

投资评级：未评级

收盘价（元）	33.72
目标价（元）	不适用
上次目标价（元）	不适用

顺荣三七（002555.SZ，未评级）

——中国页游领导者

核心观点

- ◆ **公司简介——中国页游领导者：**公司的核心资产为三七互娱，旗下拥有 37.com、6711.com 以及 37GAMES 等国内外运营平台，1Q15 中国页游市场份额 13.4%，位列第二（第一为腾讯控股（0700.HK，未评级），超过 30%）。公司以游戏运营商起家，切入游戏自研，2014 年推出现象级产品《传奇霸业》和《大天使之剑》，1Q15 这两款产品分列中国网页游戏开服数前两位，综合带动三七开服数位列中国第一。第一大股东为李卫伟先生，截至 2015 年 8 月 25 日持股 23.01%。
- ◆ **行业格局——PC 端向移动端继续迁徙，份额领先者以并购（含海外并购）等方式实现份额扩张和产业链纵向一体化：**艾瑞咨询数据显示，1Q15 中国网络游戏市场规模为 320.8 亿，同比增长 24.7%，其中 PC 客户端、PC 浏览器端和移动游戏各占市场规模的 51.0%、17.9% 和 31.0%，分别较去年同期下滑 7.9 个百分点、下滑 1.1 个百分点和增长 8.9 个百分点，对应市场规模的同比增速分别为 8.0%、17.5% 和 74.9%。我们预判，受惠大屏智能手机普及带动手机娱乐项目的可玩性增加，网络游戏向移动端迁徙的趋势将延续。业内调研显示，并购风起云涌，而海外标的由于拥有经典 IP、成熟模式，搭配具吸引力的估值（与 A 股相比），日益吸引国内业者的关注。我们认为团队的融合，如文化、本土化和股权层面的利益安排为协同效应的打造的关键。
- ◆ **公司战略——巩固页游领导者地位、切入手游和海外并购拥抱高增长：**公司战略非常专注——“游戏”，中国页游市场份额第一为目标，实现方式为推出好的产品（公司产品测评率超过 95%，运用大数据分析从留存率、付费率和 ARPU 值等评价游戏的市场前景并给出对应市场推广策略）、运营和研发互动。目前手游有五个研发团队，并参投上海极光，下半年会有《苍翼之刃》等精品推出。海外现在正处于市场铺垫阶段，一年约有 7 个亿的流水，利润率与国内相似，公司的目标是三年之内海外的流水占到 50%，找到适合海外的产品为拐点。
- ◆ **1H15 营业收入和净利润同比增速分别为 1,610% 和 8,229%，三七互娱**

陈铮娴

分析师 执业证书编号：S1100515020001
8621-68416988-234
chenzhengxian@cczq.com

欧阳宇剑

联系人 8621-68416988-218
ouyangyujian@cczq.com

川财证券研究所

成都：
交子大道 177 号中海国际 B 座 17 楼，
610041
总机：(028) 86583000
传真：(028) 86583002



并表为主要原因：公司近期公布了 1H15 财报，营业收入和净利润分别为同比增速分别为 1,610%和 8,229%，三七互娱并表为主要原因，EPS 为 0.25 元。

◆ 目前股价分别对应市场平均预估 2015 年和 2016 年 PE55.7x 和 37.0x，暂未评级：目前市场平均预估公司 2015 年和 2016 年营业收入分别为 44.5 亿和 59.1 亿，同比增速分别为 643.5%和 32.8%，净利润分别为 5.3 亿和 8.0，EPS 分别为 0.61 元和 0.91 元。目前股价分别对应市场平均预估 2015 年和 2016 年 PE55.7x 和 37.0x，暂未评级。我们认为如下情形将使得买点浮现：（1）市场回调导致估值具吸引力，如 $PEG < 1.0$ ，长线可开始布局；（2）产品公测反应佳致使流水预期明显上修；（3）国内外前瞻性的重大并购布局。



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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司