

分析师: 刘冉
 执业证书编号: S0730516010001
 liuran@ccnew.com 021-50586281
 研究助理: 乔琪
 qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

Q3 营收创单季度新高, 全年业绩高增

——三七互娱 (002555) 季报点评

证券研究报告-季报点评

增持 (维持)

市场数据 (2019-10-31)

收盘价(元)	18.27
一年内最高/最低(元)	19.85/8.96
沪深300指数	3886.75
市净率(倍)	6.46
流通市值(亿元)	240.82

基础数据 (2019-9-30)

每股净资产(元)	3.09
每股经营现金流(元)	0.90
毛利率(%)	86.43
净资产收益率_摊薄(%)	23.85
资产负债率(%)	31.82
总股本/流通股(万股)	211225.17/131812.03
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《三七互娱(002555) 中报点评: 手游业务增长 152.9%, 爆款手游月流水过亿》 2019-08-28
- 《三七互娱(002555) 年报点评: 营业收入高速增长, 自研+运营能力显现》 2019-04-30
- 《三七互娱(002555) 公司点评报告: 手游业务带动营业收入与毛利率双增长, 商誉风险逐渐出清》 2019-02-27

联系人: 李琳琳
 电话: 021-50586983
 传真: 021-50587779

发布日期: 2019年11月01日

事件: 公司发布 2019 年第三季度报告。2019 年前三季度公司实现营业收入 95.60 亿元, 同比增加 72.72%; 净利润 15.56 亿元, 同比增加 27.70%; 扣除非经常性损益后净利润 14.17 亿元, 同比增加 21.30%; 经营活动产生现金流净额 18.97 亿元, 同比增加 36.64%; 基本每股收益 0.74 元。

其中第三季度营业收入 34.89 亿元, 同比增加 56.29%; 净利润 5.23 亿元, 同比增加 25.37%; 扣除非经常性损益后净利润 4.68 亿元, 同比增加 14.89%。

投资要点:

- **新老产品共同推动单季度营业收入创新高。**截至目前, 6 月 26 日上线的手游产品《精灵盛典》在 App Store 游戏畅销榜基本能够维持在 TOP20 左右, 最高曾上冲至第 4 名。18 年末上线的《一刀传世》与 19 年初上线的《斗罗大陆》H5 排名也同样靠前, 在新老产品的共同推动下, Q3 单季度营业收入达到创新高的 34.89 亿元, 同比增加 56.29%, 环比增加 23.54%。
- **新游推广导致流量费用大幅上升。**Q1-Q3 公司销售费用同比增加 161.90%, 主要是公司年内上线的新游戏正处于推广期, 对互联网流量需求较大, 销售费用率为 60.39%, 同比提升 20.56 个百分点, 其中 Q3 单季度销售费用同比增加 101.82%, 环比增加 43.68%, 销售费用率为 61.37%, 同比环比均有不同程度的提升。
 Q1-Q3 管理费用率为 1.52%, 受剥离汽车业务影响, 比 2018 年同期下滑 1.83 个百分点; 研发费用率为 5.40%, 同比下降 1.81 个百分点。
 前三季度公司业务毛利率为 86.43%, 比 2018 年同期提高了 13.27 个百分点; 受销售费用提高影响, 净利率为 18.45%, 比 2018 年同期下降了 8.28 个百分点。
- **全年净利润有望翻倍。**公司预计 2019 年全年净利润为 20.5 亿元-21.5 亿元, 同比增加 103.27%-113.19%。推测 Q4 单季度净利润为 4.94 亿元-5.94 亿元。2018 年 Q4 由于计提了 10.24 亿元的资产减值损失导致当季归母净利润为-6.36 亿元。
- **通过股权转让方式绑定研发团队负责人。**持公司 17.48% 股份的股东同时也是公司董事之一的曾开天拟在未来 6 个月内通过大宗交易的方式向胡宇航转让不超过公司总股本 4% 的股份。胡宇航是公司旗下研发团队的主要负责人, 拥有比较强的游戏研发、制作与管理能力, 股份的转让有助于胡宇航与公司长期利益保持一致。目前胡宇航持有公司

地址： 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼
邮编： 200122

1.49%的股份，转让完成后胡宇航持股比例将达到 5%以上。

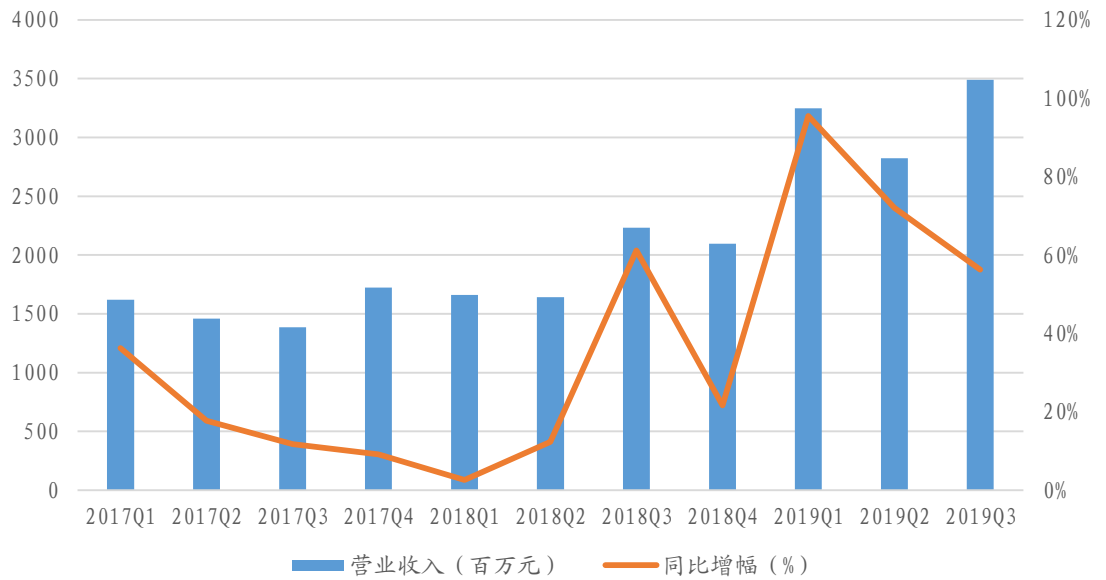
- **投资建议与评级：**未来公司将有《超能球球》、《斗罗大陆 3D》等产品陆续上线保障公司业绩，公司在流量运营的模式上展现出了比较强的能力。同时公司在 VR/AR、5G、云游戏以及电竞相关领域都有所布局，未来有望与公司形成业务协同。预计 2019-2020 年 EPS 分别为 1.00/1.19，按 10 月 31 日收盘价 18.27 元计算，对应 PE 分别为 18.3 倍/15.3 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示：政策监管风险；游戏项目上线进度不及预期；行业竞争加剧；游戏项目市场表现不及预期。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,189	7,633	12,335	14,557	16,214
增长比率(%)	17.9	23.3	61.6	18.0	11.4
净利润(百万元)	1,621	1,009	2,110	2,522	2,853
增长比率(%)	51.4	-37.8	109.2	19.5	13.1
每股收益(元)	0.77	0.48	1.00	1.19	1.35
市盈率(倍)	23.8	38.3	18.3	15.3	13.5

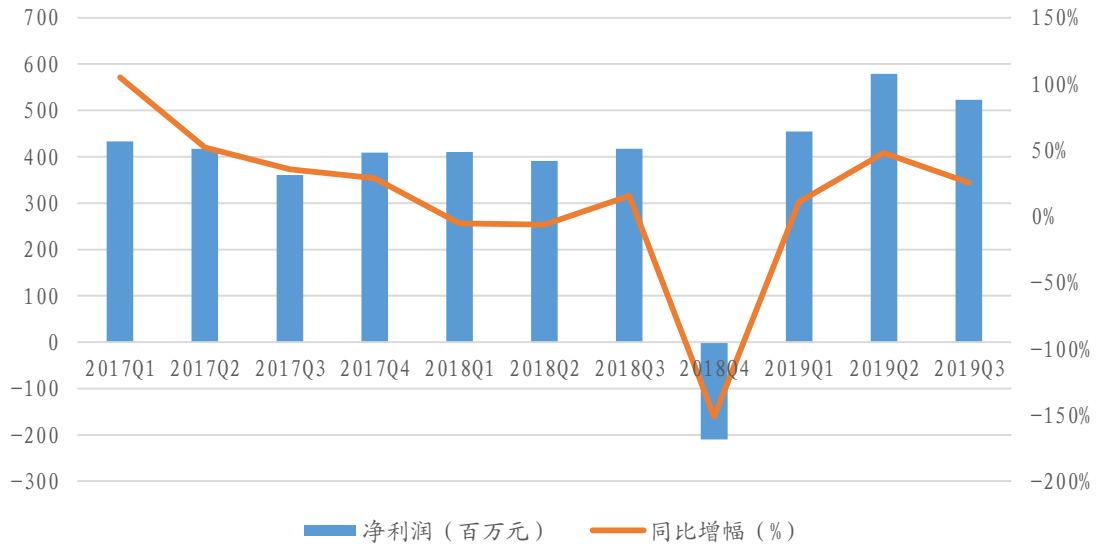
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2017-2019Q3 公司单季度营业收入与同比增幅



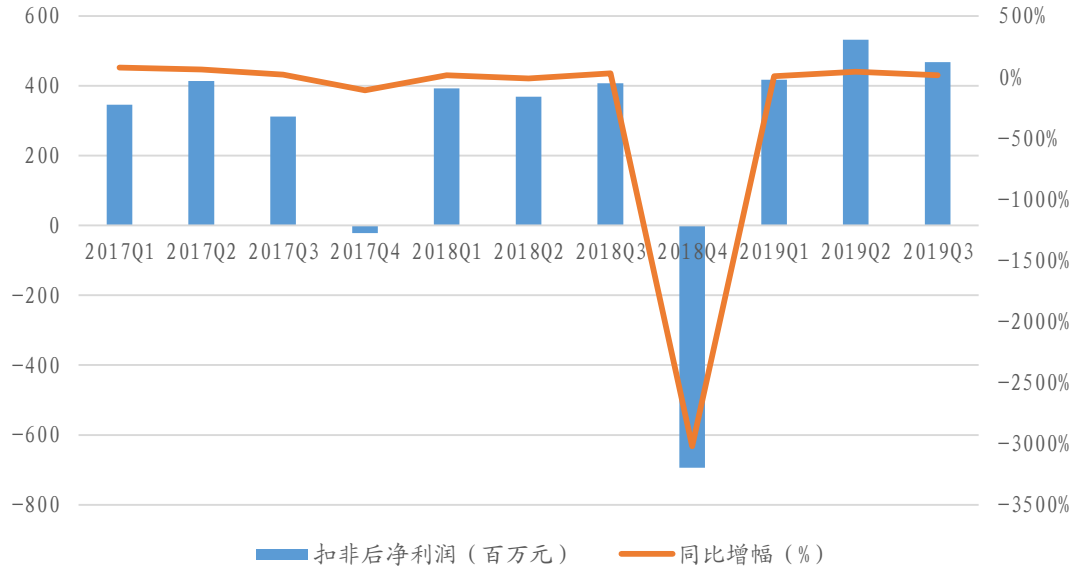
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 2017-2019Q3 公司单季度归属上市公司股东净利润与同比增幅



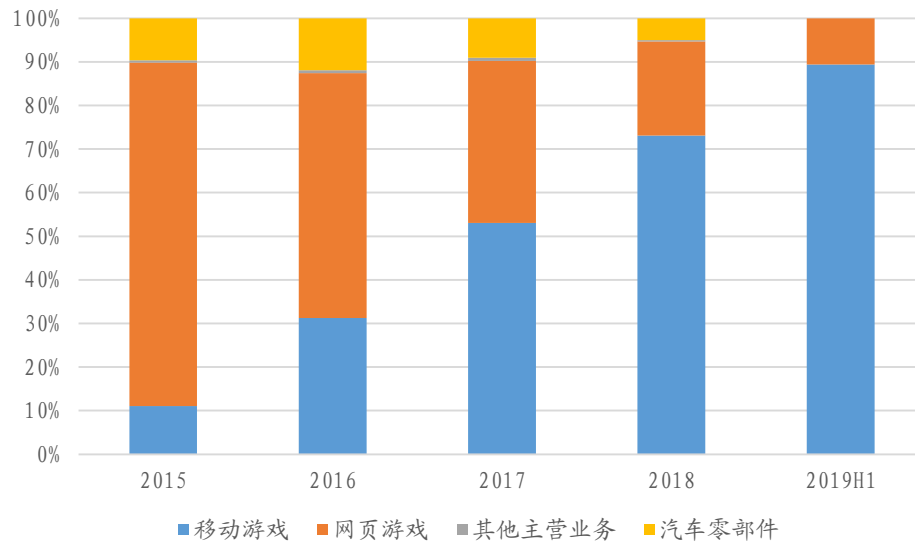
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 2017-2019Q3 公司单季度扣除非经常性损益后净利润与同比增幅



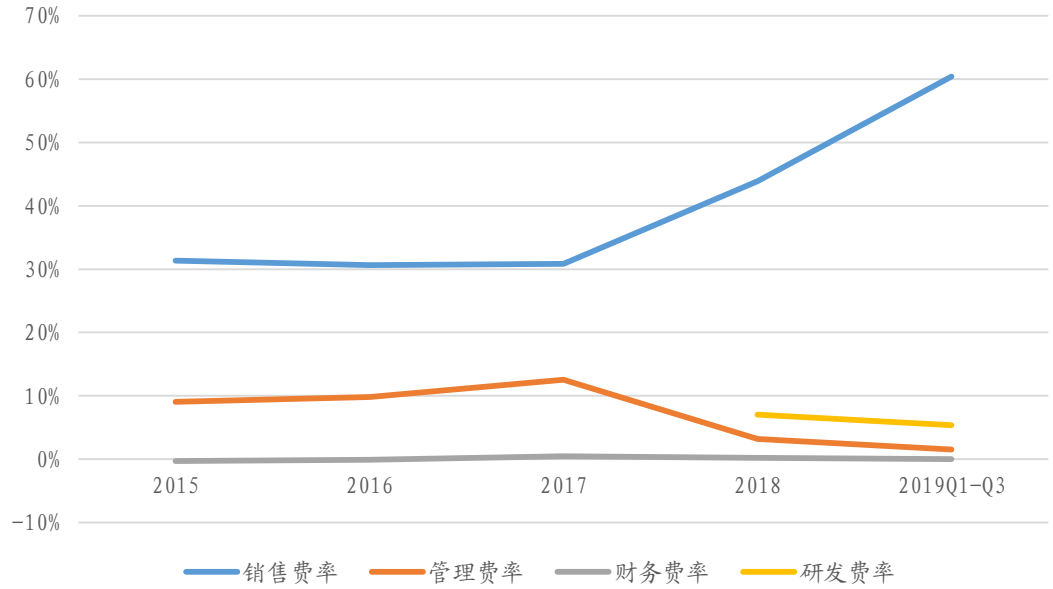
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 2015-2019H1 公司主营业务收入占比



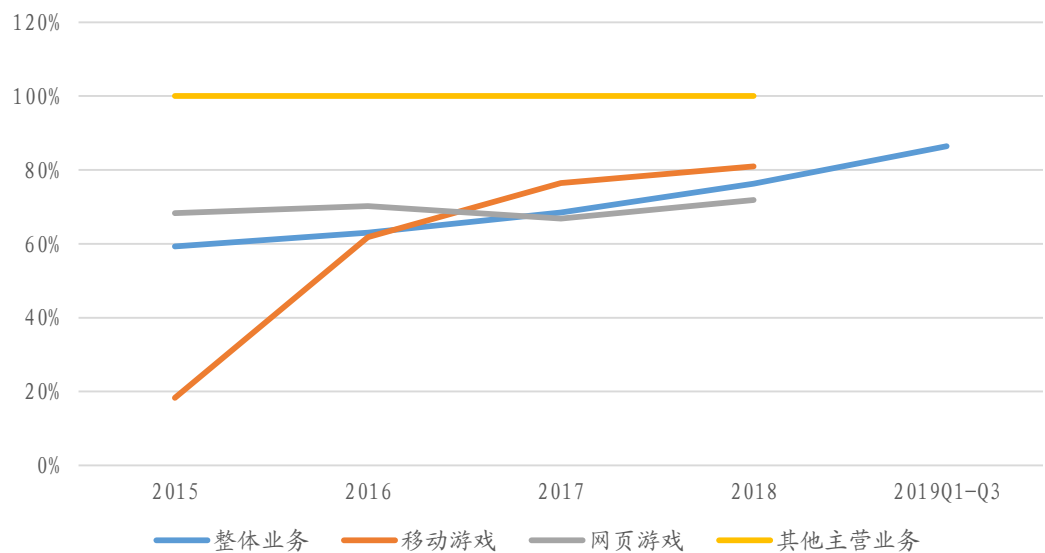
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 5: 2015-2019Q3 公司主要费用率



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 6: 2015-2019Q3 公司业务毛利率



资料来源: 公司公告, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3962	4182	4926	7964	10286
现金	1581	1533	444	4165	4948
应收票据及应收账款	940	1299	2320	1950	2806
其他应收款	389	792	1116	1136	1373
预付账款	284	194	578	333	681
存货	102	0	104	15	114
其他流动资产	667	364	364	364	364
非流动资产	5198	4214	5040	5207	5306
长期投资	377	556	742	930	1112
固定资产	292	36	672	685	640
无形资产	49	21	18	-1	-15
其他非流动资产	4479	3601	3609	3593	3568
资产总计	9160	8396	9966	13171	15591
流动负债	1518	1992	1665	2342	1881
短期借款	372	369	369	369	369
应付票据及应付账款	742	1082	773	1349	955
其他流动负债	404	541	523	624	558
非流动负债	355	290	255	192	126
长期借款	338	281	246	184	117
其他非流动负债	17	9	9	9	9
负债合计	1873	2282	1920	2534	2007
少数股东权益	270	141	389	722	1096
股本	2148	2125	2125	2125	2125
资本公积	1973	299	299	299	299
留存收益	2919	3503	5298	7448	9837
归属母公司股东权益	7017	5973	7658	9914	12489
负债和股东权益	9160	8396	9966	13171	15591

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1832	1954	247	4310	1284
净利润	1836	1151	2358	2856	3227
折旧摊销	160	118	94	167	190
财务费用	29	17	65	7	-60
投资损失	-256	-81	-78	-79	-73
营运资金变动	-4	164	-2192	1360	-2000
其他经营现金流	67	585	0	0	0
投资活动现金流	-1368	-55	-843	-255	-215
资本支出	1019	324	640	-21	-83
长期投资	-40	195	-186	-186	-182
其他投资现金流	-389	464	-389	-462	-480
筹资活动现金流	310	-1969	-493	-335	-286
短期借款	-1	-3	0	0	0
长期借款	314	-57	-35	-63	-67
普通股增加	63	-23	0	0	0
资本公积增加	1038	-1674	0	0	0
其他筹资现金流	-1105	-212	-458	-272	-219
现金净增加额	762	-65	-1088	3721	783

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6189	7633	12335	14557	16214
营业成本	1948	1811	1843	2107	2287
营业税金及附加	27	33	72	73	79
营业费用	1908	3347	7401	8589	9566
管理费用	777	246	247	291	324
研发费用	0	538	678	830	940
财务费用	29	17	65	7	-60
资产减值损失	351	1049	0	0	0
其他收益	111	98	120	120	120
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	256	81	78	79	73
资产处置收益	1	1	0	0	0
营业利润	1518	770	2228	2860	3270
营业外收入	403	464	400	358	406
营业外支出	4	15	8	9	9
利润总额	1917	1219	2620	3209	3667
所得税	80	68	262	353	440
净利润	1836	1151	2358	2856	3227
少数股东损益	216	143	248	333	374
归属母公司净利润	1621	1009	2110	2522	2853
EBITDA	2074	1332	2715	3336	3747
EPS (元)	0.77	0.48	1.00	1.19	1.35

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	17.9	23.3	61.6	18.0	11.4
营业利润 (%)	30.3	-49.3	189.2	28.4	14.3
归属母公司净利润 (%)	51.4	-37.8	109.2	19.5	13.1
获利能力					
毛利率 (%)	68.5	76.3	85.1	85.5	85.9
净利率 (%)	26.2	13.2	17.1	17.3	17.6
ROE (%)	25.2	18.8	29.3	26.8	23.8
ROIC	23.6	17.2	28.3	26.8	24.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	20.5	27.2	19.3	19.2	12.9
净负债比率 (%)	-11.3	-13.9	2.9	-33.3	-32.4
流动比率	2.6	2.1	3.0	3.4	5.5
速动比率	1.9	1.8	2.3	3.1	4.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.3	1.3	1.1
应收账款周转率	6.7	6.8	6.8	6.8	6.8
应付账款周转率	2.7	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.77	0.48	1.00	1.19	1.35
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.87	0.93	0.12	2.04	0.61
每股净资产 (最新摊薄)	3.32	2.83	3.63	4.69	5.91
估值比率					
P/E	23.8	38.3	18.3	15.3	13.5
P/B	5.5	6.5	5.0	3.9	3.1
EV/EBITDA	18.4	28.6	14.5	10.8	9.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。