

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

手游业务带动营业收入与毛利率双增长， 商誉风险逐渐出清

——三七互娱(002555)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

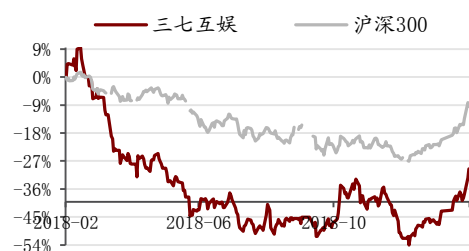
市场数据(2019-02-26)

收盘价(元)	13.80
一年内最高/最低(元)	22.26/8.96
沪深300指数	3684.69
市净率(倍)	4.18
流通市值(亿元)	219.73

基础数据(2018-9-30)

每股净资产(元)	2.93
每股经营现金流(元)	0.65
毛利率(%)	75.53
净资产收益率-摊薄(%)	19.59
资产负债率(%)	31.00
总股本/流通股(万股)	212487.03/118247.96
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)季报点评: 前三季度业绩符合预期, 密切关注政策信号》
2018-11-01
- 2 《三七互娱(002555)中报点评: 手游业务维持快速增长, 下半年业绩可期》
2018-08-29
- 3 《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

联系人: 李琳琳

发布日期: 2019年02月27日

事件: 公司发布业绩快报。2018年公司实现营业收入76.33亿元, 同比增长23.33%; 实现归母净利润10.48亿元, 同比下降35.35%; 非公认会计原则净利润(采用归属于公司普通股股东的净利润扣除因并购重组形成的业绩补偿及相关商誉减值、偶发的股权投资处置税后收益和股权激励费计算得出)15.36亿元, 同比上升9.07%。

投资要点:

- **手机游戏业务增长超行业平均水平。**公司自研产品《屠龙破晓》、《一刀传世》等新游戏市场表现良好, 目前《一刀传世》位于 App Store 前三位置, 《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》、《仙灵觉醒》等老自研游戏产品也释放长线稳定流水。公司手机游戏业务收入同比 2017 年度(约 32.84 亿元)增长约 70%(18 年约为 55.81 亿元), 远高于行业 15.4% 的同比增幅; 预计 19 年 Q1 国内手机游戏业务收入持续提升, 环比增长 37% 以上。受自研游戏收入占比提升, 公司整体毛利率也有所上升。
- **商誉减值致公司净利润下滑, 未来减值风险大幅降低。**受 18 年游戏行业版号事件影响以及行业整体增速下滑等原因影响, 公司子公司上海墨鹍数码科技有限公司主要游戏在 18 年第四季度未能上线并产生收入及利润, 经营业绩承诺未能达标导致计提商誉减值准备。根据公司发布的《2018 年度业绩预告修正公告》显示, 公司拟计提相应商誉减值准备约 9.60 亿元, 补偿义务人需支付股份和现金补偿的金额合计约为 4.79 亿元, 商誉减值、业绩补偿和减值补偿事项合计导致 18 年归母净利润减少约 4.81 亿元。此次商誉减值准备计提完毕后, 上海墨鹍商誉仅余 50 万元左右, 大幅降低未来可能发生的商誉减值风险。
- **股权处置减少亦影响利润端。**根据公司公告显示, 公司 17 年由于处置了上海喆元文化传媒有限公司和上海极光网络科技有限公司等股权确认了税后收益 2.00 亿元。而 18 年前三季度公司投资收益仅为 1668 万元且 18 年无大额投资处置收益, 导致公司利润相对有所下降。
- **剥离汽车业务, 聚焦核心主业。**公司于 18 年 9 月以 8.19 亿元交易对价出售公司持有的汽车零部件公司 100% 股权, 受让人系公司实控人、控股股东吴氏家族。同时原分管汽车配件业务的部分高层管理人员也辞去现有职务, 退出公司管理层, 标志公司正在逐步剥离利润率较低的

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
 邮编: 200122

汽车零部件业务，专注于网络游戏领域，公司盈利能力有望得到改善。

- **投资建议：**受版号事件影响，游戏行业 18 年整体增速不及预期，公司也因此出现子公司业绩承诺未达标导致计提了大量的商誉减值，对公司 18 年净利润造成较大影响。但公司主营手机游戏业务增长态势良好，增幅远高于行业平均水平，新游戏与长线游戏均保持良好的流水。随着版号审批恢复常态化，公司 19 年业绩有望迎来反弹，预计公司 2019 年与 2020 年 EPS 分别为 0.89/1.00 元，对应 PE 分别为 15.2 倍与 13.5 倍，维持公司“**增持**”投资评级。

风险提示：政策监管趋严；游戏项目市场表现不及预期；买量成本上升；系统性风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5247.9	6188.8	7633.2	8811.4	10078.9
增长比率	12.7%	17.9%	23.3%	15.4%	14.4%
净利润(百万元)	1070.2	1620.6	1047.4	1882.9	2121.7
增长比率	111.5%	51.4%	-35.4%	79.8%	12.7%
每股收益(元)	0.50	0.76	0.49	0.89	1.00
市盈率(倍)	26.7	17.6	27.2	15.2	13.5

资料来源：贝格数据，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	7633.2	8811.4	10078.9	成长性					
减: 营业成本	1,941.3	1,948.2	2,106.7	2,614.7	3,058.4	营业收入增长率	12.7%	17.9%	23.3%	15.4%	14.4%
营业税费	29.7	26.5	43.5	50.2	57.4	营业利润增长率	44.0%	30.3%	-17.9%	80.2%	12.7%
销售费用	1,607.7	1,908.2	2,519.0	2,995.9	3,426.8	净利润增长率	111.5%	51.4%	-35.4%	79.8%	12.7%
管理费用	514.9	776.7	763.3	969.2	1,108.7	EBITDA 增长率	41.4%	22.6%	-13.9%	73.2%	10.4%
财务费用	-5.5	28.6	-20.2	-68.3	-107.5	EBIT 增长率	45.8%	23.7%	-14.5%	77.5%	11.3%
资产减值损失	49.5	351.3	1,000.0	30.0	30.0	NOPLAT 增长率	36.2%	38.5%	-22.2%	77.5%	11.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	37.4%	47.6%	-12.4%	7.5%	-4.8%
投资和汇兑收益	54.7	256.0	25.0	25.0	25.0	净资产增长率	27.4%	54.1%	10.6%	23.9%	20.6%
营业利润	1,164.9	1,517.7	1,246.0	2,244.6	2,530.1	利润率					
加: 营业外净收支	153.9	398.9	6.0	6.0	6.0	毛利率	63.0%	68.5%	72.4%	70.3%	69.7%
利润总额	1,318.8	1,916.6	1,252.0	2,250.6	2,536.1	营业利润率	22.2%	24.5%	16.3%	25.5%	25.1%
减: 所得税	102.1	80.1	75.1	135.0	152.2	净利润率	20.4%	26.2%	13.7%	21.4%	21.1%
净利润	1070.2	1620.6	1047.4	1882.9	2121.7	EBITDA/营业收入	23.4%	24.4%	17.0%	25.5%	24.6%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	22.1%	23.2%	16.1%	24.7%	24.0%
货币资金	819.2	1,580.9	2,503.8	4,228.8	6,365.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	20	16	13	9	6
应收账款	938.3	1,273.0	1,155.4	1,647.8	1,690.3	流动营业资本周转天数	18	48	48	39	38
应收票据	94.6	55.3	153.9	87.6	178.0	流动资产周转天数	157	187	201	235	287
预付账款	292.0	283.5	305.3	425.5	445.5	应收账款周转天数	50	64	57	57	60
存货	71.5	101.8	67.3	142.6	111.8	存货周转天数	5	5	4	4	5
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	438	429	456
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	201	169	149
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%	13.7%	20.1%	19.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	19.1%	20.0%	12.5%	18.3%	17.1%
固定资产	271.5	292.4	239.5	186.6	133.8	ROIC	47.7%	48.0%	25.3%	51.3%	53.1%
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%	33.0%	34.0%	34.0%
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%	10.0%	11.0%	11.0%
资产总额	6,386.2	9,160.1	9,409.5	11,589.9	13,919.9	财务费用率	-0.1%	0.5%	-0.3%	-0.8%	-1.1%
短期债务	372.9	372.1	-	-	-	三费/营业收入	40.3%	43.8%	42.7%	44.2%	43.9%
应付账款	993.9	803.4	1,069.0	1,254.9	1,497.7	偿债能力					
应付票据	17.4	-	21.0	5.1	24.4	资产负债率	25.9%	20.5%	14.3%	13.8%	13.5%
其他流动负债	240.1	342.9	219.4	301.3	312.6	负债权益比	35.0%	25.7%	16.7%	16.0%	15.6%
长期借款	-	310.8	-	-	-	流动比率	1.51	2.61	3.49	4.43	5.00
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	3.44	4.34	4.94
负债总额	1,657.1	1,873.5	1,348.0	1,599.9	1,875.2	利息保障倍数	-212.33	50.22	-60.65	-31.84	-22.53
少数股东权益	205.5	269.9	399.3	632.1	894.3	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	0.08	0.15	0.15
留存收益	2,441.5	4,891.8	5,537.2	7,233.1	9,025.6	分红比率	19.5%	13.3%	16.4%	16.4%	15.3%
股东权益	4,729.2	7,286.7	8,061.5	9,990.0	12,044.8	股息收益率	0.7%	0.8%	0.6%	1.1%	1.1%
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	1,047.4	1,882.9	2,121.7	EPS (元)	0.50	0.76	0.49	0.89	1.00
加: 折旧和摊销	173.5	160.0	72.2	72.2	59.2	BVPS (元)	2.13	3.30	3.61	4.40	5.25
资产减值准备	49.5	351.3	-	-	-	PE (X)	26.7	17.6	27.2	15.2	13.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB (X)	6.3	4.1	3.7	3.0	2.6
财务费用	-0.6	45.4	-20.2	-68.3	-107.5	P/FCF	47.9	57.7	31.4	18.0	12.2
投资收益	-54.7	-256.0	-25.0	-25.0	-25.0	P/S	5.4	4.6	3.7	3.2	2.8
少数股东损益	146.5	215.9	129.5	232.7	262.2	EV/EBITDA	21.6	17.5	19.2	10.4	8.6
营运资金的变动	-722.1	-973.9	548.7	-157.7	14.4	CAGR (%)	20.3%	9.1%	8.5%	20.3%	9.1%
经营活动产生现金流量	1,051.9	1,831.9	1,752.5	1,936.7	2,324.9	PEG	1.3	1.9	3.2	0.7	1.5
投资活动产生现金流量	-1,517.5	-1,367.9	255.5	-96.2	29.0	ROIC/WACC	7.1	7.2	3.8	7.7	7.9
融资活动产生现金流量	168.8	310.2	-1,085.1	-115.5	-217.0	REP	1.2	0.8	1.6	0.7	0.7

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。