三七互娱（002555）

收购三七网络20%股权，推动公司归母净利润规模提升及长期发展战略实施

买入（维持）

2020年12月07日

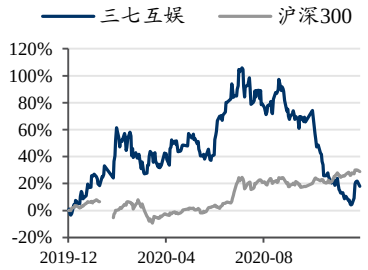
证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
研究助理 李赛
lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,227	15,324	17,708	19,919
同比（%）	73.3%	15.9%	15.6%	12.5%
归母净利润（百万元）	2,115	2,797	3,329	3,850
同比（%）	109.9%	31.8%	19.0%	15.8%
每股收益（元/股）	1.00	1.32	1.58	1.82
P/E（倍）	28.22	21.33	17.93	15.50

投资要点

- **事件：**12月7日，三七互娱发布公告公司与上海三七拟支付28.8亿元，对广州三七网络科技有限公司20%股权进行间接收购。收购前公司持有广州三七80%股权，收购后广州三七将成为公司全资子公司。
- 本次交易公司将分别以21.6亿与7.2亿全资收购淮安顺勤企业管理合伙企业（持有15%广州三七网络股权）与淮安顺景企业管理合伙企业（持有5%广州三七网络股权）100%股份，实现间接收购三七网络。两家合伙企业合伙人均为广州三七网络高管，其中徐志高作为三七互娱发行条线负责人以增资方式2014年获得15%股权，后将股权转让给顺勤合伙（徐志高持有99%份额），2017年上海三七对广州三七网络高管实施股权激励，作价1000万向顺景合伙出让5%广州三七网络股份。
- **本次收购PE较低，收购完成后将进一步提升上市公司归母净利润规模。**交易标的广州三七网络科技为公司发行子公司，以“产品+流量+用户”精细化运营思路，成功发行过《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，19年实现净利润15亿，20Q1-Q3实现净利润9亿。本次交易承诺广州三七网络20-22年分别实现净利润不低于12/14.4/16.56亿元，交易作价对应20-22年承诺净利润PE分别为12/10/9X，参考当年极光网络剩余股权收购，我们认为业绩对赌目标相对保守，极光网络承诺2017-2019年扣非归母净利润分别不低于5.8/7.25/8.7亿元，最终实际完成6.8/7.8/11.8亿元。考虑少数股东损益增厚，20年公司归母净利润将至少增加2.4亿元。
- **绑定发行团队核心高管，推动公司长期发展战略实施。**交易约定了徐志高、贺鸿、刘军等核心高管自份额交割日起，股权交割当年以及其后48个月内仍需在广州三七网络任职，保障公司发行团队的稳定性及广州三七网络业绩增长的可持续性。同时约定徐志高等核心高管获得80%的交易对价后的6个月内需以不低于11.52亿元人民币的资金购买三七互娱发行在外的普通股股票，将促成广州三七网络核心管理层成为三七互娱长期股东，有助于公司长期发展战略的实施。
- **公司研发实力持续提升，品类扩张逻辑逐步验证。**目前公司研发人员数量超2000人，目标到2023年研发团队人数扩充至4000人，致力于开发多元品类优质产品，并将在技术和美术品质方面加大投入，目前有50%的研发产品储备来自非传统ARPG。另外重点优势品类产品《荣耀大天使》定档1月7日，预计将稳固业绩基本盘。
- **盈利预测与投资评级：**看好公司品类多元与精品化战略实施，预计2020-2022年公司分别实现营收153.2/177.1/199.2亿元，实现归母净利润28.0/33.3/38.5亿元（暂不考虑少数股东损益增厚），EPS分别为1.32/1.58/1.82元，对应2020-2022年估值分别为21/18/16倍，当前股价吸引力足，维持“买入”评级。
- **风险提示：**品类扩张不达预期；出海竞争加剧；政策监管趋严。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.25
一年最低/最高价	22.67/50.70
市净率(倍)	7.35
流通A股市值(百万元)	41799.88

基础数据

每股净资产(元)	3.84
资产负债率(%)	32.71
总股本(百万股)	2112.25
流通A股(百万股)	1479.64

相关研究

1、《三七互娱（002555）：产品延期及买量竞争致Q3业绩承压，长期看好研发实力提升与多元化扩张》2020-11-02

2、《三七互娱（002555）：上半年业绩表现超预期，高经营质量彰显公司全方位竞争力》2020-08-31

3、《三七互娱（002555）：一季度业绩符合预期，夯实全年高增长基础》2020-04-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

三七互娱三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**6,355**	**8,427**	**12,863**	**15,856**
现金	2,153	3,690	6,966	10,693
应收账款	1,288	1,777	2,158	1,162
存货	0	0	0	0
其他流动资产	2,915	2,960	3,739	4,001
非流动资产	**3,790**	**3,845**	**3,914**	**3,985**
长期股权投资	469	394	314	238
固定资产	47	205	310	361
在建工程	797	745	716	683
无形资产	17	13	9	5
其他非流动资产	2,460	2,488	2,566	2,699
资产总计	**10,145**	**12,272**	**16,777**	**19,841**
流动负债	**2,600**	**2,220**	**3,346**	**2,473**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,719	1,308	2,359	1,487
其他流动负债	881	912	988	986
非流动负债	**251**	**207**	**164**	**120**
长期借款	250	206	163	118
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	**2,852**	**2,427**	**3,510**	**2,592**
少数股东权益	264	652	1,115	1,656
归属母公司股东权益	7,029	9,193	12,152	15,592
负债和股东权益	**10,145**	**12,272**	**16,777**	**19,841**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,258	1,958	3,550	3,913
投资活动现金流	-1,043	199	29	58
筹资活动现金流	-1,602	-619	-303	-244
现金净增加额	620	1,538	3,275	3,727
折旧和摊销	111	-10	-12	-27
资本开支	368	130	149	147
营运资本变动	521	-934	-36	-142

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**13,227**	**15,324**	**17,708**	**19,919**
减:营业成本	1,776	2,254	2,530	2,758
营业税金及附加	46	68	73	82
营业费用	7,737	8,630	9,845	11,055
管理费用	1,042	1,425	1,626	1,882
财务费用	-15	-39	-108	-207
资产减值损失	-58	132	0	0
加:投资净收益	111	124	40	52
其他收益	143	88	110	110
营业利润	**2,672**	**3,186**	**3,938**	**4,560**
加:营业外净收支	24	238	129	183
利润总额	**2,696**	**3,423**	**4,067**	**4,743**
减:所得税费用	279	238	275	352
少数股东损益	302	388	463	541
归属母公司净利润	**2,115**	**2,797**	**3,329**	**3,850**
EBIT	2,648	3,343	3,913	4,483
EBITDA	2,759	3,333	3,901	4,455

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.00	1.32	1.58	1.82
每股净资产(元)	3.33	4.35	5.75	7.38
发行在外股份(百万股)	2112	2112	2112	2112
ROIC(%)	127.1%	122.3%	161.0%	206.0%
ROE(%)	33.1%	32.4%	28.6%	25.5%
毛利率(%)	86.6%	85.3%	85.7%	86.2%
销售净利率(%)	16.0%	18.3%	18.8%	19.3%
资产负债率(%)	28.1%	19.8%	20.9%	13.1%
收入增长率(%)	73.3%	15.9%	15.6%	12.5%
净利润增长率(%)	109.9%	31.8%	19.0%	15.8%
P/E	28.22	21.33	17.93	15.50
P/B	8.49	6.49	4.91	3.83
EV/EBITDA	20.31	16.45	13.33	10.95

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn