

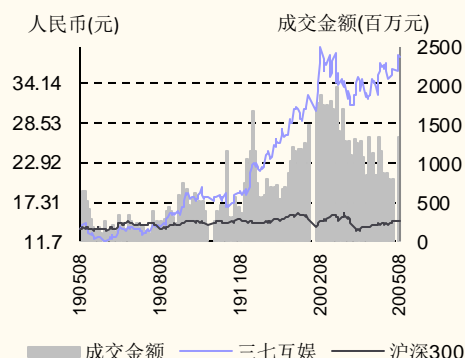
三七互娱 (002555.SZ) 买入 (维持评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 37.96 元

目标价格 (人民币): 47.35 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	21.12
已上市流通 A 股(亿股)	13.17
总市值(亿元)	801.81
年内股价最高最低(元)	38.23/32.51
沪深 300 指数	3964
中小板综	10231

**相关报告**

- 1.《发布非公开发行, 5G 云游戏平台火力全开-三七互娱首次覆盖》, 2020.4.2

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号: S1130520040001
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

焦彬 联系人
jiaoshan@gjzq.com.cn

大象起舞, 收入空间“五年四倍”**公司基本情况 (人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.475	1.001	1.375	1.723	2.054
每股净资产(元)	2.81	3.33	6.31	7.75	9.50
每股经营性现金流(元)	0.92	1.53	1.59	1.97	2.37
市盈率(倍)	19.89	26.90	27.61	22.03	18.48
净利润增长率(%)	-37.77%	109.69%	37.31%	25.34%	19.18%
净资产收益率(%)	16.89%	30.09%	20.76%	21.18%	20.58%
总股本(百万股)	2,124.87	2,112.25	2,112.25	2,112.25	2,112.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **三七互娱市场份额不断提升, 内核为“效率”+“微创新”。**以全游戏口径, 公司市场份额从 2011 年不超 0.1% 提升至 2019 年 5.73%; 以手游口径, 公司市场占有率超 10%, 位列 A 股游戏公司第一位。市场份额攀升源自“效率”+“微创新”内核, 效率体现在高效运营能力, 渐进式微创新体现在自研能力。用户获取层面 (CPA), “量子系统+深度画像”有效控制用户获取成本; 用户回收层面 (LTV), “天机系统+迭代优化”提高研发和运营效率。
- **从品类发展路径来看, 公司 ARPG 下沉细分题材, SLG 品类走向欧美。**公司游戏产品的成熟品类主要集中于 ARPG 游戏中的传奇与魔幻题材, 近年来规划在原来的 ARPG 游戏领域内发展仙侠题材, 同时增加 SLG 游戏品类和模拟类游戏内的升官品类, 目前已取得初步进展。而未来品类发展方向还包括根据已有经验在 SLG 领域深入拓展海外市场, 同时进一步增加品类的多样性, 不断拓展卡牌类 (卡牌《斗罗 3D》若突破, 向二次元迈进) 和模拟类游戏 (中国港澳台和日本市场已成功, 静待其他市场突破)。
- **空间测算, 以 2019 年为基准 5 年后收入或达 4 倍。**①**研发端:** 研发投入 5 年 3.8 倍, 2024 年或超 30 亿。得益“三七大厦+琶洲地块”设施建设, 研发团队或扩充提速。2020 年技术人员或达 2000 人, 占比 50%; 预计 2024 年达 4896 人。②**投放端:** 预计买量规模 5 年 4 倍, 买量渗透率为 31.3%。③**产出端:** 5 年后收入 430 至 600 亿, 中性假设净利润 5 年 3.7 倍。
- **5G 云平台建设拓展下沉和端游用户并提高运营效率。**①**用户获取:** 5G 技术日趋成熟使云游戏平台解决游戏品质、进入门槛和场景便捷性的痛点, 精品游戏打开中低端设备玩家市场成为可能。“替代效应”下, 5G 云游戏也可以增加端游玩家在云游戏上的消费意愿。②**运营效率:** 5G 云游戏模式简化首次体验游戏时间成本, “试玩型”游戏广告也能大幅提升点击率。云游戏进一步拓展游戏分发渠道多元化, 发行议价权提升, 或降低销售费用。

投资建议与估值

- 预计公司未来市场份额提升加速且买量效率不断提高, 2020-2022 年的归母净利润分别为 29.04/36.40/43.38 亿元, 较上次盈利预测调整幅度分别为 9.0%/15.9%/23.2%, 分别对应 2020-2022 年 PE 28/22/18 倍。采取相对估值法给予 2020 年 38 倍 PE, 对应目标价 47.35 元, 维持“买入”评级。

风险

- 网络环境与云技术不够成熟; 出海市场竞争加剧; 新游戏上线不及预期; 限售股解禁风险。

内容目录

1. 三七长期增长原动力：“效率”+“微创新”	4
1.1 三七市场份额不断提高，内核在于“效率”+“微创新”	4
1.2 用户获取 CPA：“量子系统+深度画像”有效控制用户获取成本	5
1.3 用户回收 LTV：“天机系统+迭代优化”提高研发&运营效率	5
2. 品类路径：ARPG 下沉细分题材，SLG 品类走向欧美	7
2.1 品类扩张逻辑图：成熟品类&待开拓品类	7
2.2 ARPG：下沉新细分题材——大仙侠品类（玄幻&仙侠）	8
2.3 SLG：三国 SLG 已小有所成，出海 SLG 有待突破	9
2.4 模拟经营类：“游戏模型”已成熟，期待切入更多市场	10
2.5 卡牌类：硬核用户为“角色”付费，从“斗罗”到“二次元”	12
2.6 从 2020 年排期来看公司在品类突破的努力	13
3. 空间测算：以 2019 年为基准，5 年后收入或约 4 倍	14
3.1 研发端：研发投入 5 年 3.8 倍，2024 年或超 30 亿	14
3.2 投放端：预计买量规模 5 年 4 倍，买量渗透率升至 31.3%。	15
3.3 产出端：5 年后收入 430~600 亿，中性假设下净利润 5 年 3.7 倍。	17
4. 三七 5G 云平台：扩大用户&提高体验	18
4.1 用户获取：拓展下沉用户+端游用户	18
4.2 运营效率：云试玩广告降获客成本，云游戏平台降平台抽成	19
5. 财务分析	20
5.1 手游带动收入增长，1Q20 同比+33.8%	20
5.2 盈利能力强劲，1Q20 归母净利润同比+60.4%	21
5.3 现金流健康，相对上游议价能力提升	22
6. 盈利预测	23
6.1 收入预测：新游产品排期丰富	23
6.2 成本与毛利率预测	23
6.3 经营费率预测	24
7. 估值与投资建议	25
8. 风险提示	25

图表目录

图表 1：2010 至 2019 年三七互娱市场份额不断提升	4
图表 2：2010 至 2019 年 A 股上市/借壳上市游戏公司 2010-2019 年市场份额	4
图表 3：量子 AI 系统：降低投放成本和提高投放效果	5
图表 4：深度用户画像：更加精准的锁定用户	5
图表 5：天机系统：数据分析模型	6
图表 6：《精灵盛典》、《一刀传世》和《永恒纪元》的迭代优化	6
图表 7：品类扩张逻辑图：成熟品类&成长品类&待开拓品类	7

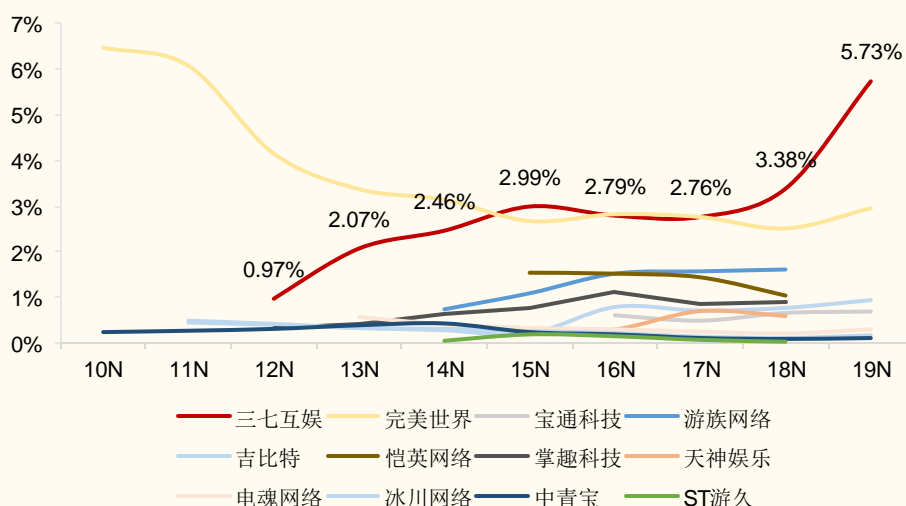
图表 8: 武侠、仙侠和玄幻题材详细对比.....	8
图表 9: 武侠小说热度 TOP20 手游改编情况.....	8
图表 10: 玄幻小说热度 TOP20 手游改编情况.....	9
图表 11: 仙侠小说热度 TOP20 手游改编情况.....	9
图表 12: 国内题材: 页游时代前十榜单中三国题材占 4 部.....	10
图表 13: 欧美题材: BBC《全美历史最伟大电影榜单》前三十题材分析.....	10
图表 14: 两大游戏产品:《江山美人》&《日理万姬》.....	11
图表 15: 1Q20 中国手游在日本收入 TOP 20.....	11
图表 16: 2020 年 5 月 5 日日本升官类游戏排行榜.....	12
图表 17: 2020 年 5 月 5 日中国台湾升官类游戏排行榜.....	12
图表 18: 2018 年二次元移动游戏中收入 TOP20 各类型游戏分布.....	12
图表 19: 二次元卡牌角色核心.....	13
图表 20: 三七互娱 2020 年游戏排期表.....	14
图表 21: 三七互娱技术人员人数汇总及预测.....	14
图表 22: 三七互娱大厦与广州琶洲地块详细信息.....	15
图表 23: 5 年研发投入预测: 预测假设.....	15
图表 24: 5 年研发投入预测: 研发费用测算.....	15
图表 25: 预测假设: 以买量渗透率替代游戏渗透率.....	16
图表 26: 投放端三七互娱国内各细分品类游戏买量市场规模及渗透率预测...17	17
图表 27: 从流水角度看三七互娱 5 年后新增产品矩阵.....	18
图表 28: 三七互娱 5G 云游戏平台.....	18
图表 29: 下沉游戏用户的特点.....	19
图表 30: 云试玩广告获客模式与 5G 云游戏影响买量成本路径.....	19
图表 31: 根据用户获取方式细分平台抽成.....	20
图表 32: 三七互娱 2015 年至 2019 年收入 (亿元).....	21
图表 33: 三七互娱 2015 年至 2019 年收入构成.....	21
图表 34: 三七互娱 2015 年至 2019 年分业务毛利率.....	21
图表 35: 三七互娱 2015 年至 2019 年归母净利润 (亿元).....	21
图表 36: 三七互娱 2015 年至 2019 年毛利率和归母净利率.....	21
图表 37: 三七互娱 2015 年至 2019 年经营费率.....	22
图表 38: 三七互娱 2015 年至 2019 年经营性现金流 (亿元).....	22
图表 39: 三七互娱 2015 年至 2019 年应收和应付账款周转天数 (天).....	22
图表 40: 三七互娱 2020 年分季度新游戏产品排期.....	23
图表 41: 三七互娱 2020 年至 2022 年收入拆分预测.....	23
图表 42: 三七互娱 2020 年至 2022 年成本拆分预测.....	24
图表 43: 三七互娱 2020 年至 2022 年经营费率预测.....	24
图表 44: A 股可比游戏公司相对估值一览.....	25

1. 三七长期增长原动力：“效率”+“微创新”

1.1 三七市场份额不断提高，内核在于“效率”+“微创新”

- 三七互娱的长期增长体现在市场份额的增长。三七互娱自创立以来市场份额持续高速增长，以全游戏口径（手游+端游+页游）市场占有率从 2011 年不超过 0.1% 到 2019 年 5.73%；以手游口径，三七互娱市场占有率超 10%，成功位列 A 股游戏公司第一位。
- 三七互娱市场份额攀升源自“效率”+“微创新”内核，效率体现在高效的运营能力，渐进式的微创新体现在自研能力。游戏公司长期投资逻辑在于“研发”&“发行”&“流量”三者中至少一方面做到极致，即能使游戏公司迅速抢占市场优势地位。经历渠道变迁和行业竞争激烈化，我们发现有三家公司的市场份额是持续提升的，他们分别是腾讯、网易和三七互娱。造成这种情况的原因是，腾讯在流量方面做到极致，网易在研发做到极致，而三七互娱在发行领域做到极致。但这并不意味着可以忽视其他两个方面而追求单领域的极致，而是在找到主要发力领域实现突破以后，不断提升其他领域，进一步加强其游戏业务的竞争力，尤其看到腾讯和三七在自研方面的渐进式微创新，其研发的绝对值实力不容小觑，而这往往是容易被市场低估的地方。通过腾讯和网易在“吃鸡”手游的竞争，可以发现成熟市场上整体研发的水平差距在逐步缩小，渐进式的微创新更值得重视。

图表 1：2010 至 2019 年三七互娱市场份额不断提升



来源：游戏工委，公司公告，国金证券研究所

图表 2：2010 至 2019 年 A 股上市/借壳上市游戏公司 2010-2019 年市场份额

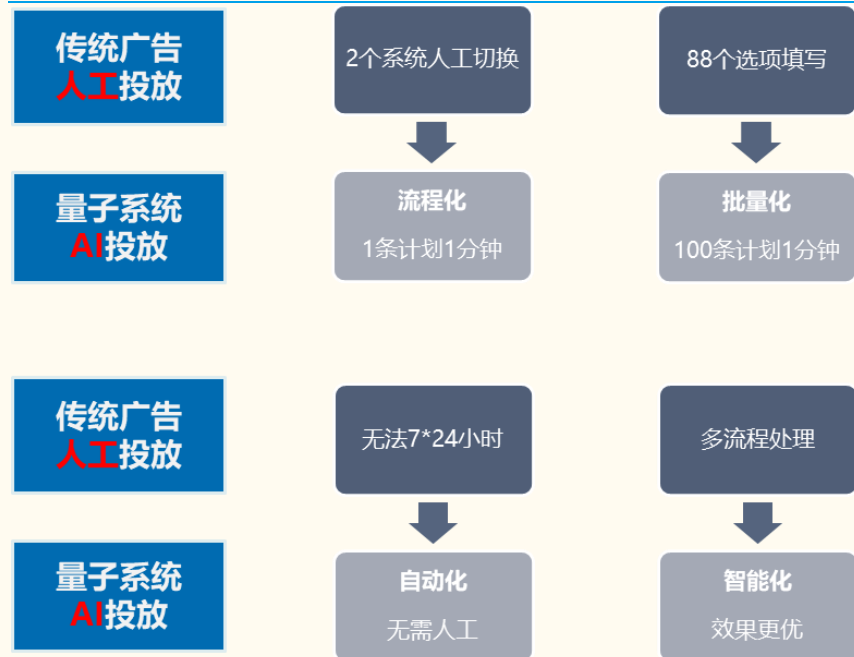
	10N	11N	12N	13N	14N	15N	16N	17N	18N	19N
三七互娱			0.97%	2.07%	2.46%	2.99%	2.79%	2.76%	3.38%	5.73%
完美世界	6.47%	6.07%	4.15%	3.37%	3.14%	2.67%	2.82%	2.76%	2.51%	2.95%
宝通科技							0.61%	0.49%	0.66%	0.69%
游族网络					0.74%	1.09%	1.52%	1.57%	1.61%	
吉比特		0.45%	0.40%	0.33%	0.28%	0.21%	0.79%	0.71%	0.77%	0.94%
恺英网络						1.54%	1.52%	1.44%	1.04%	
掌趣科技			0.35%	0.40%	0.63%	0.77%	1.10%	0.85%	0.92%	
天神娱乐					0.42%	0.25%	0.30%	0.70%	0.59%	
电魂网络				0.57%	0.41%	0.33%	0.30%	0.25%	0.21%	0.30%
冰川网络		0.49%	0.42%	0.33%	0.31%	0.26%	0.22%	0.14%	0.11%	0.17%
中青宝	0.24%	0.27%	0.31%	0.39%	0.43%	0.24%	0.19%	0.11%	0.09%	0.11%
ST 游久					0.05%	0.19%	0.15%	0.07%	0.03%	

来源：游戏工委，公司公告，国金证券研究所

1.2 用户获取 CPA: “量子系统+深度画像”有效控制用户获取成本

- **量子系统：流程化与批量化+自动化与智能化。**传统广告采用人工投放，需要在两个系统中切换，全程人工管理，耗时耗力，无法做到 24 小时批量统一处理。而三七互娱通过量子系统 AI 投放，开始流程化阶段集成资源、整合数据创建一条计划只需要一分钟，批量化管理阶段创建 100 条计划用时 1 分钟，系统管理方面人工经验转化为代码，计划自动上传，不受时间限制。通过这种投放方式，买量效率有效提高，降低 CPA，最终提高 ROI。

图表 3：量子 AI 系统：降低投放成本和提高投放效果



来源：公司公告，国金证券研究所绘制

- **深度画像：头条系对不同级别客户打开的用户画像是有所差别的，37 量子系统能够通过更多用户画像更加精准的识别用户，进而降低用户获取成本。**三七互娱是头条系游戏广告主头部客户，因而其能获得比一般游戏广告主更多的用户画像。在拥有更多用户画像的背景下，同样的投放预算能够更加精准的投向目标群体，进而降低单个用户的获取成本。2019 年 4 月，37 手游初步接入巨量引擎 Marketing-API 系统，并实现了基础计划的批量搭建。基于 Marketing-API 平台中“批量新建计划”接口的支持，同样工作条件下建 100 条计划，传统优化师手动需要 5 个小时以上，智能创建仅仅需要 30 分钟。

图表 4：深度用户画像：更加精准的锁定用户



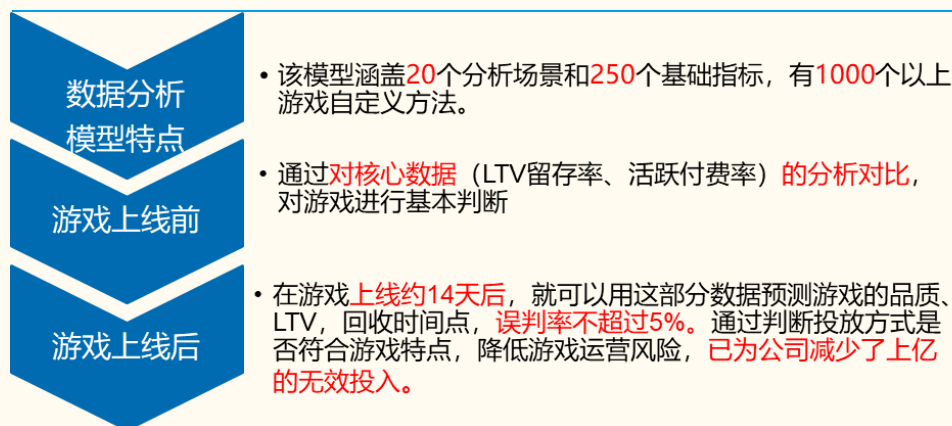
来源：公司公告，国金证券研究所绘制

1.3 用户回收 LTV: “天机系统+迭代优化”提高研发&运营效率

- **天机系统：**天机系统采用大数据实时处理手段，能够将产品性能与业务进行串联，将经营数据进行分析后及时反馈。三七互娱内部的天机系统建立一个涵盖多重指标的综合数据模型，在游戏上线前能够通过对核心数据分析对比得到对游戏的基本判断，游戏上线后通过早期的运营数据预测游戏

的品质、LTV 等情况，帮助公司判断游戏目前的投放模式是否合适，从而减少公司的无效投入。

图表 5：天机系统：数据分析模型



来源：公司公告，国金证券研究所绘制

- **迭代优化：**通过智能客服系统分析用户与游戏之间的关联关系，对不同用户提供个性化营销活动。智能客服系统和 20%人工客服解决自动化用户答疑，比普通营销活动提供多 30%以上的营销效果。该客服系统可以维系更高质量的用户或促使普通用户向高质量用户转变，降低人员成本。在迭代优化方面，独立 500 人负责游戏的画面品质把控，优质产品上线一年后仍会有近 50 人的运营团队追踪维护，保证高游戏质量和良好用户体验。

图表 6：《精灵盛典》、《一刀传世》和《永恒纪元》的迭代优化



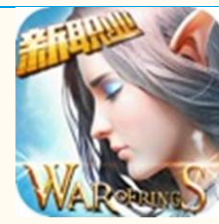
精灵盛典

自研引擎商用：三七与unity深度合作自研引擎第三代，较unity原有引擎而言，具有高度定制性，提升了超过30%。
《精灵盛典》迭代后在画面和技术上提升了较大档次，从而使得数据取得较大进步。



一刀传世

《一刀传世》团队会针对新老玩家的付费、留存进行详细的分析。研发调整更新大版本时，会针对新老玩家做差异化玩法调整。



永恒纪元

《永恒纪元》研发团队结合SLG玩法模式不断更迭跨服系统，增强玩家之间的社交，持续优化版本内容，提升新老玩家游戏体验。

来源：公司公告，国金证券研究所绘制

2. 品类路径：ARPG 下沉细分题材，SLG 品类走向欧美

2.1 品类扩张逻辑图：成熟品类&待开拓品类

- 我们认为三七互娱在品类拓展的路径上，其内核是“效率+微创新”，因而我们预计其品类发展路径是：①ARPG 品类，不断在原有的成熟题材传奇、魔幻和仙侠基础上，进一步丰富魔幻和仙侠题材；②SLG 品类，在国内已成功开拓三国 SLG，接下来进一步等待出海 SLG 的首款游戏成功，进而以此为基础迭代出更多丰富题材的出海 SLG；③卡牌类，进一步关注《斗罗 3D》对卡牌的突破，如果该类卡牌能成爆款，后续通过购买二次元 IP 或能进军二次元卡牌；④模拟类，升官类手游已经较为成熟，核心在于拓展更多的市场。

图表 7：品类扩张逻辑图：成熟品类&成长品类&待开拓品类

		角色扮演类						策略类			卡牌类			模拟类			射击类	休闲类
		ARPG				横版格斗	回合制	SLG		MOBA	三国类	二次元	IP类	升官类	宫斗类	模拟经营类		
		传奇	魔幻	仙侠	武侠			国内	出海									
市场竞争格局	头部游戏	一刀传世、热血传奇	精灵盛典、全民奇迹MU	斗罗大陆、仙剑奇侠传	天龙八部、新笑傲江湖	地下城与勇士	梦幻西游、大话西游	三国志战略版、率土之滨、最强王者	列王的纷争、火枪纪元	王者荣耀	少年三国志2、放开那三国	阴阳师、明日方舟	炉石传说、我叫MT	极品芝麻官、江山美人	熹妃Q传、宫廷计	梦幻花园	和平精英、绝地求生	开心消消乐、忍者必须死3、欢乐斗地主
	竞争程度	中高	中高	中高	高	中低		中	中低	低	低			中	中	中	低	中
游戏特点	研发周期	3月-4年	3月-4年	3月-4年	3月-4年	>1年	>1年	几个月-1.5年	>1年	>1年	<1年	>1年	>1年	2-3月	2-3月	>1年	>1年	2-3月
	研发难度	内地：中低	内地：中低	内地：中低	内地：中低	高	高	中低	高	高	中低	高	高	低	低	高	高	低
		海外：高	海外：高	海外：高	海外：高													
		买量依赖	极高	极高	极高	极高	低		高	中低	低	高	中低		高	高	高	低
	市场偏好	在中国流水 TOP100 游戏中数量占比 44%，其中 ARPG 品类占比 34%						中国策略类游戏数量占比 7.5%，其中 MOBA 类占比 0.4%；美国流水 TOP250 中，SLG 游戏中数量占比 17%			流水 TOP250 中，中国卡牌类游戏数量占比为 7.2%；美国、日本和韩国卡牌类游戏数量占比为分别 9.2%、4.0% 和 4.0%			模拟类游戏在日本流水 TOP250 中数量占比 6%			射击类游戏在日本流水 TOP250 中数量占比 18%；在美国流水 TOP250 游戏中数量占比 10%	休闲类游戏在中国手游市场数量占比 31.4%；美国流水 TOP250 中占比 24.8%；日本流水 TOP250 游戏中数量占比 17%

来源：七麦数据，App Growing，公开资料整理，国金证券研究所

注：①竞争格局：根据 App Growing 推广排行素材数，素材数<100：低；100<素材数<1000：中；素材数>1000：高

②市场规模：因为游戏分类及统计口径存在差异，我们选择硬核联盟联合艾瑞咨询发布的白皮书作为参考，按其统计及分类，2019 年中国手游行业规模 1920 亿，角色扮演、MOBA、策略、射击、休闲益智&棋牌、养成占比分别为 38%、20%、8.6%、8.1%、4.5%、1.9%。

③研发难度：研发周期>1 年：高；研发周期<1 年：中低；研发周期<6 个月：低

④出海：2019 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 115.9 亿美元，同比增长 21.0%，增速高于国内市场销售收入，且其增速已经连续三年保持上升。分地区来看，30.9%的海外收入来自美国，22.4%的海外收入来自日本

⑤标灰为三七的成熟品类，标蓝为三七的小有成就品类；标橙为三七待开拓品类。

2.2 ARPG：下沉新细分题材——大仙侠品类（玄幻&仙侠）

- **ARPG 游戏从细分题材来看**，按照题材、角色、能量来源和故事发生的时间，“大仙侠”可以按以下标准细分成“武侠”、“仙侠”以及“玄幻”三个子品类。

图表 8：武侠、仙侠和玄幻题材详细对比

	题材	角色	能量来源	故事发生的时间
武侠	写实	人就是人，动物就是动物，和现实中的人和动物区别不大	人力	多数发生在唐宋元明清，尤其是朝代更迭的缝隙
仙侠	古老的题材，源于古代的志怪、神魔小说	仙、神、佛、魔兽、怪、妖兽、珍禽异兽等	仙气、仙法、灵石、灵力、宝物等	时间跨度非常大，从洪荒到现代（现代仙侠）
玄幻	最开始来源于西方的奇幻文学，后来东方化，无所不包，偏通俗	妖、魔、人、精怪、鬼、珍禽异兽等	灵气、元素之力、魔法等	时间跨度非常大

来源：公开资料整理，国金证券研究所

- **武侠：趋于饱和与成熟。**武侠小说中，经典的武侠系列，阅读量高的包括金庸和古龙的小说，大部分都在端游时代已经被改编成了 ARPG 游戏，如《天龙八部》、《笑傲江湖》等，后续又将其端转手的 ARPG 游戏，因而在武侠类 ARPG 游戏这一细分品类上竞争格局相对稳定。

图表 9：武侠小说热度 TOP20 手游改编情况

总热度排名	武侠小说	是否被改编成手游	总热度排名	武侠小说	是否被改编成手游
1	天龙八部	是	11	连城诀	否
2	笑傲江湖	是	12	烈火如歌	是
3	长安乱	否	13	白马啸西风	否
4	神雕侠侣	是	14	陆小凤传奇	否
5	射雕英雄传	是	15	多情剑客无情剑	是
6	倚天屠龙记	是	16	倚天屠龙记	是
7	鹿鼎记	是	17	绝代双骄	是
8	七夜雪	否	18	且试天下	否
9	琅琊榜	是	19	飞狐外传	否
10	雪山飞狐	否	20	楚留香传奇	否

来源：豆瓣，公开资料整理，国金证券研究所

- **玄幻：爆款较少，需加大投入**，以三七互娱为代表的厂商研发投入充足的情况下更容易最大化 IP 价值，而这些玄幻 IP 如果被头部厂商进行再次改编或有新的突破。优质的玄幻小说具备宏大和特别的世界观。虽然不少玄幻小说已被改编成了 ARPG 手游，但少见爆款，真正被改编成功的只有三七互娱的《斗罗大陆》H5。在过往几年中，网文 IP 龙头阅文集团在售卖 IP 改编权的时候，往往采取一次性售卖获取版权金模式，而当时 IP 改编权价格相对并不是特别高，后期的研发投入并没有完全到位。而玄幻小说 IP 本身的受众并没有很大，改编游戏需要进一步扩大用户群体，同时需要像三七互娱一样加大研发投入，往往适合具备资金优势的游戏龙头去做，对于游戏小厂商而言相对不利。因此，这些可能已被小公司改编的网文 IP，有望被大厂重新改编成游戏。

图表 10：玄幻小说热度 TOP20 手游改编情况

总热度排名	玄幻小说	是否被改编成手游	总热度排名	玄幻小说	是否被改编成手游
1	斗罗大陆	是	11	诡秘之主	否
2	九州缥缈录	是	12	万古仙穹	否
3	斗破苍穹	是	13	圣墟	是
4	幻城	是	14	惊雷	否
5	爵迹	否	15	万古神帝	否
6	曼珠沙华	否	16	伏天氏	否
7	哑舍	否	17	武炼巅峰	否
8	剑来	否	18	剑灵	否
9	元尊	否	19	完美世界	否
10	逆天邪神	否	20	大道朝天	否

来源：豆瓣，公开资料整理，国金证券研究所

- **仙侠：蓝海，需关注女性用户，未来对于女性用户的理解加深或开拓更广阔的市场空间。**端游时代，原创性仙侠游戏是国内游戏的经典，如《仙剑奇侠传》，《古剑奇谭》等；而网文的仙侠小说中，女性向作品较多，因而需要对传统 ARPG 游戏进行一定的玩法创新；女性仙侠 3D 开放式古风养成手游《浮生为卿歌》提供的思路是，战斗更多是承载游戏进程的一个手段，主要玩点被放在游戏的叙事性上。但目前而言，国内游戏厂商，尤其是擅长 ARPG 游戏的厂商，对于女性用户的理解尚没有非常深刻。

图表 11：仙侠小说热度 TOP20 手游改编情况

总热度排名	仙侠小说	是否被改编成手游	总热度排名	仙侠小说	是否被改编成手游
1	三生三世十里桃花	是	11	盘龙	否
2	魔道祖师	否	12	重紫	否
3	三生三世枕上书	否	13	销魂殿	否
4	花千骨	是	14	上古	否
5	香蜜沉沉烬如霜	否	15	凡人修仙传	是
6	无羁	否	16	沉香如屑	否
7	落花时节又逢君	否	17	招摇	否
8	从前有座灵剑山	否	18	佳偶天成	否
9	琉璃美人煞	否	19	华胥引	否
10	桃花债	否	20	三寸人间	否

来源：豆瓣，公开资料整理，国金证券研究所

2.3 SLG：三国 SLG 已小有所成，出海 SLG 有待突破

- **在国内题材中，三国背景下的游戏较多，三七互娱以《最强王者》切入。**国内 SLG 仍多使用的中国古代战争题材，特别是三国题材。根据 17173 游戏风云榜，2011 年的年度网游排行榜上前 10 名有 4 款游戏是三国背景，同时第 1 名的七雄争霸是春秋战国题材。2012 年前 10 榜单依然有 4 款游戏上榜，其中第 1 名就是三国背景。三七互娱以三国题材《最强王者》切入，深挖中年用户中三国策略游戏爱好者，并在美术和玩法上进行微创新。公司的三国 SLG 手游的核心玩法继承了当年火爆的三国 SLG 页游，同时其美术水平相比过去有质的提升。同时公司在对三国题材的用户挖掘上有独到认识，其在用户获取上关注曾经玩过《三国志 II：霸王的大陆》客群（1992 年发布，其受众目前多为中年群体）。

图表 12：国内题材：页游时代前十榜单中三国题材占 4 部

排名	2011 年 17173 游戏风云榜	2012 年 17173 游戏风云榜
1	七雄争霸	龙将
2	神仙道	萌三国
3	盗墓笔记	画仙
4	盛世三国	部落守卫战
5	千军破	梦幻飞仙
6	王朝霸域	黎明之光
7	小小忍者	仙纪
8	火影世界	大将军
9	弹弹堂	战龙三国
10	傲视天地	武林 3

来源：17173 网，国金证券研究所

- 在欧美题材中，中世纪战争趋于饱和，可开发情景式题材打开海外市场。三七互娱围绕电影题材分布，优先从新题材突围。对于游戏题材，我们认为电影题材对于题材的利用相对会更加广泛，因而可以根据本地化的电影题材去设计 SLG 的题材。入选电影《淘金记》反映了美国 18-19 世纪西进运动下迁移居民进行西部开发的故事，有望能引起美国当地玩家的共情，该题材同样也值得公司开发新作品。正是基于此，三七互娱的《狂野西境》在获取游戏用户成本方面优势突出，同时该题材也与 SLG 的核心玩法“对抗”相匹配。

图表 13：欧美题材：BBC《全美历史最伟大电影榜单》前三十题材分析

榜单排名	电影	题材是否具有对抗性	同类题材是否被改编过 SLG	榜单排名	电影	题材是否具有对抗性	同类题材是否被改编过 SLG
1	公民凯恩	否		16	花村	否	
2	教父	是	是，《黑道风云》	17	淘金记	是	西部题材暂无爆款
3	迷魂记	否		18	城市之光	否	
4	2001 太空漫游	是	是，《星际迷航：舰队指挥官》	19	出租车司机	否	
5	搜索者	否		20	好家伙	是	是，《黑道风云》
6	日出	否		21	穆赫兰道	否	
7	雨中曲	否		22	贪婪	否	
8	惊魂记	否		23	安妮霍尔	否	
9	卡萨布兰卡	是	是，《二战风云》	24	桃色公寓	否	
10	伟大的安巴逊	否		25	为所欲为	是	是，《黑道风云》
11	教父 2	是		26	杀羊人	否	
12	唐人街	否		27	乱世男女	否	
13	西北偏北	否		28	低俗小说	否	
14	纳什维尔	是	越战题材暂无	29	愤怒的公牛	是	搏击题材暂无
15	黄金时代	否		30	热情似火	否	

来源：17173 网，国金证券研究所

2.4 模拟经营类：“游戏模型”已成熟，期待切入更多市场

- 以《日理万姬》和《江山美人》两款游戏对比为例：两者本质是升官类手游，并结合当地用户偏好进行推广运营。

图表 14：两大游戏产品：《江山美人》&《日理万姬》

	日理万姬	江山美人
游戏类型	休闲养成类手游	竞技争霸类手游
角色视角	第一人称	第一人称
人物身份	古代县令	从九品官员
玩家任务	管理独特的地域，让地方的经济发展起来，得到朝中大官们的赏识，让地位不断提升。	进行招贤纳士，处理政务，经营管理，封爵拜王，联盟争雄，大型社交等活动进行官斗。

来源：公开资料整理，国金证券研究所

- 模拟类游戏在中国港澳台市场和日本市场已成功，静待其他市场突破。中国港澳台市场和日本市场。在中国台湾市场，三七互娱《日理万姬》排名畅销榜 59 名，位居升官类手游第 4 名。在日本市场，三七互娱《日替わり内室》（又名江山美人）位列日本畅销榜 47 名，位居升官类手游第 1 名，其本地化做的非常突出。在韩国地区，畅销榜前 20 有 2 款升官游戏，但是前 100 名再无其他升官类游戏，预计韩国用户较为喜欢升官游戏，仍然存在较大市场空间，三七互娱《日理万姬》有望在 2Q20 进军韩国市场。

图表 15：1Q20 中国手游在日本收入 TOP20

1	荒野行动	-	11	风之大陆	▼
	网易			紫龙游戏	
2	放置少女	▲	12	使命召唤手游	▼
	有爱互娱			腾讯&动视暴雪	
3	黑道风云	▼	13	新三国志	▼
	友塔网络			英雄互娱	
4	明日方舟	★	14	成り上がり〜華と武の戦国 2	▲
	悠星网络&鹰角网络			游族网络	
5	第五人格	▼	15	霸王之野望	▲
	网易			Six Waves	
6	万国觉醒	★	16	仙境传说 RO	▼
	莉莉丝			GungHo	
7	PUBG Mobile	▼	17	王国纪元	▼
	PUBG Corporation.			IGG	
8	碧蓝航线	▼	18	战舰帝国	-
	Yostar			奇酷工厂	
9	江山美人	-	19	战国布武	▼
	三七互娱			绝地科技	
10	明日之后	▲	20	拳皇 98 终极之战 OL	▼
	网易			掌趣科技	

来源：，国金证券研究所

图表 16: 2020 年 5 月 5 日日本升官类游戏排行榜

升官类游戏	排名	游戏畅销榜排名	游戏开发商
日替わり内室	1	47	三七互娱
王に俺はなる - テッペンを指せ	2	94	CHUANG COOL GAME
アイアム皇帝	3	108	Clicktouch Co.,Ltd.

来源: 七麦数据, 国金证券研究所

图表 17: 2020 年 5 月 5 日中国台湾升官类游戏排行榜

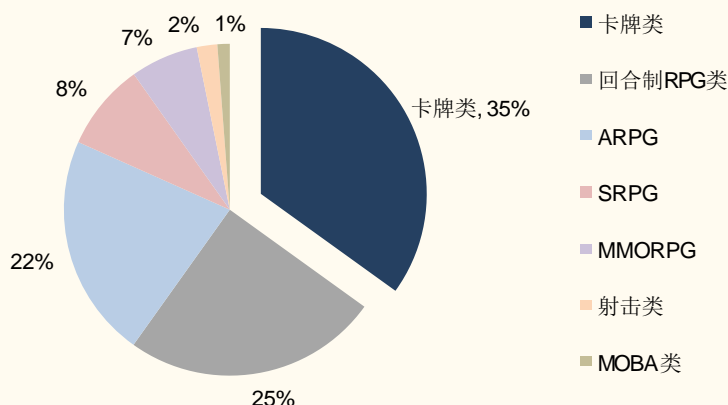
升官类游戏	排名	游戏畅销榜排名	游戏开发商
叫我官老爺	1	14	Guangzhou BanFu Information Technology Company Limited.
一個官人一個妻	2	25	Heyyogame
叫我萬歲爺 (國際版)	3	51	Clicktouch Co.,Ltd.
日理萬姬	4	59	三七互娱

来源: 七麦数据, 国金证券研究所

2.5 卡牌类: 硬核用户为“角色”付费, 从“斗罗”到“二次元”

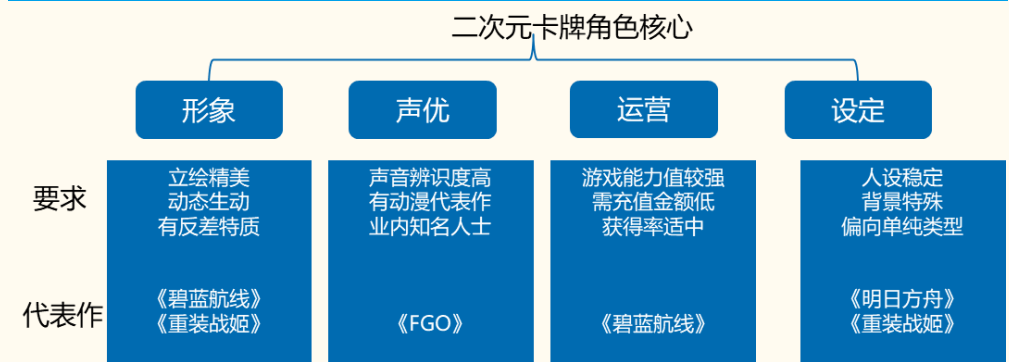
- 二次元卡牌游戏角色为硬核用户的付费核心, 而角色关键在于形象+声优+运营+设定。根据 2019 中国产业游戏报告数据, 2019 年二次元游戏销售收入达 215.6 亿元, 同比增长 12.9%。与之相应, 其用户规模 1.16 亿, 同比增长 10.7%, 呈稳步上升趋势。而其中卡牌类游戏收入占比达到 35%, 可见二次元游戏核心仍是卡牌类游戏, 即二次元硬核用户愿意为“角色”付费, 而这些角色的核心是“形象+声优+运营+设定”
- 形象: 立绘精美程度需要达到可以衍生系列周边水准, 主要形象集中在身材和脸蛋有强烈对比反差类型, 如《重装战姬》等日本原创角色系列 IP。
- 声优: 因二次元生态圈的不断扩张, 声优在游戏角色及动漫角色设定中的地位日渐提高, 游戏宣发阶段如角色获得高人气声优的配音加持, 会使人气大幅上升。
- 运营: 游戏策划内容中, 故事内容地位占据主要部分, 卡牌游戏内属性有记忆点, 即有特殊能力值。且需玩家充值金额合理适中。
- 设定: 整体叙事故事线人设讨喜, 性格集中在单纯, 执着等类型。人物背景设定需要能引起玩家共鸣。

图表 18: 2018 年二次元移动游戏中收入 TOP20 各类型游戏分布



来源: 伽马数据, 国金证券研究所

图表 19：二次元卡牌角色核心



来源：公开资料整理，国金证券研究所绘制

- 卡牌类游戏《斗罗 3D》若突破，下一站是“二次元”。对于三七互娱而言，二次元是新领域，这里所说的新领域是指其面临的用户和研发的团队都是新的，即年轻群体。这也是公司管理层提到需要新建大楼，为年轻一代提供它们所需要的研发环境，进而招募更多懂年轻人的研发人员的原因。而《斗罗大陆》是目前非常流行的玄幻小说，其角色 IP 覆盖群体相对年轻和广泛，有助于三七互娱突破卡牌这个品类。如果三七互娱能够通过“斗罗大陆”的角色突破卡牌游戏，后续通过购买一定的二次元 IP，其在二次元领域或有新的成就。

2.6 从 2020 年排期来看公司在品类突破的努力

- 2020 年，三七互娱游戏的基本盘：①传奇：新增《末日沙城》和《代号绿色一刀》，同时《一刀传世》仍然稳健。②魔幻：新增《精灵盛典黎明》，以及《代号魔幻》、《荣耀大天使》。③仙侠：《斗罗大陆 H5》仍然稳健。
- 2020 年，三七互娱游戏的开拓盘：①卡牌：《斗罗大陆 3D》为重点产品，代理《代号英雄》。②SLG：20 年初，《最强王者》已成功突破三国类 SLG，后续新增《代号 SLG》。③出海 SLG：值得关注《狂野西境》，其他西方魔幻和战争题材 SLG。④模拟类：《日理万姬》将上线韩国市场，国内上线《人生：模拟经营类》。⑤二次元和女性：《浮生妖绘卷》和《克拉：女性向》。

图表 20：三七互娱 2020 年游戏排期表

		Q1	Q2	Q3	Q4
国内	待定		代号万古	代号机械、代号暮光	代号DS
	传奇	末日沙城		代号绿色一刀	
	RPG			代号魔幻（代理）	
	魔幻		云上城之歌	仙念永恒	
	仙侠				
	卡牌		代号英雄（代理）		代号DL（斗罗3D）
	二次元			浮生妖绘卷	
	模拟			人生：模拟经营类	
	SLG			代号SLG（代理）	
	女性向				克拉：女性向
出海	SLG		狂野西境：后续或大推 西方魔幻《代号SX》	战争题材《代号FO》	
	RPG		荣耀大天使&精灵盛典 海外版（主攻韩国）	希望ARPG	
	模拟		日理万姬（主攻韩国）		

来源：公司公告，国金证券研究所绘制

3. 空间测算：以 2019 年为基准，5 年后收入或约 4 倍

3.1 研发端：研发投入 5 年 3.8 倍，2024 年或超 30 亿

- 以“三七大厦+琶洲地块”为基础设施，不断扩充研发团队。自 2017 年以来，公司技术人员人数与员工总人数逐渐增加，且技术人员密度也稳步上升，2019 年技术人员比例已达 46.63%。2020 年，公司技术人员人数或将达 2000 人，且技术人员占比也或将有小幅攀升，预计为 50%，预计 2020 年员工总人数可达 4000 人。2020 年，公司员工搬进新大厦。2020 年 1 月 17 日，公司还拍下广州琶洲地块用于建设三七新基地，预计新三七互娱大厦承载技术人员人数将超 2000 人。目前三七互娱大厦容积率建筑面积达 21900 平方米，预计 2020 年可容纳人数为 4000 人，则人均面积为 5.475 平方米；而琶洲地块容积率建筑面积为 68126 平方米，剔除 25%用于建设宿舍、酒店、托儿所、书店面积后，预计办公地区可使用面积为 51094.5 平方米，故可容纳 9332 人，则琶洲地块技术人员至少 4666 人。预计三七大厦与琶洲地块可容纳技术人员总数大于 6666 人。

图表 21：三七互娱技术人员人数汇总及预测

年份	技术人员人数	员工总人数	技术人员占比
2017	779	2703	28.82%
2018	928	2263	41.01%
2019	1399	3000	46.63%
2020E	2000	4000	50%

来源：公司公告，国金证券研究所测算

图表 22：三七互娱大厦与广州琶洲地块详细信息

	三七互娱大厦	广州市海珠区琶洲西区 AH040124 地块
容积率建筑面积（单位：平方米）	21900	68126
除员工宿舍、酒店、托儿所、书店外的面积（单位：平方米）	21900	51094.5
出让年限	-	商业用地 40 年
层数	9 层	-
员工人数	预计 2020 年员工数 4000	预计可容纳 9332
预计技术人员密度	50.00%	50.00%
未来技术人员(单位：人)	>2000	4666
预计技术人员总数	>6666	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们预计公司研发投入快速增加，研发人员规模迅速扩张。三七互娱 2019 年的研发费用达到 8.2 亿元，同比增长 52%。我们将三七互娱 3 年内招聘 1440 名研发人员计划、23-24 年 20%的研发人员增速，人均研发投入每年增加 1 万作为核心假设，测算三七互娱 2020 年研发费用将保持 45% 的快速增长，达到 11.9 亿元，2021-2024 年将持续增长。2019 年三七互娱研发人员人数为 1399 人，同比增长 51%，预计 2020 年增长 43%，将达到 2000 人的规模，到 2024 年将翻倍达到 4896 人的规模。

图表 23：5 年研发投入预测：预测假设

核心假设	研发人员	已知：公司拟 3 年内计划招聘 1440 名研发人员，项目完成后研发人员超过 3400 人。
		假设：23-24 年研发人员增速有所放缓为 20%；新建总部大楼 23 年投入使用，合计能满足 6500 名以上的研发人员。
	人均研发投入	=研发费用/研发人员，假设 20-24 年每年增加 1 万

来源：公司公告，国金证券研究所测算

图表 24：5 年研发投入预测：研发费用测算

	2017N	2018N	2019N	2020N	2021N	2022N	2023N	2024N
研发费用（亿）	4.4	5.4	8.2	11.9	16.3	20.9	25.5	31.1
YOY		23%	52%	45%	37%	28%	22%	22%
研发人员（人）	779	928	1399	2000	2700	3400	4080	4896
YOY		19%	51%	43%	35%	26%	20%	20%
人均研发投入（万）	56	58	59	60	61	62	63	64

来源：公司公告，国金证券研究所测算

3.2 投放端：预计买量规模 5 年 4 倍，买量渗透率升至 31.3%

- 买量预测模型之基本假设：假设 App Growing 各风格买量 TOP50 的投放数占比超过 80%。我们重点考虑国内市场的几个投放题材，他们分别是传奇、魔幻、仙侠和三国 4 个风格题材。其中，传奇类与仙侠类题材渗透率

将进一步提升，魔幻类和三国类题材渗透率将保持以往市场优势。给定不同品类市场不同的增长率，通过三七互娱单题材渗透率与单题材规模占比来计算三七互娱总渗透率。

- **买量预测模型之题材渗透率假设：**我们认为三七互娱在国内买量市场（ARPG 和三国 SLG）的增长主要来自于 2 个方面：①空间增长型风格，这类题材风格仍有 5 倍以上的增长空间，三七互娱通过新产品稳住市场份额，未来就能充分享受增长红利；②空间稳定型风格，这类题材风格增长相对缓慢，三七互娱仍有较大的市场份额提升空间。
- 传奇和三国风格已有众多爆款，竞争格局相对稳定，未来的核心是存量市场份额竞争。魔幻与大仙侠仍有很大的空间未突破：
 - 大仙侠风格对标武侠，对比 2010 年之前页游排行榜中武侠上榜数与现在手游排行榜中仙侠上榜数，大仙侠空间的天花板在 5 倍以上。
 - 魔幻风格对标暗黑系列，对比 2013 年之前页游排行榜中暗黑风格游戏与现在手游排行榜中魔幻上榜数，魔幻风格的天花板在 5 倍以上。

图表 25：预测假设：以买量渗透率替代游戏渗透率

空间稳定型风格	买量排名	公司	渗透率	空间增长型风格	买量排名	公司	渗透率
传奇风格 40%	1	贪玩	30%	魔幻风格 17% (天花板 5 倍以上)	1	福建网龙	18.60%
	2	三九互娱	27%		2	三七互娱	17%
	3	三七互娱	10%		3	杭州网易雷火	4.00%
	4	伟鸿天宇	3.20%		4	芜湖创思	3.70%
	5	Team Soft ANS	2.60%		5	四三九九	3.20%
三国风格 15%	1	广州简阅	24.30%	大仙侠风格 28% (天花板 5 倍以上)	1	三七互娱	25.00%
	2	三七互娱	21.50%		2	广州多益	7.80%
	3	上海游族	18.40%		3	完美世界	7.20%
	4	腾讯	5.20%		4	雷霆互动	7.10%
	5	超神互娱	2.00%		5	厦门极致互动	5.40%

来源：App Growing，国金证券研究所测算

- 我们假设未来传奇和三国风格的市场相对稳健，行业每年增速为 10%；魔幻和仙侠属于增长型风格，相比仙侠风格待突破空间更大，因此分别假设行业增速为 15%和 30%。根据测算，我们预计三七的买量规模 5 年 4 倍，年复合增速 32%，买量渗透率从 16.2%上升至 31.3%。

图表 26：投放端三七互娱国内各细分品类游戏买量市场规模及渗透率预测

游戏类型	三七单题材渗透率		单题材规模占比		行业规模增速	三七总渗透率		买量市场规模			三七买量规模	
	2019N	2024E	2019N	2024E		2019E	2024E	2018	2019E	2024E	2019E	2024E
传奇类	10%	35%	44%	44%	10%	16.20%	31.30%	563	591	1242	96	388
魔幻类	17%	25%	19%	19%	15%							
仙侠类	25%	30%	20%	20%	30%							
三国类	21%	30%	17%	17%	10%							

来源：App Growing，国金证券研究所测算

3.3 产出端：5年后收入 430~600 亿，中性假设下净利润 5 年 3.7 倍。

■ 核心假设：

- **新增游戏数量：**以 2019 年为基数，2024 年新增数参考 2020 年新增数。（其中最强王者近似当成 2020 年上线计算）
- **月流水假设值：**参考三七互娱 2018 年~2020 年游戏流水预测模型
- **收入≈流水*70%。**收入平均换算过来大概是流水的 70%左右，其中渠道是 50%收入、自营是 90%多、iOS 是 70%多，未来不会有什么特别大的变化。
- **归母净利润率**假设为 15.24%，参考自三七互娱 2019 年 Q4 归母净利润率

图表 27：从流水角度看三七互娱 5 年后新增产品矩阵

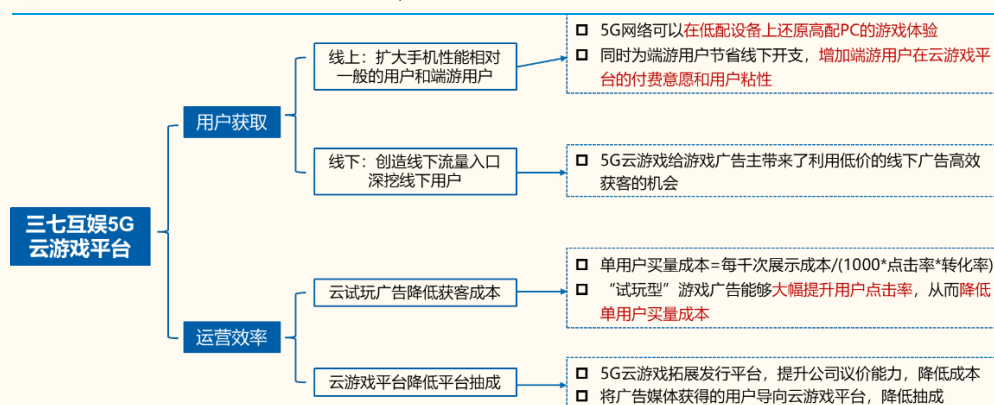
2024 年新增游戏类型				类比游戏	24 年新增数 (相比 19 年)	20 年新增数 (相比 19 年)	单款预计月流水			24 年总流水增量 (亿)			24 年总收入预测 (亿)			24 年净利润 预测 (亿)		
品 类		发 行 地 区	题 材				悲 观	中 性	乐 观	悲 观	中 性	乐 观	悲 观	中 性	乐 观	悲 观	中 性	乐 观
RPG	ARPG	内地	传奇	一刀传世	3	1	2.5	3	3.5	422	546	670	428	514	601	65	78	92
			奇迹	精灵盛典	1.5	0	2.5	3	3.5									
			仙侠	斗罗大陆	2	0	1.5	2	2.5									
			魔幻（除奇迹）	混沌起源	2	1	1.5	2	2.5									
	海外	奇迹	精灵盛典海外版	2	2	1	1.5	2										
	SLG	内地	魔幻	待突破	1	0	1.5	2	2.5									
			三国	最强王者	2	1	1.5	2	2.5									
		欧美	西方魔幻/战争/西部	狂野西境	3	1	2.5	3	3.5									
卡牌		内地	二次元	待突破	1	0	1.5	2	2.5									
			大仙侠	待突破	1	1	1.5	2	2.5									
			街机	拳皇觉醒	1	0	0.5	1	1.5									
SIM			升官/宫斗	江山美人	2	1	0.2	0.5	0.8									

来源：公司公告，国金证券研究所测算

4. 三七 5G 云平台：扩大用户&提高体验

- 三七互娱发展 5G 云游戏平台，扩大用户群体并提升运营效率。三七互娱计划投资 17 亿元建设云游戏平台，包括场地租赁费用、场地装修费用、机房工程费用、开发费用、设备购置费用、软件购置费用、项目预备费等，这是目前国内投资规模最大的云游戏平台。

图表 28：三七互娱 5G 云游戏平台



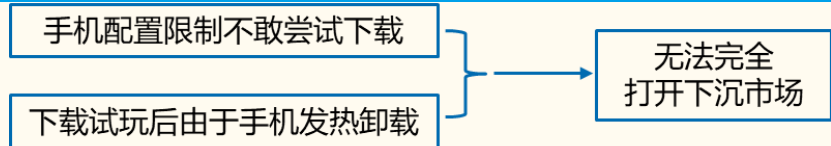
来源：公司公告，国金证券研究所绘制

4.1 用户获取：拓展下沉用户+端游用户

- 5G 云游戏拓展用户群体之下沉游戏用户：下沉用户规模在 5 亿左右量级，占整体游戏市场用户约 78.1%（游工委 2019 年数据，中国游戏市场用户规模为 6.4 亿）。其中，66%用户的手机为中低端机，千元以下手机占比 25.9%，1000-1999 元占比为 40.1%。而月活 TOP 10 的游戏品类以沙盒、

休闲、益智类等品质不高、付费深度较浅的游戏品类为主。5G 网络高带宽、低时延的特点以及边缘计算技术的日趋成熟，进一步解决了云游戏网络传输速度和应答速度的技术瓶颈，使低端设备完美体验高清流畅 3A 级大作成为现实。云游戏平台不挑配置、自由跨屏，同时解决了游戏品质、进入门槛、场景便捷性上的用户痛点，使精品游戏打开中低端设备玩家市场成为可能。

图表 29：下沉游戏用户的特点



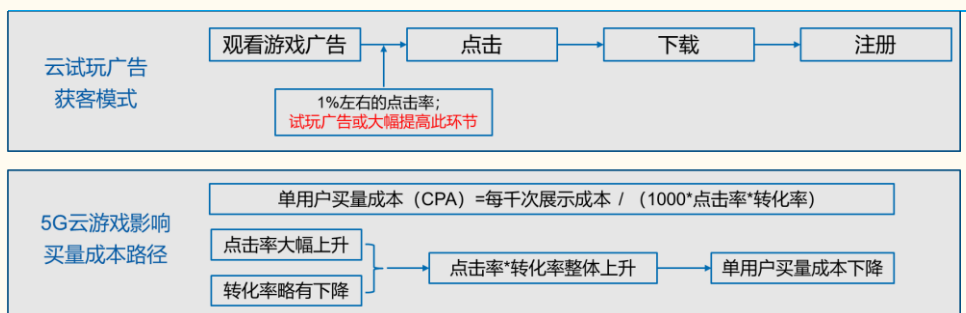
来源：草根调研，国金证券研究所绘制

- **5G 云游戏拓展用户群体之端游玩家：** 2019 年，端游市场收入占整体市场的 26.6%，用户规模 1.42 亿人，每用户贡献收入约 433 元。而手游市场每用户贡献收入约 255 元。在“替代效应”下，5G 云游戏不仅能让端游玩家在任何一台手机上玩到 PC 端顶级画质的游戏，还为玩家节省了一大笔购买显卡、游戏本以及泡网吧的额外开支，可以增加端游玩家在云游戏上的消费意愿。

4.2 运营效率：云试玩广告降获客成本，云游戏平台降平台抽成

- **利用低价线下广告的获客机会，5G 云游戏即点即玩。** 目前手机游戏推广起来虽然比端游方便，但受到许多品牌手机应用商店对数据流量下载的限制，手游广告在线下户外场景中获客转化效果不太好、转化数据也很难统计。正是如此，现在越来越多公司青睐线上推广，导致线下广告价格连年下调。而 5G 云游戏给游戏广告主带来了利用低价的线下广告高效获客的机会。5G 云游戏即点即玩，无需下载，为游戏发行创造了又一个通畅的流量入口。用户只要扫一下二维码，下一秒就转化为玩家，理论转化率是 100%，这就为游戏发行业务创造又一个通畅的流量入口，成本还相对更低廉。同时，线下渠道以户外广告等形式获取用户，无须承受线上 CP 广告高昂的单人用户获客成本，广告费用相对更固定可控，有利于公司财务的健康发展。
- **云试玩广告降低获客成本，提高用户点击率。** 目前通过手游广告获取客户，需要用户跳转到应用商店下载安装并等待首次启动的初始化，才能真正让用户感受到真正的游戏体验是怎样的。这种情况下，由于下载流程繁琐耗时，用户的广告点击率并不高。5G 云游戏模式不仅大大简化了用户首次体验游戏的时间成本，更能让用户迅速感受到游戏的魅力。“试玩型”游戏广告能够大幅提升用户点击率，甚至“即点即玩”广告——点击即进入游戏正式版本的广告，虽然转化率可能下降，但整体上会使得公司获客成本得到明显优化。

图表 30：云试玩广告获客模式与 5G 云游戏影响买量成本路径



来源：草根调研，国金证券研究所绘制

- **云游戏进一步拓展游戏分发渠道，或降低销售费用。** 现阶段，手游的分发渠道主要依赖于国内的腾讯系、头条系、硬核联盟等应用市场和国外苹果、谷歌应用商店，合作渠道的选择空间较为狭窄。一旦 5G 云游戏市场崛起，因为云游戏不需要多级跳转，即点即玩，所以游戏的分发场景将从应用商

店拓宽至各类社交、短视频、直播等内容平台，可供选择的合作渠道会更加丰富多元。5G 云游戏时代，社交、短视频、直播等平台都可成为分发游戏的新兴渠道，公司的选择增多，发行议价权提升，这也将进一步降低平台成本、优化销售费用。

- **云游戏或降低平台抽成成本。**对于三七互娱自研的游戏而言，由于通过广告形式导向自己的云游戏平台，并不需要抽成，因而能有效降低平台抽成。对于其他游戏研发商而言，当 CVR 云游戏平台大于 43% 的时候，他们也会倾向于把游戏导向云游戏平台，而三七互娱作为云游戏平台可以适当抽成。假设如果可以通过广告形式导向云游戏平台，①对于 iOS 的广告媒体部分，导向苹果商店或导向云游戏平台，被渠道抽成均为 30%。但是相比下载，导向云游戏平台的转换率更高，所以预计会导向云游戏平台。②对于安卓端的广告媒体，自身下载与导向云游戏平台权衡下，假设以 A 为截止点击的预期收入来衡量，自身下载 = $A * CVR$ 下载 * 100%，目前为 10%，预计未来能提高到 30%。而云游戏平台 = $A * CVR$ 云游戏平台 * 70%，只要 CVR 云游戏平台能超过 43%，即可替代自身下载。

图表 31：根据用户获取方式细分平台抽成

用户获取方式	渠道外支出	渠道抽成
一、IOS		
1.1 广告媒体	广告费	30%
1.2 APP Store	榜单优化费	30%
二、安卓端		
2.1 广告媒体	广告费	0%
2.2 安卓应用商店	榜单优化费	50%

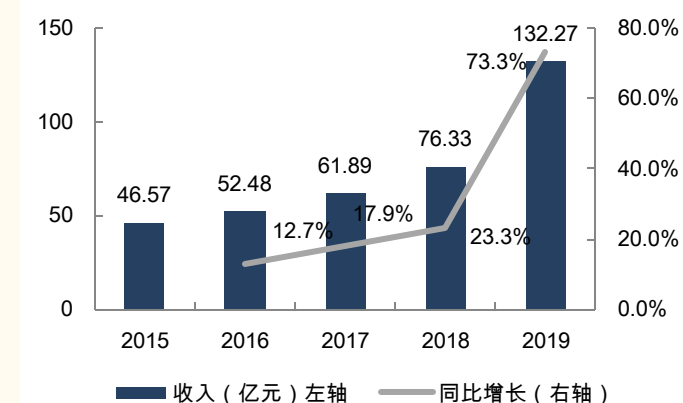
来源：草根调研，国金证券研究所测算

5. 财务分析

5.1 手游带动收入增长，1Q20 同比+33.8%

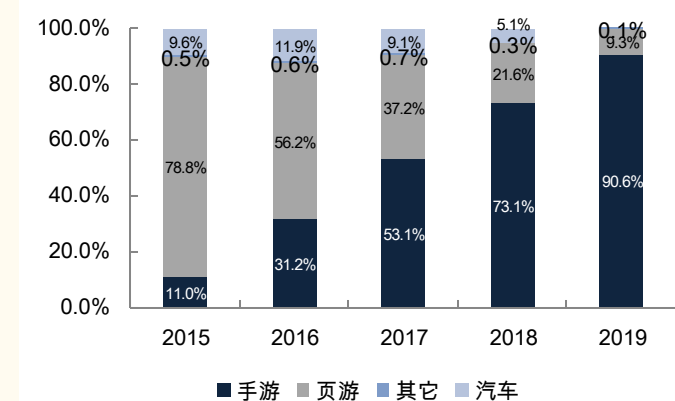
- 公司营收高速增长，1Q20 收入同比增长 33.8%，2019 年手游收入同比增长 115%。1Q20，公司实现收入 43.43 亿元，同比提升 33.8%。2019 年公司实现收入 132.27 亿元，其中手游收入占比 90.6%，主要由两款主力游戏《斗罗大陆》H5 和《一刀传世》贡献，多款游戏月流水过亿。从传统 ARPG 手游品类来看，该品类优势稳固，壁垒较深。游戏玩家 9 成左右为 30 岁以上中年群体，一般具有稳定收入，相较其他年龄群体有更高氪金能力。从分业务毛利率角度来看，公司 2019 年手游和页游毛利率分别为 87.7% 和 75.8%，整体呈上升趋势，并完成剥离低毛利率汽车部件业务。

图表 32: 三七互娱 2015 年至 2019 年收入 (亿元)



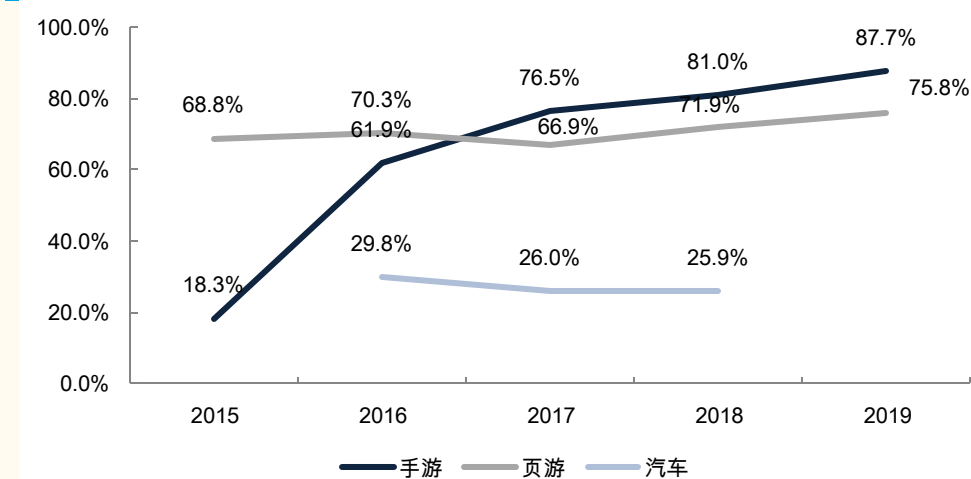
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 33: 三七互娱 2015 年至 2019 年收入构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 34: 三七互娱 2015 年至 2019 年分业务毛利率

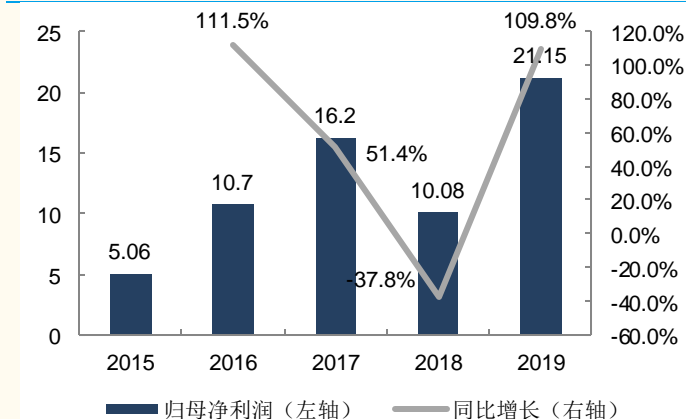


来源: 公司公告, 国金证券研究所

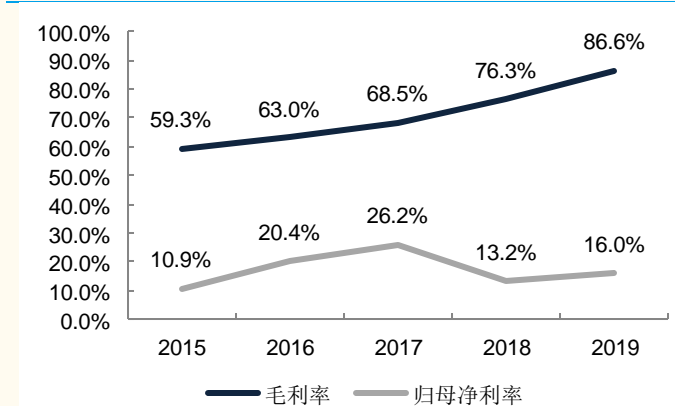
5.2 盈利能力强劲, 1Q20 归母净利润同比+60.4%

- 公司 1Q20 归母净利润实现 7.29 亿元, 同比增长 60.4%; 2019 年实现归母净利润 21.15 亿元, 同比增长 109.8%。公司 2019 年毛利率和归母净利率分别为 86.6%和 16.0%, 分别同比提升 10.3pct 和 2.8pct, 整体盈利水平呈上升趋势。

图表 35: 三七互娱 2015 年至 2019 年归母净利润 (亿元)



图表 36: 三七互娱 2015 年至 2019 年毛利率和归母净利率

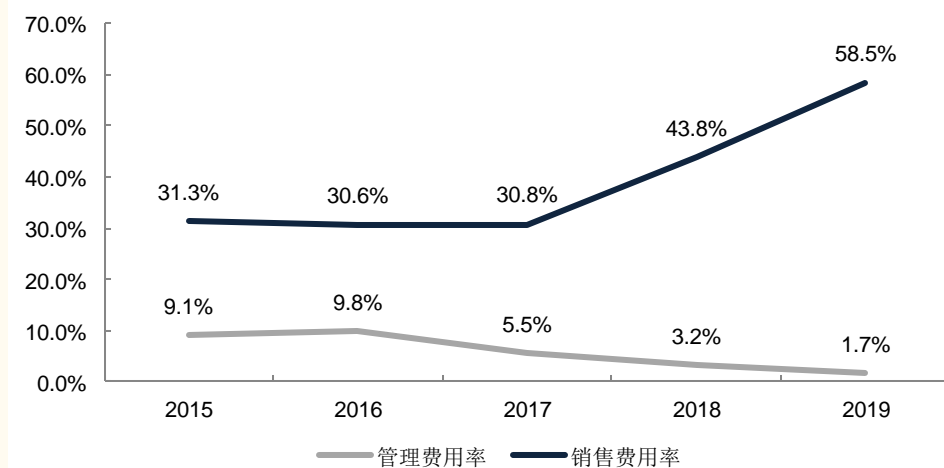


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- **游戏买量成本（销售费用）大幅增加，管理费用率相对平稳。**公司 2019 年销售费用率为 58.5%，同比提升 14.6%。销售费用主要投放效果广告，吸引用户转化下载游戏留存。从历史趋势来看，公司销售费用率自 2018 年后快速提升，主要来自以抖音为代表的短视频投放平台流量集聚效应明显的迅速崛起，公司加大投放所致，其中与手游的份额提升有一定联动性。相对而言，公司管理费用率较为平稳，2019 年为 1.7%。

图表 37：三七互娱 2015 年至 2019 年经营费率

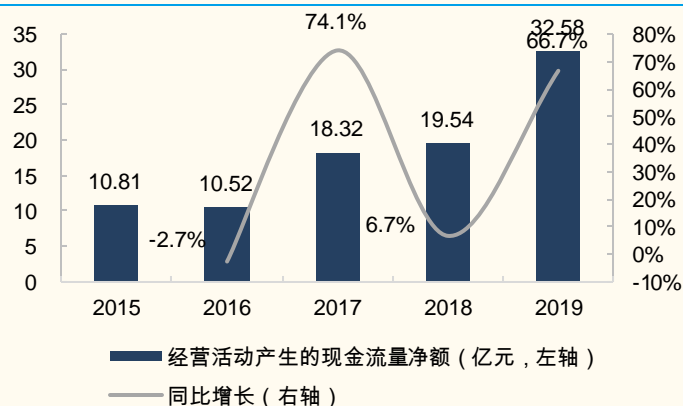


来源：公司公告，国金证券研究所

5.3 现金流健康，相对上游议价能力提升

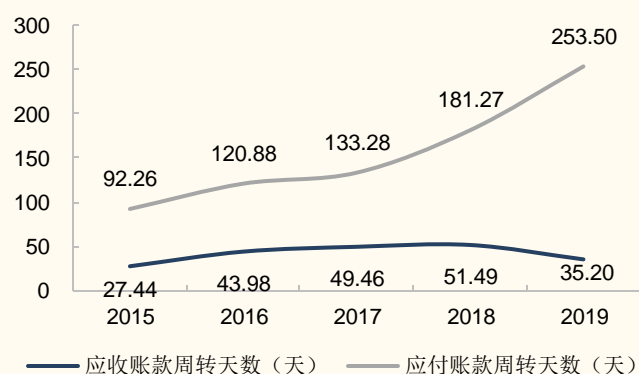
- 公司 2019 年经营性现金流 32.58 亿元，同比增长 66.7%；整体现金流情况处于良性状况。公司应收账款周转天数相对平稳，2019 年加速回款，2019 年应收账款周转天数为 35 天。公司相对上游议价能力有所提升，应付账款周转天数呈上升趋势，2019 年应付账款周转天数为 254 天。

图表 38：三七互娱 2015 年至 2019 年经营性现金流（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：三七互娱 2015 年至 2019 年应收和应付账款周转天数（天）



来源：公司公告，国金证券研究所

6. 盈利预测

6.1 收入预测：新游产品排期丰富

■ 关键假设：

- ①手游贡献比例不断提高，多款新游戏产品储备丰富，上线如期。
- ②手游市占率不断提升。2019 年中国游戏市场的实际销售收入为 2330 亿元，同比增长 8.7%，公司在中国移动游戏发行市场的市场份额进一步升至 10.44%，仅次于腾讯、网易，预计随着新手游储备释放，市占率仍有提升空间。
- ③由于玩家消费渠道迁移明显，预估未来三年页游持续下滑。
- 我们预计公司 2020 年至 2022 年，整体收入分别为 169/206/244 亿元，分别同比 +27.6%/22.1%/18.6%，其中手游收入分别同比 +33.0%/24.5%/20.0%。

图表 40：三七互娱 2020 年分季度新游戏产品排期

时间	项目
1Q20	2020 年 3 月重磅推出西部 SLG 类型游戏《狂野西境》，在韩国地区推出模拟经营类游戏《日理万姬》。
2Q20	传统 RPG 品类游戏，其中海外推出 5 款左右，国内有 9 款左右，其中有 3~4 款是自研的。预计将上半年在韩国上线 2 款奇迹产品，《精灵盛典》海外版和《暗黑大天使》海外版，这 2 款奇迹均为国内的顶级产品。
3Q20	国内有 8 款产品，有 2 款是自研的，题材包括都市魔幻、仙侠、战争等。
4Q20	主要推出《斗罗 3D》，除此之外，国内还有其他 5 款，海外还有 2 款。 注：《暗黑大天使》为 2019 年年终发布的页游，月流水在 3000 万+（页游中属于顶级），可以跨平台在手机上发布，将在拿到版权号后转为手游。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 41：三七互娱 2020 年至 2022 年收入拆分预测

百万元，RMB	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入拆分							
手机游戏	1,639	3,284	5,582	11,989	15,945	19,851	23,822
YoY		100.3%	70.0%	114.8%	33.0%	24.5%	20.0%
占总收入比重	31.2%	53.1%	73.1%	90.6%	94.5%	96.4%	97.5%
网页游戏	2,949	2,299	1,646	1,232	924	739	606
YoY		-22.0%	-28.4%	-25.2%	-25.0%	-20.0%	-18.0%
占总收入比重	56.2%	37.1%	21.6%	9.3%	5.5%	3.6%	2.5%
汽车零部件	626	560	385	-	-	-	-
YoY		-10.5%	-31.2%	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
占总收入比重	11.9%	9.1%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	34	46	20	6	6	6	6
YoY		34.5%	-57.2%	-70.8%	0.0%	0.0%	0.0%
占总收入比重	0.7%	0.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业收入	5,248	6,189	7,633	13,226	16,874	20,596	24,433
YoY		17.9%	23.3%	73.3%	27.6%	22.1%	18.6%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

6.2 成本与毛利率预测

■ 关键假设：

- ①与游戏分成方议价能力提升，预计分成比例有所降低。
- ②服务器成本和版权金摊销比例相对平稳。
- 我们预计公司 2020 年至 2022 年毛利率分别为 86.9%/87.1%/87.3%。

图表 42：三七互娱 2020 年至 2022 年成本拆分预测

百万元, RMB	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成本拆分							
网络游戏							
游戏分成		1,424	1,405	1,523	1,889	2,265	2,638
占网络游戏收入比重		25.5%	19.4%	11.5%	11.2%	11.0%	10.8%
服务器成本		55	63	125	152	185	220
占网络游戏收入比重		1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
版权金摊销		55	38	128	169	206	244
占网络游戏收入比重		1.0%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
制作费成本		0	20	1			
占网络游戏收入比重		0.0%	0.3%	0.0%			
汽车零部件							
直接材料		337	220				
直接人工		17	14				
制造费用		60	51				
合计		414	285				
占汽车零部件收入		74.0%	74.1%				
营业成本	1,941	1,948	1,811	1,776	2,210	2,656	3,102
毛利	3,307	4,241	5,821	11,450	14,665	17,940	21,331
毛利率	63.0%	68.5%	76.3%	86.6%	86.9%	87.1%	87.3%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

6.3 经营费率预测

■ 关键假设：

- ①2020 年受到疫情影响，传统广告主预算收紧，游戏厂商买量议价权有提高，预计销售费用率降幅可能有所体现，预计伴随投放 ROI 提高，销售费率仍有下降空间。
- ②管理费用率由于规模效应，呈小幅下降趋势。
- 我们预计公司 2020 年至 2022 年销售费用率分别为 57.7%/56.4%/55.3%；管理费用率分别为 1.4%/1.4%/1.3%。
- 我们预计公司归母净利润分别为 29.04/36.40/43.38 亿元，分别同比 +37.3%/25.3%/19.2%。盈利预测不包括此次非公开发行可能的业绩贡献做出进行预估。

图表 43：三七互娱 2020 年至 2022 年经营费率预测

百万元, RMB	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用	1608	1908	3347	7737	9728	11616	13511
销售费用率	30.6%	30.8%	43.9%	58.5%	57.7%	56.4%	55.3%
管理费用	515	777	246	222	236	278	318
管理费用率	9.8%	12.5%	3.2%	1.7%	1.4%	1.4%	1.3%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

7. 估值与投资建议

- 根据业绩预告，预计公司 1H20 归母净利润 14 至 15 亿元，同比增长 35.5% 至 45.2%；2Q20 归母净利润 6.71 至 7.71 亿元，环比增速值得期待。
- 我们预计公司未来市场份额提升加速且买量效率不断提高，2020-2022 年的归母净利润分别为 29.04/36.40/43.38 亿元，较上次盈利预测调整幅度分别为 9.0%/15.9%/23.2%，分别对应 2020-2022 年 PE 28/22/18 倍。我们持续看好公司在云游戏业务和出海市场的发展，并考虑到三七互娱是国内除腾讯和网易外市占率第一的游戏厂商，给予三七互娱高于行业平均值的 PE 倍数，采取相对估值法按照 2020 年 38 倍 PE，对应目标价 47.35 元，维持“买入”评级。

图表 44：A 股可比游戏公司相对估值一览

	EPS			PE		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
三七互娱	1.37	1.72	2.05	28	22	18
完美世界	1.83	2.16	2.51	25	21	18
游族网络	1.44	1.72	1.53	14	11	13
吉比特	15.22	18.02	20.79	27	23	20
平均				22	19	17

来源：Wind，国金证券研究所预测

注：三七互娱 EPS 采用我们的预测值，其余公司采用 Wind 一致预期。以上公司收盘价统计日为 2020 年 5 月 8 日。

8. 风险提示

- 网络环境与云游戏技术还不够成熟。5G 尚未大规模商用，当前网络环境下云游戏延迟问题较为严重，可能影响玩家游戏体验，推迟云游戏的爆发。
- 出海市场竞争加剧。如果出海市场竞争加剧，则海外游戏表现可能会受一定影响。
- 新游戏上线不及预期。政策环境、公司运营情况的变动都会影响原产品排期计划，从而影响公司业绩。
- 限售股解禁风险。公司 2019 年 12 月 30 日解禁 1.01 亿股，占解禁前流通股 7.66%，占总股本 4.78%，是为公司 2014 年重大资产重组时购买上海三七 60% 股权时，向李卫伟支付的股份对价而新增的股份；将于 2020 年 7 月 17 日解禁 432 万股，占解禁前流通股 0.33%，占总股本 0.20%，股份类型为定向增发机构配售股份。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	6,189	7,633	13,227	16,874	20,596	24,433
增长率		23.3%	73.3%	27.6%	22.1%	18.6%
主营业务成本	-1,948	-1,811	-1,776	-2,210	-2,656	-3,102
%销售收入	31.5%	23.7%	13.4%	13.1%	12.9%	12.7%
毛利	4,241	5,821	11,451	14,665	17,940	21,331
%销售收入	68.5%	76.3%	86.6%	86.9%	87.1%	87.3%
营业税金及附加	-27	-33	-46	-59	-72	-86
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,908	-3,347	-7,737	-9,728	-11,616	-13,512
%销售收入	30.8%	43.9%	58.5%	57.7%	56.4%	55.3%
管理费用	-777	-246	-222	-236	-278	-318
%销售收入	12.5%	3.2%	1.7%	1.4%	1.4%	1.3%
研发费用	0	-538	-820	-1,232	-1,771	-2,414
%销售收入	0.0%	7.0%	6.2%	7.3%	8.6%	9.9%
息税前利润 (EBIT)	1,529	1,657	2,626	3,409	4,202	5,002
%销售收入	24.7%	21.7%	19.8%	20.2%	20.4%	20.5%
财务费用	-29	-17	15	25	-7	-2
%销售收入	0.5%	0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-351	-1,049	-58	-37	37	0
公允价值变动收益	0	0	-148	0	0	0
投资收益	256	81	111	116	139	167
%税前利润	13.4%	6.6%	4.1%	3.2%	3.0%	3.1%
营业利润	1,518	770	2,672	3,659	4,547	5,378
营业利润率	24.5%	10.1%	20.2%	21.7%	22.1%	22.0%
营业外收支	399	449	24	24	24	24
税前利润	1,917	1,219	2,696	3,683	4,571	5,402
利润率	31.0%	16.0%	20.4%	21.8%	22.2%	22.1%
所得税	-80	-68	-279	-387	-480	-567
所得税率	4.2%	5.6%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%
净利润	1,836	1,151	2,417	3,296	4,091	4,835
少数股东损益	216	143	302	393	452	497
归属于母公司的净利润	1,621	1,009	2,115	2,904	3,640	4,338
净利率	26.2%	13.2%	16.0%	17.2%	17.7%	17.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,836	1,151	2,417	3,296	4,091	4,835
少数股东损益	216	143	302	393	452	497
非现金支出	511	1,167	169	245	408	592
非经营收益	-215	-82	61	-126	-149	-177
营运资金变动	-301	-282	594	119	25	1
经营活动现金净流	1,832	1,954	3,241	3,534	4,375	5,250
资本开支	-1,010	-311	-366	-1,136	-264	-464
投资	-490	200	560	0	0	0
其他	132	56	-1,238	116	139	167
投资活动现金净流	-1,368	-55	-1,043	-1,020	-124	-296
股权募资	434	20	0	4,500	0	0
债权募资	338	-31	-399	-32	0	0
其他	-474	-1,953	-1,196	-461	-461	-461
筹资活动现金净流	298	-1,964	-1,595	4,007	-461	-461
现金净流量	762	-65	603	6,522	3,790	4,493

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,581	1,533	2,153	8,674	12,464	16,957
应收账款	1,329	2,091	1,373	1,905	2,370	2,812
存货	102	0	0	0	0	0
其他流动资产	951	558	2,830	3,077	3,270	3,403
流动资产	3,962	4,182	6,355	13,656	18,104	23,172
%总资产	43.3%	49.8%	62.6%	74.2%	79.8%	83.8%
长期投资	1,259	1,675	978	978	978	978
固定资产	343	36	844	1,738	1,534	1,387
%总资产	3.7%	0.4%	8.3%	9.4%	6.8%	5.0%
无形资产	2,669	1,673	1,671	1,701	1,719	1,728
非流动资产	5,198	4,214	3,790	4,744	4,591	4,489
%总资产	56.7%	50.2%	37.4%	25.8%	20.2%	16.2%
资产总计	9,160	8,396	10,145	18,400	22,695	27,661
短期借款	400	399	31	0	0	0
应付款项	889	1,285	2,057	2,896	3,416	3,863
其他流动负债	229	309	512	608	735	863
流动负债	1,518	1,992	2,600	3,504	4,151	4,726
长期贷款	311	281	250	250	250	250
其他长期负债	44	9	1	0	0	0
负债	1,873	2,282	2,852	3,754	4,401	4,976
普通股股东权益	7,017	5,973	7,029	13,989	17,185	21,080
其中：股本	2,148	2,125	2,112	2,218	2,218	2,218
未分配利润	2,820	3,332	4,711	7,171	10,367	14,261
少数股东权益	270	141	264	657	1,109	1,605
负债股东权益合计	9,160	8,396	10,145	18,400	22,695	27,661

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.754	0.475	1.001	1.375	1.723	2.054
每股净资产	3.266	2.811	3.328	6.308	7.749	9.504
每股经营现金净流	0.853	0.920	1.535	1.594	1.973	2.367
每股股利	0.100	0.200	0.300	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	23.10%	16.89%	30.09%	20.76%	21.18%	20.58%
总资产收益率	17.69%	12.01%	20.84%	15.78%	16.04%	15.68%
投入资本收益率	18.26%	23.02%	31.07%	20.48%	20.28%	19.52%
增长率						
主营业务收入增长率	17.93%	23.33%	73.30%	27.57%	22.06%	18.63%
EBIT增长率	32.49%	8.37%	58.43%	29.85%	23.26%	19.03%
净利润增长率	51.43%	-37.77%	109.69%	37.31%	25.34%	19.18%
总资产增长率	43.44%	-8.34%	20.84%	81.37%	23.34%	21.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.1	52.2	35.7	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	16.2	10.3	N/A	N/A	N/A	N/A
应付账款周转天数	135.1	183.8	257.0	280.0	270.0	265.0
固定资产周转天数	17.2	1.7	1.3	26.1	22.5	20.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.57%	-13.96%	-53.67%	-71.46%	-77.93%	-82.65%
EBIT利息保障倍数	53.6	96.9	-176.2	-137.9	642.0	2,748.3
资产负债率	20.45%	27.18%	28.11%	20.40%	19.39%	17.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	16
增持	0	0	0	1	12
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.33	1.43

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-02	买入	32.01	47.35~47.35

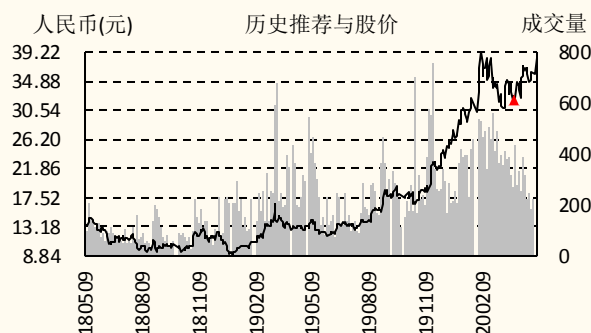
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH