

三七互娱（002555）

流量运营独树一帜，海内外发力正当时

公司是国内手游研发及流量运营龙头，前身“上海三七玩”2011年成立，2012年布局海外市场，2015年“顺荣股份”重组上海三七，三七互娱登陆A股，2016年《永恒纪元》手游表现出色，完成“页转手”转型，2018年完成收购该极光网络剩余20%股权，增强游戏研发实力。

业绩高增长，市占率提升至前三。公司业绩快报2019年预计营收达132.3亿元，同增73.28%，预计归母净利润为21.4亿元，同增112.58%，整体流水超190亿元，主要报告期内系《一刀传世》、《斗罗大陆》H5等新产品带动增长。19H1公司手游市占率提升至10.02%，仅次于腾讯网易。

行业增速回暖、疫情催化、游戏出海、5G云游戏等多因素助力成长。手游行业19年增速回暖，20年有望持续，且20Q1受益疫情增长超预期。买量转向理性，头条新渠道助力，可比公司中三七互娱买量效率高于实际行业买量效率，18-19年通过买量获得过亿新增注册用户。出海市场广阔，公司19年出海最高排名11位。20年5G发展有望带来游戏行业增量，3月18日公司公布与华为合作的首款云游戏《永恒纪元》将于3月31日上线运营，预计年内将推出更多的自研云游戏。

极光计划和精细化运营开启2.0时代，全球化布局助力海外发行。

1) **极光2.0计划**旨在增加公司自研能力，2015-2018年，公司研发支出占营收比例由6%提升至7%，研发人员数量占总员工比例由41%增长至61%，人均研发费用也从33.2万元提高到39.2万元，19年底至20年初自主研发引擎2.0大幅提升自研实力。**流量2.0策略**意在从“产品+流量”向“品牌+流量”方向优化。18年底《一刀传世》邀请成龙代言，成为品牌推广领域一次成功的尝试，畅销榜最高第4。20年公司自研游戏储备丰富，《斗罗大陆3D》、《末日沙城》等产品表现可期，“量子”、“天机”等智能化平台助力流量运营，有望提升买量效率。

2) **海外市场成为公司业绩增长的新蓝海**，公司自有国际游戏平台和游戏储备丰富，如《狂野西境》(20年3月上线)、《Final Order》等，海外游戏发行增长、产品品类多元化可期，预计20年将持续增长(yoy>50%)。

3) **股权结构持续改善**，随吴氏家族减持落地，经营管理层持股比例超40%对公司拥有实控权，19年最新一期3亿员工激励计划彰显长期信心，且研发人员持股比例提升有利于公司集中资源于游戏，重视研发投入。

投资建议：公司通过研发+买量形成自身的竞争优势，夯实国内手游前三地位，并持续以“品牌+流量”模式及技术智能化优化买量效率，加大自身研发投入提升产品质量，我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为21.5/26.3/31.9亿，对应估值30x/25x/21x，根据可比公司估值法，A股可比公司完美世界、吉比特20年当前估值25x，我们看好5G、出海等逻辑下行业整体估值的提升，公司与前期估值高位仍存在一定差距，我们给予35x龙头溢价估值，对应目标价43.75元，给予“买入”评级。

风险提示：版号等行业监管、市场竞争加剧、海外不达预期等风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,188.83	7,632.68	13,225.91	16,088.12	19,032.25
增长率(%)	17.93	23.33	73.28	21.64	18.30
EBITDA(百万元)	1,507.99	1,281.36	2,715.26	3,329.61	4,023.12
净利润(百万元)	1,620.58	1,008.50	2,145.09	2,630.46	3,187.43
增长率(%)	51.43	(37.77)	112.70	22.63	21.17
EPS(元/股)	0.77	0.48	1.02	1.25	1.51
市盈率(P/E)	40.33	64.80	30.47	24.84	20.50
市净率(P/B)	9.31	10.94	11.67	9.93	8.40
市销率(P/S)	10.56	8.56	4.94	4.06	3.43
EV/EBITDA	27.63	13.52	23.24	18.62	15.25

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2020年03月23日

投资评级

行业 传媒/互联网传媒

6个月评级 买入(首次评级)

当前价格 34.99元

目标价格 43.75元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,112.25
流通A股股本(百万股)	1,347.77
A股总市值(百万元)	73,907.69
流通A股市值(百万元)	47,158.49
每股净资产(元)	3.09
资产负债率(%)	31.82
一年内最高/最低(元)	39.70/11.66

作者

文浩 分析师
SAC执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《天风证券互联网传媒行业点评：一季度业绩兑现，游戏出海受益，看好板块投资价值》 2020-03-03

2 《互联网传媒：关注海外疫情变化，详细梳理出海应用》 2020-02-24

内容目录

1. 公司介绍：页游起家成功转型，手游运营精细化龙头	6
1.1. 公司背景：页游起家转型页手游共同发展，推动国产游戏全球化	6
1.2. 业务介绍：页转手成效显著，投资布局泛娱乐领域	6
1.2.1. 手机游戏业务	7
1.2.2. 网页游戏业务	8
1.2.3. 其他文化创意业务	8
1.3. 股权结构及管理团队：股权结构持续改善，管理团队经验丰富	9
1.4. 财务分析：自研手游、游戏出海快速发展，毛利率稳定提升，销售费用受新游上线影响增长显著	10
2. 行业分析：游戏进入存量时代，出海前景广阔，买量转向理性.....	21
2.1. 19 年手游市场增速回暖，流量 2.0 时代 ARPU 值驱动强调研发重要性	21
2.2. 腾讯网易双巨头领先，三七互娱进发国内第三把交椅	22
2.3. 买量市场进入白热化，市场需要思考如何提升效率	23
2.3.1. 产业链分成比例稳定，长周期运营回收成本	23
2.3.2. 游戏人口红利后周期，买量市场竞争白热化，三七通过流量运营形成品牌效应	25
2.4. 买量倒逼研发提升转化率，通过买量经验提高导流效果	27
2.4.1. 买量投入提升促使理性买量，倒逼厂商强化研发	27
2.4.2. 买量经验正向迭代，提高导量效果，可根据买量数据及游戏类型判断趋势	29
2.5. 海外游戏市场广阔，中国游戏认可度提升，不断打破出海天花板	30
2.5.1. 海外游戏市场增速快，市场广阔，中国公司正积极布局欧美日韩主要游戏市场	30
2.5.2. 中国自研游戏认可度提升，不断突破海外市场天花板	31
2.5.3. 政策支持新高度，打造中国游戏文化品牌	32
2.6. 20 年 5G 发展大背景，云游戏发展有望带来行业新动向	35
3. 投资要点：精细化运营和极光计划开启 2.0 时代，全球化布局助力海外发行	36
3.1. 流量精细化运营，买量由“产品+流量”向“品牌+流量”模式优化	36
3.2. AI 赋能流量运营，买量效率有望得到提升	37
3.3. 研发支出占比不断提高，“极光 2.0”计划培养核心竞争力	38
3.3.1. 公司重视提高研发能力，培养研发人员，提高长线运营能力	38

3.3.2. 以“精品化、长线化、多元化”为产品策略，自研体系多元化	40
3.4. 加码全球化布局，大力发展游戏出海	44
3.4.1. 以“本地化精细运营+立体整合营销”为战略，海外运营积累丰富经验 ..	44
3.4.2. 研运一体化，出海战略已见成效，有望在政策鼓励下继续开拓疆土	46
3.5. 借力5G，与华为合作搭建云游戏框架体系，VR游戏布局初现成效	48
3.6. 治理结构优良，商誉质押低风险，子公司业绩健康	49
3.7. 公司管理层持股集中，回购3亿用于员工激励，彰显团队信心	51
4. 盈利预测：高增长龙头，给予“买入”评级	51
5. 风险提示	53

图表目录

图1：三七互娱历史大事件及手游发行战略图	6
图2：三七互娱业务布局	6
图3：三七互娱旗下部分游戏发行品牌	7
图4：三七互娱手机游戏产品发展历程	8
图5：三七互娱其他文创业务布局	8
图6：三七互娱股权穿透图及近期股权变动情况	9
图7：三七互娱2015-2019E营业收入及增速	10
图8：三七互娱2015-2019H1分产品营收	11
图9：三七互娱2015-2019H1分地区营收	11
图10：三七互娱2015-2019H1分产品营收占比	11
图11：三七互娱2015-2019H1分地区营收占比	11
图12：三七互娱2017Q1-2019Q4单季度营收及增速	12
图13：三七互娱2015-2019E归母净利润及增速	13
图14：三七互娱2015-2019Q1-Q3扣非归母净利润及增速	13
图15：三七互娱2017Q1-2019Q4E单季度归母净利润及增速	14
图16：三七互娱2015-2019H1毛利率情况	15
图17：三七互娱2015-2019Q1-Q3毛利率及净利率情况	15
图18：三七互娱2017Q1-2019Q3单季度毛利率及净利率情况	16
图19：三七互娱2015-2019Q1-Q3期间费用情况	17
图20：三七互娱2016Q1-2019Q3单季度期间费用情况（单位：%）	17
图21：2016~2019H1公司互联网流量费用及同比增长情况	18
图22：2016~2019H1公司买量效率情况	18
图23：三七互娱2015-2019Q1-Q3经营性现金流情况	19
图24：三七互娱2016Q1-2019Q3单季度经营性现金流情况	19
图25：2019年非经常性损益情况（单位：万元）	20

图 26: 2015-2019 中国移动游戏市场规模及增速	错误!未定义书签。
图 27: 2015-2019 中国移动游戏用户规模及同比增速	错误!未定义书签。
图 28: 2015-2019 中国移动游戏市场 ARPU 值及增速	错误!未定义书签。
图 29: 2015Q1-2019Q3 腾讯网易手机游戏市场份额	22
图 30: 三七互娱在手游产业链上所处环节	23
图 31: 三七互娱业务流程图	24
图 32: 三七互娱现金流流程图	24
图 33: 单用户 ROI 解析 (按月份)	25
图 34: 单游戏 ROI 解析 (按季度)	25
图 35: 新游戏收入变化解析 (按季度)	25
图 36: 单款游戏实际营收案例	25
图 37: 公司发行模式变迁示意图	27
图 38: A 股主要游戏公司 2016-2018 年研发投入合计 (单位: 亿元)	28
图 39: A 股主要游戏公司 2016-2018 年研发投入占营收比例	28
图 40: A 股主要游戏公司 2016-2018 年研发人员数量 (单位: 人)	29
图 41: 2013-2022E 全球游戏市场规模及增速	31
图 42: 2008-2019 年中国自研游戏海外市场销售收入	31
图 43: 2017-2019 年中国自研游戏国内外市场实际销售收入增长率对比	32
图 44: 三七互娱《一刀传世》抖音游戏宣传界面	37
图 45: “量子-天机”运作原理	38
图 46: 三七互娱 2015-2019H1 研发投入及占营收比重	38
图 47: 三七互娱 2015-2018 研发人员数量及占比	38
图 48: 2015-2018 人均研发投入 (单位: 万元)	39
图 49: 《永恒纪元》游戏界面	41
图 50: 《永恒纪元》中国区 iPhone 畅销榜排名情况	41
图 51: 《大天使之剑 H5》中国区 iPhone 畅销榜排名情况	42
图 52: 《大天使之剑 H5》台湾地区 iPhone 畅销榜排名情况	42
图 53: 《大天使之剑 H5》游戏界面	42
图 54: 《一刀传世》游戏宣传图	43
图 55: 《一刀传世》中国区 iPhone 畅销榜排名情况	43
图 56: 《斗罗大陆 H5》游戏界面图	43
图 57: 《斗罗大陆 H5》中国区 iPhone 畅销榜排名情况	44
图 58: 三七互娱产品在台湾和澳门表现亮眼	45
图 59: 2019 美国流水 top100 移动游戏各类型流水分布	46
图 60: 2019 上半年中国公司海外游戏用户支出排名	46
图 61: 2018 年 4 月-2020 年 2 月部分游戏公司出海收入排名	47
图 62: 三七互娱 2015-2019H1 海外收入规模及毛利率水平	47
图 63: 三七互娱 2015-2019H1 海外收入占比情况	47
图 64: 2020 年 VR 游戏《FREEDIVER : Triton Down Extended Cut》	49
图 65: 三七互娱 PE BAND 图 (PE TTM)	52

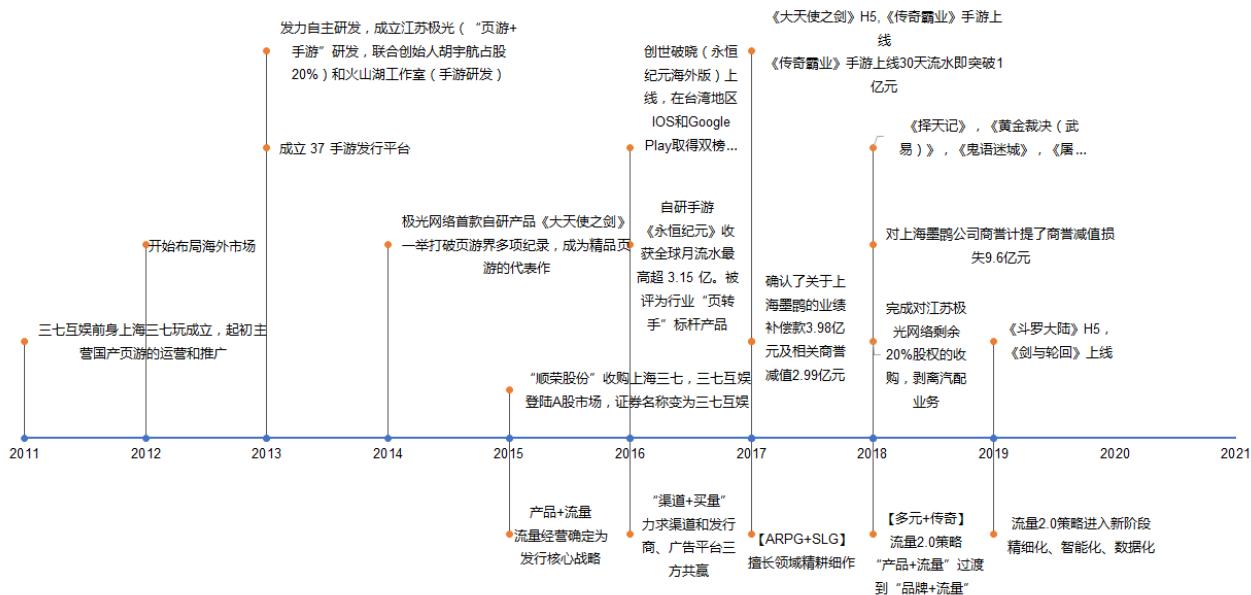
表 1：三七互娱游戏业务收入确认方法、成本构成及费用构成.....	9
表 2：三七互娱高管情况.....	10
表 3：19Q1-Q3 公司少数股东损益情况	14
表 4：2016~2019H1 公司买量效率情况	18
表 5：2018-2019Q3 金融资产相关数据（单位：亿元）	20
表 6：2018-2019 游戏买量市场相关数据	26
表 7：2017-2018 年中国手游行业买量成本情况.....	26
表 8：2016-2018 主要游戏公司买量成本情况	26
表 9：2017-2019H1 三七互娱 CPA 情况.....	27
表 10：2018-2019H1 主要游戏厂商、重点投放游戏及游戏类型整理	29
表 11：18Q4-19Q3 可比公司投放广告数量及占比情况	30
表 12：监管领导发言情况	32
表 13：2019 年 12 月监管领导发言	34
表 14：三大游戏厂商联手华为探索云游戏发展	35
表 15：流量 1.0 时代及 2.0 时代对比	36
表 16：2020 年三七互娱主要国内游戏 Pipeline	39
表 17：出海游戏排行表现	44
表 18：公司海外主要游戏储备	44
表 19：2018 年主要游戏公司海外业务收入、毛利、毛利率	48
表 20：公司实际内生利润及同比增长情况	49
表 21：公司商誉减值情况	50
表 22：子公司业绩承诺完成情况	50
表 23：A 股可比公司商誉及质押率比较	50
表 24：2019-2022 年公司股份支付费用（测算值）情况	51
表 25：三七互娱营业收入假设	52
表 26：三七互娱毛利率假设	52
表 27：可比公司估值表	52

公司介绍：页游起家成功转型，手游运营精细化龙头

公司背景：页游起家转型页手游共同发展，推动国产游戏全球化

公司前身“上海三七玩”成立于2011年，主营国产页游的运营和推广。2012年起开始布局海外市场，2013年成立极光网络，占股80%。2015年“顺荣股份”收购上海三七，三七互娱登陆A股市场。凭借自主研发手游《永恒纪元》等头部作品，公司2016年成功完成“页转手”转型。公司于2017年5月完成对江苏智铭等公司整体收购，并在2018年完成对极光网络剩余20%股权的收购，增强了公司游戏研发实力以及发行能力。

图1：三七互娱历史大事件及手游发行战略图



资料来源：公司公告、公司官网、天风证券研究所

业务介绍：页转手成效显著，投资布局泛娱乐领域

2018年11月，公司出售汽配部件公司股权，剥离汽配业务，将重心放在文化创意业务上，其中以手机游戏和网页游戏的研发、发行和运营为主，同时布局影视、动漫、音乐、VR等文化创意业务。

图2：三七互娱业务布局



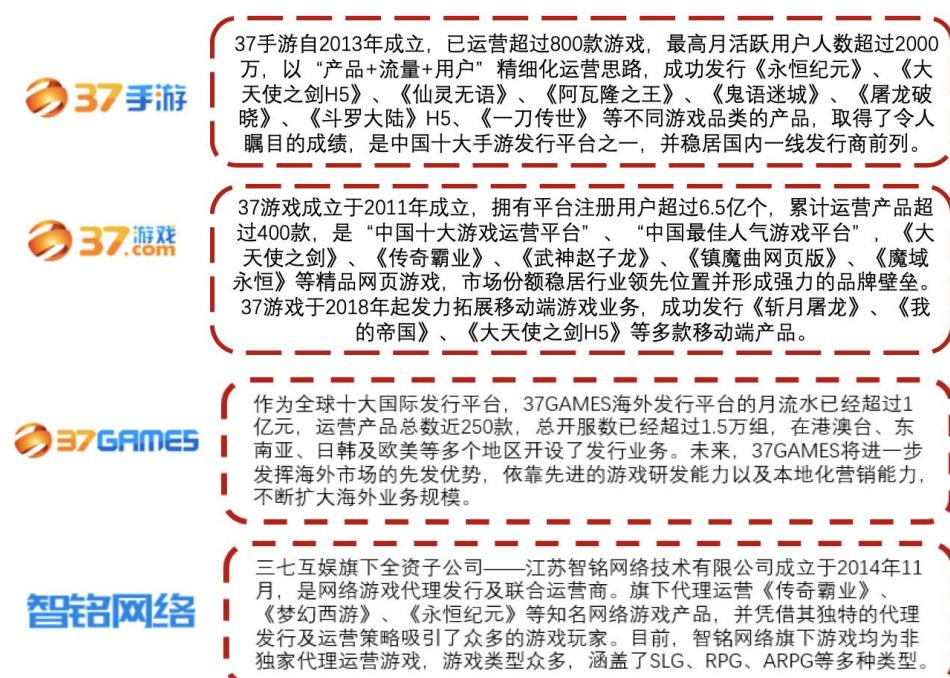
资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司手机游戏和网页游戏的运营模式主要包括自主运营和第三方联合运营。

- **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。

公司的游戏发行品牌包括 37 手游、37 游戏、智铭网络，在海外品牌包括 37.com 为统一域名的 37GAMES 国际平台、泰国市场的 GMTHAI 平台。

图 3：三七互娱旗下部分游戏发行品牌



资料来源：公司官网、天风证券研究所

手机游戏业务

2016 年上线的自主研发产品《永恒纪元》全球最高月流水超过 3.15 亿元，此款游戏的成功成为公司“页转手”业务的转折点。

手机游戏业务包括国内手游的研发和发行，以及在海外市场的发行。近年来，公司发行策略从相对专一的“ARPG+SLG”调整为“多元化发展”。产品涵盖角色扮演、战争策略、模拟经营、益智休闲等多种游戏类型。同时，凭借对用户需求的深刻了解，公司联手研发厂商共同推动产品调优，持续向市场推出吸引玩家的优质内容。在手机游戏产品研发方面，公司积极设计创新，提升产品引擎性能、美术品质，满足用户的高品质游戏体验需求。

图 4：三七互娱手机游戏产品发展历程



资料来源：公司公告、APP Annie、天风证券研究所

网页游戏业务

公司页游研发和发行经验丰富，处于页游市场行业领先地位。公司自 2011 年成立起即布局网页游戏运营。37 游戏作为中国十佳游戏平台，致力于游戏精细化运营与优质的客户服务，旗下产品涵盖角色扮演、战争策略、模拟经营、体育竞技、益智休闲等多种游戏类型。根据 9k9k，公司国内市场的网页游戏业务在 2018 年运营平台开服排行榜中稳居第一，市场份额继续维持行业前列。

其他文化创意业务

公司维持在影视、音乐、动漫、VR 等领域的投资。在未来的投资布局中，公司以优质内容为战略方向，在维持游戏核心业务的高速增长同时，布局其他高速增长的文创细分领域，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和战略协同。除了已经布局的影视、动漫、音乐、VR 等领域，公司将进一步在教育、体育、社交、幼儿等领域积极布局，建立起一个能为全年龄段提供优质内容的品牌，未来通过与所投资公司的战略协同以及规模放大，为各种细分人群提供优质的内容以及服务，成长为伴随中国年轻一代成长的文创品牌。

图 5：三七互娱其他文创业务布局

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、新线索影视及金海拾艺。

影视

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。

VR

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。

音乐

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。

文化健康

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。

动漫

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。

互联网
少儿教育

资料来源：公司官网、天风证券研究所

在游戏业务的收入确认、成本和费用构成方面，对于自主运营模式，将玩家实际充值并已消费的金额记为营业收入；对于联运模式，将与第三方运营公司分成后的金额记为营业收入。广告买量投入即互联网流量费用计入销售费用，研发支出也计入费用端。

表 1：三七互娱游戏业务收入确认方法、成本构成及费用构成

项目	确认方法或项目构成
收入	在自主运营模式下，公司全面负责游戏的运营、推广与维护，提供游戏上线的广告投放、在线客服及充值收款的统一管理。游戏玩家直接在前述渠道注册并进入游戏，通过对游戏充值获得游戏内的虚拟货币，使用虚拟货币进行游戏道具的购买， 公司在游戏玩家消耗完毕虚拟货币时将游戏玩家实际充值并已消费的金额确认为营业收入。
	在第三方联合运营模式下，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，公司与开发商联合提供技术支持服务。 公司按照与第三方游戏运营公司合作协议所计算的分成金额在双方结算完毕核对无误后确认为营业收入，对于公司同时收取一次性版权金的情况下，公司在收到版权金时计入递延收益，并在协议约定的收益期内按照直线法摊销计入营业收入。
成本	主要包括游戏分成、服务器成本和版权金摊销
费用	主要包括销售费用（占比最大的为互联网流量费用，其次为人员薪酬及福利费）、研发费用（占比最大的为人员薪酬及福利费）、管理费用（占比最大的为人员薪酬及福利费）和财务费用（占比最大的为利息支出）

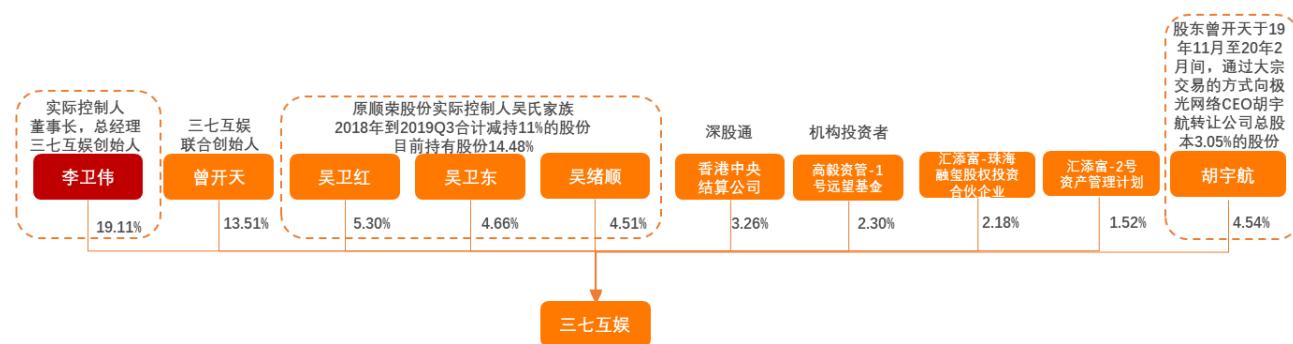
资料来源：公司 2019 年半年度报告、天风证券研究所

股权结构及管理团队：股权结构持续改善，管理团队经验丰富

截至 2019 年 9 月 30 日，公司实际控制人为三七互娱创始人、公司董事长李卫伟，其个人持有三七互娱 19% 的股份。原实际控制人吴氏家族（吴绪顺、吴卫红、吴卫东）合计持股 18.3%，根据公司 2019 年 10 月 9 日的减持公告，吴氏家族近两年连续通过大宗交易和集中竞价（ETF 换购）等方式进行减持；减持后，吴氏家族持有公司股份 3.06 亿股，占公司总股本 14.48%，导致公司第一大股东发生变化，由吴氏家族变更为李卫伟。18 年汽车业务剥离及吴氏家族退出控股股东地位有望增强治理层中文化创意业务董事占比，进一步集中上市公司资源发展文化创意事业。

股东曾开天于 19 年 11 月开始通过大宗交易的方式向研发负责人胡宇航转让公司股份，转让于 20 年 2 月 7 日终止，共转让公司总股本 3.05%，其中 11 月 7 日转让 1.63%，转让均价为 16.7 元。本次转让有利于更好支持游戏研发的发展、增强精品游戏的产出能力、进一步扩大研运一体模式优势，实现胡宇航与上市公司长期发展战略之间的深度绑定。同时，此举有利于优化上市公司股东结构，维护上市公司长期战略稳定。

图 6：三七互娱股权穿透图及近期股权变动情况



资料来源：公司公告（2019 年三季报，曾开天、胡宇航二人根据最新公告做了相应调整）、天风证券研究所

高管团队行业经验丰富。公司在文化创意领域内经营多年，通过健全的员工保障体系、有效的员工激励机制、完善的员工成长环境、丰富的企业文化生活，凝聚了一批技术领先的研发人才、经验丰富的发行人才以及具有行业引领能力的管理人才组成核心团队。公司核心团队稳定，具备前瞻性的战略布局能力，丰富的创意以及高效的执行力，坚持马拉松式

的创业精神，不断追赶上并超越行业领先者。

表 2：三七互娱高管情况

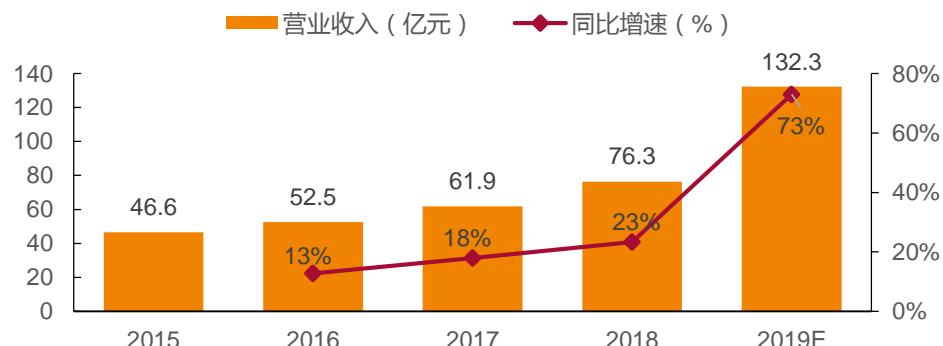
姓名	职位	经历
李卫伟	董事长、总经理	长江商学院 EMBA，2000 年 8 月起先后就职于深圳专家网络科技有限公司、深圳权智信息科技有限公司、北京新浪互联信息服务有限公司、广州海岩网络科技有限公司。2011 年 10 月至 2015 年 3 月 18 日任三七互娱（上海）科技有限公司执行董事兼总经理。2015 年 1 月 20 日起任三七互娱第三届董事会副董事长，2015 年 8 月 24 日起兼任总经理。
曾开天	联合创始人	毕业于兰州大学，获中欧商学院 EMBA 学位。创立三七前，2000-2001 年任上海李奥贝纳广告有限公司广州分公司媒介总监，2001-2009 年任广东鸿联九五信息产业有限公司广州分公司副总经理。2011 年与李卫伟共同创立公司，目前是海外业务拓展的负责人。
杨军	董事、副总经理	中共党员，企业管理硕士，中国注册会计师，无境外永久居留权。2006 年 6 月至 2012 年 4 月任德勤华永会计师事务所审计部经理；2012 年 4 月至今任三七互娱（上海）科技有限公司 CFO。2015 年 1 月 20 起任三七互娱董事、副总经理。
罗旭	副总经理	长江商学院 EMBA 在读。2005 年 9 月起先后就职于广州市鸿联九五信息产业有限公司、广州浩动网络科技有限公司、广州市聚诚计算机技术服务有限公司。2012 年 1 月至今，任三七互娱（上海）科技有限公司高级副总裁。现任三七互娱副总经理。
朱怀敏	副总经理	中欧国际商学院 EMBA 学位在读。自 2012 年起担任三七互娱技术中心总经理。在加盟三七互娱之前，曾在新浪网任职技术专家多年。在高并发与高可用的互联网系统构架、数据中心运维管理、攻击与系统安全、研发人员管理等方面有丰富的经验和实践，是一位经验与技术兼备的资深技术专家。
叶威	财务总监、董事会秘书	中共党员，中国注册会计师。2006 年 8 月至 2013 年 7 月任安永会计师事务所广州分所审计经理，2013 年 7 月至 2015 年 3 月任三七互娱（上海）科技有限公司财务总监，2015 年 3 月 30 日起任三七互娱财务总监。现任三七互娱财务总监兼董事会秘书。
胡宇航	极光网络 CEO	目前负责三七互娱的研发工作。致力于网页及移动游戏研发，是业内资深的游戏产品研发专家，具有丰富的游戏研发经验和项目管理经验。

资料来源：公司公告、公司官网、天风证券研究所

财务分析：自研手游、游戏出海快速发展，毛利率稳定提升，销售费用受新游上线影响增长显著

营业收入：三七互娱 2016-2019 年营收持续稳步增长，近 3 年营收复合年均增长率为 36%。主要由于公司坚定强化手游发行业务差异化竞争优势，充分利用丰富的产品储备，特别是以发行《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等为代表的“页转手”头部产品，完成了“页转手”的转型。2019 年实现营收 132.3 亿元，同比增长 73.28%，主要是受《一刀传世》、《斗罗大陆 H5》等新游戏上线的推动，带动手机游戏业务收入增长。

图 7：三七互娱 2015-2019E 营业收入及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

分业务来看，公司手机游戏业务占比逐年提升，2019H1 营收 54.3 亿元，同比增长 152.9%，占比达 89%；网页游戏业务 19H1 营收 6.4 亿元，同比下降 29.2%，但精品页游仍保持稳定流水。

- **收入：**19H1 公司手游业务实现营收 54.3 亿元，同比增长 153%，毛利率 87.6%，同比增长 10pcts。营业收入大幅增长主要系《斗罗大陆 H5》和《一刀传世》等新游表现亮眼；
- **运营：**公司 19H1 国内手机游戏业务的市场占有率为 10.02%，较 18 年 6.48% 提升较快。19H1 运营的新增注册用户合计超过 1.33 亿，相较 18 年全年新增注册用户 1.1 亿已有提升，最高月活跃用户超过 3400 万，比 18 年最高月活跃用户多 1400 万。19H1 公司接连推出《一刀传世》、《斗罗大陆 H5》两款月流水过亿的自主研发产品，《永恒纪元》、《大天使之剑》等多款上线 1 年以上的自研精品游戏在已发行地区保持稳定流水；
- **流水：**公司手游研发业务流水大幅提升，19H1 最高月流水超过 13.5 亿，相较 18 年最高月流水 9.3 亿显著增长，两款自主研发产品《一刀传世》、《斗罗大陆 H5》月流水过亿，自研游戏收入占比持续提升。
- **页游收入：**19H1 页游业务实现营收 6.4 亿元，较去年同期下滑 29.2%，占总收入的 10.6%，营收同比有所下降主要是受用户向移动端转移、网页游戏产品数量减少两方面因素的影响。

分地区看，公司近三年海内外业务营收占比相对稳定，说明海内外业务同步稳定增长，海外市场开拓和发展局面良好。19H1 国内业务实现营收 55.7 亿元，同比增长 97%，占总收入 92%，同比增长 6pcts。海外业务实现营收 5.0 亿元，同比增长 5%，占总收入 8%，同比下降 6pcts。

图 8：三七互娱 2015-2019H1 分产品营收



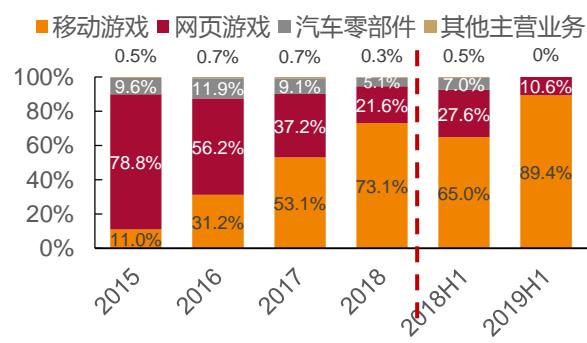
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：三七互娱 2015-2019H1 分地区营收



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 10：三七互娱 2015-2019H1 分产品营收占比



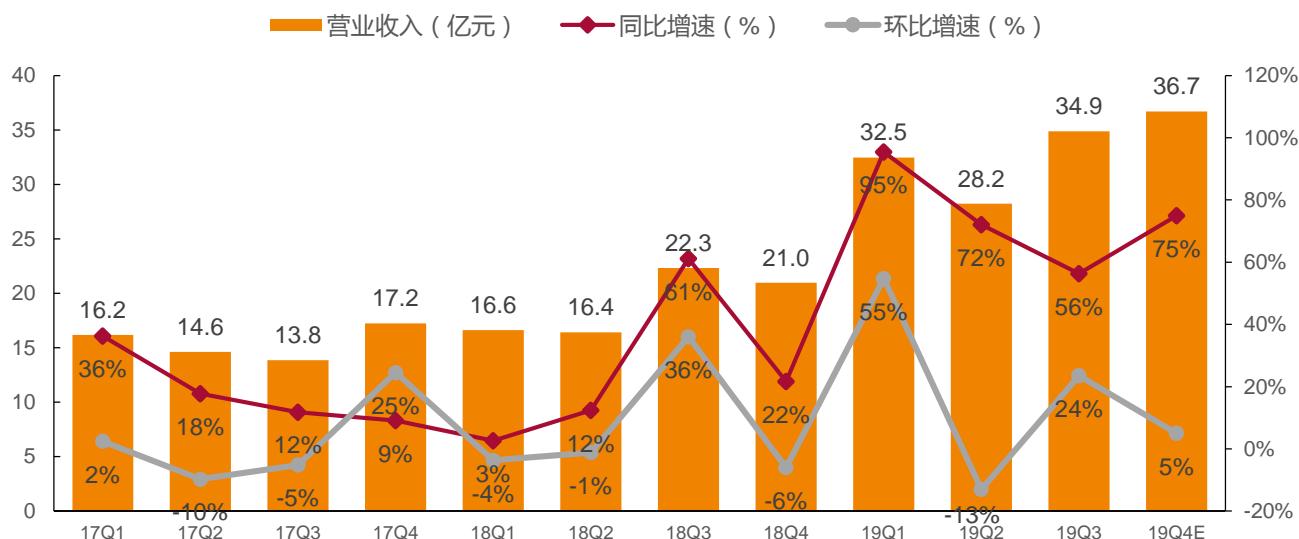
资料来源：公司公告、天风证券研究所

资料来源：公司公告、天风证券研究所

分季度看，公司营收受到游戏上线的影响，呈波动上升的趋势。

- 2018 年各季度分别实现营收 16.6 亿元、16.4 亿元、22.3 亿元和 21.0 亿元，其中 Q3 同比增长亮眼，同比增长 61%，主要系《鬼语迷城》、《屠龙破晓》等新手游表现亮眼；
- 19Q1 受 18 年 12 月《一刀传世》及 19 年 1 月《斗罗大陆 H5》上线影响，营收大幅增长。营业收入总额为 32.5 亿元，同比增长 95%；
- 19Q2 实现营业收入 28.2 亿元，同比增长 72%，环比下降 13%。主要系《一刀传世》、《斗罗大陆 H5》等带动手机游戏业务收入同比增长；
- 19Q3 实现营业收入 34.9 亿元，同比增长 56%，环比增长 24%，创季度新高，主要系《一刀传世》、《斗罗大陆 H5》等带动业绩增长。
- 19Q4 预计实现营业收入 36.7 亿元，同比增长 75%，环比增长 5%，主要系《一刀传世》、《斗罗大陆 H5》表现稳定，新游《混沌起源》、《拳魂觉醒》上线。
- 据公司业绩快报，预计 20Q1 手游经营流水将同比增长约 25%-30%，3 月公司海外发行 SLG《狂野西境》，该款产品开发商是 SLG 头部产品《阿瓦隆之王》、《火枪纪元》核心制作人刘宇宁所带领的羯磨科技，20Q1 公司营收表现可期。

图 12：三七互娱 2017Q1-2019Q4 单季度营收及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

净利润：公司原主营业务为汽车塑料燃油箱制造、销售。公司于 2014 年收购了上海三七互娱 60% 的股权，并在 2015 年完成了对剩余 40% 股权的收购，之后游戏业务成为公司的经营主体，并在 2018 年将汽车相关业务完全剥离。为考量公司真实的净利增长情况，从 16 年算起，公司 2016-2019 期间，归母净利润 3 年复合增长率为 26%。

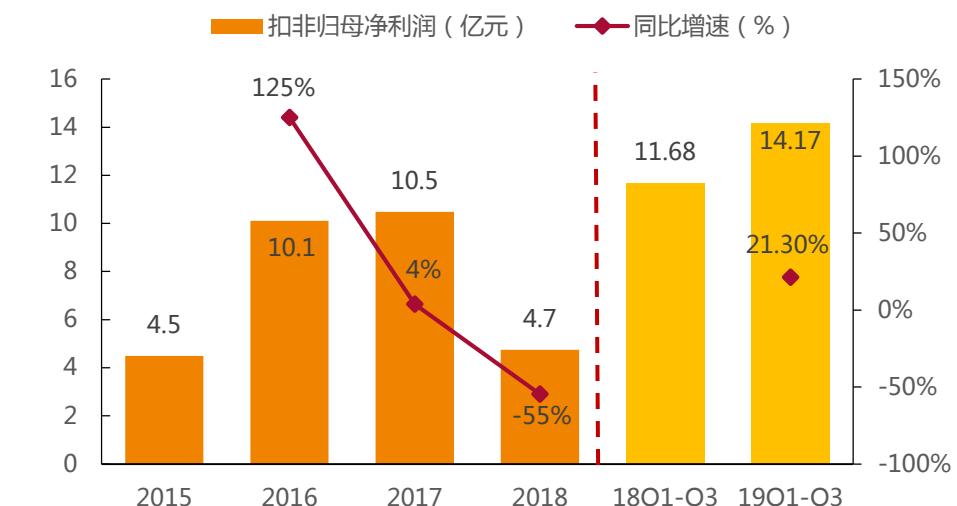
- 但 2018 年受到商誉减值，投资收益以及销售费用增加等的影响，归母净利润有所下滑，扣非净利润与营收增速并不匹配。公司 2018 年归母净利润 10.1 亿元，同比下降 38%。扣非归母净利润 4.8 亿元，同比下降 55%。
- **公司公布 19 年业绩快报确定高增长弹性，稳定市场信心。**公司预计 2019 年全年实现归母净利润 21.4 亿元，同比增长 112.58%，主要系报告期内《一刀传世》、《斗罗大陆 H5》等带动业绩增长。

图 13：三七互娱 2015-2019E 归母净利润及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 14：三七互娱 2015-2019Q1-Q3 扣非归母净利润及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

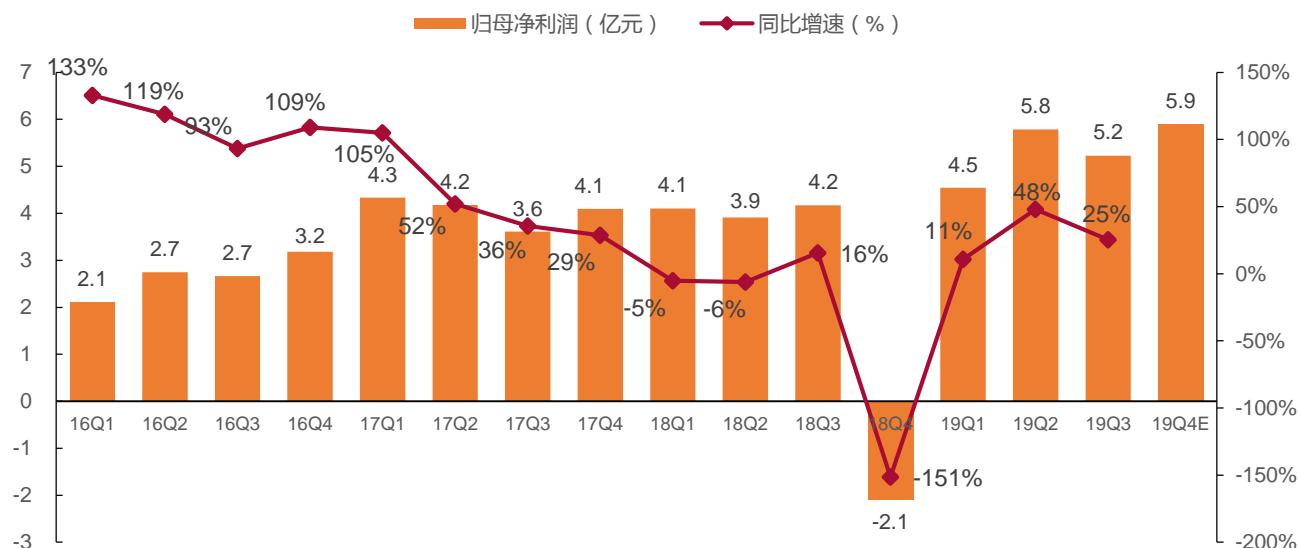
分季度看，公司近年业绩与子公司收购以及头部游戏表现相关。

- 公司 16Q1-17Q1 归母净利润维持较高的同比增长率，主要系公司完全收购子公司上海三七互娱后并表，以及头部游戏《永恒纪元》上线表现亮眼。
- 2018 年各季度分别实现归母净利润 4.1 亿元、3.9 亿元、4.2 亿元和-2.1 亿元，18Q4 归母扣非净利润-6.9 亿元，主要系公司对上海墨鹍公司商誉计提了商誉减值损失 9.6 亿元，减值损失金额大幅超过业绩补偿款及经营利润，导致 18Q4 业绩有所下滑。
- 19Q1 归母净利润为 4.5 亿元，同比增长 11%，扣非归母净利润为 4.2 亿元，同比增速仅为 6%，与营收 95% 增速不匹配。主要系《一刀传世》、《斗罗大陆 H5》游戏推广支出降低净利率所致。
- 19Q2 归母净利润 5.8 亿元，同比增长 48%，环比上升 27%；扣非归母净利润 5.3 亿元，同比增长 44%，环比上升 27%。游戏进入利润周期后，19Q2 净利润同比增速相比 Q1 有明显改善。
- 19Q3 归母净利润 5.2 亿元，同比增长 25%，环比下降 10%；扣非归母净利润 4.7 亿元，

同比增长 14.9%，环比下降 12%。主要系买量投入（销售费用中的互联网流量费用）增长迅速，部分股权激励费用在各费用中有所体现，环比有所增长。

- 公司预计 2019 年全年实现归母净利润 21.4 亿元，同比增长 112.58%。经拆分，19Q4 预计将实现归母净利润 5.9 亿元，四季度有自研《超能球球》、《拳魂觉醒》上线，同时《斗罗大陆 H5》、《一刀传世》等贡献稳定流水。
- 公司于业绩快报预告 20Q1 手游流水将较去年同期增长约 25%~30%，而公司安卓自有渠道流水比例在持续提升，加上去年同期《一刀传世》上线初期，流水增长主要在 Q1 体现，利润增长主要在 Q2 体现，净利率将有所提升（19Q1 净利率~15% 为 19 年各季度最低），公司 20Q1 净利弹性可期。

图 15：三七互娱 2017Q1-2019Q4E 单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司尚有部分少数股东损益：19Q1-Q3 公司净利润为 17.6 亿元，少数股东损益为 2.1 亿元，占净利润 11.8%，主要系广州三七公司（少数股东持股 20%）造成，各季度情况如下表所示：

表 3：19Q1-Q3 公司少数股东损益情况

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1-Q3
少数股东损益	0.31 亿元	0.95 亿元	0.82 亿元	2.08 亿元
净利润	4.85 亿元	6.74 亿元	6.04 亿元	17.64 亿元
占比	6.40%	14.12%	13.52%	11.79%

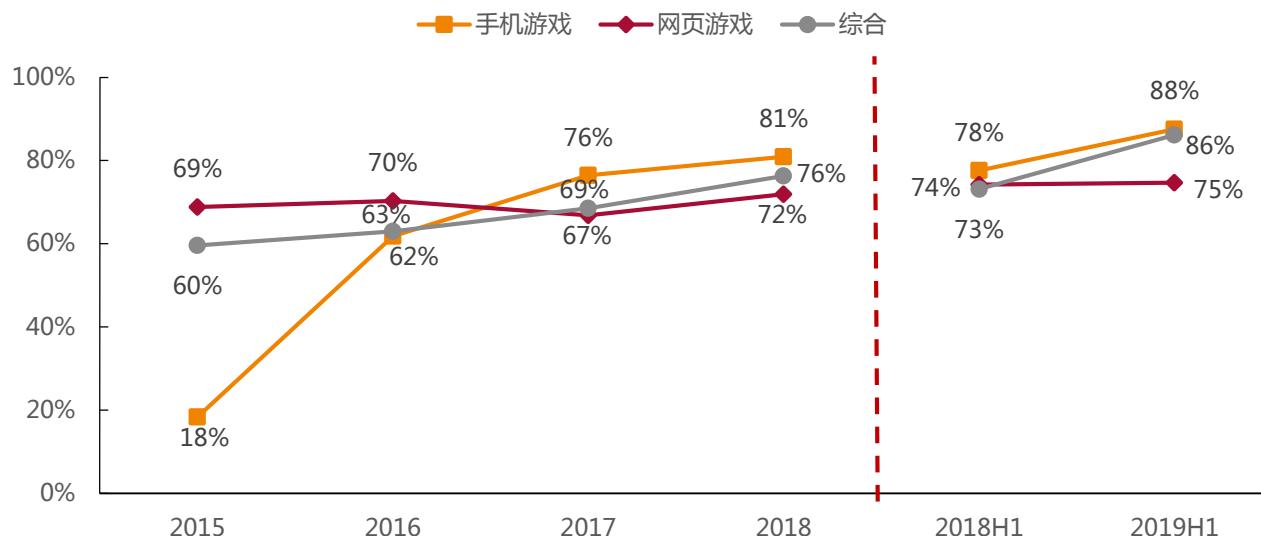
资料来源：公司公告、天风证券研究所

毛利率：手游业务占比上升且手游毛利率提升，页游毛利率基本保持稳定，整体毛利率稳定增长：2015-2018 年公司毛利率逐年稳定增长，2018 年公司综合毛利率 76%，同比上升 7pcts。19H1 毛利润 52.3 亿元，综合毛利率同比上升 12pcts 至 86%，呈继续上升态势。2019Q1-Q3 综合毛利率 86%，同比上升 10.9pcts，综合净利率 18%，同比下降 5.8pcts。2019Q1-Q3 净利率有所下降主要是推广费用增加所致，受 Q4 净利率提升影响，全年净利率预计回升至 21%。

主要原因：

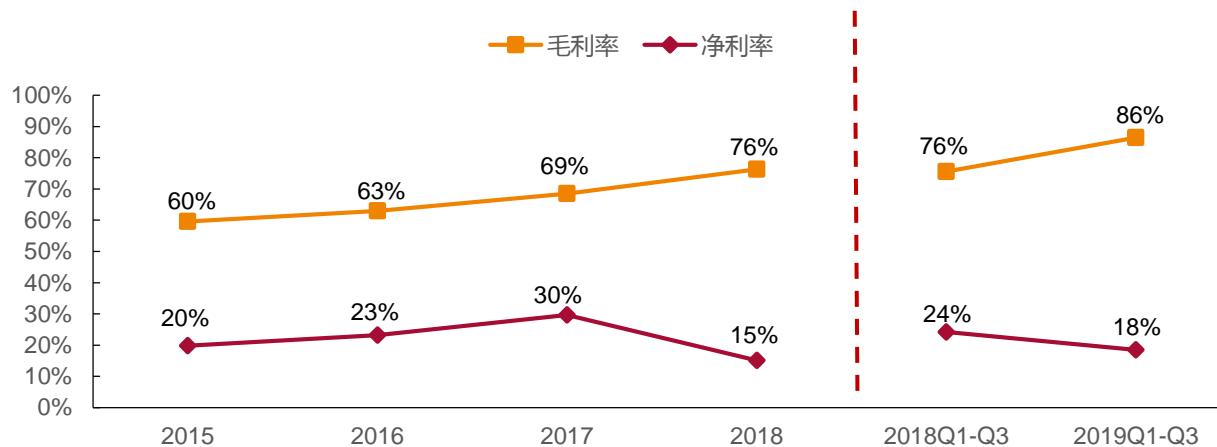
- 1) 公司成功实现页转手，手游业务毛利率提升明显并且占比进一步提升；
- 2) 18年11月汽车业务剥离为毛利率的提升提供空间，助推综合毛利率更上一台阶；
- 3) 页游业务毛利率也稳步提高，虽然受手游快速发展挤占营收占比下降，但仍然保持稳定甚至提升。

图 16：三七互娱 2015-2019H1 毛利率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：公司于2018年11月已经剥离了汽车零部件业务，故不在图中展示，17-18年汽车业务毛利率约为26%

图 17：三七互娱 2015-2019Q1-Q3 毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

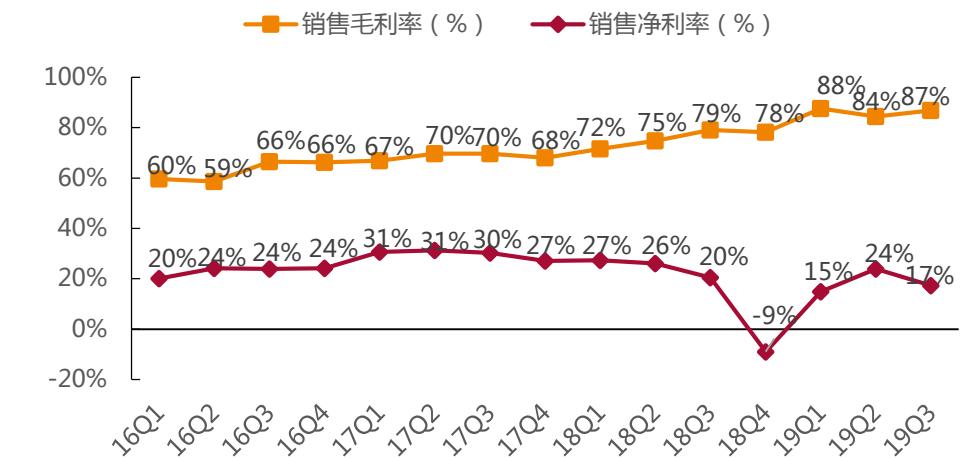
分季度看，17Q1-19Q3 销售毛利率总体呈上升趋势，主要受益于公司自研占比增长、“页转手”战略，及一次性剥离汽配业务的影响。销售净利率从18Q3开始出现下滑，19年回升。

- 19Q1 销售毛利率为 88%，同比上升 16pcts，主要是由于《一刀传世》、《斗罗大陆 H5》等新游上线拉动毛利率增长。19Q1 销售净利率为 15%，同比下降 12pcts，主要是由于公司新游集中上线，买量费用增加。
- 19Q2 毛利润 23.9 亿，毛利率 84%，同比增长 9pcts，环比下降 3pcts。19Q2 净利率环

比增长 9pcts 至 24%，主要由于 19Q2 手游收入大幅增长 153%。

- 19Q3 销售毛利率为 87%，同比上升 8pcts，环比上升 3pcts。19Q3 净利率 17.33%，同比下降 3.13pcts，环比下降 6.53pcts，主要由于《精灵盛典》、《斗罗大陆 H5》等新游广告投放金额占据 19Q3 手游排行榜 TOP5，销售费用 21.41 亿元，同比增长 101.82%，环比增长 43.68%。

图 18：三七互娱 2017Q1-2019Q3 单季度毛利率及净利率情况

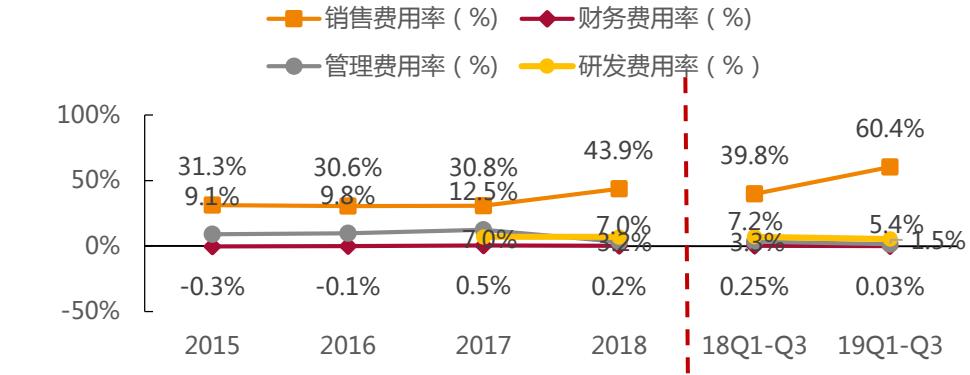


资料来源：公司公告、天风证券研究所

期间费用率： 2019Q1-Q3 公司四项费用率为 67.3% (YOY+16.7pcts)，主要系销售费用率的增加，销售费用率的增速突然加快主要是由于互联网流量费用的急速拉升，人员薪酬福利的增长较为稳定：

- 1) **销售费用率：** 2019Q1-Q3 公司销售费用 57.7 亿元 (YOY+161.9%)，销售费用率 60.4% (YOY+20.6pcts)。销售费用同比增长快主要系《一刀传世》《斗罗大陆 H5》等多款新游戏处于主要推广期内，对互联网流量需求较大，19H1 发生互联网流量费用 35.6 亿 (YOY+234%)。
- 2) **管理费用率：** 2019Q1-Q3 管理费用 1.5 亿元 (YOY-21.6%)，管理费用率 1.52% (YOY-1.8pcts)，管理费用率同比下降，主要系本报告期芜湖顺荣汽车部件有限公司和无极娱乐游戏有限公司不再纳入合并范围。
- 3) **研发费用率：** 2019Q1-Q3 研发费用 5.16 亿元 (YOY+29.41%)，主要系游戏业务的研发人员数量增长及公司加大多品类研发投入，研发费用率 5.4% (YOY-1.8pcts)，主要系营收增长 73% 导致研发费用率下降。
- 4) **财务费用率：** 2019Q1-Q3 财务费用 242.15 万元 (YOY-82.2%)，主要系银行借款减少导致利息支出减少，财务费用率 0.03% (YOY-0.2pcts)。

图 19：三七互娱 2015-2019Q1-Q3 期间费用情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：2018 年实行新会计准则，将研发费用从管理费用中拆分

分季度看：

- **销售费用率**从 18Q3 开始出现大幅攀升，主要系互联网流量费用的增加。

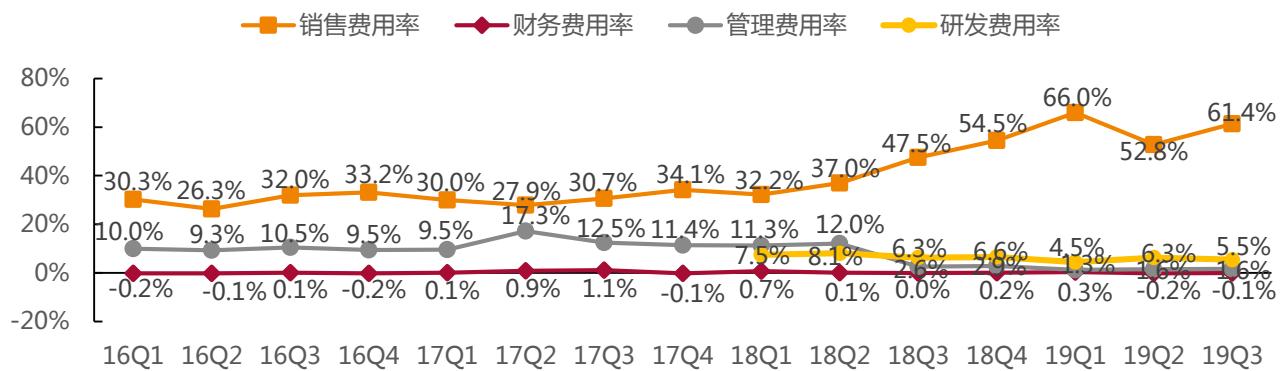
19Q1 销售费用 21.41 亿元，环比增长 10 亿，环比增长 87%。主要系：1) 18Q3 以来，公司新游集中上线，《一刀传世》、《斗罗大陆 H5》等头部游戏的宣传支出增加；2) 随着大量游戏厂商实行买量策略，买量成本不断提升，销售费用中互联网流量费用上升；

19Q2 销售费用 14.9 亿元，环比下降 30%，销售费用率 52.8%，环比下降 13.2%。销售费用及销售费用率环比下降的原因主要是：一刀传世 18 年底上线，推广集中于 19Q1，19Q2 随着一季度发行的游戏逐渐进入回收期，买量有所减少；

19Q3 销售费用 21.41 亿元，环比上升 43.7%，销售费用率 61.4%，环比上升 8.6%。销售费用及销售费用率环比增长主要系头部游戏《精灵盛典》《斗罗大陆 H5》加强宣传推广所致；

- **管理费用率**自 18Q3 不再包含研发费用，18Q3-19Q3 管理费用维持在 0.4-0.6 亿元，营收增速快，占营收比例出现下降，管理费用率下降；
- **研发费用** 18Q3-19Q1 保持在 1.4-1.5 亿元，增速不及营收增速，故研发费用率下降；19Q2-19Q3 的研发费用分别为 1.78 亿元和 1.91 亿元，研发费用率有所回升，主要系游戏业务的研发人员数量增长及公司加大多品类研发投入；
- **财务费用率**整体维持在较低水平。

图 20：三七互娱 2016Q1-2019Q3 单季度期间费用情况（单位：%）

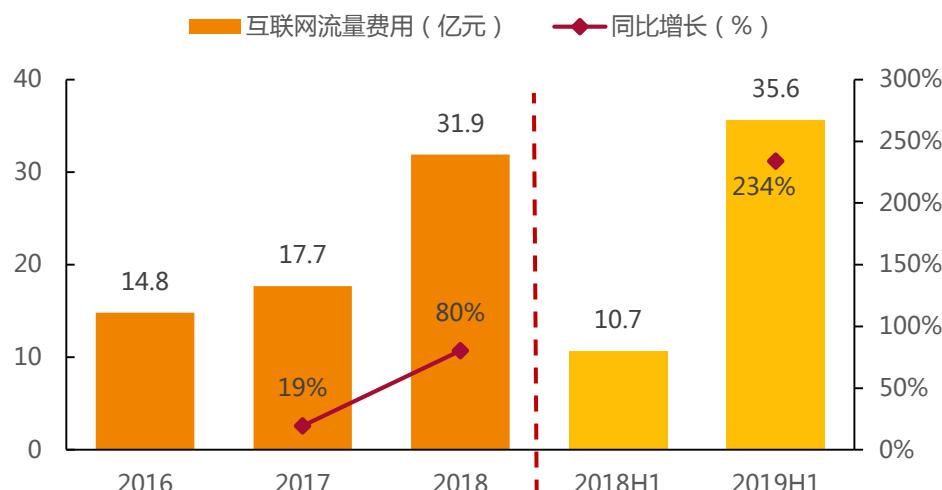


资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：2018Q3 开始公司季报将管理费用与研发费用拆分

互联网流量费用及买量效率：三七互娱的游戏主要采用买量模式推广，游戏单收入流量费用反映其实际买量成本。

- **流量费用：**19H1 公司互联网流量费用 35.6 亿元，同比增长 234%，主要系《一刀传世》《斗罗大陆 H5》多款新游戏处于主要推广期内，对互联网流量需求较大。

图 21：2016~2019H1 公司互联网流量费用及同比增长情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

- **买量效率：**我们引入游戏单位收入流量费用作为指标观察公司买量情况：公司 19H1 游戏单位收入流量费用为 0.59 元，同比增长 69%，说明 1 元游戏收入需要花费 0.59 流量费用，受产品周期影响公司加大买量力度，积极推进系统化流量运营，提升整体收入规模效果显著，根据易观报告，公司 19H1 手机游戏业务的市场占有率达 10.02%。

表 4：2016~2019H1 公司买量效率情况

	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
互联网流量费用（亿元）	14.80	17.68	31.89	10.65	35.58
游戏业务营收（亿元）	46.22	56.29	72.47	30.71	60.71
游戏单收入流量费用	0.32	0.31	0.44	0.35	0.59

资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：游戏单收入流量费用=互联网流量费用/游戏业务收入

图 22：2016~2019H1 公司买量效率情况



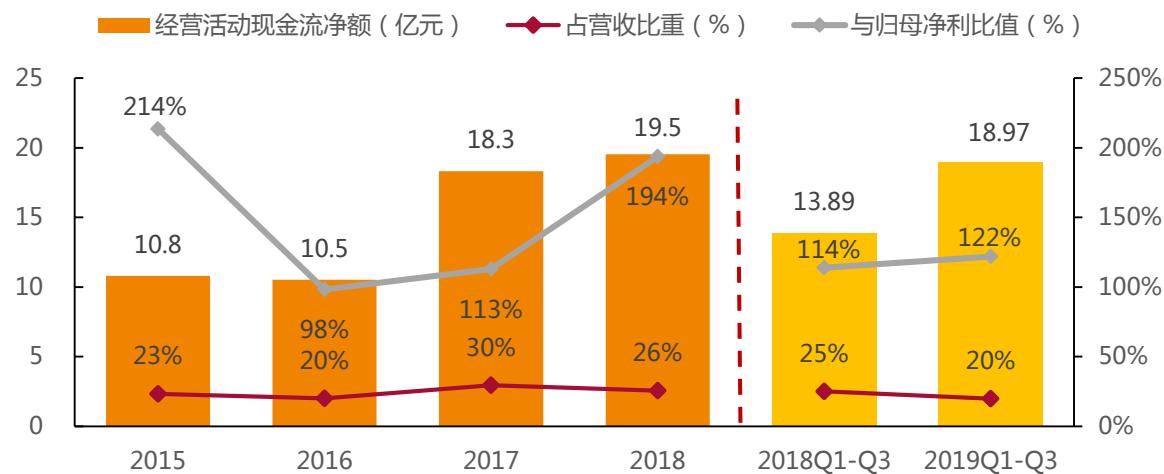
资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：游戏单收入流量费用=互联网流量费用/游戏业务收入

现金流量表项目：公司现金流情况在 2016-2018 年保持稳定，足够覆盖当期归母净利润。2019Q1-Q3 经营活动现金流净额 18.97 亿元，同比增长 36.6%。主要系：1) 主要因收入增长导致经营活动现金流入增加 42.73 亿元；2) 主要因互联网流量费用增加导致经营活动现金流出增加 37.64 亿元所致。随着收入规模和交易账期趋于稳定，经营活动现金流量净额有所改善。

分季度看，

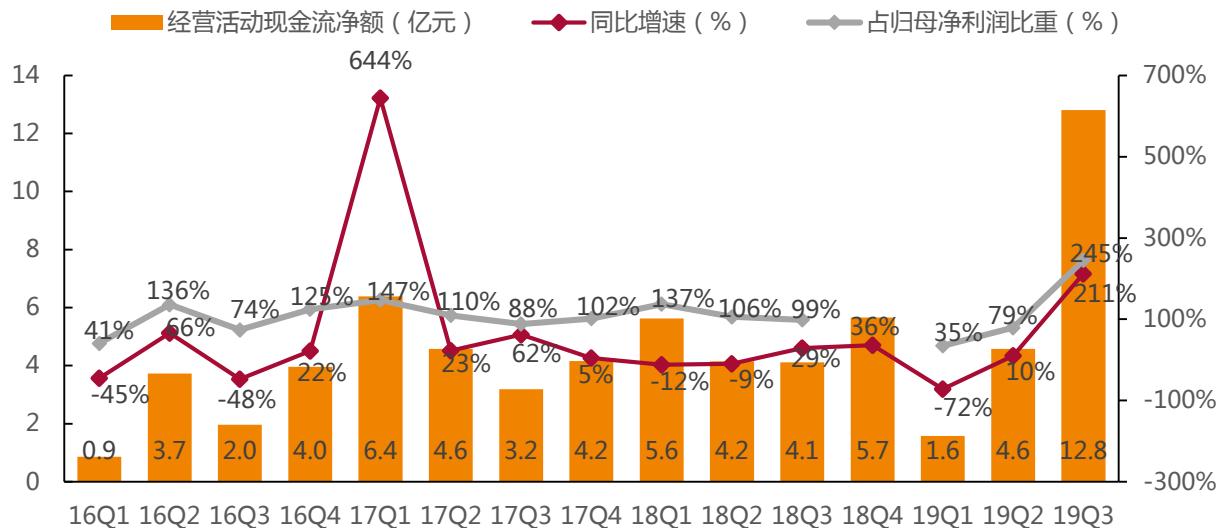
- 19Q1 经营活动现金流明显少于归母净利润，主要系互联网流量费用增加导致经营活动现金流出增加 18.7 亿元；
- 19Q2 经营性现金流净额改善，同比增长 10.4%，环比增长 190%，证明公司游戏进入利润回收周期，且账期匹配后对现金流有明显改善；
- 19Q3 经营性现金流净额改善明显，达 12.8 亿元，同比增长 211%，环比增长 179%，我们认为公司有部分广告投放 Q2 前置确认，以及与供应商（买量渠道等）结算方式改变，账期优化，进一步证明公司的买量实力。

图 23：三七互娱 2015-2019Q1-Q3 经营性现金流情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：三七互娱 2016Q1-2019Q3 单季度经营性现金流情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

金融资产重分类: 2019 年起执行新金融工具准则，公司对金融资产进行了重分类：

其他流动资产 1.16 亿元银行理财产品重分类为交易性金融资产；增加交易性金融资产规模，交易性金融资产的投资收益和公允价值变动损益影响非经常性损益。

可供出售金融资产 11.19 亿元重分类为其他权益工具投资及其他非流动金融资产；其他权益工具投资不影响当期损益，仅影响所有者权益。

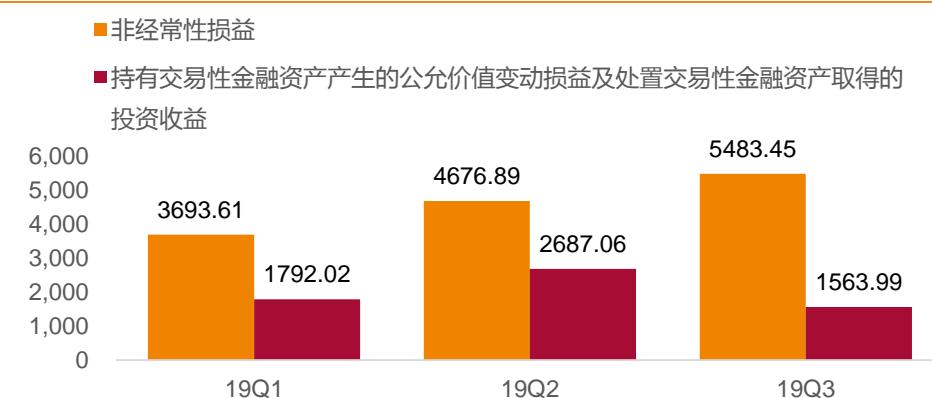
以前年度累计计入其他综合收益的公允价值变动损益及所得税费用 2683.68 万元转入未分配利润；不影响当期损益，影响合并报表层面未分配利润，但母公司报表层面未分配利润未受金融资产重分类影响，公司利润分配以母公司报表层面的未分配利润为基础。

表 5：2018-2019Q3 金融资产相关数据（单位：亿元）

	2018	19Q1	19H1	19Q3
可供出售金融资产	11.19	-	-	-
交易性金融资产	-	1.00	3.20	7.78
其他权益工具投资	-	1.96	2.47	2.82
其他流动资产	3.57	2.39	1.26	1.29
其他非流动资产	8.02	8.02	0.58	0.58

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 25：2019 年非经常性损益情况（单位：万元）



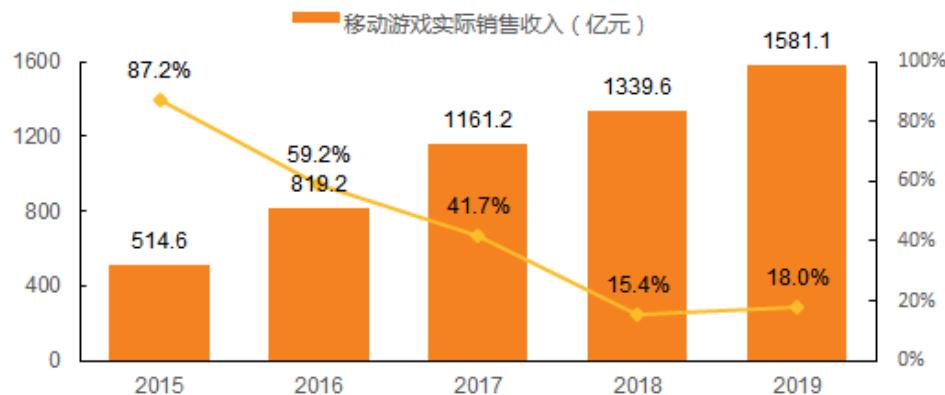
资料来源：公司公告、天风证券研究所

行业分析：游戏进入存量时代，出海前景广阔，买量转向理性

19 年手游市场增速回暖，流量 2.0 时代 ARPU 值驱动强调研发重要性

随版号恢复正常化，游戏行业的属性为供应决定需求，2019 年手游行业规模为 1581.1 亿元，同比增长 18.0%，相比 2018 年手游行业增速 15% 有所回暖，我们认为目前板块整体仍处于双位数增长的赛道中。

图 26：2015-2019 中国移动游戏市场规模及增速



资料来源：游戏工委、天风证券研究所

流量 2.0 时代人口红利后周期，用户规模增长缓慢。2019 年中国移动游戏用户规模达 6.2 亿人，较 2018 年增长 2000 万人，同比增长 3.2%，用户规模增速趋缓，移动游戏用户数量趋于饱和，人口红利趋尽，流量 1.0 时代依靠用户规模驱动收入的逻辑需要转变。

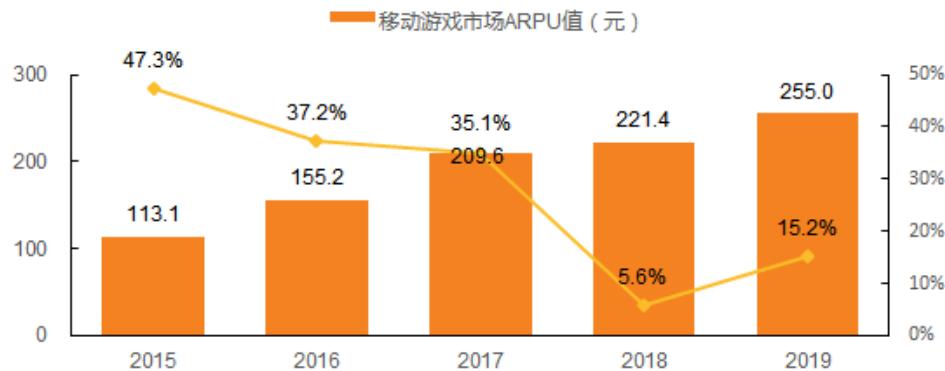
游戏市场人口红利趋尽，培养用户付费习惯，依靠 ARPU 值提升带动行业增速回暖，研发重要性再度提升。2019 年中国移动游戏市场 ARPU 值为 255.0 元，同比增长 15.2%，说明现阶段 ARPU 值增长是促进移动游戏市场增长的主要动力，游戏公司研发投入的重要性再度提升。

图 27：2015-2019 中国移动游戏用户规模及同比增速



资料来源：游戏工委、天风证券研究所

图 28：2015-2019 中国移动游戏市场 ARPU 值及增速

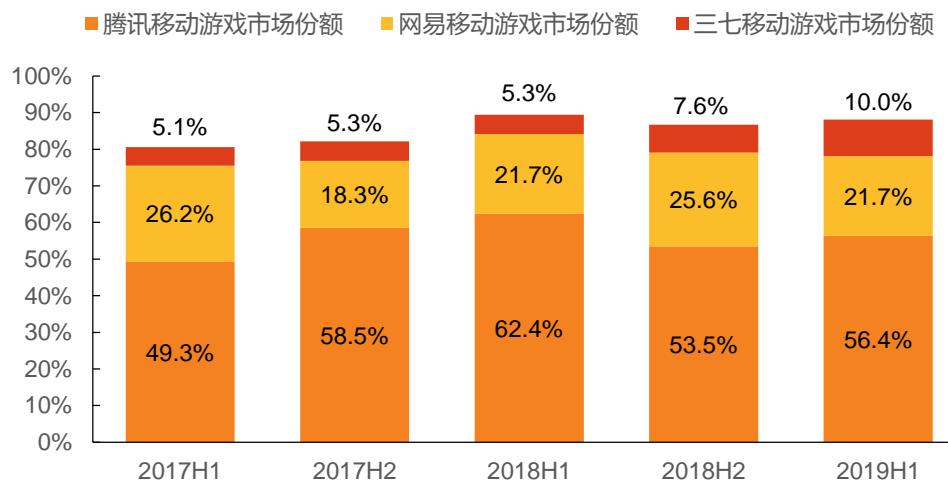


资料来源：游戏工委、天风证券研究所

腾讯网易双巨头领先，三七互娱进发国内第三把交椅

手游市场竞争格局方面，腾讯网易仍然占据手游市场份额较大份额，19H1 腾讯和网易手机游戏市场份额合计达到 78%。三七互娱贯彻集团“页转手”战略，手机游戏市场份额不断上升，2018 年手机游戏业务流水合计 86.8 亿，国内手机游戏业务流水同比增速超过 85%，增速高于行业水平，2019 年 H1，公司在报告期内运营的最高月流水超过 13.5 亿，新增注册用户合计超过 1.33 亿，最高月活跃用户超过 3,400 万。按流水口径，公司国内手机游戏业务的市场占有率为由 2017 年 H1 的 5.1% 升至 2019 年 H1 的 10.02%，增长迅速。

图 29：2015Q1-2019Q3 腾讯网易手机游戏市场份额



资料来源：游戏工委、公司公告、天风证券研究所

买量市场进入白热化，市场需要思考如何提升效率

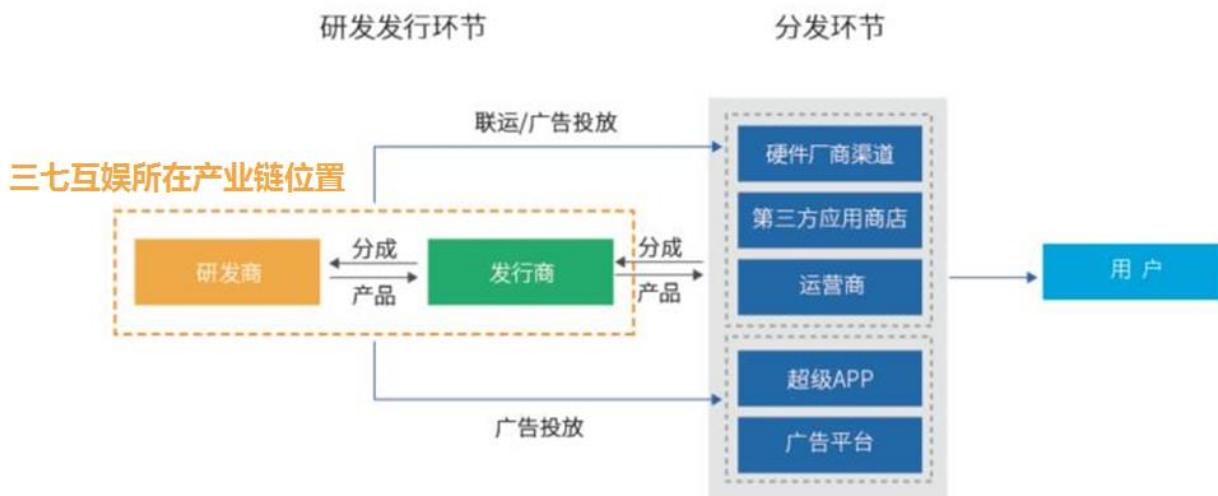
产业链分成比例稳定，长周期运营回收成本

手游产业链：包括研发、代理发行、渠道环节，三七互娱所处的环节为研发和发行环节。

- **研发商：**游戏研发商开发新游戏，分成差异由自研、承做等角色定位及游戏质量等决定，部分承担 IP 方分成作为成本，部分加收版权金（尤其是海外发行）。
- **发行商：**发行商从研发商取得游戏代理权，部分运营商获得独家代理权后，会将代理权分销或转授权给二级运营商。运营商负责游戏具体运营，包括采购服务器、使用自有流量或买量进行导量、日常具体运营维护。
- **渠道商：**渠道商主要包括移动运营商、应用程序商店、第三方平台及其他渠道。
- **用户：**最终用户通过多种渠道获取游戏，包括通过应用商店搜索或浏览下载游戏、运营商自有用户直接下载或广告渠道下载。

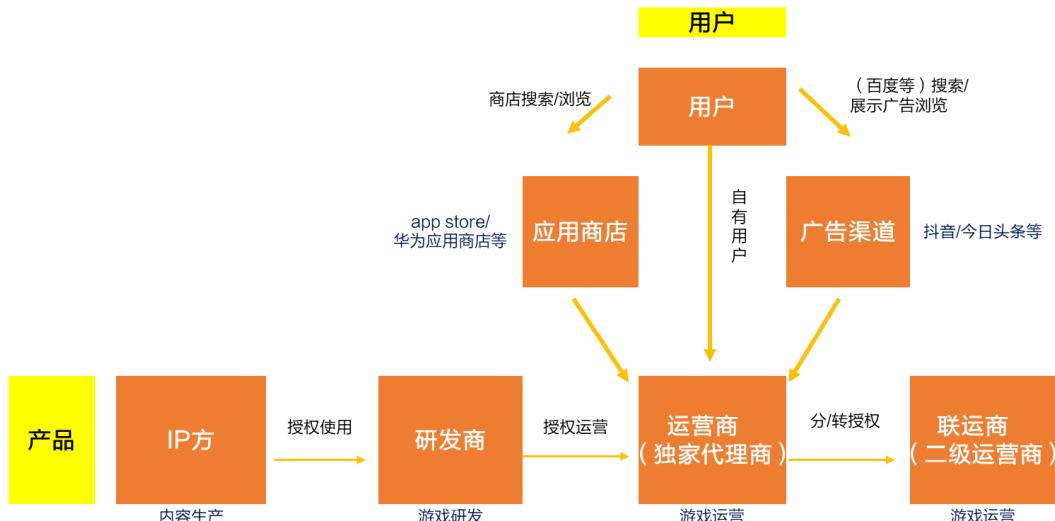
一般而言，现有一线游戏公司都倾向于尽可能多地参与产业链各个环节，不断整合上下游的资源，以获取更多的产业链价值。

图 30：三七互娱在手游产业链上所处环节



资料来源：硬核联盟白皮书、天风证券研究所整理

图 31：三七互娱业务流程图



资料来源：公司公告、天风证券研究所整理

图 32：三七互娱现金流流程图



资料来源：公司公告、天风证券研究所整理

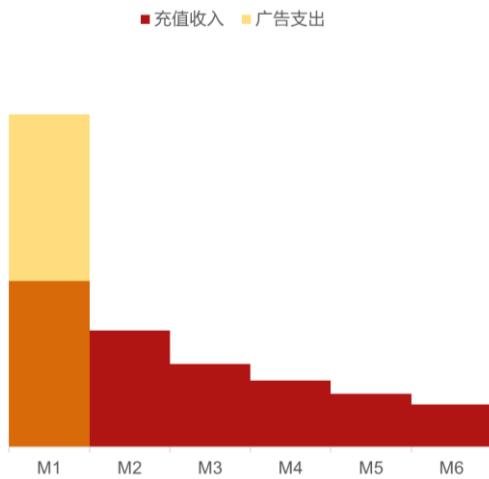
三七互娱已经构筑了系统性流量经营体系。这个体系的核心特点在“精准投放”、“长线运营”，善于结合市场现状灵活买量。一般情况下，投放支出和充值回收存在时间差，在投入期营收增长而利润不一定会随之增长。但由于是长线运营，产品生命周期长，在进入成熟期后，利润增长会比较明显，尤其是一些主打的精品游戏。总体而言，在一个较长周期内，精准的投放可以实现营收、利润的大幅增加。

- **单用户 ROI 解析：**单个用户的导入成本(广告支出)在其进入游戏当月一次性发生，而用户的充值则会在其生命周期内持续发生。
- **单游戏 ROI 解析：**单游戏的导入成本(广告支出)在其主要推广期(通常是前 3 个月)会高于充值收入；游戏进入稳定期后，广告支出有所下降，利润随之上升。
- **新游戏收入变化解析：**图中假设 Q3 新游戏上线，广告支出和充值收入同时增长，因

新游戏处于主要推广期，侵蚀了老游戏的利润，因此利润反而有所下降。Q4 随着游戏进入稳定期，利润随之增加。

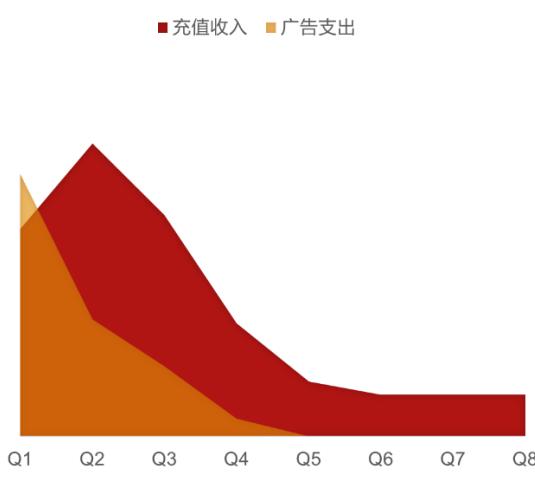
- **单款游戏实际营收案例：**公司其中一款游戏的实际数据，初期广告投入使得游戏在上线后的第 1 个季度发生亏损，第 2~3 季度开始盈利，3 季度以后利润维持在较稳定水平。

图 33：单用户 ROI 解析（按月份）



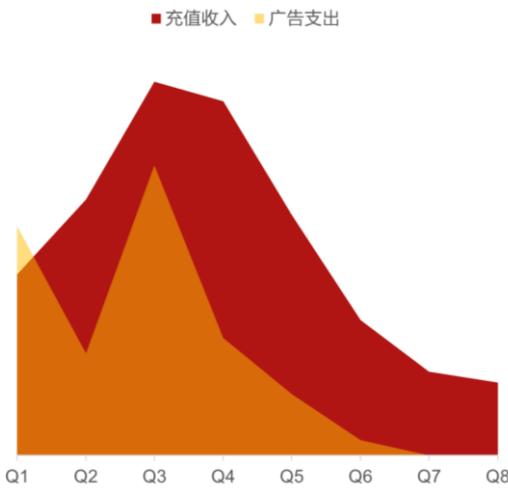
资料来源：伽马数据、天风证券研究所

图 34：单游戏 ROI 解析（按季度）



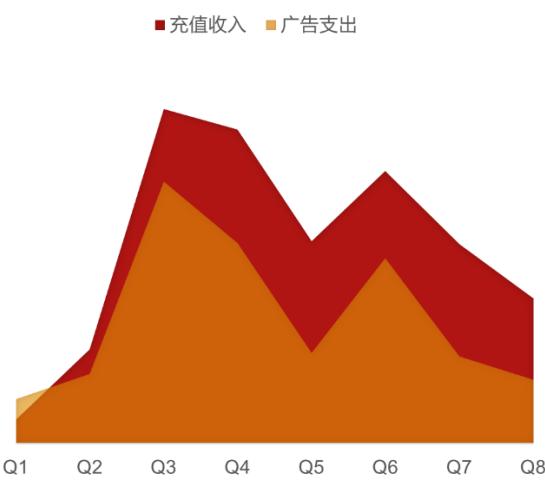
资料来源：伽马数据、天风证券研究所

图 35：新游戏收入变化解析（按季度）



资料来源：伽马数据、天风证券研究所

图 36：单款游戏实际营收案例



资料来源：伽马数据、天风证券研究所

游戏人口红利后周期，买量市场竞争白热化，三七通过流量运营形成品牌效应

流量运营模式是指发行运营商通过广告投放，实现用户的浏览、点击、下载、注册等，通过效果推广的互联网广告来获取用户，是游戏广告主推广游戏的有效途径之一。流量运营模式也称“**买量**”模式，以广告成本代替原有渠道成本。

互联网人口红利逐渐消化，买量市场竞争进入白热化阶段。2018 年中国网民数量达到 8.3 亿人，整体游戏用户规模 6.26 亿，同比增长 7%，占网民数量 76%，游戏人口红利已基本消失，挖掘新用户难度增大，**买量的需求和力度放大**。根据 App Growing，仅 2019H1 参与买量的游戏数量和投放广告数就已大幅超过 2018 全年数据，市场进入白热化竞争阶段。此外，由于版号限制 2018 年底才正式放开，导致 2019H1 新游扎堆，买量竞争更加激烈。

2019 全年预计超过 12000 款游戏参与买量，投放广告数达 233 万条。

表 6：2018-2019 游戏买量市场相关数据

	2018 年	2019H1	2019 年
参与买量的游戏产品数量	超过 4000 款	8861 款	超过 12000 款
游戏投放广告数	50 万条	89.5 万条	233 万条

资料来源：App Growing、天风证券研究所

买量竞争进入白热化阶段，买量需求的提升将逐步转化为成本的提升。根据中国互联网络信息中心以及伽马数据发布的数据，2018 年中国网民数量达 8.3 亿人，游戏整体/手游用户规模分别为 6.26/6.05 亿人，占网民数量的 76%/73%，渗透率高，**获取新用户难度持续提升**，从而导致**买量市场竞争激烈，成本不断提升**。2018 年手游买量总规模增速远高于全国手游市场规模增速，且手游单收入推广费用为 0.42 元，同比上升 20%，买量 ROI 不断降低。

实际行业买量效率低于下表估算的行业买量效率。由于手游行业中部分游戏不进行买量，用全国手游市场规模作为分母计算手游单收入推广费用，使得不买量的游戏分摊了买量游戏的买量成本。故下表中估算的买量成本低于实际买量成本，估算买量效率低于实际。

表 7：2017-2018 年中国手游行业买量成本情况

	2017	2018	YOY
全国手游市场规模（亿元）	1161.2	1339.6	15%
手游买量总规模（亿元）	406.3	563.2	39%
手游单收入推广费用（元）	0.35	0.42	20%

资料来源：硬核联盟《2018 硬核联盟白皮书》、伽马数据、天风证券研究所；注：手游单收入推广费用=全国手游买量总规模/全国手游市场规模

可比公司买量成本总体提升。我们选取 App Growing 持续上榜且年报中广告推广费可得的恺英网络、网易作为三七的可比公司，看可比公司推广费用/游戏收入的效率。总体而言，可比公司的买量成本自 2016 年以来上升，增速加大。三七互娱的买量成本为可比公司中最高，2018 年增速最快，由于 19Q1 单季度销售费用提升明显 (+10 亿)，19H1 互联网流量费用 35.6 亿元，同增 234%。

公司在 19 年搭建智能化投放平台，可对接所有主流广告渠道，实现广告快速批量投放以及自动化投放。基于智能化投放平台，预计 20 年买量成本将得到控制，即买量效率会有所提升。

三七互娱买量效率高于实际行业买量效率。**三七互娱的游戏均采用买量模式推广**，游戏单收入流量费用反映其实际买量成本，与表 7 估算的行业买量成本基本一致。但实际行业买量成本高于估算行业买量成本，因此三七互娱买量成本低于实际行业买量成本。

表 8：2016-2018 主要游戏公司买量成本情况

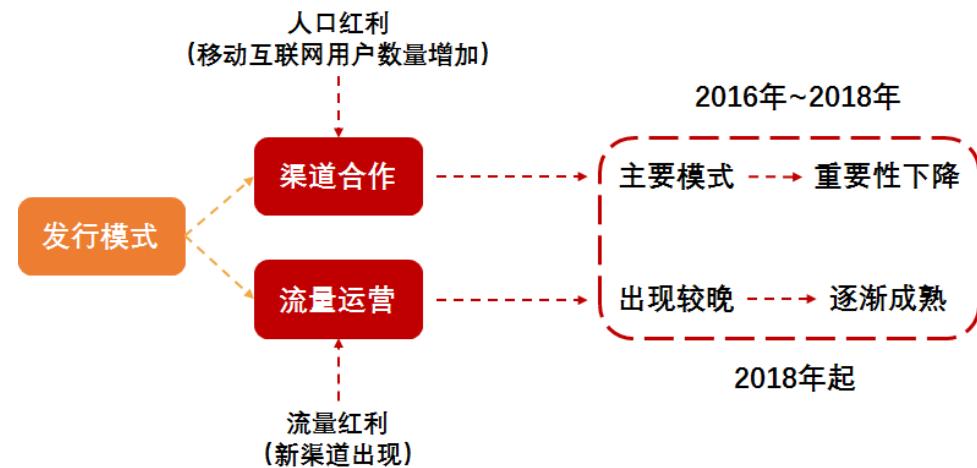
游戏单收入流量费用（元）	2016	2017	YOY	2018	YOY
三七互娱	0.32	0.31	-2%	0.44	40%
恺英网络	0.34	0.30	-11%	0.22	-27%
网易	0.04	0.06	60%	0.07	15%
合计	0.10	0.11	12%	0.13	23%

资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：游戏单收入流量费用=各公司游戏推广费用/各公司游戏业务收入

我们认为公司 18Q3 前主要以自研产品**渠道合作**为主要发行模式，代表产品为《永恒纪元》。这种模式流水**利润率较高**，但由于手机用户渗透率逐渐饱和，依赖渠道合作无法带来新增用户，收入增长空间受限；

我们认为公司 18Q3 起以《屠龙破晓》为代表，转为以**流量运营**——即买量模式为主，这种模式依赖新渠道的出现带来新的用户增量，例如抖音用户区别于腾讯游戏用户，对游戏产品有新的需求，唯一不足的是该模式流水利润率较低，因为主要推广成本——广告费由自己承担，但导流会流向自己平台，对数据的把握也更加扎实。

图 37：公司发行模式变迁示意图



资料来源：天风证券研究所整理

CPA(Cost-Per-Administration)：19H1 互联网流量费用为 35.6 亿，比去年同期增加 24.93 亿，新增用户数合计超过 1.33 亿，以 1.33 亿来计算，公司 19H1 的 CPA 为 18.74 元/注册用户。CPA 提升主要是玩家获取难度越来越大，同时公司牺牲一部分买量效率去获取更多的用户基数，优化买量模型，通过提高市占率来形成**品牌效应**。

表 9：2017-2019H1 三七互娱 CPA 情况

	2017	2018H1	2018	2019H1
新增互联网流量费用 (亿元)	2.88	2.34	14.21	24.93
新增用户数 (亿个)	0.86	0.51	1.1	1.33
CPA (元/注册用户)	3.34	4.55	12.92	18.74

资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：CPA=新增互联网流量费用/新增用户数

买量倒逼研发提升转化率，通过买量经验提高导流效果

买量投入提升促使理性买量，倒逼厂商强化研发

买量投入提升促使公司向“理性买量”发展，倒逼研发实力及产品质量提升。移动游戏企业市场竞争的核心目的是变现，在互联网范畴内便显得原动力是用户，核心本质也是为了攫取用户。优质内容能够留住用户，增强用户粘性。

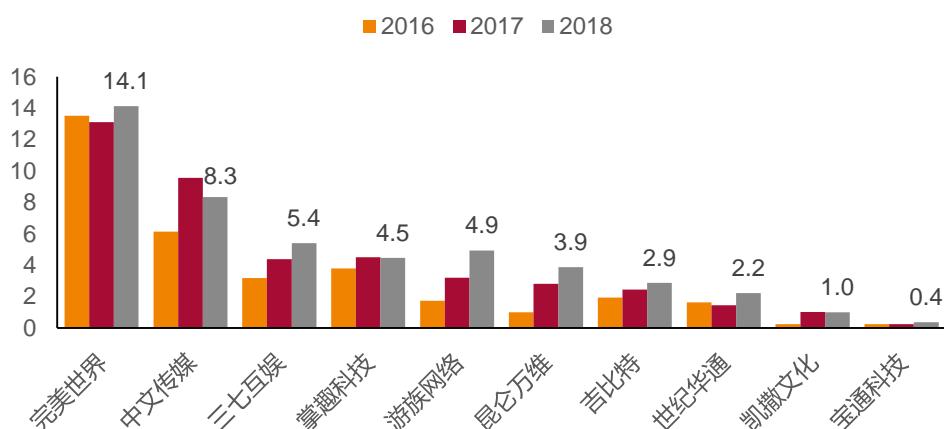
- **提高留存率：**中国游戏市场实现从增量到存量的转变，获得新用户的成本即买量成本不断提高，倒逼游戏厂商提高产品质量，通过“精品化”的游戏内容来**提高存量用户的留存率**，减少流失。
- **提高资源分配效率：**由于买量成本提升，低质量游戏采用买量方式获取的高成本流量为厂商所带来的收益不及高质量产品，要求游戏厂商提高产品质量，**优化买量资源配置**，将高成本的流量分配给最优质的精品。

研发能力是游戏公司的核心竞争力，中国主要游戏公司重视研发，研发投入、研发人员数

量均有所增长。据三七互娱 20 年 2 月公告，公司高级研发人才密度稳步持续提升，研发人员数量已经突破 1300 人，2020 年有望达到 2000 人，目前来看三七研发投入处于中上水平，预计研发投入将持续提升。

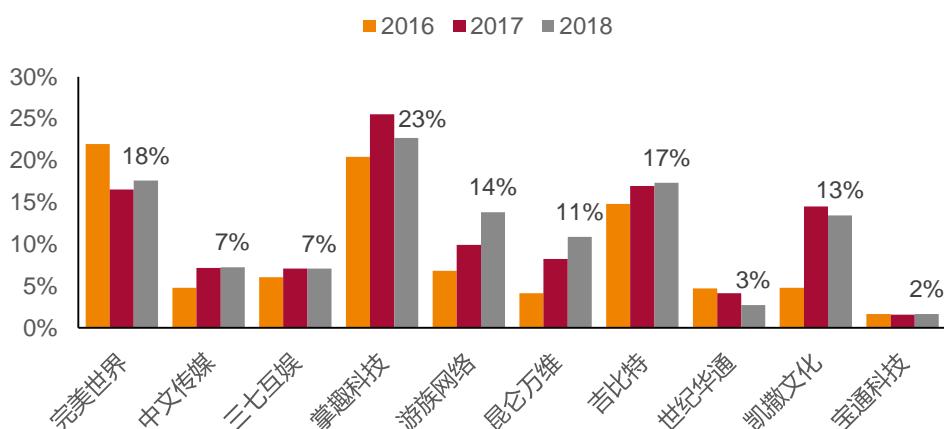
- A 股大部分游戏公司研发投入均有增长，2018 年 10 家头部游戏公司研发投入综合同比增长 11%；
- 从研发投入占营业收入比例看，2016 年 10 家公司研发投入占营收比例平均值为 9%，18 年提升至 11%；
- 头部游戏公司研发人员数量与占比不断提升，2016-2018 年，研发人员数量复合增长率达到 12%，研发人员占比平均值从 2016 年的 42% 提升至 2018 年的 52%。

图 38：A 股主要游戏公司 2016-2018 年研发投入合计（单位：亿元）



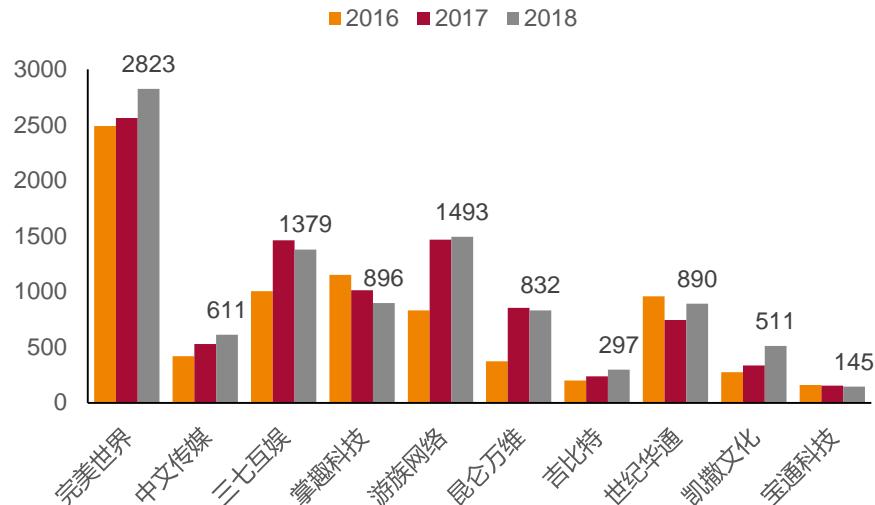
资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：数字图标为 18 年数据

图 39：A 股主要游戏公司 2016-2018 年研发投入占营收比例



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：数字图标为 18 年数据

图 40: A 股主要游戏公司 2016-2018 年研发人员数量 (单位: 人)



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：数字图标为 18 年数据

买量经验正向迭代，提高导量效果，可根据买量数据及游戏类型判断趋势

主流厂商买量投入持续增加，积累买量经验和优势。买量的过程是经验积累正向迭代的过程。通过理性买量，公司能够凭借多年买量数据积累足够素材，更好地判断渠道优劣，挖掘优质渠道，导入优质流量。

从下表可见，三七互娱的买量优势在于 ARPG 游戏，具体来说以传奇奇迹类为主（《大天使之剑》《永恒纪元》属于奇迹类，《屠龙破晓》《一刀传世》属于传奇类）。这也是公司传奇奇迹类 ARPG 收入占比较高的原因，后续期待公司在产品多元化方面的持续推进。

表 10: 2018-2019H1 主要游戏厂商、重点投放游戏及游戏类型整理

游戏厂商	重点投放游戏	游戏类型
三七互娱	大天使之剑 H5	ARPG
	屠龙破晓	ARPG
	永恒纪元	ARPG
游族网络	一刀传世	ARPG
	三十六计	SLG
	天使纪元	ARPG
	女神联盟 2	魔幻 RPG
网易	率土之滨	ARPG
	明日之后	射击
	神都夜行录	卡牌 RPG
	楚留香	ARPG
恺英	龙神决	ARPG
	光明大陆	ARPG
	魔域来了	ARPG
	社会一刀	传奇
腾讯	蓝月霸业	传奇
	乱世王者	SLG
	魂斗罗	射击
	圣斗士星矢	卡牌

	三国群英传	SLG
	王者荣耀	MOBA
紫龙游戏	封神召唤师	卡牌
	梦幻模拟战	ARPG
完美世界	风之大陆	ARPG
	新诛仙	ARPG
巨人网络	最终幻想	ARPG
	征途 2	ARPG
	球球大作战	休闲

资料来源：App Growing、天风证券研究所

由于互联网流量费用是买量公司重要的成本中心，我们可通过广告投放量判断各公司广告投放趋势。根据 App Growing 数据，18Q4、19Q1、19Q2 手游投放广告总数分别约为 15 万、30 万、59.5 万条。广告投放量较大的可比公司为网易、三七、游族。

广告投放量与游戏上线周期挂钩。从广告投放量看，三七互娱 19Q1 的广告投放明显多于 18Q4，主要由于 2018 年 12 月底《一刀传世》及 2019 年 1 月《斗罗大陆 H5》新游上线。而 19Q2 广告投放量比 Q1 有少量下降，但下降幅度不明显。19Q3 受《精灵盛典》上线影响，投放广告数量继续大幅提升。

表 11：18Q4-19Q3 可比公司投放广告数量及占比情况

	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
三七互娱投放广告数	2060	6611	6560	11019
网易投放广告数	8252	11653	9315	5704
游族网络投放广告数	3912	2028	2983	1143
恺英网络投放广告数	1353	250	61	157

资料来源：App Growing、天风证券研究所；注：缺少 18Q4 前数据；为保证准确性，广告投放含可比公司旗下的子公司

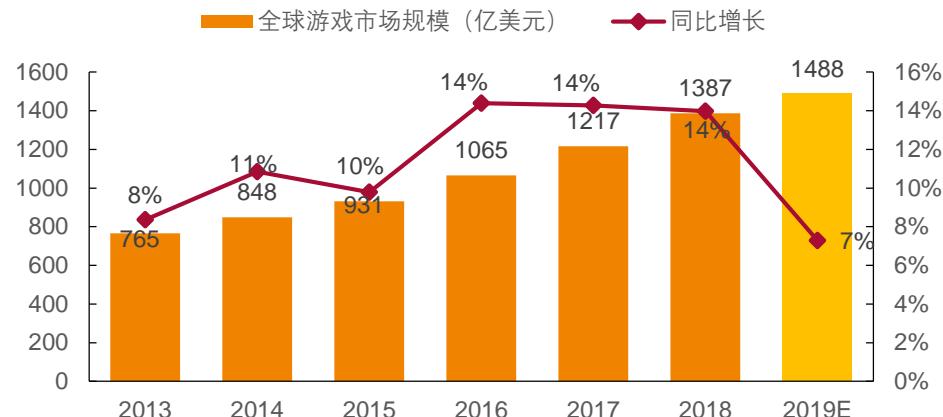
海外游戏市场广阔，中国游戏认可度提升，不断打破出海天花板

海外游戏市场增速快，市场广阔，中国公司正积极布局欧美日韩主要游戏市场

根据 Newzoo 《2019 年全球游戏市场报告》，2018 年全球游戏市场规模为 1387 亿美元，同比增长 14%；预计 2019 年全球游戏市场规模为 1521 亿美元，保持 10% 的健康增速，并在 2022 年达到 1960 亿美元的市场规模。

中国游戏公司积极布局欧美日韩主要游戏市场，2019 年，中国自研游戏海外市场实际销售收入地区分布中，美国的收入占比达到 30.9%，日本的收入占比达到 22.4%，韩国收入占比为 14.3%，合计占比达到 67.5%。韩国市场移动游戏畅销榜 TOP100 中，有 30 款游戏来自中国公司；在日本市场，《荒野行动》上线近两年依然保持在 iOS 畅销榜 TOP5；在美国 E3 电子娱乐展览会上，中国出品的多款客户端游戏和移动游戏产品崭露头角，其中一些更是获得美国游戏媒体 IGN 的高分好评。随着国内游戏企业出海策略的不断成熟，相信中国游戏在海外市场会有更好的表现，为国内游戏企业增长提供强劲驱动。

图 41：2013-2022E 全球游戏市场规模及增速



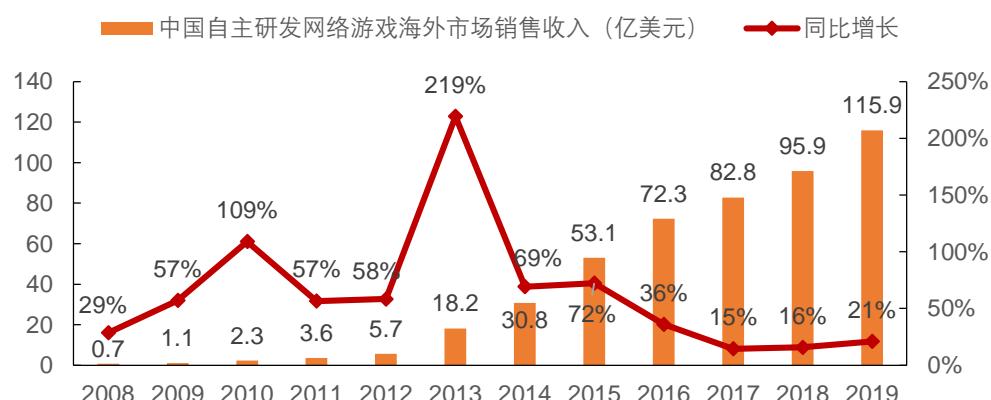
资料来源：Newzoo、天风证券研究所

中国自研游戏认可度提升，不断突破海外市场天花板

近几年，中国游戏公司开始面向海外市场，不断提高自研游戏出海比例。据游戏工委发布的《2019 年中国游戏产业报告》，2019 年中国自主研发游戏海外市场销售收入为 115.9 亿美元，同比增长 21%，继续保持强劲发展势头。

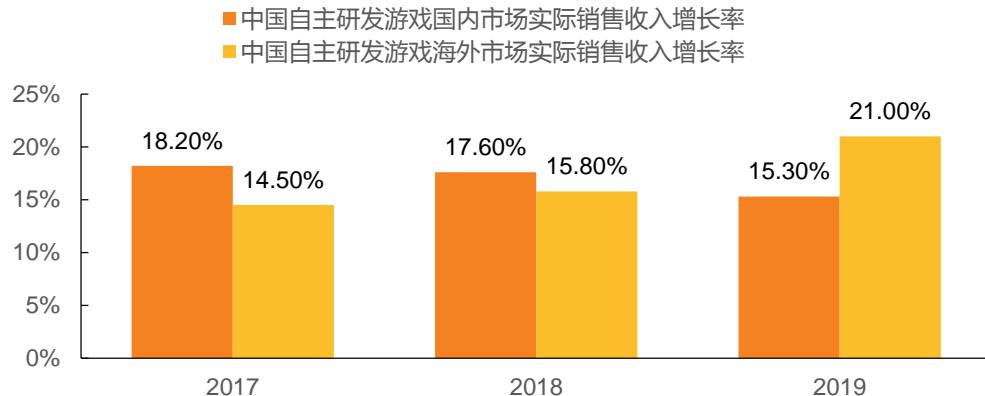
在国内游戏市场受限的情况下，出海销售成为游戏公司发展的新的机会，17-19 年中国自研游戏在国内市场实际销售收入增长率不断下降，相比之下，随着中国游戏品牌力的提升，中国自研游戏在海外市场实际销售收入增长率不断上升，并在 19 年超过国内增长速度。拥有出海能力的头部公司抓住机会拓展海外市场，中小企业也积极谋求出海道路，随着中国游戏品牌力的提升，游戏出海为中国游戏行业发展拓展新的增长点。原本具有海外发行渠道优势与用户经验的公司，在出海市场中拥有先发优势。

图 42：2008-2019 年中国自研游戏海外市场销售收入



资料来源：伽马数据、GPC、IDC、CNG、天风证券研究所

图 43：2017-2019 年中国自主研发游戏国内外市场实际销售收入增长率对比



资料来源：游戏工委(GPC)、IDC、天风证券研究所

政策支持新高度，打造中国游戏文化品牌

2019 年，出海游戏市场是值得关注的细分市场，国内具备精品游戏出海能力的公司存在利好。在游戏产业大会上，“要积极推动“走出去”，开辟新市场，让更多具有中国精神、中国风格、中国气派的产品走出国门、走向世界”，被郭局长提及。我们在前期报告中多次建议重视游戏出海细分领域，认为游戏出海已被提升至一个新的战略高度，或将迎来 3 年红利期。

表 12：监管领导发言情况

发言时间	2018 年 12 月	2019 年 8 月
发言题目	担当文化使命，履行社会责任，共创中国网络游戏产业美好未来	坚持守正创新，担当文化使命，推动中国数字内容产业繁荣发展
发言领导	中宣部出版局副局长冯士新	中宣部出版局局长郭义强
习总书记的要求	做好新形势下宣传思想工作，必须以新时代中国特色社会主义思想和党的十九大精神为指导，增强“四个意识”、坚定“四个自信”，自觉承担起举旗帜、聚民心、育新人、兴文化、展形象的使命任务。网络游戏行业作为重要思想文化阵地，要切实贯彻落实中央要求，深入正本清源，着力守正创新，更好地服务大局、服务人民、服务经济社会发展。	数字内容产业作为新兴的文化产业，要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入学习贯彻习近平总书记关于宣传思想工作的重要指示精神，增强“四个意识”，坚定“四个自信”，做到“两个维护”，努力创作无愧于时代、无愧于人民、无愧于民族的优秀作品，为繁荣发展社会主义文化事业、建设社会主义文化强国作出贡献。
行业发展现状	网络游戏已成为网络内容产业的重要版块，大众文化娱乐的重要方式，在促进我国互联网经济发展、激发文化创新创造活力、满足群众精神文化需求方面发挥了重要作用。	数字内容产业持续稳定发展，产业实力不断增强，社会影响力不断提高。2018 年，中国游戏市场实际销售收入达 2144 亿元，重点网络文学网站营业收入 342 亿元。19H1 数字内容产业继续稳步向好，游戏市场实际销售收入 1140 亿元，同比增长 8.6%，行业发展信心明显增强；不少企业加大研发投入，着力打造精品，努力实现网络技术和优质内容的有机统一，高质量发展方向逐渐明晰；业界更加重视社会效益，积极回应社会关切，加强内容自审把关，社会责任意识有所提升。
现存问题	原创能力不足、文化内涵缺失、价值导向偏差、社会责任落实不到位等问题	创新能力不够、 内容质量不高 、文化内涵不足、 精品力作不多 、社会责任感不强等突出问题

意见

更好地担负文化使命：我们将加大指导支持力度，着力推出一批具有中国风格、中国气派、展现新时代新气象的原创游戏精品，向新中国 70 华诞献礼。在加强精品生产的同时，我们将对社会反映强烈的涉黄涉赌涉暴、任意篡改历史、调侃英雄先贤、传播错误价值导向的游戏予以整治，坚决纠正创作生产中的不良倾向。

加快产业转型升级：在审批监管中，我们将实施宏观调控、精准调控，推动游戏产业走高质量发展之路。针对产业发展中暴露出的过度逐利、侵权抄袭、消费欺诈等突出问题，我们将加快制定专门规范，探索建立信用档案，严格规范市场竞争秩序，有效保护创新创造，确保市场环境公平有序、风清气正。

更好地履行社会责任：针对社会反映强烈的青少年沉迷网络游戏和过度消费等问题，我们将出台制度措施加以严格规范约束。需要特别强调的是，头部企业、头部产品用户多、影响大，更要带好头，严格自律，发挥好示范引领作用，用实际行动赢得社会认可和尊重，为行业发展营造良好的舆论氛围和外部环境。

推动优秀游戏海外传播：我们将加大指导力度，支持中国游戏企业与原创游戏精品更好地走出去，提高中国游戏的国际影响力，把中国游戏打造成对外文化交流的响亮品牌。

始终坚持正确导向：今年以来，国家新闻出版署加强审批管理，强化内容审核，对社会反映强烈的棋牌、捕鱼等涉赌游戏以及宫斗、官场等题材游戏进行严控，坚决纠正创作生产中的不良倾向。同时，采取措施鼓励支持企业出版运营价值导向正确、文化内涵丰厚、寓教于乐的游戏作品，形成导向清晰、标准明确、严谨规范的审批机制。下半年我们还将加大游戏事中事后监管，加强对已上线游戏的动态监控，严肃处理运营中擅自增加不良内容等问题。

始终坚持高质量发展：今年国家新闻出版署明确提出总量控制、精准调控的要求，就是要鼓励优秀、遏制平庸、淘汰低劣，推动转型升级，让精品生产成为全行业的共同追求。我们还将开展游戏精品评选推荐活动，每年推选一批弘扬主旋律、传递正能量、寓教于乐的优秀游戏作品，加大对优秀产品的推介扶持，充分发挥引领示范作用，推动多出精品力作，更好满足广大群众精神文化需要。

始终把社会效益放在首位：目前我们正在制定防止青少年沉迷网络游戏的办法，对账号实名注册制度、未成年人使用网络游戏时段时长、向未成年人提供付费服务、探索实施适龄提示制度等作出明确要求。有关措施出台后，游戏企业和平台运营商要不折不扣抓落实，坚决遏制青少年沉迷游戏问题，积极回应和解决社会关切。

始终坚持创新创造：今年我国下发 5G 商业牌照，目前一些游戏企业已经开展 5G 云游戏的服务。5G 游戏云端运行、无需下载、即点即玩等新特点，可能会对整个游戏业态产生重大影响，希望行业密切关注，积极探索，让新技术新应用助力行业转型升级。要积极推动“走出去”，开辟新市场，让更多具有中国精神、中国风格、中国气派的产品走出国门、走向世界。**19H1 中国自主研发游戏海外市场销售收入超过 55 亿美元，同比增长 20.2%，继续保持强劲发展势头。**希望企业加强国外市场需求分析，加强产品研发，加强市场推广，以优质的产品和服务赢得国外受众，推动更多中国网络文化精品更好地走出去，增强中华文化影响力传播力。

总结：19 年 8 月郭义强的发言与去年的发言一脉相承，强调守正创新，为解决创新不足、内容不精、社会责任感不强等问题，在习总书记的思想指导下，提出坚持正确导向、坚持高质量发展、坚持把社会效益放在首位、坚持创新创造的发展意见，分别与去年的四点意见遥相呼应，但今年新增亮点为 5G 应用和云游戏，值得市场关注。

资料来源：广电总局网站、天风证券研究所

2019年12月，中宣部出版局副局长冯士新发表“让游戏成为创造美好的文化力量”发言。强调推动游戏行业向高质量高水平发展阶段迈进。丰富游戏的思想文化内涵、推动高质量精品化战略，优化审批流程、提高审批效率；合作共赢中弘扬中国精神。

表13：2019年12月监管领导发言

发言时间	2019年12月
发言领导	中宣部出版局副局长冯士新
政策定调	版号恢复正常化（19年批准出版运营游戏近1500款），年底频现政策利好 着力推动游戏行业向高质量高水平发展阶段迈进
利好优质内容	紧紧扭住深化供给侧结构性改革这条主线，坚持差异化、品牌化发展路子，努力提高原创能力
利好出海	鼓励中国游戏“走出去”，监管部门年底正在开展网络出版走出去工作的调研，明年计划召开网络出版走出去专题工作座谈会，为游戏出海营造更好的环境
利好5G应用发展	积极利用新技术，跟进5G、人工智能、云计算、大数据、区块链等新技术新应用 着力保护未成年人身心健康： 今年10月底国家新闻出版署印发了《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，对未成年人使用网络游戏的时段时长、消费金额等，提出了具体标准和明确要求。这是贯彻落实党的十九届四中全会精神的重要举措，是针对网络游戏服务提供者的“约法三章”。 我们将把《通知》的贯彻执行，作为明年工作的重中之重，放到所有任务的优先项，扎实推进、步步深入，确保取得实效。 各游戏企业要组织专门力量，强化技术支撑，让防沉迷工作始终与产业发展相适应。对用户提供的实名注册信息，要严格按照有关法律法规要求保存保护，确保用户信息安全。头部企业要发挥示范带头作用，先行一步、更严一点，树立行业标杆，分享先行先试经验，带动防沉迷工作深入推进。 国家新闻出版署正在抓紧建设统一的实名验证平台，为游戏企业做好防沉迷工作提供必要条件。 我们将指导各地出版行业主管部门，对防沉迷要求落实情况开展专项检查。我们还将加快推动游戏适龄提示工作，为不同年龄段玩家提供明确指引。
意见	着力健全审批与监管并重的工作机制： 党的十九届四中全会把坚持和完善发展社会主义先进文化的制度，作为推进国家治理体系和治理能力现代化的重要内容，作出了全面部署。落实全会精神，我们将抓紧完善游戏各项管理制度，理顺相关工作机制，为行业发展提供有力支撑和良好环境。 我们将进一步改进审批流程，在总结已有经验的基础上，有序扩大属地管理审核试点，更好发挥属地管理部门积极性，提高审批工作效率， 让内容健康有益的产品能够有序快捷地上线运营。我们正在着手建设网络游戏信用档案和事中事后监管技术系统，完善从受理审批到上线运营的全流程管理，实行事前审批和事后监管联动机制，对存在内容导向问题、违规上线运营的产品和企业，综合运用多种手段予以惩戒。各游戏企业要健全内容把控机制，加强对报审游戏的审核把关，有效管控游戏运营全过程，把管理要求贯穿到各个环节、体现到每个产品中。 着力丰富游戏的思想文化内涵： 网络游戏具有鲜明的文化属性，积极健康的思想文化内涵，是游戏产品能够立得住、传得开、发挥正向引导作用的根本所在。今年以来，游戏企业更加重视游戏的社会价值、文化内涵、教育功能，特别是围绕新中国成立70周年，一些企业主动策划，推出了一系列主题类游戏，体现了服务大局、注重教益的主动性自觉性。 在此基础上，要进一步把弘扬中华优秀传统文化、革命文化、社会主义先进文化贯穿融入游戏创作生产运营全过程，把更多健康有益的思想文化内容注入到游戏产品中，在引导需求中满足需求，在满足需求中提高品位。 必须认识到，坚持正确导向、注重文化内涵、传播向上向善的正能量，是对所有游戏产品的要求。功能性强的游戏要好玩有意思、为广大玩家所喜爱，才能发挥教育作用；娱乐性强的游戏要寓教于乐、润物无声，才能产生积极影响；所有作品都要考虑如何为受众带来精神上的滋养、知识上的提高、艺术上的享受和心灵上的愉悦。

着力推动高质量精品化战略：我国网络游戏在快速发展的过程中，质量不高、生命周期不长、品牌效应不够彰显的问题比较突出。今年我们加大了调控力度，取得的成效还是初步的，下一步需要加强和改进宏观调控，加大对优秀产品的支持力度，对内容玩法高度重复或相似的题材进行有效调控，坚决遏制过剩供给，淘汰不良供给，引导企业牢固树立精品意识，推动行业加快向高质量发展转变。希望广大游戏企业精确定位方向、精心打磨产品、力戒浮躁风气，用好每一个版号资源，做一款是一款、做一款精一款。要紧紧扭住深化供给侧结构性改革这条主线，坚持差异化、品牌化发展路子，努力提高原创能力，开发更多具有自主知识产权的优质产品。要积极利用新技术，跟进5G、人工智能、云计算、大数据、区块链等新技术新应用，不断探索网络游戏与新技术的融合方式，推动内容、玩法、模式、业态创新，让游戏行业始终保持不竭活力和蓬勃生机。

着力在合作共赢中弘扬中国精神：近年来，中国游戏企业的国际合作开展得有声有色，不少游戏产品“走出去”、“走进去”，在海外市场上获得可观收益、产生较大影响；不少企业通过参股、并购、项目合作等方式，加强与国际上优秀游戏企业的交流合作。要秉持互利共赢、共同发展的理念，把引进来和走出去更好结合起来，虚心学习国际先进经验，对标国际高水平企业和产品，不断提升中国游戏的全球竞争力。要更好地发挥网络游戏“天然落地”优势，深入开拓海外市场，讲好中国故事、传播好中华文化。我们正在开展网络出版走出去工作的调研，明年计划召开网络出版走出去专题工作座谈会，交流做法、总结经验、探讨措施办法，为中国游戏“走出去”营造更好环境。

12月15日，北京市委宣传部发布的《关于推进北京游戏产业健康发展的若干意见》，目标将北京建成“国际网络游戏之都”。而在此之前，上海19年宣布目标建成“全球电竞之都”。

资料来源：广电总局网站、天风证券研究所

20年5G发展大背景，云游戏发展有望带来行业新动向

20年5G发展有望带来游戏板块业绩增长，例如游戏行业受新渠道红利扩张、游戏质量提升（轻到重）等驱动不断增长，云游戏、VRAR等平台迎来发展机遇。云游戏是脱离终端限制，直接在云端服务器运行游戏的一种新的游戏形式，其特点是免配置、免下载、跨终端，是游戏产业的一次基因进化。未来云游戏将成为游戏产业竞争的关键阵地。抢先占领云游戏市场的企业，未来将更有可能把握住游戏产业的命脉。

在云技术领域，华为处于行业领先，ARM架构的云游戏解决方案具备优势。华为作为全球领先的信息与通信技术解决方案供应商，在电信运营商、企业、终端和云计算等领域构筑了端到端的解决方案优势。在云游戏解决方案上，行业内主要采用谷歌的X86架构或者华为的ARM架构，目前华为在国内已形成云游戏架构主导地位，成为同时支持企业级PC云游戏、ARM安卓云游戏架构双引擎的独家企业。基于其自研ARM芯片和企业级ARM服务器，华为提供了高可靠、高性能、高弹性、100%安卓兼容的云游戏平台。目前华为已分别与网易、游族、三七确定在云游戏方面的合作。

表14：三大游戏厂商联手华为探索云游戏发展

	网易	游族网络	三七互娱
合作达成	2019年6月26日，网易雷火与华为合作备忘录签署，合作成立5G云游戏实验室。	2019年11月7日，游族与华为签署合作框架协议，双方将联手开展云游戏合作，共同开拓云游戏行业市场。	2020年1月9日，三七互娱宣布与华为公司签订合作协议。未来双方将围绕5G网络、ARM安卓云游戏等领域开展深度合作，共同探索云游戏的发展方向。
已上线/计划上线产品	网易旗下网游大作《逆水寒》已上线华为云平台，区分为4G和5G两个版本。4G下达到了720p分辨率和30帧，而5G下达到了2K分辨率和60帧。	2019年上海华为云互联网高峰论坛上，游族演示了两款高清云游戏产品，分别为《少年三国志2》720P 30FPS以及《天使纪元》1080P 60FPS。	三七互娱旗下首款云游戏已在开发当中，未来将登陆华为云游戏平台。

合作领域	探索 5G 时代云游戏可能性，寻找突破点，优化用户的体验，创造新的产业方向。	共同推进云游戏解决方案并发布云游戏产品，包括 ARM 安卓云游戏和 PC 云游戏等。	1)未来双方将围绕 5G 网络、ARM 安卓云游戏等领域开展深度合作，共同探索云游戏的发展方向。2)除云游戏外，双方还围绕“鲲鹏 + 昇腾”产业联盟的发展、生态集聚区的共建，以及企业间人才培养与交流等方向开展了更深层次的磋商，并初步达成合作意向。
	合作成立 5G 云游戏实验室。	游族与华为就此相关事项达成长期稳定的合作关系。	多年来，三七互娱一直与华为保持密切的关系。本次在 5G、云游戏等领域上的合作，将进一步深化双方之间的交流合作。
合作模式	“游戏公司：游戏研发所积累的技术与经验” + “华为：在 5G 技术上的行业领先技术和领导地位”，为全球玩家带来品质更高、体验更好的精品游戏。		

资料来源：公司公告、新浪财经、天风证券研究所

2020 年 3 月 18 日，公司官方微信公众号显示，三七互娱与华为云联手举办了业内首场云游戏线上发布会。会上，三七互娱正式公开旗下首款云游戏《永恒纪元》的详细信息，并宣布游戏将于 3 月 31 日上线运营。

据三七互娱云游戏项目负责人之一的刘舟介绍，《永恒纪元》云游戏版本具有“免下载、零更新、高品质、低门槛”等特点。“玩家不再需要下载和安装超过 400M 的游戏客户端，只需要一个入口便可进入游戏，真正做到了‘即点即玩’。此外，游戏的更新都将在云端进行，免去了玩家需要经常更新的烦恼，玩家也能第一时间体验最新最全的游戏内容。”

《永恒纪元》云游戏版本基于华为云鲲鹏云服务进行开发，所有数据均储存在华为云提供的服务器上。华为云中国区副总裁胡维琦表示，基于华为云云游戏解决方案，游戏企业可以在云端进行音视频的渲染，并通过网络实现与玩家的实时交互，玩家只需一台有视频解码能力的设备便能畅玩游戏。刘舟还表示，从双方正式签约到游戏上线运营，耗时不足三个月，这一方面凸显出三七互娱在游戏研发领域的深厚功底。三七互娱部分已上线和在研游戏的云版本已在制作当中，预计年内将推出更多的自研云游戏。

投资要点：精细化运营和极光计划开启 2.0 时代，全球化布局助力海外发行

流量精细化运营，买量由“产品+流量”向“品牌+流量”模式优化

三七互娱在页游时代就积累了扎实的买量能力，通过其产品研发与买量投入的同时进行，在其“产品+流量”的 1.0 时代下有着不错的表现。2018 年游戏买量市场由“疯狂买量”逐渐向流量精细化运营转变，买量成本上升，买量公司减少，头部厂商市占率提升，竞争格局改变。三七互娱推出流量 2.0 策略，意在将买量模式从“产品+流量”向“品牌+流量”方向优化。

“流量 2.0 策略”是公司在优化和思考现有模式的基础上，结合明星效应、IP 运营和玩家维护等手段，树立品牌并推广游戏的策略。通过针对性买量打造游戏品牌形象，既有助于吸引志趣相投的核心新玩家，又能培养老用户的忠诚度，从而建立忠实用户社区，实现长线运营和买量成本的降低。

表 15：流量 1.0 时代及 2.0 时代对比

	流量 1.0 时代：“产品+流量”	流量 2.0 时代：“品牌+流量”
特征	1) 产品和流量并驾齐驱： 三七凭借强大的研发能力不断提升产品品质，凭借运营能力维持游戏长生命周期，全方位布局扩大游戏品类，持续推出精品手游。 2) 核心推广运营模式： 从前端到后端的流量经营，而不是简单	1) 明星效应： 《一刀传世》推广中，用户画像分析表明，喜欢成龙的人群和传奇品类玩家高度重合，因此三七邀请成龙代言新游《一刀传世》，用明星自带的粉丝效应和品牌、游戏结合，提升品牌影响力。

的投放广告。买量只是导入用户的第一步，通过精准长线运营维持高用户留存率和高用户粘性，实现游戏长期回报。

3) “渠道+买量”模式：三七互娱广泛覆盖流量投放渠道并与其实深度合作，维持与流量公司的长线合作，力求渠道和发行商、广告平台三方共赢。典型代表为《永恒纪元》，2017年多次占据买量产品排行榜前三，应用宝是主要的投放渠道。

4) 高层人员重视游戏开发及流量运营：三七互娱高管团队重视游戏及买量，经验丰富，善于把握游戏研发情况和业界动态趋势，适时调整流量购买策略，基于对市场的预判进行提前布局。

2) IP 运营：《斗罗大陆 H5》由大热网文 IP 改编，动画版《斗罗大陆》开播成功获得市场认可。游戏本身具有深厚的粉丝基础。

3) 玩家维护：三七举办各类线下活动，如筛选核心用户聚集地做全国巡回玩家见面会；设计周边时根据玩家需求植入游戏元素；在庆典活动预热、活动设置、奖项设置中主动贴合用户想法，为游戏带来关注和口碑，树立正面品牌形象。

4) 针对性买量：在买量市场新形势下，三七成立手游视频部门积极应对，采用精细化运营策略，精准导入用户，转化效率更高，获客成本更低，活跃玩家数量稳定增长。

代表产品及其成绩

《永恒纪元》2017 年 3 月在应用宝单日流水高达 900 万，位居榜单第一，再创国内手游单渠道日流水新记录，2017 年全球最高单月流水超过 3.5 亿元。

《一刀传世》iOS 排名最高曾位列总畅销榜第三、游戏畅销榜第三；《斗罗大陆 H5》2019 年 1 月 12 日进入 iOS 游戏畅销榜 TOP50，7 月 31 日为 iOS 游戏畅销榜第 22

资料来源：热云数据 TrackingIO、腾讯应用宝、七麦数据、天风证券研究所整理

图 44：三七互娱《一刀传世》抖音游戏宣传界面



资料来源：抖音视频截图、天风证券研究所

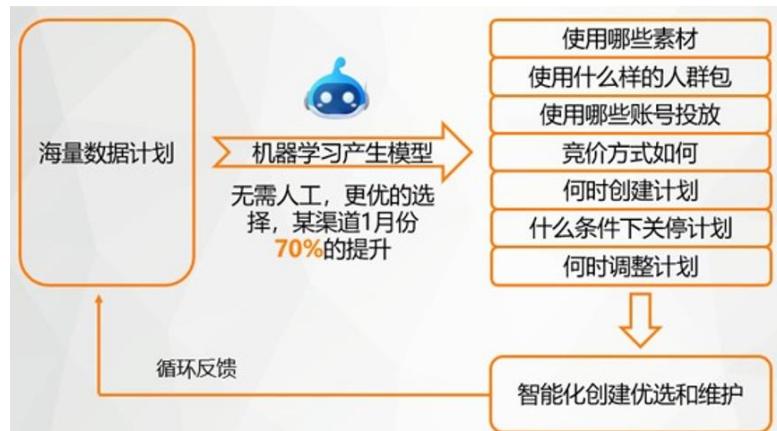
AI 赋能流量运营，买量效率有望得到提升

三七互娱通过搭建智能化流量运营平台，提升其广告投放的效率，降低运营成本，平台主要分为智能化投放平台“量子”和智能化运营分析平台“天机”两部分。

智能化投放平台“量子”是可以对接所有主流广告渠道，快速批量投放以及自动化投放的广告后台系统，其合并多个系统，串联流程，大幅减少计划创建时间。同时对计划进行标准化批量处理，自动化、智能化维护计划，通过大数据分析以及 AI 算法快速提升广告投放速度，并且实现了投放业务“7×24 小时”的批量化与自动化。

智能化运营分析平台“天机”则是针对游戏数据进行统计、分析以及预测的经营决策系统，主要帮助游戏运营以及研发人员对游戏核心数值进行了解和优化，提升游戏品质。该系统可以通过数据分析模型对游戏生命周期进行精准预测并根据用户数据对用户进行差异化的活动营销，使客服可以专注于更高价值的服务，目前公司在国内及海外发行的逾 50 款游戏均在运用该工具。

图 45：“量子-天机”运作原理



资料来源：公司官网、天风证券研究所

“量子-天机”两大AI智能系统为公司的游戏运营带来了新的活力，“天机”系统可以仅凭早期的运营数据准确预估产品LTV模型，并将投放控制数据反馈至“量子”系统，帮助发行团队迅速判断一款新游戏是否适合当前的投放模式。“量子-天机”两大系统通过将人工经验转化为机器代码，不仅全面提升了发行和运营的效率，也大幅提升流量运营的精确度，降低试错成本。在AI和大数据的赋能下，公司流量运营业务的ROI大幅提升，并且在智能化平台的控制下，2019年公司投放人员增加的幅度远低于投放规模增加，预计20年公司投放比例将相对保持稳定，同时提升买量效率。

研发支出占比不断提高，“极光2.0”计划培养核心竞争力

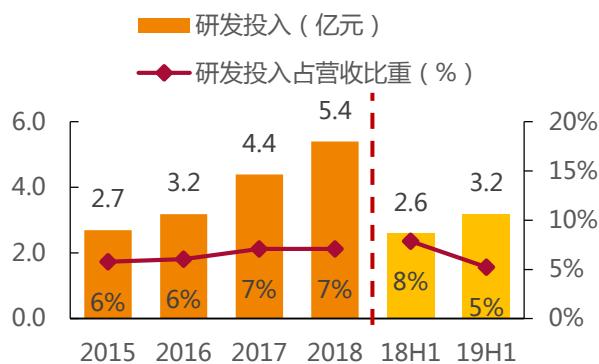
公司重视提高研发能力，培养研发人员，提高长线运营能力

2015-2018年，公司研发支出占营收比例由6%提升至7%，研发人员数量占总员工比例由41%增长至61%，人均研发费用从33.2万元提高至39.2万元。

19H1公司研发投入3.18亿元，同比增长22.7%。

公司持续增强手游研发投入，在手游研发方面不断提升产品引擎性能与画面品质，对已上线长周期游戏不断精品化、迭代更新，顺应游戏市场发展趋势，满足用户高品质游戏体验需求。延长产品生命周期，提升买量投入回报比，在日益激烈的买量市场中占据有利位置。

图 46：三七互娱 2015-2019H1 研发投入及占营收比重



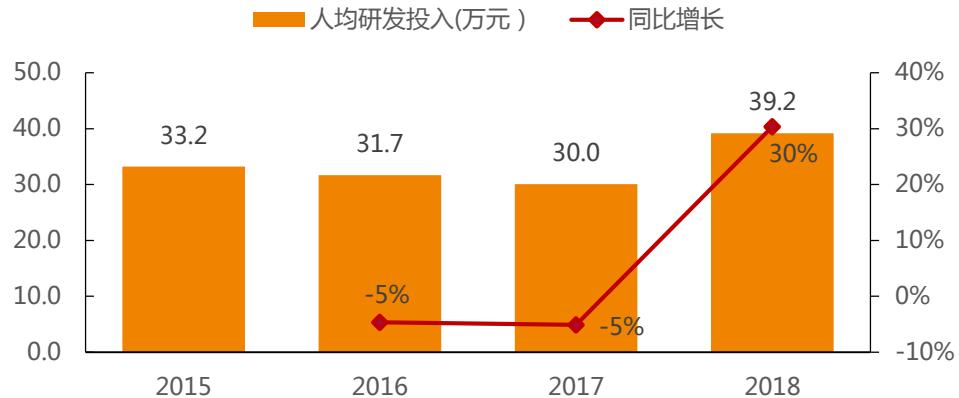
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 47：三七互娱 2015-2018 研发人员数量及占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 48：2015-2018 人均研发投入（单位：万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司在研发方面稳步推进，在 19 年主要取得了以下成就：

- 1) **高举人才大旗：**高级研发人才密度稳步持续提升，研发人员数量突破 1300 人，2020 年有望达到 2000 人。
- 2) **实现技术突破：**自研手游引擎已投入使用，2020 年将再次升级 3D 引擎，使其性能提升 30%以上。
- 3) **研发流程工业化：**通过高度工具化、资源批量化等措施提高研发效率，以此解放高级研发人员，促使其进行前沿技术探索。
- 4) **产品模型数据化：**通过自研大数据系统加强对用户行为的学习，实现精准开服、精准活动。
- 5) **产品类型多元化：**通过全球化布局+微创新开拓新品类，实现美术方面的突破。扩大非 ARPG 类研发团队的规模，提高产能。

具体来说，公司研发能力提升体现在其品类的拓展，与长线运营能力的提升：

- 1) **拓展品类：**市场成熟，玩家要求提升，要求公司拓宽研发领域，丰富新游品类，手游和页游研发双向发力。主研发团队极光网络推出未来五年“极光 2.0”计划，大力培养研发人才，拓宽研发的游戏品类，产品方向除传统强势的 ARPG 外，还包括 MMO、二次元、卡牌类等，以适应多元化市场竞争。

表 16：2020 年三七互娱主要国内游戏 Pipeline

主要游戏名称	(预计) 上线日期	游戏类型	来源
斗罗大陆 3D	2020H1	ARPG	IP
末日沙城	2020H1	ARPG	传奇
代号-传奇 S	2020H1	ARPG	传奇
代号修仙	2020H1	修仙放置	自研
荣耀大天使	2020H2	MMO	-
代号魔幻	2020H2	RPG	代理
代号永恒	2020H2	RPG	代理
代号荣耀	2020H2	-	自研
代号 NB	2020H2	-	自研

资料来源：App Annie、七麦数据、公司公告、公司网站、天风证券研究所

- 2) **研发投入促使技术提升：**公司拥有自主研发的一系列性能优异、稳定性强的游戏引擎和游戏框架，能够支持开发高性能、可玩性强的大型精品网络游戏，是公司持续推出高质量精品游戏的重要保障。公司正在研发的引擎 2.0 在物品和人物精细化渲染、场景和地貌的展现上将有进一步提升，光影表现更为逼真，支持全 3D 的地图场景管理技术，将大幅提高游戏的真实性。同时，公司通过自主研发的大数据分析系统对公司游戏数据进行分析，利用分析结果为新产品的设计和老产品的迭代调优提供精准的数据参考，提高公司在产品开发方面的洞察力和流程优化能力。
- 3) **长线运营能力：新游数量下降，老游戏长线运营能力成为关键。**通过研发实现产品迭代与质量优化，保证用户留存率，稳定营收与利润。

公司对已上线的长周期精品进行一系列的迭代更新，提高长线运营能力。紧跟玩家需求变化，不断对历史头部产品进行迭代，保持较高用户留存率。《永恒纪元》、《传奇霸业》、《大天使之剑》等多款上线 1 年以上的自研精品游戏在已发行地区保持稳定流水。

- 老产品：《传奇霸业》画面、音效等细节打磨；《大天使之剑 H5》打通 PC 端和移动端数据，通过设计开发创新玩法，满足用户需求，全年进行了一系列迭代更新。大型资料片更新《大师觉醒》，并推出新转职玩法、新增精灵系统、强化套装精炼系统、新增超凡技能，优化游戏性能；《永恒纪元》进行创新性玩法设计和数值设定，提升玩家体验。研发团队结合 SLG 玩法模式不断更迭跨服系统，增强玩家间社交。
- 新产品：《斗罗大陆 H5》等新游广告投放金额占据 19Q3 手游排行榜 TOP5，《精灵盛典》稳定在中国区 iOS 畅销榜前十，《斗罗大陆 H5》自上线后连续 7 月位于 iOS 端角色扮演类手游前十名。

以“精品化、长线化、多元化”为产品策略，自研体系多元化

公司坚持“精品化、长线化和多元化”，紧跟市场风向，控制成本和缩短产品的研发周期，适时推出符合行业发展方向的精品游戏。2015 年-2019 年公司先后推出了《大天使之剑》、《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》、腾讯版《传奇霸业手游》、《一刀传世》、《斗罗大陆》、《精灵盛典》、《王城英雄》等多款月流水破亿的游戏，成为业内横跨页游、手游、H5 游戏领域的“多栖”游戏公司。2020 年公司将从产品多元化角度再入手，从 RPG 品类往 SLG、卡牌、沙盒等多品类尝试、延伸，其中《代号 MH》、《Ocean Wars》等多款游戏产品，值得期待。

➤ 《永恒纪元》——手游

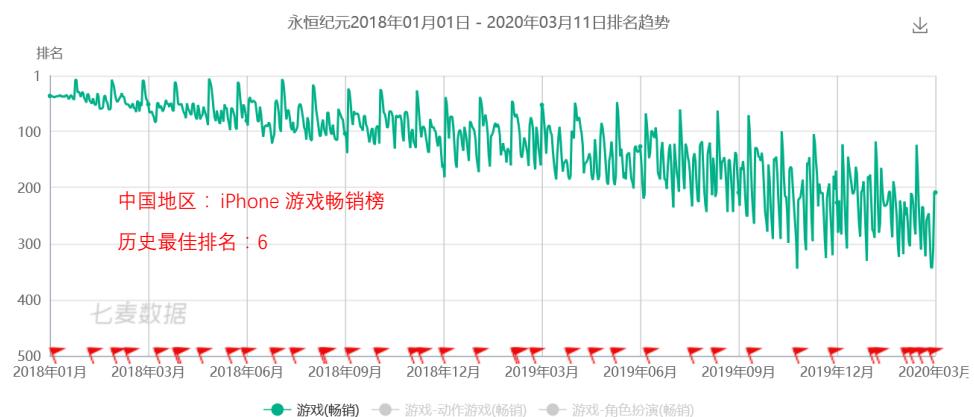
《永恒纪元》是由极光网络研发、三七互娱发行的西方魔幻类型 ARPG 手游，2016 年 7 月上线，是“页转手”的代表作品，包含大量页游经典元素和玩法，数据远超同类型“页转手”游戏。首发开服 3 小时流水破百万，2017 年全球最高单月流水超过 3.5 亿元，同时位居 2018 年海外 App Store & Google Play 中国手游收入 TOP30 榜单的第 28 位。《永恒纪元》项目的成功使得公司将页游流量导入手游成为可能。

图 49:《永恒纪元》游戏界面



资料来源：游戏官网、天风证券研究所

图 50:《永恒纪元》中国区 iPhone 畅销榜排名情况



资料来源：七麦数据、天风证券研究所；注：排名数据自 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 3 月 11 日

➤ 《大天使之剑 H5》——H5

《大天使之剑 H5》是由极光网络研发、三七互娱发行的一款 H5 游戏。H5 游戏此前主要使用场景和盈利途径在于广告营销，游戏自身盈利能力缺失，流水收入不足。《大天使之剑 H5》上线 24 天流水破亿，**2017 年单月流水超 1.8 亿元**。游戏基于《奇迹 MU》IP 创作而成，拓宽策略与社交维度。加入分支系统弱化了单一的数值比拼，丰富了玩家在角色养成、交易、社交等多维度的玩法选择，在台湾地区上线 2 个月成为 iOS 畅销榜第二。

图 51:《大天使之剑 H5》中国区 iPhone 畅销榜排名情况

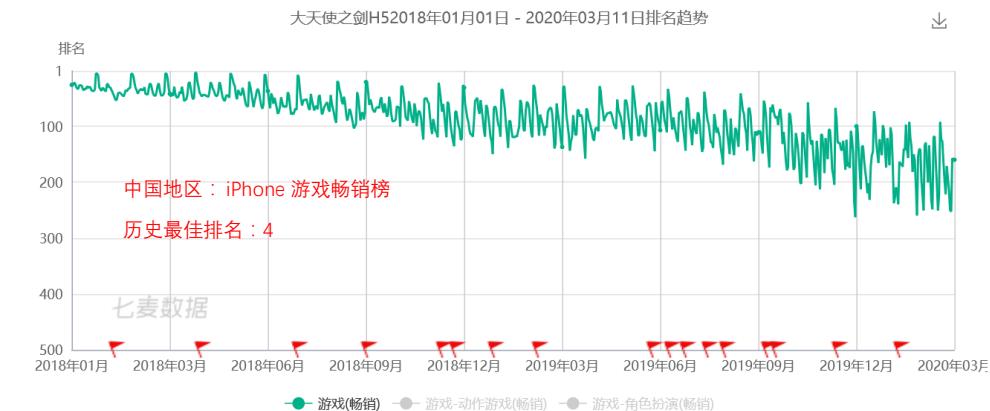
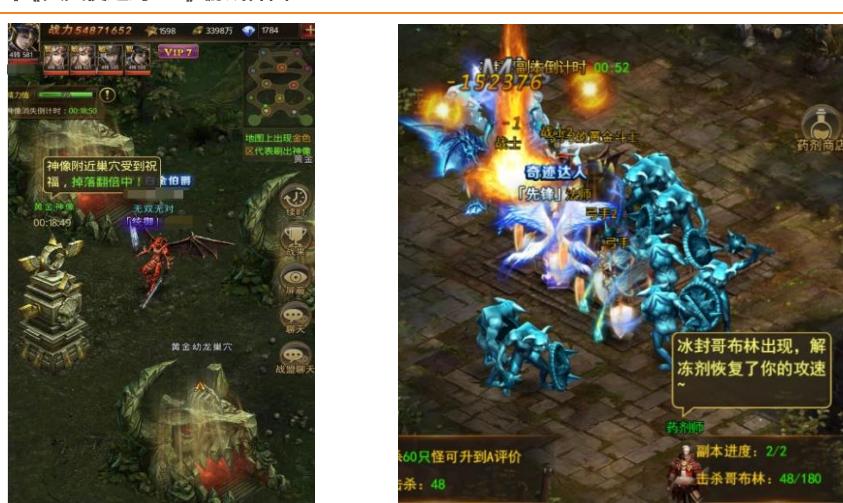


图 52:《大天使之剑 H5》台湾地区 iPhone 畅销榜排名情况



图 53:《大天使之剑 H5》游戏界面



资料来源：游戏官网、天风证券研究所

➤ 《一刀传世》——手游

《一刀传世》是成龙代言的传奇 RPG 手游，PK 系统深度优化，千人同屏增强刺激性，配备多元化社交玩法。2018 年 12 月上线，2019 年 2 月 13 日进入中国 iOS 游戏畅销榜 TOP5，目前依旧稳定在 40 名左右。

图 54:《一刀传世》游戏宣传图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 55:《一刀传世》中国区 iPhone 畅销榜排名情况



资料来源：App Annie、天风证券研究所；注：排名数据自 2019 年 1 月 1 日至 2020 年 3 月 11 日

➤ 《斗罗大陆 H5》——手游

《斗罗大陆 H5》是同名小说正版授权的沉浸式策略手游，高度还原原著内容。以原创策略竞技为核心玩法，2019 年 1 月上线，上线后流水破亿。

图 56:《斗罗大陆 H5》游戏界面图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 57: 《斗罗大陆 H5》中国区 iPhone 畅销榜排名情况



资料来源: 七麦数据、天风证券研究所; 注: 排名数据自 2019 年 1 月 10 日至 2020 年 3 月 11 日

加码全球化布局，大力发展游戏出海

以“本地化精细运营+立体整合营销”为战略，海外运营积累丰富经验

公司以“本地化精细运营+立体整合营销”为战略，延续自身在海外市场优势，巩固全球化战略布局。多款游戏在海外市场表现亮眼，推动海外收入增长。

表 17: 出海游戏排行表现

游戏名称	海外表现情况
《大天使之剑 H5》	在台湾地区上线 2 个月即问鼎畅销榜首
《운명:무신의 후예》	韩国游戏畅销榜 TOP10
《楚留香》	上线 3 天下载量即登录台湾畅销榜首
《永恒纪元》	在海外单月最高流水达 7000 万元，港澳台、新加坡、马来西亚、越南、菲律宾等市场游戏畅销榜第 1、印尼、土耳其游戏畅销榜第 2、泰国、韩国畅销榜第 3 以及多个海外市场游戏畅销榜前 5
《镇魔曲》	台湾市场畅销榜第 3 名
《封仙》	新加坡和马来西亚畅销榜第 2 名
《诛仙》	泰国畅销榜第 4 名

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

公司海外游戏储备丰富，2020 年自研+代理出海多款游戏，重点游戏类型为 SLG 和 RPG 类，预计在 2020 年陆续出海，进一步开拓海外市场。

表 18: 公司海外主要游戏储备

游戏名称	(预计) 上线时间	游戏类型	来源
狂野西境	2020 年 3 月海外	西部 SLG	海外代理
Final Order	2020 年海外	战争 SLG	海外代理
日理万姬	2020H1 韩国	模拟经营	自研
希望	2020H2 海外	RPG	代理
第五都市	2020H2 海外	RPG	-
奇迹 MU：跨时代	2020 年 2 月台湾	RPG	自研

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

自有海外平台助力开拓国际市场。如以 37.com 为统一域名的 37GAMES 国际平台、泰国市场的 GMTHAI 平台。公司旗下 37GAMES 国际平台市场覆盖 200 多个国家，是全球覆盖面最广的游戏平台之一，全球发行手机游戏超过 100 款，语言覆盖中文、英语、日语、韩语、泰语等 14 种。

2020 年海外市场战略主要从用户端和产品端两端同步进行：

用户端“地区差异化营销+本地化精细运营”：在地区差异化营销阶段，注重前期投入，结合当地优势进行推广，比如在东南亚这些移动手游人口增速较大的地区，线上投放即能吸引较多的用户，因此注重线上营销而较少组织线下活动。在本地化精细运营阶段，结合当地用户特性调整游戏的活动、版本甚至定价策略，比如日本的玩家比较喜欢通过节庆或者类似上线一周年之类的庆祝日来参与游戏活动。

产品端“通过几款 SLG 精品游戏实现在全球市场尤其是北美市场的突破，在亚洲地区用 MMO+二次元+SLG+卡牌打组合拳”。在亚洲海外地区，三七已经积累了一定的用户群体，18 年进入日韩市场以来已经有了一定的突破，在港澳台地区也取得了不错的成绩。

图 58：三七互娱产品在台湾和澳门表现亮眼



资料来源：App Annie、天风证券研究所

在北美地区主要希望通过 SLG 品类打开市场，公司投资的羯磨科技是专注做海外自研及发行的团队，其 CEO 刘宇宁曾三年打造 2 款全球现象级的 SLG 产品，《火枪纪元》与《阿瓦隆之王》，而在 20 年 3-4 月原班团队打造的西部 SLG 类型《狂野西境》在 2020 年 3 月上线，西部题材和 SLG 品类在美国均有深厚的爱好群体，2019 年美国流水 Top100 移动游戏中，SLG 类型排名第二，三七互娱海外代理的几款 SLG 类型游戏预计会为打开北美市场贡献很大力量。

图 59：2019 美国流水 top100 移动游戏各类型流水分布



资料来源：伽马数据、天风证券研究所

研运一体化，出海战略已见成效，有望在政策鼓励下继续开拓疆土

三七互娱采取全球化战略布局，推行研运一体化，出海战略成绩亮眼。三七在 2019 上半年中国公司海外游戏用户支出排名 12 位，在 2020 年 1-2 月中国发行商出海收入排行榜中排名 15-17 名，2019 年稳定在 11-22 名区间内。

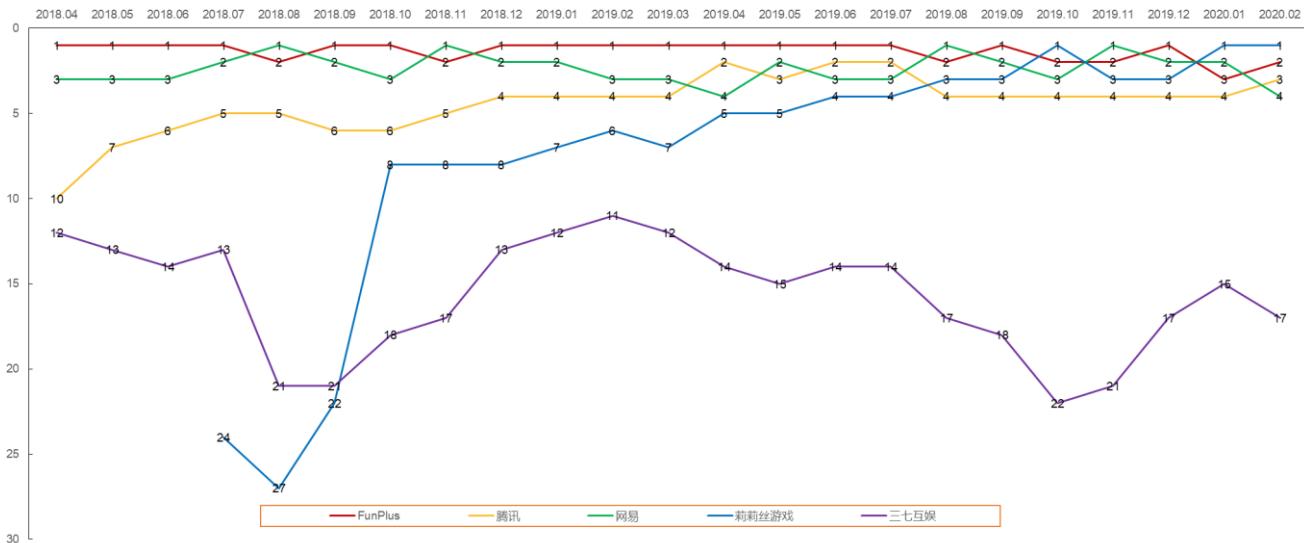
图 60：2019 上半年中国公司海外游戏用户支出排名

2019 年上半年主要中国公司
(按海外游戏用户支出排名)

排名	公司	热门游戏
1	FunPlus	《Guns of Glory》
2	网易	《荒野行动》
3	IGG	《王国纪元》
4	腾讯	《绝地求生》
5	莉莉丝游戏	《万国觉醒》
6	友塔游戏	《黑道风云》
7	龙创悦动	《Last Shelter: Survival》
8	智明星通	《列王的纷争》
9	创酷互动	《Be The King》
10	DH Games	《Idle Heroes》
11	Moonton	《Mobile Legends: Bang bang》
12	三七互娱	《The Epoch of Eternity》
13	紫龙游戏	《Langrisser》
14	Onemt	《Revenge of Sultans》
15	梦加网络	《苏丹的游戏》

资料来源：App Annie、天风证券研究所

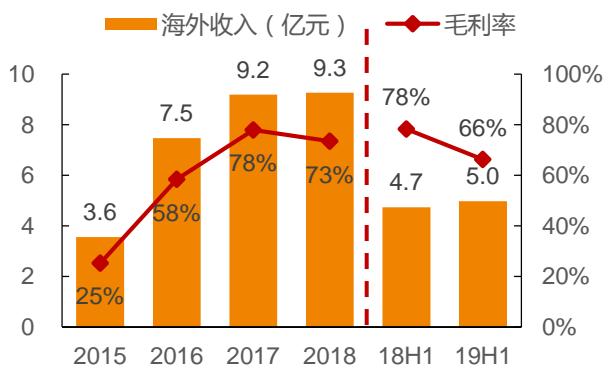
图 61：2018 年 4 月-2020 年 2 月部分游戏公司出海收入排名



资料来源：App Annie、天风证券研究所；注：排名结果为 iOS 及 Google Play 综合，且不包括中国公司的海外收购公司以及中国公司通过海外代理发行

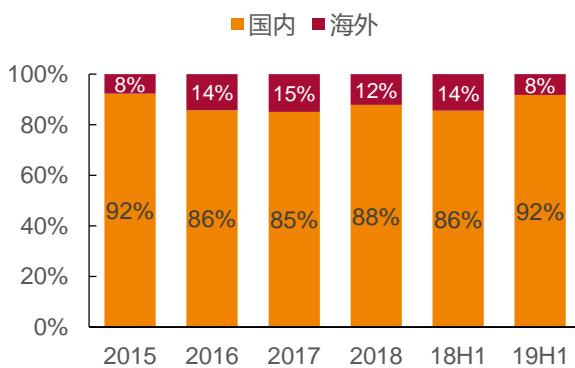
2015-2018 年公司海外收入从 3.6 亿增加至 9.3 亿，复合增速 37%，海外收入占比从 8% 提升至 15%，毛利率由 25% 迅速增长到 78%。19H1 海外业务营收 5.0 亿元，同比增长 4.9%，占总收入 8.2%，同比下降 6.2pcts。随着出海策略深化，海外运营逐渐成熟，海外业务盈利潜力较大，成为推动业绩发力的主要增长点之一。

图 62：三七互娱 2015-2019H1 海外收入规模及毛利率水平



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 63：三七互娱 2015-2019H1 海外收入占比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 19：2018 年主要游戏公司海外业务收入、毛利、毛利率

公司名称	IGG	游族网络	昆仑万维	宝通科技	中文传媒	三七互娱
18 海外营收（亿元 RMB）	51.4	18.4	16.0	16.0	28.2	9.3
yoY	30%	-6%	-2%	44%	-24%	1%
18 海外业务毛利（亿元 RMB）	35.9	7.3	13.0	10.5	19.7	6.8
yoY	33%	-27%	2%	53%	-23%	-5%
18 海外业务毛利率（%）	70	40	81	66	63	73
同比 (pcts)	2	-11	3	4	-1	-4
18 海外营收占比（%）	100%	51%	45%	74%	23%	28%
同比 (pcts)	0	-9	-3	4	-5	-2

资料来源：Wind、天风证券研究所

借力 5G，与华为合作搭建云游戏框架体系，VR 游戏布局初现成效

19 年公司中报提出目前构建云游戏体系的方案，包括：1) 构建内部云，为游戏上云游戏提供计算和网络支撑；2) 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；3) 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。与即将到来的 5G 时代联动，实现云游戏技术上的平滑过渡。

2020 年 1 月 9 日，三七互娱宣布与华为公司签订合作协议。未来双方将围绕 5G 网络、ARM 安卓云游戏等领域开展深度合作，共同探索云游戏的发展方向。目前三七互娱旗下首款云游戏已在开发当中，未来将登陆华为云游戏平台。双方均将派出资深技术专家，成立“云游戏技术方案联合攻关小组”，协同双方技术优势，在深度优化现有云游戏方案、打造具有强市场竞争力的产品的同时，共同对云游戏的发展方向进行探索，并提供技术保障。

本次合作协议签订，将为公司云游戏领域布局注入强大技术动力。背靠华为主导推出的基于 ARM 架构的移动云游戏解决方案，双方共同探索云游戏发展方向，为公司云游戏体系搭建提供技术支持。协议的具体实施有助于公司业务的拓展和提升，对公司发展将产生积极影响。公司有望加强与华为合作，实现长期共赢互利。

除云游戏之外，公司在 VR 游戏上的布局也已初显成效。三七互娱早在 2016 年便开始 VR 布局，先后投资加拿大 VR 游戏工作室 Archiact (10% 股权) 以及天舍（上海）文化传媒有限公司(15% 股权)。VR 游戏工作室 Archiact 于 2013 年成立，总部设立在加拿大温哥华，其自主研发的《Lamper VR: First Flight》、《Lamper VR: Firefly Rescue》、《Waddle Home》等 VR 游戏多次获得 Google Play 商店、三星 Gear VR、Oculus 商店的榜首推荐。而《Lamper VR: Firefly Rescue》更是排名在谷歌官方行业报告用户好评和活跃度评选前三的 VR 游戏和应用。

2020 年 2 月，Archiact 的 VR 游戏《FREEDIVER : Triton Down Extended Cut》登陆 Quest 和 PSVR，目前评分分别为 4.8/5 分，这是 2019 年 5 月发行的《FREEDIVER: Triton Downwas》的全新版本，《FREEDIVER: Triton Downwas》在 Steam 和 Oculus 平台一上线便收获了玩家的一致好评。但因为游戏时长过短，导致很多玩家都意犹未尽，于是 Archiact 将新版本从零为两款头显进行了重新调整，增加了新的玩法内容，功能和故事深度。

图 64: 2020 年 VR 游戏《FREEDIVER : Triton Down Extended Cut》



资料来源：公司官网、天风证券研究所

2020 年是 5G 产业链发展的关键之年，赋予了 VR 游戏更大的想象空间。5G 解决了困扰 VR 游戏多年来的网络带宽和延迟问题，3D 视觉、语音交互等 AI 功能也为游戏带来更好的体验。未来 Archiact 工作室以及天舍（上海）文化在 VR 游戏上的持续发力，为三七互娱在 VR 领域的收获奠定了基础。

治理结构优良，商誉质押低风险，子公司业绩健康

上海墨鹍为三七互娱在 2017 年收购的子公司，2017-2018 年均存在商誉减值情况。

- 2017 年上海墨鹍研发的移动手机游戏《择天记》等产品报告期内未能上线，未能实现业绩承诺，公司确认 4.0 亿业绩补偿收益及 3.0 亿商誉减值损失。
- 2018 年受版号限制、游戏行业增速整体下滑、腾讯发行战略调整等影响，上海墨鹍研发发行进度不达预期，主要游戏在 18Q4 未能上线产生收入利润，经营业绩低于预期。经审计，2018 年上海墨鹍扣除非归母净利润 -482.5 万元。18 年三七互娱确认业绩补偿 4.5 亿元及相关商誉减值 9.6 亿元，影响归母净利润减少 5.1 亿元。

本次商誉减值对三七互娱归母净利润有较大影响。经过非公认会计原则调整，剔除商誉减值、一次性股权激励费用、股权投资处置税后收益及业绩补偿款后，**2018 年公司实际内生利润为 15.0 亿，内生增长 6%。**

表 20：公司实际内生利润及同比增长情况

	2017	2018
归母净利（亿元）	16.2	10.1
商誉减值（亿元）	3.0	9.6
股权激励费用（亿元）	0.9	0
减：股权投资处置税后收益（亿元）	2.0	0.2
业绩补偿（亿元）	4.0	4.5
非公认会计原则调整后归母净利（亿元）	14.1	15.0
同比增长（%）	-	6%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

鉴于商誉减值为非经常性事项，19Q1 公司将上海墨鹍出售给字节跳动，并于当季确认投资收益，三七互娱的减值风险已在 2018 基本释放，剩余商誉 15.8 亿元主要为主要贡献业绩的三七互娱（上海）即游戏业务经营主体之一，未来商誉减值大幅影响业绩的风险减小。

表 21：公司商誉减值情况

形成商誉子公司	17 年初商誉 (万元)	17 年年报减值准备 (万元)	18 年初商誉 (万元)	18 年年报减值准备 (万元)	19 年初商誉 (万元)
三七互娱（上海）科技有限公司	158,024.1	0	158,024.1	0	158,024.1
无极娱乐公司	191.2	0	191.2	191.2	0
成都盛格公司	26.4	26.4	0	0	0
上海墨鹍公司	125,979.4	29,945.8	96,033.6	95,983.4	50.2

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司在 2018 年放下商誉减值和业绩承诺的压力后，能更专注于长期战略发展，稳扎稳打，进一步深化公司和子公司在游戏研发、游戏发行、泛娱乐内容延伸方面的协同效应，全面夯实公司核心竞争力，积极布局基于 IP 的文化娱乐全产业链运营，巩固公司在游戏行业的龙头地位。

表 22：子公司业绩承诺完成情况

子公司	业绩承诺	是否完成业绩承诺
江苏智铭	2016 年度、2017 年度、2018 年度合并报表口径下扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的净利润分别不低于 0.4 亿元、0.5 亿元、0.6 亿元。	均已完成
极光网络	2017 年度、2018 年度、2019 年度（以下合称为“利润补偿期间”）的承诺净利润数（“合并报表中扣除非经常性损益（依法取得的财政补贴及税收减免除外）后归属于母公司股东的净利润”）分别不低于 5.8 亿元、7.3 亿元、8.7 亿元。	2017 年、2018 年业绩承诺已完成
上海三七互娱	2015 年度、2016 年度、2017 年度实现的净利润数不低于 5.0 亿元、6.0 亿元、7.2 亿元。	均已完成
上海墨鹍公司	2016 年度、2017 年度及 2018 年度合并报表口径下扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的净利润分别不低于 1.0 亿元、1.3 亿元及 1.7 亿元。	2017 年、2018 年未完成（19 年已出售）

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司商誉、质押率、大股东质押率均处于行业较低水平，具备显著投资价值。三七互娱 2018 年年报披露商誉值为 16 亿元，低于行业平均水平（22 亿元），主要由于公司 18 年计提大额商誉减值。公司质押比例（3.56%）、大股东质押率（16.48%）与同行相比也相对较低。

表 23：A 股可比公司商誉及质押率比较

证券代码	证券简称	2018 年商誉（亿元）	19Q3 商誉（亿元）	质押比例 (20200311)	大股东质押率 (20200311)
002555.SZ	三七互娱	16	16	3.56%	16.48%
002624.SZ	完美世界	9	10	36.30%	69.72%
002174.SZ	游族网络	10	4	29.60%	91.69%
002602.SZ	世纪华通	79	153	32.96%	87.17%
600373.SH	中文传媒	24	24	0.65%	-
603444.SH	吉比特	0	0	2.75%	31.98%
300418.SZ	昆仑万维	15	15	8.86%	-
002425.SZ	凯撒文化	22	22	4.55%	-

资料来源：Wind、天风证券研究所

公司管理层持股集中，回购 3 亿用于员工激励，彰显团队信心

公司管理层持股比例超过 40%，股权结构稳定。截至 2020 年 3 月 14 日，三七互娱创始人、董事长李卫伟持股 19.11%，联合创始人、副董事长曾开天持股 13.51%，联合创始人、三七游戏总裁胡宇航持股 4.54%，公司董事吴卫红持股 5.30%，四人合计持股 42.46%，经营管理层持股集中，结构稳定。

大手笔员工激励彰显管理层信心，有助于稳定核心团队、激发积极性、提高运营效率。公司于 6 月 18 日晚公告第三期员工持股计划（草案），以零价格向员工转让前期回购的 2235 万股，合计 3.02 亿元，考核指标为未来三年净利年均增速 15.5%。公司于 2019 年 4 月 11 日至 5 月 7 日期间，以集中竞价方式回购股份 2235 万股、占公司总股本的 1.05%，成交价 12.61~14.02 元/股，支付总金额 3.02 亿元（不含交易费用）。该员工持股计划存续期 4 年，自最后一笔标的股票过户起 1 年后分期解锁（30%/30%/40%）、锁定期最长 3 年。

业绩考核目标：2019 年净利（净利为归母净利、且不含员工持股计划产生的股份支付费用）不低于 15 亿元（根据业绩快报，2019 年预计实现归母净利 21.4 亿元，目标完成）、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，对应年均增速 15.5%。

股份支付费用（测算值）：2019-2022 年分别为 8807/13085/6291/2013 万元，合计 3.02 亿元。

表 24：2019-2022 年公司股份支付费用（测算值）情况

时间	2019	2020	2021	2022
股份支付费用（万元）	8807	13085	6291	2013

资料来源：公司公告、天风证券研究所

盈利预测：高增长龙头，给予“买入”评级

结合公司经营情况分析，我们作出如下假设：

- **公司手机游戏业务保持稳定增长，尤其是海外手游也保持高速增长的态势(yoy>50%)，网页游戏业务略有下降。**我们根据公司 IP 储备及产品列表进行拆分，老游戏《斗罗大陆 H5》、《一刀传世》等已进入回收周期将保持稳定略有下降趋势，19Q4 上线的新游包括《王城英雄》、《混沌起源》、《SNK 全明星》，20Q1 上线的《末日沙城》、《狂野西境》等预计将为 2020H1 产生增量，2020H1 上线的《斗罗大陆 3D》以及 SLG 等新品类产品均有新引擎 Unity 2.0 的加持，预计有较大弹性。2019 年我们预计公司新发过亿游戏产品约 6 款，其中自研有 4 款（《一刀传世》（18 年 12 月 27 日首发）、《斗罗大陆 H5》、《精灵盛典》、《王城英雄》），而 2020H1 预计新发过亿游戏产品有望达 5~6 款，其中包括（《斗罗大陆 3D》、《末日沙城》、《代号传奇 S》、《代号 MH》、《Ocean Wars》等产品），头部产品数量及流水整体提升带动营收增长。
- 随着汽车零部件业务的剥离，以及手游和海外游戏业务毛利率稳定上升，19 年公司毛利率呈现上升趋势，但 20 年《混沌起源》、《SNK 全明星》、《狂野西境》等代理游戏比例提升，毛利率将轻微下降。同时，三大费率基本保持稳定，其中 19 年销售费用率随推广成本提高有提升明显，20 年预计比例在买量效率提升假设下有所下降，管理费用率与财务费用基本保持不变，研发费用随公司研发人员数量提升将持续增长，所得税税率由于部分子公司适用的所得税优惠到期，预计会上升至 10% 左右。
- 商誉减值和业绩承诺的压力已在 2018 年得到释放，未来资产减值风险大幅减少。

表 25：三七互娱营业收入假设

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	46.6	52.5	61.9	76.3	132.6	161.2
移动游戏	5.1	16.4	32.8	55.8	117.5	151.3
网页游戏	36.7	29.5	23.0	16.5	15.0	10.0
汽车零部件	4.5	6.3	5.6	3.9	0.0	0.0
其他主营业务	0.3	0.3	0.5	0.2	0.0	0.0

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 26：三七互娱毛利率假设

毛利率	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
手机游戏	18%	62%	76%	81%	86%	83%
网页游戏	69%	70%	67%	72%	75%	80%
综合	60%	63%	69%	76%	84%	83%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

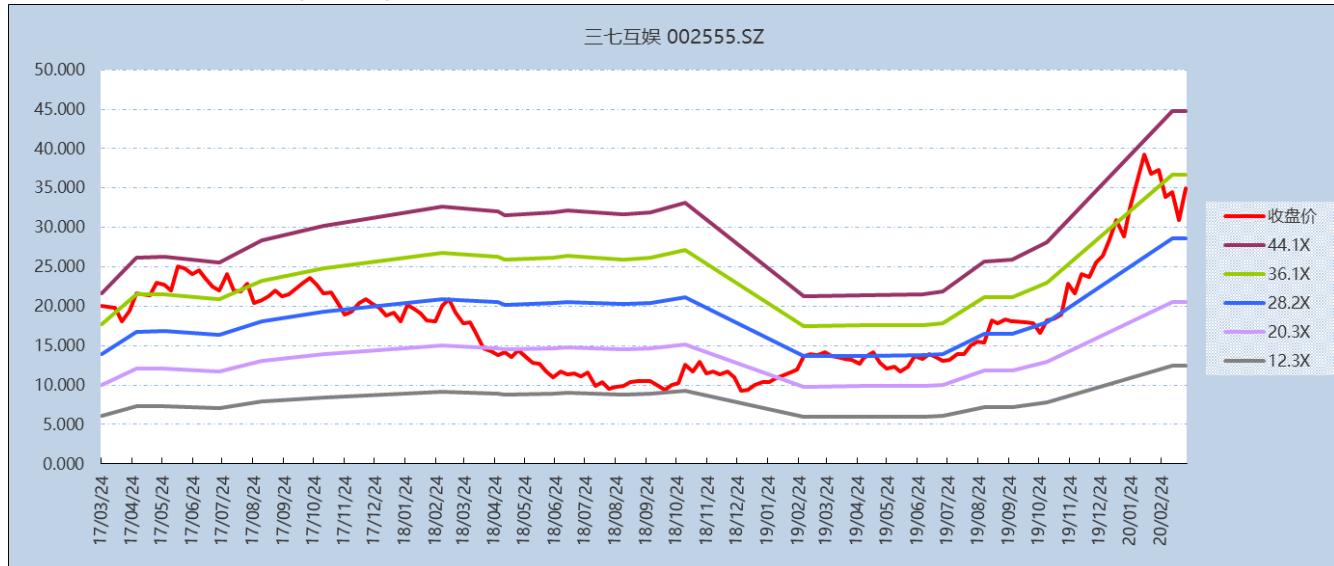
投资观点：公司通过研发+买量形成自身的竞争优势，夯实国内手游前三地位，并持续以“品牌+流量”模式及技术智能化优化买量效率，加大自身研发投入提升产品质量以及利润转化率，员工激励彰显信心，研发负责人增持股份，高增长龙头逻辑明确，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 21.5/26.3/31.9 亿，对应估值 30x/25x/21x。根据可比公司估值法，A 股可比公司完美世界、吉比特 20 年当前估值 25x，我们看好 5G、出海等逻辑下行业整体估值的提升，由 PE BAND 图可知公司与前期估值高位仍存在一定差距，我们给予公司作为游戏行业龙头估值溢价 20 年 35x，对应目标价 43.75 元，给予“买入”评级。

表 27：可比公司估值表

证券简称	总市值（亿元）	2019E 净利	2020E 净利	2021E 净利	2020E 增速	2019PE	2020PE	2021PE
完美世界	620.37	15.04	24.50	29.00	62.90%	41.25	25.32	21.39
吉比特	291.29	9.00	11.50	13.50	27.78%	32.37	25.33	21.58

资料来源：Wind 一致预期、天风证券研究所；截至 3 月 20 日收盘。

图 65：三七互娱 PE BAND 图（PE TTM）



资料来源：Wind、天风证券研究所；截至 3 月 20 日收盘。

风险提示

- 版号等行业监管风险
国家对于游戏行业的监管从严，并实行总量控制，发放版号节奏具备不确定性，公司存在计划发行的游戏可能无法及时取得版号的风险。
- 市场竞争加剧风险
随着网络游戏行业逐渐进入成熟期，行业内部竞争日趋激烈，网络游戏以外的各种互联网文化创意细分产业的发展也在进一步加剧外部竞争。同时，网络游戏用户也在不断成熟，用户对产品的要求也日趋提高。激烈的市场竞争，将会从产品和市场渠道等方面给公司的发展带来挑战。
- 海外不达预期风险
海外部分游戏产品进入成熟期，可能出现流水下降，若新游戏上线无法吸引足够玩家，整体可能有游戏流水达不到预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,580.91	1,532.97	1,639.93	3,138.83	4,204.49	营业收入	6,188.83	7,632.68	13,225.91	16,088.12	19,032.25
应收票据及应收账款	940.25	1,298.55	1,882.28	1,986.92	2,590.34	营业成本	1,948.20	1,811.42	2,059.52	2,724.52	3,235.48
预付账款	283.52	193.77	348.89	368.99	483.52	营业税金及附加	26.51	33.04	42.32	51.48	60.90
存货	101.83	0.00	115.77	37.38	144.50	营业费用	1,908.21	3,347.26	7,717.24	8,848.43	10,347.54
其他	1,055.95	1,156.83	1,499.22	1,480.34	1,954.81	管理费用	480.13	246.06	265.54	317.84	342.58
流动资产合计	3,962.46	4,182.12	5,486.09	7,012.46	9,377.66	研发费用	296.53	537.71	679.34	935.57	1,141.94
长期股权投资	376.97	555.60	555.60	555.60	555.60	财务费用	28.56	17.10	(6.06)	(3.09)	(11.15)
固定资产	292.40	36.46	21.84	7.22	(7.40)	资产减值损失	351.30	1,049.36	0.00	0.00	0.00
在建工程	50.67	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	116.00	0.00	0.00
无形资产	48.97	20.50	15.80	11.11	6.41	投资净收益	256.03	80.54	118.00	100.00	100.00
其他	4,428.67	3,601.08	2,706.74	2,692.61	2,692.61	其他	(624.37)	(260.03)	(468.00)	(200.00)	(200.00)
非流动资产合计	5,197.68	4,213.64	3,299.99	3,266.53	3,247.22	营业利润	1,517.75	770.22	2,702.00	3,313.38	4,014.95
资产总计	9,160.14	8,395.76	8,846.07	10,338.99	12,684.87	营业外收入	403.06	463.91	0.00	0.00	0.00
短期借款	372.05	369.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	4.19	14.81	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	741.79	1,082.36	1,957.37	2,063.87	2,711.52	利润总额	1,916.62	1,219.32	2,702.00	3,313.38	4,014.95
其他	404.47	540.88	599.56	650.52	726.85	所得税	80.12	67.89	270.20	331.34	401.50
流动负债合计	1,518.31	1,992.24	2,556.93	2,714.39	3,438.37	净利润	1,836.50	1,151.43	2,431.80	2,982.04	3,613.46
长期借款	310.78	281.18	250.00	250.00	250.00	少数股东损益	215.92	142.93	286.71	351.58	426.03
应付债券	27.16	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,620.58	1,008.50	2,145.09	2,630.46	3,187.43
其他	17.23	8.64	12.93	10.79	11.86	每股收益(元)	0.77	0.48	1.02	1.25	1.51
非流动负债合计	355.16	289.82	262.93	260.79	261.86						
负债合计	1,873.48	2,282.06	2,819.86	2,975.18	3,700.23						
少数股东权益	269.89	141.03	427.74	779.32	1,205.35						
股本	2,148.11	2,124.87	2,112.25	2,112.25	2,112.25						
资本公积	1,972.64	298.74	(820.55)	(820.55)	(820.55)						
留存收益	4,891.80	3,801.43	3,486.22	4,472.24	5,667.04						
其他	(1,995.78)	(252.36)	820.55	820.55	820.55						
股东权益合计	7,286.66	6,113.70	6,026.21	7,363.81	8,984.64						
负债和股东权益总	9,160.14	8,395.76	8,846.07	10,338.99	12,684.87						
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	1,836.50	1,151.43	2,145.09	2,630.46	3,187.43	偿债能力					
折旧摊销	160.01	117.66	19.32	19.32	19.32	资产负债率	20.45%	27.18%	31.88%	28.78%	29.17%
财务费用	45.36	22.43	(6.06)	(3.09)	(11.15)	净负债率	-11.57%	-13.96%	-22.59%	-38.83%	-43.69%
投资损失	(256.03)	(80.54)	(118.00)	(100.00)	(100.00)	流动比率	2.61	2.10	2.17	2.61	2.74
营运资金变动	(977.95)	634.46	(367.24)	141.61	(574.30)	速动比率	2.54	2.10	2.12	2.59	2.70
其它	1,024.00	109.00	402.71	351.58	426.03	营运能力					
经营活动现金流	1,831.90	1,954.43	2,075.83	3,039.88	2,947.33	应收账款周转率	6.69	6.82	8.32	8.32	8.32
资本支出	653.46	(1,054.33)	(4.29)	2.15	(1.07)	存货周转率	22.48	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	(409.60)	178.63	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.80	0.87	1.53	1.68	1.65
其他	(1,611.81)	820.59	949.58	97.85	101.07	每股指标(元)					
投资活动现金流	(1,367.94)	(55.11)	945.29	100.00	100.00	每股收益	0.77	0.48	1.02	1.25	1.51
债权融资	738.11	679.78	278.86	279.23	279.04	每股经营现金流	0.87	0.93	0.98	1.44	1.40
股权融资	1,052.45	(1,644.72)	(1,172.23)	3.09	11.15	每股净资产	3.32	2.83	2.65	3.12	3.68
其他	(1,480.31)	(1,004.32)	(2,020.78)	(1,923.29)	(2,271.86)	估值比率					
筹资活动现金流	310.25	(1,969.27)	(2,914.15)	(1,640.98)	(1,981.67)	市盈率	40.33	64.80	30.47	24.84	20.50
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	9.31	10.94	11.67	9.93	8.40
现金净增加额	774.20	(69.94)	106.96	1,498.90	1,065.66	EV/EBITDA	27.63	13.52	23.24	18.62	15.25
						EV/EBIT	29.05	14.13	23.41	18.72	15.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com