

手游市占率进一步提升，19 年业绩有望实现高增长

买入（维持）

2019 年 04 月 26 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 郭天瑜

执业证号：S0600118070017

guoty@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,633	9,716	11,004	12,831
同比（%）	23.3%	27.3%	13.3%	16.6%
归母净利润（百万元）	1,009	1,878	2,134	2,468
同比（%）	-37.8%	86.2%	13.6%	15.7%
每股收益（元/股）	0.47	0.88	1.00	1.16
P/E（倍）	28.78	15.46	13.60	11.76

投资要点

■ **事件：**三七互娱 2018 年实现营业收入 76.33 亿元，同比增长 23.33%；实现归母净利润 10.09 亿元，同比下降 37.77%；非公认会计准则归母净利润 15.01 亿元，同比增长 6.56%；同时，2019Q1 公司实现营业收入 32.47 亿元，同比增长 95%；实现归母净利润 4.54 亿元，同比增长 11%。

■ **2018 年公司手游市场占有率 6.48%，2019Q1 新游戏流水大幅增长，预计市占率将进一步提升。**2018 年公司游戏整体收入 72.47 亿，同比增速高达 29%，在页游逐步萎缩的情况下，18 年多款精品手游带动收入快速增长，公司 18 年月流水过亿产品超过 5 款，新增注册用户超过 1.1 亿。**2019 年新游戏持续发力拉动收入高增长，公司 2019Q1 收入为 32.47 亿，同比增速 95%，**根据伽马数据，2019Q1 手游行业规模为 365.9 亿（+yoy 18.2%），公司一季度受益于重量级手游《一刀传世》等发布，手游流水大幅上涨，预计公司在整体行业市占率将大幅提升，进一步巩固龙头地位。

■ **公司毛利率稳步上升，新游戏营销费用增加，致使归母净利率短期承压。**公司 18 年整体毛利率提升至 76.27%，得益于自营产品占比提升；2019Q1 公司归母净利率为 14%，较 18Q1 的 24.69% 下滑较多，主因为新游戏连续上线，营销费用增加致使净利率下滑，公司销售费用率 17，18 年及 19Q1 分别为 30.8%/43.8%/66%，随着后续买量成本下降，预计 2019Q2 开始，将带动公司净利率回升。

■ **同时，公司商誉减值风险已经释放，19 年利润增长可期。**由于 18 年上海墨鹍业绩承诺未达标，导致计提商誉减值，扣除相关因素，2018 年公司非公认会计准则下归母净利润为 15.01 亿元；根据公司公告，公司 2019H1 预计实现净利润 9—10 亿，对应 2019Q2 净利润为 4.46-5.46 亿，对应同比增速将高达 14%—40%，同时，19Q1 公司游戏流水大幅增长，为后续变现奠定基础，预计 2019Q2 开始利润率将回升。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2019-2021 年公司分别实现营收 97.16/110.04/128.31 亿，归母净利润 18.78/21.34/24.68 亿，EPS 分别为 0.88/1.16 元，对应当前股价 PE 分别为 15.46/13.6/11.76，考虑公司 19 年将有多款重量级游戏问世，其中已经上线的《一刀传世》等游戏已经取得良好成绩，随着后续营销成本下降，后续利润释放可期，19 年予以 25 倍 PE，目标价为 22 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**行业政策收紧；页游流水下滑加剧；新品表现不及预期；海外市场进展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.66
一年最低/最高价	8.96/17.4
市净率(倍)	4.52
流通 A 股市值(百万元)	20700

基础数据

每股净资产(元)	3.02
资产负债率(%)	25.63
总股本(百万股)	2124.87
流通 A 股(百万股)	1592.22

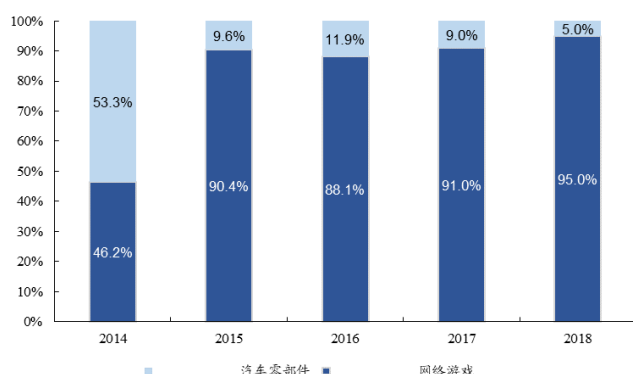
相关研究

- 1、《三七互娱 (002555)：深化多品类与出海战略，自研加代理推动业绩增长》2019-02-12
- 2、《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》2018-10-29
- 3、《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

1. 财务分析

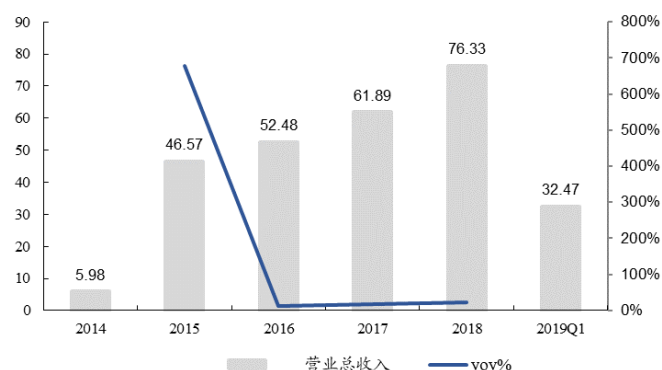
逐渐摆脱低利润汽车零部件业务，游戏业务带动收入快速增长。截至 2018 年底，公司传统汽车零部件业务占比仅 5%，游戏业务占比高达 95%；2017，2018 及 2019Q1 公司实现营业收入 61.89/76.33/32.47 亿元，同比增长 17.93%/23.33%/95%，收入增速逐年提升充分体现公司游戏业务处于健康发展状态。

图 1：公司主营业务结构（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：公司营业收入（亿元）

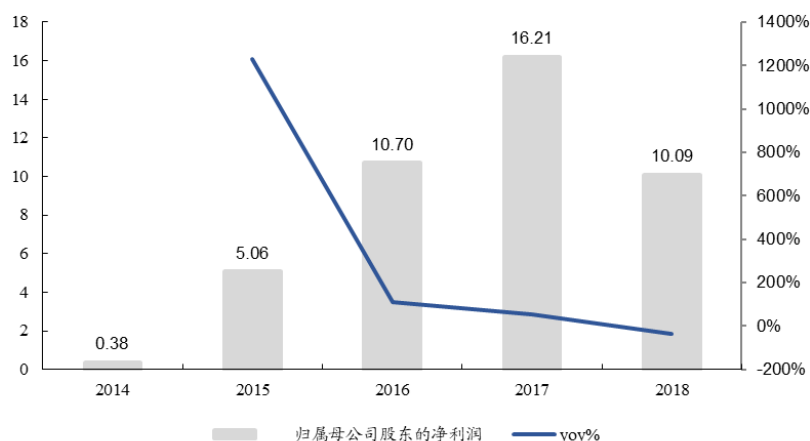


数据来源：Wind，东吴证券研究所

商业减值致使公司 18 年利润下滑，非公认会计准则下净利润不受影响。2018 年公司实现归母净利润 10.09 亿元，同比下滑 37.8%，主要由于 18 年上海墨鹍业绩承诺未达标，导致计提商誉减值，扣除因并购重组形成的业绩补偿 4.46 亿元及相关商誉减值 9.6 亿元和偶发的股权投资处置税后收益 0.2 亿元，2018 年公司非公认会计准则下归母净利润为 15.01 亿元。同时，17 年公司归母净利润大幅提升主要由于处置极光网络和喆元文化确认了税后投资收益 2 亿元，扣除后实现归母净利润 14.21 亿元。

目前公司商誉减值风险已经释放，19 年利润增长可期。根据公司公告，2019Q1 公司实现营业收入 32.47 亿元，同比增长 95%；实现归母净利润 4.54 亿元，同比增长 11%，2019Q1 归母净利润率为 14%，较 2018Q1 下滑较多，主要由于新产品的营销费用增加所致，随着后续营销费用下降，预计 2019Q2 及 Q3 公司归母净利率将逐步回升。

图 3：公司归母净利润（亿元）

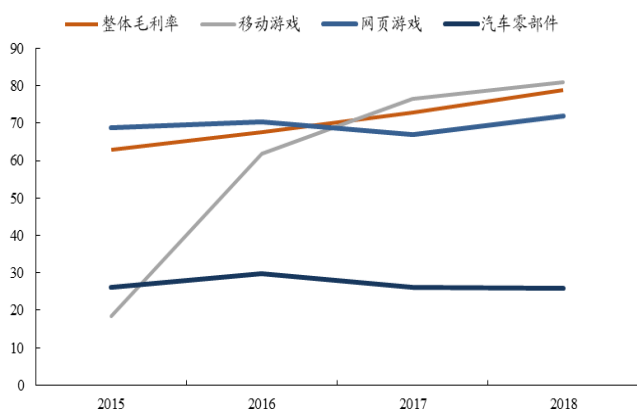


数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司整体毛利率稳步上升，新游戏推出带动营销费用上涨，为后续变现奠定基础。公司 2016-2018 年整体毛利率为 63.01%/68.52%/76.27%，主要由于公司自营产品占比提升，手游业务毛利率由 17 年的 76.49% 提升至 80.95%，页游毛利率 18 年提升至 71.9%。

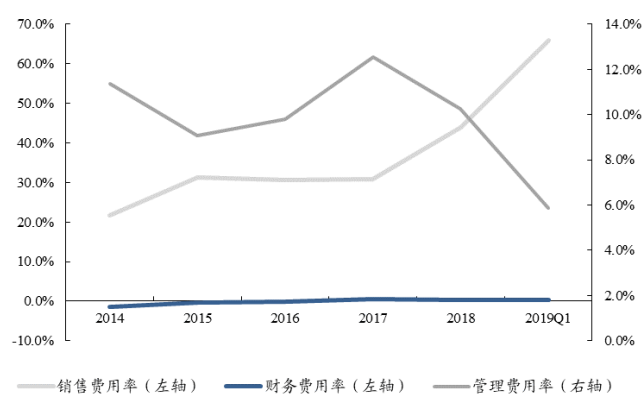
期间费用方面，公司财务费用率稳定；管理费用率稳中有降，体现公司整体管控能力良好；销售费用率 2017，2018 及 2019Q1 分别为 30.8%/43.8%/66%，持续上涨主要由于新游戏陆续推出，2019Q1 公司重量级游戏《一刀传世》和《精灵契约》上线，致使营销费用大幅增加，随着后续买量成本下降，预计 2019Q2 开始利润率将逐步回升。

图 4：公司总体及分业务毛利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：公司期间费用率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 主营业务分析

2.1. 手游：受益于手游行业精品化趋势，头部厂商收入稳定提升

游戏质量和内容方面，2019 年公司有多款重量级手游发布，公司发行策略从相对专一的“ARPG+SLG”调整为“多元化发展”。公司 2018 年共上线不同类型和题材的游戏超过 20 款，公司 18 年月流水过亿产品超过 5 款，最高月流水超过 9.3 亿，新增注册用户合计超过 1.1 亿，最高月活跃用户超过 2,000 万。

表 1：2019 年公司（预计）上线部分新品手游情况

名称	游戏品类	（预计）上线时间	备注
《一刀传世》	ARPG	2019 年 1 月（已上线）	成龙代言，上线后快速冲至 IOS（中国区）畅销榜前 100 名
《斗罗大陆》	ARPG	2019 年初	热门网文 IP 改编，预期月流水破亿
《精灵契约》	SLG	2019 年 1 月（已上线）	完美世界耗时两年研发，三七代理，上线后即获苹果商店新游推荐
《球球手游》	休闲竞技类	2019 年	极光网络自研，高 DAU 预期
《拳皇》	卡牌类	2019	SNK 授权，重点发行日韩市场

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

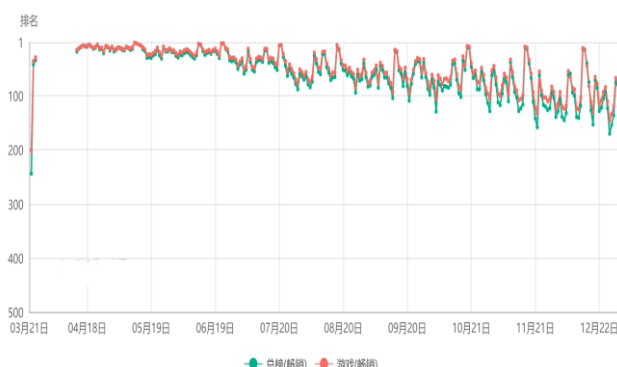
19 年，公司自研 ARPG 类游戏《一刀传世》、《斗罗大陆》，休闲竞技类游戏《球球手游》以及代理 SLG 类游戏《精灵契约》等陆续问世，取得良好成绩。19 年产品储备中，目前已有两款上线，包括传奇类游戏《一刀传世》及 SLG 游戏《精灵契约》。《一刀传世》由成龙代言，产品上线后迅速飙升至 IOS（中国区）畅销榜前 100 名；《精灵契约》是由三七代理的 SLG 游戏，由完美世界耗时两年研发，一经上线便拿到了苹果商店的“本周新游”推荐，并在 App Store 策略类游戏排行榜中位列前五。

2.2. 游戏出海：海外代理储备丰富，收入稳步提升

公司“游戏出海”战略地位提升，海外收入占比逐步上升。在目前国内手游市场竞争激烈，流量红利消退阶段，海外游戏市场成为兵家必争之地，公司海外收入占比逐步走高由 2015 年的 7.6% 提升至 18 年的 12.14%。

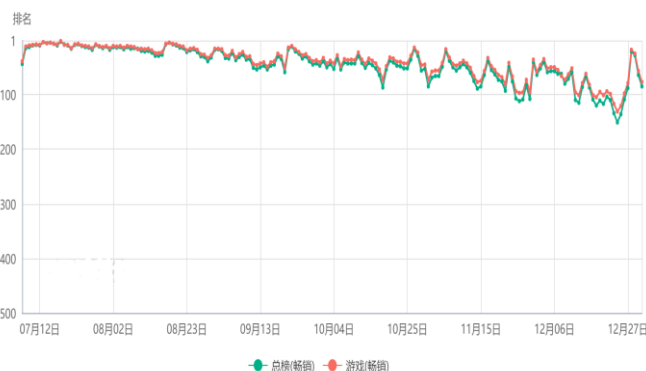
海外发行合作资源稳定，游戏储备丰富。公司拥有多年海外发行经验，已向港澳台、东南亚及欧美等地区发行运营了近百款游戏，类型涵盖 ARPG、SLG、ACT、棋牌、卡牌等；在合作资源方面，公司和 Facebook、Google、Youtube 等优质海外渠道商以及其他当地的合作运营商合作；同时，公司也创建了海外自有平台，覆盖超 140 个国家。

图 6:《大天使之剑》2018 年 IOS 畅销榜台湾区排名



数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

图 7:《楚留香》2018 年 IOS 畅销榜台湾区排名



数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

产品表现方面，公司游戏以“精品化”游戏为主，比如公司长线精品游戏《永恒纪元》持续在港澳台、东南亚、欧美、韩国等市场贡献利润。2018 年，公司在台湾发行《大天使之剑 H5》，上线 2 个月后即问鼎畅销榜首；同年，推出 MMORPG 游戏《楚留香》，在新加坡和台港澳等多个市场进入畅销榜前五，台湾地区上线 3 天后更是登陆下载量畅销榜首。19 年在海外发行的地域上，公司在全球同步推进的基础上，重点布局日韩、欧美两大市场，储备了多款产品，包括拳皇 IP 卡牌游戏、二次元乙女向等一系列游戏。

3. 盈利预测

考虑公司 19 年将有多款重量级游戏问世，其中已经上线的《一刀传世》等游戏已经取得良好成绩，随着后续营销成本下降，后续利润释放可期；同时，公司商誉减值风险已经释放，由于 18 年上海墨鸭业绩承诺未达标，导致计提商誉减值，扣除相关因素，2018 年公司非公认会计准则下归母净利润为 15.01 亿元；根据公司公告，公司 2019H1 预计实现净利润 9—10 亿，对应 2019Q2 净利润为 4.46-5.46 亿，对应同比增速将高达 14%—40%，同时，19Q1 公司游戏流水大幅增长为后续变现奠定基础，预计 2019Q2 及 Q3 公司将逐步释放利润。

预计 2019-2021 年公司分别实现营收 97.16/110.04/128.31 亿，归母净利润 18.78/21.34/24.68 亿，EPS 分别为 0.88/1.16 元，对应当前股价 PE 分别为 15.46/13.6/11.76，19 年予以 25 倍 PE，目标价为 22 元，维持“买入”评级。

4. 风险提示

（1）行业政策收紧

游戏行业受政策影响较大，若行业政策持续收紧或公司版号发放速度不及预期，将对公司业绩产生一定影响。

（2）页游流水下滑加剧

近年来随着页游产品推出速度减慢及用户偏好转移，公司页游流水出现下滑，若页游产品投放减缓，页游流水下滑加剧，将对公司业绩产生一定影响。

（3）新品表现不及预期

公司预测期内有多款新品手游推出，包括一些大投入或大 IP 作品，若新游流水不及预期，可能影响公司预测期的业绩情况。

（4）海外市场进展不及预期

海外为公司的重要增量市场，近年来公司加大海外拓展力度，若未来新品发行在海外表现不及预期，将对公司业绩产生影响

三七互娱三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,182	6,161	7,935	10,979	营业收入	7,633	9,716	11,004	12,831
现金	1,533	2,403	4,745	6,452	减:营业成本	1,811	2,536	2,842	3,283
应收账款	1,299	1,481	1,667	2,004	营业税金及附加	33	56	55	62
存货	0	143	17	167	营业费用	3,347	3,838	4,423	5,133
其他流动资产	1,351	2,135	1,506	2,356	管理费用	246	1,117	1,320	1,540
非流动资产	4,214	4,686	4,885	5,089	财务费用	17	69	87	52
长期股权投资	556	742	930	1,112	资产减值损失	1,049	0	110	128
固定资产	36	315	337	376	加:投资净收益	81	99	123	140
在建工程	0	13	19	26	其他收益	0	0	0	0
无形资产	21	28	34	39	营业利润	770	2,199	2,288	2,773
其他非流动资产	3,601	3,588	3,565	3,536	加:营业外净收支	449	274	343	271
资产总计	8,396	10,847	12,820	16,068	利润总额	1,219	2,472	2,631	3,044
流动负债	1,992	2,559	2,370	3,062	减:所得税费用	68	116	146	152
短期借款	369	369	369	369	少数股东损益	143	479	351	424
应付账款	1,082	1,471	1,390	1,915	归属母公司净利润	1,009	1,878	2,134	2,468
其他流动负债	541	718	611	777	EBIT	1,214	2,444	2,553	2,904
非流动负债	290	243	185	127	EBITDA	1,332	2,507	2,652	3,021
长期借款	281	234	176	119					
其他非流动负债	9	9	9	9	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2,282	2,802	2,555	3,189	每股收益(元)	0.47	0.88	1.00	1.16
少数股东权益	141	620	971	1,395	每股净资产(元)	2.81	3.49	4.37	5.40
					发行在外股份(百万股)	2125	2125	2125	2125
归属母公司股东权益	5,973	7,425	9,294	11,483	ROIC(%)	17.2%	28.8%	24.4%	22.9%
负债和股东权益	8,396	10,847	12,820	16,068	ROE(%)	18.8%	29.3%	24.2%	22.5%
					毛利率(%)	76.3%	73.9%	74.2%	74.4%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	13.2%	19.3%	19.4%	19.2%
经营活动现金流	1,954	1,817	2,928	2,277	资产负债率(%)	27.2%	25.8%	19.9%	19.8%
投资活动现金流	-55	-436	-175	-182	收入增长率(%)	23.3%	27.3%	13.3%	16.6%
筹资活动现金流	-1,969	-512	-411	-388	净利润增长率(%)	-37.8%	86.2%	13.6%	15.7%
现金净增加额	-65	870	2,342	1,707	P/E	28.78	15.46	13.60	11.76
折旧和摊销	118	63	99	118	P/B	4.86	3.91	3.12	2.53
资本开支	324	286	11	21	EV/EBITDA	21.26	11.13	9.75	8.12
营运资本变动	164	-572	380	-645					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>

