

三七互娱 (002555.SZ) 娱乐行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

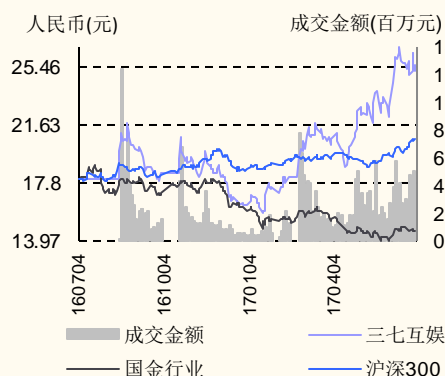
市场价格(人民币): 25.57元

强者恒强，手游持续爆发值得期待

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	599.21
总市值(百万元)	53,308.20
年内股价最高最低(元)	26.80/15.92
沪深 300 指数	3666.80
深证成指	10529.61



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.577	0.513	0.874	1.004	1.172
每股净资产(元)	3.42	2.17	3.07	4.11	5.32
每股经营性现金流(元)	0.99	0.46	1.00	1.03	1.26
市盈率(倍)	84.69	31.95	28.95	25.20	21.58
行业优化市盈率(倍)	33.85	33.85	33.85	33.85	33.85
净利润增长率(%)	1224.18%	111.49%	76.10%	14.89%	16.75%
净资产收益率(%)	14.20%	23.67%	29.42%	25.26%	22.78%
总股本(百万股)	877.11	2,084.79	2,156.64	2,156.64	2,156.64

来源：公司年报、国金证券研究所

注：2017年5月，公司经证监会核准批复，拟通过询价方式非公开发行股份募集资产收购配套资金，发行底价为17.37元/股，发行股份合计不超过4518.75万股，募集资金总额为12.07亿元，目前该事项正在进行中

投资逻辑

- **研运一体，流量运营核心优势凸显：**公司是以发行和运营为核心竞争力的企业，在流量运营上具有一定的优势，通过对外部流量的大规模采买和精细化的运营，提高了游戏玩家和研发商的对接效率。公司通过优秀的发行能力，把游戏发送到特定的目标人群，实现精准营销，将游戏的运营周期和流水发挥到平均水平以上。
- **页游行业龙头，研发第一，发行第二，可贡献稳定现金流和利润：**2016年公司运营平台和研发商开服数量均排名第一，公司自主研发的《传奇霸业》和《大天使之剑》在发售两年多以后依然表现抢眼，《传奇霸业》连续两年排名页游开服数量第一，15年和16年流水分别为15亿和12亿元。根据易观千帆数据显示，截止到2016年三季度，三七互娱作为页游研发商的市场份额10.5%，排名第一。而作为页游的发行运营商市场份额达到13.4%，仅次于腾讯游戏，排名第二。
- **手游业务后来居上，新品蓄势待发：**2017年下半年，公司将推出几款重磅手游大作，包括《择天记》、《传奇霸业》、《武易》等，前两款均由腾讯发行。我们认为，在原有精品手游延续良好表现的情况下，新推出的手游产品均为大IP+大制作+顶级渠道发行，有望流水超预期，增厚未来两年的业绩水平。
- **积极实施全球化战略，拓展海外市场收入：**公司旗下的37GAMES已经覆盖110多个国家，平台的注册用户已经超过6500万。去年公司海外手游市场处于开拓期，公司海外手机游戏业务实现最高月流水超过9,000万元，营收实现7.14亿元，占比为14.24%。手游出海行业正当红利期，2017年公司 will 加大海外手机游戏发行投入，海外扩张值得期待。

投资建议及估值

- 我们预测2017-2019年，公司预计总营业收入分别为78.64亿元、96.20亿元和112.56亿元，预计归母净利润分别为18.85亿元、21.65亿元和25.28亿元；按照最新摊薄后股本计算，2017-2019年对应EPS分别为0.87元、1.00元和1.17元。

姜姝

联系人
(8621)60935531
jiangshu@gjzq.com.cn

裴培

分析师 SAC 执业编号：S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

- 考虑到公司游戏新品近期上线流水可能超预期，上半年利润预增在 68.72%-81.07%，我们按照 18 年 EPS 整体给 32 倍 PE，对应 17 年目标价 32.5 元，首次覆盖评级为“买入”。

风险提示

- 新品游戏流水不及预期，2017 年 12 月 29 日，公司将解禁 4.49 亿股，占总股本 21.55%。

内容目录

1. 公司经营稳健，游戏业务保持快速增长.....	5
1.1 公司历史沿革.....	5
1.2 公司股权结构.....	6
1.3 财务分析.....	7
2. 研运一体，流量运营核心优势凸显.....	9
2.1 研运一体为基础，流量运营精准营销.....	9
2.2 页游行业龙头，研发第一，发行第二.....	10
2.3 手游业务后来居上，新品蓄势待发.....	14
3. 积极实施全球化战略，拓展海外市场收入.....	21
4. 布局泛娱乐，优质 IP 储备丰富.....	23
盈利预测.....	24
风险提示.....	25

图表目录

图表 1：公司发展历史.....	5
图表 2：公司旗下发行品牌.....	5
图表 3：公司旗下研发品牌.....	6
图表 4：截止 2017 年一季度公司前十大股东.....	6
图表 5：公司未来解禁情况.....	7
图表 6：2017 年 12 月 29 日解禁情况.....	7
图表 7：三七互娱游戏业务营收和归母净利润.....	7
图表 8：2016 年公司分项营收和毛利率情况.....	7
图表 9：2016 年中国上市公司企业游戏营收规模前十.....	8
图表 10：2016 年各游戏公司研发投入对比（亿元）.....	8
图表 11：2016 年各游戏公司研发人员数量对比.....	8
图表 12：分季度营收和归母净利润情况.....	9
图表 13：2017 年 5 月 iOS 中国游戏 APP 收入前十游戏.....	9
图表 14：16 年 A 股主要游戏公司销售费用对比（亿元）.....	10
图表 15：《永恒纪元》月流水.....	10
图表 16：网页游戏市场规模.....	10
图表 17：2016 年网页游戏开服走势.....	10
图表 18：2016 年和 2015 年排名前三页游开服数量对比.....	11
图表 19：2016 年和 2015 年排名前三页游流水对比（亿元）.....	11
图表 20：2016 年网页游戏平台开服排行.....	11
图表 21：2016 年开服前 10 平台收入.....	11
图表 22：公司运营平台和研发商开服排名双双第一.....	12
图表 23：2014-2016 年开服排名前三的游戏研发商情况.....	12

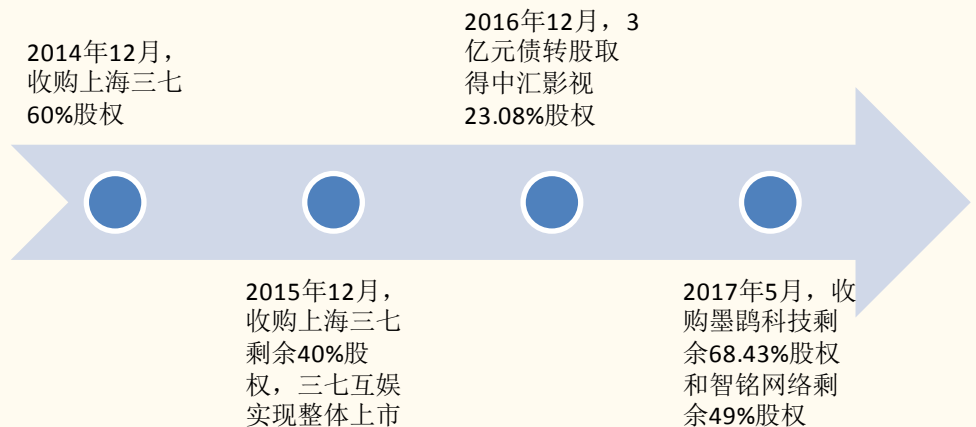
图表 24: 页游研发商竞争格局变化.....	12
图表 25: 页游发行商竞争格局变化.....	12
图表 26: 《传奇霸业》开服情况.....	13
图表 27: 《传奇霸业》月开服数量依旧排名前三.....	13
图表 28: 《传奇霸业》自发行以来开服趋势.....	13
图表 29: 《大天使之剑》开服及流水情况.....	14
图表 30: 2017 年前 5 个月《大天使之剑》开服及排名.....	14
图表 31: 2017 年公司新推出页游.....	14
图表 32: 中国手游市场规模.....	15
图表 33: 中国游戏市场实际销售收入.....	15
图表 34: 2016 年中国游戏市场各游戏类型占比.....	15
图表 35: 手机游戏市场规模、用户规模和 ARPU 值增速对比.....	16
图表 36: 15 年中国移动游戏 CP 市场竞争格局.....	16
图表 37: 16 年第四季度中国移动游戏 CP 市场竞争格局.....	16
图表 38: 公司主要手游.....	17
图表 39: 《永恒纪元》自上线以来一直畅销排名前列.....	18
图表 40: 《永恒纪元》上线以来 IOS 游戏 APP 收入排名.....	18
图表 41: 墨腾科技和智铭网络往年业绩情况.....	19
图表 42: 墨腾科技和智铭网络业绩承诺 (万元).....	19
图表 43: 《全民无双》游戏画面.....	19
图表 44: 《全民无双》游戏数据.....	19
图表 45: 2017 年新推出手游产品.....	20
图表 46: 《传奇霸业》手游宣传视频截图.....	20
图表 47: 《传奇霸业》手游画面.....	20
图表 48: 2017 年 4 月 18~2017 年 5 月 7 日《择天记》正片全网流量趋势.....	21
图表 49: 2016 年全球主要地区手游市场规模及增长率.....	21
图表 50: 自研移动游戏海外市场高速增长占比提升.....	22
图表 51: 国内游戏厂商海外市场竞争激烈.....	22
图表 52: 《创世破晓》台湾地区 IOS 畅销排名.....	22
图表 53: 公司泛娱乐布局.....	23
图表 54: 各公司 IP 储备情况对比.....	23
图表 55: 2017-2019 年收入分产品和地区预测 (单位: 亿元) 错误!未定义书签.....	
图表 56: A 股主要游戏公司估值比较.....	25

1. 公司经营稳健，游戏业务保持快速增长

1.1 公司历史沿革

- 公司前身为“顺荣股份”，主要从事汽车零部件的研制，生产和销售。2014年和2015年分别收购上海三七60%和40%的股权，转型进入游戏行业。2016年公司先后投资南广影视和中汇影视，加强优质IP运营能力。公司并以发行股份和支付现金方式收购墨鹍科技68.43%的股权和智铭网络49%的股权，强化游戏研发、发行和运营能力。

图表 1：公司发展历史



来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前公司的核心业务是网页游戏和手机游戏的研发和运营，旗下拥有37游戏、37手游、海外37GAMES和智铭网络等发行平台，以及极光网络、火山湖工作室等顶尖的游戏研发团队。

图表 2：公司旗下发行品牌



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 3：公司旗下研发品牌



来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 公司股权结构

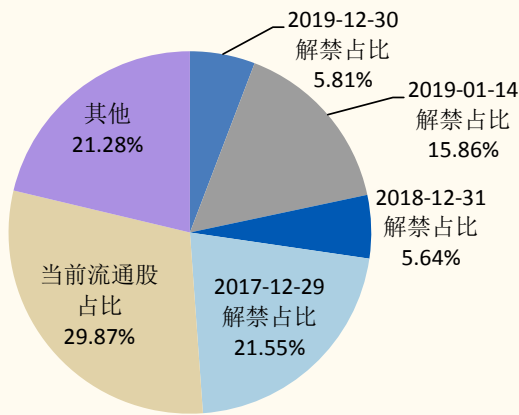
- **股权相对集中，年底有较大规模解禁。**截止 2017 年一季度，公司前十大股东占比总股份 74.72%，股权相对集中，第一大股东李卫伟持股 4.04 亿股，占比 19.36%。公司实际控制人为吴绪顺与吴卫红、吴卫东(三人是借壳前公司实际控制人)，吴绪顺与吴卫红、吴卫东为父女(子)关系，为一致行动人，合计持股 5.39 亿股，占总股本的 25.86%。2017 年 12 月 29 日，公司将解禁 4.49 亿股，占总股本 21.55%。

图表 4：截止 2017 年一季度公司前十大股东

股东名称	持股数量 (百万股)	占总股本比例 (%)
李卫伟	403.66	19.36
曾开天	369.30	17.71
吴继顺	204.14	9.79
吴卫红	168.20	8.07
吴卫东	166.69	8.00
吴斌	70.40	3.38
珠海融玺股权投资合伙企业	59.03	2.83
顺荣三七定增计划 2 号资产管理计划	44.50	2.14
叶志华	38.55	1.85
上海磐信投资管理有限公司	33.06	1.59
合计	1,557.64	74.72

来源：Wind, 国金证券研究所

图表 5：公司未来解禁情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：2017 年 12 月 29 日解禁情况

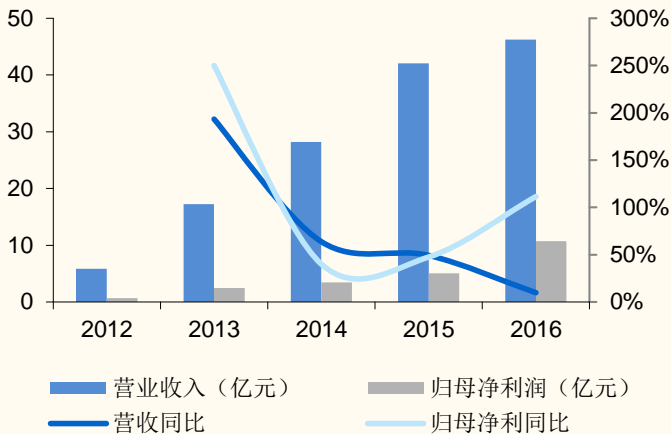
股东名称	本次解禁股份数量 (万股)	占总股本
曾开天	11079.13	5.31%
李卫伟	8073.16	3.87%
吴斌	7040.4	3.38%
吴绪顺	4405.88	2.11%
吴卫红	4405.88	2.11%
吴卫东	4405.88	2.11%
叶志华	3855.15	1.85%
杨大可	1652.21	0.79%

来源：wind，国金证券研究所

1.3 财务分析

- **手游业务高速崛起，海外地区收入同比快速增长。**2016 年，公司实现营业收入 52.48 亿元，同比增长 13%，归母净利润 10.7 亿元，同比增长 111%。主要原因有收购上海三七剩余 40% 的股权，实现整体上市和利润并表；手机游戏业务实现较大突破，16 年手游业务营收同比增长 218.86%，公司自研爆款手游《永恒纪元》大幅提升公司手机游戏业务的盈利能力。在营收地区上，公司海外市场不断拓展，2016 年实现收入 7.47 亿元，同比增长 110.12%，占总营收比重也从 2015 年的 7.64% 增长到 14.24%。

图表 7：三七互娱游戏业务营收和归母净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：2016 年公司分项营收和毛利率情况

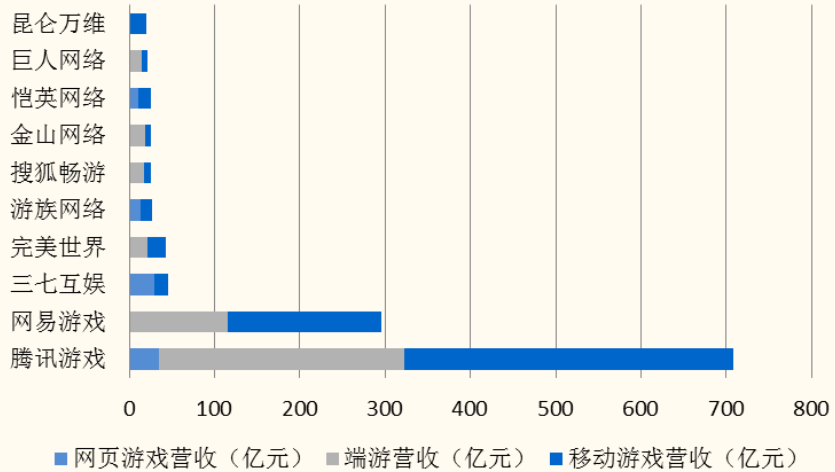
	营业收入 (亿元)	占比	同比增长	毛利率
分行业				
网络游戏行业	46.22	88.08%	9.81%	67.50%
汽车零部件行业	6.26	11.82%	39.85%	29.84%
分产品				
网页游戏	29.49	56.19%	-19.66%	70.26%
手机游戏	16.39	31.24%	218.86%	61.85%
其他	0.34	0.65%	37.12%	100.00%
汽车零部件	6.26	11.93%	39.85%	29.84%
分地区				
国内	45.01	83.99%	4.64%	63.77%
海外	7.47	16.01%	110.12%	59.41%

来源：wind，国金证券研究所

- **A 股游戏龙头，研发实力强。**从收入规模上看，2016 年中国上市公司中，腾讯网易占据头两名的位置，并且形成了两大巨头的格局，进一步挤压中小厂商的市场。特别是手游市场，2016 年两家公司已经超过整个国内游戏市场的六成。二线游戏厂商中，三七互娱页游营收规模仅次于腾讯，手机游戏业务也在高速成长。A 股主要游戏上市公司中，从研发投入和研发人员规模上看，三七互娱仅次于完美世界，具有一定的优势。2016 年研发投

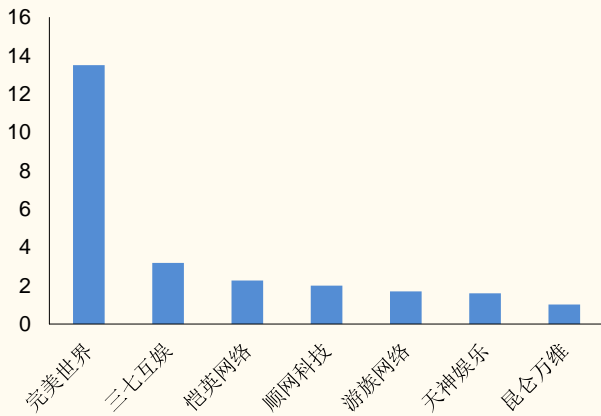
入 3.18 亿元，研发人员数量也突破 1000 人。我们认为随着手游进入精品化时代，小规模游戏公司将面临越来越大的压力（研发成本提高，营销成本提高），利好 A 股龙头游戏公司，如三七互娱、完美世界、游族网络等，有望进一步扩张市场份额。

图表 9：2016 年中国上市公司企业游戏营收规模前十



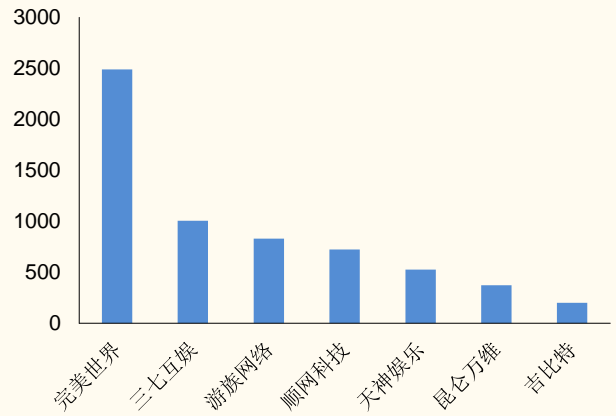
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 10：2016 年各游戏公司研发投入对比 (亿元)



来源：各公司年报，国金证券研究所

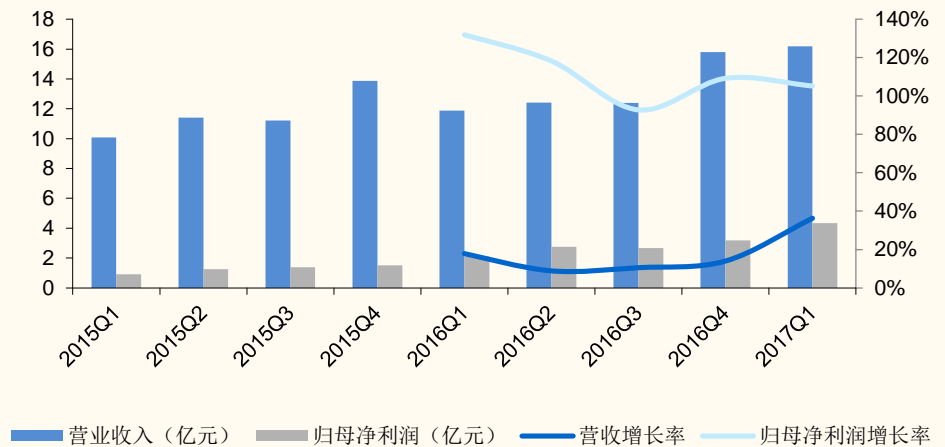
图表 11：2016 年各游戏公司研发人员数量对比



来源：各公司年报，国金证券研究所

- **一季度业绩超预期。**公司 17 年一季度实现营业收入 16.19 亿，归母净利润 4.33 亿，分别增长 36.28%、104.99%。主要原因是以《永恒纪元》为主的手游持续高速增长以及处置上海喆元股权获得投资收益约 1.1 亿元。公司同时预计上半年实现归母净利润 8.2-8.8 亿元，同比增长 68.72%-81.07%。

图表 12：分季度营收和归母净利润情况



来源：公司年报，国金证券研究所

2. 研运一体，流量运营核心优势凸显

2.1 研运一体为基础，流量运营精准营销

- **研运一体化游戏公司具有较强竞争力。**从游戏市场的发展趋势看，越来越多的发行商延伸到上游研发商，形成研运一体化的模式，而其中的好处有以下几点：1. 发行运营商自主研发游戏，有利于提高效率，便于后期维护。2. 避免与研发商之间的利益纠纷。3. 有利于打造生命周期长的精品爆款游戏。随着游戏产品的竞争激烈，一款游戏想要脱颖而出，就需要更加精细的运营。自主研发运营的游戏，能够迅速跟进用户的反馈，尽快解决问题。从 2017 年 5 月进入 iOS 中国区游戏收入前十的游戏来看，研运一体的游戏占到了大多数。

图表 13：2017 年 5 月 iOS 中国游戏 APP 收入前十游戏

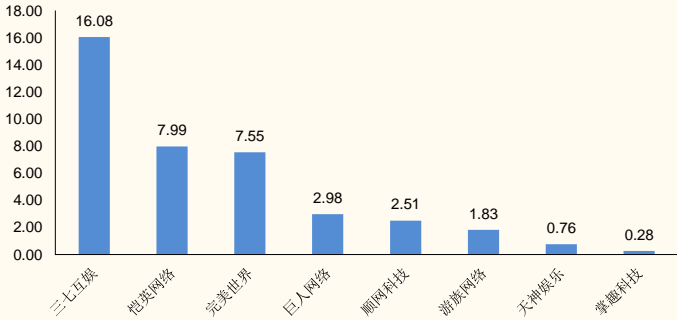
排名	游戏名	研发商	发行商
1	王者荣耀	腾讯游戏	腾讯游戏
2	梦幻西游	网易游戏	网易游戏
3	倩女幽魂	网易游戏	网易游戏
4	神话永恒	天马时空	中手游
5	天龙八部	畅游	腾讯游戏
6	热血江湖	龙图游戏	龙图游戏
7	阴阳师	网易游戏	网易游戏
8	龙之谷	盛大游戏	腾讯游戏
9	大话西游	网易游戏	网易游戏
10	Fate/grand order	Type-moon	Bilibili

来源：APP Annie，国金证券研究所

- **公司流量运营优势凸显，营销能力强。**公司是以发行和运营为核心竞争力的企业，在流量运营上具有一定的优势，公司几乎买断了市场中有质量的中小网盟的流量，另外与很多大型的互联网媒体有着良好的合作关系，公司的销售费用是 A 股游戏公司中最高的，通过对外部流量的大规模采买和精细化的运营，提高了游戏玩家和研发商的对接效率。所以公司有能力强把合格的产品，通过优秀的发行能力，把游戏发送到特定的目标人群，实现

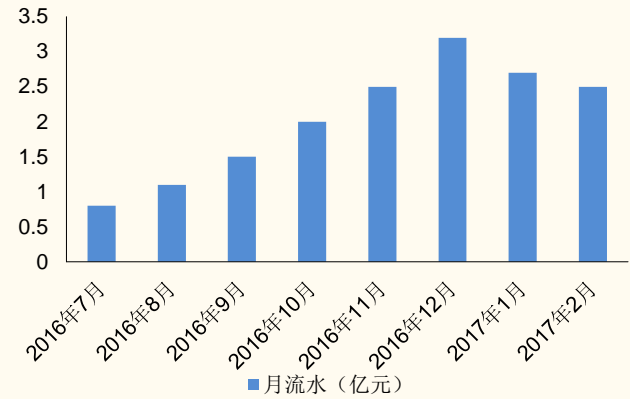
精准营销，将游戏的运营周期和流水发挥到平均水平以上。比如《永恒纪元》的目标对象主要是三四城市玩家，其收入比例大部分来自于安卓平台，而且《永恒纪元》的月流水表现出色，发行半年之后依然能够保持峰值的90%以上，成为页转手的标杆产品。

图表 14：16 年 A 股主要游戏公司销售费用对比（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 15：《永恒纪元》月流水

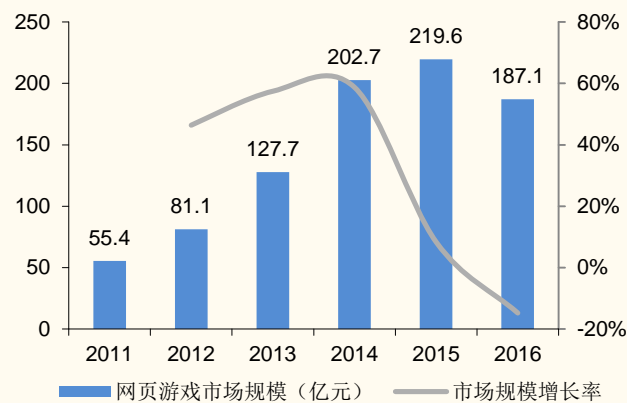


来源：公司战略发布会，国金证券研究所

2.2 页游行业龙头，研发第一，发行第二

- 行业进入成熟期，游戏趋向精品化。页游市场经过几年的高速发展，从 14 年开始增速出拐点，页游市场已经进入了相对成熟的发展时期。市场实际销售收入在 2016 年也首次出现下滑，降幅为 14.80%，造成市场负增长的原因是页游精品游戏数量下降，网页游戏的创新度不高，并且研发周期越来越长。而事实上，根据 9K9K 网页游戏数据中心统计，2016 年度优质平台开服总数较 2015 年增长 19.9%，排名前三的单款页游产品的流水以及开服数并没有出现明显下滑。所以，我们认为未来页游市场规模还是会保持相对稳定，市场趋向精品游戏会更加明显。

图表 16：网页游戏市场规模



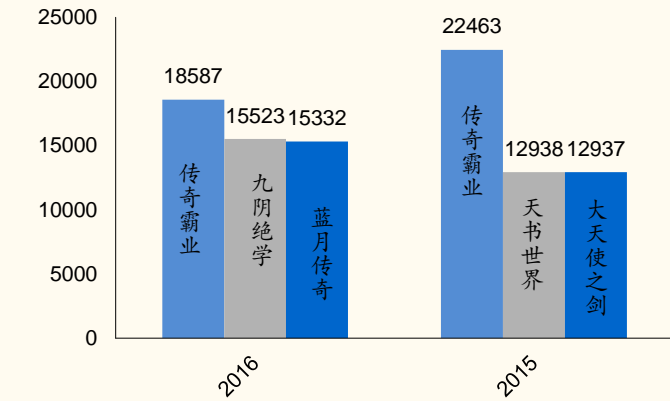
来源：游戏工委，国金证券研究所

图表 17：2016 年网页游戏开服走势



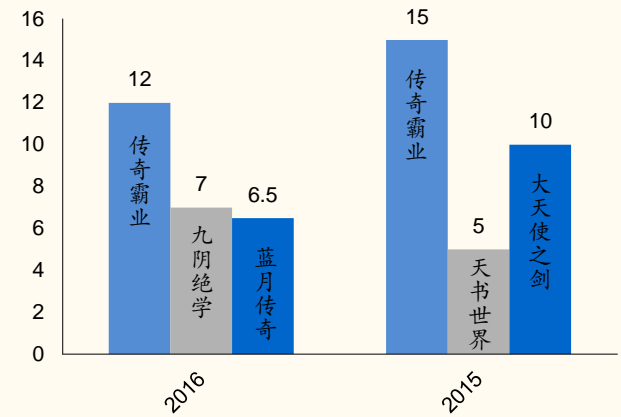
来源：9K9K，国金证券研究所

图表 18: 2016 年和 2015 年排名前三页游开服数量对比



来源: 9k9k, 国金证券研究所

图表 19: 2016 年和 2015 年排名前三页游流水对比 (亿元)



来源: 9k9k, 国金证券研究所

- 页游行业龙头。**三七互娱 2012 年开始从事网页游戏业务，旗下拥有 37.com 和 6711.com 两个知名页游运营平台。其中 37 游戏目前拥有平台注册用户超过 5.8 亿，在业内有“页游之虎”之称，是“中国十大游戏运营平台”、“中国最佳人气网页游戏平台”，市场份额稳居行业领先地位并形成强力的品牌壁垒。根据 9k9k 数据显示（统计不含腾讯），37 游戏平台 2016 年开服数量为 26825，排名第一。而从流水角度，37 游戏年度总流水突破 23 亿，排名榜首，是排名第二的 2 倍多。

图表 20: 2016 年网页游戏平台开服排行



来源: 9k9k, 国金证券研究所

图表 21: 2016 年开服前 10 平台收入

运营平台	开服数量	流水 (亿)	开服前三游戏
37 游戏	26825	23.0+	传奇霸业 大天使之剑 武神赵子龙
360 游戏	23269	8.0+	大天使之剑 盗墓笔记 九阴绝学
顺网游戏	18025	3.5+	九阴绝学 传奇霸业 武神赵子龙
搜狗游戏	16004	3.5+	传奇盛世 传奇霸业 铁血皇城
XY 游戏	14202	6.0+	烈焰 传奇盛世 蓝月传奇
YY 游戏	13999	6.0+	剑雨江湖 传奇霸业 大天使之剑
4399	12966	6.0+	七杀 战天 热血三国
9377	12875	6.0+	雷霆之怒 赤月传说2 赤月传说
2144	12460	2.0+	传奇霸业 传奇盛世 蓝月传奇
飞火游戏	11779	1.2+	蓝月传奇 九阴绝学 魔法王座

来源: 9k9k, 国金证券研究所

- 公司页游研发、发行运营实力强劲。**公司从设立以来，致力于网页游戏的研发和运营。根据 9k9k 数据，2016 年公司运营平台和研发商开服数量均排名第一。根据易观千帆数据显示，三七互娱在页游研发和发行的市场份额近两年不断提升，截止到 2016 年三季度，三七互娱作为页游研发商的市场份额达到 10.5%，排名第一。而作为页游发行商的市场份额达到 13.4%，仅次于腾讯游戏，排名第二。从竞争格局来看，易观智库的数据显示三七游戏作为发行商的份额从 2014 年的 12.30% 提升至 2016 年 Q3 的 13.56%，同时 CR3 的市场份额从 2014 年的 54.7% 提升至 2016 年 Q3 的 58.05%，预计未来龙头公司的市占率会进一步提升；三七游戏作为研发商的市场份额从 2014 年排不上名次提升至 2016 年 Q3 的 10.5%，位居第一，显示出其极强的竞争力。

图表 22：公司运营平台和研发商开服排名双双第一

2016年运营平台开服排行榜		2016年研发商开服排行榜	
 第一名：37游戏 服务器：26732组 传奇霸业 4657		 第一名：上海三七互娱 服务器：48484组 传奇霸业 18551	
 第二名：360游戏 服务器：23200组 大天使之剑 1584		 第二名：广州创思 服务器：20841组 烈焰 6516	
 第三名：179游戏 服务器：17968组 九阴绝学 1505		 第三名：浙江盛和 服务器：15806组 蓝月传奇 15263	

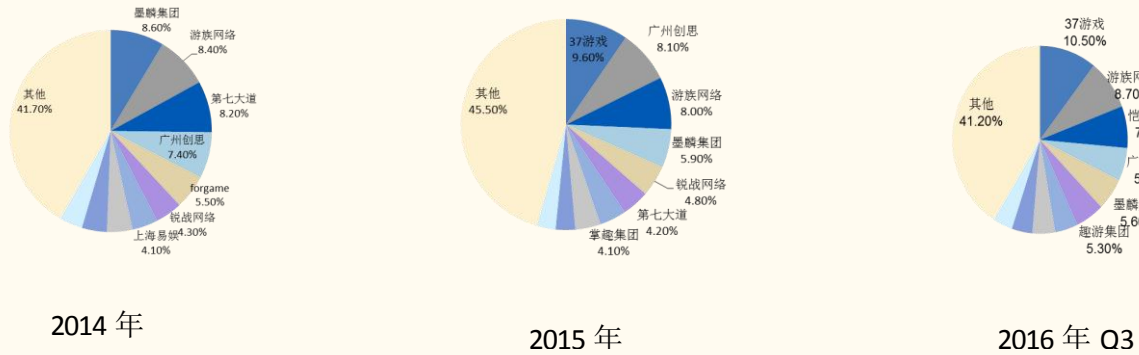
来源：9k9k, 国金证券研究所

图表 23：2014-2016 年开服排名前三的游戏研发商情况

	排名	游戏	研发商
2016 年	1	传奇霸业	三七互娱
	2	九阴绝学	智远时空
	3	蓝月传奇	浙江盛和
2015 年	1	传奇霸业	三七互娱
	2	天书世界	趣游集团
	3	大天使之剑	三七互娱
2014 年	1	烈焰	广州创思
	2	大天使之剑	上海三七玩
	3	风云无双	墨麟集团

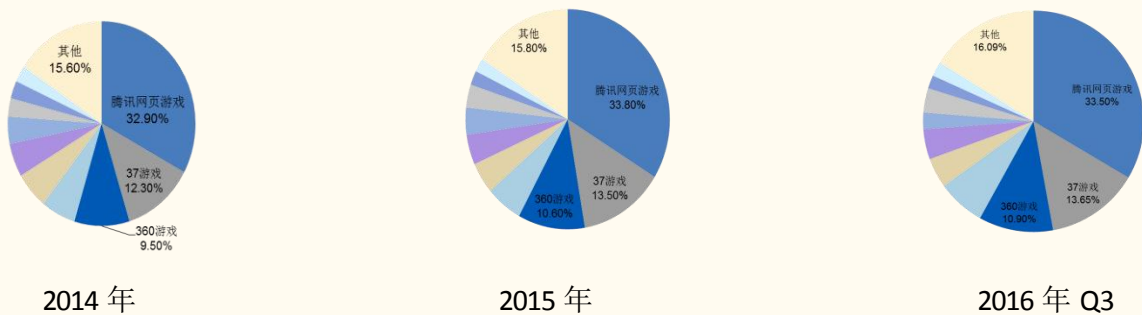
来源：9k9k, 国金证券研究所

图表 24：页游研发商竞争格局变化



来源：易观智库, 国金证券研究所

图表 25：页游发行商竞争格局变化



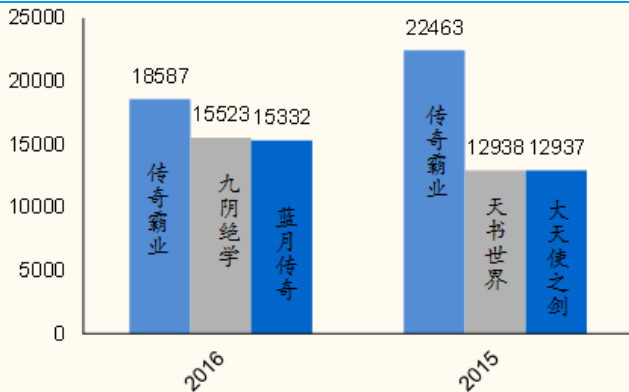
来源：易观国际, 国金证券研究所

■ 公司自主研发的《传奇霸业》和《大天使之剑》成为页游双霸

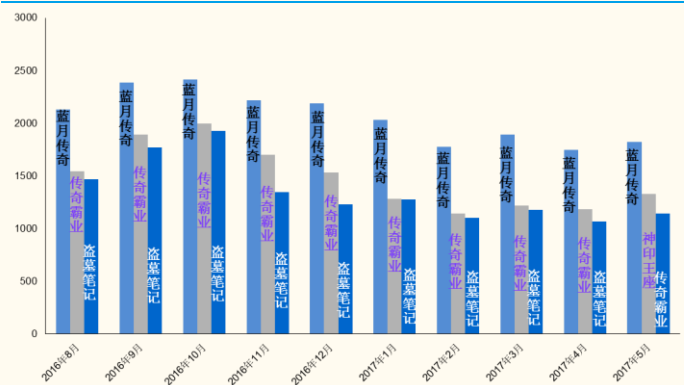
- 《传奇霸业》是由极光工作室自主研发，37 游戏发行运营的 ARPG 类网页游戏，于 2014 年 12 月 26 日发行。根据 9k9k 数据显示，2015 年和 2016 年年度总流水分别为 15 亿和 12 亿，连续两年开服数量和总流水排名第一。截止到 2017 年 6 月 17 日，《传奇霸业》开服数量为 47684 组，平均每天开服 52 组，开服总数排名第一。而最近几个

月的排名依然保持在前三名，对于一个已经发行了 2 年多的游戏来说十分罕见，显示出三七运营长线产品的强大实力。

图表 26: 《传奇霸业》开服情况



图表 27: 《传奇霸业》月开服数量依旧排名前三



来源: 9k9k, 国金证券研究所

来源: 9k9k, 国金证券研究所

图表 28: 《传奇霸业》自发行以来开服趋势



来源: 9k9k, 国金证券研究所

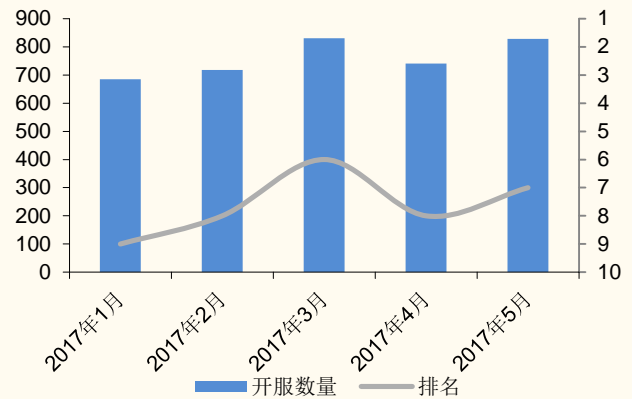
- 《大天使之剑》也是由极光工作室自主研发，拥有韩国网禅正版《奇迹 MU》授权，于 2014 年 6 月 9 日公测。游戏除了打怪掉宝的内容，还加入竞技场、攻城战等 PK 玩法。游戏上线 30 天破亿，60 天总流水达到 3.2 亿元，还荣获 2014 年金翎奖玩家最喜爱的网页游戏。《大天使之剑》目前已上线 3 年，14-16 年游戏流水分别为 9 亿、10 亿和 7 亿元。页游市场排名分别为第二、第三和第五。2017 年游戏月开服数量依然保持稳定，排名前十，充分显示公司打造长生命周期游戏的强大能力。

图表 29:《大天使之剑》开服及流水情况

年份	开服数量	流水	排名
2014	11847	9 亿	2
2015	12937	10 亿	3
2016	10316	7 亿	5

来源: 9k9k, 国金证券研究所

图表 30: 2017 年前 5 个月《大天使之剑》开服及排名



来源: 9k9k, 国金证券研究所

页游新品有望继续巩固公司行业地位。公司经过《大天使之剑》和《传奇霸业》两款爆款页游的沉淀之后, 今年下半年将陆续推出新的页游作品, 《武易》页游、《航海王》页游(代理发行)和《天堂 2》页游等。新的产品有望继续帮助公司提高市场份额, 增厚业绩。

图表 31: 2017 年公司新推出页游



角色扮演类 (ARPG) 网页游戏, 在继承传奇原汁原味的职业体系和战斗方式之上, 加入 BOSS 图鉴、气海、光翼等新玩法。重现了攻沙激情, 带来非凡的传奇盛宴。



获得《天堂 2》研发商韩国 NCSOFT 的正版授权, 将把这款经典端游改编为网页游戏。



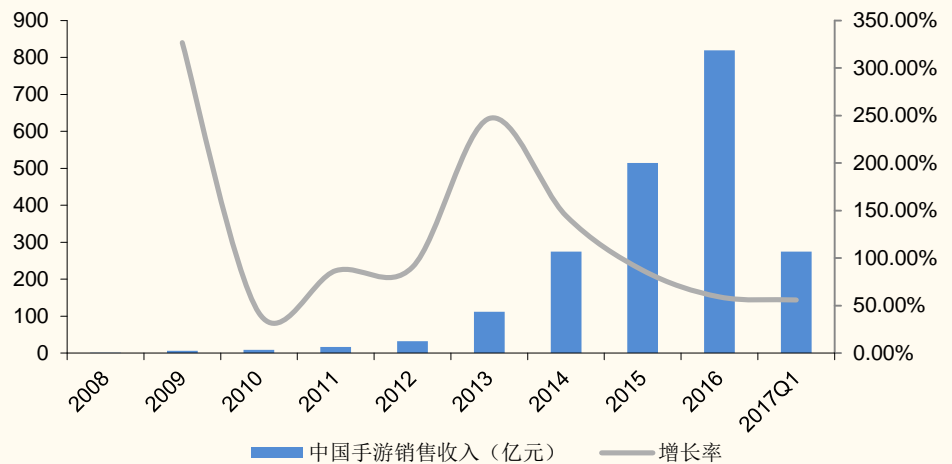
超人气动漫 IP, 其 IP 拥有观众的数量极其庞大, 不但在日本的排名第一的动漫品牌, 在国内也是与《火影忍者》、《死神》并列的三大漫画之一。

来源: 公司发布会, 国金证券研究所

2.3 手游业务后来居上, 新品蓄势待发

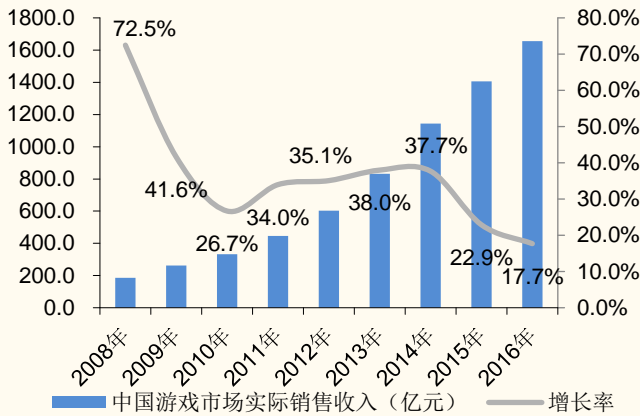
- 手游是游戏行业增长主要动力。从整个游戏行业发展来看, 2011 年, 手游开始高速增长, 市场、用户规模双超端、页游, 在 2013 年更是达到黄金增长期, 市场、用户规模增速分别高达 246.91%、248.4%。2013 年以后, 端游和页游都增长趋于平稳, 手游增速下降, 但还保持较高速增长, 成为游戏行业增长的主要动力, 而且在整个游戏行业的占比也不断提升, 2016 年收入超过端游市场, 达到 49.5%, 成为占比最大的部分。

图表 32：中国手游市场规模



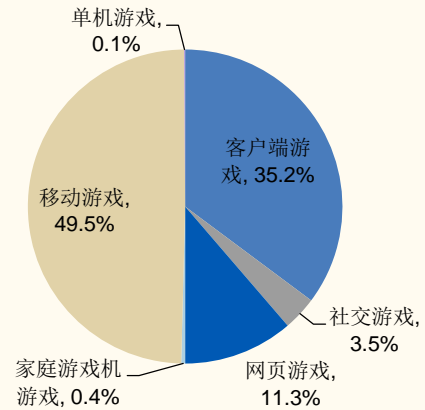
来源：GPC, IDC, CNG, 国金证券研究所

图表 33：中国游戏市场实际销售收入



来源：GPC, IDC, CNG, 国金证券研究所

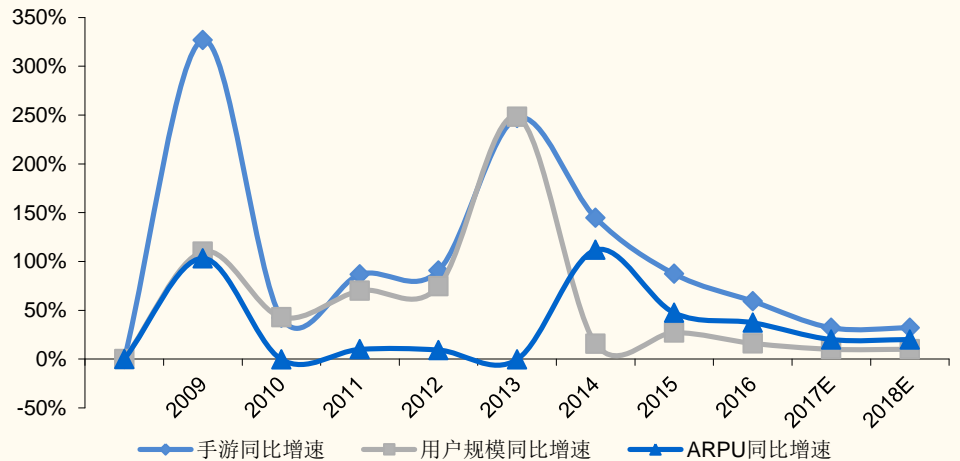
图表 34：2016 年中国游戏市场各游戏类型占比



来源：GPC, IDC, CNG, 国金证券研究所

- **ARPU 值驱动手游继续高速增长。**2016 年中国手游的市场规模达到 819.2 亿元，同比增速达到 59.2%，用户规模 5.28 亿，同比增长 16%，ARPU 值为 155.2，同比增长 37.2%。随着人口红利期已过，手游增速的驱动也从用户的规模驱动转变为 ARPU 值的驱动。我们认为，未来两年 ARPU 增速会在 20% 以上，驱动手游行业增长在 30% 以上。

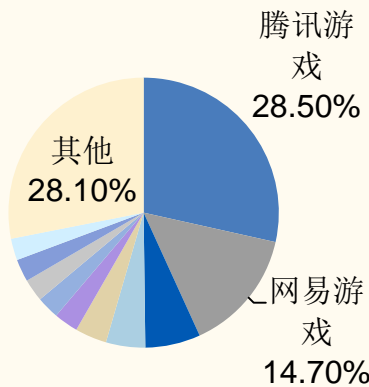
图表 35：手机游戏市场规模、用户规模和 ARPU 值增速对比



来源：GPC, IDC, CNG, 国金证券研究所

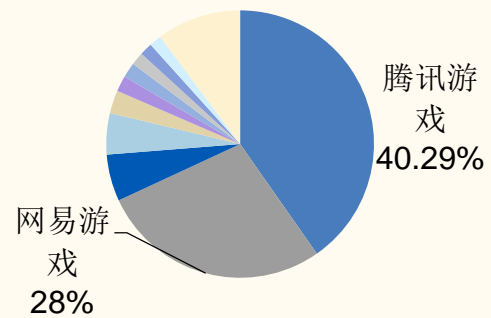
- 手游行业竞争格局：集中度提升，强者恒强。**根据游戏工委和伽马数据报告显示，网易腾讯二者自研手游流水已经占到手游市场销售总量的 51%，头部效应明显。而在剩余的市场份额中，有着上万家企业进行竞争，但仍有其他公司的游戏不断冲击畅销榜前十。比如三七互娱的《永恒纪元》曾经一度在 IOS 畅销榜上排名第三，吉比特的《问道》，完美世界的《诛仙》也都进入过前 10。再加上手游又是游戏产业中收入最高，增速最快的细分市场，二线龙头厂商的市场份额还有很大的提升空间。

图表 36：15 年中国移动游戏 CP 市场竞争格局



来源：易观国际，国金证券研究所

图表 37：16 年第四季度中国移动游戏 CP 市场竞争格局



来源：易观国际，国金证券研究所

- 继承页游优秀运营能力，进军手游市场。**作为一家页游龙头企业，2013 年，公司成立 37 手游平台，开始进入手游市场，拉开了页游转手游的序幕。公司采取联运，独代和自研混合的模式运作，努力把 37 手游打造成一个强大的发行平台。目前 37 手游已经发展成为一线手游发行商，运营游戏超过 700 款，拥有活跃用户过千万。37 手游着重布局中重度游戏市场，旗下《永恒纪元》《罗马帝国》《天堂荣耀》《苍翼之刃》《三打白骨精》等大作市场表现优秀，获得了业界和玩家的一致认可。

图表 38：公司主要手游



永恒纪元



天堂荣耀



罗马帝国

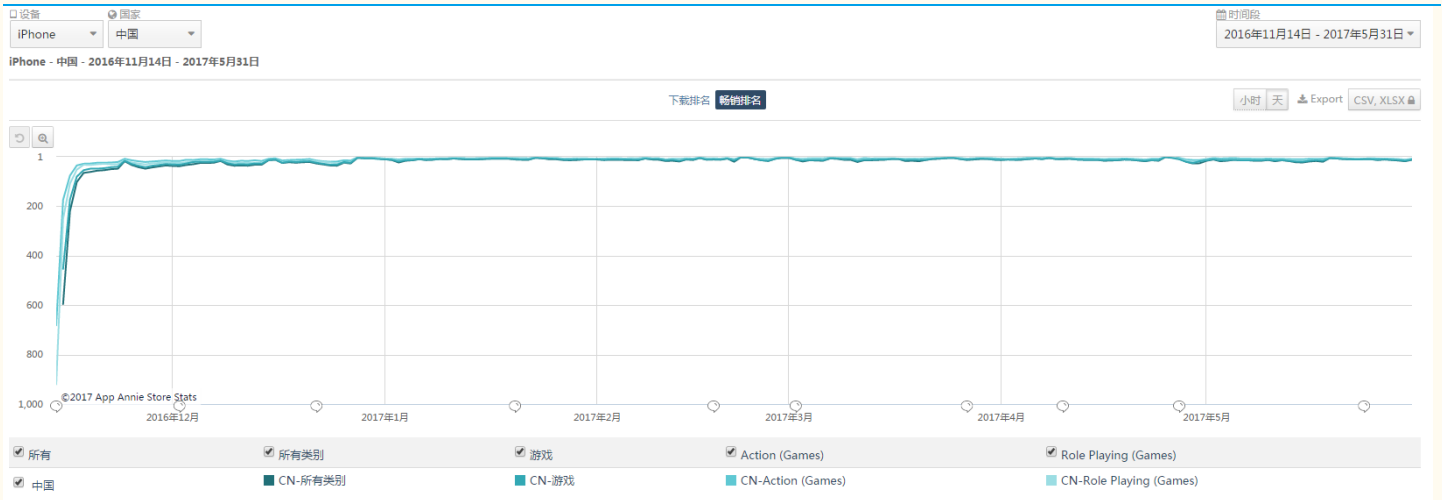


风云天下重燃

来源：公司官网，国金证券研究所

- **产品品质为基础，流量经营新打法。**页游转手游的主要挑战在于手游的研发壁垒较低，用户的粘性较低，生命周期也相对较短，需要短时间内提高用户的付费率。公司采用以“**产品品质为基础，流量精细化经营保证收入**”的模式，**打造长生命周期的游戏产品，注重流量变现，提高用户付费率。**产品品质和流量两者同样重要，产品始终是基础。没有产品做支撑，买量是没有效果的，广告投放或渠道导量皆如此。所以，公司在游戏选择上倾向于中重度游戏，符合流量变现的要求。《永恒纪元》就是一个很好的例子，公司采用这种模式成功将其打造成为爆款游戏。
- **《永恒纪元》厚积薄发，彰显公司研发和运营实力。**《永恒纪元》的研发历时一年多，于 2016 年 7 月 1 日上线，上线 5 天流水破千万，游戏首月流水 9000 万元，34 天破亿，58 天破 2 亿，单日流水突破最高 5500 万元，国内最高月流水超过 2.8 亿元，海外最高月流水近 7000 万元。《永恒纪元》上线接近一年流水还能达到峰值的 90% 以内，如果按照 3 年的生命周期来算，2017 年将贡献主要利润。《永恒纪元》的成功，一方面表明公司优秀的研发能力，另一方面也证明公司的运营理念符合市场需求。

图表 39: 《永恒纪元》自上线以来一直畅销排名前列



来源: APPAnnie, 国金证券研究所

图表 40: 《永恒纪元》上线以来 IOS 游戏 APP 收入排名



来源: APPAnnie, 国金证券研究所

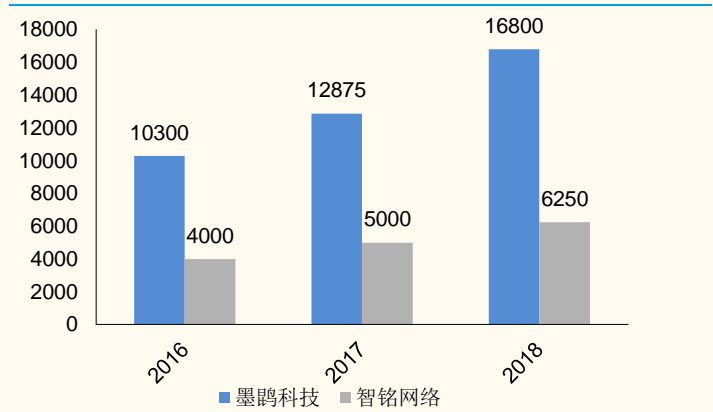
- **收购墨鹍、智铭, 进一步加强手游研运能力。**2017年2月23日, 公司公告公司以作价9.53亿元认购墨鹍科技68.43%股权、作价2.55亿元认购智铭网络49%股权的重组方案获证监会有条件审核通过。墨鹍科技的主营业务为游戏研发, 智铭网络的主营业务为游戏发行与运营, 并且两家公司的游戏产品线集中在移动端, 未来将于公司的手机游戏业务构成协同强化作用, 进一步完善其在手游产业链的布局。

图表 41：墨鹞科技和智铭网络往年业绩情况

墨鹞科技	2014	2015	2016
营业收入 (百万元)	0.15	13.08	162.33
净利润 (百万元)	-29.66	-5.88	109.61
智铭网络	2014	2015	2016
营业收入 (百万元)	0.10	275.31	470.13
净利润 (百万元)	0.04	1.00	48.09

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：墨鹞科技和智铭网络业绩承诺（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 墨鹞科技成立于 2013 年，作为专精研发领域的游戏公司，在手机游戏研发领域扎根已久。该公司对用户趣味、黏性、互动与付费方面积累了深刻的行业理解，其自研产品《全民无双》上线首月便稳居 iOS 畅销榜前十名，《全民无双》游戏收入也是公司主要收入，其中 2015 年占比 100%，2016 年前 8 个月占比 73.54%。墨鹞科技 2017 至 2018 年的 8 款自研游戏将涵盖角色扮演、动作、射击、策略等类型，其中 7 款均为手机游戏，这些游戏阵容将给三七互娱的自研产品线注入活力，帮助上市公司主营业务向移动端实现突破。2017 年重磅手游《择天记》预计将于近期上线，腾讯代理发行，作为重磅 IP 的手游，预计会给今年的承诺业绩作出重大贡献。

图表 43：《全民无双》游戏画面



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：《全民无双》游戏数据

年份	16 年 1-8 月	15 年
当期流水合计 (万元)	34997.56	4794.63
期末累计注册用户数 (万人)	620.01	251.48
当期月均活跃用户数 (万人)	95.74	251.48
当期月均付费用户数 (万人)	15.82	52.08
当期月均 ARPU (元)	329.15	92.06
充值消费比 (%)	93.19%	83.96%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 智铭网络成立于 2014 年，是页游和手游代理发行及联合运营商，主要对接腾讯渠道。公司曾代理运营被玩家称为“国民手游”的《梦幻西游》，与全国最大的手游渠道商腾讯也保持着良好的合作。已公布的运营计划显示，智铭网络的运营产品线也覆盖了 SLG（策略）、RPG（角色扮演）、MMO（多人在线角色扮演）等手机游戏品类，从 2016 年底到 2018 年，智铭网络的代理阵容也将上线多款类型差异化的手游产品。

- **新品手游蓄势待发，有望增厚未来两年业绩。**2017 年下半年，公司将推出几款新的手游大作，包括《传奇霸业》手游、《武易》手游、《奇迹》手游、《择天记》手游（墨鹍研发，腾讯发行）。我们认为，在原有精品手游延续良好表现的情况下，新推出的手游产品在公司精细化运营下有望再创佳绩，增厚未来两年的业绩水平。

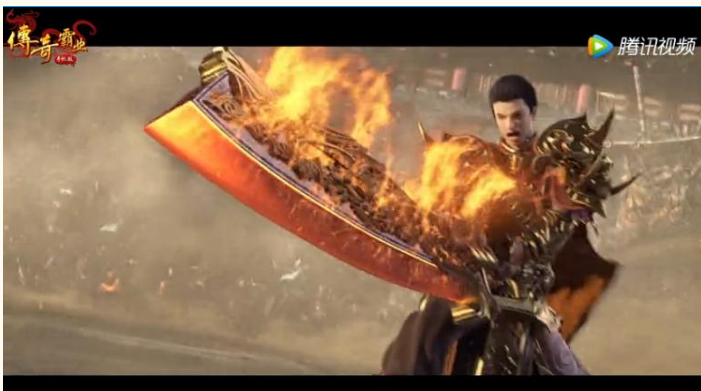
图表 45：2017 年新推出手游产品

游戏名称	IP	简介
武易	页游 IP	《武易》将玩家同屏互动的游戏体验上升至新高度，在手机屏幕上打造出千人同屏攻城的壮观场景。
传奇霸业手游	页游 IP	《传奇霸业》自上线以来在页游市场屡创佳绩，《传奇霸业手游》页游原班人马倾力打造，有望成为又一拳头产品
铁骑冲锋	页游 IP	改编自同名页游
择天记	影视 IP	《择天记》同名手游由三七互娱旗下上海墨鹍科技参与研发，手游上线将与电视剧形成影游联动。
凡人诛仙诀		凡人诛仙诀是一款仙侠 rpg 动作手游巨作。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 《传奇霸业手游》有望继承页游亮眼表现。《传奇霸业》是公司自主研发的经典页游，在页游市场上不断创造佳绩，上线 2 年多依然能够保持着稳定的开服数量和流水。此次页游转手游，依然是由原班人马倾力打造，保留传奇经典的即时 PK、BOSS 爆装、自有交易等核心玩法。再加上公司在《永恒纪元》运营上的成功经验，有望将游戏打造成为新的爆款。

图表 46：《传奇霸业》手游宣传视频截图



来源：腾讯视频，国金证券研究所

图表 47：《传奇霸业》手游画面



来源：传奇霸业手游吧，国金证券研究所

- 《择天记》是一部著名的东方玄幻小说，于 2014 年 5 月 28 日开始在创世中文网连载。2016 年荣登 2016 中国泛娱乐指数盛典“中国 IP 价值榜-网络文学榜 top10”。小说同名改编古装玄幻电视剧也在网上热播，累计播放已达 240.9 亿次。在此强大的 IP 影响下，公司今年推出《择天记》手游将与电视剧实现影游联动，充分挖掘 IP 价值。

图表 48: 2017 年 4 月 18~2017 年 5 月 7 日《择天记》正片全网流量趋势

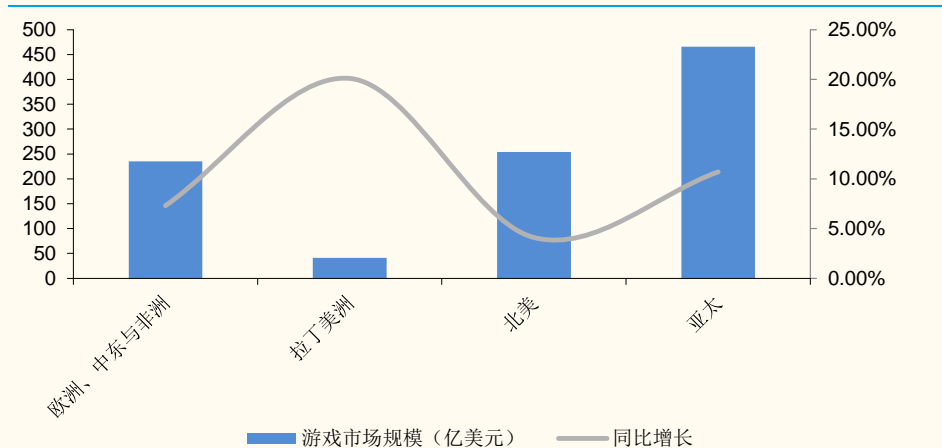


来源: 艾瑞, 国金证券研究所

3. 积极实施全球化战略, 拓展海外市场收入

- 手游出海或迎爆发期。**随着国内人口红利逐渐消失和头部效应越来越明显的情况下, 越来越多的游戏厂商选择出海发掘新蓝海。发展中国家和地区尤其是东南亚、南亚和南美的手游市场远未触及天花板, 还有巨大的发展空间。未来, 随着这些国家和地区智能手机的普及, 人口红利将推动当地手游市场迅猛发展, 而这正是国内手游公司的机会。所以, 未来几年, 国内手游厂商出海或迎来爆发期。

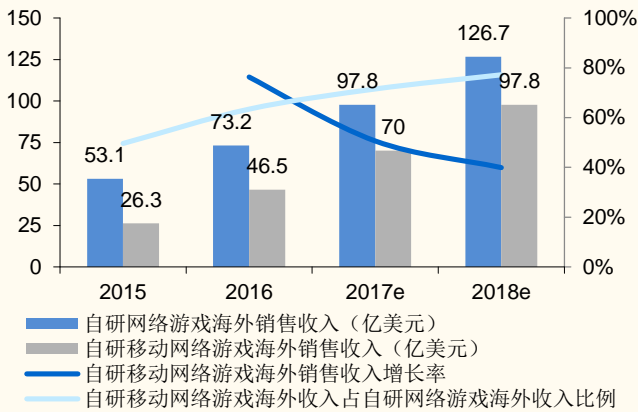
图表 49: 2016 年全球主要地区手游市场规模及增长率



来源: Newzoo, 国金证券研究所

- 海外收入不断提升, 手游出海仍在红利期。**国内有超过 3 万的手游研发商, 手游产量超过 1000 款/月, 出海需求旺盛。2016 年自研移动网络游戏海外市场销售收入达到 46.5 亿美元, 同比增长了 76.3%, 占网络游戏整个海外收入的 63.4%, 预计未来两年移动游戏出海依然会保持 40% 及以上的增速, 占比会进一步提升。国内厂商像三七互娱, 盛大游戏, 游族网络都在积极地拓展海外市场, 竞争也十分激烈。

图表 50: 自研移动游戏海外市场高速增长占比提升



来源: 游戏工委, 伽马数据, 国金证券研究所

图表 51: 国内游戏厂商海外市场竞争激烈



来源: 游戏工委, 伽马数据, 国金证券研究所

- **公司积极拓展海外市场。**公司之前有多年海外页游的市场积累, 使得手游业务在港澳台、东南亚、欧洲和北美地区都有所突破。公司旗下的 37GAMES 已经覆盖 110 多个国家, 平台的注册用户已经超过 6500 万, 成功发行了《创世破晓》(《永恒纪元》繁体版)、《暗黑黎明》、《仙剑奇侠传》等多款精品游戏。同时, 公司还通过投资入股的方式与境外公司合作, 公司通过持有韩国公司无极娱乐 58.28% 股权, 间接参股韩国上市公司 EST soft(杀毒软件在韩国市场占有率高达 94%), 并且与东方星辉并购基金联合收购了日本 SNK(拥有《拳皇》《侍魂》《合金弹头》等系列海外知名 IP) 81.25% 股权。

图表 52: 《创世破晓》台湾地区 IOS 畅销排名



来源: APP Annie, 国金证券研究所

海外扩张值得期待。去年公司海外手游市场处于开拓期, 公司海外手机游戏业务实现最高月流水超过 9,000 万元, 营收实现 7.14 亿元, 占总营收比重为 14.24%。手游出海行业正当红利期, 2017 年公司加大海外手机游戏发行投入, 海外扩张值得期待。

4. 布局泛娱乐，优质 IP 储备丰富

- **泛娱乐布局：**公司在外延上积极拓展，布局泛娱乐产业链，涉及领域包括动漫开发、影视投资与制作、音乐制作与发行、互动视频直播和 VR 游戏研发等，布局广泛，有利于未来公司多元化精品内容的持续供给。

图表 53：公司泛娱乐布局

公司名称	三七持股比例	公司所在领域
武汉艺画开天文化传播有限公司	17.00%	动画，网页设计
龙掌动漫（上海）有限公司	40.00%	动漫开发
上海绝厉文化传媒有限公司	30.00%	动漫开发
上海风华秋实文化传媒有限公司	20.00%	音乐制作与发行
新线索（北京）影视投资有限公司	20.00%	影视投资与制作
中汇影视文化传播股份有限公司（深圳）	23.08%（债转股）	影视传媒
杭州南广影视股份有限公司	10.00%	影视制作与发行
Archiaact Interactive Ltd（加拿大）	10.00%	VR 游戏研发与发行
天舍（上海）文化传媒有限公司	15.00%	VR 游戏研发
上海听听网络科技有限公司	40.00%	互联网及移动互联网应用软件开发

来源：公司公告，国金证券研究所

- **优质 IP 储备丰富，**涉猎领域广泛，相比于其他二线龙头游戏公司，公司 IP 储备类型多样，包括了影视 IP，游戏 IP，文学 IP 和动漫 IP。有利于未来深度开发 IP 价值。

图表 54：各公司 IP 储备情况对比

IP 类别	三七互娱	恺英网络	顺网科技	游族网络	天神娱乐
影视 IP	《西游降魔》			《盗墓笔记》	《琅琊榜》
	《武神赵子龙》			《军师联盟》	
	《琅琊榜》			《三体》	
	《太极》			《权力的游戏》	
	《天降雄狮》			《射雕英雄传》	
游戏 IP	《奇迹》	《全民奇迹》		《女神联盟》	
	《热血高校》			《少年三国志》	
	《天堂 2》			《三十六计》	
	《轩辕剑之天之痕》			《刀剑乱舞》	
	《大天使之剑 2》			《少年西游记》	
				《神迹大陆》	
				《猎龙计划》	
文学 IP	《傲世九重天》		唐家三少 《酒神》		《遮天》
	《狂仙》		我吃西红柿 《九鼎记》		《将夜》

	《天启之门》				《武动乾坤》
	《择天记》				
	《绝世仙王》				
	《寻秦记》				
动漫 IP	《樱桃小丸子》	《少年锦衣卫》		《妖精的尾巴》	《妖神记》
	《航海王》	《敢达机动队》			
	《奥特曼》				
	《魁拔》				

来源：各公司公告，国金证券研究所

盈利预测

■ 盈利预测核心假设：

- 1) 考虑到公司收购的墨鹍（17年业绩承诺 12875 万元）剩余 68.4% 的股权以及智铭（17年业绩承诺 5000 万元）剩余 41% 的股权已于 5 月 23 日公告完成过户，预计下半年开始全部并表（上半年墨鹍仍按权益法确认投资收益，智铭按照 51% 并表）。预计 17 年墨鹍和智铭可以给公司贡献净利润约 1.3 亿元。
- 2) 公司 Q1 的投资收益为 1.1 亿元，主要为转让上海喆元股权获得。预计 17 年全年投资收益为 1.4 亿元。

- 基于以上假设，我们预测 2017-2019 年，公司预计总营业收入分别为 78.64 亿元、96.20 亿元和 112.56 亿元，预计归母净利润分别为 18.85 亿元、21.65 亿元和 25.28 亿元；按照最新摊薄后股本计算，2017-2019 年对应 EPS 分别为 0.87 元、1.00 元和 1.17 元。

图表 55：2017-2019 年收入分产品和地区预测（单位：亿元）

分产品	2016A	2017E	2018E	2019E
手游	16.39	42.35	58.38	73.16
页游	29.49	28.03	27.46	26.92
汽配	6.26	7.82	9.78	11.73
其他	0.34	0.45	0.58	0.75
分地区				
国内	45.00	68.44	81.93	93.14
海外	7.47	10.20	14.28	19.42
总收入	52.48	78.64	96.20	112.56
同比增速	12.69%	49.85%	22.33%	16.98%

来源：Wind，国金证券研究所

- 我们选取 A 股主要游戏上市公司估值进行比较，在我们的盈利预测下，三七互娱 2017 年的 PE 为 28.95，与其他公司 Wind 一致预测的估值相比估值较低。考虑到公司游戏新品近期上线流水可能超预期，上半年利润预增在 68.72%-81.07%，我们按照 18 年 EPS 整体给 32 倍 PE，对应 17 年目标价 32.5 元，首次覆盖评级为“买入”。

图表 56: A 股主要游戏公司估值比较

证券代码	证券简称	市盈率 PE	
		TTM	2017E
300315.SZ	掌趣科技	50.35	29.48
002555.SZ	三七互娱	41.26	28.95
002174.SZ	游族网络	40.02	30.16
300113.SZ	顺网科技	33.28	27.27
002354.SZ	天神娱乐	28.70	16.82
002517.SZ	恺英网络	32.12	27.05
002624.SZ	完美世界	30.64	30.63

来源: wind, 国金证券研究所 注: PE (TTM) 以 6 月 30 日收盘价计算, 2017 预测 PE 中三七互娱为我们的预测, 其余公司为万得一致预期

风险提示

- 新品游戏流水不及预期, 2017 年 12 月 29 日, 公司将解禁 4.49 亿股, 占总股本 21.55%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	598	4,657	5,248	7,864	9,620	11,256
增长率		678.4%	12.7%	49.9%	22.3%	17.0%
主营业务成本	-343	-1,896	-1,941	-2,857	-3,495	-4,089
%销售收入	57.4%	40.7%	37.0%	36.3%	36.3%	36.3%
毛利	255	2,761	3,307	5,007	6,125	7,167
%销售收入	42.6%	59.3%	63.0%	63.7%	63.7%	63.7%
营业税金及附加	-8	-42	-30	-47	-48	-56
%销售收入	1.3%	0.9%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	-129	-1,459	-1,608	-2,281	-2,790	-3,264
%销售收入	21.5%	31.3%	30.6%	29.0%	29.0%	29.0%
管理费用	-68	-422	-515	-708	-866	-1,013
%销售收入	11.3%	9.1%	9.8%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	50	838	1,154	1,971	2,421	2,833
%销售收入	8.4%	18.0%	22.0%	25.1%	25.2%	25.2%
财务费用	9	14	5	-50	-136	-162
%销售收入	-1.4%	-0.3%	-0.1%	0.6%	1.4%	1.4%
资产减值损失	-2	-48	-49	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	55	140	50	50
%税前利润	0.6%	0.5%	4.1%	6.4%	2.0%	1.7%
营业利润	58	809	1,165	2,062	2,335	2,721
营业利润率	9.6%	17.4%	22.2%	26.2%	24.3%	24.2%
营业外收支	3	124	154	138	163	163
税前利润	60	933	1,319	2,200	2,498	2,884
利润率	10.1%	20.0%	25.1%	28.0%	26.0%	25.6%
所得税	-2	-11	-102	-165	-187	-216
所得税率	3.0%	1.2%	7.7%	7.5%	7.5%	7.5%
净利润	59	922	1,217	2,035	2,310	2,668
少数股东损益	20	416	147	150	145	140
归属于母公司的净利润	38	506	1,070	1,885	2,165	2,528
净利率	6.4%	10.9%	20.4%	24.0%	22.5%	22.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	59	922	1,217	2,035	2,310	2,668
非现金支出	48	123	120	51	46	42
非经营收益	-1	-6	-60	-258	-199	-202
营运资金变动	-19	-4	-328	267	-2	111
经营活动现金净流	86	1,034	949	2,094	2,156	2,618
资本开支	-49	-130	-196	120	145	131
投资	-217	-3,100	-1,191	-12	0	0
其他	27	-20	-130	140	50	50
投资活动现金净流	-239	-3,250	-1,518	248	195	181
股权募资	473	2,822	16	0	0	0
债权募资	6	26	368	-142	-37	-88
其他	-28	-169	-205	-19	-14	-11
筹资活动现金净流	451	2,679	179	-161	-51	-99
现金净流量	299	463	-389	2,181	2,300	2,700

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	596	1,110	819	3,000	5,300	8,000
应收账款	315	592	1,033	1,283	1,524	1,772
存货	59	68	71	94	115	134
其他流动资产	249	352	527	418	421	452
流动资产	1,218	2,121	2,451	4,796	7,361	10,359
%总资产	35.7%	45.9%	38.4%	55.1%	65.4%	72.8%
长期投资	107	456	1,572	1,584	1,583	1,583
固定资产	342	312	303	293	278	276
%总资产	10.0%	6.8%	4.7%	3.4%	2.5%	1.9%
无形资产	1,742	1,730	1,734	1,711	1,700	1,691
非流动资产	2,197	2,502	3,936	3,914	3,886	3,876
%总资产	64.3%	54.1%	61.6%	44.9%	34.6%	27.2%
资产总计	3,415	4,623	6,384	8,708	11,245	14,233
短期借款	6	31	373	240	204	114
应付款项	405	727	1,071	1,410	1,709	2,000
其他流动负债	158	148	180	272	236	354
流动负债	569	906	1,624	1,922	2,149	2,469
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	5	6	33	24	24	24
负债	574	912	1,657	1,946	2,173	2,493
普通股股东权益	2,645	3,563	4,522	6,406	8,572	11,099
少数股东权益	196	148	205	355	500	640
负债股东权益合计	3,415	4,623	6,384	8,708	11,245	14,233

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.118	0.577	0.513	0.874	1.004	1.172
每股净资产	8.141	3.418	2.169	3.073	4.111	5.324
每股经营现金净流	0.266	0.992	0.455	1.004	1.034	1.256
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.44%	14.20%	23.67%	29.42%	25.26%	22.78%
总资产收益率	1.12%	10.94%	16.76%	21.64%	19.25%	17.76%
投入资本收益率	1.72%	22.12%	20.78%	25.96%	24.08%	22.06%
增长率						
主营业务收入增长率	132.67%	678.43%	12.69%	49.85%	22.33%	17.01%
EBIT增长率	N/A	1565.72%	37.73%	70.81%	22.80%	17.03%
净利润增长率	938.08%	1224.18%	111.49%	76.10%	14.89%	16.75%
总资产增长率	326.32%	35.37%	38.09%	36.38%	29.13%	26.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	90.1	27.8	44.6	45.0	44.0	44.0
存货周转天数	56.4	12.2	13.1	12.0	12.0	12.0
应付账款周转天数	223.7	93.5	122.6	122.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	207.5	24.4	18.9	9.1	4.7	2.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.77%	-29.06%	-8.94%	-40.46%	-55.91%	-66.96%
EBIT利息保障倍数	-5.8	-60.9	-211.4	39.5	17.7	17.5
资产负债率	16.81%	19.73%	25.96%	22.35%	19.32%	17.52%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	7
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,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,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。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD