

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年11月14日

市场数据

目前股价	18.27
总市值（亿元）	385.91
流通市值（亿元）	240.82
总股本（万股）	211,225
流通股本（万股）	131,812
12个月最高/最低	19.74/8.78

分析师

分析师：杨晓峰 S1070518090002

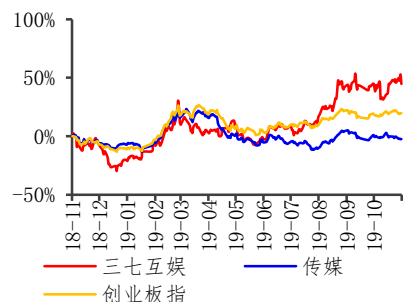
☎ 021-31829781

✉ yangxiaofeng@cgws.com

分析师：何思霖 S1070518070001

☎ 0755-83515591

✉ hesilin@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<三七互娱：中年人的娱乐“枸杞”，传奇 & 奇迹之外，首次实现品类突破>>

2019-08-05

三七互娱：2020年“出海SLG”或推动“戴维斯双击”

——三七互娱（002555）公司深度报告

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	12365	14714	17363
(+/-%)	62.0%	19.0%	18.0%
净利润	2117	2464	2700
(+/-%)	109.9%	16.4%	9.6%
摊薄 EPS	1.00	1.17	1.28
PE	19	16	15

资料来源：长城证券研究所

核心观点

一、“出海SLG”是衡量手游出海的核心标准

我们通过两个维度来分析出海SLG的市场空间，即“手游市场规模”（以“游戏用户支出”来衡量）和“SLG手游偏好”（以“SLG收入/手游市场收入”来衡量）。根据 App Annie 数据，从手游市场份额来看，海外最大的SLG手游市场主要是北美市场（23.3%）、日本市场（11.5%）、欧洲主要国家市场（9.9%）。从SLG偏好看，日本和韩国市场对SLG偏好相对较低，其他市场的SLG偏好都相对较高，尤其是沙特阿拉伯、俄罗斯和德国市场。

通过分析 Sensor tower 2017、2018、2019 年的出海游戏榜单，我们发现出海手游榜单中前 10 的游戏中一般至少有 6 款游戏是 SLG 游戏，可见出海 SLG 游戏的游戏流水较高。同时根据 App Annie 数据，中国出海的策略类游戏（主要是 SLG）远远领先于美国、日本和韩国推出的策略性游戏。

二、衡量SLG成败的三个“创新维度”：题材+玩法+生态

题材创新：由“历史题材”走向“情境式题材”。厂商开始尝试用基于具体情境的题材做SLG，例如黑道、僵尸等题材，而这些情景题材，往往也能从成熟的电影题材中找到。

核心玩法创新：增加撮合元素，并适当结合技术。游戏厂商常用的撮合元素有四种：塔防、卡牌、经营、即时战略。“撮合元素”需要适配，仍要服务于“对抗性”，我们认为未来可以融合放置玩法、MOBA玩法、格斗玩法和射击玩法。

生态平衡：玩家友好型游戏生态才能增加用户留存。游戏生态建设情况决定了各类型玩家在游戏过程中获得的体验，更富有平衡性的游戏生态能降低玩家流失。

■ 三、预期“刘宇宁新 SLG”有较大成功率

由于 SLG 游戏需要较多资金进行买量，创业公司可能缺乏足够资金，因此出海 SLG 第一制作人刘宇宁新 SLG 或由三七互娱在海外进行发行代理。从财报中我们可以看到三七投资了著名游戏制作人刘宇宁创立的 SLG 出海游戏公司——北京羯磨科技有限公司（三七投资 1700 万，持有 10% 股权，估值 1.7 亿）。

从“历史和自身”维度剖析刘宇宁在《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》的创新。《火枪纪元》在题材、玩法和生态三大维度相对其前作《阿瓦隆之王》都有创新和优化。1、在题材方面，刘宇宁另辟蹊径，选用欧洲中世纪到现代之间的“热兵器时代”。2、在玩法方面，刘宇宁采用了“SLG+养成”的模式。3、在生态方面，为减少玩家发展初期耗时过久，《火枪纪元》从资源、建设到对战行军，都为玩家提供了大量加速道具。

从刘宇宁公开访谈看其对创新的理解较深，具备再次创新的能力。刘宇宁是一个关心用户体验感的制作人。虽然 SLG 玩法目前非常成熟，但他更深入地思考玩家在游戏中想获得的反馈是“存在感”，而不仅仅是简单的“虐对手”的快感。他希望能调动玩家最深层的情感，例如马斯洛需要层次理论中的“自我实现”级别需要，而不是流于表面的“刺激”。

■ 四、三七互娱出海 SLG 弹性分析

假设研发商分成比例为 27%，厂商销售费用率为 24%，则出海游戏发行代理商的净利率为 12.1%。同时如果出海 SLG 流水能够达到爆款水平的 80%，那么预计对 2020~2022 年每年的利润贡献达 0.92 亿、3.36 亿和 3.44 亿。

■ 五、投资建议

2020 年随着三七互娱加大海外 SLG 投入力度，同时代理三款 SLG 并自研一款，其中或将代理刘宇宁新的 SLG 作品（由于 SLG 游戏需要较多资金进行买量，创业公司可能缺乏足够资金，三七投资了刘宇宁的创业公司），因此我们预计三七互娱出海 SLG 将有较大突破。根据 SLG 出海游戏的特点，预计 SLG 将在 2020 年带来较大收入贡献，2021~2022 年带来较大利润贡献。如果三七互娱在出海 SLG 品类得以突破，公司有望从净利润和估值两方面都得到提升，迎来“戴维斯双击”。

预计三七互娱 2019~2020 年净利润分别为 21.17 亿、24.64 亿，对应当前股价为 19X、16X，由于我们预计三七互娱 2020 年或有出海 SLG 品类突破，对于品类持续突破的公司，我们坚定看好，维持推荐评级。

■ 风险提示：出海 SLG 发展不及预期，海外游戏市场竞争加剧

目录

1. “出海 SLG”是衡量手游出海的核心标准	5
1.1 “出海 SLG”需求：从“手游市场规模”&“SLG 手游偏好”出发.....	5
1.2 “出海 SLG”供给：从出海榜单看 SLG 对出海业务的拉动能力.....	6
1.2.1 成长于 SLG 页游，爆发于出海 SLG 手游.....	6
1.2.2 头部 SLG 手游成就多家出海巨头.....	8
2. 衡量 SLG 成败的三个“创新维度”：题材+玩法+生态	11
2.1 题材创新：由“历史题材”走向“情境式题材”.....	12
2.1.1 什么是“情境式题材”？.....	12
2.1.2 如何做题材创新：借鉴电影题材，服务 SLG 的“对抗性”.....	13
2.2 核心玩法创新：增加撮合元素，并适当结合技术.....	15
2.2.1 什么是“增加撮合元素”？.....	15
2.2.2 如何玩法创新：“撮合元素”需要适配，仍要服务于“对抗性”.....	15
2.3 生态平衡：玩家友好型游戏生态才能增加用户留存.....	17
2.3.1 SLG 玩家的用户痛点是什么？.....	17
2.3.2 如何让“不同类型”&“不同时期”的玩家有一个友好型的生态？.....	18
3. 三七互娱 SLG 品类或突破：成功率和弹性分析	19
3.1 为什么我们觉得这次三七能突破“出海 SLG”品类.....	19
3.1.1 两个维度（历史&自身）的创新才能使得“出海 SLG”成功.....	19
3.1.2 预期“刘宇宁新 SLG”有较大成功率.....	20
3.2 三七互娱出海 SLG 弹性分析.....	22
3.2.1 月流水与销售费用的分析.....	23
3.2.2 利润的预测及敏感性分析.....	24
4. 投资建议	26
5. 风险提示	26
附：盈利预测表.....	27

图表目录

图 1: SLG 游戏发展过程.....	7
图 2: 2019 年 9 月中国手游收入 TOP30 榜单.....	8
图 3: 2019 年 6 月中国发行商出海收入排行榜.....	9
图 4: SLG 游戏基础玩法.....	11
图 5: SLG 三大创新维度.....	12
图 6: SLG 题材创新方向.....	13
图 7: SLG 题材创新传导路径.....	14
图 8: SLG+撮合元素匹配过程.....	15
图 9: SLG+撮合元素创新过程.....	16
图 10: SLG 游戏痛点及解决逻辑.....	17
图 11: SLG 玩家分层引导.....	18
图 12: 手机游戏发行过程.....	22
图 13: 手机游戏流水分成模式.....	23
图 14: 《列王的纷争》与《王国纪元》前三年月度流水情况分析.....	23
表 1: 2018 年 9 月-2019 年 8 月全球 SLG 市场份额及增速（含 IOS+Google Play）.....	5
表 2: 2019 年上半年主要市场游戏用户支出排名（不包含中国大陆市场）.....	6
表 3: 2018 年 9 月-2019 年 8 月 SLG 市场付费偏好.....	6
表 4: 国产 SLG 页游玩法与策略性介绍.....	7
表 5: 2018 年主流发行商出海成绩单.....	8
表 6: 2017-2019 年中国出海手游收入排名榜单中 SLG 游戏入榜情况.....	9
表 7: 2019 年上半年各市场各厂商策略类游戏占比.....	9
表 8: 2017-2019 年中国出海手游前十大发行商中以 SLG 为主要收入源的发行商.....	10
表 9: 2018 年 11 月 6 日~2019 年 11 月 9 日《阿瓦隆之王》IOS 收入结构.....	10
表 10: 2018 年 11 月 6 日~2019 年 11 月 9 日《火枪纪元》IOS 收入结构.....	10
表 11: 2018 年 11 月 6 日~2019 年 11 月 9 日《剑与家园》IOS 收入结构.....	10
表 12: 2018 年 11 月 6 日~2019 年 11 月 9 日《万国觉醒》IOS 收入结构.....	11
表 13: BBC《全美历史最伟大电影榜单》前三十名题材分析.....	13
表 14: 较为成功的 SLG 作品相对于上一代作品及其他厂商作品的创新点整理.....	20
表 15: 刘宇宁的 SLG 作品迭代理念与其他厂商作品对比.....	21
表 16: 刘宇宁团队 SLG 作品多维度创新路径与其他厂商作品对比.....	22
表 17: 《列王的纷争》与《王国纪元》收入成本分析.....	24
表 18: 预计净利率敏感性分析（关于销售费率和研发商分成比例）.....	25
表 19: 预计流水净利润敏感性分析（关于流水水平的敏感性分析）.....	25

1. “出海 SLG” 是衡量手游出海的核心标准

1.1 “出海 SLG” 需求：从“手游市场规模” & “SLG 手游偏好” 出发

SLG：以“对抗”为核心的策略游戏，主要是指在一定历史或情景背景下，玩家通过扮演统治者，进行成长&发展，进而进行探索、结盟和发起战争的策略类游戏。一般 SLG 有一个共有准则 4X：探索 (explore)、拓张 (expand)、开发 (exploit)、消灭 (exterminate)。

1、“探索”，指玩家派出士兵横跨游戏地图来探索周边的版图；2、“拓张”，指为了扩张领土从而建立新的定居地或增加原定居地的影响力；3、“开发”，指开发领土中所拥有的资源；4、“征服”，指攻击并征服其他竞争对手。

我们通过两个维度来分析出海 SLG 的市场空间，即“手游市场规模”（以“游戏用户支出”来衡量）和“SLG 手游偏好”（以“SLG 收入/手游市场收入”）来衡量。根据 App annie 的排名，同时结合各地的偏好，我们将美国、加拿大归纳为北美市场，将德国、英国、法国、意大利、俄罗斯归纳为欧洲主要国家市场。我们发现海外最大的 SLG 手游市场主要是北美市场（23.3%）、日本市场（11.5%）、欧洲主要国家市场（9.9%）。

表 1：2018 年 9 月-2019 年 8 月全球 SLG 市场份额及增速（含 IOS+Google Play）

国家/地区	SLG 收入市场份额	SLG 年收入增速
全球	100%	22%
中国大陆 IOS	34.8%	27%
中国台湾	2.3%	10%
中国香港	1.2%	19%
美国	21.7%	20%
加拿大	1.6%	16%
日本	11.5%	33%
韩国	2.9%	18%
德国	3.3%	20%
英国	2.2%	20%
法国	2.0%	20%
俄罗斯	1.6%	27%
意大利	0.8%	11%
澳大利亚	1.2%	9%
新加坡	0.6%	15%
沙特阿拉伯	1.0%	3%

资料来源：App annie，长城证券研究所

手游市场规模的大小是决定 SLG 市场规模的核心因素，我们可以发现海外主要市场中，美国和日本具有最大的手游市场规模，且两者遥遥领先于其他海外市场，2019 年 H1 分别为 82.9 亿美元和 70.1 亿美元。而根据游工委数据，2019H1 中国移动游戏市场实际销

售收入为 770.7 亿元，美国和日本合计手游市场是中国的 1.39 倍，海外手游市场空间相对较大。

表 2: 2019 年上半年主要市场游戏用户支出排名（不包含中国大陆市场）

排名	市场	用户支出（十亿美元）	同比增长
1	美国	\$8.29	24%
2	日本	\$7.01	7%
3	韩国	\$2.16	18%
4	中国台湾	\$0.93	22%
5	德国	\$0.86	23%
6	英国	\$0.74	18%
7	法国	\$0.54	21%
8	加拿大	\$0.53	17%
9	澳大利亚	\$0.46	12%
10	中国香港	\$0.34	19%

资料来源: App annie, 长城证券研究所

“SLG 手游偏好”也是决定 SLG 市场规模的重要因素，根据 App annie 数据，除日本和韩国市场对 SLG 偏好相对较低外，其他市场对 SLG 的偏好都相对较高，尤其是沙特阿拉伯、俄罗斯和德国市场。

表 3: 2018 年 9 月-2019 年 8 月 SLG 市场付费偏好

国家/地区	SLG 付费偏好（该市场 SLG 收入/总收入）
全球平均	23%
美国	20%
加拿大	23%
德国	29%
英国	22%
法国	27%
俄罗斯	35%
澳大利亚	19%
意大利	25%
日本	12%
韩国	10%
中国台湾	20%
中国香港	27%
新加坡	27%
沙特阿拉伯	55%

资料来源: App annie, 长城证券研究所

1.2 “出海 SLG”供给：从出海榜单看 SLG 对出海业务的拉动能力

1.2.1 成长于 SLG 页游，爆发于出海 SLG 手游

图 1: SLG 游戏发展过程



资料来源: 长城证券研究所

出海 SLG 主要是从国内页游 SLG 发展而来, 通过定制素材进行出海, 以《列王的纷争》(COK) 的爆发为代表, 后续《阿瓦隆之王》、《剑与家园》表现突出。1、页游 SLG 启蒙阶段, 天美游戏制作人李翔指出, 最早的多人实时在线 SLG 游戏诞生于 2002 年的页游平台, 德国开发了一款星际战争题材的《OGame》, 其中文简体版与另外一款《travian》于 2006 年引入中国; 2、页游 SLG 爆发阶段, 出现众多以三国题材为核心的经典页游产品, 盛大旗下《纵横天下》成为第一款单月流水破百万的 SLG 页游, 随后《热血三国》兴起, 再到《三十六计》、《傲视天地》《七雄争霸》; 3、出海 SLG 手游爆发, 2015 年以页游发家的智明星通推出的《列王的纷争》在全球的爆发, 吸引了众多游戏厂商出海, 涌现了众多爆款出海 SLG 手游, 如《王国纪元》、《阿瓦隆之王》、《剑与家园》等。

表 4: 国产 SLG 页游玩法与策略性介绍

游戏名称	核心玩法	策略性
《热血三国》	1.前期发展自己,发展自己的过程中不可避免的与其他玩家产生冲突 2.中后期追求高级武将,需要团队配合和个人策略均达到一定水平	策略性强,突出单人野战、强调联盟作战
《36 计》	1.国战轮回型 SLG, 一国完成统一或者开服满 100 天, 则服务器内重新洗牌, 轮回开始 2.个人有建城、武将培养、科技部队养成等追求, 但个人在国战中的作用较小, 国战胜利与否严重依赖于一国玩家的配合度	策略性强,突出国家冲突, 国战玩法为主
《傲视天地》	1.经典的副本推图玩法,通过树立目标让玩家不断推进 2.CD 冷却机制让用户更集中管理碎片时间 3.独创的 VIP 系统, 让用户付费感更好, 被后续页游所借鉴	策略性较强,主要体现在兵种多样化和技能搭配
《七雄争霸》	1.除了城池建设、武将养成、势力扩张等 SLG 传统元素外, 在操作便捷度、短期目标与长期目标的玩法上都非常突出 2.配合腾讯平台特色, 创新增加了偷菜、浇水等交互性玩法, 配合联盟的郡城争夺战, 营造了良好的社区玩法	偏数值型设计, 策略性较弱

资料来源: 腾讯开发者论坛, 长城证券研究所

表 5: 2018 年主流发行商出海成绩单

产品名	发行商	最好成绩
火枪纪元	Funplus	美国畅销榜第 6, 加拿大畅销榜第 6
阿瓦隆之王	Funplus	美国畅销榜第 13, 加拿大畅销榜第 9
列王的纷争	智明星通	美国畅销榜第 39, 加拿大畅销榜第 8
Rise of the Kings	龙腾中东	美国畅销榜第 83, 加拿大畅销榜第 5
战火与秩序	壳木软件	美国畅销榜第 23, 加拿大畅销榜第 23
城堡争霸	IGG	美国畅销榜第 73, 加拿大畅销榜第 26
王国纪元	IGG	美国畅销榜第 7, 加拿大畅销榜第 1
战地风暴	Tap4Fun	美国畅销榜第 7, 加拿大畅销榜第 1
野蛮时代	Tap4Fun	美国畅销榜第 79, 加拿大畅销榜第 29
苏丹的复仇	龙腾简合	美国畅销榜第 34, 加拿大畅销榜第 48
文明觉醒	莉莉丝	美国畅销榜第 21, 加拿大畅销榜第 8
剑与家园	莉莉丝	美国畅销榜第 10, 加拿大畅销榜第 1
Game of Sultans	梦加网络	美国畅销榜第 68, 加拿大畅销榜第 46
黑道风云	有塔网络	美国畅销榜第 45, 加拿大畅销榜第 7
Last Shelter Survival	龙创悦动	美国畅销榜第 67, 加拿大畅销榜第 14
末日争霸: 最终之战	龙创悦动	美国畅销榜第 76, 加拿大畅销榜第 35

资料来源: 游戏葡萄, 长城证券研究所

1.2.2 头部 SLG 手游成就多家出海巨头

通过分析 Sensor tower 2017、2018、2019 年的出海游戏榜单, 我们发现出海手游榜单中前 10 的游戏中一般至少有 6 款游戏是 SLG 游戏, 可见出海 SLG 游戏的游戏流水较高。同时根据 App annie 数据, 中国出海的策略性游戏 (主要是 SLG) 远远领先于美国、日本和韩国推出的策略性游戏。

图 2: 2019 年 9 月中国手游收入 TOP30 榜单



资料来源: Sensor Tower, 长城证券研究所

表 6: 2017-2019 年中国出海手游收入排名榜单中 SLG 游戏入榜情况

2017 年中国出海手游收入前 10 的 slg	2017 年中国出海手游收入前 15 的 slg	2018 年中国出海手游收入前 10 的 slg	2018 年中国出海手游收入前 15 的 slg	2019 年 9 月中国手游收入前 10 的 slg	2019 年 9 月中国出海手游收入前 15 的 slg
列王的纷争	列王的纷争	王国纪元	王国纪元	万国觉醒	万国觉醒
王国纪元	王国纪元	火枪纪元	火枪纪元	火枪纪元	火枪纪元
阿瓦隆之王	阿瓦隆之王	阿瓦隆之王	阿瓦隆之王	王国纪元	王国纪元
末日争霸: 丧失之战	末日争霸: 丧失之战	列王的纷争	列王的纷争	黑道风云	黑道风云
城堡争霸	城堡争霸	黑道风云	黑道风云	守望黎明	守望黎明
苏丹的复仇	苏丹的复仇	城堡争霸	城堡争霸	阿瓦隆之王	阿瓦隆之王
	战火与秩序		苏丹的复仇		

资料来源: Sensortower, 长城证券研究所

表 7: 2019 年上半年各市场各厂商策略类游戏占比

国家	日本市场	韩国市场	美国市场	德国市场	巴西市场	俄罗斯市场	印尼市场
中国	3.56%	5.85%	7.76%	13.88%	9.01%	25.04%	11.96%
美国	0.48%	---	4.24%	4.69%	1.8%	1.02%	0.8%
日本	0.37%	---	---	---	0.09%	0.41%	0.9%
韩国	---	4.69%	0.18%	8.88%	---	---	
其他厂商	1.08%	0.46%	4.85%	---	5.95%	5.98%	2.74%

资料来源: Sensortower, 长城证券研究所

通过分析 Sensor tower 2017、2018、2019 年的出海游戏发行商榜单, 我们发现 SLG 产品突出的游戏厂商排名非常靠前, 前 10 的出海发行商中有 5 个是主打出海 SLG 游戏的, 如 Funplus、莉莉丝、IGG。

图 3: 2019 年 6 月中国发行商出海收入排行榜

排名	公司	排名变化	排名	公司	排名变化
1	FunPlus	=	16	百度	▼ 3
2	腾讯	▲ 1	17	神州泰岳	▲ 3
3	网易	▼ 1	18	梦加网络	▲ 1
4	莉莉丝游戏	▲ 1	19	龙腾简合	▼ 1
5	IGG	▼ 1	20	心动网络	▲ 1
6	紫龙游戏	▲ 4	21	昆仑游戏	▲ 3
7	友塔游戏	▼ 1	22	易幻网络	=
8	龙创悦动	▼ 1	23	Tap4Fun	=
9	智明星通	▼ 1	24	游族	▲ 1
10	沐瞳科技	▲ 1	25	游陆科技	▲ 12
11	卓杭网络	▲ 5	26	猎豹移动	=
12	欢聚时代	▼ 3	27	点触科技	▲ 1
13	博乐游戏	▼ 1	28	Black Beard Game	▲ 2
14	三七互娱	▲ 1	29	绝地科技	=
15	创酷互动	▼ 1	30	乐元素	▼ 13

资料来源: App annie, 长城证券研究所

表 8: 2017-2019 年中国出海手游前十大发行商中以 SLG 为主要收入源的发行商

2017 年中国出海手游发行商前 10 的生产 SLG 的厂商	2018 年中国出海手游发行商前 10 的生产 SLG 的厂商	2019 年 6 月中国出海手游发行商前 10 的生产 SLG 的厂商
智明星通	Funplus	Funplus
IGG	IGG	莉莉丝
Funplus	智明星通	IGG
龙创悦动	龙创悦动	友塔游戏
龙腾简合	友塔游戏	龙创悦动
	龙腾简合	智明星通

资料来源: Sensor Tower, App Annie, 长城证券研究所

为了更好的了解主要出海 SLG 厂商的出海路径, 我们分别以 Funplus 的《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》、莉莉丝的《剑与家园》和《万国觉醒》为例, 来深挖他们的出海路径。Funplus 的游戏画风更加偏向写实风格, 因此其在美国和欧洲较为流行, 在中国也相对表现不错; 而莉莉丝的游戏画风则更加富含卡通元素, 因而其在中国大陆、中国香港和中国台湾较为流行。

表 9: 2018 年 11 月 6 日~2019 年 11 月 9 日《阿瓦隆之王》IOS 收入结构

国家/地区排名	国家/地区名称	收入 (美元)	占比
1	美国	26951923	33.9%
2	中国大陆	12796612	16.1%
3	日本	9183721	11.6%
4	德国	3400603	4.3%
5	英国	2920404	3.7%
6	法国	2299345	2.9%

资料来源: Sensor Tower, 长城证券研究所

表 10: 2018 年 11 月 6 日~2019 年 11 月 9 日《火枪纪元》IOS 收入结构

国家/地区排名	国家/地区名称	收入 (美元)	占比
1	美国	56213702	48.5%
2	德国	9619550	8.3%
3	中国大陆	6061864	5.2%
4	英国	5358196	4.6%
5	法国	4125764	3.6%
6	加拿大	3756686	3.2%

资料来源: Sensor Tower, 长城证券研究所

表 11: 2018 年 11 月 6 日~2019 年 11 月 9 日《剑与家园》IOS 收入结构

国家/地区排名	国家/地区名称	收入 (美元)	占比
1	中国大陆	42362360	77.9%
2	美国	4021027	7.4%
3	日本	2824053	5.2%
4	加拿大	530442	1.0%
5	德国	391736	0.7%
6	法国	352778	0.6%

资料来源: Sensor Tower, 长城证券研究所

表 12: 2018 年 11 月 6 日~2019 年 11 月 9 日《万国觉醒》IOS 收入结构

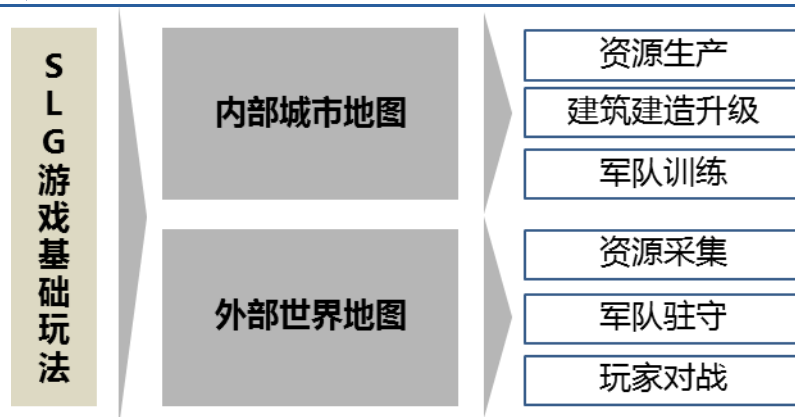
国家/地区排名	国家/地区名称	收入(美元)	占比
1	美国	46687676	34.6%
2	中国香港	14204480	10.5%
3	中国台湾	9405333	7%
4	韩国	9109326	6.8%
5	德国	6172768	4.6%
6	加拿大	5255842	3.9%

资料来源: Sensor Tower, 长城证券研究所

2. 衡量 SLG 成败的三个“创新维度”: 题材+玩法+生态

SLG 的基础玩法是分内外两张地图平行展开游戏: 1、第一张地图是内部城池发展地图, 在这张地图中, 玩家可以生产资源, 建造和升级建筑、训练士兵, 提升自身实力。2、第二张地图是外部的世界地图, 在这张地图玩家可以进行野地掠夺、军队驻守。SLG 玩法的核心 PVP 对战也是在这张地图进行的。

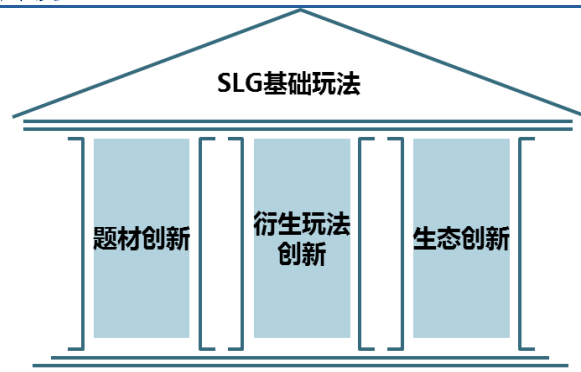
图 4: SLG 游戏基础玩法



资料来源: 长城证券研究所

在 SLG 发展的十余年间, 基础玩法并未发生大的改变, 各厂商的主要创新都是在“外部”进行, 分为题材、衍生玩法、游戏生态三个方面。

图 5: SLG 三大创新维度



资料来源: 长城证券研究所

2.1 题材创新：由“历史题材”走向“情境式题材”

2.1.1 什么是“情境式题材”？

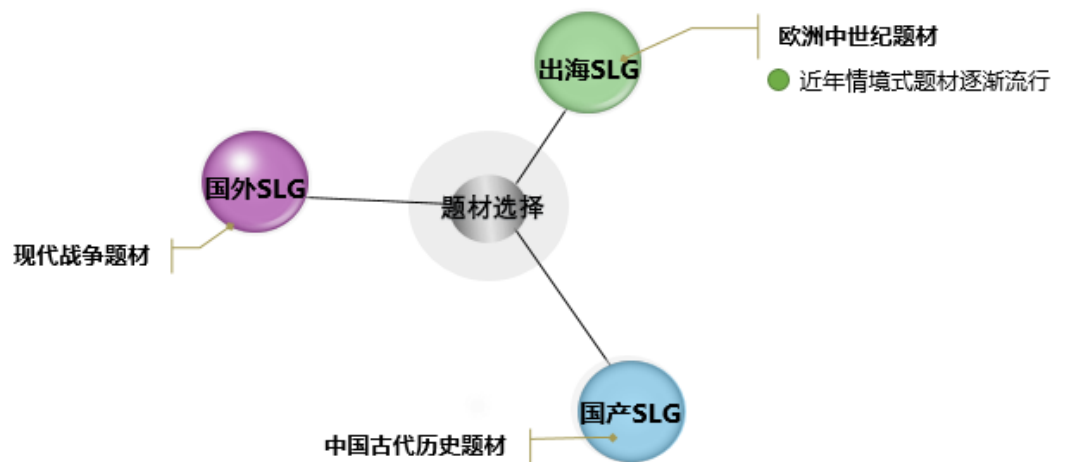
页游时代，国内 SLG 题材多取自中国古代历史，特别是三国题材，究其本源是因为三国题材与 SLG 游戏的特点相契合。三国题材具有历史背景宏大、纷争不断且在东亚地区受众广的特点，非常适合作为 SLG 游戏的题材。当时热度较高的 SLG 页游有《热血三国》（2008 年）和《七雄争霸》（2010 年）。

手游时代，出海 SLG 题材更为多元化，历史题材由“三国”拓展至“欧洲中世纪战争”、“现代/未来战争”等。

1. 国内 SLG 仍多使用的中国古代历史题材。中国历史悠久，具有广阔的背景素材供厂商选择，特别是三国题材。取得较好表现的有《率土之滨》（2015 年）。
2. 国产出海 SLG 常选择的欧洲中世纪战争题材。中世纪是欧洲历史上发生纷争最多的时期之一，容易让欧美地区玩家产生共鸣，无论是角色还是设定都更容易让欧美玩家产生归属感和代入感。出海取得较好成绩的中世纪题材 SLG 有《城堡争霸》（2014 年）和《列王的纷争》（2014 年）。
3. 国外厂商的 SLG 多使用现代战争题材。基于现代科技的星战、二战等题材，例如 MZ 公司的《雷霆天下》。

随着 SLG 题材“撞车”增多，题材创新也走向“情境驱动模式”。传统 SLG 常用的题材，例如三国、中世纪现已趋于饱和，甚至同公司发行的 SLG 就有多款同时采用三国题材。题材“撞车”会导致用户难以对新游戏产生游玩兴趣，因此厂商开始尝试用基于具体情境的题材做 SLG，例如黑道、僵尸等题材。

图 6: SLG 题材创新方向



资料来源：长城证券研究所

首先，厂商采用情境模式进行题材创新，通过设置具体的情境，让玩家在这个情境中扮演重要角色，带领自己的团队战胜困难。目前市面上的《黑道风云》、《末日之战》、《守望黎明》都是这样的例子。以《守望黎明》为例，这款游戏设置了“人类受到僵尸攻击”这一背景，玩家扮演领袖建立反抗僵尸的城市。同时游戏设置了丰富的故事性剧情，随着游戏的过程层层推进给予更多背景和线索，引发玩家的兴趣。

其次，厂商可在历史题材中寻找之前未被探索的“遗珠”。《火枪纪元》是刘宇宁在《阿瓦隆之王》后开发的又一部 SLG 作品，他在访谈中坦言《火枪纪元》的故事背景虽然仍来自于古代欧洲历史，但并非欧洲中世纪时代中常见的冷兵器时代，而是更接近于现代的热兵器时代，这一细分题材属于业内首创。这种题材创新需要厂商对 SLG 发展历史有着更多的理解和研究。

2.1.2 如何做题材创新：借鉴电影题材，服务 SLG 的“对抗性”

➢ 题材创新需要新颖，成熟的电影题材或能提供一种思路

题材的作用虽在于游戏前期引流，但不出彩的题材想在 SLG 竞争中突围难度更大。在引流之后，由于题材对玩家的吸引是暂时的，更需要 SLG 最本质的对抗性玩法才能吸引到核心玩家，也就是可以被留存的玩家。但若题材都不出彩，游戏想要取得成功自然是难上加难。当今市场上重复题材的 SLG，成绩结果往往不尽人意。虽然采用三国这一传统题材仍然有受众，但由于市场竞争过于激烈，大量同题材 SLG 同场竞技，如果游戏玩法等各方面仍然同质化严重，那么结局必然是失败。

相对于游戏题材，我们认为电影题材对于题材的利用相对会更加广泛，因而可以根据本地化的电影题材去设计 SLG 的题材。我们以北美市场为例，通过挖掘北美电影市场题材来分析。

表 13: BBC《全美历史最伟大电影榜单》前三十名题材分析

榜单排名	电影	题材是否具有对抗性	同类题材是否被改编过 SLG	榜单排名	电影	题材是否具有对抗性	同类题材是否被改编过 SLG
1	公民凯恩	否		16	花村	否	
2	教父	是	是：《黑道风云》	17	淘金记	是	西部题材暂无
3	迷魂记	否		18	城市之光	否	

榜单排名	电影	题材是否具有对抗性	同类题材是否被改编过 SLG	榜单排名	电影	题材是否具有对抗性	同类题材是否被改编过 SLG
4	2001 太空漫游	是	是, 《星际迷航: 舰队指挥官》	19	出租车司机	否	
5	搜索者	否		20	好家伙	是	是, 《黑道风云》
6	日出	否		21	穆赫兰道	否	
7	雨中曲	否		22	贪婪	否	
8	惊魂记	否		23	安妮霍尔	否	
9	卡萨布兰卡	是	是, 《二战风云》	24	桃色公寓	否	
10	伟大的安巴逊	否		25	为所欲为	是	是, 《黑道风云》
11	教父 2	是		26	杀羊人	否	
12	唐人街	否		27	乱世男女	否	
13	西北偏北	否		28	低俗小说	否	
14	纳什维尔	是	越战题材暂无	29	愤怒的公牛	是	搏击题材暂无
15	黄金时代	否		30	热情似火	否	

资料来源: BBC, 长城证券研究所

媒体评选的美国历史上最伟大的电影榜单中, 前三十名中部分电影的题材也适合被改编成 SLG 作品。例如《教父》系列电影包含的黑帮题材, 就在《黑道风云》游戏中得以体现。《卡萨布兰卡》中的二战背景, 也被 SLG 游戏厂商制作成《二战风云》系列游戏。而深受美国人喜爱的电影《淘金记》, 其大背景是美国西部淘金和牛仔的历史, 也适合改编成 SLG 作品。

➤ 大 IP 困局在于能否保证 SLG 的核心要求: 对抗性

不能契合 SLG 特性的创新题材并不能对 SLG 的成功产生帮助, 甚至会起到负面效果。三国等中国古代战争题材和欧洲中世纪题材对各自受众而言是一套非常具有代入感和对抗性的主题, 因此这类题材的 SLG 之前都取得过成功。而情境式题材创新则需要通过具体的情境让玩家产生代入感, 进而产生“成就感”和“使命感”。然而例如《最终幻想: 新帝国》这种 IP 类 SLG 能吸引到的往往只有原作粉丝, 但这部分人与 SLG 核心玩家(高付费玩家)交集情况并不理想, 他们喜欢的并不是 SLG 这种玩法而仅仅是这个 IP 融入的人设等元素。厂商在选择题材就要考虑其是否与 SLG 的游戏模式相适应, 而不是遇到大 IP 就直接采用, 玩家为 SLG 付费是因为 SLG 带来的“成就感”而非 IP。

图 7: SLG 题材创新传导路径



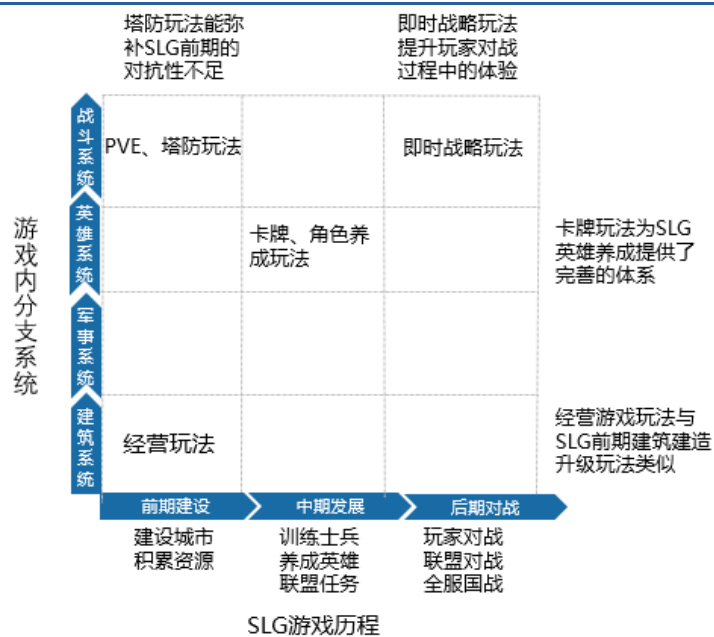
资料来源: 长城证券研究所

2.2 核心玩法创新：增加撮合元素，并适当结合技术

2.2.1 什么是“增加撮合元素”？

厂商在核心玩法上的创新点在于撮合元素的创新，“撮合元素”是指被整合到 SLG 里的一类不同于 SLG 玩法的游戏内容，SLG 的“发展-对战”基础玩法经过十余年的发展和优化已经较为成熟，游戏厂商多不会修改这部分玩法，而是采用“SLG+”的方式进行撮合。游戏厂商常用的撮合元素有四种：塔防、卡牌、经营、即时战略。

图 8: SLG+撮合元素匹配过程



资料来源：长城证券研究所整理

1.SLG+塔防：这种撮合方法是想利用塔防类游戏需要频繁操作的特点来弥补 SLG 发展前期过于无聊的缺点，玩家可以在操作过程中度过 SLG 发展过程中过于耗时的部分，防止玩家因为失去耐心而流失。

2.SLG+卡牌：卡牌游戏是最近游戏行业较为火热的一种类型，卡牌往往代表人物，而这种游戏就是为 SLG 的“造兵-作战”模式加入了武将乃至角色扮演元素，可以为玩家提供养成的玩法，而加入的卡牌部分也是一个较为成功的付费点。

3.SLG+经营：原本 SLG 游戏“两张图”的发展模式中，内图部分的玩法就与经营游戏具有一定的相似性，而在融入经营玩法之后，玩家需要将更多时间分配到城内的建设发展中。

4.SLG+即时战略：传统 SLG 的对战过程往往是不可视化的，玩家只需要在对战前进行战斗规模、阵法的规划，在战后直接阅读战报得知双方的对战结果。而即时战略元素的加入可以让玩家能直观感受到双方对战的实时战况乃至根据战场形势作出即时性操作。

2.2.2 如何玩法创新：“撮合元素”需要适配，仍要服务于“对抗性”

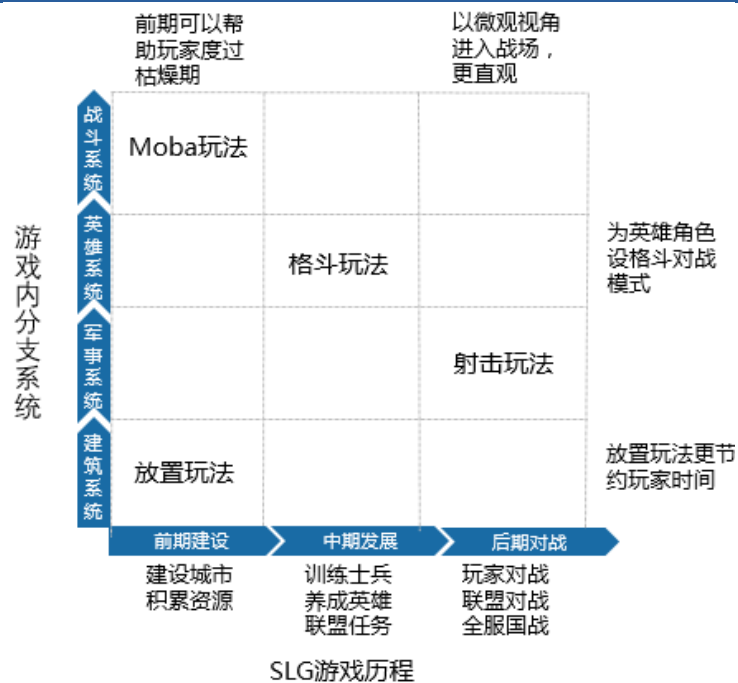
➤ 撮合元素的效果好坏在于能否与 slg 生命周期及目标受众的特点相适应

市面上的撮合型 SLG 目前主要有《王国纪元》、《万国觉醒》等。这些撮合型 SLG 都取得了较好的成绩，这是由于他们吸收的撮合元素与 SLG 本身的特点相适应。目前较为成熟的撮合型游戏是 SLG+卡牌的撮合，卡牌所代表的往往是“英雄”“武将”等精英作战角色，能与 SLG 的作战玩法无缝对接，这样的撮合就不会产生玩法的割裂与脱节。

厂商在选择撮合元素前需要做好预判和测试，避免因撮合元素与 SLG 不匹配而影响用户的留存和付费。以经营养成类撮合 SLG 为例，厂商原本预计经营元素能跟 SLG 内城发展有机结合达成创新效果。但在实际过程中，《巨龙国度》由于重养成而导致养成部分的设计过于复杂，以至于过度耗费玩家时间和精力，也即撮合型 SLG 出现本末倒置的情况。

撮合元素类型尚有广阔的选择余地，厂商需进行尝试和甄别，选择最合适的撮合元素。例如国外厂商出品的单机游戏《骑马与砍杀》就为玩家提供了策略和动作两种玩法，既可以进行宏观策略的传统 SLG 玩法，也可以化身游戏中某一角色，在微观战场进行动作或第一人称射击玩法。

图 9：SLG+撮合元素创新过程



资料来源：长城证券研究所整理

➢ 技术往往能促进新元素的撮合，但是需要服务 SLG “对抗性”

“实时翻译技术”的撮合促进不同国家和地区的人进行后期对战（玩家对战、联盟对战和全服国战）的广度：《阿瓦隆之王》中首次内置了针对游戏用语进行优化的实时翻译系统，更加方便了玩家间的交流、组建联盟、发起对战。全球同服是很多国际化运营的 SLG 游戏采用的模式，可以方便玩家组建联盟进行游戏，能提高 SLG 的对抗性。全球玩家同服竞技可以充分调动“地域性”引导各国玩家之间的对抗。在此基础之上，部分厂商也优化了社交系统，方便跨国玩家的交流。

“万人实时操作技术”的撮合成功实现了 SLG+即时战略，提升了 SLG 的战斗表现力，战斗表现优化能提高 SLG 的整体游戏体验。以 2018 年的游戏《万国觉醒》为例，其作战时采用了类似即时战略和军团化的表现形式（接近《帝国时代》与《红色警戒》的结合体），玩家可以更直观的看到多方军队的对战过程，对于双方实力的认识和实力验证的

过程有了更清晰的了解。虽然在业内对于 SLG 的战斗表现是否要具现化尚存分歧，但共同的观点是高质量的战斗表现能展现美术品质，体现公司实力，也能增强玩家的代入感，让玩家产生“身处战局”的紧张感。与常规 SLG 战前策划-战后报告的模式不同，《万国觉醒》可以自由行军、自由指挥移动对战，让玩家在对抗时的自由度更高，这对游戏的技术要求相对较高，因而尚未被模仿。

“3D 化建模技术”的撮合是近两年来 SLG 厂商进行的尝试，但从成绩来看，收效甚微。3D 化将场景建模和人物建模的感官体验提升到新的层次，但它对游戏对抗性的提升有限，单纯 3D 化不仅不能增强作战场面的激烈感，反而会增加游戏对手机性能的要求、增大安装包大小，不利于其推广。《王者决断》采用了 3D 化建模，但玩法并无更新，因此市场表现较差。

2.3 生态平衡：玩家友好型游戏生态才能增加用户留存

2.3.1 SLG 玩家的用户痛点是什么？

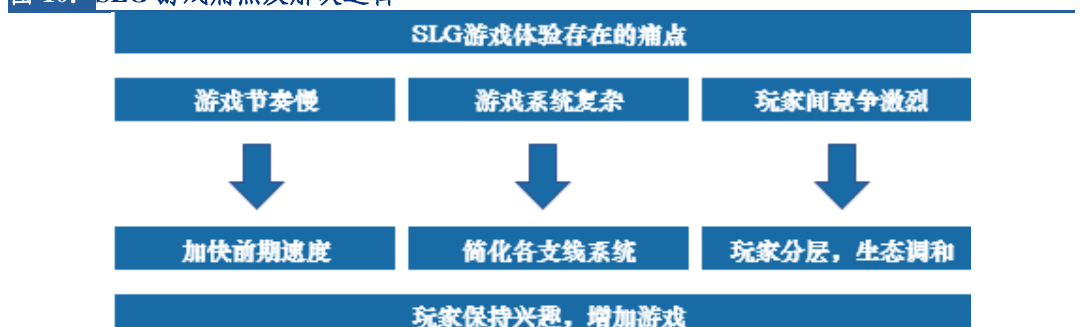
相比其他品类游戏，SLG 的核心受众一直有限，原因是 SLG 游戏具有节奏慢、难度高、对抗性强的痛点，解决这些痛点才能增加留存。

1.SLG 进程节奏缓慢，耗时长。SLG 前期需要耗费较长时间进行内城发展，在发展到中后阶段才会进入 SLG 的核心：对战部分。这种模式实际上是延迟反馈机制，即当下的操作所产生的结果/影响将在操作完成后一段时间才会得到展现。这种模式的优势在于可以减少玩家瞬时操作失误而带来的挫败感，避免玩家因这种挫败感而流失。但其劣势也很明显：这种延迟反馈机制不能及时给玩家正向的“成就感”，如果游戏节奏慢，玩家迟迟得不到反馈，最终也会流失。

2.SLG 策略性强，游戏系统复杂，对玩家在游戏的选择和操作有着较高要求。特别是现在 SLG 游戏往往融入了撮合元素，它使游戏难度进一步加大。玩家在游戏过程中可能会需要兼顾多重发展路线。复杂繁多的游戏内容会让玩家感到疲倦，这不利于游戏留存。

3.SLG 的对抗性太强，容易导致部分玩家遭受打击而退游。SLG 的核心是对战，而对战自然就有胜败。考虑到付费玩家往往会在游戏中获得一定的优势地位，这种优势在对战类的游戏中会被放大（相比其他品类的游戏）。而在对战中屡屡战败的玩家，很可能会产生放弃游戏的想法。

图 10: SLG 游戏痛点及解决逻辑



资料来源：长城证券研究所整理

解决以上这些痛点才能增加 SLG 的留存，因此建设玩家友好型的游戏生态是 SLG 发展的趋势。游戏厂商需要充分考虑手机平台游戏的“碎片化游戏时间”特点，对 SLG 的生态和节奏进行适应性调整，建立玩家友好型生态。

2.3.2 如何让“不同类型” & “不同时期”的玩家有一个友好型的生态？

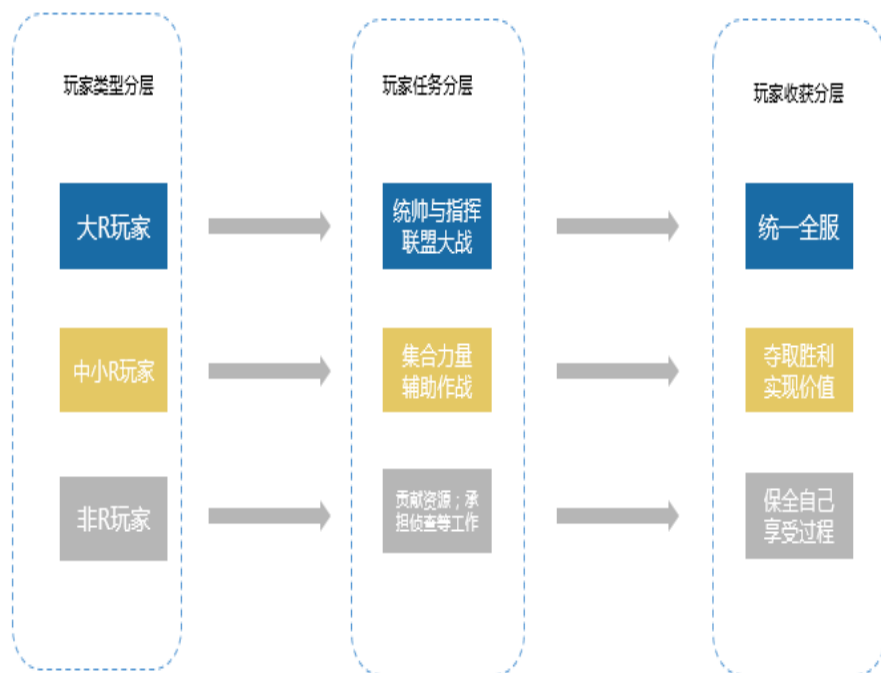
➤ 不同类型的玩家：“大 R” VS “中小 R” VS “非 R”

大 R 玩家：在游戏中处于支配地位，这类玩家充值额较高，渴望游戏中的权力与成就，他们以带领队伍成就霸业，统一全服作为终极目标。

中小 R 玩家：在游戏中往往扮演探索者和开拓者的角色，他们单个玩家的实力有限，但数量最多，往往充当了游戏联盟中的中坚力量，辅助大 R 玩家完成终极目标。

非 R 玩家：这类玩家往往对游戏中的胜败不甚在意，而是对游戏中某一环节的玩法有自己的偏好，更倾向于较休闲的玩法。但为了在对抗激烈的游戏中生存，仍需加入联盟获得庇护，在联盟中承担部分“累活”。

图 11: SLG 玩家分层引导



资料来源：长城证券研究所整理

SLG 厂商为了平衡游戏玩家间实力的不对等，采用一些传统机制对弱势方进行保护。SLG 的核心是玩家之间的对抗，但由于发展时间与付费情况的差距，不同玩家之间的实力差距可能较大，而实力弱的一方可能会在对抗中遭遇连续失利，丧失游玩积极性。

用于平衡实力强、攻击性强的玩家与实力弱、不主动攻击的玩家的机制往往有时保护、增大攻击方的战斗成本等方法。《部落冲突》和《剑与家园》采用了较为传统的保护罩方法，《城堡争霸》、《列王的纷争》和《阿瓦隆之王》通过降低防守方损失程度平衡玩家实

力差距；而《王国纪元》对进攻方单次出兵设置上限，一定程度上限制了攻击方的攻击力。

传统机制的生态建设更多是“堵”高实力玩家的攻击性，而部分厂商也进行了对抗机制上的创新，更多的是对玩家进行“疏导”。《率土之滨》引入了“土地方格”的概念，提高了强势玩家的对外扩张门槛，让各类型玩家都能产生“成就感”。

➤ 不同时期的玩家：能否让玩家有耐心玩到后期

SLG 玩法的特点决定了它节奏相对缓慢，再不改变其基础玩法的情况下，游戏厂商可以采用两种方法对节奏感进行管理控制。一般情况，厂商可以将游戏目标细分，强化游戏的目标管理，通过不同阶段建立不同的游戏目标，引导玩家获得阶段性反馈。通过章节任务奖励、实力验证奖励在发展前期给予玩家更多“成就感”的引导，避免用户在早期流失。

将整体游戏进程加快：赛季制。 赛季制使每段游戏时间缩短至几周到几个月。在此期间内玩家可以像传统 SLG 一样发展竞争，而赛季结束后，之前赛季的成就、资源将会结算清零，同时对赛果进行奖励。以《率土之滨》为例，每个赛季的时长根据实际游戏进度的差异，约为 75-90 天。赛季结束后会进行玩家奖励与战绩清算，随后会进行赛季切换和资源重置，玩家进入下一个赛季的游戏。

加速前期发展进展：提前进入对抗环节。 厂商可以直接加快推动游戏进度，让玩家在中前期停留时间缩短。由于 SLG 前期发展经常遭遇建筑、造兵的较长时间间隔，往往会造成前期玩家流失，因此游戏可以主动缩短该阶段时间，促使玩家进入 SLG 的中后期玩家对抗阶段。MZ 公司的《雷霆天下》采用了通过前期任务发放加速建造的道具及资源的方法，方便玩家快速发展。

3. 三七互娱 SLG 品类或突破：成功率和弹性分析

3.1 为什么我们觉得这次三七能突破“出海 SLG”品类

由于 SLG 游戏需要较多资金进行买量，创业公司可能缺乏足够资金，因此出海 SLG 第一制作人刘宇宁新 SLG 或由三七互娱在海外进行发行代理。从财报中我们可以看到三七互娱投资了著名游戏制作人刘宇宁创立的 SLG 出海游戏公司——北京羯磨科技有限公司（三七投资 1700 万，持有 10% 股权，估值 1.7 亿）。羯磨科技是一家专注海外游戏研发和发行的企业，CEO 刘宇宁在担任 Kingsgroup COO 兼制作人时，曾三年打造 2 款全球现象级 SLG 手游（《火枪纪元》和《阿瓦隆之王》）。

3.1.1 两个维度（历史&自身）的创新才能使得“出海 SLG”成功

我们认为 SLG 玩家较为“硬核”，因而他们对同质化游戏较为抵触。由于市面上 SLG 游戏众多，因而新推出的 SLG 必须有题材、玩法、生态三个维度的有效创新，这样才能从其他 SLG 游戏用户那里抢夺用户。同时，由于同一家厂商的 SLG 往往具有相似的模型，因此也需要有一定的创新才能让玩家接受。以下是我们整理的各类成功的出海 SLG 相对于它所在时间点的其他游戏，和相对于本厂商上一代产品的创新。

表 14: 较为成功的 SLG 作品相对于上一代作品及其他厂商作品的创新点整理

游戏	时间	厂商	相对同厂商创新点	相对全行业创新点
战争游戏	2013.7	MZ		玩法: 全球同服对战
城堡争霸	2014	IGG		生态: 增加城墙概念, 平衡防守方实力
列王的纷争	2014.12	elex		玩法: 增加了装备系统, 可对角色进行养成
率土之滨	2015.1	网易		生态: 增加了土地方格的概念
王国纪元	2016.3	IGG	玩法: 增加了装备系统, 可对角色进行养成	玩法: 增加了卡牌元素
阿瓦隆之王	2016.7	Funplus		生态: 增加了多语言特色翻译系统
剑与家园	2017.6	莉莉丝		题材: 架空魔法世界 玩法: 角色可自由行走探索
守望黎明	2017	龙创悦动		题材: 僵尸情境式题材 玩法: 主城建设更有真实感和自由度
火枪纪元	2017	Funplus	在生态方面, 从资源、建设到对战争行军, 都为玩家提供了大量加速道具。	题材: 近代热兵器战争
万国觉醒	2019	莉莉丝	生态: 优化了联盟玩法	玩法: 即时战略式的体验 可视化的战斗过程

资料来源: 长城证券研究所

题材创新要深挖题材利用率, 增强玩家沉浸感。SLG 题材创新往往聚焦在中外历史题材中, 但题材的利用率较低, 缺乏对题材本身的深挖与氛围的构建, 仅仅是更换美术素材的改变。这种创新难以长期留存玩家, 而情境式题材创新则很好地解决了“换皮”的弊端。《守望黎明》的僵尸题材的氛围构建情况好, 玩家能深刻感受到这一题材的特点以及与其他 SLG 游戏的差异, 因此取得了较出色的出海成绩。题材创新想要获得初期留存以外的效果, 只有从塑造真实游戏氛围入手。

玩法创新要注意合理撮合, 避免影响游戏主线进程。SLG 的主线是玩家对战, 因此玩法上的创新以及撮合元素的选择都要建立在更好导入到对战阶段的基础上。玩法创新增加的元素也不应过于复杂, 以免增加玩家的游玩压力。《万国觉醒》中加入的自由对战元素, 玩家上手难度小而且更为直观, 因此是一种有效的玩法创新。《王国纪元》中引入的卡牌玩法的创新也恰好适合 SLG 中英雄角色的养成方式, 此后卡牌元素也越来越多被其他 SLG 所采用。玩法创新是 SLG 成功最重要的要素之一, 因此要做好 SLG, 玩法的正确融合与创新必不可少。

生态创新要注意在游戏中主动平衡玩家差距, 引导玩家行为。在前期发展阶段, 游戏应提供如副本模式等玩法指引玩家度过较长的时间间隔; 在玩家间发生对战时, 游戏内的数值设定机制应发挥作用, 平衡强弱之间的差距。游戏也可主动对游戏平衡性体系做出新的设计, 例如《率土之滨》中的土地方格设定, 能有效平衡玩家差距。只有做好游戏生态, 一款 SLG 才能获得长久的留存和收益。

3.1.2 预期“刘宇宁新 SLG”有较大成功率

➢ 从“历史和自身”维度剖析刘宇宁在《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》的创新

《阿瓦隆之王》: 刘宇宁的 KingsGroup 工作室第一部作品《阿瓦隆之王》就取得了成功, 此前刘宇宁曾有过十余年游戏策划制作经验。《阿瓦隆之王》这款以西方神话为背景的 SLG 上线五个月就夺得了美国 IOS 收入榜冠军, 在出海游戏中表现抢眼, 此后更成为了

全球爆款游戏，曾登顶 20 多个国家和地区应用市场畅销榜冠军，累积玩家超过 6000 万人次。

《火枪纪元》：刘宇宁第二款作品，同样出海主打欧美市场，曾取得 2018 年上半年中国出海游戏收入冠军。虽有《阿瓦隆之王》先例在前，但工作室仍力图做品类创新，降低两款游戏用户重叠度。据两款游戏的发行商 Funplus 的数据，两款游戏用户重叠度仅 10%，这是刘宇宁团队通过创新和差异化所获得的成果。

《火枪纪元》在题材、玩法和生态三大维度相对其前作《阿瓦隆之王》都有创新和优化。

1、在题材方面，刘宇宁另辟蹊径，选用欧洲中世纪到现代之间的“热兵器时代”。该题材在 SLG 中属于首创，因此玩家可以从体会到与其他 SLG 不同的情节与体验。

2、在玩法方面，刘宇宁采用了“SLG+养成”的模式。玩家可以养成一套属于自己的飞艇系统，为战斗提升帮助，此外《火枪纪元》还借鉴了即时战略游戏中富有真实感的兵种相克体系，使对战更有真实感和策略性。

3、在生态方面，为减少玩家发展初期耗时过久，《火枪纪元》从资源、建设到对战行军，都为玩家提供了大量加速道具。这一设计节省玩家在发展初期消耗的时间，解决了传统 SLG 前期耗时过久的弊端。

除了以上三个大维度的创新，《火枪纪元》在游戏建模、光影效果、音乐音效方面也相对前作也做了改进，增加了游戏的沉浸感，更好地吸引、留存玩家。

表 15: 刘宇宁的 SLG 作品迭代理念与其他厂商作品对比

创新维度	《火枪纪元》对《阿瓦隆之王》的创新	其他厂商迭代创新
题材	欧洲火枪时代背景，业界首创	MZ 《战争游戏》→《世界大战》 中世纪题材至二战题材
玩法	增设战斗要素养成体系	莉莉丝 《剑与家园》→《万国觉醒》 增设即时战略撮合元素
生态	加快游戏节奏，减少玩家等待	IGG 《城堡争霸》→《王国纪元》 精简游戏各分支系统

资料来源：长城证券研究所

➤ 从刘宇宁公开访谈看其对创新的理解较深，具备再次创新的能力

刘宇宁之所以能连做两款成功的 SLG 作品，还与他先进的创新理念有关。首先刘宇宁的团队架构较为特殊：不区分具体游戏项目，而是整个策略组同做几款游戏。这种设定可以很好的传承上一款游戏成功的经验或总结失败的教训，不会因项目组的割裂而产生经验的脱节。其次刘宇宁是一个关心用户体验感的制作人。虽然 SLG 玩法目前非常成熟，但他更深入地思考玩家在游戏中想获得的反馈是“存在感”，而不仅仅是简单的“虐对手”的快感。他希望能调动玩家最深层的情感，例如马斯洛需要层次理论中的“自我实现”级别需要，而不是流于表面的“刺激”。

1、在题材设计上，刘宇宁两款 SLG 的设计思路虽不完全一致，但都遵循了“故事新编”的创新方法，充分利用题材资源。《阿瓦隆之王》取材自欧美传统文化中的神话故事，但

又对具体情节进行了创新和一定的自由发挥，让玩家对题材保持一定的了解，又有一定的新鲜感。《火枪纪元》采用了“三个火枪手”故事的时代背景，但又对设定细节做了改变。

2、对于玩法创新，刘宇宁的玩法融合理念是以 SLG 基础玩法为核心，发展多样性。他认为多玩法融合对 SLG 的发展创新是重要的，但在结合时不能舍本逐末，以免丧失 SLG 的独特刺激感。刘宇宁支持 SLG 的多样性、高自由度发展，以增加玩家的乐趣。

3、在生态上，刘宇宁希望给 SLG 内各类型玩家都带来乐趣和存在感。传统 SLG 游戏开发运营商更重视大 R（高付费的精英玩家），但刘宇宁认为 SLG 的中坚力量是小 R（低付费平民玩家）。为了留存这部分用户，刘宇宁具体采用的方法是，通过完善的数值设计系统和更新系统降低频繁被攻击的弱势玩家的损失，增加玩家恢复战力的速度。引导玩家“分工”，形成各类型玩家各取所需的氛围，提高大多数玩家的游戏体验。

表 16: 刘宇宁团队 SLG 作品多维度创新路径与其他厂商作品对比

创新维度	刘宇宁团队 SLG 作品创新路径	其他作品创新路径
题材	老题材+改编细分	《剑与家园》改编魔法题材 《守望黎明》情境式题材
玩法	多玩法融入 SLG，高自由度发展	《列王的纷争》SLG+装备系统 《王国纪元》SLG+卡牌 《万国觉醒》SLG+即时战略
生态	完善 SLG 数值设计 合理引导玩家分层	《城堡争霸》玩家分类匹配对战 《率土之滨》土地方格平衡体系

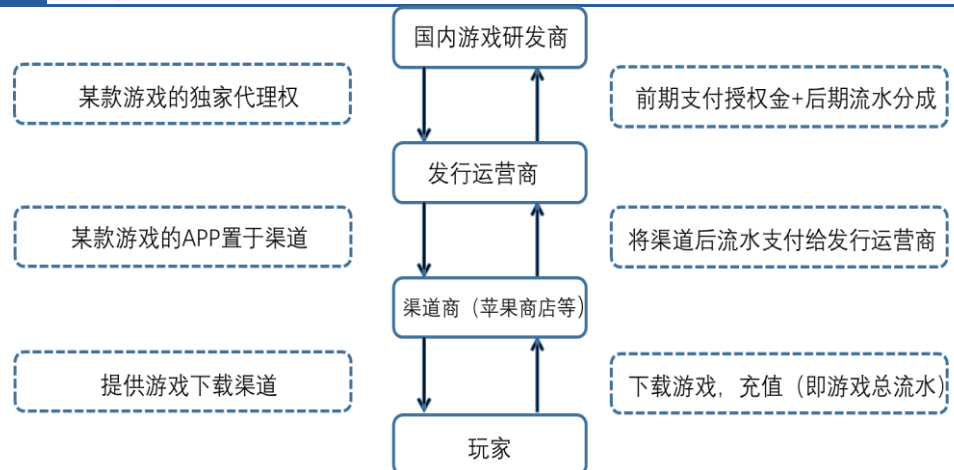
资料来源：长城证券研究所

3.2 三七互娱出海 SLG 弹性分析

本文通过分析智明星通（主要是《列王的纷争》）和 IGG（主要是《王国纪元》）去预测爆款 SLG 的流水及利润弹性。目前出海游戏的分成模式如下图所示，首先总流水的 30% 要分给 Google Play 或 App Store 等应用商店，其余 70% 作为游戏商营收。游戏商营收中有 20-30% 分给研发商，其余部分分给发行商。

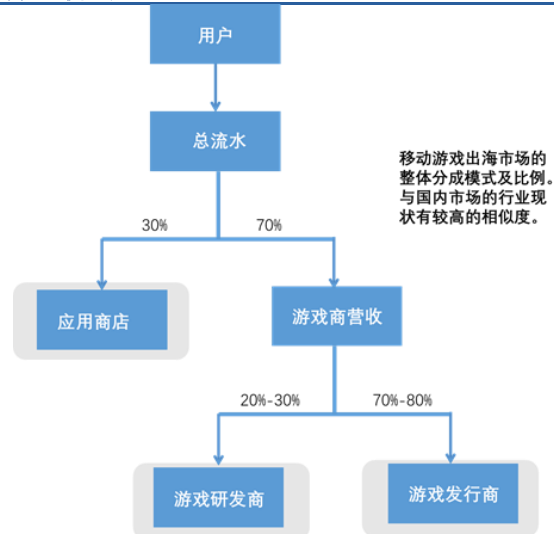
手游的发行过程是游戏研发商将游戏代理权交给发行运营商，发行运营商将游戏 app 放置于各应用商店平台上，应用商店为玩家提供下载游戏的服务。而在充值时，玩家先将充值款交给应用商店平台，这部分构成游戏总流水。应用平台收取分成后将其余流水交给运营商，运营商收取分成部分后，将剩余部分流水分给游戏研发商。

图 12: 手机游戏发行过程



资料来源：易幻网络公告，长城证券研究所整理

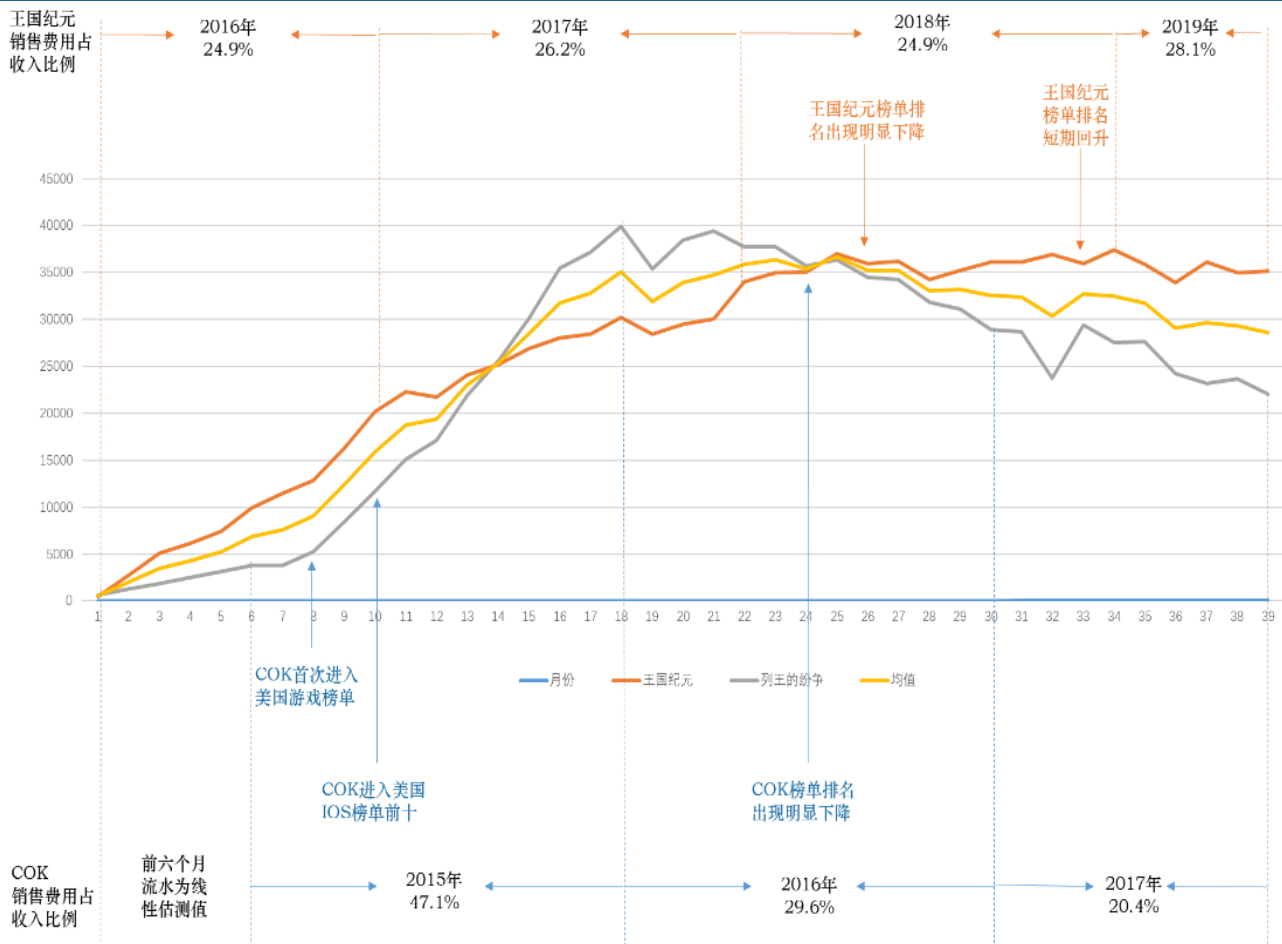
图 13: 手机游戏流水分成模式



资料来源：艾瑞咨询，长城证券研究所整理

3.2.1 月流水与销售费用的分析

图 14: 《列王的纷争》与《王国纪元》前三年月度流水情况分析



资料来源：智明星通、IGG 公告，长城证券研究所整理

《王国纪元》采取的是较为平稳的销售策略，三年来的销售费用均保持在收入水平的 25% 左右。因而月流水的增长速度也较为平稳，上线后至 2018 年 2 月均保持较为平缓的增长速度。2018 年 2 月后《王国纪元》月流水在 3.5 亿元水平波动。

《列王的纷争》则采取前期爆发的销售策略，2015 年销售费用占收入比例近 50%，此后两年降至 30% 以下。因此其月流水增长表现也符合这样的走势，2015 年《列王的纷争》流水增长速度快，并于 2015 年 12 月达到 4 亿元的历史最高水平。此后随着销售费用的降低，月流水开始逐步下降至 2 亿元的水平。

3.2.2 利润的预测及敏感性分析

对于研发与发行的分成，我们参考两个数据：1、2018 年 Funplus 分给 Kingsgroup（研发《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》），2018 年收入 44.70 亿，Kingsgroup 收入 7.73 亿，预计分成比例为 17%；2、智明星通让越南公司 TPC online 进行发行的分成规则为，当月运营收入 > 20 万美元时，智明星通作为研发商拿 27%。

表 17: 《列王的纷争》与《王国纪元》收入成本分析

科目备注		预计值	智明星通					IGG				
			15N	16N	17N	18N	19H1	16N	17N	18N	19H1	
《列王的纷争》14 年 7 月上线 Google Play; 14 年 12 月上线 IOS; 《王国纪元》2016 年 3 月上线												
一、游戏流水												
二、收入		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
三、总体毛利率		40.1%	65.4%	60.0%	64.1%	63.2%	65.8%	68.0%	68.3%	69.9%	69.4%	
3.1、平台分成		支付给 App Store 和 Google Play 等第三方平台的游戏分成款	29.8%	27.8%	32.1%	29.5%						
3.2、研发商分成		智明星通主要是研运一体，但也有代理产品	27.0%	3.0%	3.4%	3.0%						
3.3、IDC 成本		运营游戏所需的服务器租赁成本	3.2%	2.4%	3.3%	4.0%						
3.4、其他成本		由于这里只考虑一个项目，不存在其他成本	0.0%	4.4%	4.6%	2.4%						
四、主要费用												

科目备注		预计值	智明星通					IGG				
4.1、销售费用	《列王的纷争》主要是前高后低；《王国纪元》较为平滑	24.2%	43.9%	32.3%	17.3%	8.6%	8.0%	24.9%	26.2%	24.9%	28.1%	
其中：只考虑《列王的纷争》			47.1%	29.6%	20.4%							
4.2、管理费用	由于智明星通和 igg 均为研运一体，因而只做发行时，预计管理费仅为一半	2.5%	1.4%	1.6%	4.2%	6.3%	7.1%	7.3%	5.5%	6.0%	5.8%	
4.3、研发费用	智明星通 2015 年到 2017 年前三季度研发人员从 200 人到 420 人带动研发费用上升；IGG 19 年上半年加大新游戏研发带动研发费用上升；只做发行假设研发费用为 0	0.0%	8.9%	12.9%	22.0%	26.3%	22.6%	11.1%	7.7%	8.5%	12.1%	
五、营业利润		13.4%	11.1%	13.2%	20.6%	22.1%	28.2%	24.6%	28.9%	30.6%	23.4%	
所得税率	按三七目前的所得税率	10.0%	8.9%	13.0%	6.9%	11.0%	10.4%	7.3%	13.3%	19.9%	15.9%	
六、预期净利率	不考虑其他科目的影响	12.1%	10.1%	11.5%	19.1%	19.7%	25.3%	22.8%	25.0%	24.5%	19.7%	
七、净利率	实际净利率还收到一些其他科目的影响		10.9%	12.9%	18.2%	24.2%	31.9%	22.2%	25.6%	25.3%	19.9%	

资料来源：智明星通、IGG 公告，长城证券研究所

对净利率按销售费用（8%-40%）和研发商分成比例（23%-31%）指标进行敏感性分析，在假设研发商分成比例为 27%，而厂商销售费用率为 24% 时，该款游戏的净利率为 12.1%。

表 18：预计净利率敏感性分析（关于销售费率和研发商分成比例）

销售费用率	研发商分成比例				
	23%	25%	27%	29%	31%
40%	1.3%	-0.5%	-2.3%	-4.1%	-5.9%
32%	8.5%	6.7%	4.9%	3.1%	1.3%
24%	15.7%	13.9%	12.1%	10.3%	8.5%
16%	22.9%	21.1%	19.3%	17.5%	15.7%
8%	30.1%	28.3%	26.5%	24.7%	22.9%

资料来源：长城证券研究所

对净利润按流水额相对同类型爆款游戏流水水平（60%-100%）进行敏感性分析。若流水情况达到同类爆款的 80%，前三年利润分别可以达到 0.92 亿，3.36 亿和 3.44 亿。

表 19：预计流水净利润敏感性分析（关于流水水平的敏感性分析）

按标准爆款水平	第一年	第二年	第三年
100%	11526.39	42005.76	43092.95
90%	10373.75	37805.18	38783.65
80%	9221.11	33604.61	34474.36
70%	8068.471	29404.03	30165.06
60%	6915.832	25203.46	25855.77

资料来源：长城证券研究所

4. 投资建议

2020年随着三七互娱加大海外SLG投入力度，同时代理三款SLG并自研一款，其中或将代理刘宇宁新的SLG作品（由于SLG游戏需要较多资金进行买量，创业公司可能缺乏足够资金，三七投资了刘宇宁的创业公司），因此我们预计三七互娱出海SLG将有较大突破，根据SLG出海游戏的特点，预计SLG将为2020年带来较大收入贡献，2021~2022年带来较大利润贡献。如果三七互娱在出海SLG品类得以突破，公司有望从净利润和估值两方面都得到提升，迎来“戴维斯双击”。

预计三七互娱2019~2020年净利润分别为21.17亿、24.64亿，对应当前股价为19X、16X，由于我们预计三七互娱2020年或有出海SLG品类突破，对于品类持续突破的公司，我们坚定看好，维持推荐评级。

5. 风险提示

出海SLG发展不及预期，海外游戏市场竞争加剧。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6188.83	7632.68	12364.94	14714.28	17362.85	成长性					
营业成本	1948.20	1811.42	2534.81	2957.57	3819.83	营业收入增长	17.9%	23.3%	62.0%	19.0%	18.0%
销售费用	1908.21	3347.26	5601.32	6709.71	8021.64	营业成本增长	0.4%	-7.0%	39.9%	16.7%	29.2%
管理费用	776.66	246.06	605.88	750.43	885.51	营业利润增长	30.3%	-49.3%	225.4%	8.4%	9.2%
研发费用	0.00	537.71	989.20	1250.71	1423.75	利润总额增长	45.3%	-36.4%	128.6%	9.0%	9.6%
财务费用	28.56	17.10	25.86	-46.37	-108.65	净利润增长	51.4%	-37.8%	109.9%	16.4%	9.6%
其他收益	111.26	97.65	52.23	65.28	81.60	盈利能力					
投资净收益	256.03	80.54	99.08	122.58	139.56	毛利率	68.5%	76.3%	79.5%	79.9%	78.0%
营业利润	1517.75	770.22	2506.25	2717.13	2967.70	销售净利率	29.7%	15.1%	21.5%	19.5%	18.2%
营业外收支	398.87	449.10	281.47	320.83	362.57	ROE	25.2%	18.8%	31.8%	26.2%	22.9%
利润总额	1916.62	1219.32	2787.72	3037.96	3330.27	ROIC	45.7%	43.3%	99.4%	111.1%	129.4%
所得税	80.12	67.89	130.24	168.32	166.19	营运效率					
少数股东损益	215.92	142.93	540.22	405.62	463.80	销售费用/营业收入	30.8%	43.9%	45.3%	45.6%	46.2%
净利润	1620.58	1008.50	2117.25	2464.01	2700.28	管理费用/营业收入	12.5%	3.2%	4.9%	5.1%	5.1%
						研发费用/营业收入	0.0%	7.0%	8.0%	8.5%	8.2%
资产负债表						财务费用/营业收入	0.5%	0.2%	0.2%	-0.3%	-0.6%
						投资收益/营业利润	16.9%	10.5%	4.0%	4.5%	4.7%
流动资产	3962.46	4182.12	6930.66	9304.13	12724.01	所得税/利润总额	4.2%	5.6%	4.7%	5.5%	5.0%
货币资金	1580.91	1532.97	3046.40	5127.42	7480.99	应收账款周转率	6.69	6.82	0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款合计	940.25	1298.55	1676.94	2291.89	2411.75	存货周转率	22.48	35.58	35.58	35.58	35.58
其他应收款	388.69	792.43	1120.99	1155.97	1530.84	流动资产周转率	1.93	1.87	2.23	1.81	1.58
存货	101.83	0.00	142.49	23.77	190.96	总资产周转率	0.80	0.87	1.21	1.11	1.06
非流动资产	5197.68	4213.64	5044.41	5218.18	5376.22	偿债能力					
固定资产	292.40	36.46	675.98	695.76	706.89	资产负债率	20.5%	27.2%	30.3%	24.6%	23.6%
资产总计	9160.14	8395.76	11975.06	14522.31	18100.23	流动比率	2.61	2.10	2.05	2.75	3.08
流动负债	1518.31	1992.24	3373.82	3379.36	4135.12	速动比率	1.92	1.82	1.73	2.54	2.76
短期借款	372.05	369.00	369.00	369.00	369.00	每股指标 (元)					
应付款项	741.79	1082.36	2348.24	2355.88	2943.11	EPS	0.77	0.48	1.00	1.17	1.28
非流动负债	355.16	289.82	255.04	192.73	129.69	每股净资产	3.32	2.83	3.63	4.67	5.82
长期借款	337.94	281.18	246.40	184.09	121.05	每股经营现金流	0.42	0.66	1.32	1.22	1.33
负债合计	1873.48	2282.06	3628.86	3572.09	4264.81	每股经营现金/EPS	0.54	1.39	1.32	1.05	1.04
股东权益	7286.66	6113.70	8346.20	10950.23	13835.42	估值					
股本	2148.11	2124.87	2124.87	2124.87	2124.87	PE	24.24	38.96	18.56	15.94	14.55
留存收益	2919.16	3502.69	5525.85	7687.09	10028.91	PEG	0.11	5.06	0.62	0.99	0.36
少数股东权益	269.89	141.03	681.25	1086.87	1550.67	PB	5.60	6.58	5.13	3.98	3.20
负债和权益总计	9160.14	8395.76	11975.06	14522.31	18100.23	EV/EBITDA	18.79	29.14	13.30	11.59	10.15
						EV/SALES	6.30	5.09	3.06	2.45	1.97
现金流量表						EV/IC	5.01	5.83	4.53	3.44	2.66
						ROIC/WACC	4.46	4.24	9.72	10.76	12.44
经营活动现金流	1831.90	1954.43	2792.81	2581.81	2801.37	REP	1.12	1.38	0.47	0.32	0.21
其中营运资本减少	-883.45	207.89	114.47	-286.91	-310.54						
投资活动现金流	-1367.94	-55.11	-825.77	-219.23	-214.52						
其中资本支出	1018.82	324.48	644.50	-14.29	-23.98						
融资活动现金流	310.25	-1969.27	-453.60	-281.56	-233.28						
净现金总变化	761.70	-65.17	1513.43	2081.02	2353.57						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>