

重磅产品延迟上线，业绩略偏下，预计四季度回升

投资要点

- **事件：**三七互娱 (002555) 发布三季报及 2017 年度业绩预告：1) 前三季度，公司实现营收 44.6 亿元，同比增长 21.7%；实现归母净利润 12.1 亿元，同比增长 61.0%；实现归母扣非净利润 10.7 亿元，同比增长 51.2%。非经常性损益合计 1.4 亿元，其中非流动资产处置损益高达 2.4 亿，主要是处置长期股权投资产生的投资收益（上海极光、喆元文化、紫龙奇点）。2) Q3 单季度实现营收 13.8 亿元，同比增长 11.8%；实现归母净利润 3.6 亿元，同比增长 35.5%。3) 2017 年度业绩预告区间为 15.5-17.5 亿元，同比增长 44.8%-63.5%。上年同期为 10.7 亿元。增长原因是游戏研发与手游发行业务方面保持良好增长。其中奇迹 MU 正版授权的自研游戏《大天使之剑 H5》9 月 29 日全渠道上线，截止目前累计流水超过 1.6 亿元，对业绩产生积极作用。
- **三季报归母净利润处于业绩指引中间略偏下位置。**从业绩预告实现情况来看，前三季度实际业绩略低于预期（业绩预告区间为 11.5-13.5 亿元，实际 12.1 亿元），增速放缓的主要原因是公司几部原定 Q2/Q3 上线的大作延迟上线时间，例如腾讯代理的高预期作品《传奇霸业》、《择天记》。但从利润率来看，毛利率净利率都有提升，前三季度毛利率为 68.7%，同比增加 7 个百分点，我们认为这得益于自研手游发力对手游营收和毛利率带来双提升；净利率为 30.7%，同比增加 8 个百分点。三费率方面，销售费用率基本持平，但管理费用率由于研发投入上升，较上年同期的 10% 增长至 13%（对应金额 5.8 亿元）。
- **四季度公司业绩将得到显著提升。**主要原因在于：1) 手游方面，9 月 27 日上线的《大天使之剑 H5》24 天流水破亿，iOS 中国游戏畅销榜入围前十；《永恒纪元》国内热度持续，iOS 中国游戏畅销榜排名保持在前三十，同时海外业务持续拓展，欧服、北美服于 10 月初陆续开放；《武易》、《择天记》年内有望上线。2) 页游方面，《永恒纪元》页游版《魔戒降临》9 月 21 日开启不删档测，代理的新品《魔域永恒》近期在周开服排行榜上一直保持着第五的好成绩，《传奇霸业》、《大天使之剑》等老游戏开服情况依旧稳定；3) 公司后续产品储备丰富，除前文提到的几款高预期产品，还有《凡人修仙诀》、《盗墓》、《航海王》、《寻秦记》等产品。
- **高预期产品加并购，公司成长值得关注。**未来，随着《传奇霸业》、《武易》、《择天记》等游戏上线以及合并范围的扩大（墨鹍科技、智铭网络以及江苏极光剩余股权），预计业绩增速稳健。公司为 A 股“页转手”游戏白马，建议中期关注。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	5247.89	7032.11	9558.09	11360.98
增长率	12.69%	34.00%	35.92%	18.86%
归属母公司净利润 (百万元)	1070.16	1683.81	2220.75	2762.15
增长率	111.49%	57.34%	31.89%	24.38%
每股收益 EPS (元)	0.50	0.78	1.03	1.29
净资产收益率 ROE	25.73%	28.78%	29.40%	28.81%
PE	45	29	22	17
PB	10.68	7.78	6.16	4.94

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn
 联系人: 罗亚琨
 电话: 0755-88604093
 邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.48
流通 A 股(亿股)	6.23
52 周内股价区间(元)	15.92-26.8
总市值(亿元)	483.32
总资产(亿元)	87.33
每股净资产(元)	3.07

相关研究

- **其他重要事项：**1) 2017 年 5 月公司完成非公开发行收购墨鹍科技 68.43%与智铭网络 49%股权。2) 公司发行 21 亿元可转债进度：资金用于网络游戏全球发行运营建设项目、大数据系统升级及 IP 储备项目、购买江苏极光 20%股权以及补充流动资金。2017 年 10 月 13 日收到证监会受理通知。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.78 元、1.03 元、1.29 元，归母净利润 16.8 亿元、22.2 亿元、27.6 亿元。选取同为 A 股游戏行业龙头的：完美世界、游族网络作为可比公司，2017 年 PE 均值为 27.17 倍，但鉴于公司在并购上的发力，以及基于强大研发实力的大量高预期产品储备，给予公司 35 倍估值，目标价 27.37 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**游戏市场竞争加剧风险；监管政策风险；核心游戏推迟上线风险；并购企业业绩实现不及承诺风险。



公司财务情况简介:

公司自 2014 年年末借壳顺荣股份上市以来一直保持着较高的增速, 2014-2017Q3 分别实现营业收入 6.0/46.6/52.5/44.6 亿元, 同比增速分别为 132.7%/678.4%/12.7%/21.7%。同时随着高毛利率的自研产品发力以及对墨鹍科技、智铭网络的并购, 公司的净利润水平逐步提升, 2014-2017Q3 分别实现归母净利润 0.4/5.1/10.7/12.1 亿元, 增速分别为 938.1%/1224.2%/111.5%/61.0%, 均高于营业收入增速。

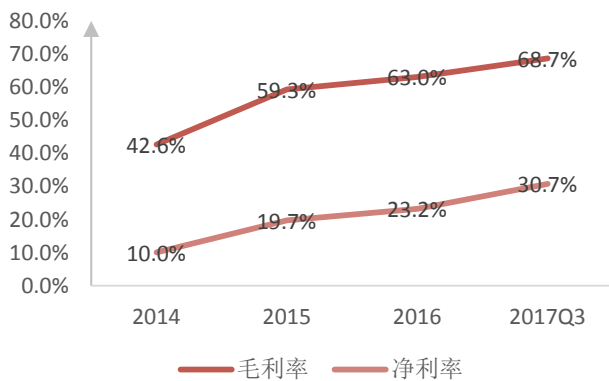
表 1: 三七互娱财务摘要

单位: 亿元	2014	2015	2016	2017Q3
营业总收入	6.0	46.6	52.5	44.6
同比 (%)	132.7%	678.4%	12.7%	21.7%
归属母公司股东的净利润	0.4	5.1	10.7	12.1
同比 (%)	938.1%	1224.2%	111.5%	61.0%
扣非后归属母公司股东的净利润	0.4	4.5	10.1	10.7
同比 (%)	3674.8%	1129.6%	125.1%	51.2%
研发费用	0.3	2.7	3.2	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

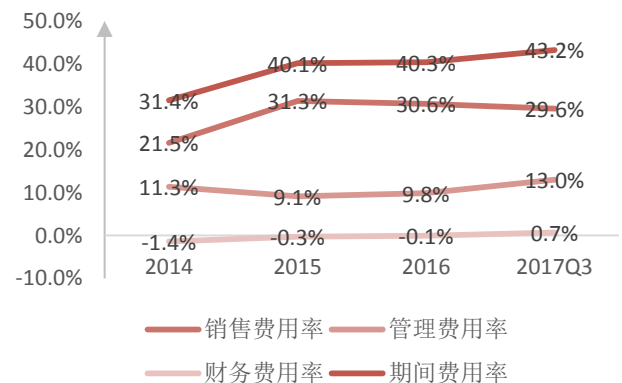
在毛利率以及净利率方面, 由于以《永恒纪元》为代表的自研产品占比上升, 均呈现出增长的态势。在期间费用方面, 自 2015 年末公司完成整体上市后, 2015-2016 年期间费用率一直维持在 40% 左右。进入 2017 年, 公司为增强研发实力增大了研发投入, 使得管理费用大幅上升, 导致期间费用率上升约 3 个百分点。

图 1: 2014-2017Q3 毛利率及净利率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 2: 2014-2017Q3 期间费用率情况



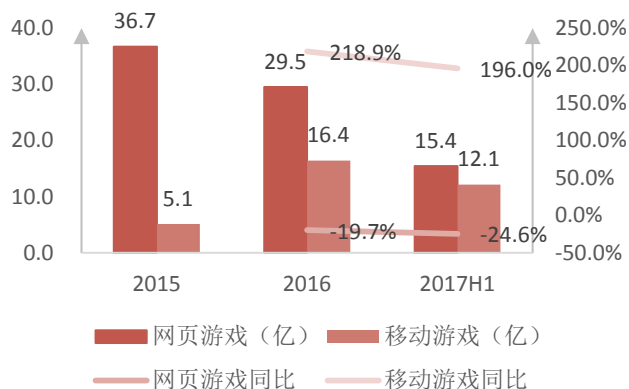
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在分项目营收方面, 公司自 2015 年起开始全面进军手游市场, 先后研发了《罗马帝国》、《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等优质游戏。在一众自研产品的带动下, 手游营收实现爆发式增长, 2015-2017H1 手游分别实现营收 5.1/16.4/12.1 亿元, 2016-2017H1 同比增速分别为 218.9%/196.0%。公司传统的页游板块虽然产出过诸如《传奇霸业》、《大天使之剑》等爆款产品, 但随着页游行业的衰退, 近年来有所下滑, 2015-2017H1 分别实现营收 36.7/29.5/15.4 亿元, 2016-2017H1 同比增速分别为 -19.7%/-24.6%。此外原有壳公司顺荣

股份的汽车零部件业务也在健康发展，2014-2017H1 分别实现营收 3.2/4.5/6.3/3.0 亿元，2015-2017H1 同比增速分别为 40.4%/39.8%/7.7%。

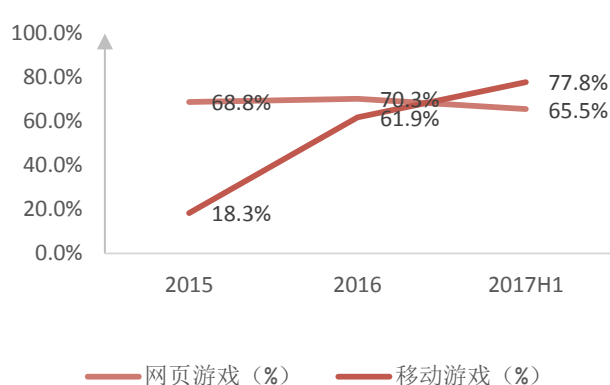
在分业务毛利率方面，手游板块 2015-2017H1 分别为 18.3%/61.9%/77.8%，上升的主要原因为高毛利率的自研产品收入占比上升。页游板块则出现了下滑，2015-2017H1 分别为 68.8%/70.3%/65.5%，下滑的主要原因与页游市场整体萎缩以及缺乏新的页游爆款有关。

图 3：2014-2017Q3 公司游戏板块清收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2014-2017Q3 游戏板块毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

关键假设：

假设 1: 2017 上半年页游市场规模同比下降 15.4%，公司三季度新增开服排名前五的《魔域永恒》，四季度上线《永恒纪元》的改编页游《魔戒降临》、传奇 IP 游戏《金装传奇》等新品，预计公司页游板块情况将优于行业整体水平。同时得益于公司对页游市场的精准推广，毛利率水平维持稳定；

假设 2: 2017 上半年手游市场规模同比增长 49.8%，公司凭借《永恒纪元》的优异发挥，增速显著高于行业平均。进入四季度，新上线的《大天使之剑 H5》以及《永恒纪元》海外服务器的逐步开放将给公司流水水平带来长足增长，同时《择天记》、《武易》手游有望上线，因此预计公司手游板块能继续保持现有优势，并在高毛利率的自研产品带动下继续保持较高的毛利率水平；

假设 3: 汽车零部件业务持续健康发展，毛利率水平维持稳定；

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
手机游戏	收入	1639.2	3442.3	5851.9	7607.5
	增速	218.9%	110.0%	70.0%	30.0%
	毛利率	61.8%	75.0%	75.0%	75.0%
网页游戏	收入	2948.8	2801.4	2801.4	2801.4
	增速	-19.7%	-5.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	70.3%	65.0%	65.0%	65.0%
汽车零部件生产	收入	625.6	750.7	863.3	906.5

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
	增速	39.8%	20.0%	15.0%	5.0%
	毛利率	29.8%	29.8%	29.8%	29.8%
其他	收入	34.3	37.7	41.5	45.7
	增速	37.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
合计	收入	5247.9	7032.1	9558.1	11361.0
	增速	12.7%	34.0%	35.9%	18.9%
	毛利率	63.0%	66.3%	68.1%	69.0%

数据来源：公司公告，西南证券

公司估值：

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.78 元、1.03 元、1.29 元，归母净利润 16.8 亿元、22.2 亿元、27.6 亿元。选取同为 A 股游戏行业龙头的：完美世界、游族网络作为可比公司，2017 年 PE 均值为 27.17 倍，但鉴于公司在并购上的发力，以及基于强大研发实力的大量高预期产品储备，给予公司 35 倍估值，目标价 27.37 元，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002174.SZ	游族网络	26.02	0.97	1.37	1.71	24.32	17.30	13.85
002624.SZ	完美世界	33.65	1.12	1.40	1.72	30.02	24.01	19.52
均值						27.17	20.66	16.69

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5247.89	7032.11	9558.09	11360.98	净利润	1216.67	1914.32	2524.77	3140.29
营业成本	1941.29	2367.79	3049.20	3518.38	折旧与摊销	173.50	69.38	69.38	69.38
营业税金及附加	29.71	47.49	61.08	73.98	财务费用	-5.46	-19.78	-70.33	-129.38
销售费用	1607.75	2039.31	2861.08	3378.69	资产减值损失	49.46	50.00	50.00	50.00
管理费用	514.93	914.17	1060.14	1273.09	经营营运资本变动	-256.48	-129.88	-287.37	-170.71
财务费用	-5.46	-19.78	-70.33	-129.38	其他	-125.75	-300.16	-49.95	-50.02
资产减值损失	49.46	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	1051.94	1583.89	2236.49	2909.56
投资收益	54.67	250.00	0.00	0.00	资本支出	23.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1540.83	250.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1517.53	250.00	0.00	0.00
营业利润	1164.89	1883.11	2546.93	3196.22	短期借款	341.48	259.12	-200.00	-200.00
其他非经营损益	153.89	143.93	147.25	146.14	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1318.77	2027.04	2694.18	3342.36	股权融资	1.33	455.96	0.00	0.00
所得税	102.10	112.72	169.41	202.06	支付股利	-104.24	-450.21	-587.87	-828.30
净利润	1216.67	1914.32	2524.77	3140.29	其他	-69.76	22.45	70.33	129.38
少数股东损益	146.51	230.51	304.02	378.14	筹资活动现金流净额	168.82	287.31	-717.53	-898.92
归属母公司股东净利润	1070.16	1683.81	2220.75	2762.15	现金流量净额	-286.58	2121.20	1518.96	2010.64
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	819.21	2940.41	4459.38	6470.02	成长能力				
应收和预付款项	1324.91	1549.52	2168.39	2528.42	销售收入增长率	12.69%	34.00%	35.92%	18.86%
存货	71.48	86.74	112.76	130.28	营业利润增长率	44.01%	61.66%	35.25%	25.49%
其他流动资产	234.95	276.33	393.03	460.25	净利润增长率	32.00%	57.34%	31.89%	24.38%
长期股权投资	786.57	786.57	786.57	786.57	EBITDA 增长率	45.36%	45.00%	31.73%	23.18%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	302.57	253.48	204.39	155.30	毛利率	63.01%	66.33%	68.10%	69.03%
无形资产和开发支出	1632.53	1622.44	1612.35	1602.26	三费率	40.34%	41.72%	40.29%	39.81%
其他非流动资产	1213.99	1203.80	1193.60	1183.40	净利率	23.18%	27.22%	26.41%	27.64%
资产总计	6386.22	8719.28	10930.45	13316.50	ROE	25.73%	28.78%	29.40%	28.81%
短期借款	372.88	632.00	432.00	232.00	ROA	19.05%	21.96%	23.10%	23.58%
应付和预收款项	913.55	1101.66	1441.62	1667.06	ROIC	38.40%	57.56%	67.81%	75.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.40%	27.48%	26.64%	27.61%
其他负债	370.63	333.73	468.03	516.65	营运能力				
负债合计	1657.06	2067.39	2341.66	2415.72	总资产周转率	0.95	0.93	0.97	0.94
股本	2084.79	2148.10	2148.10	2148.10	固定资产周转率	18.01	28.48	48.31	76.37
资本公积	934.48	1327.13	1327.13	1327.13	应收账款周转率	8.18	7.90	8.20	7.65
留存收益	1507.06	2740.65	4373.53	6307.38	存货周转率	27.11	29.10	29.91	28.43
归属母公司股东权益	4523.67	6215.89	7848.77	9782.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.64%	—	—	—
少数股东权益	205.49	436.00	740.03	1118.17	资本结构				
股东权益合计	4729.15	6651.89	8588.80	10900.79	资产负债率	25.95%	23.71%	21.42%	18.14%
负债和股东权益合计	6386.22	8719.28	10930.45	13316.50	带息债务/总负债	23.94%	31.72%	19.46%	10.59%
					流动比率	1.51	2.39	3.09	4.02
					速动比率	1.46	2.34	3.04	3.97
					股利支付率	9.74%	26.74%	26.47%	29.99%
					每股指标				
					每股收益	0.50	0.78	1.03	1.29
					每股净资产	2.11	2.89	3.65	4.55
					每股经营现金	0.49	0.74	1.04	1.35
					每股股利	0.05	0.21	0.27	0.39
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1332.93	1932.71	2545.97	3136.21					
PE	45.16	28.70	21.76	17.50					
PB	10.68	7.78	6.16	4.94					
PS	9.21	6.87	5.06	4.25					
EV/EBITDA	34.04	23.25	16.97	13.08					
股息率	0.22%	0.93%	1.22%	1.71%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn