

增持

——首次

日期：2017年04月27日

行业：传媒



三七互娱 (002555)

证券研究报告/公司研究/公司动态

手游业绩爆发，持续推进“页转手”

分析师：张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120023

分析师：滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120025

研究助理：胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116120003

基本数据（截止 2017 年 4 月 26 日）

| | |
|------------------|-------------|
| 报告日股价（元） | 21.17 |
| 12mth A 股价格区间（元） | 19.91-22.39 |
| 总股本（亿股） | 20.85 |
| 无限售 A 股/总股本 | 29.88% |
| 流通市值（亿元） | 132 |
| 每股净资产（元） | 2.38 |
| PBR（X） | 8.73 |

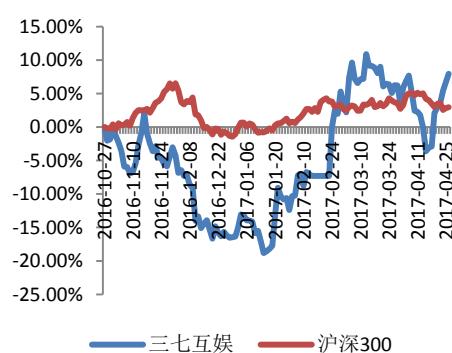
主要股东（2017Q1）

| | |
|-----|--------|
| 李卫伟 | 19.36% |
| 曾开天 | 17.71% |
| 吴绪顺 | 9.79% |
| 吴卫红 | 8.07% |
| 吴卫东 | 8.00% |

收入结构（2016Y）

| | |
|-------|--------|
| 网络游戏 | 88.08% |
| 汽车零部件 | 11.92% |

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：

首次报告日期：

相关报告：

■ 公司动态事项

三七互娱公布了2017年一季报。2017Q1公司实现营收16.19亿元，同比增长36.28%；实现归母净利润4.33亿元，同比增长104.99%。公司预计2017H1实现归母净利润8.2-8.8亿元，同比增长68.72%-81.07%，业绩增长主要是因为公司游戏研发业务、手游发行业务方面保持良好增长态势。

■ 事项点评

手游爆发带动业绩大涨，Q2 利润环比续增

2017Q1公司归母净利润大幅增长，主要来源于：1、公司处置上海喆元股权，获得一次性投资收益1.1亿元；2、剔除股权投资收益，公司实现净利润3.2亿元(+52%)，业绩增量主要来源于手游业务的强势表现。尤其是去年7月上线的手游《永恒纪元》流水持续走高。截至3月，《永恒纪元》取得了全球月流水3.15亿元的良好成绩，游戏连续三个月进入IOS中国区游戏月度畅销榜前10，并在近日一度成为畅销榜第二，叠加游戏海外市场渗透持续推进，游戏整体流水仍处于增长周期。根据公司的业绩预测，公司2017Q2预计实现净利润3.9-4.5亿元，则Q2公司归母净利润环比增速将超过20%。预计收入增长仍来源于现有游戏流水的持续增长。

老牌页游研运巨头，长周期运营能力强

2016 年公司游戏业务占公司整体收入的 88.08%，其中页游收入占比 56.19%，是上市公司的主要收入来源。公司的页游业务由子公司上海三七负责实际运营，上海三七成立于 2011 年，初期主要从事页游的研发及运营业务。上海三七是国内仅次于腾讯的页游运营巨头，旗下拥有 37.com 和 6711.com 两大国内知名页游平台。根据易观数据，2016Q3 公司页游平台市场占有率达 13.4%。研发方面，公司页游研发能力业内领先，自研精品页游《传奇霸业》、《大天使之剑》于 2014 年上线，在运营两年后的 2016 年仍分别实现年流水收入 12+亿元、7+亿元（数据来源：9k9k），成为当年页游收入冠军、第五。将生命周期相对较短的页游长期维持在较高收入上充分反应出上海三七作为行业龙头拥有着较强的长线运营能力。

“页转手”为最大看点，关注后续手游产品

2016 年三七互娱开拓“页转手”概念，大力拓展手游业务。手游业务收入占比由 2015 年的 11.04% 迅速上升到 2016 年的 31.24%，成为公

司业绩的新增长点，预计公司手游收入占比将超过 40%。手游是游戏行业中增速最快、收入规模最大的细分板块，在腾讯及网易“双巨头”垄断了行业近 70% 的份额之下，寻找适合自身的细分领域以突破两家公司的封锁成为了业界的课题。三七互娱选择了一条独有的页游 IP 转手游的道路，而《永恒纪元》的火爆初步佐证了公司这条道路的可行性。我们认为，《永恒纪元》的成功主要是因为：1、“端改手”与“页改手”存在可比性：在手游发展初期，端游 IP 改手游存在着得天独厚的优势。一方面运营周期长的端游 IP 沉淀了为数众多的核心用户；另一方面经过端游 IP 培育后的用户付费能力较强，较容易诞生爆款作品。而三七互娱推行的以长线精品页游 IP 改编手游也具有类似的吸引玩家、培育用户付费能力的特征。2、“页改手”目标玩家群体与主流游戏存在差异：目前市场上主流的重度游戏如网易的《阴阳师》收入集中在 IOS 渠道的重度核心用户，而《永恒纪元》的收入 70% 来自于安卓端，以偏中度玩家作为目标群体。这中间存在一些玩家偏爱页游化的玩法，如自动升级，挂机等。我国拥有页游玩家 2.75 亿人，“页转手”的潜在用户群体十分可观。3、三七互娱作为页游龙头，长期从事精品页游的研发工作，积累了大量成熟的产品数字模型以及长线推广运营的方法，而这些核心资源可以直接转用到手游中去。公司预计在 2017Q2 上线的页游《传奇霸业》改编的手游作为最近三年的页游收入冠军，具有良好的 IP 号召力，有望打造出新的爆款进一步验证“页转手”的可行性。

定增过会，加码游戏研发运营

2月23日，三七互娱发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金获证监会有条件通过。公司拟收购墨鹍科技 68.43% 股权及智铭网络 49.00% 股权，其中以现金方式支付 4.23 亿元，其余 7.85 亿元以发行股份的方式支付，发股价 17.37 元/股。本次交易完成后，三七互娱将持有墨鹍科技和智铭网络 100% 的股权。墨鹍科技是一家精品游戏研发商，墨鹍科技在今年将重点推出由腾讯互娱参投、鹿晗和古力娜扎主演的电视剧《择天记》的同名改编游戏，《择天记》电视剧已于 4 月 17 日开播，周网络点播量超 30 亿次，热度仅次于《人民的名义》。借助电视剧的高热度，游戏有望取得较高收入。智铭网络是一家游戏运营商，与腾讯等渠道商保持着稳定的合作关系。收购两家公司将进一步加码公司的游戏研发运营能力。

■ 盈利预测与估值

三七互娱作为传统页游龙头，页游研发及运营实力强劲；发力“页转手”，手游业绩爆发带动2017H1业绩高确定性大幅增长，且“页转手”新产品有望成为新的业绩增长点，全年业绩有望超预期。预计公司2017、2018年实现归母净利润分别为17.25亿、20.36亿，同比增长

61.15%、18.08%。对应EPS分别为0.83元、0.98元。目前公司股价21.17元，对应2017、2018年PE分别为25.50倍、21.60倍。给予“增持”评级。

■ 风险提示

新产品市场反响不及预期；收购标的业绩不及预期

■ 数据预测与估值：

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 4,656.79 | 5,247.89 | 7,769.94 | 9,712.43 |
| 年增长率 | 678.43% | 12.69% | 48.06% | 25.00% |
| 归属于母公司的净利润 | 506.02 | 1,070.16 | 1,724.53 | 2,036.37 |
| 年增长率 | 1224.18% | 111.49% | 61.15% | 18.08% |
| 每股收益 (元) | 0.24 | 0.51 | 0.83 | 0.98 |

注：有关指标按照最新股本摊薄

附表：损益简表及预测（单位：万元）

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
|---------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 465,678.73 | 524,789.37 | 776,994.24 | 971,242.80 |
| 营业成本 | 189,592.03 | 194,128.68 | 292,926.83 | 366,158.54 |
| 税金及附加 | 4,161.99 | 2,971.45 | 3,884.97 | 4,856.21 |
| 销售费用 | 145,894.27 | 160,774.52 | 256,408.10 | 320,510.12 |
| 管理费用 | 42,227.52 | 51,493.36 | 27,828.05 | 34,785.06 |
| 财务费用 | -1,375.11 | -546.04 | -388.50 | -971.24 |
| 资产减值损失 | 4,797.88 | 4,945.74 | 4,375.80 | 4,375.80 |
| 公允价值变动净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 509.46 | 5,466.85 | 11,051.12 | 0.00 |
| 营业利润 | 80,889.60 | 116,488.51 | 203,010.11 | 241,528.31 |
| 加：营业外收入 | 12,741.43 | 16,386.10 | 10,000.00 | 10,000.00 |
| 减：营业外支出 | 339.88 | 997.45 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 93,291.15 | 131,877.16 | 213,010.11 | 251,528.31 |
| 减：所得税 | 1,117.44 | 10,210.30 | 17,040.81 | 20,122.26 |
| 净利润 | 92,173.71 | 121,666.86 | 195,969.30 | 231,406.04 |
| 减：少数股东损益 | 41,572.06 | 14,650.63 | 23,516.32 | 27,768.73 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 50,601.65 | 107,016.23 | 172,452.98 | 203,637.32 |
| 每股收益： | 0.24 | 0.51 | 0.83 | 0.98 |

数据来源：Wind 上海证券研究所（有关指标按照最新股本摊薄）

分析师承诺

张涛、滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定 义 |
|------|-------------------|
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定 义 |
|------|------------------------|
| 增持 | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 减持 | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。