



2017 年 08 月 31 日

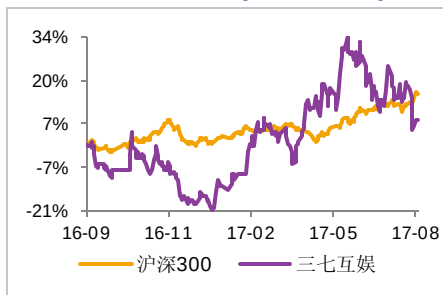
买入

当前价：21.62 元
目标价：28.70

分析师：陈净娴

执业编号：S0300516090001
电话：+86-021-51782239
邮箱：chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	5247.89	8134.2	10167.	12201.
(+/-)	12.69%	55.00%	25.00%	20.00%
归母净利润	1070.16	1701.2	2153.8	2607.3
(+/-)	111.49%	58.97%	26.61%	21.05%
EPS(元)	0.513	0.816	1.033	1.251
P/E	43.40	27.30	21.56	17.81

资料来源：联讯证券研究院

三七互娱(002555.SZ)

【联讯传媒】三七互娱 (002555.SZ, 买入) 中报点评：海外市场份额持续提高，手游业务营收增长迅猛

投资要点

◇ 事件

近日，公司发布中期报告，2017H1，公司实现营业收入 307,943 万元，同比增长 26.80%；归属于母公司所有者净利润为 85,055 万元，同比增长 75.01%，扣非后归母净利润 75,875 万元，同比增长 68.72%。每股收益 0.41 元，同比增长 68.72%。

◇ 点评

产品端深挖产业链上游优质产品，渠道端大力拓展流量入口，手游业务营收增长迅猛。2017H1，公司手机游戏业务取得营业收入 15.43 亿、毛利 12 亿，同比分别增长 196%、506%。主要得益于报告期内，公司成功发行了包括《永恒纪元》、《梦幻西游》等长周期、精品游戏，最高月活跃用户人数（MAU）超过 1,000 万人，最高月流水超过 4.1 亿元。产品端，公司能够深挖产业链上游优质产品，保证游戏较长的生命周期和较高的累计流水。公司自主研发产品《永恒纪元》上线运营时间已超一周年，用户和流水依旧保持稳定；7 月份上线的《阿瓦隆之王》上线 1 个月余，仅安卓端日活跃用户达 30 万人，安卓端累积充值流水达 3,600 万元。渠道端，公司广泛覆盖产业链下游的合作伙伴，与国内主流渠道建立了良好合作伙伴关系，保证公司手机游戏产品能够持续获取用户，报告期内，公司运营的手机游戏新增注册用户合计超过 3,600 万。

加大海外手游市场发行投入，扩展海外手游市场。2017H1，公司海外手机游戏发行业务收入达到 3.67 亿，同比增长 181%。主要得益于公司在海外游戏运营业务积累了丰富的经验，形成了较强的本地化能力。在港澳台市场，繁体版手游代表作《创世破晓》，长期稳居畅销榜 TOP10，成为台湾最具知名度手机游戏之一；经典武侠 IP 手机游戏《墨香》表现亮眼；在东南亚市场，代表作《永恒纪元》（简中版）、《War of Rings》（《永恒纪元》英文版）双双打入 Google play 及 App Store 两大商店畅销榜 TOP3，旗下发行的《六龙御天》、《青丘狐传说》等手机游戏稳居畅销榜前列；在日韩市场，韩国版《戒：AOR》打入韩国 AppStore 畅销榜 TOP3；北美英文版《Blades and Rings》打入美国 AppStore 畅销榜 TOP50。下半年，公司引入的《镇魔曲》已经于 8 月上线港澳台地区，《青云诀》、《诛仙》、《紫青双剑》、《永恒纪元》（西欧版、泰语版、越南语版）、《Tribes at War》、《Pathfinder》等产品也将陆续上线。公司将加大海外手机游戏发行投入，持续引入精品游戏，继续扩大公司在海外手机游戏的市场份额。

持续挖掘优质 IP，拓展变现渠道。目前，公司储备了大量精品 IP。游戏 IP，公司拥有《奇迹 MU》、《传奇》、《天堂 2》、《武易》、《斗战神》、《希望》、《拳皇》、《侍魂》、《热血高校》等。影视 IP，公司拥有《楚乔传》、《择天记》、《武神赵子龙》、《西游伏妖篇》、《西游记之孙悟空三打白骨精》、《太极》、《琅



《琅琊榜》等。文学 IP，公司拥有《寻秦记》、《傲世九重天》、《天启之门》、《狂仙》、《雪鹰领主》等。除直接购买优质 IP 外，公司与芒果传媒等合作伙伴达成良好合作，后续将围绕 IP 展开更多合作，深度挖掘 IP 在影视、游戏、动漫、直播、音乐、VR 等领域的变现渠道。

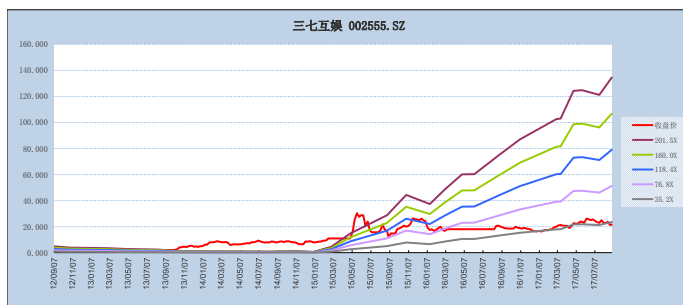
◇ 投资建议

2017H1，得益于公司在打造精品手游的同时，努力拓展下游流量入口，公司手游业务收入增长迅猛，随着手游海外市场拓展以及泛娱乐生态建设的稳步推进，公司业绩有望保持快速增长。我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年归属母公司所有者净利润分别为 17.0 亿、21.5 亿和 26.1 亿，同比增速分别为 59%、27%和 21%，分别对应 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 0.82 元，1.03 元和 1.25 元，目前股价分别对应 2017 年 PE27.3x 和 2018 年 PE21.6x。我们以 2017 年 PE35.0x 为基准，目标价设定为 28.70 元，维持「买入」的投资建议。

◇ 风险提示

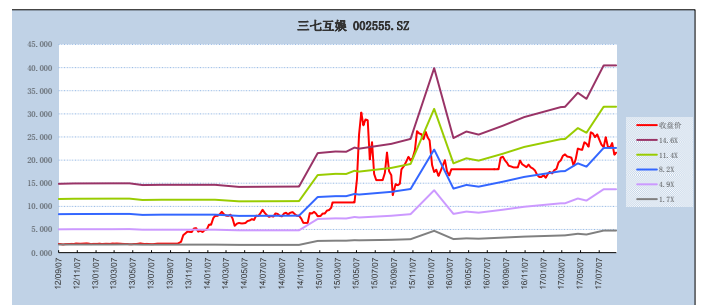
手游市场竞争加剧，泛娱乐整合程度不及预期。

图表 1：公司历史 PE 区间



资料来源：联讯证券，Wind

图表 2：公司历史 PB 区间



资料来源：联讯证券，Wind



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	680	1,558	2,970	4,815	经营性现金净流量	1,042	1,726	1,982	2,509
应收和预付款项	1,325	1,948	2,143	2,766	投资性现金净流量	(1,518)	0	0	0
存货	71	127	121	176	筹资性现金净流量	169	(848)	(570)	(664)
其他流动资产	235	235	235	235	现金流量净额	(297)	878	1,412	1,845
长期股权投资	787	787	787	787					
投资性房地产	0	0	0	0					
固定资产和在建工程	303	245	187	130					
无形资产和开发支出	1,633	1,618	1,603	1,589	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
其他非流动资产	1,208	1,157	1,106	1,106	收益率				
资产总计	6,241	7,674	9,152	11,603	毛利率	63%	66%	66%	66%
短期借款	373	0	0	0	三费/销售收入	40%	41%	41%	40%
应付和预收款项	1,071	1,665	1,608	2,202	EBIT/销售收入	25%	24%	24%	24%
长期借款	24	24	24	24	EBITDA/销售收入	29%	26%	26%	25%
其他负债	44	44	44	44	销售净利率	23%	21%	21%	21%
负债合计	1,512	1,733	1,676	2,270	资产获利率				
股本	2,085	2,085	2,085	2,085	ROE	24%	30%	30%	29%
资本公积	934	934	934	934	ROA	21%	26%	27%	26%
留存收益	1,504	2,716	4,251	6,108	ROIC	43%	46%	57%	66%
归属母公司股东权益	4,524	5,736	7,270	9,127	增长率				
少数股东权益	205	205	205	205	销售收入增长率	13%	55%	25%	20%
股东权益合计	4,729	5,941	7,475	9,333	EBIT 增长率	44%	50%	25%	20%
负债和股东权益合计	6,241	7,674	9,152	11,603	EBITDA 增长率	44%	41%	24%	17%
					净利润增长率	32%	40%	27%	21%
					总资产增长率	40%	23%	19%	27%
					股东权益增长率	27%	27%	27%	26%
					资本结构				
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	24%	23%	18%	20%
营业收入	5,248	8,134	10,168	12,201	带息债务/总负债	26%	1%	1%	1%
减：营业成本	1,941	2,766	3,457	4,148	流动比率	155%	226%	331%	356%
营业税金及附加	30	46	58	69	速动比率	135%	205%	309%	338%
营业费用	1,608	2,522	3,152	3,782	资产管理效率				
管理费用	515	813	1,017	1,220	总资产周转率	0.8	1.1	1.1	1.1
财务费用	(5)	(14)	(50)	(86)	固定资产周转率	19.3	33.2	54.3	94.1
资产减值损失	49	0	0	0	应收账款周转率	5.8	6.1	6.9	6.5
加：投资收益	55	0	0	0	存货周转率	27.2	21.8	28.6	23.6
公允价值变动损益	0	0	0	0	业绩	2016A	2017E	2018E	2019E
其他经营损益	0	0	0	0	EBIT	1,323	1,988	2,484	2,981
营业利润	1,165	2,001	2,534	3,067	EBITDA	1,497	2,111	2,608	3,053
加：其他非经营损益	154	0	0	0	NOPLAT	1,090	1,689	2,112	2,534
利润总额	1,319	2,001	2,534	3,067	净利润	1,070	1,701	2,154	2,607
减：所得税	102	300	380	460	EPS	0.51	0.82	1.03	1.25
净利润	1,217	1,701	2,154	2,607	BPS	2.17	2.75	3.49	4.38
减：少数股东损益	147	0	0	0					
归属母公司股东净利润	1,070	1,701	2,154	2,607					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，负责传媒互联网领域的研究，之前曾任职于凯基证券和川财证券研究所。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com