

原股东股份与 ETF 换购，股权结构持续优化

2019 年 3 月 13 日

强烈推荐 (维持)

	肖明亮(分析师)	叶轫(研究助理)
电话:	020-88832290	020-88836101
邮箱:	xiaoml@gzgzhs.com.cn	yek@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517070001	A1310117040003

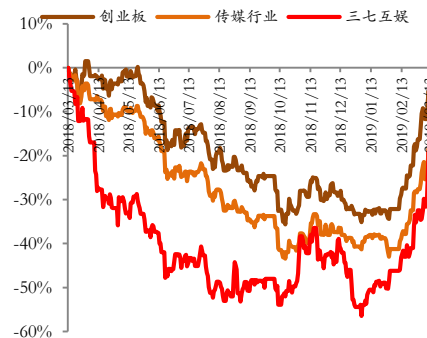
传媒行业

股价走势

事件: 公司控股股东、实际控制人之一吴绪顺参与银华 MSCI 中国 A 股交易型开放式指数证券投资基金网下股票认购, 以 2120 万股直接换购银华 MSCI 中国 ETF 份额, 认购 2120 万股股票价值对应的基金份额, 本次股份换购完成后导致吴绪顺的持股比例从 6.12% 降为 5.12%, 原第一大股东吴绪顺及其一致行动人吴卫红、吴卫东的合计持股比例从 19.27% 降 18.27%, 公司第一大股东由吴氏家族变更为李卫伟。

核心观点:

- **优化组合配置, 完善公司股权结构和公司治理。**银华 MSCI 中国 ETF 是跟踪 MSCI 中国 A 股人民币指数的交易型开放式指数证券投资基金, 选取包括中国金融、日常消费、信息技术等行业在内具有代表性的 400 多家上市公司, 以反映具有国际竞争力的中国优质上市公司的整体走势, 公司为 MSCI 中国 A 股 ETF 的成份股之一。此次换购后, 公司实际控制人由吴氏家族变更为李卫伟, 有利于公司股权结构多元化, 亦有利于丰富公司股东的投资组合, 支持国家产业发展; 同时, 公司此前发布回购预案, 拟以不超过 15 元的价格回购 3-6 亿元, 接近当前股价。我们认为, 公司原股东减持体量、节奏以及对二级市场影响程度可控, 回购价格构建安全垫, 有望助推公司股价良性成长。
- **手机游戏发行业务和自主研发业务奠定营收可观增长, 2019Q1 国内手游业务预计环比增长 37%:** 手游业务发行方面: 2018 年《鬼语迷城》、《屠龙破晓》、《一刀传世》等新游戏上线表现良好,《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》长线精品以及《仙灵觉醒》等自研产品流水稳定且强化在海外新地区的发行, 公司手游业务同比增长约 70% (2017 年手游业务规模 32.84 亿元, 预计 2018 年手游业务营收达到 55.8 亿元), 同时毛利率水平显著提升 (2018Q3 毛利率达到 75.53%)。公司预计 2019 年 Q1 国内手机游戏业务营收环比增长 37% 以上。公司研运能力突出, 不断强化自研新产品与强化老产品精品化运营和新地区发行, 公司新产品《一刀传世》、《斗罗大陆》在 IOS 畅销榜排名均居较前, 已呈爆款趋势。
- **盈利预测与估值:** 我们预计公司 2018-2020 年归母净利润水平分别为 10.47、18.34、22.27 亿元, 对应增速为-35.39%、75.22%、21.43%, 对应 EPS 分别为 0.49、0.85、1.04 元/股, 当前股价对应 PE 分别为: 33、18、15。我们认为游戏行业层面随着政策改善带来行业层面经营改善, 头部效应继续彰显, 随着公司专注于游戏行业, 股权结构不断优化, 商誉担忧风险出清, 公司游戏发行业务与自研业务有望继续实现快速增长和毛利率水平提升, 维持强烈推荐评级。
- **风险提示:** 游戏行业政策风险, 产品上线不及预期。



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
三七互娱	43.05	29.89	56.15
沪深 300	34.92	25.37	21.27
传媒(申万)	33.24	26.53	21.79

基本资料

总市值 (亿元)	356.98
总股本 (亿股)	21.25
流通股比例	74.91%
资产负债率	31.00%
大股东	李卫伟
大股东持股比例	19.00%

相关报告

*广证恒生-三七互娱 (002555) 业绩点评报告-商誉风险出清, 2019Q1 手游预计环比高增长

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6188.83	7632.46	8944.84	11062.25
同比 (%)	17.93%	23.33%	17.19%	23.67%
归属母公司净利润	1620.58	1047.00	1834.60	2227.73
同比 (%)	51.43%	-35.39%	75.22%	21.43%
毛利率 (%)	68.52%	72.68%	74.39%	74.59%
ROE (%)	26.97%	13.41%	19.89%	19.84%
每股收益 (元)	0.75	0.49	0.85	1.04
P/E	21.14	32.72	18.43	15.18
P/B	4.87	4.35	3.57	2.95
EV/EBITDA	5.57	21.27	12.66	10.13

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3962	7054	8983	11406	营业收入	6189	7632	8945	11062
现金	1581	4807	6404	8488	营业成本	1948	2085	2291	2811
应收账款	885	1139	1307	1633	营业税金及附加	27	33	38	47
其它应收款	388	190	234	271	营业费用	1908	2885	3444	4314
预付账款	284	288	286	287	管理费用	777	800	979	1253
存货	102	87	94	90	财务费用	29	22	17	10
其他	723	544	658	637	资产减值损失	351	1000	45	80
非流动资产	5198	3622	3672	3684	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	377	582	479	531	投资净收益	256	10	12	13
固定资产	292	288	275	254	营业利润	1518	818	2144	2560
无形资产	45	35	25	14	营业外收入	403	479	5	5
其他	4483	2718	2893	2886	营业外支出	4	4	6	6
资产总计	9160	10677	12655	15090	利润总额	1917	1293	2143	2559
流动负债	1518	1999	2191	2397	所得税	80	57	116	119
短期借款	372	800	1000	1200	净利润	1836	1236	2027	2440
应付账款	742	721	732	726	少数股东损益	216	189	192	212
其他	404	477	459	471	归属母公司净利润	1621	1047	1835	2228
非流动负债	355	347	349	350	EBITDA	2100	1459	2322	2735
长期借款	311	311	311	311	EPS (摊薄)	0.75	0.49	0.85	1.04
其他	44	36	39	39					
负债合计	1873	2346	2540	2747	主要财务比率				
少数股东权益	270	459	651	863	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	2148	2148	2120	2120	成长能力				
资本公积	1973	1973	1973	1973	营业收入增长率	17.9%	23.3%	17.2%	23.7%
留存收益	2919	3751	5371	7387	营业利润增长率	30.3%	-46.1%	162.0%	19.4%
归属母公司股东权益	7040	7872	9464	11480	归属于母公司净利润增长率	51.4%	-35.4%	75.2%	21.4%
负债和股东权益	9160	10677	12655	15090	获利能力				
					毛利率	68.5%	72.7%	74.4%	74.6%
现金流量表					净利率	29.7%	16.2%	22.7%	22.1%
					ROE	27.0%	13.4%	19.9%	19.8%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC	24.0%	14.0%	18.9%	18.8%
经营活动现金流	1811	2191	1796	2269	偿债能力				
净利润	1836	1047	1835	2228	资产负债率	20.5%	22.0%	20.1%	18.2%
折旧摊销	160	144	162	166	净负债比率	37.95%	47.76%	52.10%	55.60%
财务费用	29	22	17	10	流动比率	2.61	3.53	4.10	4.76
投资损失	-256	-10	-12	-13	速动比率	2.54	3.49	4.06	4.72
营运资金变动	-4	277	-261	-259	营运能力				
其它	47	711	55	138	总资产周转率	0.80	0.77	0.77	0.80
投资活动现金流	-1368	864	-143	-168	应收账款周转率	7.28	7.54	7.32	7.53
资本支出	-1019	-46	-43	-44	应付账款周转率	2.70	2.85	3.15	3.86
长期投资	40	26	-19	-47					
其他	-389	883	-81	-76	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	310	171	-55	-18	每股收益 (最新摊薄)	0.75	0.49	0.85	1.04
短期借款	-1	428	200	200	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.84	1.02	0.85	1.07
长期借款	311	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.28	3.66	4.46	5.41
普通股增加	63	0	-28	0	估值比率				
资本公积金增加	1038	0	0	0	P/E	21.14	32.72	18.43	15.18
其他	-1101	-257	-227	-218	P/B	4.87	4.35	3.57	2.95
现金净增加额	754	3226	1597	2083	EV/EBITDA	5.57	21.27	12.66	10.13

团队成员介绍：

肖明亮：江西高安人，武汉大学传媒+会计学复合背景，目前担任TMT副团队长，传媒和教育行业负责人，4年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析，致力于从产业供需分析以及产业链的边际变化挖掘投资价值，多次受邀参加上市企业战略咨询交流以及企业战略咨询委托等。

陆韵如：伦敦大学学院硕士，兰卡斯特大学经济学学士，传媒行业高级研究员，3年传媒行业研究经验，主要研究方向为文化传媒，持续跟踪影视剧、游戏和互联网方向。

叶锐：广东梅州人，华东师范大学法学硕士，具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验，近3年产业和行业研究经验，主要研究教育及泛娱乐方向。

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。