

# 深化多品类与出海战略，自研加代理推动业绩增长

买入（维持）

2019 年 02 月 11 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 肖文瀚

xiaowh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,189	7,703	9,716	11,004
同比（%）	17.9%	24.5%	26.1%	13.3%
归母净利润（百万元）	1,621	1,098	1,878	2,134
同比（%）	51.4%	-32.3%	71.1%	13.6%
每股收益（元/股）	0.76	0.52	0.88	1.00
P/E（倍）	14.74	21.68	12.67	11.15

## 投资要点

■ **国内网游研运前三强，手游流水持续增长。**公司以页游运营起家，目前业务延伸至网游研发与手游发行领域，并积极发展海外市场。2018Q3 公司在中国网游市场份额位列第三，仅次于腾讯、网易之后。近年来公司手游流水维持较快增长，自研精品《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》长线运营良好，17 年《永恒纪元》全球单月流水超 3.5 亿元，《大天使之剑 H5》单月流水超 1.8 亿元；18 年上线自研新品《传奇霸业手游》、《屠龙破晓》，推出代理手游《仙灵觉醒》、《鬼语迷城》，均实现破亿月流水，18 年 7 月公司国内发行的手游合计月流水已破 7 亿，随着 19 年《一刀传世》等新品的推出，公司手游月流水预计将继续创新高。

■ **买量市场迎来洗牌，头部厂商份额提升，广告投放形式中短视频营销崛起，公司快速转变打法效果良好，流量运营发挥规模效应。**2018 年买量市场迎来洗牌，参与买量的公司数有所减少，但投放产品数继续增加，头部厂商实现份额提升，行业竞争格局改善。随着抖音等短视频的崛起，18 年游戏广告投放形式出现了新变化，视频广告素材快速增长，公司迅速转变打法，成立专门的手游视频部门，短视频营销效果良好，目前视频广告素材行业领先。18 年公司从“流量”运营向“流量+品牌”运营转变，邀请成龙为代言人，并把品牌 logo 嵌入广告中，实行全方位立体营销，把“三七”品牌推广出去，同时公司的买量规模优势在品牌营销中得到进一步放大。

■ **品类扩张与出海为重要增量市场，19 年产品储备充足，自研代理双驱动，多款产品具备精品预期。**研发方面，主体极光网络推出未来五年极光 2.0 计划，重视研发人员培养，覆盖更多新品类研发；产品品类方面，实施“核心+多元化”品类策略，在 ARPG 品类外谋求多元化品类发展，继续开拓增量市场；产品储备方面，19 年自研手游有成龙代言的传奇类手游《一刀传世》、大 IP 手游《斗罗大陆》，均有破亿月流水预期，代理手游有《精灵契约》，由完美耗时两年研发，上线后即获苹果商店推荐。海外代理方面还将推出多种题材的 SLG 手游，全球发行，同时重点布局日韩市场，发行拳皇 IP 卡牌游戏等，老产品持续发力，叠加新品储备充足，预计将有效增厚业绩。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2018-2020 年公司分别实现营收 77.0/97.2/110.0 亿，归母净利 11.0/18.8/21.3 亿，EPS 分别为 0.52/0.88/1.00 元，对应当前股价 PE 分别为 22/13/11X，给予公司 19 年 18-20 倍估值，对应目标价 15.84-17.60 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**行业政策收紧；页游流水下滑加剧；新品表现不及预期；海外市场进展不及预期；商誉减值风险；解禁和减持风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	11.20
一年最低/最高价	8.96/21.87
市净率(倍)	3.83
流通 A 股市值(百万元)	17832.88

## 基础数据

每股净资产(元)	2.93
资产负债率(%)	31.00
总股本(百万股)	2124.87
流通 A 股(百万股)	1592.22

## 相关研究

- 1、《三七互娱 (002555)：业绩表现符合预期，优质新品带动季度业绩环比高增长》2018-10-29
- 2、《三七互娱 (002555)：手游新品表现亮眼，下半年业绩预计呈上升趋势》2018-08-26
- 3、《三七互娱 (002555)：剥离汽车零部件资产，网游业务边际逐渐改善》2018-07-26

## 内容目录

1. 公司概况：国内网游研运前三强 .....	4
2. 发行运营：迎接短视频营销，流量运营具备规模效应 .....	6
3. 产品：践行“精品化、长线化和多元化”策略 .....	9
3.1. 研发能力：主体极光网络精品率高，增大研发人员投入 .....	10
3.2. 产品品类：守正出奇，“核心+多元化”多品类进攻 .....	11
3.3. 产品储备：自研代理双驱动，多款产品具备精品预期 .....	12
4. 海外发行：日韩、欧美为重点市场，海外代理储备丰富 .....	14
5. 盈利预测与估值 .....	16
6. 风险提示 .....	17

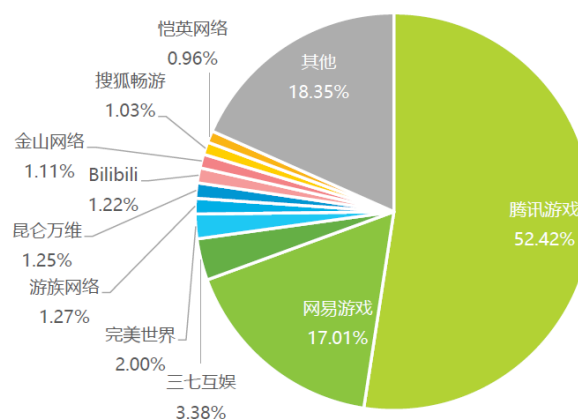
## 图表目录

图 1: 2018Q3 中国网络游戏上市企业市场份额 .....	4
图 2: 2018 年页游运营平台开服排行 (单位: 组) .....	5
图 3: 2018 年页游研发商开服排行 (单位: 组) .....	5
图 4: 公司近年营收及归母净利情况 .....	5
图 5: 公司近年分品类游戏收入及占比情况 .....	5
图 6: 公司近年毛利率及净利率情况 .....	6
图 7: 公司近年期间费用率情况 .....	6
图 8: 2018 年全年买量素材趋势 (安卓渠道) .....	7
图 9: 2018 年全年买量素材趋势 (iOS 渠道) .....	7
图 10: 2018 年手游广告素材形式分布占比 .....	7
图 11: 2018 年全年买量公司数走势 .....	8
图 12: 2018 年全年买量游戏数走势 .....	8
图 13: 三七互娱邀请成龙代言抖音短视频营销 .....	8
图 14: 邀请成龙代言《一刀传世》, 三七品牌 logo 嵌入广告中 .....	9
图 15: A 股主要游戏公司销售费用情况 (单位: 百万) .....	9
图 16: 三七互娱分季度销售费用率情况 .....	9
图 17: 2014 年以来极光网络研发精品游戏情况 .....	10
图 18: A 股主要游戏公司研发人员数量 .....	11
图 19: A 股主要游戏公司 2017 年研发人员数量占比 .....	11
图 20: 《鬼语迷城》2018 年 IOS 畅销榜 (中国区) 排名 .....	12
图 21: 《一刀传世》2019 年 IOS 畅销榜 (中国区) 排名 .....	13
图 22: 《精灵契约》获苹果商店推荐 .....	14
图 23: 《精灵契约》2019 年 IOS 畅销榜 (中国区) 排名 .....	14
图 24: 《永恒纪元》位列 2018 年中国手游出海收入 TOP 30 排行榜 (App Store+Google Play) .....	15
图 25: 《大天使之剑》2018 年 IOS 畅销榜台湾区排名 .....	15
图 26: 《楚留香》2018 年 IOS 畅销榜台湾区排名 .....	15
图 27: 公司近年海外收入情况及销售占比 .....	16
图 28: 2018 年全年中国发行商出海收入排行榜 (IOS & Google Play 综合) .....	16
表 1: 三七互娱部分产品矩阵情况 .....	12
表 2: 2019 年公司 (预计) 上线部分新品手游情况 .....	13
表 3: 可比公司估值对比 (截止 2019.2.11 日) .....	17

## 1. 公司概况：国内网游研运前三强

三七互娱成立于 2011 年，以页游运营平台起家，目前产业链延伸至研发与手游领域，公司是国内领先的游戏运营与研发商，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。根据艾瑞咨询发布的《2018 年 Q3 中国互动娱乐季度数据发布研究报告》，三七互娱 2018Q3 在中国网络游戏的市场份额位列第三，仅次于腾讯、网易之后，市场份额 3.38%，成为国内网游研运前三强。

图 1：2018Q3 中国网络游戏上市企业市场份额

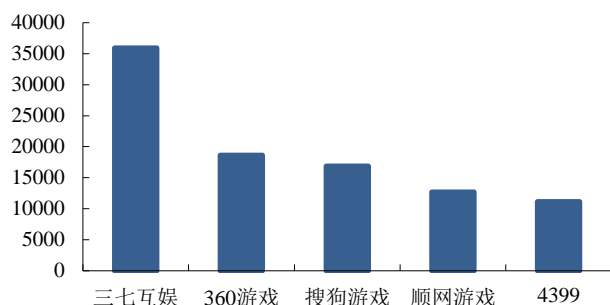


数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

手游方面，2018 年上半年公司国内手游流水约 33.4 亿，根据《2018 年 1-6 月中国游戏产业报告》，国内手游市场实际销售收入 634.1 亿元，以流水口径统计公司在国内手游市场的占有率约为 5.3%，在腾讯、网易之后的市场份额较为领先。

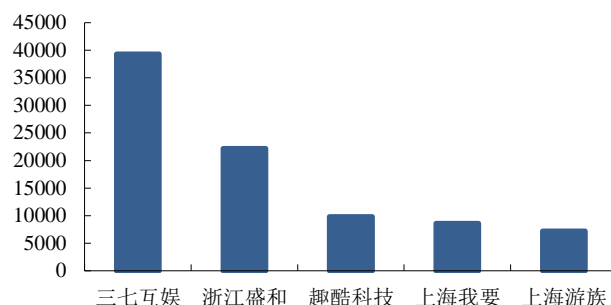
页游方面，2018 年页游运营平台与研发商开服排行中，三七互娱均位列第一。作为运营平台，37 游戏 18 年开服数 35907 组，作为研发商，三七互娱 18 年开服数 39325 组，均位列第一。

图 2：2018 年页游运营平台开服排行（单位：组）



数据来源：9k9k，东吴证券研究所

图 3：2018 年页游研发商开服排行（单位：组）

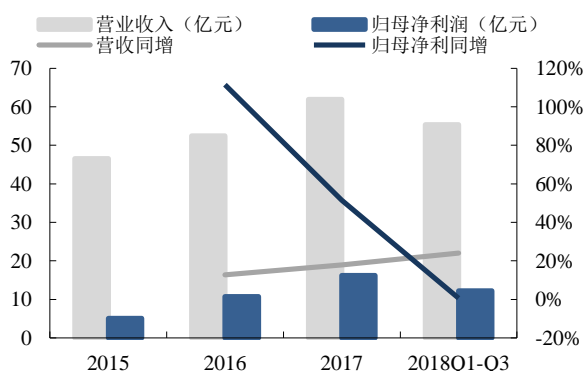


数据来源：9k9k，东吴证券研究所

**2015 至 2017 年营收复合增速 15.3%，净利润复合增速 79.0%。**2015/2016/2017 年与 2018 前三季度，公司营业收入分别为 46.6/52.5/61.9/55.3 亿元，分别同比增长 678.4%/12.7%/17.9%/24.0%，归母净利润分别为 5.1/10.7/16.2/12.2 亿元，分别同比增长 1224.2%/111.5%/51.4%/0.6%，受益于新品的不断发行，近年来公司营收、净利均处于上行通道，2018 年前三季度利润率增幅较低主要受新游发行广告投入较大影响。

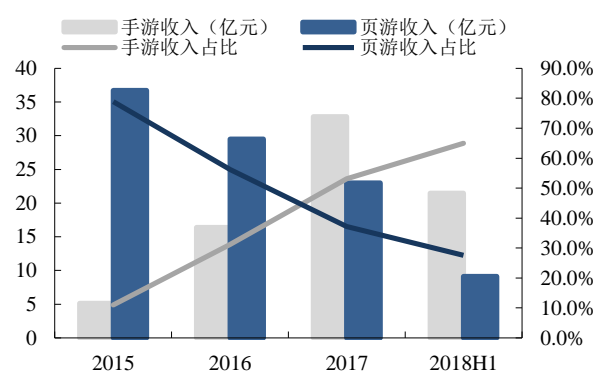
**页转手成功，18 H1 年手游收入占比升至 65%。**分产品来看，随着手游行业快速增长，公司近年成功页转手。15-17 年，手游收入从 5.1 亿元升至 32.8 亿元，页游收入从 36.7 亿元降至 23.0 亿元，截至 18 H1，公司手游收入占比 65%，页游收入占比 28%。

图 4：公司近年营收及归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：公司近年分品类游戏收入及占比情况

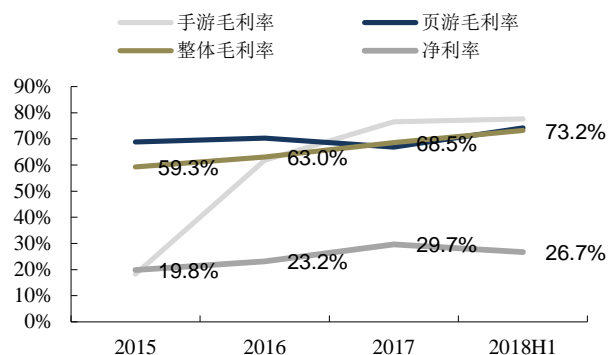


数据来源：Wind，东吴证券研究所

**盈利能力有所增强，新品推广致 18 年销售费用率走高。**受益于产品的良好表现，近年来公司毛利率和净利率均稳步提升。期间费用率方面，2018 年前三季度销售费用率

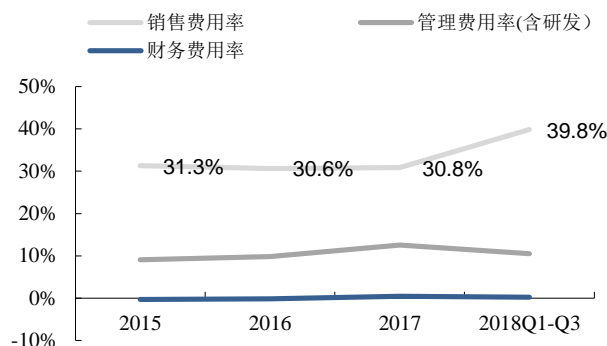
有所走高，主要受期间《鬼语迷城》、《仙灵觉醒》、《屠龙破晓》等新品推广影响，广告投入较大；管理费用率在 2017 年较高，主要受当年股权激励计入管理费用影响；财务费用率则保持相对稳定的水平，变化不大。

图 6：公司近年毛利率及净利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：公司近年期间费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

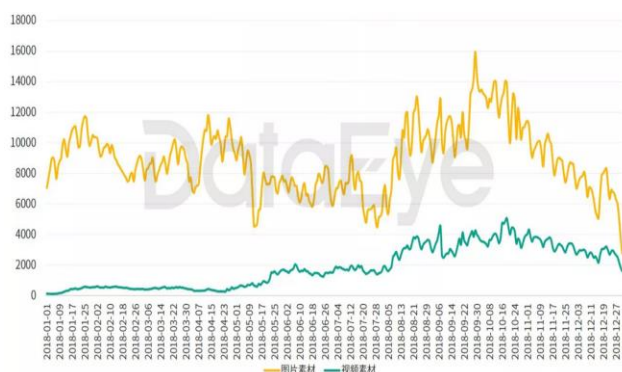
## 2. 发行运营：迎接短视频营销，流量运营具备规模效应

2018 年，行业流量红利逐渐耗尽，叠加政策层面经历了版号停发、总量调控等诸多问题，进一步加速了行业“精品化”态势；与此同时，手游买量市场也经历了洗牌，过去“疯狂买量”的行为逐渐向“理性买量”、流量精细化运营转变。

短视频带来游戏广告投放形式新变化，视频素材数量快速增长。2018 年抖音等短视频新渠道的崛起，新增了大量广告位，带来了较大的流量，也使游戏广告的广告投放形式出现了新变化，营销方式开始往视频内容迁移，无论是 iOS 还是安卓渠道，2018 年视频素材投放量都出现了快速增长。根据 App Growing 《2018 年游戏行业买量市场洞察报告》，2018 年手游广告素材的投放类型中，视频广告形式占比已经超过 20%，主要受益于短视频社交平台走红带来的流量红利。

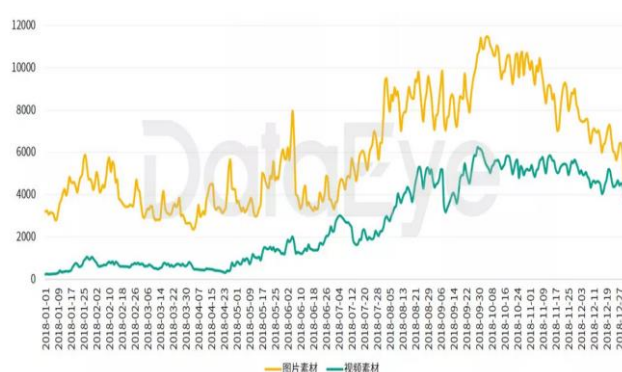


图 8：2018 年全年买量素材趋势（安卓渠道，单位：组）



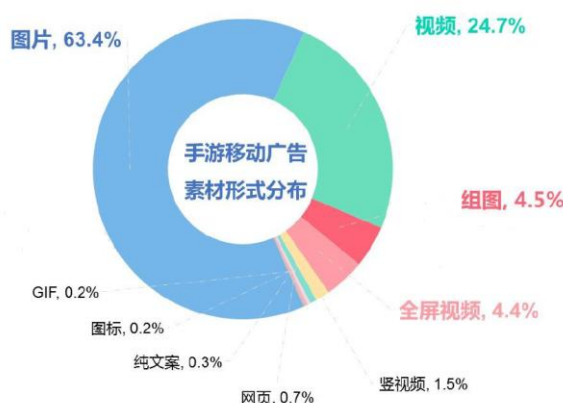
数据来源：DataEye，手游那点事，东吴证券研究所

图 9：2018 年全年买量素材趋势（iOS 渠道，单位：组）



数据来源：DataEye，手游那点事，东吴证券研究所

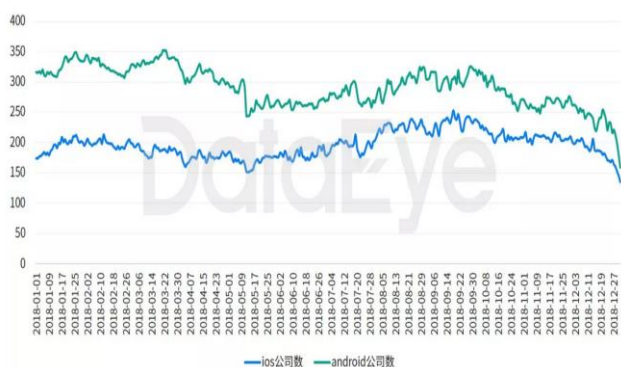
图 10：2018 年手游广告素材形式分布占比



数据来源：App Growing，东吴证券研究所

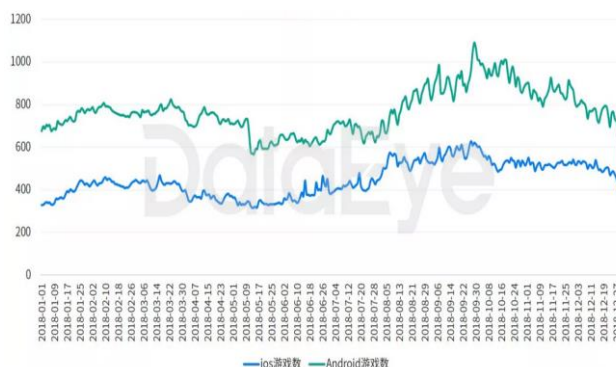
买量市场经历洗牌，买量公司减少，投放产品数有所增加，头部厂商市占率实现提升。2018 年买量的公司数有所下降，其中安卓渠道参与买量的公司从年初的 300 多家下降至年末的 150 多家，iOS 渠道相对保持稳定，全年参与买量公司数维持在 150-250 家；而从投放产品数来看，2018 年下半年参与投放的游戏数量迎来了一波上涨，从全年来看，安卓渠道平均每天投放产品数维持在 600 款以上，iOS 渠道平均每天投放产品数在 300 款以上。买量公司数与买量产品数走势的背离说明了部分中小厂商正在退出买量市场，大厂商在买量市场的份额占比有所提升，行业竞争格局改善。

图 11：2018 年全年买量公司数走势（单位：家）



数据来源：DataEye，手游那点事，东吴证券研究所

图 12：2018 年全年买量游戏数走势（单位：款）



数据来源：DataEye，手游那点事，东吴证券研究所

买量市场新形势下，公司成立手游视频部门积极应对，同时践行流量精细化运营策略。随着各大游戏厂商加大对竖屏视频广告的投入，公司也成立了专门的手游视频部门，目前视频广告素材领先同业。同时公司专注流量精细化运营策略，凭借多年来在推广和发行渠道深厚的经验积累，分析各大渠道的用户量和用户属性，精准地为游戏导入匹配的用户，高效转化流量；利用累积的大数据更深度地把握用户需求，对不同用户需求进行差异化处理，降低获客成本。

图 13：三七互娱邀请成龙代言抖音短视频营销



数据来源：抖音，东吴证券研究所

18 年公司对流量经营策略进行了一些优化，从“流量”运营向“流量+品牌”运营转变。2019 年公司发布新品手游《一刀传世》，邀请成龙为代言人，并把品牌 logo 嵌入



广告中，实行品牌与品类结合的全方位立体营销。邀请成龙为代言人也是经过公司大数据系统分析到接受成龙素材点击的人和传奇品类的用户高度相关。

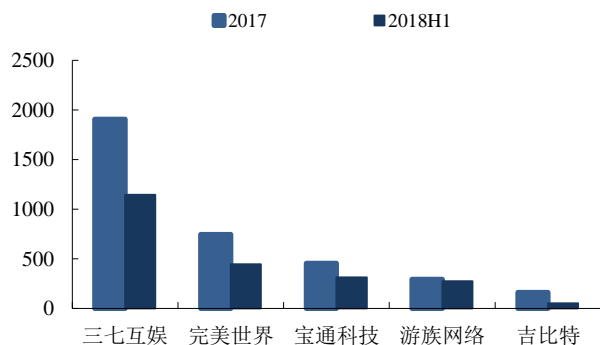
图 14：邀请成龙代言《一刀传世》，三七品牌 logo 嵌入广告中



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

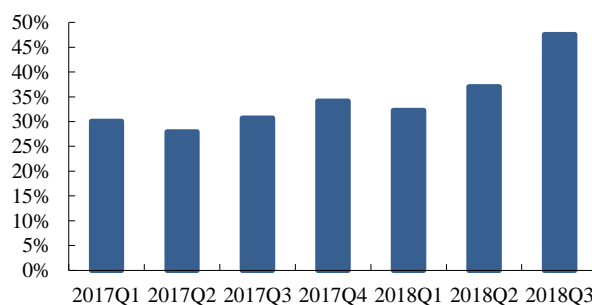
公司买量规模较大，使得流量及品牌营销具备规模效应。2017 年公司销售费用 19.08 亿，销售费用率 30.8%，与 A 股主要游戏公司相比，公司买量规模较大，在流量运营方面，包括成立手游视频部门和进行品牌营销等，具备规模效应。

图 15：A 股主要游戏公司销售费用情况（单位：百万）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：三七互娱分季度销售费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 产品：践行“精品化、长线化和多元化”策略

公司目前践行“精品化、长线化和多元化”的产品策略，累积精品化的研发经验和长线化的运维经验，同时拓展多元化的产品品类。

精品化：随着买量市场进一步洗牌，行业向精品化模式过渡，中小研发团队不断退

出，用户对游戏品质的要求越来越高，精品化是行业发展大势所趋。

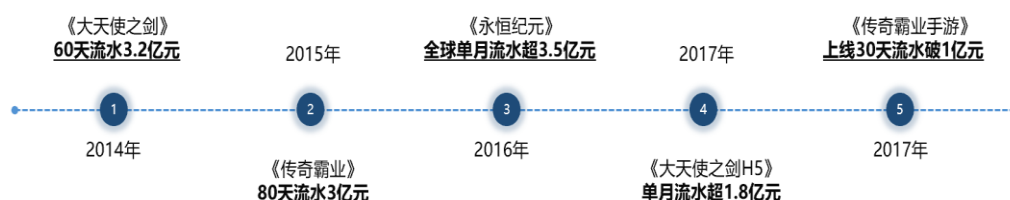
**长线化：**公司追求产品的长线运营，不断提升游戏品质，通过更好的内容来延长产品生命周期，积累更高的流水收入。目前《大天使之剑》、《传奇霸业》运营周期均已超过四年，《永恒纪元》运营超过两年，产品流水仍然较为稳定，长线运营的产品能够为公司提供运维和玩家行为的大数据，从而为新品提供完整的长生命周期经验和数据参考。

**多元化：**极光 2.0 时代（极光第二个五年计划），将关注多元化人才的累积和培养，强调自研体系多元化。在传统 ARPG 品类之外，向“休闲竞技”、“回合制”、“二次元”、“SLG”等品类延伸，丰富产品矩阵。

### 3.1. 研发能力：主体极光网络精品率高，增大研发人员投入

**研发主体极光网络精品率高。**研发领域，三七互娱旗下拥有全资子公司极光网络，为三七的研发主体。极光网络成立于 2013 年 10 月，通过与三七互娱旗下的页游运营平台 37 游戏（37.com）战略协同合作，所出品的游戏定位精准，精品率高。团队集聚了众多研发界高级专业人才，核心成员均有多次成功的项目开发经验，极光网络先后研发了《大天使之剑》、《传奇霸业》、《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等一系列月流水破亿的精品游戏，是行业内首家成功横跨页游、手游、H5 游戏领域的“多栖”研发商。

图 17：2014 年以来极光网络研发精品游戏情况



数据来源：TechWeb，东吴证券研究所整理

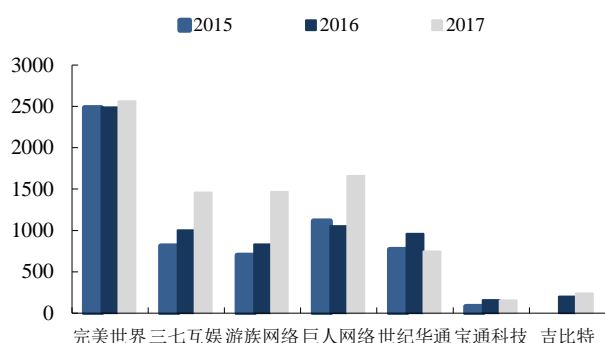
在研发了众多精品游戏的同时，极光网络也沉淀出一系列游戏引擎及大数据分析系统，有效地提高了研运效率。

**自主研发一系列游戏引擎，保障精品持续输出，缩短研发周期。**公司自主研发了一系列性能优异、稳定性强的游戏引擎、游戏框架等核心技术，支持开发高性能、可玩性强的大型精品网游，能够保障精品的持续输出，同时控制研发成本和缩短研发周期。

自主研发大数据分析系统，提高产品优化及研发能力。公司自主研发了大数据分析系统，能够对公司现有的海量用户消费行为数据进行收集分析，有利于进一步理解用户的偏好及消费习惯等信息，从而为新产品的设计和老产品的迭代调优提供数值参考，提高公司的产品优化及新品研发能力。

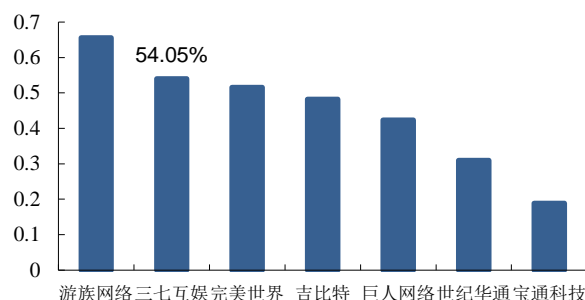
研发的核心是人才，2017 年公司研发人员 1461 人，研发人员数量占比 54.05%，在 A 股主要游戏公司中处于较高水平。预计 2018 年公司研发人员上升至约 1600 人，其中极光网络的研发人员约 1000 多人。

图 18: A 股主要游戏公司研发人员数量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 19: A 股主要游戏公司 2017 年研发人员数量占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

随着行业模式逐渐由买量过渡到精品化模式，公司继续加强研发投入。目前研发主体极光网络已推出未来 5 年的研发新计划，即极光 2.0 计划，将会更加重视研发人员的累积和培养，覆盖更多新品类的研发，在传统强势的 ARPG 领域之外，更多向休闲竞技、二次元、女性向等领域延伸，同时持续提升引擎性能和产品美术品质，满足用户不断增长的游戏体验需求。

### 3.2. 产品品类：守正出奇，“核心+多元化”多品类进击

2018 年以来，公司实施“核心+多元化”品类策略，坚守“传奇”超级 IP，并谋求多元化品类发展。游戏品类涵盖 ARPG、SLG、回合制 RPG 等多个方面，题材包括仙侠类、卡牌类、女性向以及二次元等，是行业继腾讯、网易外为数不多的能够提供多游戏品类和一站式服务的发行运营商之一。

公司目前积极探索休闲竞技类和二次元等方向产品的研发，19 年将上线极光网络自研的休闲竞技类产品《球球手游》，有高 DAU 预期，未来公司希望在更多题材、玩法和品类上进行探索，继续拓展产品线广度。

表 1：三七互娱部分产品矩阵情况

名称	类型	游戏品类	上线时间	热度情况
《传奇霸业》	页游	RPG	2014. 12	“传奇”超级IP，长线运营良好
《大天使之剑H5》	手游	ARPG	2017Q4	2017年单月流水超1.8亿元
《仙灵觉醒》	手游	回合制RPG	2018. 1	月流水超1.5亿
《鬼语迷城》	手游	SLG	2018. 2	月流水超1.5亿
《屠龙破晓》	手游	回合制RPG	2018. 7	月流水破亿

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所整理

产品表现方面，长线运营的自研精品《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》持续为公司贡献稳定的流水和利润，《永恒纪元》2017 年全球单月流水超 3.5 亿元，《大天使之剑 H5》2017 年单月流水超 1.8 亿元；2018 年新上线产品中，依托腾讯平台发行的《传奇霸业手游》上线 30 天后流水即破亿，上半年推出的两款回合制代理手游《仙灵觉醒》、《鬼语迷城》，月流水均超 1.5 亿，2018 年 7 月公司已实现国内手游发行月流水破 7 亿。下半年上线的 ARPG 游戏《屠龙破晓》成为业绩的又一重要引擎，预计 18 年下半年手游月流水继续增长。

图 20：《鬼语迷城》2018 年 IOS 畅销榜（中国区）排名



数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

### 3.3. 产品储备：自研代理双驱动，多款产品具备精品预期

2019 年自研代理均有重量级产品发布，预计将有效增厚业绩。2019 年公司有多款重量级手游发布，包括自研 ARPG 类游戏《一刀传世》、《斗罗大陆》，休闲竞技类游戏《球球手游》以及代理 SLG 类游戏《精灵契约》等；海外代理方面，SLG 领域还将推出多种题材的产品，全球发行，同时卡牌领域推出由 SNK 授权的拳皇，重点发行日韩市场。

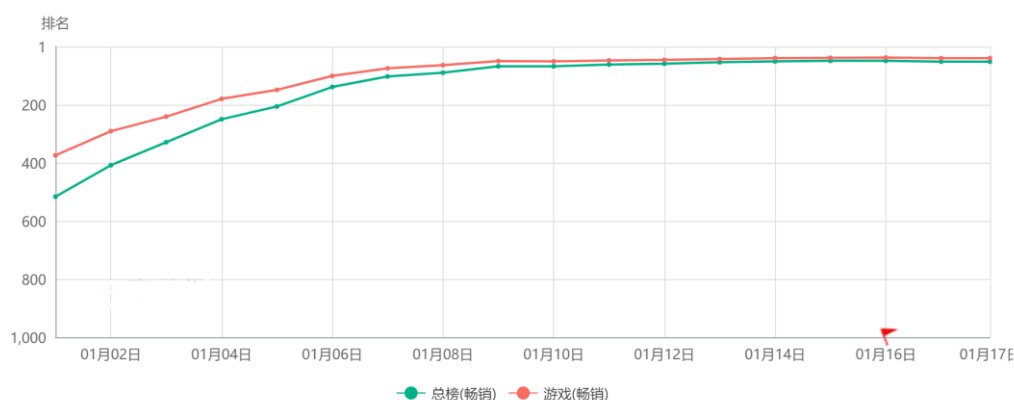
表 2：2019 年公司（预计）上线部分新品手游情况

名称	游戏品类	（预计）上线时间	备注
《一刀传世》	ARPG	2019 年 1 月（已上线）	成龙代言，上线后快速冲至 IOS（中国区）畅销榜前 100 名
《斗罗大陆》	ARPG	2019 年初	热门网文 IP 改编，预期月流水破亿
《精灵契约》	SLG	2019 年 1 月（已上线）	完美世界耗时两年研发，三七代理，上线后即获苹果商店新游推荐
《球球手游》	休闲竞技类	2019 年	极光网络自研，高 DAU 预期
《拳皇》	卡牌类	2019	SNK 授权，重点发行日韩市场

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

两款游戏已于 1 月初发布，均取得良好表现。19 年产品储备中，目前已有两款上线，包括传奇类游戏《一刀传世》及 SLG 游戏《精灵契约》。《一刀传世》由成龙代言，进行“流量+品牌”联合营销，产品上线后迅速飙升至 IOS（中国区）畅销榜前 100 名，截至目前仍排位畅销榜前列，预计产品将实现过亿月流水；《精灵契约》是由三七代理的 SLG 游戏，由完美世界耗时两年研发，游戏糅合了卡牌、养成等丰富玩法，降低了 SLG 的门槛，一经上线便拿到了苹果商店的“本周新游”推荐，并在 App Store 策略类游戏排行榜中位列前五。

图 21：《一刀传世》2019 年 IOS 畅销榜（中国区）排名



数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

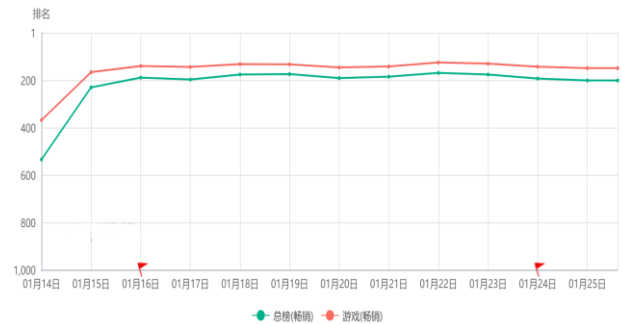


图 22:《精灵契约》获苹果商店推荐



数据来源: App Store, 东吴证券研究所

图 23:《精灵契约》2019 年 IOS 畅销榜(中国区)排名



数据来源: 七麦数据, 东吴证券研究所

储备产品还包括网文大 IP 改编的手游《斗罗大陆》。《斗罗大陆》为阅文旗下白金作家唐家三少所著网文 IP, 在 2017 年的胡润原创文学 IP 价值榜中,《斗罗大陆》位列第 22 位, 公司获得了 IP 游戏改编权, 手游预计于 2019 年上线, 有望实现破亿月流水。

老产品持续发力叠加新品精品预期, 后续手游流水值得期待。老产品方面, 预计《永恒纪元》、《大天使之剑》、《屠龙破晓》、《鬼语迷城》等后续仍有较高的流水转化率, 同时 19 年多款新品上线,《一刀传世》、《斗罗大陆》等均具有精品预期, 预计后续业绩将得到有效支撑。

#### 4. 海外发行: 日韩、欧美为重点市场, 海外代理储备丰富

在国内游戏市场逐渐进入流量衰退期, 全球范围内仍存流量红利的前提下, 海外市场逐渐成为中国游戏企业收入的重要来源。

拥有丰富的发行经验与强大的合作资源, 海外发行游戏近百款。海外发行方面, 公司拥有多年经验, 已向港澳台、东南亚及欧美等地区发行运营了近百款游戏, 涵盖 ARPG、SLG、ACT、棋牌、卡牌等多种类型, 获得了较高流水。同时公司具有强大的合作资源, 包括网易、墨龙、游族等国内一线研发商, Facebook、Google、Youtube 等海外渠道商以及其他当地的合作运营商, 公司能够快速获得优秀的产品并高效地合作发行产品。

创建海外自有平台, 覆盖超 140 个国家。同时公司创建了 37GAMES、PUPUGAME、GMTHAI 等海外自有平台, 积累了大量的海外游戏用户, 目前 37GAMES 国际平台已覆盖 140 多个国家。

产品表现方面, 长线精品《永恒纪元》持续在港澳台、东南亚、欧美、韩国等市场

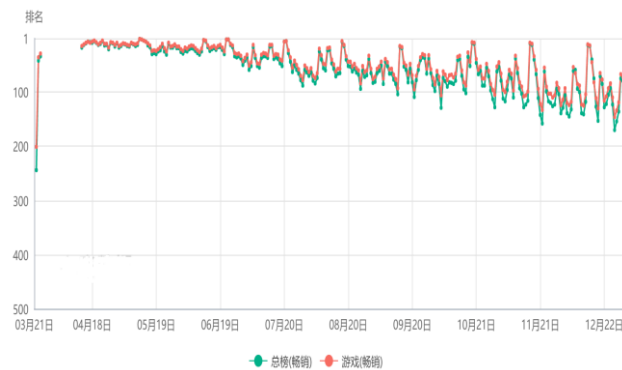
贡献利润，海外单月最高流水达 7000 万元。在 2018 年中国手游出海收入 TOP 30 排行榜中，《永恒纪元》位列第 28 位，18 年上半年《永恒纪元》发行日本，继续开拓海外增量市场。新品中，18 年上半年公司在韩国市场发行武侠类游戏《昆仑墟》，打入 IOS（韩国区）畅销榜 Top 10，在台湾发行《大天使之剑 H5》，上线 2 个月后即问鼎畅销榜首；下半年推出 MMORPG 游戏《楚留香》，在新加坡和台港澳等多个市场进入畅销榜前五，台湾地区上线 3 天后更是登陆下载量畅销榜首。

图 24:《永恒纪元》位列 2018 年中国手游出海收入 TOP 30 排行榜(App Store+Google Play)



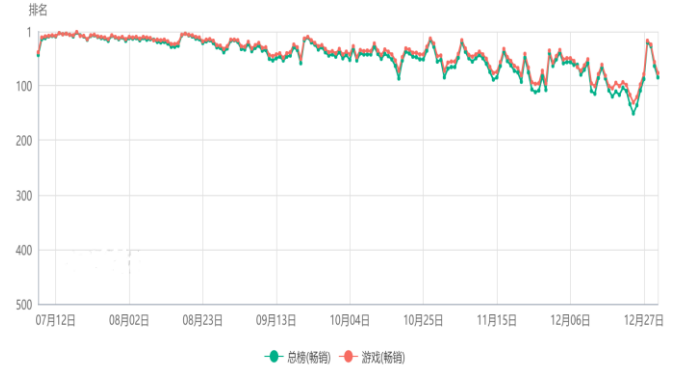
数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

图 25:《大天使之剑》2018 年 IOS 畅销榜台湾区排名



数据来源: 七麦数据, 东吴证券研究所

图 26:《楚留香》2018 年 IOS 畅销榜台湾区排名

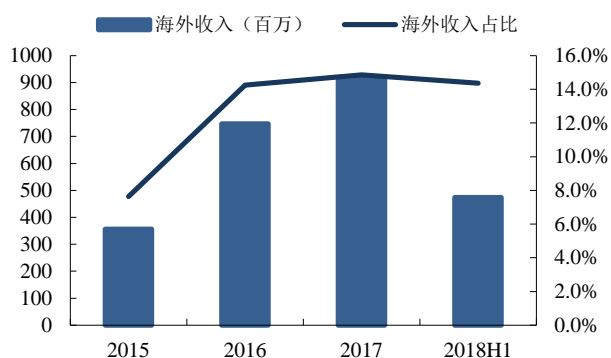


数据来源: 七麦数据, 东吴证券研究所

15 年至 17 年，公司海外销售收入从 3.6 亿增加至 9.2 亿，复合增速 61%，海外销

售收入占比也从 7.6% 提升至 14.9%。根据 App Annie 发布的《2018 年中国发行商出海收入榜 Top 30》，三七互娱位列第 16 位。

图 27：公司近年海外收入情况及销售占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 28：2018 年全年中国发行商出海收入排行榜（IOS &amp; Google Play 综合）

排名	公司	排名	公司
1	FunPlus	16	三七互娱
2	IGG	17	神州泰岳
3	网易	18	米哈游
4	智明星通	19	猎豹移动
5	腾讯	20	莉莉丝游戏
6	龙创悦动	21	乐元素
7	友塔游戏	22	心动网络
8	龙腾简合	23	掌趣
9	易幻网络	24	绝地科技
10	卓杭网络	25	原力镜
11	游族	26	百度
12	Tap4Fun	27	英雄互娱
13	昆仑游戏	28	奇酷工场
14	沐瞳科技	29	盖娅互娱
15	创酷互动	30	创智优品

数据来源：App Annie，东吴证券研究所

19 年在海外发行的地域上，公司在全球同步推进的基础上，重点布局日韩、欧美两大市场。针对日本市场，储备了多款产品，包括拳皇 IP 卡牌游戏、二次元乙女向游戏、写实类 MMO 及一款 SLG 游戏；对于欧美地区，公司坚持定制化路线，将继续发行更多专为欧美地区研发的游戏，包括多种题材产品。

## 5. 盈利预测与估值

### （1）页游

公司目前运营精品页游包括《大天使之剑》、《传奇霸业》、《永恒纪元页游》等，长线运营良好，预计后续仍然能够贡献较为稳定的流水。整体而言，页游市场最近几年出现一定程度的萎缩，但公司在页游研运方面仍然较为领先，近几年在页游运营平台与研发商开服排行榜中除腾讯外均位列第一。随着页游研运市场格局逐渐稳定，预计未来几年公司在整体页游市场的份额保持不变。

### （2）手游

老产品方面，自研精品《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》长线运营良好，预计后续仍将贡献较为稳定的流水，18 年上线自研手游《屠龙破晓》及代理手游《仙灵觉醒》、《鬼语迷城》目前仍为主力产品，预测期内预计仍然有较高的流水转化率。

新产品方面，19 年将推出自研 ARPG 类手游《一刀传世》（已上线）及网文大 IP

改编作品《斗罗大陆》，均为 S 级项目，有破亿月流水的预期，预计将贡献主要增量收入，同时公司推行多品类策略，休闲竞技领域将推出自研产品《球球手游》，有高 DAU 预期，SLG 领域代理由完美世界研发的《精灵契约》(已上线)，上线后表现良好。另外，在海外代理方面，公司将推出多种题材 SLG 产品全球发行，同时重点布局日韩市场，发行由 SNK 授权的拳皇游戏等。

老产品持续发力，预计仍有较高的流水转化率，叠加新品储备充足，多款产品具备精品预期，预计后续手游流水将得到有效支撑。

预计 2018-2020 年公司分别实现营收 77.0/97.2/110.0 亿，归母净利 11.0/18.8/21.3 亿（其中 2018 年净利润受商誉减值影响约 4.81 亿元），EPS 分别为 0.52/0.88/1.00 元，对应当前股价 PE 分别为 22/13/11X。我们选取 A 股主要游戏公司作为可比标的，分别为完美世界、游族网络、宝通科技以及吉比特，平均估值 2018-2019 分别为 17/14X，考虑到公司业绩增速较快，并且在 A 股主要游戏公司中具备领先地位，给予公司 19 年 18-20 倍估值，对应目标价 15.84-17.60 元，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值对比（截止 2019.2.11 日）

可比公司	单位：元	EPS(单位：元)		PE	
	目前股价	2018E	2019E	2018E	2019E
完美世界	26.12	1.4	1.8	19	15
游族网络	18.32	1.09	1.42	17	13
宝通科技	12.66	0.73	0.89	17	14
吉比特	157.02	9.51	10.86	17	14
平均				17	14

数据来源：表中完美世界、游族网络、宝通科技预测均为东吴研究所预测，吉比特为 WIND 一致预测，东吴证券研究所

## 6. 风险提示

### (1) 行业政策收紧

游戏行业受政策影响较大，若行业政策持续收紧或公司版号发放速度不及预期，将对公司业绩产生一定影响。

### (2) 页游流水下滑加剧

近年来随着页游产品推出速度减慢及用户偏好转移，公司页游流水出现下滑，若页游产品投放减缓，页游流水下滑加剧，将对公司业绩产生一定影响。

### **(3) 新品表现不及预期**

公司预测期内有多款新品手游推出，包括一些大投入或大 IP 作品，若新游流水不及预期，可能影响公司预测期的业绩情况。

### **(4) 海外市场进展不及预期**

海外为公司的重要增量市场，近年来公司加大海外拓展力度，若未来新品发行在海外表现不及预期，将对公司业绩产生影响。

### **(5) 商誉减值风险**

若收购的资产未达业绩承诺，公司存在商誉减值的风险。

### **(6) 解禁和减持风险**

公司 19 年有较多限售股解禁，合计占总股本比例在 20% 以上，同时吴氏家族未来仍存在减持计划，解禁和减持风险可能对二级市场产生潜在的负面影响。



三七互娱三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>3,962</b>	<b>6,060</b>	<b>7,981</b>	<b>10,156</b>	<b>营业收入</b>	<b>6,189</b>	<b>7,703</b>	<b>9,716</b>	<b>11,004</b>
现金	1,581	3,257	4,612	6,714	减:营业成本	1,948	2,179	2,536	2,842
应收账款	885	1,232	1,438	1,586	营业税金及附加	27	38	45	53
存货	102	92	134	119	营业费用	1,908	3,158	3,915	4,346
其他流动资产	1,395	1,480	1,797	1,737	管理费用	777	809	1,166	1,320
<b>非流动资产</b>	<b>5,198</b>	<b>4,595</b>	<b>4,896</b>	<b>5,194</b>	财务费用	29	31	126	182
长期股权投资	377	488	688	994	资产减值损失	351	539	78	88
固定资产	292	526	626	647	加:投资净收益	256	61	50	56
在建工程	51	55	58	56	其他收益	0	0	0	0
无形资产	49	51	53	40	<b>营业利润</b>	<b>1,518</b>	<b>1,009</b>	<b>1,900</b>	<b>2,228</b>
其他非流动资产	4,429	3,475	3,471	3,458	加:营业外净收支	399	316	344	335
<b>资产总计</b>	<b>9,160</b>	<b>10,656</b>	<b>12,877</b>	<b>15,350</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,917</b>	<b>1,325</b>	<b>2,244</b>	<b>2,563</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,518</b>	<b>1,548</b>	<b>1,839</b>	<b>2,083</b>	减:所得税费用	80	79	114	141
短期借款	372	195	243	296	少数股东损益	216	148	252	287
应付账款	742	872	1,006	1,098	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,621</b>	<b>1,098</b>	<b>1,878</b>	<b>2,134</b>
其他流动负债	404	480	591	689	EBIT	1,914	1,280	2,147	2,414
<b>非流动负债</b>	<b>355</b>	<b>274</b>	<b>208</b>	<b>140</b>	EBITDA	2,074	1,360	2,264	2,555
长期借款	338	257	191	123					
其他非流动负债	17	17	17	17					
<b>负债合计</b>	<b>1,873</b>	<b>1,821</b>	<b>2,048</b>	<b>2,223</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
少数股东权益	270	418	670	957	每股收益(元)	0.76	0.52	0.88	1.00
					每股净资产(元)	3.27	3.96	4.78	5.73
归属母公司股东权益	7,017	8,416	10,159	12,169	发行在外股份(百万股)	2148	2125	2125	2125
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,160</b>	<b>10,656</b>	<b>12,877</b>	<b>15,350</b>	ROIC(%)	23.6%	14.3%	20.3%	19.1%
					ROE(%)	25.2%	15.0%	20.9%	19.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	毛利率(%)	68.5%	71.7%	73.9%	74.2%
经营活动现金流	1,832	1,581	2,080	2,894	销售净利率(%)	26.2%	14.3%	19.3%	19.4%
投资活动现金流	-1,368	583	-368	-383	资产负债率(%)	20.5%	17.1%	15.9%	14.5%
筹资活动现金流	310	-488	-356	-410	收入增长率(%)	17.9%	24.5%	26.1%	13.3%
现金净增加额	762	1,676	1,356	2,102	净利润增长率(%)	51.4%	-32.3%	71.1%	13.6%
折旧和摊销	160	81	117	141	P/E	14.74	21.68	12.67	11.15
资本开支	1,019	-714	101	-8	P/B	3.43	2.83	2.34	1.96
营运资本变动	-4	-255	-321	118	EV/EBITDA	11.21	15.80	9.00	7.26

数据来源: 贝格数据, 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:

### 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。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>