

营收逆势高增，头部优势进一步凸显

2019.04.27

强烈推荐 (维持)

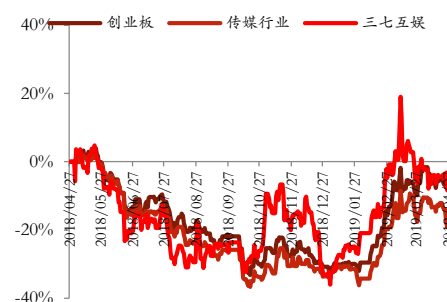
传媒行业

肖明亮(分析师) **叶锐 (分析师)**
 电话: 020-88832290 020-88836101
 邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn yek@gzgzhs.com.cn
 执业编号: A1310517070001 A1310519040001

事件: ①公司发布 2018 年年度报告, 公司实现营收 76.33 亿元, 同比增长 23.33%; 实现归母净利润 10.09 亿元, 同比下降 37.77%; ②2019 年 Q1 实现营收 32.47 亿元, 同比增长 95.5%, 实现归母净利润 4.5 亿元, 同比增长 10.8%。

核心观点:

- **2018 年营收高增长，计提商誉减值压制利润释放。**报告期内公司营业收入增长 23.33%，远高于国内游戏行业 5.3% 的增速，其中公司手游营收同比增长 69.99%，A 股游戏龙头优势凸显。公司游戏业务毛利率为 78.95%，同比上年提升 6.2pct；受公司加大市场广告投放影响，公司销售费用率同比提升 13.1pct；本期减少了股权激励的摊销，管理费用率同比减少 2.3pct；研发投入比例保持平稳，同比提升 0.08pct。净利润下滑，主要由于子公司上海墨鹍确认了业绩补偿收益及商誉减值损失，2018 归属于上市公司股东的净利润减少 5.06 亿，压制净利润释放。
- **2019 年 Q1 营收继续超预期，销售费用提升短期压制利润。**2019 年 Q1 营收高增长主要受益于《斗罗大陆》H5、《一刀传世》等游戏流水维持过亿贡献弹性；同时《大天使之剑 H5》、《永恒纪元》等贯彻长线运营，优化玩法持续迭代满足用户需求。受汽车主业剥离影响，毛利率提升 16pct 至 87.6%，同时受新游戏投入加大的影响，销售费用率同比大幅提升 33.7pct 至 65.9%，待游戏成熟后续有望贡献业绩弹性。
- **A 股龙头地位继续增强，研运稳定推进抗风险力强。**2018 年在行业政策收紧的背景下，公司市占率进一步提升至 6.48%，目前运营过亿产品有 5 款，最高月流水超过 9 亿元，新增用户超过 1.1 亿，最高活跃 2000 万。发行线：公司与极光、腾讯、网易等公司紧密合作，18 年上线超过 20 款游戏，目前储备 9 款独代产品；海外方面共发行 80 款游戏，19 年关注包括《斗罗大陆》等多款 SLG、卡牌、二次元游戏上线。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 19-21 年归母净利润为 19.19/24.27/30.13 亿元，对应 EPS 为 0.90/1.14/1.42 元/股，对应 PE 为 14/11/9 倍，结合公司实行 6 亿元不超过 15 元/股的回购，股价仍有安全垫；公司各项业务成长稳定，待产品成熟有望释放利润，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**游戏流水不达预期，行业政策风险

公司股价走势

股价表现

涨幅	1M	3M	6M
三七互娱	-4.08	21.89	27.54
传媒行业	-3.90	17.73	21.62
创业板指	1.22	31.00	30.17

公司基本资料

总市值 (亿元)	274.53
总股本 (亿股)	21.25
流通股比例	55.68%
资产负债率	27.18%
大股东	李卫伟
大股东持股比例	19.00%

相关报告

*广证恒生-传媒行业-三七互娱 (002555) 原股东股份与 ETF 换购，股权结构持续优化-20190313

*广证恒生-传媒行业-三七互娱 (002555) 深度报告-研运+海外双擎齐驱，基本面持续优化迎二次腾飞_20190317

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7632.68	11862.52	14844.97	18364.62
同比 (%)	23.33%	55.42%	25.14%	23.71%
归属母公司净利润	1008.50	1919.32	2427.12	3013.97
同比 (%)	-37.77%	90.31%	26.46%	24.18%
毛利率 (%)	76.27%	80.24%	80.92%	81.11%
ROE (%)	15.05%	28.16%	27.97%	26.74%
每股收益 (元)	0.47	0.90	1.14	1.42
P/E	27.22	14.30	11.31	9.11
P/B	4.63	3.81	2.94	2.28
EV/EBITDA	7.35	11.74	9.21	7.37



盈利预测表:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4182	4922	6960	9426	营业收入	7633	11863	14845	18365
现金	1533	1311	2256	3398	营业成本	1811	2344	2833	3469
应收账款	1299	1853	2322	2955	营业税金及附加	33	56	66	83
其它应收款	792	751	1137	1492	营业费用	3347	6287	7868	9733
预付账款	194	315	365	428	管理费用	246	1305	1722	2112
存货	0	58	53	37	财务费用	17	19	14	-5
其他	364	634	826	1116	资产减值损失	1049	20	20	20
非流动资产	4214	4347	4694	5354	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	556	600	800	1000	投资净收益	81	30	30	0
固定资产	36	38	55	70	营业利润	770	1861	2352	2953
无形资产	14	22	29	47	营业外收入	464	344	404	404
其他	3607	3687	3811	4237	营业外支出	15	10	10	11
资产总计	8396	9268	11654	14780	利润总额	1219	2195	2746	3345
流动负债	1992	1441	1508	1771	所得税	68	107	143	169
短期借款	369	471	371	370	净利润	1151	2088	2603	3176
应付账款	0	0	0	0	少数股东损益	143	168	176	162
其他	1623	969	1138	1401	归属母公司净利润	1009	1919	2427	3014
非流动负债	290	310	308	303	EBITDA	1350	2319	2864	3446
长期借款	281	281	281	281	EPS (摊薄)	0.47	0.90	1.14	1.42
其他	9	29	27	21					
负债合计	2282	1751	1817	2074	主要财务比率				
少数股东权益	141	309	485	648	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	2125	2125	2125	2125	成长能力				
资本公积	299	299	299	299	营业收入增长率	23.3%	55.4%	25.1%	23.7%
留存收益	3503	4785	6928	9635	营业利润增长率	-49.3%	141.6%	26.4%	25.5%
归属母公司股东权益	5926	7208	9352	12059	归属于母公司净利润增长率	-37.8%	90.3%	26.5%	24.2%
负债和股东权益	8396	9268	11654	14780	获利能力				
					毛利率	76.3%	80.2%	80.9%	81.1%
现金流量表					净利率	15.1%	17.6%	17.5%	17.3%
单位:百万元					ROE	15.1%	28.2%	28.0%	26.7%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC	17.6%	26.4%	26.1%	24.9%
经营活动现金流	2024	634	1845	2294	偿债能力				
净利润	1151	1919	2427	3014	资产负债率	27.2%	18.9%	15.6%	14.0%
折旧摊销	118	105	104	106	净负债比率	29.79%	44.09%	37.30%	32.62%
财务费用	17	19	14	-5	流动比率	2.10	3.42	4.61	5.32
投资损失	-81	-30	-30	0	速动比率	2.10	3.38	4.58	5.30
营运资金变动	164	-1516	-843	-979	营运能力				
其它	654	137	174	159	总资产周转率	0.87	1.34	1.42	1.39
投资活动现金流	-55	-309	-507	-845	应收账款周转率	6.99	7.53	7.11	6.96
资本支出	-324	-10	-40	-40	应付账款周转率	4.88	0.00	0.00	0.00
长期投资	-195	-225	-400	-700	每股指标 (元)				
其他	464	-74	-67	-105	每股收益 (最新摊薄)	0.47	0.90	1.14	1.42
筹资活动现金流	-1969	-547	-394	-307	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.95	0.30	0.87	1.08
短期借款	-3	102	-101	-0	每股净资产 (最新摊薄)	2.79	3.39	4.40	5.68
长期借款	-30	0	0	0	估值比率				
普通股增加	-23	0	0	0	P/E	27.22	14.30	11.31	9.11
资本公积金增加	-1674	0	0	0	P/B	4.63	3.81	2.94	2.28
其他	-239	-650	-293	-307	EV/EBITDA	7.35	11.74	9.21	7.37
现金净增加额	-0	-222	945	1142					

团队成员介绍：

肖明亮：武汉大学传媒+会计学复合背景，目前担任 TMT 副团队长，传媒和教育行业负责人，5 年文化传媒与教育行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析，致力于从产业供需分析以及产业链的边际变化挖掘投资价值，多次受邀参加全国性峰会论坛论坛交流、上市企业战略咨询交流以及企业战略咨询委托等。

叶锐：广东梅州人，华东师范大学法学硕士，具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验，近 3 年产业和行业研究经验，主要研究教育及泛娱乐方向。

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。