

《永恒纪元》一战成名，三七力争成为中国第三大游戏厂商

——三七互娱 2017 年中报点评

公司点评

◆ 2017 年中报业绩情况：

2017 年 H1，公司实现营业收入 30.79 亿元，同比增长 26.1%，归母净利润 8.51 亿元，同比增长 75%。业绩影响因素：游戏研发、发行业务大幅拉动业绩增长，处置部分股权投资确认税后投资收益合计约 1.8 亿元。

◆ 游戏业务：巩固一线发行商地位，自研手游《永恒纪元》大获成功

2017 年 H1，公司手游业务实现收入 15.43 亿元、毛利 12 亿元，同比分别增长 196%、506%。公司成功发行了多款精品手游，最高 MAU 超过 1000 万人，最高月流水超过 4.1 亿元。其中，海外手游发行业务实现收入 3.67 亿元，同比增长 181%。目前，《永恒纪元》取得了全球累计总流水超过 31.5 亿、全球最高月流水超过 3.5 亿的成绩。2017 年 5 月，完成对上海墨鹍和江苏智铭的整体收购，公司研发能力进一步增强。2017 年 H1，三七互娱的手游市场份额增长至 5.1%，仅次于腾讯和网易。

受页游行业大环境的影响，2017 年 H1，公司页游业务实现收入 12.13 亿元、毛利 7.95 亿元，同比分别下降 24.64%、5.26%。但公司仍然维持在仅次于腾讯的行业第二的位置，2014 年上线的代表作品《传奇霸业》、《大天使之剑》至今仍稳居开服榜 Top10，保持了较高的流水。

◆ 增长动力：新产品有望实现接力，大量储备保证明年后年继续爆发

三七的竞争优势主要在于精于流量运营并具有高效的流量转换能力，与国内主流渠道建立了良好的合作伙伴关系，具有较强的产品调优和运营能力，因此可以使游戏品质不断提升，打造长生命周期的精品游戏。7 月份上线的《阿瓦隆之王》目前仅 1 月，安卓端 DAU 达到 30 万人，安卓端累积充值流水达到 3600 万元。面向未来，公司储备了多个 IP，截止目前共有 6 款页游和 9 款手游正在研发，预计今年下半年以及明年将陆续上线。

◆ 盈利预测与评级：

我们认为，手游行业已经度过野蛮生长期，未来的投资策略在于寻找下一个“网易”，手游市场未来的增长主要靠头部精品游戏的流水带动，具有精品游戏产出能力的公司应享受高估值，给予三七互娱“推荐”评级。

◆ 风险提示：游戏市场竞争加剧，游戏产品更迭风险。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4657	5,248	8,040	10,365	11,960
增长率(%)	678.4	12.7	53.2	28.9	15.4
净利润(百万元)	506.0	1,070	1,762	2,143	2,546
增长率(%)	1224.2	111.5	64.7	21.6	18.8
毛利率(%)	59.3	63.0	71.7	69.0	69.1
净利率(%)	10.9	20.4	21.9	20.7	21.3
ROE(%)	3.9	7.7	34.8	29.8	26.2
EPS(摊薄/元)	0.58	0.51	0.84	1.02	1.21
P/E(倍)	110.20	37.8	28.3	23.2	19.6
P/B(倍)	14.4	8.1	8.2	6.2	4.8

资料来源：新时代证券研究所

推荐（首次评级）

分析师

贾明乐 (执业证书编号：S0280517060001)

021-68866291

jiamingle@xsdzq.cn

联系人

马笑

maxiao@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.08.28

收盘价(元)：21.62

总股本(亿股)：21.48

总市值(亿元)：464.42

一年最低/最高(元)：14.7/27.19

近 3 月换手率：118.62%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-16.34	-16.82	-11.67
绝对	-13.31	-6.65	4.25

相关研报

三七互娱在海外市场的发行概况：

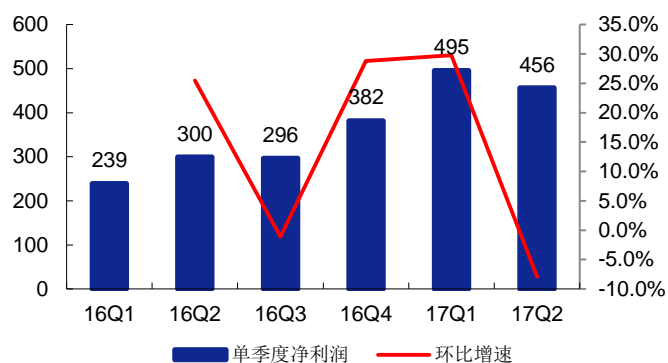
在港澳台市场，繁体版手游代表作《创世破晓》，长期稳居畅销榜 TOP10，成为台湾最具知名度手机游戏之一；经典武侠 IP 手机游戏《墨香》表现亮眼；

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。

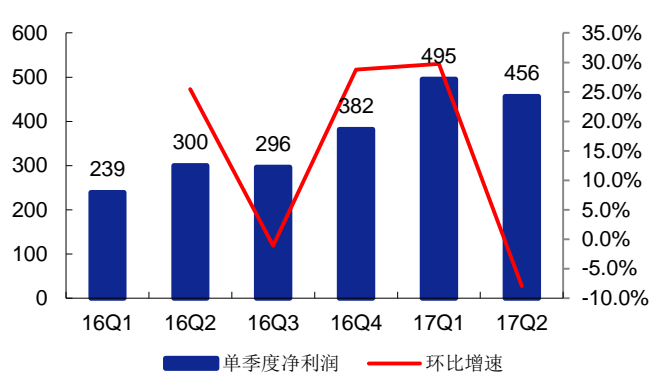
报告期内，《永恒纪元》在海外单月最高月流水达 7000 万元；下半年，公司引入的《镇魔曲》已经于 8 月上线港澳台地区，《青云诀》、《诛仙》、《紫青双剑》、《永恒纪元》（西欧版、泰语版、越南语版）、《Tribes at War》、《Pathfinder》等产品也将陆续上线。

图表1：三七互娱单季度营业收入（百万元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图表2：三七互娱单季度净利润（百万元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

三七互娱的 IP 储备：

1. 游戏 IP: 《奇迹 MU》、《传奇》、《天堂 2》、《武易》、《斗战神》、《希望》、《拳皇》、《侍魂》、《热血高校》等；
2. 影视 IP: 《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》、《琅琊榜》等；
3. 文学 IP: 《寻秦记》、《傲世九重天》、《天启之门》、《狂仙》、《雪鹰领主》等；
4. 动漫 IP: 《航海王》等。

2017 年下半年将陆续推出的 8 款新品：《魔域网页版》、《航海王》、《寻秦记》、《屠龙荣耀》、《太极》、《鹿鼎记》、《绝世仙王》、《天剑狂刀》。

2017 年下半年以及 2018 年将陆续上线的游戏：

正在研发的手游有 9 款：《大天使之剑 H5》、《凡人诛仙诀（暂名）》、《奇迹 MU 手游》、《择天记》、《H-Game》、《手游项目 T》、《手游项目 F》、《手游项目 X》、《手

游项目 Y》。

签订了独家代理的手游有 7 款：《阿瓦隆之王》、《真龙传奇》、《最游记物语》、《风之剑舞》、《诛神黄昏》、《盗墓 X》、《剑与魔法 2》。

正在研发的页游有 6 款：《金装传奇》、《天堂 2 页游》、《奇迹 MU 页游》、《永恒纪元页游》、《页游项目 X》、《页游项目 A》。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2121	2451	3854	6627	8737	营业收入	4657	5248	8040	10365	11960
现金	1110	819	1579	3982	5778	营业成本	1896	1941	2276	3214	3697
应收账款	467	816	1149	1384	1539	营业税金及附加	42	30	59	67	82
其他应收款	59	123	156	203	211	营业费用	1459	1608	2482	3191	3686
预付账款	220	292	492	519	648	管理费用	422	515	769	1000	1150
存货	68	71	92	139	126	财务费用	-14	-5	-6	-54	-120
其他流动资产	198	330	386	401	435	资产减值损失	48	49	78	100	115
非流动资产	2502	3936	4575	5242	5847	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	170	787	1420	2056	2694	投资净收益	5	55	29	34	36
固定资产	311	271	379	432	425	营业利润	809	1165	2411	2880	3386
无形资产	60	53	21	-6	-35	营业外收入	127	164	125	138	138
其他非流动资产	1961	2825	2755	2761	2764	营业外支出	3	10	10	7	7
资产总计	4623	6386	8429	11869	14584	利润总额	933	1319	2530	3011	3517
流动负债	906	1624	1471	2275	1885	所得税	11	102	120	155	192
短期借款	31	373	373	373	373	净利润	922	1217	2409	2856	3325
应付账款	603	701	828	1331	1152	少数股东损益	416	147	647	713	779
其他流动负债	272	551	270	571	360	归属母公司净利润	506	1070	1762	2143	2546
非流动负债	6	33	28	24	18	EBITDA	1023	1492	2681	3060	3523
长期借款	0	24	19	14	9	EPS (元)	0.24	0.51	0.84	1.02	1.21
其他非流动负债	6	9	9	9	9						
负债合计	912	1657	1499	2298	1903	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	148	205	852	1565	2344	成长能力					
股本	1042	2085	2148	2148	2148	营业收入(%)	678.4	12.7	53.2	28.9	15.4
资本公积	1976	934	871	871	871	营业利润(%)	1304.1	44.0	107.0	19.4	17.6
留存收益	541	1507	3175	5308	7762	归属于母公司净利润(%)	1224.2	111.5	64.7	21.6	18.8
归属母公司股东权益	3563	4524	6077	8006	10336	获利能力					
负债和股东权益	4623	6386	8429	11869	14584	毛利率(%)	59.3	63.0	71.7	69.0	69.1
						净利率(%)	10.9	20.4	21.9	20.7	21.3
						ROE(%)	24.8	25.7	34.8	29.8	26.2
						ROIC(%)	24.7	24.7	37.0	33.3	29.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	19.7	25.9	17.8	19.4	13.0
						净负债比率(%)	-29.1	(8.9)	(17.1)	(37.5)	-42.5
						流动比率	2.3	1.5	2.6	2.9	4.6
						速动比率	2.3	1.5	2.6	2.9	4.6
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.0	0.9
						应收账款周转率	13.1	8.2	8.2	8.2	8.2
						应付账款周转率	3.9	3.0	3.0	3.0	3.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.24	0.51	0.84	1.02	1.21
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.51	0.83	1.58	1.23
						每股净资产(最新摊薄)	1.70	2.15	2.89	3.81	4.92
						估值比率					
						P/E	98.46	46.55	28.27	23.25	19.57
						P/B	13.98	11.02	8.20	6.22	4.82
						EV/EBITDA	48.86	34.0	18.9	16.0	13.6

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

贾明乐，复旦大学金融学硕士、厦门大学软件工程学士，传媒互联网行业四年研究经验。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>