企业文化升级助力公司可持续发展，重点新品蓄势待发

——三七互娱公司点评

公司点评

● 事件：公司发布 2020 年第三季度报告，升级企业文化

10 月 19 日，公司发布升级新的企业文化，确立“创新、进取、分享、尊重”的价值观，提出“卓越、可持续发展”的企业愿景，明确“为世界带来快乐”的企业使命。另外，公司 2020 年三季度显示，前三季度公司实现营业收入 112.9 亿元，同比增长 18.10%；实现归母净利润 22.60 亿元，同比增长 45.24%。

● 单季营收短期承压，存量游戏表现优异保障全年利润高增长

公司三季度主要依靠存量游戏的利润增量，导致营收短期承压，但存量产品表现较为优异：《云上城之歌》长期位于 App Store 畅销榜前 30，其于 4 月发行后，流水取得了连续 6 个月的持续增长。公司自 2018 年起提出多品类策略，《云上城之歌》等均是该战略的实践，未来公司产品矩阵或将进一步丰富。

● 买量成本变化无需过分担忧，持续加码研发费用投入同增 66%

10 月初以来，市场对公司买量成本的担忧导致行业公司股价调整。但从公司公告来看，三季度单季销售费用为 21.38 亿元，同比基本无变化；且流量成本需要针对同游戏类型和产品等进行比较，我们认为公司买量成本涨幅可控。公司前三季度研发投入同比增长 66.01%，大力开发多品类新游，流量经营与精品研发，叠加组织架和企业文化升级共推公司发展新阶段。

● 重点储备项目《斗罗大陆 3D》蓄势待发，2021 迎来新的产品周期

公司目前储备有《荣耀大天使》、《斗罗大陆 3D》、《一千克拉女王》等已获得版号的产品，并且有望在 2020Q4 推出《荣耀大天使》。另外，公司重点产品《斗罗大陆 3D》有望在 2021Q1-Q2 期间上线。《斗罗大陆 3D》为公司在玩法上进行了重大突破的一款产品，已进行过多轮打磨，上线后有望为公司营收打开新增长极。

● 调整带来布局良机，维持看好公司研运一体能力，维持“强烈推荐”评级。

我们维持看好公司管理层的战略推进，研发持续投入，及公司创新产品带来的业绩增长。预计 2020-2022 年净利润分别为 28.49 亿元、34.90 亿元、40.54 亿元，同比增长 34.7%、22.5%、16.2%，对应 EPS 分别为 1.35/1.65/1.92 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 27/22/19 倍，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：游戏监管风险，市场竞争风险，新产品质量不及预期等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,633	13,227	16,937	20,726	24,156
增长率(%)	23.3	73.3	28.0	22.4	16.5
净利润(百万元)	1,009	2,115	2,849	3,490	4,054
增长率(%)	-37.8	109.7	34.7	22.5	16.2
毛利率(%)	76.3	86.6	87.4	87.6	87.5
净利率(%)	13.2	16.0	16.8	16.8	16.8
ROE(%)	18.8	33.1	32.8	29.5	26.1
EPS(摊薄/元)	0.48	1.00	1.35	1.65	1.92
P/E(倍)	75.7	36.1	26.8	21.9	18.8
P/B(倍)	12.8	10.9	8.3	6.2	4.8

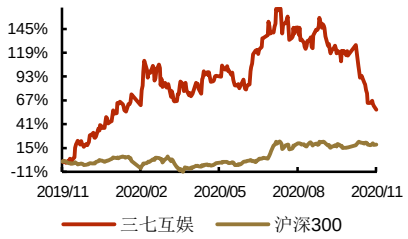
强烈推荐（维持评级）

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 2020.11.02
收盘价(元):	28.8
一年最低/最高(元):	17.79/51.08
总股本(亿股):	21.12
总市值(亿元):	608.33
流通股本(亿股):	14.8
流通市值(亿元):	426.14
近 3 月换手率:	114.41%

股价一年走势



相关报告

《前三季度利润增速 45%，成本端短期承压不改强大研运一体能力》2020-11-02

《海内外手游业务协同发展，上半年净利同增 65%超预期》2020-08-31

《预计 2020 年 H1 净利同增 36%-45%，产品储备丰富高增速持续》2020-05-05

《2019 年净利同增 110%，研运出海与募资助力公司再上新台阶》2020-04-01

《营收净利高增长，研运出海与 AI 赋能将助力全球战略新阶段》2020-03-01

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4182**	**6355**	**7647**	**13300**	**16102**
现金	1533	2153	3600	7106	9964
应收票据及应收账款合计	1299	1288	406	2783	2048
其他应收款	792	85	1038	336	1266
预付账款	194	661	434	906	655
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	364	2169	2169	2169	2169
非流动资产	**4214**	**3790**	**3821**	**3818**	**3747**
长期投资	556	469	391	316	241
固定资产	36	47	308	472	545
无形资产	21	17	12	8	3
其他非流动资产	3601	3257	3109	3023	2958
资产总计	**8396**	**10145**	**11468**	**17118**	**19849**
流动负债	**1992**	**2600**	**1347**	**3427**	**1987**
短期借款	369	0	185	92	138
应付票据及应付账款合计	1082	1719	277	2293	828
其他流动负债	541	881	886	1042	1021
非流动负债	**290**	**251**	**206**	**159**	**107**
长期借款	281	250	205	158	106
其他非流动负债	9	1	1	1	1
负债合计	**2282**	**2852**	**1554**	**3586**	**2094**
少数股东权益	141	264	670	1167	1745
股本	2125	2112	2112	2112	2112
资本公积	299	73	73	73	73
留存收益	3503	4938	7086	9771	12868
归属母公司股东权益	5973	7029	9245	12365	16010
负债和股东权益	**8396**	**10145**	**11468**	**17118**	**19849**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**1954**	**3258**	**1982**	**3998**	**3160**
净利润	1151	2417	3255	3987	4631
折旧摊销	118	111	80	98	137
财务费用	17	-15	-28	-96	-170
投资损失	-81	-111	-96	-100	-100
营运资金变动	164	521	-1301	23	-1430
其他经营现金流	585	334	73	85	92
投资活动现金流	**-55**	**-1043**	**-89**	**-80**	**-57**
资本支出	324	368	109	72	3
长期投资	195	127	77	75	75
其他投资现金流	464	-548	97	67	21
筹资活动现金流	**-1969**	**-1602**	**-446**	**-412**	**-245**
短期借款	-3	-369	185	-92	46
长期借款	-57	-31	-45	-47	-52
普通股增加	-23	-13	0	0	0
资本公积增加	-1674	-226	0	0	0
其他筹资现金流	-212	-964	-585	-273	-239
现金净增加额	**-65**	**620**	**1448**	**3505**	**2858**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**7633**	**13227**	**16937**	**20726**	**24156**
营业成本	1811	1776	2130	2567	3014
营业税金及附加	33	46	64	76	89
营业费用	3347	7737	9081	11449	13213
管理费用	246	222	678	642	764
研发费用	538	820	1098	1324	1551
财务费用	17	-15	-28	-96	-170
资产减值损失	1049	-58	728	746	966
公允价值变动收益	0	-148	-74	-86	-92
其他收益	98	143	123	125	127
投资净收益	81	111	96	100	100
营业利润	**770**	**2672**	**3331**	**4158**	**4863**
营业外收入	464	28	244	246	242
营业外支出	15	4	8	8	9
利润总额	**1219**	**2696**	**3567**	**4396**	**5096**
所得税	68	279	313	409	465
净利润	**1151**	**2417**	**3255**	**3987**	**4631**
少数股东损益	143	302	405	498	577
归属母公司净利润	**1009**	**2115**	**2849**	**3490**	**4054**
EBITDA	1332	2759	3574	4348	4988
EPS（元）	0.48	1.00	1.35	1.65	1.92

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	23.3	73.3	28.0	22.4	16.5
营业利润(%)	-49.3	246.9	24.7	24.8	17.0
归属于母公司净利润(%)	-37.8	109.7	34.7	22.5	16.2
获利能力					
毛利率(%)	76.3	86.6	87.4	87.6	87.5
净利率(%)	13.2	16.0	16.8	16.8	16.8
ROE(%)	18.8	33.1	32.8	29.5	26.1
ROIC(%)	43.3	127.1	111.0	159.1	134.5
偿债能力					
资产负债率(%)	27.2	28.1	13.5	20.9	10.6
净负债比率(%)	-13.9	-25.6	-31.9	-50.3	-54.4
流动比率	2.1	2.4	5.7	3.9	8.1
速动比率	1.8	2.1	5.3	3.6	7.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.4	1.6	1.5	1.3
应收账款周转率	6.8	10.2	20.0	13.0	10.0
应付账款周转率	2.0	1.3	2.1	2.0	1.9
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.48	1.00	1.35	1.65	1.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.90	0.94	1.89	1.50
每股净资产(最新摊薄)	2.83	3.33	4.38	5.85	7.58
估值比率					
P/E	75.7	36.1	26.8	21.9	18.8
P/B	12.8	10.9	8.3	6.2	4.8
EV/EBITDA	56.8	26.4	20.1	15.8	13.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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，传媒互联网行业组长。5 年文化传媒互联网实业和投资经验，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&Choice · 中国最佳分析师传媒行业第一名；2019 年每市组合传媒行业第三名。

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	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@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/