

三七互娱深度报告

“洗白”页转手，长线精品页游转手游 为新打法

买入（维持）

投资要点

■ **经营数据持续超预期，强产品储备带动内生高增长：**公司爆款手游《永恒纪元》经营数据持续超预期，17年2月流水达到2.7亿元，当月日均流水再创新高。同时公司17年储备了包括《金装传奇》、《航海王》、《天堂2》等页游以及传奇、武易、奇迹等手游多款大IP产品。在《永恒纪元》流水持续创新高以及多款大IP产品的带动下，17、18年内生业绩有望实现高增长。

■ **流量运营“三板斧”延续，抢占两超外的市场：**从PC端到移动端，公司的流量运营“三板斧”得到了延续：回归产品的流量运营、长期包量带来的稳固渠道合作关系、大体量取得的好折扣。除了为自研产品带来更好的经营数据，在手游发行方面，公司依靠精细化运营以及优秀的买量能力获得多款月流水千万级产品的青睐，在发行上将继续扮演虎口夺食的角色，同时在页转手等细分赛道上实现领跑，通过差异化抢占两超外的市场。

■ **“洗白”页转手，长线精品页游转手游有望成为新的高确定性打法：**页转手过去不被看好有多方面原因，仔细分析公司的页转手标杆《永恒纪元》的成功其实有迹可循：基于优质页游内核外加与目标用户的高度契合。17年基于长线精品页游《传奇霸业》与《大天使之剑》打造的正版授权传奇手游和奇迹手游在新的打法下为最值得期待的产品，有望为业绩提供充足的爆发力。

■ **行业红利普惠二线龙头，独特生态支撑长远发展：**头部产品盈利能力飙升的背后是轻度用户向重度用户转化通道的打通以及头部产品用户ARPU值的高速增长，公司作为以精品为主打的二线龙头有望持续受益。页游研发、手游研发、游戏发行以及海外业务四大体系组成公司的独特生态，目前公司页游研发为行业第一，游戏发行国内仅次于腾讯，手游研发凭借长线精品页转手的新打法有望迎头赶上，随着海外业务的继续推进，公司长远发展将不受区域、细分行业和产业链卡位的限制，发展潜力巨大。

■ **投资建议：**随着逻辑的不断深化，我们认为公司基于精品页游转手游的新打法有望实现手游爆款的复制，坚定看好基于两款页游常青藤打造的重磅IP产品：传奇手游与奇迹手游。在《永恒纪元》流水持续超预期与并坚定看好两款重磅手游的情况下，我们调高了盈利预测。考虑非经常性收益，我们预计公司2016-2018年净利润为10.62、19.08、23.04亿元（17年备考净利润在19.5亿元左右），摊薄EPS为0.51、0.88、1.07元，对应PE为41、24、20倍，给予公司目标价27元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**新产品市场反响不及预期；现有产品的经营数据下滑过快；海外业务进展不达预期。

2017年3月13日

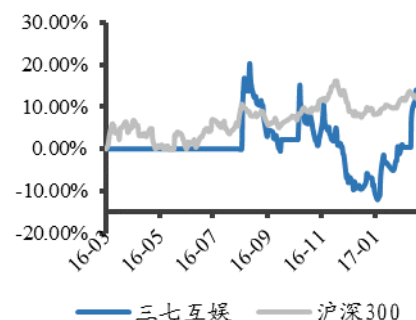
证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0600516070001

联系电话：021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	21.02
一年最低价/最高价	14.70/22.39
市净率	10.41
流通A股市值(百万元)	13868.0

基础数据

每股净资产（元）	2.02
资产负债率	24.24
总股本（百万股）	2084.79
流通A股（百万股）	659.75

相关研究

公司点评：内生高增长确定，泛娱乐布局打开成长空间 20170206

思路小结

我们与市场不同的看法:

行业层面:

1. 游戏行业的天花板远远未到，关注用户 ARPU 值与核心用户渗透率的双重提升带来的行业高增长；
2. “两超”重金培养用户习惯，打通轻度用户向重度用户的转化通道，为二线龙头带来新红利，资源呈现向一、二线龙头集中的趋势。二线龙头受益于红利，将维持高于行业的增速。

公司层面:

1. 《永恒纪元》的爆发其实有迹可循，长线精品页游转手游有望成为一种新的高确定性打法，重点关注基于《传奇霸业》与《大天使之剑》打造的传奇手游与奇迹手游。

回答几个核心问题:

1. 为什么长线页转手为当下行之有效打法？ 支撑其长期成功的游戏内核可完美移植到移动端，同时具有与传统重度精品差异化的目标用户群体。
2. 为什么页转手三七能做成？ 三七长期占据页游第一研发商的宝座，旗下两大常青藤页游产品都是从同类型产品井喷的时代脱颖而出的佼佼者。
3. 为什么选择这个时点爆发？
 - 1、跟随页游用户的迁移，从 PC 端到移动端的需求满足；
 - 2、在千元机性能不断提升的情况下，可覆盖人群与地区不断下探，目前已能覆盖足够多的目标用户；
 - 3、用户导量成本上升使换皮产品无法轻易实现盈利，长线的精耕细作成为主流，行业竞争环境变好。
4. 怎么看待腾讯与网易压力下的生存？ 几个方面来看：1、竞合关系，一二线龙头间原本就存在竞争与合作的关系；2、各自领域的继续深耕，差异化作战；3、腾讯和网易为行业带来新红利，关注重度用户比例的提升、头部产品盈利能力的加强，及未来新重度用户沉淀到二线龙头；4、在游戏出海方向寻找更广阔的市场。
5. 什么样的公司能抓住腾讯与网易外市场？ 一种是发行能力强的公司，能够抓住腾讯外部千万级流水产品；另一种则主打差异化，在细分领域上率先抢跑。
6. 为什么行业新红利利好二线龙头？ 重度用户的沉淀与游戏用户 ARPU 值的提升都是以精品为前提，只有同样以精品为主打的龙头企业才能享受到的行业新红利。

目录

1. 三七互娱：经营数据持续超预期，强产品储备带动内生高增长	5
1.1. 公司简介	5
1.2. 经营数据持续超预期，回归产品品质	6
1.3. 强产品储备带动内生高增长	7
2. 流量运营“三板斧”延续，抢占两超外的市场	8
2.1. 发行起家，渠道运营的“三板斧”	8
2.2. 强发行+差异化，抓住腾讯、网易外的市场	9
3. 核心体系可移植，页转手的成功看似偶然	11
3.1. 页转手“洗白”，重新审视页游爆款	11
3.1.1. 定义精品页游，两朵“页界”奇葩	11
3.1.2. 内核可移植，《永恒纪元》的成功有迹可循	12
3.2. 长线精品页游转手游有望成为新高确定性打法	13
4. 行业红利普惠二线龙头，独特生态支撑长远发展	15
4.1. 腾讯和网易是“开拓者”，带来行业新红利	15
4.1.1. 中国游戏市场收入问鼎，头部产品盈利能力飙升	15
4.1.2. 培养用户“氪金”习惯，行业红利普惠二线龙头	16
4.2. 独特生态支撑长远发展，细分赛道上率先抢跑	18
5. 投资建议	18
6. 风险提示	19

图表目录

图表 1：公司的发展历程.....	5
图表 2：2016Q3 网页游戏研发商竞争格局.....	5
图表 3：2016Q3 网页游戏运营平台竞争格局.....	5
图表 4：2017 年 1-2 月页游运营平台开服排行榜（单位：组）.....	5
图表 5：《永恒纪元》上线来月流水及当月日均流水情况（单位：万元）.....	6
图表 6：公司近期上线页游与手游新品.....	7
图表 7：爱奇艺游戏中心广告截图.....	8
图表 8：公司百度投放广告截图.....	8
图表 9：2017 年 2 月腾讯应用宝热门网游收入前十.....	9
图表 10：《传奇霸业》游戏宣传图.....	11
图表 11：《大天使之剑》游戏宣传图.....	11
图表 12：《传奇霸业》上线至今的 37 月开服数以及全平台总开服数情况（单位：组）.....	13
图表 13：《永恒纪元》游戏截图：偏页游玩法.....	14
图表 14：网易与腾讯游戏 iOS 与安卓端的渗透率.....	14
图表 15：2014—2016 年全球应用商店下载量（单位：亿）.....	15
图表 16：2014—2016 年全球应用商店收入（单位：亿元）.....	15
图表 17：2014Q4 - 2016Q4 部分国家 iOS 应用商店收入变化（单位：亿美元）.....	16
图表 18：2014Q4 - 2016Q4 部分国家 iOS 头部前 30 产品月 ARPU 值变化（单位：美元）.....	16
图表 19：App Store 中国区畅销榜排名（2017 年 3 月 1 日）.....	16
图表 20：三七互娱盈利预测.....	18

1. 三七互娱：经营数据持续超预期，强产品储备带动内生高增长

1.1. 公司简介

三七互娱成立于 2011 年，以页游运营平台起家，是国内领先的游戏运营商、研发商，旗下拥有 37 游戏、37 手游、37games 等全球优秀的专业游戏运营平台。三七互娱不断向游戏全产业链延伸，在产品发行层面，先后取得了金山猎豹游戏中心、2345 游戏中心、易乐玩等多个平台的代运营权，构建了一定的品牌壁垒和议价能力。

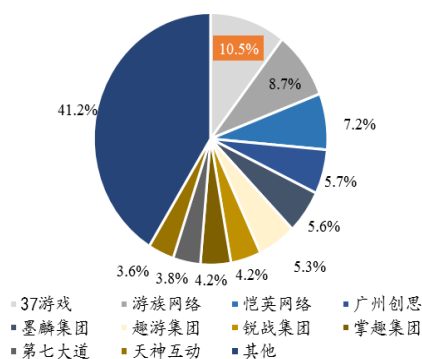
图表 1：公司的发展历程

2011 年 9 月	三七互娱（上海）科技有限公司成立
2013 年 8 月	37 游戏全面进军移动游戏行业，成立手游发行公司
2014 年 12 月	37 游戏成功登陆中国 A 股
2015 年 12 月	三七互娱实现整体上市

资料来源：游戏陀螺，东吴证券研究所

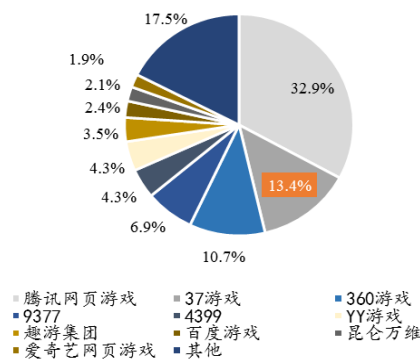
在页游业务领域，公司为页游行业研发与发行的双料龙头，根据易观数据统计，2016Q3 页游研发商与运营平台的排名中，公司分别位列第一和第二。根据最新 9K9K 开服数排行榜上，37 在今年 1-2 月的总开服数上仍然稳居第一；在手游业务领域，公司已成功通过独代及联运的方式发行了包括《苍翼之刃》、《天将雄师》、《冒险之光》、《大话西游》、《梦幻西游》等多款现象级手游产品，最近更自研出了《永恒纪元》爆款产品。

图表 2：2016Q3 网页游戏研发商竞争格局



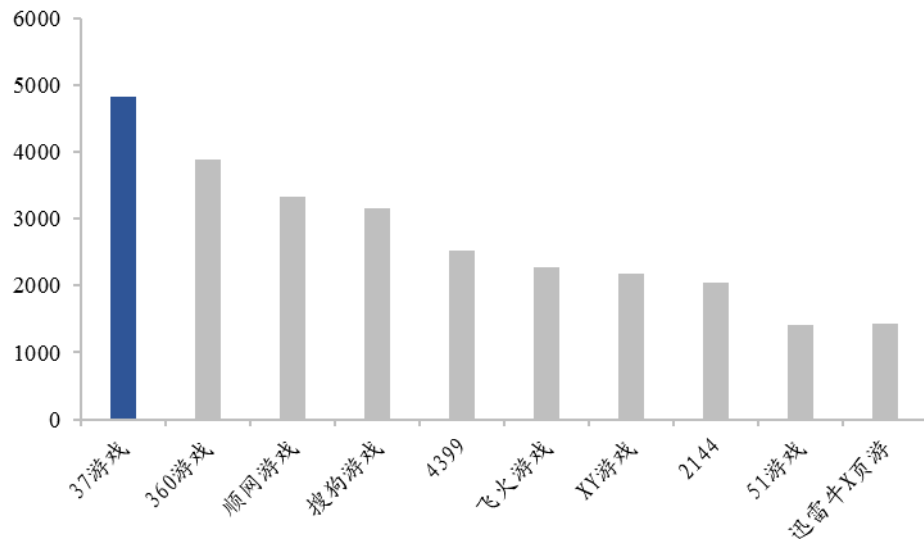
资料来源：Analysys 易观，东吴证券研究所

图表 3：2016Q3 网页游戏运营平台竞争格局



资料来源：Analysys 易观，东吴证券研究所

图表 4：2017 年 1-2 月页游运营平台开服排行榜（单位：组）



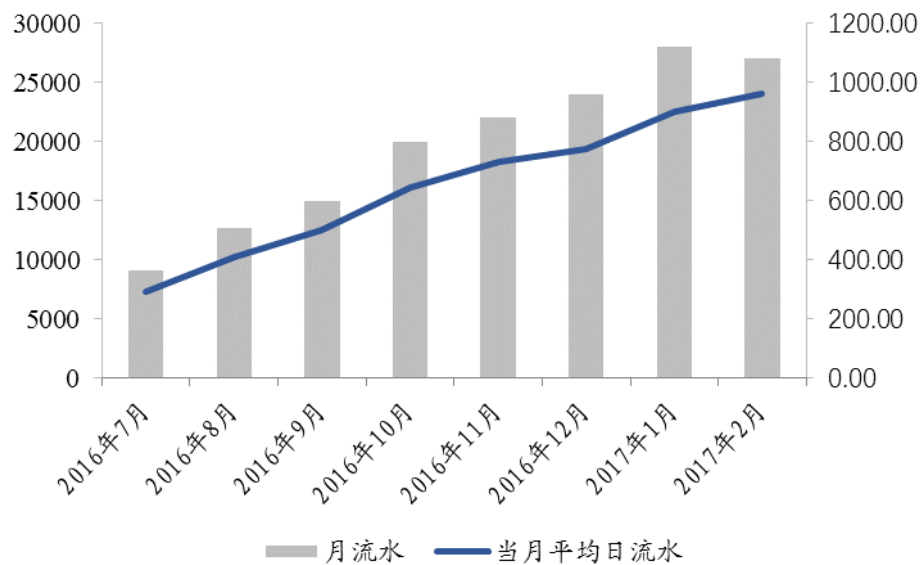
资料来源：9K9K，东吴证券研究所

1.2. 经营数据持续超预期，回归产品品质

公司从 2014 年开始踏足手游，直到 2016 年出现了首款自研爆款手游《永恒纪元》。《永恒纪元》16 年 7 月上线，首月流水突破 9000 万元，17 年 2 月份流水更是超过 2.7 亿元，当月创下日均流水新高。

手游产品超预期一方面得益于公司精细化运营能力，整合渠道并不断给研发辅量；另一方面在手游普遍为 3-6 个月成长期的情况下，公司产品的上升期维持了超过 8 个月，是由产品的品质所决定的，只有当留存与付费情况表现优异时，才能通过不断导量来持续提高产品流水。这从侧面验证了公司在手游上的研运一体化实力。

图表 5：《永恒纪元》上线来月流水及当月日均流水情况（单位：万元）



资料来源：百度百家，游戏狗，Game234，三七互娱，东吴证券研究所

1.3. 强产品储备带动内生高增长

公司 17 年在页游和手游都有一系列大 IP 新品发布。在页游方面，新品包括去年年底上线的杨洋代言的《少年群侠传》、《西游降魔》、接档《传奇霸业》的传奇新作《金装传奇》、正版 IP 打造的《航海王》页游、首款天堂正版 IP 页游《天堂 2》；在手游方面，今年将推出两款重磅 IP 作品：传奇与奇迹手游，同时还有《修仙》、《武易》。

我们判断在页游行业竞争格局改善下，通过大 IP 产品的推动，龙头效应将进一步集中，公司今年页游份额有望进一步提升；同时手游方面在已有爆款《永恒纪元》的成功试验下，将起到领头作用，后续产品有望为内生业绩带来明显增量。

图表 6：公司近期上线页游与手游新品

页游新品	上线时间	
《少年群侠传》	2016.12	自研 IP，Q 版萌系游戏，杨洋代言
《西游降魔》	2017.02	大型 RPG 游戏，丰富的西游主题玩法
《金装传奇》	2017.03	三七旗下极光网络研发，持有传奇正版授权
《寻秦记》	2017.05	黄易小说授权，代入战国时期斗智斗勇
《特工王妃楚乔传》	2017.07	赵丽颖、林更新主演古装剧，以原著为基础改编，影游结合
《航海王》	2017.08	《海贼王》正版授权的 MMO 角色扮演网页游戏
奇迹页游	2017.10	《奇迹 MU》正版授权，给予玩家原汁原味的体验
《天堂 2》	2017.11	正版授权 3D MMOARPG 页游，首款正版授权天堂页游
手游新品	上线时间	
《修仙》	2017.04	剧情丰满，可玩度高，再现原著
传奇手游	2017.06	传承经典的传奇 IP，用户在移动端找回当年的玩法
《武易》	2017.06	同名页游改编，魔幻题材的即时战斗游戏
奇迹手游	2017.10	《奇迹 MU》正版授权，与页游联动，给玩家真实的体验

资料来源：三七互娱，东吴证券研究所

2. 流量运营“三板斧”延续，抢占两超外的市场

2.1. 发行起家，渠道运营的“三板斧”

PC 端时代，公司于 2011 年成立之初主要发力页游运营，从 2015 年至今，公司占据页游市场除了腾讯外最大的市场份额，在页游研发上，更是牢牢占据了第一的位置。加上诸如猎豹等战略合作平台，公司在页游端的市场份额已经接近 20%。

公司在流量的精细化运营上有自己的独门秘方，尤其重视从产品到后端流量整体的运作，在运营过程中持续打磨产品也成为公司的诀窍。在 PC 时代依靠“三板斧”杀出重围：

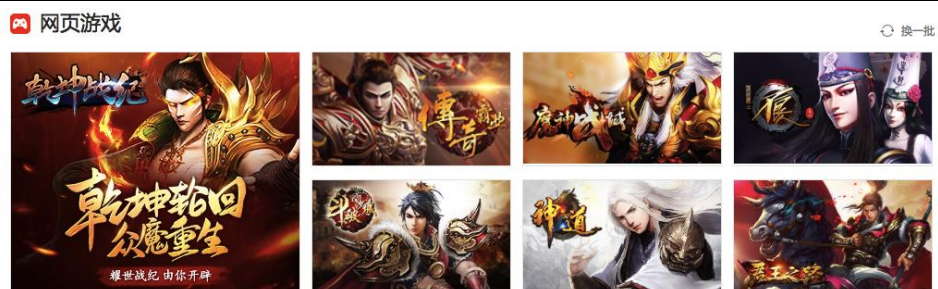
1. 回归产品——产品研发的同时辅量

公司通过平衡的游戏评测体系，以及以核心数据为导向，因此在代理好产品方面占据优势。从 12 年的《神曲》、13 年的《秦美人》、14 年的《传奇霸业》和《大天使之剑》，到去年的《蓝月传奇》。其中三款都是外部产品，只要游戏的评测数据好，公司都愿意给予核心资源。同时公司对于自研产品，通过研发建立核心优势，不自我复制。公司的子公司极光网络的第一个产品《大天使之剑》、第二个产品《传奇霸业》以及后续产品都存在差异化。

2. 优质广告主——长期包量带来的稳固关系

页游面对的视频广告等渠道主要是各种广告渠道：爱奇艺、优酷、迅雷等。三七买量的窍门在于长期买量，甚至包年买量，通过长期包下广告流量的方式，和广告渠道形成稳固的合作关系。

图表 7：爱奇艺游戏中心广告截图



资料来源：爱奇艺，东吴证券研究所

3. 大体量——拿到更具竞争力的价格

三七每年在百度的投放广告的费用超过 10 亿，大体量获得最好的折扣。一方面公司在精准化运营上有更雄厚的积累，另一方面通过广告的大额投放取得优于竞争对手的价格，因此可以不断积累优势，在行业环境恶化的时候仍然脱颖而出，保持页游研发、发行双料龙头的地位。

图表 8：公司百度投放广告截图



资料来源：百度搜索，东吴证券研究所

2.2. 强发行+差异化，抓住腾讯、网易外的市场

从 PC 时代跨入移动端时代，游戏产业的发展主要驱动力从端游、页游切换为手游。公司作为页游龙头企业，也转型到手游，与原有的两家巨无霸：腾讯和网易正面交锋。实际上，公司与腾讯、网易更多的是竞合关系，这种竞合关系在手游发行与研发上均能体现。

➤ 手游发行：

公司 14 年开始做手游发行，主要帮大厂商做联运，覆盖中小渠道。即便是网易，也把它的第一爆款网游《梦幻西游》交给公司联运，而公司通过优秀的导量与渠道整合能力，交出了一份满意的答卷：最高月流水 3000 多万，排名网易所有渠道中的第四位。在覆盖中小渠道上，公司与一线龙头合作，发挥各自擅长的领域优势。

➤ 手游研发：

从手游研发的角度看，公司研发的《永恒纪元》除了在 iOS 端与安卓官网外，会与装机助手、硬核联盟等传统安卓渠道合作。其中腾讯应用宝作为安卓的最大渠道，自然而然地成为了公司联运合作对象。根据今年 2 月份腾讯应用宝发布的数据显示，《永恒纪元》在 2 月热门网游收入排行榜中占据榜首位置。由于《永恒纪元》的高吸金能力，腾讯应用宝给予足够的重视并持续放在首页推荐，这是一二线龙头企业间一次典型的合作案例。

图表 9：2017 年 2 月腾讯应用宝热门网游收入前十



基于竞合关系下，抢占腾讯和网易外的市场份额，成为了以三七为首的二线龙头的国内发展的首要战略。三七由于具有发行+研发的双重硬实力，在两超外市场的争夺中表现出了相当的竞争力。以目前全球游戏发行龙头腾讯为例，16 年腾讯共推出 30 款手游，代理与自研各占一半，但是推出的 7 款棋牌类游戏均为自研，在传统吸金能力强的 RPG 类游戏方面，只有 1 款为自研。最近被称为 2017 年第一爆款新游的《龙之谷》也是由盛大游戏研发、腾讯游戏代理的，目前长期霸占畅销榜第二的位置。“只要腾讯重点推，肯定可以成为爆款”的说法似乎成为公认的事实。

确实腾讯凭借着超强的发行能力在抢占头部产品的独代方面，具有无法比拟的优势。然而正因为腾讯体系内的优秀产品过多，因此对一些流水在千万级别的产品研发商而言，更愿意把产品的独代权交给三七。部分原因在于三七在精细化运营上拥有独特之处，其余一部分原因在于三七可以把其产品作为重点推荐的项目，与硬着头皮挤入腾讯体内相比，交由三七反而能获得更高的收益。

因此，与某些走传统精品路线的二线龙头不同，公司并不急于把产品交由腾讯发行，与其分享利润，而是从发行和研发两方面抢夺外部市场：一方面公司凭借着强发行能力夺得一些千万级产品的独代权，实现虎口夺食；另一方面通过自研精品的页转手主打差异化，在擅长的细分领域深耕。

3. 核心体系可移植，页转手的成功看似偶然

《永恒纪元》继 2016 年 7 月上线，仅用 33 日时间实现流水过亿，安卓长期占据各大应用商店排行榜榜首，2 月份更一度霸占 IOS 畅销榜前三，表现持续超预期。截止到 3 月初，《永恒纪元》流水依然在上升期，持续 8 个月的超长成长期以及仅国内就接近 3 亿的月流水均创造了页转手的纪录，是页游转手游的标杆。

从渠道的排名数据来看，无论是 2 月份持续冲击 iOS 畅销榜前三，还是在腾讯应用宝最新发布的 2017 年 2 月手游报告中，占据 2 月热门网游收入榜的榜首位置，都充分说明了《永恒纪元》的吸金能力。我们将通过对精品页游的重新定义，说明精品页游转手游的成功案例其实是具有可复制性的。

3.1. 页转手“洗白”，重新审视页游爆款

与端转手相比，页转手往往不被看好，我们总结下来主要有几大原因：1.端游大 IP 的运营时间长，用户群体庞大且核心用户稳定；2.端游厂商的技术积累更雄厚，改造为手游时整体表现力更强；3.端游转手游已有多个成功案例，被证实可行。

网易的《梦幻西游》、《大话西游》、《剑侠情缘》，吉比特的《问道》以及最近上线的盛大游戏研发、腾讯代理的《龙之谷》都是端转手的例子，除了《龙之谷》外，其余均在较长的时间段内证实了其手游产品的成功。虽然页转手从 14 年至今失败的例子占多数，但是我们认为《永恒纪元》作为页转手的现象级产品，其成功并非偶然，实际上是有迹可循的。

3.1.1. 定义精品页游，两朵“页界”奇葩

首先定义“精品页游”，精品页游不应只关注短期的爆发力，更重要的是稳定后的流水状况以及能持续的时间。产品可以通过美工、IP 乃至声优等元素实现短期内较高的留存与付费，但是要长时间维持高流水，最终还是要回归到产品的内核，也就是由数值深度、游戏时长等方面着手。

关注“页界”的两朵奇葩：《大天使之剑》和《传奇霸业》。这两款游戏都是公司在 14 年上线，历时两年多至今仍然贡献高流水的成功作品。

图表 10:《传奇霸业》游戏宣传图

图表 11:《大天使之剑》游戏宣传图



资料来源：游戏官网，东吴证券研究所



资料来源：游戏官网，东吴证券研究所

他们所具有的几个特点完全符合精品页游的定义：

- **上线之初横扫多项奖项：**《大天使之剑》上线之际即获得众多奖项，包括 2014 年 17173 游戏风云盛典年度最佳品质游戏、2014 年度最具人气网页游戏等奖项；《传奇霸业》发行两年多时间也囊括了金翎奖、金发条奖、金叹号奖在内的各大奖项。
- **流水峰值高：**《传奇霸业》自 2014 年 12 月 26 日公测开始，取得了在 80 天内总流水破 3 亿、单日总流水 2000 万的傲人战绩；《大天使之剑》在公测首日流水 390 万，一个月破亿，60 天后流水达到 3.2 亿。
- **生命周期长：**《传奇霸业》与《大天使之剑》在运营两年多的时间后，目前月流水仍然分别达到 1 亿、5000 多万。

与过去短生命周期的爆款页游不同，公司的这两款页游可谓是“页界”的常青藤，保有相当旺盛的生命力。因此我们在研究页转手的过程中，需要把其与过去的短周期爆款页游分开看，重新审视精品页游转手游的成功率。

3.1.2. 内核可移植，《永恒纪元》的成功有迹可循

我们透过游戏的外在表现，分析两款常青藤页游拥有超长生命力的背后原因。以《传奇霸业》为例，为什么在众多画面、玩法相近的传奇类页游中《传奇霸业》能够脱颖而出并保持旺盛的生命力？其实背后隐藏着整套成熟的数值体系，关键在于对几个要点的精准掌控：1、游戏进度：每个阶段的合理难度，具有挑战性又不至于难到无法无天，阶段之间的衔接；2、游戏时长：从一个等级到下一等级的时长，完成副本的时长，剧情的时长等；3、平衡的数值：攻血平衡法，通过大量的测试和调整，做到让玩家从简单的打怪升级中获得快感。如此复杂的庞大的数值系统构成了精品游戏最重要的内核，同时也是产品的核心壁垒。

这套游戏内核，在从页游转手游的时候是可以完美移植的。《永恒纪元》是在《大天使之剑》的基础上进行了修改。在没有 IP 的情况下，《永

《永恒纪元》的画面、剧情等都没有沿用《大天使之剑》的原有部分，能够完整保留下来的是包含数值体系在内的游戏内核。这个成熟的内核是《永恒纪元》留存与付费高的核心原因，在此基础上不断辅量，则实现了流水的持续上涨。因此《永恒纪元》的成功，实际上是由优质内核加持续导量共同协作完成的。

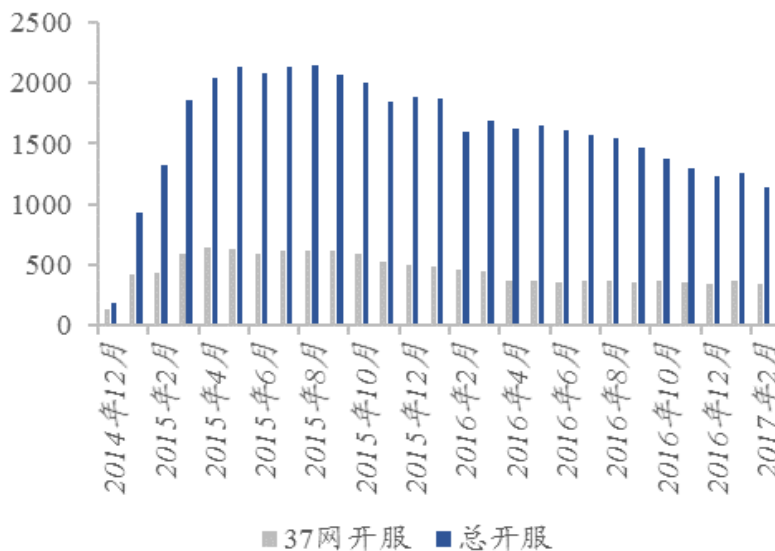
3.2. 长线精品页游转手游有望成为新高确定性打法

公司今年上线诸多新品，包括 15 年拿到的正版海贼王 IP 打造的页游、天堂 2 正版授权页游、接档《传奇霸业》的传奇类页游《金装传奇》等，还有《武易》、《修仙》手游，然而我们认为最值得期待的是基于公司两大页游常青藤改编的传奇手游以及奇迹手游，我们通过游戏内核以及差异化的用户群体两方面，判断未来长线精品页游转手游将成为新的高确定性打法。

➤ 看内核：长线精品页游内核确保留存与付费

首先回顾 14 年《传奇霸业》诞生时的背景，根据第三方检测机构艾瑞的数据，13 年页游市场规模达到 158.7 亿元，同比增长 61.8%。就在页游高速增长的背景下，市场竞争愈发混乱，13-14 年是传奇类页游井喷的年代，当时百度游戏率先取得传奇 IP 的授权，力图通过正版 IP 占得先机。然而最终脱颖而出并保持有旺盛生命力的是《传奇霸业》。

图表 12：《传奇霸业》上线至今的 37 月开服数以及全平台总开服数情况（单位：组）



资料来源：9K9K，东吴证券研究所

《传奇霸业》历时两年多的时间，依然保持有高流水以及稳定的开服数，长期运营还是要回归到产品本身。通过已经证明成功的长线精品页游的转化改造，把这套成熟的核心体系移植到手游上，有望成为一种继端转手后的行之有效的新高确定性打法。

➤ 看用户群体：主打差异化市场。

与网易的重度精品游戏相比,《永恒纪元》一方面没有正统的端游 IP,另一方面在画面、技术上也不存在优势,为什么能够屡屡冲击 iOS 畅销榜并在各大安卓渠道中排名第一。《永恒纪元》由于是由页游改编,在玩法上会页游化,挂机、自动升级等方式处处体现着页游的核心玩法,因此在目标用户上更多的是针对页游玩家。我们过去分析了页游玩家的特征,从地域来看页游玩家更多集中在二三线城市,因此在广告投放上,公司集中投放在二三线城市。而从流水上来看,70%流水来自于安卓端,由于 iOS 用户的 ARPU 值高于安卓用户的 ARPU 值,可以推出《永恒纪元》的玩家在机型上的安卓机上的渗透率远高于苹果机上的渗透率。

图表 13：《永恒纪元》游戏截图：偏页游玩法



资料来源：游戏截图，东吴证券研究所

与之相反,网易的爆款游戏《阴阳师》的主要收入来自于 iOS 端,根据 QuestMobile 统计,《阴阳师》在 iOS 端的渗透率高达 3.7%,而在安卓端则为 1.9%,而一、二线城市用户占比分别为 24.1%和 38.8%。网易的其他爆款包括《梦幻西游》和《倩女幽魂》在 iOS 端的渗透率均高于安卓端。因此在用户群体上,通过页游改编的手游与端游改编的手游是存在较大的差异的,主要体现在地域和机型的差异上。

图表 14：网易与腾讯游戏 iOS 与安卓端的渗透率

ios 平台										安卓平台									
排名	图标	游戏名称	分类	运营商	渗透率	周活	月活	次日留存	7日留存	排名	图标	游戏名称	分类	运营商	渗透率	周活	月活	次日留存	7日留存
1		王者荣耀	即时战略	腾讯	17.1%	46.70%	24.30%	27.40%	18.70%	1		王者荣耀	即时战略	腾讯	18.90%	43.20%	24.50%	26.30%	18.40%
2		QQ欢乐斗地主	棋牌游戏	腾讯	14.2%	41.30%	24.90%	26.70%	18.50%	2		QQ欢乐斗地主	棋牌游戏	腾讯	10.80%	35.40%	24.70%	25.70%	18.20%
3		欢乐麻将	棋牌游戏	腾讯	4.9%	31.70%	19.60%	27.10%	17.50%	3		天天酷跑	赛车跑酷	腾讯	6.70%	34.90%	17.40%	21.90%	13.90%
4		天天爱消除	消除游戏	腾讯	4.6%	43.30%	31.40%	28.90%	20.10%	4		穿越火线	飞行射击	腾讯	4.00%	37.30%	13.60%	22.70%	14.30%
5		天天酷跑	赛车跑酷	腾讯	4.2%	37.40%	18.60%	22.80%	14.10%	5		欢乐麻将	棋牌游戏	腾讯	3.10%	33.30%	19.30%	26.00%	17.20%
6		阴阳师	卡牌游戏	网易	3.7%	40.40%	19.10%	23.80%	16.20%	6		阴阳师	卡牌游戏	网易	1.90%	38.40%	21.60%	22.90%	16.00%
7		梦幻西游	角色扮演	网易	1.3%	47.00%	24.90%	15.90%	9.00%	7		梦幻西游	角色扮演	网易	1.00%	40.10%	18.90%	15.30%	8.80%
8		倩女幽魂	角色扮演	网易	0.8%	33.50%	13.40%	11.10%	4.90%	8		倩女幽魂	角色扮演	网易	0.60%	34.00%	13.20%	10.60%	4.80%

资料来源：QuestMobile，东吴证券研究所

《永恒纪元》在玩法（偏页游 ARPG）与目标用户（主要定位二三线城市安卓用户）上与传统的重度精品游戏存在差异化。我们认为改编手游的成功率不在于血统,而在于基于优质内核的玩法与目标用户的契合度。

4. 行业红利普惠二线龙头，独特生态支撑长远发展

公司作为 A 股游戏龙头公司，具有产业链一体化、泛娱乐布局等龙头特点，然而在腾讯和网易两大超级巨头的面前，只能算是游戏行业的二线龙头。未来如何支撑继续发展，达到更大的体量？我们主要从行业发展和公司生态两个维度来论证。

我们认为继人口红利后，游戏行业出现了“新红利”。与人口红利不同，这波“新红利”的主要驱动来自网易、腾讯两家超级公司。

另一方面，公司具有独特生态：页游、手游、发行、海外四大板块组成了公司完整的生态体系。

4.1. 腾讯和网易是“开拓者”，带来行业新红利

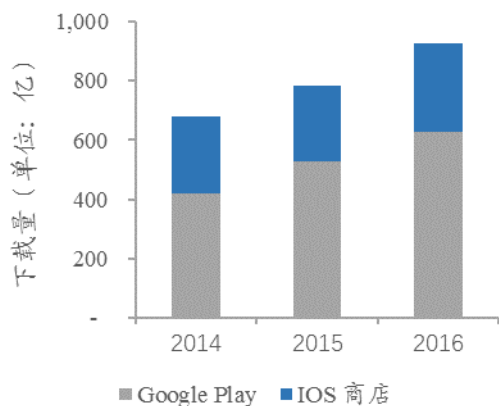
腾讯和网易是行业的两头“巨鲸”，根据 2016 年中国游戏产业报告，在中国移动市场销售中，腾讯、网易收入占比分别为 46% 和 20%，合计占比接近 7 成，大有鲸吞之势。

与市场的看法不同，我们认为应当从更大的视角着眼，以理性地态度看待巨无霸对行业发展的影响。我们从全球市场、行业生态、以及用户习惯三个角度出发，分析其为行业带来的变化。

4.1.1. 中国游戏市场收入问鼎，头部产品盈利能力飙升

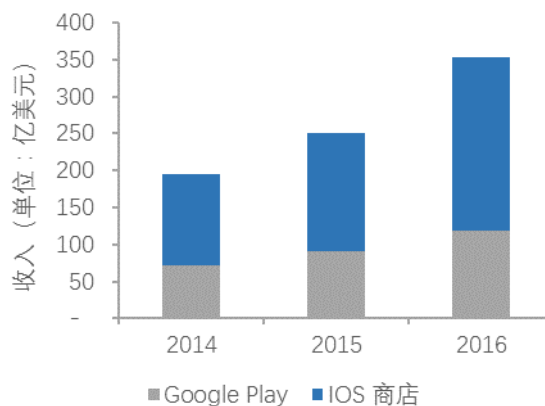
放眼全球，移动应用生态加速增长，游戏作为当下最热门的娱乐形态，继续保持绝对的霸主地位。根据 App Annie，2016 年，全球应用下载量增长 15%，Google Play 和 iOS 应用商店支付给发行商的收入提升了 40%，收入增长率均超过了 2015 年。2016 年游戏收入占 iOS 应用商店及 Google Play 应用商店的总收入分别为 75% 和 90%。

图表 15: 2014—2016 年全球应用商店下载量 (单位: 亿)



资料来源: App Annie, 东吴证券研究所

图表 16: 2014—2016 年全球应用商店收入 (单位: 亿元)

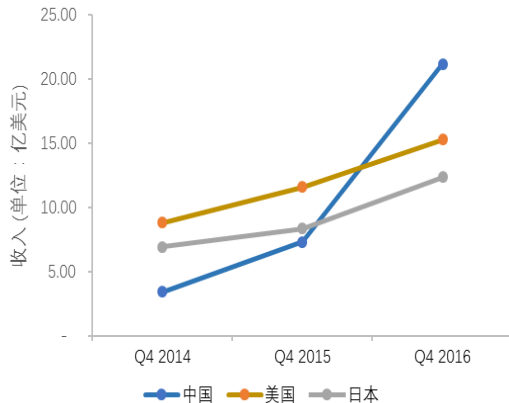


资料来源: App Annie, 东吴证券研究所

IOS 中国市场收入问鼎，关注头部产品盈利能力的飙升。整体而言，中国在 2016 年登上 IOS 应用商店收入排行榜的冠军宝座，2016Q4 发行

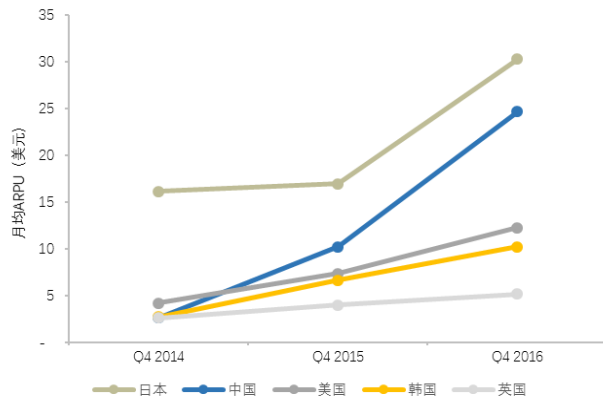
商收入超过 20 亿美元，刷新了应用商店史上的国家/地区单季收入最高纪录。同样值得关注的是头部产品盈利能力的飙升，排名前 30 的游戏的月均 ARPU 值提升约 150%，达到 25 美元。

图表 17: 2014Q4 - 2016Q4 部分国家 iOS 应用商店收入变化 (单位: 亿美元)



资料来源: App Annie, 东吴证券研究所

图表 18: 2014Q4 - 2016Q4 部分国家 iOS 头部前 30 产品月 ARPU 值变化 (单位: 美元)



资料来源: App Annie, 东吴证券研究所

4.1.2. 培养用户“氪金”习惯，行业红利普惠二线龙头

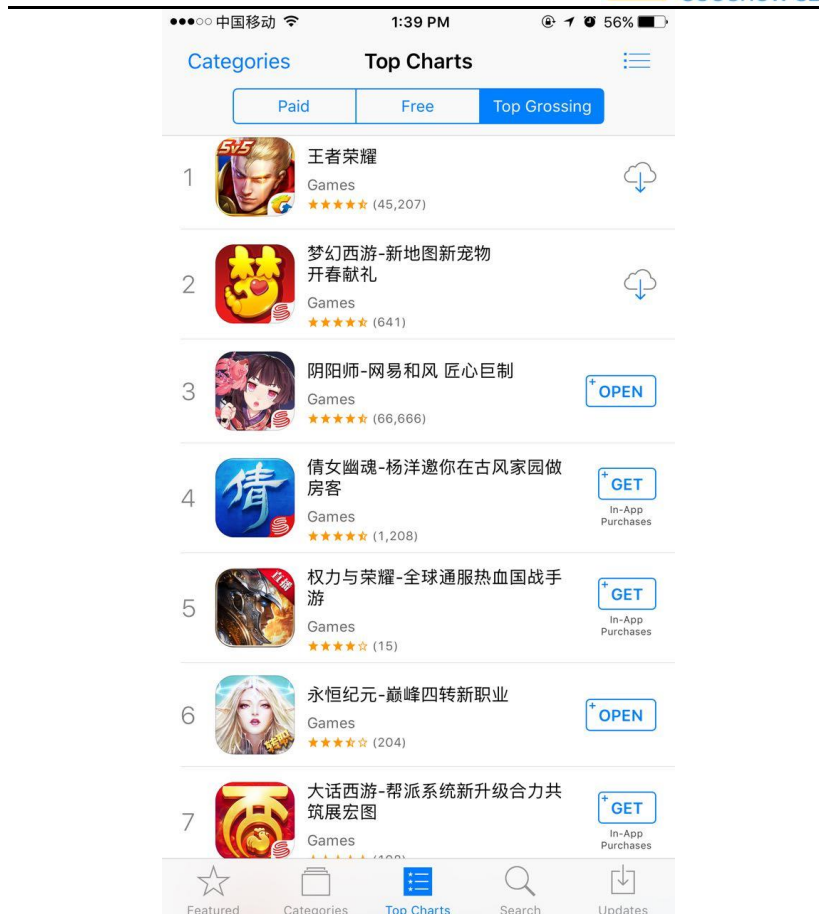
人口红利见顶，行业的发展依然迅猛。腾讯和网易的姿态强大导致市场过于关注占比，放大了两家公司给行业带来的压力，而忽视了他们切切实实把行业蛋糕做大的贡献。我们从三方面来分析两家公司为行业带来的巨大贡献。

1、强化用户的“氪金”习惯:

“氪金”原词为“课金”，特指在网络游戏中充值的行为，是游戏用语。“氪金”习惯的强化具体表现在 ARPU 值的提升上。网易与腾讯通过花费重金打造的超级爆款游戏，大大强化了用户的氪金习惯，使头部产品的盈利能力实现高增长。

前文中提到，中国 iOS 前三十收入排行榜中的游戏用户月 ARPU 值达到 25 美金，同比增长超过 150%，仅次于月 ARPU 为 30 美元的日本。国内用户在游戏上的“氪金”程度已经远远超越了欧美、韩国等传统游戏大国，加上我国庞大的用户群体，iOS 单季收入超 20 亿美金，登顶 iOS 地区排行榜榜首成为意料之中的事情。

图表 19 : App Store 中国区畅销榜排名 (2017 年 3 月 1 日)



资料来源：App Store，东吴证券研究所

截取 3 月 1 日的畅销榜排名，除了《权力与荣耀》、《永恒纪元》分列 5、6 位外，第 2、3、4、7 位全部为网易自研产品，长期排在第一的是具有很高用户渗透率、铁打不动的腾讯自研 MOBA 产品《王者荣耀》。从畅销榜的排名来看，网易和腾讯的产品是目前头部产品矩阵的主要组成部分，制作精良且拥有接近满分的游戏包装，高体验引导用户完成氪金步骤，这也是游戏行业头部产品与行业整体大幅增长的重要原因。

2、重度用户的沉淀：

随着互联网人口红利的基本宣告结束，我们认为不宜过度关注总用户规模的增长，取而代之应关注轻度玩家向重度玩家的转化。过去用户的统计有个问题，许多以轻度为主、偶尔尝试休闲游戏的玩家也被纳入整体的用户群体中，实际上行业的主体贡献是来自于 RPG、卡牌类、SLG 等偏重度的游戏，这部分重度用户的月 ARPU 值也远高于轻度用户。以《阴阳师》、《王者荣耀》为代表的精品具有非常高的渗透率，许多原来只玩轻度休闲游戏的玩家被拉“入坑”。他们通过超、级精品的口碑效应，打通了从非游戏用户到游戏用户，轻度游戏用户到重度游戏用户的转化通道。未来这部分新增重度用户将沉淀到同样以精品为主打的二线龙头，为二线龙头发展带来新红利。

3、提升品质门槛——拒绝雅达利：

游戏龙头们通过提升产品的品质门槛，确保了行业的健康发展。为

什么我们看好手游行业的发展？除了消费升级下用户的 ARPU 的提升，核心用户的渗透率提升，其实腾讯和网易对于整体行业生态的发展也起到了很大的作用。在提高产品品质门槛的同时是在提高用户的审美，让用户变得更加挑剔，拒绝为一些粗制滥造的产品买单，导致在用户导入成本上升的情况下，劣质产品的生存空间进一步被挤压，改善行业的竞争环境。

网易、腾讯为行业带来大量的新增重度游戏玩家，并强化了用户的氪金习惯。这部分新增重度用户的沉淀将为具有精品研发能力的厂商带来普惠，二线龙头企业有望受益。同时产品品质门槛的提高有助于行业良性发展，三者组成了行业继人口红利后的发展“新红利”。

4.2. 独特生态支撑长远发展，细分赛道上率先抢跑

公司拥有四大生态体系，页游研发、手游研发、游戏发行与海外业务。目前公司页游研发为行业第一，游戏发行综合页游与手游，在国内仅次于腾讯，手游研发凭借长线精品页游转手游的新打法有望迎头赶上，随着海外业务的继续推进，公司长远发展将不受区域、细分行业和产业链卡位的限制，发展潜力巨大。

我们尤其看好公司在精品页游转手游的细分赛道上实现领跑，通过差异化成功转型手游，有望在新航路上疾驰。

5. 投资建议

随着逻辑的不断深化，我们认为公司基于精品页游转手游的新打法有望实现手游爆款的复制，坚定看好基于两款页游常青藤打造的重磅 IP 产品：传奇手游与奇迹手游。在《永恒纪元》流水持续超预期与并坚定看好两款重磅手游的情况下，我们调高了盈利预测。考虑非经常性收益，我们预计公司 2016-2018 年净利润为 10.62、19.08、23.04 亿元（17 年备考净利润在 19.5 亿元左右），摊薄 EPS 为 0.51、0.88、1.07 元，对应 PE 为 41、24、20 倍，给予公司目标价 27 元，维持“买入”评级。

图表 20：三七互娱盈利预测

财务摘要（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入（百万）	4657	5248	8456	10994
同比%	678.43%	12.69%	61.13%	30.00%
归属母公司净利润（百万）	506	1062	1908	2304
同比%	1224.18%	109.88%	79.66%	20.75%
摊薄每股净收益（元）	0.24	0.51	0.88	1.07

资料来源：Wind，东吴证券研究所

注：股价为 2017 年 3 月 13 日收盘价

6. 风险提示

新产品市场反响不及预期;

现有产品的经营数据下滑过快;

海外业务进展不达预期。

财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,970.4	2,906.9	7,091.9	9,385.4	营业收入	4,656.8	5,247.9	8,456.0	10,994.0
货币资金	961.7	1,436.3	5,522.3	7,755.8	营业成本	1,895.9	2,046.7	3,213.3	4,177.7
应收和预付款项	811.5	1,261.0	1,350.0	1,400.0	营业税金及附加	41.6	47.1	75.8	98.6
存货	67.6	80.0	90.0	100.0	营业费用	1,458.9	1,521.9	2,367.7	3,078.3
其他流动资产	129.6	129.6	129.6	129.6	管理费用	422.3	524.8	761.0	989.5
非流动资产	2,499.1	2,540.5	2,382.0	2,268.5	财务费用	-13.8	-24.6	-76.3	-146.9
长期股权投资	170.2	170.2	170.2	170.2	资产减值损失	48.0	44.5	45.0	45.0
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	5.1	-	-	-
固定资产和在建工程	312.4	213.5	114.1	14.7	其他经营损益	124.0	153.9	200.0	-
无形资产和开发支出	1,639.8	1,625.7	1,611.6	1,597.4	营业利润	808.9	1,137.5	2,119.4	2,801.8
其他非流动资产	376.7	531.2	486.2	486.2	营业外净收支	124.0	153.9	200.0	-
资产总计	4,469.5	5,447.4	9,473.9	11,653.9	利润总额	932.9	1,291.4	2,319.4	2,801.8
流动负债	758.5	630.8	1,430.6	1,211.7	所得税	11.2	117.5	211.1	255.0
短期借款	31.4	-	-	-	净利润	921.7	1,173.9	2,108.4	2,546.8
应付和预收款项	727.1	630.8	1,430.6	1,211.7	少数股东损益	415.7	111.5	200.3	241.9
长期借款	-	-	-	-	归属母公司股东净利润	506.0	1,062.4	1,908.1	2,304.9
其他负债	-	-	-	-	EBIT	917.9	1,265.3	2,241.2	2,652.4
负债合计	758.5	630.8	1,430.6	1,211.7	EBITDA	1,039.8	1,378.8	2,354.7	2,720.9
股本	1,042.4	2,084.8	2,156.2	2,156.2	重要财务与估值指标				
资本公积	1,975.6	933.2	2,102.6	2,102.6		2015A	2016E	2017E	2018E
留存收益	545.4	1,539.6	3,325.2	5,482.0	每股收益 (元)	0.24	0.51	0.88	1.07
归属母公司股东权益	3,563.4	4,557.5	7,584.0	9,740.9	每股净资产 (元)	1.7	2.2	3.6	4.7
少数股东权益	147.6	259.1	459.4	701.3	ROIC (%)	34.6%	39.8%	59.0%	103.9%
股东权益合计	3,710.9	4,816.6	8,043.4	10,442.2	ROE (%)	14.2%	23.3%	25.2%	23.7%
负债和股东权益合计	4,469.5	5,447.4	9,473.9	11,653.9	毛利率 (%)	59.3%	61.0%	62.0%	62.0%
现金流量表 (百万元)					EBIT Margin (%)	19.7%	24.1%	26.5%	24.1%
	2015A	2016E	2017E	2018E	销售净利率 (%)	19.8%	22.4%	24.9%	23.2%
经营性现金净流量	1,082.5	607.6	2,707.5	2,232.1	资产负债率 (%)	17.0%	11.6%	15.1%	10.4%
投资性现金净流量	-3,249.6	-59.5	181.8	-	收入增长率 (%)	678.4%	12.7%	61.1%	30.0%
筹资性现金净流量	2,679.0	-73.5	1,196.7	1.4	净利润增长率 (%)	1472.7%	27.4%	79.6%	20.8%
现金流量净额	511.4	474.7	4,086.0	2,233.5	P/E	86.6	41.2	23.0	19.0
折旧与摊销	121.8	113.5	113.5	68.5	P/B	12.3	9.6	5.8	4.5
资本支出	157.6	-	-	-	EV/EBITDA	20.1	30.7	17.0	14.0
经营营运资本增加	108.9	564.1	-668.7	304.2					

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

