

三七互娱

002555

审慎增持 (首次)

买量助推手游业务，大作不断提振业绩

2019年09月15日

市场数据

市场数据日期	2019-09-12
收盘价(元)	18.00
总股本(百万股)	2112.25
流通股本(百万股)	1318.12
总市值(百万元)	38020.50
流通市值(百万元)	23726.16
净资产(百万元)	5977.67
总资产(百万元)	8395.76
每股净资产	2.83

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7633	11873	13740	15447
同比增长	23.3%	55.6%	15.7%	12.4%
净利润(百万元)	1009	2090	2391	2628
同比增长	-37.8%	107.3%	14.4%	9.9%
毛利率	76.3%	85.4%	85.9%	86.2%
净利率	13.2%	17.6%	17.4%	17.0%
每股收益(元)	0.48	0.99	1.13	1.24
每股经营现金流(元)	0.93	0.09	1.09	1.22
市盈率	37.7	18.2	15.9	14.5
市净率	6.4	5.0	4.0	3.2

相关报告

分析师:

丁婉贝

dingwanbei@xyzq.com.cn

S0190515020001

刘跃

liuyue@xyzq.com.cn

S0190517090001

团队成员:

丁婉贝, 刘跃, 邵伟, 李阳

投资要点

- **买量模式缔造手游巨头。**1) 公司最初从事页游的研发和运营, 成功推出《传奇霸业》、《大天使之剑》等大作, 积累了丰富的流量运营经验; 2) 其后延展手游业务, 《永恒纪元》2017年3月全球月流水高达3.5亿, 堪称“页转手”标杆产品, 其后公司陆续推出《斗罗大陆》、《屠龙破晓》、《一刀传世》、《精灵盛典》等作品, 凭借领先的买量能力缔造了高流水的手游大作; 3) 手游储备丰富, 自研产品有《代号YDZ》、《斗罗大陆3D》、《江山与美人》等, 代理游戏有《明日幻想》、《云上城之歌》。
- **业绩高速增长, 手游成主要驱动力。**1) 2015-2019H1年, 营业收入分别为46.6/52.5/61.9/76.3/60.7亿元, 分别同比增长678.4%、12.7%、17.9%、23.3%、83.8%, 归母净利润分别为5.1/10.7/16.2/10.5(资产减值)/10.3亿元, 分别同比增长1224.2%、111.5%、51.4%、-35.4%、28.91%; 2) 业绩高速增长主系手游产品大作不断, 手游业绩带动公司业绩高速增长; 3) 2016-2019H1手游营收占比分别为31.23%/53.06%/73.13%/89.39%, 毛利润占比分别为30.66%/59.23%/77.62%/90.81%。
- **盈利预测与评级。**预计2019/20/21年EPS 0.99/1.13/1.24元, 9月12日收盘价对应18/16/15倍PE, 2019年公司持续推出新品, 一方面对接流量平台, 一方面手握丰富游戏产品, 营收与利润保持较高的增速, 产业链上下游议价能力持续提升, 下半年随着《精灵盛典》等新品上线, 业绩有望保持高速增长, 首次覆盖予以“审慎增持”评级。

风险提示: 游戏上线不及预期; 行业竞争加剧; 游戏政策趋严; 大股东减持风险; 商誉减值风险。

目 录

1、手游业务高歌猛进，网游巨头持续扩张	- 4 -
1.1、手游业务扩张推动公司业绩持续增长	- 4 -
1.2、精品游戏数量提升，手游业务市占率不断走高	- 5 -
2、游戏布局：以手游为核心，页游业务有所下降	- 6 -
2.1、页游起家，手游成新的业绩增长点	- 6 -
2.2、网页游戏：精品长线运营，新品表现不俗	- 7 -
2.3、移动游戏：“精品+买量”模式促进业务增长	- 11 -
2.4、买量模式接连打造高流水爆款手游产品	- 17 -
2.5、传奇类游戏吸金能力强，公司传奇类游戏布局领先	- 20 -
3、未来增长点：拓展品类与海外扩张	- 22 -
3.1、品类拓展有望成为新的业绩增长点	- 22 -
3.2、海外市场或成新的业绩增长点	- 22 -
4、盈利预测与估值	- 25 -
图 1、营业收入（亿元）及同比增长率（%）	- 4 -
图 2、归母净利润（亿元）及同比增长率（%）	- 4 -
图 3、分业务营收（亿元）	- 4 -
图 4、分业务毛利润（亿元）	- 4 -
图 5、2016H1-2019H1 主要上市公司手游市场份额	- 5 -
图 6、预计 2019H1 与 2018 年流水排名前 30 名的手游产品	- 6 -
图 7、三七互娱旗下品牌	- 7 -
图 8、分业务营收占比（%）	- 7 -
图 9、分业务毛利润占比（%）	- 7 -
图 10、《传奇霸业》季度流水概况	- 9 -
图 11、《大天使之剑》季度流水概况	- 10 -
图 12、网页游戏营业收入（亿元）与占网络游戏营收占比（%）	- 11 -
图 13、网页游戏毛利（亿元）与毛利率（%）	- 11 -
图 14、《永恒纪元》国内畅销排名	- 12 -
图 15、《大天使之剑 H5》国内畅销排名	- 12 -
图 16、《鬼语迷城》国内畅销排名	- 13 -
图 17、《屠龙破晓》国内畅销排名	- 13 -
图 18、《一刀传世》国内畅销排名	- 14 -
图 19、成龙代言《一刀传世》	- 14 -
图 20、《斗罗大陆》国内畅销排名	- 15 -
图 21、《精灵盛典》国内畅销排名	- 15 -
图 22、李连杰代言《精灵盛典》	- 16 -
图 23、移动游戏营业收入（亿元）与总营收占比（%）	- 16 -
图 24、移动游戏毛利（亿元）与毛利率（%）	- 16 -
图 25、2018H 手游细分类型营收（亿元）、同比增长率（%）、营收占比（%） ..	- 17 -
图 26、字节跳动旗下产品活跃度表现出色	- 18 -
图 27、巨量引擎迅速成为最受欢迎的手游投放平台	- 18 -
图 28、买量手游 TOP35 榜单（以广告投放金额计算，截止到 2019 年上半年之前的游戏）	- 19 -
图 29、买量手游企业 TOP10 榜单（以广告投放金额计算，截止到 2019 年上半年之前的游戏）	- 20 -
图 30、《热血传奇》玩家年龄分布	- 20 -
图 31、《热血传奇》玩家付费能力强	- 21 -

图 32、《永恒纪元》位列 2018 年中国手游出海收入 TOP 30 排行榜 (App Store+Google Play)	- 23 -
图 33、2019H1 出海游戏厂商表现	- 23 -
图 34、国外营业收入 (亿元) 与同比增速 (%)	- 24 -
图 35、国内收入占比 (%) 与国外收入占比 (%)	- 24 -
图 36、国外毛利润 (亿元) 与毛利率 (%)	- 24 -
图 37、分业务毛利润占比 (%)	- 24 -
表 1、2019Q1 开服前十平台收入监测 (不包含腾讯)	- 8 -
表 2、2019Q1 开服前十研发收入监测 (不包含腾讯)	- 8 -
表 3、2018Q1-Q3 《太极崛起》开服数及流水排名	- 9 -
表 4、2015-2019Q1 《传奇霸业》开服数及流水排名	- 9 -
表 5、2014-2018 年 《大天使之剑》开服数及流水排名	- 10 -
表 6、2014-2018 年 《灭神》开服数及流水排名	- 10 -
表 7、三七互娱部分手游产品流水预测	- 25 -
附表	- 26 -

报告正文

1、手游业务高歌猛进，网游巨头持续扩张

1.1、手游业务扩张推动公司业绩持续增长

业绩持续增长，营收增速超过利润增速。1) 2015-2019H1 年，公司营业收入分别为 46.6/52.5/61.9/76.3/60.7 亿元，分别同比增长 678.4%、12.7%、17.9%、23.3%、83.8%，归母净利润分别为 5.1/10.7/16.2/10.5/10.3 亿元，分别同比增长 1224.2%、111.5%、51.4%、-35.4%（资产减值）、28.91%；2) 得益于新品的不断发行，近年来公司营收、净利均处于上行通道，2018 年净利润下行主系版本号停发与资产减值影响所致。

图 1、营业收入（亿元）及同比增长率（%）

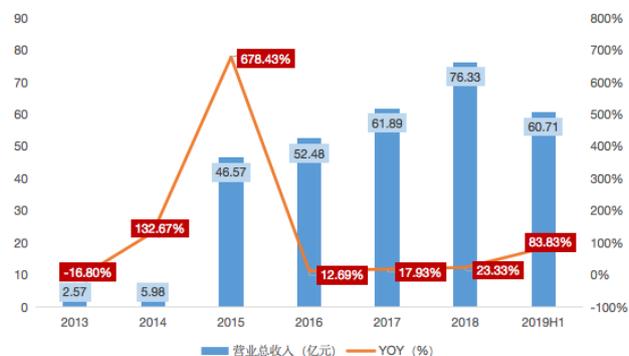


图 2、归母净利润（亿元）及同比增长率（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

手游营收与毛利占比持续升高。1) 公司主要网络游戏种类为手游和页游，2016、2017、2018、2019H1 公司手游营收占比分别为 31.23%、53.06%、73.13%、89.39%；页游营收占比分别为 56.19%、37.15%、21.56%、10.61%，手游收入占比不断提升，页游收入占比持续下滑。2) 公司手游毛利润占比分别为 30.66%、59.23%、77.62%、90.81%，页游毛利润占比分别为 62.66%、36.25%、20.33%、9.19%。

图 3、分业务营收（亿元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、分业务毛利润（亿元）



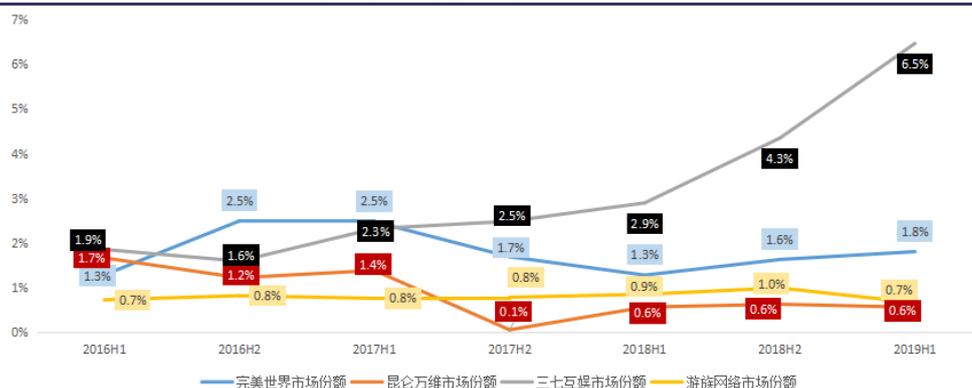
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、精品游戏数量提升，手游业务市占率不断走高

手机游戏市场三七互娱持续走高（以营业收入计算）。

1) 随着三七互娱越来越多的经典游戏上线，国内手游市场份额处于高速提升中，2019H1 占比达到 6.5%；

图 5、2016H1-2019H1 主要上市公司手游市场份额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：假设公司手游国内外收入比例等于同期公司游戏国内外收入比例

2) 我们预计 2019H1 流水排名前 30 名的手游产品占总流水的 75.6%，我们统计 2019H1 与 2018 年 TOP30 的游戏流水榜单，2019H1 有《斗罗大陆》、《一刀传世》两名进入，而 2018 年仅《大天使之剑》进入。

图 6、预计 2019H1 与 2018 年流水排名前 30 名的手游产品

2019H1 手游榜单		2018A 手游榜单	
排名	游戏	排名	游戏
1	王者荣耀	1	王者荣耀
2	梦幻西游	2	QQ飞车
3	完美世界（新上榜）	3	梦幻西游
4	穿越火线	4	穿越火线：枪战王者
5	明日之后	5	倩女幽魂
6	QQ飞车	6	大话西游
7	和平精英（新上榜）	7	乱世王者
8	阴阳师	8	楚留香（新上榜）
9	大话西游	9	开心消消乐
10	倩女幽魂	10	阴阳师
11	率土之滨	11	奇迹：觉醒（新上榜）
12	乱世王者	12	欢乐斗地主
13	开心消消乐	13	魂斗罗：归来
14	QQ炫舞	14	天龙八部手游
15	红警OL	15	剑侠情缘
16	忍者必须死3（新上榜）	16	QQ炫舞（新上榜）
17	明日方舟（新上榜）	17	Fate/Grand Order
18	火影忍者	18	崩坏3
19	欢乐斗地主	19	率土之滨
20	神武3	20	神武3
21	魂斗罗：归来	21	火影忍者
22	剑侠情缘	22	问道
23	天龙八部手游	23	王国纪元
24	斗罗大陆（新上榜）	24	我叫MT4（新上榜）
25	Fate/Grand Order	25	大天使之剑
26	楚留香	26	天天爱消除
27	问道	27	荒野行动
28	一刀传世（新上榜）	28	诛仙
29	欢乐麻将全集	29	欢乐麻将全集
30	崩坏3	30	熹妃Q传

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2、游戏布局：以手游为核心，页游业务有所下降

2.1、页游起家，手游成新的业绩增长点

公司持续推出爆款高流水游戏，贡献大量营收。1) 公司自 2012 年起从事网页游戏的研发和运营，拥有 37 游戏、37 手游、37GAMES 等多家手游发行平台，成功研发《传奇霸业》、《大天使之剑》等现象级页游作品。2) 2013 年开始布局手游，转变为“页游+手游”的战略格局，移动游戏占比从 2015 年的 11.0% 上升至 2019H1 的 89.39%。3) 《永恒纪元》自 2016 年上线以来表现亮眼，2017 年 3 月全球月流水高达 3.5 亿，被视为行业内“页转手”标杆产品，后来陆续推出《斗罗大陆》、《屠龙破晓》等高流水游戏产品。4) 2018 年之后，自研手游大作《斗罗大陆》H5、《一刀传世》均保持月流水过亿，为公司贡献大量营收，《精灵盛典》表现也较为突出。

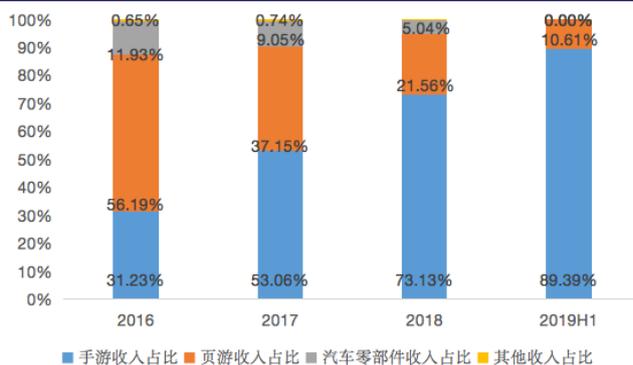
图 7、三七互娱旗下品牌



资料来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

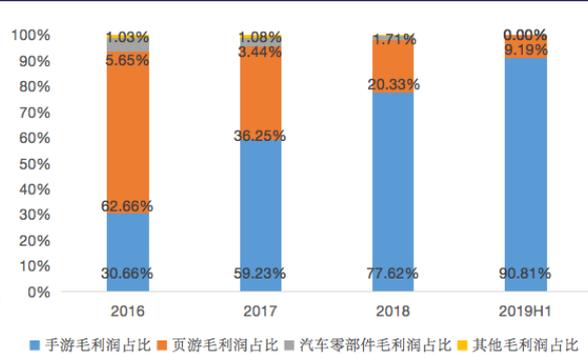
2016年、2017年、2018年及2019H1, 移动游戏收入占比分别为31%、53%、73%、89%, 呈快速上升趋势, 对应网页游戏收入占比快速下降。移动游戏毛利润占比分别为31%、59%、78%、91%。

图 8、分业务营收占比 (%)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、分业务毛利润占比 (%)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、网页游戏: 精品长线运营, 新品表现不俗

公司深耕页游业务多年, 具备较高市场地位。1) 在 2019 年运营的网页游戏中涵盖 RPG、ARPG、SLG、SIM、PUZ 等多种游戏类型, 涉及神话、武侠、三国、水浒、航海冒险等不同题材。2) 根据 9K9K 数据显示 (统计均不包含腾讯), 2019 年 Q1 公司旗下页游平台 37 游戏不论开服数量还是季度流水额均占据行业第一的位置, 从研发商的开发情况的角度看, 三七互娱同样占据研发商开服数量和季度流水额第一的位置, 且流水额较第二名均有较大差距。

表 1、2019Q1 开服前十平台收入监测（不包含腾讯）

运营平台	开服数量	流水（亿元）	开服前三游戏
37 游戏	9024	6.0+	猛将天下 武动苍穹 灭神
360 游戏	3632	1.5+	武林 3 灭神 武动苍穹
搜狗游戏	3273	1.2+	传奇霸业 寒刀行 铁血皇城
顺网游戏	3040	1.5+	灭神 唐门六道 剑灵洪门崛起
YY 游戏	2735	1.2+	傲战无双 灭神 黑域战界
贪玩游戏	2578	1.8+	蓝月传奇 灭神 传奇世界
4399	2243	1.0+	斗罗大陆 七杀 航海王 Online
9377	2019	0.9+	灭神 魅影传说 雷霆之怒
7K7K	1768	0.9+	灭神 传奇世界 传奇盛世
金山猎豹	1694	0.6+	灭神 金装传奇 传奇霸业

资料来源：9K9K，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、2019Q1 开服前十研发收入监测（不包含腾讯）

运营平台	开服数量	流水（亿元）	开服前三游戏
37 游戏	6402	5.8+	传奇霸业 血盟荣耀 金装传奇
杭州盛游	5575	1.8+	灭神
浙江盛和	2710	3.1+	蓝月传奇 刺沙 梁山传奇
上海众源	2631	0.5+	武动苍穹
趣酷科技	2595	1.5+	虎啸龙吟 鹿鼎记 剑灵洪门崛起
成都阿拉蕾	2547	1.0+	猛将天下
杭州盛途	1820	0.9+	传奇世界
厦门精深联合	1796	0.6+	黑域战界 寒刀行
上海我要	1786	0.7+	红月传说 铁血皇城 散人传说
广州华多	1308	0.3+	战神风云 傲战无双 鸿蒙天尊

资料来源：9K9K，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在国内网页游戏运营领域持续保持领先地位。1) 2018 年公司累计开服数超过 36000 组，在国内网页游戏运营平台仅次于腾讯，维持行业第二。2017、2018 年《传奇霸业》连续两年稳居开服榜前五位置，《大天使之剑》稳居开服榜前十位置。这两款网页游戏均是 2014 年推出，经过近五年的运营仍然表现出强劲的生命力，2017 与 2018 年仍能保持稳定较高的流水，其中《传奇霸业》维持页游流水榜前五的位置；突显了公司在运营长线精品游戏的能力。2) 2018 年上半年推出《太极崛起》等优秀产品，进一步稳定营收，《太极崛起》国内开服第一。3) 2018 年下半年推出《镇魔曲网页版》、《灭神》等，《灭神》名列 2018 年网游开服榜第五位。2019 年 7 月公司上线自研产品《暗黑大天使》，开服量保持高位。除了现有运营的网页游戏之外，公司仍然积极研发网页游戏，自研产品《奇迹 X（暂定名）》、代理产品《笑傲江湖（暂定名）》等预计将于 2019 年上线（截止 2019H）。

目前公司主要页游产品包括：《传奇霸业》、《大天使之剑》、《太极崛起》、《灭神》、《魔域永恒》、《永恒纪元》、《暗黑大天使》等，产品均有不俗的市场表现。

《太极崛起》三七互娱与成都墨非科技合作的 APRG 网页游戏。1) 公测之后在 2018Q2 成为当季黑马，开服数位居榜首。2018 年《太极崛起》名列网游开服榜第三位，全年共开服 10590 组。

表 3、2018Q1-Q3 《太极崛起》开服数及流水排名

时间	开服数	流水 (亿元)	排名
2018Q1	3061	1.9+	3
2018Q2	4382	1.5+	1
2018Q3	2179	1.0+	6
2018Q4	968	-	-

资料来源：9K9K，兴业证券经济与金融研究院整理

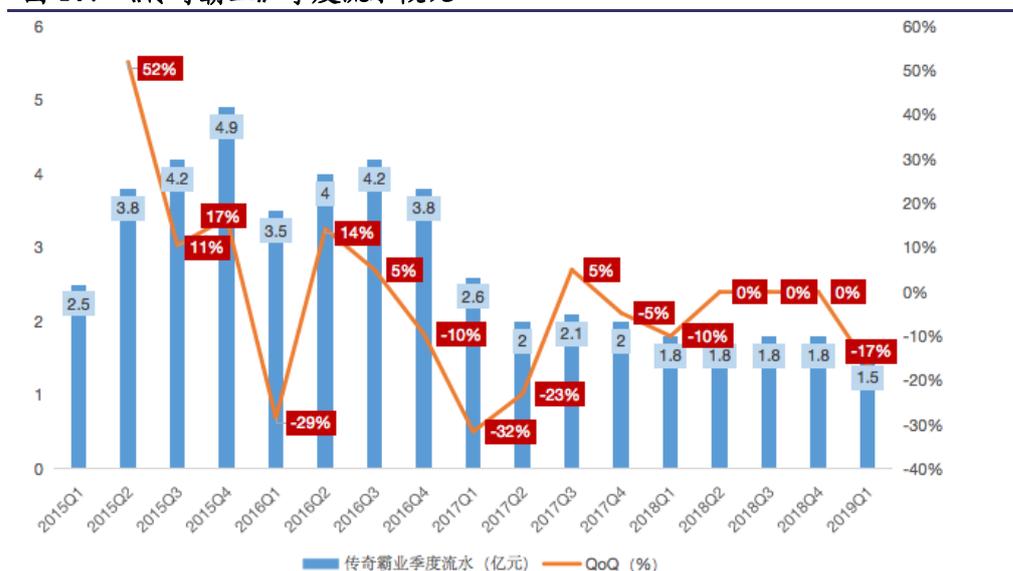
《传奇霸业》三七互娱旗下极光网络自主研发并获得盛大正版授权的 ARPG 网页游戏。1) 自 2014 年底公测以来便一直好评连连，在 2015 与 2016 年开服数与收入均排名第一。2) 上线首季流水突破 2.5 亿，单日最高收入近 2000 万元，最高单季流水为 4.8 亿（2015 Q4）。3) 2018 年 Q1-Q4 每季度仍能保持 1.8 亿元的高流水；2019Q1 《传奇霸业》开服数为 2373，流水超过 1.5 亿元。

表 4、2015-2019Q1 《传奇霸业》开服数及流水排名

时间	开服数	流水 (亿元)	排名
2015 年	22463	15.0+	1
2016 年	18587	12.0+	1
2017 年	13317	9.5+	2
2018 年	10472	7.2+	4
2019Q1	2373	1.5+	5

资料来源：9K9K，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、《传奇霸业》季度流水概况



资料来源：9K9K，兴业证券经济与金融研究院整理

《大天使之剑》三七互娱旗下极光工作室自研的一款由端游《奇迹 MU》改编的魔幻 ARPG 页游，并获得韩国 Webzen 公司和上海壮游的正版 IP 授权。1) 游戏于 2014 年 6 月上线，上线首月流水即高达 6000 万元，之后流水呈稳步上升趋势，2018 年 Q1、Q2 仍能保持 1.1 亿元的较高流水；

表 5、2014-2018 年《大天使之剑》开服数及流水排名

时间	开服数	流水 (亿元)	排名
2014 年	11847	9.0+	2
2015 年	12937	10.0+	3
2016 年	10316	7.0+	5
2017 年	8471	6.0+	4
2018 年	5964	-	7

资料来源：9K9K，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、《大天使之剑》季度流水概况



资料来源：9K9K，兴业证券经济与金融研究院整理

《灭神》由杭州盛游进行开发的一款东方魔幻题材页游。1) 2018 年下半年上线以来，开服数保持快速增长，2018Q4、2019Q1 季度流水始终保持 2 亿以上，2018 年全年开服数量达到 8601 组，排名第五。

表 6、2014-2018 年《灭神》开服数及流水排名

时间	开服数	流水 (亿元)	排名
2018Q3	2849	1.5+	2
2018Q4	5697	2.0+	1
2019Q1	6162	2.0+	1

资料来源：9K9K，兴业证券经济与金融研究院整理

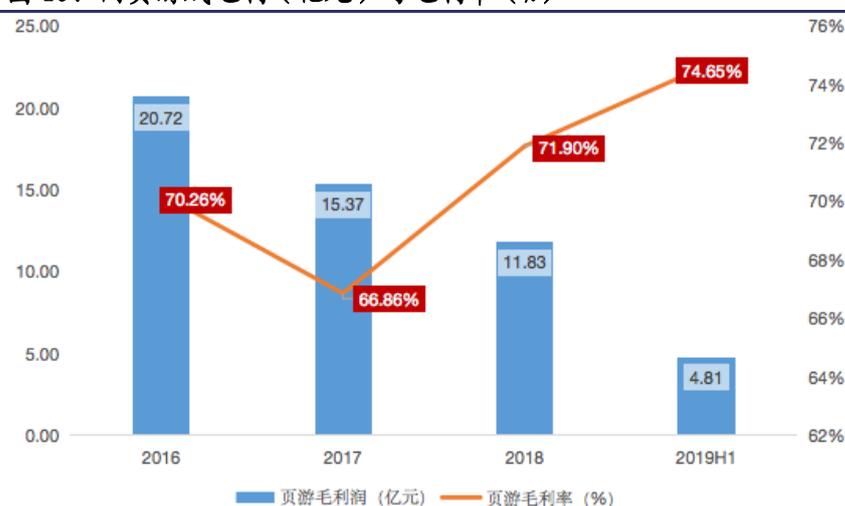
页游业务出现下滑。1) 公司在 2016 至 2019 上半年实现网页游戏收入分别为 29.49 亿元、22.99 亿元、9.10 亿元以及 6.44 亿元；营收占网络游戏总营收的比例分别为 64.28%、41.18%、22.77% 以及 10.61%。2) 2019 年上半年营收同比有所下降，主要是受用户向移动端转移，网页游戏产品数量减少两方面因素的影响。

图 12、网页游戏营业收入（亿元）与占网络游戏营收占比（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、网页游戏毛利（亿元）与毛利率（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

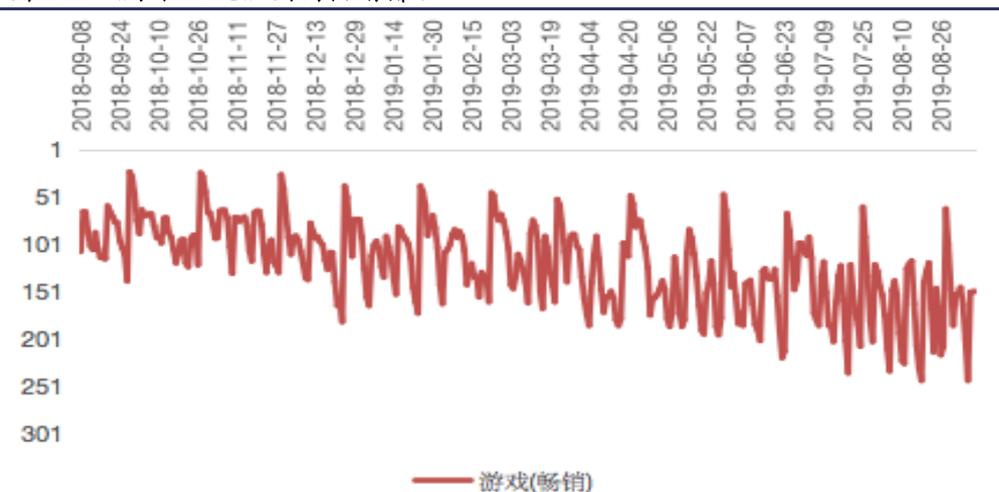
2.3、移动游戏：“精品+买量”模式促进业务增长

积极进军手游领域，手游平台地位不断稳固。1) 2013 年，国内游戏市场格局发生重大变化，移动游戏市场规模开始快速增长，公司也顺应市场发展变化开始进军移动游戏领域，其《永恒纪元》自 2016 年上线以来表现亮眼，被视为“页转手”的重要标志；2) 2018 年年初，三七互娱基于自身已具备经营多品类游戏的能力，将发行策略从相对专一的“ARPG+SLG”调整为“ARPG 核心+多元化”，即使是 ARPG 类游戏，游戏风格也从此前单一的魔幻类游戏到东方奇幻类、西方奇幻类、玄幻、探险类等多种风格兼备，从 2018 中报数据看，公司 ARPG 类手机游戏收入在报告期内增长了 39.8%，RPG 手机游戏收入增长 183.7%，其他品类的游戏收入亦有不同程度的增长，这充分说明公司在多品类发行上迈出了成功的一步，多种类型的游戏均可实现快速增长也拓宽了三七互娱的发展空间。3) 在“多元化”策略下，公司进行了大量种类产品的储备，市场地位不断提升。2019 年上半年，公司手游市场份额达 10.02%，最高月流水超过 13.5 亿，新增注册用户超过 1.33 亿，最高月活跃用户超过 3400 万。

目前主要手游产品包括《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》、《斗罗大陆》、《屠龙破晓》、《一刀传世》、《精灵盛典》等；其中《永恒纪元》在海外地区取得了十分优秀的的成绩，在多个地区手机游戏畅销榜中位列前茅。

《永恒纪元》是三七互娱旗下极光网络研发、37 手游独家发行的 ARPG 手游，于 2016 年 7 月正式上线，一经推出就大获成功，海外地区最高月流水 7000 万元，全球最高月流水超 3.5 亿元，取得了上线后一年在国内获得 26 亿流水的成绩，成功实现页转手的业务延展。

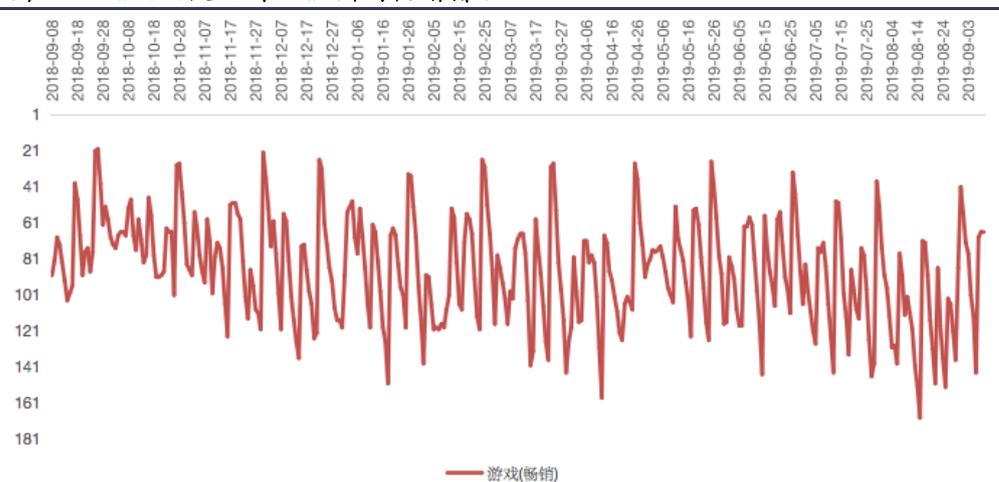
图 14、《永恒纪元》国内畅销排名



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

《大天使之剑 H5》获得韩国 Webzen 公司正版授权，由极光网络开发，37 手游和指上缤纷共同发行的 ARPG 类手游，也是三七互娱首个自研 H5 游戏。游戏于 2017 年 9 月 29 日上线，上线 24 天流水破亿，上线 3 个月内新增注册用户达 800 万人，累计充值流水超 5 亿元，单月流水超 1.8 亿，大幅刷新 H5 游戏月流水记录。

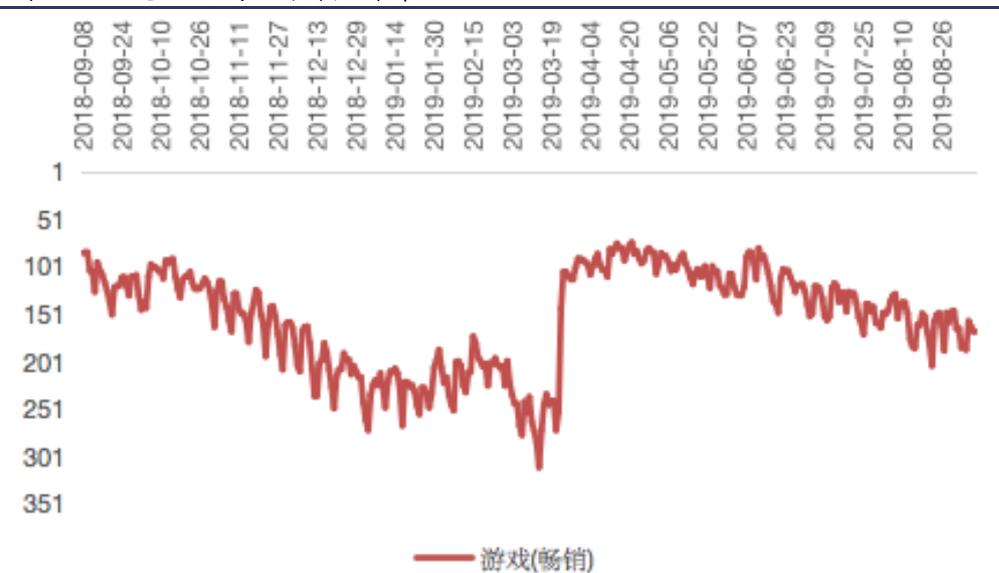
图 15、《大天使之剑 H5》国内畅销排名



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

《鬼语迷城》于2018上半年上线，是盗墓题材的3DMMORPG游戏，取得过亿的月流水成绩。

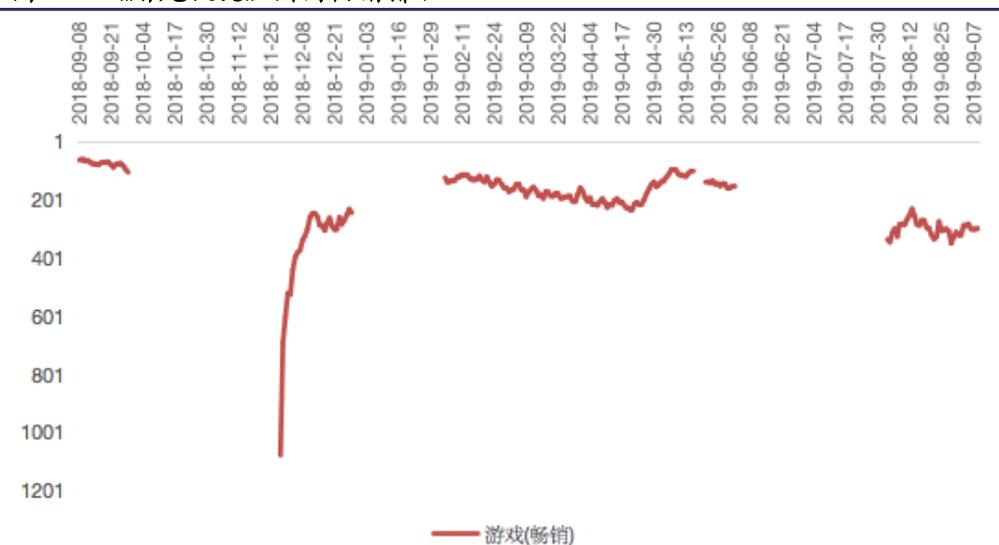
图 16、《鬼语迷城》国内畅销排名



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

《屠龙破晓》是一款东方传奇风格的角色扮演类（ARPG）游戏，邀请了国内一线男星王宝强加盟代言，于2018年7月上线。

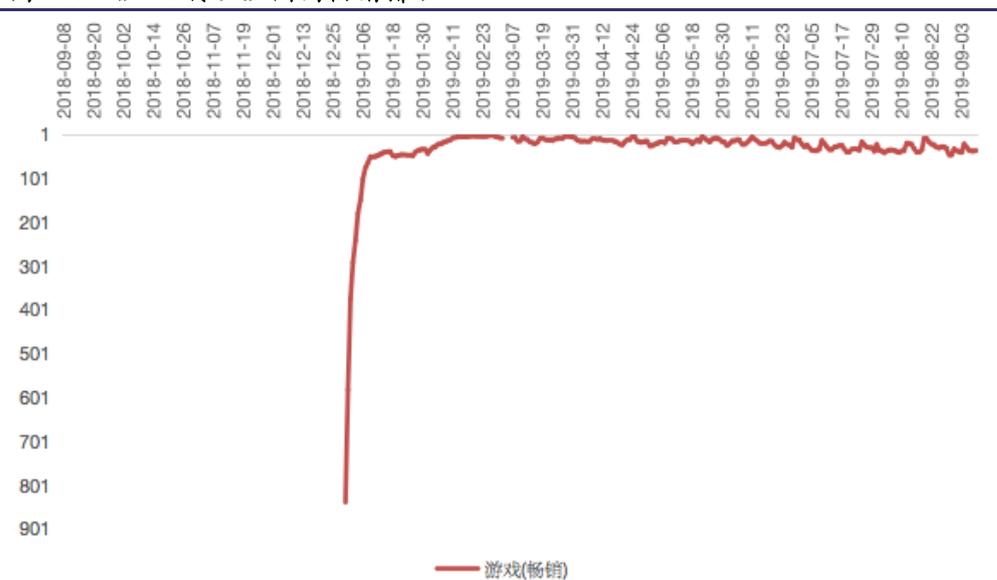
图 17、《屠龙破晓》国内畅销排名



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

《一刀传世》2019年1月新上线的一款传奇类游戏，通过邀请成龙代言并配合流量推广运营策略获得靓丽成绩。

图 18、《一刀传世》国内畅销排名



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

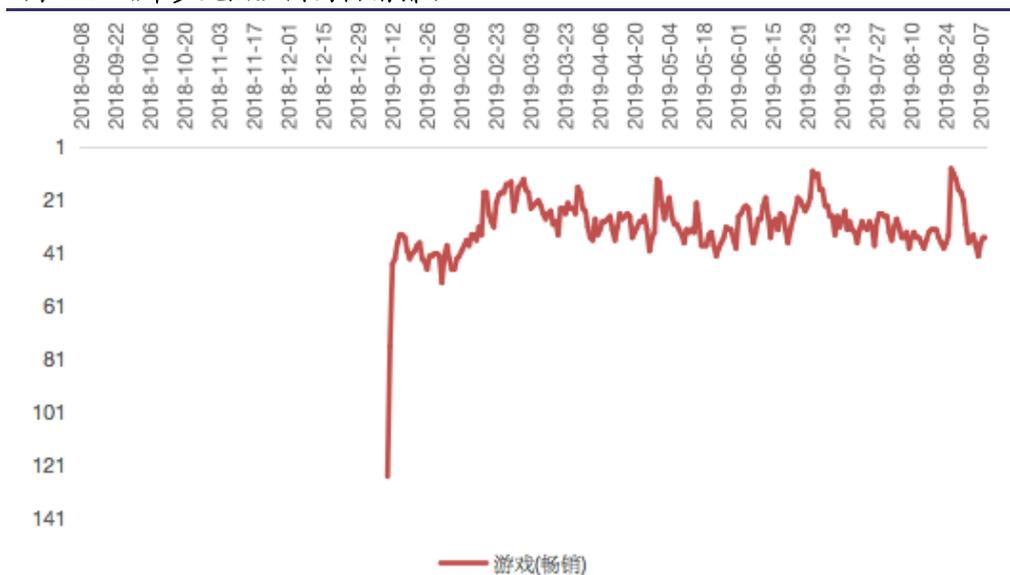
图 19、成龙代言《一刀传世》



资料来源：游戏官网，兴业证券经济与金融研究院整理

《斗罗大陆》2019年1月新上线，在网文IP加持与动画版腾讯视频开播的助推下也获得不错市场反馈。

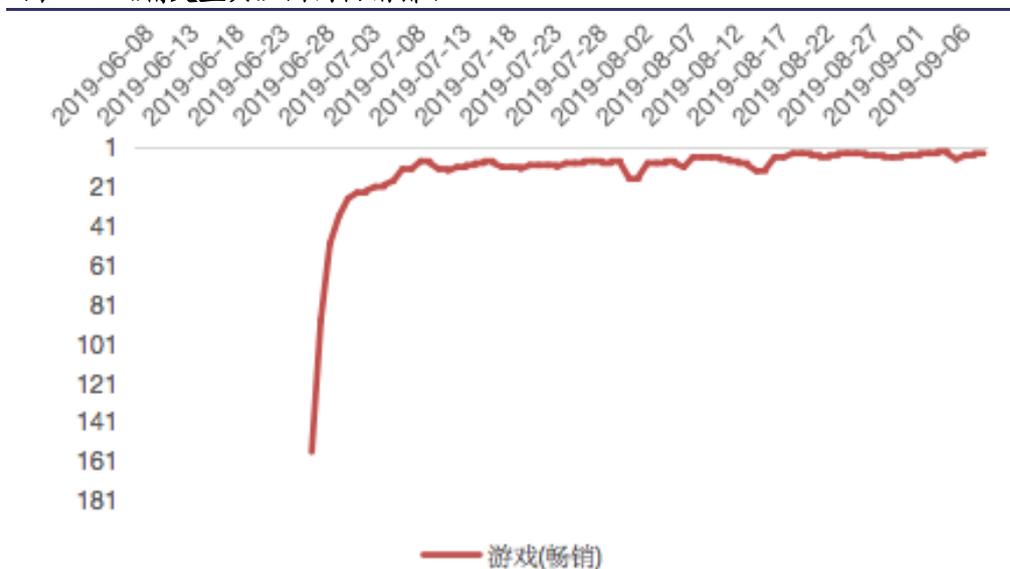
图 20、《斗罗大陆》国内畅销排名



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

《精灵盛典》由奇迹 MU 授权，于 2019 年正式上线，在 AppStore 游戏畅销榜最高排名第三，该游戏在框架上进行了巨大创新，更专注玩家在游戏体验与成长。而且该游戏由黎明和李连杰双天王代言，吸引大量用户。

图 21、《精灵盛典》国内畅销排名



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

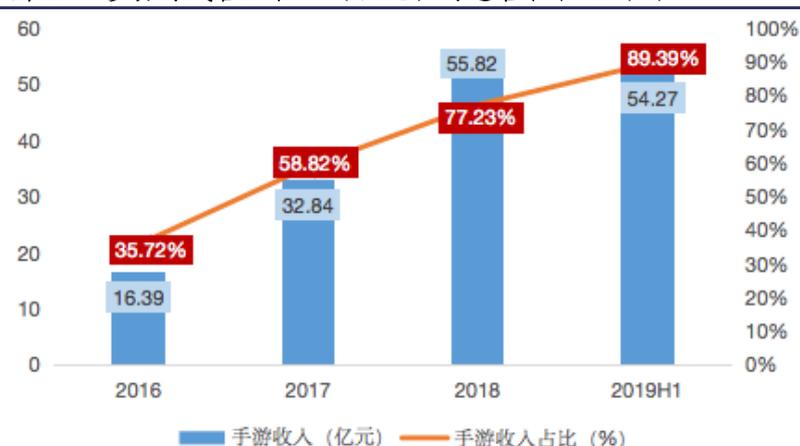
图 22、李连杰代言《精灵盛典》



资料来源：游戏官网，兴业证券经济与金融研究院整理

移动游戏营业收入快速增长。1) 公司在 2016 至 2019H1 实现移动游戏收入分别为 16.39 亿元、32.84 亿元、55.82 亿元及 54.27 亿元，营收占网络游戏总营收的比例分别为 35.72%、58.82%、77.23%及 89.39%；2) 手游业务营收与占比的提升是由行业红利驱动和公司在移动游戏业务研发与运营上实现较大突破所致。

图 23、移动游戏营业收入（亿元）与总营收占比（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、移动游戏毛利（亿元）与毛利率（%）

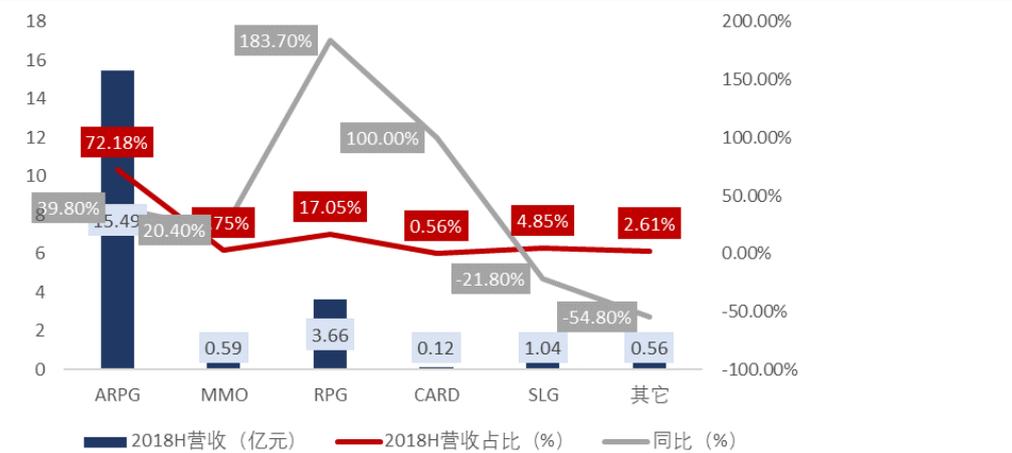


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

“ARPG+多品类”的产品策略初见成效。公司 2018 年在手机游戏研发和发行方面主要实行“ARPG+多品类”的产品策略，上半年上线不同类型的手机游戏共 25 款，进一步拓展了公司在不同品类游戏产品上的发行经验。2018 年上半年，公司 ARPG 类手机游戏收入增长 39.8%，而 RPG 手机游戏收入增长 183.7%，公司在多品类发行上迈出了成功的一步。

图 25、2018H 手游细分类型营收（亿元）、同比增长率（%）、营收占比（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

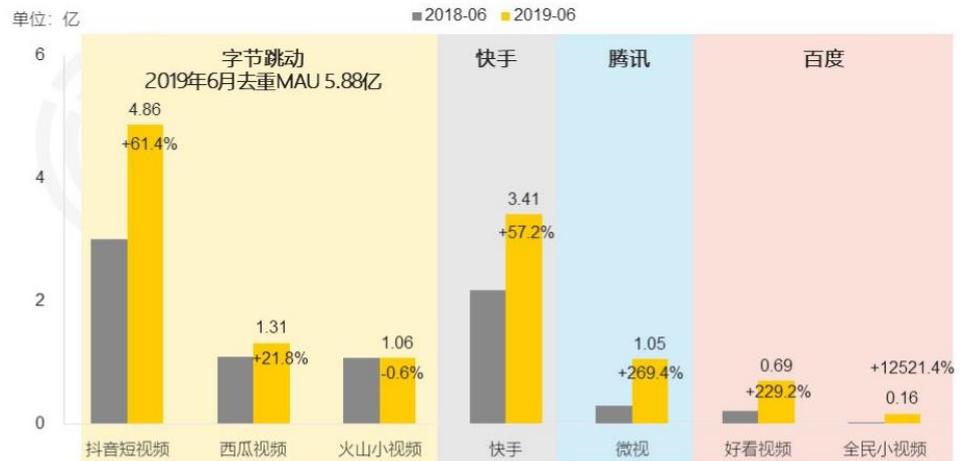
公司在“多元化”策略下，从产品类别、题材、数量进行了充分的储备，整体自研比例较高。1) 截止到 2019 年 H1 公司储备的自主研发产品包括：《代号 NB》、《代号 YZD》、《代号 S》、《斗罗大陆 3D》、《江山与美人（暂定名）》等。2) 公司储备的国内代理产品包括 MMO 游戏《明日幻想（暂定名）》、《云上城之歌（暂定名）》、《代号 MK4》；卡牌游戏《光明冒险（暂定名）》、《街区英雄（暂定名）》、《代号 DIG》；模拟经营游戏《代号-SF》；魔幻 ARPG《代号-TARO》等。3) 公司自研游戏储备丰富，自研产品避免代理产品对于研发商的分成，对于整体流水较大的产品来说，研发商分成远大于自研费用，我们认为自研爆款的比例提升，有望进一步提振业绩。

2.4、买量模式接连打造高流水爆款手游产品

字节跳动扩张触达用户，买量模式被进一步推动。

1) 字节跳动方面宣布，截至 2019 年 7 月，字节跳动旗下产品全球总 DAU（日活跃用户）超过 7 亿，总 MAU（月活跃用户）超过 15 亿，其中抖音 DAU 超过 3.2 亿；

图 26、字节跳动旗下产品活跃度表现出色



资料来源: questmobile, 兴业证券经济与金融研究院整理

2) 随着字节跳动产品的快速扩张, 更广大的用户的更多时间被连接在互联网上, 字节跳动广告平台——巨量引擎迅速发展, 预计 2019 年有望创下 1000 亿收入, 字节跳动攫取广告市场的同时, 买量的游戏产品也获得了更多的曝光机会。

图 27、巨量引擎迅速成为最受欢迎的手游投放平台



资料来源: 热运数据, 兴业证券经济与金融研究院整理

三七互娱买量模式行业领先。

1) 根据 Appgrowing 数据显示, 买量模式的手游产品前 35 名中, 《屠龙单机》、《斗罗大陆》、《剑与轮回》、《一刀传世》、《精灵契约》等作品源于三七互娱, 其中《斗罗大陆》、《一刀传世》流水表现出色。

图 28、买量手游 TOP35 榜单 (以广告投放金额计算, 截止到 2019 年上半年之前的游戏)

序号	应用名称	主投广告平台 (仅罗列广告投放数Top4的平台 按从多到少排列)	应用风格
1	天使纪元	爱奇艺 百度百意 百度信息流 Applovin	魔幻
2	至尊蓝月	百度信息流 阿里汇川 (UC) 巨量引擎 懂球帝	传奇
3	霸业沙皇红名	百度信息流 巨量引擎 百度百意 网易易效	传奇
4	龙城争霸	百度信息流 巨量引擎 百度百意 快手	传奇
5	第六天魔王	百度信息流 巨量引擎 腾讯广告 百度百意	战争, 动漫
6	消灭病毒	懂球帝 巨量引擎 UnityAds 腾讯广告	消除, 射击
7	贪玩蓝月	爱奇艺 百度信息流 网易易效 阿里汇川 (UC)	传奇
8	空之岛: 奇幻冒险	阿里汇川 (UC) 巨量引擎 百度百意 快手	Q版 动漫
9	全民漂移3D	懂球帝 巨量引擎 腾讯广告 UnityAds	竞速
10	屠龙单机	爱奇艺 百度信息流 阿里汇川 (UC) 网易易效	传奇
11	银河战舰	巨量引擎 百度信息流 腾讯广告 网易易效	战争, 射击
12	斗罗大陆	百度信息流 巨量引擎 百度百意 Bilibili	仙侠, 封神
13	复古传奇	巨量引擎 百度百意 百度信息流 腾讯广告	传奇
14	风流总裁	百度信息流 阿里汇川 (UC) 巨量引擎 腾讯广告	模拟, 都市
15	闪烁之光神明召唤	腾讯广告 巨量引擎 百度信息流 阿里汇川 (UC)	动漫, 日韩系
16	电玩城捕鱼	猎豹广告	捕鱼
17	热血变态版	百度信息流 百度百意	传奇
18	谋定三国	巨量引擎 Bilibili 腾讯广告 网易易效	三国
19	剑与轮回	百度信息流 巨量引擎 百度百意 阿里汇川 (UC)	魔幻
20	一刀传世	巨量引擎 网易易效 百度百意 UnityAds	传奇
21	大哥传奇	百度信息流 阿里汇川 (UC) 巨量引擎 百度百意	传奇
22	土豪赢三张	猎豹广告	棋牌
23	疯狂原始人-正版3D回合手游	巨量引擎 网易易效 百度信息流 腾讯广告	动漫 Q版
24	侠客风云传online	百度信息流 巨量引擎 腾讯广告 网易易效	仙侠
25	皮皮虾传奇	巨量引擎 腾讯广告 懂球帝 UnityAds	休闲
26	剑与家园	巨量引擎 腾讯广告 百度百意 UnityAds	动漫, 战争
27	秦时纷争	巨量引擎 百度信息流 懂球帝 阿里汇川 (UC)	战争
28	三国群英志	百度信息流 腾讯广告 网易易效 百度百意	战争, 三国
29	趣味捕鱼达人	百度信息流 百度百意	捕鱼
30	王国纪元	百度百意 巨量引擎 Applovin 阿里汇川 (UC)	战争, 魔幻
31	攻城演义	巨量引擎 腾讯广告 新浪扶翼 网易易效	三国, 战争
32	天天斗地主	猎豹广告	棋牌
33	精灵契约	百度信息流 百度百意 巨量引擎 网易易效	战争, 塔防
34	山海经搜神记	巨量引擎 百度百意 懂球帝 百度信息流	仙侠, 神话
35	忍者大乱斗高爆版	百度信息流 阿里汇川 (UC) 巨量引擎 腾讯广告	日韩系, 动漫

资料来源: appgrowing, 兴业证券经济与金融研究院整理

2) 根据 Appgrowing 数据显示, 2019H1 买量模式手游企业 TOP10 榜单中, 安徽尚趣玩排名第三, 其为三七互娱间接持股 100% 的子公司。

图 29、买量手游企业 TOP10 榜单（以广告投放金额计算，截止到 2019 年上半
年之前的游戏）

序号	开发商名称	旗下热推的游戏 (仅罗列广告投放数 Top4 的游戏 按从多到少排列)
1	上海游族信息技术有限公司	三十六计 女神联盟2 天使纪元 西游女儿国
2	鄱阳县伟如信息技术有限公司	至尊蓝月 放置奇兵中文版
3	安徽尚趣玩网络科技有限公司	斗罗大陆 一刀传世 屠龙破晓 永恒纪元
4	杭州网易雷火科技有限公司	欢乐三国卡牌 玛法合击 倩女幽魂 塔防挂机三国
5	广州网易计算机系统有限公司	镇魔曲 神都夜行录 率土之滨 楚留香
6	厦门魔兔网络科技有限公司	第六天魔王 星期六魔王
7	成都蓝飞互娱科技有限公司	消灭病毒
8	北京爱奇艺科技有限公司	疯狂原始人 放置骑士 魔幻觉醒 战姬忍法帖
9	江西云鸟网络科技有限公司	贪玩蓝月
10	海南尤达科技有限公司	银河战舰 银河战舰ol

资料来源：appgrowing，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 我们认为三七互娱无论从广告投放金额、买量产品数量上都处于行业领先地位，在各大流量平台更多抢占用户时间、触达更广泛用户的同时，买量模式的游戏公司有进一步触达用户，做大营业收入的机会，而买量模式的龙头公司更是有着充足的资金优势，更大的广告投入与行业上下游整合能力，有望坐享流量平台增长触达用户的红利，提振自身业绩体量。

2.5、传奇类游戏吸金能力强，公司传奇类游戏布局领先

传奇类游戏用户氪金能力强。1) 根据世纪华通重组公告显示，与移动互联网用户群对比来看，传奇类手游用户年龄偏大，氪金能力也明显高于其他手游用户；2) 以《热血传奇》为例，截止到 2018 年 8 月，30 岁以上玩家占比高达 27%，其月度用户的付费用户人均付费额 (ARPPU) 基本保持 500 元以上，甚至在 2017 年 8 月甚至突破 1300 元，远高于其他手游产品 200 元左右的平均水平；3) 2019H1 广告投放前 20 名的手游中，有 8 款传奇 IP 产品，可见传奇 IP 的吸金能力出色。

图 30、《热血传奇》玩家年龄分布

年龄段	2018 年 1-8 月	2017 年度	2016 年度
20 岁以下	22.07%	21.26%	20.27%
21-25 岁	12.06%	12.55%	10.34%
26-30 岁	17.95%	19.89%	17.05%
31-40 岁	22.27%	22.50%	22.72%
41 岁以上	4.57%	3.52%	4.47%
其他	21.09%	20.28%	25.15%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：世纪华通公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、《热血传奇》玩家付费能力强

月份	总用户 (万个)	月活跃用户 (万个)	月付费用户 (万个)	ARPPU 值 (元)	充值消费比
2016 年 1 月	1,777.05	287.41	58.74	658.15	94.16%
2016 年 2 月	1,843.79	239.47	50.15	638.56	105.45%
2016 年 3 月	1,925.22	243.20	51.57	704.60	92.17%
2016 年 4 月	2,040.49	281.28	55.15	546.72	104.11%
2016 年 5 月	2,105.41	217.01	45.66	574.69	105.66%
2016 年 6 月	2,151.20	180.74	35.21	585.63	95.97%
2016 年 7 月	2,192.02	163.18	30.89	657.50	91.75%
2016 年 8 月	2,257.03	187.30	29.20	638.03	168.08%
2016 年 9 月	2,316.64	180.34	26.10	620.07	98.09%
2016 年 10 月	2,366.45	161.99	26.85	532.11	104.84%
2016 年 11 月	2,430.16	172.53	27.69	458.95	108.46%
2016 年 12 月	2,495.31	180.43	29.03	463.47	96.71%
2017 年 1 月	2,538.05	143.52	25.40	592.87	110.81%
2017 年 2 月	2,576.12	126.05	21.03	489.85	102.27%
2017 年 3 月	2,607.52	114.26	16.67	668.90	111.27%
2017 年 4 月	2,632.87	101.30	14.12	791.71	102.18%
2017 年 5 月	2,658.71	101.58	15.35	717.34	99.64%
2017 年 6 月	2,683.52	92.93	16.12	675.57	104.91%
2017 年 7 月	2,705.88	84.57	12.22	977.34	103.21%
2017 年 8 月	2,730.13	89.47	11.73	1319.67	109.37%
2017 年 9 月	2,746.68	76.75	10.99	934.26	99.61%
2017 年 10 月	2,761.89	72.84	12.17	847.10	95.64%
2017 年 11 月	2,782.18	74.61	15.11	732.49	97.33%

资料来源：世纪华通公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司深耕传奇类游戏，行业领先。1) 公司自 2012 年起从事网页游戏的研发和运营，就成功研发《传奇霸业》等传奇 IP 的现象级页游作品；2) 《一刀传世》是 2019 年 1 月新上线的一款传奇类游戏，通过邀请成龙代言并配合流量推广运营策略获得靓丽成绩，曾一度稳居 IOS 手游畅销榜前十位置，为公司贡献大量流水；3) 我们认为，传奇类手游凭借独特的玩法和吸金能力，能够为游戏公司提供丰厚的业绩回报，而公司是早期就开始深耕该领域的企业，目前已经做到网游龙头位置，未来随着游戏行业马太效应的明显，有望继续提升自身业绩与市场份额。

3、未来增长点：拓展品类与海外扩张

3.1、品类拓展有望成为新的业绩增长点

多类型的游戏可快速拓宽三七互娱的发展空间。1) 公司突破传奇、奇迹类游戏的传统 2018 年年初，三七互娱基于自身已具备经营多品类游戏的能力，将发行策略从相对专一的“ARPG+SLG”调整为“ARPG 核心+多元化”，即使是 ARPG 类游戏，游戏风格也从此前单一的魔幻类游戏到东方奇幻类、西方奇幻类、玄幻、探险类等多种风格兼备；2) 从 2018 中报数据看，公司 ARPG 类手机游戏收入在报告期内增长了 39.8%，RPG 手机游戏收入增长 183.7%，其他品类的游戏收入亦有不同程度的增长，这充分说明公司在多品类发行上迈出了成功的一步，多种类型的游戏均可实现快速增长也拓宽了三七互娱的发展空间；3) 向网文 IP 延展，成功运营《斗罗大陆》手游，目前 IOS 手游畅销榜排名在 30 名之内，预计流水约 2 亿元/月。

3.2、海外市场或成新的业绩增长点

新品不断上线，持续推进全球化战略布局，加大力度扩展海外市场。

1) 截止到 2019H1，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，游戏类型涉及 ARPG、MMOPRG、卡牌 RPG、SLG、STG、MOBA 等，语言覆盖繁体中文、英语、日语、韩语、泰语等 14 种，在东南亚等区域优势明显，同时继续重点开拓日韩和欧美等高潜力市场。

2) 产品表现方面

- 长线精品《永恒纪元》持续在东南亚、欧美、韩国等市场贡献利润，2017 年海外单月最高流水达 7000 万元，在 2018 年中国手游出海收入 TOP 30 排行榜中，《永恒纪元》位列第 28 位，18 年上半年《永恒纪元》发行日本，获得月流水逾千万的好成绩。
- 2019 年上半年，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。
- 2019 年上半年，卡牌游戏《SNK オールスター》于日本上线后迅速登上了 GooglePlay 游戏下载榜榜首。

图 32、《永恒纪元》位列 2018 年中国手游出海收入 TOP 30 排行榜 (App Store+Google Play)

2018全年榜单 中国手游收入TOP30 | 海外App Store + Google Play

手游及发行商		
1	王国纪元 IGG	▲
2	荒野行动 网易	▲
3	火枪纪元 FunPlus	▲
4	列王的纷争 智明星通	▼
5	阿瓦隆之王 FunPlus	▼
6	PUBG Mobile 腾讯	★
7	无尽对决 沐瞳科技	▲
8	黑道风云 友塔网络	▲
9	放置奇兵 卓杭网络	▲
10	城堡争霸 IGG	▼
11	碧蓝航线 Yostar	▲
12	苏丹的复仇 ONEMT	▼
13	崩坏3 米哈游	▲
14	王者荣耀 腾讯	▲
15	奇迹暖暖 Nikki Games & 智明星通	▲
16	末日争霸：丧尸之战 龙创悦动	▼
17	战火与秩序 亮木软件	▼
18	少女前线 心动网络 & 散爆网络	▲
19	拳皇98终极之战OL 掌趣科技	▼
20	偶像梦幻祭（日语版） 乐元素	▼
21	狂暴之翼 游族网络	▼
22	兵人大战 原力模拟	▲
23	末日孤城 龙创悦动	★
24	海战游戏 Special Gamez	▲
25	朕的江山 绝地科技	-
26	终结者2（国际版） 网易	▲
27	战地风暴 Tap4Fun	▼
28	永恒纪元 三七互娱	▼
29	文明觉醒 莉莉丝	★
30	神魔之塔 Mad Head	▼

以上榜单来源于Sensor Tower 2018年全年中国大陆以外App Store及Google Play商店之手游收入估算。

资料来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、2019H1 出海游戏厂商表现

2019 年上半年主要中国公司
(按海外游戏用户支出排名)

排名	公司	热门游戏
1	FunPlus	《Guns of Glory》
2	网易	《荒野行动》
3	IGG	《王国纪元》
4	腾讯	《绝地求生》
5	莉莉丝游戏	《万国觉醒》
6	友塔游戏	《黑道风云》
7	龙创悦动	《Last Shelter: Survival》
8	智明星通	《列王的纷争》
9	创酷互动	《Be The King》
10	DH Games	《Idle Heroes》
11	Moonton	《Mobile Legends: Bang bang》
12	三七互娱	《The Epoch of Eternity》
13	紫龙游戏	《Langrisser》
14	Onemt	《Revenge of Sultans》
15	梦加网络	《苏丹的游戏》

资料来源：appannie,兴业证券经济与金融研究院整理

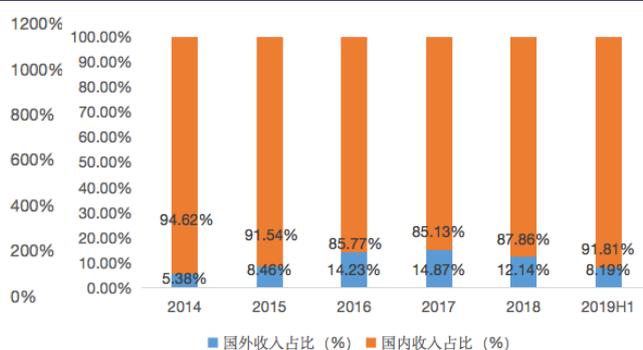
除了以发行游戏的方式拓展海外市场之外，三七互娱还通过投资入股的方式与境外公司合作开拓海外市场。例如：三七互娱通过韩国无极娱乐间接参股韩国 EST soft 公司；与东方星晖基金联合收购日本知名游戏公司 SNK Playmore 81.25% 的股权并将《拳皇》、《侍魂》、《合金弹头》等海外知名 IP 引入中国定制游戏、动漫等题材。

海外业务平稳增长。1) 公司 2016-2019H1 海外业务营收分别为 7.47 亿元、9.20 亿元、9.27 亿元以及 4.97 亿元，2016-2019H1 海外业务营收同比增长率分别为 109.83%、23.16%、0.8%、4.9%；2) 海外市场营收 2018 年开始有所降低，按地区分类营收占比分别为 14.23%、14.87%、12.14%、8.19%；3) 海外业务毛利润分别为 4.36 亿元、7.17 亿元、6.81 亿元以及 3.30 亿元，毛利润占比分别为 13.2%、13.79%、10.36%以及 6.05%，毛利率出现下滑，毛利润占比下降。

图 34、国外营业收入（亿元）与同比增速（%）



图 35、国内收入占比（%）与国外收入占比（%）



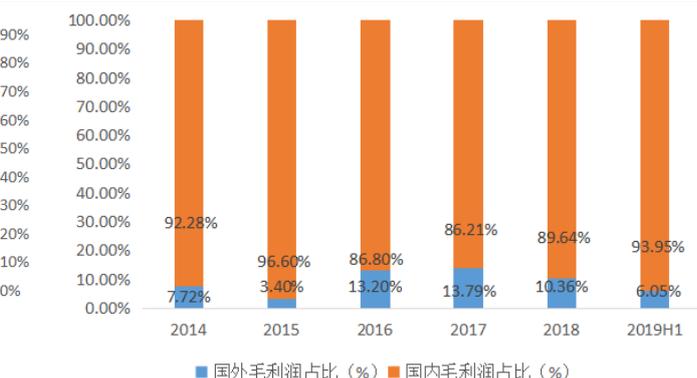
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、国外毛利润（亿元）与毛利率（%）



图 37、分业务毛利润占比（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

全球项目储备丰富。截止至 2019 年中报，公司已储备多款全球多区域产品，如代理发行的西方魔幻 SLG《代号 MH》、中世纪 SLG《Ocean Wars》等，并通过对多家有成功经验的研发商的战略投资，加强了全球 SLG 市场的布局。此外公司自研产品 ARPG《暗黑后裔》、《斗罗大陆》H5 国际版、模拟经营类游戏《代号 DG》等预计将于 2019 年下半年陆续出海。

4、盈利预测与估值

老牌游戏流水稳定。公司拥有一批生命周期相对较长、流水稳定的老牌爆款，如《永恒纪元》2016年7月上线，预计目前海内外流水超1亿元/月；《大天使之剑》2017年9月上线，预计目前海内外流水约1亿元/月。

新游戏表现亮眼，提振未来业绩。公司2019年中上线的《精灵盛典》，长期排名在IOS手游畅销榜排名在10名之内，目前来看最高排名达到过第3名，从流水表现上来看属于爆款产品，预计流水约为3亿元/月，新品火爆有望后续对公司下半年乃至明年业绩有明显的提振。

游戏品类成功突破。1) 2018年年初，三七互娱基于自身已具备经营多品类游戏的能力，将发行策略从相对专一的“ARPG+SLG”调整为“ARPG核心+多元化”，即使是ARPG类游戏，游戏风格也从此前单一的魔幻类游戏到东方奇幻类、西方奇幻类、玄幻、探险类等多种风格兼备；2) 从2018中报数据看，公司ARPG类手机游戏收入在报告期内增长了39.8%，RPG手机游戏收入增长183.7%；3) 具体拓展品类的标杆游戏《斗罗大陆》手游，其向网文IP延展，目前IOS手游畅销榜排名在30名之内，预计流水约2亿元/月。

新品不断上线，持续推进全球化。1) 截止到2019H1，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，长线精品《永恒纪元》持续在东南亚、欧美、韩国等市场贡献利润，2017年海外单月最高流水达7000万元，2019年上半年《斗罗大陆》H5于新马等地区上线发行。

表7、三七互娱部分手游产品流水预测

流水拆分	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
永恒纪元: 国内	2.1	2.1	2.1	2.1
国外	1.5	1.5	1.5	1.5
大天使之剑: 国内	2.7	2.7	2.7	2.7
国外	0.3	0.6	0.6	0.6
屠龙破晓	1.5	1.5	1.5	1.5
斗罗大陆	6	6	6	6
一刀传世	7.5	7.5	6	6
精灵盛典			9	8.1

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

盈利预测与评级。预计2019/20/21年EPS 0.99/1.13/1.24元，9月12日收盘价对应18/16/15倍PE，2019年公司持续推出新品，一方面对接流量平台，一方面手握丰富游戏产品，营收与利润保持较高的增速，产业链上下游议价能力持续提升，下半年随着《精灵盛典》等新品上线，业绩有望保持高增长，首次覆盖予以“审慎增持”评级。

风险提示：游戏上线不及预期；行业竞争加剧；游戏政策趋严；大股东减持风险；商誉减值风险。

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4182	6258	8086	10772
货币资金	1533	2385	3682	5864
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1299	2018	2336	2626
其他应收款	792	1209	1406	1586
存货	0	46	26	42
非流动资产	4214	3593	3504	3421
可供出售金融资产	1119	1119	1119	1119
长期股权投资	556	12	12	12
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	36	27	18	9
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	14	2	-10	-21
资产总计	8396	9851	11590	14193
流动负债	1992	1483	924	952
短期借款	369	934	369	369
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1082	35	39	43
其他	541	515	516	540
非流动负债	290	310	303	304
长期借款	281	281	281	281
其他	9	28	22	23
负债合计	2282	1793	1227	1256
股本	2125	2112	2112	2112
资本公积	299	299	299	299
未分配利润	3332	4897	6698	8719
少数股东权益	141	433	768	1137
股东权益合计	6114	8058	10363	12937
负债及权益合计	8396	9851	11590	14193

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1009	2090	2391	2628
折旧和摊销	118	84	83	83
资产减值准备	1049	79	20	20
无形资产摊销	70	74	74	74
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	22	39	26	-16
投资损失	-81	-81	-81	-81

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7633	11873	13740	15447
营业成本	1811	1735	1939	2131
营业税金及附加	33	56	61	70
销售费用	3347	6828	8107	9345
管理费用	246	172	199	224
财务费用	17	39	26	-16
资产减值损失	1049	1049	1049	1049
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	81	81	81	81
营业利润	770	2073	2439	2724
营业外收入	464	464	464	464
营业外支出	15	15	15	15
利润总额	1219	2522	2888	3173
所得税	68	140	161	177
净利润	1151	2382	2727	2997
少数股东损益	143	292	336	368
归属母公司净利润	1009	2090	2391	2628
EPS(元)	0.48	0.99	1.13	1.24

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	23.3%	55.6%	15.7%	12.4%
营业利润增长率	-49.3%	169.2%	17.6%	11.7%
净利润增长率	-37.8%	107.3%	14.4%	9.9%
盈利能力				
毛利率	76.3%	85.4%	85.9%	86.2%
净利率	13.2%	17.6%	17.4%	17.0%
ROE	16.9%	27.4%	24.9%	22.3%

偿债能力				
资产负债率	27.2%	18.2%	10.6%	8.8%
流动比率	2.10	4.22	8.75	11.32
速动比率	2.10	4.19	8.73	11.27
营运能力				
资产周转率	87.0%	130.1%	128.2%	119.8%
应收帐款周转率	663.2%	679.7%	599.0%	590.9%

少数股东损益	143	292	336	368	每股资料(元)				
营运资金的变动	164	-2315	-483	-433	每股收益	0.48	0.99	1.13	1.24
经营活动产生现金流量	1954	188	2299	2567	每股经营现金	0.93	0.09	1.09	1.22
投资活动产生现金流量	-55	562	18	18	每股净资产	2.83	3.61	4.54	5.59
融资活动产生现金流量	-1969	102	-1020	-403	估值比率(倍)				
现金净变动	-65	852	1297	2183	PE	37.7	18.2	15.9	14.5
现金的期初余额	1581	1533	2385	3682	PB	6.4	5.0	4.0	3.2
现金的期末余额	1516	2385	3682	5864					

分析师声明

本人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，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本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn