



三七互娱(002555.SZ)

# 【粤开（原联讯）传媒公司深度】三七互娱（002555.SZ，买入）研运一体之份额领导者，受惠中国 5G 商用起飞，戴维斯双击可期

2019 年 12 月 12 日

投资要点

## 买入(维持)

当前价：23.59 元

目标价：元

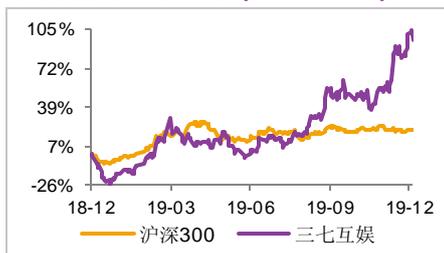
分析师：陈铮娴

执业编号：S0300516090001

电话：021-51759911

邮箱：chenzhengxian@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

### 盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	7,632	12,670	15,078	17,641
(+/-)	23%	66%	19%	17%
归母净利润	920.58	2162.52	2456.99	2804.87
(+/-)	-39%	135%	14%	14%
EPS(元)	0.436	1.024	1.163	1.328
P/E	54	23	20	18

资料来源：联讯证券研究院

#### ◇ 研运一体模式为重要核心壁垒，有助产生持续稳定现金流

研运一体带来的效率改善可简述为，运营平台将与玩家持续互动的数据，及时传导至研发端，不断优化关卡，增加可玩性和付费点。这意味着更多的“坑”，更巧妙的“坑”，综合带动 ARPU 值的提升，为游戏提供商带来更为充沛和持续的现金流（资本市场则对应更高的估值中枢）。

#### ◇ IP 的力量（世界观和美术故事）——玩家迅速带入，多维变现可期

好的 IP，能将玩家迅速带入，这是 IP 受到热捧的理由，对于移动游戏而言更是如此，因为生命周期相对短暂。对于一个 IP 来说，关键在于能不能抓到核心用户群，IP 的打造是长期积累的过程，像漫画 IP，都是经过几年、十多年的积累，才会形成强大的 IP 资源。短期 IP 能够引起一定市场的关注，投资者需要衡量的是 IP 给游戏带来的用户与拿到 IP 的付出。

#### ◇ 受惠中国 5G 商用起飞，AR/VR 及云游戏为戴维斯双击的重要引擎

2019 年 11 月 1 日，中国移动开通第一个 5G 商用套餐，截止 2019 年 11 月底，5G 手机出货量已经达到 14.6%，环比增长 103%。显示中国 AR/VR 游戏和云游戏前景广阔。

#### ◇ 投资建议

我们预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 127 亿元、151 亿元和 176 亿元，同比增速分别为 66%、19%和 17%；归母净利润分别为 21.6 亿元、24.6 亿元和 28.0 亿元，同比增速分别为 135%、14%和 14%。

我们维持三七互娱「买入」的投资评级：基于（1）研运一体模式成功，搭配网页游戏领导地位显著，该等优势已被移植至移动游戏；（2）IP 储备丰富、品类齐全，变现模式多样，持续增长可期；（3）受惠中国 5G 商用起飞，VR/AR 游戏及云游戏进入增长快车道，为 2020 年业绩引擎。

#### ◇ 风险提示

游戏研发进程或产品流水不如预期。



## 目 录

投资案件 .....	4
投资评级与估值 .....	4
关键假设点 .....	4
有别于大众的认识 .....	4
股价表现催化剂 .....	4
核心风险提示 .....	4
一、行业分析 .....	5
(一) 中国为全球游戏增长引擎，游戏移动化趋势延续 .....	5
(二) 移动端集中度提高，并购可期 .....	8
(三) 产业链：研运一体为趋势 .....	9
(四) 游戏四要素：游戏机制、实现技术、世界观和美术故事 .....	11
(五) IP 的力量：玩家迅速带入，对移动游戏尤为重要 .....	12
二、公司概况 .....	16
(一) 公司简介 .....	16
(二) 公司商业模式 .....	19

## 图表目录

图表 1： 2018 全球游戏市场容量 .....	5
图表 2： 2018 年全球游戏按地区市场容量的同比增速 .....	5
图表 3： 未来全球游戏市场容量和中国游戏市场容量 .....	5
图表 4： 预估全球游戏市场容量增量中 30% 来自中国 .....	5
图表 5： 2019-2022 全球移动游戏市场容量复合增长率 .....	6
图表 6： 全球游戏市场容量占比 .....	6
图表 7： 中国游戏市场实际销售收入 .....	6
图表 8： 中国网络游戏细分市场容量占比 .....	6
图表 9： 休闲和社交为客户端游戏玩家的重要诉求 .....	7
图表 11： 移动游戏和网页游戏占用玩家较多时间 .....	7
图表 12： 移动游戏天生匹配碎片化时间 .....	7
图表 13： 2017-2019Q1 中国网络游戏用户规模 .....	7
图表 14： 中国客户端游戏市场实际销售收入 .....	8
图表 15： 19Q1 中国客户端游戏头部厂商营收 .....	8
图表 16： 中国网页端游戏市场实际销售收入 .....	8
图表 17： 19Q1 网页游戏研发商开服数量 .....	8
图表 18： 19Q1 中国网页游戏平台开服 TOP10 .....	8
图表 19： 中国移动游戏市场规模 .....	9
图表 20： 2018 中国移动游戏研发商市场格局 .....	9



图表 21: 18Q4 中国移动游戏发行商全平台市场格局.....	9
图表 22: 以客户端游戏为例说明游戏研发及运营流程.....	10
图表 23: 游戏行业商业模式概览.....	11
图表 24: 游戏四要素——游戏机制、实现技术、世界观故事和美术表现.....	12
图表 25: 中国区游戏收入排行榜前十位均为 IP 游戏.....	13
图表 26: IOS 中国区手游畅销榜前十位均为 IP 游戏.....	14
图表 27: 王者荣耀下载量位居前列, 游戏类始终位列前十, 策略类和动作类游戏始终位居前三.....	15
图表 28: 《梦幻西游》占据中国 IOS 畅销榜角色扮演类及动作类游戏前列.....	15
图表 29: 《三国志·策略版》占据中国 IOS 畅销榜策略类及沙盘模拟类游戏前列.....	15
图表 30: 《阴阳师》占据中国 IOS 畅销榜策略类及角色扮演类游戏前列.....	15
图表 31: 看电影/电视剧, 玩游戏, 看动画和漫画为网络文学爱好者主要的娱乐活动.....	15
图表 32: 客户端游戏和移动游戏为网络文学爱好者主要参与的游戏类型.....	15
图表 33: 绝大多数网络文学爱好者愿意为游戏付费.....	15
图表 34: 公司历史大事件回顾.....	17
图表 35: 三七互娱前十大股东.....	19
图表 36: 三七互娱管理层说明.....	19
图表 38: 1Q19 网页游戏开服组数(传奇霸业: 三七互娱旗下).....	20
图表 39: 旗下主要 IP 及 IP 变现进程(黑色星号为已完成进程/产品, 白色星号为计划中或未来可能开发的进程/产品).....	21
图表 40: 新游戏产品研发计划和进程(截止到 2019 年上半年).....	23
图表 41: 三七互娱网络游戏收入和同比增长.....	23
图表 42: 三七互娱营业收入占比.....	23
图表 43: 三七互娱归母净利润.....	23
附录: 公司财务预测表(百万元).....	25



## 投资案件

### 投资评级与估值

我们维持三七互娱「买入」的投资评级：基于（1）研运一体模式成功，搭配网页游戏领导地位显著，该等优势已被移植至移动游戏；（2）IP 储备丰富、品类齐全，变现模式多样，持续增长可期；（3）受惠中国 5G 商用起飞，VR/AR 游戏及云游戏进入增长快车道，为 2020 年业绩引擎。

我们预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 127 亿元、151 亿元和 176 亿元，同比增速分别为 66%、19%和 17%；归母净利润分别为 21.6 亿元、24.6 亿元和 28.0 亿元，同比增速分别为 135%、14%和 14%。

### 关键假设点

公司营收近 100%来自于网络游戏业务，为公司核心业务，鉴于公司旗下游戏产品表现优异、不断引入并改编 IP，我们预计该业务收入增速将呈现稳定上升趋势，未来三年增速分别为 66%、19%和 17%。

### 有别于大众的认识

我们认为根本驱动力是研运一体带来的经营效率改善，以及互联网企业对用户入口的争夺。研运一体带来的效率改善可简述为，运营平台将与玩家持续互动的数据，及时传导至研发端，不断优化关卡，增加可玩性和付费点。这意味着更多的“坑”，更巧妙的“坑”，综合带动 ARPU 值的提升，为游戏提供商带来更为充沛和持续的现金流（资本市场则对应更高的估值中枢）。

游戏四大要素分别为：游戏机制、实现技术、世界观和美术故事，游戏机制和实现技术有大的突破是比较难的，而搭配不同的世界观和美术故事立刻就能衍生出一款新游戏。对于移动游戏而言更是如此，因为生命周期相对短暂。对于一个 IP 来说，关键在于不能抓到核心用户群，IP 的打造是长期积累的过程，短期 IP 能够引起一定市场的关注，投资者需要衡量的是 IP 给游戏带来的用户与拿到 IP 的付出。

### 股价表现催化剂

游戏产品流水超预期，5G 商用市场推进超预期，市场对 VR/AR 游戏及云游戏的热度激增。

### 核心风险提示

游戏产品流水不及预期，市场陷入非理性导致估值过高。

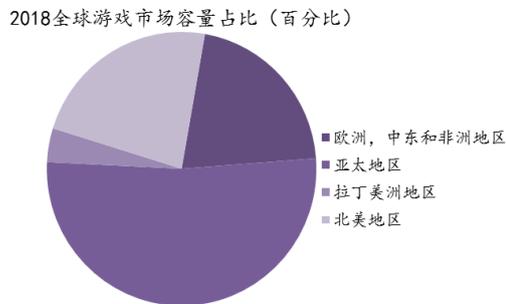


## 一、行业分析

### (一) 中国为全球游戏增长引擎，游戏移动化趋势延续

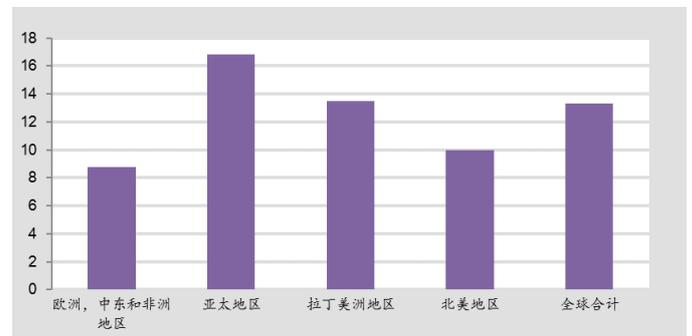
Newzoo 数据显示，2018 年全球游戏行业市场容量为 1,378 亿美元，其中亚太地区为 714 亿美元，占比为 52%，同比增速为 16.8%，同期全球合计同比增速 13.3%，为增速最快的地区。并预估至 2021 年全球游戏行业市场容量将增长至 1,801 亿美元，对应 2018 年至 2021 年复合增长率为 9.31%。中国为全球游戏行业的增长引擎，Newzoo 预估中国游戏行业的市场容量将由 2018 年的 379 亿美元增长至 2021 年的 507 亿美元，对应 2018 年至 2021 年复合增长率为 10.19%，即表示 2018 年至 2021 年全球游戏行业增量的 30.3%来自中国。

图表1： 2018 全球游戏市场容量



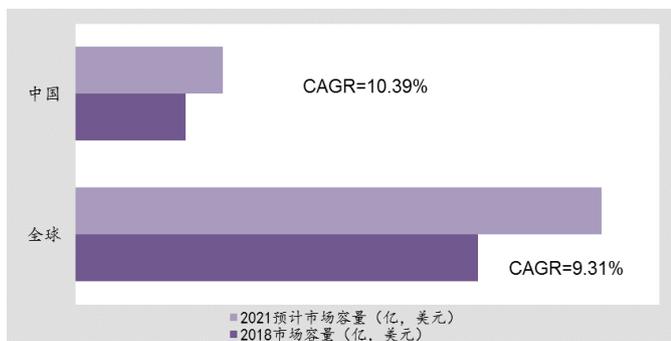
资料来源: Newzoo, 联讯证券研究院

图表2： 2018 年全球游戏按地区市场容量的同比增速



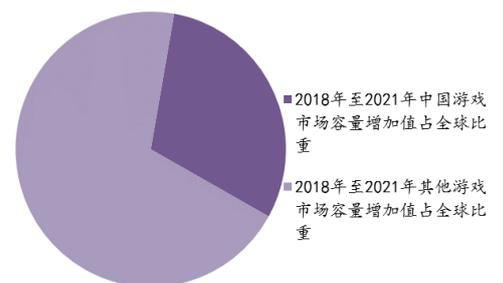
资料来源: Newzoo, 联讯证券研究院

图表3： 未来全球游戏市场容量和中国游戏市场容量



资料来源: Newzoo, 联讯证券研究院

图表4： 预估全球游戏市场容量增量中 30%来自中国

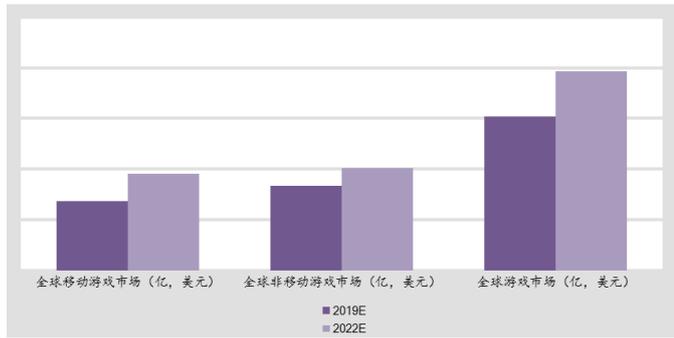


资料来源: Newzoo, 联讯证券研究院

游戏行业移动化趋势延续。Newzoo 预估，2019 年至 2022 年全球移动游戏和非移动游戏市场容量的复合增长率分别为 11.67%和 6.70%，综合带动全球游戏行业市场容量由 2019 年的 1,521 亿美元升至 2022 年的 1,961 亿美元，对应 2019 年至 2022 年市场容量的复合增长率为 8.84%。移动化趋势延续，预计全球移动游戏的市场容量的占比将由 2018 年的 44%升至 2022 年的 49%。

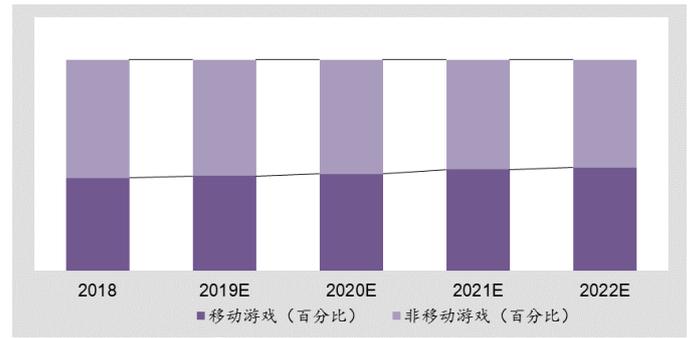


图表5: 2019-2022 全球移动游戏市场容量复合增长率



资料来源: Newzoo, 联讯证券研究院

图表6: 全球游戏市场容量占比



资料来源: Newzoo, 联讯证券研究院

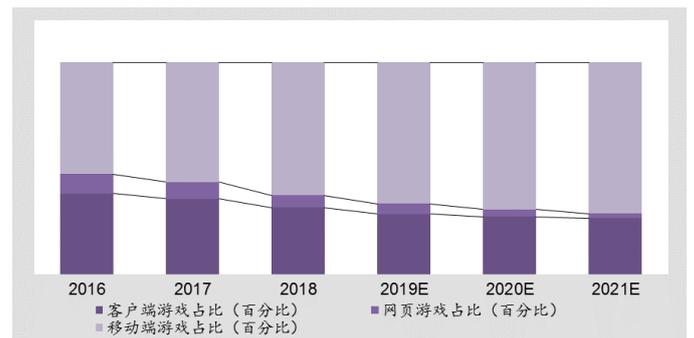
将视线转向中国, 2018 年中国游戏行业的实际销售收入为 2,144 亿元, 增速较之前有所放缓, 为 5.3%。根据伽马数据 (CNG), 预计 2019 年全年中国游戏行业实际销售收入为 2,300 亿元, 中国的移动游戏行业仍处增长期; 并预估 2021 年中国客户端游戏、网页游戏和移动游戏市场占比分别为 26.5%、2%和 71.5%。

图表7: 中国游戏市场实际销售收入



资料来源: 伽马数据, 联讯证券研究院

图表8: 中国网络游戏细分市场容量占比

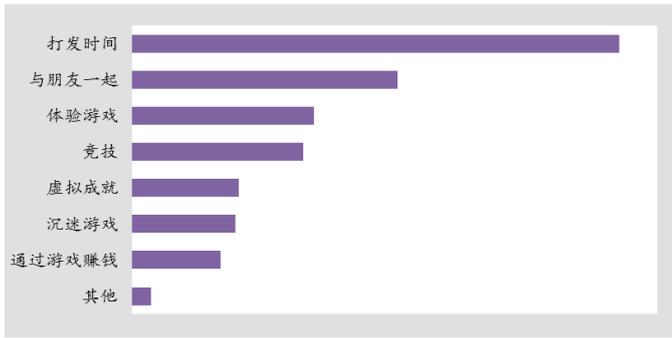


资料来源: 易观咨询, 联讯证券研究院

以客户端游戏为例 (该类群体是相对而言最为资深的玩家, 重度游戏玩家集中营), 艾瑞咨询的研究表明, 休闲和社交为玩家的主要诉求 (社交需求天生匹配移动端), 而太花时间和朋友离开该款游戏为玩家流失的重要原因。同时, 由于与客户端游戏相比, 移动游戏和网页游戏沉浸感不强 (不会给玩家太大压力, 玩一款游戏就必须坐在 PC 前几个小时), 进出方便, 游戏设备 (多为手机和平板) 方便携带。特别是移动游戏, 随时随地可玩 (25%的玩家午休时玩, 18%的玩家晚饭后玩, 16%的玩家上学放学/上班下班途中玩等), 累计可以占用玩家更多时间。



图表9： 休闲和社交为客户端游戏玩家的重要诉求



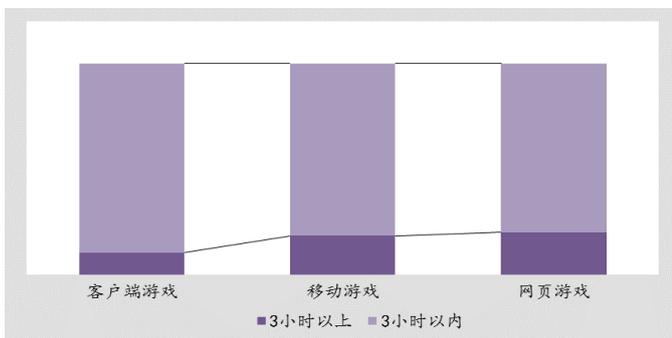
资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

图表10： 客户端玩家流失的主要原因



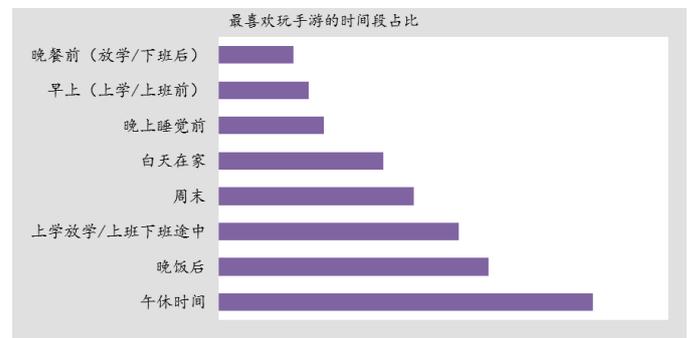
资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

图表11： 移动游戏和网页游戏占用玩家较多时间



资料来源：艾瑞咨询，企鹅智库，联讯证券研究院

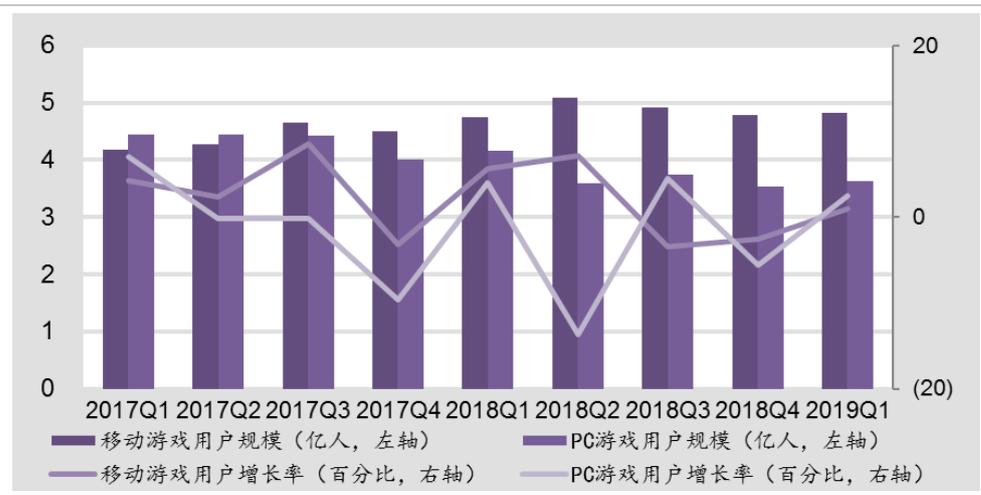
图表12： 移动游戏天生匹配碎片化时间



资料来源：Mintegral & Newzoo，联讯证券研究院

从用户规模来看，2019 年第一季度移动游戏用户规模达到 4.83 亿人，比 PC 端（客户端和网页端）用户规模多出近 1.2 亿人。对比自 2017 年第一季度以来的季度同比用户数量增长率，移动游戏用户增长率大部分时间都超过 PC 端用户数量增长率。

图表13： 2017-2019Q1 中国网络游戏用户规模



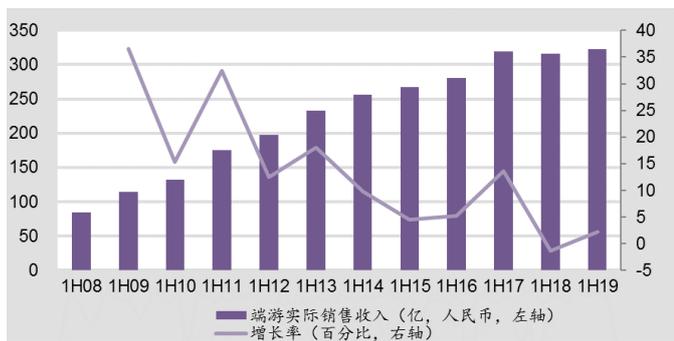
资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院



## (二) 移动端集中度提高，并购可期

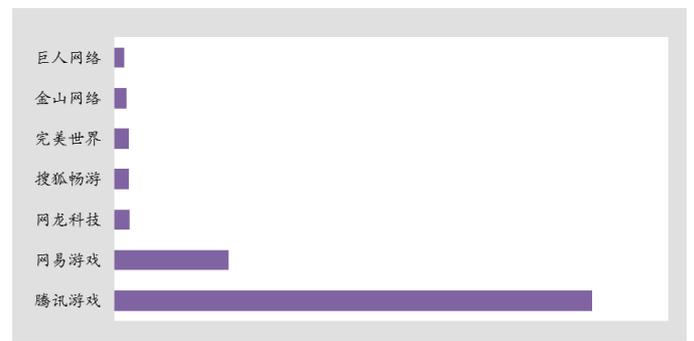
分客户端游戏、网页游戏和移动游戏看，中国客户端游戏 2019 年上半年市场容量较 2018 年上半年同比增长 2.3%，腾讯（0700.HK）游戏领导者优势明显，其 2019 年一季度客户端游戏营收达到 138 亿元，为同行业第一，为第二网易游戏 33.06 亿元营收的四倍。客户端游戏市场呈现集中度稳步提升之态势，市场结构成熟特质明显。网页游戏 2019 年上半年市场实际销售收入较 2018 年同比下降 18.04%，研发端格局较为分散，37 互娱和杭州盛游位列 2019 年一季度开服数量前两名，和其后的研发商差距较大，该等格局下，我们认为，更多网页游戏研发端并购可期。平台端开服组数方面 37 游戏遥遥领先，其后是 360 游戏、搜狗游戏等，差距不大。我们认为网页游戏的格局，给领导者提供了整合的机会，无论是产业链纵向一体化（研运一体）还是横向并购。

图表14： 中国客户端游戏市场实际销售收入



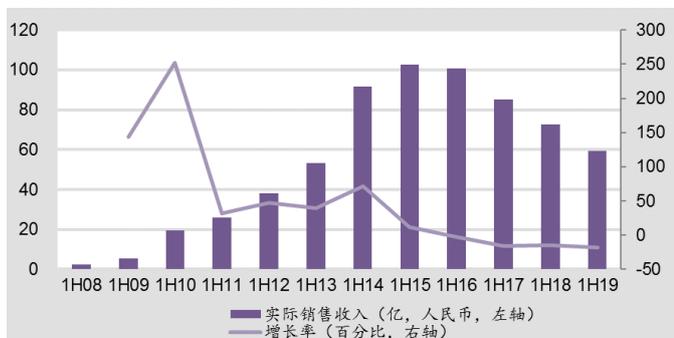
资料来源：伽马数据，联讯证券研究院

图表15： 19Q1 中国客户端游戏头部厂商营收



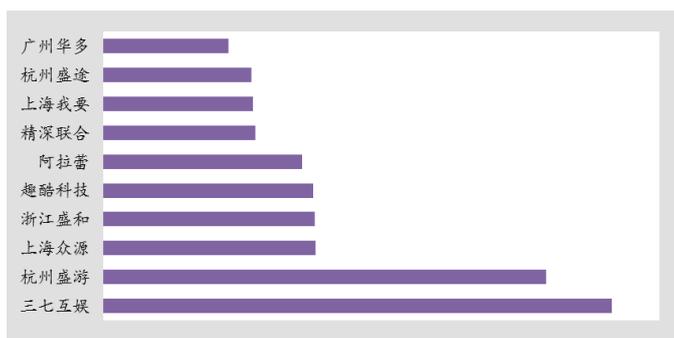
资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

图表16： 中国网页端游戏市场实际销售收入



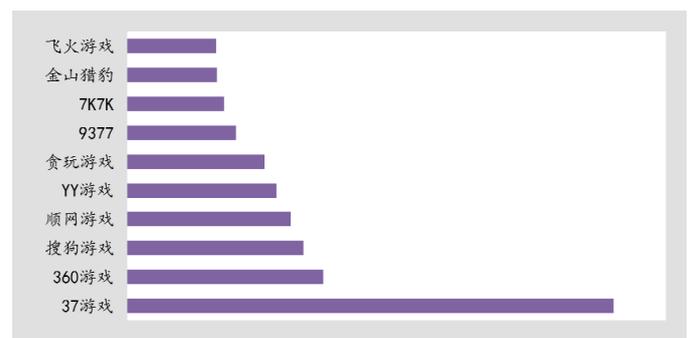
资料来源：伽马数据，联讯证券研究院

图表17： 19Q1 网页游戏研发商开服数量



资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

图表18： 19Q1 中国网页游戏平台开服 TOP10

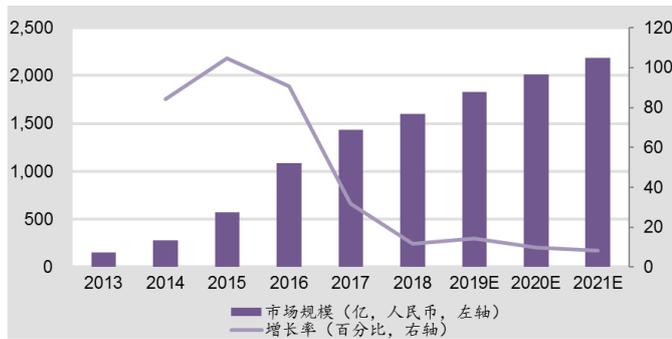


资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院



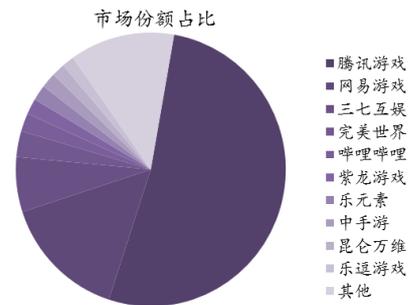
中国移动游戏 2018 年的市场规模较 2017 年同比增长 11.7%，预计到 2021 年市场规模将达到 2,183 亿元，同比增长率回落到 8.4%。研发端腾讯为领导者，市场份额达到 52.25%。发行端中手游为领导者，市场份额达到 20%。移动游戏而言，发行渠道相对重要，因为游戏玩家有诸多渠道入口，需要发行商设定市场推广策略，但利润率空间有限，因为下游入口多集中在互联网巨头手中。我们认为该领域的并购可提供规模效应，持续并购可期，市场份额领先者为优质买家。

图表19： 中国移动游戏市场规模



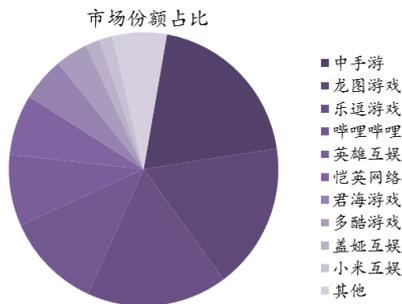
资料来源：易观咨询，联讯证券研究院

图表20： 2018 中国移动游戏研发商市场格局



资料来源：易观咨询，联讯证券研究院

图表21： 18Q4 中国移动游戏发行商全平台市场格局



资料来源：易观咨询，联讯证券研究院

### （三）产业链：研运一体为趋势

回顾近几年，游戏行业一、二级市场并购层出不穷，打破了之前研发商和运营商相对对立的格局。我们认为根本驱动力是研运一体带来的经营效率改善，以及互联网企业对用户入口的争夺。研运一体带来的效率改善可简述为，运营平台将与玩家持续互动的数据，及时传导至研发端，不断优化关卡，增加可玩性和付费点。这意味着更多的“坑”，更巧妙的“坑”，综合带动 ARPU 值的提升，为游戏提供商带来更为充沛和持续的现金流（资本市场则对应更高的估值中枢）。根据我们对产业的访谈，将游戏研发运营流程简单分享：

- （1） 游戏生命周期分为研发期和运营期：以端游为例（手游流程类似，但略微精简），生命周期可分为，①研发期；②运营期。研发期分为立项阶段和量产阶段。立项的流程为，首先做DEMO，DEMO会投入5-10个人左右，对游戏的核心玩法进行预演，一般1-3个月内做成DEMO原型（最快也需要两周）。之后进行立项评审。评审的主要内容为DEMO原型、场景商业计划书、预算（含人力、开发时间、用户规模和收入的预估）。评审者会关注场景本身的市场定位和投入成本，并对市场预期进行预估，也要结合团队本身的技术能力预估核心成员需要投入的成本。



- (2) 评审的五个阶段，从PR1到PR5：①PR1，场景节点评审。这里包括所有技术相关内容（如引擎、后台架构和美术制作等），通过之后会正式立项，然后进行整体归档，把细节内容敲定，如规范、技术模型、整体方向以及后续营收方式。②PR2，对项目阶段性的点进行考核，该阶段是对PR1的补充，该阶段DEMO的整体品质要让大家看到信心，如整体的美术风格、基础性能，对未来用户盘子的预估。一般是由市场部根据现在主流类别占到市场用户的盘子，来对核心用户群和营收进行预判。③PR3，接近量产的阶段，整个团队已经有30-50人，对游戏内容进行评审，比如MORPG，一般来说是对未来的关卡，核心可玩点有多少，预估游戏内容运营期能支撑多长时间，对开发效率进行评估。正式上线之前，研发期所做内容约占30%，后期运营时团队整体开发效率能跟上运营节奏是很重要的，如果跟不上版本更新，数据会不好，因为网络游戏需要持续新的内容刺激用户。PR2到PR3之间，市场团队会加入，对游戏整体的品牌策略进行梳理，包含游戏官网预热，线下广告推广，以及一些游戏细节，譬如LOGO，具体品牌要主打的核心用户群的喜好等进行研究，主要是为了公测之前的预热。④PR4：该阶段的重点是看版本质量，对所有游戏内容进行审核。⑤PR5（公测）：一般PR4就会发布游戏，不是大规模发布，而是删档内测，不会放太多的用户进来，主要是通过前期核心用户群的摸索，吸引对整个品牌方向关注的用户，放一些核心用户去体验，搜集反馈。公司会有评判机制，如果整体数据达标，譬如次留、七留和留存率等，就进行不删档测试，然后再进行公测。
- (3) 运营期：主要由研发团队针对用户反馈进行版本更新，根据游戏内容版本来进行相应活动，如游戏内容制作和游戏公告等。

图表22：以客户端游戏为例说明游戏研发及运营流程

	核心职能	所需资源	所需时间	说明	
研发期	立项	核心玩法预演	5-10人	一般1个月到3个月，最快也要两周	做出Demo，对核心玩法进行预演，然后开始评审
	评审（分为PR1到PR5五个阶段）	正式立项			对Demo的原型、场景商业计划书和预算（含人力、开发时间、用户规模和收入等）进行预估
	PR1	场景节点评审			评审所有技术相关内容（如引擎、后台架构和美术制作等），通过之后会正式立项，然后进行整体归档，把细节内容敲定，如规范、技术模型、整体方向以及后续营收方式
	PR2	预判核心用户群和营收			该阶段是对PR1的补充，该阶段Demo的整体品质要让投资者看到信心，如整体的美术风格、基础性能以及对未来用户盘子的预估。该阶段市场部开始介入，根据现在主流类别占市场用户的盘子，来对核心用户群和营收进行预判
	PR3	游戏预热	该阶段团队已有30-50人		该阶段快接近量产阶段，正式上线之前，研发期所做内容约占30%，后期运营时团队整体开发效率能跟上运营节奏是很重要的，如果跟不上，数据会不好，因为网络游戏需要持续新的内容刺激玩家。PR2到PR3阶段，市场团队会加入，对游戏整体的品牌策略进行梳理，包含游戏的官网预热，线下广告推广，以及一些游戏细节等，譬如LOGO，并对具体品牌要主打的核心用户群的喜好等进行研究，主要是为了公测之前的预热
	PR4	评审游戏内容			一般PR4阶段就会发布游戏，不是大规模发布，而是删档内测，不会放太多的用户进来，主要是通过前期核心用户群的摸索，吸引对整个品牌方向关注的用户，放一些核心用户去体验，搜集反馈。会有评判机制，如果整体数据达标（如次留、七留和留存率），就进行不删档测试，然后再进行公测
运营期	PR5	公测			公测一般是在内测数月后，游戏的BUG经过内测，已明显减少，允许玩家注册账号，数据予以保留，公测数月后进入正式运营。会邀请一些全国各地的用户参加测试，主要是侧重于客户端可能出现的问题，测试服务器的性能和查找程序的Bug
	量产	维护运营游戏	研发支持、市场推广和客户服务		主要由研发团队针对用户反馈进行版本更新，根据游戏内容版本来进行相应活动，如游戏内容制作和游戏公告等

资料来源：联讯证券研究院



图表23： 游戏行业商业模式概览

	游戏研发商	游戏发行商	游戏渠道商	游戏玩家
核心职能	提升可玩性，增加玩家粘性	市场推广、运营维护及客户服务	使游戏通达至目标玩家（被看到、被下载）	
壁垒	团队经验（对玩家行为和市场的理解）	渠道资源，资金实力和优化能力	规模	
集中度	端游：非常集中 页游：较分散 移动游戏：较分散	端游：非常集中 页游：较集中 移动游戏：较集中	端游和页游多为自有渠道 移动游戏份额多集中在互联网巨头手中	
原因	端游和页游为成熟市场，格局稳定且集中度高；移动游戏市场空间大，格局活跃且分散，新进入者有望依靠现象级大作赢得市场份额		互联网公司（超级APP）掌握用户入口	
毛利率	端游60% 页游：60% 移动游戏：60%	端游：不适用 页游：60% 移动游戏：70%	端游：不适用 页游：不适用 移动游戏：40%	
未来趋势	研运一体，向发行端纵向一体化	研运一体，向研发端纵向一体化		

资料来源：联讯证券研究院

#### （四）游戏四要素：游戏机制、实现技术、世界观和美术故事

概括而言，游戏四大要素分别为：游戏机制、实现技术、世界观和美术故事。游戏机制和实现技术给游戏定下基调，搭配不同的世界观和美术故事，就能构成一款新游戏。

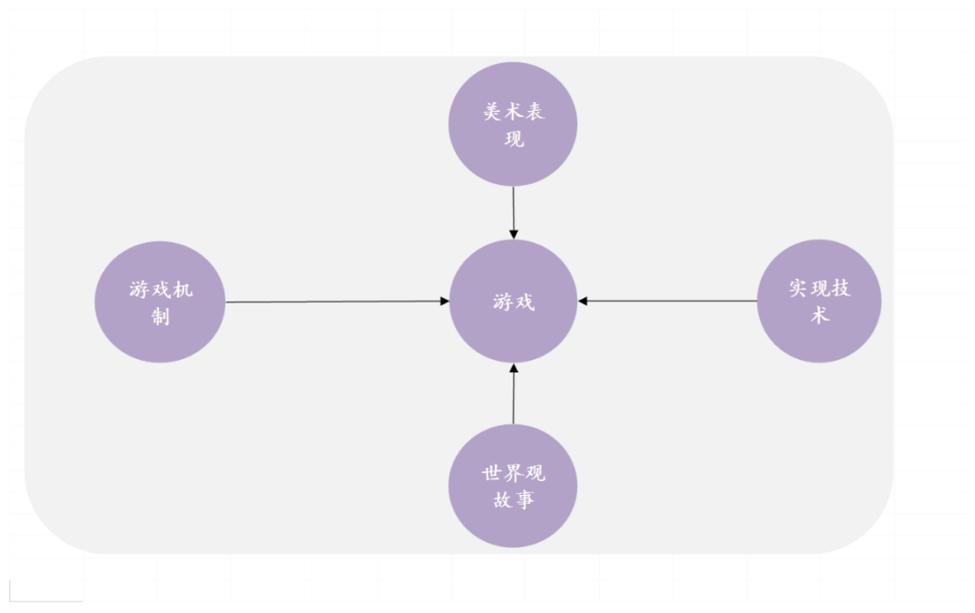
- （1） 游戏机制：包含很多内容，如操作模式（端游和手游模式不一样）；核心玩法，这是区别游戏类型很重要的点，是第一人称还是第三人称，动作游戏还是赛车游戏，这些都是在 DEMO 时期需要确定的内容；承载玩法的关卡内容，什么样的地图、怪物等（这些都是玩家关注的）。现在重度游戏的基本模式是玩家作为一个容器，有一个累积、成长的过程，中国玩家重视成长；付费模式，是点卡、包月还是免费，付费模式是依托系统的。比如《传奇》，为什么玩家愿意花十几万去买装备，因为花了钱能在数值上释放。游戏机制的核心是数值，这是开发团队的策划需要负责的内容。策划分为数值策划、关卡策划和系统策划。数值策划本身对玩家体验、玩家感知要求非常高，这直接决定了游戏能挖多少坑，挖得多巧妙。
- （2） 实现技术：包括引擎，不管是 2D 游戏还是 3D 游戏，引擎可以自研也可以用商业引擎。如果是自研，对团队要求非常高，开发出来至少需要 3 年以上。如果是商业引擎（有专门的引擎公司，如 Unity），团队前期需要的准备工作少很多，但做出来的东西，性能可能不会特别高。引擎包含渲染模块、开发工具流、大量的插件、主体、支撑服务，还有相应的工具模块、后台的技术



架构、本身平台接入的体系，以及美术表现等。对于游戏而言，每一个模块都是非常重要的。

- (3) 世界观故事：就是 IP，对于端游来说 IP 是逐步打造的过程。为什么手游更加依赖 IP，因为手游的生命周期短，用户接近短期体验的特性，需要曝光渠道获取。世界观由策划和美术来确认，由故事策划和文案策划来梳理故事。
- (4) 美术表现：比如 QQ 飞车，本身没有很复杂的系统，车子没有很大的差别，性能差别也不大，只是需要个性化来表现。

图表24： 游戏四要素——游戏机制、实现技术、世界观故事和美术表现



资料来源：联讯证券研究院

### （五）IP 的力量：玩家迅速带入，对移动游戏尤为重要

游戏机制和实现技术有大的突破是比较难的，而搭配不同的世界观和美术故事立刻就能衍生出一款新游戏，如果有好的 IP，玩家的带入将是爆发性的，这也是渐趋成熟的市场中，IP 受到热捧的理由。App Annie 数据显示（基于 2019 年 10 月数据），中国区游戏收入排行榜前十位均为 IP 游戏。



图表25: 中国区游戏收入排行榜前十位均为 IP 游戏

排行	游戏名称	是否为IP游戏	所属公司	说明	世界观及故事情节简介
1	王者荣耀	是	腾讯	《王者荣耀》是由腾讯游戏天美工作室群开发并运行的一款运营在Android、IOS、NS平台上的MOBA类手机游戏，于2015年11月26日在Android、IOS平台上正式公测，王者荣耀是类dota手游，游戏中的玩法以竞技对战为主，玩家之间进行1V1、3V3、5V5等多种方式的PVP对战，还可以参加游戏的冒险模式，进行PVE的闯关模式等	无限时空中，时光的洪流汇聚于同一片大陆。机关术与魔法肆虐，让世界面目全非。英雄，那些熟知的名字，不可思议的聚集在一起。抛却了过往荣光，遵循野心与欲望，随心所欲寻求力量，乃至彼此追逐杀戮。而在一个又一个传奇的背后，唤灵师的身影时隐时现，没错，他们，才是历史真正的创造者，生存或者毁灭，战争，似乎永无止境。游戏正式服（安卓和IOS平台）已经出了几十位英雄，定期也会推出新的英雄，英雄定位可分为了法师、战士、坦克、刺客、射手、辅助，不同的英雄拥有不同的属性和技能。每个英雄都有多个主动攻击技能和1个被动技能，在匹配模式下，玩家可以使用周免英雄、体验卡英雄和已经购买的英雄参加战斗
2	和平精英	是	腾讯	《和平精英》是由腾讯光子工作室群自研打造的军事竞赛体验手游，该作于2019年5月8日正式公测。《和平精英》采用虚幻4引擎研发，致力于从画面、地图、射击手感等多个层面，为玩家全方位打造出极具真实感的军事竞赛体验。	未来，和平成为世界主流。但出于战略意义上的考虑，以及训练成果考核的需要，各国约定：每隔一段时间，便进行一场世界范围内的联合军事演习。目标是考察特种兵在恶劣条件下的搜集侦察与野外作战能力，并以此挑选出“和平精英”。
3	梦幻西游	是	网易	是由网易研发的基于网易原端游《梦幻西游》内容开发的手游，端游《梦幻西游》曾经是中国内地同时在线人数最高的网络游戏	四海之大，该向何方寻找，该如何劝服他们甘愿苦历千山，远经万水，到佛祖处求真经，教化众生，化解千年冤屈；玩家扮演一名转世的修士穿越回大唐贞观年间（唐僧西行开始之时），投身于《西游记》的剧情中
4	三国志·战略版	是	阿里	《三国志·战略版》由光荣特库摩正版授权的策略类型手游	当我们身处三国乱世的一方势力——可以重逢历史上的名将，识人用人，登庸委任，单挑舌战，篆刻自己的青史佳话。可以兼顾大局，在资源有限选择众多的前提下，算计博弈崛起成为一方势力。可以排兵布阵，搭配战法与兵种，综合敌我情况，真切感受以少胜多攻占强敌的成就感。更可以面对整个世界，一步一步开创属于你的历史。
5	精灵盛典	是	三七互娱	旗下团队三七游戏（原极光网络）自主研发，属于奇迹MU的IP手游	以西方魔幻世界为背景打造的大型动作手游
6	跑跑卡丁车官方竞速版	是	上海邮通	《跑跑卡丁车官方竞速版》是由上海邮通科技有限公司制作发行的一款3D竞速赛车手游，该作于2019年7月2日公开测试。	游戏讲述海盗军团不择手段地破坏繁荣山丘和平的故事，玩家可以扮演皮蛋、黑妞等车手角色，去阻止海盗军团们在繁荣山丘搞破坏
7	大话西游	是	网易	是由网易研发的基于网易原端游《大话西游2》内容开发的手游	观音大士点化玄奘、孙悟空、猪八戒和沙僧一行四人西行取经。然而天数注定，一场轮回纠葛就要展开。当年的“屠神盛宴”、一万三千年来的记忆和遗忘中爱恨情仇的纠缠、如今的渔村乱象与天命的取经人，这一切都是相互牵引、早已注定的，既有因，必生果，因果轮回，天地大数。而玩家将作为这次天命轮回的见证人和参与者，注定踏上这条生而肩负的征途
8	崩坏3	是	米哈游	《崩坏3》是由米哈游科技（上海）有限公司制作发行的一款角色扮演类手机游戏，该作于2016年10月14日全平台公测。	游戏讲述了世界受到神秘灾害“崩坏”侵蚀的故事，玩家可扮演琪琳、白夜执事、第六夜想曲、月下初拥、极地战刃、空之律者、原罪猎人等女武神，去抵抗崩坏的入侵，维护好这个世界的和平。
9	阴阳师	是	网易	《阴阳师》是由中国网易移动游戏公司自主研发的3D日式和风回合制RPG手游。2016年12月15日，工夫影业、华谊兄弟电影和网易影业宣布联手打造《阴阳师》电影及剧集。	游戏中的和风元素是以《源氏物语》的古日本平安时代为背景设计的。游戏剧情以日本平安时代为背景，讲述了阴阳师安倍晴明于人鬼交织的阴阳两界中，探寻自身记忆的故事。故事发生在人鬼共生的年代，原本属于阴阳界的魑魅魍魉，潜藏在人类的恐慌中伺机而动，阳界的秩序岌岌可危。幸而世间有着一群懂得观星测位、画符念咒，还可以跨越阴阳两界，甚至支配灵体的异能者，他们正各尽所能，为了维护阴阳两界的平衡踏上性命战斗并被世人尊称为“阴阳师”。游戏中玩家扮演一名阴阳师，其职责就是退治妖怪，玩家角色与被收服的式神作为作战单位一同参与到战斗中。
10	率土之滨	是	网易	《率土之滨》是由网易游戏制作发行的一款全自由实时沙盘战略手游，该作于2015年10月22日正式公测。	游戏以三国历史为背景，讲述东汉末年的群雄割据，魏、蜀、吴三国之间的政治和军事斗争的故事。玩家可以扮演主公的身份，进入游戏去建造城池、生产资源、招兵买马等，来提高自己的军事实力，从而实现统一天下的愿望

说明：基于 App Annie 提供的 2019 年 10 月中国区数据

资料来源：App Annie，联讯证券研究院



图表26: IOS 中国区手游畅销榜前十位均为 IP 游戏

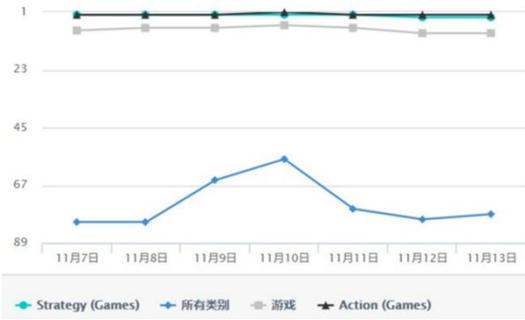
#	应用	游戏总榜	分类排名	关键词覆盖	评分统计	最新版本	公司名称
1	 王者荣耀 Tencent Mobile Games	1 游戏	1 动作游戏	17276	4.3 698万个评分	2019-11-19	深圳市腾讯计算机系统有限公司
2	 梦幻西游 网易移动游戏	2 游戏 ▲1	2 动作游戏	11567	3.9 6.92万个评分	2019-11-18	网易(杭州)网络有限公司
3	 明日方舟 鹰角网络	3 游戏 ▼1	2 策略游戏	4684	4.6 6.7万个评分	2019-11-19	-
4	 三国志 战略版 Aligames Inc.	4 游戏 ▲1	3 策略游戏 ▲1	16507	4.5 3.27万个评分	2019-11-02	-
5	 和平精英 Tencent Mobile Games	5 游戏 ▼1	3 动作游戏	15262	4.6 873万个评分	2019-10-21	深圳市腾讯计算机系统有限公司
6	 大话西游 网易移动游戏	6 游戏	2 角色扮演	12774	4.5 2.97万个评分	2019-11-13	网易(杭州)网络有限公司
7	 乱世王者 Tencent Mobile Games	7 游戏 ▲20	5 策略游戏 ▲7	6485	4.4 4.13万个评分	2019-10-30	深圳市腾讯计算机系统有限公司
8	 率土之滨 网易移动游戏	8 游戏	2 模拟游戏	8569	4.6 10.1万个评分	2019-11-20	网易(杭州)网络有限公司
9	 龙珠最强之战 Tencent Mobile Games	9 游戏 ▲27	9 游戏 ▲27	6980	4.2 1.54万个评分	2019-11-04	深圳市腾讯计算机系统有限公司
10	 天龙八部手游 Tencent Mobile Games	10 游戏 ▼3	5 动作游戏	14957	4.7 39.6万个评分	2019-11-12	深圳市腾讯计算机系统有限公司

资料来源: 七麦数据, 联讯证券研究院

便于顺畅改编至游戏的主要有以下几类 IP: 游戏 IP、网络文学 IP 和影视 IP, 其中游戏 IP 是最容易改变成功的, 因为客户容易移植。譬如,《梦幻西游》是由网易研发的一款基于网易原客户端游戏《梦幻西游》而来的移动游戏, 曾经是中国内地同时在线人数最高的网络游戏, 改编成的移动游戏《梦幻西游》长期名列 IOS 畅销榜前列。文学 IP 改编经久不衰, 经典文学本身内容为人熟知, 游戏受众面更加广泛, 如《三国志》和《三国演义》改编而来的《三国志·策略版》手游。对于影视 IP 来说, 影游联动带入效果显著, 特别是在初期阶段。譬如之前的影视大作《花千骨》和日本经典影视 IP《阴阳师》, 延伸效应明显。

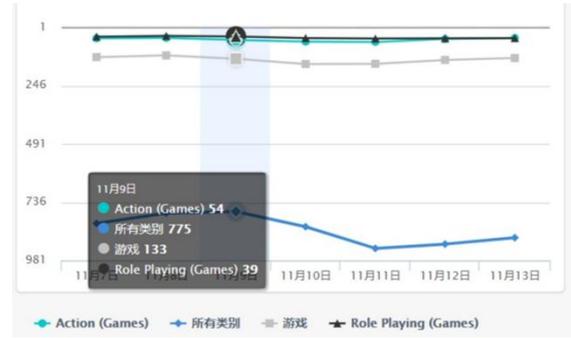


图表27: 王者荣耀下载量位居前列, 游戏类始终位列前十, 策略类和动作类游戏始终位居前三



资料来源: App Annie, 联讯证券研究院

图表28: 《梦幻西游》占据中国 IOS 畅销榜角色扮演类及动作类游戏前列



资料来源: App Annie, 联讯证券研究院

图表29: 《三国志·策略版》占据中国 IOS 畅销榜策略类及沙盘模拟类游戏前列



资料来源: App Annie, 联讯证券研究院

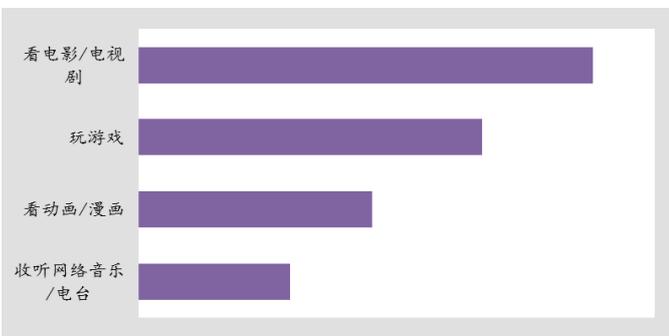
图表30: 《阴阳师》占据中国 IOS 畅销榜策略类及角色扮演类游戏前列



资料来源: App Annie, 联讯证券研究院

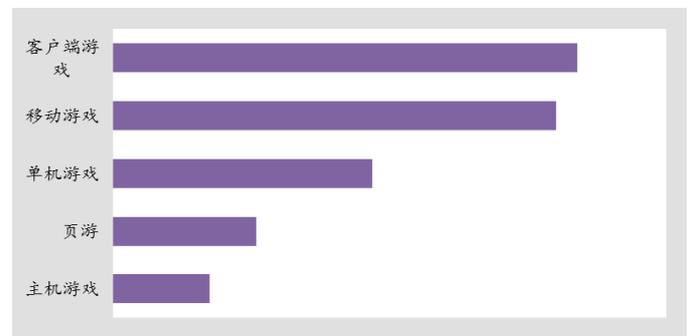
除经典文学类 IP 外, 网络文学 IP 也有较高移植价值。艾瑞咨询调查显示, 玩游戏为网络文学爱好者一项重要的娱乐, 且绝大多数网络文学爱好者愿意为游戏付费, 这表明网络文学 IP 同样有较高的移植价值。

图表31: 看电影/电视剧, 玩游戏, 看动画和漫画为网络文学爱好者主要的娱乐活动



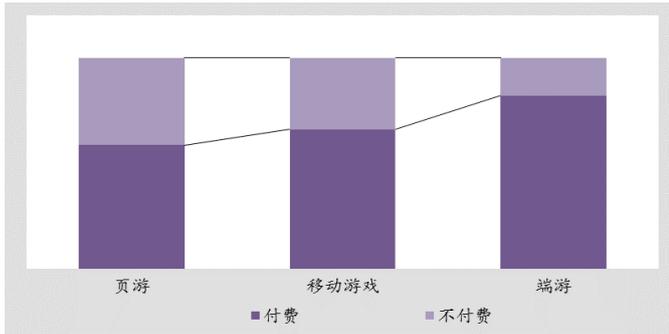
资料来源: 艾瑞咨询, 联讯证券研究院

图表32: 客户端游戏和移动游戏为网络文学爱好者主要参与的游戏类型



资料来源: 艾瑞咨询, 联讯证券研究院

图表33: 绝大多数网络文学爱好者愿意为游戏付费



资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

总体而言，我们认为对于一个 IP 来说，关键在于能不能抓到核心用户群。IP 的打造是长期积累的过程，像漫画 IP，都会经过几年、十多年的积累，才会形成强大的 IP 资源。短期 IP 能够吸引一定的市场关注度，对于购买 IP 的投资者来说，需要衡量的是游戏带来的用户与拿到 IP 的付出。

## 二、公司概况

### （一）公司简介

公司于 2011 年 3 月在深圳证券交易所中小板首发上市，创设之初公司的主营业务为汽车塑料燃油箱的制造和销售，由于原主业行业空间有限，为提升股东回报，2013 年开始向传媒娱乐领域转型，以发行股份和支付现金的方式收购了三七玩 60% 的股权。三七玩为中国领先的游戏运营商，并拥有成功的研运一体经验，中国网页游戏市场份额第二。2014 年 12 月通过收购韩国 EST Soft (047560.KS) 切入韩国市场，国际化迈出第一步。随后，公司先后与奥飞动漫 (002292.SZ)、芒果互娱、星皓影业和顺网科技 (300113.SZ) 等在动漫 IP、影视 IP 和发行渠道等产业链多领域进行了泛娱乐布局，近年来通过投资，在 VR/AR 游戏、青年社交、少儿教育等领域进行业务拓宽。



图表34： 公司历史大事件回顾

时间	事件	说明
2013年10月	开始向传媒娱乐领域转型	公司以发行股份及支付现金的方式，以收19.2亿的对价收购三七互娱60%的股权
2014年12月	拓展海外市场（韩国）	收购韩国上市公司EST Soft Corp. (047560 KS) 4.9%的股份。EST SOFT成立于1993年，为韩国软件行业的领导者，该公司于2008年7月登陆韩国资本市场Kosdaq，主要业务包括提供PC用户日常使用的诸多软件服务、网络存储服务 and 经营互联网搜索门户网站Zum.com，韩国90%以上的PC用户都使用公司的软件产品。另外，公司自主研发的大型多人在线网页游戏《CABAL Online》（中文名称：惊天动地）在韩国、美国、欧洲和亚洲均拥有很好的口碑。
2015年5月	完全控股三七互娱	董事会通过非公开发行A股预案，用于收购三七互娱剩余40%的股权
2015年5月	绑定股东和经营层利益	推出员工持股计划。员工持股计划的参加对象为公司部分董事、监事及高级管理人员8名（杨军、张云、齐继峰、黄然、姜正顺、叶威、黄根生和刘峰咏）及其他人员，包括公司及其全资、控股子公司符合认购条件的员工，共计72人；发行价格为16.94元/股（调整后）
2015年5月	内容延伸至动漫领域	三七互娱与奥飞动漫（002292 CH）签署战略合作协议，双方将发挥各自的版权和渠道优势，在动漫节目、游戏节目、网络游戏、手机游戏和电影制作等互动娱乐领域开展全方位的深度合作
2015年5月	内容延伸至影视领域	三七互娱与上海芒果互娱和湖南快乐阳光签署了战略合作协议： ①三七互娱拥有顶尖的网络游戏研发及运营发行能力，上海芒果互娱拥有倍受热捧的影视剧集及综艺节目的IP游戏改编权。双方在影视剧集及综艺节目的IP游戏改编方面，将利用各自拥有的资源，进行拓展合作 ②三七互娱为中国网络游戏领域市场份额领先的互联网广告投放者，同时具备领先的广告资源优化和整合营销能力，而快乐阳光拥有大量的优质互联网广告资源。双方达成广告业务的战略合作，在同等投放效果下，三七互娱优先在快乐阳光及其关联平台上投放互联网广告。快乐阳光在同等市场条件下，优先将互联网广告资源给予三七互娱及其关联公司。
2015年6月	建立CP联盟	以6,000万元认购深圳墨麟科技2.19%的股份。2015墨麟科技为中国网页游戏研发厂商市场份额排名第四（为5.9%）
2015年7月	获取拳皇IP（拓展至日本市场）	出资人民币8,500万元，收购喆元文化20%的股权。全部款项用于对游戏公司SNK Playmore Corporation 81.25%的股权收购（对应估值人民币4.25亿）；SNK Playmore为日本游戏公司中的常青藤，旗下知名游戏品牌包括《拳皇》系列、《侍魂》系列、《合金弹头》系列和《饿狼传说》系列等，是日本最负盛名的游戏公司之一；未来双方将发挥各自所处领域的优势，加强在泛娱乐文化领域的合作
2015年8月	内容延伸至影视	与星皓影业签订战略合作协议，双方同意利用自身资源，未来在电影的投资、制作、发行、推广和改编等多个领域展开合作
2015年8月	加强游戏主业	与顺网科技签订战略合作协议，未来将在游戏运营和泛娱乐等多个领域展开合作： ①顺网科技为三七互娱的游戏联运首发的战略合作伙伴，三七互娱对外开放联运的游戏（37游戏官网首发除外），将优先授权顺网联运； ②顺网科技投资慈文传媒集团，拥有的影视作品的改编优先权，将与三七互娱在泛娱乐展开深度合作； ③顺网科技为三七互娱指定的唯一网吧资源投放平台，双方约定将在流量采购等方面达成重要战略合作； ④顺网科技与三七互娱作为重要战略合作伙伴，双方将在游戏运营、大数据营销、资源联合、运营经验分享以及用户服务等领域展开深入合作，通过业务层面的联合，有利于双方进一步提升整体运营效率
2015年8月	与互联网公司进行多元化合作	三七互娱与二三四五（002195 CH）签署了战略合作协议： ①双方将互相结为网络游戏联合运营战略合作伙伴； ②双方将在互联网用户大数据分析方面进行战略合作； ③双方将在互联网金融服务领域进行深度合作； ④双方基于长远战略合作，将建立定期会晤机制、日常工作机制，并建立客户合作和资源分享机制，双方将在用户数据、产品和运营层面建立分享机制
2015年11月		非公开发行A股股票申请获得中国证监会发行审核委员会审核通过
2015年11月		公司孙公司西藏泰富文化传媒有限公司使用自有资金5,000万元，为加快推进公司在文化娱乐版块战略布局，以有限合伙的方式参与设立北京中文安赐股权投资基金合伙企业。
2015年12月		非公开发行股票之标的资产交割完成
2016年1月	布局文化娱乐板块（设立股权投资）	2.4亿投资芒果文创（上海）股权投资基金（芒果文创目标认缴出资总额为人民币30亿元）芒果文创未来将围绕以大文化产业为核心的电影、电视剧、综艺节目、音乐、动漫、体育、移动互联网应用等文化创意类项目进行投资和布局。退出策略：投资项目将主要通过上市、收购兼并、原股东回购、及出售给其他投资者等方式实现投资退出，且基金有限合伙人享有同等条件下的优先受让权。
2016年3月	布局VR	3,166,700美元认购Archiact 10%的股权。Archiact 于2013年创立于加拿大温哥华，致力研发高品质的VR产品。公司具备富有相关经验的人才储备，研发环境和政府扶持政策，目前已经组成40多人的研发团队。Archiact 拥有丰富VR开发技术经验，与Oculus和谷歌VR开发团队关系密切。自主研发的《Lamper VR: First Flight》、《Lamper VR: Firefly Rescue》和《Waddle Home》等多款全球顶级VR游戏内容，多次获得Google Play商店、三星Gear VR Oculus商店榜首推荐。谷歌官方VR行业报告根据用户量，用户好评和活跃度评选的Top 5 VR游戏和应用，Archiact 自研游戏《Lamper VR: Firefly Rescue》排名全球前三
2016年4月	布局IP	上海三七互娱与芒果传媒达成战略投资意向，拟共同发起成立“芒果视频孵化基金”，上海三七互娱将与芒果传媒以及其他机构共同发起设立湖南芒果视频孵化有限公司作为“芒果视频孵化基金”的基金管理人，并在其内容决策委员会占有席位。上海三七互娱同时拟以自有资金不超过4,000万元以有限合伙的方式投资“芒果视频孵化基金”。“芒果视频孵化基金”旨在鼓励原创，挖掘IP，为视频内容生产储备资源，依托芒果生态圈，建立全新的垂直领域孵化模式



2016年10月		本次交易上市公司拟以发行股份及支付现金相结合的方式，购买杨东迈、湛维、网众投资持有的墨鹍科技68.43%股权，购买胡宇航持有的智铭网络49.00%股权。本次交易上市公司共支付交易总对价136,480.00万元，其中，以现金方式支付47,768.00万元，剩余88,712.00万元以发行上市公司股份的方式支付，上市公司发行股份的价格为17.37元/股，共计发行51,071,962股。
2016年10月	收购墨鹍科技（扩大游戏研发领域的市场份额）	墨鹍科技是国内优秀的精品网络游戏研发商，其主营业务为网络游戏的研发制作和授权运营，所研发的网络游戏类型包括精品网页游戏与移动端网络游戏两大领域。墨鹍科技推出的旗下首款3D ARPG动作手游巨作《全民无双》，由深圳腾讯独家代理运营，上线当月即持续稳定在畅销榜前十的位置；推出的3D MMORPG页游《决战武林》，由成都趣乐多独家代理运营，在其旗下的西游网开服数突破3,000组，该款游戏使用墨鹍科技自主研发的3D引擎进行开发，使游戏呈现比肩优秀3D端游的游戏画质。同时，墨鹍科技亦储备了多款在研高品质游戏产品，并与深圳腾讯等多家互联网知名企业达成了稳定合作关系
2016年10月	收购智铭网络（扩大网络游戏代理发行领域的市场份额）	智铭网络是网络游戏代理发行及联合运营商，旗下代理运营《传奇霸业》和《梦幻西游》等知名网络游戏产品，并凭借其独特的代理发行及运营策略吸引了众多的游戏玩家。目前，智铭网络旗下游戏均为非独家代理运营游戏，游戏类型涵盖了战争策略类、角色扮演类、动作角色扮演等多种类型，包括《传奇霸业》和《梦幻西游》等多款优质游戏产品。
2017年2月	收购心动网络（扩大游戏研发和发行领域的市场份额）	以自有资金人民币10,005万元认购心动网络新增股票725万股，获得其增资完成后2.3841%的股权。心动网络主营业务为网页游戏及手机游戏的研发与发行，专注于游戏全产业链的一站式数字娱乐体验服务，通过依托自有的www.xd.com游戏平台，结合联运市场进行游戏产品的发行推广；现旗下主营产品包括：《神仙道》系列、《三国罗曼史》、《横扫千军》、《天天打波利》、《RO仙境传说：守护永恒的爱》、《横冲直撞》、《将神》系列、《大话神仙》和《开天辟地》系列等
2017年4月	成立互联网文化基金，聚焦文化创意产业布局	与东方富海正式签约成立“富海三七互联网文化基金”，共同聚焦泛娱乐风口下的大文娱产业投资并购。“富海三七互联网文化基金”规模总计20亿元人民币，拟投向互联网文化产业，包括但不限于电影、电视剧、网剧及互联网文化产业的股权投资等。该基金第一期规模原定为5亿元。这支基金是三七互娱设立的第一支以CO-GP模式运作、上市公司全面参与募投管退的基金，整合了文化行业龙头与一线专业投资机构优势资源。
2018年2月	强化研发体系	以14亿元现金收购江苏极光网络技术有限公司（以下简称极光网络）剩余20%股权，以实现全资控股。极光网络成立于2013年10月，是三七互娱旗下专注研发的子公司。2014年6月首款自研产品《大天使之剑》曾打破页游界多项纪录，成为精品页游的代表作，2014年12月推出代表作《传奇霸业》，2015年10月再创《战国之怒》，被视为页游行业最成功的研发团队。转型手游研发后，极光网络于2016年推出手游《永恒纪元》，成为三七互娱迄今为止最成功的手游产品。
2018年5月	布局“大数据+体育健康”新战场	投资高端瑜伽品牌Wake，覆盖wake的目标群体精英女性以及目的主要用户青年群体
2018年5月	布局互联网少儿教育领域	投资少儿绘本平台咔哒故事和儿童编程教育平台妙小程，关注“互联网+教育”模式。以妙小程为例，其为7-18岁的青少年提供基于Scratch、Python和C++的小班编程课，并邀请硅谷的AI教育专家，制定了适合中国青少年学习的系列课程。三七互娱尝试与妙小程合作，在贫困山区学校开展免费编程课程，培育青少年的逻辑思维、数学思维 and 创新能力。
2018年11月	布局青年文化社交领域	投资社交平台积目，通过投资的方式，扩大公司在青年用户群体中的品牌影响力。积目是一款主打“潮”、“酷”风格的社交产品，以兴趣为导向，面向的用户群体是对艺术、潮流、音乐有追求的年轻人。积目的用户主要集中在二线城市，95后人群占比接近80%。
2018年12月	布局旅游运营领域	投资极限飞球旅游项目运营路路铃音。
2019年1月	深化影视领域布局	投资魔威影业，其曾出品青春网剧鼻祖《最好的我们》
2019年6月	联合成立IP联盟	37手游、极光网络与阅文游戏等多家业界知名合作方联合成立IP联盟，旨在共同推进头部IP游戏的开发制作，将充分发挥“IP共营合伙人”制度的优势，联动产业链上下游的优质伙伴，使改编后的作品形成跨形式的内容合振。
2019年10月	“研运一体”战略再升级	旗下研发子品牌极光网络更名为“三七游戏”，移动游戏及网页游戏发行品牌37游戏更名为“37网游”

资料来源：公司资料，联讯证券研究院

截至 19Q3，李卫伟先生和曾开天先生为公司的前两大股东，持股比例分别为 19.11%和 17.48%，原顺荣的吴氏家族合计持股 14.47%。前十大股东共持股 61.81%，持股结构较为集中。



图表35：三七互娱前十大股东

股东名称	持股比例(%)	说明	股本性质
李卫伟	19.11	三七互娱总经理	限售流通A股,A股流通股
曾开天	17.48	三七互娱副总经理	限售流通A股,A股流通股
吴卫红	5.30		限售流通A股,A股流通股
吴卫东	4.66	吴绪顺与女儿吴卫红、儿子吴卫东为一致行动人	限售流通A股,A股流通股
吴绪顺	4.51		A股流通股
香港中央结算有限公司 (陆股通)	3.26		A股流通股
上海高毅资产管理合伙企业(有限合伙)-高毅 邻山1号远望基金	2.30		A股流通股
汇添富基金-宁波银行-汇添富-顺荣三七定增计划2 号资产管理计划、汇添富基金-宁波银行-珠海融玺 股权投资合伙企业(有限合伙)、汇添富基金-宁 波银行-汇添富-顺荣三七定增计划1号资产管理 计划为一致行动人。	2.18		A股流通股
汇添富基金-宁波银行- 汇添富-顺荣三七定增 计划2号资产管理计划	1.52		A股流通股
胡宇航	1.49		限售流通A股,A股流通股
合计	61.81		

资料来源：公司公告，联讯证券研究院

图表36：三七互娱管理层说明

名称	职务	管理层背景
李卫伟	董事长兼董事	1977年生，中共党员，长江商学院EMBA，长江商学院DBA(工商管理博士)在读，无境外永久居留权。2000年8月起先后就职于深圳专家网络科技有限公司，深圳权智信息科技有限公司，广州海岩网络科技有限公司。2011年10月至2015年3月18日任三七互娱(上海)科技有限公司执行董事兼总经理。2015年1月20日起任芜湖顺荣三七互娱网络科技股份有限公司第三届董事会副董事长，2015年8月24日起兼任本公司总经理。2019年1月21日起任芜湖顺荣三七互娱网络科技股份有限公司第四届董事长兼总经理。现任芜湖顺荣三七互娱网络科技股份有限公司第四届董事会董事长，总经理。
曾开天	副董事长兼董事	1975年生，中国国籍，中欧商学院EMBA，无境外永久居留权。曾开天先生为三七互娱(上海)科技有限公司联合创始人，2011年10月起任三七互娱(上海)科技有限公司董事，分管公司网络游戏业务海外发行工作。现任芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司第五届董事会董事。
杨军	董事	1979年生，中共党员，企业管理硕士，中国注册会计师，无境外永久居留权。2006年6月至2012年4月任德勤华永会计师事务所审计部经理；2012年4月至今任三七互娱(上海)科技有限公司CFO。2015年1月20日起任芜湖顺荣三七互娱网络科技股份有限公司董事，副总经理。现为芜湖顺荣三七互娱网络科技股份有限公司第四届董事会董事，副总经理。
陈夏璘	董事	1984年生，中国国籍，MBA，无境外永久居留权。2007年9月至2013年8月，在厦门市网游网络科技有限公司任一线制作人；2013年9月起任江苏极光网络技术有限公司副总裁。2019年1月21日起任芜湖顺荣三七互娱网络科技股份有限公司董事。现为芜湖顺荣三七互娱网络科技股份有限公司第四届董事会董事。

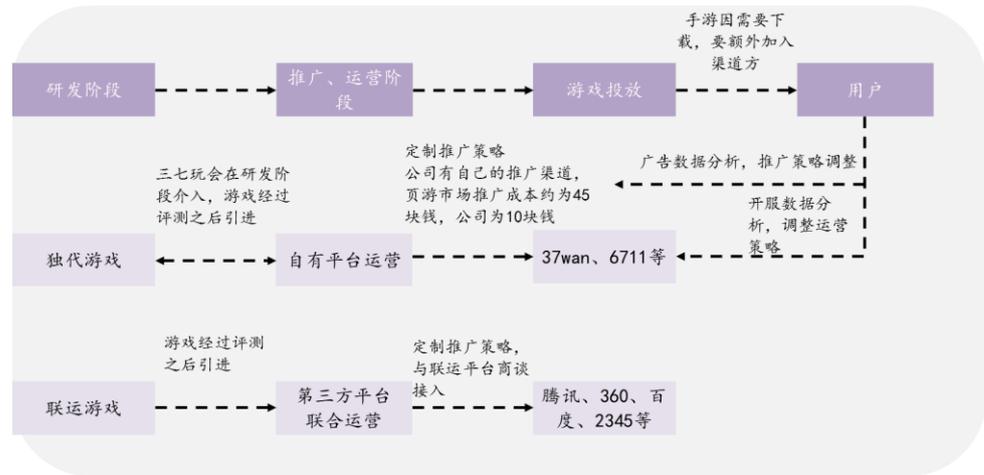
资料来源：公司公告，联讯证券研究院

## (二) 公司商业模式

公司为由运营商切入研发商的成功典范。目前的商业模式为，从研发端开始介入、测评并引进，利用自有平台(37.com和6711.com)或借助第三方联运平台(腾讯、360、百度和2345等)进行游戏分发，进入运营期后，结合运营反馈的数据不断优化游戏，持续改善玩家体验。公司的研运一体的模式非常成功，数据表明，37游戏累计开服数领先，旗下现象级产品《传奇霸业》开服数排名靠前。

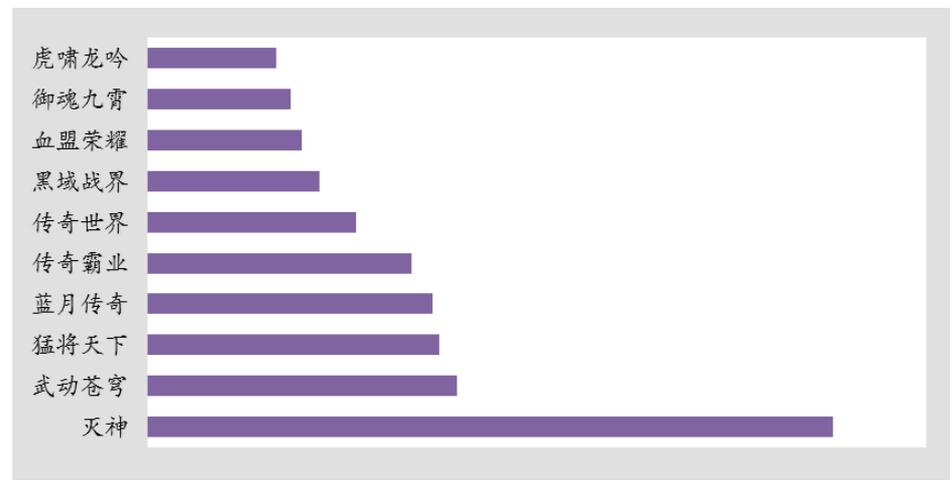


图表37：三七互娱商业模式示意图



资料来源：联讯证券研究院

图表38：1Q19 网页游戏开服组数（传奇霸业：三七互娱旗下）



资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

### （三）公司核心竞争力：

公司的 IP 储备也非常丰富。通过投资合作，公司拥有的 IP 品类齐全，梯队丰富，各类 IP 变现模式多样，目前拥有的主要 IP 有：

游戏 IP：《奇迹 MU》、《传奇世界》、《天堂 2》、《武易》、《斗战神》、《希望》、《拳皇》、《侍魂》、《热血高校》等等；

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：《傲世九重天》、《天启之门》、《狂仙》、《寻秦记》等；

动漫 IP：《海贼王》、《倒霉熊》、《樱桃小丸子》、《奥特曼》和《阿童木》等。

展望未来，公司将围绕 IP 展开更多合作，通过外延发展不断扩充游戏的外延领域，以精品游戏为核心，进一步推进泛娱乐产业布局。同时，5G 时代的来临大大解决了网络游戏一大痛点：网速和延迟问题，云游戏前景光明。结合现有 IP，公司正在努力构建优秀的



云游戏体系，包括构建内部云、搭建云游戏代理服务、研发具备用户交互、视频解码以及云服务端通讯的通用框架体系以支撑云游戏的通用轻 APP，有望在游戏体验和游戏内容同时为玩家带来全新的游戏体验。

图表39: 旗下主要 IP 及 IP 变现进程 (黑色星号为已完成进程/产品, 白色星号为计划中或未来可能开发的进程/产品)

IP 类型	IP 名称	IP 背景	储备时间	未来能够根据 IP 衍生出的产品									
				手游	页游	影视	动漫	云游戏	VR/AR	周边	游乐园		
游戏 IP													
	《传奇》	玩家将作为参与者帮助人类对抗抗沃玛、兽人，他们将穿越山脉帮助人类传递消息，但没有一个人能够知道这条不归路是怎样的，也不知道这个冒险最后是什么样的一个结局	2015年	★	★	☆							
	《奇迹MU》	人类对抗魔族的游戏，只要大家团结在一起，就有希望。人们的团结终于没有使MU王国遭到毁灭，在最后的关头坚持了下来，守住了几座重要的城池，等待自己的勇士成长起来之后再把入侵者打出自己的家园	2015年	★	★			☆					
	《天堂2》	透过席琳追随者的崇拜，席琳在空中制造了「席琳之月」，每当红月当空，即是追随者们准备牺牲祭品被供奉之时。而席琳也同时向世界散布他的黑色气息，将天空染成晦暗，让不安的恐怖散播到世界的角落。而在大地第一个被影响的民族，就是黑暗精灵。从席琳之月的出现，到墓穴的封印被解开，人们开始讨论默示录上记载的席琳复活前兆，也开始准备迎接心中女神的降临，陆续集中到城镇中	2015年	★	★								
	《轩辕剑之天之痕》	陈辅四处寻找传说中能让人获得天下之的五样上古神器——伏羲琴、神农鼎、崑崙印、昆仑镜、女娲石，打算收齐它们，以它们的力量来复兴故国，《天之痕》的故事就此开始。	2015年	★	★	★	★						
	《热血高校》	一所恶名远播的叫“铃兰男子高中”的学校中，一群嗜好打架的不良学生之间的帮派之争	2015年	★	★	★	★						
	《拳皇》	拳皇系列依靠丰满的人物设定、优秀的游戏性风靡20世纪初中中国街机市场，在当时那个物质匮乏的年代，是当时游戏玩家的精神支柱	2017年	★	★		★						
	《上古世纪》	那些承载着源大陆记忆的碎片散布在世界各地，记录着源大陆曾经的辉煌。若是追寻着这些记忆回到故乡，或许将会揭开战争的秘密与众神的真相。迁徙到新大陆安居的人们渐渐遗忘了源大陆的辉煌，在领土扩张与信仰冲突的矛盾下，两片大陆展开了旷日持久的战争。在得知源大陆拥有神秘力量后，两片大陆的人们纷纷踏上了回归源大陆旅程。	2018年	★	★					N.A.	N.A.		
	《斗战神》	游戏以其“世界架构师”今何在先生代表作《悟空传》为蓝本，通过成人的视角重读西游。	2017年	★	★	☆	★						
	《侍魂》	幕府末年，天地异变，疾病、战乱、天灾，世界一片混乱，就在此时，出现了一个身怀特异之功、传播邪教的男子——天草四郎时贞，浑身散溢着妖气的他，在日本迅速地扩散自己的势力。正义的武士们，纷纷拿起了刀。	2017年	★	★		★						
	《武易》	人族在千万年的战争中，与魔族的摩擦最多，其次便是兽族和鬼族。在人族的历史上，出现过三位英雄法神、战圣和道尊，他们曾打败过魔王、兽王和冥王。这三位英雄带领人族抗击外族，渐渐形成三个流派，法师、战士和道士。天界陨落，战神转世，这些天命之人担负着抗击魔族，重振天界的使命。	2017年	★	★								
	《希望OL》	某天，希尔特大地的上空忽然出现了一个庞大的黑影，将整个希尔特大地笼罩……而这个巨大的黑影竟然是吉普赛人歌曲中一直流传的天空之岛——因斯坦斯殿堂。为了解开这一系列的谜题，卡蕾尔女王派遣大魔法师伊普耶，让他协助冒险者们去往因斯坦斯殿堂，继而从天神使者-拉斐尔处得知了关于诸神之间战斗的内幕。	2018年	★	★								



## 影视 IP

《琅琊榜》	单日点击破亿的良心电视剧，以平反冤案、扶持明君和振兴山河为主线，讲述了“麒麟才子”梅长苏才冠绝伦、以病弱之躯拨开重重迷雾、智博奸佞，为昭雪多年冤案、扶持新君所进行的一系列斗争	2015年	★	★	★	★		
《西游记之孙悟空三打白骨精》	公司战略合作伙伴星皓影业有限公司出品的一部3D奇幻喜剧电影，影片讲述了师徒四人在西行的路上，白骨精为夺唐僧而巧设圈套，被孙悟空识破，屡次受挫。唐僧却误会孙悟空滥杀无辜，将其逐出师门。白骨精趁虚而入，掳走唐僧。悟空闻讯前往营救，彻底击溃白骨精。师徒冰释前嫌，重新上路的故事	2015年	★	★	★	★		
《武神赵子龙》	讲述了赵云传奇的一生，每每在危急时刻挺身而出，力挽狂澜，大败曹操，挽救蜀汉于危急时刻的故事	2015年	★	★	★	★		☆
《太极》	太极是由冯德伦执导的搞笑、动作、奇幻片，故事发生在清朝中叶以后，天理教拥数十万神兵，横行京畿直鲁，声势浩大。神兵之中，有一个“怪咖”，因天身神力，拥有‘三花聚鼎’之能力，传言中，拥有三花聚鼎之人，武功都极为强大，但也因三花聚鼎之关系，而使这怪咖命在旦夕，为今之计，只能前往陈家庄，学会陈家拳，才有所救，在日后将成为武林宗师。	2016年	☆	★	★	★	N. A.	N. A.
《西游伏妖篇》	《西游·伏妖篇》是古装魔幻喜剧片，票房16亿元。作为《西游降魔篇》的后继故事，唐三藏在上寨感化了杀死段小姐的齐天大圣，并收其为徒弟，带着孙悟空、猪八戒及沙僧，一行四人踏上西天取经之旅，路途凶险，除魔伏妖，师徒四人也在取经的过程中有个各自的成长与改变。	2016年	★	★	★	★		
《择天记》	《择天记》是根据猫腻同名小说改编的古装玄幻剧，该剧讲述了在人妖魔共存的架空世界里，陈长生为了逆天改命，带着一纸婚书来到神都，结识了一群志同道合的小伙伴，在国学院打开一片新天地的故事。2017年9月8日，该剧入选“一带一路”推荐剧目。	2017年	★	★	★	★		
《楚乔传》	女性励志传奇古装剧，该剧改编自潇湘冬儿小说《11处特工皇妃》，讲述了西魏乱世中，一个特立独行的女奴楚乔，在协助建立新政权过程中关于守护、背叛、信仰、爱情的故事。2017年10月27日，荣获2017美国亚洲影视联盟“金橡树奖”优秀电视剧奖。	2017年	★	★	★	★		
《天将雄师》	票房总收入为7.43亿；根据真实的历史故事改编，讲述了保护丝绸之路之路和平的故事	2015年	★	★	★	★		

## 文学 IP

《傲世九重天》	长期位于起点排行榜上前5的位置；讲述的是为改变前世的错误，楚阳再次踏上寻找九劫剑之路，命运即将改写，前路扑朔迷离	2015年	★	★	★	★		★	★
《天启之门》	作者是以跳舞为起点白金作家，网络总点击量超过一亿，作品简体出版，多部作品完成网络游戏跨平台改编	2015年	★	★	★	★		★	★
《斗罗大陆》	唐家三少创作的穿越玄幻小说，2009年5月首次出版。《斗罗大陆》讲述的是穿越到斗罗大陆的唐三如何一步步修炼武魂，由人修炼为神，最终铲除了斗罗大陆上的邪恶力量，报了杀母之仇，成为斗罗大陆最强者的故事。	2018年	★	★	★	★		★	
《雪鹰领主》	连载于起点中文网的一部异界大陆类小说。有别于传统的东方和西方玄幻，是东方玄幻小说的实力等级制和西方玄幻小说的元素合成，是异界题材的小说。	2016年	★	★	★	★	N. A.	N. A.	
《寻秦记》	为香港著名武侠小说家黄易的代表作之一，也被认为是历史穿越小说的鼻祖。来自二十一世纪的特种部队精锐战士项少龙成了时空实验的白老鼠，被送回公元前战国时代；可是时空机器发生了毁灭性的大爆炸，所有参与实验的人员均灰飞烟灭。项少龙则流落到两千年前的中国最动荡和变化急剧的时代里。	2016年	★	★	★	★			
《狂仙》	讲述一个从下界飞升上来的少年，靠自己的双手，在陌生的修真界飞速崛起，拼杀出属于他的传说	2015年	★	★					

## 动漫 IP

《倒霉熊》	2006年摘得韩国动画片最高奖，片中的主人公是一个长在北极的胖胖的小熊，他的好奇心很强，从遥远的北极来到了繁华的城市，从此便发生了很多令人啼笑皆非的故事	2015年	★	★		★		★	★	
《樱桃小丸子》	日本动画播出后，第一辑首集的收视率为17.8%，第二辑首集的收视率则为24.6%。故事围绕着小丸子以及其家人和同学展开，是有关于亲情、友谊或一些生活小事	2015年	★	★		★		★	★	
《奥特曼》	以1966年的《奥特Q》为首，自同年的《初代奥特曼》开始，建立了“巨大英雄与怪兽对战”的模式	2015年	★	★		★		★	★	
《魁拔》	在偏远的兽国窝窝乡，蛮大人和蛮吉每天为取得象征成功和光荣的妖纹纹耀而刻苦修炼，却把他们生活的村庄搅得鸡犬不宁。村民们绞尽脑汁把他们赶走。一天，消灭魁拔的征命令突然传到窝窝乡，村长趁机会煽动蛮大人和蛮吉从军参战。然而，在这个一切都凭妖纹耀说话的世界，仅凭蛮大人现有的一块杂牌妖纹耀，不要说参军，就连住店的资格都没有。受尽歧视的蛮吉和蛮大人决定，混上那艘即将启程去消灭魁拔的巨型战舰，直接挑战魁拔，用热血换取至高的荣誉	2015年	★	★		★	N. A.	N. A.	★	★
《海贼王》	2015年6月15日，《ONE PIECE》以日本本土累计发行了3亿2,086万6,000本，被吉尼斯世界纪录官方认证为“世界上发行量最高的单一作者创作的系列漫画”。时值“大海贼时代”，为了寻找传说中海贼王罗杰所留下的大秘宝“ONE PIECE”，无数海贼扬帆起帆，互相争斗	2016年	★	★		★		★	★	
《阿童木》	《铁臂阿童木》（日文原名：鉄腕アトム，英文译名：Astroboy或Tetsuwan Atom，又被翻译成《铁臂阿童木》）是日本漫画家手冢治虫创作的一部科幻漫画作品，于1952年至1968年于“光文社”的《少年》漫画杂志连载。该作品讲述了未来21世纪的少年机器人阿童木的故事。	2017年	☆	☆		★		★	★	



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

目前，公司正不断进行新产品研发和探索，在更多创新题材、玩法和品类上进一步探索，积极拓展自身产品线的广度，以期带来稳定流水收入。截止到 2019 年上半年，公司新推出《暗黑大天使》、《精灵盛典》等网页端和手机端游戏，月流水过亿，表现优异；正在研发《超能球球》、《暗黑后裔》、《斗罗大陆 3D》、《江山与美人（暂定名）》等手机游戏，储备丰富，后续能力强劲。

图表40： 新游戏产品研发计划和进程（截止到 2019 年上半年）

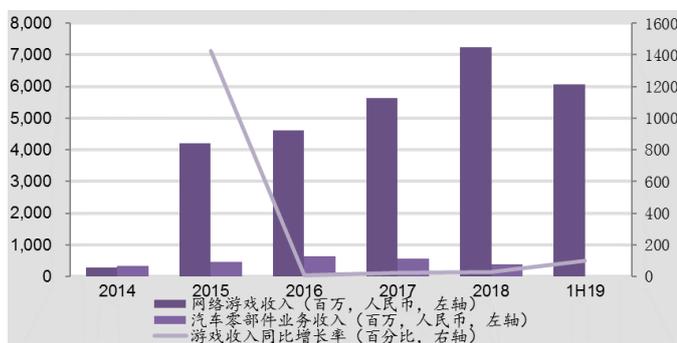
是否上线	游戏名称	游戏种类	上线时间	上线表现
是	《一刀传世》	手游	2019上半年	月流水过亿
	《斗罗大陆》H5	手游	2019上半年	月流水过亿
已	《精灵盛典》	手游	2019上半年	在AppStore游戏畅销榜最高排名第三
	《暗黑大天使》	自研页游	2019年7月	N. A.
储备	《剑与轮回》	手游	2019上半年	N. A.
	《明日幻想（暂定名）》、《云上城之歌（暂定名）》、《代号MK4》、《光明冒险（暂定名）》、《街区英雄（暂定名）》、《代号DIG》、《代号-SF》、《代号-TARO》等	代理手游	N. A.	
储备	《超能球球》、《暗黑后裔》、《代号NB》、《代号YZD》、《代号S》、《斗罗大陆3D》、《江山与美人（暂定名）》、《代号DG》等	自主研发手游		休闲竞技类游戏《超能球球》以及目标海外市场的模拟经营类游戏《代号DG》将在2019年下半年推出市场

资料来源：公司公告，联讯证券研究院

#### （四）公司财务状况：

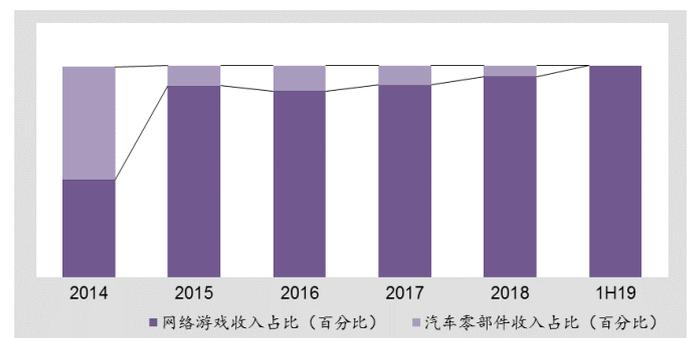
公司 2018 年网络游戏收入为 72.47 亿元（占总营业收入的比重为 94.95%），1H19 同比增速为 97.68%。19Q3 归属母公司所有者净利润为 15.56 亿，同比增长 27.7%。

图表41： 三七互娱网络游戏收入和同比增长



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

图表42： 三七互娱营业收入占比



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

图表43： 三七互娱归母净利润



资料来源: 艾瑞咨询, 联讯证券研究院

### 三、财务假设及盈利预估

三七互娱业务线主要分为网络游戏业务和汽车零部件业务, 我们按照业务进行拆分及预测:

- (1) 公司营收近 100%来自于网络游戏业务, 为公司核心业务, 鉴于公司旗下游戏产品表现优异、不断引入新的 IP, 我们预计该业务收入增速将呈现稳定上升趋势, 未来三年增速分别为 66%、19%和 17%。
- (2) 汽车零部件业务持续下降, 1H19 占比接近于零。因此我们预计未来三年该业务的收入为 0%。

我们维持三七互娱「买入」的投资评级: 基于(1) 研运一体模式成功, 搭配网页游戏领导地位显著, 该等优势已被移植至移动游戏; (2) IP 储备丰富、品类齐全, 变现模式多样, 持续增长可期; (3) 受惠中国 5G 商用起飞, VR/AR 游戏及云游戏进入增长快车道, 为 2020 年业绩引擎。

我们预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 127 亿元、151 亿元和 176 亿元, 同比增速分别为 66%、19%和 17%; 归母净利润分别为 21.6 亿元、24.6 亿元和 28.0 亿元, 同比增速分别为 135%、14%和 14%, 维持「买入」的投资建议。



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,340	1,743	3,936	6,441	经营性现金净流量	1,955	1,265	2,716	3,056
应收和预付款项	2,285	3,658	4,217	5,222	投资性现金净流量	(55)	0	0	0
存货	0	25	33	28	筹资性现金净流量	(1,969)	(862)	(523)	(551)
其他流动资产	357	357	357	357	现金流量净额	(65)	402	2,193	2,505
长期股权投资	556	556	556	556					
投资性房地产	0	0	0	0					
固定资产和在建工程	36	(6)	(268)	(530)					
无形资产和开发支出	1,599	1,586	1,574	1,561					
其他非流动资产	1,995	1,958	1,921	1,921					
资产总计	8,168	9,877	12,324	15,555					
短期借款	369	0	0	0					
应付和预收款项	1,285	1,409	1,607	2,282					
长期借款	281	281	281	281					
其他负债	127	127	127	127					
负债合计	2,062	1,817	2,015	2,690					
股本	2,125	2,125	2,125	2,125					
资本公积	299	299	299	299					
留存收益	3,549	5,210	7,096	9,250	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
归属母公司股东权益	5,973	7,633	9,520	11,674	毛利率	76%	83%	82%	80%
少数股东权益	141	434	797	1,199	三费/销售收入	47%	62%	61%	59%
股东权益合计	6,114	8,067	10,317	12,873	EBIT/销售收入	15%	21%	20%	19%
负债和股东权益合计	8,176	9,884	12,332	15,563	EBITDA/销售收入	16%	21%	20%	19%
					销售净利率	14%	19%	19%	18%
					资产获利率				
					ROE	15%	28%	26%	24%
<b>利润表</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	ROA	14%	26%	24%	21%
营业收入	7,633	12,670	15,078	17,641	ROIC	13%	56%	49%	55%
减：营业成本	1,811	2,154	2,714	3,528	增长率				
营业税金及附加	33	54	65	76	销售收入增长率	23%	66%	19%	17%
营业费用	3,347	7,602	8,745	10,055	EBIT 增长率	-37%	129%	13%	12%
管理费用	246	380	482	565	资本结构				
财务费用	17	(83)	(99)	(165)	资产负债率	25%	18%	16%	17%
资产减值损失	1,049	30	250	250	流动比率	2.2	3.8	4.9	5.0
加：投资收益	81	0	0	0	速动比率	2.0	3.5	4.7	4.8
公允价值变动损益	0	0	0	0	股利支付率	0.5	0.2	0.2	0.2
其他经营损益	(538)	80	80	80	总资产周转率	0.9	1.3	1.2	1.1
营业利润	671	2,612	3,000	3,412	固定资产周转率	209.4	(2,154.1)	(56.2)	(33.3)
加：其他非经营损益	449	0	0	0	应收账款周转率	5.9	6.2	6.3	6.2
利润总额	1,120	2,612	3,000	3,412	存货周转率	N.M.	86.2	82.2	126.0
减：所得税	57	157	180	205					
净利润	1,064	2,456	2,820	3,207					
减：少数股东损益	143	293	363	402					
归属母公司股东净利润	921	2,163	2,457	2,805					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)