



手游业务高增长，持续看好公司流量经营策略和研运发行能力

——三七互娱中报点评

半年报点评

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

姚轩杰(分析师)

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010001

马笑(联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

●事件:

公司2019年8月27日晚发布2019年半年报，实现营业收入60.71亿元，同比增长83.83%，净利润10.33亿元，同比增长28.91%，扣非后净利润9.49亿元，同比增长24.72%；中报业绩超出此前业绩预告，主要受益于公司手游等业务高增长，与此同时公司毛利率与销售费用率等，随手游自研占比增加和业务拓展在同比上均有所增长。

●略超预期，受益于《一刀传世》等游戏，带动手游业务持续高增长

报告期内，公司手游业务营收54.27亿元，毛利47.51亿元，同比增长152.90%，185.42%。公司自2019年以来陆续推出《一刀传世》、《斗罗大陆》、《精灵盛典》等爆款游戏，多款游戏排名靠前流水过亿，带动了业绩成长。2019年上半年，公司国内手游市占率进一步提升至10.02%，报告期内最高月流水超13.5亿，新增注册用户合计超1.33亿，最高月活用户超3.4千万。

●储备丰富，研运出海一体带动公司加速成长，流量经营策略持续验证

公司产品储备丰富，自研储备包括《代号NB》、《代号YZD》、《代号S》、《斗罗大陆3D》、《江山与美人》、《暗黑后裔》等，公司研发的休闲手游《超能球球》和模拟经营类游戏《代号DG》将在下半年推出。在出海方面，公司海外品牌37GAMES覆盖200多个国家和地区，全球发行手机游戏超过100款，覆盖多品类游戏和多语种地区。公司坚持以系统性流量经营为核心理念，采用“立体营销+精准推送+长线服务”，采取对客户的精准营销全方位服务，能有效延长产品生命周期，积累更多流水。尤其在新兴短视频、信息流广告等新形势环境下，公司将持续验证其流量经营策略的成功。

●看好公司管理团队，流量经营策略和研运发行能力，维持“推荐”评级

我们看好公司优秀的管理层，《精灵盛典》的流水持续性和下半年产品投放及丰富的储备，研运出海一体化和流量经营策略，以及把握未来趋势的能力。我们预计2019年-2021年归母净利润分别为19.90亿元、23.71亿元、26.92亿元，对应2019年-2021年PE为19倍、16倍、14倍，维持“推荐”评级。

●风险提示：监管趋严；海外竞争加剧；游戏上线延误；流水不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,189	7,633	11,758	13,754	15,770
增长率(%)	17.9	23.3	54.0	17.0	14.7
净利润(百万元)	1,621	1,009	1,990	2,371	2,692
增长率(%)	51.4	-37.8	97.3	19.2	13.5
毛利率(%)	68.5	76.3	80.5	79.9	80.2
净利率(%)	26.2	13.2	16.9	17.2	17.1
ROE(%)	25.2	18.8	30.5	25.9	23.3
EPS(摊薄/元)	0.77	0.48	0.94	1.12	1.27
P/E(倍)	23.0	36.9	18.7	15.7	13.8
P/B(倍)	5.3	6.2	4.9	3.9	3.1

推荐(维持评级)

市场数据	时间	2019.09.04
收盘价(元):		17.64
一年最低/最高(元):		8.96/17.85
总股本(亿股):		21.12
总市值(亿元):		372.6
流通股本(亿股):		13.18
流通市值(亿元):		232.52
近3月换手率:		82.73%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	14.97	29.02	52.23
绝对	17.8	35.12	68.24

相关报告

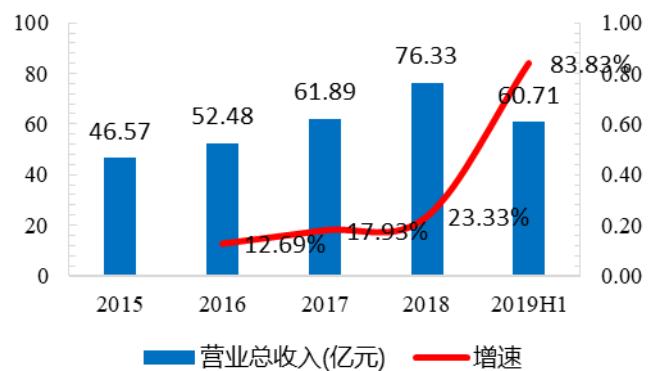
手游爆款频出，《大天使之剑 H5》为业绩增长保驾护航 2017-10-30

《《永恒纪元》一战成名，三七力争成为中国第三大游戏厂商》 2017-08-30

1、2019上半年营收增长超预期，毛利率持续攀升

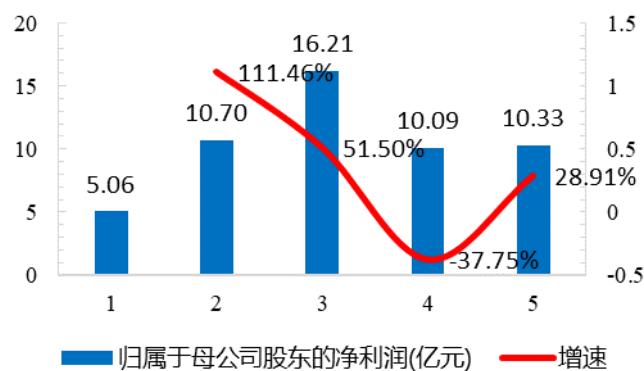
公司2019H1营收60.7亿元，同增83.8%；实现归母净利润10.3亿元，超出此前预告9-10亿的上限，同增28.9%，扣非净利润同增24.7%至9.5亿元。

图1：2015-2019H1 营收及增速



资料来源：wind, 新时代证券研究所

图2：2015-2019H1 归母净利润及增速



资料来源：wind, 新时代证券研究所

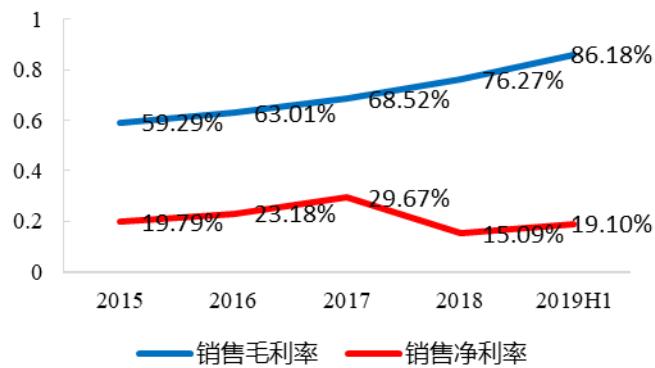
2019年上半年公司彻底剥离了汽车零部件业务，毛利率上升至86.18%，比2018年上升9.91个百分点，净利率方面较2018年上升4.01个百分点，达到19.10%。期间费用率方面：

1)、公司销售费用大幅度提升，同增217.6%达到36.3亿元，主要系《斗罗大陆》H5等优质新游戏于本报告期上线，多款新游戏处于主要推广期内，对互联网流量需求较大。公司国内手机游戏业务上半年新增注册用户合计超过1.33亿，已超过2018年度全年的水平。

2)、管理费用率8805.38万元，同比下降31.17%。主要原因系本报告期芜湖顺荣汽车部件有限公司和无极娱乐游戏有限公司不再纳入合并范围所致。

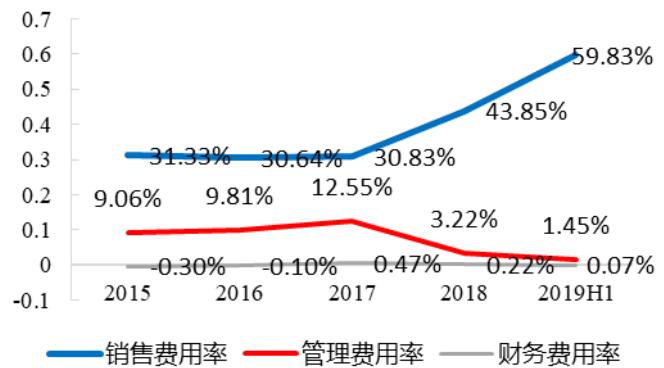
3)、财务费用率下降至0.07%，减少主要系银行借款减少导致利息支出减少所致。

图3：2015-2019H1 销售毛利率及净利率情况



资料来源：wind, 新时代证券研究所

图4：2015-2019H1 期间费用率情况



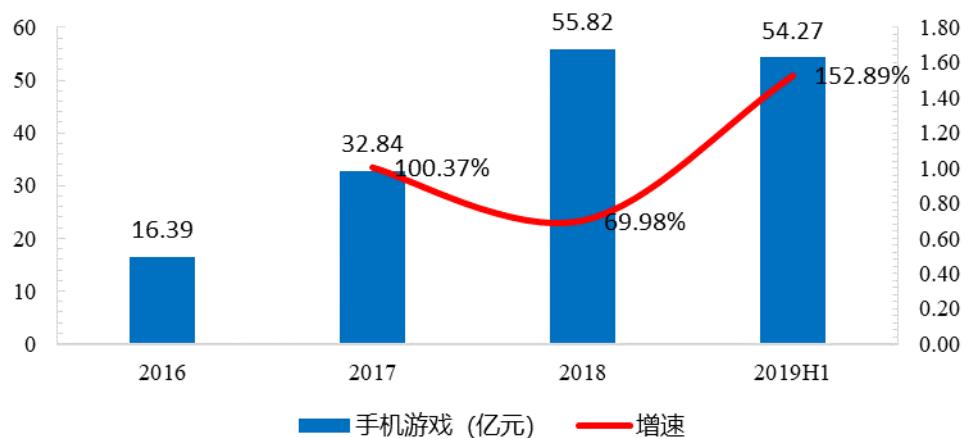
资料来源：wind, 新时代证券研究所

2、手游市占率上升至10.02%，代理自研游戏储量丰富

根据业绩报告披露，2019H1公司手游同增153%至54.3亿元，上半年营业额

接近 2018 年全年水平。手游业务高增长主要系公司发行了《一刀传世》、《斗罗大陆》H5、《剑与轮回》等产品，上半年最高月流水高于 13.5 亿元，新增注册用户超 1.33 亿，最高 MAU 超过 3400 万。2019 年 H1 公司手游市占率达到 10.02%，仅次于腾讯、网易位列第三。

图5：2016-2019H1 手游业务收入及增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

在“多元化”策略下，公司从产品类别、产品题材、产品数量进行了充分的储备，产品矩阵囊括 ARPG、MMO、卡牌、SLG、模拟经营等不同类型，覆盖魔幻、西方奇幻、东方奇幻、探险、玄幻等不同题材。报告期内，公司上线了《一刀传世》、《斗罗大陆》H5、《剑与轮回》等不同类型和题材的优秀游戏产品，为玩家带来多元的游戏体验。

国内收入方面，公司储备的自研产品包括《代号 NB》、《代号 YZD》等，代理产品包括：《明日幻想（暂定名）》、《云上城之歌（暂定名）》等为公司下半年的业绩打下基础；游戏出海方面，2019 上半年自研产品《斗罗大陆》H5 于新马等地区上线发行，取得首月流水突破千万的成绩，公司精品游戏如 ARPG《暗黑后裔》、《斗罗大陆》H5 国际版在下半年陆续出海，助力公司进一步开拓海外市场。

表1：公司自研及代理游戏储备情况

名称	代理/自研	国内/海外市场	游戏类型
超能球球	自研	国内	休闲竞技
代号 NB	自研	国内	ARPG
代号 YZD	自研	国内	ARPG
代号 S	自研	国内	卡牌类
斗罗大陆 3D	自研	国内	魔幻 ARPG
江山与美人	自研	国内	/
明日幻想	代理	国内	MMO
云上城之歌	代理	国内	MMO
代号 MK4	代理	国内	MMO
光明冒险	代理	国内	卡牌类
街区英雄	代理	国内	卡牌类
代号 DIG	代理	国内	卡牌类
代号 SF	代理	国内	模拟经营类

名称	代理/自研	国内/海外市场	游戏类型
代号 TARO	代理	国内	魔幻 ARPG
代号 DG	自研	海外	模拟经营类
暗黑后裔	自研	海外	ARPG
斗罗大陆 H5 国际 版	自研	海外	ARPG
代号 MH	代理	海外	SLG
cean Wars	代理	海外	SLG

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3、布局文创细分领域，深挖内容价值和变现渠道

公司以优质内容为战略方向，在维持游戏核心业务的高速增长同时，布局其他高速增长的文创细分领域，深度挖掘影视、音乐、动漫、VR、文化健康产业、互联网少儿教育及社交文娱等领域的延伸空间。公司计划以游戏主营业务以及流量运营优势为核心，结合已布局的VR以及AR领域，关注5G、云游戏以及电竞等相关概念领域并积极开展尝试，持续挖掘优质IP以打造包括游戏在内的精品文化产品，打造文化创意战略体系，提高公司的变现能力。

4、看好公司管理团队，流量经营策略和研运发行能力，维持“推荐”评级

我们看好公司优秀的管理层，《精灵盛典》的流水持续性和下半年产品投放及丰富的储备，研运出海一体化和流量经营策略，以及把握未来趋势的能力。我们预计2019年-2021年归母净利润分别为19.90亿元、23.71亿元、26.92亿元，对应2019年-2021年PE为19倍、16倍、14倍，维持“推荐”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3962	4182	4456	6777	9467	营业收入	6189	7633	11758	13754	15770
现金	1581	1533	2395	4966	6947	营业成本	1948	1811	2291	2761	3120
应收票据及应收账款合计	940	1299	0	0	0	营业税金及附加	27	33	68	69	77
其他应收款	389	792	1027	1101	1339	营业费用	1908	3347	4646	5634	6383
预付账款	284	194	541	319	667	管理费用	777	246	1019	1178	1301
存货	102	0	129	26	149	研发费用	0	538	552	754	823
其他流动资产	667	364	364	364	364	财务费用	29	17	32	-37	-103
非流动资产	5198	4214	4960	5127	5265	资产减值损失	351	1049	941	990	1419
长期投资	377	556	742	930	1112	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	292	36	593	607	600	其他收益	111	98	52	65	82
无形资产	49	21	18	-1	-15	投资净收益	256	81	99	123	140
其他非流动资产	4479	3601	3607	3591	3568	营业利润	1518	770	2360	2595	2972
资产总计	9160	8396	9416	11904	14732	营业外收入	403	464	290	330	372
流动负债	1518	1992	978	1032	1047	营业外支出	4	15	8	9	9
短期借款	372	369	369	369	369	利润总额	1917	1219	2642	2916	3334
应付票据及应付账款合计	742	1082	0	0	0	所得税	80	68	144	154	180
其他流动负债	404	541	609	663	678	净利润	1836	1151	2497	2762	3155
非流动负债	355	290	252	190	127	少数股东损益	216	143	508	390	462
长期借款	338	281	244	182	118	归属母公司净利润	1621	1009	1990	2371	2692
其他非流动负债	17	9	9	9	9	EBITDA	2074	1332	2701	2986	3358
负债合计	1873	2282	1230	1222	1174	EPS (元)	0.77	0.48	0.94	1.12	1.27
少数股东权益	270	141	649	1039	1501						
股本	2148	2125	2125	2125	2125	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	1973	299	299	299	299	成长能力					
留存收益	2919	3503	5404	7484	9819	营业收入(%)	17.9	23.3	54.0	17.0	14.7
归属母公司股东权益	7017	5973	7537	9643	12056	营业利润(%)	30.3	-49.3	206.5	9.9	14.5
负债和股东权益	9160	8396	9416	11904	14732	归属于母公司净利润(%)	51.4	-37.8	97.3	19.2	13.5
						获利能力					
						毛利率(%)	68.5	76.3	80.5	79.9	80.2
						净利率(%)	26.2	13.2	16.9	17.2	17.1
						ROE(%)	25.2	18.8	30.5	25.9	23.3
						偿债能力					
						ROIC(%)	45.7	43.3	78.3	110.0	114.6
经营活动现金流	1832	1954	2059	3057	2392	资产负债率(%)	20.5	27.2	13.1	10.3	8.0
净利润	1836	1151	2497	2762	3155	净负债比率(%)	-11.3	-13.9	-21.0	-40.7	-47.2
折旧摊销	160	118	87	152	175	流动比率	2.6	2.1	4.6	6.6	9.0
财务费用	29	17	32	-37	-103	速动比率	1.9	1.8	3.5	5.9	7.9
投资损失	-256	-81	-99	-123	-140	营运能力					
营运资金变动	-4	164	-458	305	-694	总资产周转率	0.8	0.9	1.3	1.3	1.2
其他经营现金流	67	585	-1	-1	-1	应收账款周转率	6.7	6.8	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	-1368	-55	-734	-195	-172	应付账款周转率	2.7	2.0	0.0	0.0	0.0
资本支出	1019	324	560	-21	-44	总资产周转率	0.8	0.9	1.3	1.3	1.2
长期投资	-40	195	-186	-186	-182	应收账款周转率	6.7	6.8	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	-389	464	-360	-402	-398	应付账款周转率	2.7	2.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	310	-1969	-464	-290	-239	每股指标(元)					
短期借款	-1	-3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.77	0.48	0.94	1.12	1.27
长期借款	314	-57	-38	-62	-64	每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.66	0.97	1.45	1.13
普通股增加	63	-23	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.32	2.83	3.57	4.57	5.71
资本公积增加	1038	-1674	0	0	0	估值比率					
其他筹资现金流	-1105	-212	-426	-228	-176	P/E	23.0	36.9	18.7	15.7	13.8
现金净增加额	762	-65	862	2572	1981	P/B	5.3	6.2	4.9	3.9	3.1
						EV/EBITDA	17.8	27.6	13.5	11.4	9.7

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

姚轩杰，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5% - 5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话: 010-69004649
	邮箱: haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莜琪 销售总监
	固话: 021-68865595 转 258
	邮箱: lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话: 0755-82291898
	邮箱: wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京: 北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼	邮编: 100086
上海: 上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编: 200120
广深: 深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼	邮编: 518046

公司网址: <http://www.xsdzq.cn/>