

手游新品表现亮眼，下半年业绩预计呈上升趋势

买入（维持）

2018 年 08 月 26 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 肖文瀚

xiaowh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,189	6,866	7,651	8,524
同比（%）	17.9%	10.9%	11.4%	11.4%
归母净利润（百万元）	1,621	1,683	1,995	2,205
同比（%）	51.4%	3.9%	18.5%	10.5%
每股收益（元/股）	0.76	0.82	0.97	1.08
P/E（倍）	13.21	12.22	10.31	9.33

事件：公司发布 2018 年中报，上半年实现营收 33.02 亿元，同比增长 7.24%，归母净利润 8.01 亿元，同比下降 5.78%，非公认会计原则调整归母净利润为 7.83 亿元，同比增长 1.80%。同时公司预计 2018 年前三季度实现归母净利润 11.50-13.50 亿元，同比增长-5.06-11.45%。

投资要点

■ **业绩符合预期，三季度业绩预计受新品带动，手游市占率进一步上升：**公司上半年重心继续向手游业务转移，手游营收 21.46 亿元，同比增长 39.10%，营收比重上升至 64.97%（去年同期为 50.09%）。页游业务受到用户向移动端转移以及产品供给减少的影响，营收同比下降 24.95%至 9.10 亿元，营收比重下降至 27.56%（去年同期为 39.38%）。展望第三季度的业绩，公司新品《屠龙破晓》7 月份上线以来表现出色，预计将带动三季度国内手游流水环比上升至 22-27 亿元，季度环比增长 36.2-67.2%。下半年将上线多款自研与代理手游产品，流水有望维持环比上升态势。

■ **毛利率进一步上升，营销费用率受推广期投放影响呈现上升趋势：**受到营收结构的变化，二季度毛利率随着手游营收占比提升进一步上升至 74.73%。同时，二季度营销费用率环比上升至 37.03%（一季度为 32.25%），主要由于报告期内公司的手机游戏业务互联网推广及流量费用同比增长较大，《鬼语迷城》、《大天使之剑 H5》、《仙灵觉醒》等主力游戏均处于主要推广期，预计随着现有产品逐渐进入回收周期，对应营销费用率将回归至正常水平。

■ **新品表现再证研运实力，下半年业绩有望逐渐攀升：**公司在上半年整体推广节奏有部分调整，二季度随着投放推广的回升，《大天使之剑 H5》、《永恒纪元》、《仙灵觉醒》、《鬼语迷城》等手游产品表现出色，二季度流水呈现回升趋势。公司的手机新品《屠龙破晓》7 月份上线以来各渠道流水表现出色，同时下半年多款海内外自研与代理产品的上线有望带动流水的上升，预计下半年业绩将呈现逐渐攀升态势。

■ **盈利预测与投资评级：**公司二季度以来，随着主力产品进入推广期，流水呈现上升态势，且随着新品的陆续上线，预计下半年业绩将呈现上升趋势。公司三季度整体流水超过此前预期，我们适当上调了盈利预测，预计 2018/2019/2020 年摊薄 EPS 分别为 0.82/0.97/1.08 元，对应当前股价 PE 为 12/10/9 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**现有产品流水下滑过快，新产品表现低于预期，资产减值风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.04
一年最低/最高价	9.77/24.78
市净率(倍)	3.59
流通 A 股市值(百万元)	11872.10

基础数据

每股净资产(元)	2.80
资产负债率(%)	30.94
总股本(百万股)	2124.87
流通 A 股(百万股)	1182.48

相关研究

- 1、《三七互娱 (002555)：剥离汽车零部件资产，网游业务边际逐渐改善》2018-07-26
- 2、《三七互娱：一季度业绩略低于预期，短期发展进入蓄力期》2018-05-01
- 3、《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》2018-04-24

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	5,896	8,062	11,024	营业收入	6,189	6,866	7,651	8,524
现金	1,581	3,510	5,304	8,206	减:营业成本	1,948	1,952	2,002	2,204
应收账款	885	1,002	1,101	1,242	营业税金及附加	27	34	35	41
存货	102	72	106	90	营业费用	1,908	2,197	2,448	2,728
其他流动资产	1,395	1,312	1,552	1,487	管理费用	777	893	956	1,023
非流动资产	5,198	5,023	4,712	4,317	财务费用	29	25	74	81
长期股权投资	377	-21	-431	-835	资产减值损失	351	111	146	191
固定资产	292	516	618	656	加:投资净收益	256	61	50	56
在建工程	51	52	51	49	其他收益	0	0	0	0
无形资产	49	51	53	40	营业利润	1,518	1,715	2,039	2,313
其他非流动资产	4,429	4,425	4,421	4,408	加:营业外净收支	399	316	344	335
资产总计	9,160	10,919	12,774	15,341	利润总额	1,917	2,032	2,383	2,647
流动负债	1,518	1,745	1,609	1,949	减:所得税费用	80	121	121	146
短期借款	372	372	372	372	少数股东损益	216	227	268	297
应付账款	742	704	778	853	归属母公司净利润	1,621	1,683	1,995	2,205
其他流动负债	404	670	458	724	EBIT	1,914	1,988	2,281	2,473
非流动负债	355	291	224	156	EBITDA	2,074	2,068	2,397	2,614
长期借款	338	274	207	138					
其他非流动负债	17	17	17	17	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1,873	2,036	1,833	2,105	每股收益(元)	0.76	0.82	0.97	1.08
少数股东权益	270	497	765	1,062	每股净资产(元)	3.27	4.09	4.97	5.94
					发行在外股份(百万股)	2148	2048	2048	2048
归属母公司股东权益	7,017	8,385	10,175	12,175	ROIC(%)	23.6%	20.5%	20.0%	18.3%
负债和股东权益	9,160	10,919	12,774	15,341	ROE(%)	25.2%	21.5%	20.7%	18.9%
					毛利率(%)	68.5%	71.6%	73.8%	74.1%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	26.2%	24.5%	26.1%	25.9%
经营活动现金流	1,832	2,137	1,893	2,948	资产负债率(%)	20.5%	18.6%	14.4%	13.7%
投资活动现金流	-1,368	156	245	309	收入增长率(%)	17.9%	10.9%	11.4%	11.4%
筹资活动现金流	310	-363	-345	-355	净利润增长率(%)	51.4%	3.9%	18.5%	10.5%
现金净增加额	762	1,929	1,793	2,902	P/E	13.21	12.22	10.31	9.33
折旧和摊销	160	80	116	141	P/B	3.07	2.45	2.02	1.69
资本开支	1,019	223	98	10	EV/EBITDA	9.65	8.84	6.96	5.36
营运资本变动	-4	182	-509	280					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所
 购股份注销影响

备注: 2018-2020 年股本考虑剥离汽车零部件资产后的回

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、意见及推测不一致的报告。

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>