



## 顺荣三七 (002555)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2015-10-19

当前价格 (元) 43.59

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	877.11
A 股股本(百万股)	877.11
B/H 股股本(百万股)	0/0
总市值 (亿元)	279.7
A 股流通比例 (%)	18.1
第一大股东	李卫伟
第一大股东持股比例	23.01%
实际控制人	吴绪顺
实际控制人持股比例	22.12%
12 个月最高/最低(元)	126.47/25

TMT 研究组

联系人: 雷涛

021-60956107

leitao922@163.com

## 页游王者的泛娱乐演进

主要观点:

### 传统产业转型, 汽配与泛娱乐双驱动

公司由传统汽配行业转型, 实现汽配和网络游戏行业双驱, 并逐步开拓泛娱乐行业新增长点。子公司三七互娱的并表, 带来上市公司利润大幅提升。当前正在运作收购三七互娱的剩余 40% 股权, 如顺利完成将实现泛娱乐行业的进一步加码。

### 研运一体化优势, 持续提升页游营收

公司在页游领域非腾讯市场份额第一, 研运一体化显示巨大优势。今年推出的《传奇霸业》接棒《大天使之剑》成为明星页游, 这两款明星产品为公司的收入和利润贡献显著。

### 手游走过准备期, 进入盈利期

公司从 2013 年开始布局手游业务, 研发和运营双管齐下; 另外通过广泛战略联盟和股权投资的方式, 开始营造手游生态联盟, 加强研发和运营力量。运营方面, 已经积攒多部优秀手游经验, 其中包括《梦幻西游》, 《天将雄师》等优秀手游。自研方面, 新推出的自研 IP 手游《天将雄师》表现优异, 截至 6 月 30 日, 公司已立项并且正在自主研发 1 款网页游戏和 5 款移动网络游戏。我们认为公司手游业务开始逐渐步入盈利爆发期。

### 以 IP 为基础的泛娱乐产业, 带来新的想象空间

通过战略合作、股权投资等方式, 公司储备了众多 IP 资源; 基于自身游戏研发能力, 与拥有影视、动漫制作方合作, 布局以 IP 为基础的游戏、影视、动漫三方转化的泛娱乐产业。目前已经成立动漫团队进行自制、改编自游戏 IP 的动漫作品, 并在接下来两年推出投资并参与制作的电影作品。我们认为泛娱乐产业的布局将为公司后续增长提供了新的想象空间。

### 投资建议

公司页游业务市场份额稳步提升, 精品自研游戏在下半年陆续推出, 将进一步提升页游的收入和利润。加上手游的业务进入收获期加厚公司业绩, 后续影视、动漫业务的拓展替身公司盈利空间。同时考查公司业绩屡超承诺的表现, 我们预测公司 15-17 年 EPS 分别为 0.58/0.73/0.95, 按照当前价格 15-17 年对应 PE 分别为 75.42、59.78、46.06, 我们给出增持建议。

盈利预测:

单位: 百万元

财务指标	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	598	5085	6864	9267
收入同比 (%)	133%	750%	35%	35%
归属母公司净利润	38	507	640	830
净利润同比 (%)	938%	1227%	26%	30
毛利率 (%)	42.6%	58.0%	59.0%	60%
ROE (%)	2.1%	20.7%	23.4%	21.7%
每股收益 (按最新股本稀释)	0.04	0.58	0.73	0.95
P/E (按最新股本稀释)	1000.52	75.42	59.78	46.06
P/B	14.46	11.44	10.96	10.40
EV/EBITDA	141	45	36	28

资料来源: wind、华安证券研究所

## 目 录

1 传统产业转型，汽配与泛娱乐双驱动.....	3
1.1 公司概况 .....	3
1.2.股权结构 .....	3
2 网络游戏成为主要业务.....	4
2.1 页游进入成熟期，研运一体化凸显优势 .....	4
● 页游市场情况 .....	4
● 页游产业链情况 .....	5
● 页游王者，非腾讯市场份额升至第一 .....	6
2.2 手游走过准备期，正式步入盈利期。 .....	8
3. 以 IP 为中心，泛娱乐化发展点燃想象空间.....	11
4. 汽车配件业务.....	13
投资建议.....	14
附录：财务报表预测 .....	15

## 图表目录

图表 1：顺荣三七业务分类 .....	3
图表 2：顺荣三七股权结构 .....	3
图表 3：网络游戏市场规模 .....	4
图表 4：网络游戏分类占比 .....	4
图表 5：中国页面游戏的市场规模 .....	5
图表 6：页游研发商到游戏用户的构成 .....	5
图表 7：页游游戏用户到研发商的构成 .....	5
图表 8：2015 年 Q2 中国页游研发厂家市场份额 .....	6
图表 9：2015 年 Q2 中国页游运营平台市场份额 .....	6
图表 10：2015 年 Q2 中国页游开服数据 .....	7
图表 11：37GAMES 国际平台用户实时访问图 .....	7
图表 12：中国手机网民规模及其占网民比例 .....	8
图表 13：中国手机游戏用户规模及增长率 .....	8
图表 14：中国手机游戏 CP 规模 .....	9
图表 15：2015 上半年最受青睐 IP 手游类型 .....	9
图表 16：国内前五大卖场市场份额 .....	10
图表 17：三七互娱的 2015 年完成的战略合作.....	12
图表 18：汽车零部件业务年收入 .....	13

# 1 传统产业转型，汽配与泛娱乐双驱动

## 1.1 公司概况

公司于 2011 年完成 IPO，公司名称为顺荣股份，全称为“芜湖顺荣汽车部件股份有限公司”，主营业务为汽车塑料燃油箱供应商。2014 年底，公司通过增发股份购买资产并筹集配套资金，完成对上海三七玩网络科技有限公司（后改名为三七互动娱乐）60%股份的收购。2015 年初对公司名称进行变更为芜湖顺荣三七互动娱乐股份有限公司，简称“顺荣三七”。目前公司正在操作定增收购三七互娱剩余 40%股份，以实现三七互娱的全面收购。

三七互动娱乐是李卫伟、曾开天在 2011 年创建的网络科技公司，主营业务为网络游戏，包括网页游戏的开发、运营，手机游戏的开发和运营等业务。在对三七互娱收购完成后，上市公司成功由汽车配件供应商，转型为汽车配件供应商和网络游戏为主的泛娱乐产业，双主业并行发展的模式运作。

目前公司主要业务包括两个方面，汽车塑料燃油箱和网络游戏。根据 2015 年中报显示，三七互娱为主的网络游戏业务，约占公司总收入的 91%，成为公司主要收入来源。

图表 1：顺荣三七业务分类

行业分类	营业收入（元）	营业成本（元）	毛利率
网络游戏业务	1,955,833,556.70	694,104,102.19	64.51%
汽车零部件制造	193,473,028.43	146,407,865.12	24.33%
总计	2,149,306,585.13	840,511,967.31	

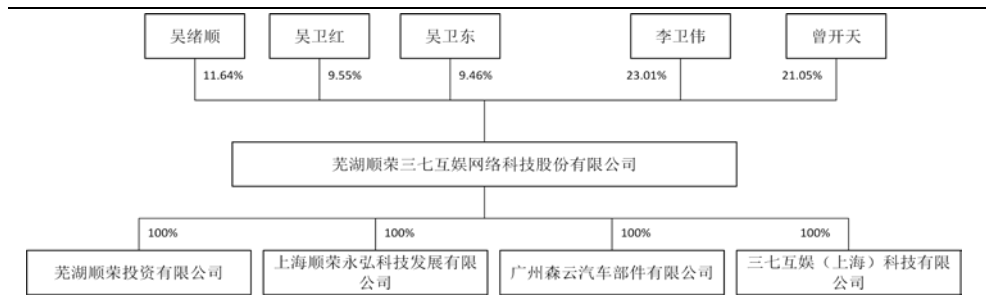
资料来源：公司公告、华安证券

## 1.2. 股权结构

上市公司的实际控制人为吴氏家族。下图为实际控制人、主要持股人与公司之间的关系。其中，吴绪顺与吴卫红、吴卫东为父女（子）关系，且为一致行动人；李卫伟、曾开天是原三七玩网络科技有限公司的股东。

目前公司正在操作的定向增发收购三七互娱剩余 40%的股权，一旦收购完成，将对公司股权结构产生一定影响。顺荣三七实际控制人吴氏家族合计持股比例由 30.65%降至 25.23%，占拥有表决权股本的比例为 39.59%，仍将拥有上市公司的控制权。而三七互娱原股东李卫伟、曾开天在上市公司的持股比例将被稀释，但将获得了数十亿元的现金对价。

图表 2：顺荣三七股权结构



资料来源：公司公告、华安证券研究所

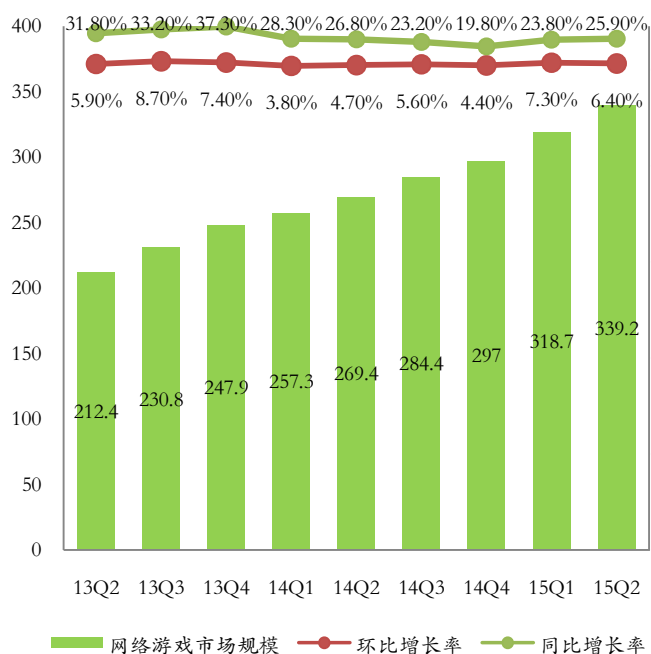
## 2 网络游戏成为主要业务

### 2.1 页游进入成熟期，研运一体化凸显优势

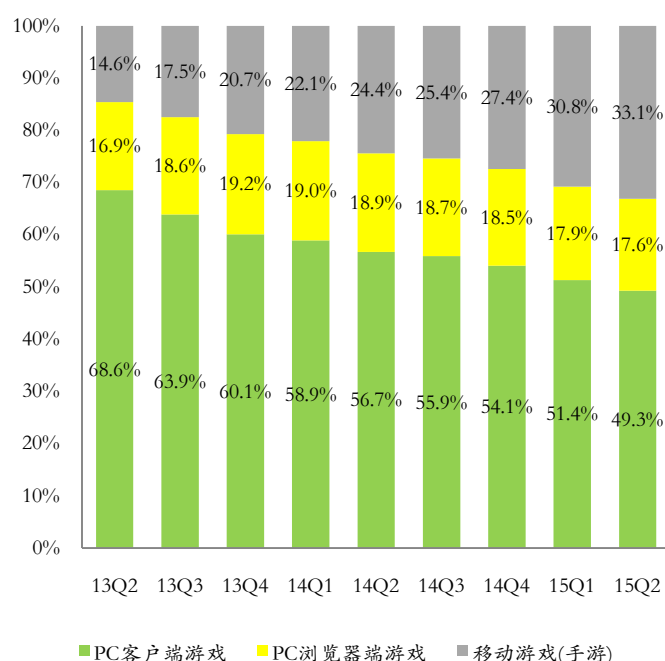
#### ● 页游市场情况

最新数据显示，截至 2015 年 Q2 我国网络游戏市场规模达到 339.2 亿，环比增长 6.4%，同比增长 25.9%，表明网络游戏市场仍处于高速发展的态势。按照游戏类型分类来看，手游已经占据到三分之一的市场份额，显示了手游强劲的发展势头，而页游保持相对稳定的同时，略有下降。

图表 3：网络游戏市场规模



图表 4：网络游戏分类占比

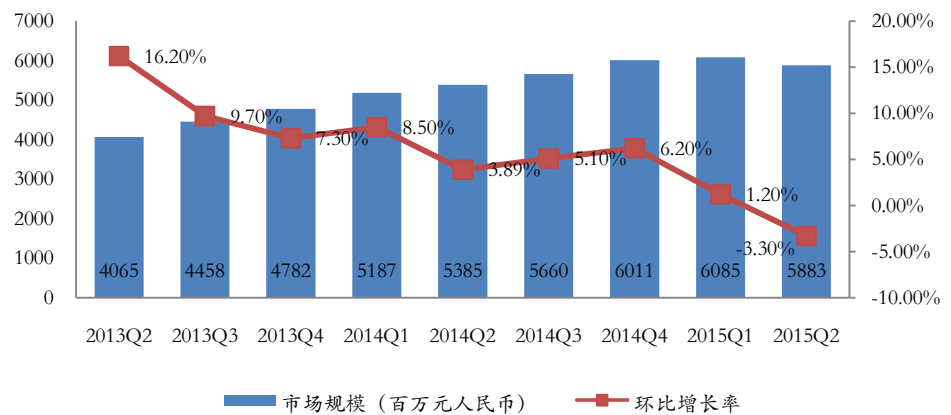


资料来源：艾瑞研究、华安证券研究所

资料来源：艾瑞研究、华安证券研究所

15 年 Q2 中国页游市场规模环比下降 3.3%，是近年来首次环比下降。页游受到了手游的快速发展带来的压力。但是我们从页游的开服数来看，2015 年 Q2，页游的开服数为 61137 组，环比增长 9.5%。相对于 2014 年 Q2 的 125902 仍有较大差距。从一个侧面可以发现，页游的快速发展时期已经过去，但是整体增速仍保持一个相对稳定的情况。

图 表 5：中国页面游戏的市场规模



资料来源：易观智库、华安证券研究所

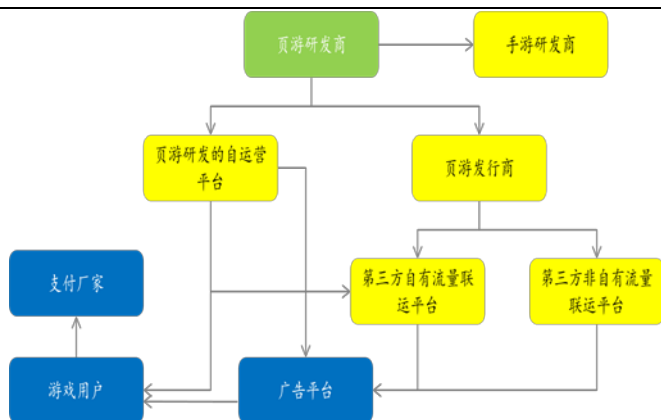
我们认为页游市场的高速增长的时代已经过去，在手游的冲击下，玩家投入在 PC 端游戏的时间减少，许多页游厂家在不同程度上转向手游的开发，整个页游行业进入了一个成熟的增长期。

页游本身来说，技术门槛相对较低，在野蛮发展期间，众多参与者竞争相对混乱。而当行业进入成熟期，页游市场参与者由于受到手游快速增长的吸引而转向手游市场，使得页游市场混乱竞争开始减少。市场份额将逐渐向有实力的厂家汇聚，精品产品在市场中的号召力将进一步提升。在当前页游的市场形势下，厂家对于新产品的研发会逐渐谨慎，而运营平台的联运门槛也会进一步提高，这将导致研发运营一体化的趋势将得到进一步加强。

## ● 页游产业链情况

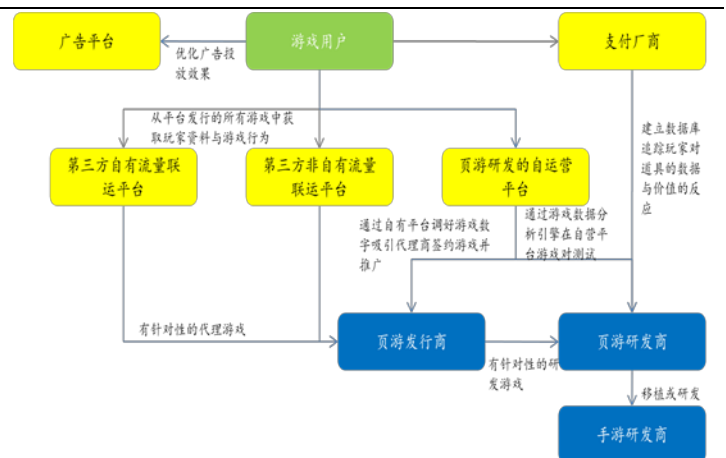
页游的产业构成中，主要由研发厂家、运营厂家、用户、支付厂家、广告平台等角色构成。我们分析发现，从整个页游产业链上各个角色来看，页游研发和运营占据着最重要的角色，而实现研运一体化的厂家，将利用运营的优势，通过运营数据，推广渠道等方面，对自研的游戏开发、推广帮助巨大。研运一体化的实力优势，将在页游行业带来很高的行业比较优势。

图 表 6：页游研发商到游戏用户的构成



资料来源：艾瑞研究、华安证券研究所

图 表 7：页游游戏用户到研发商的构成



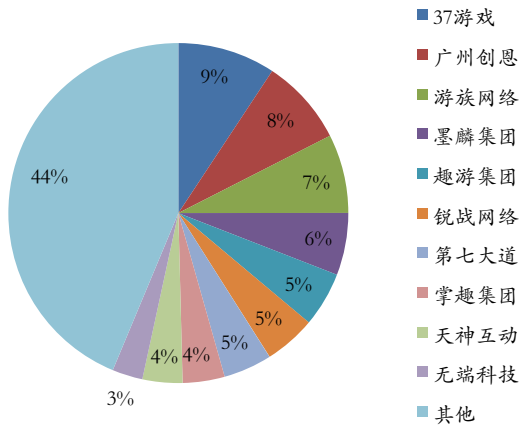
资料来源：艾瑞研究、华安证券研究所



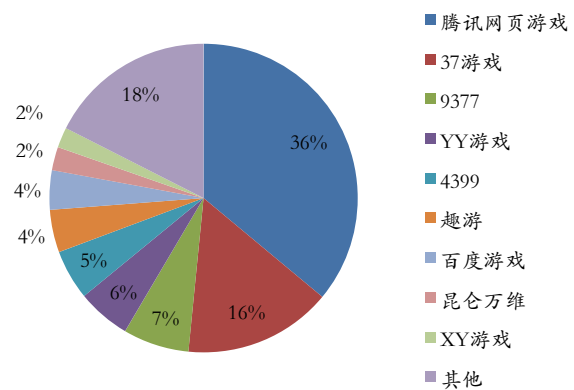
## ● 页游王者，非腾讯市场份额升至第一

三七互娱在 2011 年成立，凭借 2012 年独家代理的千万级页游《秦美人》站稳市场。经过三年的发展，已经成为页游行业的王者。在非腾讯市场，三七互娱在平台运营、产品研发在 2015 年第二季度市场份额均排名第一。领先优势非常明显。整个游戏业务上半年营业收入为 1,955,833,556 元，毛利率为 64.51%，归属上市公司的利润超过 2 亿元，超过之前定增收购 60% 股权时候管理层的承诺业绩。除自有平台外，三七互娱通过其优异的用户挖掘能力、运营推广能力取得 2345 游戏中心、猎豹游戏平台、酷派游戏平台等多个平台的代运营权。代运营业务不仅丰富三七互娱的收行渠道、提高市场份额及收入分成，亦提高优质产品的获取及议价能力。

图表 8：2015 年 Q2 中国页游研发厂家市场份额



图表 9：2015 年 Q2 中国页游运营平台市场份额



资料来源：易观智库、华安证券研究所

资料来源：易观智库、华安证券研究所

公司在页游市场的优异表现，主要体现在研运一体化战略的落实，带来运营、自研两方面高速发展并相互促进，另外海外市场的开拓也逐步取得成效。

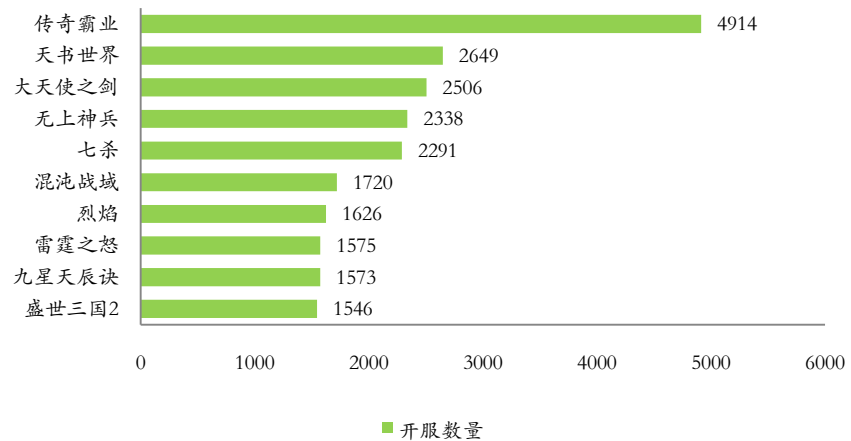
### • 页游的运营进一步加强，份额提升。

截至 2015 年 6 月 30 日，公司 37.COM，6711.COM 以及 37GAMES 等国内外运营平台累计注册用户超过 4.8 亿，月均新增用户达到 1,100 万人次。份额现在已经占据 16% 的市场份额，成为了非腾讯市场的第一。公司在与其他平台如迅雷、2345 网和顺网科技均有战略合作，并且也成为了腾讯的十大合作伙伴之一。也就意味着，将来外部运营市场的一部分份额收入，也将纳入到公司的营收。

### • 页游自研，推出精品游戏获得成功。

通过引入优质 IP 资源自研精品游戏，2014 年推出《大天使之剑》与《传奇霸业》，市场份额逐步扩大。这两款精品游戏，在 2015 年 Q2 仍然分别排名页游开服数量前三位。《大天使之剑》和自主研发的《传奇霸业》支撑下，2015 年 Q2 的自研流水再次超过 7 亿元人民币，在页游研发市场中保持了第一的位置。其中，自研产品《传奇霸业》成功接棒去年的《大天使之剑》，成为 2015 年上半年 37 游戏的主力明星产品。这两款明星产品为公司的收入和利润贡献显著。

图表 10: 2015 年 Q2 中国页游开服数据



资料来源：艾瑞咨询、华安证券研究所

• 开拓海外市场并取得积极成效。

网络游戏的出口在国内游戏行业发展的同时也在稳步推进。从 2013 年起自主研发游戏出口规模继续持续增长, 根据《2014 年中国游戏产业报告》披露, 2013 年、2014 年中国自主研发网络游戏海外市场销售收入达到 18.20 亿美元、30.76 亿美元, 同比增长 219.30%、69.02%。2014 年出口产品中, 客户端类游戏数量占总出口网络游戏数量的 27.7%; 网页类游戏数量占总出口网络游戏数量的 30.9%; 移动类游戏数量占总出口网络游戏数量的 41.4%, 页游和移动网络游戏已成为出口的主力。

公司从 2013 年开始开发港澳台、韩、泰等亚洲地区或国家, 2014 年顺利进入英语、法语、阿拉伯语游戏发行及运营市场。公司依托 37GAMES 国家平台, 市场覆盖 50 多个国家, 成为全球覆盖面最广的页游平台之一。公司上半年实现海外收入 1.56 亿元, 毛利率 46.59%。公司近期宣布实施海外“雏鹰养成”计划, 将在五年内耗子 1 亿美元作为全球游戏工作室的种子发展资金, 用于扶持国外游戏工作室, 辅助公司海外市场的拓展深化。

图表 11: 37GAMES 国际平台用户实时访问图



资料来源：公司公告、华安证券研究所

我们认为页游行业进入成熟期已是不争的事实，在手游急速发展的压缩之下，行业将进一步的整合。页游的未来，集中度提升，强者更强。上市公司将通过抢夺市场份额，研运一体化提升 IP 精品游戏的产出和效率来提升页游营收。于此同时，海外市场将进一步取得开拓，我们预计海外市场的增长能为公司在页游领域带来新的增长点。通过国内，海外两个市场的共同提升，页游收入和利润均能成为当前稳定增长的有效保障。所以我们认为在接下来的几年，页游业务仍然能够成为公司收获稳定收入的现金牛业务。

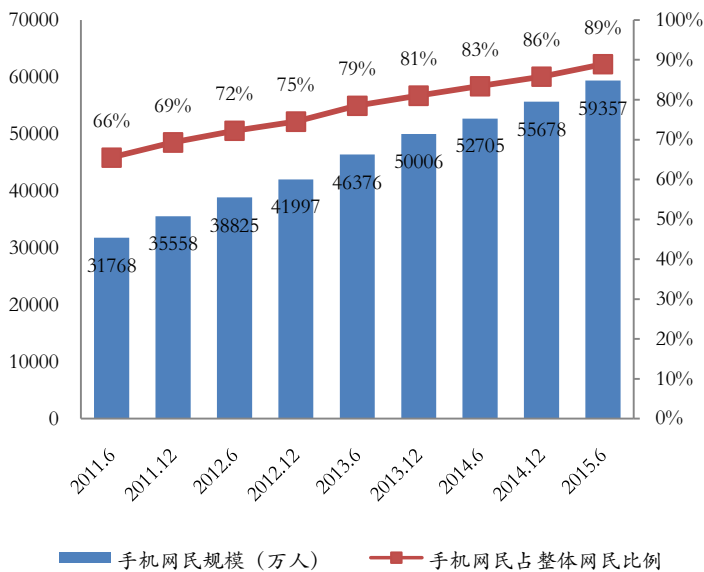
## 2.2 手游走过准备期，正式步入盈利期。

手机游戏，是手机特别是智能机的普及而发展起来；随着智能机的性能不断提升，而快速提升市场份额。中国手游的用户规模不断上涨，截至到 2015 年上半年已经达到约 5 亿人。但是随着手机网民人口增长逐步放慢，手游用户在手机网民中的渗透超过 80%，手游快速发展所依托的手机人口红利会渐渐消失。

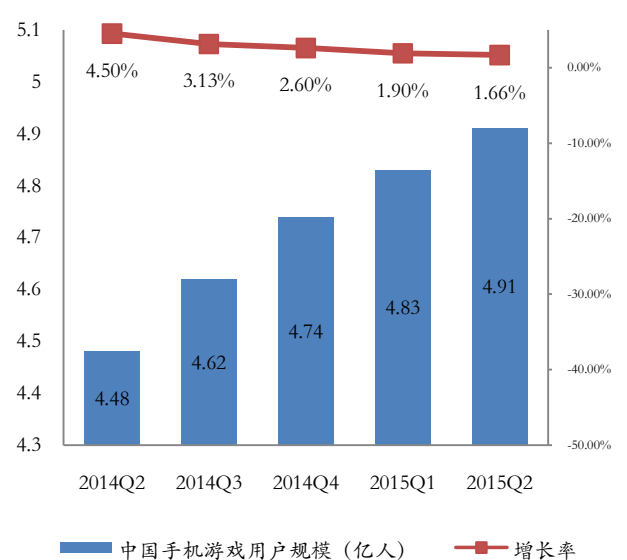
从内容来看，手游从休闲游戏（包括酷跑、棋牌等），逐渐发展到包括策略、动作、卡牌类多种类型四面开花的局面。手游的特点是能够很好的匹配碎片化时间的娱乐需求，所以目前休闲游戏仍然占据着大部分的份额。

我们认为，手游行业在接下来将会呈现份额继续提升，游戏类型相对均衡，全行业平均游戏复杂度会相对提升的局面。

图表 12: 中国手机网民规模及其占网民比例



图表 13: 中国手机游戏用户规模及增长率



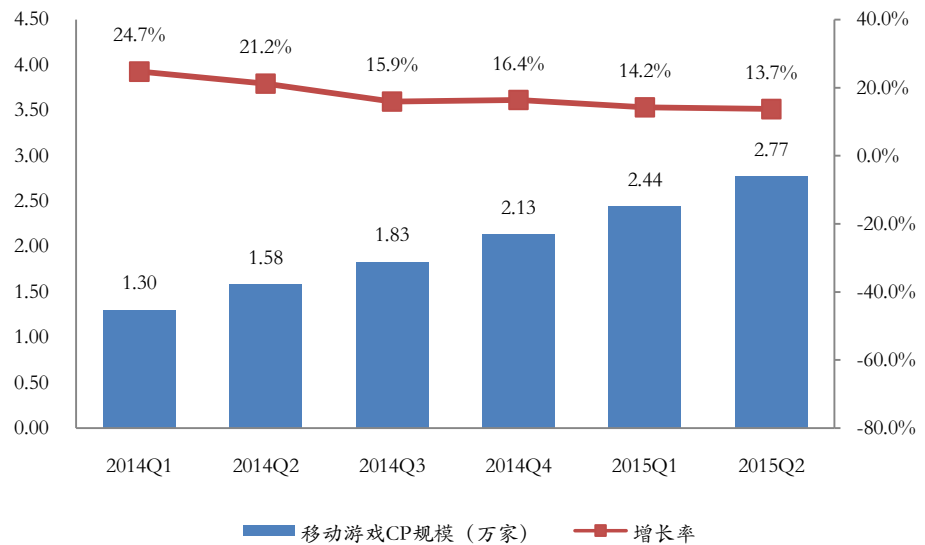
资料来源：中国互联网络信息中心、华安证券研究所

资料来源：TalkingData、华安证券研究所

手游市场的繁荣，吸引着手游开发者快速加入到市场上来。2014Q1 手机游戏研发公司为 1.3 万家，增长率为 24.7%。进入 2015Q2，手游开发公司达到 2.77 万家，但是增长率下降到 13.7%。一方面手游经过前两年的爆发性增长之后，进入一个平稳的快速发展阶段，另外一方面行业内的并购增加，市场竞争加剧。



图表 14：中国手机游戏 CP 规模



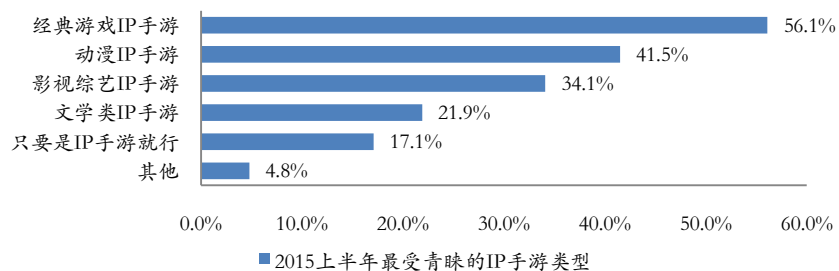
资料来源：TalkingData、华安证券研究所

目前手游一个显著特点是游戏 IP 化的加强。2014 年被认为是手游 IP 元年，根据 mGameTracker 监测数据显示：2014 年 IP 游戏数量占有所有游戏的 16.2%。IP 之所以如此受到追捧，主要原因是在经典 IP 背后拥有大量的粉丝，公众对 IP 的内容比较了解，由此引发基于 IP 改编游戏在研发、推广、运营等方面的优势。

游戏 IP 化之后，游戏的推广变得更容易，推广费用也能大幅降低。普通手游的推广费用所占成本的比例非常的高，业界平均接近 70%，即便如此，高推广费收获的效果仍然很难估计，推广获取的玩家的比例较低。这种情况下，非 IP 的手游投资风险和收益评估将变得更加困难。然而，经典 IP 游戏能够在游戏开发之前就对收益有一个大致评估。通过对某 IP 的粉丝估计、粉丝类别分析，进行针对性的开发，然后再通过市场调研、业界经验估算出潜在玩家数量等信息来评估收益。另外一方面，由于存在粉丝基础和 IP 原有的话题性，推广变得更优针对性、效率也更高，这对成本的控制十分有效。

iiMedia 统计表明 2015 年上半年中国 IP 手游用户中，玩过 IP 手游的人数达到 60.8%。调研选择 IP 手游的原因是“游戏名称/内容是自己所熟悉”的人数接近一半。在整个 IP 的类型方面，主要有经典游戏、动漫、影视、综艺、文学类，我们从下图可以看到，经典游戏 IP 和动漫 IP 在玩家的心中占据着更高的地位。同时，很多玩家同时关注着多种 IP 类型。

图表 15：2015 上半年最受青睐 IP 手游类型



资料来源：iiMedia、华安证券研究所

公司在 2013 年底开始布局手游发行和运营业务，经过两年时间的运作，已建成近 200 人的团队。在 2014 年，公司提出“MAX4”战略，并且投入 15 亿切入手游市场，通过资金赞助手游推广、CP 扶持、引进产品等方面，来构建在手游市场的实力。通过内延外延两方面同步发力，开拓手游市场。

■ 内延发行运营、自主研发双管齐下。截至到 2015 年上半年，手游的研发了运营两个方面均取得了很好的效果。

• 发行和联运方面

目前发行的精品游戏包括《天将雄师》、《热血仙境》、《真正男子汉》、《少年魔兽团》等，下半年计划发行的游戏有独家代理的 S 级手游《冒险之光》、《霸道天下》、《苍翼之刃》等。公司联运的《乱斗西游》、《梦幻西游》、《太极熊猫》、《暗黑黎明》等产品也取得了较好的成绩，新增用户和新增收入居众多联运平台之首或前列。公司已经积累了丰富的各类游戏产品的发行和整合推广经验。

• 研发方面

2013 年成立火山湖工作室，切入手游的研发。在 2014 年推出《请叫我女王》和《最游记物语》。今年年初推出同名电影 IP 改编并独家发行的手游《天将雄狮》，截至目前仍然处于营收上升期，流水屡创新高。自研的产品《热血高校》和网络文学 IP 改编的《天启之门》预计年底前能够推出。截至 6 月 30 日，公司已立项并且正在自主研发 1 款网页游戏和 5 款移动网络游戏。

■ 外延合作，加强实力，拓展市场

公司在加强手游自研能力的同时推进外延式发展，对外进行股权投资、加强与业界优秀手游团队进行联系和合作。一方面可以通过参股优秀手游开发团队获取精品手游资源，另一方面获取 IP 资源用于手游开发。公司在近两年，投资、并购的动作如下：

图表 16: 国内前五大卖场市场份额

时间	公司名称	获取股份	涉及金额 & 从事主营业务 (元)	收购意义
2014	成都聚乐科技有限公司	7.40%	页游、手游研发	通过股权投资，联合 CP，形成 CP 联盟优化产品开发，提高研运效率
	北京极致迅游科技有限公司	10.00%	手游研发	
	深圳岂凡网络有限公司	8.89%	页游、手游研发	
	广州悦岩居软件有限公司	15.00%	游戏研发	
	成都米修斯科技有限公司	35.00%	手游研发	
	深圳市益玩网络科技有限公司	20.00%	页游研发	
	PENTA GAME	35.00%	加拿大游戏代理公司	拓展海外市场
	ESTsoft Corp	4.90%	2957 万投资；韩国日常使用的软件、网络存储服务，搜索门户网站、《惊天动地》页游	
2015	上海傲庭网络科技有限公司	12.00%	页游研发	通过股权投资，联合 CP，形成 CP 联盟优化产品开发，提高研运效率
	上海萌宫坊网络科技有限公司	21.00%	手游研发	
	圣耀互动(北京)科技有限公司	24.00%	手游发行	
	北京爪游互动网络科技有限公司	12.00%	HTML5 游戏发行	
	墨麟科技	2.19%	0.6 亿投资；国内一线网游开发公司	
	SNKP		0.85 亿投资；拥有拳皇/侍魂/合金弹头/饿狼传说等重量级 IP	储备重要 IP 资源
	上海听听网络科技有限公司	24.00%	投资 3154 万；互动视频直播	开拓游戏周边业务

资料来源：互联网、华安证券研究所

公司在积极布局手游研发公司，促进手游优秀研发资源合作。今年以来，公司推出自研手游的力度增强，手游运营能力也开始进入行业前列，手游领域的研运一体化在逐步成形。

我们认为，基于公司 IP 游戏改编的成功经验，手游运营的成熟，加以公司优秀的执行能力。公司手游业务的收入将在今后两年逐步爆发，成为公司业绩的新增长点。

### 3. 以 IP 为中心，泛娱乐化发展点燃想象空间

在游戏文化的发展态势来看，影视、文学、动漫正在加速行业整合，逐渐形成以 IP 为核心的文化闭环。公司提出泛娱乐战略，基于在游戏方面的优势，导入影视、动漫、视频直播等资源，构建以 IP 为核心的泛娱乐产业。在存储 IP 资源的同时，提升 IP 游戏、电影、动漫的相互转化的能力。公司在页游领域自研推出的明星产品《大天使之剑》即为利用与韩国公司合作，基于游戏 IP “奇迹”开发完成。

2014 年被认为是手游 IP 元年，IP 的获取成本也随着其价值被市场认可而水涨船高。整个网络游戏行业开始认识到 IP 的价值而投入不菲，例如：畅游购入《秦时明月》的手游 IP 花费 1.5 亿元成为 2014 年最贵手游 IP。目前来看，网络文学的 IP 中，顶级 IP 的授权费用将达到千万级别，外加 5%~10% 的游戏流水；而动漫 IP 中，类似《海贼王》的一线 IP，已达到保底金 800 万+PC 端最低 5% 分成，移动端 8% 分成水平。

公司在确立从游戏产业延伸到泛娱乐产业之时，已经意识到 IP 的重要性。公司已经拥有众多 IP 储备，并且仍在与各大 IP 拥有大户进行合作，实现更多精品 IP 额储备。目前公司拥有的 IP 有：

- 游戏 IP：《传奇》、《奇迹 MU》、《天堂 2》、《热血高校》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》等
- 文学 IP：《傲世九重天》、《天启之门》、《狂仙》等
- 动漫 IP：《倒霉熊》、《樱桃小丸子》、《奥特曼》、《魁拔》等

在于 IP 资源较多的公司合作中，最有代表性的是公司在今年最新推出的定增方案中，引入芒果传媒和奥飞动漫分别向公司注资 2 亿元。与芒果传媒和奥飞动漫的深度合作将对公司在动漫和电视资源的提升带来巨大的帮助。

- 奥飞动漫拥有动画设计、漫画制作，在动漫 IP 储备方面竞争力很强。特别是他们收购的“有妖气”网站是国内著名的动漫原创活跃网站。通过对加强资本及股权方面的合作，巩固和深化合作关系；发挥各自的版权和渠道优势，在动漫节目、游戏节目、网络游戏、手机游戏、电影制作等互动娱乐领域开展全方面的深度合作。
- 芒果传媒是湖南广电旗下子公司，拥有湖南广电丰富的影视和渠道资源。通过资本合作未来双方将在优质综艺、影视 IP 资源、媒体和渠道资源等方面进行深度合作，上市公司将实现与稀缺优势 IP 资源、强势媒体的直接对接。

图表 17: 三七互娱的 2015 年完成的战略合作

时间	公司名称	获取股份	涉及金额 & 从事主营业务
2015	韩国网禅	韩国网游研发公司, 拥有“奇迹”IP	储备重要 IP 资源
	盛大游戏	网游开发公司, 拥有“传奇”IP	储备重要 IP 资源
	星皓影业	获取影视 IP 游戏改编, 或游戏改编为电影。并且就影视与游戏融合发展进行合作。	储备重要 IP 资源, 并进入电影产业
	顺网科技	网游的联合运营合作, 影视优先改编权, 网吧资源的合作	提升游戏运营资源和效率, 扩大推广渠道
	二三四五	网络游戏联合运营合作, 互联网用户大数据分析合作、互联网金融服务合作	提升游戏运营效率, 提升数据分析水平, 切入互联网金融服务业务
	芒果传媒定增注资 2 亿	湖北广电系, 拥有大量 IP 资源	切入影视产业合作, 储备影视、综艺 IP
	奥飞动漫定增注资 2 亿	动漫 IP 资源, 动漫制作	切入动漫产业合作, 储备动漫 IP

资料来源: 互联网、公司公告、华安证券研究所

今年以来, 公司在泛娱乐产业的进军步伐有明显的提速, 在投资合作的背景下, 已经拥有了众多成果。这也表明公司的拥有非常强的执行能力, 来落实战略部署, 形成业绩释放潜力, 推动公司发展。

• 动漫方面:

在对核心动漫团队进行投资参股, 获取资源的同时, 自身有两个动漫团队分别在武汉和上海开始运作。其中武汉团队已经推出动漫《疯味英雄》, 而上海团队已经开始打造日本 SNKP 公司的《拳皇》动漫系列。《拳皇》属于超级 IP, 在动漫推出时, 也存在将其改编成为游戏的潜力。

• 电视剧方面:

公司在影视和游戏的联动已经开始产出。在今年 9 月上映的《传奇酒馆》即是公司联合优酷土豆推出的网络自制剧, 其改编自游戏《传奇霸业》, 完成游戏到影视作品的衍生。网络剧的推出, 也赋予了游戏更丰富的内涵。

从影视到游戏的衍生来看, 最近热播的《琅琊榜》在 9 月底的片方联合发布影游联合发布会上, 同名页游、手游也同时发布。电视剧主角梅长苏扮演者胡歌也同时成为游戏的代言人。公司自研的页游《琅琊榜》, 在电视剧热播的同时热度也快速上升, 成为影游结合的经典案例。

明年初的湖南卫视主播剧《武神赵子龙》, 由林更新和林允儿主演, 公司自研的同名网游也会随着电视剧的同步推出。

• 电影方面:

在接下来的两年公司与星皓影业投资合作, 参与拍摄的电影《八仙过海之各显神通》和《泡沫之夏》将陆续上映。星皓影业明年初的电影《三打白骨精》推出的同时, 我们改编的同名页游和手游也将同期推出。与星皓影业的合作, 将加深公司在影视制作的经验, 以及促进影视改编游戏的推出。

我们看好公司在以 IP 为基础的泛娱乐行业的拓展。游戏与影视、动漫的联系互动将逐步放大, 为公司带来新的机会。公司通过这种方式, 一方面可以通过参与生产 IP, 来拓展 IP 的获取来源, 依托强大的游戏转化能力提升游戏收入; 另一方面, 也可以收获影视、动漫制作发行的经验, 为将来公司开拓新业务埋下伏笔。而这部分, 也为公司将来业绩爆发提供了巨大的想象空间。

## 4. 汽车配件业务

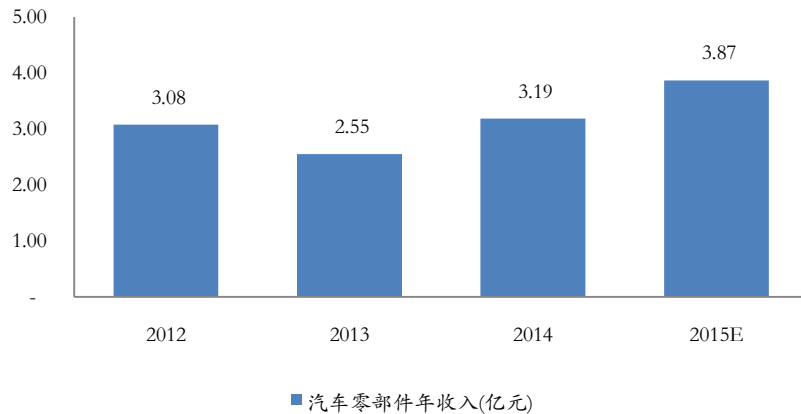
汽车配件业务是上市公司的传统主营业务，主要从事多层汽车塑料燃油箱的研制、生产和销售业务。

汽车零部件主要可以分为发动机配件、底盘零件、仪表电器件、车身及附件和通用件几个大类。公司主要产品汽车塑料燃油箱，属于汽车发动机配件，为固定于汽车上用于存贮燃油的独立箱体总成，是重要的安全法规件。

随着汽车技术的不断提高以及对汽车环保要求越来越严格，在符合安全性强制要求条件下的汽车轻量化设计已成为降低汽车排放和减少使用成本的一个重要方式。所以，公司从事的汽车塑料燃油箱业务，也成为汽车配件中的一个重要组成部分。

今年上半年上市公司这部分业务，收入 193,473,028.43 元，同比增长 53.88%，下图是近年来收入的情况。

图表 18：汽车零部件业务年收入



资料来源：公司公告、华安证券研究所

上市公司调整战略在国内高端主机厂的新产品开发力度和市场配套份额的投入，带来了汽车燃油箱业务有效提升。但是由于整车市场的销售变缓，相关的配套零部件的销售也将进入一个缓慢的增长期。我们认为，凭借公司战略的逐步落实，这部分业务能够稳定一定的增长率。但是，整体销售收入所占上市公司的比重将会逐步降低。



## 投资建议

公司加大对泛娱乐产业的发展。目前上市公司正在进行中的增发收购资产方案，将三七互娱剩余的 40%股份纳入到上市公司。原三七互娱创始人李卫伟顶替吴氏家族中吴卫红女士，成为公司总经理，均从一个侧面反映公司将更多的资源用于泛娱乐方面的布局。

公司在 2013 年底收购三七互娱 60%的股份时，三七互娱管理层的承诺业绩为利润 2014 年、2015 年、2016 年分别为 3 亿元、3.6 亿元和 4.32 亿元。三七互娱公司于 2014 年度经审计的归属于母公司股东的净利润和扣除非经常性损益后（依法取得的财政补贴及税收减免除外）归属于母公司股东的净利润分别为 34,319.67 万元和 33,947.13 万元，超过业绩承诺。

在本次收购三七互娱剩余 40%的股份中，三七互娱管理层承诺业绩分别为 2015 年度、2016 年度、2017 年度实现的净利润数（合并报表中扣除非经常性损益（依法取得的财政补贴及税收减免除外）后归属于母公司股东的净利润，不低于 5 亿元、6 亿元、7.2 亿元。比上次的承诺有大幅度的提升。

从业绩承诺来看，公司对于三七互娱的发展有充足的信心。从 2015 年中报数据披露，三七互娱在 2015 年上半年共实现利润超过 3.8 亿元，可以预见今年将再次大幅超过业绩承诺，显示了公司极强的盈利水平。

我们认为在公司极强的执行能力的背景下，公司未来几年的发展将保持较快速度。公司页游业务市场份额稳步提升，精品自研游戏在下半年陆续推出，将进一步提升页游的收入和利润；加上手游的业务进入收获期，影视、动漫业务的拓展，我们预测公司 15-17 年 EPS 分别为 0.57/0.70/0.85。按照当前价格 15-17 年对应 PE 分别为 75.42、59.78、46.06，我们给出增持建议。

**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	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	1,218	2,767	4,146	6,316	<b>营业收入</b>	598	5,085	6,864	9,267
现金	596	1,017	1,373	1,853	营业成本	343	2,136	2,814	3,707
应收账款	270	439	627	910	营业税金及附加	8	25	34	46
其他应收款	27	77	139	250	销售费用	129	1,754	2,471	3,429
预付账款	151	445	965	1,853	管理费用	68	463	618	834
存货	59	82	116	142	财务费用	(9)	(10)	(0)	26
其他流动资产	116	706	926	1,308	资产减值损失	2	1	2	2
<b>非流动资产</b>	2,197	2,277	2,315	2,342	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	17	61	91	100	投资净收益	0	10	6	7
固定资产	340	318	297	275	<b>营业利润</b>	58	725	931	1,230
无形资产	95	87	80	74	营业外收入	3	80	85	88
其他非流动资产	1,745	1,811	1,846	1,892	营业外支出	0	2	2	2
<b>资产总计</b>	3,415	5,044	6,460	8,658	<b>利润总额</b>	60	804	1,014	1,316
<b>流动负债</b>	569	1,283	2,267	3,892	所得税	2	24	30	39
短期借款	6	95	609	1,410	<b>净利润</b>	59	780	984	1,277
应付账款	369	591	763	1,066	少数股东损益	20	273	344	447
其他流动负债	194	596	895	1,416	<b>归属母公司净利润</b>	38	507	640	830
<b>非流动负债</b>	5	(9)	(17)	(13)	EBITDA	95	743	958	1,283
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.04	0.58	0.73	0.95
其他非流动负	5	(9)	(17)	(13)	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	574	1,274	2,250	3,879	<b>会计年度</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
少数股东权益	196	428	721	1,101	<b>成长能力</b>				
股本	325	877	877	877	营业收入	132.67%	749.96%	35.00%	35.00%
资本公积	2,252	2,297	2,317	2,340	营业利润	5746.95%	1158.74%	28.32%	32.14%
留存收益	68	168	295	460	归属于母公司净利润	938.08%	1226.53%	26.17%	29.78%
归属母公司股东权	2,645	3,342	3,489	3,678	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	3,415	5,044	6,460	8,658	毛利率(%)	42.61%	58.00%	59.00%	60.00%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	6.39%	9.97%	9.32%	8.96%
单位:百万元					ROE(%)	2.06%	20.68%	23.37%	26.72%
<b>会计年度</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	ROIC(%)	11.21%	36.69%	26.93%	28.50%
<b>经营活动现金流</b>	92	254	431	441	<b>偿债能力</b>				
净利润	59	507	640	830	资产负债率(%)	16.81%	25.25%	34.83%	44.81%
折旧摊销	51	28	27	27	净负债比率(%)	-18.73%	-11.89%	-4.62%	-4.44%
财务费用	0	(10)	(0)	26	流动比率	2.14	2.16	1.83	1.62
投资损失	(0)	(10)	(6)	(7)	速动比率	2.04	2.09	1.78	1.59
营运资金变动	(45)	(535)	(576)	(884)	<b>营运能力</b>				
其他经营现金	27	274	347	449	总资产周转率	0.28	1.20	1.19	1.23
<b>投资活动现金流</b>	(239)	(79)	(45)	(25)	应收账款周转率	4.05	16.80	16.13	16.13
资本支出	0	0	0	0	应付账款周转率	2.84	10.60	10.14	10.13
长期投资	(17)	(44)	(30)	(9)	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金	(222)	(35)	(14)	(16)	每股收益(最新摊薄)	0.04	0.58	0.73	0.95
<b>筹资活动现金流</b>	451	341	86	216	每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.29	0.49	0.50
短期借款	6	90	513	801	每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.81	3.98	4.19
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	191	552	0	0	P/E	1000.5	75.4	59.8	46.1
资本公积增加	1,704	45	20	23	P/B	14.5	11.4	11.0	10.4
其他筹资现金	(1,450)	(346)	(448)	(608)	EV/EBITDA	140.68	51.85	41.06	31.53
<b>现金净增加额</b>	304	516	472	631					

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。