



00255.SZ

买入

原评级：增持

市场价格：人民币 13.25

板块评级：强于大市

本报告要点

- 自研游戏表现良好致移动游戏业务大幅增长。

股价表现



	今年	1	3	12
		至今	个月	个月
绝对	38.6	25.0	13.3	(28.0)
相对深证成指	10.8	4.7	(6.3)	(13.7)
发行股数(百万)		2,125		
流通股(%)		75		
流通市值(人民币 百万)		21,097		
3个月日均交易额(人民币 百万)		160		
净负债比率(%)(2019E)			净现金	
主要股东(%)				
李卫伟		19		

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券
以2019年2月25日收市价为标准

相关研究报告

《三七互娱》20180827

《三七互娱》20180507

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒：互联网传媒

方光照

(8621)20328348

guangzhao.fang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519010001

刘昊涯

(021)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

三七互娱

手游业务大幅增长，商誉减值影响全年利润

公司 2018 年实现营业收入 76.33 亿元，同比增长 23.33%，四季度实现营收 21 亿元，同比增长 21.8%，环比下滑 5.9%；归属于母公司股东净利润 10.48 亿元，同比下滑 35.35%，四季度归母净利润-1.7 亿元，由盈转亏；非公认会计原则净利润 15.36 亿元，同比增长 9.07%。

支撑评级的要点

- **自研游戏流水表现良好带来移动游戏营收高增长。**报告期内，《鬼语迷城》、《屠龙破晓》等新游戏上线并取得了良好的流水表现；原有自研产品《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等保持稳定流水的同时，在中国港澳台地区以及日本和越南等海外地区上线。移动游戏业务营收较 2017 年同比增长约 70%，公司预计 2019 年一季度移动游戏业务营收将环比增长 37%以上。
- **自研游戏占比提升带来整体毛利率增长。**报告期内公司上线新游戏《屠龙破晓》、《一刀传世》等均为自研游戏，且均取得了良好流水表现；同时往年自研手游《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等也均保持稳定流水，随着自研游戏占比的提升，公司整体毛利率较去年将有所上升。
- **子公司业绩不达预期计提大额商誉减值拖累整体业绩。**2018 年度受到版号限制、游戏行业增速整体下滑等原因的影响，公司子公司上海墨鹍研发和发行不达预期，导致其主要游戏在 2018 年第四季度未能上线并产生收入及利润，使得上海墨鹍的经营业绩低于预期。公司经过评估，拟计提相应商誉减值 9.6 亿元，同时上海墨鹍补偿义务人需支付的股权和现金总额为 4.79 亿元，合计对公司归母净利润的减少约 4.8 亿元。

评级面临的主要风险

- 游戏流水不达预期，行业政策监管收紧。

估值

- 随着 2019 年游戏版号审批发放的重启，我们认为公司再次产生商誉减值风险的可能性不大，考虑公司商誉及未来发展情况，假设 2019 年公司移动游戏业务保持较快增速，各项业务稳定发展，预计 2019 年、2020 年实现净利润 20.1 和 25.1 亿元，对应当前市盈率 14、11 倍，上调公司评级至买入。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	5,248	6,189	7,635	8,584	10,141
变动(%)	13	18	23	12	18
净利润(人民币 百万)	1,070	1,620	1,048	2,011	2,512
全面摊薄每股收益(人民币)	0.504	0.763	0.493	0.947	1.182
变动(%)	111.5	51.4	(35.3)	91.9	24.9
原先预测每股收益(人民币)			0.803	0.961	1.174
调整幅度(%)			(38.6)	(1.46)	0.68
全面摊薄市盈率(倍)	26.3	17.4	26.9	14.0	11.2
价格/每股现金流量(倍)	26.8	15.4	22.7	13.3	10.4
每股现金流量(人民币)	0.50	0.86	0.58	1.00	1.28
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.6	21.8	32.0	10.3	7.6
每股股息(人民币)	0.098	0.100	0.099	0.189	0.236
股息率(%)	0.7	0.8	0.7	1.4	1.8

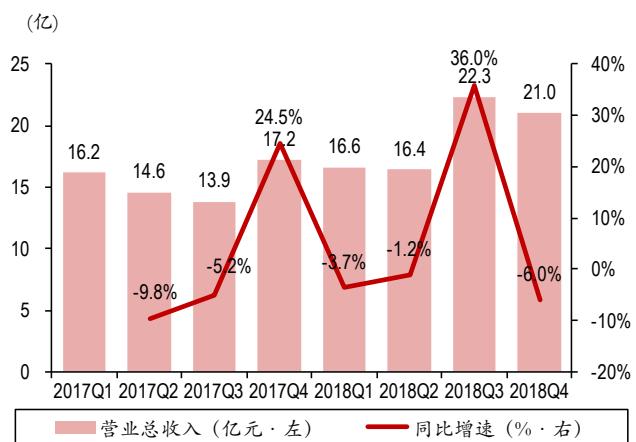
资料来源：公司数据及中银国际证券预测



事件：

公司发布业绩快报，2018年实现营业总收入76.33亿元，同比增长23.33%，四季度实现营收21亿元，同比增长21.8%，环比下滑5.9%；归属于母公司股东净利润10.48亿元，同比下滑35.35%，四季度归属母公司净利润-1.7亿元，由盈转亏；非公认会计原则净利润15.36亿元，同比增长9.07%；基本每股收益0.49元，同比下滑35.47%；期末总资产84.9亿元，较期初减少7.33%。

图表 1. 2017Q1-2018Q4 单季度营收情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 2017Q1-2018Q4 单季度归母净利润情况



资料来源：万得，中银国际证券

点评：

1. 自研游戏流水表现良好带来移动游戏营收高增长

报告期内，《鬼语迷城》、《屠龙破晓》、《一刀传世》等新游戏上线并取得了良好的流水表现；原有自研产品《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等在已上线的地区保持稳定流水的同时，在中国港澳台地区以及日本和越南等海外地区上线，使得整体移动游戏发行业务流水实现大幅增长，移动游戏业务营收较2017年同比增长约70%。2017年公司移动游戏业务实现营收32.8亿元，预计2018年移动游戏业务在55.8亿元左右，下半年移动游戏业务营收为34.3亿元。

同时，公司预计2019年一季度移动游戏业务营业收入将环比增长37%以上。我们假设2018年上半年的移动游戏业务营收在各季度的比重与各季度整体营收比重保持一致，则2018年1-4季度单季度游戏业务营收分别为10.8亿元、10.7亿元、17.7亿元和16.6亿元，则预计2019年一季度移动游戏业务营收为22.7亿元，较2018年一季度同比增长110.6%。

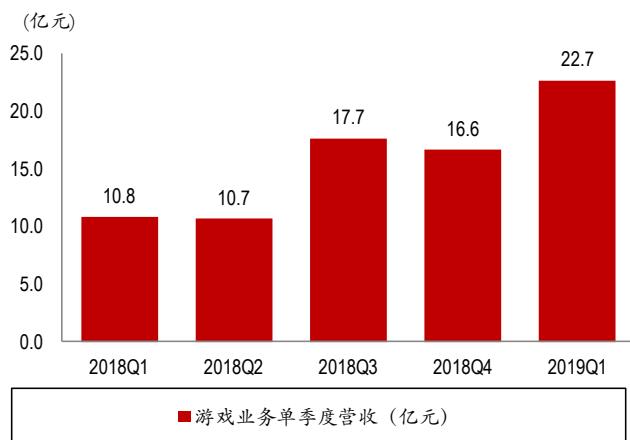
2. 自研游戏占比提升带来整体毛利率增长

报告期内公司上线的新游戏《屠龙破晓》、《一刀传世》等均为自研游戏，且均取得了较高的流水；同时往年自研手游《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》、《传奇霸业》，自研页游《传奇霸业页游》、《大天使之剑》等也均保持稳定流水。

公司前三季度销售毛利率为75.53%，较2017年68.52%的全年毛利率水平提升7.01个百分点，同时较2018年上半年73.16%的整体毛利率水平增长2.37个百分点，因此我们预计公司2018年全年毛利率水平将较前三季度水平略微增长。



图表 3. 2018Q1-2019Q1 移动游戏业务营收预测



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 2018 年初至 2018 年三季报公司整体毛利率



资料来源：万得，中银国际证券

3. 子公司业绩不达预期计提大额商誉减值拖累整体业绩

2018 年度受到版号限制、游戏行业增速整体下滑等原因的影响，公司子公司上海墨鹍研发和发行不达预期，导致其主要游戏在 2018 年第四季度未能上线并产生收入及利润，使得上海墨鹍的经营业绩低于预期。公司经过评估，拟计提相应商誉减值 9.6 亿元，同时上海墨鹍补偿义务人需支付的股权和现金总额为 4.79 亿元，合计对公司归母净利润的减少约 4.8 亿元。

受此影响，公司 2018 年第四季度归母净利润约为 -1.7 亿元，单季度盈利为亏损；公司在 2017 年分别处置了上海喆元和上海极光网络等股权确认了 2 亿元投资收益，而 2018 年无大额投资处置收益，因此公司利润相对下滑。目前因收购上海墨鹍所产生的商誉剩余 50 万元，商誉风险部分消除，整体商誉仍剩余 15.8 亿元。

盈利预测：

由于报告期公司已将收购上海墨鹍所产生的商誉基本出清，商誉风险部分消除，随着 2019 年游戏版号的重启，我们认为公司再次产生商誉减值风险的可能性不大。假设 2019 年公司移动游戏业务保持较快增速，各项业务稳定发展，预计 2019 年、2020 年实现净利润 20.1 和 25.1 亿元，对应当前市盈率 14、11.2 倍，上调公司评级至买入。

风险提示：

游戏流水不达预期，行业政策监管收紧。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	5,248	6,189	7,635	8,584	10,141
销售成本	(1,971)	(1,975)	(1,995)	(2,008)	(2,374)
经营费用	(2,101)	(2,962)	(4,794)	(4,111)	(4,756)
息税折旧前利润	1,176	1,252	846	2,465	3,011
折旧及摊销	(71)	(74)	(60)	(60)	(60)
经营利润(息税前利润)	1,105	1,178	787	2,406	2,951
净利润收入/(费用)	5	(29)	(28)	7	66
其他收益/(损失)	209	766	506	15	15
税前利润	1,319	1,916	1,265	2,427	3,032
所得税	(102)	(80)	(63)	(121)	(152)
少数股东权益	(147)	(216)	(154)	(295)	(368)
净利润	1,070	1,620	1,048	2,011	2,512
核心净利润	1,082	1,636	1,071	2,012	2,513
每股收益(人民币)	0.504	0.763	0.493	0.947	1.182
核心每股收益(人民币)	0.509	0.770	0.504	0.947	1.182
每股股息(人民币)	0.098	0.100	0.099	0.189	0.236
收入增长(%)	13	18	23	12	18
息税前利润增长(%)	40	7	(33)	206	23
息税折旧前利润增长(%)	36	6	(32)	191	22
每股收益增长(%)	111	51	(35)	92	25
核心每股收益增长(%)	113	51	(35)	88	25

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,319	1,916	1,265	2,427	3,032
折旧与摊销	71	74	60	60	60
净利息费用	(5)	29	28	(7)	(66)
运营资本变动	(326)	26	(105)	(221)	(128)
税金	44	137	(63)	(121)	(152)
其他经营现金流	(51)	(349)	56	(14)	(32)
经营活动产生的现金流	1,052	1,832	1,240	2,124	2,714
购买固定资产净值	(7)	(4)	0	0	0
投资减少/增加	(562)	(295)	(892)	5	5
其他投资现金流	(949)	(1,070)	2	0	0
投资活动产生的现金流	(1,518)	(1,368)	(889)	5	5
净增权益	(208)	(212)	(210)	(402)	(502)
净增债务	341	338	125	(836)	0
支付股息	208	212	210	402	502
其他融资现金流	(173)	(28)	(107)	(396)	(436)
融资活动产生的现金流	169	310	18	(1,232)	(436)
现金变动	(297)	774	369	898	2,283
期初现金	1,110	819	1,581	1,950	2,848
公司自由现金流	(466)	464	351	2,129	2,719
权益自由现金流	(130)	831	504	1,286	2,653

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,054	2,249	2,617	3,515	5,797
应收帐款	1,033	1,328	1,638	1,684	2,248
库存	71	102	94	103	130
其他流动资产	292	284	227	286	321
流动资产总计	2,451	3,962	4,576	5,587	8,496
固定资产	303	343	288	233	178
无形资产	53	49	44	39	34
其他长期资产	1,114	1,303	995	995	995
长期资产总计	1,469	1,695	1,328	1,268	1,208
总资产	6,386	9,160	10,546	11,497	14,346
应付帐款	718	742	687	751	948
短期债务	373	372	525	0	0
其他流动负债	533	404	569	389	664
流动负债总计	1,624	1,518	1,782	1,140	1,611
长期借款	24	338	338	27	27
其他长期负债	9	17	17	17	17
股本	2,085	2,148	2,125	2,125	2,125
储备	2,442	4,892	5,861	7,470	9,480
股东权益	4,526	7,040	7,986	9,595	11,605
少数股东权益	205	270	423	718	1,086
总负债及权益	6,386	9,160	10,546	11,497	14,346
每股帐面价值(人民币)	2.13	3.31	3.76	4.52	5.46
每股有形资产(人民币)	2.11	3.29	3.74	4.50	5.45
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.21)	(0.42)	(0.52)	(1.34)	(2.41)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.4	20.2	11.1	28.7	29.7
息税前利润率(%)	21.1	19.0	10.3	28.0	29.1
税前利润率(%)	25.1	31.0	16.6	28.3	29.9
净利率(%)	20.4	26.2	13.7	23.4	24.8
流动性					
流动比率(倍)	1.5	2.6	2.6	4.9	5.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	41.3	27.9	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)		净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	2.5	2.5	4.8	5.2
估值					
市盈率(倍)	26.3	17.4	26.9	14.0	11.2
核心业务市盈率(倍)	26.0	17.2	26.3	14.0	11.2
市净率(倍)	6.2	4.0	3.5	2.9	2.4
价格/现金流(倍)	26.8	15.4	22.7	13.3	10.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.6	21.8	32.0	10.3	7.6
周转率					
存货周转天数	12.9	16.0	17.9	17.9	17.9
应收帐款周转天数	56.5	69.6	70.9	70.6	70.8
应付帐款周转天数	46.1	43.1	34.2	30.6	30.6
回报率					
股息支付率(%)	19.5	13.1	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	26.5	28.0	13.9	22.9	23.7
资产收益率(%)	18.5	14.5	7.6	20.7	21.7
已运用资本收益率(%)	6.0	6.2	3.0	5.1	5.4

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买 入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371