

2017年07月03日

三七互娱 (002555.SZ)

## 公司深度分析

证券研究报告

传媒

投资评级 **买入-A**

**维持评级**

6个月目标价: **32.40元**

股价(2017-07-03) **24.98元**

### 交易数据

总市值(百万元)	52,078.17
流通市值(百万元)	15,554.67
总股本(百万股)	2,084.79
流通股本(百万股)	622.68
12个月价格区间	15.92/26.80元

### 股价表现

资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.09	20.83	39.52
绝对收益	11.13	23.66	40.4

**焦娟**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001  
jiaojuan@essence.com.cn  
021-35082012

**王中骁**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517020002  
wangzx2@essence.com.cn

### 相关报告

三七互娱: 一季报点评:

《永恒纪元》表现优异, 公司一季度业绩超预期/焦娟  
2017-05-01

三七互娱: 爆款验证手游研运能力, 泛娱乐布局期待深入/焦娟  
2017-03-15

# 三七互娱：“页转手”成功，手游业务快速崛起

■发行为本的商业模式助力公司快速成长为页游研发商第一、页游运营平台第二。

2012年公司以发行商角色切入页游产业链，并将渠道合作与产品优化作为自身核心竞争力，在行业内积累良好品牌。作为发行商，公司成长过程体现显著的规模效应优势，凭借强大的发行实力，公司获得其他平台代运营权，对上游研发商与下游推广渠道具有较强吸引力。截止2016Q3，公司页游运营平台已占据13.4%的发行市场份额，仅次于腾讯页游平台。

公司在不断强化页游发行能力的同时，也在布局开拓上游产业链研发环节。页游运营平台积累的产品优化经验与渠道合作能力对公司自研产品具有重要反哺作用，页游《大天使之剑》与《传奇霸业》的成功证实了公司研发与发行之间密切的协同效应。截止2016Q3，公司作为研发商，占据10.5%的研发市场份额，稳居行业第一。

■成功复制页游商业模式，手游业务进入快速崛起期。

2013年公司成立37手游发行平台，以发行切入手游市场。截止2016年，37手游平台累计发行手游超过700款。其中自研手游《永恒纪元》获市场验证，开创“页转手”行业成功模式。《永恒纪元》成功的意义类似页游《大天使之剑》与《传奇霸业》，表明公司成功复制页游商业模式。凭借公司“产品+流量”的手游发行策略成功，公司手游业务进入快速崛起期。公司有望从二线手游厂商中脱颖而出，成为国内手游行业第三极。

■页游、手游产品储备充足，公司业绩确定性高。

公司精品自研页游、手游储备充足。根据公司公告，截至2016年末，公司已经签订了10款独家代理页游，并正在研发6款页游作品，包括《金装传奇》、《天堂2》、《储备网页游戏项目Y》、《大天使之剑2》、《狂仙》、《永恒纪元页游》等，预计将在2017年陆续上线。手游自研方面，2017年公司拟上线《传奇霸业》（腾讯独家代理）、《择天记》、《奇迹手游》、《天启之门》、《凡人诛仙诀》、《精灵契约》、《星河纷争》等作品。

■投资建议：我们预计公司2017-2019年净利润分别为16.90亿元、20.80亿元、25.79亿元，对应每股收益分别为0.81元、1.00元、1.24元。对标国内第一大发行商腾讯，给予2017年40X估值，对应6个月目标价32.40元，给予“买入-A”评级。

■风险提示：游戏内容监管风险，新手游上线表现不及预期等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	4,656.8	5,247.9	8,081.8	10,587.1	12,757.5
净利润	506.0	1,070.2	1,691.5	2,081.8	2,578.9
每股收益(元)	0.24	0.88	0.81	1.00	1.24

每股净资产(元)	1.71	2.17	2.45	3.23	4.13
<b>盈利和估值</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	102.9	28.4	30.8	25.0	20.2
市净率(倍)	14.6	11.5	10.2	7.7	6.0
净利润率	10.9%	20.4%	20.9%	19.7%	20.2%
净资产收益率	14.2%	23.7%	33.1%	30.9%	29.9%
股息收益率	0.2%	0.4%	1.4%	1.1%	1.5%
R	37.4%	47.5%	52.6%	54.9%	91.4%
IC					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 手游、页游研运一体，双轮驱动公司成长</b>	<b>5</b>
1.1. 页游发行起家，成长为页游、手游研运一体化厂商	5
1.2. 股权结构稳健，创始团队游戏行业经验丰富	5
1.3. 盈利能力强劲，费率水平稳定	6
1.4. 手游、页游研运为主业，布局泛娱乐	7
<b>2. 三箭齐发，页游+手游+海外齐发力</b>	<b>8</b>
2.1. 手游驱动国内游戏市场规模持续扩大	8
2.2. 页游竞争格局稳定，公司有望成为手游第三极	9
2.3. 顺应全球发行趋势，国内出海势头旺盛	10
<b>3. 强发行驱动公司持续成长</b>	<b>13</b>
3.1. 页游发行能力强劲，精品助力市场份额持续提升	13
3.1.1. 发行商处于页游产业链核心地位	13
3.1.2. 发行商具有强大规模效应	14
3.1.3. 构建研运一体，爆款页游凸显发行优势	16
3.1.4. 页游产品储备充足，市场份额有望持续提升	17
3.2. 复制页游成功经验，手游业务快速崛起	17
<b>4. 强化研发与发行能力，持续布局泛娱乐</b>	<b>18</b>
4.1. 对标海外主机游戏发行商，发行商通过上下游延伸凸显产业链核心地位	18
4.2. 投资游戏研发商，增强对上游内容把控力	20
4.3. 泛娱乐布局，打造稳定流量入口	21
4.4. 完成收购墨鹍科技与智铭网络，强化“产品+流量”模式	22
4.4.1. 收购墨鹍科技，强化精品游戏研发实力	22
4.4.2. 收购智铭网络，强化发行运营能力	23
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>24</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 三七互娱发展历程	5
图 2: 公司股权结构	5
图 3: 2014-2016 年公司营收及归母净利润 (亿元)	7
图 4: 2014-2016 年公司费用率	7
图 5: 公司打造泛娱乐产业链	7
图 6: 2014-2016 年公司收入构成 (亿元)	8
图 7: 2015-2016 年公司国内、海外收入构成 (亿元)	8
图 8: 2015-2016 年公司游戏业务毛利率	8
图 9: 2015-2016 年公司国内、海外业务毛利率	8
图 10: 中国游戏市场规模 (亿元)	9
图 11: 中国游戏市场构成	9
图 12: 手游市场各季度市场规模	9
图 13: 2015 年国内页游研发商竞争格局	10
图 14: 2016Q3 国内页游研发商竞争格局	10
图 15: 2015Q3 国内页游运营平台竞争格局	10
图 16: 2016Q3 国内页游运营平台竞争格局	10

图 17: 2008-2016 年国内进出口游戏市场规模.....	11
图 18: 2013-2018E 年出口手游市场规模占比出口游戏市场规模.....	11
图 19: 2016 年中国手游占在各地区手游市场份额.....	12
图 20: 2016 年入围各国游戏榜 TOP200 的中国游戏数量.....	12
图 21: 公司海外游戏平台.....	12
图 22: 公司覆盖游戏产业链研发、发行、运营环节.....	13
图 23: 游戏产品引入、发行及推广流程.....	13
图 24: 游戏产品运营分析流程图.....	14
图 25: 2016 年运营平台开服排行榜 TOP10 (组) .....	14
图 26: 页游发行商主要能力.....	15
图 27: 公司后期成长体现强大规模优势.....	15
图 28: 《大天使之剑》上线以来开服数量.....	16
图 29: 《传奇霸业》上线以来开服数量.....	16
图 30: 公司 2014 年发布的 MAX4 计划.....	17
图 31: 《永恒纪元》上线以来畅销榜排名.....	18
图 32: 美国主机游戏产业链.....	19
图 33: EA 公司产业链上下游拓展.....	19
图 34: 公司泛娱乐产业链布局示意图.....	21
图 35: 墨鹍科技主营业务图.....	22
图 36: 《全民无双》月流水及月活用户.....	23
图 37: 《决战武林》月流水及月活用户.....	23
表 1: 公司高管团队.....	6
表 2: 2017 年公司拟上线自研页游产品.....	17
表 3: 2017 年公司拟上线手游产品.....	18
表 4: 2015-2017 年公司投资游戏研发商列表.....	20
表 5: 公司储备 IP 列表.....	21
表 6: 研发后期阶段的游戏产品.....	23
表 7: 原型设计阶段的游戏产品.....	23
表 8: 2014-2016 年智铭网络收入及利润.....	24

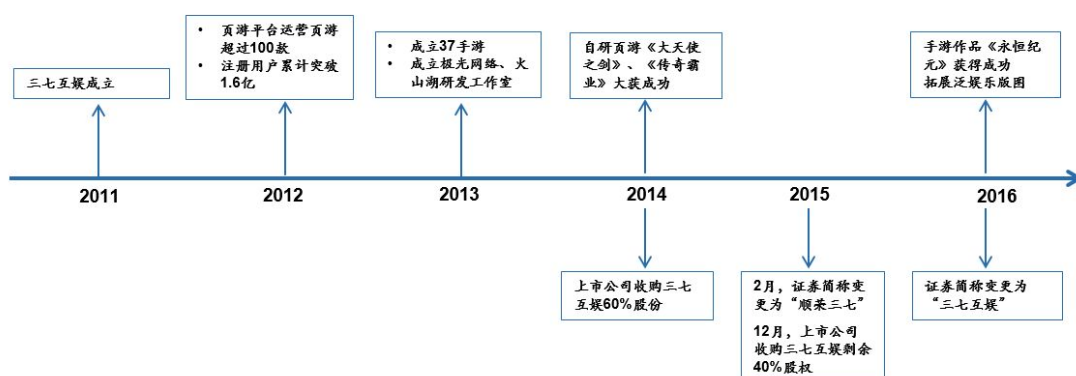
## 1. 手游、页游研运一体，双轮驱动公司成长

### 1.1. 页游发行起家，成长为页游、手游研运一体化厂商

三七互娱成立于 2011 年，2012 年开始从事页游发行运营业务，页游平台发展迅速，当年即运营超过 100 款页游，注册用户累计突破 1.6 亿；2013 年，公司成立 37 手游，进军手游业务，同时成立极光网络与火山湖工作室，布局研发；2014 年，自研页游《大天使之剑》、《传奇霸业》大获成功，页游业务实现研运一体；2016 年，自研手游《永恒纪元》获得成功，成功复制页游模式。目前公司积极搭建泛娱乐版图，投资一系列文学、动漫、影视、游戏等标的，稳步推进“平台化、全球化、泛娱乐化”的发展战略。

公司分两次被上市公司收购实现登陆 A 股。2014 年 12 月，公司被顺荣股份收购 60% 股份；2015 年 2 月，“顺荣股份”证券简称变更为“顺荣三七”；2015 年 12 月，上市公司收购三七互娱剩余 40% 股权，至此三七互娱实现整体上市。2016 年 1 月，“顺荣三七”变更为“三七互娱”。

图 1：三七互娱发展历程

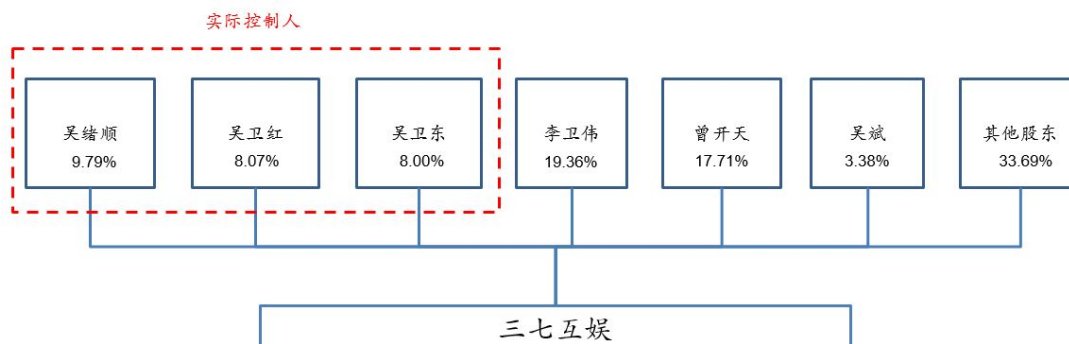


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.2. 股权结构稳健，创始团队游戏行业经验丰富

吴氏家族（吴卫东、吴卫红、吴绪顺）作为一致行动人合计持有 25.86% 股份，是公司实际控制人。三七互娱创始人李卫伟、曾开天分别持有公司 19.36%、17.71% 股份，为公司第一大、第二大股东，实际管理公司泛娱乐业务。

图 2：公司股权结构





资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司的创始团队拥有丰富的游戏研发与运营经验。创始人李卫伟具有十余年互联网信息行业从业经验,曾担任新浪互联信息服务有限公司产品总监,在页游平台运营方面有丰富的经验;联合创始人曾开天是公司渠道拓展方面的领军人,2011年与李卫伟共同创立三七,领导团队从零开始进行渠道拓展。

表 1：公司高管团队

姓名	职位	简介
李卫伟	创始人、总裁	在创办三七互娱之前,李卫伟于 2003 年-2009 年间供职于新浪网,担任新浪无线产品中心总监等职位。
曾开天	联合创始人	毕业于兰州大学,并获得中欧商学院 EMBA 学位。在创立公司之前,于 2000 年-2001 年担任上海李奥贝纳广告有限公司广州分公司媒介总监,于 2001 年-2009 年担任广东鸿联九五信息产业有限公司广州分公司副总经理。
胡宇航	极光网络 CEO	自 2013 年起担任三七互娱极光网络 CEO,目前负责三七互娱的研发工作。胡宇航先生致力于网页及移动游戏研发,是业内资深的游戏产品研发专家,具有丰富的游戏研发经验和项目管理经验。
杨军	集团高级副总裁	拥有暨南大学企业管理专业的硕士学位。是中国注册会计师协会注册会计师、执业会员。在加盟三七互娱之前,杨军先生曾任职于德勤会计师事务所,担任事务所审计部审计经理,有丰富的大型团队和项目管理经验;熟悉国际(香港)会计准则和中国新会计准则、大陆地区税务规划。
罗旭	集团高级副总裁	拥有十多年互联网从业经验,自 2012 年起担任三七互娱集团高级副总裁,全面负责三七互娱网页游戏的运营与发行,包括自运营平台 37 游戏、页游外放联运、腾讯页游合作、战略合作平台等业务。
徐志高	集团高级副总裁	拥有十余年的互联网从业经验,在加盟三七互娱之前,曾先后在新浪和 A8 音乐两家上市企业担任要职,并成功创办广州互达、广州迅谊等多家互联网企业,是移动互联网行业的探索者与先行者,在移动游戏发行领域有着独到的见解和丰富的经验,是业内资深的运营专家。
朱怀敏	集团副总裁	曾在新浪网任职技术专家多年。在高并发与高可用的互联网系统构架、数据中心运维管理、攻击与系统安全、研发人员管理等方面有丰富的经验和实践,是一位经验与技术兼备的资深技术专家。
黄小娴	集团副总裁	曾在酷狗公司负责商务工作,2012 年加入,全面负责三七互娱国内以及海外商务战略布局。黄小娴女士的团队每年产品评测覆盖率达 98%,至今共引进精品页游 40 余款,其中月流水达千万级别产品高达 14 款,重点合作平台近 60 余家。
王自强	火山湖总经理	曾是九维网络创始团队的重要成员,作为行业资深研发专家,拥有非常丰富的团队管理和产品研发经验。在公司全面负责三七互娱移动游戏产品的研发工作。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.3. 盈利能力强劲，费率水平稳定

2016 年,公司实现收入 52.48 亿元,同比增长 12.69%,归母净利润 10.70 亿元,同比增长 111.46%。公司归母净利润大幅增长源于 2016 年公司完成收购三七互娱剩余 40% 股权。

2016 年,公司销售费用 16.08 亿元,销售费用率 30.64%,同比降低 0.69 个百分点。公司销售费用主要用于购买流量实现游戏推广。销售费用率降低体现公司良好的流量费用管控能力;2016 年,公司管理费用率 9.81%,同比提高 0.75 个百分点,主要源于公司人员增长导致薪酬和管理费用支出增长。

图 3：2014-2016 年公司营收及归母净利润（亿元）

图 4：2014-2016 年公司费用率

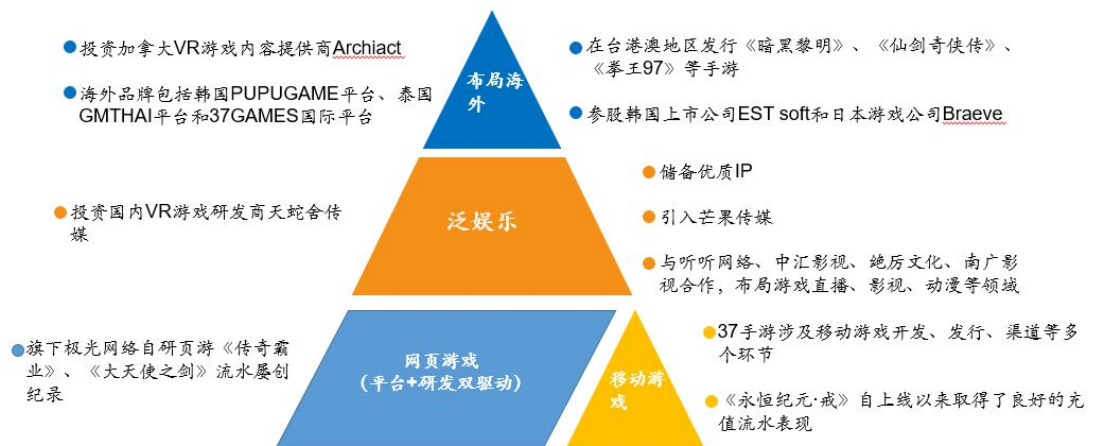
资料来源：公告，安信证券研究中心

资料来源：公告，安信证券研究中心

#### 1.4. 手游、页游研运为主业，布局泛娱乐

公司 2015、2016 年相继提出了“平台化、国际化、泛娱乐化”战略目标。为推进上述战略目标的实施落地，公司不断提升游戏研发、运营及发行能力，并向泛娱乐生态圈内影视、文学、动漫等其他文化内容产品进行布局延伸，构建多元化的泛娱乐内容生产及展示平台。同时，公司积极布局海外游戏市场，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。

图 5：公司打造泛娱乐产业链



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**手游业务驱动公司营收高速增长。**2016 年，公司游戏业务实现收入 45.88 亿元，同比增长 9.66%。其中，手游业务收入 16.39 亿元，同比增长 218.87%；页游收入 29.49 亿元，同比减少 19.65%。公司手游业务收入占比快速提升，由 2015 年的 12.21% 提升到了 2016 年的 35.46%。目前公司“页转手”已获成功，我们预计 2017 年公司手游收入占比将进一步提高，成为公司未来收入增长的核心驱动力。

**公司积极发展海外游戏发行业务并取得突破。**2016 年，公司海外收入 7.47 亿元，同比增长 109.83%。公司海外收入大幅提升主要源于《六龙御天》、《永恒纪元》等游戏在海外成功发行。



图 6：2014-2016 公司收入构成（亿元）

图 7：2015-2016 公司国内、海外收入构成（亿元）

资料来源：公告，安信证券研究中心

资料来源：公告，安信证券研究中心

公司游戏业务毛利率持续提升。2016 年，手游业务毛利率大幅提升，由 2015 年的 18.30% 提升至 61.85%；页游业务毛利率由 2015 年的 68.80% 提升至 70.26%。2016 年，海外业务毛利率提升显著，由 2015 年的 25.26% 提升至 58.41%。公司手游业务以及海外业务毛利率大幅提升主要源于 2015 年公司手游业务处于起步发展阶段，分成成本较高，2016 年公司手游业务进入快速发展期，手游业务以及海外业务毛利率有望保持在较高水平。

图 8：2015-2016 公司游戏业务毛利率

图 9：2015-2016 公司国内、海外业务毛利率

资料来源：公告，安信证券研究中心

资料来源：公告，安信证券研究中心

## 2. 三箭齐发，页游+手游+海外齐发力

### 2.1. 手游驱动国内游戏市场规模持续扩大

国内手游市场持续快速增长，页游市场饱和。2016 年，国内游戏市场规模达到 1589 亿元，其中端游、页游、手游市场规模分别为 583 亿元、187 亿元、819 亿元，市场份额分别为 37%、12%、52%。我们预计，手游行业将持续快速增长，页游市场份额或进一步降低。

图 10：中国游戏市场规模（亿元）

图 11：中国游戏市场构成

资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

## 2.2. 页游竞争格局稳定，公司有望成为手游第三极

国内手游行业呈现“2+X”竞争格局，公司冲击手游行业第三极。2017Q1 腾讯、网易的市场份额合计达到了 75.6%。扣除腾讯、网易的份额，行业同比增长 13.6%，市场尚未进入存量竞争阶段。对于国内其他手游厂商而言，手游市场竞争激烈，但存有较大成长空间。目前公司成功复制页游商业模式，市值和游戏整体收入排在腾讯、网易两巨头之后，成为全国第三大游戏公司。我们认为，凭借公司成功实现“页转手”，公司有望成为从手游二线龙头脱颖而出，成为国内手游行业第三极。

图 12：手游市场各季度市场规模

资料来源：公司财报，游戏工委，安信证券研究中心

页游研发商竞争格局相对稳定，市场集中度逐渐提升。国内页游行业成熟发展，页游研发商竞争格局相对稳定，根据易观报告，2015 年市场份额前三的页游研发商分别为 37 游戏、广州创思、游族网络，CR3 为 25.6%；2016Q3 市场份额前三的页游研发商分别为 37 游戏、游族网络、恺英网络，CR3 为 26.4%，恺英网络凭借精品化页游《蓝月传奇》等作品冲入行业前三。页游研发商市场集中度不高，随着页游产品逐步精品化，市场集中度逐渐提升。从页游研发商角度，公司占据 10.5% 市场份额，稳居行业第一。公司页游研发代理产品储备充足，未来市场份额有望持续提升。

图 13：2015 年国内页游研发商竞争格局

图 14：2016Q3 国内页游研发商竞争格局

资料来源：易观，安信证券研究中心

资料来源：易观，安信证券研究中心

页游运营平台竞争格局稳定，市场集中度高。根据易观报告，2015Q3 市场份额前五的页游平台分别为腾讯页游、37 游戏、360 游戏、9377、4399，CR5 为 68.2%；2016Q3 市场份额前五的页游平台次序没有发生变化，CR5 为 68.2%。页游运营平台竞争格局稳定，市场集中度高，其中 37 游戏凭借自身发行优势，其市场份额持续提升。

图 15：2015Q3 国内页游运营平台竞争格局

图 16：2016Q3 国内页游运营平台竞争格局

资料来源：易观，安信证券研究中心

资料来源：易观，安信证券研究中心

### 2.3. 顺应全球发行趋势，国内出海势头旺盛

国内游戏出口规模反超进口，游戏出海蔚然成军。根据游戏工委数据，2016 年国内游戏厂商出海成绩突出，实现销售收入折合人民币约 502.1 亿元，增速约 46%；2016 年国内进口游戏（代理海外游戏或联合研发）实现销售收入约 473.2 亿元。国内游戏出口规模首次反超进口，并有望持续高速增长，在此趋势下，海外市场提升国内游戏厂商发展空间。

图 17：2008-2016 年国内进出口游戏市场规模

资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

手游已经成为中国游戏出海主力军。相比端游和页游出海阶段，目前海外渠道集中度高，主要是 iOS 系统的 App Store 和安卓系统的 Google Play，手游出海门槛降低；同时，经过端游和页游厂商出海探索，国内游戏厂商已经实现对游戏出海产业链全渗透，国内游戏研发商、发行商、移动营销平台、渠道商纷纷出海，助力国产手游出海掘金。2016 年，游戏出海规模 72.3 亿美元，其中手游贡献 46.5 亿美元，占比 64%，手游已经成为中国游戏出海主力军，未来手游占比有望持续提升。

图 18：2013-2018E 年出口手游市场规模占比出口游戏市场规模

资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

进军全球市场，出海版图不断扩大。在中国游戏出口的海外地区中，港澳台和东南亚地区由于地理位置接近以及文化习俗接近，国产游戏在当地手游市场拥有较高的市场份额，根据 Newzoo 数据，国产手游在台湾、马来西亚、菲律宾等国家手游市场份额已经达到 24%。目前中国游戏企业也逐步向欧美市场、日本、韩国以及一些小语种国家进军，目前国产手游在这些地区市场份额还处在较低水平，显示出国产游戏出海空间广阔。

图 19：2016 年中国手游占在各地区手游市场份额

图 20：2016 年入围各国游戏榜 TOP200 的中国游戏数量

资料来源：NEWZOO，安信证券研究中心

资料来源：猎豹移动，安信证券研究中心

复制国内成功经验，进军海外市场。公司立足页游的优势根基，积极发展海外游戏的发行业务并取得突破，公司在海外的平台包括韩国市场的 PUPUGAME 平台、泰国市场的 GMTHAI 平台和以 37.com 为统一域名的 37GAMES 国际平台。其中 37GAMES 国际平台已覆盖超过 70 个国家和地区，是全球覆盖面最广的游戏平台之一。公司通过投资入股等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”) 及 Braeve Co., Ltd. (“Braeve”) 等专业领先的合作伙伴，强化本地化能力，培育全球发行能力，力图将公司在国内游戏市场的成功经验快速复制至海外市场。

海外手游发行业务在港澳台、东南亚以及北美等地区取得突破。根据公司公告，2015-2016 年公司连续成功发行《创世破晓》(即《永恒纪元》繁体版本)、《六龙御天》、《暗黑黎明》、《仙剑奇侠传》、《拳皇 97》等多款精品手游。其中自研手游《永恒纪元》(繁体版本名为《创世破晓》)于 2016 年在港台地区 iOS、Google Play 双平台稳居畅销榜前三名，在台湾市场更是斩获月流水人民币 6000 万元的罕见佳绩，获 Google Play 官方评为“年度最佳人气手游”；而《六龙御天》已在新马、泰国、印尼、菲律宾等地成功发行，收入稳居东南亚 iOS、Google Play 双平台畅销榜第一位。

图 21：公司海外游戏平台



资料来源：公告，安信证券研究中心

### 3. 强发行驱动公司持续成长

公司主营为集页游、手游的开发与发行以及游戏平台运营。在产业链上游研发层面，公司旗下拥有极光网络、墨鹍科技、火山湖等研发工作室，同时与第七大道、锐战网络、极光网络等众多国内一线研发商建立紧密的战略合作关系，保障优质产品内容的供给。在平台方面，公司旗下拥有 37 页游平台、37 手游平台、37Games 海外平台，平台除了提供渠道功能，主要负责平台产品的发行和运营工作。公司以发行商角色切入游戏产业链，凭借强大的发行能力，向产业上游研发突破，形成强发行、研运一体生态体系，实现快速发展。

图 22：公司覆盖游戏产业链研发、发行、运营环节



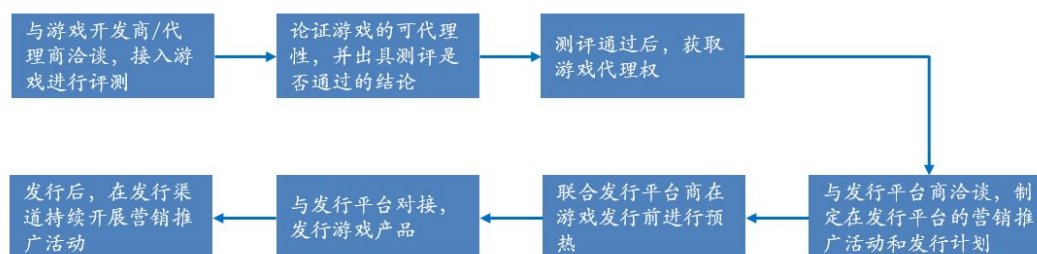
资料来源：官网，安信证券研究中心

#### 3.1. 页游发行能力强劲，精品助力市场份额持续提升

##### 3.1.1. 发行商处于页游产业链核心地位

作为平台运营商，公司发行运营工作包括游戏的引入、发行和推广以及上线后的运营优化。具体来说，发行产品流程主要包括测评、制定推广计划、对接渠道、开展推广营销活动；游戏上线运营后，运营部需要利用游戏的业务数据对游戏运营状况进行有效分析；日常运营中，也负责论坛管理，与游戏玩家进行互动交流。运营部根据运营数据的分析结果、论坛管理互动情况，针对性的调整宣传策略和力度，同时向游戏开发商或代理商反馈运营情况，为游戏修改和升级提供依据。

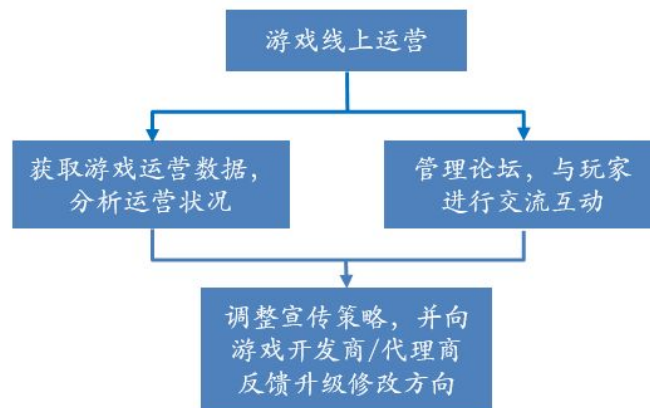
图 23：游戏产品引入、发行及推广流程



资料来源：安信证券研究中心



图 24：游戏产品运营分析流程图



资料来源：安信证券研究中心

### 3.1.2. 发行商具有强大规模效应

公司旗下 37.com 页游平台是目前除腾讯页游平台最大的页游运营平台。2016 年，平台开服 2.68 万组，平均每月开服 2233 组，月开服量最高突破 2,800 组。平台运营游戏数量超过 370 款，包括各类热门的页游，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，拥有广泛的用户群。

图 25：2016 年运营平台开服排行榜 TOP10（组）

资料来源：9K9k，安信证券研究中心

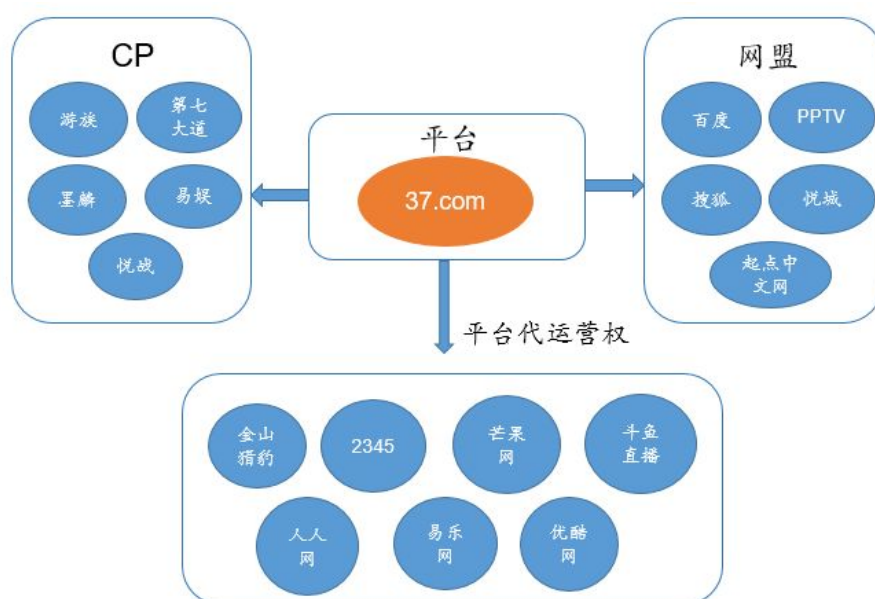
**打造产品优化与渠道合作核心竞争力。**对于游戏研发商而言，游戏发行商起到对接产品与渠道的作用。根据游戏葡萄调研报告，渠道合作能力、市场宣传能力、产品优化能力是研发商选择发行商最看重的三点能力。三七互娱 2012 年从事页游平台运营，公司联合创始人曾开天是公司渠道拓展带头人，专注于开拓渠道资源。同时，公司打造产品优化差异化竞争优势，根据游戏运营数据的分析结果，向游戏开发商反馈运营情况，使得其平台运营产品表现更优。研发商在公司帮助下不断完善产品，使得平台对研发商吸引力不断提升。

图 26：页游发行商主要能力

资料来源：游戏葡萄，安信证券研究中心

作为发行商，公司后期成长体现强大规模优势。根据公司公告，2013 年，公司旗下平台累计注册用户已突破 3 亿人次；2015 年公司平台注册用户超过 4.8 亿；2016 年公司旗下平台注册用户超过 5.3 亿。随着用户规模的扩大与用户数据的沉淀，公司的产品优化能力不断提升，平台对上游研发商吸引力逐步提高，目前公司与第七大道、游族、墨麟、易娱、锐战等上游页游研发商建立合作关系。公司在坚持游戏发行平台化发展，建设 37.com 等多个自有游戏平台，同时还凭借优异的用户挖掘、运营推广等核心能力，取得了金山猎豹游戏中心、2345 游戏中心、人人网、易乐玩、优酷网、斗鱼直播、芒果网等多个平台的代运营权。公司通过对各平台资源进行整合，进一步增强品牌壁垒、议价能力等竞争优势。

图 27：公司后期成长体现强大规模优势



资料来源：公告，安信证券研究中心

### 3.1.3. 构建研运一体，爆款页游凸显发行优势

布局页游研发，打造精品页游。2012 年底公司收购页游研发公司成都文北，开始涉足上游开发环节。2013 年 10 月，公司成立极光网络与火山湖工作室，布局研发体系。公司一方面打造自己研发团队，另一方面拥有推广渠道、客户服务、开服数量等自身优势，均为精品页游的推出打下坚实的基础。2014 年 9 月，极光工作室研发 ARPG 页游《大天使之剑》公测，正式上线后 60 天流水达 3.2 亿元；2014 年 12 月，页游《传奇霸业》上线，80 天就突破 3 亿元流水。页游《大天使之剑》与《传奇霸业》的成功证实了公司研发与发行之间密切的协同效应，凸显公司发行优势。

图 28:《大天使之剑》上线以来开服数量

资料来源: 9k9k, 安信证券研究中心

图 29:《传奇霸业》上线以来开服数量

资料来源: 9k9k, 安信证券研究中心

### 3.1.4. 页游产品储备充足，市场份额有望持续提升

精品页游储备充分，市场份额有望持续提升。截至 2016 年末，公司已经签订了 10 款独家代理页游，并正在研发《金装传奇》、《天堂 2》、《储备网页游戏项目 Y》、《大天使之剑 2》、《狂仙》、《永恒纪元页游》等 6 款页游，预计将在 2017 年陆续上线。

表 2：2017 年公司拟上线自研页游产品

序号	产品	游戏类型	备注
1	《金装传奇》	ARPG	《传奇》IP
2	《天堂 2》	MMOARPG	《天堂 2》IP
3	《储备页游 Y》	ARPG	-
4	《大天使之剑 2》	ARPG	《奇迹》IP
5	《狂仙》	ARPG	文学 IP 改编
6	《永恒纪元》	ARPG	手游 IP 改编

资料来源：公告，安信证券研究中心

### 3.2. 复制页游成功经验，手游业务快速崛起

复制页游成长路径，发行破局。2013 年，公司成立 37 手游平台，进军手游市场；2014 年，公司发布 MAX4 计划，提出 2014 年 37 游戏至少发布 38 款移动游戏，其中 8 款为精品手游大作；2015 年，手游平台发行约 300 款游戏，数量快速上升，包括《天降雄狮》等精品手游；2016 年，37 手游平台累计发行手机游戏超过 700 款，热门游戏包括《永恒纪元》、《梦幻西游》、《大话西游》、《三打白骨精》、《霸道天下》等，游戏类型包括角色扮演、卡牌、战争、动作、射击类。

图 30：公司 2014 年发布的 MAX4 计划

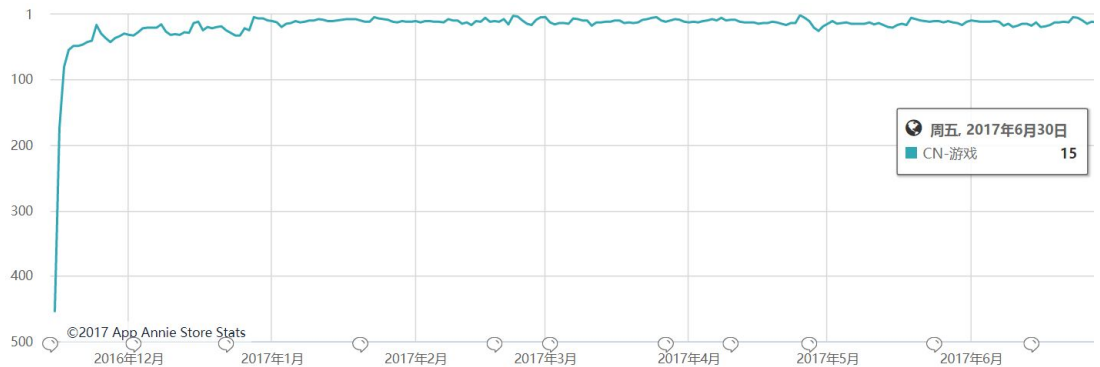


资料来源：官网，安信证券研究中心

《永恒纪元》手游获市场验证，开创“页转手”行业成功模式。《永恒纪元》产品于 2016 年 7 月上线，游戏流水首月 9000 万元，34 天破亿元，58 天破 2 亿元，单日流水突破最高 5500 万，全球单月流水超过 3.15 亿，国内最高月流水超过 2.8 亿元，海外最高月流水近 7000 万元，表现亮眼。《永恒纪元》成功的意义类似页游《大天使之剑》与《传奇霸业》，表明公司成功复制页游商业模式，公司手游业务进入快速崛起期。公司有望从二线手游厂商脱颖而出，成为国内手游行业第三极。

《永恒纪元》成功源于公司坚持“产品+流量”发行策略。公司认为，产品是流量的基础，只有精品游戏释放出超过流量成本的价值。《永恒纪元》由公司旗下极光工作室研发，由 37 游戏自主发行。《永恒纪元》采用了页游《大天使之剑》的成熟数值，但又吸收了手游产品研发的规律，是一个集合了页游、手游两头经验的产品。根据 Gamelook 报告，《永恒纪元》手游留存率相比其他页游转手游产品高出约 50%。在拥有精品的基础上，公司凭借在页游领域积累的流量经营经验，从而打造一种从产品到后端流量整体经营模式。

图 31:《永恒纪元》上线以来畅销榜排名



资料来源: 9K9k, 安信证券研究中心

自研产品储备充足，支撑手游业务快速崛起。2017 年是公司手游自研大年，手游研发项目蓄势待发，包括《传奇霸业》（腾讯独家代理）、《择天记》、《奇迹手游》、《天启之门》、《凡人诛仙诀》、《精灵契约》、《星河纷争》等。

表 3: 2017 年公司拟上线手游产品

序号	项目名称	类型	研发	发行	相关 IP
1	传奇霸业手游	ARPG	极光网络	腾讯	《传奇霸业》
2	择天记	MMOARPG	墨鹍科技	腾讯	电视剧 IP
3	铁骑冲锋	SLG	三七互娱	三七互娱	页游 IP
4	凡人诛仙诀	MMOARPG	三七互娱	三七互娱	-
5	奇迹手游	ARPG	三七互娱	三七互娱	《奇迹》端游
6	天启之门	策略养成	三七互娱	三七互娱	同名小说改编
7	精灵契约	ARPG	三七互娱	三七互娱	-
8	星河纷争	策略类	三七互娱	三七互娱	-

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 4. 强化研发与发行能力，持续布局泛娱乐

### 4.1. 对标海外主机游戏发行商，发行商通过上下游延伸凸显产业链核心地位

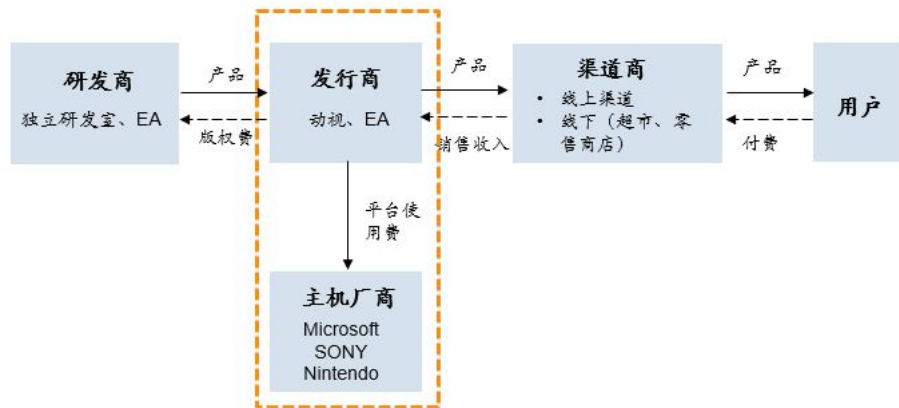
主机游戏产业链包括主机厂商、游戏研发商、游戏发行商、游戏渠道商等。发行商处于产业链中间环节，第三方游戏发行商需要分成约 12% 的游戏产品销售收入给主机厂商作为主机平台使用费；需要分成约 20% 的销售收入给渠道商；扣除约 8% 的发行成本后，剩余约 60% 的



销售收入由发行商与研发商根据协议分配，研发商一般分成约 20% 的销售收入作为游戏授权费。

研究美国主机游戏产业链，由于发行商的发行能力直接决定了游戏产品的销售量，因此其占据产业的核心位置。无论是第一方发行商（全球三大主机厂商：索尼、任天堂、微软）还是第三方发行商（动视、EA 等），后期逐步向主机产业链上下游延伸，控制上游内容和下游渠道，强化其产业链核心地位。

图 32：美国主机游戏产业链



资料来源：安信证券研究中心

动视和 EA 是美国两大第三方主机游戏发行商，截止到 2017 年 5 月 20 日，两家公司市值分别为 421 亿美元、332 亿美元。对比两家公司成长过程，作为全球第一家第三方游戏发行商，动视公司在产业链上更偏向于向上游内容端延伸。2007 年公司与 PC 游戏研发商暴雪合并，更名为动视暴雪；2015 年，动视暴雪收购移动游戏研发商 King。作为当前美国最大的游戏发行商，EA 公司通过向上下游拓展，实现全产业链经营：上游并购研发公司，实现公司对各类游戏类型覆盖，强化上游游戏内容供给能力；下游并购渠道商，提高游戏产品分发能力。

对标 EA，实现游戏产业链纵向一体化。公司在坚持游戏发行平台化发展的同时，逐步通过投资并购实现游戏全产业链运营，公司上游战略投资优质研发企业，为后续精品内容挖掘与运营提供坚实基础；下游构建泛娱乐平台，投资影视、动漫等泛娱乐产业，实现一站式满足用户内容需求，达到增强客户粘性，达到沉淀流量的战略目的。

图 33：EA 公司产业链上下游拓展



资料来源：公司财报，安信证券研究中心



#### 4.2. 投资游戏研发商，增强对上游内容把控力

作为游戏发行商，公司大量投资上游研发商，扩充上游优质内容的造血能力，保障多元化精品内容的持续供给。根据公司公告，2016 年公司新参股了一系列游戏研发公司，包括 Archiact Interactive Ltd.（VR 游戏研发与发行）、天舍文化（VR 游戏研发）、芒果互娱（版权授权、游戏研发及发行）、天津卡乐（手游研发）、龙掌网络（游戏研发）、名通信息（游戏研发）、北京指上缤纷科技（H5 游戏研发）。

表 4：2015-2017 年公司投资游戏研发商列表

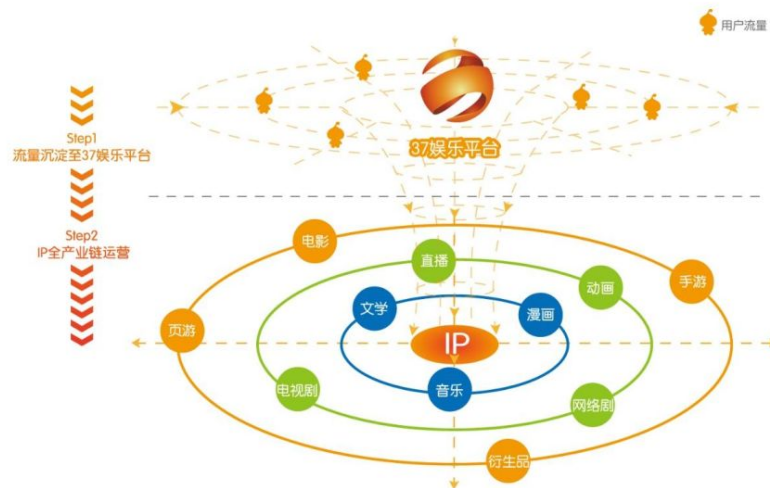
时间	标的公司	业务范畴	购买形式	持股比例
2017	智铭网络	游戏发行及运营	整体收购	49%
2017	墨腾科技	游戏研发商	整体收购	68%
2017	心动网络	游戏发行及运营	参股	2%
2016	深圳益玩	游戏发行	参股	20%
2016	成都米修斯	游戏研运	参股	35%
2016	朋万科技	游戏研发	参股	10%
2016	芒果互娱	游戏研运	参股	7%
2016	龙掌网络	游戏研发	参股	20%
2016	卡乐互动	游戏研发	参股	2%
2016	Penta Game	游戏研运	参股	31%
2016	名通信息	游戏研发	参股	未公开
2016	指上缤纷	H5 游戏研发	参股	未公开
2016	Archiact Interactive	VR 游戏研发与发行	参股	10%
2016	天舍文化传媒	VR 游戏研发	参股	15%
2015	精深科技	游戏研发及发行	参股	10%
2015	格斗科技	游戏研发	参股	10%
2015	圣耀互动	游戏发行	参股	24%
2015	傲庭网络	游戏研发	参股	12%
2015	紫龙奇点	游戏发行	参股	5%
2015	墨麟科技	游戏研发	参股	2%
2015	萌宫坊网络	游戏研发	参股	35%
2015	EST Soft	（韩国）游戏研发	参股	4.90%
2015	Braeve	（日本）游戏运营	参股	54%
2015	SNK Playmore	（日本）游戏开发	联合收购	81%
2015	AZA Gasmes	（韩国）游戏研发	整体收购	55%
2015	爪游互动	H5 游戏发行	参股	20%

资料来源：公告，官网，安信证券研究中心

### 4.3. 泛娱乐布局，打造稳定流量入口

泛娱乐布局，流量沉淀至 37 娱乐平台。流量是游戏产业的生命线。移动互联网内容呈几何数级的爆发增长，用户的注意力被日益分散。公司布局泛娱乐，构建影游联动、ACGN 联动等大面积、多元化、互动式的流量覆盖体系，从而形成稳定的流量入口，保障公司游戏事业稳定发展。

图 34：公司泛娱乐产业链布局示意图



资料来源：公告，安信证券研究中心

**整合内容资源，搭建泛娱乐产业链。**公司积极引进了《传奇》、《奇迹 MU》、《天堂 2》、《琅琊榜》、《武神赵子龙》、《傲世九重天》、《航海王》、《西游记之孙悟空三打白骨精》、《西游伏妖篇》、《太极》及《寻秦记》等数十项游戏、影视、文学、动漫 IP 资源；并与芒果传媒、中汇影视等合作伙伴达成良好合作，后续将围绕 IP 展开更多合作；通过投资中汇影视，以及间接参与投资新线索影视，加码影视业务；通过投资上海绝厉文化传媒有限公司，涉足国产动漫的制作、推广与发行，以打开动漫市场；通过间接参与投资上海风华秋实文化传媒有限公司，发力音乐制作与发行业务，进军音乐市场；通过投资加拿大 Archiact Interactive Ltd 与天舍（上海）文化传媒有限公司，抢先布局 VR 内容领域，探索精品 IP 在 VR 技术平台的商业价值延伸。通过以上投资布局，公司整合大量与游戏相关的动漫、VR 内容及产品资源，初步搭建了泛娱乐产业链的雏形。

表 5：公司储备 IP 列表

IP 类型	具体 IP
游戏 IP	《传奇》《奇迹 MU》《天堂 2》《热血高校》《拳皇》等
影视 IP	《琅琊榜》《西游记之孙悟空三打白骨精》《武神赵子龙》《天将雄师》《西游伏妖篇》《太极》等
文学 IP	《傲世九重天》《天启之门》《狂仙》《寻秦记》《雪鹰领主》等
动漫 IP	《倒霉熊》《樱桃小丸子》《奥特曼》《魁拔》《航海王》等

资料来源：公告，安信证券研究中心

#### 4.4. 完成收购墨鹍科技与智铭网络，强化“产品+流量”模式

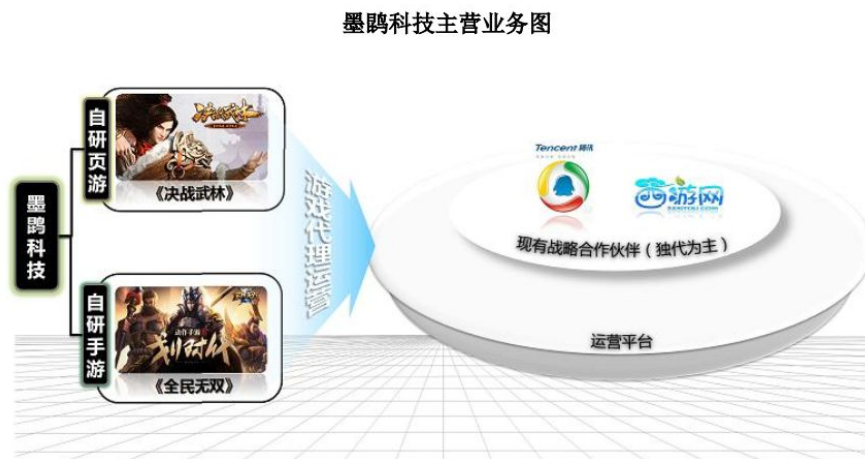
2017年5月，公司发行股份及支付现金收购墨鹍科技68.43%股权以及智铭网络49.00%股权完成过户。公司合计持有墨鹍科技100%股权及智铭网络100%股权，墨鹍科技和智铭网络成为三七互娱的全资子公司。

##### 4.4.1. 收购墨鹍科技，强化精品游戏研发实力

墨鹍科技是国内优秀的精品网络游戏研发商，所研发的网络游戏类型包括精品网页游戏与移动端网络游戏两大领域。截止目前，已上线网页游戏《决战武林》和手机游戏《全民无双》，其他页游与手游仍处于在研状态。

2016年，公司收入1.62亿元，实现净利润1.10亿元。公司收入主要来自《全民无双》手游与《决战武林》页游，其中《全民无双》贡献收入1.13亿元，《全民无双》贡献收入0.49亿元。墨鹍科技承诺2016年度、2017年度及2018年度公司净利润数分别不低于1.03亿元、1.29亿元及1.69亿元。

图 35：墨鹍科技主营业务图



资料来源：公告，安信证券研究中心

公司研发能力强劲，研发产品均属精品。公司旗下首款3D ARPG动作手游巨作《全民无双》，由深圳腾讯独家代理运营，上线当月即持续稳定在畅销榜前十的位置；公司推出的第二款3D MMORPG页游《决战武林》，由成都趣乐多独家代理运营，在其旗下的西游网开服数已突破3,000组，该款游戏使用墨鹍科技自主研发的3D引擎进行开发，使游戏呈现比肩优秀3D端游的游戏画质。

图 36:《全民无双》月流水及月活用户

图 37:《决战武林》月流水及月活用户

资料来源:公告,安信证券研究中心

资料来源:公告,安信证券研究中心

公司产品储备充分,两款游戏已进入研发阶段后期,预计 2017 年上线;同时,公司有 6 款游戏处于原型设计阶段,预计 2017-2018 年陆续上线。

表 6: 研发后期阶段的游戏产品

游戏产品	自研/合作研发	游戏类型	最新进展情况
X-GAME	自研	角色扮演手游	进行内测的综合测试阶段
T-GAME	自研	俯视角射击手游	进行内测的批量研产阶段

资料来源:公司公告,安信证券研究中心

表 7: 原型设计阶段的游戏产品

游戏名称	游戏类型	游戏题材	用户群体	自研/合作研发	游戏名称
S-GAME	策略手游	中世纪历史军团	策略类游戏偏好用户	自研	S-GAME
孵化项目 1	3D ARPG 动作手游	热门武侠动漫 IP	动漫粉丝、动作游戏用户	自研	孵化项目 1
孵化项目 2	2D MMORPG 页游	武侠 IP 改编	RPG 玩家	自研	孵化项目 2
孵化项目 3	3D ARPG 动作手游	日本动漫	动漫粉丝	自研	孵化项目 3
孵化项目 4	MMORPG 手游	日本动漫	动漫粉丝	自研	孵化项目 4
孵化项目 5	3D MMORPG 手游	玄幻 IP 改编	玄幻类游戏偏好用户	自研	孵化项目 5

资料来源:公司公告,安信证券研究中心

#### 4.4.2. 收购智铭网络, 强化发行运营能力

智铭网络是网络游戏代理发行及联合运营商。目前,公司运营的游戏主要分为页游和手游,页游主要包括《传奇霸业》,手游主要包括《梦幻西游》、《乱斗西游》、《九阴真经》、《魔天记》、《九阴真经》、《天子》、《三打白骨精》、《青丘狐传说》等。2016 年,公司实现营收 4.70 亿元,净利润 0.48 亿元。

**表 8：2014-2016 年智铭网络收入及利润**

项目	2016 年	2015 年	2014 年
营业总收入 (万元)	47,013	27,531	10
净利润 (万元)	4,809	100	4

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**智铭网络发行运营能力突出，强化公司发行优势。**智铭网络创始人胡宇航先生是国内知名的游戏制作人，曾带领团队研发出千万级页游大作《大天使之剑》、《传奇霸业》，其能带领发掘并发行运营优质的游戏产品；公司目前联合运营平台主要为腾讯平台，与联合运营平台渠道商长期合作建立的密切合作关系是公司核心竞争力之一；自 2014 年成立至今，公司已成功代理运营《传奇霸业》和《梦幻西游》等游戏，多个产品在各类游戏排行榜中均位列前茅，发行运营能力获得认证。

通过本次收购智铭网络 49%的股权，智铭网络将成为上市公司的全资子公司，上市公司将调动其优秀的移动及网页游戏发行能力及优质平台的资源对接整合能力，进一步补强上市公司业内领先的游戏产品发行能力等核心价值，提升上市公司流量覆盖能力及用户转化率，使得上市公司获得在游戏发行行业中的不对称优势，为上市公司的从游戏行业向更高层次的泛娱乐行业发展的战略升级打好坚实基础。

## 5. 盈利预测与估值

我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 16.90 亿元、20.80 亿元、25.79 亿元，对应每股收益分别为 0.81 元、1.00 元、1.24 元。对标腾讯，给予 2017 年 40X 估值，对应 6 个月目标价 32.40 元，给予“买入-A”评级。

## 风险提示

游戏内容监管风险，新手游上线表现不及预期等风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	4,656.8	5,247.9	8,081.8	10,587.1	12,757.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,895.9	1,941.3	3,151.9	4,181.9	4,975.4	营业收入增长率	678.4%	12.7%	54.0%	31.0%	20.5%
营业税费	41.6	29.7	70.3	82.2	94.1	营业利润增长率	1304.1%	44.0%	32.7%	27.9%	25.5%
销售费用	1,458.9	1,607.7	2,424.5	3,176.1	3,827.2	净利润增长率	1224.2%	111.5%	58.1%	23.1%	23.9%
管理费用	422.3	514.9	808.2	1,058.7	1,275.7	EBITDA 增长率	817.7%	41.4%	38.3%	26.8%	24.4%
财务费用	-13.8	-5.5	80.8	105.9	127.6	EBIT 增长率	1522.7%	45.8%	40.3%	28.0%	25.3%
资产减值损失	48.0	49.5	5.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	1552.1%	36.2%	52.1%	28.0%	25.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.3%	37.3%	22.7%	-24.7%	37.5%
投资和汇兑收益	5.1	54.7	5.0	-	30.0	净资产增长率	30.6%	27.4%	12.5%	31.1%	27.8%
<b>营业利润</b>	808.9	1,164.9	1,546.0	1,977.3	2,482.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	124.0	153.9	145.5	147.0	149.2	毛利率	59.3%	63.0%	61.0%	60.5%	61.0%
<b>利润总额</b>	932.9	1,318.8	1,691.5	2,124.3	2,631.6	营业利润率	17.4%	22.2%	19.1%	18.7%	19.5%
减:所得税	11.2	102.1	-	-	-	净利润率	10.9%	20.4%	20.9%	19.7%	20.2%
<b>净利润</b>	506.0	1,070.2	1,691.5	2,081.8	2,578.9	EBITDA/营业收入	18.7%	23.4%	21.0%	20.4%	21.0%
						EBIT/营业收入	17.1%	22.1%	20.1%	19.7%	20.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	25	20	11	6	3
货币资金	1,109.8	819.2	1,041.8	3,504.6	4,261.0	流动营业资本周转天数	8	18	34	25	24
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	129	157	154	166	202
应收帐款	525.7	938.3	1,725.9	1,025.4	2,667.9	应收帐款周转天数	31	50	59	47	52
应收票据	65.9	94.6	456.1	216.2	377.4	存货周转天数	5	5	10	7	7
预付帐款	219.9	292.0	695.3	381.2	1,002.4	总资产周转天数	311	378	312	274	293
存货	67.6	71.5	398.3	2.2	522.6	投资资本周转天数	168	183	153	113	96
其他流动资产	132.0	234.9	155.0	174.0	188.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	286.2	785.1	387.2	486.2	552.8	ROE	14.2%	23.7%	33.1%	30.9%	29.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	19.9%	19.1%	22.2%	25.0%	21.5%
长期股权投资	170.2	786.6	786.6	786.6	786.6	ROIC	37.4%	47.5%	52.6%	54.9%	91.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	311.2	271.5	207.0	142.5	78.0	销售费用率	31.3%	30.6%	30.0%	30.0%	30.0%
在建工程	1.2	31.1	31.1	31.1	31.1	管理费用率	9.1%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
无形资产	59.8	52.6	42.8	33.0	23.2	财务费用率	-0.3%	-0.1%	1.0%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	1,673.8	2,008.9	1,684.8	1,720.4	1,768.3	三费/营业收入	40.1%	40.3%	41.0%	41.0%	41.0%
<b>资产总额</b>	4,623.3	6,386.2	7,611.8	8,503.3	12,259.4	<b>偿债能力</b>					
短期债务	31.4	372.9	-	-	-	资产负债率	19.7%	25.9%	30.1%	18.0%	27.3%
应付帐款	665.9	993.9	1,973.0	1,234.6	2,936.9	负债权益比	24.6%	35.0%	43.1%	21.9%	37.5%
应付票据	4.0	17.4	12.2	22.4	25.1	流动比率	2.34	1.51	1.96	3.51	2.71
其他流动负债	205.2	240.1	291.7	252.6	361.7	速动比率	2.27	1.46	1.79	3.51	2.56
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-57.82	-212.33	20.13	19.68	20.46
其他非流动负债	5.9	32.8	14.7	17.8	21.8	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	912.4	1,657.1	2,291.6	1,527.4	3,345.6	DPS(元)	0.05	0.10	0.34	0.27	0.36
少数股东权益	147.6	205.5	205.5	248.0	300.6	分红比率	20.6%	19.5%	41.7%	27.3%	29.5%
股本	1,042.4	2,084.8	2,084.8	2,084.8	2,084.8	股息收益率	0.2%	0.4%	1.4%	1.1%	1.5%
留存收益	2,516.7	2,441.5	3,029.9	4,643.1	6,528.5						
<b>股东权益</b>	3,710.9	4,729.2	5,320.2	6,975.9	8,913.9						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	921.7	1,216.7	1,691.5	2,081.8	2,578.9	EPS(元)	0.24	0.88	0.81	1.00	1.24
加:折旧和摊销	121.8	173.5	74.3	74.3	74.3	BVPS(元)	1.71	2.17	2.45	3.23	4.13
资产减值准备	48.0	49.5	-	-	-	PE(X)	102.9	28.4	30.8	25.0	20.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	14.6	11.5	10.2	7.7	6.0
财务费用	1.8	-0.6	80.8	105.9	127.6	P/FCF	137.5	87.5	86.6	17.2	34.4
投资损失	-5.1	-54.7	-5.0	-	-30.0	P/S	11.2	9.9	6.4	4.9	4.1
少数股东损益	415.7	146.5	-	42.5	52.6	EV/EBITDA	57.0	26.6	29.8	22.3	17.7
营运资金的变动	21.3	-721.9	-475.3	844.8	-1,195.3	CAGR(%)	32.1%	29.3%	206.7%	32.1%	29.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,081.2	1,051.9	1,366.3	3,149.2	1,608.1	PEG	3.2	1.0	0.1	0.8	0.7
投资活动产生现金流量	-3,249.6	-1,517.5	402.9	-99.0	-36.7	ROIC/WACC	3.6	4.5	5.0	5.2	8.7
融资活动产生现金流量	2,679.0	168.8	-1,546.6	-587.4	-815.0	REP	6.2	2.3	2.7	3.2	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## I 销售联系人

上海联系人	葛娇娇	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

### 上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

### 北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034