

日期: 2017 年 09 月 04 日

行业: 传媒



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 9 月 1 日)

报告日股价 (元)	21.62
12mth A 股价格区间 (元)	14.70-27.19
总股本 (亿股)	21.48
无限售 A 股/总股本	29.01%
流通市值 (亿元)	134.12
每股净资产 (元)	2.89
PBR (X)	8.57

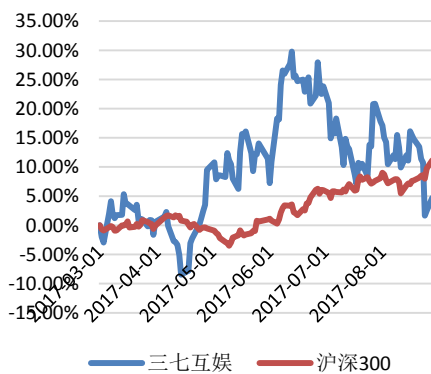
## 主要股东 (2017H1)

李卫伟	18.79%
曾开天	17.19%
吴绪顺	9.50%
吴卫红	7.83%
吴卫东	7.76%

## 收入结构 (2017H1)

网络游戏	90.19%
汽车零部件	9.81%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



首次报告日期: 2017 年 4 月 27 日

## 中报符合预期, 下半年新品密集上线

## ■ 公司动态事项

三七互娱公布了2017年半年报。公司实现营收30.79亿元, 同比增长26.80%; 实现归母净利润8.51亿元, 同比增长75.01%。公司预计2017年1-9月归母净利润区间11.5-13.5亿元, 同比增长52.89%-79.48%。

## ■ 事项点评

## 手游业务:《永恒纪元》持续发力, 毛利率大幅上升

公司上半年手游业务实现收入15.43亿元, 同比增长196.01%。手游毛利率77.77%, 较去年同期大度上升39.8个百分点。公司手游收入与毛利双丰收主要是因为公司推出的《永恒纪元》大获成功, 游戏最高月流水4.1亿元, 月活跃用户峰值超过1000万人。《永恒纪元》是公司自研游戏, 无研发分成支出, 毛利率较高。随着该游戏占公司手游业务比重的不断提升, 带动手游业务整体毛利率大幅提升。以这款高品质的手游为中心, 公司上半年手游海外发行业务取得了极大进展,《永恒纪元》的多个版本成功登录到北美、东南亚等多个地区, 并成功跻身港台、东南亚、韩国iOS畅销榜前3, 是公司海外业务收入增量的主要贡献者。上半年, 公司海外业务收入4.76亿元, 同比增长66.01%。

**下半年新游展望:** 公司取得了SLG爆款《阿瓦隆之王》在国内安卓市场的代理权, 上线仅一月就获得了MAU30万人, 流水3600万元的良好成绩。公司将加强与腾讯在手游发行业务上的合作, 下半年双方将合作推出《择天记》、《传奇霸业》两款重点产品, 其中《择天记》已开放预约, 预约用户超1000万人次;《传奇霸业》IP作为近年页游流水霸主之一, 也具备良好的用户吸引力。此外, 公司在17年下半年到18年还将推出《大天使之剑H5》、《凡人诛仙诀(暂名)》、《奇迹MU手游》等总计9款自研游戏。代理发行方面, 也将推出《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》等多款游戏。

## 页游业务: 长线稳健运营, 新游将密集上线

公司上半年页游收入 12.13 亿元, 同比减少 24.64%。收入减少主要是因为页游游戏用户规模持续减少, 同时, 公司拥有国内仅次于腾讯的页游游戏平台, 近年来页游研发公司重心转向手游, 使得市面上高品质页游的减少对公司页游业务收入也造成了一定的冲击。公司在页游头部游戏市场仍占有较大份额, 根据 9k9k.com 提供的页游月度开服榜单, 截至 7 月, 公司两款长线精品页游《传奇霸业》、《大天使之剑》分列第 2、第 8; 与参股公司成都朋万合作推出的《楚乔传》排名第

10，其余《西游伏妖篇》、《神鬼传奇》等新游也有较好表现。

**下半年新游展望：**下半年多款页游新品将密集上线，包括《魔域》、《航海王》等 8 款作品，另外，公司在研的页游中还包括《天堂 2》、《永恒纪元页游》、《奇迹 MU 页游》等热门 IP 作品。

#### 期间费用率小幅上升

公司上半年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 29.04%、13.19%、0.46%，分别较去年同期提高 0.77、3.52、0.61 个百分点。

**销售费用：**销售费用率小幅提升主要是由于游戏流量推广费用上升所致。考虑到上半年游戏行业整体流量获取成本有较大幅度提升，而公司在这一背景下仍能维持销售费用率基本稳定，且流量导入量稳中有升，反映出公司具有极强的流量运营能力。报告期内公司手游新增注册用户合计超过 3,600 万，居行业领先地位，市场份额保持稳步增长至 5.1%。通过流量运营持续获取新增用户保证了公司游戏收入的稳步提升。

**管理费用：**管理费用率提升较大主要是因为公司研发费用大幅提升以及由于向子公司广州三七管理层转让子公司部分股权确认了一次性股份支付费用 1.01 亿元，扣除股份支付费用影响，公司管理费用率为 9.92%，与去年同期基本持平。

**财务费用：**财务费用率上升主要是因为报告期内银行贷款增加导致利息支出增加。

#### ■ 盈利预测与估值

预计公司2017-2019年归母净利润分别为17.76亿、20.69亿、24.42亿，同比增长65.97%、16.51%、18.00%，对应EPS分别为0.83元、0.96元、1.14元，对应PE分别为26.15倍、22.44倍、19.02倍。公司作为A股游戏股龙头，产品线布局丰富，流量运营具有独到优势，叠加下半年多款新游上线将进一步增厚业绩，维持公司“增持”评级。

#### ■ 风险提示

新产品市场表现不及预期；收购标的业绩不及预期；流量成本进一步上升；页游市场加速萎缩

#### ■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5247.89	7360.50	9289.42	10775.75
年增长率	12.69%	40.26%	26.21%	16.00%
归母净利润	1070.16	1776.20	2069.42	2441.91
年增长率	111.49%	65.97%	16.51%	18.00%
每股收益（元）	0.50	0.83	0.96	1.14
PE	43.40	26.15	22.44	19.02

资料来源：Wind 上海证券研究所

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

## 附表：

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	680.39	2,495.06	4,477.46	7,160.62
应收和预付款项	1,324.91	1,619.95	2,113.06	2,203.18
存货	71.48	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	234.95	234.95	234.95	234.95
流动资产合计	2,311.73	4,349.96	6,825.47	9,598.75
长期股权投资	786.57	574.57	574.57	574.57
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	302.57	356.21	307.77	252.67
无形资产和开发支出	1,632.53	2,863.38	2,834.22	2,812.60
其他非流动资产	1,207.63	1,156.64	1,105.66	1,105.66
非流动资产合计	3,929.29	4,950.80	4,822.22	4,745.50
<b>资产总计</b>	<b>6,241.02</b>	<b>9,300.76</b>	<b>11,647.70</b>	<b>14,344.25</b>
短期借款	372.88	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1,070.97	1,416.23	1,612.01	1,770.20
长期借款	23.76	23.76	23.76	23.76
其他负债	44.26	44.26	44.26	44.26
<b>负债合计</b>	<b>1,511.87</b>	<b>1,484.25</b>	<b>1,680.02</b>	<b>1,838.22</b>
股本	2,084.79	2,148.11	2,148.11	2,148.11
资本公积	934.48	2,112.16	2,112.16	2,112.16
留存收益	1,504.39	3,107.58	4,975.44	7,179.50
少数股东权益	205.49	448.65	731.96	1,066.26
<b>股东权益合计</b>	<b>4,729.15</b>	<b>7,816.51</b>	<b>9,967.67</b>	<b>12,506.04</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,241.02</b>	<b>9,300.76</b>	<b>11,647.70</b>	<b>14,344.25</b>

现金流量表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,041.80	1,916.28	2,001.43	2,712.22
投资活动现金流	(1,517.53)	(803.32)	144.68	144.68
融资活动现金流	168.82	701.71	(163.71)	(173.75)
<b>净现金流</b>	<b>(296.71)</b>	<b>1,814.67</b>	<b>1,982.40</b>	<b>2,683.16</b>

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>5,247.89</b>	<b>7,360.50</b>	<b>9,289.42</b>	<b>10,775.75</b>
营业成本	1,941.29	2,440.95	3,140.77	3,591.78
营业税金及附加	29.71	41.68	52.60	61.01
营业费用	1,607.75	2,254.96	2,845.91	3,301.26
管理费用	514.93	822.23	911.50	1,057.34
财务费用	(5.46)	3.41	(27.85)	(54.10)
资产减值损失	49.46	10.00	10.00	10.00
投资收益	54.67	200.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1,164.89</b>	<b>1,987.28</b>	<b>2,356.50</b>	<b>2,808.46</b>
营业外收支净额	153.89	154.41	154.41	154.41
<b>利润总额</b>	<b>1,318.77</b>	<b>2,141.69</b>	<b>2,510.91</b>	<b>2,962.87</b>
所得税	102.10	122.33	158.19	186.66
净利润	1,216.67	2,019.36	2,352.73	2,776.21
少数股东损益	146.51	243.16	283.31	334.30
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1,070.16</b>	<b>1,776.20</b>	<b>2,069.42</b>	<b>2,441.91</b>

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	12.69%	40.26%	26.21%	16.00%
EBIT 增长率	44.18%	61.33%	15.83%	17.21%
净利润增长率	32.00%	65.97%	16.51%	18.00%
毛利率	63.01%	66.84%	66.19%	66.67%
EBIT/总收入	44.18%	61.33%	15.83%	17.21%
净利润率	32.00%	65.97%	16.51%	18.00%
资产负债率	24.22%	15.96%	14.42%	12.81%
流动比率	1.55	2.98	4.12	5.29
净资产收益率（ROE）	23.66%	24.11%	22.41%	21.35%
总资产周转率	0.84	0.79	0.80	0.75
应收账款周转率	5.77	6.61	6.45	7.08

## 分析师承诺

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。