

三七互娱 (002555) 定期报告点评

2017年2月6日

三七互娱：内生高增长确定，泛娱乐布局打开成长空间

买入(首次)

盈利及估值重要数据	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入(百万元)	4656.79	5616.00	9940.00	11928.00
(+/-)(%)	678.43%	20.60%	76.99%	20.00%
净利润(百万元)	506.02	1031.44	1555.00	1841.63
(+/-)(%)	1224.18%	103.83%	50.76%	18.43%
EPS(元)	0.243	0.495	0.746	0.883
P/E	72.47	35.55	23.58	19.91

资料来源：Wind，东吴证券研究所

投资要点

■ **转型证研运实力，手游业务高增长可期。**公司成立于2011年，以页游运营平台起家，是国内领先的游戏运营商、研发商，旗下拥有37游戏、37手游、37games等全球优秀的职业游戏运营平台。2016年自研手游《永恒纪元：戒》上线首月流水突破9000万元，16年12月份流水更是超过2.5亿元，自研手游的成功证明了公司的研运实力。17年手游业绩将得到充分释放，同时海外市场加速拓展，17年手游业务高增长可期，利润占比有望超50%。

■ **长线精品战略+丰富产品储备，业绩持续性强。**公司《大天使之剑》在2014年下半年上线，直到16年12月份，依然保持着6000万的月流水；而《传奇霸业》从15年上线至今，16年12月份的月流水依然保持在1.5亿以上，公司实施长线精品战略，通过对产品的积极运营保持高盈利能力；另外，16年底上线的页游《少年群侠传》以及17年端游IP打造的《传奇》、《奇迹》等手游上线，为业绩带来高弹性。公司业绩的可持续能力强。

■ **泛娱乐布局，内生外延打开成长空间。**在泛娱乐布局上，公司积极引进了《传奇》、《琅琊榜》、《傲世九重天》、《航海王》等数十项游戏、影视、文学、动漫IP资源，并与芒果传媒、星皓影业达成战略合作关系，形成在影视、电视栏目、秀场、动漫、IP孵化以及视频直播等领域的多方合作。随着收购墨鹍科技和智铭网络项目推进，公司将进一步补强游戏研发与发行能力，全产业链运营能力继续提升。考虑到公司泛娱乐下的全产业链开发和资源的联动效应，未来围绕IP的多次变现将进一步打开成长空间。

投资建议

公司手游转型成功，内生高增长确定，外延并购进行“泛娱乐”全产业链开发，成长空间进一步被打开，我们预计公司2016-2018年净利润分别为10.31亿，15.55亿，18.42亿，EPS分别为0.50、0.75、0.88，目标价23-25元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

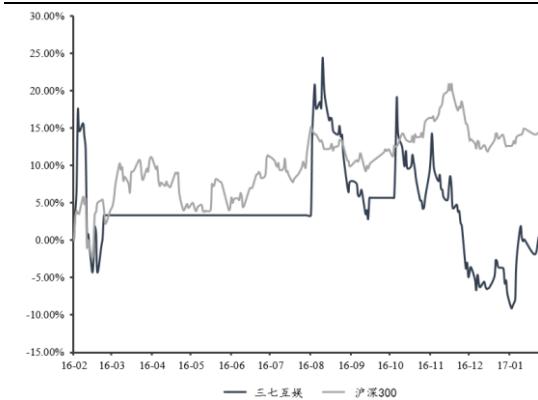
海外发行不达预期；市场竞争加剧。

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0600516070001

zhanglw@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.59
一年最低价/最高价	12.39/29.72
流通A股市值(亿元)	116

基础数据

每股净资产(元)	2.01
资产负债率(%)	24.24%
总股本(百万股)	2,084.79
流通A股(百万股)	659.75

相关研究

三七互娱三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,970.4	3,026.3	5,864.1	7,203.6	营业收入	4656.79	5616.00	9940.00	11928.00
现金	961.65	2490.32	4760.09	6412.35	营业成本	1895.92	2190.24	3976.00	4771.20
应收款项	811.54	328.04	787.84	530.21	营业税金及附加	41.62	50.19	88.84	106.61
存货	67.55	78.34	186.51	131.32	营业费用	1458.94	1628.64	2982.00	3697.68
其他	129.62	129.62	129.62	129.62	管理费用	422.28	561.60	944.30	1073.52
非流动资产	2,499.1	2,385.6	2,272.1	2,203.6	财务费用	-13.75	-38.00	-81.57	-125.69
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	5.09	0.00	0.00	0.00
固定资产	312.44	258.02	203.60	149.19	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1639.79	1625.67	1611.56	1597.44	营业利润	803.80	1,223.33	2,030.43	2,404.68
其他	376.73	331.76	286.80	286.80	营业外净收支	124.63	123.46	0.00	0.00
资产总计	4469.47	5411.93	8136.16	9407.14	利润总额	928.43	1,346.79	2,030.43	2,404.68
流动负债	758.54	622.45	1,720.65	1,065.87	所得税费用	9.63	183.50	304.56	360.70
短期借款	31.39	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	415.72	113.33	170.86	202.35
应付账款	727.15	622.45	1720.65	1065.87	归属母公司净利润	506.02	1,031.44	1,555.00	1,841.63
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	917.92	1,308.79	1,948.86	2,278.99
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	1,039.76	1,422.28	2,062.36	2,347.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债总计	758.54	622.45	1720.65	1065.87					
少数股东权益	147.57	260.90	431.76	634.12					
归属母公司股东权益	3710.93	4789.48	6415.51	8341.27					
负债和股东权益总计	4469.47	5411.93	8136.16	9407.14					
现金流量表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	重要财务与估值指标				
经营活动现金流	1082.48	1483.34	2288.02	1644.87	标	2015	2016E	2017E	2018E
投资活动现金流	-3249.59	104.94	0.00	0.00	EPS	0.243	0.495	0.746	0.883
筹资活动现金流	2678.97	-59.61	-18.26	7.46	BPS	1.709	2.172	2.870	3.697
现金净增加额	511.45	1528.67	2269.76	1652.33	PE	72.47	35.55	23.58	19.91
折旧和摊销	121.84	113.50	113.50	68.53	PEG	1.35	N/A	N/A	N/A
资本开支	47.98	0.00	0.00	0.00	PB	10.29	8.10	6.13	4.76
利息费用	1.84	-38.00	-81.57	-125.69	PS	7.87	6.53	3.69	3.07
					PCF	33.88	24.72	16.03	22.29
					EV/EBIT	18.86	12.13	7.09	5.44
					EV/EBITDA	16.65	11.16	6.70	5.28
					EV/NOPLAT	21.55	15.76	8.34	6.40
					EV/IC	6.81	7.67	9.41	7.03
					ROIC-WACC	34.56%	39.65%	80.06%	131.90%
					股息率	0.001	0.002	0.003	0.003

资料来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>