

公司评级：买入（维持）

三七互娱 (002555 CH)	买入
收盘价 (元)	36.29
目标价 (元)	39.20
上次目标价 (元)	

三七互娱 (002555 CH, 买入)

——现金流强劲，泛娱乐生态持续推进

核心观点

- ◆ **事件：**公司于2016年3月12日盘后发布了2015年度财报，2015年营业总收入为46.57亿元（较我们的预估高出7.6%），同比增长678%，归属母公司净利润5.06亿元（较我们的预估高出0.8%），同比增长1,224%，2015年的每股收益为0.58元。

陈铮娴

分析师 执业证书编号：S1100515020001
8621-68416988-227
chenzhengxian@cczq.com

我们的观点

- ◆ **2015年财报优于我们的预期：**公司2015年营业总收入为46.57亿元，川财预估为43.29亿元，较我们的预估高出7.6%；归属母公司净利润5.06亿元，川财预估为5.02亿元，较我们的预估高出0.8%，2015年的每股收益为0.58元。
- ◆ **网页游戏及网页游戏研发的市场份额持续提升：**截至4Q15，公司网页游戏市场份额13.5%，较2014年提升0.2个百分点，位列第二（第一为腾讯（0700 HK，未评级））。在网页游戏研发上，公司的市场份额亦有大幅提升，截至4Q15为10.4%，较去年同期提升6.6个百分点，位列行业第一。
- ◆ **受惠研运一体商业模式的成功，持续录得强劲现金流：**公司研运一体商业模式之成功践行者。我们认为研运一体的优势在于，公司可对运营平台获得的玩家数据进行及时分析，并在研发端对游戏持续优化，该等模式有助于延长游戏生命周期，同时增加可玩性和付费点，随之而来的是更高的用户粘性，更为强劲而持续的现金流。2015年公司经营性现金流10.82亿，每股现金流1.04元。
- ◆ **泛娱乐生态布局前瞻，IP储备丰富：**我们认为泛娱乐的灵魂在于IP，公司目前已储备有丰富的IP，游戏IP，《传奇》、《奇迹MU》、《天堂2》、《热血高校》和《轩辕剑之天之痕》等；影视IP，《琅琊榜》、《西游记之孙悟空三打白骨精》、《武神赵子龙》和《天将雄狮》等；文学IP，《傲世九重天》、《天启之门》和《狂仙》等；动漫IP：《航海王》、《倒

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

《雾熊》、《樱桃小丸子》、《奥特曼》和《魁拔》等。此外，公司在泛娱乐布局方面，引入了芒果互娱和奥飞动漫（002292 CH，未评级）等优秀产业投资者，并和星皓影业达成战略合作关系，有利于公司向电影/网剧、动漫、电子竞技、游戏视频/直播、电商和游戏媒体杂志等娱乐业务延伸。

- ◆ **在研项目储备丰富：**公司目前正在研发的有网页游戏 2 款，移动游戏 6 款，预计都将于 2016 年推出，为后续营收注入强劲动力。
- ◆ **“平台化、全球化、泛娱乐化”战略持续推进：**公司将进一步打造 IP 战略布局，用优质 IP 定制开发更多精品游戏，成为全球领先的网页游戏和移动网络游戏的运营商、开发商和发行商，2016 年将继续在游戏视频、在线直播、影视和动漫等互动娱乐产业并在 VR 新兴领域加大布局力度，逐步完善三七互娱品牌的互动娱乐生态系统。
- ◆ **重申「买入」的投资评级，目标价设定为 39.20 元：**我们预估公司 2016 年、2017 年和 2018 年营业收入分别为 58.7 亿、69.7 亿和 79.5 亿，同比增速分别为 26%、19%和 14%；预估 2016 年、2017 年和 2018 年净利润分别为 10.2 亿、12.4 亿和 14.3 亿，同比增速分别为 102%、22%和 15%，EPS 分别为 0.98 元、1.19 元和 1.37 元。重申「买入」的投资评级，给予 2016 年 PE40.0x，目标价设定为 39.20 元，目前股价隐含上涨空间 8%。

图 1：公司在研项目储备丰富

在研项目	研发类型	项目介绍
1	网页游戏	该项目系一款以战国时代为背景的即时战斗ARPG网页游戏，其中包含恢弘大气的场景、丰富的成长线、多种BOSS玩法和激烈刺激的PK活动，让玩家尽情挑战BOSS、激情PK，最大程度还原战国时期群雄逐鹿的大气磅礴历史画卷
2	网页游戏	该项目系一款由本公司自主研发的西方魔幻题材ARPG网页游戏。游戏以新一代游戏引擎打造，采用即时战斗的游戏方式，给玩家更为爽快的战斗体验
3	网页游戏	该项目系一款由本公司自主研发，获得盛大正版授权，为传奇题材ARPG网页游戏。游戏秉承传奇经典设置，力求带给玩家原汁原味的传奇体验。游戏场景精美宏大，音效清晰逼真，营造出良好的游戏氛围，极具代入感。华丽的技能和优良的操作手感带来极致的战斗体验
4	手机游戏	该项目系一款由本公司自主研发的西方Q版架空魔幻题材的SRPG手机游戏。游戏以3D引擎打造，场景精致，角色Q萌，将西方魔幻的角色和场景以经典大气可爱的视角展现出来，整体游戏氛围极具代入感。采用回合制战斗的游戏方式，玩家能够在游戏中体验到不同战斗策略带来的乐趣，匠心独运的关卡设计，极具魄力的Boss战，使您感受到游戏的特殊魅力，与万千玩家一起深入架空世界
5	手机游戏	该项目系一款由本公司自主研发的大型3DMMOARPG手机游戏。游戏采用Unity3D引擎，通过实时光影效果打造出极致的美术品质。游戏中采用开放世界即时战斗的游戏方式，并通过优良的打击感带给玩家欲罢不能的战斗体验
6	手机游戏	该项目系一款由本公司自主研发的太空科幻题材战争策略手机游戏。游戏以浩瀚的宇宙星际为背景，以高度开放的游戏设计带给玩家相当自由的未来战争体验
7	手机游戏	该项目系一款以起点白金作家跳舞同名人气小说改编、兼具策略养成玩法的动作手机游戏，打破传统手游的固定俯视角，创新地采用类主机游戏视角，尽显新颖独特的战斗爽快体验；独特的宠物助战和合体，改变传统动作游戏单调的攻击方式，既体现策略玩法的多样乐趣，又极大地丰富了战斗操作方式和打击快感
8	网页游戏运营平台	该项目系本公司自主研发的网页游戏运营平台。凭借多年来的网页游戏运营经验，积累了雄厚的玩家数据及有着独特的行业嗅觉。通过系统设置及系统性能的提升以及对积累的玩家数据进行统计、分析，平台可以容纳更加大量的玩家同时进入游戏，并且将得到多种玩家行为分析途径

资料来源：公司资料，川财证券研究所

报表预测

利润表 (人民币, 百万)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
营业收入	598	4,657	5,872	6,967	7,952
减: 营业成本	343	1,896	2,235	2,618	2,959
营业税金及附加	8	42	52	62	71
营业费用	129	1,459	1,879	2,251	2,585
管理费用	68	422	537	638	730
财务费用	-9	-14	-18	-33	-50
资产减值损失	2	48	2	2	2
加: 投资收益	0	5	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0
营业利润	58	809	1,184	1,427	1,654
加: 其他非经营损益	3	124	0	0	0
利润总额	60	933	1,184	1,427	1,654
减: 所得税	2	11	160	193	223
净利润	59	922	1,024	1,235	1,431
减: 少数股东损益	20	416	0	0	0
归属母公司股东净利润	38	506	1,024	1,235	1,431

资产负债表 (人民币, 百万)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
货币资金	438	962	1,876	3,131	4,515
应收和预付款项	466	812	1,256	1,572	1,719
存货	59	68	60	60	60
其他流动资产	94	130	130	130	130
长期股权投资	17	170	170	170	170
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产和在建工程	342	312	310	308	306
无形资产和开发支出	1,686	1,640	1,639	1,638	1,637
其他非流动资产	151	377	332	287	287
资产总计	3,252	4,470	5,773	7,296	8,824
短期借款	6	31	0	0	0
应付和预收款项	405	727	1,038	1,326	1,423
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0	0
负债合计	411	759	1,038	1,326	1,423
股本	325	1,042	1,042	1,042	1,042
资本公积	2,252	1,976	1,976	1,976	1,976
留存收益	68	545	1,570	2,804	4,235
归属母公司股东权益	2,645	3,563	4,588	5,822	7,253
少数股东权益	196	148	148	148	148
股东权益合计	2,841	3,711	4,735	5,970	7,401
负债和股东权益合计	3,252	4,470	5,773	7,296	8,824

现金流量表 (人民币, 百万)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
经营性现金净流量	93	1,083	928	1,222	1,334
投资性现金净流量	-239	-3250	0	0	0
筹资性现金净流量	451	2,679	-14	33	50
现金流量净额	305	512	914	1,255	1,384

财务分析和估值指标	2014	2015	2016F	2017F	2018F
盈利能力					
毛利率	42.61%	59.29%	61.93%	62.42%	62.79%
销售净利率	31.45%	40.10%	40.84%	41.00%	41.07%
ROE	8.50%	19.71%	19.86%	20.02%	20.18%
ROA	17.01%	22.33%	20.65%	20.68%	20.19%
ROIC	9.80%	19.79%	17.44%	17.72%	17.99%

成长能力					
销售收入增长率	132.67%	678.43%	26.10%	18.64%	14.14%
净利润增长率	7,534.66%	1,706.24%	27.08%	19.58%	15.02%

资本结构					
资产负债率	12.63%	16.97%	17.98%	18.18%	16.13%
流动比率	2.57	2.60	3.20	3.69	4.51
速动比率	2.20	2.34	3.02	3.55	4.38
经营效率					
总资产周转率	0.18	1.04	1.02	0.95	0.90
存货周转率	5.84	28.06	37.25	43.64	49.32

业绩和估值					
EPS	0.037	0.485	0.983	1.185	1.373
BPS	2.537	3.418	4.401	5.586	6.958
PE	989.93	74.76	36.93	30.64	26.44
PB	14.30	10.62	8.25	6.50	5.22

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。