

三七互娱 (002555.SZ)

收购极光剩余股权保障中长期发展，具强竞争力和强执行力的公司

事件:

公司拟以自有资金 14 亿元收购胡宇航持有的极光网络剩余 20% 股权，胡宇航在获得 80% 交易对价后 6 个月内通过大宗、集中竞价等方式以交易对价的 60% (即 8.4 亿元) 购买公司股票，锁定期 12 个月且分 3 次解禁。

点评:

1、收购极光剩余股权增厚公司利润，且锁定 3 年业绩，同时换股绑定核心管理层。现金收购较此前收购进程加快，收购价格相比此前公告不变，对应到 18 年收购估值仅为 9.7 倍。极光承诺 17~19 年扣非归母净利润分别不低于 5.8 亿 (+20%)、7.25 亿 (+25%) 和 8.7 亿 (+20%)。极光 2016 年和 2017 年前 3 季度净利润分别为 4.82 亿和 5.00 亿，前 3 季度已完成全年承诺业绩的 86.2%。
2、胡宇航拿到现金后将以大宗、集中竞价等方式购买 8.4 亿元公司股份，占当前收盘市值的 2.02%，既以换股方式绑定核心管理层，又以承诺业绩获得极光未来几年业绩增长保障，同时一定程度缓解了市场对公司解禁的担忧。到目前公司仅公告吴氏家族拟于 Q1 通过大宗方式减持不超过总股本的 2%，解禁对二级市场冲击有限。

公司旗下拥有 3 大研发团队，分别为极光网络、火山湖、墨鹏，其中极光网络成立于 2013 年 10 月，是公司核心研发团队，成功推出页游《传奇霸业》和《大天使之剑》，及手游《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》、《传奇霸业》等多款月流水过亿的精品游戏，还储备《黄金裁决》等多款精品大作。胡宇航承诺股权交割当年及其后 48 个月仍在极光任职。

3、在游戏行业不缺精品游戏的情况下，公司通过丰富的精品产品梯队+强大的发行运营能力，持续做大流水盘子，市场地位不断巩固，显现出强竞争力，也为公司收入和业绩增长稳定性提供保障。公司产品梯队强大，18 年每季度均有大作上线，以 MMO、RPG 为主，尝试多品类拓展。头部产品增多，市场地位不断提升，已有 2 款手游月流水峰值 2 亿左右，1 款约 1~2 亿，1 款接近 1 亿。公司产品+流量经营模式得以在腾讯+网易双寡头下形成突围之势，在 2017 年中国 iOS 市场手游发行商收入榜中，公司仅次于腾讯和网易位居第 3。

4、维持“买入”评级。考虑极光并表，我们预计公司 2018~2019 年业绩分别为 22.50 亿和 27.19 亿，公司 18~19 年 EPS 分别为 1.05 元和 1.27 元，当前股价对应 18~19 年 PE 分别为 19 倍和 16 倍。解禁实际减持比例有限，将理顺大股东与经营层关系，同时公司基本面持续向好，增强市场对公司中长期发展的信心。公司管理层战略前瞻、执行力强，产品梯队+发行实力强劲，总流水持续提升，市场地位和竞争力进一步巩固。

5、风险提示：老游戏流水下滑，新游戏上线时间推迟或流水不达预期；用户获取成本不断增长压缩毛利率；吴氏家族解禁影响市场投资积极性。

盈利预测:

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4,657	5,248	7,026	10,138	12,128
增长率 (%)	678%	13%	34%	44%	20%
EBITDA (百万元)	854	1,220	2,034	2,640	3,163
净利润 (百万元)	506	1,070	1,626	2,250	2,719
增长率 (%)	1224%	111%	52%	38%	21%
EPS (元/股)	0.24	0.50	0.76	1.05	1.27
市盈率 (P/E)	86	40	27	19	16
市净率 (P/B)	12	10	7	5	4
EV/EBITDA	8	5	3	3	3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

备注：所有 EPS 按最新股本摊薄。

公司评级

当前价格	20.15 元
前次评级	买入
报告日期	2018-02-08

相对市场表现



分析师：杨琳琳，S0260514050004



0755-23480370



yll@gf.com.cn

分析师：旷实，S0260517030002



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

三七互娱 (002555) — A 股	2018-01-28
游戏龙头，深化平台化、全球化、泛娱乐化	
三七互娱 (002555) — 具强竞争力，短期压力不影响未来发展	2018-01-19
三七互娱 (002555) — 业绩爆发式增长，稳步推进平台化、全球化、泛娱乐化战略	2016-03-02

事件:

公司公告拟以自有资金14亿元收购胡宇航持有的极光网络剩余20%股权，胡宇航在获得协议约定的80%交易对价后6个月内通过大宗、集中竞价等方式以交易对价的60%（即8.4亿元）购买公司股票，锁定期12个月且分3次解禁。

点评:

1、收购极光增厚上市公司利润，且锁定3年业绩，同时换股绑定核心管理层。现金收购较此前收购进程加快，收购价格相比此前公告不变，对应到18年收购估值仅为9.7倍。

极光承诺业绩保守，这跟公司一贯的务实风格有关，三七互娱在13年上市时承诺13~16年业绩分别为2.2亿、3亿、3.6亿、4.32亿，15年收购剩余40%股权时承诺15~17年业绩分别为5亿、6亿、7.2亿，而实际上三七互娱的13~16年归属母公司净利润分别为2.45亿、3.43亿、7.96亿和10.42亿，2017年全年业绩预告15.5~17.5亿，实际业绩远高于承诺业绩。

极光网络承诺2017~2019年扣非归母净利润分别不低于5.8亿（+20.2%）、7.25亿（25%）和8.7亿（+20%）。极光网络2016年和2017年前3季度收入分别为7.13亿和6.94亿，净利润分别为4.82亿和5.00亿，2017年前3季度已完成全年承诺业绩的86.2%。

自协议生效之日起30个工作日，完成目标资产过户。收购对价分4期支付，分别于工商变更登记手续办理完毕后的1个月、6个月、12个月、24个月内分别支付交易对价的60%、20%、10%、10%。

2、胡宇航在拿到80%交易对价后，以大宗、集中竞价等方式购买8.4亿元公司股份，占当前收盘市值的2.02%，既以换股方式绑定核心管理层，又以承诺业绩获得极光未来几年业绩增长保障，同时一定程度缓解了市场对公司解禁的担忧。到目前公司仅公告吴氏家族拟于Q1通过大宗方式减持不超过总股本的2%，大小非解禁对二级市场冲击有限。

公司旗下拥有3大研发团队，分别为极光网络、火山湖、墨鹍，其中极光网络成立于2013年10月，是公司核心研发团队。成功推出页游《传奇霸业》和《大天使之剑》，及手游《永恒纪元》、《大天使之剑H5》、《传奇霸业》等多款月流水过亿的精品游戏，还储备《黄金裁决》等多款精品大作。

以换股方式绑定核心管理层，又以承诺业绩获得极光未来几年业绩增长保障，助推胡宇航践行上市公司长期发展战略安排。胡宇航为极光网络CEO，胡宇航换股后股份锁定期12个月，且分3次解禁，分别在12个月、24个月、36个月解禁50%、40%、10%。且胡宇航承诺股权交割当年及其后48个月仍在极光任职。

3、在游戏行业不缺精品游戏的情况下，公司通过丰富的精品产品梯队+强大的发行运营能力，持续做大流水盘子，市场地位不断巩固，显现出强竞争力，也为公司收入和业绩增长稳定性提供保障。

公司产品梯队强大，18年每月有1~2款新游戏上线，以MMO、RPG为主，尝试多品类拓展。公司产品+流量经营模式得以在腾讯+网易双寡头下形成突围之势，在2017年中国iOS市场手游发行商收入榜中，公司仅次于腾讯和网易位居第3。

头部手游增多，市场地位不断提升：已有2款游戏月流水峰值2亿左右，1款预计1~2亿，1款接近1亿，在应用宝2017年12月热门网游收入TOP10榜中，37手游占3位。已上线游戏《永恒纪元》《大天使之剑H5》流水基本维持，新上线的《择天记》表现强劲，上线以来最高位居iOS畅销榜第7，目前位居TOP20，《传奇霸业》表现符合预期，独代的《仙灵觉醒》，及新发的应用宝渠道的《恋与制作人》表现均不错。

强产品梯队支持业绩持续高增长，2018年每季度均有几款新游大作上线。自研手游：18Q1已上线《择天记》（旗下墨鹆研发，腾讯独代），将上线《黄金裁决》（自研自发）等游戏，后续还储备《凡人诛仙诀》、传奇类等多款重点自研手游。**发行业务能拿到的产品级别不断提升：**已上线《阿瓦隆之王》（安卓版）、《最游记物语》、《铁骑冲锋》、《天将雄狮》等，另外独代原《拳皇98OL终极之战》制作团队的二次元新游，以及《盗墓X》、《剑与魔法2》等。

成功试水新品类，后续仍有多款新品类储备。萌版回合制手游《仙灵觉醒》、女性向养成类手游《恋与制作人》、盗墓类手游《鬼语迷城》不错表现，验证公司拓展新品类实力，后续还储备二次元卡牌手游、针对全球市场SLG类游戏、仙侠类游戏。

4、维持“买入”评级。考虑极光并表，我们预计公司2018~2019年业绩分别为22.50亿和27.19亿，公司18~19年EPS分别为1.05元和1.27元，当前股价对应18~19年PE分别为19倍和16倍。解禁实际减持比例有限，将理顺大股东与经营层关系，同时公司基本面持续向好，增强市场对公司中长期发展的信心。公司管理层战略前瞻、执行力强，产品梯队+发行实力强劲，总流水持续提升，市场地位和竞争力进一步巩固。

5、风险提示：老游戏流水下滑，新游戏上线时间推迟或流水不达预期；用户获取成本不断增长压缩毛利率；吴氏家族解禁影响市场投资积极性。

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
流动资产	2,121	2,451	3,382	4,788	6,304	
货币资金	1,110	819	1,764	2,301	3,326	
应收及预付	812	1,325	1,342	2,086	2,498	
存货	68	71	65	97	116	
其他流动资产	132	235	211	304	364	
非流动资产	2,502	3,936	6,024	7,327	8,773	
长期股权投资	170	787	460	1,200	2,000	
固定资产	311	271	226	188	158	
在建工程	1	31	31	31	31	
无形资产	51	44	39	36	32	
其他长期资产	1,969	2,803	5,268	5,872	6,552	
资产总计	4,623	6,386	9,406	12,114	15,077	
流动负债	906	1,624	1,598	2,122	2,414	
短期借款	31	373	550	650	700	
应付及预收	660	760	750	1,121	1,347	
其他流动负债	215	491	298	351	367	
非流动负债	6	33	354	456	558	
长期借款	0	0	318	420	522	
应付债券	0	24	25	25	25	
其他非流动负债	6	9	11	11	11	
负债合计	912	1,657	1,952	2,579	2,972	
股本	1,042	2,085	2,148	2,148	2,148	
资本公积	1,976	934	1,952	1,952	1,952	
留存收益	545	1,504	2,916	4,841	7,222	
归属母公司股东权	3,563	4,524	7,016	8,941	11,322	
少数股东权益	148	205	438	595	783	
负债和股东权益	4,623	6,386	9,406	12,114	15,077	

利润表		单位: 百万元				
至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
营业收入	4,657	5,248	7,026	10,138	12,128	
营业成本	1,896	1,941	2,273	3,398	4,081	
营业税金及附加	42	30	35	61	73	
销售费用	1,459	1,608	2,143	3,102	3,693	
管理费用	422	515	724	1,014	1,176	
财务费用	(14)	(5)	0	0	0	
资产减值损失	48	49	14	16	20	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	5	55	120	30	26	
营业利润	809	1,165	1,958	2,577	3,111	
营业外收入	127	164	15	12	13	
营业外支出	3	10	3	3	3	
利润总额	933	1,319	1,970	2,586	3,121	
所得税	11	102	111	179	214	
净利润	922	1,217	1,859	2,407	2,907	
少数股东损益	416	147	232	157	188	
归属母公司净利润	506	1,070	1,626	2,250	2,719	
EBITDA	854	1,220	2,034	2,640	3,163	
EPS (元)	0.24	0.50	0.76	1.05	1.27	

现金流量表		单位: 百万元				
至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	1,081	1,052	1,625	1,995	2,690	
净利润	506	1,070	1,626	2,250	2,719	
折旧摊销	122	174	76	63	53	
营运资金变动	40	(283)	(190)	(451)	(253)	
其它	413	91	112	132	172	
投资活动现金流	(3,250)	(1,518)	(2,164)	(1,365)	(1,505)	
资本支出	(158)	(209)	(5)	(5)	(5)	
投资变动	5	55	120	30	26	
其他	(3,097)	(1,363)	(2,279)	(1,390)	(1,526)	
筹资活动现金流	2,679	169	1,485	(93)	(160)	
银行借款	2,220	294	495	202	152	
股权融资	718	1,042	63	0	0	
其他	(258)	(1,167)	926	(295)	(312)	
现金净增加额	511	(297)	945	537	1,025	
期初现金余额	596	1,110	819	1,764	2,301	
期末现金余额	1,110	819	1,764	2,301	3,326	

主要财务比率

至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
成长能力(%)						
营业收入增长	678%	13%	34%	44%	20%	
营业利润增长	1304%	44%	68%	32%	21%	
归属母公司净利润增长	1224%	111%	52%	38%	21%	
获利能力(%)						
毛利率	59%	63%	68%	66%	66%	
净利率	11%	20%	23%	22%	22%	
ROE	14%	24%	26%	27%	24%	
ROIC	21%	21%	26%	26%	24%	
偿债能力						
资产负债率(%)	19.7%	25.9%	20.8%	21.3%	19.7%	
净负债比率	0.7%	5.8%	9.2%	8.8%	8.1%	
流动比率	2.3	1.5	2.1	2.3	2.6	
速动比率	2.3	1.5	2.1	2.2	2.6	
营运能力						
总资产周转率	1.0	0.8	0.7	0.8	0.8	
应收账款周转率	13.1	8.2	8.5	9.5	8.5	
存货周转率	30.0	27.9	33.4	42.0	38.3	
每股指标(元)						
每股收益	0.24	0.50	0.76	1.05	1.27	
每股经营现金流	0.50	0.49	0.76	0.93	1.25	
每股净资产	1.66	2.11	3.27	4.16	5.27	
估值比率						
P/E	85.5	40.4	26.6	19.2	15.9	
P/B	12.1	9.6	6.2	4.8	3.8	
EV/EBITDA	8.0	5.6	3.4	3.3	2.7	

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨琳琳：资深分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第2名（团队）。
- 沈明辉：分析师，华南理工大学管理学硕士、广告学学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 杨艾莉：分析师，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 杨晓峰：联系人，北京大学计算机技术硕士，湖南大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 朱可夫：联系人，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。