

内功修炼厚积薄发，品类扩张+云游戏成长可期

2020.03.19

强烈推荐 (首次覆盖)

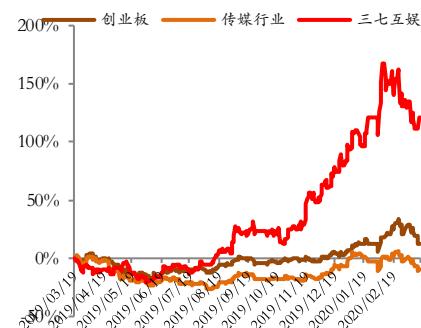
肖明亮(分析师)	叶锟 (分析师)
电话: 020-88832290	020-88836101
邮箱: xiaoml@gzgzs.com.cn	yek@gzgzs.com.cn
执业编号: A1310517070001	A1310519040001

传媒行业

核心要点：

- 市场关注点：公司过去以传奇/奇迹类 IP 的 ARPG/MMPRPG 游戏为主，对于其它游戏品类的布局是否有能力局限？**
我们认为：公司一直坚定推行多元化产品战略，2020 年预计将陆续上线若干款涵盖 ARPG/MMO/SLG/卡牌/二次元等产品；短期我们重点看好 3 月份北美上线的西部题材 SLG 产品，品类扩充有望迎突破。从产品研发端来看：西部 SLG 产品由刘宇宁带领的羯磨科技研发，公司投资 1700 万参股羯磨科技 10% 股权。刘宇宁团队曾在 3 年内打造出 2 款全球现象级 SLG 游戏《阿瓦隆之王》与《火枪纪元》，团队对 SLG 产品具有丰富深刻的理解，题材上采用历史题材重新改编手法、玩法上对 SLG 游戏融入其它类型玩法进行微创新、用户体验上提高前期可玩性与游戏节奏。从代理发行端来看：西部 SLG 产品由公司代理发行，公司从成立之初便制定了出海战略，目前已经发行 ARPG/MMORPG/SLG 多品类产品涵盖全球 200 多个国家地区，被翻译成英语/日语/韩语等 14 种语言。结合 SLG 品类游戏是北美第一大游戏品类，用户培育成熟，研发团队实力强劲，公司海外发行历史悠久，在 SLG 品类以及北美地区具有经验储备，西部题材 SLG 游戏有望成为公司跨品类突破重要产品。
- 市场关注点：市场一直担心游戏公司作为产品项目型企业，成长持续性存在不确定性。**
我们认为：公司拥有庞大的研运团队和科学运营管理构筑的平台化的优势，叠加近年每年均有多款流水过亿的成功产品佐证，说明平台化优势、工业化生产能力确保高流水产品稳定输出。此外，一方面公司一直在顺应行业发展趋势做突破，不断创造公司成长的新动力；另一方面公司积极采用 AI 系统保证研运发行端高效运转，驱动公司成长。我们通过复盘公司发展历史，发现就是一个不断突破创新的变革历程：变革 1.0，公司在页游时期凭借传奇/奇迹类 IP 成为行业头部玩家，随后公司凭借在 ARPG/MMORPG 游戏沉淀的成功经验，在页游转手游的浪潮中充分享受红利成功突围，且保证了在优势品类中的高成功率；变革 2.0，坚定多元化产品发展战略，布局 SLG/卡牌/二次元等多元化游戏品类，重点关注今年海外 SLG 重磅产品有望迎来突破；变革 3.0，牵手华为布局云游戏，有望 5G 浪潮下通过强强联手抢占下一波成长的制高点。此外，公司积极布局量子-天机等智能投放&运营系统，有望借助 AI 赋能，提高公司研运一体化能力和效率。同时，公司不断围绕泛娱乐文娱领域进行外延布局，完善自身泛娱乐生态布局，待项目成熟有望贡献业绩弹性。
- 高管团队专业专注，员工持股绑定利益。**公司高管团队长期专注于游戏领域，“马拉松精神”为企业文化来开拓和运营产品；同时公司通过 3 亿元回购股份，以零价格授予不超过 400 名员工作为员工持股计划，锁定期分三期最长 36 个月，进一步绑定员工利益，彰显公司成长信心。
- 盈利预测：**我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 21/27/34 亿元，对应 PE 为 30/24/19 倍。行业层面看好游戏板块作为传媒业绩确定性最强

公司股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
三七互娱	-11.6	24.17	78.79
传媒行业	-8.90	-2.82	3.59
沪深 300	-7.32	6.99	11.86

公司基本资料

总市值 (亿元)	685.85
总股本 (亿股)	21.12
流通股比例	62.40%
资产负债率	31.82%
大股东	李卫伟
大股东持股比例	19.11%

相关报告

- *广证恒生-传媒行业-游戏行业深度报告：确定性高+长短逻辑兼具，看好游戏板块及头部企业-20200313
- *广证恒生-传媒行业-三七互娱 (002555) 2019 年三季报点评：营收维持高增长，预告全年净利润同增 108%-20191031

的版块，短期关注板块基本面得到修复且龙头成长确定性较大，叠加疫情催化，长期关注集中度提升+5G 驱动+ARPU 提升驱动游戏板块成长，研运一体化等实力较强的企业有望充分受益通信技术升级带来的行业扩容发展的红利，公司层面看好公司在多元产品组合齐发展背景下，SLG 产品今年有望迎来突破，长期看云游戏驱动新一轮成长，维持强烈推荐评级。

■ 风险提示：游戏流水不达预期、出海发行不达预期、政策风险

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7632.68	13135.84	16247.72	19561.28
同比(%)	23.33%	72.10%	23.69%	20.39%
归属母公司净利润	1008.50	2130.98	2735.10	3394.41
同比(%)	-37.77%	111.30%	28.35%	24.11%
毛利率(%)	76.27%	85.70%	86.21%	86.52%
ROE(%)	16.89%	31.47%	35.08%	37.43%
每股收益(元)	0.48	1.01	1.29	1.61
P/E	64.99	30.76	23.96	19.31
P/B	10.97	9.68	8.41	7.23

目錄

目錄.....	3
图表目錄.....	4
1. 游戏品类不断扩充抬高天花板，2020 年关注海外 SLG 产品突破	5
1.1 短期重点关注：3 月西部 SLG 题材产品北美上线催化.....	5
1.1.1 《狂野西部》SLG 产品：题材+玩法+特色 3 维度创新	5
1.1.2 制作团队历史成绩优秀，曾三年打造 2 款全球现象级 SLG 游戏.....	6
1.1.3 团队多层次理解用户与产品，专注 SLG 游戏并不断创新.....	7
1.2 SLG 海外市场前景广阔，公司过往出海产品效果优异.....	8
1.2.1 SLG 品类稳坐出海手游第一把交椅，市场前景广阔.....	8
1.2.2 主要市场位居北美，用户付费偏好较高.....	10
1.2.3 公司出海经历丰富，深悉海外游戏用户文化习惯与偏好.....	11
2. 研运一体业绩突出，双系统打造一流水平	14
2.1 过往产品成绩优异，未来规划布局紧密	14
2.1.1 复盘过去：研运一体成功率高，深耕 ARPG/MMORPG 传奇奇迹品类	14
2.1.2 未来布局：国内海外双线出击，云游戏驱动下一轮成长	16
2.2 两大系统 AI 赋能，研运一体打造业内优秀公司	18
2.2.1 量子系统智能投放，流量推广高效选择.....	18
2.2.2 天机系统智能运营，大数据分析高效决策.....	19
2.3 多层面对外投资布局，进一步完善泛娱乐生态	20
2.3.1 泛娱乐用户十亿市场已形成，协同投资成为必然趋势.....	20
2.3.2 多产业全球投资布局，全力推进“平台化、国际化、泛娱乐化”战略	21
2.3.3 在线教育投资引起重点关注，未成年用户打开潜在市场	23
3. 高管团队专业专注，员工持股绑定利益	24
4. 投资逻辑	25
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1	《狂野西境》游戏特色介绍.....	6
图表 2	2019 年《阿瓦隆之王》与《火枪纪元》在中国手游出海收入排行榜上名次情况.....	7
图表 3	刘宇宁团队与传统团队创新思路对比.....	8
图表 4	2018.9-2019.8 全球手机游戏类别内购收入总量及同比增长率（单位：百万美元）.....	9
图表 5	2019 年上半年主要海外市场游戏用户支出排名.....	9
图表 6	2019 年中国移动游戏市场收入与全球对比（单位：亿美元）.....	9
图表 7	SLG 游戏下载量、营收量全球前十状况（2018.9-2019.8）（不包括中国大陆）.....	10
图表 8	全球 SLG 游戏付费偏好及收入市场份额（2018.9-2019.8）.....	10
图表 9	2019 年上半年出海发行商收入排行榜.....	11
图表 10	2015-2019 上半年公司境外业务收入状况（单位：亿元）.....	11
图表 11	公司部分出海成功产品及成绩汇总	12
图表 12	欧美玩家与日韩玩家特点对比	13
图表 13	2015-2019 年三七互娛、网易、游族网络及完美世界市场占有率状况	15
图表 14	2015-2019 上半年公司分品类收入状况（单位：亿元）	15
图表 15	公司 2014-2019 月流水过亿代表产品梳理	16
图表 16	公司 2020 分季度产品布局规划.....	16
图表 17	云游戏与传统游戏特点对比.....	17
图表 18	量子系统工作模式流程分析.....	18
图表 19	传统模式与量子系统工作优势对比	19
图表 20	天机系统工作流程及优势	19
图表 21	公司研发人员数量及占比描述	20
图表 22	2019 年 4 月泛娱乐市场用户规模	21
图表 23	2019 年泛娱乐付费用户与整体用户人均使用 APP 时长对比	21
图表 24	公司国内泛娱乐投资布局状况	22
图表 25	2012-2019 中国在线教育市场规模及增速	23
图表 26	公司 2019 年员工持股计划情况.....	24
图表 27	可比公司估值表	25

1. 游戏品类不断扩充抬高天花板，2020 年关注海外 SLG 产品突破

市场关注点：公司过去充分受益于页转手浪潮，旗下拥有多款传奇、奇迹类 IP 的爆款产品，游戏类型以 ARPG/MMO 为主，市场担心公司游戏品类一直相对集中，限制公司后续的业绩弹性，若实现扩品类的突破将有望带来业绩和估值的双提升。

我们认为：公司一直坚定推行多元化产品战略，2020 年预计将继续上线十多款涵盖 ARPG/MMO/SLG/卡牌/二次元等产品；其中，公司今年将代理 3 款 SLG 产品有望在该品类实现重要突破，我们重点看好预计在 3 月份北美上线的西部题材 SLG 产品贡献成长弹性。为进一步推进品类多元化战略，公司游戏出海再度发力，目前初步披露储备的自研产品超 10 款，加上代理产品，涵盖 SLG、RPG、卡牌等品类。其中 SLG 产品为三款，分别为《狂野西境》、《Final order》与《三消 SLG》；其中《狂野西境》以用户基础深厚的美国西部战争背景为题材，是一部集合了射击、帮派、养成各种丰富玩法的 SLG 游戏；《Final order》以军事为题材，玩家同服竞技，以赛季进行竞争；《三消 SLG》则是将三消玩法与 SLG 玩法进行融合创新的玩法融合产品。

1.1 短期重点关注：3 月西部 SLG 题材产品北美上线催化

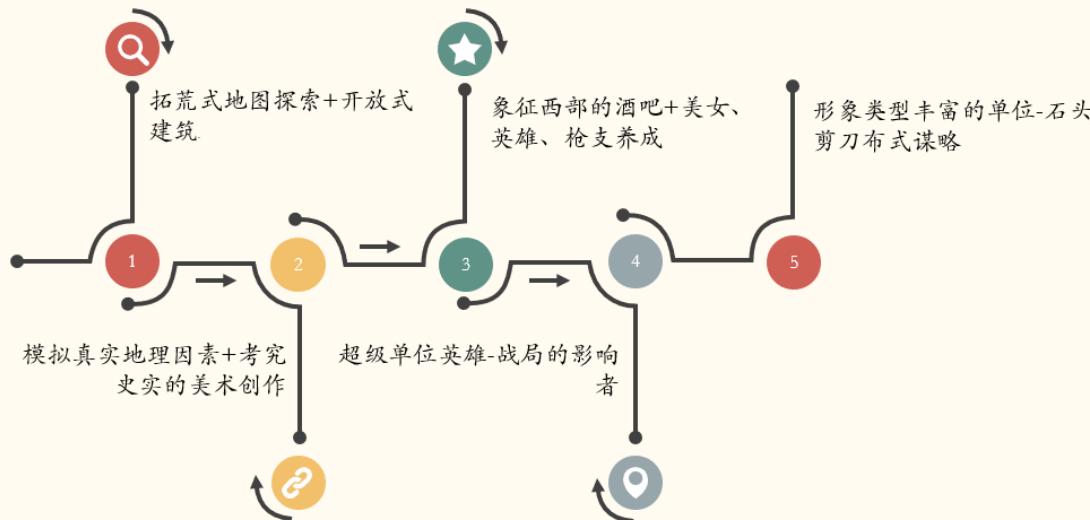
1.1.1 《狂野西部》SLG 产品：题材+玩法+特色 3 维度创新

重点看好：《狂野西境》SLG3 月北美上线，进一步催化公司海外市场扩展。在三款新推出的 SLG 游戏中，《狂野西境》是最受关注与看好的，《狂野西境》以美国西部大陆战争时代为背景，是一部集合了射击、帮派、养成各种丰富玩法的 SLG 游戏。其题材、玩法均有看点和创新，同时具有独树一帜的丰富特色。公司游戏用户群与传统 SLG 品类游戏的主要面向群体有较高的重叠率，也为《狂野西境》的推出奠定用户基础。

- ① 题材上：《狂野西境》以西部世界为游戏题材，这类题材在美国具有深厚土壤，一直以来备受海外玩家，尤其是北美市场喜爱。历来西部题材的影视剧、游戏及小说在海外都斩获了不俗的成绩，具有深厚的用户基础，因此，此次《狂野西境》的选题，也正是进一步助力北美市场及海外市场的扩张。
- ② 玩法上：以传统 SLG 玩法为核心，在此基础上融合其他丰富玩法。游戏方式基于快速精准的射击，以营造西部战争时代的真实气氛。除了传统的战争策略元素如帮派战争、战略联盟以外，还加入包括枪支养成、英雄招募等多种其他玩法，丰富游戏内容的同时提高玩家可探索度与游戏可玩性。
- ③ 特色上：以拓荒探索和西部特色为主。具有较强的开放性和探索性，游戏基于 Chrome 引擎创设游戏图像，尽力模拟美国真实地理因素，以史实为参考进行美术创作。玩家在游戏中可以进行开放

性的地图探索，场景中还原包括象征西部的酒吧、具有西部战争时代特色的女性 NPC 及各种可进行自由探索的开放式建筑。玩家通过操控超级单位英雄来影响最终战局的结果，游戏中目前含 15 个英雄，共 4 个品类，可自由选择自己的身份与形象，通过在游戏中不断解锁新英雄，吸引玩家持续探索游戏。

图表1 《狂野西境》游戏特色介绍



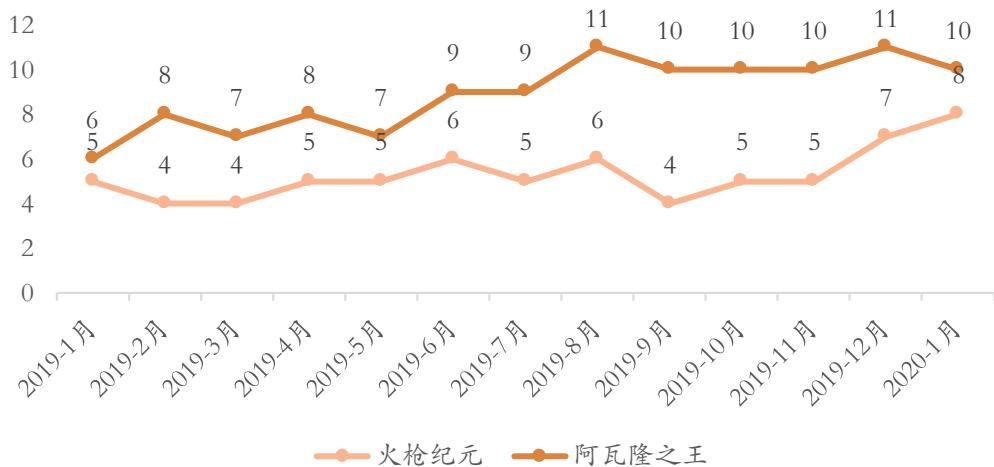
资料来源：公司投资者交流会议、广证恒生

1.1.2 制作团队历史成绩优秀，曾三年打造2款全球现象级SLG游戏

《狂野西境》制作团队羯磨科技经验丰富，三年内成功打造了2款全球现象级SLG游戏。本次《狂野西境》由著名游戏制作人刘宇宁创立的——北京羯磨科技有限公司制作完成，公司则作为海外代理进行游戏发行。在此之前，公司对羯磨科技投资1700万，持有10%股权，估值1.7亿。羯磨科技作为专注于SLG出海的游戏公司，目前已有多次SLG游戏出海的成功经验，曾在三年内成功打造了2款全球现象级SLG游戏《阿瓦隆之王》与《火枪纪元》。

- ① 首款现象级产品《阿瓦隆之王》复盘：**2016年，刘宇宁与他带领的KingsGroup工作室第一部作品《阿瓦隆之王》进入大众视野中，在此前刘宇宁曾有过十几年游戏策划制作经验。首战告捷，《阿瓦隆之王》取得了令人瞩目的成绩，成功进入67个国家的AppStore畅销榜，成为唯一一款两次登顶美国畅销榜的中国游戏。此后更成为了全球爆款游戏，曾取得登顶21个国家和地区AppStore畅销榜冠军，并在50多个国家苹果和谷歌畅销榜进入前五，至今仍具有大量玩家人气，在全球SLG市场上拥有不俗的地位。
- ② 第二款重磅产品《火枪纪元》复盘：**《阿瓦隆之王》的成功后，2017年9月刘宇宁团队推出了他的第二款游戏——中世纪风格的战争策略类即时对战手游《火枪纪元》，再次引爆全球市场。尽管《阿瓦隆之王》已作为同品类作品珠玉在前，但工作室以另一种创新的思维完成了新游戏的开发，因此《火枪纪元》虽与《阿瓦隆之王》同品类，但两者之间却各有千秋。

图表2 2019年《阿瓦隆之王》与《火枪纪元》在中国手游出海收入排行榜上名次情况



资料来源：SensorTower、广证恒生

1.1.3 团队多层次理解用户与产品，专注SLG游戏并不断创新

特殊的创新视角与思考方式，打造与传统市场不同的SLG游戏。对于游戏的创新，刘宇宁及其团队具有独到的思考与多层次的创新路径：

在题材上：以历史文化故事为基础，团队“旧题重编”创新游戏体验。在选题上，不同于传统SLG厂商，尽管刘宇宁选用了西方用户极为熟悉的、带有一些历史感的故事背景，但是采用了“旧题重编”的创新方法，充分利用题材资源给用户带来不同的体验。以《阿瓦隆之王》为例，游戏以亚瑟王的故事为背景，但区别于往题材，是从亚瑟王战死后的故事为开局。《阿瓦隆之王》这款游戏的背景和以前采用亚瑟王故事的游戏最大区别在于是在做它之后的事，所以对欧美玩家的吸引力会比较大。每个人都希望成为王。但是如果说是亚瑟王的话，只有一个亚瑟王，所以玩家以后继者的身份，机会就大一些，满足了玩家的荣誉感也扩大了可玩性。

在玩法上：刘宇宁扩展了传统SLG游戏的玩法，以SLG游戏玩法为基础，融合其他多种游戏玩法。刘宇宁认为，策略游戏是一个用户群非常广泛的、非常强势的游戏形式。同时，策略游戏本身未发掘的空间很多，不是那种已经很成定式的游戏。因此，在SLG玩法基础上，刘宇宁加入了多种其他类型游戏的玩法，如探索迷宫、rougelike一类的体验，同时，也坚持SLG玩法的核心性，以免丧失SLG的独特刺激感。

在用户体验上：刘宇宁打破了传统SLG较长、较慢节奏的游戏体验，提高前期可玩性与游戏节奏。SLG原有的游戏用户年龄偏大，刘宇宁始终在思考如何拓展更年轻的用户、女性用户的问题。因为策略游戏对比传统的游戏体验来说较为缓慢，传统SLG游戏主要针对男性、年龄偏大的用户。而刘宇宁希望能够打造一种更快捷的体验，让不了解策略游戏的玩家更容易前期适应，进而逐步体验到谋略部分。因此在游戏中提供了大量加速道具，减少玩家初期成长耗费的时间，提升游戏前期的趣味性以改善游戏体验。

图表3 刘宇宁团队与传统团队创新思路对比

关注维度		传统团队思路	刘宇宁团队思路
题材		具有历史感的背景故事 大IP改编	传统故事的重新编撰 不同于以往题材的出发点
玩法		以SLG玩法为基础 部分游戏中加入卡牌、即时战略等玩法	SLG玩法核心上加入多类游戏玩法，扩大可玩性
用户体验		较长较慢节奏的游戏体验 针对男性、年龄偏大的用户群体	加速游戏节奏 在老用户基础上，吸引更多年轻、女性用户、非传统SLG用户

资料来源：公开资料整理、广证恒生

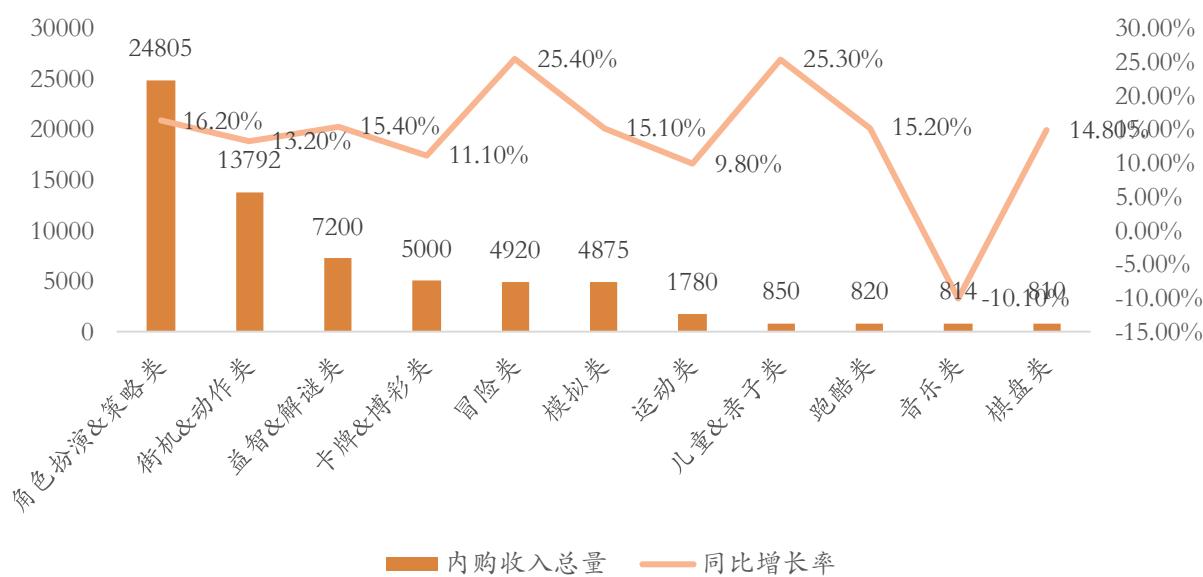
1.2 SLG 海外市场前景广阔，公司过往出海产品效果优异

用户画像匹配产品类型，过往产品积累丰富经验。根据公司用户调研数据显示，公司用户画像 30 岁以上超 70%，男性接近 90%，与 SLG 品类游戏契合度非常高。因此，在品类上讲，SLG 产品是公司在策略型产品核心竞争力的延伸。SLG 与 RPG 都是轻操作、重数值设计的品类，玩家的关注重点是角色养成是否丰富、策略难度是否合理等数值类体验，公司过往已有多次成功设计经历，积累了大量粉丝与忠实用户。2020 年是催化品类多元化的关键一年，此次产品出海，也是扩展公司海外市场的又一大步。因此，三款 SLG 产品自披露以来备受用户与行业关注，预计将在海外市场再掀波澜。

1.2.1 SLG 品类稳坐出海手游第一把交椅，市场前景广阔

SLG 出海市场空间不断扩张，占据出海手游市场重要地位。SLG 游戏作为近年来出海游戏的重要品类，在出海游戏市场上占据了较大的份额，尤其作为热门出海手游备受关注，市场前景广阔。根据 2018.9-2019.8 全球手机游戏类别内购收入总量（iPhone+Android 手机整合数据）显示，SLG 品类游戏稳坐出海手游收入第一把交椅，同比去年增长 16.2%，与全球手游大盘增长比例基本持平，仍保持着较高的增长态势。相比其他品类游戏，SLG 游戏不仅拥有着较长的游戏生命周期，同时拥有着较强的用户付费偏好和营收能力，稳坐出海手游营收第一名。

图表4 2018.9-2019.8 全球手机游戏类别内购收入总量及同比增长率（单位：百万美元）



资料来源：App Annie、广证恒生

这也进一步证明了海外手游市场规模的大小是决定 SLG 游戏出海规模的主要因素。根据 App Annie 数据，2019 年上半年美国、日本移动游戏用户支出分别达到 82.9 亿美元和 70.1 亿美元，遥遥领先于其他海外市场。在海外主要市场中，美、日、韩占据大部分海外手游市场规模，其中美国移动游戏市场规模最大。除此之外，2019 年中国移动游戏市场实际销售收入 118 亿美元，同比增速为 18.0%，美国、日本手游市场规模分别为 161 亿美元、141 亿美元，共约为中国的 1.91 倍，且美国市场同比增幅最为明显，达到 24.8%。可见海外手游市场空间大、发展前景良好。

图表5 2019年上半年主要海外市场游戏用户支出排名

排名	市场	用户支出 (十亿美元)	同比增长
1	美国	8.29	0.24
2	日本	7.01	0.07
3	韩国	2.16	0.18
4	中国台湾	0.93	0.22
5	德国	0.86	0.23
6	英国	0.74	0.18
7	法国	0.54	0.21
8	加拿大	0.53	0.17
9	澳大利亚	0.46	0.12
10	中国香港	0.34	0.19

资料来源：App Annie、广证恒生

图表6 2019年中国移动游戏市场收入与全球对比
(单位：亿美元)

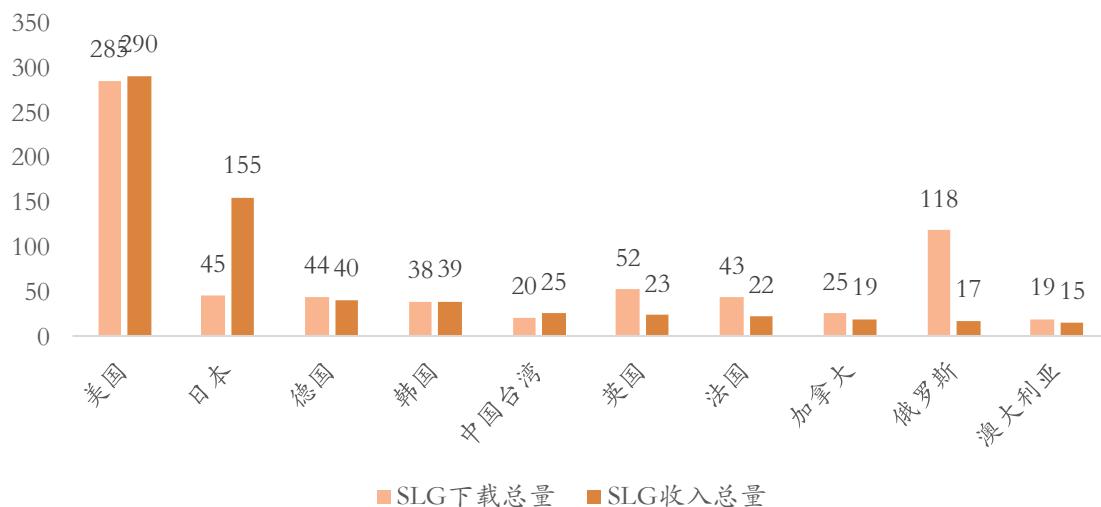


资料来源：SensorTower、广证恒生

1.2.2 主要市场位居北美，用户付费偏好较高

SLG 是当前海外市场的主要流行游戏品类，用户具有较高的付费偏好，主要市场位居北美。截止至 2019 年 8 月，美国从下载和营收量来看都是海外最大的 SLG 市场（去除中国大陆），在营收方面日本紧随其后，两者领跑全球，远超其他国家。因此，SLG 面向的主要海外市场为北美市场，其次则为日韩市场。英国、德国、法国等欧洲国家在 SLG 品类消费上能力稍弱于日韩市场。

图表7 SLG 游戏下载量、营收量全球前十状况（2018.9-2019.8）（不包括中国大陆）



资料来源：App Annie、广证恒生

此外，海外各国对于 SLG 游戏的付费偏好也较高。除日本、韩国外，其余各国对于 SLG 的付费偏好在总游戏市场的占比中均超过 19%。美国 SLG 为全美移动游戏收入贡献 20%，成为全美游戏吸金能力最强的游戏类别。其余国家 SLG 付费偏好也普遍较高，尤其是沙特阿拉伯、俄罗斯和德国市场，位列 SLG 付费偏好世界前三（除开中国大陆 IOS），市场内 SLG 游戏收入分别在全品类游戏收入中占到 55%、35%、29%。较高的 SLG 付费偏好也进一步证明了相比其他品类游戏，SLG 游戏拥有更强的“吸金”效果，在创造营收、实现盈利上相比其他游戏拥有更大优势。

图表8 全球 SLG 游戏付费偏好及收入市场份额（2018.9-2019.8）

国家/地区	SLG 付费偏好（该市场 SLGS 收入/总收入）	SLG 收入市场份额
沙特阿拉伯	0.55	0.01
中国大陆 IOS	0.39	0.348
俄罗斯	0.35	0.016
德国	0.29	0.033
法国	0.27	0.02
中国香港	0.27	0.012

新加坡	0.27	0.006
意大利	0.25	0.008
全球平均	0.23	1
加拿大	0.23	0.016
英国	0.22	0.022
美国	0.2	0.217
中国台湾	0.2	0.023
澳大利亚	0.19	0.012
日本	0.12	0.115
韩国	0.1	0.029

資料來源：SensorTower、廣證恒生

由此，相比其他游戏，SLG 游戏付费偏好高，市场规模增速快，是中国游戏出海的“兵家必争之地”。海外最大的 SLG 市场位于北美市场（美国、加拿大等），其次为日韩市场，随后紧跟欧洲各主要国家市场（英国、法国、德国等）。中国 SLG 游戏出海的主要国家也正是北美、日韩市场，因此，符合北美历史文化、迎合海外消费者偏好的游戏必然在市场上脱颖而出。

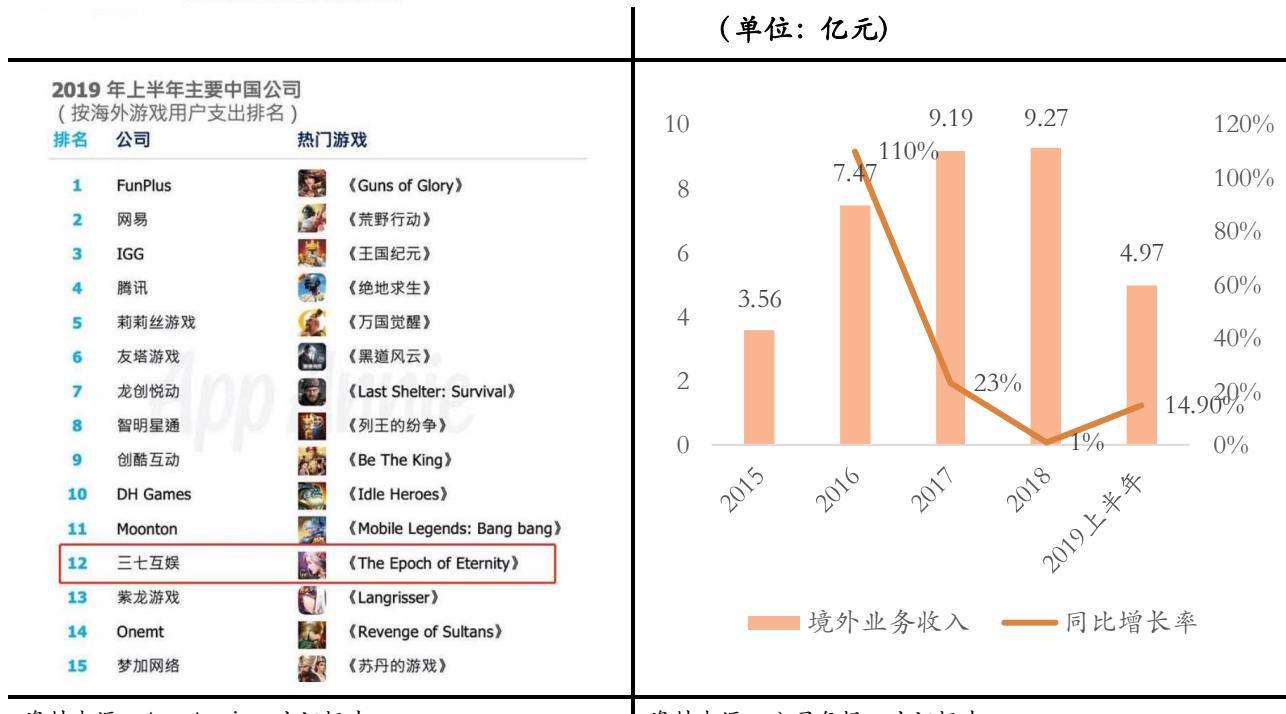
1.2.3 公司出海经历丰富，深悉海外游戏用户文化习惯与偏好

成立之初制定“出海战略”，产品出海早有布局。公司旗下研发子公司 37GAMES 专注游戏产品出海，作为全球十大国际发行平台，37GAMES 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，在中国港澳台、东南亚、日韩及欧美等多个地区开设了发行业务。官方资料显示，公司旗下海外业务公司 37GAMES 已经覆盖 200 多个国家和地区，游戏类型涉及 ARPG、MMOPRG、卡牌 RPG、SLG、STG、MOBA 等，语言覆盖繁体中文、英语、日语、韩语、泰语等 14 种。公司拥有丰富的游戏出海经历，深悉海外用户与市场的消费偏好。

在游戏出海方面，公司近年来取得了丰厚的成果，同时也不断进行着后续游戏的储备开发。2018 年，公司的境外业务收入近 10 亿元，而 2019 年上半年的海外业务收入同比增长约 15%，达到 4.97 亿元。根据 App Annie 的统计，2019 上半年公司在出海发行商收入榜上排名第 12 位。除了新产品不断带来新爆发外，老牌产品如《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等在海外也依然带来稳定收入。

图表9 2019年上半年出海发行商收入排行榜

图表10 2015-2019上半年公司境外业务收入状况



资料来源: App Annie、广证恒生

资料来源: 公司年报、广证恒生

公司多款游戏自发行以来备受海外市场用户喜爱，旗下产品已形成系列生态。其中奇迹&传奇系列拥有大量基础客户群，过亿规模的中年群体具有高消费能力。除此之外，新产品的不断研发上线也持续吸引各国新用户，近年来，公司除了在常见的亚洲市场如日本、韩国、港台、新加坡等地区上线游戏，更将目标对准了北美、欧洲等西方市场。其中《永恒纪元》成绩最为突出，其欧服《Rings of Anarchy》上线后夺得土耳其iOS畅销第2名的佳绩，台版上线后拿下了2017年3月份台湾市场iOS&Google Play收入榜第2名，仅次于《王者荣耀》台湾版。《永恒纪元》上线以来全球累计流水31.5亿、最高月流水3.5亿元，至今在全球仍保持着稳定的流水收入。

图表11 公司部分出海成功产品及成绩汇总

游戏名称	类型	上线时间	上线地区	相关成绩
罪恶之城	SLG	2019	韩国	正式发布之后立刻空降韩国免费榜Top5
SNK オールスター	ARPG	2019	日本	上线后迅速登上Google Play游戏下载榜榜首
斗罗大陆 H5	ARPG	2018	亚洲、北美多国	月流水过亿
永恒纪元	MMORPG	2017	东南亚、北美多国	全球累计流水31.5亿、最高月流水3.5亿元
BladesansRings	ARPG	2017	北美	美国App Store畅销榜TOP50

镇魔曲	ARPG	2017	亚洲	三大繁体市场全线企稳 TOP20，台湾市场畅销游戏第 3 名
封仙	ARPG	2017	亚洲	新加坡、马来西亚畅销榜第 2 名
大天使之剑	MMORPG	2015	亚洲多国	14 年上线后总流水破 3.2 亿

资料来源：公开资料整理、广证恒生

多元化产品因地制宜、细分市场的分区突破是公司过往成功的关键因素，公司目前制定的出海策略是“分区突破+产品多元+定制营销”，保障海外发行成功：

1) 分区突破：公司在海外市场划分之时采用较为精细的标准。对于每一个单独的区域市场，公司将单独调整游戏属性及内容，定制推广策略，产品多元化，因地制宜。根据产品投放所在的不同区域，公司会专门成立团队以研究不同区域不同文化背景、不同用户群体的需求与偏好。如对于欧美玩家，其游戏时间较为碎片化，对于游戏世界观与题材较为挑剔，但拥有高度的游戏忠诚度，因而更适宜 SLG、轻度 RPG 游戏，而日韩玩家相对而言对于游戏画面、影音效果及游戏 IP 有更高的要求，因而公司将会选择二次元题材、MMO 类型游戏等产品进行投放。从而达到产品的多元化、地区的差异化，以带来更好的产品投放效果。

图表12 欧美玩家与日韩玩家特点对比

	欧美玩家	日韩玩家
玩家特点	游玩时间碎片化	IP 需求高
	游戏忠诚度高	游戏画面、美术效果要求高
	世界观挑剔	付费差异化
适宜的题材与产品	SLG	二次元、影视化风格游戏
	轻度 RPG	MMO

资料来源：公开资料整理、广证恒生

2) 产品多元：在游戏题材、游戏类型上的多元，也是产品来源的多元。即海外产品的来源涵盖代理发行、自研自发以及投资曾研发成功产品的团队做定制等。目前公司海外游戏产品题材类型多样，涉及 ARPG、MMOPRG、卡牌 RPG、SLG、STG、MOBA 等多种品类，全方面实现产品品类多元化。在产品来源上，公司一直在不断加强自研游戏品质与种类，财报显示，公司 2019 上半年研发投入达到 3.18 亿元，同比增长

22.74%，研发投入的增长主要集中在产品品质提升和新产品品类探索两个方面。除了不断进行产品自研自发，公司也代理发行了其他多个产品，如《封仙》、《诛仙》、《镇魔曲》等，其中《镇魔曲》由网易研发，公司海外代理发行，自上线后该产品于三大繁体市场全线企稳 TOP20，并荣获台湾市场畅销游戏第3名。

3) 定制营销，则是根据不同地区不同的风俗、文化背景与历史，针对其采取定制化的营销策略与手段。以推销策略为例，在不同的国家与地区，同一款游戏会采取特殊的推广方式。如《永恒纪元》中国服会在春节期间投放具有春节色彩的游戏道具，比如春联、鞭炮、灯笼等，而在欧美服，游戏则会在圣诞节期间推出具有西方文化背景的圣诞树、袜子、雪花等游戏道具及更符合欧美风格的游戏场景。通过对不同地区定制不同的营销策略，可以最大化营销效果，也进一步迎合海外用户的偏好，对于海外市场的拓展具有重要意义。

2.研运一体业绩突出，双系统打造一流水平

2.1 过往产品成绩优异，未来规划布局紧密

2.1.1 复盘过去：研运一体成功率高，深耕 ARPG/MMORPG 传奇奇迹品类

公司先后打造了十几款单月流水过亿的优秀游戏产品，复盘公司产品线历史，我们发现：①公司从页游时期就凭借传奇&奇迹类IP等爆款产品成为页游时期头部游戏公司，对两款游戏品类的用户画像、数值模型、推广经验有了深入的理解，构建出公司在这两款游戏品类的核心壁垒；②在16-18年期间，公司充分受益于页转手的浪潮，凭借优质的IP+传奇期间两款品类成功的经验，再次创造的手游时期的头部玩家地位，并且开始了多元游戏品类的尝试；③站在这个时间点展望，ARPG/MMORPG品类高成功率，叠加多元品类开始重点发力。

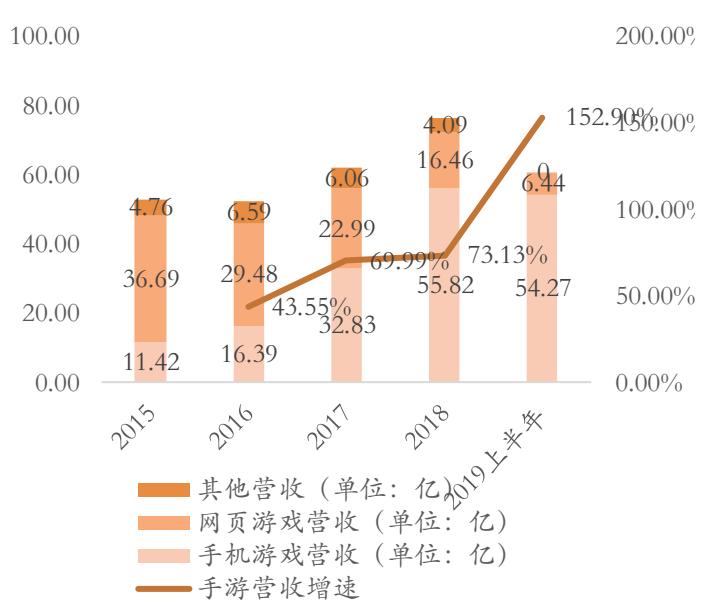
公司产品成功率、爆款率均处先列，过去打造多款优质产品。公司于2013年成立研发团队三七游戏，到现在已经有近7年时间。这7年中，公司游戏产出的数量不是最多，但产品的成功率与爆款率始终在行业中名列前茅。尽管自2018年以来游戏行业整体尤其是移动游戏市场规模增速放缓，但公司却在游戏业务尤其是手机游戏的营收及市场占有率上均有较大增长。2015-2019上半年，公司手游市场占有率逐年递增，尤其在2019取得成倍增长，由2018年的3.48%增长至7.04%。根据公司年报，2019年上半年内，公司移动游戏收入达到5.27亿元，同比增长152.9%，多款游戏月流水过亿元。

图表13 2015-2019年三七互娛、網易、游族網絡及完美世界市場佔有率狀況



資料來源：公開資料整理、廣證恒生

图表14 2015-2019上半年公司分品類收入狀況（單位：億元）



資料來源：公司年報、廣證恒生

产品梳理：覆盖题材类型多样，涉及ARPG、MMORPG、卡牌RPG、SLG、STG、MOBA等多种品类。2014年，公司推出《大天使之剑》，荣获2014金翎奖玩家最喜爱的网页游戏，60天总流水达3.2亿，也为传奇&奇迹系列拉开序幕。随后，ARPG《传奇霸业》于2015年上市，80天总流水破3亿。2016年，MMOPRG《永恒纪元》一经上线便大获成功，一战成名，随后公司分别推出了欧服、台服等多地区版本，《永恒纪元》上线以来全球累计流水31.5亿、最高月流水达3.5亿元。2017年，公司重新自对《大天使之剑》进行改编，推出《大天使之剑H5》，再次成功角逐2017年金翎奖，在海外同步推出《镇魔曲》《封仙》《诛仙》等高品质大作。次年，《屠龙破晓》、《斗罗大陆》H5登陆各大手游平台，更是一鸣惊人，斩获了流水过亿的好成绩；2019，公司更上市了《一刀传世》、《精灵盛典》、《斩月屠龙》、《王城英雄》、《暗黑大天使》、《王室姬蜜》等多款类型丰富的产品，前五款月流水均过亿元，其中《一刀传世》、《斗罗大陆》H5是公司效益最佳的两款产品；《精灵盛典》自上线后表现突出，在App Store游戏畅销榜一度冲入TOP3；海外《罪恶之城》《SNKオールスター》等多次取得畅销榜前列的好成绩。

图表15 公司 2014-2019 月流水过亿代表产品梳理



资料来源：公开资料整理、广证恒生

2.1.2 未来布局：国内海外双线出击，云游戏驱动下一轮成长

在未来产品布局上，公司储备了多款不同类型的游戏，不仅仅仅在国内市场有广泛规划，更将目标投向海外市场。根据公司重点产品上线进度跟进，2020年自研产品目前预计为10-11款左右，品类包括RPG以及卡牌等，同时会代理几十款产品（包括国内和海外），总预期今年有78款产品，月流水希望能过亿。

2020 国内海外双线出击，四季度产品总计近80款。2020年第一季度会上线的产品品类多样，其中包括上文中具体介绍的《狂野西境》。此款SLG产品作为本次投放重点产品，将在3月最优先推出。同时，19年在国内大获成功的《精灵盛典》将在海外推出。对于日韩市场，第一季度公司预计在韩国地区上线自行研发的模拟经营类产品《日理万姬》。第二季度公司储备了几款传统的RPG产品，目前规划将在海外投放5款左右，国内9款左右，其中3-4款为自研；第三季度规划中国内上线8款产品，其中2款为自研，6款为代理，题材包括都市魔幻、战争、仙侠等；第四季度预期推出斗罗大陆3D（比较重点），国内上线5款，海外2款。总体而言在四个季度都有一定数量的产品发布，全年总计近80款产品。

图表16 公司 2020 分季度产品布局规划

时间	地区	产品数量	备注
第一季度	海外	5	《狂野西境》作为重点产品优先推出
	国内	8	
第二季度	海外	5	主要为RPG产品3-4款为自研
	国内	9	
第三季度	海外	未披露	国内游戏中2款为自研，6款为代理题材包括都市魔幻、战争、仙侠
	国内	8	

第四季度	海外	5	《斗罗大陆3D》作为重点产品优先推出
	国内	2	

资料来源：公司投资者交流会议、广证恒生

联手华为布局5G，云游戏驱动下一轮成长。对于未来的产品，公司除了传统的网游、手游，更将目光投于前景可期的云游戏上。公司与华为签订合作协议，双方将围绕5G网络、ARM安卓云游戏等领域开展深度合作，为广大玩家提供更极致的用户体验，并为行业带来技术的革新。云游戏作为今年大火的游戏概念，极大的改变了现有的游戏方式用户感受。在云游戏场景下，用户的游戏设备只需要具备基本的视频解压能力和联网功能即可，而无需任何高端的处理器或显卡，即使是用手机也可能轻松游玩3A级游戏。因此，云游戏由于其便捷性、可操作性自出世以来便备受各界关注。自5G商用的加速落地后，云游戏是其重要的应用场景，一方面在技术上得到支持，另一方面也作为新热点引起众多行业瞩目，未来预计将成多方厂商争相布局的热门市场。

云游戏产品抢先发行，强强联合打造领先云平台。2020年3月，公司联合华为云举行线上发布会，云游戏项目负责人表示，公司首款云游戏《永恒纪元》将于3月31日上线。《永恒纪元》一直以来都是公司稳定流水的优质作品，此次云游戏化的推出，除了传统IP的继承，更是对整个业内游戏体验的创新。公司在采访中透露，在新技术累积方面，公司目前正在努力构建更优秀的云游戏体系，包括：构建内部云，为游戏上云游戏提供计算和网络支撑；搭建云游戏代理服务，积极研究高效游戏视频转码以及解码技术；研发具备用户交互、视频解码以及云服务端通讯的通用框架体系以支撑云游戏的通用轻APP。华为作为5G与云技术实力上遥遥领先的知名企业，此次与公司作为各自领域的龙头企业，强强联合打造的产品将会带来怎样的优质体验，让外界充满期待。在即将到来的5G时代，公司在云游戏技术上的平滑过渡有望为玩家带来全新体验。凭借过往丰富的产品运营经验与可靠的研发实力，无论是此次新款云游戏产品的发布，还是公司云游戏平台的顺利搭建，都将为整个行业打开全新的竞争方向，为全球用户带来更优质的游戏体验。

图表17 云游戏与传统游戏特点对比

	传统游戏	云游戏
特点对比	较长时间的等待下载时间	5G网络高速下载
	需配置高性能的游戏玩家终端设备	广泛终端设备均可兼容
游戏效果	画面渲染与效果水平极大受配置影响	高质量的画面渲染与实时效果
	机器计算、服务器交互较慢	快速的机器与玩家交互体验
	受网络限制导致高延迟、低效率	高速率、大容量、低延迟

资料来源：公开资料整理、广证恒生

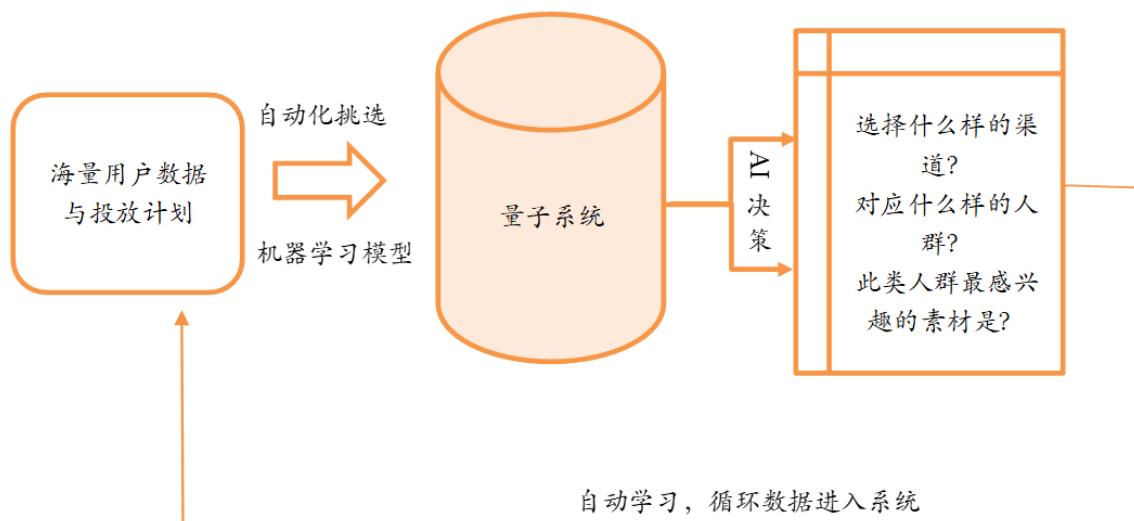
2.2 两大系统AI赋能，研运一体打造业内优秀公司

2.2.1 量子系统智能投放，流量推广高效选择

量子系统是一个智能化投放平台、流量推广系统。在过往的业务经营模式中，企业往往选择劳动密集型的经营方式，但这种模式存在大量重复性、低价值的工作。为提升产品研发推广效率，降低不必要的人员成本，公司创建了量子-天机双系统，其中量子系统通过挑选渠道、挑选人群、挑选人群更感兴趣的素材、能够描述产品的素材以实现自动化、智能化地进行广告投放。

在传统的流量推广方式中，公司主要通过在对方广告后台投放（如百度/头条等），并通过自己的系统管理内容，但是这种方式存在很多问题。首先是整体流程复杂，需要业务人员人工监控，而业务人员是无法做到无休整一周 24 小时进行投放广告和管理，从而带来很多的流程问题与人力成本；第二点是在投放过程中，所需计划的形成时间长，且无法做到批量进行投放，由此带来的时间与资本上的损失也较大。公司为优化传统流程，提升效率，从 2018 年开始投入使用量子系统，2019 年真正大规模投入使用，取得了效率成倍优化的效果（只花 10% 的人员增长取得成倍投放增长），导入量持续提升。

图表18 量子系统工作模式流程分析



资料来源：公开资料整理、广证恒生

相比传统方式，量子系统的优势是十分显著的，其优点与特色主要体现在自动化与智能化上。首先是自动化，量子系统的核心优势在于业务逻辑转化为代码形式，极大提升效率：①流程化：一条计划创建只需要一分钟（素材管理、投放管理、数据管理的整合）。②批量标准化：一百条计划也不用一分钟。③规范化：人工经验转化为代码，由此，大大完成了效率的提升。

其次是智能化，量子系统通过海量数据完成机器学习，从而建立模型进行智能化创建优选、维护计划，再通过决策反馈数据库，形成一个循环往复的过程。因此，相比人工模式的工作，量子系统在降低 CPA，提升 ROI 的同时，极大地提升了广告投放效率，降低了不必要的人员成本。

图表19 传统模式与量子系统工作优势对比

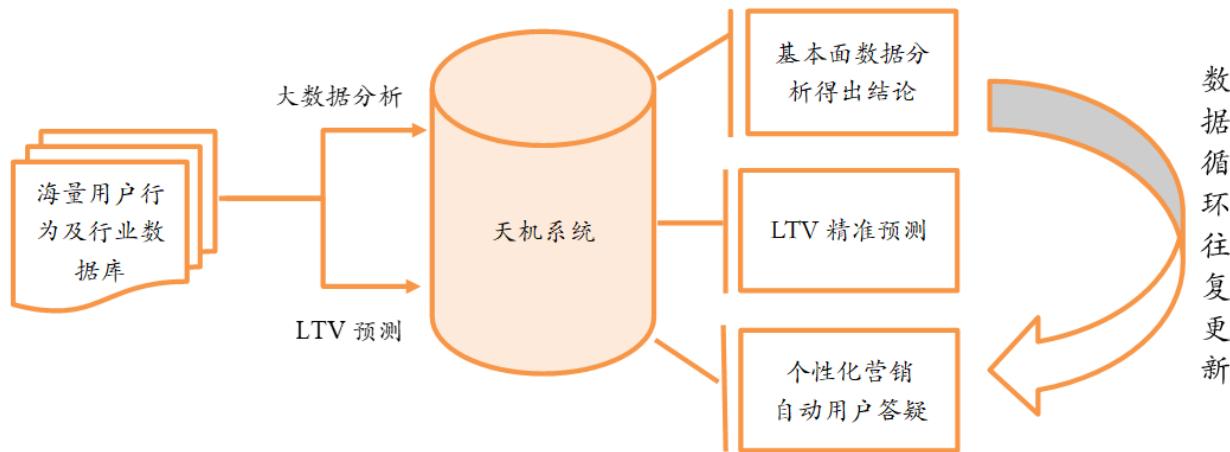
	传统方式	量子系统
工作模式	推广人员完成素材、视频推广	业务逻辑→代码 直接判断
	运营人员代理游戏	海量数据→机器学习→产生模型→智能化创建优选、维护计划
	客服服务于用户，维系高价值用户需要	循环往复的学习，不断提升体验
特点	人力成本、推广成本高	自动化：效率高、成本低
	准确率、效率低	智能化：准确率高、不断进行自我提升

资料来源：公开资料整理、广证恒生

2.2.2 天机系统智能运营，大数据分析高效决策

在量子-天机系统中，天机系统作为一个智能化运营平台进行工作。系统通过大数据分析模型查看游戏运营情况，借助模型对游戏运营状况进行基础判断，从而完成智能决策、游戏投放及个性化营销的多种工作，最终达到显著提升用户 LTV（客户终身价值）的效果。公司目前采取天机系统与客服系统双重服务的运营模式。对于天机系统主要投放是在 2019 年，在提升用户 LTV 上效果显著，客服从 2019-2020 年起有大的提升名额，目标在 2020 年在国内客服超过 1000 人，这是在整个游戏界内最大的客服体系，与天机系统共同提升客户潜在 LTV。

图表20 天机系统工作流程及优势



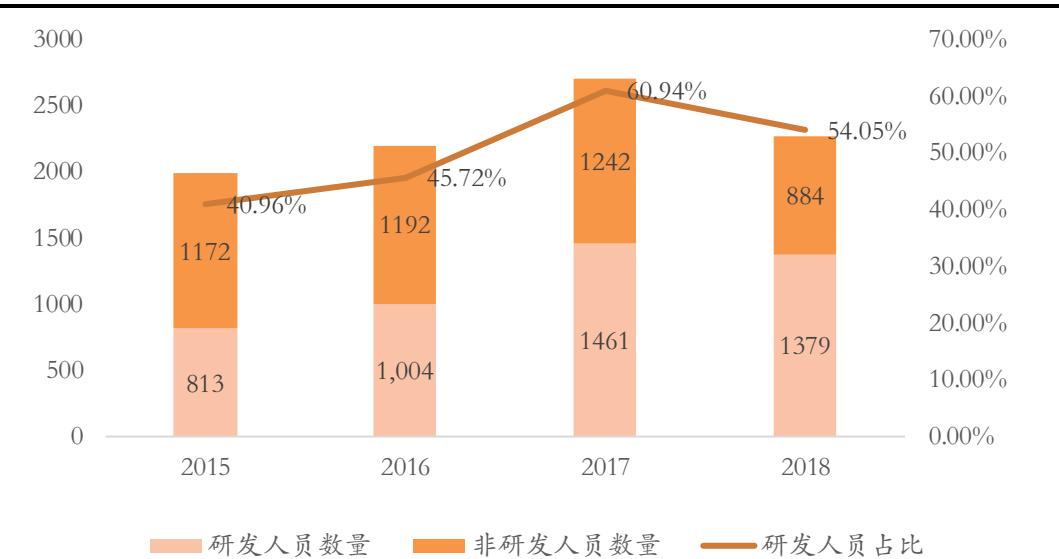
资料来源：公开资料整理、广证恒生

相比传统的纯客服运营与用户关系维护模式，天机系统的优势在于大数据结论的统计准确性与对于传统人力的解放上。首先，通过大数据分析可以得出基于统计模型的精准结论：天机系统涵盖 20 个分析场

景、250个基础指标、1000以上数据自定义方法、几百款游戏，全方面覆盖行业用户数据状况；通过过往用户数据分析产品LTV留存率、活跃付费率、ARPU值等一些核心数据（基本面）可以得到数据结论，随后对游戏的运营做出基本的判断。第二点，通过对LTV的较准确预测可以精准判断游戏是否适合投放：天机系统目前已经可以完成对于用户LTV的预测（预估差异在5%以内），从而达到甄别游戏，降低运营风险的效果。第三点，通过AI自动化与智能化完成个性化营销活动与自动化用户答疑：天机系统可以通过对单独用户进行深度分析，从而达到对不同用户完成个性化营销的更优效果；同时，自动化AI解答用户疑问，解放客服劳动力，客服人员更多可以投身于更高价值的用户维系，降低了人力成本。

量子-天机双系统赋能，降低人力成本加速研发。通过量子-天机系统AI赋能，大大提高了公司人力资源的分配效率。公司通过自动化的AI系统，减少不必要的低价值人力成本，将更多资本投之于研发上，研发人员占比与研发能力进一步加强。2015年以来，公司研发人员数量不断增加，由2015年的813人增加至2018年1379人，占比由40.96%上升至54.03%，研发人员数量大幅提升；2020年研发人员有望达到2000人。公司未来将继续高举人才大旗，高级研发人才密度稳步持续提升，采取与学校建立合作，定向发掘人才等措施。

图表21 公司研发人员数量及占比描述



资料来源：公司年报、广证恒生

2.3 多层面对外投资布局，进一步完善泛娱乐生态

2.3.1 泛娱乐用户十亿市场已形成，协同投资成为必然趋势

泛娱乐市场用户空间广泛，付费用户使用粘性较高。泛娱乐市场空间，即包括在线音乐、游戏、数字阅读、视频、娱乐直播、电影演出等多方面的文娱行业市场。伴随着移动网络的不断普及与提速，泛娱乐时代也如潮流般席卷了全国。根据QuestMobile数据，截止到2019年4月，泛娱乐用户规模达到10.86亿，月人均使用时长同比增长13.8%；其中短视频表现最为突出，用户达2.16亿，在整个泛娱乐市场中占比20%，成为支撑整个泛娱乐行业空间的主要力量。在消费表现上，数据显示，在泛娱乐用户中，付费用户

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

的使用粘性显著高于整体用户，在典型 APP 上所贡献的人均使用时长更高，这意味着泛娱乐市场营收能力强，优质内容将持续刺激泛娱乐用户的付费和持续消费，增加泛娱乐市场盈利的空间。

图表22 2019 年 4 月泛娱乐市场用户规模



资料来源：QuestMobile、广证恒生

图表23 2019 年泛娱乐付费用户与整体用户人均使用 APP 时长对比



资料来源：QuestMobile、广证恒生

娱乐市场的崛起与发展，成为推动相关行业投资进军的重要因素。公司在游戏行业的道路前进与探索中取得了丰厚成果，对于泛娱乐的衍生投资是必然的结果。游戏业务会与周边的影视、动漫、音乐、文学、VR/AR 业务协同，最终将形成一超多强的生态闭环。对于泛娱乐的投资，一方面是公司业务不断扩张发展的结果，更是形成自身游戏生态的关键一环。影视、动画、及电子阅读等与游戏行业看似关系薄弱的产业，将来必然可以跟游戏形成协同效应，为公司延续经典 IP、创造新游戏生态提供重要作用。

2.3.2 多产业全球投资布局，全力推进“平台化、国际化、泛娱乐化”战略

多产业+海外投资全面发展，公司泛娱乐生态进一步增强。作为游戏行业中的巨头，公司对于未来泛娱乐生态的布局定位也有清晰规划。泛娱乐化的发展如同在以公司游戏业务产品为地基的基础上建造一座以文娱内容为主体结构的摩天大厦，是对已见规模的游戏业务成绩的协同与扩展。公司一直以来对于未来战略有着清晰精准的定位，“平台化、国际化、泛娱乐化”是公司自进入游戏产业后便已制定下的战略目标，未来公司的目标为打造国内、国际的互联网互动娱乐平台。

为了推动产业价值与文化价值的互相赋能，公司于 2015 年开始加大文化创意产业的布局。目前已经通过外延式并购及股权投资等方式在 5G/云游戏、在线教育、影视音乐制作与推广、艺人经纪、动漫制作与发行、虚拟现实技术、文化健康产业以及海外 IP 等打造全产业链生态布局。

5G/云游戏领域方面，公司与华为签订合作协议，双方将围绕5G网络、ARM安卓云游戏等领域开展深度合作，为广大玩家提供更极致的用户体验，并为行业带来技术的革新。

影视领域方面，2015年起，公司先后投资了优映文化、中汇影视、新线索影视、魔威影业及金海拾艺等优秀影视制作企业，成功参与出品《破·局》、《嫌疑人X的献身》、《无问西东》、《南极之恋》、《少年的你》等优质影视作品。

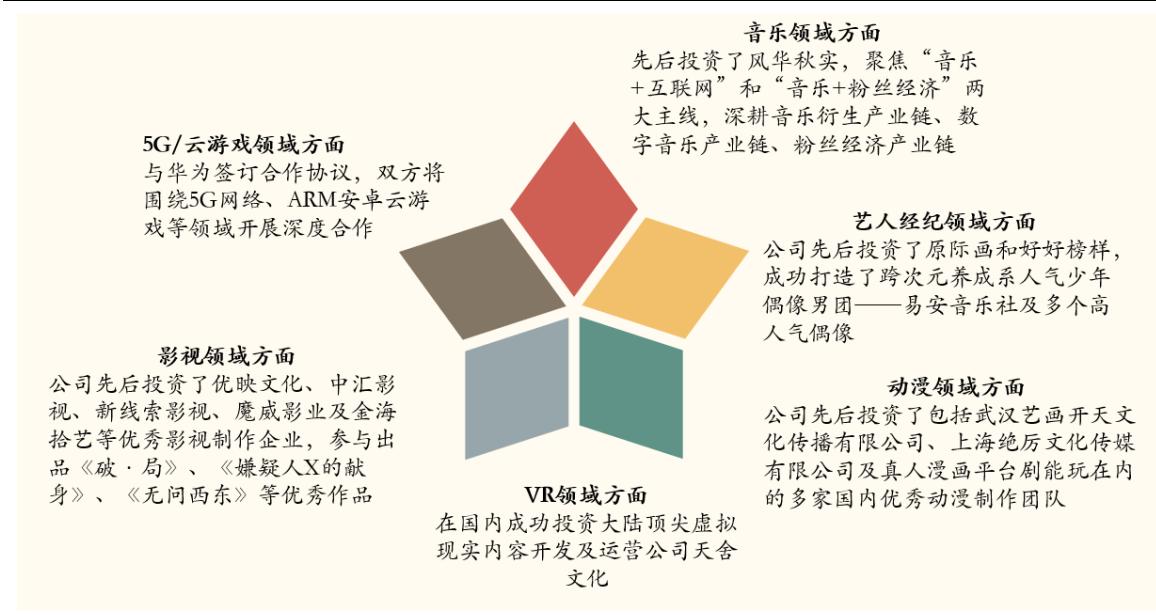
音乐领域方面，2016年起，公司先后投资了风华秋实，聚焦“音乐+互联网”和“音乐+粉丝经济”两大主线。风华秋实旗下合作艺人有鹿晗、黑豹乐队、郝云、宋佳等。

艺人经纪领域方面，2018年起，公司先后投资了原际画和好好榜样，逐渐构建完整的艺人经纪生态产业链。原际画成功打造了跨次元养成系人气少年偶像男团——易安音乐社；好好榜样旗下有赖冠霖、宋雨琦、刘些宁等高人气偶像。

动漫领域方面，2015年起，公司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，涉足国产动漫制作推广与发行，以打开动漫市场，成功推出《拳皇命运》、《灵笼》等广受好评的优秀动漫作品；而由艺画开天制作的改编自刘慈欣同名科幻小说的《三体》动画，预计2021年上映。

VR领域方面，2016年起，公司在国内成功投资大陆顶尖虚拟现实内容开发及运营公司天舍文化，正式进军国内VR市场，公司在VR游戏端的生态布局初现雏形。

图表24 公司国内泛娱乐投资布局状况



资料来源：公司公告整理、广证恒生

除了完善国内各种泛娱乐生态的投资，公司更将目光投向海外市场。通过引入优质海外产业投资，资源深度整合进一步扩展国际化泛娱乐市场。2016年起，公司首先投资了加拿大VR内容研发及发行商

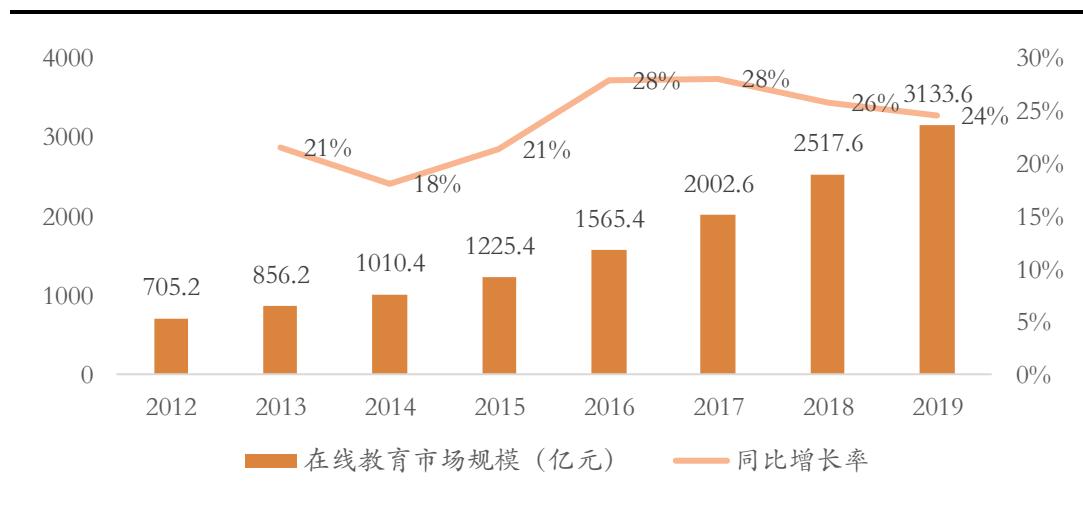
Archiact 公司、精品动漫研发商绝厉文化以及互动直播公司听听网络，同时参与收购了日本知名游戏公司 SNK Playmore Corporation，在全球范围内进行泛娱乐投资布局。

2.3.3 在线教育投资引起重点关注，未成年用户打开潜在市场

围绕泛娱乐布局，在线教育投资打开未来市场。除了传统的泛娱乐行业，公司还向在线教育行业与文化健康行业投入大额资金，为未来市场扩张做充分筹备。文化健康产业领域方面，2018 年起，公司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。除此之外，在线教育产业的投资则发力更为长远，2018 年起，三七互娱先后投资了儿童数字内容平台 KaDa 故事以及全资收购了少儿编程教育平台妙小程，关注“互联网+教育”模式，重视少儿启蒙教育及素质教育，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。

在线教育是教育板块中很大的市场，代表了未来的趋势。根据 2012-2019 年中国在校教育行业规模，在线教育市场由 705.2 亿元增长至 3133.6 亿元，增速有所降低但增长势头保持稳健。随着人均可支配收入的增加和新生代父母培养子女综合素质能力意识的增强，用户对在线教育的接受度不断提升、在线付费意识逐渐养成以及线上学习体验和效果的提升是在线教育市场规模持续增长的主要原因。在线教育针对的客户群体多为大学及以下的青年人群及未成年儿童，对在线教育市场的关注的正是为获取尚未扩展入泛娱乐市场的未成年用户情况打下基础。

图表25 2012-2019 中国在线教育市场规模及增速



资料来源：公司公告整理、广证恒生

关于在线教育的布局，公司表示此次对于妙小程教育的投资正是围绕泛娱乐布局做出的投资判断。妙小程是针对 6-18 岁儿童青少年的编程教育，正较为符合国家未来在编程教育方面的侧重。在收购决策上的考量上，公司目光着眼长远，欲针对尚未占领的未成年用户市场发力。一方面公司现有用户以成年人为主，青少年占比很低，而妙小程用户主要是青少年，收购是对于更好了解未成年用户的情况，提前了解全年龄段玩家的情况具有重要意义；另一方面在线教育本身属于较大的市场，发展速度较快，公司一直以来对于

布局在线教育领域早有计划。经过多次考量，妙小程团队一直以来的业务稳定，成绩也十分优异；同时其作为相对初创的项目，适合进行投资与开发。这次在线教育投资的发力，是公司在玩家端扩充市场想法的体现，也是公司长远布局的必经之路。

3. 高管团队专业专注，员工持股绑定利益

高管团队专注行业，公司治理结构进一步优化。伴随着近期第一大股东的变动与董事会、监事会的换届选举，目前，新的第一大股东李卫伟及其提名者已占据大多数董事席位。李卫伟是公司的创始人，在任至今创建了国内三七游戏、三七手游、海外 37GAMES 等遍布全球的多个知名游戏平台，也是公司在泛娱乐、文创领域投资的领导者。相比过去第一大股东吴顺，李卫伟及其管理团队在游戏、文化产业上的丰富经历与熟悉理解是促进公司向未来战略发展方向的一大助力。从上市公司发展的角度来看，管理层方面的变动，是对公司治理结构的进一步优化，管理环境的稳定也保证了公司在游戏行业上的专注与进一步前行。

“马拉松精神”为企业文化，坚持以此为激励以开拓市场和运营产品。立足脚下，专注长远是公司一直以来成功的基石。公司实控人李逸飞曾表示：“在跑马拉松的过程中，总有人突然加速，或者是慢下来走，而你不能被别人干扰，你要按自己的节奏去跑，这个在运营企业上也是一样。”“马拉松精神”所代表的是坚持自己的节奏、坚持前进的脚步不停歇的精神，这也体现了公司始终专注于游戏行业、坚定成为游戏行业领跑企业的目标从未动摇。未来，公司仍将以“马拉松精神”作为文化激励，继续开拓市场与运营产品。

员工持股彰显经营信心，激励计划绑定未来利益。除了高管团队的专业专注，公司更多次通过员工持股计划以建立员工约束机制，提高员工的凝聚力和公司核心竞争力。2019 年 6 月，公司推出第三期员工持股计划，以三亿元资金回购股票 2234.75 万股，以零价格授予不超过 400 名员工作为员工持股计划，锁定期分三期最长 36 个月，进一步绑定员工利益，彰显公司成长信心。此次员工持股计划相较过去更显用心：1) 惠及基层员工，极广覆盖范围。计划总人数不超 400 人，其中董高监在员工持股中所获股份占比仅为 6.73%，主要以惠及基层员工为重点。2) 设定标准高，彰显经营信心。此次计划设置未来三年累计归属净利润指标：2019 年净利不低于 15 亿元、2019~2020 年累计净利不低于 32 亿元、2019~2021 年累计净利不低于 52 亿元。这是对于公司盈利能力的认可与信心，更提升员工凝聚力与积极性。

图表26 公司 2019 年员工持股计划情况

覆盖范围	锁定期限	未来承诺指标	费用分摊预计
400 余人 (董高监所获股份占比仅 6.73%)	分三期 最长 36 个月	2019 年：≥15 亿	2019 年：8807 万元
		2020 年：≥32 亿	2020 年：13085 万元
		2021 年：≥52 亿	2021 年：6291 万元

资料来源：公司公告、广证恒生

4. 投資邏輯

我們預計公司2019-2021年歸母淨利潤為21/27/34億元，對應PE為30/24/19倍。行業層面看好遊戲板塊作為傳媒業績確定性最强的版塊，短期關注板塊基本面得到修復且龍頭成長確定性較大，疊加疫情催化，長期關注集中度提升+5G驅動+ARPU提升驅動遊戲板塊成長，研運一體化等實力較強的企業有望充分受益通信技術升級帶來的行業扩容發展的紅利，公司層面看好公司在多元產品組合齊發展背景下，SLG產品今年有望迎來突破，長期看云遊戲驅動新一輪成長，維持強烈推薦評級。

图表27 可比公司估值表

证券简称	总市值	PE-TTM	PE-2020	PE-2021
游族网络	196.26	35.66	15.25	13.12
完美世界	560.13	37.25	22.98	20.04
吉比特	274.94	31.03	26.27	22.81
姚记科技	112.75	32.06	19.07	14.29
顺网科技	163.71	198.45	34.78	27.90
掌趣科技	164.90	45.68	18.38	15.13

資料來源：公司公告、廣證恒生

5. 風險提示

- 政策監管趨嚴
- 遊戲流水不達預期
- 遊戲出海不達預期
- 5G商用心度不達預期
- 商譽減值風險

盈利預測與估值模型：

財務報表預測及比率分析

資產負債表						利潤表							
會計年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	會計年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
貨幣資金	819.21	1580.91	1532.97	1313.58	1624.77	1956.13	營業收入	5247.89	6188.83	7632.68	13135.84	16247.72	19561.28
應收票據及應收款	910.28	940.25	1298.55	2169.67	2683.66	3230.97	營業成本	1941.29	1948.20	1811.42	1878.95	2240.40	2636.86
預付賬款	291.96	283.52	193.77	555.35	686.91	827.00	營業稅金及附加	29.71	26.51	33.04	60.63	74.99	90.28
其他應收款	122.66	388.69	792.43	831.94	1029.02	1238.88	銷售費用	1607.75	1908.21	3347.26	7594.09	9361.61	11232.87
存貨	71.48	101.83	0.00	55.80	66.53	78.31	管理費用	514.93	776.66	246.06	254.84	315.21	379.49
其他流動資產	234.95	667.26	364.40	877.16	1084.96	1306.23	研發費用	0.00	0.00	537.71	739.02	914.10	1100.52
流動資產總計	2450.55	3962.46	4182.12	5803.50	7175.86	8637.51	財務費用	-5.46	28.56	17.10	37.42	42.15	20.70
長期股权投资	786.57	376.97	555.60	555.60	555.60	555.60	其他經營損益	-49.46	-351.30	-1049.36	40.00	30.00	20.00
固定資產	271.49	292.40	36.46	30.75	25.03	19.32	投資收益	54.67	256.03	80.54	0.00	0.00	0.00
在建工程	31.08	50.67	0.00	0.00	0.00	0.00	公允價值變動損益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形資產	43.86	44.90	14.30	12.78	11.08	9.22	營業利潤	1164.89	1405.43	1208.99	3349.92	4243.36	5221.08
長期待摊費用	101.97	79.80	74.29	37.14	0.00	0.00	其他非經營損益	153.89	511.19	548.04	31.22	31.22	31.22
其他非流動資產	2700.69	4352.94	3533.00	3531.97	3530.93	3529.90	利潤總額	1318.77	1916.62	1757.03	3381.14	4274.58	5252.30
非流動資產合計	3935.66	5197.68	4213.64	4168.23	4122.65	4114.04	所得稅	102.10	80.12	67.89	212.27	269.98	333.55
資產總計	6386.22	9160.14	8395.76	9971.73	11298.51	12751.55	淨利潤	1216.67	1836.50	1689.14	3168.87	4004.60	4918.75
短期借款	372.88	372.05	369.00	953.38	594.16	18.63	少數股東損益	146.51	215.92	142.93	298.87	355.41	423.82
应付票據及應收款	718.13	741.79	1082.36	844.40	1006.84	1185.01	歸屬母公司股東淨利	1070.16	1620.58	1546.21	2870.00	3649.19	4494.92
其他流動負債	533.26	404.47	540.88	672.76	815.68	969.87	EBITDA	1486.82	2105.19	1354.08	2724.94	3448.22	4181.09
流動負債合計	1624.27	1518.31	1992.24	2470.55	2416.68	2173.50	NOPLAT	1069.66	1374.05	650.05	2435.55	3100.56	3808.55
長期借款	23.76	337.94	281.18	281.18	281.18	281.18	EPS(元)	0.51	0.77	0.48	1.01	1.29	1.61
其他非流動負債	9.04	17.23	8.64	8.64	8.64	8.64							
非流動負債合計	32.80	355.16	289.82	289.82	289.82	289.82							
負債合計	1657.06	1873.48	2282.06	2760.36	2706.49	2463.32							
股本	2084.79	2148.11	2124.87	2124.87	2124.87	2124.87							
資本公積	934.48	1972.64	298.74	298.74	298.74	298.74							
留存收益	1504.39	2896.02	3549.07	4347.86	5373.10	6645.49							
歸屬母公司權益	4523.67	7016.77	5972.68	6771.47	7796.71	9069.10							
少數股东權益	205.49	269.89	141.03	439.90	795.31	1219.13							
股東權益合計	4729.15	7286.66	6113.70	7211.37	8592.02	10288.23							
負債和股東權益合計	6386.22	9160.14	8395.76	9971.73	11298.51	12751.55							
現金流量表						主要財務比率							
會計年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	會計年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
稅后經營利潤	1160.68	1579.41	1070.70	2401.14	3061.79	3789.52	成長能力						
折舊與摊銷	173.50	160.01	117.66	45.41	45.58	8.61	營收增長率	12.69%	17.93%	23.33%	72.10%	23.69%	20.39%
財務費用	-5.46	28.56	17.10	37.42	42.15	20.70	EBIT增長率	42.88%	48.11%	-36.44%	116.72%	26.99%	22.62%
其他經營資金	-276.79	63.92	748.97	-1946.84	-755.83	-797.93	EBITDA增長率	42.83%	41.59%	-35.68%	101.24%	26.54%	21.25%
經營性現金淨流量	1051.94	1831.90	1954.43	537.13	2393.70	3020.89	淨利潤增長率	32.00%	50.94%	-37.30%	111.03%	27.19%	23.55%
投資性現金淨流量	-1517.53	-1367.94	-55.11	28.71	28.71	28.71	盈利能力						
籌資性現金淨流量	168.82	310.25	-1969.27	-785.22	-2111.23	-2718.25	毛利率	63.01%	68.52%	76.27%	85.70%	86.21%	86.52%
現金流量淨額	-296.77	774.20	-69.94	-219.38	311.19	331.36	淨利率	23.18%	29.67%	15.09%	18.50%	19.02%	19.52%
							ROE	23.66%	23.10%	16.89%	31.47%	35.08%	37.43%
							ROA	16.76%	17.69%	12.01%	21.37%	24.21%	26.62%
							ROIC	38.04%	33.96%	10.57%	49.96%	42.32%	45.62%
估值倍數													
P/E	61.25						P/E	61.25	40.44	64.99	30.76	23.96	19.31
P/S	12.49						P/S	12.49	10.59	8.59	4.99	4.03	3.35
P/B	14.49						P/B	14.49	9.34	10.97	9.68	8.41	7.23
股息率	0.32%						股息率	0.32%	0.32%	0.96%	2.03%	2.61%	3.24%
EV/EBIT	48.89						EV/EBIT	48.89	33.82	52.44	24.81	19.54	15.90
EV/EBITDA	43.19						EV/EBITDA	43.19	31.25	47.88	24.40	19.28	15.87
EV/NOPLAT	60.03						EV/NOPLAT	60.03	47.88	99.74	27.30	21.44	17.42

數據來源：同花順iFinD

团队成员介绍：

肖明亮：江西高安人，武汉大学会计学硕士，目前担任TMT负责人，传媒和教育行业负责人，5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。

叶锟：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，4年产业和行业研究经验，主要研究教育及泛娱乐方向。

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所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（中信证券华南股份有限公司）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所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所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所有限公司”，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。