



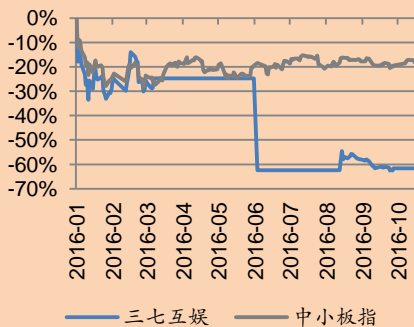
三七互娱 (002555)

投资评级: 增持

报告日期: 2016-10-19

当前价格 (元) 18.51

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	2,084.79
A 股股本(百万股)	2,084.79
B/H 股股本(百万股)	0/0
总市值 (亿元)	385.9
A 股流通比例 (%)	15.2
第一大股东	李卫伟
第一大股东持股比例	19.36%
实际控制人	吴绪顺
实际控制人持股比例	25.86%
12 个月最高/最低(元)	48.6/18.01

TMT 研究组

联系人: 雷涛

021-60956107

leitao922@163.com

相关报告:

《顺荣三七: 页游王者的泛娱乐演进 20151019》

三七互娱: 泛娱乐化的稳步推进

主要观点:

□ 公司外延增长积极

公司完成从汽配供应商延伸至游戏的全产业链供应商的转身。与此同时, 公司通过外延式发展, 深入落实泛娱乐化的战略布局。最新的外延收购包括上海墨鹍数码科技有限公司 68.43% 股权, 以及江苏智铭网络技术有限公司 49.00% 股权。若成功完成本次交易, 将会实现对上市公司核心竞争力即游戏产品开发、发行及运营能力的有效强化。

□ 泛娱乐化战略深入落实

游戏市场的用户增长红利正在逐步消失, 游戏用户的流量入口正在成为游戏厂家的争夺的焦点。而 IP 及粉丝经济将会是完成流量转化的关键点, 公司在泛娱乐化战略上执行非常果断有效, 通过全球化视野来储备优质 IP, 过外延式并购发展整合了大量与游戏相关的游戏、动漫、VR 内容及产品资源, 逐步实现公司泛娱乐一体化的战略落地。

□ 游戏业务增长稳健

公司游戏业务仍然稳健增长, 中报显示游戏业务营收同比增长 9.82%, 页游领域继续保持强势地位, 页游发行市场占有率位居第二, 仅次于腾讯。在手游市场, 公司借助页游的经验, 抓住以 IP 为核心, 发展精品手游产品。通过研运一体化优化产品结构, 同时, 与墨麟股份、锐战网络、游族网络等众多国内一线研发商建立了紧密的战略合作关系, 保障优质产品内容的供给。上市公司在海外市场也在积极投入, 凭借页游基础发展海外游戏的发行业务并取得突破, 旗下 37games 国际平台已覆盖 70 多个国家, 成为全球覆盖面最广的游戏平台之一。

□ 投资建议

公司在页游保持稳健增长, 手游逐渐进入布局收获期, 业绩增长稳定性较好。同时, 公司外延式发展预期较强, 在不考虑当前重组方案的情况下, 我们预测公司 16-18 年 EPS 分别为 0.53/0.63/0.76, 按照当前价格 16-18 年对应 PE 分别为 34.x、29.x、24.x, 我们维持增持评级。

盈利预测:

单位: 百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4657	6461	8399	10414
收入同比 (%)	678%	39%	30%	24%
归属母公司净利润	506	1113	1311	1581
净利润同比 (%)	1224%	120%	18%	21%
毛利率 (%)	59.3%	60.0%	59.8%	59.7%
ROE (%)	24.8%	20.8%	20.3%	20.2%
每股收益 (元)	0.24	0.53	0.63	0.76
P/E	76.26	34.67	29.43	24.41
P/B	10.83	7.17	5.94	4.92
EV/EBITDA	57	35	30	24

资料来源: wind、华安证券研究所

1 泛娱乐化战略深入落实

公司在去年完成三七互娱科技有限公司的 100% 股份的交割，三七互娱科技有限公司成为上市公司的全资子公司。公司完成从汽配供应商延伸至游戏的全产业链供应商的转身。以此同时，公司通过外延式发展，深入落实泛娱乐化的战略布局。最新的外延收购包括上海墨鹞数码科技有限公司 68.43% 股权，以及江苏智铭网络技术有限公司 49.00% 股权。目前重组工作还在进行中，若能够成功完成重组，上市公司将全资拥有两家标的公司。标的公司对上市公司的提升在于：墨鹞科技的精品游戏研发能力将助力三七互娱提升用户的付费意愿；智铭网络的优秀发行能力将助力三七互娱提升流量的覆盖范围及用户转化率，因此本次交易会实现对上市公司核心竞争力即游戏产品开发、发行及运营能力的有效强化。

游戏市场的用户增长红利正在逐步消失，游戏用户的流量入口正在成为游戏厂家的争夺的焦点。而 IP 及粉丝经济将会是完成流量转化的关键点，辅以精良制作和高效推广，可形成现象级的经典产品。当前，整个行业都在推动以 IP 为基础的泛娱乐的一体化发展。上市公司这个战略上执行非常果断有效，通过全球化视野来储备优质 IP，包括《传奇》、《琅琊榜》、《傲世九重天》、《航海王》等数十项游戏、影视、文学、动漫 IP 资源；与芒果传媒、星皓影业达成战略合作关系，积极提升基于 IP 的泛娱乐产品开发能力。上市公司还投资了 Archiact Interactive Ltd.（VR 游戏内容提供）、听听网络（互动视频直播）、绝厉文化（国产动漫）以及参与收购了 SNK Playmore Corporation（日本知名游戏公司）等优质企业，通过外延式并购发展整合了大量与游戏相关的游戏、动漫、VR 内容及产品资源，逐步实现公司泛娱乐一体化的战略落地。

2 游戏业务维持增长

公司游戏业务仍然稳健增长，中报显示游戏业务营收同比增长 9.82%，页游领域继续保持强势地位，页游发行市场占有率位居第二，仅次于腾讯。凭借研运一体化的优势，在页游市场缓慢萎缩的背景下，仍然凭借精品游戏战略取得优势。

在手游市场，公司借助页游的经验，抓住以 IP 为核心，发展精品手游产品。运营产品超 500 款，拥有超千万的活跃用户，月流水近 2 亿；上半年在国内上线的新产品《永恒纪元·戒》表现优异，月流水近 1 亿。另外，通过独代及联运的方式发行了包括《苍翼之刃》、《天将雄师》、《冒险之光》、《大话西游》、《梦幻西游》等多款现象级手游产品。在研发方面，立足于优质 IP，通过研运一体化优化产品结构，同时，与墨麟股份、锐战网络、游族网络等众多国内一线研发商建立了紧密的战略合作关系，保障优质产品内容的供给。

上市公司在海外市场也在积极投入，凭借页游基础发展海外游戏的发行业务并取得突破，旗下 37games 国际平台已覆盖 70 多个国家，成为全球覆盖面最广的游戏平台之一。投资入股方式与境外公司合作开拓海外市场，在韩国、日本等地获得了 EST soft Corp.（“EST soft”）、Braeve Co., Ltd.（“Braeve”）及 SNK Playmore Corporation 等专业领先的合作伙伴，强化本地化能力，并开始培育全球发行能力，力图将公司在国内游戏市场的成功经历快速复制至海外市场。国际平台，运营产品超 150 款，注册用户超 6500 万，覆盖国家超 70 个；在台港澳地区连续成功发行《暗黑黎明》、《仙剑奇侠传》、《拳皇 97》等多款手游；东南亚地区发行的手游《六龙御天》上线 20 天占据马来西亚 IOS 畅销榜榜首并维持达 3 个月。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,121	4,570	6,258	8,162	营业收入	4,657	6,461	8,399	10,414
现金	1,110	2,614	3,064	4,054	营业成本	1,896	2,584	3,376	4,197
应收账款	526	585	815	943	营业税金及附加	42	32	42	52
其他应收款	59	125	217	201	销售费用	1,459	2,229	3,024	3,760
预付账款	220	610	1,268	1,803	管理费用	422	588	756	937
存货	68	99	139	161	财务费用	(14)	(27)	(42)	(53)
其他流动资产	139	536	755	1,000	资产减值损失	48	1	2	2
非流动资产	2,502	2,231	2,277	2,301	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	170	61	91	100	投资净收益	5	20	35	50
固定资产	311	292	272	252	营业利润	809	1,073	1,275	1,570
无形资产	51	47	43	40	营业外收入	127	102	109	90
其他非流动资产	1,970	1,832	1,871	1,909	营业外支出	3	2	2	2
资产总计	4,623	6,801	8,535	10,463	利润总额	933	1,173	1,383	1,658
流动负债	906	1,235	1,800	2,334	所得税	11	14	17	20
短期借款	31	23	14	2	净利润	922	1,159	1,366	1,638
应付账款	603	715	916	1,207	少数股东损益	416	46	55	57
其他流动负债	272	497	870	1,125	归属母公司净利润	506	1,113	1,311	1,581
非流动负债	6	(1)	5	5	EBITDA	870	1,069	1,256	1,539
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.24	0.53	0.63	0.76
其他非流动负	6	(1)	5	5					
负债合计	912	1,234	1,805	2,339					
少数股东权益	148	187	233	282	主要财务比率				
股本	1,042	2,085	2,085	2,085	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
资本公积	1,976	1,825	1,845	1,868	成长能力				
留存收益	541	1,471	2,567	3,889	营业收入	678.43%	38.73%	30.00%	24.00%
归属母公司股东权	3,563	5,381	6,497	7,842	营业利润	1304.14%	32.64%	18.86%	23.09%
负债和股东权益	4,623	6,801	8,535	10,463	归属于母公司净利润	1224.18%	119.95%	17.83%	20.54%
					获利能力				
					毛利率(%)	59.29%	60.00%	59.80%	59.70%
					净利率(%)	10.87%	17.23%	15.61%	15.18%
					ROE(%)	24.84%	20.82%	20.30%	20.16%
					ROIC(%)	43.23%	50.23%	32.82%	31.16%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	19.73%	18.14%	21.14%	22.36%
					净负债比率(%)	-14.59%	-31.12%	-27.54	-27.86
					流动比率	2.34	3.70	3.48	3.50
					速动比率	2.27	3.62	3.40	3.43
					营运能力				
					总资产周转率	1.16	1.13	1.10	1.10
					应收账款周转率	13.12	13.94	15.87	15.54
					应付账款周转率	9.58	9.80	10.30	9.81
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.24	0.53	0.63	0.76
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.25	0.31	0.56
					每股净资产(最新摊薄)	1.71	2.58	3.12	3.76
					估值比率				
					P/E	76.3	34.7	29.4	24.4
					P/B	10.8	7.2	5.9	4.9
					EV/EBITDA	57.02	34.83	29.59	23.77

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。