

强烈推荐-A (维持)

三七互娱 002555.SZ

目标估值: - 元
当前股价: 13.78 元
2019年06月24日

推出第三期员工持股计划, 持续释放信心

基础数据

上证综指	3008
总股本(万股)	212487
已上市流通股(万股)	159222
总市值(亿元)	293
流通市值(亿元)	219
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	16.4
资产负债率	25.6%
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)一手游表现亮眼推动营收大增, 商誉减值风险出清》2019-04-28
- 2、《三七互娱(002555)一游戏拉动营收增长, 商誉减值影响利润》2019-03-04

罗亚琨

luoyakun@cmschina.com.cn
S1090518090004

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

事件: 6月18日, 公司公告第三期员工持股计划(草案): 公司拟以零价格将之前回购的2234.75万股股票转给员工持股计划(占总股本1.05%), 参加本次员工持股计划的员工总人数不超过400人, 其中董高监7人, 存续期48个月, 锁定期分三期最长36个月。

1、前期回购3亿规模股份无偿转员工持股计划, 提振员工积极性+彰显管理层对公司未来信心。 本次员工持股计划股票来源为之前回购计划, 亮点主要在于: 1) 覆盖范围广: 本计划总人数不超过400人, 其中董高监在员工持股中所获股份占比仅为6.73%, 可见主要惠及基层员工; 2) 设置未来三年累计归母净利润指标: 2019年净利不低于15亿元、2019~2020年累计净利不低于32亿元、2019~2021年累计净利不低于52亿元。我们认为, 公司本次员工持股与去年9月的员工持股计划均彰显出公司对未来发展看好, 但报表层面也会产生股份支付费用对扣非业绩有一定影响, 预计2019~2022年相关费用分别为8807万元/13085万元/6291万元/2013万元。

2、手游业务表现亮眼叠加行业整体回暖推动19Q1营收增长95.46%, 公司坚持精品化和多元化, 2019项目储备丰富。 2019Q1营收大幅上涨主要是今年Q1陆续上线新游戏《斗罗大陆》和《一刀传世》流水都过亿, 老产品《屠龙破晓》、《大天使之剑H5》等流水表现也很稳定。今年是极光产品大年, 之后时间线看, Q2有望上线《超能球球》、《精灵盛典》等游戏, 全年产品储备丰富, 流水有望持续走高。根据公司业绩指引, 2019H1预计归母净利润9~10亿, 同比增长12.31%~24.78%。

3、剥离传统汽车部件业务+商誉减值风险出清, 业务聚焦网络游戏为核心的文化创意产业。 1) 公司原有的汽车部件业务盈利能力较弱, 拉低上市公司整体利润率。2018年11月, 公司以现金对价8.19亿元向原控股股东吴氏家族出售此项业务, 此外公司原高管辞职+吴氏家族减持, 公司组织架构理清, 业务聚焦游戏和文创。2) 公司前期主要商誉来自墨鹍科技, 2018年墨鹍经营业绩低于预期, 计提商誉9.6亿元, 且公司已于3月将其出售, 商誉风险基本释放。

4、盈利预测与投资建议。 预计2019~21年公司归母净利分别为18.1亿、22.3亿和25.2亿元, 分别对应16.2倍、13.1倍和11.6倍市盈率, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 新游戏流水表现不及预期、版号发放进程不及预期、监管政策趋严等。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6189	7633	9183	10688	12429
同比增长	18%	23%	20%	16%	16%
营业利润(百万元)	1518	770	1847	2406	2842
同比增长	30%	-49%	140%	30%	18%
净利润(百万元)	1621	1009	1805	2228	2517
同比增长	51%	-38%	79%	23%	13%
每股收益(元)	0.75	0.47	0.85	1.05	1.18
PE	18.3	29.0	16.2	13.1	11.6
PB	4.2	4.9	4.4	3.5	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3962	4182	4751	6846	9319
现金	1581	1533	2092	3552	5431
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	55	0	83	64	62
应收款项	885	1299	1289	1591	1885
其它应收款	388	792	581	819	1010
存货	102	0	21	26	20
其他	951	558	685	793	910
非流动资产	5198	4214	4196	4183	4173
长期股权投资	377	556	556	556	556
固定资产	292	36	35	35	36
无形资产	45	14	13	12	10
其他	4483	3607	3592	3581	3571
资产总计	9160	8396	8947	11029	13492
流动负债	1518	1992	1530	1651	2004
短期借款	372	369	0	0	0
应付账款	742	1082	1008	1118	1419
预收账款	85	95	77	101	120
其他	320	446	445	431	465
长期负债	355	290	290	292	291
长期借款	311	281	281	281	281
其他	44	9	9	10	9
负债合计	1873	2282	1820	1942	2295
股本	2148	2125	2125	2125	2125
资本公积金	1948	345	345	345	345
留存收益	2919	3503	4245	5877	7614
少数股东权益	270	141	411	739	1112
归属于母公司所有者权益	7015	5973	6715	8347	10084
负债及权益合计	9158	8396	8947	11029	13492

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1832	312	1868	1932	2526
净利润	1621	1009	1805	2228	2517
折旧摊销	160	60	25	21	19
财务费用	45	0	(74)	(51)	(64)
投资收益	(256)	(91)	(75)	(70)	(68)
营运资金变动	435	(805)	(209)	(454)	(290)
其它	(173)	140	396	257	413
投资活动现金流	(1368)	(79)	78	72	69
资本支出	(1019)	(43)	(8)	(8)	(9)
其他投资	(349)	(36)	85	80	78
筹资活动现金流	310	5	(1386)	(544)	(716)
借款变动	(504)	2547	(399)	0	0
普通股增加	63	(23)	0	0	0
资本公积增加	1018	(1602)	0	0	0
股利分配	(250)	(859)	(1062)	(596)	(780)
其他	(17)	(58)	75	52	63
现金净增加额	762	238	559	1460	1879

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6189	7633	9183	10688	12429
营业成本	1948	1811	1832	2195	2569
营业税金及附加	27	33	40	46	54
营业费用	1908	3347	4087	4644	5424
管理费用	777	784	1048	1217	1423
财务费用	29	17	(74)	(51)	(64)
资产减值损失	351	1049	480	300	250
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	256	81	75	70	68
营业利润	1518	770	1847	2406	2842
营业外收入	403	464	360	320	240
营业外支出	4	15	10	15	13
利润总额	1917	1219	2197	2711	3069
所得税	80	68	132	165	189
净利润	1836	1151	2065	2546	2880
少数股东损益	216	143	260	318	363
归属于母公司净利润	1621	1009	1805	2228	2517
EPS (元)	0.75	0.47	0.85	1.05	1.18

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	18%	23%	20%	16%	16%
营业利润	30%	-49%	140%	30%	18%
净利润	51%	-38%	79%	23%	13%
获利能力					
毛利率	68.5%	76.3%	80.1%	79.5%	79.3%
净利率	26.2%	13.2%	19.7%	20.8%	20.2%
ROE	23.1%	16.9%	26.9%	26.7%	25.0%
ROIC	18.4%	10.9%	22.4%	23.6%	22.7%
偿债能力					
资产负债率	20.5%	27.2%	20.3%	17.6%	17.0%
净负债比率	7.8%	8.1%	3.1%	2.5%	2.1%
流动比率	2.6	2.1	3.1	4.1	4.6
速动比率	2.5	2.1	3.1	4.1	4.6
营运能力					
资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0	0.9
存货周转率	22.5	35.6	178.7	93.5	110.8
应收帐款周转率	7.3	7.0	7.1	7.4	7.2
应付帐款周转率	2.7	2.0	1.8	2.1	2.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.75	0.47	0.85	1.05	1.18
每股经营现金	0.85	0.15	0.88	0.91	1.19
每股净资产	3.27	2.81	3.16	3.93	4.75
每股股利	0.40	0.50	0.28	0.37	0.43
估值比率					
PE	18.3	29.0	16.2	13.1	11.6
PB	4.2	4.9	4.4	3.5	2.9
EV/EBITDA	6.40	4.20	3.10	2.20	1.70

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。

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。2018 年水晶球第三名。

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。

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。