三七互娱（002555）

公司研究/点评报告

紧握优质资产，创造长期价值

—三七互娱收购事件点评

点评报告/传媒　　2020 年 12 月 08 日

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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,227	15,980	19,022	22,509
增长率（%）	73.3%	20.8%	19.0%	18.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,115	2,800	3,338	4,012
增长率（%）	109.7%	32.4%	19.2%	20.2%
每股收益（元）	1.00	1.33	1.58	1.90
PE（现价）	26.90	21.31	17.88	14.87
PB	8.09	6.72	5.45	4.44

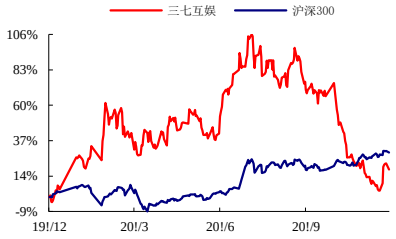
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　28.25 元

交易数据	2020-12-7
近 12 个月最高/最低(元)	49.68/23.5
总股本（百万股）	2,112
流通股本（百万股）	1,480
流通股比例（%）	70.05
总市值（亿元）	597
流通市值（亿元）	418

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证　S0100519030001

电话：　010-85127513

邮箱：　liuxin@mszq.com

分析师：钟奇

执业证　S0100518110001

电话：　010-85127513

邮箱：　zhongqi@mszq.com

相关研究

1.【民生传媒】三七互娱（002555.SZ）2020 三季报业绩点评 ：研发持续加码，静待 21 年品类突破之作推出

2.三七互娱（002555.SZ）2020 半年报业绩点评：20H1 业绩超预期，看好未来全球化+多元化+精品化布局

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,227	15,980	19,022	22,509
营业成本	1,776	1,697	1,981	2,314
营业税金及附加	46	60	72	86
销售费用	7,737	9,269	11,033	13,055
管理费用	222	256	304	360
研发费用	820	1192	1425	1642
EBIT	2,626	3,468	4,166	5,006
财务费用	-15	6	20	17
资产减值损失	58	7	13	5
投资收益	111	18	15	16
营业利润	2,672	3,462	4,153	5,001
营业外收支	24	0	0	0
利润总额	2,696	3,462	4,153	5,001
所得税	279	268	343	421
净利润	2,417	3,194	3,811	4,580
归属于母公司净利润	2,115	2,800	3,338	4,012
EBITDA	2,736	3,574	4,274	5,114

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,153	2,582	4,962	8,230
应收账款及票据	1,288	1,707	2,227	2,413
预付款项	661	482	621	702
存货	0	0	0	0
其他流动资产	2,254	2,250	2,250	2,250
流动资产合计	6,355	7,020	10,059	13,596
长期股权投资	469	466	466	466
固定资产	47	828	735	632
无形资产	17	18	18	17
非流动资产合计	3,790	4,632	4,539	4,436
资产合计	10,145	11,652	14,598	18,032
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,719	1,338	1,563	1,825
其他流动负债	881	776	958	1,080
流动负债合计	2,600	2,115	2,521	2,905
长期借款	250	0	0	0
其他长期负债	1	0	0	0
非流动负债合计	251	0	0	0
负债合计	2,852	2,115	2,521	2,905
股本	2,112	2,112	2,112	2,112
少数股东权益	264	659	1,132	1,700
股东权益合计	7,294	9,537	12,077	15,127
负债和股东权益合计	10145	11652	14598	18032

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	73.3%	20.8%	19.0%	18.3%
EBIT 增长率	58.4%	32.1%	20.1%	20.1%
净利润增长率	109.7%	32.4%	19.2%	20.2%
盈利能力				
毛利率	86.6%	89.4%	89.6%	89.7%
净利润率	18.3%	20.0%	20.0%	20.3%
总资产收益率 ROA	20.8%	24.0%	22.9%	22.2%
净资产收益率 ROE	30.1%	31.5%	30.5%	29.9%
偿债能力				
流动比率	2.44	3.32	3.99	4.68
速动比率	2.19	3.09	3.74	4.44
现金比率	0.83	1.22	1.97	2.83
资产负债率	28.1%	18.2%	17.3%	16.1%
经营效率				
应收账款周转天数	35.69	38.98	42.73	39.13
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	1.43	1.47	1.45	1.38
每股指标（元）				
每股收益	1.00	1.33	1.58	1.90
每股净资产	3.33	4.20	5.18	6.36
每股经营现金流	1.54	1.25	1.74	2.27
每股股利	0.00	0.50	0.60	0.72
估值分析				
PE	26.90	21.31	17.88	14.87
PB	8.09	6.72	5.45	4.44
EV/EBITDA	20.10	15.97	12.80	10.06
股息收益率	0.0%	1.8%	2.1%	2.6%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,417	3,194	3,811	4,580
折旧和摊销	111	106	108	108
营运资金变动	594	-662	-267	112
经营活动现金流	3,258	2,644	3,665	4,804
资本开支	-366	-90	-15	-5
投资	560	-33	0	0
投资活动现金流	-1,043	-975	-15	-5
股权募资	0	-0	-0	-0
债务募资	-399	-250	0	0
筹资活动现金流	-1,602	-1,239	-1,270	-1,531
现金净流量	612	429	2,380	3,269

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名，2019年获得WIND第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名等。

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

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。