

公司研究/动态点评

2020年07月26日

传媒/传媒 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 43.14
合理价格区间(元): 51.68~53.04

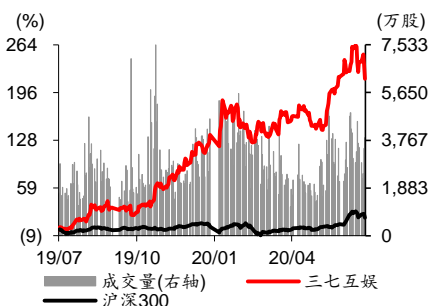
朱璐 执业证书编号: S0570520040004
研究员 zhujun016731@htsc.com

周钊 执业证书编号: S0570517070006
研究员 010-56793958
zhouzhao@htsc.com

相关研究

- 1《三七互娱(002555 SZ,买入): 20Q1 符合预期, 盈利能力持续提升》2020.04
- 2《三七互娱(002555 SZ,买入): 19 年业绩高速增长, Q1 预告超预期》2020.04
- 3《三七互娱(002555 SZ,买入): 首款云游将至, 开启 5G 时代成长》2020.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

定增满足长期项目需求, 提升实力 三七互娱(002555)

回复《做好申请发审委会议准备工作的函》, 募资满足公司长期项目需求
依据公司于7月17日发布的对证监会《做好非公开发行股票申请发审委会议准备工作的函》的回复, 本次募集资金满足公司长期项目资金需求, 具备合理性及必要性; 公司预计商誉资产减值风险较小; 从营收边际增长看, 销售费用增幅合理。考虑整个游戏市场 20Q2 表现较好, 及公司 20Q2 产品用户活跃度及流水表现略超我们之前预期, 上调 20~22 年归母净利润预测至 28.77/34.79/40.98 亿, EPS 1.36/1.65/1.94 元, 可比公司 20 年平均 PE 29.7X, 考虑公司龙头地位, 上调 20 年 PE 至 38-39X, 目标价调至 51.68-53.04 元, 维持买入评级。

坚持研运一体, 投入 5G 云游戏平台开发, 提升核心竞争力

从回复内容看, 公司当下使用募投资金进行 5G 云游戏平台的开发, 有望在云游戏大规模普及前获得先发优势, 抢占关键流量“入口”, 为后续云游戏业务的开展提供竞争优势。本次募投后公司研发团队预计将超过 3400 人, 并将在广州总部大楼搭建技术研发中心和游戏运营中心, 提升部门协作效率。公司坚持研运一体战略, 紧跟 5G 云游戏等行业前沿发展方向, 持续提高游戏研发及运营能力, 从而进一步提升公司的核心竞争力。

本次募投满足长期项目建设资金需求, 优化财务情况环节资金链压力

依据回复内容, 截至 20Q1 末公司货币资金为 31.31 亿元, 实际可自由支配的资金总额为 52.93 亿元, 且大部分已有明确用途, 包括日常业务运营、预计分红等。公司长期项目建设需要资金, 本次募投资金金额 44.63 亿元, 未超过项目需要的总投资额 45.85 亿元。若本次募投项目全部通过债权融资, 公司资产负债率将达 52.82%, 显著增加财务风险及资金链压力。本次非公开募投资金将有效满足公司长期项目建设的资金需求, 进一步提升精品游戏的研发和运营能力, 优化财务情况缓解资金链压力。

商誉减值风险低, 销售费用增幅与营收增幅趋势一致

2019 年末公司已对包含商誉的相关资产组进行了减值测试, 商誉未出现减值, 从公司商誉减值测试数据和历年实际业绩数据比来看公司商誉减值风险低。主因游戏流量采买及推广费用增加, 2017-2019 年公司销售费用快速增长, 分别同增 18.69%/75.41%/131.15%, 同期营业收入同增 17.93%/23.33%/73.30%。

定增满足公司长期项目资金需求, 下半年新游有望催化, 维持买入评级

公司定增工作顺利进展。考虑公司 20Q2 产品用户活跃度及流水表现较好, 且 20H2 将有诸多新游戏上线, 我们上调 20~22 年归母净利润预测至 28.77/34.79/40.98 亿元(前值 27.63/33.24/39.26 亿元, 调增 4.1%/4.6%/4.3%), EPS 1.36/1.65/1.94 元, 可比公司 20 年平均 PE 29.7X, 考虑公司龙头地位, 上调 20 年 PE 至 38-39X (前值 PE30-31X), 目标价调至 51.68-53.04 元(前值 39.24-40.55 元), 维持买入评级。

风险提示: 游戏表现不及预期, 海外业务进展缓慢。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,112
流通 A 股 (百万股)	1,480
52 周内股价区间 (元)	13.85-49.68
总市值 (百万元)	91,123
总资产 (百万元)	12,508
每股净资产 (元)	3.70

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,633	13,227	17,088	20,321	23,198
+/-%	23.33	73.30	29.19	18.91	14.16
归属母公司净利润 (百万元)	1,009	2,115	2,877	3,479	4,098
+/-%	(37.77)	109.69	36.02	20.94	17.78
EPS (元, 最新摊薄)	0.48	1.00	1.36	1.65	1.94
PE (倍)	90.35	43.09	31.68	26.19	22.24

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：公司拟投资项目资金使用计划

序号	项目名称	总投资金额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
1	网络游戏开发及运营建设项目	160,251.22	160,000.00
2	5G云游戏平台建设项目	169,766.77	165,000.00
3	广州总部大楼建设项目	128,518.29	121,300.00
合计		458,536.28	446,300.00

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

可比公司估值

图表2：可比公司估值表 (截至7月24日)

Wind 代码	股票简称	总市值 (亿元)	PE			净利润 (亿元) (Wind 一致预期)		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
002624 CH	完美世界	732.60	48.75X	30.78X	25.88X	14.47	23.80	28.31
002602 CH	世纪华通	844.37	36.95X	21.52X	17.99X	27.35	39.23	46.93
603444 CH	吉比特	412.49	50.98X	36.82X	30.65X	10.66	11.20	13.46
平均值			45.56X	29.70X	24.84X			

资料来源：Wind、华泰证券研究所

报告提及公司信息

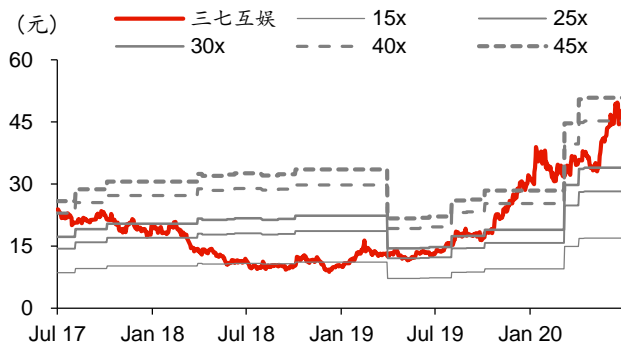
图表3：报告提及公司信息

公司名称	彭博代码	评级	目标价区间 (元)
完美世界	002624 CH	买入	47.58-48.80
吉比特	603444 CH	无评级	-
世纪华通	002602 CH	无评级	-

资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

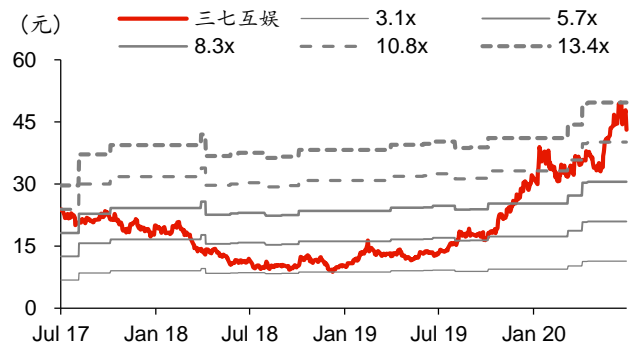
PE/PB - Bands

图表4：三七互娱历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：三七互娱历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,182	6,355	9,904	13,830	18,741
现金	1,533	2,153	4,428	8,356	12,277
应收账款	1,299	1,288	1,341	1,562	1,752
其他应收账款	792.43	84.84	1,049	299.20	1,239
预付账款	193.77	661.09	443.33	869.97	629.32
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	364.40	2,169	2,643	2,743	2,843
非流动资产	4,214	3,790	3,723	3,650	3,549
长期投资	555.60	468.79	381.98	295.17	208.36
固定投资	36.46	47.10	203.00	300.37	348.46
无形资产	20.50	17.00	26.86	38.51	49.20
其他非流动资产	3,601	3,257	3,111	3,016	2,943
资产总计	8,396	10,145	13,626	17,481	22,290
流动负债	1,992	2,600	3,514	3,698	4,140
短期借款	369.00	0.00	663.00	500.00	416.00
应付账款	1,082	1,419	1,725	2,020	2,543
其他流动负债	540.88	1,181	1,126	1,178	1,181
非流动负债	289.82	251.16	202.05	152.59	101.05
长期借款	281.18	250.02	200.90	151.45	99.90
其他非流动负债	8.64	1.14	1.14	1.14	1.14
负债合计	2,282	2,852	3,716	3,850	4,241
少数股东权益	141.03	264.40	638.20	1,090	1,623
股本	2,125	2,112	2,112	2,112	2,112
资本公积	298.74	73.15	73.15	73.15	73.15
留存公积	3,503	4,938	7,264	9,877	13,089
归属母公司股东权益	5,973	7,029	9,272	12,540	16,426
负债和股东权益	8,396	10,145	13,626	17,481	22,290

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,954	3,258	2,146	4,133	3,957
净利润	1,151	2,417	3,250	3,931	4,630
折旧摊销	117.66	110.92	73.63	78.14	109.61
财务费用	17.10	(14.90)	(36.14)	(124.29)	(219.61)
投资损失	(80.54)	(110.61)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	164.04	521.31	(1,042)	348.50	(463.31)
其他经营现金	584.75	334.01	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(55.11)	(1,043)	93.66	94.54	91.32
资本支出	324.48	368.22	93.15	92.27	95.49
长期投资	194.95	126.98	86.81	86.81	86.81
其他投资现金	464.32	(548.22)	273.62	273.62	273.62
筹资活动现金	(1,969)	(1,602)	35.42	(299.19)	(127.16)
短期借款	(3.05)	(369.00)	663.00	(163.00)	(84.00)
长期借款	(56.76)	(31.16)	(49.12)	(49.45)	(51.54)
普通股增加	(23.24)	(12.62)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,674)	(225.59)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(212.31)	(963.84)	(578.46)	(86.74)	8.38
现金净增加额	(65.17)	619.52	2,275	3,929	3,921

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,633	13,227	17,088	20,321	23,198
营业成本	1,811	1,776	2,672	3,183	3,194
营业税金及附加	33.04	46.06	73.97	87.96	100.42
营业费用	3,347	7,737	9,638	11,400	13,130
管理费用	246.06	221.86	307.59	365.77	463.97
财务费用	17.10	(14.90)	(36.14)	(124.29)	(219.61)
资产减值损失	(1,049)	58.24	(23.51)	(28.45)	(32.48)
公允价值变动收益	0.00	(147.54)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	80.54	110.61	100.00	100.00	100.00
营业利润	770.22	2,672	3,381	4,098	4,834
营业外收入	463.91	28.17	50.00	50.00	50.00
营业外支出	14.81	4.16	10.00	10.00	10.00
利润总额	1,219	2,696	3,421	4,138	4,874
所得税	67.89	279.29	171.07	206.89	243.69
净利润	1,151	2,417	3,250	3,931	4,630
少数股东损益	142.93	302.07	373.80	452.06	532.45
归属母公司净利润	1,009	2,115	2,877	3,479	4,098
EBITDA	1,332	2,759	3,424	4,065	4,706
EPS (元, 基本)	0.48	1.00	1.36	1.65	1.94

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	23.33	73.30	29.19	18.91	14.16
营业利润	(49.25)	246.93	26.55	21.18	17.96
归属母公司净利润	(37.77)	109.69	36.02	20.94	17.78
获利能力 (%)					
毛利率	76.27	86.57	84.36	84.34	86.23
净利率	13.21	15.99	16.83	17.12	17.66
ROE	18.83	33.14	32.80	28.84	25.65
ROIC	43.32	127.14	124.60	214.23	259.16
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.18	28.11	27.27	22.03	19.03
净负债比率 (%)	(13.89)	(25.65)	(35.45)	(56.15)	(64.88)
流动比率	2.10	2.44	2.82	3.74	4.53
速动比率	1.82	2.14	2.52	3.32	4.18
营运能力					
总资产周转率	0.87	1.43	1.44	1.31	1.17
应收账款周转率	6.82	10.23	13.00	14.00	14.00
应付账款周转率	1.99	1.27	1.55	1.70	1.40
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	1.00	1.36	1.65	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.90	1.02	1.96	1.87
每股净资产(最新摊薄)	2.83	3.33	4.39	5.94	7.78
估值比率					
PE (倍)	90.35	43.09	31.68	26.19	22.24
PB (倍)	15.26	12.96	9.83	7.27	5.55
EV_EBITDA (倍)	67.88	31.71	25.18	20.30	16.79

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，朱璐、周钊，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师朱璐、周钊本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司