

三七互娱 (002555)

单季度收入创新高，新游上线期收入利润增速错配，预计 Q4 利润率出现回升 买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,633	12,315	14,600	16,975
同比 (%)	23.3%	61.4%	18.6%	16.3%
归母净利润 (百万元)	1,009	2,132	2,526	2,912
同比 (%)	-37.8%	111.4%	18.5%	15.3%
每股收益 (元/股)	0.48	1.01	1.20	1.38
P/E (倍)	36.19	17.12	14.45	12.54

投资要点

- **事件：**10月30日三七互娱公布2019年三季报，19Q1-3实现营业收入95.6亿元，同比增长72.72%。归母净利润15.56亿元，同比增长27.7%，扣非归母净利润14.17亿元，同比增长21.3%，其中Q3实现营业收入34.89亿元，同比增长56.29%，归母净利润5.23亿元，同比增长25.37%。同时公布2019年业绩指引，预计2019全年实现归母净利润20.5-21.5亿元，同比增长103.27%-113.19%（18年非公认会计原则净利润为15.01亿元，以此为基准19年同比增长36.6%-43.2%），Q4预计实现归母净利润4.94-5.94亿元，18Q4因计提商誉减值归母净利润为-2.10亿元。
- **点评：**19Q3公司营收同比高增长，主要系《精灵盛典》等新游上线强劲表现带动，Q3以来《精灵盛典》在iOS游戏畅销榜排名大部分时间均位列前十，最高至榜单第3名，预计最高月流水超4亿。
- **新游上线期收入利润增速错配，预计Q4利润率出现回升。**19Q3公司毛利率86.88%（同比+7.84pct），主要系新游流水表现强劲；期间费用率62.96%（同比+12.87pct），其中销售费用率61.37%（同比+13.84pct），主要系《精灵盛典》等新游戏上线推广，产生较高的买量费用；管理费用率1.64%（同比-0.93pct），研发费用率5.49%（同比-0.82pct），财务费用率-0.05%（同比-0.04pct）；净利率17.33%（同比-3.13pct），逐季来看，公司Q3的财务表现与Q1较为相似，主要系Q1、Q3均为重要新游推广初期，公司的流量经营模式决定新游上线初期产生较高的营销费用，随着时间推移，公司买量费用有所回收，但流水仍维持相对高位，ROI出现回升，参考Q2，公司净利率23.86%，高于Q114.95%，Q3《精灵盛典》上线致净利率环比回落至17.33%，Q4我们预计净利率将再次回升，根据公司流量经营模式，我们认为19Q4及20Q1公司业绩的确定性较高。Q3公司经营活动现金流净额12.81亿元，同比增加211.43%，高于Q3净利润，体现了较高的盈利质量，长期以来公司净利润和现金流都高度匹配，体现了长期较高的经营质量，公司业绩增长确定性较高。
- **继续践行多品类战略，产品矩阵丰富。**在保持ARPG品类优势的同时，公司继续践行多品类战略，涉及MMO、SLG、模拟经营、休闲竞技等，储备有《超能球球》（休闲竞技类）、《大天使之剑》（页转手）、《代号DG》（模拟经营）等，多元化的品类战略有助于提高公司业绩的稳定性。
- **核心研发团队负责人胡宇航增持上市公司股份。**公司宣布自19年10月1日起，旗下研发子品牌极光网络将正式更名为“三七游戏”，同时公司创始人之一曾开天拟通过大宗交易向公司核心研发团队负责人胡宇航转让不超过总股本4%的股份，完成后胡宇航持股比例将达5%以上，实现其与三七互娱长期利益的深度绑定。
- **盈利预测与投资评级：**预计19-21年实现营收123.2/146.0/169.8亿，归母净利21.3/25.3/29.1亿，EPS分别1.01/1.20/1.38元，对应当前PE17/14/13X，19年予以25倍PE，目标价为25元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策收紧；新品表现不及预期；海外市场进展不及预期。

2019年10月30日

证券分析师 张良卫

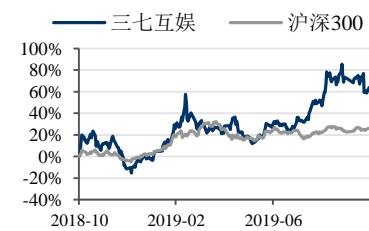
执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李赛

lis@dwzq.com.cn

股价走势**市场数据**

收盘价(元)	17.28
一年最低/最高价	8.78/19.74
市净率(倍)	5.60
流通A股市值(百万元)	22777.12

基础数据

每股净资产(元)	3.09
资产负债率(%)	31.82
总股本(百万股)	2112.25
流通A股(百万股)	1318.12

相关研究

1、《三七互娱（002555）：业绩略超预期，新游表现强劲，继续践行多品类与出海战略》

2019-08-28

2、《三七互娱（002555）：手游市占率进一步提升，19年业绩有望实现高增长》 2019-04-26

3、《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

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	5,306	8,928	11,230	营业收入	7,633	12,315	14,600	16,975
现金	1,533	2,411	4,680	7,545	减: 营业成本	1,811	1,821	2,632	3,154
应收账款	1,299	343	2,576	819	营业税金及附加	33	71	73	82
存货	0	102	46	132	营业费用	3,347	7,143	7,972	8,997
其他流动资产	1,351	2,449	1,626	2,735	管理费用	246	800	1,037	1,358
非流动资产	4,214	5,047	5,244	5,406	财务费用	17	33	69	14
长期股权投资	556	742	930	1,112	资产减值损失	1,049	0	146	170
固定资产	36	669	686	683	加: 投资净收益	81	99	123	140
在建工程	0	20	29	35	其他收益	0	0	0	0
无形资产	21	28	34	39	营业利润	770	2,545	2,794	3,340
其他非流动资产	3,601	3,588	3,565	3,536	加: 营业外净收支	449	262	321	251
资产总计	8,396	10,353	14,172	16,636	利润总额	1,219	2,807	3,114	3,591
流动负债	1,992	1,747	2,949	2,342	减: 所得税费用	68	131	173	179
短期借款	369	369	369	369	少数股东损益	143	544	416	500
应付账款	1,082	752	1,899	1,277	归属母公司净利润	1,009	2,132	2,526	2,912
其他流动负债	541	626	681	696	EBIT	1,214	2,779	3,037	3,435
非流动负债	290	255	194	131	EBITDA	1,332	2,874	3,206	3,631
长期借款	281	247	185	122					
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	2,002	3,143	2,472	每股收益(元)	0.48	1.01	1.20	1.38
少数股东权益	141	685	1,101	1,601	每股净资产(元)	2.83	3.63	4.70	5.95
归属母公司股东权益	5,973	7,667	9,928	12,563	发行在外股份(百万股)	2125	2112	2112	2112
负债和股东权益	8,396	10,353	14,172	16,636	ROIC(%)	17.2%	31.7%	27.2%	24.9%
					ROE(%)	18.8%	32.0%	26.7%	24.1%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	76.3%	85.2%	82.0%	81.4%
经营活动现金流	1,954	2,182	2,906	3,437	销售净利率(%)	13.2%	17.3%	17.3%	17.2%
投资活动现金流	-55	-830	-243	-219	资产负债率(%)	27.2%	19.3%	22.2%	14.9%
筹资活动现金流	-1,969	-474	-394	-354	收入增长率(%)	23.3%	61.4%	18.6%	16.3%
现金净增加额	-65	878	2,269	2,865	净利润增长率(%)	-37.8%	111.4%	18.5%	15.3%
折旧和摊销	118	95	169	196	P/E	36.19	17.12	14.45	12.54
资本开支	324	648	8	-20	P/B	6.11	4.76	3.68	2.91
营运资本变动	164	-523	-151	-45	EV/EBITDA	26.87	12.34	10.46	8.57

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>