



买入 **26%↑**
目标价格：人民币 26.00

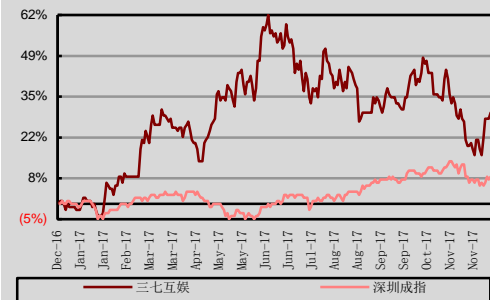
002555.CH

价格：人民币 20.54

目标价格基础：21 倍 18 年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	30.4	(3.4)	(4.3)	30.5
相对深证成指	22.2	0.7	(4.7)	21.9

发行股数(百万)	2,148
流通股(%)	29
流通股市值(人民币 百万)	13,479
3 个月日均交易额(人民币 百万)	187
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
李卫伟	19

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

三七互娱

页游转型手游，爆款作品彰显研运能力

三七互娱成立于 2011 年，原主营业务为页游发行运营，公司页游平台 37 玩是国内仅次于腾讯的网页游戏发行平台。公司于 2013 年成立 37 手游，布局移动游戏研发运营；2014 年，荣顺股份收购公司 60% 股权，并于 2015 年收购剩余 40% 股权实现公司游戏资产整体上市。公司 2016 年自研手游《永恒纪元》大获成功，彰显公司卓越研运能力。目标价 26 元，建议买入。

支撑评级的要点

- 国内移动游戏市场整体增长迅猛。2014 年至 2016 年，国内移动游戏市场始终保持着超过 80% 的增长速度，未来三年仍将保持 20% 左右的增速，随着游戏行业市场份额的不断集中，大中型游戏厂商市场份额将持续提升。此外，网页游戏虽然市场份额缩小，但大型页游发行平台依靠原有用户流量及先发优势，仍将保持较高市场份额。
- 网页游戏平台地位稳固，移动游戏流水持续增长。公司是国内仅次于腾讯的网页游戏运营平台，2017 年上半年累计开服数超 1.3 万组，代表作品《传奇霸业》、《大天使之剑》等稳居开服榜 TOP10；移动游戏方面，公司畅销手游《永恒纪元》上线一周年以来流水持续稳定，国内最高月流水超 2.8 亿元。
- 经典 IP 多平台运营是公司独特研运模式。公司善于将经典游戏 IP 在多平台进行商业变现，公司页游产品《大天使之剑》、《传奇霸业》等将登陆手游平台，而公司也将在页游平台推出《永恒纪元页游》、《奇迹 MU 页游》、《天堂 2 页游》等产品，预计将产生比肩《永恒纪元》的长周期精品游戏。
- 持续收购增加公司研运能力。公司已经完成对极光网络、上海墨鸮、智铭网络的整体收购，游戏研发运营能力及盈利能力进一步增强；此外公司已储备如《楚乔传》、《择天记》、《拳皇》等大量经典游戏、影视 IP 的改编权，公司将基于经典 IP 战略打造泛娱乐战略体系。

评级面临的主要风险

- 并购标的业绩不达预期，文化产业政策出现重大变更

估值

- 预计公司 2017-2019 年实现每股收益 0.79、1.00 和 1.23 元，对应当前市盈率约为 28、22 和 18 倍，维持公司买入评级，目标价格 26.00 元。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	4,657	5,248	7,322	9,264	11,021
变动(%)	678	13	40	27	19
净利润(人民币 百万)	506	1,070	1,686	2,157	2,651
全面摊薄每股收益(人民币)	0.485	0.513	0.785	1.004	1.234
变动(%)	312.7	5.7	52.9	27.9	22.9
全面摊薄市盈率(倍)	44.6	42.1	27.6	21.5	17.5
价格/每股现金流量(倍)	20.9	42.9	35.0	19.5	14.0
每股现金流量(人民币)	1.04	0.50	0.62	1.11	1.55
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.5	39.1	23.2	15.4	12.2
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.157	0.201	0.247
股息率(%)	0.5	0.5	0.7	0.9	1.1

资料来源：公司数据及中银证券预测

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯

(8621)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	4,657	5,248	7,322	9,264	11,021
销售成本	(1,938)	(1,971)	(2,414)	(2,858)	(3,305)
经营费用	(1,854)	(2,101)	(2,937)	(3,547)	(4,343)
息税折旧前利润	865	1,176	1,972	2,858	3,374
折旧及摊销	(75)	(71)	(66)	(66)	(66)
经营利润 (息税前利润)	790	1,105	1,906	2,792	3,308
净利息收入/(费用)	14	5	(127)	(198)	(120)
其他收益/(损失)	129	209	249	0	0
税前利润	933	1,319	2,028	2,594	3,188
所得税	(11)	(102)	(112)	(143)	(175)
少数股东权益	(416)	(147)	(230)	(294)	(362)
净利润	506	1,070	1,686	2,157	2,651
核心净利润	508	1,082	1,687	2,157	2,651
每股收益 (人民币)	0.485	0.513	0.785	1.004	1.234
核心每股收益 (人民币)	0.487	0.519	0.785	1.004	1.234
每股股息 (人民币)	0.100	0.100	0.157	0.201	0.247
收入增长(%)	678	13	40	27	19
息税前利润增长(%)	1,525	40	73	46	18
息税折旧前利润增长(%)	816	36	68	45	18
每股收益增长(%)	313	6	53	28	23
核心每股收益增长(%)	313	7	51	28	23

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	933	1,319	2,028	2,594	3,188
折旧与摊销	75	71	66	66	66
净利息费用	(14)	(5)	127	198	120
运营资本变动	5	(326)	147	(386)	225
税金	405	44	(112)	(143)	(175)
其他经营现金流	(322)	(51)	(928)	50	(94)
经营活动产生的现金流	1,081	1,052	1,328	2,379	3,329
购买固定资产净值	(46)	(7)	0	0	0
投资减少/增加	(148)	(562)	(702)	0	0
其他投资现金流	(3,056)	(949)	(135)	0	0
投资活动产生的现金流	(3,250)	(1,518)	(837)	0	0
净增权益	(104)	(208)	(337)	(431)	(530)
净增债务	26	341	3,237	(585)	(1,625)
支付股息	104	208	337	431	530
其他融资现金流	2,653	(173)	(154)	(630)	(650)
融资活动产生的现金流	2,679	169	3,083	(1,215)	(2,275)
现金变动	511	(297)	3,574	1,165	1,054
期初现金	596	1,110	819	4,393	5,558
公司自由现金流	(2,168)	(466)	491	2,379	3,329
权益自由现金流	(2,156)	(130)	3,856	1,993	1,825

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,242	1,054	4,613	5,778	6,833
应收帐款	592	1,033	997	1,587	1,478
库存	68	71	165	115	208
其他流动资产	220	292	325	405	439
流动资产总计	2,121	2,451	6,100	7,884	8,957
固定资产	312	303	242	182	121
无形资产	60	53	47	42	37
其他长期资产	174	1,114	1,587	1,587	1,587
长期资产总计	546	1,469	1,876	1,811	1,745
总资产	4,623	6,386	11,688	13,406	14,413
应付帐款	607	718	1,011	1,031	1,333
短期债务	31	373	3,610	3,025	1,401
其他流动负债	268	533	424	688	535
流动负债总计	906	1,624	5,045	4,744	3,269
长期借款	0	24	0	0	0
其他长期负债	6	9	0	0	0
股本	1,042	2,085	2,148	2,148	2,148
储备	2,517	2,442	4,059	5,785	7,906
股东权益	3,559	4,526	6,207	7,933	10,054
少数股东权益	148	205	435	730	1,091
总负债及权益	4,623	6,386	11,688	13,406	14,413
每股帐面价值 (人民币)	3.41	2.17	2.89	3.69	4.68
每股有形资产 (人民币)	3.36	2.15	2.87	3.67	4.66
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.03)	(0.21)	(0.36)	(1.18)	(2.43)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.6	22.4	26.9	30.9	30.6
息税前利润率(%)	17.0	21.1	26.0	30.1	30.0
税前利润率(%)	20.0	25.1	27.7	28.0	28.9
净利率(%)	10.9	20.4	23.0	23.3	24.1
流动性					
流动比率(倍)	2.3	1.5	1.2	1.7	2.7
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	15.0	14.1	27.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.3	1.5	1.2	1.6	2.7
估值					
市盈率(倍)	44.6	42.1	27.6	21.5	17.5
核心业务市盈率(倍)	44.4	41.7	27.5	21.5	17.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	53.6	50.7	33.1	26.0	21.1
市净率(倍)	6.3	10.0	7.5	5.9	4.6
价格/现金流(倍)	20.9	42.9	35.0	19.5	14.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.5	39.1	23.2	15.4	12.2
周转率					
存货周转天数	11.9	12.9	17.9	17.8	17.8
应收帐款周转天数	35.5	56.5	50.6	50.9	50.7
应付帐款周转天数	38.4	46.1	43.1	40.2	39.1
回报率					
股息支付率(%)	20.6	19.5	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	16.3	26.5	31.4	30.5	29.5
资产收益率(%)	19.4	18.5	19.9	21.0	22.5
已运用资本收益率(%)	3.8	6.0	5.5	4.9	5.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测