

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 乔琪

qiaoqi@ccnew.com 021-50588666-8081

手游业务维持快速增长, 下半年业绩可期

——三七互娱(002555)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

市场数据(2018-08-28)

发布日期: 2018年08月29日

收盘价(元)	11.67
一年内最高/最低(元)	24.99/9.77
沪深300指数	3400.17
市净率(倍)	3.53
流通市值(亿元)	138.00

基础数据(2018-6-30)

每股净资产(元)	2.81
每股经营现金流(元)	0.46
毛利率(%)	73.16
净资产收益率-摊薄(%)	13.44
资产负债率(%)	30.94
总股本/流通股(万股)	212487.03/116221.52
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

- 1 《三七互娱(002555)调研简报: 剥离汽车配件业务, 优化公司股权与业务结构》 2018-05-07
- 2 《三七互娱(002555)公司点评报告: 业绩增幅符合预期, 储备游戏项目有望保障 18 年业绩增长》 2018-03-05
- 3 《三七互娱(002555)公司深度分析: 玩心创造世界》 2018-01-12

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

事件: 公司于8月27日公布18年半年度报告。

投资要点:

- **业绩符合预期。**公司18年上半年实现营业收入33.02亿元, 同比增加7.24%; 净利润8.01亿元, 同比下降5.78%; 扣非后净利润7.61亿元, 同比增加0.32%, 基本每股收益0.37元; 利润分配预案为每10股派发现金红利1.00元(含税)。净利润同比下降的主要原因是17年同期处置上海喆元文化传媒有限公司及上海极光网络科技有限公司等公司股权确认了税后投资收益1.67亿元, 而18年上半年则无重大股权处置。预计1-9月公司净利润为11.5亿元-13.5亿元, 同比变动-5.06%至11.45%。
- **游戏业务增速大幅超过行业增速。**公司18年H1游戏业务实现营业收入30.71亿元, 同比增加10.58%, 营业收入占比为92.99%, 较17年同期提升2.8个百分点。从游戏分项业务来看, 手机游戏业务营业收入21.46亿元, 同比大增39.10%; 网页游戏营业收入9.10亿元, 同比下降24.95%。根据伽马数据和游戏工委联合发布的《2018年1-6月中国游戏产业报告》显示, 1-6月国内游戏市场实际销售收入同比增幅仅为5.2%, 移动游戏市场销售收入增速为12.9%, 而公司国内手机游戏业务流水合计33.4亿元, 同比增长55.3%。公司预计第三季度国内手机游戏业务流水合计为22亿至27亿, 季度环比增长36.2%至67.2%, 有望进一步提升产品市场占有率。
- **汽车零配件业务持续下滑, 剥离计划持续进行中。**公司汽车零配件业务营业收入2.31亿元, 同比下降23.42%, 营业收入占比下降近2.8个百分点。目前公司汽车零配件业务毛利率大幅低于公司游戏业务且营收占比持续收缩。根据公司公告显示, 公司拟继续挂牌出售公司持有的汽车部件公司100%股权, 挂牌价格为8.19亿元。若交易顺利完成, 则公司将完全聚焦游戏业务。
- **网页游戏业务带动整体毛利率提升, 预计下半年维持平稳。**公司整体业务毛利率由16年H1的59.13%上升至17H1的68.21%, 18年H1再次提升4.95个百分点至73.16%, 毛利率持续提升的主要原因是高毛利率的手机游戏业务营业收入占比持续提升。从分业务来看: 18年H1手机游戏业务毛利率为77.58%, 较17年同期仅小幅下滑0.19个百分点; 汽车零部件业务毛利率小幅下滑1.47个百分点; 网页游戏虽然营收规模持续下行, 但毛利率则上升了8.67个百分点, 成为带动整体毛利率上行的主要动力。
- **游戏业务推广致销售费用上行, 预计有望回归正常水平。**从公司各项

费用情况来看，销售费用较 17 年同期大幅提升 27.85%；从费用率角度看，销售费用率较 17 年同期提升了 5.58 个百分点，主要原因是手机游戏业务推广及流量费用同比增长较大，而手机游戏业务费用增长主要源自用户数量增长，公司 18 年 H1 新增用户数同比增长 43.05%。预计随着处于推广期中的游戏项目逐渐进入回收周期，销售费用有望回归正常水平。

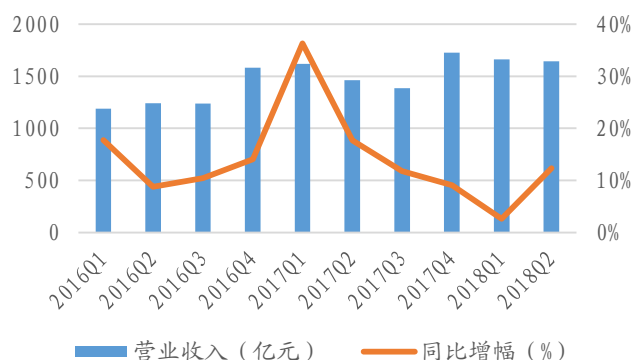
- **公司持续注重研发投入，多款游戏项目将上线。**公司 18 年上半年投入研发的资金 2.59 亿元，同比上升 25.78%，在公司营收中占比 7.8%，较 17 年同期提升近 1 个百分点。目前公司正在研发《血盟荣耀》和《奇迹 X（暂定名）》2 款页游以及《大天使之剑》（客户端版）、《斗罗大陆 H5》、《手游项目 S》、《手游项目 X》（传奇类）、《屠龙破晓》、《超能萌球（暂定名）》、《手游项目 T》、《手游项目 E》、《手游项目 F》、《H-Game》等多款手游项目。预期能够持续产出多款长线精品游戏。
- **维持“增持”投资评级。**由于游戏版号暂停审批以及此前快速增长导致基数较高等原因，国内游戏市场增速出现放缓趋势。同时政策监管的不断收紧也使板块估值中枢不断下行。从行业政策面看，政策限制有望转好，原因是我们认为游戏版号审批长期处于停滞状态不利于行业良性发展，因此预计审批的停滞不会维持过久。公司作为 A 股游戏公司龙头，经营业绩大幅超过行业增速。考虑到公司目前拥有强大的研发能力和丰富的产品储备，公司擅长的买量打法能够帮助公司获得较好的推广回报，因此维持公司“增持”的投资评级。但考虑到公司整体业绩增长低于我们之前的预期，因此我们略微下调了公司的盈利预测。由于出售汽车零配件业务进度未知，我们暂不考虑该事项对公司的盈利情况的影响。预计公司 18-19 年 EPS 分别为 0.78 元/0.93 元，按 8 月 28 日收盘价 11.67 元，对应 PE 分别为 14.9 倍和 12.5 倍。

风险提示：政策监管趋严；新游项目上线进度不及预期；游戏项目市场表现不及预期；页游市场下滑超预期。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5247.9	6188.8	6724.8	7411.4	8254.8
增长比率	12.7%	17.9%	8.7%	10.2%	11.4%
净利润(百万元)	1070.2	1620.6	1663.1	1976.6	2135.4
增长比率	111.5%	51.4%	2.6%	18.8%	8.0%
每股收益(元)	0.50	0.76	0.78	0.93	1.00
市盈率(倍)	23.2	15.3	14.9	12.5	11.6

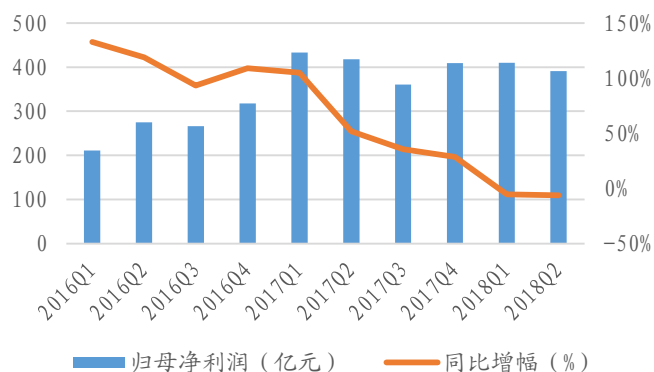
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 15-18 公司单季度营业收入与同比增幅



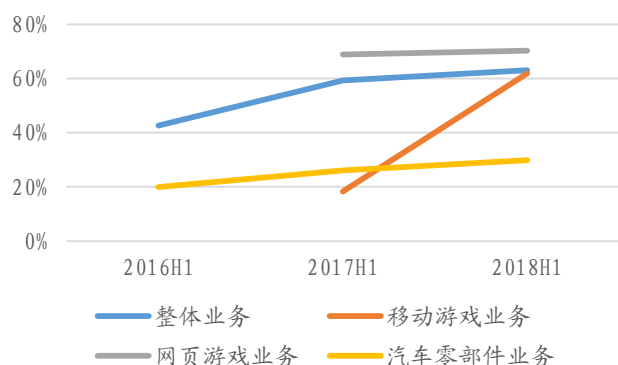
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 15-18 公司单季度净利润与同比增幅



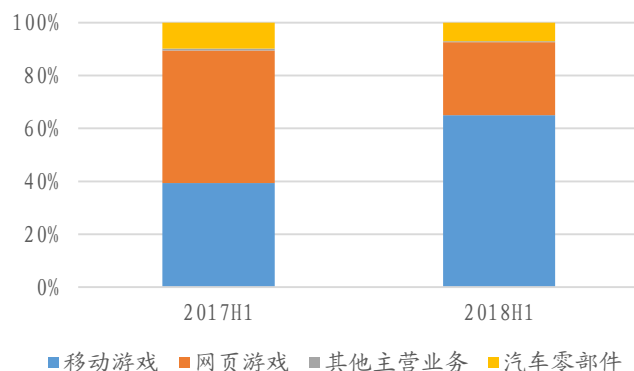
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 16H1-18H1 公司各项业务毛利率



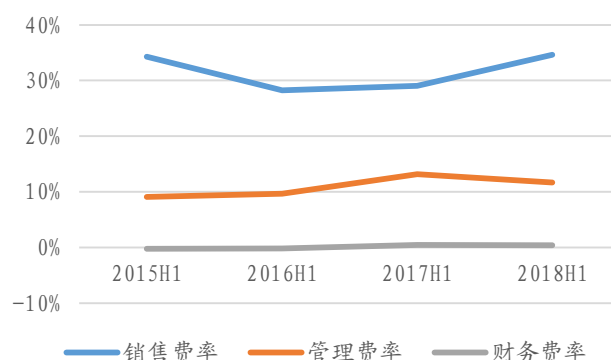
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 16H1-18H1 公司各项业务营收占比



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 5: 16H1-18H1 公司三项费率变化



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

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5247.9	6188.8	6724.8	7411.4	8254.8	成长性					
减: 营业成本	1,941.3	1,948.2	1,826.5	1,991.4	2,302.3	营业收入增长率	12.7%	17.9%	8.7%	10.2%	11.4%
营业税费	29.7	26.5	38.3	42.2	47.1	营业利润增长率	44.0%	30.3%	29.7%	18.8%	8.1%
销售费用	1,607.7	1,908.2	2,211.1	2,322.7	2,582.1	净利润增长率	111.5%	51.4%	2.6%	18.8%	8.0%
管理费用	514.9	776.7	751.8	841.9	961.7	EBITDA 增长率	41.4%	22.6%	33.5%	15.7%	5.8%
财务费用	-5.5	28.6	-27.7	-82.4	-123.5	EBIT 增长率	45.8%	23.7%	35.3%	16.3%	6.6%
资产减值损失	49.5	351.3	4.3	4.3	4.3	NOPLAT 增长率	36.2%	38.5%	24.4%	16.3%	6.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	37.4%	47.6%	-15.5%	12.2%	-10.7%
投资和汇兑收益	54.7	256.0	47.5	47.5	47.5	净资产增长率	27.4%	54.1%	18.7%	23.3%	19.4%
营业利润	1,164.9	1,517.7	1,967.9	2,338.7	2,528.4	利润率					
加: 营业外净收支	153.9	398.9	-0.9	-0.9	-2.9	毛利率	63.0%	68.5%	72.8%	73.1%	72.1%
利润总额	1,318.8	1,916.6	1,967.1	2,337.8	2,525.6	营业利润率	22.2%	24.5%	29.3%	31.6%	30.6%
减: 所得税	102.1	80.1	98.4	116.9	126.3	净利润率	20.4%	26.2%	24.7%	26.7%	25.9%
净利润	1070.2	1620.6	1663.1	1976.6	2135.4	EBITDA/营业收入	23.4%	24.4%	29.9%	31.4%	29.9%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	22.1%	23.2%	28.9%	30.4%	29.1%
货币资金	819.2	1,580.9	3,237.1	4,883.6	7,287.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	20	16	14	10	7
应收帐款	938.3	1,273.0	866.4	1,491.5	1,242.5	流动营业资本周转天数	18	48	51	43	42
应收票据	94.6	55.3	129.0	74.2	143.4	流动资产周转天数	157	187	237	296	365
预付帐款	292.0	283.5	227.0	329.6	326.1	应收帐款周转天数	50	64	57	57	60
存货	71.5	101.8	44.8	115.1	76.4	存货周转天数	5	5	4	4	4
其他流动资产	234.9	667.8	385.0	385.0	385.0	总资产周转天数	378	452	506	527	570
可供出售金融资产	785.1	882.5	652.0	773.2	769.2	投资资本周转天数	183	222	225	198	178
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	786.6	377.0	377.0	377.0	377.0	ROE	23.7%	23.1%	20.3%	19.9%	18.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	19.1%	20.0%	19.2%	18.6%	16.9%
固定资产	271.5	292.4	239.5	186.6	133.8	ROIC	47.7%	48.0%	40.5%	55.7%	53.0%
在建工程	31.1	50.7	50.7	50.7	50.7	费用率					
无形资产	43.9	44.9	25.6	6.3	-	销售费用率	30.6%	30.8%	32.9%	31.3%	31.3%
其他非流动资产	2,017.6	3,550.3	3,493.8	3,278.7	3,412.9	管理费用率	9.8%	12.5%	11.2%	11.4%	11.7%
资产总额	6,386.2	9,160.1	9,728.0	11,951.4	14,204.1	财务费用率	-0.1%	0.5%	-0.4%	-1.1%	-1.5%
短期债务	372.9	372.1	-	-	-	三费/营业收入	40.3%	43.8%	43.6%	41.6%	41.4%
应付帐款	993.9	803.4	819.9	950.0	1,122.1	偿债能力					
应付票据	17.4	-	18.2	1.6	20.5	资产负债率	25.9%	20.5%	11.1%	10.7%	10.3%
其他流动负债	240.1	342.9	198.7	290.1	281.8	负债权益比	35.0%	25.7%	12.4%	12.0%	11.5%
长期借款	-	310.8	-	-	-	流动比率	1.51	2.61	4.72	5.86	6.64
其他非流动负债	32.8	44.4	38.6	38.6	40.5	速动比率	1.46	2.54	4.67	5.77	6.59
负债总额	1,657.1	1,873.5	1,075.4	1,280.3	1,465.0	利息保障倍数	-212.33	50.22	-70.16	-27.37	-19.47
少数股东权益	205.5	269.9	475.4	719.7	983.7	分红指标					
股本	2,084.8	2,148.1	2,124.9	2,124.9	2,124.9	DPS (元)	0.10	0.10	0.13	0.15	0.15
留存收益	2,441.5	4,891.8	6,052.2	7,826.5	9,630.5	分红比率	19.5%	13.3%	16.4%	16.4%	15.3%
股东权益	4,729.2	7,286.7	8,652.5	10,671.1	12,739.1	股息收益率	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%	1.3%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,216.7	1,836.5	1,663.1	1,976.6	2,135.4	EPS (元)	0.50	0.76	0.78	0.93	1.00
加: 折旧和摊销	173.5	160.0	72.2	72.2	59.2	BVPS (元)	2.13	3.30	3.85	4.68	5.53
资产减值准备	49.5	351.3	-	-	-	PE (X)	23.2	15.3	14.9	12.5	11.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB (X)	5.5	3.5	3.0	2.5	2.1
财务费用	-0.6	45.4	-27.7	-82.4	-123.5	P/FCF	41.6	50.1	14.9	16.4	9.5
投资收益	-54.7	-256.0	-47.5	-47.5	-47.5	P/S	4.7	4.0	3.7	3.3	3.0
少数股东损益	146.5	215.9	205.6	244.3	263.9	EV/EBITDA	18.6	15.0	10.2	8.2	6.9
营运资金的变动	-722.1	-973.9	690.9	-326.1	267.6	CAGR (%)	22.2%	9.3%	26.6%	22.2%	9.3%
经营活动产生现金流量	1,051.9	1,831.9	2,556.6	1,837.1	2,555.1	PEG	1.0	1.6	0.6	0.6	1.2
投资活动产生现金流量	-1,517.5	-1,367.9	278.0	-73.7	51.4	ROIC/WACC	7.1	7.2	6.1	8.3	7.9
融资活动产生现金流量	168.8	310.2	-1,178.5	-116.8	-203.1	REP	1.0	0.7	0.9	0.5	0.6

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其他决定的唯一信赖依据。