

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 乔琪

qiaoqi@ccnew.com 021-50586666-8081

## 玩心创造世界

### ——三七互娱(002555)公司深度分析

## 证券研究报告-公司深度分析

增持(首次)

市场数据(2018-01-11)

发布日期: 2018年01月12日

收盘价(元)	20.01
一年内最高/最低(元)	27.19/14.70
沪深300指数	4205.59
市净率(倍)	9.50
流通市值(亿元)	295.63

### 基础数据(2017-9-30)

每股净资产(元)	3.07
每股经营现金流(元)	0.66
毛利率(%)	68.69
净资产收益率-摊薄(%)	18.38
资产负债率(%)	21.94
总股本/流通股(万股)	214811.08/62268.49
B股/H股(万股)	0/0

### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 相关报告

### 投资要点:

- **三七互娱以汽车零部件业务起家, 后转型网络游戏业务。**公司目前主营页游与手游的研发与运营业务, 并持续拓展泛娱乐整体生态格局与开拓海外市场。
- **国内游戏市场持续增长。**2015-2017年国内游戏市场整体销售收入分别为1407.0亿元、1655.7亿元和2036.1亿元, 同比分别增长22.9%、17.7%和23.0%。自2014年出现的收入增长率下滑在2017年得到缓解, 在用户规模接近饱和的情况下, 单用户贡献量的不断提升带动了国内游戏市场规模的增长, 中国游戏市场表现出良好的发展态势。其中移动游戏成为增速最快, 规模最大的细分市场; 在“腾讯+网易”的双头垄断下, 海外移动游戏市场成为移动游戏新蓝海; 网页游戏整体市场规模虽然缩减, 头部公司与产品仍有望获得较好回报。
- **公司核心管理团队拥有丰富的游戏研发与互联网运营经验。**公司深耕网页游戏领域多年, 目前在页游研发领域排名第一, 运营领域排名第二; 公司手游业务增长迅猛, 截止至2017上半年, 公司手游发行业务市占率5.1%, 最高MAU超过1000万人。依托于公司丰富的游戏研发与发行经验, 公司目前多款页游产品与手游产品市场表现优异; 公司2018年将推出多款重磅页游与手游产品, 有望为公司带来新的业绩增长。
- **公司盈利预测与估值:**预计公司17-19年EPS分别约为0.72/0.98/1.22, 按2018年1月11日收盘价20.01元, 对应PE约为28.0/20.4/16.4倍; 当前公司估值位于合理区间; 考虑到公司在页游和手游行业的龙头位置, 首次给予“增持”评级。

**风险提示:** 公司手游业绩增长不及预期; 页游市场规模缩减超预期; 政策监管持续收紧。

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4656.8	5247.9	7149.9	9239.6	11445.8
增长比率	678.4%	12.7%	36.2%	29.2%	23.9%
净利润(百万元)	506.0	1070.2	1536.2	2101.9	2620.3
增长比率	1224.2%	111.5%	43.5%	36.8%	24.7%
每股收益(元)	0.24	0.50	0.72	0.98	1.22
市盈率(倍)	84.9	40.2	28.0	20.4	16.4

资料来源: 贝格数据, 中原证券

## 内容目录

<b>1. 公司概况</b>	<b>4</b>
1.1. 公司发展历程：汽车零部件业务起家，转型网络游戏业务	4
1.2. 股本结构：家族控股，持股比例为 25.09%	4
<b>2. 行业：端游、页游市场规模缩减，手游市场规模快速提升</b>	<b>5</b>
2.1. 游戏市场增速放缓，移动游戏成为规模最大的细分市场	5
2.2. 客户端游戏：反降为升，市场规模出现拐点	6
2.3. 网页游戏：规模缩减，头部页游仍有望保持较好回报	8
2.4. 移动游戏行业：“腾讯+网易”头部效应显著，移动游戏精品化、重度化是未来趋势	10
2.5. 海外市场：移动游戏市场新蓝海	14
<b>3. 公司主营业务：“页+手”并重，积极布局海外市场与泛娱乐板块</b>	<b>16</b>
3.1. 公司游戏业务布局：页游先行，手游后发，加强研发，布局海外	16
3.2. 公司核心管理团队具有丰富的游戏研发与互联网运营经验	17
3.3. 公司游戏分项业务	18
3.3.1. 网页游戏：页游行业龙头，研发业内第一，运营业内第二	18
3.3.2. 手游业务：“产品+流量”页游模式带入手游，手游业务规模有望进一步增长	22
3.3.3. 海外业务：“发行游戏+投资入股”，多渠道发力拓展海外市场	26
3.4. 储备优质 IP，布局泛娱乐全产业链	27
3.5. 小结	28
<b>4. 汽车零部件业务：公司燃油箱业务短期难受新能源汽车冲击</b>	<b>29</b>
<b>5. 公司经营分析</b>	<b>30</b>
5.1. 经营概况：净利润保持高增长，手游业务将成为驱动核心	30
5.2. 盈利能力：网络游戏业务毛利率带动整体毛利率提升	32
5.3. 费用分析：提高管控能力，各项费率有望维持稳定	34
<b>6. 盈利预测与投资建议</b>	<b>35</b>
6.1. 盈利预测：汽车配件、页游业务维持低增长，手游业务 2018 年有望发力	35
6.2. 投资建议：首次给予“增持”评级	36
<b>7. 风险提示</b>	<b>37</b>

## 图表目录

图 1：三七互娱旗下品牌	4
图 2：截止至 2017 年第三季度公司股权结构	5
图 3：2008-2017A 国内游戏市场用户规模与增长率	5
图 4：2008-2017A 年国内游戏市场实际销售收入与增幅	6
图 5：2017 年国内游戏市场收入构成	6
图 6：2008-2017A 国内客户端游戏市场规模	7
图 7：2008-2017A 国内客户端游戏市场规模	7
图 8：2008-2017A 国内网页游戏用户数量及增长率	8
图 9：2008-2017A 国内网页游戏市场规模及增速	8
图 10：2016 年网页游戏开服走势	9
图 11：2016 年 Q3 国内网页游戏研发厂商竞争格局	10
图 12：2016 年 Q3 国内网页游戏运营平台竞争格局	10
图 13：2008-2017A 年国内移动游戏用户规模及增速	11

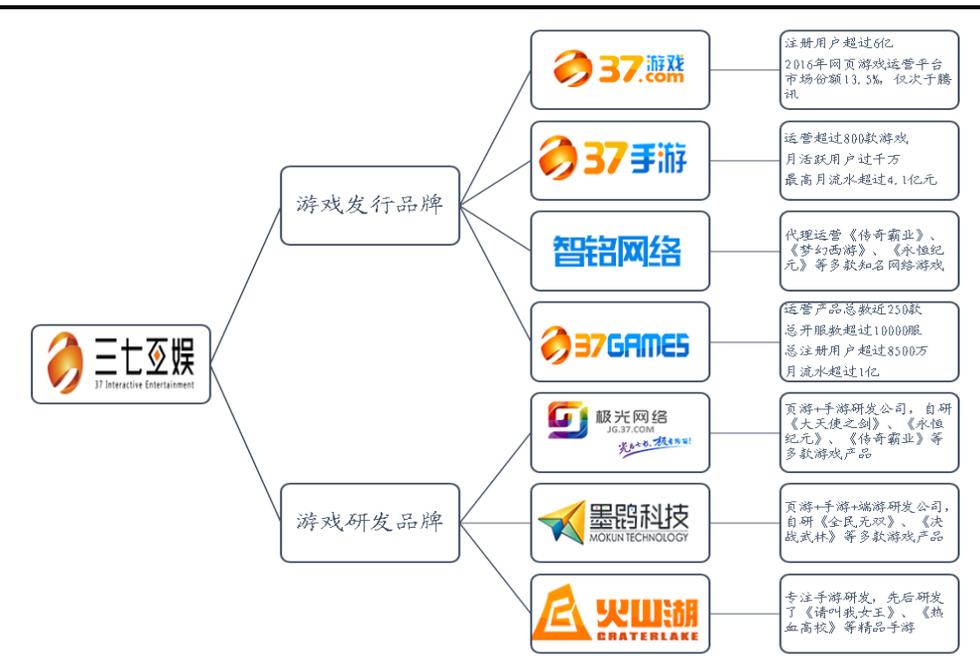
图 14: 2008-2017A 年国内移动游戏市场销售收入及增长率	11
图 15: 2015Q1-2017Q1 腾讯+网易手游收入市占比	12
图 16: 2017 上半年受访网民 IP 手游用户比例	12
图 17: 2017 上半年受访网民选择 IP 手游原因	13
图 18: 轻度游戏与中重度游戏对比	14
图 19: 2008-2017A 国内自主研发网络游戏海外市场实际销售收入与增长率	14
图 20: 2016 年全球各地区手游市场增速对比	15
图 21: 2016 年全球主要地区手游用户获取成本	15
图 22: 三七互娱产业布局	17
图 23: 2016 年开服前十平台收入监测	18
图 24: 2016 年开服前十研发收入监测	19
图 25: 2017Q1-Q2 游戏运营平台开服排行	19
图 26: 《传奇霸业》季度流水概况	20
图 27: 《大天使之剑》季度流水概况	20
图 28: 2015-2017 上半年网页游戏业务营业收入与总营收占比	22
图 29: 37 手游 MAX4 战略	23
图 30: 2017 年 1 月-12 月《永恒纪元》APP Store 排名	24
图 31: 《大天使之剑 H5》App Store 畅销游戏榜排名	24
图 32: 2015-2017 上半年移动游戏业务营业收入与总营收占比	25
图 33: 2014-2017 上半年三七互娱海外业务营收与同比增长率	26
图 34: 三七互娱分地区业务收入占比情况	27
图 35: 2017 上半年国内手机游戏发行市场份额	29
图 36: 2013-2017 上半年汽车零部件业务营业收入与总营收占比	29
图 37: 2000-2017 上半年国内汽车年产量与增幅	30
图 38: 2012-2017 上半年公司营收及同比增速	31
图 39: 2012-2017 上半年公司归母净利润及同比增速	31
图 40: 2015-2017 上半年分业务营收情况 (百万元)	32
图 41: 2015-2017 上半年业务营收占比 (%)	32
图 42: 2014-2017 上半年公司整体业务毛利率与网络游戏业务毛利率	33
图 43: 2013-2017 上半年公司各项业务毛利率	33
图 44: 2016-2017 上半年部分游戏公司手游业务毛利率	34
图 45: 2016-2017 上半年部分游戏公司页游业务毛利率	34
图 46: 2014-2017 上半年公司销售费率、管理费率和财务费率	35
表 1: 2015-2016 网页游戏开服排行 TOP10	9
表 2: 2015-2016 年 App Store 游戏畅销榜排名 TOP10	13
表 3: 三七互娱管理团队	17
表 4: 2015-2016 年《传奇霸业》开服数及流水排名	20
表 5: 2014-2016 年《大天使之剑》开服数及流水排名	21
表 6: 2017. 11. 20-2017. 12. 18 页游开服排行 TOP10	21
表 7: 三七互娱待上线页游产品	22
表 8: 三七互娱待上线手游产品	25
表 9: 三七互娱 IP 储备	27
表 10: A 股部分上市游戏公司估值一览 (截止至 2018 年 1 月 11 日)	37

## 1. 公司概况

### 1.1. 公司发展历程：汽车零部件业务起家，转型网络游戏业务

荣顺股份（原名芜湖市荣顺汽车零部件有限公司）成立于1995年并于2011年在A股上市，主营汽车零部件的研制、生产与销售业务。公司出于探索新的业务领域与转型契机的目的在2014年收购上海三七玩60%股权，交易对价为19.2亿元。荣顺股份也在2015年2月更名为荣顺三七；2015年3月，控股子公司上海三七玩更名为“三七互娱”。后荣顺三七在2015年12月收购三七互娱剩余40%股权。三七互娱成为荣顺三七全资子公司并实现整体上市，公司证券简称也由“荣顺三七”变更为“三七互娱”。公司目前主营网页游戏与手游的研发、发行及运营业务，原有的汽车零部件业务目前仅占总营收10%左右；公司旗下拥有国内37游戏、37手游、海外37GAMES、智铭网络等全球知名专业游戏运营平台，以及极光网络、火山湖工作室、墨鸮科技等游戏研发团队。出于战略发展的需要，公司利用资本优势与平台优势，以游戏业务为核心，整合包括动漫、影视、音乐和直播在内的泛娱乐产业资源，同时加快海外游戏市场拓展；逐步形成了以游戏研运业务为基础，广泛布局泛娱乐、拓展海外市场的整体生态格局。

图 1：三七互娱旗下品牌



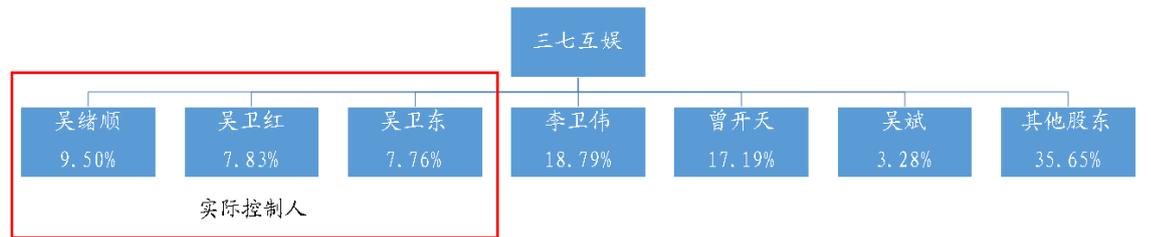
资料来源：公司官网，中原证券

### 1.2. 股本结构：家族控股，持股比例为 25.09%

根据公司2017年第三季度报告显示，公司实际控制人为吴氏家族（吴绪顺、吴卫红、吴卫东为一致行动人），共持有约5.39亿股，共占据公司总股本25.09%；三七互娱（原上海三七玩）创始人李卫伟（又名：李逸飞）、曾开天分别持有4.04亿股和3.69亿股，占公司总股本18.79%、17.19%。公司2017年12月28日发布公告称公司控股股东及实际控制人吴氏家族将在2018年1月1日至2018年3月31日期间通过大宗交易方式减持不超过公司总股本2%的股份；吴卫红、

吴卫东将通过大宗交易或集合竞价方式减持其从二级市场增持的股份 131.4 万股（不包含在上述 2%）。

图 2：截止至 2017 年第三季度公司股权结构



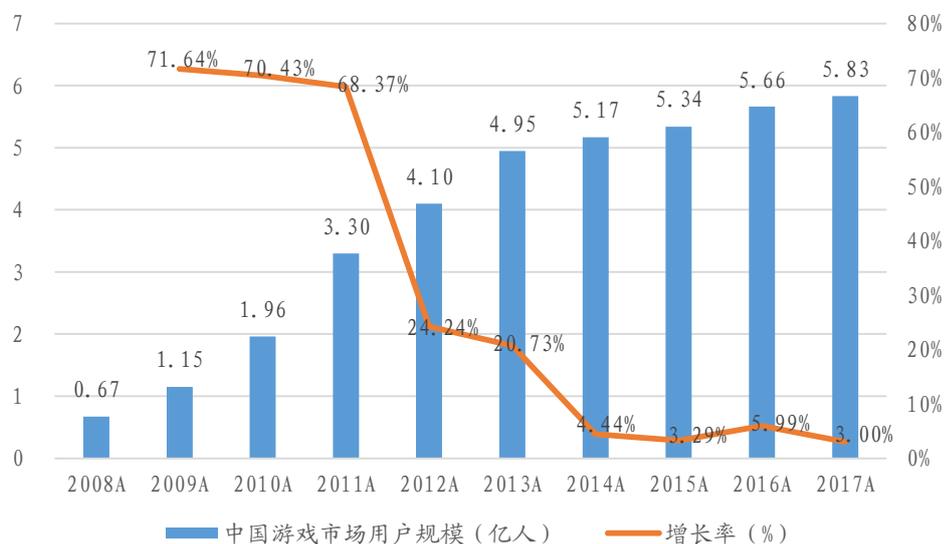
资料来源：公司公告，中原证券

## 2. 行业：端游、页游市场规模缩减，手游市场规模快速提升

### 2.1. 游戏市场增速放缓，移动游戏成为规模最大的细分市场

根据伽马数据《2017 年中国游戏产业报告》统计，国内游戏市场用户规模增长可以分为三个阶段，分别是：2009-2011 年间的高速增长阶段；2012-2013 年间的稳固增长阶段和 2014-2017 年的低速增长阶段。2014-2017 年国内游戏市场用户规模分别为 5.17 亿人、5.34 亿人、5.66 亿人和 5.83 亿人，同比分别增长 4.44%、3.29%、5.99%和 3.00%。国内游戏用户规模增速已经连续四年处于较低状态，结合数据来看，国内游戏用户数量已经接近天花板，趋于饱和。

图 3：2008-2017A 国内游戏市场用户规模与增长率

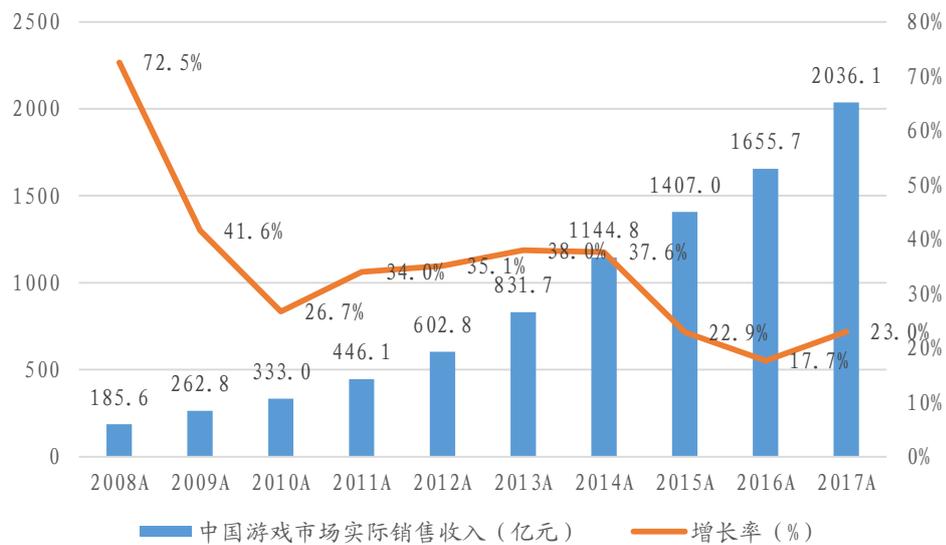


资料来源：GPC, IDC, CNG, 中原证券

2008-2017 年国内游戏市场规模也可以分为 3 个阶段，分别是：2008-2010 年间的增速快速下滑阶段；2011-2014 年间的稳定增长阶段和 2015-2017 年间的波动增长阶段。2015-2017 年国内游戏市场整体销售收入分别为 1407.0 亿元、1655.7 亿元和 2036.1 亿元，同比分别增长 22.9%、17.7%和 23.0%。自 2014 年出现的收入增长率下滑在 2017 年得到缓解，在用户规模接近饱和的情况下，单用户贡献量的不断提升带动了国内游戏市场规模的增长，中国游戏市场表现出良好的发展态势。随着未来玩家付费意识的进一步增强，预计未来国内游戏市场仍能保持至少 15%

以上的同比增幅。

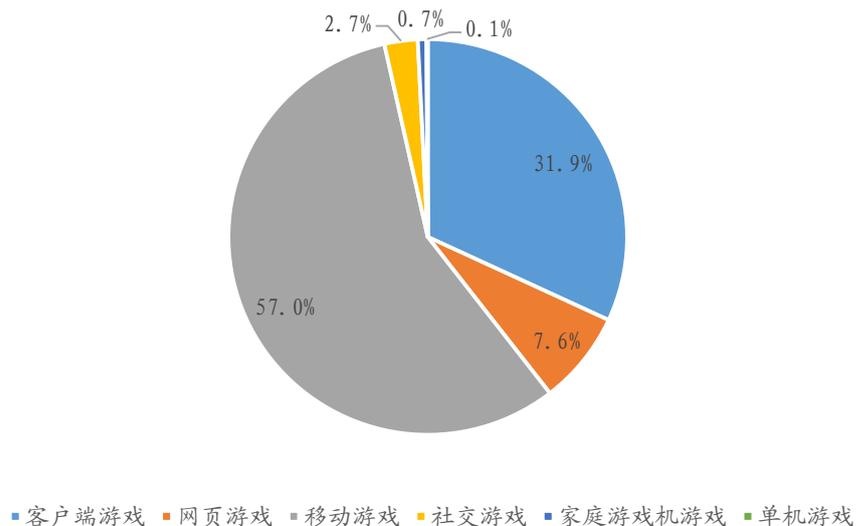
图 4：2008-2017A 年国内游戏市场实际销售收入与增幅



资料来源：GPC, IDC, CNG, 中原证券

聚焦国内游戏市场收入细分领域，移动游戏仍然是目前增速最快、规模最大的细分市场。2017 年国内移动游戏市场实际收入 1161.2 亿元，份额继续增加，占国内整体游戏市场收入的 57.0%；客户端游戏市场收入实际销售收入 648.6 亿元，份额减少，占 31.9%；网页游戏市场实际销售收入 156.0 亿元，份额大幅减少，占 7.6%；家庭游戏机游戏市场实际销售收入 13.7 亿元，份额略微增加，占 0.7%。预计随着未来游戏研发商与运营方对移动游戏市场投入的加大，移动游戏市场占比将会进一步上升。

图 5：2017 年国内游戏市场收入构成



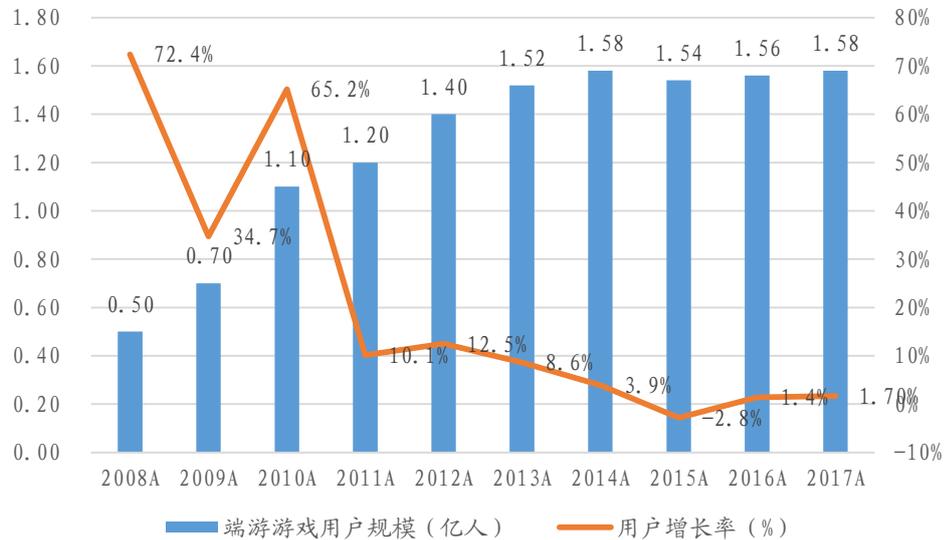
资料来源：GPC, IDC, CNG, 中原证券

## 2.2. 客户端游戏：反降为升，市场规模出现拐点

根据《2017 年中国游戏产业报告》显示，在用户规模方面，自 2011 年以后端游用户增长

率不断下滑，在 2015 年甚至出现负增长，近两年国内客户端游戏用户数量趋于平稳，2017 年也并未出现较大波动，报告显示，2017 年国内客户端游戏用户规模达到 1.58 亿人，同比增长 1.7%。

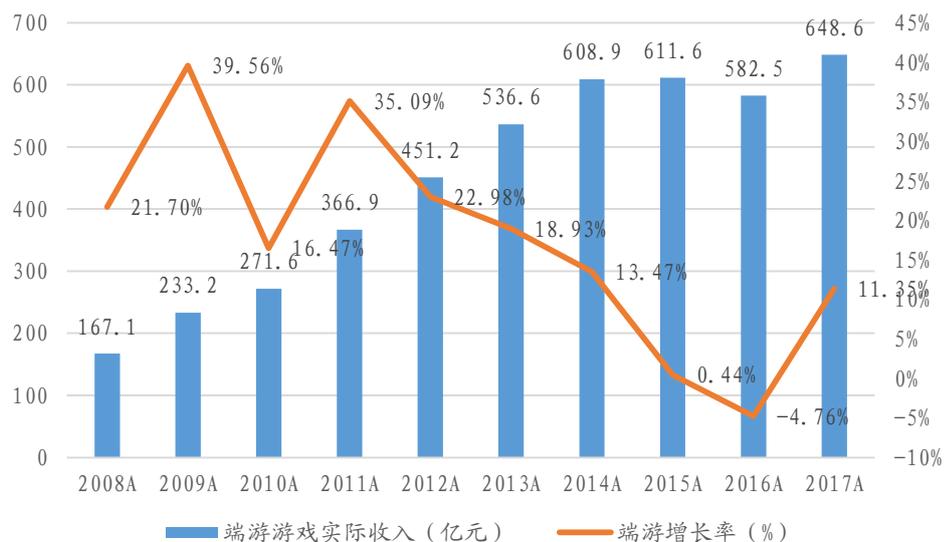
图 6：2008-2017A 国内客户端游戏市场规模



资料来源：GPC, IDC, CNG, 中原证券

而 2017 国内客户端游戏市场销售收入为 648.6 亿元，同比上升 11.35%，也是自 2012 年增长率连续下滑后首次出现上升趋势；自 2016 年出现负增长后国内端游市场出现一定回暖迹象。此次端游市场回暖主要受益于《绝地求生：大逃杀》在国内的火热表现。预计 2018 年腾讯代理的《绝地求生：大逃杀》国服版本将上线，有望进一步提振国内端游市场。

图 7：2008-2017A 国内客户端游戏市场规模

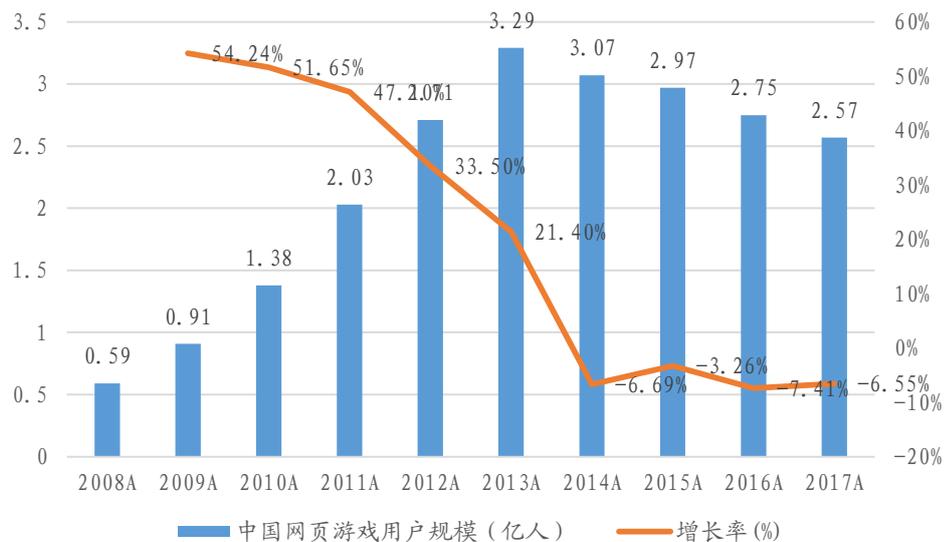


资料来源：GPC, IDC, CNG, 中原证券

### 2.3. 网页游戏：规模缩减，头部页游仍有望保持较好回报

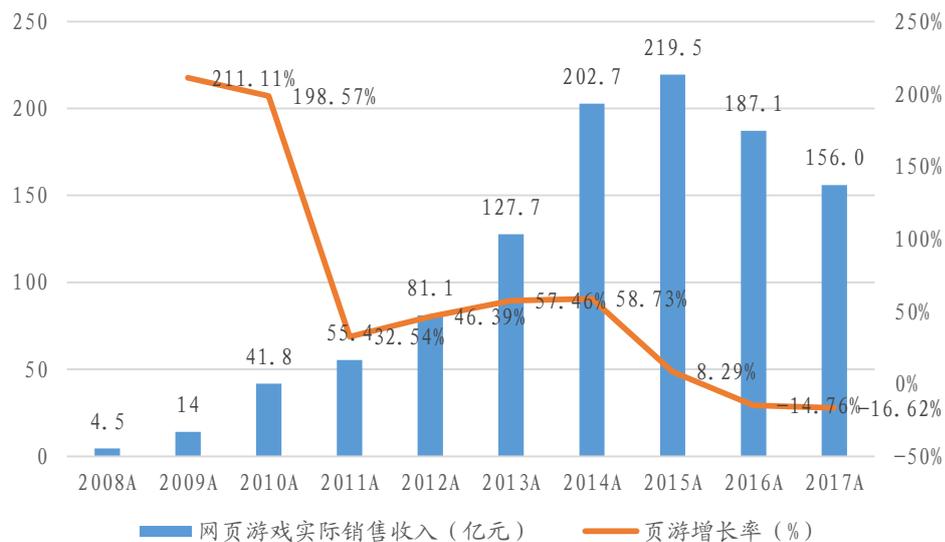
国内网页游戏市场繁荣于2008年，经过几年快速发展后，在2014年首次出现增长拐点，用户规模增长率自2014年起连续4年出现负增长；市场规模增长率从2014年的58.73%大幅降至2015年的8.29%并在2016年及2017年连续出现负增长，降幅分别达14.76%和16.62%；国内页游市场和用户规模缩减的原因主要包括：(1)国内移动游戏市场的崛起造成用户分流；(2)页游研发厂商缺乏创新能力，精品网页游戏数量下降，游戏产品同质化严重；(3)页游厂商纷纷转向布局手游业务，对页游的研发运营投入减少。

图8：2008-2017A国内网页游戏用户数量及增长率



资料来源：GPC, IDC, CNG, 中原证券

图9：2008-2017A国内网页游戏市场规模及增速



资料来源：GPC, IDC, CNG, 中原证券

根据 9K9K 统计 2016 年网页游戏开服走势，尽管页游市场总体规模呈现下滑趋势，但是网页游戏开服数依然保持增长态势，较 2015 年网页游戏开服总数增长了 19.9%。

图 10: 2016 年网页游戏开服走势



资料来源: 9K9K, 中原证券

对比 2015-2016 年开服数排名前十网页游戏收入，2016 年开服数排名前十的网页游戏合计流水比 2015 年仅有小幅度下滑，前十页游开服总数上升；可见整体市场规模的缩减主要集中在部分质量低劣的页游产品被市场淘汰，未来的国内页游市场将会更加趋向于精品游戏，优质游戏与龙头发行运营商的集中度得到进一步提升；因此预计虽然页游整体市场规模会继续维持小幅稳定缩减态势，但是头部优秀游戏产品仍有望能够获得较好的回报。

表 1: 2015-2016 网页游戏开服排行 TOP10

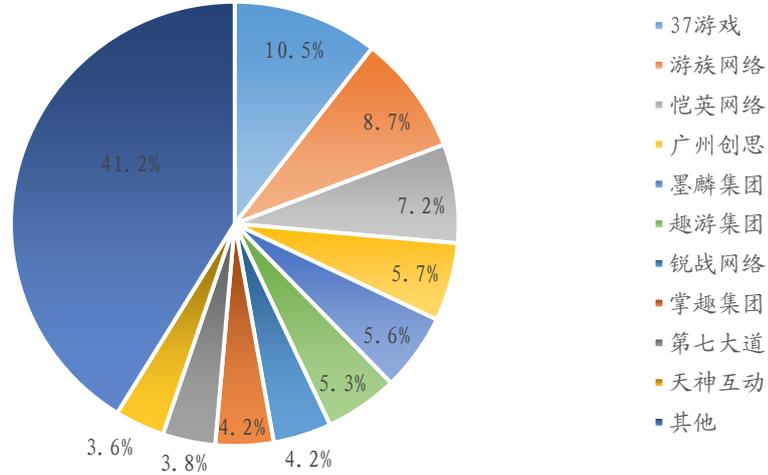
排名	2015				2016			
	游戏名称	开服数量	研发商	流水(亿)	游戏名称	开服数量	研发商	流水(亿)
1	传奇霸业	22463	三七互娱	15.0+	传奇霸业	18587	三七互娱	12.0+
2	天书世界	12938	趣游集团	5.0+	九阴绝学	15523	智远时空	7.0+
3	大天使之剑	12393	三七互娱	10.0-	蓝月传奇	15332	浙江盛和	6.5+
4	烈焰	10212	广州创思	4.0+	传奇盛世	12979	无锡七酷	8.5+
5	雷霆之怒	8122	广州创思	8.0+	大天使之剑	10316	三七互娱	7.0+
6	魅影传说	7294	广州创思	6.0-	剑雨江湖	8631	广州创思	3.0+
7	花千骨	7085	上海君游	3.0-	盗墓笔记	8580	游族网络	2.5+
8	斩龙传奇	6778	上海重剑	2.0+	决战武林	8508	三七互娱	3.3+
9	赤月传说	5591	广州创思	5.0-	武神赵子龙	7839	三七互娱	5.0+
10	七杀	5348	四三九九	3.0-	魔法王座	7540	青果灵动	5.0+
合计				约 61.0				约 59.8

资料来源: 9K9K, 中原证券

目前国内页游厂商集中度较高，头部企业优势明显，从研发端来看，2016 年第 3 季度 TOP5 厂商占据 37.7% 的市场份额，其中 37 游戏以 10.5% 的市场份额占据第一；从运营端看，腾讯游戏以 32.9% 的市场份额占据首位，37 游戏以 13.4% 排名第二，TOP5 共占据 68.2% 的市场份额。

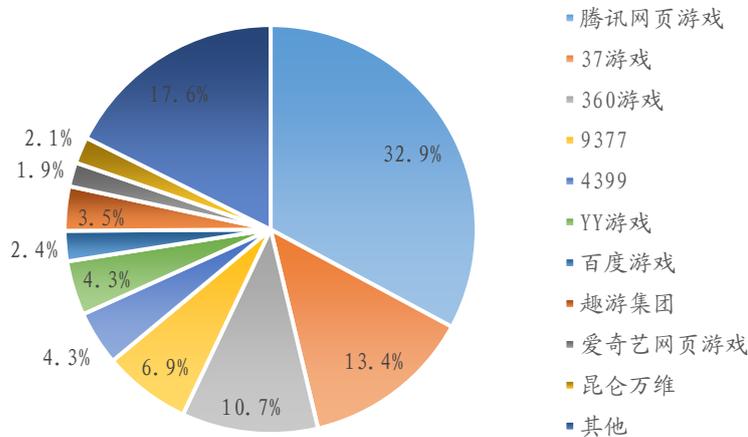
在未来国内页游产品趋向精品化的发展方向之下,研发端和运营端均排名前列的 37 游戏未来市占率有望进一步提升。

图 11: 2016 年 Q3 国内网页游戏研发厂商竞争格局



资料来源: 易观智库, 中原证券

图 12: 2016 年 Q3 国内网页游戏运营平台竞争格局



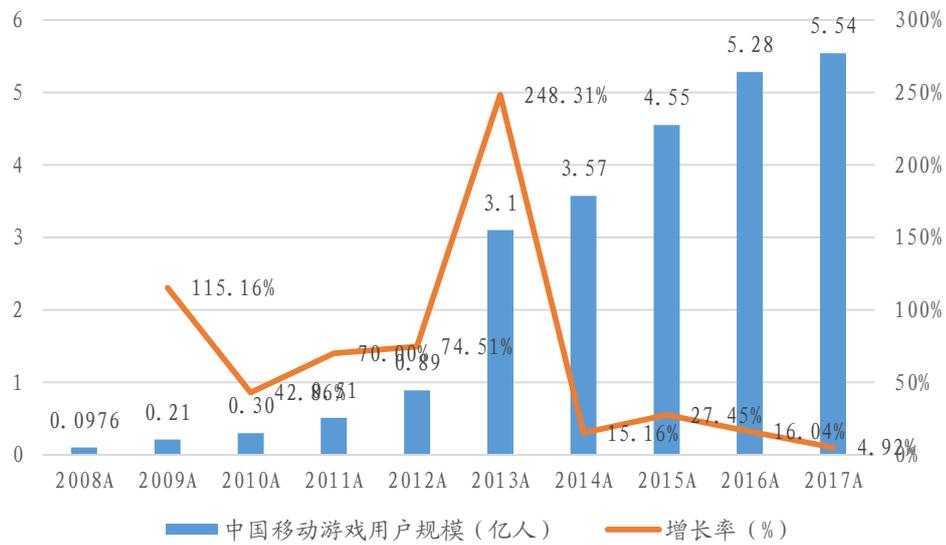
资料来源: 易观智库, 中原证券

#### 2.4. 移动游戏行业: “腾讯+网易” 头部效应显著, 移动游戏精品化、重度化是未来趋势

根据伽马数据统计, 2017 年国内移动游戏用户数达 5.54 亿人, 同比增长 4.92%; 移动游戏市场依然保持较高的收入增长, 实际销售收入为 1161.2 亿元, 同比增长 41.75%。移动游戏市场快速增长的主要原因是移动游戏类型的不断丰富、智能手机的普及以及移动互联网技术的进步。国内移动游戏市场虽然仍然处于高速发展阶段, 但是游戏用户增长率已经开始显现出较为

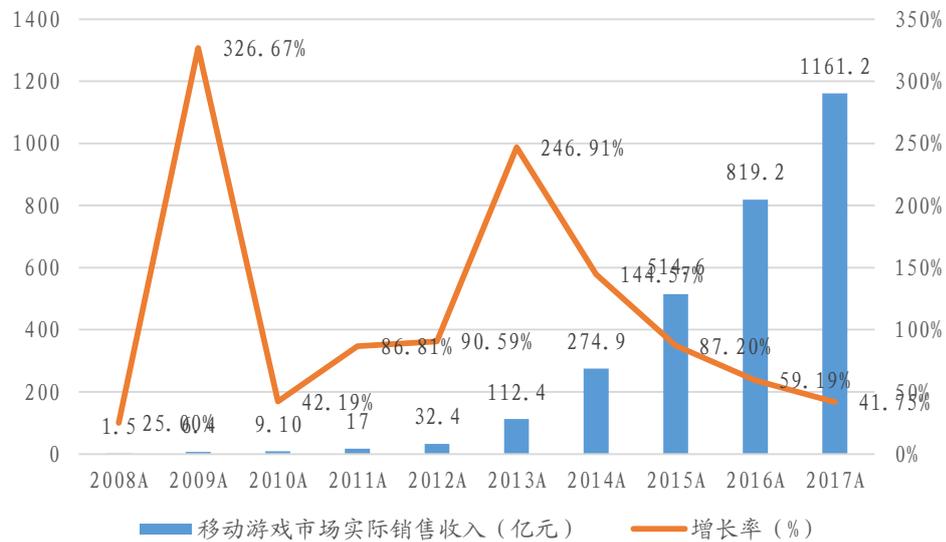
疲软的态势，人口红利消耗殆尽，未来移动游戏厂商将会更加注重国内市场存量竞争和开拓海外全新市场。

图 13: 2008-2017A 年国内移动游戏用户规模及增速



资料来源: GPC, IDC, CNG, 中原证券

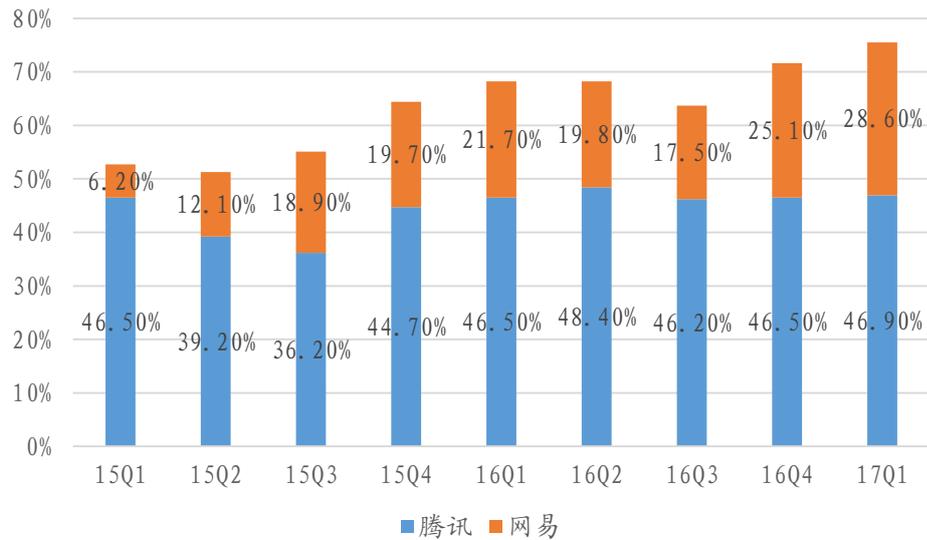
图 14: 2008-2017A 年国内移动游戏市场销售收入及增长率



资料来源: GPC, IDC, CNG, 中原证券

国内移动游戏市场目前呈现出腾讯和网易两家独大，其他二线游戏厂商与中小游戏厂商瓜分剩余市场份额的双头多强局面。腾讯和网易手游业务的收入合计占比超过 70%，其中腾讯占比约 45%，而移动游戏市场增速正在逐步放缓，两个龙头企业的市场地位难以撼动。同时随着未来移动游戏行业逐步进入整合期，大量制作粗糙的山寨游戏与研发运营能力低下的厂商被市场淘汰，预计行业集中度将进一步提升。二线游戏厂商有望通过深耕细分市场和开拓海外市场抢占市场份额。

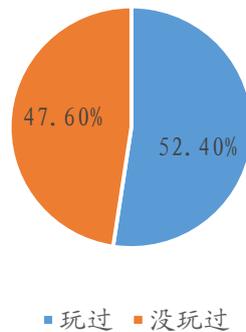
图 15: 2015Q1-2017Q1 腾讯+网易手游收入市占比



资料来源: 公司财报, 伽马数据, 中原证券

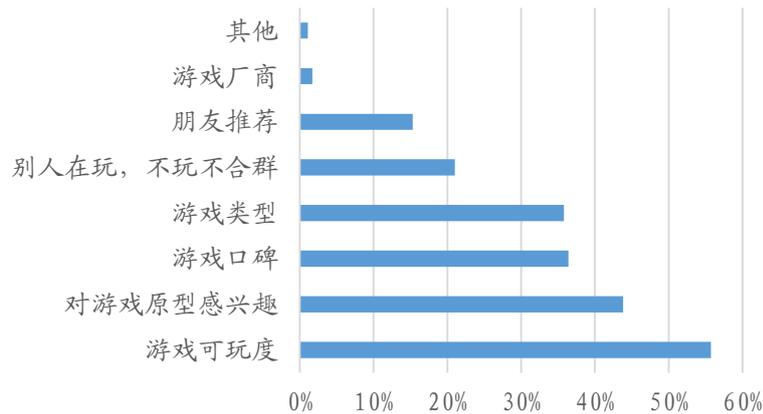
存量市场下, 带有 IP 属性的游戏产品已经成为一种能够有效打破市场僵局的工具。IP 改编游戏产品借助影视、动漫或文学作品来吸引 IP 原型背后的潜在客户群体, 能够以较低的成本获取较大的用户流量, 降低游戏运营成本, 增加用户边际收益。根据艾媒咨询 2017 上半年针对网民选择 IP 手游的情况进行调查, 52.4% 的网民表示玩过 IP 手游。而在这些玩过 IP 手游的用户中, 有近一半的玩家将“对游戏原型感兴趣”作为选择 IP 手游的考虑因素之一。

图 16: 2017 上半年受访网民 IP 手游用户比例



资料来源: 艾媒咨询, 中原证券

图 17: 2017 上半年受访网民选择 IP 手游原因



资料来源: 艾媒咨询, 中原证券

根据近两年 App Store 平台手游畅销榜来看, 排名前十的热门头部游戏大多拥有 IP 属性, 且畅销榜中含 IP 题材的数量从 2015 年的 6 个增加到了 2016 年的 8 个。可见, 尽管腾讯网易的拳头产品《阴阳师》和《王者荣耀》并不含有 IP 属性, 但是榜上其他作品无一例外的采用了 IP 作为切入点, 将 PC 端游、页游或日本动漫移植到手机端。

表 2: 2015-2016 年 App Store 游戏畅销榜排名 TOP10

排名	2016			2015		
	游戏名称	发行厂商	是否有 IP	游戏名称	发行厂商	是否有 IP
1	阴阳师	网易	无 IP	梦幻西游	网易	PC 端游 IP
2	王者荣耀	腾讯	无 IP	热血传奇	腾讯	PC 端游 IP
3	梦幻西游	网易	PC 端游 IP	大话西游	网易	PC 端游 IP
4	倩女幽魂	网易	PC 端游 IP	穿越火线	腾讯	PC 端游 IP
5	大话西游	网易	PC 端游 IP	火影忍者	腾讯	日本动漫 IP
6	征途	巨人网络	PC 端游 IP	王者荣耀	腾讯	无 IP
7	火影忍者	腾讯	日本动漫 IP	蜀山战纪	蓝港互动	无 IP
8	剑侠情缘	腾讯	PC 端游 IP	天天爱消除	腾讯	无 IP
9	梦幻诛仙	腾讯	PC 端游 IP	全民无双	腾讯	TV 主机 IP
10	永恒纪元	三七互娱	PC 页游 IP	开心消消乐	乐元素	无 IP

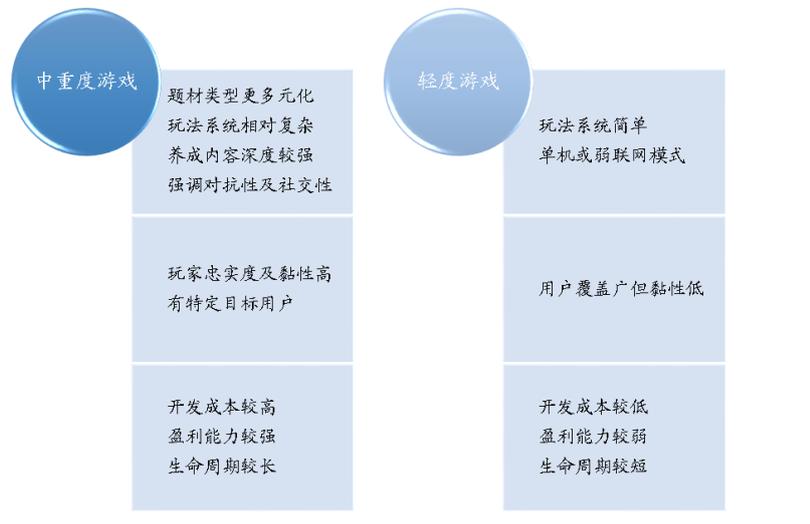
资料来源: App Annie, 中原证券

随着移动游戏市场的快速扩张, 用户对游戏品质的要求也随之提升, 越来越多的游戏厂商在技术升级、游戏画质、内容可玩性与运行流畅等方面的开始寻求突破与创新, 游戏企业打造高品质游戏的意识不断加强, 希望通过打造精品游戏提升用户留存率, 增加游戏产品收入。

轻度游戏比如消除类、棋牌类游戏虽然覆盖面较广, 但需要玩家投入的时间和金钱并不多, 因此盈利能力较差, 游戏产品生命周期也较短。相比之下以 SLG (策略) 类、MMORPG (大型多人在线角色扮演) 类和 MOBA (多人在线战术竞技) 类为代表的重度游戏难度系数高, 游戏内容

也更加丰富，用户留存时间长，付费意愿也更强烈，因此重度游戏具有更好的用户黏性。一款高质量、大用户群体的移动网络游戏能够为游戏研发和运营厂商带来长期的高额回报，可以预计，在各大游戏厂商纷纷致力于打造精品游戏的市场环境下，重度化手游将成为未来移动游戏行业的趋势。

图 18：轻度游戏与中重度游戏对比

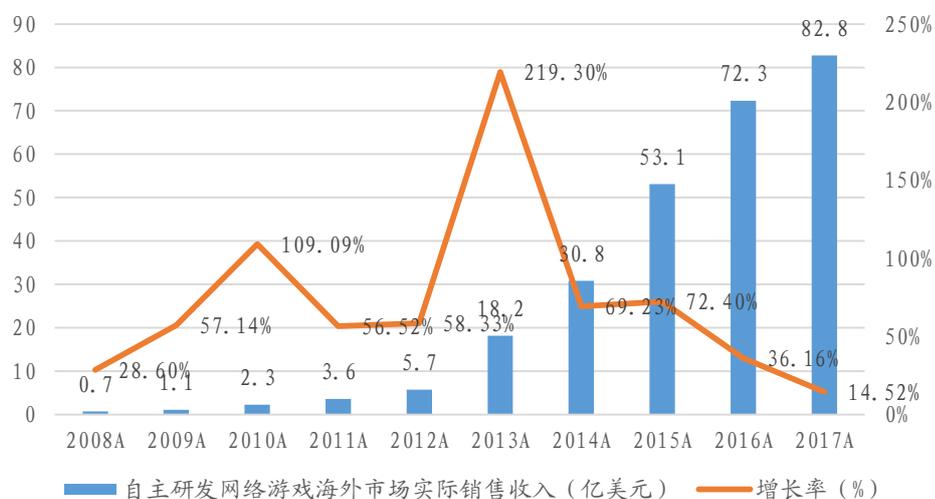


资料来源：易观智库，中原证券

## 2.5. 海外市场：移动游戏市场新蓝海

随着国内游戏市场增速放缓，行业集中度提升，“网易+腾讯”市占率难以撼动，挖掘海外蓝海市场已经成为国内游戏厂商的共同选择。根据《2017年中国游戏产业报告》统计，国内自主研发网络游戏海外市场销售收入从2008年的0.7亿元增至2017年的82.8亿元，期间CAGR为69.95%，2017年国内自主研发网络游戏海外市场实际销售收入同比增长14.5%，国内自主研发移动游戏在海外市场拓展加速成为主要增长动力。

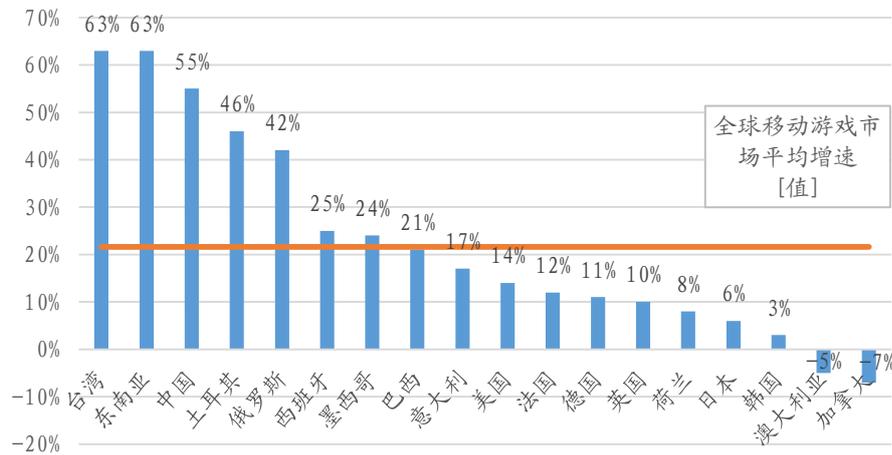
图 19：2008-2017A 国内自主研发网络游戏海外市场实际销售收入与增长率



资料来源：GPC, IDC, CNG, 中原证券

NEWZOO 统计的 2016 年全球各地区手游市场增速情况显示，台湾、东南亚、土耳其、俄罗斯、西班牙、墨西哥和巴西等几个地区的增速均超过或达到了全球移动游戏市场平均 21.6% 的增速，移动游戏市场具备较大潜力。其主要原因可能是此类新兴市场智能手机普及化程度不高或本土精品游戏数量有限等，较为适合国内游戏厂商输出精品游戏抢占市场份额，作为培养“手游出海”战略的沃土。

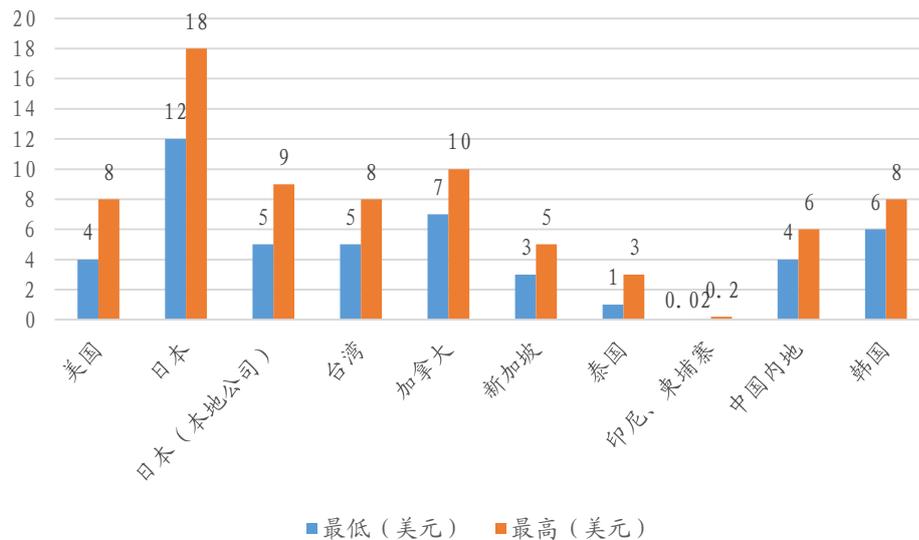
图 20：2016 年全球各地区手游市场增速对比



资料来源：NEWZOO，中原证券

而从推广成本角度考虑，对比全球各个地区，印尼、柬埔寨、泰国等东南亚地区用户获取成本相对低廉。用户获取成本能够一定程度上反映全球不同地区移动游戏市场的发展和竞争程度；成本较低的地区说明市场处于发展初期，竞争程度弱，有可能迎来快速增长阶段。因此国内移动游戏厂商开拓意愿也相对较高。

图 21：2016 年全球主要地区手游用户获取成本



资料来源：游戏工委，中原证券

### 3. 公司主营业务：“页+手”并重，积极布局海外市场与泛娱乐板块

#### 3.1. 公司游戏业务布局：页游先行，手游后发，加强研发，布局海外

三七互娱以国产页游的运营和推广起步，后逐渐加强游戏研发业务，先后成立极光网络与火山湖工作室两家游戏研发工作室并收购游戏研发公司墨鹍科技，形成“研运一体”和“研运并重”的战略格局。公司在页游运营和研发领域一直处于行业领先地位，极光网络 2014 年自研产品《大天使之剑》一经推出打破多项网页游戏业界纪录；2015 年上线的自研页游产品《传奇霸业》开服量连续两年全年第一。目前 37 游戏平台共拥有超 6 亿注册用户，根据伽马数据和游戏工委联合发布的《2016 中国游戏产业报告》统计，2016 年公司作为网页游戏运营平台市场份额为 13.5%，行业地位仅次于腾讯；公司作为网页游戏研发商的市场份额为 9.4%，占据网页游戏研发商第一的位置。

2013 年国内游戏市场格局发生重大变化，移动游戏市场规模快速增长；为顺应市场发展和行业趋势，公司成立 37 手游发行平台，仿照公司网页游戏发展模式，坚持精品化游戏战略，从代理游戏起步，并逐步布局手游自研业务，开始全面进军移动游戏领域。目前 37 手游平台已运营超过 800 款游戏，最高月流水超过 4.1 亿元，MAU（月活跃用户）突破 1000 万人；截止至 2017 上半年，公司旗下研发工作室极光网络自研手游《永恒纪元》全球月流水超过 3.5 亿元，单日最高流水突破 7000 万，《永恒纪元》也被评为行业“页转手”的标杆之作。

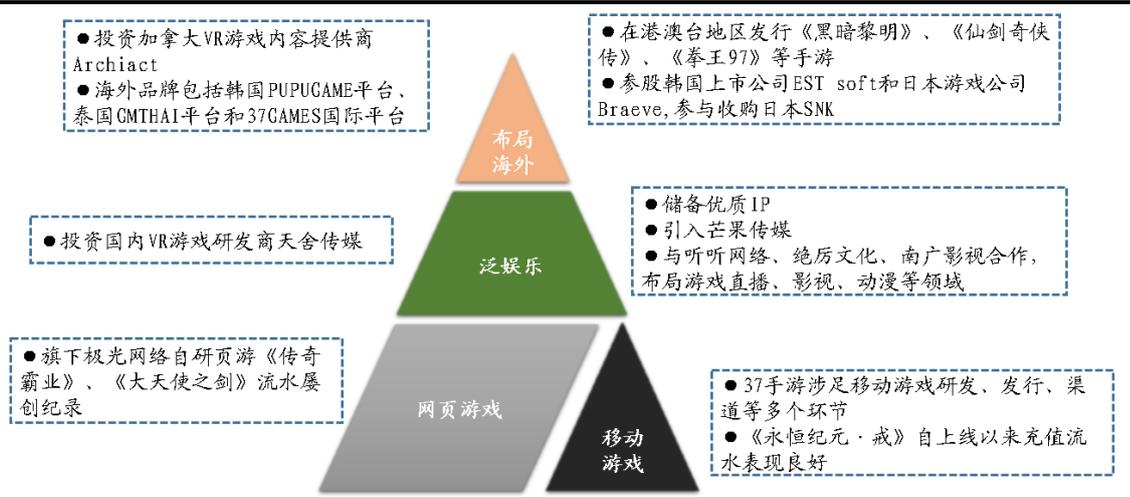
受限于国内游戏市场竞争格局，公司从 2012 年开始布局海外，主攻港澳台市场，后延伸至韩国、泰国、马来西亚、新加坡、印尼等东南亚国家；并从 2015 年开始布局欧美市场，目前已经开通英语、德语、法语及土耳其语等市场。公司在海外地区的品牌有韩国的 PUPUGAME 平台、泰国的 GMTHAI 平台以及以 37.com 为统一域名的 37GAMES 国际平台。截止至 2017 年上半年，37GAMES 共覆盖全球 140 多个国家，月流水超过 1 亿，运营产品总数近 250 款，总开服数超过 1 万服，总注册用户超 8500 万。公司游戏产品《永恒纪元》与《六龙御天》在海外表现优异，获得口碑与收益双丰收。

在由国家新闻出版广电总局数字出版司指导，中国音像与数字出版协会主办，中国音数协游戏工委承办的 2017 中国“游戏十强”盛典中，三七互娱获评“2017 年度中国十大海外拓展游戏企业”；37 手游获评“2017 年度中国十大移动游戏运营商”及“2017 年度中国十大移动游戏运营平台”；《大天使之剑》与《传奇霸业》获评“2017 年度十大最受欢迎网页游戏”；《寻秦记》与《金装传奇》获评“2018 年度十大最期待网页游戏”；《永恒纪元》获评“2017 年度十大最受海外欢迎游戏”；共计 8 个奖项。

三七互娱以游戏业务为核心，开展泛娱乐产业相关布局，在积极储备优质游戏、影视、音乐与动漫 IP 的基础上，扩充优质内容的造血能力。目前公司拥有的 IP 包括《奇迹 MU》、《传奇》、《天堂 2》、《楚乔传》、《择天记》、《琅琊榜》、《武神赵子龙》、《航海王》等多部知名优秀 IP。此外公司还通过战略合作和外延式投资等方式整合大量动漫、影视、音乐、VR 内容资源，初步

构建了泛娱乐生态布局的雏形。

图 22: 三七互娱产业布局



资料来源: 公司公告, 中原证券

### 3.2. 公司核心管理团队具有丰富的游戏研发与互联网运营经验

公司管理团队拥有丰富的游戏研发与游戏运营推广经验及团队管理能力, 法定代表人李卫伟在创办三七互娱前曾供职于新浪, 担任无线产品中心总监等职位; 集团高级副总裁徐志高和罗旭也都拥有十余年互联网从业经验; 火山湖研发团队总经理王自强和极光网络 CEO 胡宇航都是业内资深的游戏研发专家。

表 3: 三七互娱管理团队

姓名	职位	简介
李逸飞 (即李卫红)	总裁、创始人	中国互联网协会理事, 中国文化产业行业协会游戏分会副会长; 毕业于四川大学管理系, 并获得长江商学院 EMBA 学位; 在创办三七互娱之前, 曾于 2003 年-2009 年间供职于新浪网, 担任新浪无线产品中心总监等职位
曾开天	联合创始人	毕业于兰州大学并获得中欧商学院 EMBA 学位; 于 2000 年-2001 年担任上海李奥贝纳广告有限公司广州分公司媒介总监, 于 2001 年-2009 年担任广东鸿联九五信息产业有限公司广州分公司副总经理。
胡宇航	极光网络 CEO	毕业于兰州大学, 并获得长江商学院 EMBA 学位; 自 2013 年起担任三七互娱极光网络 CEO, 目前负责三七互娱的研发工作; 致力于网页及移动游戏研发, 是业内资深的游戏产品研发专家, 具有丰富的游戏研发经验和项目管理经验
杨军	集团高级副总裁	中国注册会计师协会注册会计师、执业会员; 在加盟三七互娱之前, 曾任职于德勤会计师事务所, 担任事务所审计部审计经理, 有丰富的大型团队和项目管理经验; 熟悉国际(香港)会计准则和中国新会计准则、大陆地区税务规划。
罗旭	集团高级副总裁	自 2012 年起担任三七互娱集团高级副总裁, 全面负责三七互娱网页游戏的运营与发行, 包括自运营平台 37 游戏、页游外放联运、腾讯页游合作、战略合作平台等业务; 拥有十多年互联网从业经验。
徐志高	集团高级副总裁	自 2013 年起担任 37 手游总裁; 拥有十余年的互联网从业经验, 曾先后在新浪和 A8 音乐两家上市企业担任要职; 并成功创办广州互达、广州迅谊等多家互联网企业; 在移动游戏发行领域有着独到的见解和丰富的经验, 是业内资深的运营专家。

朱怀敏	集团副总裁	自 2012 年起担任三七互娱技术中心总经理；曾在新浪网任职技术专家多年；在互联网系统构架、数据中心运维管理、攻击与系统安全、研发人员管理等方面有丰富的经验和实践，是一位经验与技术兼备的资深技术专家。
黄小娴	集团副总裁	自 2012 年起担任三七互娱集团副总裁，全面负责三七互娱国内以及海外商务战略布局，带领三七互娱进一步拓展了公司在海外的投放市场与商务平台；在加盟三七互娱之前，曾在酷狗公司负责商务工作。
王自强	广州火山湖信息技术有限公司总经理	自 2013 年起担任广州火山湖信息技术有限公司总经理，全面负责三七互娱移动游戏产品的研发工作；作为行业资深研发专家，拥有丰富的团队管理和产品研发经验。

资料来源：公司官网，中原证券

### 3.3. 公司游戏分项业务

#### 3.3.1. 网页游戏：页游行业龙头，研发业内第一，运营业内第二

公司深耕页游业务多年，在 2016 年运营的网页游戏中涵盖 RPG、ARPG、SLG、SIM、PUZ 等多种游戏类型，涉及神话、武侠、三国、水浒、航海冒险等不同题材。目前 37 游戏平台共拥有超 6 亿注册用户，根据《2016 中国游戏产业报告》统计，2016 年公司作为网页游戏运营平台市场份额为 13.5%，运营产品总数超过 350 款，行业地位仅次于腾讯；2016 年第一季度公司作为网页游戏研发商的市场份额为 9.4%，占据网页游戏研发商第一的位置。

根据 9K9K 数据显示（统计均不包含腾讯），2016 年公司旗下页游平台 37 游戏不论开服数量还是年流水额均占据行业第一的位置，从研发商的开发情况的角度看，三七互娱同样占据研发商开服数量和年流水额第一的位置。

图 23：2016 年开服前十平台收入监测

运营平台	开服数量	流水（亿）	开服前三游戏
37游戏	26825	23.0+	传奇霸业   大天使之剑   武神赵子龙
360游戏	23269	8.0+	大天使之剑   盗墓笔记   九阴绝学
顺网游戏	18025	3.5+	九阴绝学   传奇霸业   武神赵子龙
搜狗游戏	16004	3.5+	传奇盛世   传奇霸业   铁血皇城
XY游戏	14202	6.0+	烈焰   传奇盛世   蓝月传奇
YY游戏	13999	6.0+	剑雨江湖   传奇霸业   大天使之剑
4399	12966	8.0+	七杀   战天   热血三国3
9377	12875	6.0+	雷霆之怒   赤月传说2   赤月传说
2144	12460	2.0+	传奇霸业   传奇盛世   蓝月传奇
飞火游戏	11779	1.2+	蓝月传奇   九阴绝学   魔法王座

资料来源：9K9K，中原证券

图 24：2016 年开服前十研发收入监测

研发名称	开服数量	流水 (亿)	开服前三游戏
上海三七互娱	48572	25.0+	传奇霸业   大天使之剑   决战武林
广州创思	20824	12.0+	烈焰   雷霆之怒   赤月传说2
浙江盛和	15874	6.5+	蓝月传奇   原始传奇
智远时空	15523	7.0+	九阴绝学
无锡七酷	14811	8.5+	传奇盛世   我欲封天   热血战纪
上海游族	13011	5.0+	盗墓笔记   女神联盟II   大皇帝
青果灵动	11822	7.0+	魔法王座   大战神   黑暗之光
广州酷游	10636	4.0+	青云志   蜀山战纪   通天西游
广州创娱	9826	3.5+	剑雨江湖   少年群侠传
上海我要	7581	2.0+	铁血皇城   秀丽江山   决战海贼王

资料来源：9K9K，中原证券

公司在国内网页游戏运营领域持续保持领先地位，截止至 2017 上半年，公司累计开服数超过 13000 组，在国内网页游戏运营平台仅次于腾讯，维持行业第二。《传奇霸业》、《大天使之剑》连续两年稳居开服榜前五位置，《传奇霸业》更是连续蝉联榜首，这两款网页游戏均是 2014 年推出，经过近三年的运营仍然表现出强劲的生命力，2015 与 2016 年仍能保持稳定较高的流水，维持页游流水榜前五的位置；突显了公司在运营长线精品游戏的能力。除了现有运营的网页游戏之外，公司仍然积极研发包括《天堂 2 页游》、《奇迹 MU 页游》、《页游项目 X》、《页游项目 A》在内的全新精品页游。

图 25：2017Q1-Q2 游戏运营平台开服排行



资料来源：9K9K，中原证券

目前公司主要页游产品包括：《传奇霸业》、《大天使之剑》、《永恒纪元》、《武神赵子龙》、《少年群侠传》等；以《传奇霸业》、《大天使之剑》为代表的爆款页游产品均有不俗的市场表现。

《传奇霸业》是三七互娱旗下极光网络自主研发并获得盛大正版授权的 ARPG 网页游戏，自 2014 年底公测以来便一直好评连连，在 2015 与 2016 年开服数与收入均排名第一。上线首季流水突破 2.5 亿，单日最高收入近 2000 万元，最高单季流水为 4.8 亿（2015 年第四季度），2017

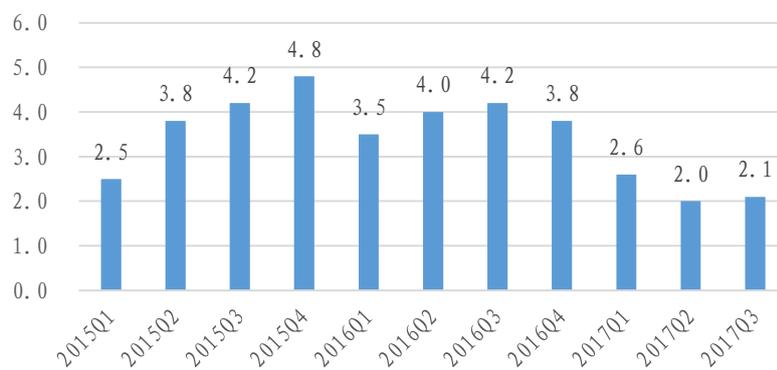
年第三季度仍能保持 2.1 亿元的高流水；截止至 2017 年 12 月 29 日，《传奇霸业》开服总数为 54485 组。

表 4: 2015-2016 年《传奇霸业》开服数及流水排名

时间	开服数	流水	排名
2015 年	22463	15.0+亿	1
2016 年	18587	12.0+亿	1

资料来源: 9K9K, 中原证券

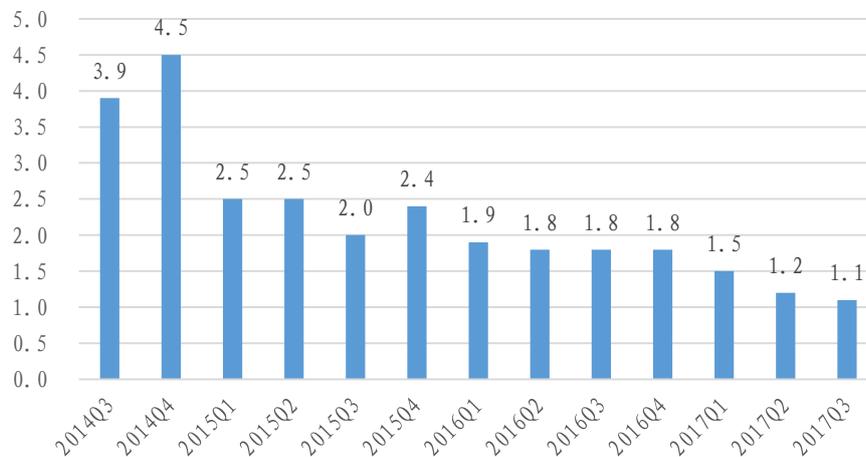
图 26: 《传奇霸业》季度流水概况



资料来源: 9K9K, 中原证券

《大天使之剑》是三七互娱旗下极光工作室自研的一款由端游《奇迹 MU》改编的魔幻 ARPG 页游，并获得韩国 Webzen 公司和上海壮游的正版 IP 授权。游戏于 2014 年 6 月上线，上线首月流水即高达 6000 万元，之后流水呈稳步上升趋势。2014-2016 年《大天使之剑》开服数量与流水分别位列页游第 2、第 3 和第 5 名，开服数分别是 11847 服、12937 服和 10316 服，年度流水分别是 9.0+亿元、10.0+亿元和 7.0+亿元。

图 27: 《大天使之剑》季度流水概况



资料来源: 9K9K, 中原证券

表 5: 2014-2016 年《大天使之剑》开服数及流水排名

时间	开服数	流水	排名
2014 年	11847	9.0+亿	2
2015 年	12937	10.0+亿	3
2016 年	10316	7.0+亿	5

资料来源: 9K9K, 中原证券

《永恒纪元》页游是由极光网络自主研发的西方魔幻题材 MMORPG 游戏, 于 2017 年 11 月 20 日上线, 截止至 2017 年 12 月 18 日期间游戏开服数排行第 8。游戏采用第三人称 45 度角即时战斗方式, 画面使用 3D 高模渲染 2D 输出图片的方式, 华丽的技能画面和优良的操作手感能够让玩家更真实地体验游戏。

表 6: 2017.11.20-2017.12.18 页游开服排行 TOP10

排名	游戏名称	开服数量
1	传奇世界	1266
2	蓝月传奇	1258
3	传奇霸业	847
4	金装传奇	729
5	龙神契约	694
6	魔域永恒	692
7	传奇盛世	647
8	永恒纪元	606
9	射雕英雄传	583
10	攻沙	582

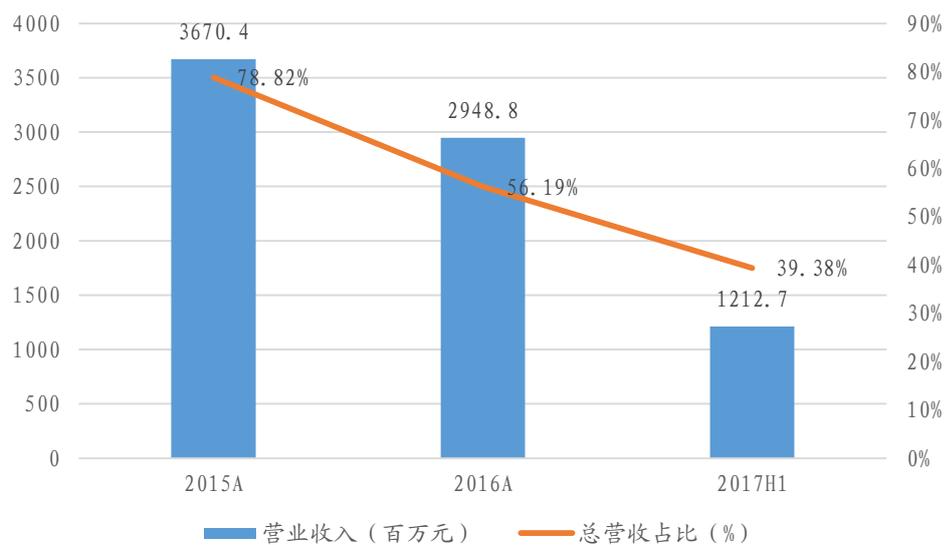
资料来源: 9K9K, 中原证券

《武神赵子龙》是由上海极光研发, 37 游戏独家代理的一款三国题材角色扮演类页游, 游戏根据同名古装电视剧改编, 由三七互娱和芒果互娱共同合作开发, 自 2016 年 4 月上线以来, 上线首月收入达 5000 万元, 5 月单月流水破亿, 2016 年流水破 5 亿元, 用户最高在线突破 50 万人。

《少年群侠传》是由创娱科技研发, 37 游戏独家代理的一款 Q 版少年武侠 ARPG 页游, 游戏于 2016 年 12 月上线公测, 由人气偶像杨洋代言, 融合历史、人文、侠义、武学等诸多元素。自游戏上线至今, 凭借精良的制作品质、营销推广策略和 Q 版萌系风格的画面, 累积了大量的人气, 女性玩家占比高达 30%

根据公司公告显示, 三七互娱在 2015 至 2017 上半年实现网页游戏收入分别为 36.70 亿元、29.49 亿元和 12.12 亿元; 营收占比分别为 78.82%、56.19%和 39.38%。

图 28: 2015-2017 上半年网页游戏业务营业收入与总营收占比



资料来源: 公司公告, 中原证券

公司在网页游戏领域深耕多年并取得了较好的口碑和市场地位, 为旗下的网页游戏平台 and 自研页游产品带来了较多的玩家流量, 降低公司获取玩家用户的成本。虽然 2016 年和 2017 上半年公司网页游戏收入出现回落, 但公司正在采取积极的应对措施, 利用公司充足的页游储备和 IP 资源, 充分发挥行业领先优势, 通过自研或代理的形式不断推出全新页游产品, 公司有望在 2018 年推出《奇迹 MU》、《天堂 2》及《大天使之剑 2》等重磅页游作品, 进一步提高公司在网页游戏市场的份额, 提升经营业绩。

表 7: 三七互娱待上线页游产品

游戏产品	模式	预计上线时间	游戏类型	IP 来源
《天堂 2》	自研	2018 年 1-2 月	MMORPG	《天堂》端游
《奇迹 MU》	自研	2018 年	MMORPG	《奇迹》端游
《大天使之剑 2》	自研	2018 年	ARPG	同名页游 IP
《狂仙》	自研	待定	ARPG	网文 IP
《屠龙荣耀》	自研	待定	ARPG	
《择天记》	独代	2018 年 1 月	ARPG	网文 IP
《航海王》	独代	2018 年	MMORPG	动漫 IP
《楚乔传》	独代	2018 年	ARPG	影视剧 IP
《大秦荣耀》	代理	2018 年	ARPG	网文 IP
《太极崛起》	代理	2018 年	ARPG	
《鹿鼎记》	代理	2018 年	MMORPG	文学 IP

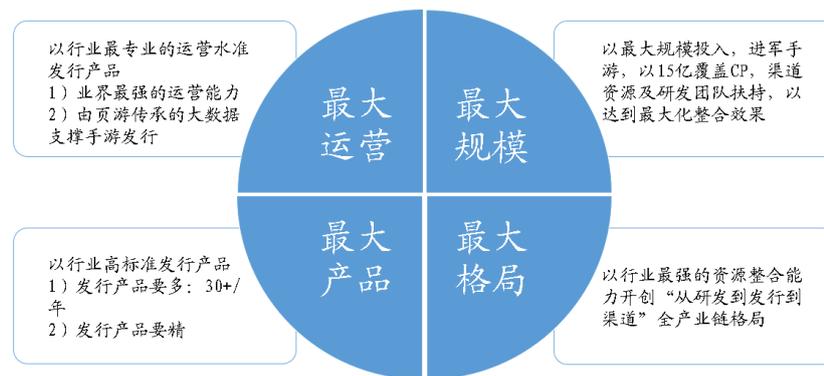
资料来源: 公司公告, 中原证券

### 3.3.2. 手游业务: “产品+流量”页游模式带入手游, 手游业务规模有望进一步增长

2013 年, 国内游戏市场格局发生重大变化, 移动游戏市场规模开始快速增长, 公司也顺应

市场发展变化开始进军移动游戏领域，推出了负责发行移动游戏的 37 手游平台。2014 年 3 月，37 手游宣布推出 MAX4 计划，提出“大格局+大运营+大规模+大产品”战略布局，强势布局移动游戏业务。37 手游平台运营初期以代理发行为主，截止至 2016 年底，37 手游平台发行游戏超过 700 款；截止至 2017 上半年，最高 MAU（月活跃用户）超过 1000 万人，手游发行业务市占率 5.1%。

图 29：37 手游 MAX4 战略



资料来源：腾讯网，中原证券

公司利用在页游领域积累的丰富经验和行业领先地位，将“产品+流量”的模式带入手游业务，强调在保证产品品质的基础上进行买量推广，避免“重流量轻产品”的经营误区。

公司在“产品+流量”的运营模式下主要有以下几个特点：

1) 以产品质量作为基础。产品端公司强调产品是发行的基础，没有优质的产品，发行是不稳健的。品质过硬的游戏产品才能吸引用户流量，因此公司整体倾向于打造长线运营的重度化精品手游，为刺激用户留存与充值，需要对游戏玩法进行定期更新，开启游戏活动以及推出促销活动等，使用户流量变现需求得到满足

2) 优质媒体资源丰富。作为深耕网页游戏领域多年的龙头企业，公司在获取行业资源方面具有较大优势，获得了各大主要应用商店的资源倾斜。公司在游戏产品的推广投放上以量取胜，在手游主流媒体平台上投放量位居前三，目前三七互娱每年在推广方面投入超过 10 亿元人民币。大量的投入提升了面对流量渠道时的议价能力，在同等价格下能够获得更多、更优质的渠道资源。

目前主要手游产品包括《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》、等；其中《永恒纪元》在海外地区取得了十分优秀的成绩，在多个地区手机游戏畅销榜中位列前茅。

《永恒纪元》是三七互娱旗下极光网络研发、37 手游独家发行的 ARPG 手游，于 2016 年 7 月正式上线，一经推出就大获成功，截止至 2017 年 6 月 30 日，《永恒纪元》首月流水 9000 万元，最高日流水达 7000 万元，国内最高月流水 2.8 亿元，海外地区最高月流水 7000 万元，全球最高月流水 3.5 亿元，全球累计总流水超过 31.5 亿元。2017 年 1 月-7 月期间在苹果 App Store

游戏畅销榜也长期位列前 20 名，并多次跻身第 3、第 4 名。

《永恒纪元》是公司施行“产品+流量”经营模式的典型案例。自《永恒纪元》正式上线后，公司始终关注游戏用户的转化率。在推广阶段，《永恒纪元》在多个安卓应用平台排名靠前并获取广告位。在游戏设计上力保用户进入游戏后能够留存。当玩家游戏增量进入稳定阶段时通过定期更新游戏副本，增加促销活动，开启新玩法等方式刺激新玩家加入以及流失用户回归，

图 30：2017 年 1 月-12 月《永恒纪元》APP Store 排名



资料来源：ASO100，中原证券

《大天使之剑 H5》是获得韩国 Webzen 公司正版授权，由极光网络开发，37 手游和指上缤纷共同发行的 ARPG 类手游，也是三七互娱首个自研 H5 游戏。游戏于 2017 年 9 月 29 日上线，上线 24 天流水过亿，首月流水达 1.6 亿元，大幅刷新 H5 游戏月流水记录，ARPU 超过 100 元；在 App Store 游戏畅销榜中长期位于排名前 20。《大天使之剑 H5》再次证明了公司“页转手”的成功和对于 ARPG 类游戏不俗的研发与运营能力。

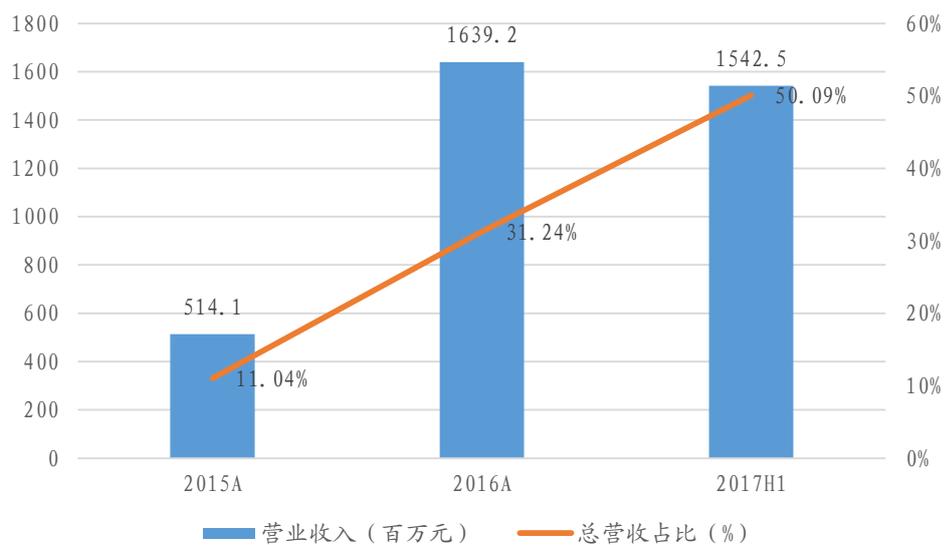
图 31：《大天使之剑 H5》App Store 畅销游戏榜排名



资料来源：ASO100，中原证券

根据公司公告显示，三七互娱在 2015 至 2017 上半年实现移动游戏收入分别为 5.14 亿元、16.39 亿元和 15.42 亿元；营收占比分别为 11.04%、31.24%和 50.09%。手游业务营收与占比的提升是由行业红利驱动和公司在移动游戏业务研发与运营上实现较大突破所致。

图 32: 2015-2017 上半年移动游戏业务营业收入与总营收占比



资料来源: 公司公告, 中原证券

公司未来的手游产品仍将围绕“页游化”的道路开展并将继续延续“产品+流量”的经营模式,以 ARPG 和 MMORPG 类为主,SLG 类为辅。2017 年是三七互娱移动游戏业务快速增长的元年,移动游戏业务营收与毛利率均有较大幅度的提升。2018 年公司推出更多的自研或代理移动游戏,有望推动移动游戏业务规模进一步增长。

表 8: 三七互娱待上线手游产品

游戏产品	模式	预计上线时间	游戏类型	IP 来源
《传奇霸业》	自研	2017 年 12 月	ARPG	《传奇霸业》页游
《武易》	自研	2018 年 1-2 月	ARPG	《武易》页游
《凡人诛仙诀》	自研	2018Q1	MMORPG	网文 IP
《择天记》	自研	2018Q1	MMORPG	网文 IP
《传奇世界 H5》	自研	2018Q2	MMORPG	
《奇迹》	自研	2018 年	MMORPG	《奇迹 MU》端游
《精灵契约》	自研	待定		
《星河纷争》	自研	待定		
《真龙传奇》	独代	待定		
《风之剑舞》	独代	待定	MMORPG	
《诸神黄昏》	独代	待定	MMO	
《盗墓 X》	独代	待定		
《剑与魔法 2》	独代	待定		
《铁骑冲锋》	独代	待定	SLG	页游 IP
《剑雨江湖》	独代	待定	ARPG	电影 IP

资料来源: 公司公告, 中原证券

### 3.3.3. 海外业务：“发行游戏+投资入股”，多渠道发力拓展海外市场

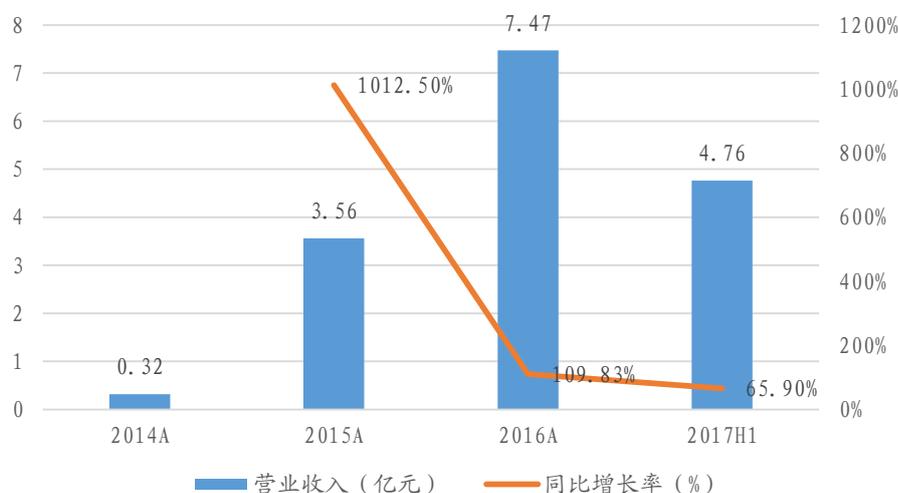
公司自 2012 年开始拓展海外市场，在海外市场的拓展过程中，秉承着“先近后远，先网页后移动”的策略。“先近后远”是指文化上的接近，通过对文化相近的东南亚市场的开拓，积累游戏本土化能力与海外推广能力，进而辐射到全球游戏市场。目前三七互娱在海外的品牌包括韩国市场的 PUPUGAME 平台、泰国的 GMTHAI 平台、东南亚 Ujoy 平台和以 37.com 为统一域名的 37GAMES 国际平台，截止至 2017 上半年，共覆盖 140 多个国家，月流水超过 1 亿，运营产品总数近 250 款，总开服数超过 1 万服，总注册用户超过 8500 万，是全球覆盖面最广的游戏平台之一。

此外，三七互娱还遵循“先网页后移动”的策略，在海外网页游戏市场发行取得优势后，利用积累的经验、海外资源以及本土化能力发行移动游戏，丰富海外市场产品结构，增加海外市场收入，进一步提升 37GAMES 国际影响力和覆盖范围。公司在 2015 与 2016 年先后成功发行《创世破晓》（《永恒纪元》繁体版本）、《六龙御天》、《仙剑奇侠传》、《拳皇 97》等多款精品游戏。《六龙御天》上线 20 天便占据马来西亚 IOS 畅销榜榜首位置长达 3 个月，4 月更是在马来西亚取得 IOS 和 Google Play 双榜第一的成绩。《创世破晓》登录台湾地区后不久便稳居 Google Play 畅销榜 TOP3 位置，同时登顶 IOS 畅销榜。

除了以发行游戏的方式拓展海外市场之外，三七互娱还通过投资入股的方式与境外公司合作开拓海外市场。例如：三七互娱持有韩国无极娱乐 54.99% 的股份并通过无极娱乐间接参股韩国 EST soft 公司；与东方星晖基金联合收购日本知名游戏公司 SNK Playmore 81.25% 的股权并将《拳皇》、《侍魂》、《合金弹头》等海外知名 IP 引入中国定制游戏、动漫等题材。

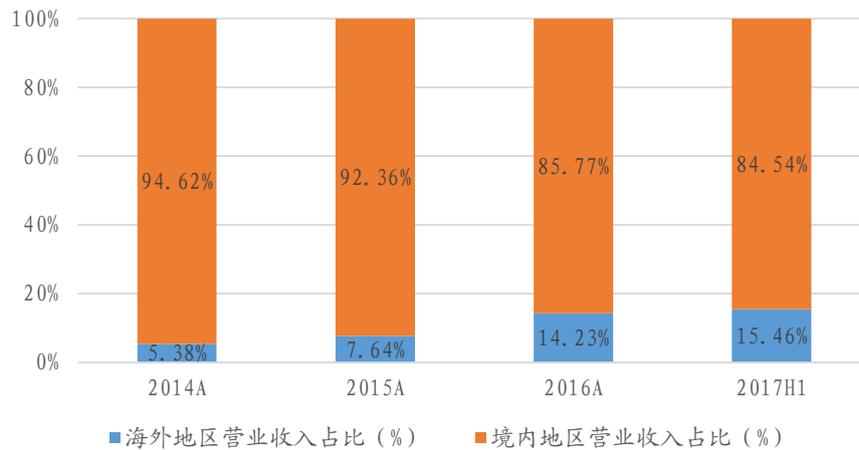
三七互娱 2014-2017H1 海外业务营收分别为 0.32 亿元、3.56 亿元、7.47 亿元和 4.75 亿元，2015-2017 上半年海外业务营收同比增长率分别为 1012.50%，109.83% 和 65.90%；海外市场营收占比也在不断提升，按地区分类营收占比分别为 5.38%，7.64%，14.23% 和 15.46%。

图 33：2014-2017 上半年三七互娱海外业务营收与同比增长率



资料来源：公司公告，中原证券

图 34: 三七互娱分地区业务收入占比情况



资料来源: AS0100, 中原证券

### 3.4. 储备优质 IP, 布局泛娱乐全产业链

除了游戏业务和汽车零配件业务之外, 三七互娱还保持着对于“泛娱乐”产业的探索, 持续挖掘储存海内外各类优质 IP 资源以打造精品游戏, 提高精品游戏输出能力。为获取优质 IP, 公司与芒果传媒、奥飞动漫以及星皓影业等多家公司达成战略合作关系, 后续将围绕 IP 展开更多合作。同时公司还寻求通过投资并购的方式, 基于 IP 战略打造泛娱乐生态, 满足用户不同的娱乐需求。

公司目前储备的精品 IP 包括游戏 IP、影视 IP、文学 IP 与动漫 IP。

表 9: 三七互娱 IP 储备

IP 类型	具体 IP
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
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
文学 IP	《寻秦记》、《傲世九重天》、《天启之门》、《狂仙》、《雪鹰领主》等
动漫 IP	《航海王》等

资料来源: 公司公告, 中原证券

在游戏领域, 三七互娱先后投资米修斯(手游研发、发行与运营)、益玩网络(“页游+手游”研发)、上海极光(页游研发)、傲庭网络(“页游+手游+H5”研发)、萌宫坊(手游研发)、圣耀互动(手游发行)、爪游互动(手游研发与代理)、喆文化(游戏 IP)、墨鹍数码科技(“页游+手游”研发)、龙掌网络(游戏研发)、龙掌动漫(游戏研发)、战龙互娱(游戏研发)与心动网络(“页游+手游”研发)等多家游戏业务相关公司。

国外方面：三七互娱先后投资韩国网游研发与运营企业 EST soft 及日本知名游戏制作开发和销售公司 SNK Playmore Corporation。从资本层面加强全球化平台布局，贯彻“平台化、全球化、泛娱乐化”。

公司还与韩国 Webzen、盛大游戏、星皓娱乐等正版授权厂商建立了合作关系，获取了《奇迹 MU》、《传奇》、《三打白骨精》等优质 IP 资源。

在影视与音乐领域，自 2015 年起，公司先后与星皓影业、芒果传媒等合作伙伴达成良好合作并签署战略合作协议；并且先后投资上海风华秋实、宸铭传媒及新线索影视加码泛娱乐。目前三七互娱已投资的电影有《破·局》《捉迷藏》《嫌疑人 X 的献身》《逆时营救》等。未来，三七互娱将逐步推出更多的影视及音乐作品，使得公司基于游戏主业在泛娱乐产业上华丽升级。

动漫领域方面，2015 年起，三七互娱先后投资了包括武汉艺画开天公司、上海绝厉文化传媒有限公司在内的多家国内动漫制作团队，前者制作的精品国漫《疯味英雄》在网络上播出后获得一致好评，而后者制作“拳皇”系列首部大型 3D 热血格斗动画季播剧《拳皇命运》，已于 2017 年 8 月上映。

VR 领域方面，2016 年起，三七互娱先后成功投资拥有全球领先技术的加拿大 VR 内容研发及发行商 Archiact，以及国内顶尖虚拟现实内容开发及运营公司天舍文化传媒，正式进军海外、国内 VR 市场，公司在 VR 游戏端的生态布局初现雏形。

直播领域方面，三七互娱也通过投资听听网络，着手布局互动视频直播和游戏直播等领域。37 直播采用游戏直播与传统秀场相结合的模式，融入时下火热的娱乐元素，更贴近 95、00 后的消费习惯，致力于打造三七互娱自己的泛娱乐生态链。

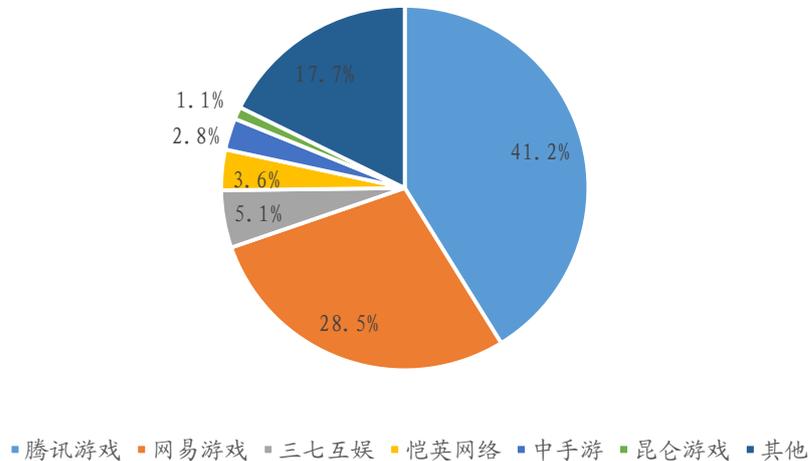
### 3.5. 小结

公司在游戏运营与发行业务之外大力投入游戏研发业务，目前拥有一支同时具备丰富游戏研发经验与互联网运营经验的核心管理团队，通过建立研发工作室与收购游戏研发公司的方式提升公司研发水平，形成“研运一体”和“研运并重”的战略格局；多款精品自研游戏产品确保了公司在页游领域的龙头领先地位并大幅提升公司移动游戏业务方面的收入。此外公司采用“发行游戏+投资入股”的多渠道方式拓展海外市场，在海外游戏市场领域积累了丰富的本土化经验，为未来“手游出海”战略打下坚实基础的同时还积极投资海外游戏公司，将海外知名 IP 引入中国定制游戏、动漫等题材。除游戏和汽车零部件业务之外，公司还对泛娱乐产业进行积极探索，持续挖掘储存海内外优质 IP，基于 IP 战略打造泛娱乐生态，满足不同用户的娱乐需求。

在主营业务上，三七互娱继续保持在网页游戏领域的地位，在网页游戏的研发和运营上均处于一线领先地位；公司占据页游平台排行榜与页游平台研发榜双榜榜首位置，旗下代表页游《传奇霸业》、《大天使之剑》、《武神赵子龙》稳居页游开服排行榜 TOP10 位置，公司 2017 上半年累计开服超过 13000 组，仅次于腾讯，维持行业第二的位置。在手机游戏方面，公司借助其

在网页游戏领域的发行和运营经验，也进入到国内移动游戏发行和运营的一线行列中。根据艾媒咨询统计，2017上半年公司占据5.1%的国内手机游戏发行市场份额，仅次于腾讯和网易；自研手游《永恒纪元》单月流水超过3.5亿元。

图 35：2017 上半年国内手机游戏发行市场份额

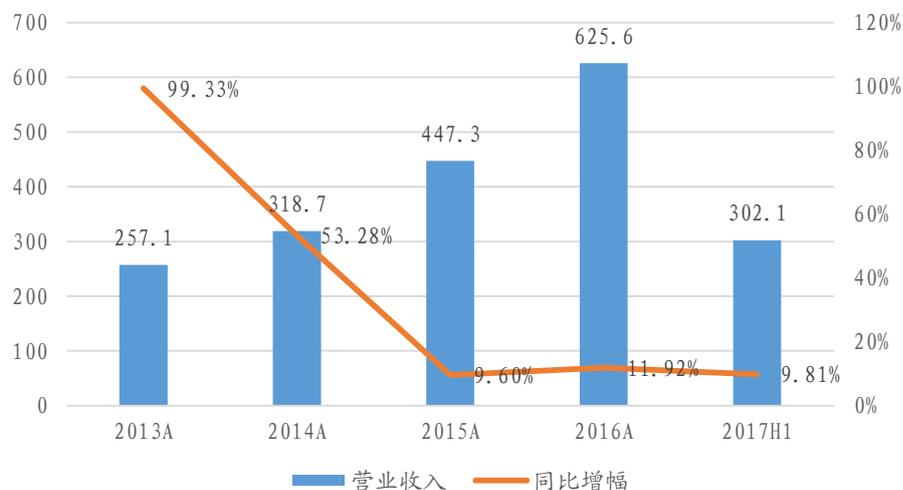


资料来源：艾媒咨询，中原证券

#### 4. 汽车零部件业务：公司燃油箱业务短期难受新能源汽车冲击

公司汽车配件业务主要包括塑料燃油箱类和注塑内饰件类产品为主。2013年公司汽车零部件业务营业收入为257.1亿元，占公司总营收99.33%；公司于2014年11月30日收购三七互娱60%股权并将三七互娱12月单月财务数据纳入合并范围，导致汽车零部件业务收入占比大幅下降至53.28%；2015年公司收购三七互娱剩余40%股权并将三七互娱全年收入纳入合并报表范围导致汽车零部件业务收入占比进一步被压缩。2015-2017年公司汽车配件业务占比稳定在约9.5%-12%之间。

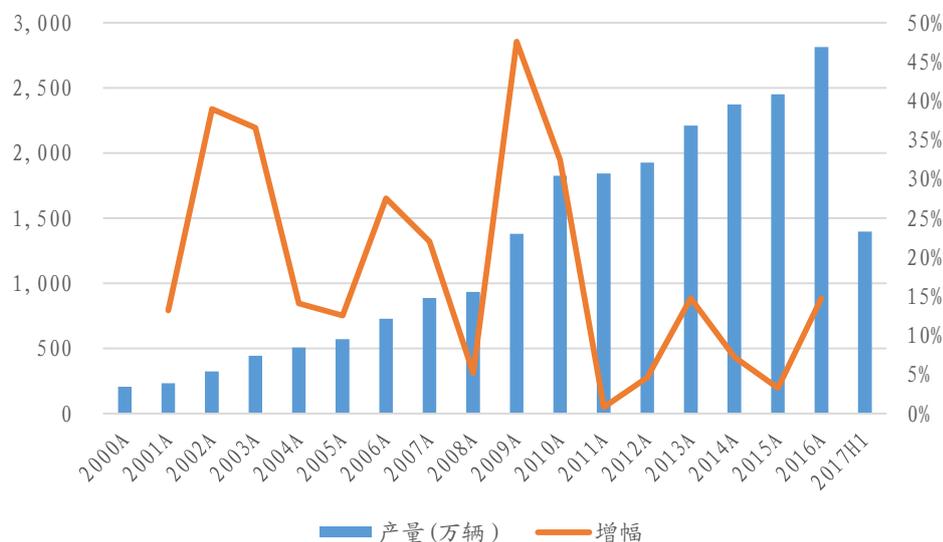
图 36：2013-2017 上半年汽车零部件业务营业收入与总营收占比



资料来源：公司公告，中原证券

根据《中国汽车工业年鉴》统计，2000-2016 年间我国汽车产量增幅变动较大，存在一定的周期性特征，2016 年汽车产量约为 2812 万台，同比增长 14.76%，根据 2017 上半年的汽车产量数据预测 2017 年全年汽车产量增幅将会处于较低状态。公司塑料燃油箱业务主要集中在汽车增量市场，受汽车年产量影响较大，因此预计公司 2017 年塑料燃油箱业务增幅有限。

图 37：2000-2017 上半年国内汽车年产量与增幅



资料来源：Wind，中原证券

随着国内汽车工业的发展，目前国内汽车零部件企业在人力成本、产业链整合等多个环节具有较大的国际竞争优势，随着技术的逐渐进步和成熟，国内汽车零部件产品有望走向全球，相应的市场空间广阔，未来仍具备一定的增长潜力。尽管未来汽车能源的发展方向是新能源，但是目前新能源汽车销量占比较低，传统能源汽车仍是销量主体，因此新能源汽车的发展短期内对公司塑料燃油箱业务的影响有限。

## 5. 公司经营分析

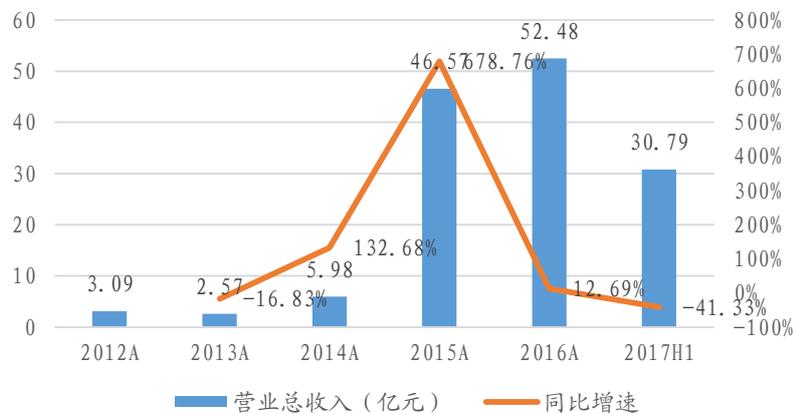
### 5.1. 经营概况：净利润保持高增长，手游业务将成为驱动核心

公司主要从事互动娱乐业务以及汽车塑料燃油箱制造、销售业务，其中互动娱乐业务以手机游戏和网页游戏的研发、发行和运营为主，同时布局影视、动漫、音乐、VR 及直播等泛娱乐业务。目前公司主要收入来源是网页游戏和手机游戏业务，根据公司 2017 上半年定期公告显示，公司网络游戏业务收入 27.77 亿元，占营业总收入 90.19%；汽车零配件业务收入 3.02 亿元，占营业总收入 9.81%。

公司营收和利润在 2014 年由汽车配件业务转型进入游戏行业后实现大幅增长，2015 年总营收为 46.57 亿元，同比增长 678.76%，归母净利润 5.06 亿元，同比增长 1231.58%；2016 年公司实现总营收 52.48 亿元，同比增长 12.69%，归母净利润 10.7 亿元，同比增长 111.46%；2017 上半年总营收 30.79 亿元，同比增加 26.8%，归母净利润 8.51 亿元，同比增加 75.01%。归母净

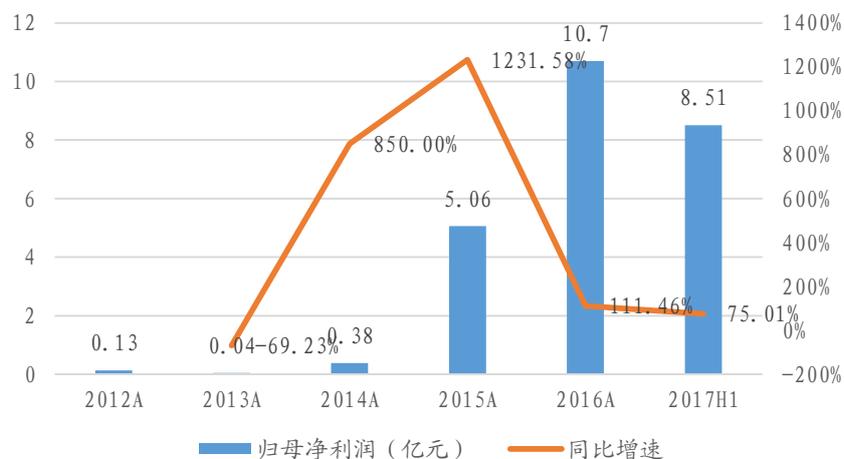
利润的大幅度增长主要是由于公司游戏研发能力和手机游戏业务有较大突破，旗下自研游戏产品提升了公司移动游戏业务的盈利能力。

图 38：2012-2017 上半年公司营收及同比增速



资料来源：公司公告，中原证券

图 39：2012-2017 上半年公司归母净利润及同比增速

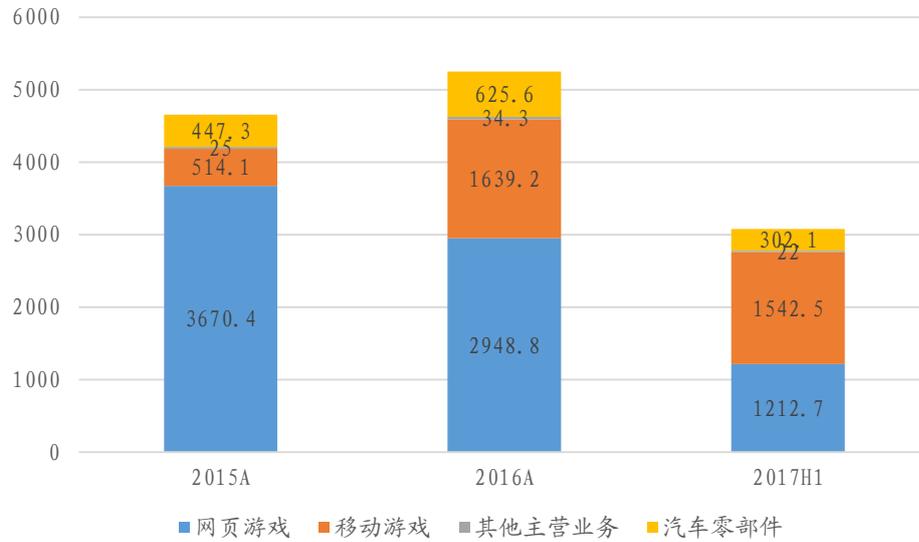


资料来源：公司公告，中原证券

从公司分项业务营收情况来看，页游业务曾是公司主要收入来源，但近两年营收占比快速下降，从 2015 年的 78.82% 降至 2017 上半年的 39.38%；手游业务营收占比从 2015 年的 11.01% 增至 2017 上半年的 50.09%，成为公司新的增长点。主要原因是由于用户使用习惯从个人电脑转向移动终端，加上移动游戏市场快速发展，网页游戏市场规模缩减，部分网页游戏研发公司与排行第二的网页游戏运营平台，公司此部分业务受到影响较大，网页游戏业务市场收入和用户规模均呈现下降趋势，2016 年页游营收同比下降 19.66%；同样受移动游戏市场发展影响以及爆款移动游戏产品《永恒纪元》的上线，公司移动游戏业务收入占比大幅度提升并维持高增长态势，2016 年手游业务营收同比大幅提升 218.87%。预计随着移动游戏的进一步发展和网页游

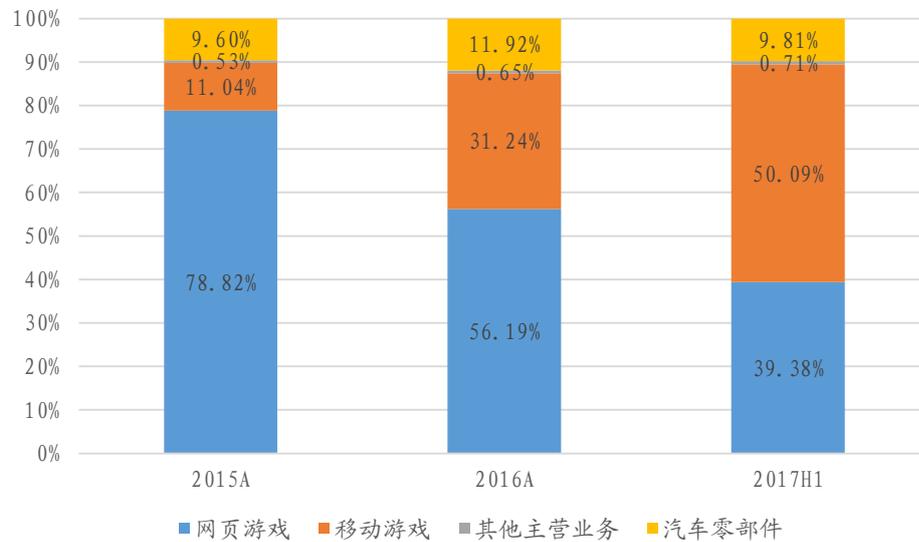
戏市场规模的收缩，移动游戏将成为驱动公司未来成长的核心业务。

图 40：2015-2017 上半年分业务营收情况（百万元）



资料来源：Wind，中原证券

图 41：2015-2017 上半年业务营收占比 (%)

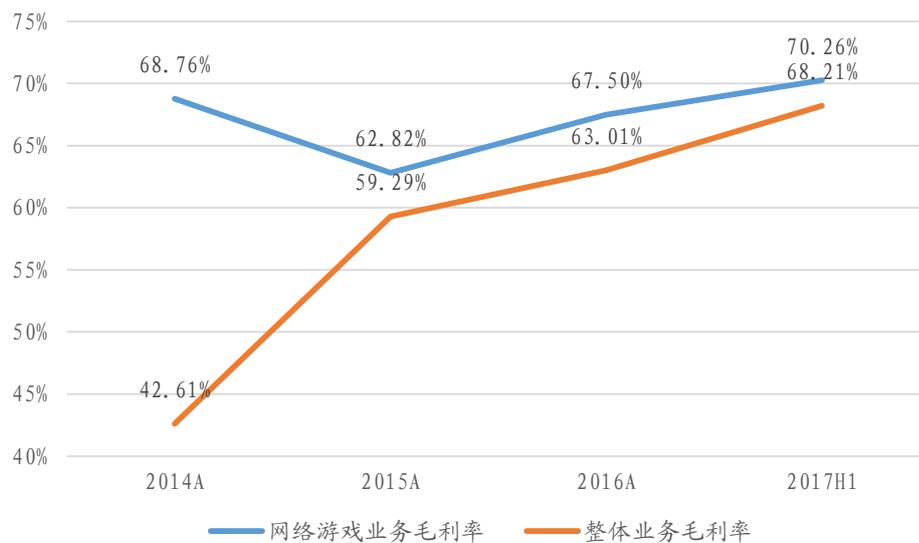


资料来源：Wind，中原证券

## 5.2. 盈利能力：网络游戏业务毛利率带动整体毛利率提升

毛利率方面，公司自 2014 年转型以来公司总体毛利率持续提升，从 2014 年的 42.61% 提升至 2017 上半年的 68.21%。网络游戏业务毛利率自 2015 年以后也持续稳定提升，由 2015 年的 62.82% 提升至 2017 上半年的 70.26%。

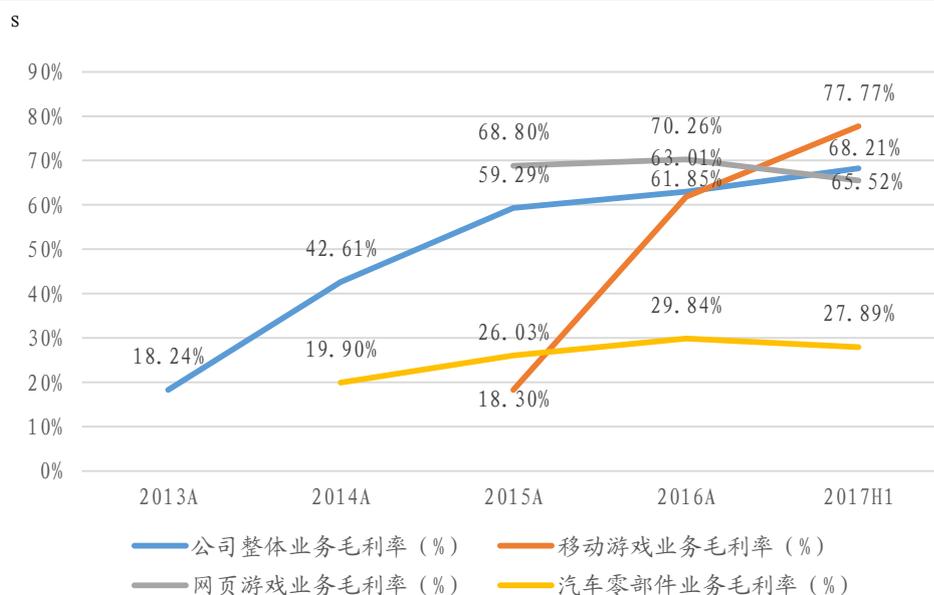
图 42：2014-2017 上半年公司整体业务毛利率与网络游戏业务毛利率



资料来源：Wind，中原证券

从各单项业务来看，手游业务毛利率从 2015 年的 18.3% 提升至 2017 上半年的 77.77%，主要原因是此前公司移动游戏业务主要以发行为主，此后随着公司研发投入的加大和移动游戏市场的快速发展以及公司爆款手游《永恒纪元》在 2016 下半年的上线，大幅度提升了公司手游业务毛利率；网页游戏业务受市场整体下滑影响，新页游产品推出较少，老产品用户自然流失，因此，网页游戏毛利率出现下降趋势；而只占据少量份额的汽车零部件业务毛利率则一直处于较低状态。

图 43：2013-2017 上半年公司各项业务毛利率

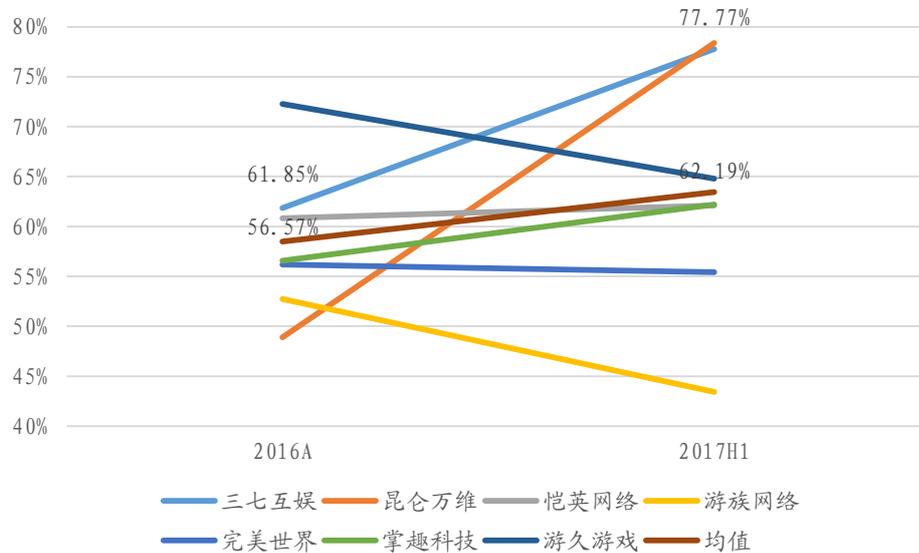


资料来源：Wind，中原证券

对比 A 股部分游戏公司游戏业务毛利率，三七互娱 2016 年和 2017 上半年手游业务毛利率分别为 61.85% 和 77.77%，处于行业较高水平；页游方面虽然公司 2017 上半年毛利率有所下滑，

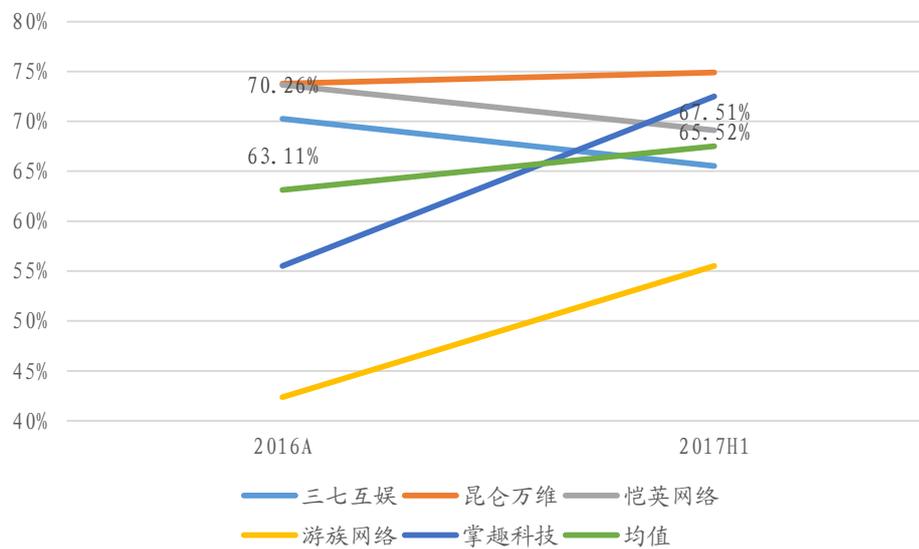
但仍能维持接近行业平均水平，预计随着 2018 年多款重磅页游的推出，公司页游业务毛利率仍有望提升。

图 44：2016-2017 上半年部分游戏公司手游业务毛利率



资料来源：Wind，中原证券

图 45：2016-2017 上半年部分游戏公司页游业务毛利率



资料来源：Wind，中原证券

### 5.3. 费用分析：提高管控能力，各项费率有望维持稳定

从公司各项费用率方面看，销售费率、管理费率 and 财务费率处于较为稳定的状态。

根据公司公告显示，公司在销售费用上的支出主要用于公司游戏产品在互联网的推广及购买流量费用；公司 2015 年销售费率大幅度提高 9.79%是由于公司整体上市时合并报表所致，

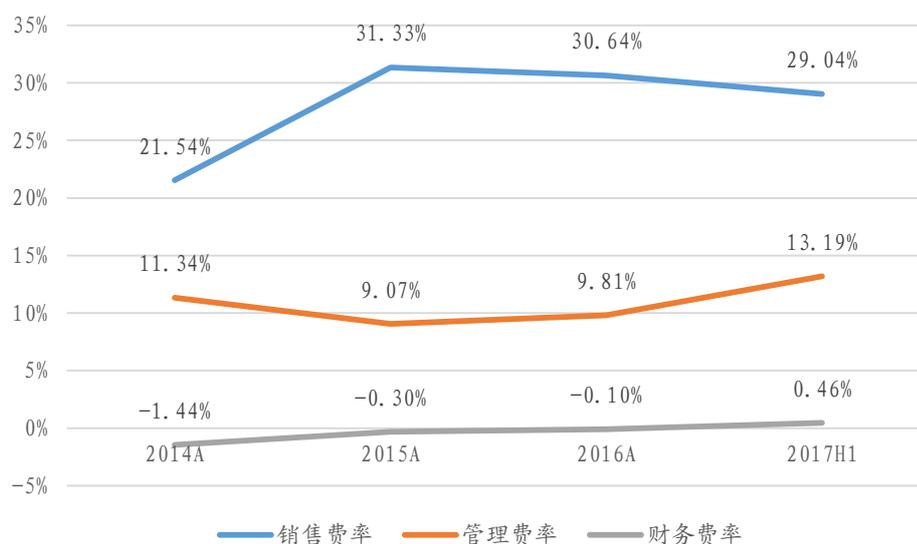
且公司游戏业务在互联网推广及流量费用需求方面的增长也提高了销售费用；自 2015 年以后，公司整体销售费率不断下降，从 2015 年的 31.33% 下降至 2017 上半年的 29.04%，显示了公司正在逐步提高流量费用管控能力。

管理费用方面，公司管理费用支出主要用于新游戏产品的研发以及支付员工工资、福利等。根据公司 2017 年上半年财报显示，2017 上半年公司管理费率提升主要是由于支付一笔约 1 亿元左右的股份支付费用，扣除股份支付费用的因素之后 2017 上半年管理费率约为 9.9%，较 2016 年整体管理费率小幅提升；提升的主要原因是研究开发费用支出的上升。

财务费率方面，公司财务费用不断提升，由 2014 年的 -1.44% 提升至 2017 上半年 0.46%，主要原因是公司银行贷款增加导致利息支出提高以及存款减少导致利息收入下降所致。

我们认为，随着公司游戏业务的逐渐成熟，公司各项费率将维持稳定状态，销售费率预计能够维持 28% 左右水平，管理费率将会维持在 10% 左右，财务费率将维持在 1% 左右。

图 46：2014-2017 上半年公司销售费率、管理费率 and 财务费率



资料来源：Wind，中原证券

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1. 盈利预测：汽车配件、页游业务维持低增长，手游业务 2018 年有望发力

公司业务主要包括互动娱乐业务与原荣顺股份的汽车零部件业务两部分，其中互动娱乐业务分为手游业务、网页游戏业务和其他业务。

汽车零部件业务：这部分业务是原荣顺股份原有业务，受汽车行业“自主品牌”市场份额下降的影响，我们认为公司此项业务 2017-2019 年将保持低速增长态势，预计营收分别为 6.57 亿元/6.90 亿元/7.17 亿元，分别同比增长 5.00%/4.00%/3.50%。

## 互动娱乐业务:

- 1) 网页游戏: 国内网页游戏市场进入衰退期, 整体市场规模而和玩家规模同时出现下滑, 公司作为网页游戏领域龙头公司, 此项业务虽然受到市场一定影响, 但是《传奇霸业》和《大天使之剑》此类头部页游产品依然能够保持较为活跃的流水, 加之行业洗牌带来的行业集中度上升有利于维持公司行业龙头地位, 此外 2018 年即将上线的多款重磅页游有望为公司带来持续收入, 因此我们预计公司此项业务营收将会以较低的速度缓慢下降。我们预计 2017-2019 年公司页游收入为 28.46 亿元/27.32 亿元/25.95 亿元。同比分别下降 3.50%/4.00%/5.00%。
- 2) 手游业务: 公司目前已经具备丰富的手游研发与运营经验, 37 手游平台已运营超过 800 款游戏, 最高月流水超过 4.1 亿元, MAU (月活跃用户) 突破 1000 万人, 热门游戏包括《永恒纪元》、《梦幻西游》、《大话西游》等; 目前自研手游《大天使之剑 H5》、《永恒纪元》均有不俗表现, 加上 2017 年 12 月底推出的《传奇霸业》手游和 2018 年大量待上线的自研手游产品, 我们预计公司手游业务将会保持高速增长, 预计 2017-2019 年公司手游收入为 36.06 亿元/57.70 亿元/80.78 亿元, 同比分别增长 120%/60%/40%。
- 3) 其他业务: 我们预计 2017-2019 年公司与游戏相关的其他业务收入分别为 4.1 亿元/4.8 亿元/5.5 亿元, 同比增幅均为 20%/17%/15%。

综合各分项业务预计营收, 我们预计 2017-2019 年公司总营收为 71.50 亿元/92.40 亿元/114.46 亿元, 同比分别增长 36.24%/29.23%/23.88%。

毛利率方面, 根据以往毛利率水平推算各分项业务毛利率, 我们预计 2017-2019 年公司页游业务毛利率将保持 67.89%/66.71%/65.52%; 手游业务毛利率分别保持 69.81%/73.79%/71.80%; 其他业务毛利率维持 100%水平; 汽车零部件业务毛利率为 27.35%/28.36%/28.36%。

费用率方面, 由于公司目前汽车零部件业务和网络游戏业务模式已经较为成熟, 我们预计公司销售费率和管理费率将维持较为稳定的状态, 预计 2017-2019 年公司销售费率为 29.00%/29.00%/29.00%; 管理费率为 11.50%/11.00%/10.00%。

## 6.2. 投资建议: 首次给予“增持”评级

我们预计公司 17-19 年 EPS 分别约为 0.72/0.98/1.22, 截止至 2018 年 1 月 11 日收盘价为 20.01 元, 对应 PE 约为 28.0/20.4/16.4 倍; 当前估值位于合理区间; 同时考虑到公司在页游和手游行业的龙头位置, 首次给予“增持”评级。

表 10: A 股部分上市游戏公司估值一览 (截止至 2018 年 1 月 11 日)

证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002354.SZ	天神娱乐	9.37	166	17.76	1.10	1.34	1.59	15.6	12.8	10.8
300418.SZ	昆仑万维	11.52	254	22.09	0.91	1.15	1.38	23.5	18.6	15.4
002517.SZ	恺英网络	14.35	306	21.35	1.06	1.16	1.30	20.2	18.4	16.5
002174.SZ	游族网络	8.88	201	22.60	0.92	1.26	1.57	24.4	17.9	14.3
603444.SH	吉比特	0.72	147	205.58	9.37	10.79	12.36	21.0	18.2	15.9
300315.SZ	掌趣科技	27.58	168	6.08	0.24	0.29	0.37	24.0	20.0	15.7
002624.SZ	完美世界	13.15	413	31.41	1.14	1.43	1.75	27.2	21.6	17.6
002555.SZ	三七互娱	21.48	430	20.01	0.72	0.98	1.22	28.0	20.4	16.4
	平均							23.0	18.5	15.3

资料来源: Wind, 中原证券

注: EPS 预测中除三七互娱为我们预测, 其余采用 Wind 一致预期。

注: 恺英网络由于涉及重大资产重组处于停牌, 收盘价采用 2018 年 1 月 5 日收盘价。

## 7. 风险提示

- 1) 公司手游业绩增长不及预期;
- 2) 页游市场规模缩减超预期;
- 3) 政策监管持续收紧。

### 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>4656.8</b>	<b>5247.9</b>	<b>7149.9</b>	<b>9239.6</b>	<b>11445.8</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,895.9	1,941.3	2,458.8	3,057.4	3,861.8	营业收入增长率	678.4%	12.7%	36.2%	29.2%	23.9%
营业税费	41.6	29.7	40.8	52.7	65.2	营业利润增长率	1304.1%	44.0%	50.8%	39.8%	25.8%
销售费用	1,458.9	1,607.7	2,073.5	2,679.5	3,319.3	净利润增长率	1224.2%	111.5%	43.5%	36.8%	24.7%
管理费用	422.3	514.9	822.2	1,016.4	1,144.6	EBITDA 增长率	817.7%	41.4%	48.7%	37.1%	24.7%
财务费用	-13.8	-5.5	-0.3	-19.7	-32.7	EBIT 增长率	1522.7%	45.8%	51.4%	38.7%	25.5%
资产减值损失	48.0	49.5	48.7	48.7	49.0	NOPLAT 增长率	1552.1%	36.2%	49.4%	38.7%	25.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.4%	37.4%	-8.6%	16.9%	-11.4%
投资和汇兑收益	5.1	54.7	50.0	50.0	50.0	净资产增长率	30.6%	27.4%	26.1%	32.5%	31.7%
<b>营业利润</b>	<b>808.9</b>	<b>1,164.9</b>	<b>1,756.2</b>	<b>2,454.7</b>	<b>3,088.6</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	124.0	153.9	140.6	140.6	146.7	毛利率	59.3%	63.0%	65.6%	66.9%	66.3%
<b>利润总额</b>	<b>932.9</b>	<b>1,318.8</b>	<b>1,896.8</b>	<b>2,595.3</b>	<b>3,235.3</b>	营业利润率	17.4%	22.2%	24.6%	26.6%	27.0%
减: 所得税	11.2	102.1	170.7	233.6	291.2	净利润率	10.9%	20.4%	21.5%	22.7%	22.9%
<b>净利润</b>	<b>506.0</b>	<b>1070.2</b>	<b>1536.2</b>	<b>2101.9</b>	<b>2620.3</b>	EBITDA/营业收入	18.7%	23.4%	25.6%	27.2%	27.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	17.1%	22.1%	24.6%	26.4%	26.7%
货币资金	1,109.8	819.2	2,454.0	3,916.7	6,667.9	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	25	20	12	7	3
应收帐款	525.7	938.3	670.2	1,408.4	1,372.6	<b>流动营业资本周转天数</b>	8	18	14	18	19
应收票据	65.9	94.6	99.8	151.5	172.8	流动资产周转天数	129	157	157	194	240
预付帐款	219.9	292.0	272.4	429.3	501.0	应收帐款周转天数	31	50	40	40	44
存货	67.6	71.5	98.5	112.9	157.3	存货周转天数	5	5	4	4	4
其他流动资产	132.0	234.9	183.5	183.5	200.6	总资产周转天数	311	378	340	323	344
可供出售金融资产	286.2	785.1	535.6	535.6	618.8	投资资本周转天数	167	183	149	119	98
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	170.2	786.6	786.6	786.6	786.6	ROE	14.2%	23.7%	27.6%	29.0%	27.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	19.9%	19.1%	24.2%	24.9%	23.7%
固定资产	311.2	271.5	207.0	142.5	78.0	ROIC	37.6%	47.7%	51.8%	78.6%	84.3%
在建工程	1.2	31.1	31.1	31.1	31.1	<b>费用率</b>					
无形资产	51.3	43.9	34.2	24.6	15.0	销售费用率	31.3%	30.6%	29.0%	29.0%	29.0%
其他非流动资产	1,682.3	2,017.6	1,746.9	1,746.9	1,800.7	管理费用率	9.1%	9.8%	11.5%	11.0%	10.0%
<b>资产总额</b>	<b>4,623.3</b>	<b>6,386.2</b>	<b>7,119.7</b>	<b>9,469.5</b>	<b>12,402.3</b>	财务费用率	-0.3%	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.3%
短期债务	31.4	372.9	-	-	-	三费/营业收入	40.1%	40.3%	40.5%	39.8%	38.7%
应付帐款	665.9	993.9	892.5	1,259.6	1,653.3	<b>偿债能力</b>					
应付票据	4.0	17.4	1.6	22.0	12.0	资产负债率	19.7%	25.9%	16.2%	16.5%	16.1%
其他流动负债	205.2	240.1	242.3	264.1	301.7	负债权益比	24.6%	35.0%	19.4%	19.8%	19.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.34	1.51	3.32	4.01	4.61
其他非流动负债	5.9	32.8	19.3	19.3	23.8	速动比率	2.27	1.46	3.24	3.94	4.53
<b>负债总额</b>	<b>912.4</b>	<b>1,657.1</b>	<b>1,155.8</b>	<b>1,565.1</b>	<b>1,990.8</b>	利息保障倍数	-57.82	-212.33	-5,946.04	-123.87	-93.57
<b>少数股东权益</b>	<b>147.6</b>	<b>205.5</b>	<b>395.4</b>	<b>655.1</b>	<b>979.0</b>	<b>分红指标</b>					
股本	1,042.4	2,084.8	2,148.1	2,148.1	2,148.1	DPS(元)	0.05	0.10	0.14	0.20	0.24
留存收益	2,516.7	2,441.5	3,420.5	5,101.1	7,284.3	分红比率	20.6%	19.5%	20.0%	20.0%	19.9%
<b>股东权益</b>	<b>3,710.9</b>	<b>4,729.2</b>	<b>5,963.9</b>	<b>7,904.4</b>	<b>10,411.4</b>	股息收益率	0.2%	0.5%	0.7%	1.0%	1.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	921.7	1,216.7	1,536.2	2,101.9	2,620.3	EPS(元)	0.24	0.50	0.72	0.98	1.22
加: 折旧和摊销	121.8	173.5	74.1	74.1	74.1	BVPS(元)	1.66	2.11	2.59	3.37	4.39
资产减值准备	48.0	49.5	-	-	-	PE(X)	84.9	40.2	28.0	20.4	16.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.1	9.5	7.7	5.9	4.6
财务费用	1.8	-0.6	-0.3	-19.7	-32.7	P/FCF	114.2	72.2	30.4	26.5	14.3
投资收益	-5.1	-54.7	-50.0	-50.0	-50.0	P/S	9.2	8.2	6.0	4.7	3.8
少数股东损益	415.7	146.5	189.9	259.8	323.9	EV/EBITDA	22.5	32.7	22.0	15.6	11.7
营运资金的变动	23.9	-722.1	461.2	-551.9	249.3	CAGR(%)	36.8%	34.3%	208.8%	36.8%	34.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,081.2</b>	<b>1,051.9</b>	<b>2,211.1</b>	<b>1,814.2</b>	<b>3,184.9</b>	PEG	2.3	1.2	0.1	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-3,249.6	-1,517.5	299.4	50.0	-33.1	ROIC/WACC	3.6	4.5	4.9	7.5	8.0
融资活动产生现金流量	2,679.0	168.8	-875.8	-401.6	-400.5	REP	2.4	2.9	2.9	1.6	1.6

资料来源：贝格数据，中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。