

## 三七互娱(002555)

## 一季度业绩略低于预期，短期发展进入蓄力期

买入(维持)

2018年5月1日

证券分析师 张良卫

执业证书编号: S0600516070001

021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

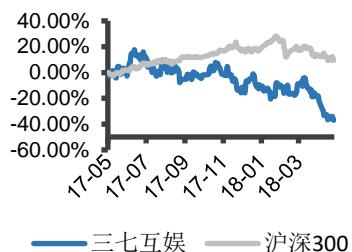
研究助理 肖文瀚

xiaowh@dwzq.com.cn

**事件:** 公司发布2018年一季报，2018年一季度实现营收16.61亿元，同比增长2.62%，实现归母净利润4.10亿元，同比下降5.30%，扣非归母净利润3.92亿元，同比增长13.56%；同时公司预计2018年上半年实现归母净利润7.6-8.6亿元，同比增长-10.65-1.11%，预计2018年上半年扣非归母净利润7.4-8.4亿元，同比增长-2.47-10.71%。

**投资要点：**

- **一季度业绩略低于预期，销售费用率处于高位：**公司发布2018年一季报，2018年一季度实现营收16.61亿元，同比增长2.62%，实现归母净利润4.10亿元，同比下降5.30%，整体略低于预期。剔除去年一季度同期公司确认处置上海喆元股权的税后投资收益8,250万影响，实际扣非归母净利润3.92亿元，同比增长13.56%。从销售费用在营收中占比变化来看，2018Q1销售费用率为32.2%，高于2017年与2016年同期，体现用户ARPU值的增长与买量成本间的关系，公司成本受线上买量成本提升的影响较为明显。
- **后续将上线自研传奇类手游与海外代理产品，丰富产品矩阵下预期业绩稳健增长：**公司预计二季度将上线营《传奇类H5项目X》等自研手游产品以及《PrimalWars: DinoAge》等代理手游产品，预计三季度上线《灵谕》（暂定名）、《传奇类手游项目Y》等自研手游产品以及《楚留香》等代理手游，海内外丰富的产品线保障业绩的稳定性。在扣除非经常损益影响，预计2018上半年实现扣非归母净利润7.4-8.4亿元，同比增长-2.47-10.71%，预期业绩稳健增长。
- **短期发展进入蓄力期，中长期发展空间可期：**公司作为手游行业的二线龙头厂商，擅长手游买量打法，短期面临行业竞争加剧以及买量成本上升带来的压力。凭借当前自研与代理产品的稳定表现，以及后续海内外丰富的产品线，公司整体业绩依然具有较强的稳定性。在行业面临洗牌与中长尾厂商处于出清阶段的情况下，拥有核心竞争优势的厂商依然有望进一步提升市场份额，中长期的发展空间仍然值得期待。
- **投资建议：**公司2018年一季度业绩略低于此前预期，销售费用率仍然处于高位。考虑海内外丰富的产品线，我们认为公司业绩具有较强的稳定性。我们判断公司短期发展进入蓄力期，中长期发展空间在公司具备较强核心竞争力的前提下，仍然值得期待。考虑整体市场竞争环境加剧与公司季度销售费用率的高企，我们适当下调了公司的盈利预测，预计公司2018/2019/2020年EPS分别为0.78/0.89/0.98元，对应当前股价PE为18/16/15倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**现有产品运营数据下滑过快，新产品上线表现不及预期，行业竞争加剧。

**股价走势****市场数据**

收盘价(元)	14.36
一年最低/最高价	13.88/27.19
市净率(倍)	5.00
流通A股市值(百万元)	16,685

**基础数据**

每股净资产(元)	2.87
资产负债率(%)	30.86
总股本(百万股)	2,148
流通A股(百万股)	1,162

**相关研究**

1. 三七互娱：品类扩张与出海仍为主要看点，中长期发展空间可期-20180423
2. 三七互娱：三季报略低于预期，细分领域突围再造惊喜-20171030
3. 三七互娱：体系优势独一无二，买量逻辑跨平台、跨地区兑现-20170831
4. 三七互娱：全年业绩基石已筑，重磅新品带来超预期可能-20170426

## 三七互娱三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,962.5	4,927.3	7,992.6	10,064.8	营业收入	6,188.8	6,731.5	7,631.7	8,394.9
货币资金	1,580.9	1,311.2	5,040.1	5,910.3	营业成本	1,948.2	2,123.8	2,441.9	2,686.1
应收和预付款项	1,612.5	2,936.8	2,230.2	3,453.5	营业税金及附加	26.5	25.7	29.1	32.0
存货	101.8	87.1	130.1	108.8	销售费用	1,908.2	1,970.6	2,231.6	2,426.3
其他流动资产	592.2	592.2	592.2	592.2	管理费用	776.7	715.8	762.9	858.8
非流动资产	5,197.7	5,148.9	5,046.0	4,991.5	财务费用	28.6	71.5	67.2	79.6
长期股权投资	377.0	377.0	377.0	377.0	资产减值损失	351.3	38.5	44.5	48.9
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	256.0	-	-	-
固定资产和在建工程	343.1	287.1	240.2	201.9	其他经营损益	3.2	17.1	17.1	19.0
无形资产和开发支出	2,589.3	2,573.1	2,557.0	2,540.8	营业利润	1,517.7	1,889.2	2,188.5	2,420.0
其他非流动资产	1,888.4	1,911.7	1,871.8	1,871.8	营业外净收支	398.9	17.1	17.1	19.0
资产总计	9,160.1	10,076.3	13,038.6	15,056.3	利润总额	1,916.6	1,906.3	2,205.6	2,439.0
流动负债	1,518.3	786.1	1,932.4	1,941.0	所得税	80.1	96.9	127.5	140.3
短期借款	372.1	-	-	-	净利润	1,836.5	1,809.4	2,078.1	2,298.7
应付和预收款项	1,060.4	786.1	1,932.4	1,941.0	少数股东损益	215.9	136.8	171.0	190.0
长期借款	310.8	337.9	337.9	337.9	归属母公司股东净	1,620.6	1,672.6	1,907.1	2,108.7
					利润				
其他负债	85.9	85.9	85.9	85.9	EBIT	1,812.8	1,905.1	2,153.7	2,335.2
负债合计	1,873.5	1,209.9	2,356.2	2,364.8	EBITDA	1,972.8	2,028.6	2,282.2	2,430.9
股本	2,148.1	2,148.1	2,148.1	2,148.1					
资本公积	1,972.6	1,972.6	1,972.6	1,972.6	重要财务与估值指 标	2017A	2018E	2019E	2020E
留存收益	2,919.2	4,338.9	5,984.0	7,803.0	每股收益(元)	0.75	0.78	0.89	0.98
归属母公司股东权益	7,016.8	8,459.6	10,104.8	11,923.8	每股净资产(元)	3.27	3.94	4.70	5.55
少数股东权益	269.9	406.7	577.7	767.7	发行在外股份(百 万股)	2,148.1	2,148.1	2,148.1	2,148.1
股东权益合计	7,286.7	8,866.3	10,682.4	12,691.5	ROIC(%)	38.8%	31.0%	28.4%	42.2%
负债和股东权益合计	9,160.1	10,076.3	13,038.6	15,056.3	ROE(%)	21.6%	19.8%	18.9%	17.7%
					毛利率(%)	68.5%	68.4%	68.0%	68.0%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	EBITMargin(%)	29.3%	28.3%	28.2%	27.8%
经营性现金净流量	1,831.9	541.7	3,992.7	1,128.3	销售净利率(%)	28.0%	26.9%	27.2%	27.4%
投资性现金净流量	-1,367.9	-33.8	-53.9	-72.1	资产负债率(%)	20.5%	12.0%	18.1%	15.7%
筹资性现金净流量	310.2	-600.6	-210.0	-185.9	收入增长率(%)	17.9%	8.8%	13.4%	10.0%
现金流量净额	761.7	-92.7	3,728.9	870.2	净利润增长率(%)	51.4%	3.2%	14.0%	10.6%
折旧与摊销	160.0	123.5	128.5	95.6	P/E	28.2	18.4	16.2	14.6
资本支出	1,018.8	50.0	70.0	90.0	P/B	4.4	3.6	3.1	2.6
经营营运资本增加	825.1	1,417.7	-1,800.8	1,200.9	EV/EBITDA	15.0	14.5	11.4	10.4

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15%与 -5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>