

业绩超预期，看好未来发展

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年上半年实现营业收入60.7亿元，同比增长83.8%；实现归母净利润10.3亿元，同比增长28.9%；实现扣非后归母净利润9.5亿元，同比增长24.7%。
- **游戏业务推动收入快速增长，游戏推广带动销售费用攀升。** 报告期内，公司手游业务发展态势优异，实现营收54.3亿元，同比大幅增长153%，是公司业绩增长的主要驱动力。自研游戏占比提升使得营业成本同比下降5.3%，毛利率由去年同期增加13pp至86.2%。期间费用率增加至66.7%，其中销售费用增加218%，主要系《斗罗大陆》等游戏报告期内上线，并产生了大量推广成本；管理费用和财务费用分别同比下降31.2%和69%，分别为子公司置出和银行借款减少导致。经营性现金流量净额同比减少36.9%，由于应收账款增加、服务商账期调整所致。
- **产品矩阵丰富，新游表现强劲，关注后续产品表现。** 公司产品类型多样，覆盖ARPG、MMO、卡牌、SLG等多种类型，匹配国内外游戏用户多样化需求。2019上半年，公司上线了《一刀传世》、《斗罗大陆》H5、《剑与轮回》等多款作品，并取得了超过13.5亿元的最高月流水，新增注册用户超过1.33亿，最高月活用户超3400万的绝佳成绩。公司游戏作品在海外也取得了不凡表现，《斗罗大陆》H5在新马等地区上线首月流水即破千万，《SNK 奥尔斯塔》于日本上线后迅速登上了GooglePlay游戏下载榜榜首。公司目前储备有《代号NB》、《代号YZD》、《代号S》、《斗罗大陆3D》、《江山与美人(暂定名)》等自研项目。
- **推出员工持股计划，彰显坚定信心。** 公司于6月推出第三期员工持股计划，拟将约合2235万股回购股份(占总股本1.05%)以零价格转让予不超过400名公司员工，其中董监高共7名。本次员工持股计划覆盖员工数量大，且惠及更多中层骨干和基层员工，可充分调动全公司员工的积极性，实现高管、员工与公司利益的一致性。
- **盈利预测与投资建议。** 公司业绩超过业绩指引上限，我们调高2019-2021年EPS至0.90元、1.05元、1.19元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产业政策变动的风险，市场竞争加剧的风险，新游上线或不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7632.68	11102.76	12665.90	13952.83
增长率	23.33%	45.46%	14.08%	10.16%
归属母公司净利润(百万元)	1008.50	1892.34	2216.20	2517.76
增长率	-37.77%	87.64%	17.11%	13.61%
每股收益EPS(元)	0.48	0.90	1.05	1.19
净资产收益率ROE	18.83%	26.87%	24.68%	22.57%
PE	33	18	15	13
PB	5.62	4.41	3.55	2.91

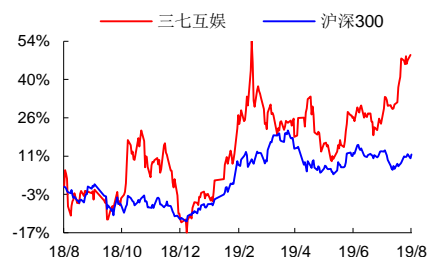
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 杭爱
 执业证号: S1250519080006
 电话: 010-58251921
 邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.12
流通A股(亿股)	13.18
52周内股价区间(元)	9.02-16.8
总市值(亿元)	335.64
总资产(亿元)	87.68
每股净资产(元)	2.92

相关研究

1. 三七互娱(002555): “研运”+“出海”，游戏龙头扬帆起航 (2019-05-05)

关键假设：

假设 1：行业政策不发生重大变化；

假设 2：公司游戏业务稳步推进，毛利率维持在 84% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
网络游戏	收入	7247.5	11102.8	12665.9	13952.8
	增速	28.8%	53.2%	14.1%	10.2%
	毛利率	78.9%	83.6%	84.0%	84.3%
汽车零部件	收入	385.2	—	—	—
	增速	-31.2%	—	—	—
	毛利率	25.9%	—	—	—
合计	收入	7632.7	11102.8	12665.9	13952.8
	增速	23.3%	45.5%	14.1%	10.2%
	毛利率	76.3%	83.6%	84.0%	84.3%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7632.68	11102.76	12665.90	13952.83	净利润	1151.43	2155.29	2504.18	2828.94
营业成本	1811.42	1819.39	2024.98	2187.52	折旧与摊销	117.66	21.43	21.43	21.43
营业税金及附加	33.04	47.89	54.70	60.23	财务费用	17.10	20.80	10.48	3.56
销售费用	3347.26	6472.91	7371.56	8092.64	资产减值损失	1049.36	50.00	50.00	50.00
管理费用	246.06	888.22	987.94	1046.46	经营营运资本变动	215.09	-1169.36	-290.21	-297.74
财务费用	17.10	20.80	10.48	3.56	其他	-596.20	-99.05	-98.95	-100.68
资产减值损失	1049.36	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	1954.43	979.11	2196.94	2505.51
投资收益	80.54	50.00	50.00	50.00	资本支出	1245.72	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1300.82	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-55.11	50.00	50.00	50.00
营业利润	770.22	1853.55	2216.25	2562.41	短期借款	-3.05	-369.00	0.00	0.00
其他非经营损益	449.10	428.82	435.58	433.32	长期借款	-29.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	1219.32	2282.37	2651.83	2995.74	股权融资	-1697.14	0.00	0.00	0.00
所得税	67.89	127.08	147.65	166.80	支付股利	-424.97	-201.70	-378.47	-443.24
净利润	1151.43	2155.29	2504.18	2828.94	其他	185.50	-96.78	-10.48	-3.56
少数股东损益	142.93	262.95	287.98	311.18	筹资活动现金流净额	-1969.27	-667.48	-388.95	-446.79
归属母公司股东净利润	1008.50	1892.34	2216.20	2517.76	现金流量净额	-65.17	361.63	1857.99	2108.71
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1532.97	1894.59	3752.58	5861.29	成长能力				
应收和预付款项	2284.69	3236.14	3686.34	4056.28	销售收入增长率	23.33%	45.46%	14.08%	10.16%
存货	0.00	-0.95	-2.00	-1.32	营业利润增长率	-49.25%	140.65%	19.57%	15.62%
其他流动资产	364.47	519.20	592.30	652.48	净利润增长率	-37.30%	87.18%	16.19%	12.97%
长期股权投资	555.60	555.60	555.60	555.60	EBITDA 增长率	-46.96%	109.48%	18.59%	15.09%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	36.46	30.91	25.35	19.80	毛利率	76.27%	83.61%	84.01%	84.32%
无形资产和开发支出	1599.07	1590.62	1582.17	1573.72	三费率	47.30%	66.49%	66.08%	65.53%
其他非流动资产	2022.51	2015.09	2007.66	2000.23	净利率	15.09%	19.41%	19.77%	20.28%
资产总计	8395.76	9841.20	12200.00	14718.08	ROE	18.83%	26.87%	24.68%	22.57%
短期借款	369.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.71%	21.90%	20.53%	19.22%
应付和预收款项	1388.25	1324.17	1533.95	1647.89	ROIC	17.71%	41.45%	40.15%	42.82%
长期借款	281.18	281.18	281.18	281.18	EBITDA/销售收入	11.86%	17.07%	17.75%	18.54%
其他负债	243.64	214.94	238.25	256.69	营运能力				
负债合计	2282.06	1820.29	2053.38	2185.75	总资产周转率	0.87	1.22	1.15	1.04
股本	2124.87	2112.25	2112.25	2112.25	固定资产周转率	46.42	329.64	450.29	618.05
资本公积	298.74	311.36	311.36	311.36	应收账款周转率	6.99	6.97	6.26	6.16
留存收益	3502.69	5193.33	7031.06	9105.58	存货周转率	35.00	—	—	—
归属母公司股东权益	5972.68	7616.94	9454.67	11529.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.49%	—	—	—
少数股东权益	141.03	403.97	691.95	1003.14	资本结构				
股东权益合计	6113.70	8020.91	10146.63	12532.33	资产负债率	27.18%	18.50%	16.83%	14.85%
负债和股东权益合计	8395.76	9841.20	12200.00	14718.08	带息债务/总负债	28.49%	15.45%	13.69%	12.86%
					流动比率	2.10	3.69	4.55	5.57
					速动比率	2.10	3.69	4.55	5.58
					股利支付率	42.14%	10.66%	17.08%	17.60%
					每股指标				
					每股收益	0.48	0.90	1.05	1.19
					每股净资产	2.83	3.61	4.48	5.46
					每股经营现金	0.93	0.46	1.04	1.19
					每股股利	0.20	0.10	0.18	0.21
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	904.98	1895.78	2248.16	2587.40					
PE	33.28	17.74	15.14	13.33					
PB	5.62	4.41	3.55	2.91					
PS	4.40	3.02	2.65	2.41					
EV/EBITDA	34.21	15.83	12.52	10.06					
股息率	1.27%	0.60%	1.13%	1.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn