

游戏行业

手游流量运营兴于渠道迭代，未来将走向精细化、智能化、全球化

行业评级

买入

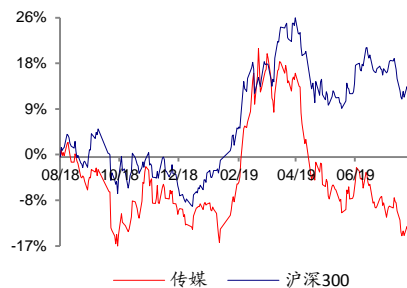
前次评级

买入

报告日期

2019-08-27

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

朱可夫



SAC 执证号: S0260518080001



0755-23942152



zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

【广发传媒&海外】美团点评 2019-08-14

系列报告之一:从 Groupon、Yelp 发展历程解析美团点评到店业务成长路径

传媒行业:行业“三维度”纵深发展，云游戏或催动渠道侧变革 2019-08-08

传媒行业:数字阅读:免费与付费之辨 2019-07-28

核心观点:

1) 不止于广告，流量运营转向玩家全生命周期管理

19H1 随着市场边际改善，游戏广告市场也出现了回暖迹象。市场当前将“流量运营”简单理解为广告吸量，而我们认为现阶段用户流量的运营起源于渠道端的变化（2018 年来为超级媒体平台 App 的崛起），其后已经逐步发展成为精细化的用户全生命周期管理（包括横向分层和纵向管理两个角度），且在任何游戏媒介（端游、主机、手游等）下都将是重要的运营能力。

2) 流量运营的未来：数据智能驱动、研运一体迭代、全球广告投放

我们认为当前游戏公司已经全面进入从粗暴广告投放到流量运营的阶段，“用便宜的价格导入更多的用户”始终是手游发行方的核心竞争力。由于渠道和市场环境的变化，搭建自动化投放团队将成为发行方的核心竞争力之一；而研运一体的团队能够有更高的爆款&长周期产品成功率；另外随着中国厂商出海，其流量运营的模式也有望复制至海外市场。

3) 三七运营规模建立竞争优势，ROI 保持为正的情况下维持高强度投放

市场目前对于三七互娱运营模式的核心分歧在于是否会陷入增收不增利的困境中，我们通过对于三七互娱商业模式和财务数据的分析看出公司始终维持 ROI 大于 1 的高强度投放，成本有望逐步在后续回收。根据易观数据，随着大规模的投放，公司 19H1 市场份额占比达到了 10.0%，仅次于腾讯的 53.4%和网易的 15.2%，未来有望逐步形成规模上的优势。另外公司后续在其他品类和海外市场也均有精品产品布局。

投资建议: 2018 以来游戏广告市场的变化主要源自于超级 App 为中心的广告投放逐步取代了此前以应用商店为流量分发中心的运营模式；未来我们认为流量运营的三大趋势为数据智能化驱动、研运一体构建核心竞争力、广告投放全球化。整体行业中三七互娱独占鳌头，我们认为其核心竞争力正得到进一步巩固，而未来的发展方向包括凭借规模加强产业链地位、提高海外收入、拓展多品类收入等，此外游戏行业中向头部公司集中趋势明显，可持续关注完美世界、吉比特等。

风险提示: 流量价格快速跳涨的风险、坏账风险、ROI 持续降低的风险、行业监管趋严的风险、海外市场竞争加剧的风险。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
光线传媒	300251.SZ	人民币	8.38	2019/4/25	增持	8.71	0.25	0.32	33.96	26.19	43.0	31.5	7.70	8.90
横店影视	603103.SH	人民币	14.40	2019/4/30	增持	27.4	0.52	0.57	27.96	25.16	15.1	13.4	13.00	12.50
芒果超媒	300413.SZ	人民币	41.30	2019/7/14	买入	45.5	1.17	1.46	35.21	28.28	6.9	5.1	15.10	14.70
视觉中国	000681.SZ	人民币	22.92	2019/8/6	买入	24	0.46	0.60	50.14	38.11	44.9	33.2	10.18	11.62
平治信息	300571.SZ	人民币	44.27	2018/10/29	买入	-	2.29	3.04	19.30	14.58	10.8	7.6	36.50	33.60
万达电影	002739.SZ	人民币	14.78	2019/8/21	买入	17.8	0.63	0.97	23.39	15.24	9.8	7.6	7.24	9.95
新媒股份	300770.SZ	人民币	83.16	2019/5/7	买入	78.05	2.23	2.94	37.22	28.33	31.6	23.2	27.84	26.78
蓝色光标	300058.SZ	人民币	6.08	2019/4/30	买入	5.75	0.28	0.32	21.71	19.00	15.9	11.0	8.60	8.90
完美世界	002624.SZ	人民币	28.16	2019/8/11	买入	28.95	1.63	1.90	17.28	14.86	13.2	10.3	21.93	19.08
吉比特	603444.SH	人民币	274.56	2019/8/13	买入	255	12.76	15.21	21.52	18.06	13.9	11.3	24.60	23.70
三七互娱	002555.SZ	人民币	15.79	2019/4/27	买入	14	0.87	1.02	18.13	15.46	14.1	10.8	24.21	22.86
美吉姆	002621.SZ	人民币	12.40	2019/4/17	增持	24.4	0.28	0.38	44.68	32.56	24.8	19.6	11.90	14.90
视源股份	002841.SZ	人民币	78.34	2019/6/15	买入	81.6	2.46	2.86	31.81	27.37	24.6	20.7	31.20	26.60
鸿合科技	002955.SZ	人民币	54.52	2019/8/9	买入	74	2.96	3.56	18.43	15.30	10.9	8.5	13.04	13.59
分众传媒	002027.SZ	人民币	5.03	2019/8/22	买入	7.26	0.13	0.22	37.69	23.19	25.1	16.5	12.10	16.40
新经典	603096.SH	人民币	62.01	2019/8/18	买入	71.5	2.07	2.44	29.91	25.40	24.7	20.3	14.55	15.40
中南传媒	601098.SH	人民币	12.50	2019/4/23	增持	13.88	0.75	0.83	16.73	15.09	4.5	3.1	9.10	9.10
中信出版	300788.SZ	人民币	36.35	2019/6/27	-	24.2~30.3	1.21	1.46	30.01	24.84	19.4	14.7	13.44	14.37
中国科传	601858.SH	人民币	11.53	2019/7/2	买入	14.92	0.61	0.68	18.85	16.85	10.1	7.6	12.35	12.44
凤凰传媒	601928.SH	人民币	8.31	2019/8/15	买入	9.88	0.63	0.70	13.14	11.92	6.8	5.5	11.52	12.08
猫眼娱乐	01896.HK	港元	10.66	2019/8/18	买入	17.38	0.38	0.62	24.83	15.31	15.5	10.2	10.56	13.14
美团点评	03690.HK	港元	76.20	2019/8/25	买入	79.64	-0.78	0.42	-	-	-	65.7	-5.35	2.93
爱奇艺	IQ.O	美元	17.65	2019/8/21	买入	25.32	-2.00	-1.32	-	-	-	-	-90	-115
网易	NTES.O	美元	247.23	2019/8/9	买入	310	73.31	81.44	23.80	21.42	13.4	11.3	16.77	15.29
趣头条	QTT.O	美元	4.67	2019/5/31	买入	7.45	-6.68	-3.20	-	-	-	-	-176	-51

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

一、不止于广告，流量运营转向玩家全生命周期管理	6
1. 19H1 新游戏助推下，游戏广告市场重新活跃	6
2. 游戏广告更迭的本质源于渠道方的迭代	8
3. 从简单粗暴的砸钱投放到精细化的用户全生命周期管理	9
二、流量运营的未来：数据智能驱动、研运一体迭代、全球广告投放	12
1. 游戏公司全面转向流量运营撑起增长，投放视频化、智能化成为趋势	12
2. 研运一体：运营代理学习 KNOW HOW，研发构筑长期壁垒	15
3. 海外市场复制流量运营打法，从 SLG 走向全品类	17
三、三七互娱运营规模建立竞争优势，未来可期待规模效应、海外扩张和跨品类复制 ...	19
1. 三七从 2016 年以来陆续抓住了微信、短视频等多个流量红利	19
2. 公司始终保持 ROI 在生命周期中为正，经营性现金流持续向好	21
3. 未来可以期待什么？规模效应、多品类复制、海外占比上升	24
投资建议	28
风险提示	29

图表索引

图 1: 18H1 投放广告的游戏数量有所提升	6
图 2: Android 端广告投放游戏的数量占比	6
图 3: 市场有效激活用户数 19H1 小幅回暖	7
图 4: 广告点击次数在 19H1 基本保持平稳	7
图 5: 易观数据显示游戏品类月度总时长在 19H1 陷入停滞	7
图 6: iOS、Android 官方和 App 下载三类渠道的分成方式不一	8
图 7: 游戏主流渠道已经经历四个阶段进入了超级 App 广告投放时期	9
图 8: 手游玩家管理生命周期分导入、成长、成熟、休眠、流失 5 个时期	10
图 9: 用户群体本身需要进行标签分层	10
图 10: 针对不同的人群需要采取不同的运营策略	11
图 11: 抖音上已经有了关于各类游戏的挑战赛品牌运营活动	12
图 12: 流量运营市场在手游整体流水规模中的比例有望进一步提升	13
图 13: 投放素材本身开始多样化, 视频素材崛起成为第一大投放品类	13
图 14: 智能化自动投放需要一整套市场投放的组织架构体系配合	14
图 15: 游戏公司的研发和运营两条业务能够保证相互之间的协同	15
图 16: 莉莉丝游戏通过先代理、再自研的模式跻身中国出海的 Top5 厂商	16
图 17: 智明星通的销售费用率前高后低	17
图 18: IGG 整体的销售费用率控制在 20-30% 之间	17
图 19: 国内市场从 18H1 以来类别呈现多元化趋势	17
图 20: 国内市场从 18H1 以来题材呈现多元化趋势	17
图 21: 2019 年中国出海游戏在海外市场的品类明显要比 2018 年丰富	18
图 22: 从主要国家的出海品类来看: RPG 崛起+策略类增速有所下滑	18
图 23: 三七互娱历史上多次抓住了渠道端变化的流量红利	19
图 24: 抖音和快手在 2018 年以来强势崛起, 给手游市场带来的新的用户红利	20
图 25: 单个用户的充值收入和广告支出模型	21
图 26: 单款游戏的充值收入和广告支出模型	21
图 27: 多款游戏叠加后公司的充值收入和广告情况	22
图 28: 某款游戏公司的充值收入和广告支出情况	22
图 29: 三七互娱单季度的经营性现金流与净利润基本相符	22
图 30: TTM 平滑后 19Q1 的经营性现金流情况类似 16Q3	22
图 31: 三七互娱 19Q1 应收账款随营收上升较多	23
图 32: 三七互娱 19Q1 销售费用率达到 66% 左右	23
图 33: 公司五款产品的下载榜排名情况一览	23
图 34: 公司五款产品的畅销榜排名情况一览	23
图 35: 我们预计未来三个季度公司的销售费用 ROI 可以保持在稳定位置	24
图 36: 19H1 三七互娱市占率上升至 10.02%	25
图 37: 三七互娱 19H1 流水或预计同增 130% 以上	25
图 38: 三七互娱目前在传奇类广告当中的占比已经较高	25
图 39: 三七互娱核心产品轮番迭代, 始终保持明星产品的投放强度	26

图 40: 三七互娱部分历史上流水过亿的自研游戏和未来的产品 pipeline 情况...	27
图 41: 三七互娱海外收入占比约为 10%左右	27
图 42: 三七互娱 2019 年以来出海排名缓慢上升	27
表 1: 三七互娱子公司跻身 19H1 市场广告投放规模前三	20
表 2: 海内外可比公司估值表	28

我们在报告《19Q2游戏行业&2019年ChinaJoy总结：行业“三维度”纵深发展，云游戏或催动渠道侧变革》当中提到19H1游戏市场整体回暖，市场格局趋于稳定的情况下流量精细化运营的重要性日益凸显。所谓“游戏广告”，主要是指游戏公司在市场投放广告以换得用户的市场推广手段；市场近期对以三七互娱为代表的流量运营型企业的发展情况较为关心，我们本篇专题将主要讨论为什么流量运营能力是游戏公司的重要能力？其未来的发展趋势是什么？以及头部企业积累了哪些先发优势？

一、不止于广告，流量运营转向玩家全生命周期管理

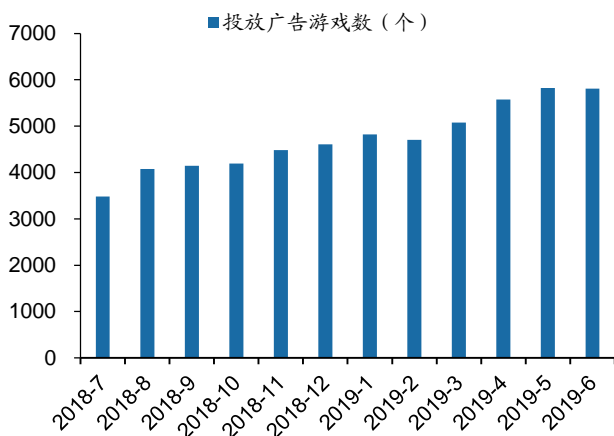
市场当前在理解“游戏广告”时仍简单理解为广告吸引玩家，我们认为现阶段游戏公司对于用户流量的运营起源于渠道端的变化（超级媒体平台App的崛起），其后已经逐步发展成为精细化的用户全生命周期管理（包括横向分层和纵向管理两个角度），且在任何游戏媒介（端游、主机、手游等）下都将是重要的运营能力之一。

1. 19H1 新游戏助推下，游戏广告市场重新活跃

19H1整体手游市场增速回升至20%以上，游戏广告市场也略有回暖迹象。根据伽马数据统计，上半年国内游戏市场同增9%至1140.2亿元，其中游戏用户数同增5.1%至5.54亿人（游戏工委口径约为6.2亿人），相比去年同期3.9%略有提速。而根据游戏工委的口径，移动游戏同比增长21.5%至770.7亿元（伽马的口径为同增18.8%达到753.1亿元），均高于去年同期的增速12.9%。

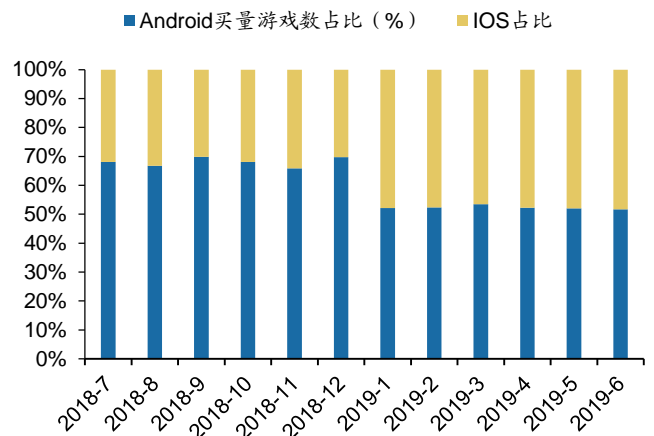
游戏广告端，根据热云数据，随着版号放开投放游戏的广告数量在逐月缓慢爬升，从2018年7月大约3000多款游戏投放广告到2019年6月6000来款游戏投放广告。但已经难再现2017年至18Q1时候的游戏行业广告火爆竞争局面。其中iOS端游戏投放数据比例有较明显的提升，2019年6月投放占比当中iOS设备占比约为48%，安卓端约为52%。

图1：18H1投放广告的游戏数量有所提升



数据来源：热云数据，广发证券发展研究中心

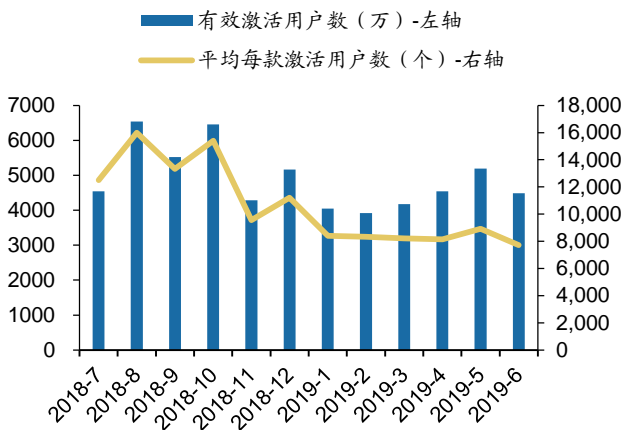
图2：Android端广告投放游戏的数量占比



数据来源：热云数据，广发证券发展研究中心

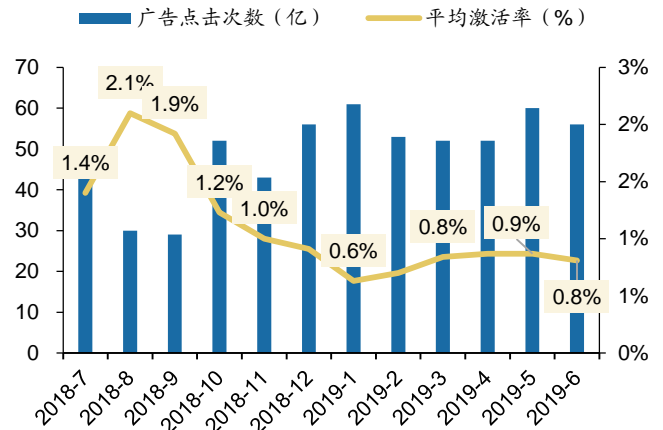
游戏投放数回升的同时，有效激活和广告点击次数基本保持稳定。根据热云数据估计，单月激活的游戏玩家保持在4000-5000万左右，平均单款游戏激活玩家数略有下滑至8000人左右。而广告点击次数也持续保持在50-60亿次左右，激活率稳定在0.6%-0.9%之间。结合此前投放游戏数量变多的情况，我们认为玩家人群的拉新遇到了一定的瓶颈，因此玩家流量的精细化运作将成为游戏发行公司的重要能力。

图3：市场有效激活用户数19H1小幅回暖



数据来源：热云数据，广发证券发展研究中心

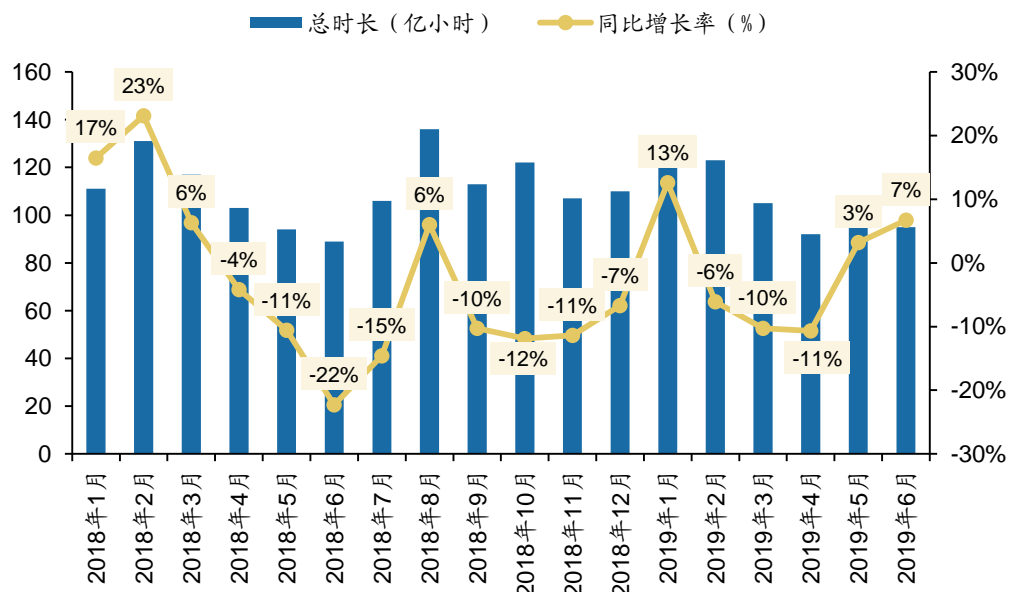
图4：广告点击次数在19H1基本保持平稳



数据来源：热云数据，广发证券发展研究中心

根据易观的数据显示，游戏整体时长并未明显上扬，存量博弈格局明显。产品端和广告投放的回暖并未明显提升游戏类型的消费时长，根据易观统计，国内全体用户19H1月度时长集中分布在100亿小时左右，6月份同比增长7%达到95亿小时。因此游戏产品广告的高转化率重要性进一步凸显。

图5：易观数据显示游戏品类月度总时长在19H1陷入停滞



数据来源：TapTap，新浪游戏，广发证券发展研究中心

2. 游戏广告更迭的本质源于渠道方的迭代

我们回顾手游产业链可以发现游戏广告的变化本质上兴起于渠道平台的迭代，目前主要的手游渠道可以分成三种，分成模式各自不一：

- **iOS渠道：**在苹果手机应用商店下载的游戏的充值流水需要分出30%给AppStore，另外的70%由发行商和研发商之间协定分成。
- **Android渠道：**在Android和第三方手机应用商店下载的游戏的充值流水需要分出50%给渠道商，另外的50%由发行商和研发商之间协定分成。
- **APK直接下载：**Android端获取权限之后可以直接跳转官网包下载，此时用户充值直接全部变成发行商的收入，渠道端主要按照CPI或者CPA收费，成为发行商的销售费用。

我们常说的游戏广告投放是三类渠道均有涉及，只不过iOS和Android应用商店内部投放广告依然需要流水分成给渠道商，所以越来越多的发行商开始转向第三种下载模式（App需要取得系统安装权限）。

图6: iOS、Android官方和App下载三类渠道的分成方式不一



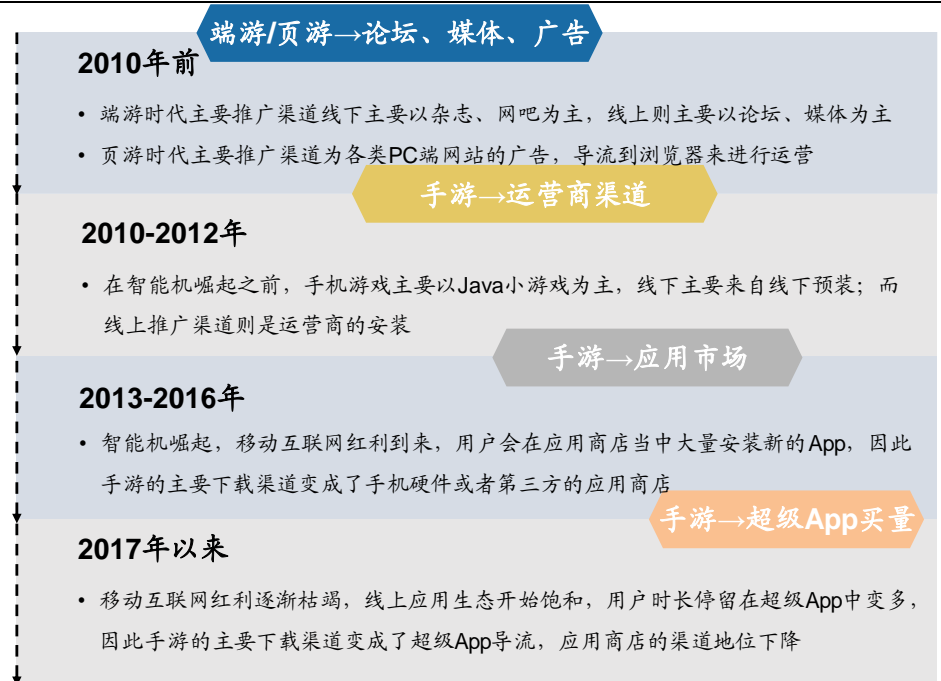
数据来源: TapTap, 广发证券发展研究中心

从端游到手游，渠道端的迭代一直在不断变化，适用的流量用户导入手段不一。我们从端游、页游时代回溯，目前已经至少出现了4次渠道层面上的迭代：

- **2010年之前：**端游和页游时期。这一时期玩家人数较少，以硬核玩家为主，因此游戏的主要推广渠道线上集中在论坛为主，线下则主要是网吧、游戏媒体杂志等；页游时代，浏览器成为游戏的平台，因此PC线上的曝光渠道成为了主要推广渠道（如门户网站、搜索广告等）。

- 2010-2012年：功能机手游时期。由于这一时期手游主要集中在功能机Java小程序，网络条件欠发达导致运营商预装成为最重要的渠道。
- 2013-2016年：移动互联网红利期。智能机普及之后，大量的用户被卷入移动互联网中，围绕应用商店逐步形成了App的分发生态。由于初期智能手机品牌众多、集中度低，因此第三方应用商店（应用宝、360手机助手等）在前期成为了分发中心，而之后随着智能机对于App生态的重视和智能机市场的集中，硬件应用商店成为新的分发中心（华为、OPPO、VIVO、小米等）。
- 2017年以来：超级App主导。而在移动互联网红利逐渐消退后，用户使用应用商店下载新App的频次降低，大量的时间都停留在头部的几个App当中（如微信、微博、抖音、快手等），手游厂商开始在这些媒体平台中找寻新的用户红利。形成了我们目前见到的发行商在App上投放广告的新格局。

图7：游戏主流渠道已经经历四个阶段进入了超级App广告投放时期



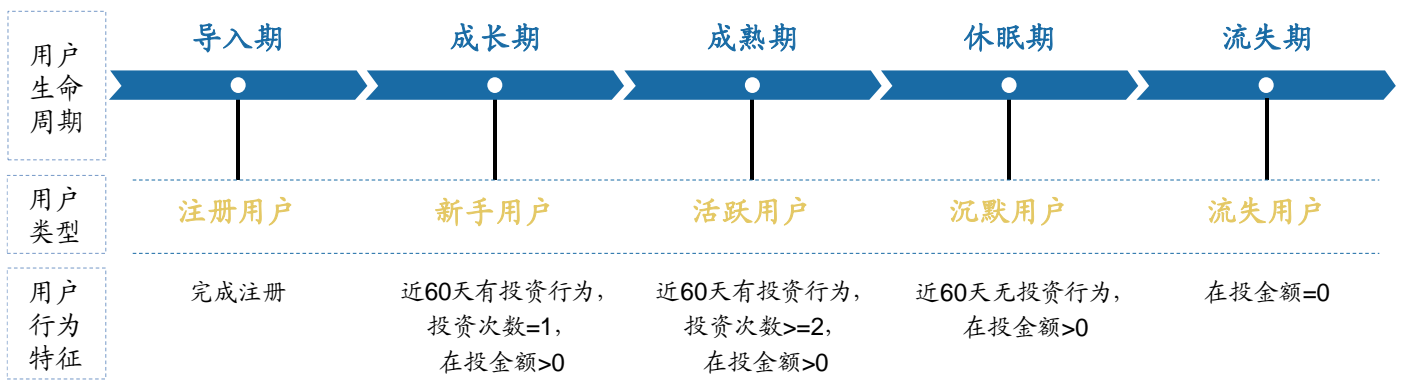
数据来源：TapTap，新浪游戏，广发证券发展研究中心

3. 从简单粗暴的砸钱投放到精细化的用户全生命周期管理

除了只是在媒体平台曝光广告之外，“游戏广告”已经逐步衍生为一套完整的用户生命周期管理体系。一方面在单个用户的推广过程中，不同时期需要采取不同的运营策略，单个用户的生命周期可以分成导入、成长、成熟、休眠、流失5个时期，各个时期对应的投放策略和运营策略不一。如导入期的目标是让用户尽快完成注册，因此提高CTR&CVR和简化注册流程是流量运营的主要手段；成长期可以定义为“新手玩家”，此时需要完善新手指引，引导良好的消费习惯；成熟期则可以被定义为“活跃玩家”，这一期间游戏对这类用户是没必要做广告曝光的，运营主要以活动曝光为主；休眠期则主要系沉默玩家，目前通行的方式是通过活动和VIP服务体系做唤醒；最后对于“流失期”的玩家，游戏公司则主要需要考虑“召回”广告，通常老玩

家的召回成本差异极大，较考验公司的运营水平。

图8：手游玩家管理生命周期分导入、成长、成熟、休眠、流失5个时期



数据来源：TapTap，新浪游戏，广发证券发展研究中心

除了对于单用户的纵向生命周期管理，针对不同层级的玩家也需要进行横向分类管理。我们参照某公司的运营体系，按照购买时长、购买频率、购买金额将用户划分为8个等级：重要保持、重要发展、重要价值、重要挽留、一般重要、一般客户、一般挽留、无价值。对于此前已经掌握了账号体系的游戏厂商来说，部分无价值和一般客户的广告曝光价值较低，因此可以通过第三方DSP等减少这类用户的广告曝光。而对于已经在游戏当中的重要玩家，则需要注意增加活动曝光和减少游戏曝光；对于此前定义的VIP重要客户，在新游戏的推广或者该玩家已经流失的情况下，则需要进行更多的广告曝光，CPA出价可以更高，以换回优质用户。

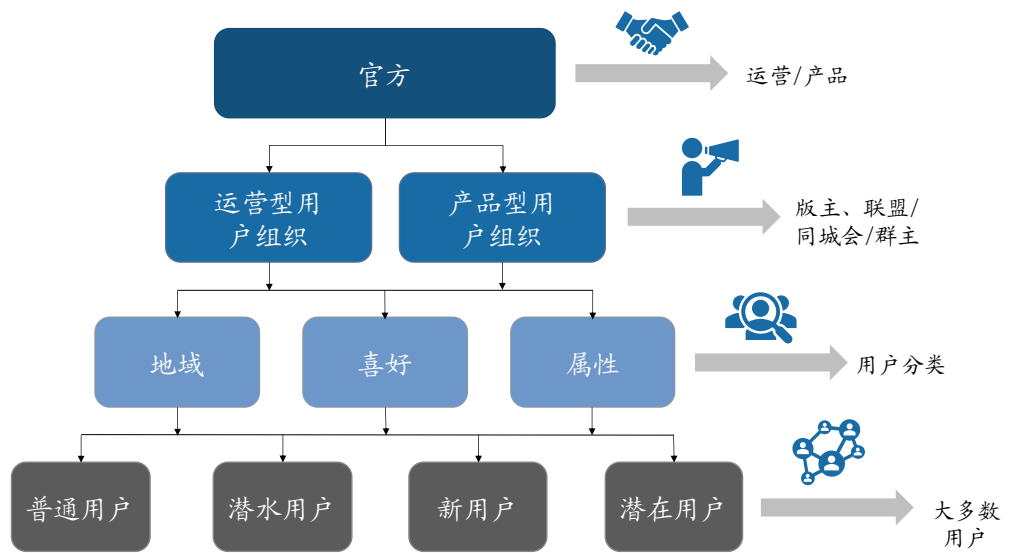
图9：用户群体本身需要进行标签分层

组别	价值级别	购买时长R	购买频率F	购买金额M
1	重要保持	近	高	高
2	重要发展	近	低	低
3	重要价值	近	低	高
4	重要挽留	长	高	高
5	一般重要	近	高	低
6	一般客户	长	低	高
7	一般挽留	长	高	低
8	无价值	长	低	低

数据来源：TapTap，CSDN，广发证券发展研究中心

对于不同用户后续的运营策略上也同样需要进行用户分层。官方层面是运营主体，其中自己本身有着官方的运营组织，同时也有半官方引导的用户组织（版主、联盟、公会、同城等）。因此在成功通过投放广告吸引用户之后，需要按照将玩家贴上不同的标签，维度包括自然标签（地域、性别、年龄）和属性维度（喜好、工作等），划分标签之后在区分核心玩家、中度玩家、普通玩家和潜在玩家，对于核心玩家，官方以引导和尊重为主，吸引其参与社区建设；中度、普通玩家则通过非直接的各类运营活动触达，潜在玩家层面则可以不断加强广告曝光。需要注意的是，游戏广告投放具有一定的“反规模效应”，如A类游戏只适合特定的100万玩家，本身我们已经通过低CPA的成本进行100万次曝光吸引了50万人进入，但是剩下的50万人我们或许需要进行远高于100万次的曝光才能拿到。此时一个好的潜在玩家的样本池能够合理地降低流量成本。

图10: 针对不同的人群需要采取不同的运营策略



数据来源: TapTap, CSDN, 广发证券发展研究中心

精细化的流量管理模型超越了之前我们对于“游戏广告”狭隘的效果类广告的定义，而其中还包括了大量的品牌建设。如果我们将手游的广告投放进行效果类和品牌类的区分，可以分成：

- 效果类：渠道联运、LTV模型等
- 品牌类：IP策略、明星代言和电视广告等、圈层营销、社会化媒体营销

目前的游戏公司仍以第一类为主，而未来两类流量运营方式会逐渐融合，单纯依赖价格硬广效果广告的利润空间会逐渐变薄，手游本身需要通过品牌和玩家建立情感联系才能有效降低广告成本。以抖音为例，抖音游戏内容的播完率高于一般内容的均值7%，游戏内容能够日均获得7000万的点赞量。除了本身的信息流投放广告之外，抖音也可以通过挑战赛等形式建立品牌，如《巨龙法则》举办的挑战赛取得了超过6亿次的曝光，进入这一挑战赛可以使用游戏的特殊滤镜，有效提高了游戏品牌的辨识度；而网易的《第五人格》举办了偷心计划挑战赛，玩家制作的视频将进入评选，最终送出奖品，成功实现了游戏外的成功品牌运营。

图11: 抖音上已经有了关于各类游戏的挑战赛品牌运营活动



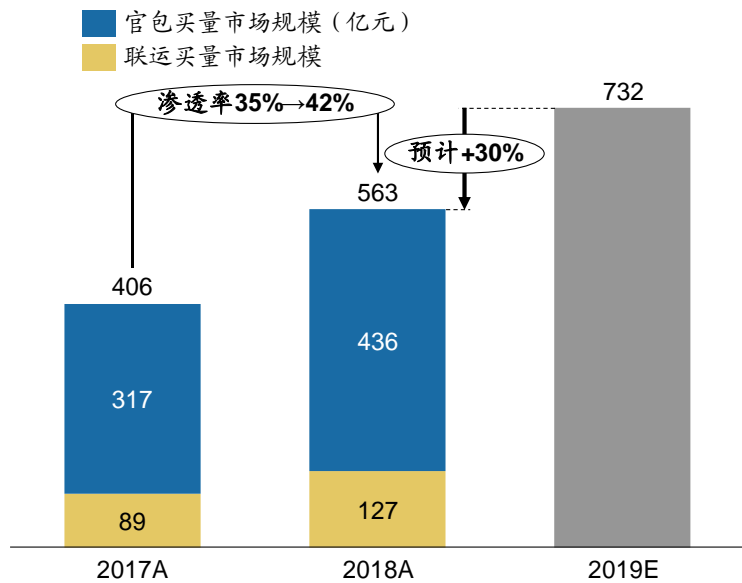
数据来源: TapTap, CSDN, 广发证券发展研究中心

二、流量运营的未来: 数据智能驱动、研运一体迭代、全球广告投放

我们认为当前游戏公司已经全面进入从粗暴广告投放到流量运营的阶段, 市场环境上19H1市场略回暖, 而如果展望未来1-3年, 我们认为“用便宜的价格导入更多的用户”始终是手游发行方的核心竞争力, 且由于渠道和市场环境的变化, 将有三个明显的趋势: “数据智能化驱动”、“研运一体构建核心竞争力”、“广告投放全球化”。

1. 游戏公司全面转向流量运营撑起增长, 投放视频化、智能化成为趋势
 在整体游戏广告规模上, 我们认为随着超级App地位更加稳固, 进行广告投放的游戏公司将持续增加, 整体流量运营规模盘子有望进一步增长。根据硬核联盟统计, 2017年官包买量(指的是app买量而非渠道内投放广告)创造的流水规模达到317亿元, 联运买量市场(通过渠道联合运营投放广告)创造的流水规模达到89亿元, 二者合计406亿元占手游市场比例的35%左右。而2018年官包买量市场约为436亿元、联运买量市场达到127亿元, 二者合计563亿元占整体手游市场的42%左右, 而2019年整体买量运营市场游戏创造的流水或进一步增长30%以上。

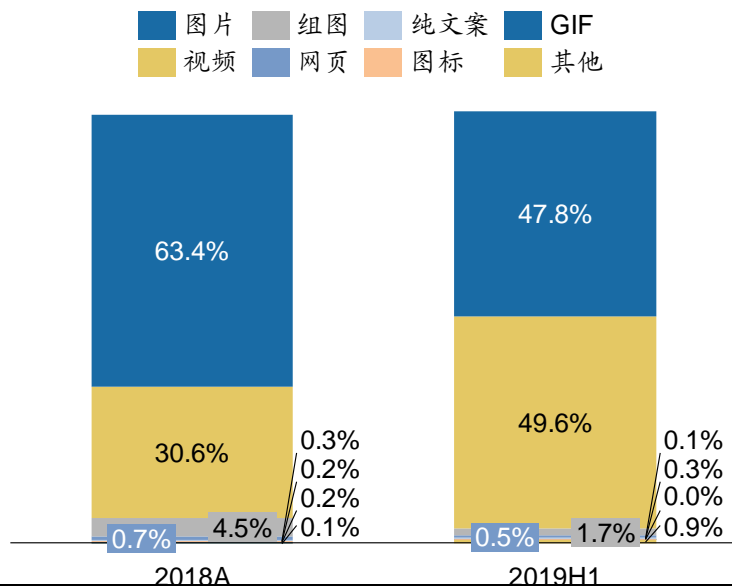
图12: 流量运营市场在手游整体流水规模中的比例有望进一步提升



数据来源: 硬核联盟《2019年手游白皮书》, 广发证券发展研究中心

伴随市场总量的增长, 投放视频化的趋势在19H1已经较为明显。根据AppGrowing的数据显示, 19H1投放的视频素材占比搞到49.6%, 已经超过了单图片的投放方式, 而2018年视频素材的投放比例仍仅为30.6%, 视频类素材的沉浸感更强, 转化率更高; 且更偏向于原生内容, 有利于手游产品品牌的打造; 第三则因为短视频平台崛起为视频投放创造了更好的广告场景, 因此我们判断整体市场在2019年将普遍启用视频素材。较早建立完整的视频素材生产的投放团队有望占得先机。

图13: 投放素材本身开始多样化, 视频素材崛起成为第一大投放品类

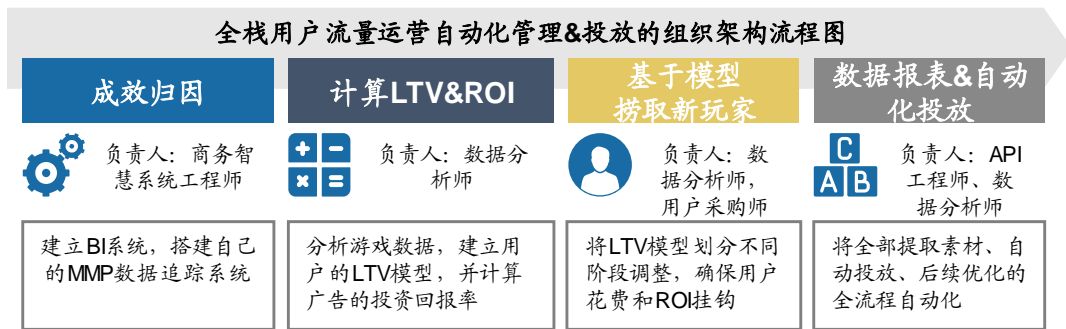
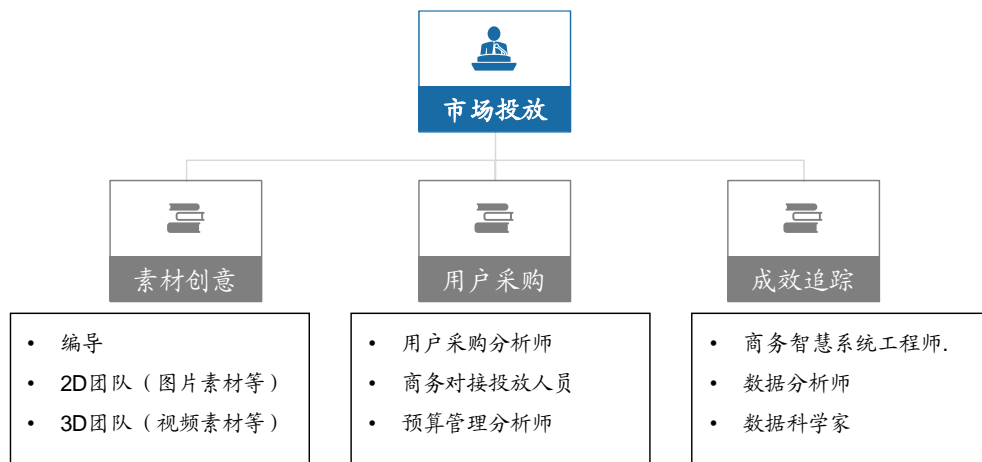


数据来源: 硬核联盟《2019年手游白皮书》, 广发证券发展研究中心

伴随着市场总量进一步增长，广告投放智能化将成为普遍趋势，团队核心能力壁垒进一步加深。所谓的投放智能化指的是从素材选取、广告投放、效果检测等全链条逐渐实现自动化；过去由于投放门槛不高，游戏公司的市场投放团队趋向于堆积人力，而如今腾讯广点通、头条巨量引擎等广告平台均已经实现了更强广告能力的升级，因此对投放团队的要求也更高。我们可以将整个游戏市场投放部门拆分为素材创意组、用户采购组、成效追踪组三个类别；而一个游戏产品完整的自动化投放流程设计则主要包含了“成效归因”→“计算LTV&ROI”→基于模型捞取新玩家→数据报表&自动化投放四大环节。

支撑一个优秀智能投放业务的团队搭建目前是各家游戏公司的重中之重。手游投放已经告别了原来单纯的由产品团队兼职美术、市场人员只负责BD的时代，目前一个完整的智能投放团队需要素材团队（包括2D&3D）、UG组（用户增长分析师）、数据工程师（负责搭建自动投放系统）等多个复杂工种，每个步骤都需要多个小组配合完成。而形成了自动化投放团队的投放成本也比之前依靠人力驱动的模式大幅降低，有效提高了整体公司销售费用的ROI。

图14：智能化自动投放需要一整套市场投放的组织架构体系配合



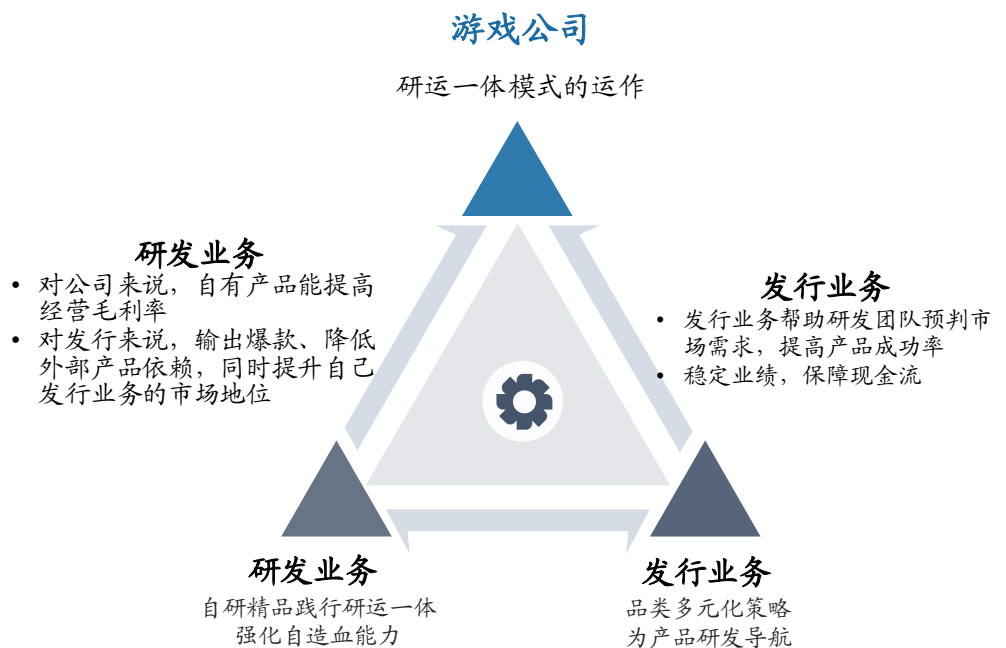
数据来源：Facebook《2019年手游出海投放手册》，广发证券发展研究中心

2. 研运一体：运营代理学习 KNOW HOW，研发构筑长期壁垒

除了单纯的在广告投放业务上逐渐走向视频化、智能化的道路之外，发行业务和研发业务线的配合同样重要。2015年之前，由于手游需要对接较多的渠道，而市场产品供小于求，因此人力资源不够的CP商需要独立的第三方发行商帮助其对接渠道并导入用户，而随着市场份额向精品游戏集中、渠道逐渐向几个大平台集中后，独立第三方发行公司的生存环境益发逼仄，上游精品CP会选择用自己的头部产品自建发行业务，而资金实力强劲的发行商则会开始搭建自研团队；研运一体成为明确的趋势。

在流量运营上，研运一体的产品相比研运分离的产品拥有更大的优势。首先在同一个公司内部，研发和运营的协同将会更加紧密，且不容易出现利益冲突（一般第三方发行商由于有多款产品，更偏向于短期冲高变现；第一方发行更加重视IP价值选择长线）。研发条线能够提高公司经营的毛利率，同时保证内容供应不用依赖于外部；发行条线能够帮助研发团队识别市场需求，另外由于自研产品前期投入较大，失败风险较大，发行业务可以为公司提供较为稳定的现金流。具体在流量运营端，研运一体的公司能够承受前期更高的广告费用（相当于挤压部分研发部门的利润），从而赢得更大的用户规模，形成网络效应和先发优势。

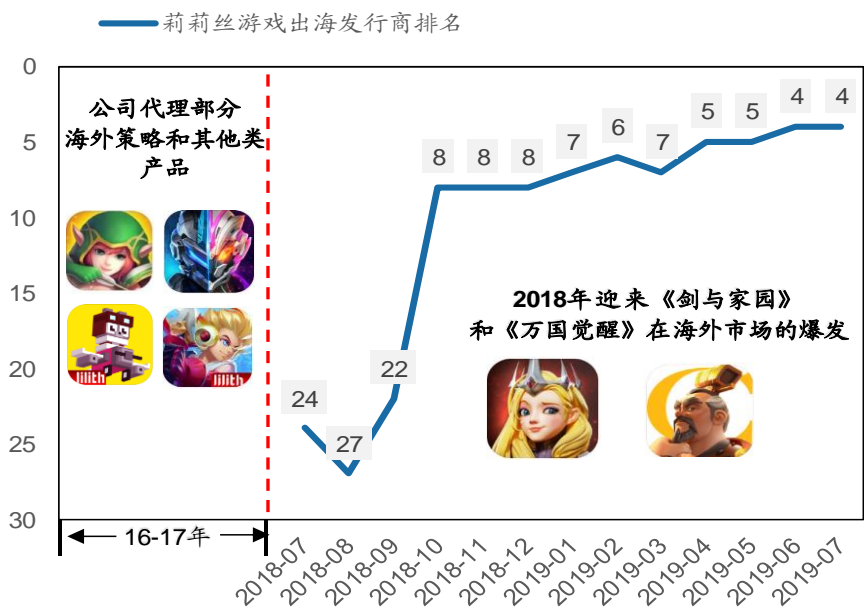
图15：游戏公司的研发和运营两条业务能够保证相互之间的协同



数据来源：Facebook《2019年手游出海投放手册》，广发证券发展研究中心

部分巨头公司会通过先代理、再自研的路线突破创新品类。由于内容供应链不确定性较大，因此部分公司或通过代理新品类产品进行“Know How”研究，熟悉该品类的发行情况，或者是在新市场（如海外）试水。随后在摸清数据体系和用户习惯后，推出自研产品进入市场攫取更大的份额。如莉莉丝游戏在2016年之前主要以《小冰冰传奇》（卡牌类）闻名，且主要集中在国内市场；而公司创始人王信文敏锐的觉察到了海外市场SLG品类的机会，因此首先在2016年宣布代理了策略类的游戏《魔法纹章》和另外三款作品进入海外市场，积累新品类和海外流量运营的经验；同时自研产品不断迭代，并在2018年正式向市场推出了SLG大作《剑与家园》和《万国觉醒》，18Q4以来，根据Sensor Tower的估计，公司已经跻身于中国游戏厂商出海前十，并于19Q2进入中国游戏出海收入排行榜Top5。

图16: 莉莉丝游戏通过先代理、再自研的模式跻身中国出海的Top5厂商

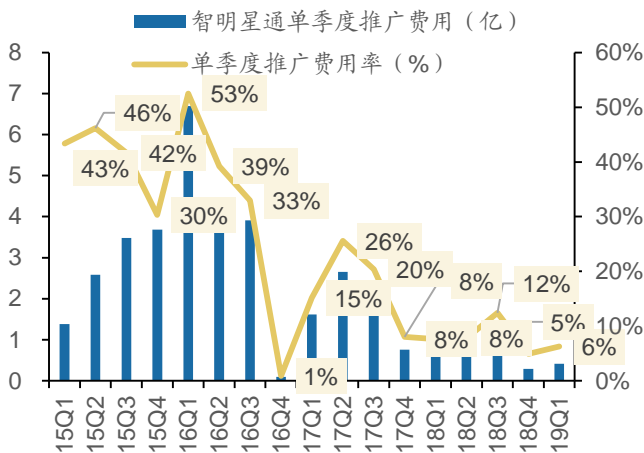


数据来源: TapTap, Sensor Tower, 广发证券发展研究中心

在部分品类上，研运一体的公司在流量运营端能够承受更长周期的投放。由于部分品类（如ARPG和SLG）具有产品端差异较小、前期用户积累非常重要、适用于大规模投放的特征，这类产品的爆款产品往往诞生于研运一体的公司。同时还有两个特征是：1）销售费用率普遍高于其他类别的产品；2）公司的广告投放往往是长周期的。

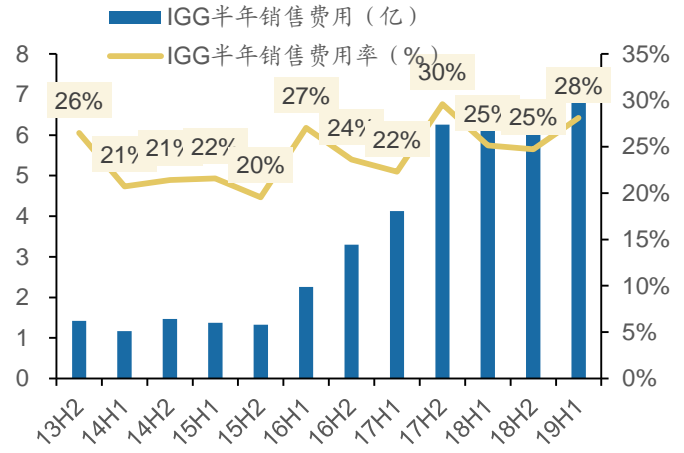
我们以智明星通为例，公司在2014年正式推出了《COK列王的纷争》这一款SLG手游，随后在15Q1-16Q3公司一直保持高强度投放，销售费用率高达40%以上，并在16Q1触及高点53%，COK流水随之达到了单月3.77亿元。而公司从16Q4降低投放强度，随后利润持续释放至今，当前COK仍然保持着月均1.2亿流水，仍为国内顶尖的SLG产品。另外推出了《城堡争霸》和《王国纪元》的IGG在投放费用的控制能力上更为出色，2013年以来一直保持20-30%区间的销售费用率，但依然要高于一般游戏公司的水平。

图17: 智明星通的销售费用率前高后低



数据来源: Wind, 公司季报, 广发证券发展研究中心

图18: IGG整体的销售费用率控制在20-30%之间

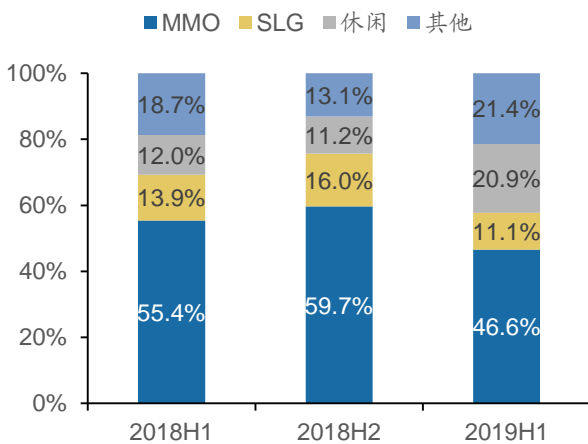


数据来源: Wind, 公司中报&年报, 广发证券发展研究中心

3. 海外市场复制流量运营打法，从SLG走向全品类

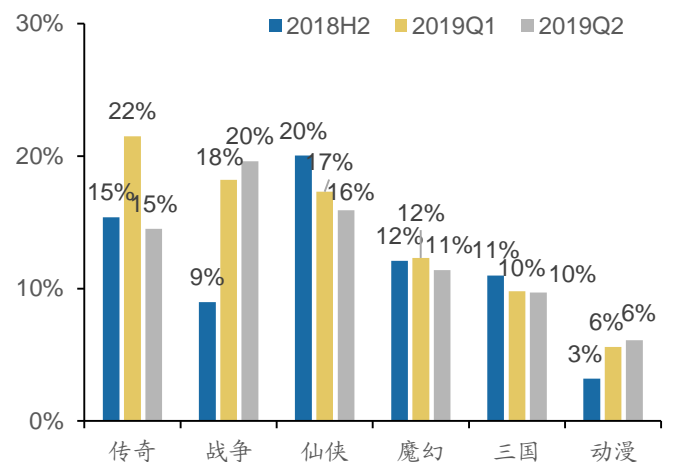
第三个趋势则是部分在国内的单品类厂商有望将流量运营能力复制至其他品类。研运一体的公司往往能够在爆款上取得成功，但是受限于公司内部资源和团队有限，在公司发展初期往往只能占据某一个游戏子品类。而随着这批游戏公司的规模变大，未来有望将流量运营能力复制至其他品类。本身从国内市场来看，品类就再逐渐呈现长尾化和多元化趋势，根据易观统计，18H1手游市场中，MMO、SLG分别占比55.4%和13.9%，休闲类和其他占比仅为12%、18.7%；而19H1时MMO、SLG占比分别下降至46.6%和11.1%，休闲类和其他品类占比上升至20.9%和21.4%。另外题材与广告素材类型联系更多，而其也出现了明显的多元化趋势，根据伽马数据，18H2到19Q2，传奇、仙侠、三国品类占比趋势下降，战争、动漫有所上升。

图19: 国内市场从18H1以来类别呈现多元化趋势



数据来源: 易观咨询, 广发证券发展研究中心

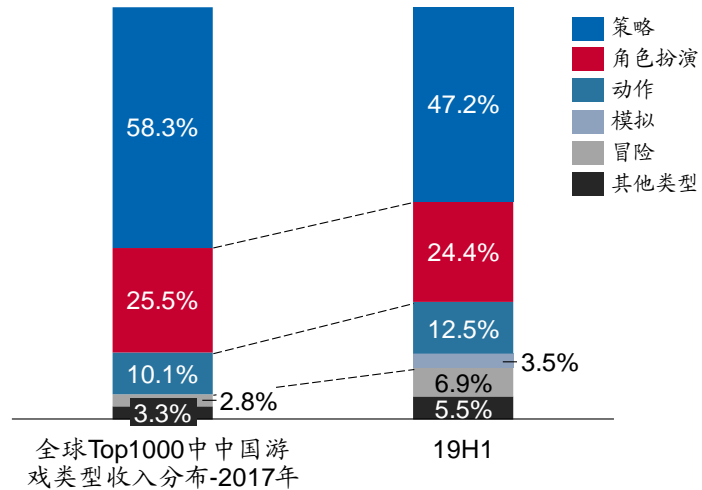
图20: 国内市场从18H1以来题材呈现多元化趋势



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

除了国内市场的跨品类复制，国内厂商有望将流量运营打法复制至海外地区。目前中国出海游戏榜单中，仍以SLG为主，厂商通行的打法类似智明星通，也是流量运营为主。但近年来出海的品类逐渐丰富，广告投放的范围或许将进一步扩大。根据AppAnnie，2017年中国游戏出海类型当中58.3%为策略类游戏，而2019H1这一比例下降至47.2%，同时上升的品类主要系动作类、模拟类、冒险类和其他类型游戏。

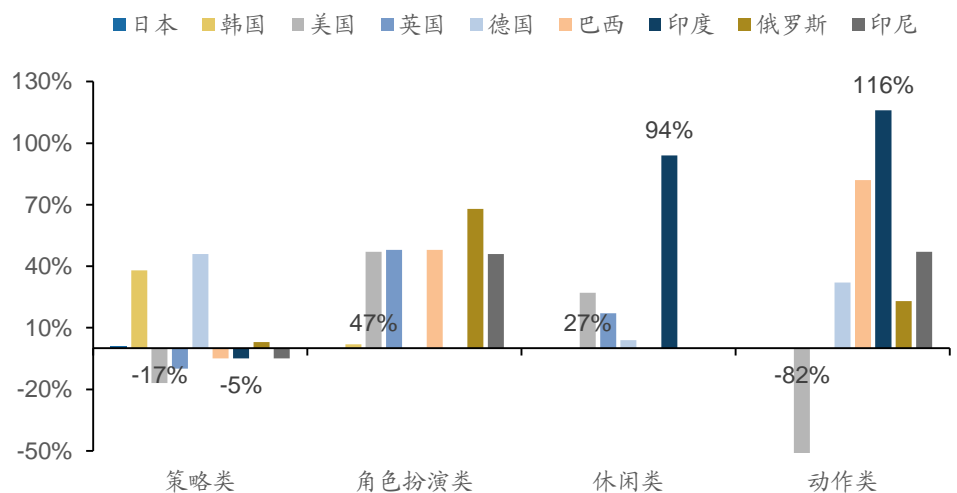
图21：2019年中国出海游戏在海外市场的品类明显要比2018年丰富



数据来源：AppAnnie 2019年上半年中国游戏出海报告，广发证券发展研究中心

从流量运营模型的复制难易程度来看，RPG类或为海外市场最容易拓展的品类。根据AppAnnie对于主要市场的检测，19H1国内厂商出海游戏品类在策略类的增速普遍较低，主要市场中美国市场增速为-17%，日本增速仅为1%；而RPG品类明显取得了较快的增长，美国市场的增速约为47%，英国、巴西、印尼市场增速均为46%。我们认为主要原因系：1) RPG品类本身为国内厂商最为擅长研发的品类，国内环境竞争激烈，版号数量管控的背景下需要出海；2) RPG里面的ARPG与SLG有一定的相似之处，在流量运营上二者类似，因此原本擅长SLG广告投放的公司出现增长瓶颈后或选择ARPG品类为一个突破口。

图22：从主要国家的出海品类来看：RPG崛起+策略类增速有所下滑



数据来源：AppAnnie 2019年上半年中国游戏出海报告，广发证券发展研究中心

三、三七互娱运营规模建立竞争优势，未来可期待规模效应、海外扩张和跨品类复制

在整体流量运营行业中，三七互娱独占鳌头，我们认为其核心竞争力正得到进一步巩固，而未来的发展方向主要系：1) 依托于强大的流量运营规模形成规模效应，进一步提升流量运营效率；2) 核心产品逐步出海，海外收入占比逐渐提升；3) 先代理、再自研，将在ARPG领域的成功复制至其他品类。

1. 三七从 2016 年以来陆续抓住了微信、短视频等多个流量红利

公司持续抓住了多次渠道端变化的机会，将流量运营能力发挥至极致。公司从2011年成立之后我们可以将其分成3个阶段：

- 2011-2015年：页游时代。三七互娱2015年页游收入36.7亿元，占收入比重的78.8%，而手游收入约为5.1亿元，占比收入仅为11.04%。公司此时的流量运营手段主要集中在页游平台端，主要以在PC端投放广告为主，形成了以37Wan页游平台生态。
- 2015-2016年：渠道联运时期。公司在2016年逐步开始进行页改手转型，陆续推出了多款，但效果一般。在流量运营方面，当时仍处于渠道红利的释放期，因此公司主要以渠道推广为主，2016年手游业务整体渠道推广流水占比较高，流量运营流水比例占比较低。这一时期公司的代表手游为《永恒纪元》。
- 2017年以来：流量运营时期。随着头部App逐步起量，市场进入超级App主导的广告投放时期，公司及时转变运营思路，开始进行大规模的流量采购，2017年踩中了微信接入广点通的红利，2018年下半年开始起又抓住了短视频流量红利。19Q1公司流水当中少部分来自渠道合作，大部分来自流量运营。这一时期公司的手游《永恒纪元》创下流水新高，而2018-2019年公司相继推出了《屠龙破晓》、《斗罗大陆》H5、《一刀传世》等多款高流水产品。

另外值得一提的是，渠道合作的利润率要远高于流量运营的利润率，因此公司的净利率出现了略微的下滑。

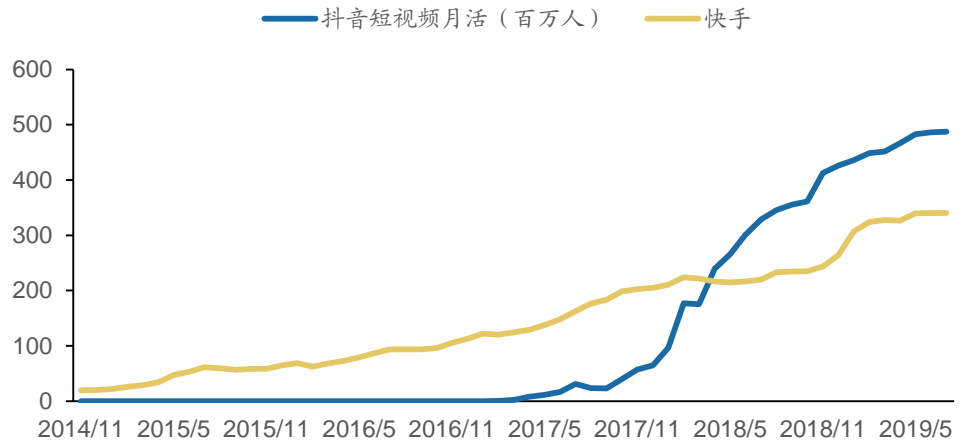
图23：三七互娱历史上多次抓住了渠道端变化的流量红利



数据来源：GMIC，广发证券发展研究中心

公司在2018年下半年以来快速增长的主要原因系抓住了短视频崛起的流量红利。根据Quest Mobile显示，抖音短视频从2018年1月9644万月活增长至2019年7月的4.87亿月活，而快手同期从2.1亿月活增长至3.4亿月活，短视频成为了新流量入口的来源。公司2018年年中开始在抖音等短视频App上投放了大量的广告素材，取得了较好的用户转化，从18Q3-19Q1开始起，公司的收入增速分别为61%、22%和95%，而此前18Q1和18Q2则分别仅为3%和12%。

图24: 抖音和快手在2018年以来强势崛起，给手游市场带来的新的用户红利



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

根据AppGrowing的统计，公司在19H1位列国内厂商广告规模第三(从投放素材数量的角度)，主要投放的产品包括《斗罗大陆》H5 (IP作品, RPG)、《一刀传世》(传奇题材, APRG)、《屠龙破晓》(传奇题材, APRG)、《永恒纪元》(魔幻奇迹, ARPG)。而公司19Q1的销售费用高达21.42亿元，我们预计这一规模远超国内大部分同行，公司已经奠定了自己关高市场领头羊的位置。

表 1: 三七互娱子公司跻身 19H1 市场广告投放规模前三

序号	开发商名称	旗下热推的游戏 (仅罗列广告投放数 Top4 的游戏)
1	上海游族信息技术有限公司	三十六计 女神联盟 2 天使纪元 西游女儿国
2	鄱阳县伟如信息技术有限公司	至尊蓝月 放置奇兵中文版
3	安徽尚趣玩网络科技有限公司	斗罗大陆 一刀传世 屠龙破晓 永恒纪元
4	杭州网易雷火科技有限公司	欢乐三国卡牌 玛法合击 倩女幽魂 塔防·挂机三国
5	广州网易计算机系统有限公司	镇魔曲 神都夜行录 率土之滨 楚留香
6	厦门魔兔网络科技有限公司	第六天魔王 星期六魔王
7	成都蓝飞互娱科技有限公司	消灭病毒
8	北京爱奇艺科技有限公司	疯狂原始人 放置骑士 魔幻觉醒 战姬忍法帖
9	江西云鸟网络科技有限公司	贪玩蓝月
10	海南尤达科技有限公司	银河战舰 银河战舰 ol

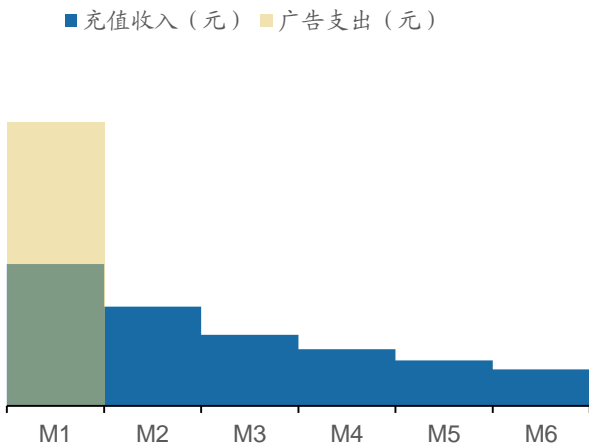
数据来源: AppGrowing, 广发证券发展研究中心

2. 公司始终保持 ROI 在生命周期中为正，经营性现金流持续向好

市场目前对于公司流量运营分歧的核心逻辑在于是否会陷入增收不增利的困境；陷入与广告代理中介公司类似的增长陷阱中。我们认为三七互娱式的流量运营与纯广告代理公司投放模式有着本质的不同：1) 公司首先掌握着内容产品的供应，因此本质上并不是在赚取上下游信息不对称和垫资的差价，而是赚取本身内容产品本身的商业价值，因此毛利率更高同时现金流更好；2) 正因为公司在上游对游戏产品有着数值调优把控，所以公司敢于大规模投入的底气是数值模型显示玩家的LTV (Life Time Value) 始终大于获客成本，公司并不是亏钱投放广告。3) 第三不同于广告代理公司投放多种广告、在产业链里面议价权低的情况，公司扩大玩家规模对于竞争对手有着较强的挤压效应，自己的市占率不断提升。

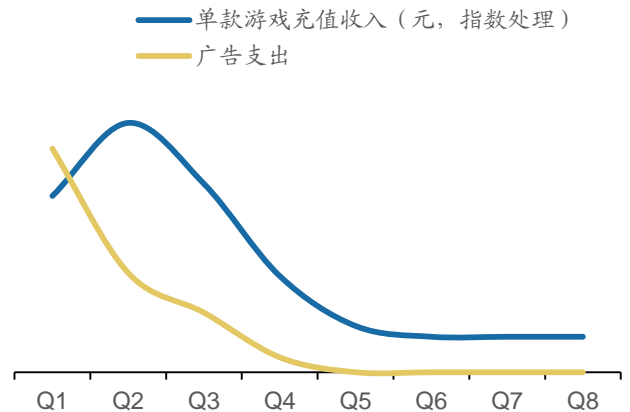
单个玩家的获客成本前置，后续收入将在整个生命周期中回收。我们根据单款游戏的投放过程来看，单个用户的广告支出发生在第一个月，而第一个月该用户贡献的充值收入是不足以覆盖成本的，随着用户留存，成本将逐步在后续月份回收，因此在前30天的ROI比率上，可以控制在低于100%的水平。从单款游戏来看，广告支出也主要发生在投放的前三个月，后续第二个季度游戏就会开始产生正向利润（广告投放规模缩减）。值得注意的是，随着流量成本的上升，整体回收的节奏确实在逐渐拉长，在2017年之前，游戏公司大都使用30天的LTV衡量回收效率，目前已经有部分游戏公司使用90天的LTV指标衡量回报率情况，但总体ROI仍未低于1。

图25：单个用户的充值收入和广告支出模型



数据来源：GMIC，广发证券发展研究中心

图26：单款游戏的充值收入和广告支出模型

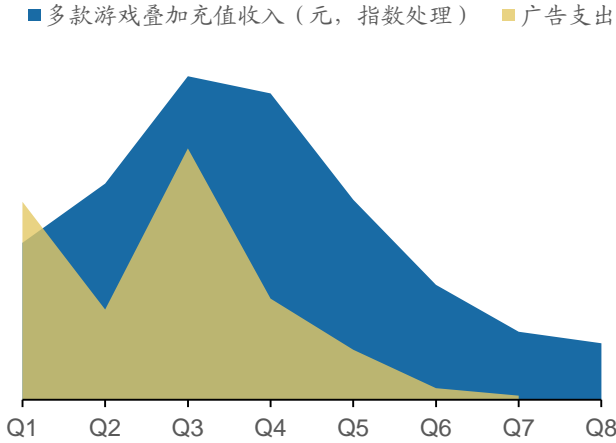


数据来源：GMIC，广发证券发展研究中心

即使叠加多款新游戏的推广周期，三七互娱等发行商的收入销售费用剪刀差亦会产生一定的周期性。一般大型龙头游戏公司会用多款游戏产品来平滑新品前期的广告高额支出，但随着单款产品对于市场的影响力越来越大，单款产品的投放周期对于公司的净利率将产生较大的扰动作用。我们以下图为例，某款游戏公司的产品在推出的Q1广告支出高于充值收入，再考虑到渠道成本、研发支出和运营成本，Q1公司承受了较大的亏损，而研发费用和运营成本类似固定成本，可以随着收入规模上升被摊薄，销售费用从Q2开始起缩减，渠道成本（分成制）比例保持平稳，Q2-Q4公司将逐渐享受净利润流入。另外单款游戏的销售费用也不仅仅是发生在Q1，后续如

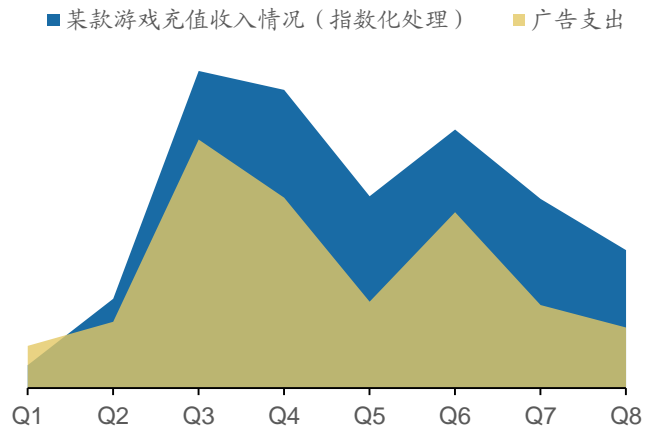
果运营决定吸纳一批新用户，也会发生较大的广告支出，但一般游戏发展中期由于有老用户持续产生游戏流水，单款游戏或很难产生较大亏损。

图27: 多款游戏叠加后公司的充值收入和广告情况



数据来源: GMIC, 广发证券发展研究中心

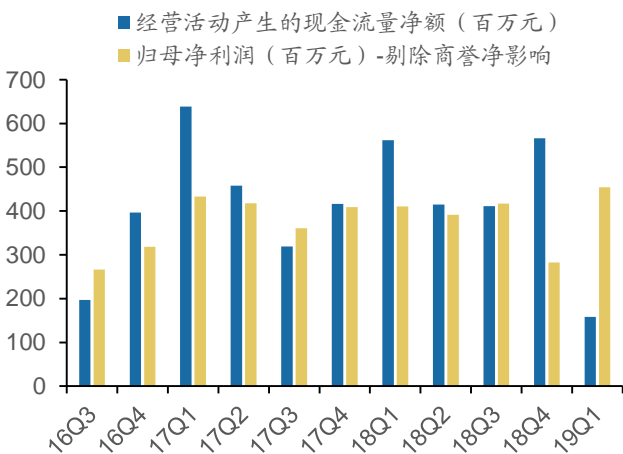
图28: 某款游戏公司的充值收入和广告支出情况



数据来源: GMIC, 广发证券发展研究中心

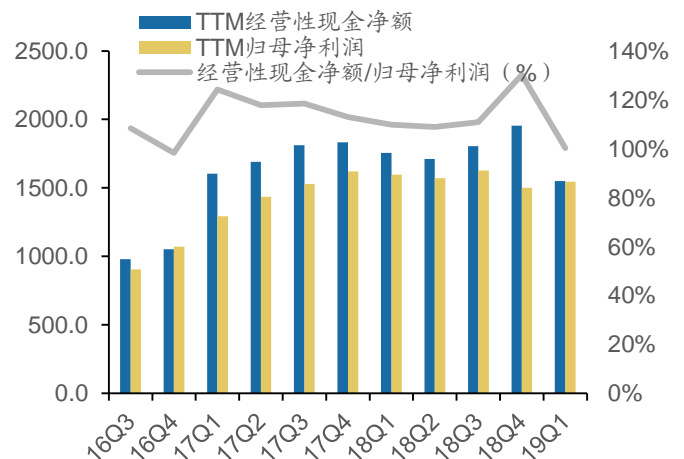
我们通过三七互娱的报表数据来看公司的现金流并未随着广告支出恶化。游戏公司较少出现垫资和渠道欠款的情况，因此净利润与经营性现金流基本相符。我们剔除公司18Q4的商誉减值影响，综合18Q4和19Q1来看，净利润与经营性现金流净额基本相符，18Q4产生了5.7亿的经营性现金流净额，19Q1有部分广告提前支出但仍产生了1.6亿的经营性现金流净额。我们按照TTM的计算方法对经营性净现金流和归母净利润进行平滑，可以发现19Q1的现金流和归母净利润比值指标，与16Q3-16Q4类似，而彼时也恰好是《永恒纪元》进行大规模投放的时期。

图29: 三七互娱单季度的经营性现金流与净利润基本相符



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

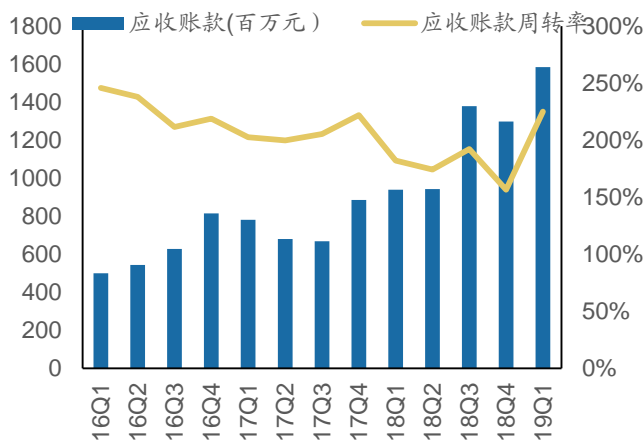
图30: TTM平滑后19Q1的经营性现金流情况类似16Q3



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

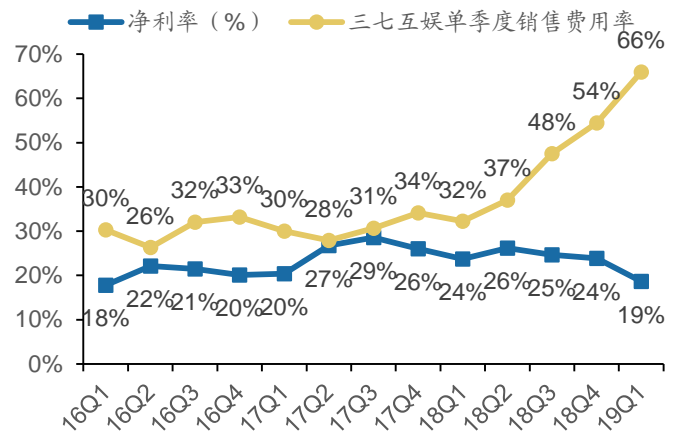
公司19Q1的销售费用率达到66%，但是应收账款周转率下滑验证并未出现用户账款回收的问题。公司从18Q2开始起逐步提高销售费用率，18Q2-19Q1销售费用率分别为37%、48%、54%和66%，期间公司主要新推广了《屠龙破晓》、《一刀传世》、《斗罗大陆》H5等三款超过亿元流水的产品，我们判断随着19Q2随着这三款游戏的流水趋于稳定，未来的销售费用率将略收窄。而通过应收账款周转率来看公司的运营情况整体保持稳定（季度口径19Q1应收账款周转率上升至225%）。

图31：三七互娱19Q1应收账款随营收上升较多



数据来源：GMIC，广发证券发展研究中心

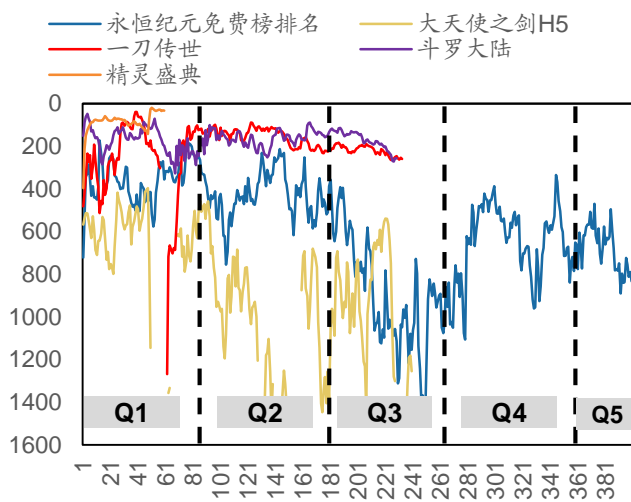
图32：三七互娱19Q1销售费用率达到66%左右



数据来源：GMIC，广发证券发展研究中心

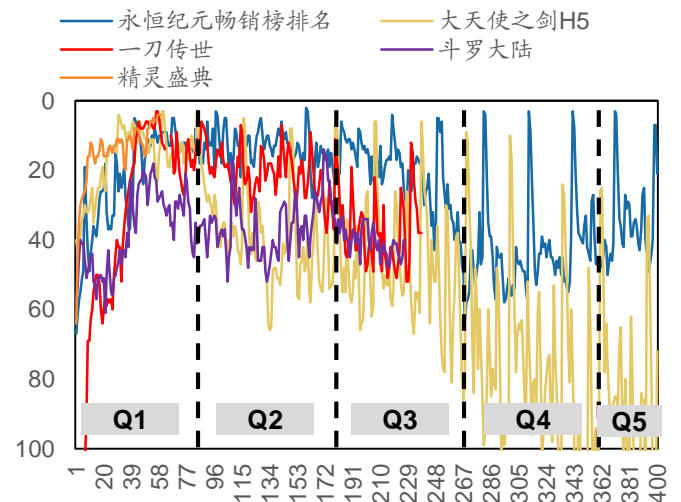
我们总结公司过去5款头部产品的情况可以看出公司的投放周期拉长，但普遍在第三个季度开始逐步收紧投放。根据七麦数据来看，下载榜可以代表公司的投放强度，畅销榜可以代表公司流水回收的情况。我们可以看出2016年开始投放的《永恒纪元》和2017年投放的《大天使之剑H5》在第2、第3季度开始起逐步缩减了投放的强度，而公司2018-2019年发行的《一刀传世》和《斗罗大陆》H5第二季度仍在高投放，不过在Q3开始起也逐步缩减了投放的强度；而整体上这四大产品的回收在Q3-Q5仍然可以保持一定的水平。

图33：公司五款产品的下载榜排名情况一览



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心

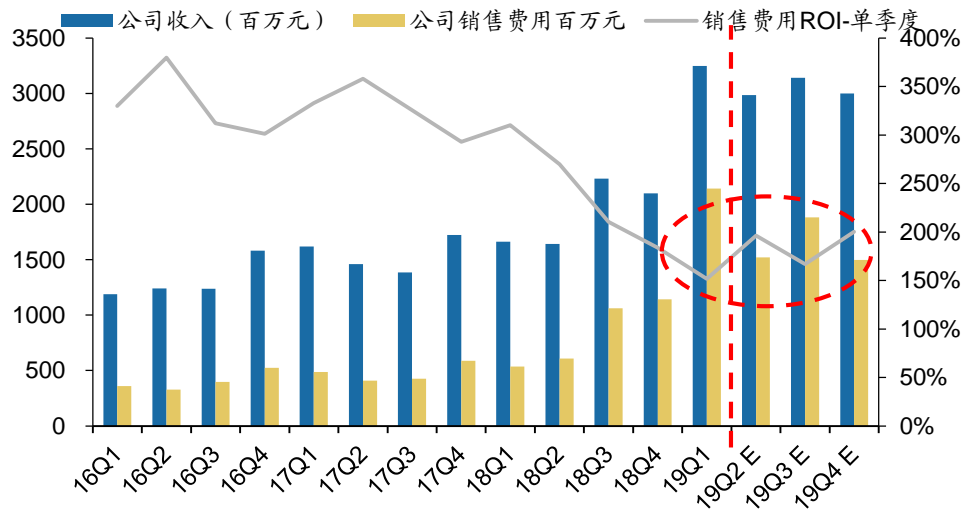
图34：公司五款产品的畅销榜排名情况一览



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心

因此我们按照公司的产品线对未来进行初步估计，销售费用投放ROI或持续保持在150%以上。由于公司会采用流水/投放费用作为ROI的衡量指标，我们可以将销售费用率的倒数近似视为ROI的指标，可以发现18Q3开始随着销售费用率的上升，整体的ROI略有下滑，从17Q3-18Q2的250%~300%左右下滑至18Q4-19Q1的184%和152%。我们考虑到未来公司的主要产品《一刀传世》和《斗罗大陆》H5（目前已经进入了第三和第四季度）逐步进入回收期，我们认为未来的ROI有望稳中有升。

图35：我们预计未来三个季度公司的销售费用ROI可以保持在稳定位置

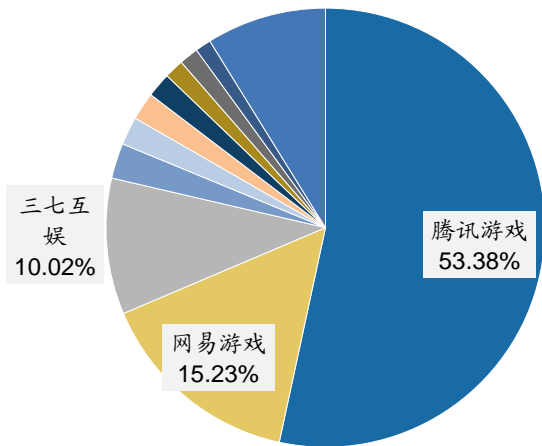


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3. 未来可以期待什么？规模效应、多品类复制、海外占比上升

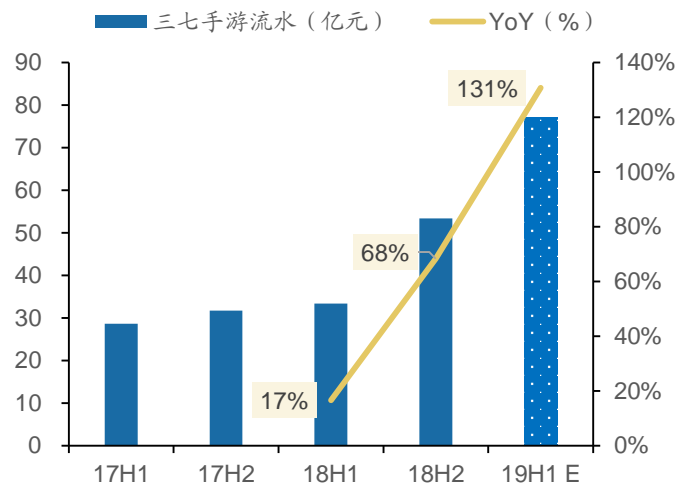
公司销售费用率ROI仍为正且未来有望稳定，而目前来看高强度的销售费用投放给公司带来的更高的市场份额和产业位置。根据易观的统计，19H1整体手游市场分布上，公司占比达到了10.0%达到第三名，仅次于腾讯的53.4%和网易的15.2%，按照上半年国内手游市场约为770.7亿元，公司上半年产生的游戏流水有望达到70亿以上。而排在后面的厂商如中手游（占比2.6%）、完美世界（2.1%）、B站（2.0%）在发行商口径上流水都并未超过5%，产业格局未来或持续向头部集中。按照流水的口径估计，三七互娱19H1或同增130%以上，同比增速相比去年加速态势明显，18H1-19H1公司流水口径的增速分别为17%、68%和131%。

图36: 19H1三七互娱市占率上升至10.02%



数据来源: 易观《2019H1中国移动游戏市场盘点分析》, 广发证券发展研究中心

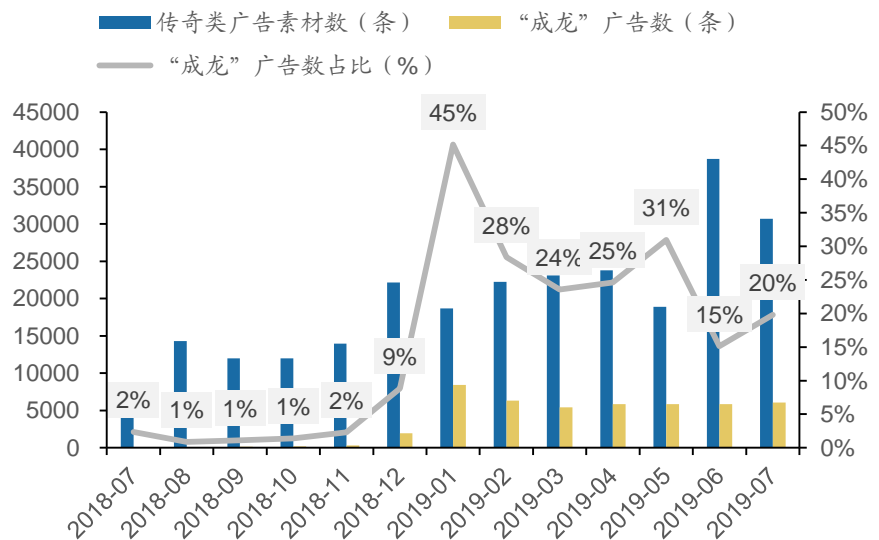
图37: 三七互娱19H1流水或预计同增130%以上



数据来源: 公司中报, 公司年报, 广发证券发展研究中心
注: 19H1流水按照易观估计值计算

更高的市场份额和流水规模带来了更高的产业地位, 上游可以拿到更多的优质产品, 向下可以缩短广告平台的账期。根据App Growing的投放数据来看(投放素材数), 我们选取成龙关键词(成龙为公司《一刀传世》代言人)对比整体传奇类题材的投放趋势, 可以发现公司的高强度投放目前在整体传奇市场的占比大概保持在20%-30%左右。考虑到公司的产品能力、数据调优能力高于其他中小传奇, 以及部分投放的传奇为私服产品, 我们认为公司在整体传奇类时长上的市占率有望更高。而高市占率带来了发行的品牌效应, 公司能够借此对接更多的优质CP, 适当压低CP的分成比例等。

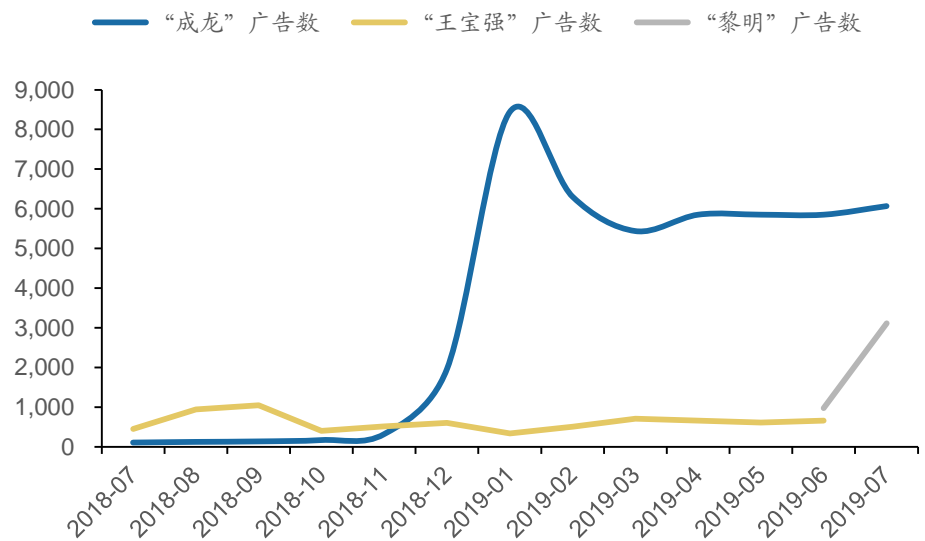
图38: 三七互娱目前在传奇类广告当中的占比已经较高



数据来源: App Growing, 广发证券发展研究中心

三七互娱目前保持着明星代言人的高投放节奏，不同新品上线调整能力强。我们从公司几个核心产品的投放数据来看，王宝强为《屠龙破晓》、成龙为《一刀传世》、黎明&李连杰为《精灵盛典》的产品代言人，我们可以看到公司的拳头产品持续保持着高的投放强度。三七作为市场上最早启用明星代言打法的公司（2015年邓超代言《传奇霸业》页游），未来这套打法有望成为标配，甚至在海外韩国，公司的《罪恶之城》请了韩国明星主演河正宇为其站台，该产品同样进入到了畅销榜前五。未来一个季度，我们预计黎明和李连杰双代言的奇迹类ARPG大作《精灵盛典》将成为公司下一个阶段的投放重点。

图39: 三七互娱核心产品轮番迭代，始终保持明星产品的投放强度



数据来源: App Growing, 广发证券发展研究中心

除了高强度投放带来的高市场地位之外，三七互娱未来的产品线有着明显多样化的趋势。公司在自研产品线上包括传统强势领域ARPG类产品和《YZD》，而其他品类里面包括休闲竞技类的《超能球球》、魔幻类手游《王城英雄》、回合制游戏《AOD》；而我们此前介绍过发行业务线同样有望为公司提供多样化的产品条线，如公司将代理卡牌类的IP产品《拳皇觉醒》、魔幻MMO《明日幻想》、ARPG产品《侍魂胧月传说》（海外）等产品，另外公司预计还将在海外发行一款魔幻类的SLG产品，从地区测试逐渐走向全球发行，有望带来公司海外收入的提升。

图40: 三七互娱部分历史上流水过亿的自研游戏和未来的产品pipeline情况

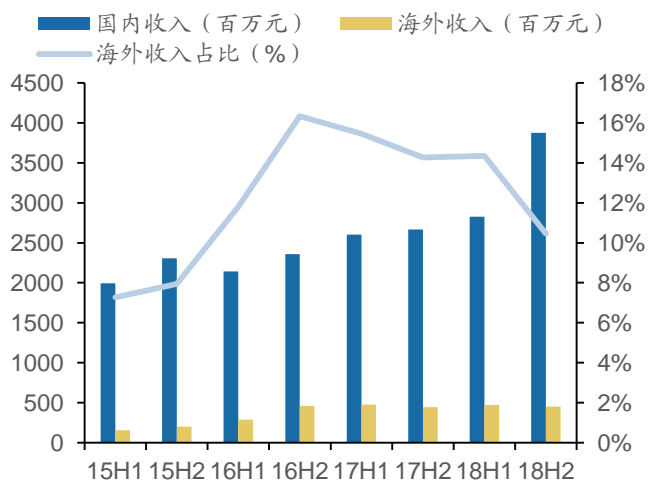
部分单月流水过亿的自研移动游戏产品列表



数据来源: 伽马数据, GMIC大会, 广发证券发展研究中心

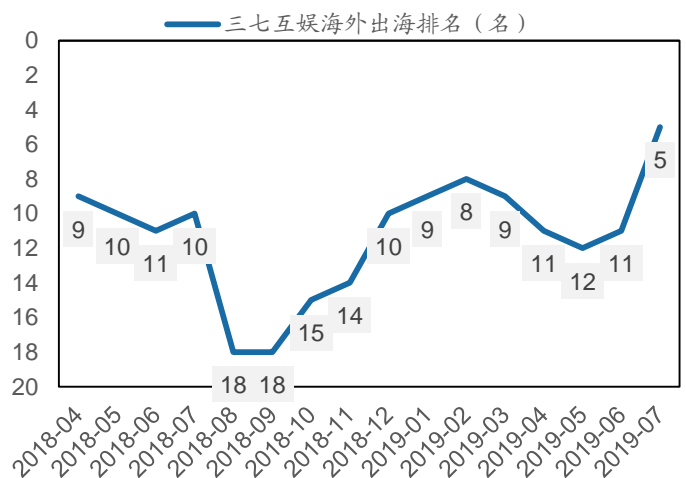
三七互娱的第三个发展方向则是海外收入不断提升。根据公司此前的中报和年报, 18H2随着公司国内投放强度的放大和拳头产品《屠龙破晓》的上线, 公司在海外的收入环比略有下滑至4.5亿元, 占公司收入比重下滑至10%左右。我们此前介绍到未来整个流量运营市场的趋势有一部分即为出海复制, 公司在海外市场已经积累了充分的经验, 未来有望在多个品类产品上进行推广, 从2019年的AppAnnie每月公布的中国出海发行商排名Top30来看, 公司的排名逐步上升, 并在2019年7月凭借《斗罗大陆》H5、《昆仑墟》、《江湖大梦》等多款海外发行手游攀升至排行榜第5名。我们预计随着公司精品游戏的进一步出海, 公司的海外收入占比预计将从下半年开始起环比逐步提升。

图41: 三七互娱海外收入占比约为10%左右



数据来源: Wind, 公司中报&年报, 广发证券发展研究中心

图42: 三七互娱2019年以来出海排名缓慢上升



数据来源: Sensor Tower, 广发证券发展研究中心

投资建议

2018以来流量运营市场的变化主要源自于超级App为中心的广告投放逐步取代了此前以应用商店为流量分发中心的运营模式；而如果展望未来1-3年，我们认为当前游戏公司已经全面进入从粗暴广告投放到流量运营的阶段，用户的全生命周期和分层投放运营将成为标配，在此过程中将有三个明显的趋势：“数据智能化驱动”、“研运一体构建核心竞争力”、“广告投放全球化”。

在整体流量运营行业中，三七互娱独占鳌头，我们认为其核心竞争力正得到进一步巩固，而未来的发展方向主要系：1) 依托于强大的广告投放规模形成规模效应，进一步提升获客效率；2) 核心产品逐步出海，海外收入占比逐渐提升；3) 先代理、再自研，将在ARPG领域的成功复制至其他品类。在短期公司表现上，我们认为三七互娱的部分核心产品《斗罗大陆》H5、《一刀传世》都逐步进入流水回收阶段，未来有望逐步降低投放强度，释放较多利润。当前相比海外游戏公司对应2019年预期净利润的PE估值18.2X左右，国内游戏公司的2019年平均PE约为16.7X，推荐投资者持续关注流量运营龙头三七互娱，另外游戏行业中向头部公司集中趋势明显，可持续关注完美世界、吉比特等。

表 2: 海内外可比公司估值表

股票代码	公司名称	所在地	当前市值	归母净利润 (百万美元)		PE 估值 (百万美元)	
			单位: 百万美元	2019E	2020E	2019E	2020E
ATVI	动视暴雪	美国	36303	2062	2475	17.6	14.7
EA	艺电	美国	27381	1597	1847	17.1	14.8
ZNGA	Zynga	美国	5245	285	341	18.4	15.4
9684 JT Equity	SE	日本	4956	269	368	18.4	13.5
9766 JT Equity	KONAMI	日本	6283	444	522	14.2	12.0
UBI FP Equity	育碧	法国	9054	388	430	23.3	21.0
平均估值						18.2	15.2
股票代码	公司名称	所在地	当前市值	归母净利润 (百万人民币)		PE 估值 (百万人民币)	
			(百万人民币)	2019E	2020E	2019E	2020E
002624.SZ	完美世界	中国	36,402	2145	2483	17.0	14.7
002174.SZ	游族网络	中国	12,172	1223	1475	10.0	8.3
002555.SZ	三七互娱	中国	33,352	1888	2241	17.7	14.9
603444.SH	吉比特	中国	19,736	886	1030	22.3	19.2
平均估值						16.7	14.2

数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

注: 所有公司的利润预期均取 Wind 或者 Bloomberg 一致预期, 估值日期为 2019 年 8 月 26 日收盘价

风险提示

- 1) 流量价格快速跳涨的风险。互联网平台面临较大的收入压力，流量价格有再次快速上涨的风险。
- 2) 整体下游渠道恶化导致坏账的风险。当前下游中小型渠道面临较大的回款压力，或导致其对发行商的回款账期不断拉长。
- 3) 同质化产品竞争激烈导致ROI持续降低的风险。当前市场已出现中小发行商退出广告投放市场的迹象，但未来可能有部分厂商持续投放同质化产品，降低市场的ROI。
- 4) 玩家过快转向其他游戏类型的风险。适合流量运营的ARPG、SLG等类型目前增量空间有限，公司在拓展品类的时候可能遇到拓展不力的问题。
- 5) 行业监管问题。游戏历来为监管的重点关注行业，未来行业监管有进一步趋严的可能。
- 6) 海外市场竞争更加激烈的可能。当前国内版号紧控版号，大部分手游发行商都在出海，有可能抬高海外的获客成本，降低公司在海外投放的ROI。

广发传媒行业研究小组

- 旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：联系人，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。