%	4.2%	18.8%	10.2%	9.7%
EPS(元/股)	1.31	1.30	1.54	1.70	1.86
市盈率(x)	23.89	20.84	15.68	14.23	12.97
ROE(%)	45.7%	26.7%	24.0%	21.0%	18.7%
EV/EBITDA(x)	21.51	18.16	13.53	11.48	9.65

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	24.15元
合理价值	33.88元
前次评级	买入
报告日期	2022-04-30

### 相对市场表现



### 分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610

kuangshi@gf.com.cn

### 相关研究：

- 三七互娱(002555.SZ):国内 2022-03-20  
强韧性，海外高潜力
- 三七互娱(002555.SZ):“精 2021-11-01  
品化+多元化+全球化”战略深  
化，延展长期空间
- 三七互娱(002555.SZ):斗罗 2021-09-01  
3D超预期，国内+海外双轮驱  
动逻辑逐渐兑现

联系人： 卢丝雨 010-59136610

lusiyu@gf.com.cn

## 一、21Q4营收和毛利同比增幅超30%，单季净利率创近三年新高

**2021 年业绩概况:** 公司 2021 实现营收 162.16 亿元 (YOY+12.61%)，毛利 137.50 亿元 (YOY+8.76%)，毛利率同比下降 3.00pct 至 84.79%；实现归母净利润 28.76 亿元 (YOY+4.15%)，净利率为 17.57%；扣非归母净利润为 26.27 亿元 (YOY+9.82%)，扣非净利率为 16.20%。2021 年公司销售费用 91.25 亿元 (YOY+11.10%)，销售费用率 56.27%，同比下降 2.38pct；管理费用 4.63 亿元 (YOY+26.50%)，管理费用率 2.85%；研发费用 12.50 亿元 (YOY+12.31%)，研发费用率 7.71%。2021 年公司提高高级研发人员比例，研发人员数量为 1957 人，研发人员数量减少 386 人。人均薪酬从 47.49 万提升至 63.89 万，同比增长 34.5%。

**2022 年 Q1 业绩概况:** Q1 季度公司实现营收 40.89 亿元 (YOY+7.11%)，毛利 35.29 亿元 (YOY+6.97%)，毛利率同减 0.1pct 至 86.30%；实现归母净利润 7.60 亿元 (YOY+550.8%)，归母净利率为 18.59%。归母净利润涨幅明显主要由于与上年同期运营的主要游戏产品所处生命周期不同，同时公司精细化运营成效进一步凸显，存量产品生命力不断激活，海内外业务同步推进，促进公司业绩稳健发展。销售费用 23.07 亿元 (QOQ+24.51%，YOY-17.62%)，销售费用率同比减少 16.94pct 至 56.41%；管理费用 1.08 亿元 (QOQ-15.07%，YOY+4.85%)，管理费用率同比减少 0.06pct 至 2.64%；研发费用 2.76 亿元 (QOQ+6.55%，YOY-15.11%)，研发费用率同减 1.77pct 至 6.74%。

图1：三七互娱单季度营收（百万元）和增速（%）

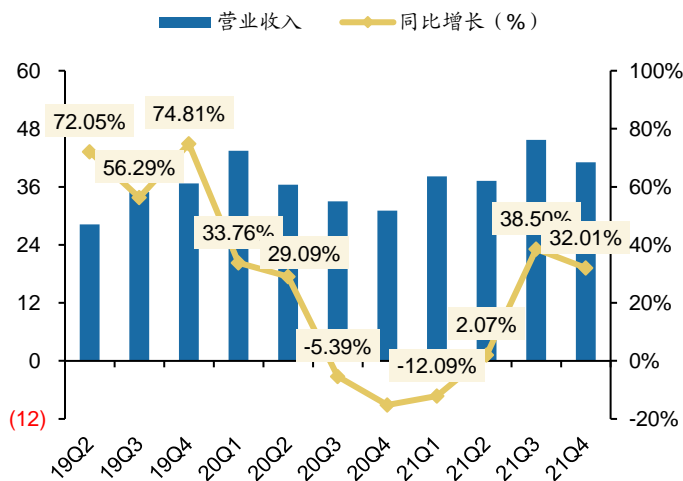
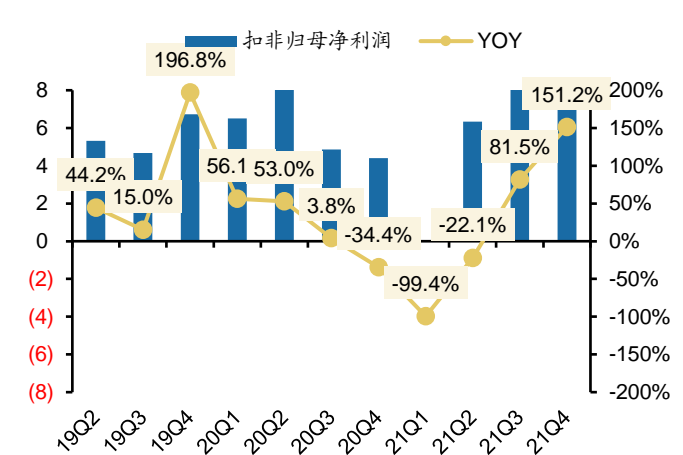


图2：三七互娱单季度扣非归母净利润（亿元）和同比增速（%）



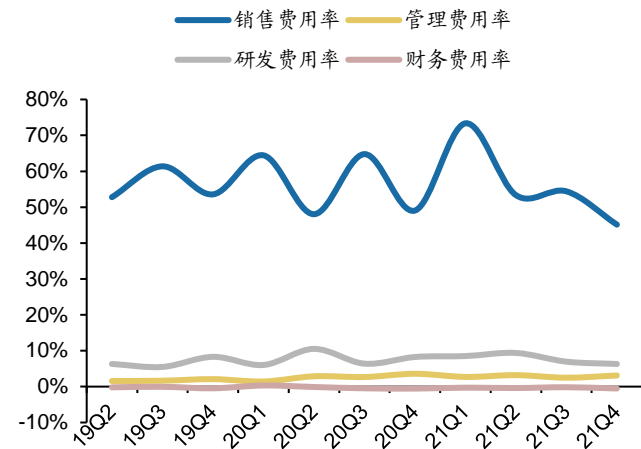
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**2021Q4营收和毛利同比增幅超30%，单季净利率创近三年新高。** 21Q4公司实现营收41.06亿元 (YOY+32.0%)，毛利34.78亿元 (YOY+33.61%)，毛利率同比上升 1.01pct至84.70%，实现归母净利润11.54亿元 (YOY+130.5%)，净利率为28.12%，扣非归母净利润为11.08亿元 (YOY+151.2%)，扣非净利率为26.99%，为2017Q2以来净利率新高。Q4产生销售费用18.53亿元 (YOY+ 21.5%)，销售费用率45.12%，同比下降3.92pct，环比下降9.29pct，主要系Q4上线新游戏较少，买量投放相对收缩，而Q3《斗罗大陆：魂师对决》7月上线了大陆、8月上线了港澳台、马来西亚、

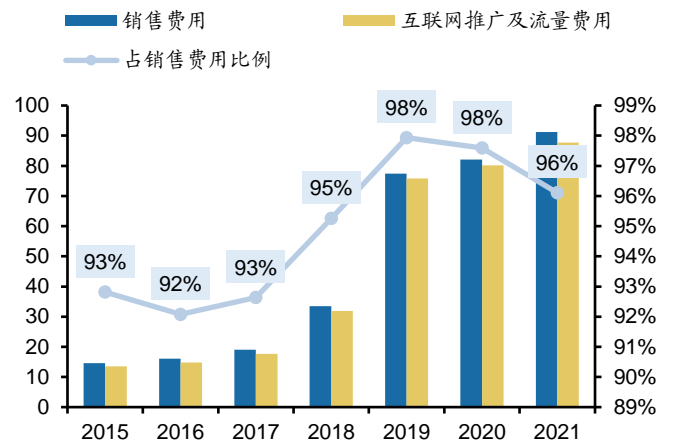
新加坡地区,《云上城之歌》7月上线韩国地区产生部分销售费用。

图3: 三七互娱单季度期间费用率走势 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 三七互娱互联网推广及流量费用 (亿元) 占销售费用比重 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

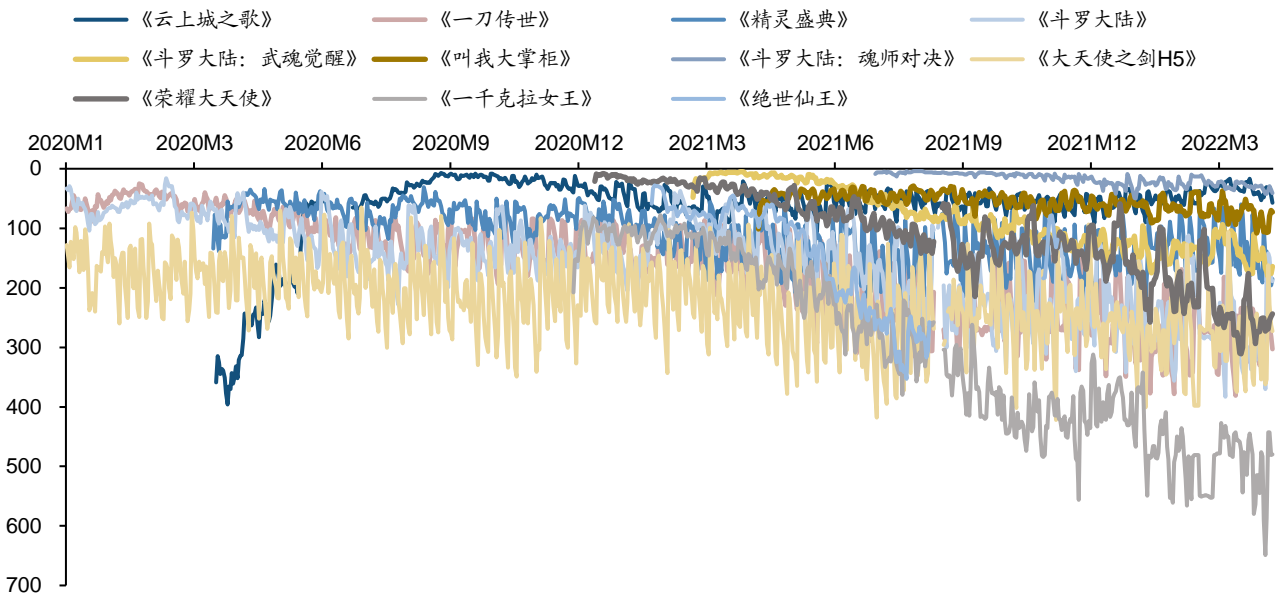
表1: 三七互娱2021Q1~2022Q1财务指标拆解

财务指标	2020Q4	2021Q1	2021Q4	2022Q1	环比变动 (pct)	同比变动 (pct)	2020 全年	2021 全年	同比变动 (pct)
毛利率 (%)	83.69%	86.40%	84.70%	86.29%	1.60	-0.11	87.79%	84.79%	-3.00
销售费用率 (%)	49.04%	73.35%	45.12%	56.41%	11.29	-16.94	57.04%	56.27%	-0.76
管理费用率 (%)	3.57%	2.70%	3.10%	2.64%	-0.46	-0.06	2.54%	2.85%	0.31
研发费用率 (%)	8.25%	8.51%	6.30%	6.74%	0.44	-1.77	7.73%	7.71%	-0.02
财务费用率 (%)	-0.55%	-0.29%	-0.53%	-0.37%	0.16	-0.08	-0.16%	-0.34%	-0.18
资产减值损失率 (%)	-4.77%	0.00%	-0.04%	0.00%	0.04	0.00	-1.34%	-0.22%	1.12
其他、投资净收益/营业收入 (%)	0.34%	1.27%	0.74%	0.04%	-0.70	-1.23	1.08%	0.76%	-0.32
营业利润率 (%)	21.15%	5.39%	32.72%	20.80%	-11.92	15.41	22.61%	20.11%	-2.50
归母净利率 (%)	16.10%	3.06%	28.12%	18.58%	-9.53	15.53	19.17%	17.73%	-1.44
扣非归母净利率 (%)	14.18%	0.10%	26.99%	18.63%	-8.35	18.53	16.61%	16.21%	-0.41

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**国内游戏坚定精品化和多元化。**2021年最高月流水为17亿,2021年实现国内游戏收入114.39亿元,占收入比重70.54%,其中国内移动游戏收入为106.04亿。自研卡牌《斗罗大陆:魂师对决》上线9个月表现出了较强的流水持续性和稳定性,2022年以来平均排名为26,3月初更新双神之约全新版本,22年3月iOS畅销榜排名24名。《斗罗大陆:魂师对决》在研发过程中形成了一套可继承和不断迭代的体系,为公司的精品化战略打下坚实基础,代理二次元MMO《云上城之歌》22年1月新版中上线了枪炮手新职业,2022年以来平均排名为44名,22年3月iOS畅销榜排名34名,畅销榜平均排名持续上升。此外《叫我大掌柜》位列畅销榜前100,2022年以来平均排名为68名。

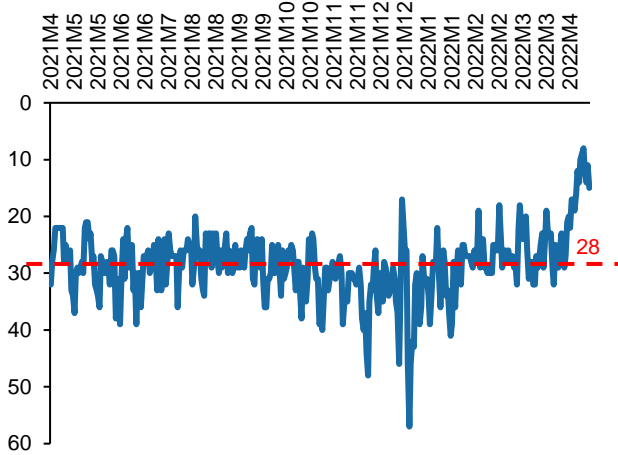
图5: 三七互娱主要游戏产品的iOS畅销榜排名走势



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

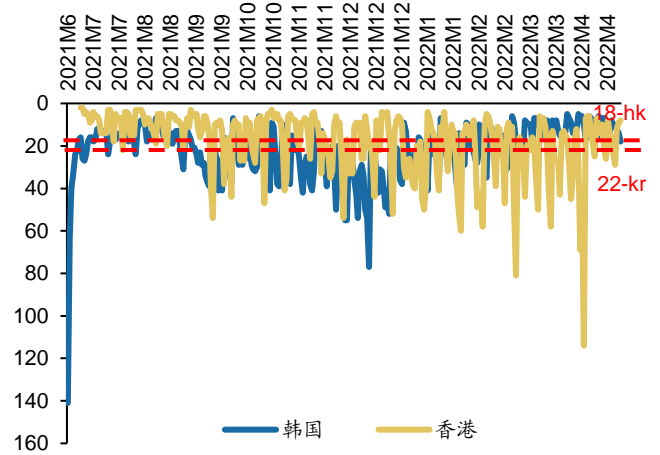
海外市场持续突破, 收入再创新高。2021年实现海外收入47.77亿元, 同比增长122.94%, 占收入比重29.46%, 同比提升14.58pct。2021年海外发行的移动游戏最高月流水为7亿元, 新增注册用户合计超过5500万, 最高月活跃用户过850万。头部SLG+三消游戏《Puzzles & Survival》截至2021年12月, 累计流水已超25亿元。《云上城之歌》在海外表现优异, 22年3月海外月流水突破2亿元, 日韩地区表现亮眼。我们判断, 4-5月《云上城之歌》将继续创流水新高。

图6: 《Puzzles & Survival》美国游戏畅销榜排名



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图7: 《云上城之歌》韩国、香港游戏畅销榜排名



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

公司海外业务快速增长, 出海步伐加快。公司在App Annie中国厂商出海收入排名榜单中稳步提升, 2022年1-3月分别排名5/4/4名。2022年以来, 公司在海外上线的两款SLG, 一款MMO以及一款放置卡牌RPG游戏, 对比2月和3月的流水数据, 均有不同程度的提升。

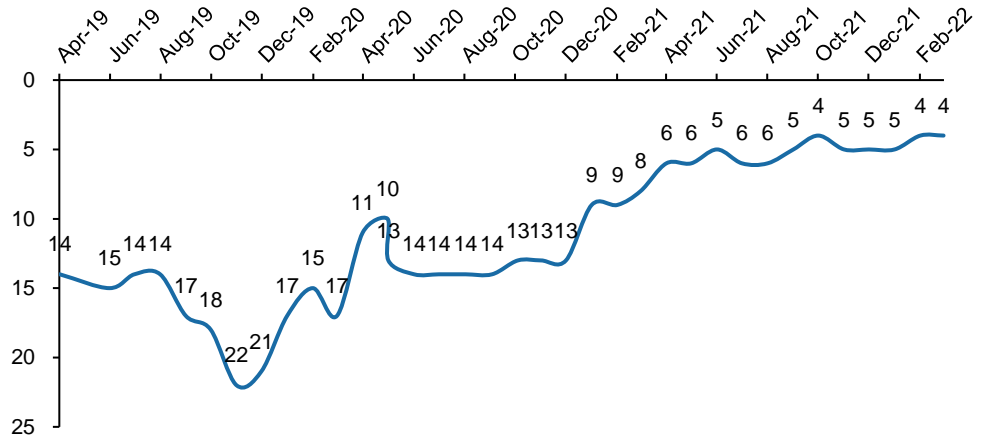
表 2: 三七互娱2022年海外上线游戏

序号	名称	类型	发行方	上线时间	上线地区数量	22年2月全球收入(千美元)	22年3月全球收入(千美元)
1	Ant Legion	SLG	37 Games	1月13日	8个地区: 欧美主要国家、日本、印度	90	300
2	三國: 英雄的榮光	SLG	G妹遊戲	1月16日	15个地区: 港澳台、东南亚	400	600
3	空の勇者たち (《云上城之歌》)	MMO	37GAMES	2月15日	1个地区: 日本	700	3000
4	Chrono Legacy	放置 RPG、卡牌	37GAMES GLOBAL	2月17日	9个地区: 美国、加拿大、东南亚	80	100

数据来源: Sensor Tower、广发证券发展研究中心

注: 数据截至 2022 年 4 月 27 日

图8: 三七互娱在中国游戏厂商出海排名持续提升



资料来源: Sensor Tower, 广发证券发展研究中心

多元化产品矩阵已初具规模, 产品结构持续优化。公司储备有20款国内发行产品(自研7款), 16款海外发行产品(自研8款, 占比50%), 包括卡牌类《空之要塞: 启航》、《代号C6》, 策略类《代号AOE》、《代号WG》、《代号三国BY》, MMORPG《曙光计划》、《梦想大航海》、《代号魔幻M》, 模拟经营《代号CY》、《代号森林》。4个代理游戏已有版号, 分别是航海射击题材的MMO《梦想大航海》、未来科技题材的MMO《曙光计划》、蒸汽朋克题材的卡牌游戏《空之要塞: 启航》和回合放置卡牌游戏《最后的原始人》, 其中《空之要塞: 启航》在TAPTAP上已开放预约。

**表 3: 2022 年三七互娱储备游戏 (标蓝为游戏已经有版号)**

名称	研发/发行	版号	地区	类型	题材	TAPTAP 评分	TAPTAP 预约量
代号魔幻 M	自研	无	国内+海外	MMORPG	西方魔幻	—	—
代号 C6	自研	无	国内+海外	卡牌	多文明题材	—	—
代号古风	自研	无	国内+海外	MMORPG	唯美古风	—	—
代号 3D 版 WTB	自研	无	国内+海外	MMORPG	Q 版 3D	—	—
代号三国 BY (海外:《三国:英雄的荣光》)	自研	无	国内+海外	SLG	三国题材	—	—
代号 AOE	自研	无	国内+海外	SLG	中世纪历史	—	—
代号 CY	自研	无	国内+海外	模拟经营	古风经营	—	—
代号修仙传	代理	无	国内+海外	MMORPG	修仙题材	—	—
代号魔幻 K 计划	代理	无	国内+海外	MMORPG	西方魔幻	—	—
空之要塞: 启航	代理	有	国内+海外	卡牌	蒸汽朋克	8.8	49551
梦想大航海	代理	有	国内	MMORPG	航海射击	—	—
曙光计划	代理	有	国内	MMORPG	未来科技	—	—
最后的原始人	代理	有	国内	卡牌	回合放置	—	—
代号 YG	代理	无	国内	SLG	昆虫题材	—	—
代号二次元 ZQ	代理	无	国内	卡牌	二次元	—	—
代号三消卡牌	代理	无	国内	卡牌	RPG 融合	—	—
代号森林	代理	无	国内	模拟经营	农场类	—	—
代号三国 CB	代理	无	国内	SLG	三国题材	—	—
代号 WG	代理	无	国内	SLG	多文明写实	—	—
代号 DG	代理	无	国内	SLG	中世纪城建/轻度消除	—	—
斗罗大陆: 魂师对决	自研	有	海外	卡牌	东方玄幻	—	—
代号修仙传	代理	无	海外	MMORPG	修仙题材	—	—
代号 S	代理	无	海外	SLG	西方魔幻	—	—
Ant Legion	代理	无	海外	SLG	昆虫题材	—	—
代号 BX	代理	无	海外	MMORPG	西方魔幻	—	—
代号 ZH	代理	无	海外	模拟经营	日本经商	—	—
代号 PK	代理	无	海外	SLG	蒸汽朋克	—	—

资料来源: 七麦数据, taptap, 广发证券发展研究中心

## 二、盈利预测和可比公司估值

公司重视研发投入, 自研卡牌《斗罗大陆: 魂师对决》上线 9 个月依然能够维持畅销榜前列, 为公司的精品化战略打下坚实的基础, 并且在公司精细化发行能力的加持下, 多款自研和代理产品具备长线运营实力。我们预计《斗罗大陆: 魂师对决》、《云上城之歌》、《叫我大掌柜》、《斗罗大陆: 武魂觉醒》等将依旧保持其优秀的流水表现。公司储备游戏数量丰富, 其中已经有四款游戏获得版号, 未来上线后将会贡献流水增量。此外, 公司海外头部产品《Puzzles & Survival》表现稳定, 《云上

城之歌》在日韩地区表现亮眼。今年已上线新产品正处于买量爬坡阶段，期待海外产品未来的表现。我们调整 22~24 年公司移动游戏的营业收入至 176.92 亿元、202.57 亿元和 230.93 亿元，分别同比增长 15.1%/14.5%/14.0%。页游方面，预计 22~24 年随着行业规模收缩而持续下行，分别逐年下滑 3.5%/5.0%/5.0%。

表 4: 三七互娱营业收入分拆 (百万元, %)

游戏业务分拆	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,209.44	4,622	5,629	7,247	13,227	14,399.7	16,216.5	18,515.7	21,040.9	23,838.9
网页游戏	3,670.35	2,949	2,299	1,646	1,232	1,080	829	800	760	722
移动游戏	514.07	1,639	3,284	5,582	11,989	13,296	15,364	17,692	20,257	23,093
增速 (%)	1423.6%	9.8%	21.8%	28.8%	82.5%	8.9%	12.6%	14.2%	13.6%	13.3%
网页游戏	1310.2%	-19.7%	-22.0%	-28.4%	-25.2%	-12.3%	-23.2%	-3.5%	-5.0%	-5.0%
移动游戏	3306.7%	218.9%	100.3%	70.0%	114.8%	10.9%	15.6%	15.1%	14.5%	14.0%
毛利率 (%)	62.8%	67.5%	69%	79%	86.6%	87.8%	84.8%	85.4%	85.5%	85.6%
网页游戏	68.8%	70%	67%	72%	75.8%	75.7%	71.1%	74.0%	74.0%	74.0%
移动游戏	18.3%	62%	76%	81%	87.7%	88.8%	85.6%	86.0%	86.0%	86.0%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**投资建议:** 公司坚定执行“精品化+多元化+全球化”战略，在既有精细化发行能力加持下，长线运营游戏能力逐步提升。精品化方面，自研卡牌《斗罗大陆：魂师对决》为公司的精品化战略打下坚实的基础；多元化方面，围绕“MMO+SLG”双核多元化布局，多元化产品矩阵已初具规模；全球化方面，海外业务快速增长，出海步伐加快。公司储备游戏数量丰富，有 20 款国内发行产品（自研 7 款），16 款海外发行产品（自研 8 款，占比 50%），其中已经有四款游戏获得版号，未来上线后将会贡献流水增量。公司国内业务基本盘稳定，海外业务加速扩张。公司在 App Annie 中国厂商出海收入排名榜单中稳步提升，2022 年 1-3 月分别排名 5/4/4 名。同时，公司发布第四期员工持股计划，计划向 650 名员工（高管 7 人）受让公司回购股票 1630 万股，占公司总股本 0.74%，给出 22-24 年的收入和利润增长指引，彰显信心。在当前的疫情管控和宏观环境下，游戏公司受经济周期和疫情影响很小，主要由自身产品驱动。三七是 A 股游戏公司产品类多元化和国际化最坚定的战略执行者，且逐渐进入收获期。

我们调整公司 2022~2024 年归母净利润至 34.16/37.65/41.30 亿元，考虑到公司国内+海外双轮驱动稳步推进，参考可比公司给予 2022 年 22xPE，算得每股合理价值为 33.88 元/股，维持“买入”评级。

表 5: 三七互娱可比公司估值情况 (注: 统计时间: 2022 年 4 月 29 日, 货币单位: 人民币)

代码	行业	公司名称	总市值 (亿元)	EPS(元/股)					P/E				
				(其他公司按 Wind 一致预期)									
				20A	21A	22E	23E	24E	20A	21A	22E	23E	24E
09999.HK	游戏	网易	4252.07	3.77	5.19	5.37	6.32	3.77	34.48	25.05	24.20	20.55	17.49
603444.SH	研	吉比特	242.91	14.56	20.43	23.09	27.11	14.56	23.21	16.54	14.64	12.47	10.92
002624.SZ	发、	完美世界	286.53	0.80	0.19	0.99	1.12	0.80	18.50	77.62	14.93	13.16	11.61
300315.SZ	运营	掌趣科技	84.65	0.11	-0.45	-	-	-	26.70	-	-	-	-
09990.HK	商	祖龙娱乐	51.63	-0.93	-0.37	-0.37	0.43	-0.93	-	-	-	14.72	10.81

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、风险提示

- 1. 版号风险。**公司游戏业务面临严格监管政策，若游戏版号发放不及预期，将对公司业绩造成不利影响。
- 2. 流水不及预期风险。**公司收入增长的核心驱动来自游戏业务，若游戏上线时间延迟、流水表现不及预期，将影响公司业绩表现。
- 3. 行业竞争加剧风险。**游戏行业进入成熟期后增速放缓，市场竞争日趋激烈。公司盈利情况可能受到竞争加剧带来的不利影响。

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	5,800	9,187	12,443	15,941	20,446
货币资金	1,777	4,619	7,000	9,500	13,000
应收及预付	2,165	2,320	2,648	2,953	3,336
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,859	2,249	2,794	3,488	4,110
<b>非流动资产</b>	4,764	5,250	5,768	6,164	6,333
长期股权投资	361	509	509	509	509
固定资产	923	892	1,088	1,318	1,352
在建工程	4	78	104	-128	-172
无形资产	1,108	1,088	1,384	1,782	1,960
其他长期资产	2,368	2,683	2,683	2,683	2,683
<b>资产总计</b>	10,564	14,437	18,211	22,105	26,779
<b>流动负债</b>	4,498	3,399	3,697	3,820	4,365
短期借款	889	446	273	136	221
应付及预收	1,471	1,773	2,086	2,224	2,508
其他流动负债	2,138	1,181	1,337	1,460	1,636
<b>非流动负债</b>	0	181	181	181	181
长期借款	0	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	161	161	161	161
<b>负债合计</b>	4,499	3,580	3,878	4,001	4,546
股本	2,112	2,218	2,218	2,218	2,218
资本公积	115	2,979	2,979	2,979	2,979
留存收益	3,960	6,062	9,503	13,236	17,323
归属母公司股东权益	6,037	10,774	14,215	17,948	22,035
少数股东权益	28	84	118	156	198
<b>负债和股东权益</b>	10,564	14,437	18,211	22,105	26,779

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	2,928	3,659	3,546	3,589	4,183
净利润	3,036	2,850	3,450	3,803	4,172
折旧摊销	117	200	215	246	280
营运资金变动	-123	626	45	-288	-95
其它	-102	-17	-165	-172	-173
<b>投资活动现金流</b>	-610	-1,083	-981	-946	-763
资本支出	-1,071	-340	-709	-676	-493
投资变动	-151	-396	-500	-500	-500
其他	612	-348	228	230	230
<b>筹资活动现金流</b>	-2,628	287	-183	-143	80
银行借款	889	467	-172	-137	85
股权融资	0	2,983	0	0	0
其他	-3,518	-3,163	-11	-6	-5
<b>现金净增加额</b>	-361	2,844	2,381	2,500	3,500
期初现金余额	2,135	1,774	4,619	7,000	9,500
期末现金余额	1,774	4,618	7,000	9,500	13,000

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	8.9%	12.6%	14.2%	13.6%	13.3%
营业利润增长	21.8%	0.1%	16.8%	10.2%	9.7%
归母净利润增长	30.6%	4.2%	18.8%	10.2%	9.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	87.8%	84.8%	84.8%	85.4%	85.5%
净利率	21.1%	17.6%	18.6%	18.1%	17.5%
ROE	45.7%	26.7%	24.0%	21.0%	18.7%
ROIC	39.1%	22.1%	21.2%	19.0%	17.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.6%	24.8%	21.3%	18.1%	17.0%
净负债比率	74.2%	33.0%	27.1%	22.1%	20.4%
流动比率	1.29	2.70	3.37	4.17	4.68
速动比率	1.07	2.39	3.04	3.83	4.35
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.36	1.12	1.02	0.95	0.89
应收账款周转率	12.36	12.83	12.83	12.83	12.83
存货周转率	—	—	—	—	—
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.31	1.30	1.54	1.70	1.86
每股经营现金流	1.39	1.65	1.60	1.62	1.89
每股净资产	2.86	4.86	6.41	8.09	9.94
<b>估值比率</b>					
P/E	23.89	20.84	15.68	14.23	12.97
P/B	10.93	5.56	3.77	2.98	2.43
EV/EBITDA	21.51	18.16	12.83	10.84	9.03

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	14,400	16,216	18,516	21,041	23,839
营业成本	1,758	2,466	2,816	3,067	3,453
营业税金及附加	42	38	38	38	49
销售费用	8,213	9,125	10,276	11,888	13,588
管理费用	366	463	555	631	715
研发费用	1,113	1,250	1,389	1,578	1,788
财务费用	-23	-55	-1	-1	-1
资产减值损失	-193	-36	-50	-50	-50
公允价值变动收益	196	78	78	80	80
投资净收益	155	123	150	150	150
<b>营业利润</b>	3,256	3,261	3,809	4,199	4,606
营业外收支	-7	-12	0	0	0
<b>利润总额</b>	3,249	3,248	3,809	4,199	4,606
所得税	213	398	359	396	434
<b>净利润</b>	3,036	2,850	3,450	3,803	4,172
少数股东损益	275	-26	35	38	42
<b>归属母公司净利润</b>	2,761	2,876	3,416	3,765	4,130
EBITDA	3,025	3,074	3,480	3,890	4,299
EPS (元)	1.31	1.30	1.54	1.70	1.86

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。