

三七互娱 (002555)

业绩表现符合预期，优质新品带动季度业绩环比高增长 买入（维持）

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,189	7,365	8,206	9,143
同比（%）	17.9%	19.0%	11.4%	11.4%
归母净利润（百万元）	1,621	1,671	1,955	2,160
同比（%）	51.4%	3.1%	17.0%	10.5%
每股收益（元/股）	0.76	0.82	0.95	1.05
P/E（倍）	13.89	12.94	11.06	10.02

事件：公司发布 2018 年三季报，前三季度实现营收 55.35 亿元，同比增长 23.98%，归母净利润 12.18 亿元，同比下降 0.58%，非公认会计原则调整归母净利润为 12.10 亿元，同比增长 10.20%。公司三季度单季度实现营收 22.32 亿元，同比增长 61.18%，归母净利润 4.17 亿元，同比增长 15.57%。同时公司预计 2018 年全年实现归母净利润 15.50-17.50 亿元，同比增长 -4.36-7.99%。

投资要点

- 业绩符合预期，手游新品带动三季度营收环比高增长：**公司前三季度实现营收 55.35 亿元，同比增长 23.98%，非公认会计原则调整归母净利润为 12.10 亿元，同比增长 10.20%，整体符合预期。受益于《屠龙破晓》等手游新品的出色表现，公司三季度国内手游流水环比呈现较高的增长，带动季度营收环比增长 36.01% 至 22.32 亿元。我们预计在新产品的带动下，公司四季度营收有望维持较高的同比增速。
- 季度毛利率进一步上升，销售费用率受新品推广影响呈季度新高：**公司三季度毛利率为 79.04%，环比上升 4.31 个百分点，主要由于自有 IP 与自研产品流水占比上升，营业成本中 CP 与 IP 分成占比下降所致。三季度管理费用（含研发费用）环比基本持平。受手游新产品的大力推广影响，三季度销售费用环比上升 74.55% 至 10.61 亿元，带动销售费用率上升至 47.53%。随着新产品推广逐渐进入回收阶段，销售费用预计将有所回落。
- 营收创季度新高，业绩有望逐步释放：**进入下半年，公司加大重点产品的推广力度，其中手游新品《屠龙破晓》7 月份上线以来各渠道流水表现出色，带动季度营收创新高。我们认为公司新产品的优异表现再次体现了公司的研运实力，后续新产品的上线值得期待。随着现有产品逐渐进入回收阶段，我们预计业绩将呈现逐步释放的态势。
- 盈利预测与投资评级：**公司业绩符合预期，三季度受益于新品《屠龙破晓》的优异表现，营收创季度新高。另外，三季度销售费用率受新品推广影响，进一步上升至 47.53%，我们预计随着产品逐渐进入回收阶段，销售费用将有所回落。我们认为新产品的亮眼表现再次证明了公司的研运实力，后续新产品的上线值得期待。我们预计 2018/2019/2020 年摊薄 EPS 分别为 0.82/0.95/1.05 元，对当前股价 PE 为 13/11/10 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

2018 年 10 月 29 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.56
一年最低/最高价	9.21/24.55
市净率(倍)	3.60
流通 A 股市值(百万元)	12486.98

基础数据

每股净资产(元)	2.93
资产负债率(%)	31.00
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)：手游新品表现亮眼，下半年业绩预计呈上升趋势》2018-08-26
- 2、《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
- 3、《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

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	5,078	6,916	8,858	营业收入	6,189	7,365	8,206	9,143
现金	1,581	2,465	4,113	5,780	减: 营业成本	1,948	1,841	2,093	2,331
应收账款	885	1,139	1,116	1,396	营业税金及附加	27	37	38	44
存货	102	62	124	83	营业费用	1,908	2,799	2,872	3,109
其他流动资产	1,395	1,412	1,563	1,599	管理费用	777	884	985	1,097
非流动资产	5,198	5,720	6,004	6,301	财务费用	29	46	121	154
长期股权投资	377	488	688	994	资产减值损失	351	119	157	204
固定资产	292	702	789	809	加: 投资净收益	256	61	50	56
在建工程	51	54	53	51	其他收益	0	0	0	0
无形资产	49	51	53	40	营业利润	1,518	1,701	1,992	2,259
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	10,798	12,921	15,159	利润总额	1,917	2,017	2,336	2,594
流动负债	1,518	1,634	1,813	1,875	减: 所得税费用	80	120	118	143
短期借款	372	372	372	372	少数股东损益	216	226	262	291
应付账款	742	621	928	798	归属母公司净利润	1,621	1,671	1,955	2,160
其他流动负债	404	641	513	705	EBIT	1,914	1,989	2,268	2,474
非流动负债	355	294	226	156	EBITDA	2,074	2,083	2,411	2,643
长期借款	338	277	209	139					
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	1,928	2,039	2,031	每股收益(元)	0.76	0.82	0.95	1.05
少数股东权益	270	496	758	1,049	每股净资产(元)	3.27	4.09	4.94	5.90
归属母公司股东权益	7,017	8,374	10,124	12,079	发行在外股份(百万股)	2148	2048	2048	2048
负债和股东权益	9,160	10,798	12,921	15,159	ROIC(%)	23.6%	20.5%	19.9%	18.4%
					ROE(%)	25.2%	21.4%	20.4%	18.7%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	68.5%	75.0%	74.5%	74.5%
经营活动现金流	1,832	1,819	2,418	2,506	销售净利率(%)	26.2%	22.7%	23.8%	23.6%
投资活动现金流	-1,368	-554	-377	-411	资产负债率(%)	20.5%	17.9%	15.8%	13.4%
筹资活动现金流	310	-380	-393	-429	收入增长率(%)	17.9%	19.0%	11.4%	11.4%
现金净增加额	762	884	1,648	1,667	净利润增长率(%)	51.4%	3.1%	17.0%	10.5%
折旧和摊销	160	93	143	170	P/E	13.89	12.94	11.06	10.02
资本开支	1,019	411	84	-9	P/B	3.23	2.58	2.14	1.79
营运资本变动	-4	-156	-13	-213	EV/EBITDA	10.16	9.79	7.86	6.62

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>