民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 12 月 09 日

● 客户观点反馈

顺周期相关行业受到经济回暖的推动，近期表现较好，但部分周期板块近期股价反应较快，可能在年末或明年初会面临调整。另外客户关注今年超跌且可能有一定边际改善的细分板块，比如前期调整幅度较大的银行、医疗信息化、5G 等方向。

● 总量观点

【民生宏观】出口远超预期，高景气至少可持续到明年下半年——点评 11 月贸易数据

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

疫情二次爆发后各国刺激消费措施的溢出效应叠加节日需求增长，实现了出口再创新高；虽然进口小幅回落，但主要是受到高基数的影响，国内的进口需求依旧高涨。展望未来，出口高景气至少可持续到明年下半年。

出口再创新高，中国已成为全球生产替代的中坚力量。11 月出口增速达到 21.1%，增速较上月扩大 9.7 个百分点，远超市场预期。疫情后海外采取的一系列刺激消费的措施使得国际市场需求非降反升，另一方面，年末节日需求高速增长扩大供需缺口，共同拉动外需。

进口小幅回落，主要受到基数效应影响。11 月进口同比增长 4.5%，比市场预期的 4.3%，高出 0.2 个百分点，上月为增长 4.7%。进口小幅回落的原因主要在于去年同期的高基数与海外生产因疫情影响受阻。国内进口需求依然旺盛，正面带动进口。

出口高景气至少可持续到明年下半年。全球二次疫情的影响仍将在未来的数月持续，中国会继续为海外填补供需缺口。出口商品中订单粘性较大的商品会在疫情中得到巩固。我们预计出口高景气至少可持续到明年下半年。

风险提示：疫苗效果低于预期，中美关系恶化。

● 行业观点

【民生传媒】配置机会再现，从产品线挖掘游戏投资机会——传媒行业动态报告

（刘欣，分析师 S0100519030001，010-85127513）

游戏板块：市场过度担忧带来预期差，前期跌幅较深配置机会凸显

四季度以来，游戏板块受行业增速预期、买量成本担忧、行业竞争格局等多重因素影响产生大幅度回调；根据我们的模型预测，目前多家 A 股游戏公司 21 年预期 PE 不足 20X，我们认为市场存在过度担忧，预期差带来行业配置型机会。

2021Q1 行业增速是否受高基数影响压力较大？

今年 Q3 移动市场收入达到 508.49 亿，同比高增 25%；疫情影响褪去后，整体大盘仍维持在较高水平，整体市场规模与用户都有所扩容。从历史数据看 21Q1 或有增长压力，但 21Q2 将重返同比增长；同时当前市场供给端丰富，各类大作推出有望刺激市场增长。

买量价格是否会大幅上升侵蚀利润？

我们认为，买量竞争有所加剧但无须过度悲观。买量投放的大幅度增加是建立在游戏回收良好的基础之上，如果成本快速增长，厂商投放热情将会降低。随着 Q3 电商活动的结束和游戏新作密集发行的结束，未来一段时间将有所回落。大趋势来看，我们

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生宏观】出口远超预期，高景气至少可持续到明年下半年——点评 11 月贸易数据

【民生传媒互联网】配置机会再现，从产品线挖掘游戏投资机会——传媒行业动态报告

【民生传媒周报】20201207：从流量到留量，大浪淘沙沉者为王

预计买量成本只会在在动态平衡中缓步上涨，并不会持续的大幅度增长。

《原神》、《万国觉醒》等产品是否意味着行业竞争格局改变？

从整体流水看，20H1 中非上市公司新品表现较好；但流水 TOP100 移动游戏仍以上市公司为主。《原神》与《万国觉醒》等产品推出打开了新的市场空间，助力米哈游与莉莉丝跻身一梯队；但上市公司在原有品类的优势仍然较为稳固，持续领跑自身所在“赛道”，占据较大份额。

个股机会：从产品排期角度寻找增长确定性的 α 机会

Q1 高基数时部分上市公司新品较少，主要产品线在下半年开始铺开。预计部分公司利润增量在 Q4 才乃至明年 Q1 开始体现。较多游戏公司皆有重磅产品有望在 21 年逐步兑现，行业的高基数压力未必会反映在所有个股中。

从产品排期看部分上市公司的增长动力：腾讯控股优势地位延续，重点产品保障增长；完美世界长线化能力突出，利润释放期即将来临；富春股份新品制霸港澳台，业绩迎来反转时刻；三七互娱产品线逐渐修复，筹备品类多元化；掌趣科技勤修“内功”，重点产品延续玩法保障商业化能力；电魂网络基本盘扎实，手游业务方兴未艾。

投资建议

从产品线理解公司利润动力，从行业与个股的预期差中寻找机会。港股建议关注腾讯控股，A 股推荐完美世界，富春股份，三七互娱，掌趣科技，电魂网络等。

风险提示

新游未如期上线，游戏流水不达预期，海内外游戏政策监管风险。

● 个股观点

【民生传媒】三七互娱（002555.SZ）收购事件点评：紧握优质资产，创造长期价值

（刘欣，分析师 S0100519030001，010-85127513）

一、事件概述

公司 12 月 8 日发布公告：拟间接收购广州三七网络科技有限公司 20%股权。本次交易对价总额为 28.8 亿元，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。实现对上述两家合伙企业持有的广州三七网络科技有限公司 20%股权的间接收购。在本次交易之前公司已持有广州三七网络 80%的股权。

二、分析与判断

三七网络：公司的重点发行和运营子公司

广州三七网络过去成功发行包括《永恒纪元》《拳魂觉醒》《鬼语迷城》《大天使之剑 H5》等不同游戏品类的产品，发行能力优秀。2018 年三七网络创造净利润约 6.67 亿元；2019 年创造净利润约 15.15 亿元；2020H1 创造净利润约 9.19 亿元；2020 年 1~8 月创造净利润约 9.32 亿元。在过去为上市公司创造较多利润。

确立业绩承诺，后续有望厚增上市公司利润

公司做出业绩承诺，预计三七网络 2020~2022 年度的承诺净利润数分别不低于 12 亿元、14.4 亿元（yoy+20%）、16.56 亿元（yoy+15%）；若完成全额并表，20~22 年归母净利润将增加 2.40 亿元、2.88 亿元、3.31 亿元。标的收购价对应 20 年利润承诺为 12 倍 PE。

绑定核心人员为长期股东，推动公司长期发展战略

根据交易协议，徐志高、贺鸿、刘军、刘嘉昱在获得交易协议约定的 80%的交易对价后的 6 个月内，需通过大宗交易、集中竞价或认购上市公司非公开发行股票等方式以不低于 11.52 亿元人民币的资金购买上市公司的普通股股票。自其增持完成日起 12 个月内不得出售。本次交易将促成徐志高、贺鸿、刘军等原有核心人员成为上市公司的长期股东，有助于公司长期发展战略的落地。

三、投资建议

我们预计公司 2020-2022 年能够实现每股收益 1.33/1.58/1.90 元，对应 PE 分别为 21X、

18X、15X。目前公司 PE（TTM）处于 17 年以来 18.85%分位数，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

新游未如期上线，游戏流水不达预期，海内外游戏政策监管风险。

● 风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。