

# 三七互娱 ( 002555.SZ )

## 公司快报

### 前三季度表现优良，看好后续重磅作品

#### 投资要点

- 事件：**2017年10月31日 三七互娱发布三季报，公司Q1-Q3实现营业收入44.64亿元，YoY21.73%，归母净利润12.11亿元，YoY61.04%，扣非净利润10.70亿元，YoY51.24%。其中，Q3单季度实现营收13.84亿元，YoY11.79%，归母净利润3.61亿元，YoY35.54%，扣非净利润3.12亿元，YoY20.77%。Q1-Q3经营活动产生现金流量净额14.15亿元，YoY116.1%。其中Q3实现3.19亿元，YoY62.31%。公司现金流状况优良。
- 毛利率提升明显，管理费用率上升有非经常性因素扰动** 公司Q1-Q3毛利率68.7%，较去年同期61.6%增速显著，其中Q3单季度毛利率为69.7%，主要由于手游的毛利率增长。从三费来看，Q1-Q3公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为29.6%、13.0%、0.7%，较去年同期29.0%/10.0%/-0.1%，管理费用率上升明显，主要由于研发费用的上升与非经常性因素股份支付费用(1亿元)，扣除股份支付费用公司管理费用率为10.8%，稳中有升。
- 收购墨鹍科技、智铭网络剩余股权，夯实手游端：**公司在2017年5月完成对上海墨鹍(剩余68.43%)、江苏智铭公司(49%)剩余股权的收购，在游戏代理、研发商继续夯实手游端实力。墨鹍2017年重磅手游《择天记》将于腾讯代理发行，目前预约人数已达千万，上海墨鹍、江苏智铭两者业绩承诺规模共计2.305亿元。
- 发行转债收购极光网络剩余股权，页游端继续发力：**公司2017年9月5日公告，发行21亿可转换债券，其中14亿元用于收购公司80%控股子公司极光网络20%的剩余股权。极光网络是著名页游开发商，研发的《传奇霸业》《大天使之剑》页游在3年长期保持高流水。胡宇航承诺极光网络2018-2019归母净利润为7.25/8.7亿元。
- 页转手大天使之剑表现不俗，后续游戏储备丰富：**公司9月30日上线《大天使之剑H5》，排名不断攀升，目前以冲至appannie畅销排名第八位。储备产品《奇迹MU手游》、《凡人诛仙诀(暂名)》等自研产品，以及《阿瓦隆之王》、《诛神黄昏》、《最游记物语》、《风之剑舞》、《盗墓X》、《剑与魔法2》等代理产品，明年业绩可期。
- 投资建议：**不考虑尚需批复的可转债，我们公司预测2017年至2019年每股收益分别为0.78、1.07、1.43元。净资产收益率分别为22.7%、25.5%、27.4%，首次覆盖给予买入-B建议，6个月目标价为26.75元，相当于2018年25倍的动态市盈率。
- 风险提示：**费用率大幅上升的风险，自研及代理游戏产品不达预期的风险。对赌结束后业绩下滑的风险。

传媒 | 互联网 III

买入-B(首次)

6个月目标价

26.75元

股价(2017-10-30)

22.50元

#### 交易数据

总市值(百万元)	48,332.49
流通市值(百万元)	14,010.41
总股本(百万股)	2,148.11
流通股本(百万股)	622.68
12个月价格区间	14.70/27.19元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.55	-20.56	5.57
绝对收益	0.9	-9.82	17.65

#### 分析师

 付宇娣  
 SAC 执业证书编号：S0910517090002  
 fuyudi@huajinsec.cn  
 021-20377039

#### 相关报告

## 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4,656.8	5,247.9	6,726.8	8,283.7	10,257.2
同比增长(%)	678.4%	12.7%	28.2%	23.1%	23.8%
营业利润(百万元)	808.9	1,164.9	2,063.3	2,846.2	3,793.7
同比增长(%)	1304.1%	44.0%	77.1%	37.9%	33.3%
净利润(百万元)	506.0	1,070.2	1,674.4	2,308.3	3,077.4
同比增长(%)	1224.2%	111.5%	56.5%	37.9%	33.3%
每股收益(元)	0.24	0.50	0.78	1.07	1.43
PE	95.5	45.2	28.9	20.9	15.7
PB	13.6	10.7	6.6	5.3	4.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	4,656.8	5,247.9	6,726.8	8,283.7	10,257.2	<b>年增长率</b>					
减: 营业成本	1,895.9	1,941.3	2,101.1	2,367.6	2,793.9	营业收入增长率	678.4%	12.7%	28.2%	23.1%	23.8%
营业税费	41.6	29.7	38.1	46.9	58.1	营业利润增长率	1304.1	44.0%	77.1%	37.9%	33.3%
销售费用	1,458.9	1,607.7	1,897.1	2,200.7	2,640.8	净利润增长率	1224.2	111.5%	56.5%	37.9%	33.3%
管理费用	422.3	514.9	798.1	838.1	1,022.4	EBITDA 增长率	817.7%	41.4%	81.1%	34.9%	29.5%
财务费用	-13.8	-5.5	48.1	25.0	-50.1	EBIT 增长率	1522.7	45.8%	82.1%	36.0%	30.4%
资产减值损失	48.0	49.5	28.9	35.6	44.1	NOPLAT 增长率	1552.1	36.2%	82.1%	36.0%	30.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.4%	37.4%	163.5%	-50.7%	112.5%
投资和汇兑收益	5.1	54.7	247.9	76.4	45.7	净资产增长率	30.6%	27.4%	65.2%	25.5%	26.4%
<b>营业利润</b>	808.9	1,164.9	2,063.3	2,846.2	3,793.7	<b>盈利能力</b>					
加: 营业外净收支	124.0	153.9	-	-1.8	-1.6	毛利率	59.3%	63.0%	68.8%	71.4%	72.8%
<b>利润总额</b>	932.9	1,318.8	2,063.3	2,844.4	3,792.2	营业利润率	17.4%	22.2%	30.7%	34.4%	37.0%
减: 所得税	11.2	102.1	159.7	220.2	293.5	净利润率	10.9%	20.4%	24.9%	27.9%	30.0%
<b>净利润</b>	506.0	1,070.2	1,674.4	2,308.3	3,077.4	EBITDA/营业收入	18.7%	23.4%	33.1%	36.3%	37.9%
						EBIT/营业收入	17.1%	22.1%	31.4%	34.7%	36.5%
资产负债表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
货币资金	1,109.8	819.2	1,345.4	5,195.5	3,317.3	<b>偿债能力</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	资产负债率	19.7%	25.9%	33.4%	18.9%	16.6%
应收帐款	525.7	938.3	844.5	1,241.1	1,212.3	负债权益比	24.6%	35.0%	50.1%	23.3%	19.9%
应收票据	65.9	94.6	0.7	1.1	1.2	流动比率	2.34	1.51	2.76	4.13	5.21
预付帐款	219.9	292.0	735.2	448.6	870.8	速动比率	2.27	1.46	1.17	3.80	2.74
存货	67.6	71.5	4,130.7	604.5	4,983.3	利息保障倍数	-57.82	-212.33	43.94	114.85	-74.68
其他流动资产	132.0	234.9	102.0	112.2	123.4	<b>营运能力</b>					
可供出售金融资产	286.2	785.1	920.0	920.0	920.0	固定资产周转天数	25	20	12	6	2
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	8	18	135	117	107
长期股权投资	170.2	786.6	477.4	415.6	386.2	流动资产周转天数	129	157	257	321	318
投资性房地产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	31	50	48	45	43
固定资产	311.2	271.5	177.3	101.2	-2.4	存货周转天数	5	5	112	103	98
在建工程	1.2	31.1	29.5	5.9	4.1	总资产周转天数	311	378	484	517	473
无形资产	51.3	43.9	37.8	40.9	42.6	投资资本周转天数	167	183	300	264	220
其他非流动资产	1,682.3	2,017.6	2,918.7	3,004.0	3,009.3	<b>费用率</b>					
<b>资产总额</b>	4,623.3	6,386.2	11,719.4	12,090.7	14,868.2	销售费用率	31.3%	30.6%	28.2%	26.6%	25.7%
短期债务	31.4	372.9	981.1	-	-	管理费用率	9.1%	9.8%	11.9%	10.1%	10.0%
应付帐款	665.9	993.9	837.8	1,309.7	1,327.9	财务费用率	-0.3%	-0.1%	0.7%	0.3%	-0.5%
应付票据	4.0	17.4	-	-	-	三费/营业收入	40.1%	40.3%	40.8%	37.0%	35.2%
其他流动负债	205.2	240.1	776.1	530.7	688.5	<b>投资回报率</b>					
长期借款	-	-	889.2	-	-	ROE	14.2%	23.7%	22.7%	25.5%	27.4%
其他非流动负债	5.9	32.8	425.0	445.0	455.0	ROA	19.9%	19.1%	16.2%	21.7%	23.5%
<b>负债总额</b>	912.4	1,657.1	3,909.1	2,285.4	2,471.4	ROIC	37.6%	47.7%	63.2%	32.6%	86.2%
少数股东权益	147.6	205.5	434.7	750.7	1,172.0	<b>分红指标</b>					
股本	1,042.4	2,084.8	2,148.1	2,148.1	2,148.1	DPS(元)	0.05	0.10	0.33	0.29	0.42
留存收益	2,516.7	2,441.5	5,227.4	6,906.4	9,076.6	分红比率	20.6%	19.5%	41.7%	27.3%	29.5%
<b>股东权益</b>	3,710.9	4,729.2	7,810.2	9,805.3	12,396.7	股息收益率	0.2%	0.4%	1.4%	1.3%	1.9%
现金流量表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	921.7	1,216.7	1,674.4	2,308.3	3,077.4	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	121.8	173.5	116.4	134.9	148.0	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
资产减值准备	48.0	49.5	-	-	-	EPS(元)	0.24	0.50	0.78	1.07	1.43
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	BVPS(元)	1.66	2.11	3.43	4.22	5.23
财务费用	1.8	-0.6	48.1	25.0	-50.1	PE(X)	95.5	45.2	28.9	20.9	15.7
投资损失	-5.1	-54.7	-247.9	-76.4	-45.7	PB(X)	13.6	10.7	6.6	5.3	4.3
少数股东损益	415.7	146.5	229.2	316.0	421.3	P/FCF	128.5	81.2	-46.3	11.4	-35.0
营运资金的变动	23.9	-722.1	-3,955.5	3,865.2	-4,661.3	P/S	10.4	9.2	7.2	5.8	4.7
经营活动产生现金流量	1,081.2	1,051.9	-2,135.3	6,573.0	-1,110.5	EV/EBITDA	25.4	37.0	22.0	14.4	11.7
投资活动产生现金流量	-3,249.6	-1,517.5	-791.6	105.0	38.8	CAGR(%)	41.7%	42.2%	219.1%	41.7%	42.2%
融资活动产生现金流量	2,679.0	168.8	3,453.1	-2,827.8	-806.5	PEG	2.3	1.1	0.1	0.5	0.4
						ROIC/WACC	3.7	4.7	6.2	3.2	8.4

资料来源：贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；  
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；  
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；  
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；  
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

付宇娣声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应用本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)