

研运+海外双擎齐驱，基本面持续优化迎二次腾飞

2019年03月19日

	肖明亮(分析师)	叶锐(研究助理)
电话:	020-88832290	020-88836101
邮箱:	xiaoml@gzgzhs.com.cn	yek@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517070001	A1310117040003

投资要点:

- **自研+出海驱动有望边际向好，游戏行业经营预期拐点改善。**2018年受政策负面影响行业规模增速从17年的23%减少至5.3%。另一方面，自研游戏营收1643.9亿，同比增长17.6%高于行业增速且占比提高8个百分点至77%，成为行业增长驱动力；2018年自研游戏海外营收达到95.9亿美元，同增15.8%，出海占比从2008年的2.53%升至29.96%。我们认为随着版号通道开放，游戏板块有望迎拐点成长，防沉迷对成年核心玩家影响有限，加之政策力推5G商用，游戏体验改善有望增强玩家付费意愿。
- **“研运一体”二线龙头，海外市场多点开花。**公司2018年营收76.33亿，同增23.3%，高于行业5.3%的整体增速，目前以3.38%的市场份额在中国上市游戏企业排名第三，且在全球游戏企业排名第十二位，彰显头部效应。**手游业务：**公司2018年手游营收55.8亿元，同增70%，同时2019年Q1环比增长37%以上。公司实行“ARPG+多品类”策略，累计研发包括《传奇霸业》、《永恒纪元》等8款月流水过亿的手游，新上线《一刀传世》（最高畅销榜第三）、《斗罗大陆》等游戏表现亮眼，长线精品游戏《永恒纪元》、《大天使之剑H5》流水稳定。**手游海外发行：**公司目前拥有《永恒纪元》、《大天使之剑H5》等长线游戏强化在海外新地区的发行，《昆仑墟》、《鬼语迷城》等新游戏表现突出，海外发行业绩弹性较大。**页游业务：**2018年H1页游营收9.1亿元，同比下降25%，作为现金牛业务，公司短期继续深耕维持稳定的流水贡献，长期在“页转手”趋势下仍需进一步将业务重心转至手游研运。
- **壳股东减持节奏可控，剥离汽配业务利好后续稳健增长。**原壳股东通过股份认购银华MSCI基金，预示着吴氏家族将通过多元化途径优化公司股权结构，降低对二级市场的冲击；剥离汽车业务后将为公司带来8.19亿元现金流，同时公司拟不超过15元/股回购3-6亿元公司股份用于股权激励以及员工持股，为公司后续成长奠定基础。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司18-20年归母净利润10.4/18.3/22.2亿元，对应29/16/13倍，给予行业可比公司估值，我们维持目标价17元/股，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**产品上线不及预期；游戏行业政策风险

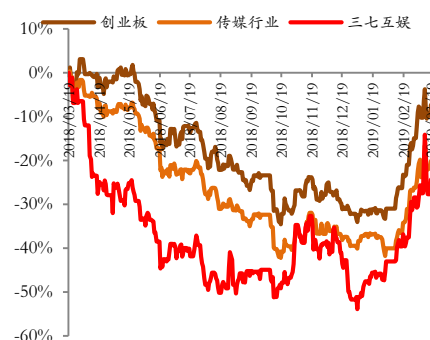
主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6188.83	7632.46	8944.84	11062.25
同比(%)	17.93%	23.33%	17.19%	23.67%
归属母公司净利润	1620.58	1047.00	1834.60	2227.73
同比(%)	51.43%	-35.39%	75.22%	21.43%
毛利率(%)	68.52%	72.68%	74.39%	74.59%
ROE(%)	26.97%	13.41%	19.89%	19.84%
每股收益(元)	0.75	0.49	0.85	1.04
P/E	18.74	29.01	16.34	13.46
P/B	4.31	3.86	3.17	2.61

强烈推荐 (维持)

现价:	14.81
目标价:	17
股价空间:	15%

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
三七互娱	25.30	28.45	38.28
传媒行业	25.87	27.37	20.80
沪深300	25.72	31.99	24.92

基本资料

总市值(亿元)	314.69
总股本(亿股)	21.25
流通股比例	74.9%
资产负债率	31.00%
大股东	李卫伟
大股东持股比例	19%

相关报告

- * 广证恒生-传媒行业-三七互娱(002555)原股东股份与ETF换购，股权结构持续优化-20190313
- * 广证恒生-三七互娱(002555)业绩点评报告-商誉风险出清，2019Q1手游预计环比高增长-20190227

目录

1. 自研+出海驱动有望边际向好，游戏行业经营预期拐点改善.....	5
1.1 自研游戏营收占比提升，增速高于总体驱动内涵增长.....	5
1.2 海外市场仍具深挖潜力，各大厂商百家争鸣.....	10
1.3 政策影响基本落地，迎来 2019 确定性增长空间.....	11
2. “研运一体”二线龙头，海外市场多点开花.....	13
2.1 研运并重布局游戏版图，2018 营收增速高于整体彰显头部效应.....	13
2.1.1. 借壳上市聚焦游戏，创始管理团队带领公司开拓进取.....	13
2.1.2. 游戏版图：4 大发行平台+1 个精品研发工作室+两大运营模式.....	14
2.2 手游：营收同增 70%，“ARPG+多品类”策略助力公司成为“行业第三极”.....	17
2.2.1. 手游发行：产品+流量+服务精细运营持续打造手游精品.....	20
2.2.2. 手游研发：研发投入持续上升，“多元+传奇”策略丰富产品矩阵.....	22
2.2.3. 手游出海：打法独特爆款频出，营收贡献尚有增长潜力.....	24
2.3 页游：短期持续深耕维持利润贡献.....	29
2.4 外延布局文创板块，深挖 IP 战略价值.....	30
3. 商誉风险出清及剥离汽配业务利好后续稳健增长.....	31
3.1 剥离汽配业务聚焦游戏，进一步优化公司治理机制.....	31
3.2 上海墨鹍商誉风险出清奠定后续业绩增长基础.....	32
3.3 回购股份用于持股计划或股权激励计划，彰显公司对自身价值的认可.....	32
3.4 三年期定增解禁股东减持意向近期公告落地，体量可控.....	32
4. 盈利预测与估值.....	32
5. 风险提示.....	33

图表目录

图表 1.	受版号暂停影响 2018 年游戏市场营收同比增速从 2017 年的 23% 降至 5.3%	5
图表 2.	2018 年自研游戏收入保持稳定增长	6
图表 3.	手游增速 15.4% 高于行业整体	6
图表 4.	2018 年后页游进入负增长	6
图表 5.	“页转手”结构性转变，手游占比 62.5%	6
图表 6.	2018 年游戏行业细分市场营收占比	6
图表 7.	开服量前 10 网页游戏开服量（万组）	7
图表 8.	2018 开服量前 10 页游三七旗下出品占 4 家	7
图表 9.	收入前 100 游戏 ARPG 份额高达 32.4%	8
图表 10.	2018 收入前 100 游戏中 40% 为 ARPG	8
图表 11.	网络游戏行业“二超多强”已成定局，2018Q3 三七互娱市占率 3.38% 位居第三	8
图表 12.	腾讯凭借平台和渠道在发行上占据绝对优势	8
图表 13.	近 4 年游戏用户规模增长趋缓	9
图表 14.	游戏变现受制于版号 2018 ARPU 下降	9
图表 15.	热度消退+向外导流，《绝地求生：刺激战场》用户数持续下降	10
图表 16.	企业转战海外营收增幅比国内高 10.5%	10
图表 17.	游戏出海营收占比基本上逐年提高	10
图表 18.	新兴市场出海游戏下载量大幅增长&经济发达地区手游收入全线上升	10
图表 19.	2018 年“出海”厂商集中度相对低于国内	11
图表 20.	出海手游 TOP30 门槛升至 5400 万美元	11
图表 21.	一二线头部企业在前八批审核中获版号游戏	12
图表 22.	《王者荣耀》未成年玩家占比 25.7%	12
图表 23.	吃鸡类游戏未成年玩家占比 20.2%	12
图表 24.	云游戏或是最具市场潜力的 5G 商用领域	13
图表 25.	三七互娱股权结构及参控股公司（截至 2019 年 3 月 17 日）	14
图表 26.	公司秉承“玩心创造世界”理念积极布局游戏版图	15
图表 27.	“发行+研发”并重积极布局海内外游戏品牌	15
图表 28.	公司 2018 年营收 76.33 亿同增 23.3%	16
图表 29.	2018 年归母净利润 10.48 亿同降 35.35%	16
图表 30.	手游营收占比持续提升至 64.97%	17
图表 31.	2018Q3 游戏市场份额仅次于腾讯网易	17
图表 32.	转型游戏毛利率净利率总体呈上升趋势	17
图表 33.	公司近年期间费用率增长变化不大	17
图表 34.	2018 全年手游营收预计 55.82 亿元同增 70%，毛利率持续提升	18
图表 35.	手机游戏“ARPG+多品类”策略	18
图表 36.	18Q3 手游营收 16.5 亿成行业第三极	19
图表 37.	公司手游业务市占率 4.1% 且稳步提升	19

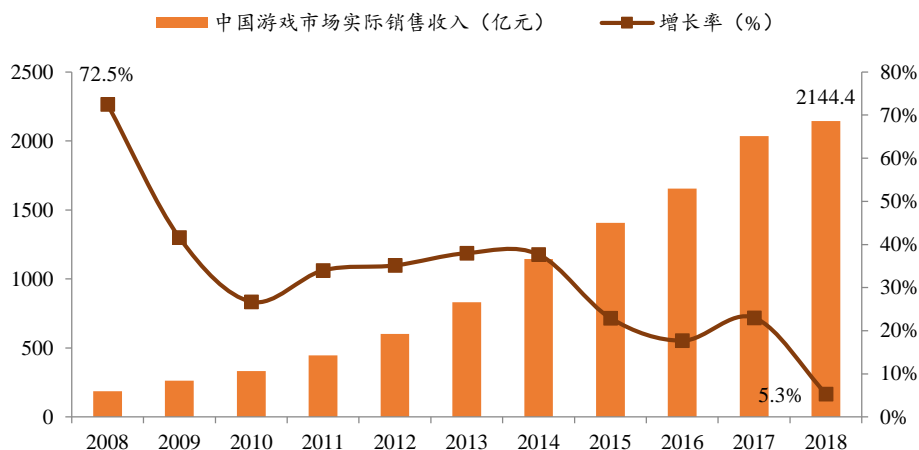
图表 38.	公司在 2018 年全球移动游戏竞争力 35 强排名 12	19
图表 39.	《斗罗大陆》登陆 IOS 首周末升至角色扮演类下载量第一游戏总榜第七	20
图表 40.	《一刀传世》最高排 IOS 角色扮演类畅销榜第二畅销游戏总榜第三	20
图表 41.	《鬼语迷城》流水破亿进入良性运营	20
图表 42.	《精灵契约》上线首周获平台首页推荐	20
图表 43.	选取了成龙作为《一刀传世》代言人，达到“品效合一”营销	21
图表 44.	上市以来公司研发费用呈增长趋势	22
图表 45.	研发费用营收占比与成本占比双增	22
图表 46.	极光 5 年研发出了 8 款月流水过亿游戏	22
图表 47.	自研游戏《大天使之剑 H5》最高排在游戏畅销榜第三	23
图表 48.	自研游戏《永恒纪元》曾问鼎角色扮演畅销榜	23
图表 49.	传奇类游戏百度指数远不及 ARPU 及 SLG	24
图表 50.	2018H1 公司海外营收 4.74 亿占比 14.4%	24
图表 51.	海外业务毛利率略高于大陆	24
图表 52.	三七互娱在游戏行业及 A 股各大游戏公司中海外营收占比较低	25
图表 53.	三七互娱出海征程	26
图表 54.	公司 2018 年出海发行收入排名 16	27
图表 55.	王牌手游《永恒纪元》海外收入排名 28	27
图表 56.	公司 2018 年部分产品出海表现亮眼	28
图表 57.	2019 年 1 月公司出海发行收入排名上升至第 12	28
图表 58.	公司在页游平台运营和游戏研发上保持第一	29
图表 59.	短期内公司页游业务毛利率仍持续提升贡献利润	30
图表 60.	延伸布局文创板块，实现业务多元发展	30
图表 61.	IP 合作项目《斗罗大陆》上线后排名一路上升，目前排游戏畅销榜 24	31
图表 62.	行业可比公司估值对比	32

1. 自研+出海驱动有望边际向好，游戏行业经营预期拐点改善

1.1 自研游戏营收占比提升，增速高于总体驱动内涵增长

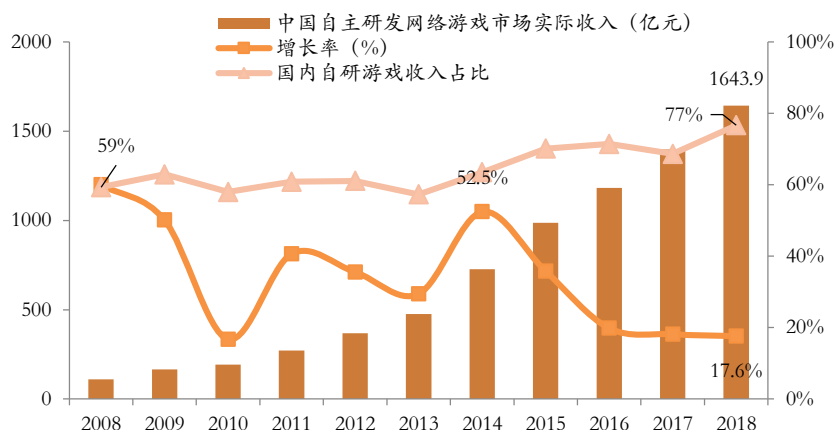
一方面，消化监管政策影响，2018年国内游戏行业整体营收增速跌至5.3%；另一方面企业研发实力提升，自研游戏占比77%成为增长驱动力。根据中国音数协游戏工委和伽马数据发布的《2018年中国游戏产业报告》，2018年我国游戏市场实际销售收入2144.4亿元，同比增速从2017年的23%降至5.3%，减少了17.7pct，主要是受到去年3月-12月版号审核暂停导致新游戏无法变现影响较为明显。但与此同时，2018年国内自主研发网络游戏市场实际收入1643.9亿元，同比增长高于行业整体，为17.6%，营收占比亦从2008年的59%上升至77%，凸显出强大的自主研发能力是游戏行业维持增长的原动力。

图表1. 受版号暂停影响2018年游戏市场营收同比增速从2017年的23%降至5.3%



资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）& CNG 中新游戏研究（伽马数据），广证恒生

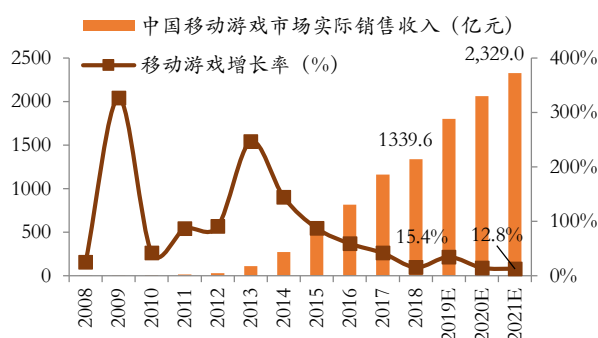
图表2. 2018 年自研游戏收入保持稳定增长



资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）& CNG 中新游戏研究（伽马数据），广证恒生

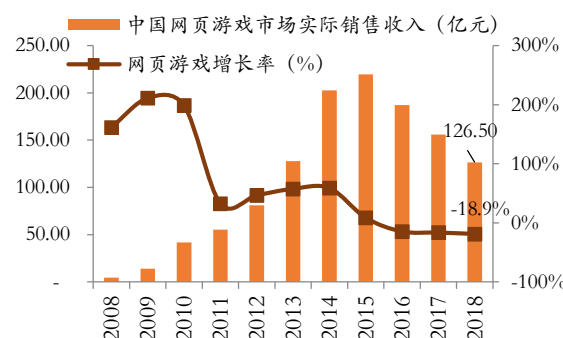
游戏市场经历“页转手”结构性转变，手游增速高于行业整体，页游进入负增长。在细分市场方面，手游在经历了 2009 和 2013 年的爆发式增长后，行业生态不断完善，一二线企业的产品研发和运营能力也在不断提升，一直保持 40% 以上的 YOY 高速发展。2018 年受行业政策监管影响全年营收 1339.6 亿元，占行业整体的 62.5%，增幅跌至 15.4%，但仍高于行业整体水平。根据 Newzoo & Talking data 预测，2019 年政策边际改善，手游行业增速有所回升，此后将保持 13% 上下的增长率平稳增长，销售收入在 2021 年达到 2329 亿元。页游市场在 2016 年后进入负增长，2018 年开服量较 2017 年有明显下滑，全年营收 126.5 亿元，YOY 下降至 -18.9%，营收占比从十年最高点的 17.7% 跌至 2018 年 5.9%。游戏行业整体完成“页转手”结构性转变。

图表3. 手游增速 15.4% 高于行业整体



资料来源：GPC& CNG，广证恒生

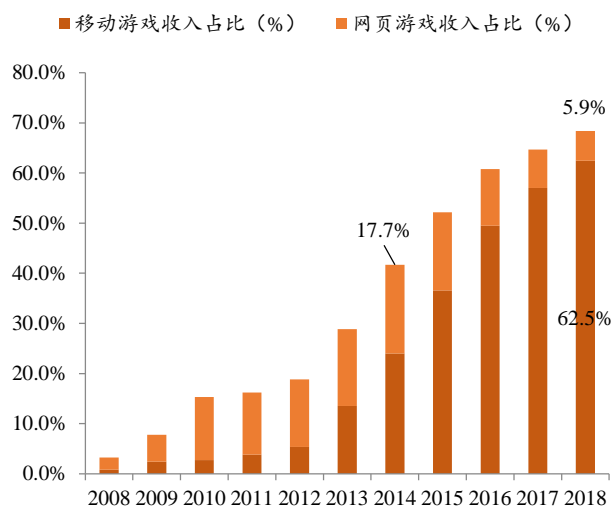
图表4. 2018 年后页游进入负增长



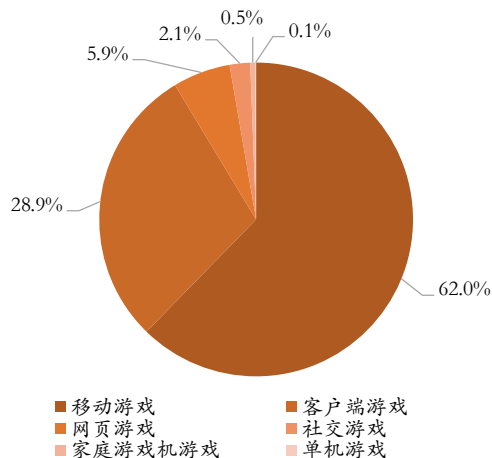
资料来源：GPC& CNG，广证恒生

图表5. “页转手”结构性转变，手游占比 62.5%

图表6. 2018 年游戏行业细分市场营收占比

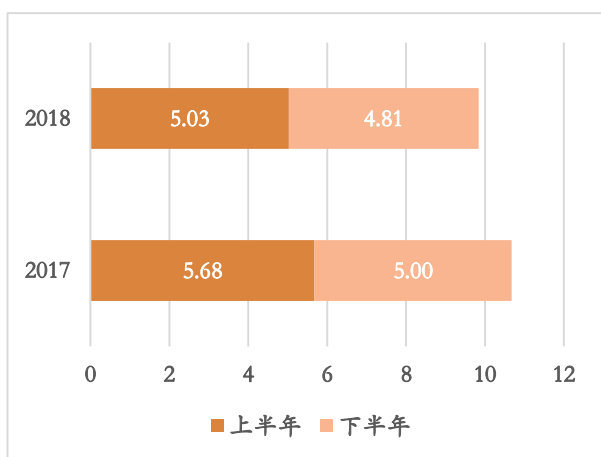


资料来源：GPC& CNG，广证恒生



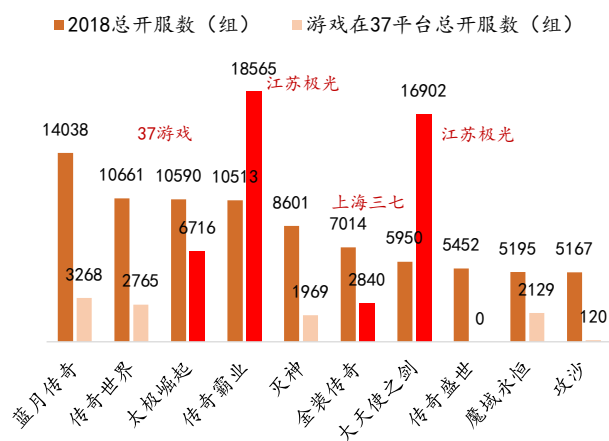
资料来源：GPC& CNG，广证恒生

图表7. 开服量前 10 网页游戏开服量 (万组)



资料来源：GPC& CNG，广证恒生

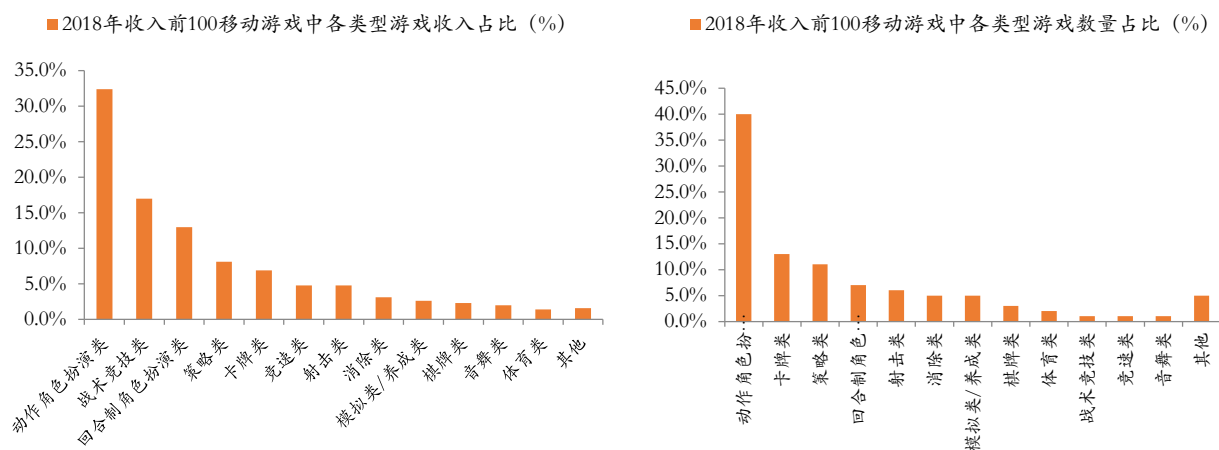
图表8. 2018 开服量前 10 页游三七旗下出品占 4 家



资料来源：GPC& CNG，广证恒生

在手游的具体品类上，ARPG 类游戏无论是在收入还是数量上都占据绝对优势。ARPG 即动作类角色扮演游戏（Action Role Playing Game），除了 RPG 应该包含的丰富游戏剧情外，这类游戏更是能给玩家带来炫目的动作画面和操作体验。此外，战术竞技类、回合制角色扮演类、策略类及卡牌类亦比较受欢迎。

图表9. 收入前 100 游戏 ARPG 份额高达 32.4% 图表10. 2018 收入前 100 游戏中 40%为 ARPG

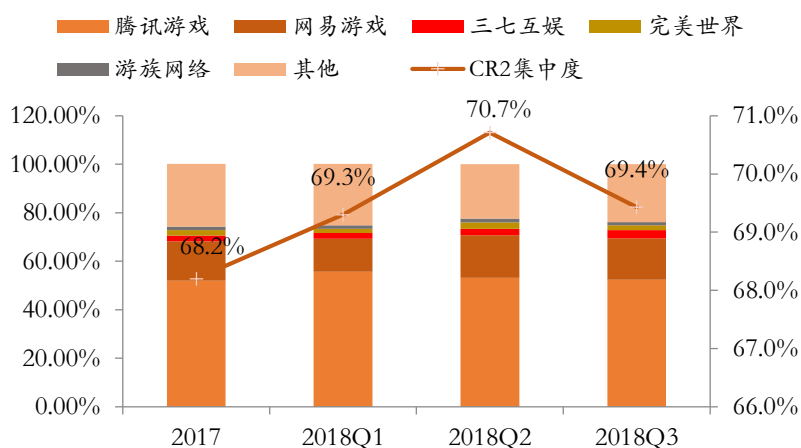


资料来源：GPC& CNG，广证恒生

资料来源：GPC& CNG，广证恒生

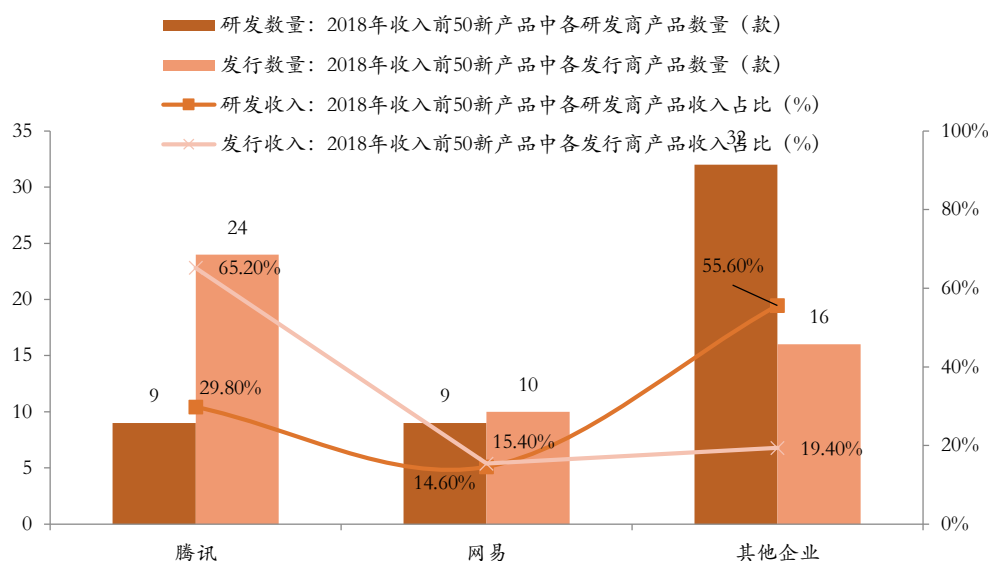
市场格局：“二超多强”定型，二线梯队群雄逐鹿。2017 年至 2018 年 Q3，游戏行业 C2 集中度均维持在 68% 以上，腾讯网易占据绝对龙头地位；尤其是腾讯凭借其强大的平台和渠道优势，在新品发行收入中占有超 50% 的市场份额。三七互娱、完美世界、游族网络三家二线龙头企业在手游、端游、页游方面各有优势。2018 年 Q3 三七互娱以 3.38% 的份额位列网络游戏市场第三。

图表11. 网络游戏行业“二超多强”已成定局，2018Q3 三七互娱市占率 3.38%位居第三



资料来源：艾瑞咨询，广证恒生

图表12. 腾讯凭借平台和渠道在发行上占据绝对优势

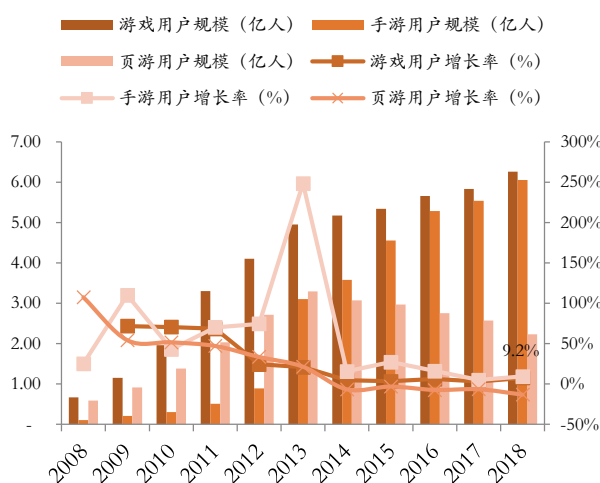


资料来源：GPC& CNG，广证恒生

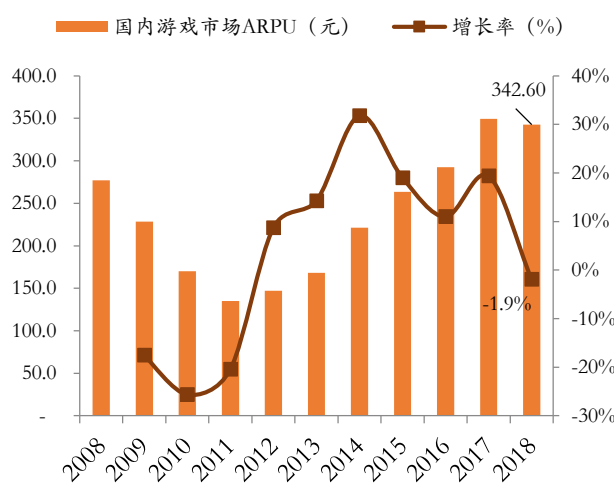
近4年来游戏用户规模增长趋缓，同时受制于3月-12月版号暂停的影响，许多新游戏只能开放公测而无法变现，2018 ARPU 出现微幅下降。近几年来游戏整体用户规模保持3%-8%的YOY水平平稳增长，2018年游戏用户规模为6.26亿人（YOY 7.4%）；手游玩家数量经过2013年的一轮暴涨后也逐渐趋于饱和，2014年来部分页游玩家转战手游，使得页游用户数量连续5年负增长。同时，受到去年长达近10个月版号审核暂停的影响，部分新游戏只能开放公测而无法将流量变现，导致2018年每用户平均收入仅342.6元，较2017年减少了1.9%，YOY减少21.3pct。此外，占据了大量玩家又未获版号无法变现的《绝地求生：刺激战场》近几个月热度出现消退，用户数量开始下滑，2018年11月MAU仅为1.28亿，腾讯也开始将用户往外导流。因此我们判断，2019年版号审核恢复后，游戏数量和ARPU均会有所回升，同时玩家数量保持一定的增长，从吃鸡游戏分流出来的用户付费欲望进一步被激发，游戏行业经营业绩预期拐点改善。

图13. 近4年游戏用户规模增长趋缓

图14. 游戏变现受制于版号 2018 ARPU 下降

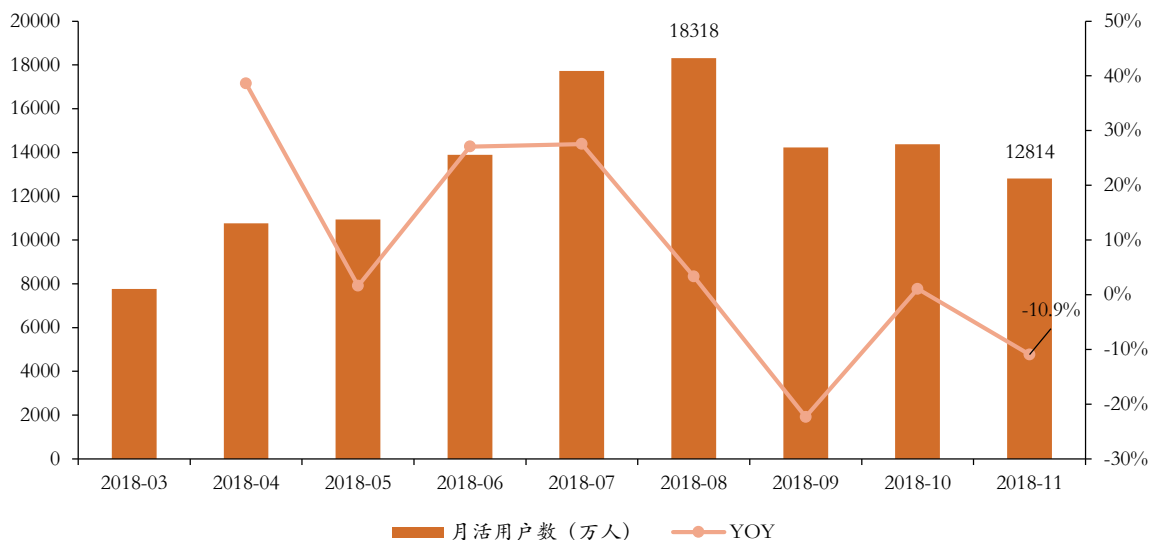


资料来源：GPC& CNG，广证恒生



资料来源：GPC& CNG，广证恒生

图表15. 热度消退+向外导流,《绝地求生:刺激战场》用户数持续下降



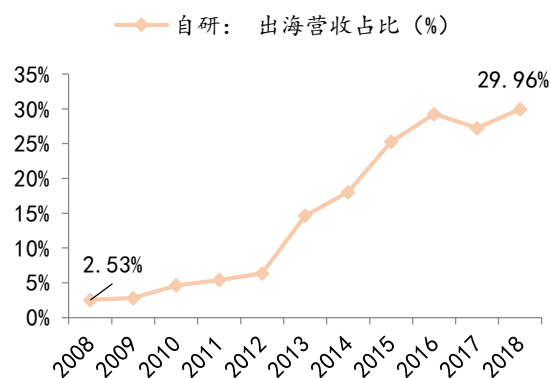
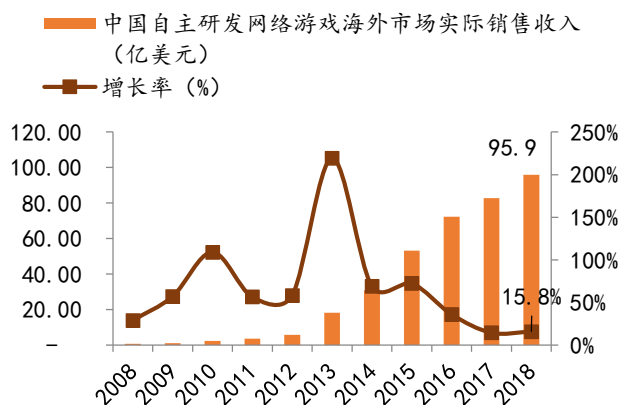
资料来源: 艾瑞, 广证恒生

1.2 海外市场仍具深挖潜力, 各大厂商百家争鸣

在 2018 年游戏行业整体增速下滑的背景下,“出海”给游戏厂商们提供了一条收入增长的“快车道”。2018 年国内游戏行业营收同比增长 5.3%, 较 2017 年下降了 17.7 个百分点, 在这种情况下, 自研游戏海外营收达到 95.9 亿美元, 同比增长 15.8%, 缓冲了出海游戏厂商在国内市场受到的政策冲击; 海外营收占比也从 2008 年的 2.53% 升至 29.96%, 提升逾 10 倍, 海外市场的重要性日益凸显。在地区方面, 亚太市场由于文化背景相对接近, 在中国游戏发行商的海外扩张中占据主导地位; 但从收入的角度看, 发达地区的手游玩家贡献了较大增幅。

图表16. 企业转战海外营收增幅比国内高 10.5%

图表17. 游戏出海营收占比基本上逐年提高



资料来源: GPC& CNG, 广证恒生

资料来源: GPC& CNG, 广证恒生

图表18. 新兴市场出海游戏下载量大幅增长&经济发达地区手游收入全线上升

2018 年出海手游公司主要市场游戏下载量排名 (IOS+Google Play)				2018 年出海手游公司主要市场游戏用户支出排名 (IOS+Google Play)			
排名	国家/地区	2018 增长率	2017 增长率	排名	国家/地区	2018 增长率	2017 增长率

1	美国	41%	-1%	1	美国	60%	51%
2	印度	78%	71%	2	日本	72%	62%
3	印尼	67%	22%	3	韩国	84%	19%
4	巴西	37%	0%	4	台湾地区	4%	8%
5	越南	45%	28%	5	德国	40%	40%
6	俄罗斯	26%	-1%	6	中国香港	23%	19%
7	泰国	16%	7%	7	英国	55%	48%
8	墨西哥	28%	-10%	8	俄罗斯	26%	31%
9	土耳其	33%	-2%	9	法国	47%	59%
10	菲律宾	36%	5%	10	加拿大	52%	68%

资料来源：App Annie，广证恒生

“出海”厂商百家争鸣，TOP30 游戏营收整体提升 38%。从竞争格局上看，出海游戏厂商的集中度相对低于国内，国内两大巨头网易、腾讯分别排在收入榜的第 3、第 5。IGG 的策略类游戏《王国纪元》取代智明星通《列王的纷争》成为 2018 年度中国手游出海收入榜冠军，同时以 4.2 亿美元的收入打破中国手游单款产品在海外收入记录，较 2017 年收入第一的《列王的纷争》海外营收提升 16%。此外，TOP30 游戏整体营收由 2017 年的 27.3 亿美元，提升至 2018 年 37.7 亿美元（YOY 38%），准入门槛提升至 5400 万美元，为去年的 2.2 倍。三七互娱全年海外收入排在第 16 位，其 2016 年推出的王牌自研游戏《永恒纪元》不断更新迭代，持续在港澳台、东南亚、欧美、韩国等市场贡献利润，2018 年全年海外营收排在第 28 位。

图表19. 2018 年“出海”厂商集中度相对低于国内

图表20. 出海手游 TOP30 门槛升至 5400 万美元

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	创想互动	30	创智优品

资料来源：App Annie，广证恒生

手游及发行商	
1	王国纪元 IGG 4.2 亿美元
2	荒野行动 网易
3	火枪纪元 FunPlus
4	列王的纷争 智明星通
5	阿瓦隆之王 FunPlus
6	PUBG Mobile 腾讯
7	无尽对决 沐瞳科技
8	黑道风云 友塔网络
9	放置奇兵 卓杭网络
10	城堡争霸 IGG
11	碧蓝航线 Yostar
12	苏丹的复仇 ONEMT
13	崩坏3 米哈游
14	王者荣耀 腾讯
15	奇迹暖暖 Nikki Games & 智明星通
16	末日争霸：丧尸之战 龙创悦动
17	战火与秩序 英木软件
18	少女前线 心动网络 & 数娱网络
19	拳皇98终极之战OL 掌趣科技
20	偶像梦幻祭（日语版）乐元素
21	狂暴之翼 游族网络
22	兵人大战 原力镜
23	末日孤城 龙创悦动
24	海战游戏 Special Games
25	朕的江山 绝地科技
26	终结者2（国际版）网易
27	战地风暴 Tap4Fun
28	永恒纪元 三七互娱
29	文明觉醒 莉莉丝
30	神魔之塔 Mad Head 5400 万美元

资料来源：Sensor Tower，广证恒生

1.3 政策影响基本落地，迎来 2019 确定性增长空间

随着版号中止告一段落，游戏板块的基本面有望回暖改善。2018 年 3 月，国务院发布《深化党和国家机构改革方案》，因监管部门调整，游戏版号申办业务停办。经过长达 10 个月的版号暂停，2018 年 12 月中宣部在“2018 年中国游戏产业年会致辞”中表示首批部分游戏已经完成审核。此后，2018 年 12 月 29 日正式恢复版号审核发放。游戏板块政策监管或沿着收缩版号数量与防沉迷系统的

推进两个方向演变，由于游戏行业本身就是头部效益显著、二八分化明显的板块（赚钱的游戏主要集中在头部），所以我们判断收缩版号数量对头部企业的影响不大。

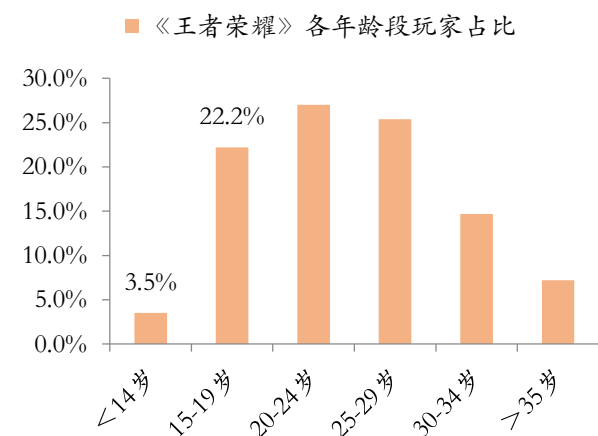
图表21. 一二线头部企业在前八批审核中获版号游戏

上市公司	获版号游戏
腾讯	《寻仙2》《浪漫玫瑰园》《榫卯和》《折扇》
网易	《战春秋》《堡垒前线》《绘真 妙笔千山》
三七互娱	《大唐文明》《神魔血脉》《盛世红颜》
完美世界	《完美世界》
游族网络	《一球超神》
掌趣科技	《纽扣兄弟》《冷械岛》
巨人网络	《月圆之夜》《征途世界》《激斗火柴人》

资料来源：国家新闻出版广电总局，广证恒生

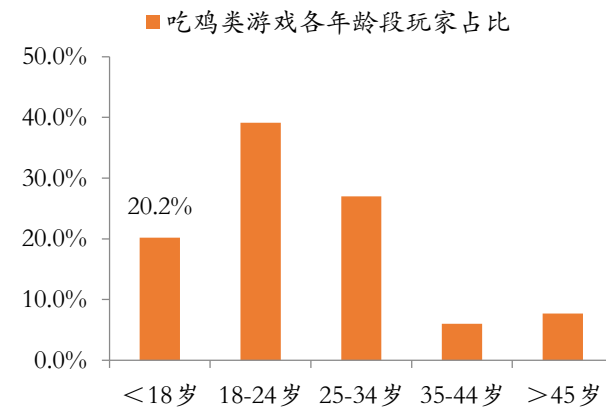
未成年游戏防沉迷监管趋严，但对不以青少年为核心玩家的企业影响有限。2018年8月30日，教育部等八部委推出《综合防控儿童青少年近视实施方案》通知，针对游戏方面提出了三个监管重点：对新增网络游戏实施总量调控、探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。目前市面上较为吃香的两款游戏《王者荣耀》和吃鸡类游戏的未成年玩家占比分别为25.7%和20.2%，腾讯、网易、三七互娱等厂商也都已主动配合推出未成年人防沉迷系统。数据显示，在腾讯推出健康系统后80%的儿童游戏账户受到超级家长模式的保护，此外相比守护前一个月，被守护账号平均游戏时长下降25%，充值额度下降37%。但对于核心产品锁定80后玩家的三七互娱来说，政策管制风险较小。

图表22. 《王者荣耀》未成年玩家占比 25.7%



资料来源：极光大数据，广证恒生

图表23. 吃鸡类游戏未成年玩家占比 20.2%

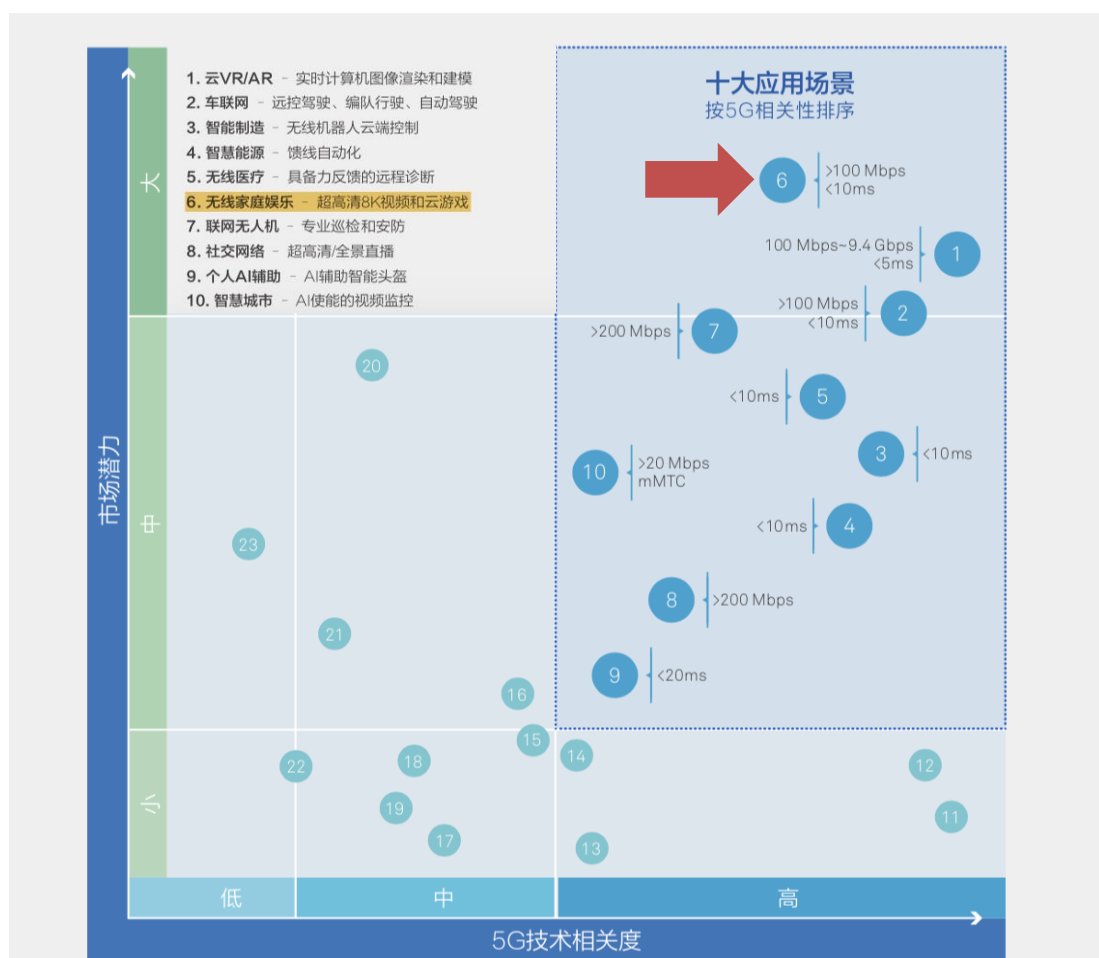


资料来源：MobData，广证恒生

国家力推5G商用，游戏体验升级有望增强玩家付费意愿。2018年10月11日国务院发布的《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》提到在文化领域的进一步放宽服务消费领域

市场准入，要“拓展数字影音、动漫游戏、网络文学等数字文化内容；完善游戏游艺设备分类，严格设备类型与内容准入”；在完善促进实物消费结构升级的政策体系方面，要“加快推进第五代移动通信（5G）技术商用、重点发展面向社区生活的线上线下融合服务、面向文化娱乐的数字创意内容和服务、面向便捷出行的交通旅游服务。推进网络游戏转型升级，规范网络游戏研发出版运营。”此外，根据华为发布《5G 时代十大应用场景白皮书》，以超高清 8K 视频和云游戏为主的无线家庭娱乐将可能是在各种 5G 应用场景中市场潜力最大的领域。因此我们判断，在政策的大力扶持下 5G 商用加快落地，高清精美画面和高速流畅的游戏体验刺激玩家付费意愿进一步提升。

图表24. 云游戏或是最具市场潜力的 5G 商用领域



资料来源：华为、广证恒生

2. “研运一体”二线龙头，海外市场多点开花

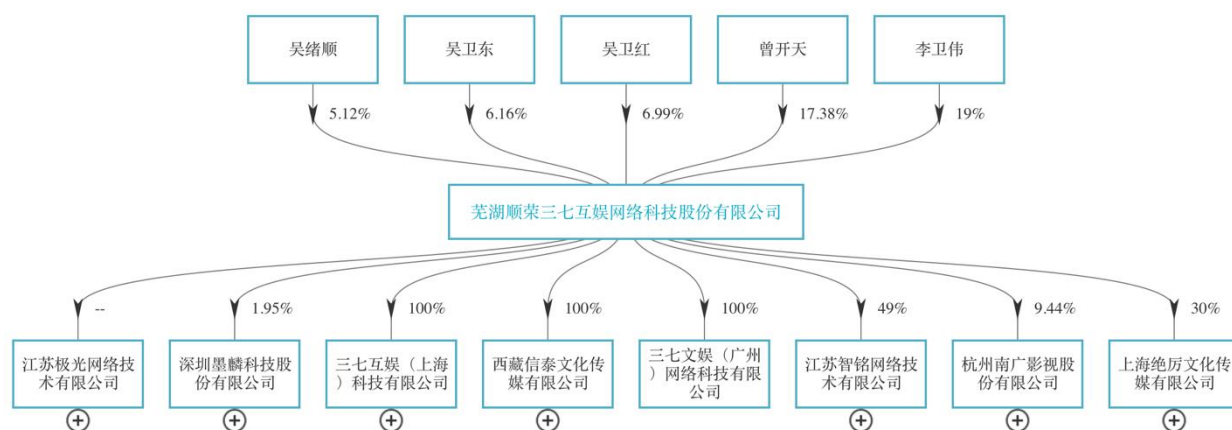
2.1 研运并重布局游戏版图，2018 营收增速高于整体彰显头部效应

2.1.1. 借壳上市聚焦游戏，创始管理团队带领公司开拓进取

借壳顺荣股份实现整体上市，研发+运营并重实现快速发展。2011 年 9 月，上海三七玩网络科技有限公司成立，开始在游戏行业进行布局和探索。此后，公司为布局研发体系，于 2013 年 8 月成立极光网络。2014 年，公司通过借壳芜湖顺荣汽车部件股份有限公司成功在 A 股上市并于 2015 年 3 月将“37 游戏”正式更名三七互娱。2015 年 12 月，上市公司“顺荣三七”通过收购上海三七剩余 40% 股权，实现三七互娱的整体上市。此后，公司聚焦游戏研发和运营，进入快速发展期：在 2017 中国“游戏十强”中，三七互娱斩获包括“2017 年度中国十大海外拓展游戏企业”、“2017 年度中国十大移动游戏运营商”等在内的八项大奖，并入选 Newzoo 全球 TOP25 游戏企业榜单。

创始管理团队带领公司开拓进取。公司联合创始人、董事长、总经理李卫伟（又名李逸飞），现为公司第一大股东（持股 19%），曾担任新浪无线产品中心总监，对互联网运营有深刻的理解，目前作为董事长、总经理带领团队把控公司的战略及业务发展，同时还兼任中国文化艺术行业协会游戏分会副会长，中国互联网协会理事，广东高科技产业商会副会长，广东省游戏产业协会副会长。联合创始人曾开天目前为公司第二大单一股东（持股 17.38%）；联合创始人胡宇航现任极光网络 CEO，负责三七互娱的研发工作。原荣顺股份最大股东、实际控制人吴绪顺、吴卫红、吴卫东（以下简称“吴氏家族”）经过减持及换购后，以合计 18.27% 的持股比例为公司第二大股东、实际控制人。

图表25. 三七互娱股权结构及参控股公司（截至 2019 年 3 月 17 日）



资料来源：Wind、广证恒生

2.1.2. 游戏版图：4 大发行平台+1 个精品研发工作室+两大运营模式

公司秉承“玩心创造世界”的理念布局海内外市场游戏版图，“发行+研发”并重夯实行业领先地位。在游戏发行板块，公司旗下布局了“37 手游”、“37 游戏”、“37GAMES”等游戏发行平台和代理发行及联合运营商“智铭网络”；在游戏研发板块，拥有研发出色、精品率高的“极光网络”。在手游和页游的研发运营模式上，三七互娱采取“自主运营”+“第三方联合运营”2 种模式。自主运营模式：公司通过自主研发或代理的方式获得游戏产品的运营权，利用自有或第三方渠道发布并运营；公司全面负责游戏的运营、推广与维护，提供游戏上线的推广、在线客服及充值收款的统一管理，并收集用户和游戏的实时反馈信息，与研发商一起持续对产品进行迭代更新。第三方联合运营模式：公司与一个或多个游戏运营公司进行合作，共同联合运营；第三方游戏运营公司负责各自渠道的运营、推广、充值服务以及计费系统的管理，公司与研发商联合提供技术支持服务。

图表26. 公司秉承“玩心创造世界”理念积极布局游戏版图



资料来源：公司官网、广证恒生

图表27. “发行+研发”并重积极布局海内外游戏品牌

游戏版图	品牌	品牌简介
发行平台	37 手游	37 手游自 2013 年成立，已运营超过 800 款游戏，最高月活跃用户人数超过 1300 万，以“产品+流量+用户”精细化运营思路，成功发行《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》、《仙灵物语》、《阿瓦隆之王》、《鬼语迷城》、《屠龙破晓》、《斗罗大陆》H5、《一刀传世》等不同游戏品类的产品，取得了令人瞩目的成绩，是中国十大手游发行平台之一，并稳居国内一线发行商前列。
	37 游戏	37 游戏成立于 2011 年，拥有平台注册用户超过 6.5 亿个，累计运营产品超过 400 款，是“中国十大游戏运营平台”、“中国最佳人气游戏平台”，旗下代表作品有《大天使之剑》、《传奇霸业》、《武神赵子龙》、《血盟荣耀》、《魔域永恒》等，并于 2018 年起发力拓展移动端游戏业务，成功发行《斩月屠龙》、《我的帝国》、《大天使之剑 H5》等多款移动端产品。

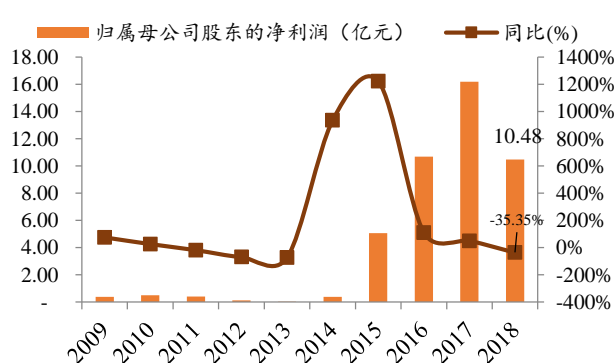
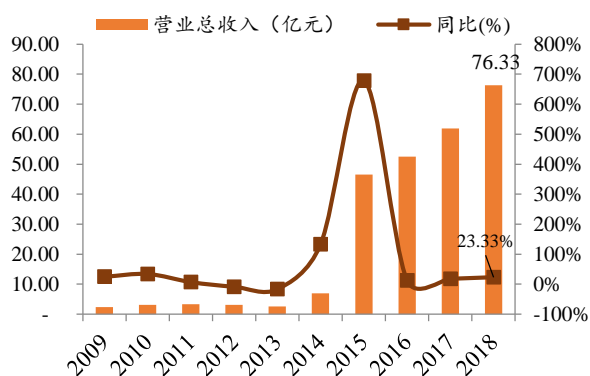
	37 GAMES	37GAMES 作为全球十大国际发行平台，海外发行平台的月流水已经超过 1 亿元，运营产品总数近 250 款，总开服数已经超过 1.5 万组，在港澳台、东南亚、日韩及欧美等多个地区开设了发行业务。未来，37GAMES 将进一步发挥海外市场的先发优势，依靠先进的游戏研发能力以及本地化营销能力，不断扩大海外业务规模。
	智铭网络	三七互娱旗下全资子公司江苏智铭网络技术有限公司成立于 2014 年 11 月，是网络游戏代理发行及联合运营商。旗下代理运营《传奇霸业》、《梦幻西游》、《永恒纪元》等知名网络游戏产品，并凭借其独特的代理发行及运营策略吸引了众多的游戏玩家。目前，智铭网络旗下游戏均为非独家代理运营游戏，游戏类型众多，涵盖了 SLG、RPG、ARPG 等多种类型。
研发平台	极光网络	极光网络成立于 2013 年，是全球顶尖的游戏研发公司。自成立以来，始终秉承“用工匠精神，做精品游戏”的研发理念，成功研发了《永恒纪元》、《传奇霸业手游》等精品手游，《大天使之剑 H5》、《屠龙破晓》、《斗罗大陆》H5、《一刀传世》等精品 H5 游戏，以及《大天使之剑》、《传奇霸业》、《血盟荣耀》等精品页游，成为业内首家成功横跨页游、手游、H5 游戏领域的“多栖”研发商。

资料来源：公司官网、广证恒生

得益于手游发行业务和自研业务两方面的增长，公司 2018 年营收 76.33 亿，同比增长 23.3%，高于行业 5.3% 的整体增速，彰显头部效应。自 2015 年公司收购上海三七剩余股权实现三七互娱的整体上市以来，营收始终保持 YOY10% 以上的增长态势，2015-2018 年分别实现营业收入 46.6 亿、52.5 亿（YOY12.7%）、61.9 亿（YOY17.9%）、76.3 亿（YOY23.3%）。在营收构成上：手游占比持续提升，2018 上半年占总营收的 64.97%；而玩家逐渐流失的页游和盈利能力较弱的汽配业务在公司业务中的重要性均有所下降。特别是 2018 年公司手游发行、自研业务以及海外市场表现突出，营收增速远超同期行业平均增速 5.3%，公司作为二线龙头的研发、运营实力得意彰显。截至 2018 年 Q3，公司以 3.38% 的市场份额在网络游戏上市企业中排名第三，仅次于腾讯和网易。

图表28. 公司 2018 年营收 76.33 亿同增 23.3%

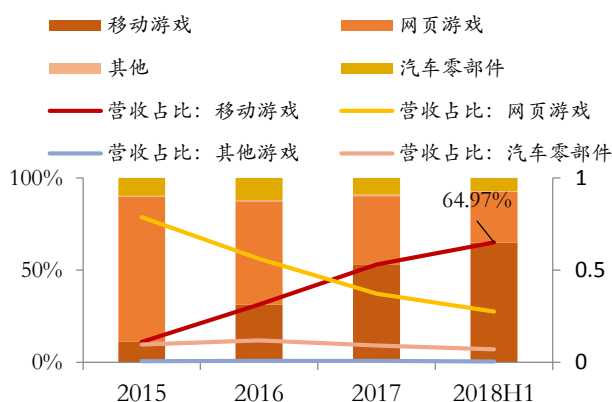
图表29. 2018 年归母净利润 10.48 亿同降 35.35%



资料来源：Wind，广证恒生

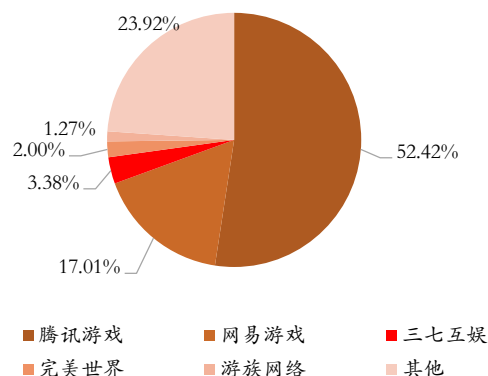
资料来源：Wind，广证恒生

图表30. 手游营收占比持续提升至 64.97%



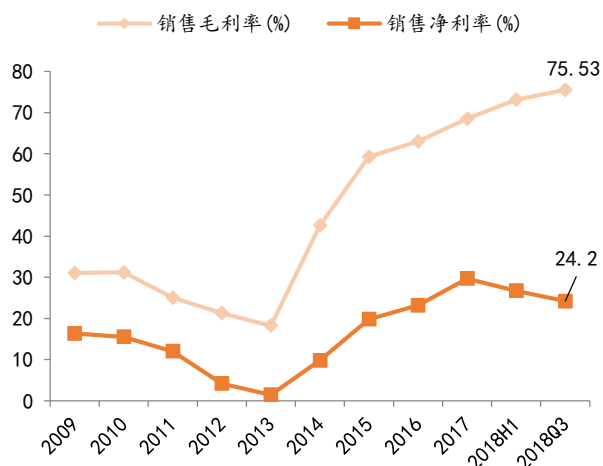
资料来源：Wind，广证恒生

图表31. 2018Q3 游戏市场份额仅次于腾讯网易



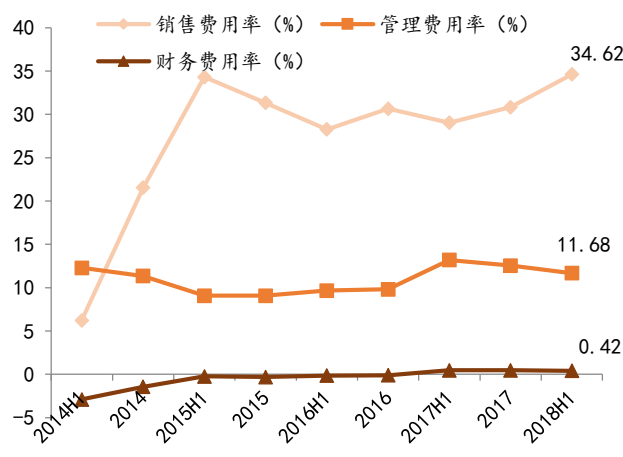
资料来源：Wind，广证恒生

图表32. 转型游戏毛利率净利率总体呈上升趋势



资料来源：Wind，广证恒生

图表33. 公司近年期间费用率增长变化不大



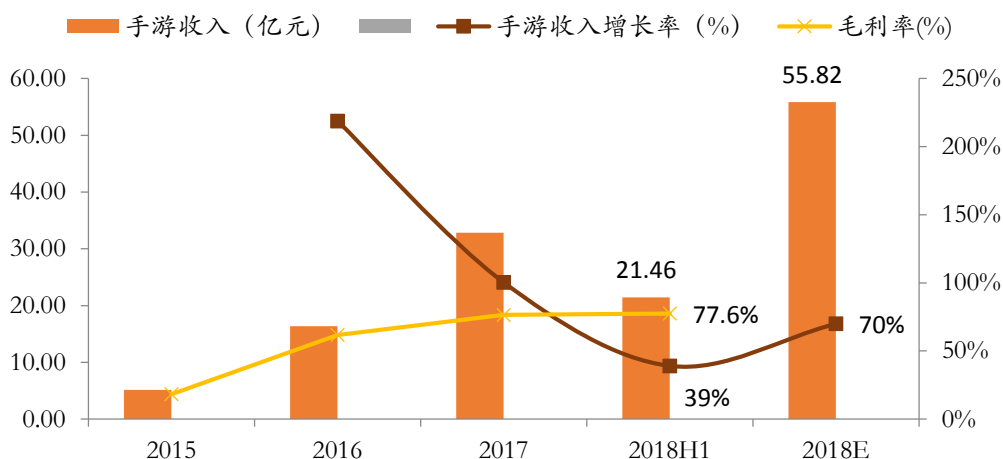
资料来源：Wind，广证恒生

2.2 手游：营收同增 70%， “ARPG+多品类”策略助力公司成为“行业第三极”

公司在手游研发和发行业务上采取的“ARPG+多品类”策略获市场验证：2018 年手游业务营收 55.8 亿同增 70%，2019Q1 预计环比高增长；优异的研发和发行能力为公司在“两超多强”格局下成为“手游行业第三极”奠定基础。在经营业绩方面：2018 上半年手游营收 21.46 亿，同增 39%，增幅较 2017 年有所下滑，但毛利率持续从 2015 年的 18.3% 提升至 2018H1 的 77.6%；得益于下半年手游发行业务流水大幅增长，公司预计 2018 年全年手游业务营收将达到 55.8 亿元，同增 70%；2019 年 Q1 国内手机游戏业务营收预计环比增长 37% 以上。在移动游戏品类方面：2018 年 H1，ARPG 类手游收入增长 39.8%，占比逾 72%，而 RPG 手机游戏收入增长 183.7%，同时亦开始涉足卡牌类游戏，产品矩阵呈现以 ARPG 为核心，多品类共同发展的特点，符合当前游戏玩家偏好与市场趋势。在市场份额方面：处在腾讯和网易市占率节节攀升、强者恒强的格局之下，公司选择与腾讯、网易手游研发和发行上达成合作，借力二者资源提升公司产品的影响力。2018Q3，三七互娱手游营收达 16.5 亿元，仅次于腾讯网易，是排名第四的 Bilibili 的 2.2 倍，市占率上升至 4.1%（较 2017 年提升

1.9pct)。按照公司业绩快报预计的 55.8 亿元手游营收计算，预计 2018 年公司手游业务市占率约为 4.2%（较 2017 年提升 2pct）。在综合竞争力方面：据伽马数据和 Newzoo 按照营收、利润、下载量、MAU、增长率、研发投入、风险因素等十余项指标评定出的 2018 年全球移动游戏竞争力 35 强中，三七互娱排在第 12 名，为中国上榜企业第 4 名。

图表34. 2018 全年手游营收预计 55.82 亿元同增 70%，毛利率持续提升



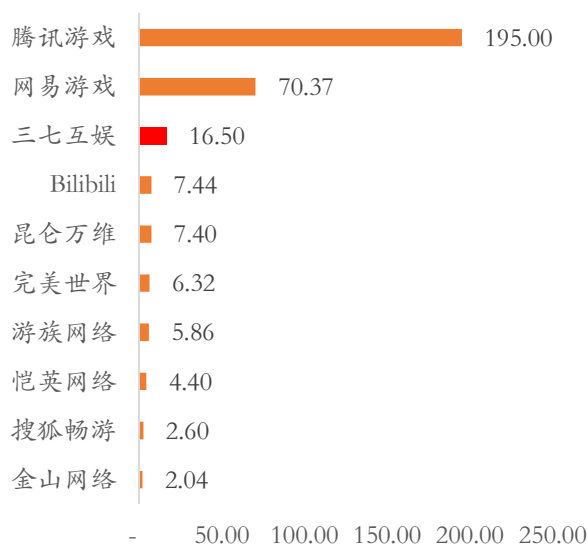
资料来源：Wind、广证恒生

图表35. 手机游戏“ARPG+多品类”策略

指标	2017 H1	2018 H1	同比变动
手机游戏收入 (亿元)	15.43	21.46	39.1%
ARPG (动作角色扮演类)	11.08	15.49	39.8%
其中：东方奇幻类	-	1.28	100.0%
西方奇幻类	-	4.38	100.0%
魔幻类	10.9	6.58	-39.6%
玄幻	-	0.5	100.0%
探险	-	1.73	100.0%
修仙	0.01	0.96	9500.0%
其他	0.17	0.06	-64.7%
MMO (多人在线类)	0.49	0.59	20.4%
RPG (回合制角色扮演)	1.29	3.66	183.7%
CARD (卡牌类)	-	0.12	100.0%
SLG (策略类)	1.33	1.04	-21.8%
其他	1.24	0.56	-54.8%

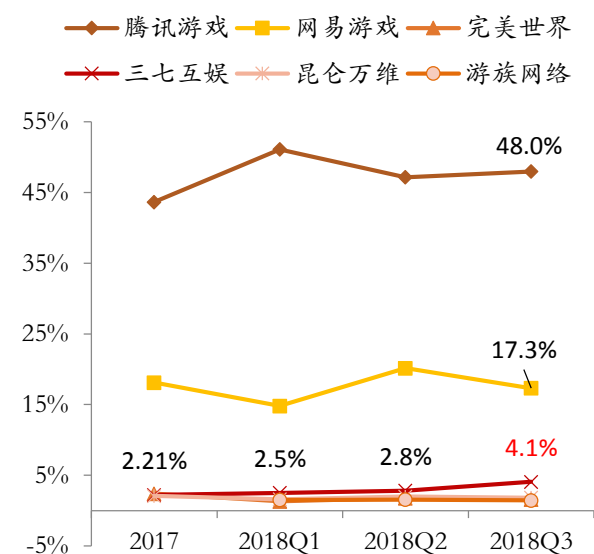
资料来源：公司 2018 半年报、广证恒生

图表36. 18Q3 手游营收 16.5 亿成行业第三极



资料来源：艾瑞、广证恒生

图表37. 公司手游业务市占率 4.1% 且稳步提升



资料来源：艾瑞、广证恒生

图表38. 公司在 2018 年全球移动游戏竞争力 35 强排名 12

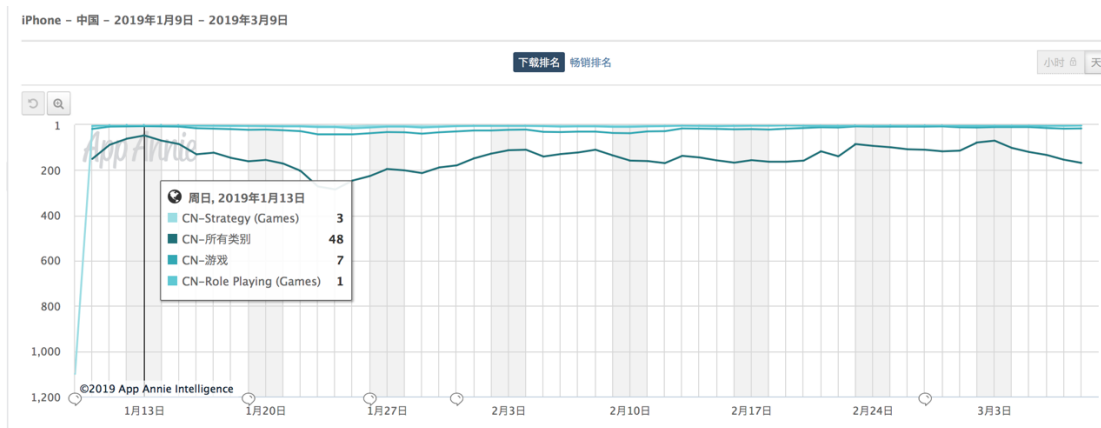
排名	企业	国家
1	腾讯	中国
2	网易	中国
3	Activision Blizzard	美国
4	EA	美国
5	Bandai Namco	日本
6	Sony	日本
7	Niantic	美国
8	Konami	日本
9	Playrix	俄罗斯
10	Netmarble	韩国
11	完美世界	中国
12	三七互娱	中国
13	世纪华通	中国
14	盛大游戏	中国
15	IGG	中国

资料来源：伽马数据、Newzoo、广证恒生

2.2.1. 手游发行：产品+流量+服务精细运营持续打造手游精品

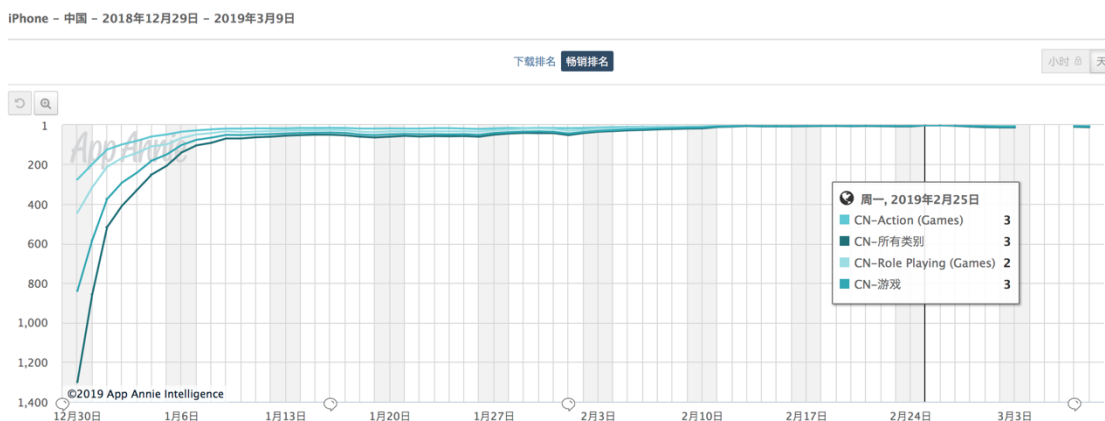
在产品运营方面：公司具备多品类运营能力，发行策略从相对专一“ARPG+SLG”转向“多元化发展”。一方面，除了发行公司和旗下极光工作室自研的产品外，还凭借过往业绩吸引优秀的研发厂商与公司进行深度的合作，积累了丰富的优质产品资源。2018 年《鬼语迷城》、《屠龙破晓》、《一刀传世》上线表现良好。其中，以国漫盗墓为题材的 MMOARPG 手游《鬼语迷城》，在上线四个月后流水过亿。2019 年 1 月，由三七互娱自研自发的 IP 游戏《斗罗大陆》登陆 AppStore 后的首个周末便上升至 AppStore 角色扮演游戏下载榜第一以及游戏下载总榜第七，全平台公测当天，当日新增破百万，成为 2019 年开年第一个爆款手游。此外，由完美世界耗时两年研发的 S 级战略 SLG 产品《精灵契约》选择由三七互娱旗下子品牌 37 手游代理发行，上线首周便获得 AppStore 的首页推荐。另一方面，公司的发行能力还体现在产品的长线运营上。通过在把握玩家核心需求的基础上对原有产品“微创新”，不断提升游戏品质，通过更好的内容吸引用户，延长产品的生命周期，积累更高的流水收入。公司自研的长线精品游戏《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》以及《仙灵觉醒》在已上线地区流水稳定且强化在海外新地区的发行，为公司持续贡献利润。

图表39. 《斗罗大陆》登陆 IOS 首周末升至角色扮演类下载量第一游戏总榜第七



资料来源：App Annie、广证恒生

图表40. 《一刀传世》最高排 IOS 角色扮演类畅销榜第二畅销游戏总榜第三



资料来源：App Annie、广证恒生

图表41. 《鬼语迷城》流水破亿进入良性运营

图表42. 《精灵契约》上线首周获平台首页推荐



资料来源：禅大师、广证恒生



资料来源：公司官网、广证恒生

在流量运营方面：摒弃单一买量方式，“立体营销+精准推送”打通流量运营新通道。以《一刀传世》的营销为例，37手游一方面选取了成龙作为代言人，借助其身上的热点，放大代言人的传播效应，达到“品效结合”的营销效果。精准推送则体现在公司凭借十年来在游戏行业的用户积累资源，通过“用户画像”、“用户模型”大数据分析，在广告投放时进行精准推送，实现对流量进行高效转化。

在服务运营方面：通过精细化长线服务运营，提升玩家满意度、活跃度以及留存率，延长产品的生命周期。由于开发新客户成本一般高于维持旧客户的成本，因而长线精细化服务有利于降低公司整体的获客成本。

图表43. 选取了成龙作为《一刀传世》代言人，达到“品效合一”营销



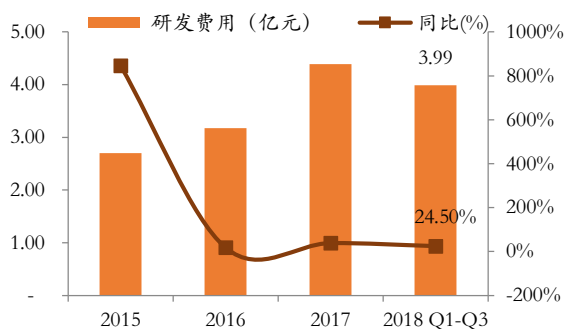
资料来源：公司官网、广证恒生

2.2.2. 手游研发：研发投入持续上升，“多元+传奇”策略丰富产品矩阵

研发多元支撑产品多元，高投入奠定高增长基础逻辑，研发费用占比持续上升，凸显自研产品战略性意义。一直以来，三七互娱高度重视研发并持续增加在研发精品内容方面的投入，公司在2018年前三季度的研发费用达3.99亿元，较上年同期增长24.50%；2018年业绩快报披露，由于自主研发游戏收入占比的提升，公司全年整体毛利率有所增长。研发费用的营收占比和成本占比持续上升，凸显自研产品的战略性意义。在高研发费用的加持下，旗下王牌研发团队极光网络先后研发出《大天使之剑》、《传奇霸业》、《永恒纪元》、《大天使之剑H5》、《传奇霸业》手游、《屠龙破晓》以及《斗罗大陆H5》和《一刀传世》等8款单月流水过亿的游戏（不同载体、不同IP、不同类型）；尤其是《大天使之剑》、《永恒纪元》、《大天使之剑H5》在已发行地区流水稳定，持续为公司贡献利润。

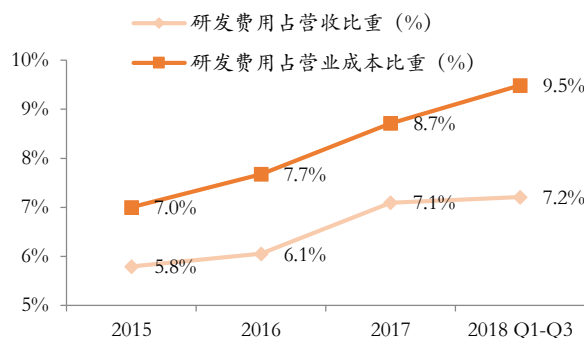
“多元+传奇”策略，逐渐丰富产品矩阵以摆脱对传奇类游戏的依赖，规避流量成本飙升压力。目前传奇类游戏在自研体系占比一半，但只作为攻坚的主打，把商业化游戏多元化作为经营核心。2018年5月公司在投资者平台上表示，由于传奇类游戏市场需求较大，用户成熟度变高，付费习惯已逐渐养成，且经过多年深耕公司对传奇类产品的制作能力受到市场认可，因而取得了流量获取成本、竞争力和议价能力上的优势。目前，根据百度指数，传奇类游戏除了2017年2月和2018年3月出现了两次与盛大游戏旗下《传奇世界》相关的搜索峰值之外，热度远不及ARPG（动作角色扮演类）和SLG（策略类）游戏。但在热度下降的同时，传奇类游戏又是买量需求较大的题材，仅次于仙侠和魔幻类排在第三位。此外，公司计划19年研发将继续聚焦精品化，在保持RPG类游戏优势的基础上，发力卡牌、回合制、SLG、女性向、二次元等多品类游戏。通过采取“多元+传奇”策略，公司将逐步摆脱对传奇类游戏的依赖，并有望依靠日渐丰富的产品矩阵重回高速增长之列。

图表44. 上市以来公司研发费用呈增长趋势



资料来源：Wind，广证恒生

图表45. 研发费用营收占比与成本占比双增



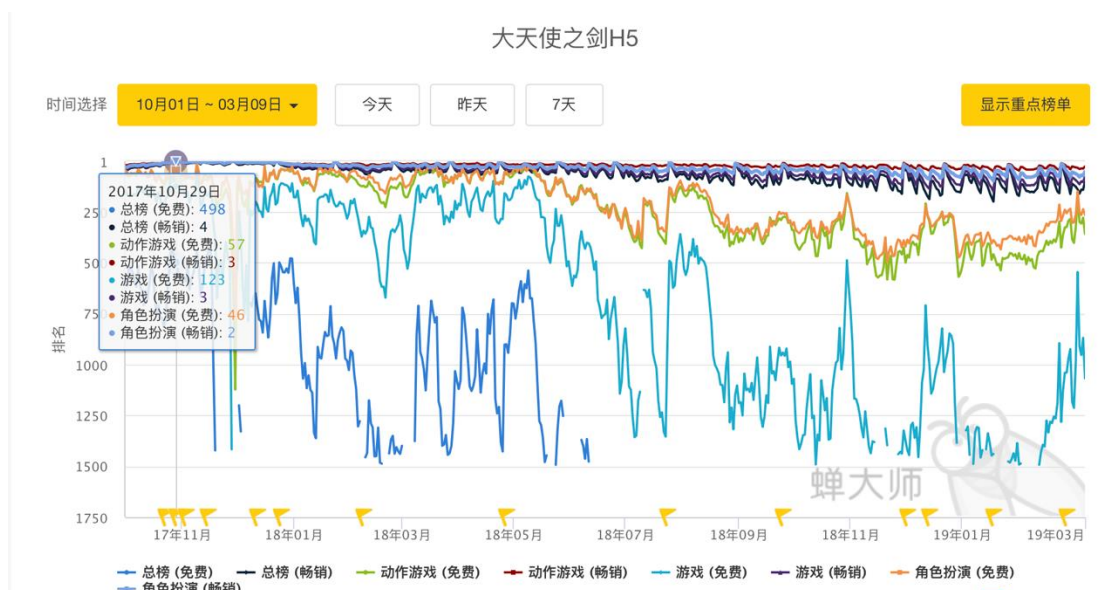
资料来源：Wind，广证恒生

图表46. 极光5年研发出了8款月流水过亿游戏



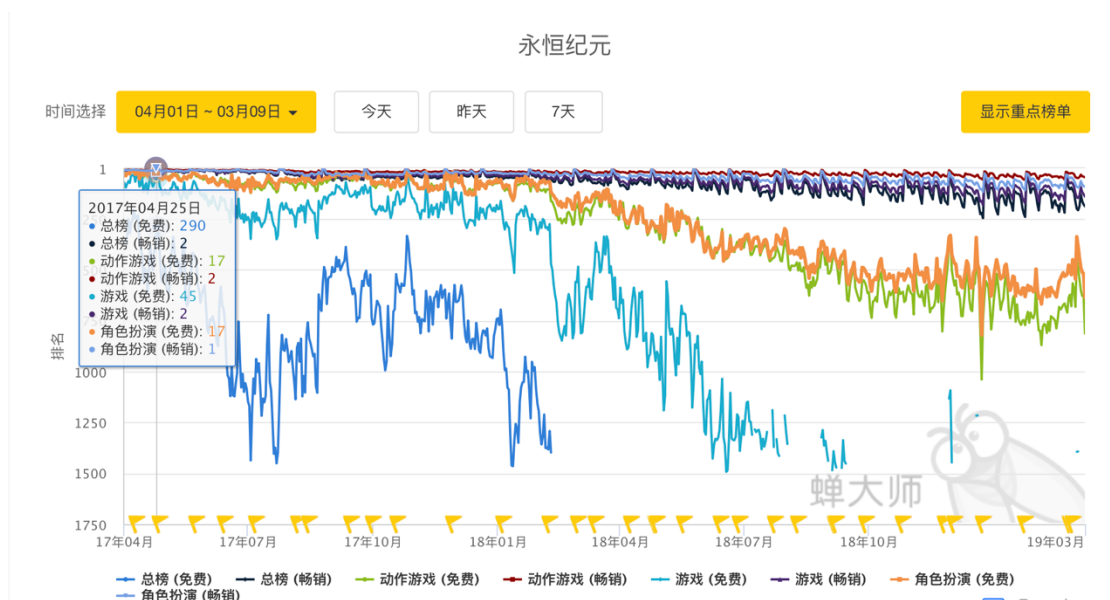
资料来源：GameLook，广证恒生

图表47. 自研游戏《大天使之剑 H5》最高排在游戏畅销榜第三



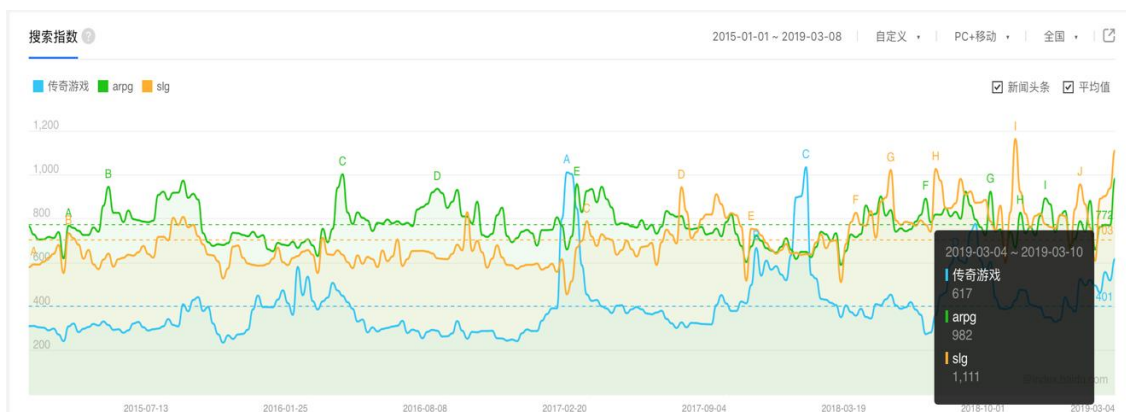
资料来源：蝉大师、广证恒生

图表48. 自研游戏《永恒纪元》曾问鼎角色扮演畅销榜



资料来源：蝉大师、广证恒生

图表49. 传奇类游戏百度指数远不及 ARPU 及 SLG

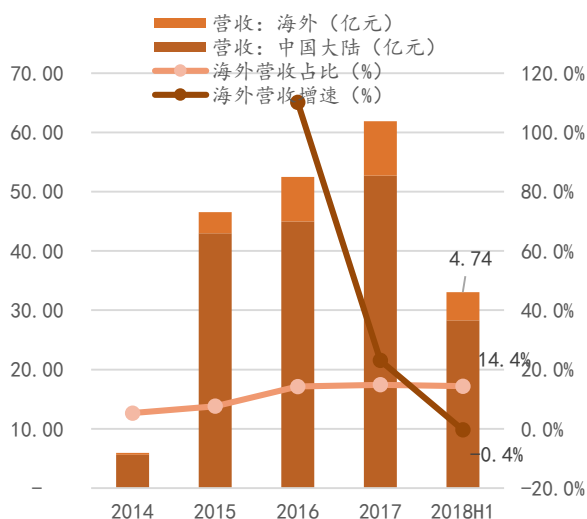


资料来源：百度指数、广证恒生

2.2.3. 手游出海：打法独特爆款频出，营收贡献尚有增长潜力

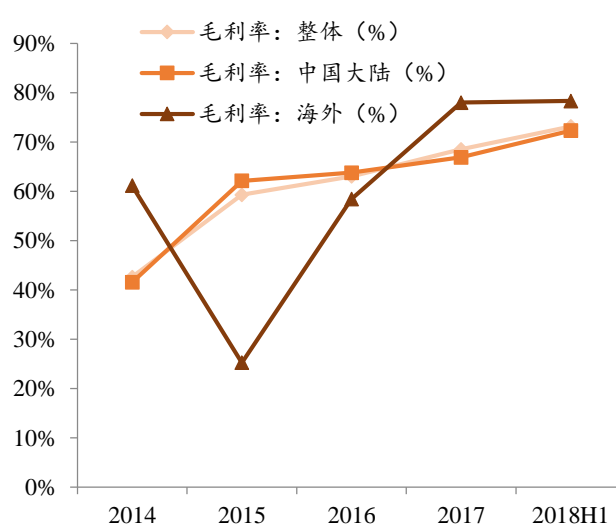
海外营收占比 14.4% 低于同行，深挖市场潜力以期继续提升海外营收贡献。2018 年 H1，公司海外业务收入 4.74 亿元，海外营收占比 14.4%，低于行业整体的 29.96% 及完美世界（23.9%）、昆仑万维（44.9%）、游族网络（53.0%）等几家 A 股游戏公司，仍有较大的上升空间。从 2018 年行业整体发展来看，海外市场收入增速为 15.8%，远高于国内市场的 5.3%，表明海外市场对国内游戏厂商而言仍具有非常大的吸引力和市场潜力。三七互娱凭借较早进入海外市场的先发优势，丰富的海外发行运营经验，以及品类多元的产品储备，继续深挖已进入市场的潜力并开拓新市场，有望进一步提升海外业务的营收贡献。

图表50. 2018H1 公司海外营收 4.74 亿占比 14.4%



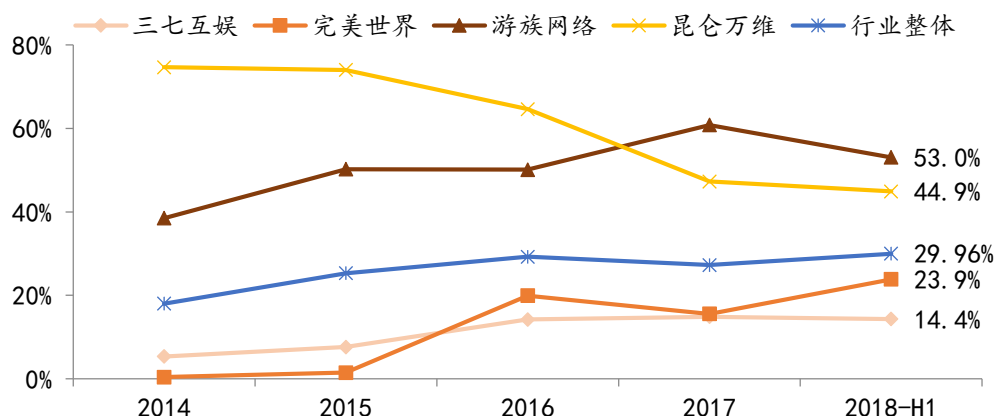
资料来源：Wind，广证恒生

图表51. 海外业务毛利率略高于大陆



资料来源：Wind，广证恒生

图表52. 三七互娱在游戏行业及 A 股各大游戏公司中海外营收占比较低



资料来源：Wind、广证恒生

“本地化精细运营+立体整合营销”出海打法助力公司在激烈的海外市场中夺得一席之地。作为国内最早一批开展海外业务的游戏厂商，公司主要从内容运营、市场营销、本地化和线上行销这4个维度深挖市场价值。

内容运营：突破固有思路深刻理解玩家需求，输出优质游戏。以韩国市场为例，虽然韩国玩家对于西方题材游戏的偏好多次被市场验证，但同时，上世纪80年代金庸小说改编影视剧在韩国风靡，市场也开始关注“武侠类”游戏。因此，公司在2018上半年在韩国市场发行东方武侠题材游戏《昆仑墟》，通过本地化营销手段，首次打入当地iOS市场畅销前十，创下了近年国产武侠游戏在韩国的新记录，这也体现出公司对海外目标市场玩家需求的理解，并有能力将这种用户洞察转化为产品变现。

市场营销：精准把握目标市场玩家痛点，立体整合营销。例如只有20M的H5游戏《大天使之剑H5》在打入台湾市场时，有着“即开即玩”的快速代入体验，准确击中了主流台湾玩家“没时间氪肝氪金”的痛点。在营销上结合“离线升级”的噱头、启用本土网红、KOL的轻娱乐内容于产品特色结合并将渠道投放的重点放在了主流信息渠道Facebook、Youtube上，从而在台湾地区上线2个月后问鼎畅销榜首。

本地化运营：尊重文化差异，调整运营方式。例如《永恒纪元》在越南市场发行时，由于当地用户付费率较低，公司就该特点在发行上制定了合适的定价比例，并设计了专属的越南传统服饰时装和坐骑，以此适应越南市场。

线上行销：开拓渠道，丰富素材创意。在海外的买量及素材投放中，公司不仅覆盖传统的广告渠道，并注重在素材上的创意与互动，例如带有游戏特色梗、当地风俗梗等内容。

图表53. 三七互娱出海征程



资料来源：公司公告、网络资料、广证恒生

遍地开花剑指欧美，海外发行爆款频出；出海产品储备丰富有望 2019 年迎来高速回报。在出海产品市场表现方面：截至 2018 年 12 月，公司旗下 37GAMES 海外发行平台的月流水超 1 亿元，运营产品总数近 250 款，总开服数已经超过 1.5 万组，在东南亚、日韩及欧美等多个国家和地区均有开

设发行业务。其中，王牌手游《永恒纪元》海外单月流水最高峰值达到 7000 万元，全球最高单月流水超过 3.5 亿元，全球累计总流水超过 31.5 亿元，在 2018 年出海游戏收入中排 28 位。另一款精品长线运营游戏《大天使之剑 H5》也在台湾地区上线 2 个月后问鼎畅销榜首。此外，东方武侠题材的游戏《昆仑墟》打入韩国游戏畅销榜 TOP10，创下了近年国产武侠游戏在韩国的新高度；由网易研发、三七互娱在港澳台及东南亚代理发行的 MMORPG 游戏《楚留香》通过出色的流量运营，在台湾上线 3 天下载量即登录畅销榜首；2018 年末在港澳台地区发行的《鬼语迷城》也跃升至台湾地区 IOS 和 Google Play 畅销榜的第二位，成为三七互娱海外的又一爆款。2019 年 1 月，得益于 SNK 正版 IP 授权游戏《格斗天王 M》、Q 萌冒险游戏《枫之战纪》以及三国养成类游戏《恋姬无双》在海外的成功发行。在出海产品储备方面：公司针对海外市场储备了多款品类丰富的自研或代理精品游戏，包括：格斗卡牌游戏《拳皇命运》、恋爱卡牌游戏《半世界之旅》、二次元游戏《电击文库：零境交错》、二次元游戏《梦境链接》、RPG 游戏《Era of Chaos》和《代号 M-RPG》、SLG 游戏《墨三国》、MOBA 游戏《石器争霸》、SLG 游戏《Lords of Conquest》、SLG 游戏《Primal Wars: Dino Age》、《江山美人》等。因此我们认为，公司有多款游戏海外发行表现亮眼但目前海外营收占比尚且不高（14.4%），在海外发行的打法上有自己的一套并获得市场验证，同时还具备大量待出海游戏储备；在政策对国产游戏出海持鼓励态度以及海外游戏市场潜力尚未被完全挖掘的情况下，公司凭借自身研运实力在海外业务上仍有较大增量空间。

图表54. 公司 2018 年出海发行收入排名 16

图表55. 王牌手游《永恒纪元》海外收入排名 28

中国发行商*出海**收入排行榜			
iOS & Google Play 综合, 2018 年全年			
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

资料来源：App Annie，广证恒生

2018全年榜单 中国手游收入TOP30 海外App Store + Google Play			
手游及发行商			
1	王国纪元 IGG	16	末日争霸：丧尸之战 龙创悦动
2	荒野行动 网易	17	战火与秩序 亮风软件
3	火枪纪元 FunPlus	18	少女前线 心动网络 & 散漫网络
4	列王的纷争 网易	19	拳皇98终极之战OL 掌趣科技
5	阿瓦隆之王 FunPlus	20	偶像梦幻祭（日语版） 乐元素
6	PUBG Mobile 腾讯	21	狂暴之翼 游族网络
7	无尽对决 原力镜	22	兵人大战 沐瞳科技
8	黑道风云 友塔网络	23	末日孤城 龙创悦动
9	放置奇兵 卓杭网络	24	海战游戏 Special Games
10	城堡争霸 IGG	25	朕的江山 绝地科技
11	碧蓝航线 Yostar	26	终结者2（国际版） 网易
12	苏丹的复仇 ONEMT	27	战地风暴 Tap4Fun
13	崩坏3 米哈游	28	永恒纪元 三七互娱
14	王者荣耀 腾讯	29	文明觉醒 莉莉丝
15	奇迹暖暖 Nikki Games & 智明星通	30	神魔之塔 Mad Head

资料来源：Sensor Tower，广证恒生

图表56. 公司 2018 年部分产品出海表现亮眼



《青云诀》
中国台湾市场前十



《奇迹MU：大天使之剑》
中国台湾市场榜首



《昆仑墟》
韩国市场前十



资料来源：网络公开资料、广证恒生

图表57. 2019 年 1 月公司出海发行收入排名上升至第 12

中国发行商*出海**收入排行榜					
iOS & Google Play 综合，2019 年 1 月					
排名	公司	排名变化	排名	公司	排名变化
1	FunPlus	=	16	沐瞳科技	▼ 1
2	网易	=	17	神州泰岳	=
3	IGG	=	18	猎豹移动	▼ 2
4	腾讯	=	19	昆仑游戏	▲ 3
5	友塔游戏	▲ 1	20	英雄互娱	▲ 3
6	智明星通	▼ 1	21	Tap4Fun	▼ 2
7	莉莉丝游戏	▲ 1	22	米哈游	▼ 4
8	龙创悦动	▼ 1	23	掌趣	▲ 3
9	创酷互动	=	24	百度	=
10	卓杭网络	=	25	心动网络	▲ 3
11	游族	=	26	Black Beard Game	▲ 3
12	三七互娱	▲ 1	27	君海游戏	▲ 8
13	龙腾简合	▼ 1	28	绝地科技	▼ 3
14	易幻网络	=	29	乐元素	▼ 2
15	梦加网络	▲ 5	30	中文在线	▲ 1

资料来源：App Annie、广证恒生

2.3 页游：短期持续深耕维持利润贡献

公司深耕页游市场，巩固研发+运营平台双第一位置。2018 年公司以在运营平台开服排行榜和研发商排行榜中均牢牢占据第一，开服数量分别为 35950 组和 40934 组，比排行第二的运营平台和研发商高出约一倍。在开服数量 TOP10 的游戏中，由三七互娱研发或运营的占据 4 席，包括 2018Q1 新推出即排名第三并在 2018Q2 打破《蓝月传奇》霸榜记录登顶榜首的《太极传奇》，以及长线游戏《大天使之剑》。据 9k9k 统计，2018 年 Q4 三七互娱以 5.7 亿流水排在研发商第一（第二名杭州盛游流水约 1 亿），37 游戏平台亦以 5.9 亿流水排在运营平台首位。

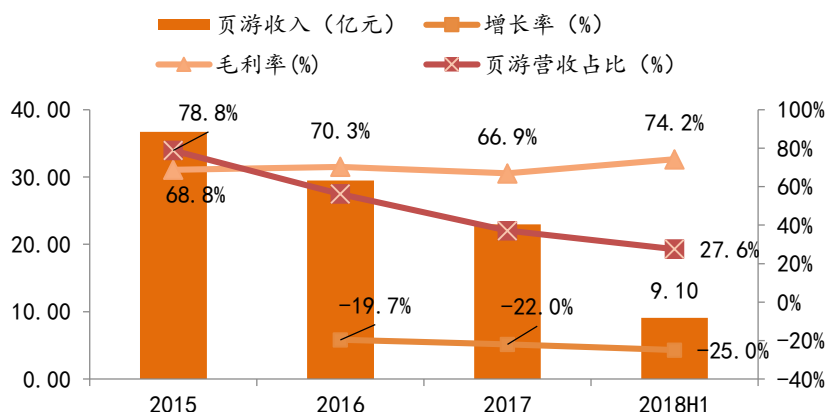
图表58. 公司在页游平台运营和游戏研发上保持第一

2018年网页游戏开服排行榜	2018年运营平台开服排行榜	2018年研发商开服排行榜
<p>第一名：蓝月传奇 服务器：14038 组 贪玩游戏 4516组</p> <p>第二名：传奇世界 服务器：10661 组 贪玩游戏 2047组</p> <p>第三名：太极崛起 服务器：10590 组 37游戏 6606组</p> <p>TOP4：传奇霸业 服务器：10513组 详情</p> <p>TOP5：灭神 服务器：8601组 详情</p> <p>TOP6：金装传奇 服务器：7014组 详情</p> <p>TOP7：大天使之剑 服务器：5950组 详情</p> <p>TOP8：传奇盛世 服务器：5452组 详情</p> <p>TOP9：魔域永恒 服务器：5195组 详情</p> <p>TOP10：攻沙 服务器：5167组 详情</p>	<p>第一名：37游戏 服务器：35950 组 太极崛起 6590</p> <p>第二名：360游戏 服务器：18618 组 灭神 961</p> <p>第三名：搜狗游戏 服务器：16845 组 传奇霸业 730</p> <p>TOP4：顺网游戏 服务器：12631 组 详情</p> <p>TOP5：4399 服务器：11117 组 详情</p> <p>TOP6：YY游戏 服务器：9869 组 详情</p> <p>TOP7：飞火游戏 服务器：9820 组 详情</p> <p>TOP8：贪玩游戏 服务器：9665 组 详情</p> <p>TOP9：7K7K 服务器：8706 组 详情</p> <p>TOP10：9377 服务器：7816 组 详情</p>	<p>第一名：上海三七互娱 服务器：40934 组 传奇霸业 10513</p> <p>第二名：浙江盛和 服务器：17478 组 蓝月传奇 14038</p> <p>第三名：杭州盛途 服务器：10661 组 传奇世界 10661</p> <p>TOP4：成都墨非科技 服务器：10590组 详情</p> <p>TOP5：趣酷科技 服务器：10051组 详情</p> <p>TOP6：上海我要 服务器：8953组 详情</p> <p>TOP7：杭州盛游 服务器：8616组 详情</p> <p>TOP8：上海游族 服务器：7614组 详情</p> <p>TOP9：北京文脉互动 服务器：7132组 详情</p> <p>TOP10：广州创思 服务器：5668组 详情</p>

资料来源：9k9k、广证恒生

短期来看，页游毛利率持续提升仍继续为公司贡献利润；长期来看，游戏玩家“页转手”趋势下公司业务重心调整，游戏长线生命力和平台影响力重要性进一步凸显。一方面，从短期增长逻辑来看，公司对外部开发商的议价能力逐渐增强，营销费用和分成均呈下降趋势，毛利率的持续提升，短期内页游业务仍将持续为公司贡献利润。2015-2018 公司给开发商或经销商的分成从 22%-25% 降至 15%-18%；同时，凭借多年深耕页游市场积累的自有用户优势，页游的广告推广费用占比也在降低，来源于平台自有用户的收入占比上升。2015-2018 H1，页游毛利率从 68.8% 上升至 74.2%（增长 5.4 个百分点）。但另一方面，页游用户逐渐转向移动端已成趋势，且网页游戏新产品数量整体不断减少且不断有竞争者退出，公司亦在逐渐调整战略重心：页游营收及占比连续三年呈负增长且下滑趋势加快，2018 年上半年页游营收 9.1 亿元，同比下降 25%（减少 3 pct），营收占比从 2015 年 78.8% 降低至 27.6%；同期，公司手游业务营收增长 39%，毛利率为 77.58%，且预计 2018 全年手游营收增长率高达 70%，对公司的业绩贡献远高于页游。公司一方面通过提升用户的游戏体验以增强用户粘性，巩固平台影响力，并通过战略投资及业务合作等方式与国内顶尖网页游戏研发团队加强合作，保持页游市场的流水和利润贡献；另一方面仍将继续将重心转移到手游的研发与发行上。

图表59. 短期内公司页游业务毛利率仍持续提升贡献利润



资料来源：Wind、广证恒生

2.4 外延布局文创板块，深挖 IP 战略价值

广泛布局文创板块，实现业务多元发展。公司在维持游戏核心业务的高速增长同时，前瞻性地布局了其他高速增长的文创细分领域，包括影视、音乐、动漫、VR、文化健康产业及互联网少儿教育等在内的文化创意产业板块，关注 95、00 后的新娱乐消费形式，并利用自身运营以及流量优势辐射至更多领域，并扶持所投公司进行内容变现以及战略协同。根据公司 2018 年半年报，除现有板块外，公司将进一步延伸业务至教育、体育、社交、幼儿等领域，建立起一个能为全年龄段提供优质内容的品牌。

图表60. 延伸布局文创板块，实现业务多元发展

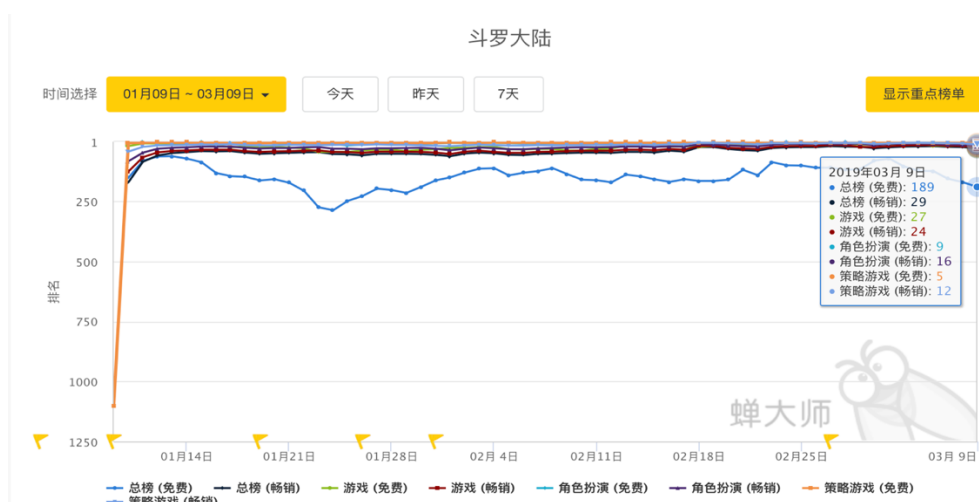
影视	三七互娱自 2015 年开始在影视领域布局，先后与星皓影业、芒果传媒等签署战略合作协议，形成在影视、电视栏目、动漫及 IP 孵化等领域的多方合作；并且，先后投资了宸铭影视、优映文化、中汇影视、新线索影视、魔威影业以及金海拾艺。目前，三七互娱已参与出品的电影有《破局》、《嫌疑人 X 的献身》、《无问西东》、《南极之恋》等；未来，三七互娱将逐步推出更多优秀的影视作品。
音乐	三七互娱自 2016 年开始在音乐领域布局，先后投资了风华秋实与原际画，聚焦“音乐+互联网”和“音乐+粉丝经济”两大主线，深耕音乐衍生产业链、数字音乐产业链、粉丝经济产业链。风华秋实旗下签约艺人有鹿晗、黑豹乐队、郝云、宋佳等；原际画成功打造了跨次元养成系人气偶像男团—易安音乐社。
动漫	三七互娱自 2015 年开始在动漫领域布局，先后投资了包括武汉艺画开天文化传播有限公司、上海绝厉文化传媒有限公司及真人漫画平台剧能玩在内的多家国内优秀动漫制作团队。武汉艺画开天制作的大型科幻末日题材 3D 动画《灵笼》将在 2019 年上映；而上海绝厉文化制作的“拳皇”系列首部大型 3D 热血格斗动画季播剧《拳皇命运》，已于 2017 年 8 月上映，截至目前全网播放量超过 8 亿次。
VR	三七互娱于 2016 年正式布局 VR 市场。在 VR 市场，三七互娱将以外延性投资方式在整个产业链上进行布局，通过投资手段在 VR 游戏、VR 内容、VR 交互、VR 社交、VR 行业应用等价值领域做系统性的布局，并最终形成一个生态。目前，已成功投资加拿大 VR 内容研发商 Archiact，及国内顶尖虚拟现实内容设计、开发及运营公司天舍文化传媒，并将持续积极关注全球优秀的 VR 创业团队。
文化健康产业	三七互娱自 2018 年开始布局文化健康产业，投资高端瑜伽品牌 Wake，探究“大数据+体育健康”新战场，发力精英女性市场。

互联网少儿教育	三七互娱自 2018 年开始在互联网少儿教育领域布局，先后投资了少儿绘本平台 KaDa 故事和儿童编程教育平台妙小程，关注“互联网+教育”模式，重视少儿启蒙教育，基于少儿的兴趣出发，为其提供更好的学习体验，打造有温度的教育模式。
社交文娱	三七互娱自 2018 年开始在社交文娱领域布局，先后投资了国内领先的社交平台积目和极限飞球旅游项目运营骆路铃音，逐步在人文社交、娱乐休闲等深受年轻人喜爱的项目上有所涉猎。

资料来源：公司官网、广证恒生

携手腾讯、世纪华通，深挖 IP 战略价值。公司将继续基于精品 IP 战略打造文化创意战略体系，深度挖掘 IP 在影视、游戏、动漫、音乐、VR 等领域的价值延伸空间。2018 年上半年，公司新增《阿童木》、《希望 OL》2 个 IP 储备和腾讯动漫 IP 合作项目《斗罗大陆 H5》。其中，《斗罗大陆》2019 年 1 月 9 日在 App Store 上线后，排名一路上升，目前维持在游戏畅销榜 24 名。截至 2018 年 6 月 30 日，已进入开发阶段的 IP 包括奇迹 MU(页游《奇迹 X(暂定名)》，以及手游《大天使之剑》(客户端版))。除直接购买优质 IP 外，公司与世纪华通签署了战略合作协议，在游戏研发及运营、IP 改编资源方面进行战略合作，以充分发挥双方在发行业务的互补效应。

图表61. IP 合作项目《斗罗大陆》上线后排名一路上升，目前排游戏畅销榜 24



资料来源：蝉大师、广证恒生

3. 商誉风险出清及剥离汽配业务利好后续稳健增长

3.1 剥离汽配业务聚焦游戏，进一步优化公司治理机制

吴氏家族减持，优化公司股权结构和治理机制。公司于 2018 年 9 月 20 日签署协议由吴氏家族关联企业以 8.19 亿元收购公司旗下汽车部件公司，近期吴氏家族公告将于 2 月 14 日到 5 月 13 日期间通过大宗交易减持不超过公司总股本 2% 的股权用于支付受让汽车部件业务的支付款项，该项业务将为公司带来 8.19 亿元的现金流入。此外，吴氏家族还通过换购银华 MSCI 中国 ETF，持股比例降至 18.27% 成为公司第二大股东。吴氏家族逐渐退出公司核心治理，公司将剥离盈利水平较弱的汽车部件业务，扎根专注于网络游戏等文创产业，有望进一步优化公司治理机制。



3.2 上海墨鹍商誉风险出清奠定后续业绩增长基础

上海墨鹍商誉风险基本消除（剩余 50 万元），利好公司后续健康发展。2018 年上海墨鹍由于游戏研发和发行不达预期，导致计提商誉减值约 9.6 亿元，同时标的的相关方以股份和现金补偿的金额合计约为 4.79 亿元，预计上海墨鹍合计影响上市公司净利润-4.81 亿元。此次商誉减值计提后，上海墨鹍形成的 12.6 亿元商誉基本出清（尚剩余 50 万元），消化市场对于上海墨鹍商誉减值的担忧，奠定公司后续增长的基础。

3.3 回购股份用于持股计划或股权激励计划，彰显公司对自身价值的认可

15 元/股回购价格构建安全垫，有望助推公司股价良性成长。公司于 1 月 31 日发布公告，拟在 12 个月内使用自有资金或自筹资金以集中竞价交易的方式以不超过 15 元/股的价格回购 3-6 亿元，用于后续员工持股计划或者股权激励计划。回购计划彰显公司对未来持续稳定发展的信心和对自身价值的认可，推动公司股票价值的合理回归。

3.4 三年期定增解禁股东减持意向近期公告落地，体量可控

公司原股东解禁及减持体量、节奏以及对二级市场影响程度可控。公司 2015 年非公开发行股份募集资金收购上海三七剩余 40% 股份时，向汇添富基金、招商基金、信达风盛、磐信投资、芒果传媒、奥娱叁特、万家共赢、融捷投资、广发资管（顺荣三七第 1 期员工持股计划）共 9 名认购对象发行了新股。上述 9 名股东分别于 2019 年 1 月 14 日及 23 日申请解除股份限售，合计解禁 33057.85 万股，占总股本 15.56%。另外，汇添富基金于 2019 年 2 月 12 日至 2019 年 3 月 13 日期间减持了 2124.87 万股，占总股本 1%，减持后持股 6.11%。当前，公司总股本为 212,487.03 万股，其中非限售流通股 159,222.14 万股，占 74.9%。限售股解禁及减持计划尚未对公司股价造成大幅冲击。

4. 盈利预测与估值

我们假设 2019-2020 年：①手游业务收入增长为 35%/30%；②页游收入减少 15%/10%；③由于自研占比提升，毛利率维持 75%。我们预计公司 18-20 年归母净利润 10.4/18.3/22.2 亿元，对应增速为-35.39%、75.22%、21.43%，对应 29/16/13 倍估值，给予行业可比公司估值，我们维持目标价 17 元/股，维持强烈推荐评级。

图表62. 行业可比公司估值对比

公司	代码	总市值	TTM	净利润		估值	
				19E	20E	19E	20E
游族网络	002174	203.10	20.37	12.12	14.53	16.76	13.98
完美世界	002624	423.10	26.16	21.54	25.32	19.64	16.71
吉比特	603444	134.35	20.66	7.86	9.02	17.10	14.89
迅游科技	300467	65.92	36.21	3.97	4.90	16.59	13.44
平均值						17.52	14.76

资料来源：Wind、广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

证券研究报告

三七互娱（002555）深度报告

5. 风险提示

- (1) 产品上线不及预期
- (2) 游戏行业政策风险
- (3) 页游用户持续流失



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3962	7054	8983	11406	营业收入	6189	7632	8945	11062
现金	1581	4807	6404	8488	营业成本	1948	2085	2291	2811
应收账款	885	1139	1307	1633	营业税金及附加	27	33	38	47
其它应收款	388	190	234	271	营业费用	1908	2885	3444	4314
预付账款	284	288	286	287	管理费用	777	800	979	1253
存货	102	87	94	90	财务费用	29	22	17	10
其他	723	544	658	637	资产减值损失	351	1000	45	80
非流动资产	5198	3622	3672	3684	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	377	582	479	531	投资净收益	256	10	12	13
固定资产	292	288	275	254	营业利润	1518	818	2144	2560
无形资产	45	35	25	14	营业外收入	403	479	5	5
其他	4483	2718	2893	2886	营业外支出	4	4	6	6
资产总计	9160	10677	12655	15090	利润总额	1917	1293	2143	2559
流动负债	1518	1999	2191	2397	所得税	80	57	116	119
短期借款	372	800	1000	1200	净利润	1836	1236	2027	2440
应付账款	742	721	732	726	少数股东损益	216	189	192	212
其他	404	477	459	471	归属母公司净利润	1621	1047	1835	2228
非流动负债	355	347	349	350	EBITDA	2100	1459	2322	2735
长期借款	311	311	311	311	EPS（摊薄）	0.75	0.49	0.85	1.04
其他	44	36	39	39					
负债合计	1873	2346	2540	2747	主要财务比率				
少数股东权益	270	459	651	863	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	2148	2148	2120	2120	成长能力				
资本公积	1973	1973	1973	1973	营业收入增长率	17.9%	23.3%	17.2%	23.7%
留存收益	2919	3751	5371	7387	营业利润增长率	30.3%	-46.1%	162.0%	19.4%
归属母公司股东权益	7040	7872	9464	11480	归属于母公司净利润增长率	51.4%	-35.4%	75.2%	21.4%
负债和股东权益	9160	10677	12655	15090	获利能力				
					毛利率	68.5%	72.7%	74.4%	74.6%
现金流量表					净利率	29.7%	16.2%	22.7%	22.1%
单位:百万元					ROE	27.0%	13.4%	19.9%	19.8%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC	24.0%	14.0%	18.9%	18.8%
经营活动现金流	1811	2191	1796	2269	偿债能力				
净利润	1836	1047	1835	2228	资产负债率	20.5%	22.0%	20.1%	18.2%
折旧摊销	160	144	162	166	净负债比率	37.95%	47.76%	52.10%	55.60%
财务费用	29	22	17	10	流动比率	2.61	3.53	4.10	4.76
投资损失	-256	-10	-12	-13	速动比率	2.54	3.49	4.06	4.72
营运资金变动	-4	277	-261	-259	营运能力				
其它	47	711	55	138	总资产周转率	0.80	0.77	0.77	0.80
投资活动现金流	-1368	864	-143	-168	应收账款周转率	7.28	7.54	7.32	7.53
资本支出	-1019	-46	-43	-44	应付账款周转率	2.70	2.85	3.15	3.86
长期投资	40	26	-19	-47	每股指标（元）				
其他	-389	883	-81	-76	每股收益(最新摊薄)	0.75	0.49	0.85	1.04
筹资活动现金流	310	171	-55	-18	每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.02	0.85	1.07
短期借款	-1	428	200	200	每股净资产(最新摊薄)	3.28	3.66	4.46	5.41
长期借款	311	0	0	0	估值比率				
普通股增加	63	0	-28	0	P/E	18.74	29.01	16.34	13.46
资本公积金增加	1038	0	0	0	P/B	4.31	3.86	3.17	2.61
其他	-1101	-257	-227	-218	EV/EBITDA	5.57	18.61	11.01	8.73
现金净增加额	754	3226	1597	2083					



团队成员介绍：

肖明亮：江西高安人，武汉大学传媒+会计学复合背景，目前担任 TMT 副团队长，传媒和教育行业负责人，4 年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析，致力于从产业供需分析以及产业链的边际变化挖掘投资价值，多次受邀参加上市企业战略咨询交流以及企业战略咨询委托等。

叶锐：广东梅州人，华东师范大学法学硕士，具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验，近 3 年产业和行业研究经验，主要研究教育及泛娱乐方向。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

证券研究报告

三七互娱（002555）深度报告

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。