

强烈推荐-A (维持)

三七互娱 002555.SZ

目标估值: 30.4 元

当前股价: 22.06 元

2017 年 11 月 13 日

十月进入iOS中国收入榜前十，三款手游进入腾讯应用宝月总收入前十，页转手逻辑持续验证

基础数据

上证综指	3448
总股本 (万股)	214811
已上市流通股 (万股)	62268
总市值 (亿元)	474
流通市值 (亿元)	137
每股净资产 (MRQ)	3.1
ROE (TTM)	23.2
资产负债率	21.9%
主要股东	李卫伟
主要股东持股比例	18.79%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-3	21
相对表现	-12	-25	0



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《三七互娱 (002555) — 全年强劲增长态势不改,《大天使之剑 H5》等新游戏发力持续助力业绩》 2017-10-31
- 2、《三七互娱 (002555) — 手游持续爆发, 后续项目储备有望助推业绩持续高速增长》 2017-08-31
- 3、《三七互娱 (002555) — 深度报告之四: 新游引爆下半年, 海外征途

林起贤

linqixian@cmschina.com.cn
S1090517070012

方光照

fanguangzhao@cmschina.com.cn
S1090515090002

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

事件: (1) 根据 App Annie, 三七互娱在 iOS 中国收入榜的排名较 9 月份上升了 10 个名次, 排名第六; (2) 腾讯应用宝 10 月热门网游月总收入前十榜单中, 三七互娱的《永恒纪元》《大天使之剑 H5》《阿瓦隆之王》分别位列第一, 第三, 第十。

点评及核心推荐逻辑:

1、《永恒纪元》之后,《大天使之剑 H5》与《阿瓦隆之王》表现突出, 研运实力持续得到验证。

自研《永恒纪元》上线 17 月, 月流水仍保持在 2 亿左右, 长周期运营; 自研《大天使之剑 H5》9 月底上线后首月流水 1.6 亿流水已刷新记录, iOS 畅销榜排名从 10 月初 39 名上升到月底第 5 名, 11 月通过跨界公交广告等保持曝光度, 当前排名第 6。发行《阿瓦隆之王》, 7 月中登陆安卓, 10 月位列应用宝收入榜第 10, 考虑策略游戏生命周期较长, 未来仍有提升之势。

2、四季度及明年项目储备丰厚, 后续业绩增长持续性值得期待。

公司前三季度业绩略低于预告区间的中值, 但从前三季度归母净利润 (12.11 亿元, YoY+61.04%) 和全年业绩指引 (YoY+44.84%-63.53%) 看, 整体上维持强劲增长。公司还储备有自研《凡人诛仙诀》《择天记》《奇迹 MU》等、代理《最游记物语》《真龙传奇》《风之剑舞》等手游。出海布局也将贡献增量, 公司在海外市场逐渐形成本地化能力, 在港澳台、东南亚以及北美继续提升市场份额, 海外发行目前已从亚洲地区走向欧美。

3、依托精细流量运营及精耕产品研发, 充分享受页转手红利, 支撑中长期增长。

当前随着互联网红利基本消耗, 硬核联盟以及多个垂直细分应用等新渠道崛起, 买量逐渐成为受手游厂商青睐的推广策略。公司将多年累积下来的运营精细买量+精耕研发打磨产品的能力运用到手游领域, 形成了差异化的竞争策略, 实现了页转手的加速飞跃。

盈利预测及估值: 预计公司 2017/18/19 年归母净利润为 17.0/22.5/28.1 亿元, 17/18/19 年 PE 分别仅 28/21/17 倍, 维持强烈推荐-A 评级。

风险因素: (1) 新游戏上线进度及上线后流水表现低于预期的风险; (2) 收购标的业绩不达预期带来商誉减值的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2121	2451	5289	7120	9291
现金	1110	819	3657	5130	6903
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	66	95	99	133	168
应收款项	467	816	644	870	1096
其它应收款	59	123	88	119	150
存货	68	71	82	107	135
其他	352	527	555	678	813
非流动资产	2502	3936	2437	2388	2349
长期股权投资	170	787	170	170	170
固定资产	311	271	236	208	185
无形资产	51	44	39	36	32
其他	1970	2834	1991	1975	1962
资产总计	4623	6386	7725	9509	11640
流动负债	906	1624	1187	1402	1640
短期借款	31	373	0	0	0
应付账款	603	701	732	959	1208
预收账款	57	60	70	91	115
其他	215	491	217	218	220
长期负债	6	33	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	33	6	6	6
负债合计	912	1657	1193	1408	1646
股本	1042	2085	2148	2148	2148
资本公积金	1980	938	970	970	970
留存收益	541	1500	2879	4619	6757
少数股东权益	148	205	205	205	205
归属于母公司所有者权益	3563	4523	6338	8079	10217
负债及权益合计	4623	6386	7725	9509	11640

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1081	1052	1677	1949	2332
净利润	506	1070	1700	2250	2813
折旧摊销	122	174	81	69	60
财务费用	2	(1)	(5)	(5)	(5)
投资收益	(5)	(55)	(151)	(60)	(50)
营运资金变动	48	(310)	(59)	(238)	(225)
其它	409	173	(1)	14	16
投资活动现金流	(3250)	(1518)	1415	(21)	(21)
资本支出	(158)	(209)	(21)	(21)	(21)
其他投资	(3092)	(1308)	1435	0	0
筹资活动现金流	2679	169	(254)	(455)	(539)
借款变动	3290	400	(32)	0	0
普通股增加	718	1042	63	0	0
资本公积增加	(272)	(1041)	32	0	0
股利分配	(1074)	(321)	(321)	(510)	(675)
其他	18	88	22	56	85
现金净增加额	511	(297)	2838	1473	1773

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4657	5248	6980	9423	11872
营业成本	1896	1941	2303	3015	3799
营业税金及附加	42	30	62	84	106
营业费用	1459	1608	2373	3199	4031
管理费用	422	515	633	854	1077
财务费用	(14)	(5)	(5)	(5)	(5)
资产减值损失	48	49	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	55	151	60	50
营业利润	809	1165	1764	2335	2915
营业外收入	127	164	0	0	0
营业外支出	3	10	17	17	17
利润总额	933	1319	1747	2318	2898
所得税	11	102	48	68	85
净利润	922	1217	1700	2250	2813
少数股东损益	416	147	0	0	0
归属于母公司净利润	506	1070	1700	2250	2813
EPS (元)	0.24	0.50	0.79	1.05	1.31

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	678%	13%	33%	35%	26%
营业利润	1304%	44%	51%	32%	25%
净利润	1224%	111%	59%	32%	25%
获利能力					
毛利率	59.3%	63.0%	67.0%	68.0%	68.0%
净利率	10.9%	20.4%	24.4%	23.9%	23.7%
ROE	14.2%	23.7%	26.8%	27.9%	27.5%
ROIC	21.0%	22.0%	26.3%	25.8%	25.3%
偿债能力					
资产负债率	19.7%	25.9%	15.4%	14.8%	14.1%
净负债比率	0.7%	5.8%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	1.5	4.5	5.1	5.7
速动比率	2.3	1.5	4.4	5.0	5.6
营运能力					
资产周转率	1.0	0.8	1.1	1.1	1.0
存货周转率	30.0	27.9	30.0	31.8	31.3
应收帐款周转率	13.1	8.2	9.6	12.4	12.1
应付帐款周转率	3.9	3.0	3.2	3.6	3.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.24	0.50	0.79	1.05	1.31
每股经营现金	0.50	0.49	0.79	0.92	1.09
每股净资产	1.66	2.11	2.95	3.76	4.76
每股股利	0.03	0.15	0.24	0.31	0.39
估值比率					
PE	93.6	44.3	27.9	21.1	16.8
PB	13.3	10.5	7.5	5.9	4.6
EV/EBITDA	34.1	23.5	15.8	13.1	10.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

林起贤，招商证券研发中心传媒行业分析师。北京大学硕士，2015年加入中投证券担任传媒行业分析师，2017年加入招商证券。

方光照，招商证券研发中心传媒行业分析师。上海财经大学金融学硕士，2015年加入招商证券，2016年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名成员，2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名成员。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。分获2016年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名，2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名，2014年新财富第五名、水晶球第四名、金牛奖第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。