

强烈推荐-A (维持)

三七互娱 002555.SZ

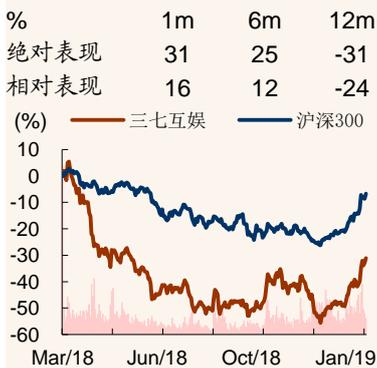
目标估值: - 元  
当前股价: 14.0 元  
2019年03月02日

游戏拉动营收增长, 商誉减值影响利润

基础数据

上证综指	2994
总股本(万股)	212487
已上市流通股(万股)	159222
总市值(亿元)	297
流通市值(亿元)	223
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	26.2
资产负债率	31.0%
主要股东	李卫伟
主要股东持股比例	19.0%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《三七互娱(002555)——《传奇霸业》12.13 不删档测试, 有望打造又一页转手标杆, 当前估值具备吸引力》2017-12-13
- 2、《三七互娱(002555)——十月进入iOS中国收入榜前十, 三款手游进入腾讯应用宝月总收入前十, 页转手逻辑持续验证》2017-11-15
- 3、《三七互娱(002555)——全年强

罗亚琨

luoyakun@cmschina.com.cn  
S1090518090004

顾佳

021-68407977  
gujia@cmschina.com.cn  
S1090513030002

事件:

2月25日晚, 公司公告2018年业绩快报: 1) 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10.48亿元, 同比下降35.35%; 此外, 公司采用非公认会计准则净利润作为补充性指标衡量实际经营业绩, 2018年实现非公认会计准则净利润15.36亿元, 同比增长9.07%(归母净利润扣除商誉减值、偶发股权投资处置税后收益和股权激励费); 2) 2018Q4单季度实现营业收入20.99亿元, 同比增长21.75%; 实现归母净利润-1.7亿元, 去年同期为4.09亿元。

评论:

1、新游表现亮眼叠加行业整体回暖推动公司营收增长23.33%, 归母净利润处于预告区间内(10~11.5亿元), 业绩基本符合预期

1) 手游拉动营收增长, 市占率有所提升: 2018年收入增速为23.33%, 增长主要原因是游戏发行和自研业务均增长。代理游戏方面, 2018年4月上线的3D MMORPG盗墓题材游戏《鬼语迷城》取得过亿的月流水, 2017年11月上线的回合制游戏《仙灵觉醒》亦保持不错表现; 自研游戏方面, 7月新上线的ARPG游戏《屠龙破晓》以及近期上线的《一刀传世》表现非常亮眼, 流水保持3亿元以上。2018年公司手游营收同比增长约70%, 2019Q1国内手游营收将持续提升, 预计环比增长37%以上。对比2018年全年手游行业15.4%的平均增速, 公司市占率显著提升。此外, 由于自主研发游戏收入占比的提升, 公司整体毛利率有所增长; 但非公认会计准则净利润受费用率提升影响增速为9.07%。

2) 其他影响业绩因素在于墨鹍科技商誉减值以及相较2017年无大额股权收益: 商誉减值方面, 2018年因受到版号限制、游戏行业增速下滑等影响, 公司子公司上海墨鹍主要游戏在2018年第四季度未能上线, 经营业绩低于预期, 计提商誉9.6亿元, 考虑股份和现金补偿后合计影响公司归母净利润4.81亿元左右, 但本次计提后墨鹍商誉只剩50万, 风险完全释放。投资收益方面, 2017年处置极光网络和喆元文化确认了税后投资收益2亿元, 而本年无重大股权处置, 前三季度投资收益仅1668万元。

2、剥离传统的汽车零部件业务, 改善盈利能力, 聚焦网络游戏为核心的文化创意产业

公司原有的汽车零部件业务盈利能力较弱, 2017年实现收入5.60亿元, 但是净利润仅有1322万元; 2018年1-7月实现收入2.65亿元, 净利润贡献仅有126万元, 拉低上市公司整体利润率。2018年10月股东大会通过了公司拟以现金对价8.19亿元向控股股东旗下的芜湖凝众汽车零部件科技有限公司出售汽车零部件业务100%股权的方案。此外, 2019年2月控股股东之一的吴绪顺用1%的公司股票换购银华MSCI中国ETF, 完成后其持股比例从7.89%降为6.89%, 加上之前董事长吴卫东以及公司原高管辞职, 汽车业务相关人员正淡出公司经营。未来公司将聚焦网络游戏主业, 资产结构和盈利能力得到改善。

### 3、手机游戏发行国内市场维持优势地位，买量+产品模式逐步验证，品类扩张支撑中长期增长

公司将页游时期多年累积下来的运营精细买量+精耕研发打磨产品的能力运用到手游领域且已经在 ARPG 手游、H5 游戏上得到验证。目前公司在手游发行市场维持优势地位，艾瑞咨询《2018 年 Q1 中国互动娱乐季度数据发布研究报告》显示，公司在 2018 年 Q1 中国上市游戏企业移动游戏市场排名第三，仅次于腾讯和网易；目前公司发行策略从相对专一的“ARPG + SLG”调整为“多元化发展”。2018 年以来，公司在游戏类型、游戏题材上做了多维度尝试，成功发行了奇迹 H5 游戏《大天使之剑 H5》、回合制手游《仙灵觉醒》、冒险类 MMO 手游《鬼语迷城》、休闲传奇类游戏《屠龙破晓》4 款月流水过亿的产品。品类扩张不仅有助于规模做大，也有助于缓解依赖单个项目的风险。

### 4、员工持股计划+回购，彰显对未来发展信心

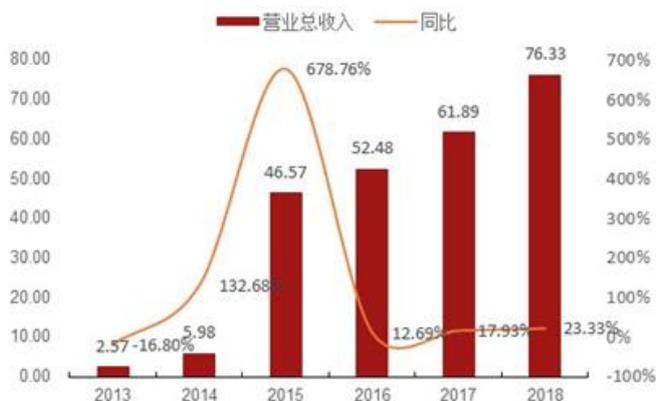
2018 年 9 月，公司完成员工持股计划的股票购买，锁定期 12 个月，形式是实际控制人吴卫红和吴卫东向持股计划转让占公司总股本 1.24% 的流通股，成交均价 9.50 元/股；2019 年 1 月，公司拟集中竞价回购公司股份，回购金额为 3~6 亿元，回购价格不超过 15.00 元/股，实施期 12 个月，两项运作均体现出对未来公司发展的看好。

### 5、盈利预测与估值：

我们预计公司 2019 年归母净利润为 19.2 亿元，对应市盈率为 15.5 倍，维持推荐。

**风险提示：**新游戏表现不及预期；游戏海外市场经营环境变化风险；行业监管政策趋严风险。

图 1：三七互娱营业收入（亿元）



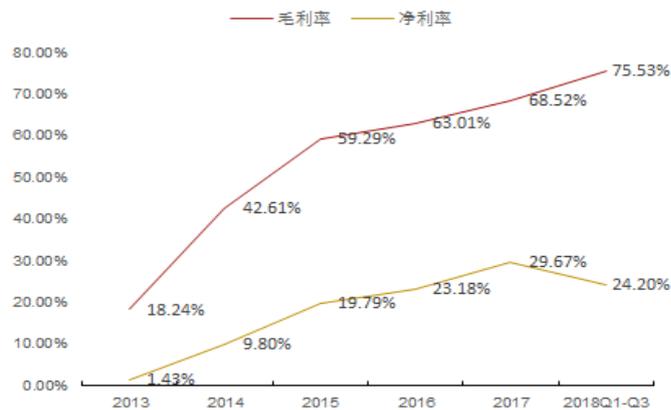
资料来源：wind、招商证券

图 2: 三七互娱归母净利润 (亿元)



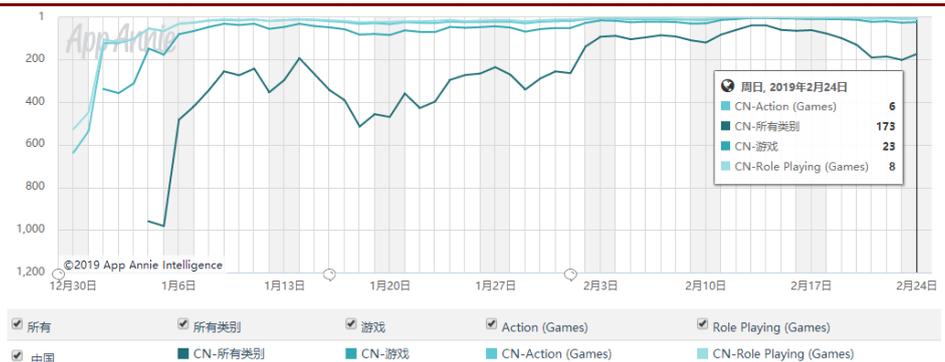
资料来源: wind、招商证券

图 3: 三七互娱利润率情况 (截至 2018Q3)



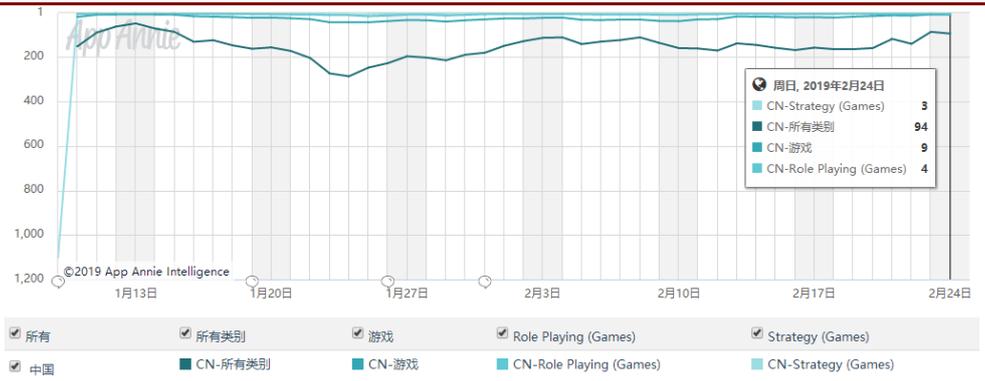
资料来源: wind、招商证券

图 4: 2018 年 12 月-2019 年 2 月《一刀传世》下载量排行 (最高排名中国游戏类 4 位)



资料来源: AppAnnie、招商证券

图 5: 2019 年 1 月-2 月《斗罗大陆》下载量排行 (最高排名中国游戏类 7 位)



资料来源: AppAnnie、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗亚琨，招商证券研发中心传媒行业分析师。香港中文大学商务分析硕士、工商管理综合学士，2015 年入行任职于西南证券，2018 年加入招商证券。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016 年新财富第四名，金牛奖第二名。2017 年新财富第五名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。