

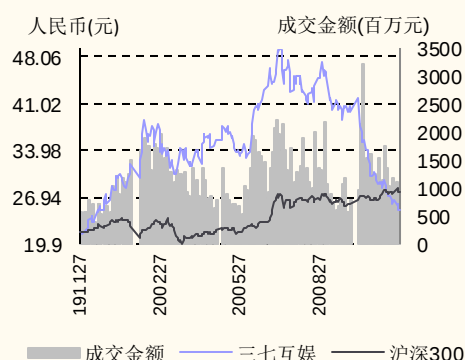
三七互娱 (002555.SZ) 买入 (维持评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 24.95 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	21.12
已上市流通 A 股(亿股)	14.80
总市值(亿元)	527.01
年内股价最高最低(元)	49.31/21.36
沪深 300 指数	4920
中小板综	12398



相关报告

1. 《-从“品类&产品周期”真正理解买量 ROI》，2020.10.19
2. 《-20H1 净利增长 65%，静待《荣耀大天使》上线》，2020.9.1
3. 《-三七互娱：为何像网易腾讯具备长期研发实力》，2020.8.19
4. 《从《反馈回复》看“研发投入和研发矩阵”-三七互娱跟踪》，2020.7.7
5. 《大象起舞，收入空间“五年四倍”-三七互娱跟踪深度》，2020.5.10

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

稳抓“前浪”进击“后浪”，21 年走出 a 行情

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,633	13,227	16,335	17,999	22,179
营业收入增长率	23.33%	73.30%	23.49%	10.19%	23.23%
归母净利润(百万元)	1,009	2,115	2,800	3,140	3,882
归母净利润增长率	-37.77%	109.69%	32.40%	12.14%	23.63%
摊薄每股收益(元)	0.475	1.001	1.326	1.487	1.838
每股经营性现金流净额	0.92	1.53	1.54	1.72	2.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.89%	30.09%	20.26%	19.01%	19.45%
P/E	19.89	26.90	19.46	17.36	14.04
P/B	3.36	8.09	3.94	3.30	2.73

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司在传统优势品类 ARPG 基础上进行“年轻化”产品开拓，从研发端到用户端全面展开“精品化”革新。第一，用户端：立足国漫 Top1 IP《斗罗大陆》吸引后浪流量，迭代产品《斗罗 3D》配备顶尖美术团队，采用 PBR 渲染，对比前序产品在美术品质方面质变式提升，同时，卡牌 RPG 玩法贴近目标用户兴趣，付费点同二次元题材融合度较高，IOS 畅销榜来看市场空间较大；公司流量运营凭借二次元 MMO《云上城之歌》，广告投放向 Z 世代倾斜。第二，研发端：未来三年研发人员预计翻倍式增长，员工平均年龄向年轻化转型；公司从底层机制出发，“拓展人才途径+整合中台部门”，多层面优化研发流程，新建大楼引领办公环境革新，更好地吸引年轻化人才；资源配置层面，立项机制革新“自下而上”，“评审周期缩短+KPI 多样化”，打造多元化研发人才培养平台，打破传统一贯按项目流水的僵化薪酬分配框架，以“贡献+能力”为锚，根据游戏孵化品类灵活设置团队考核标准。
- 未来“双核+多元”战略，以“MMO+SLG”为核心铺开全球流量运营蓝图，“SRPG+卡牌 MMO+模拟经营+女性向”全线开花，产品矩阵规模“裂变式扩张”，精品游戏研运一体，未来有望介入品牌广告。MMORPG 最新迭代产品《荣耀大天使》凭借“画面品质升级+创新 GM 工具”，测试期间获得 8.7 高度评分，国外以“SLG+三消”产品《P&S》为核心，助推多品类出海突破；国内“多元化”储备产品丰富，多款扩品类产品有望在 2021 年正式落地为公司带来利润增长空间。年轻化创新产品《叫我大掌柜》凭借用户口碑出圈，品牌广告打开未来想象空间。

投资建议

- 预计公司在主攻的 SLG 品类和 ARPG 新题材项目储备基数较大，实现单品类突破的成功率极高。预测公司 2020~2022 归母净利润分别为 28.00/31.40/38.82 亿元，对应 PE 分别为 19/17/14 倍，维持“买入”评级。（因公司产品排期调整，我们预计公司 2021~2022 年归母净利润相比上期预测分别下调 13.7%/10.4%。）

风险提示

- 政策变动风险（游戏版号、游戏分级等）；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

一、用户端：立足年轻化 IP 叠加顶级运营能力，“年轻化 IP→游戏→用户”打造 Z 世代流量生态圈	4
1.1 国漫 Top1 IP 的年轻化迭代：从“斗罗大陆→斗罗大陆 3D”看年轻化游戏品质升级	4
1.2 效果广告投放向 Z 世代用户倾斜：凭借重磅 MMO《云上城之歌》建立突破点	6
二、研发端：“办公环境+资源配置”双重革新，新一代研发血液加速循环	8
2.1 大力布局研发团队，未来三年研发人员翻倍式增长	8
2.2 办公环境：琶洲总部大厦设计完成，新建大楼引领办公环境革新	10
2.3 资源配置：“立项机制+激励机制”加大新品类资源权重，鼓励员工创新突破	11
三、“双核+多元”精品游戏研运一体，未来有趋势介入品牌广告	12
3.1 未来 3~5 年立足“双核+多元”产品战略，以“MMO+SLG”为核心铺开全球流量运营蓝图	12
3.2 多元化：“SRPG+卡牌 MMO+模拟经营+女性向”全线开花，产品矩阵规模“裂变式扩张”	16
3.3 《叫我大掌柜》TapTap 凭借用户口碑出圈，品牌广告打开未来想象空间	17
四、投资建议	19
五、风险提示	19

图表目录

图表 1：《斗罗大陆》为国漫热度 Top1 IP	4
图表 2：《斗罗大陆 3D》二次元风格角色原画	4
图表 3：《斗罗大陆 3D》在研 3D 画面	5
图表 4：2020 年 10 月 IOS 畅销榜 TOP200 游戏分类数量汇总	6
图表 5：《云上城之歌》角色高度符合二次元审美特点	6
图表 6：《云上城之歌》效果广告投放素材	7
图表 7：《精灵盛典》效果广告投放素材	7
图表 8：《云上城之歌》广告投放量数据	7
图表 9：《云上城之歌》公测至今 IOS 畅销榜排名	8
图表 10：公司近五年研发人员数量及占比	9
图表 11：公司近三年研发投入及占比	9
图表 12：公司底层机制变革	9
图表 13：公司宣传 MV“出圈”	10
图表 14：公司现代化办公环境（1）	10
图表 15：公司现代化办公环境（2）	10

图表 16: 公司现代化办公环境 (3)	11
图表 17: 公司现代化办公环境 (4)	11
图表 18: 立项机制革新致力于打造多元化研发人才培养平台.....	11
图表 19: 公司内部市场化的人才激励机制.....	12
图表 20: 《精灵盛典》游戏界面.....	13
图表 21: 《荣耀大天使》内测画面升级界面	13
图表 22: 公司 ARPG 产品高品质原画.....	13
图表 23: TapTap 内测用户反馈 GM 工具和挂机模式.....	14
图表 24: 公司 2015~2020H1 出海收入 (单位: 亿元)	14
图表 25: 公司出海产品储备情况.....	14
图表 26: 《Empires and Puzzles》2017 年美国 IOS 畅销榜排名.....	15
图表 27: 三七互娱《Puzzles and Survival》近三月美国 IOS 畅销榜排名	16
图表 28: 公司面向全球市场的 FPS 产品原画	16
图表 29: 公司国内产品储备.....	17
图表 30: 《江南百景图》水墨风游戏界面.....	18
图表 31: 《叫我大掌柜 (台服)》中国风游戏界面.....	18
图表 32: 公司未来有望介入品牌广告.....	18

一、用户端：立足年轻化 IP 叠加顶级运营能力，“年轻化 IP→游戏→用户”打造 Z 世代流量生态圈

1.1 国漫 Top1 IP 的年轻化迭代：从“斗罗大陆→斗罗大陆 3D”看年轻化游戏品质升级

- 斗罗大陆是目前国漫热度 TOP1 IP，三七互娱储备产品《斗罗大陆 3D》具备突破潜力。《斗罗大陆》是拥有小说、漫画、动画等多种载体的热血题材 IP，其小说于 2009 年起连载于起点中文网，曾入选 2019 年“中国网络文学 IP 影响排行榜”；实体书销量突破 3500 万册，漫画销量突破 245 万册；《斗罗大陆》动画在腾讯视频拥有 230 亿的播放量，集均播放量达 1.77 亿次，不论是总播放量还是集均播放量，对比其他国漫热门 IP 均处于领先地位。三七互娱拥有《斗罗大陆》IP 的游戏改编权，并于 2019Q1 上线了竖版 RPG 手游《斗罗大陆》。2019 年末三七互娱与阅文签订 IP 授权协议，预计未来公司将有五款以《斗罗大陆》这一常青 IP 为主题的产品投入市场，形成以《斗罗大陆》IP 为中心，玩法各异的“斗罗系”手游。

图表 1：《斗罗大陆》为国漫热度 Top1 IP

国漫名称	推出时间	总播放量（亿次）	集均播放量（亿次）
斗罗大陆（更新到131集）	2018. 1	230	2
武庚纪	2016. 6	62	0.5
斗破苍穹（更新到第3季）	2017. 1	53	1.5
魔道祖师	2018. 7	30	1.3
一人之下（更新到第3季）	2016. 7	25	0.6
全职高手（更新到第2季）	2017. 4	21	1.0

来源：腾讯视频，国金证券研究所

- 《斗罗大陆 3D》配备顶尖美术团队，美术品质预计“质变式”提升。公司针对美术部门进行了架构调整，加强研发效率提升，将原画拆成了设计和绘画两个团队，集中团队优势攻关研发。此外，公司美术部门鼓励创新，定期举行不同美术职能部门的技术交流，预研团队未来美术风格走向。公司为《斗罗大陆 3D》配备了顶尖美术团队，项目的美术品质定位超越此前全部作品，具有极高的产品质量预期。在《斗罗大陆 3D》研发过程中，美术团队尝试进行二次元风格创作，优化形体描绘，增益了边缘暖色的柔光和色相变化，突破公司原有品类美术风格的束缚，形成符合二次元审美的美术风格。下图原画为例，其由 4 名画师分别负责不同的细节创作，发挥各自技术优势并互相给出合理建议，反复完善从而保证角色外形、神态及光影的美术质量。

图表 2：《斗罗大陆 3D》二次元风格角色原画



来源：游戏葡萄，国金证券研究所

- 《斗罗大陆 3D》在《斗罗大陆 H5》的基础上进行“精品化”迭代，预期将在画面、玩法等方面针对明确的目标用户进行调整优化，进一步满足游戏用户的需求。《斗罗大陆 3D》采用了 PBR 渲染的技术，在制作时首先由负责渲染的程序设计人员进行参数设置，再供美术人员参考后，由美术人员使用程序制作的工具在场景中创造资源进行细化调优。公司美术团队将自动化工具融入开发过程中，克服画质要求提升导致的工时增加问题，通过与游戏引擎 Unity 官方技术专家交流进一步提高了研发效率，实现高质量二次元卡通渲染效果。《斗罗大陆》动漫因其男频热血的作品特点，观众画像以年轻男性为主，因此《斗罗大陆 H5》玩家也以 18~25 岁男性用户为主（从性别构成来看，《斗罗大陆 H5》是男性向游戏，男性用户占比超过 90%）。《斗罗大陆 H5》手游的世界观、剧情以及角色、武功等设定，都忠实地展现了原著内容，《斗罗大陆 3D》作为其迭代产品，预计会延续对原著的忠诚度，并且在保留原著精髓的基础上进行玩法的优化升级。《斗罗大陆 3D》在玩法方面融合角色扮演和与策略，用卡牌 RPG 这一更符合男性用户需求的玩法提升其对玩家的吸引力。

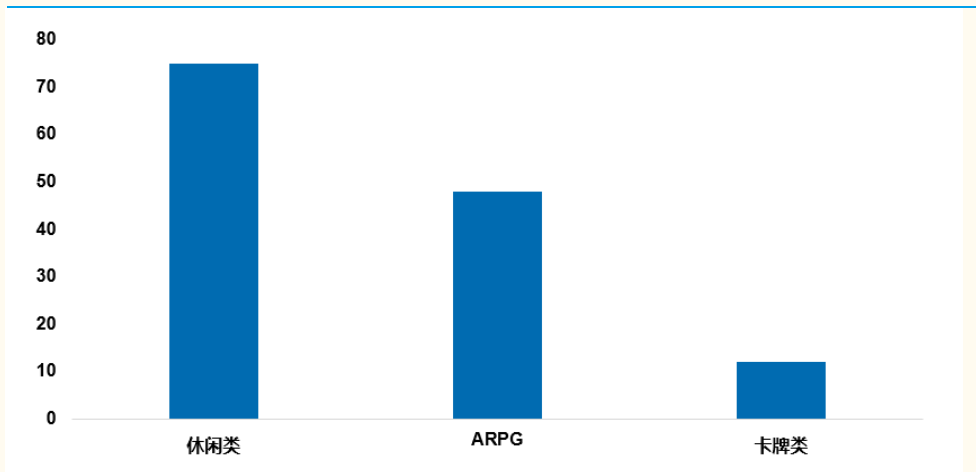
图表 3：《斗罗大陆 3D》在研 3D 画面



来源：游戏葡萄，国金证券研究所

- 相较于 ARPG、MMORPG 等产品，卡牌 RPG 付费点更接近二次元游戏，具有更大的市场空间。国内卡牌 RPG 以《三国志幻想大陆》、《少年三国志 2》等为代表，主要玩法是，玩家培养以卡牌为载体的角色并进行养成、对战等游戏行为。卡牌 RPG 的付费点均以抽取角色为主，这一付费模式源于日本的“GACHA 扭蛋”，玩家通过付费获得抽取资格，在一定概率数值设定的基础上，通过多次抽取获得玩家心仪的游戏角色。2020 年 10 月 IOS 畅销榜前 200 名中，卡牌类游戏占比仅为 6%，ARPG 占比达 24%，由此可看出，在 IOS 畅销榜中，卡牌 RPG 相较于 RPG 的其他细分品类，游戏数量相对较少，具有较大的扩展空间。

图表 4：2020 年 10 月 IOS 畅销榜 TOP200 游戏分类数量汇总



来源：七麦数据，国金证券研究所

1.2 效果广告投放向 Z 世代用户倾斜：凭借重磅 MMO《云上城之歌》建立突破点

- 《云上城之歌》定位 Z 世代，效果广告精准投放确立品类突破点。《云上城之歌》是三七互娱“年轻向”品类突破的重点产品，用户以 23~30 岁用户为主，着力打造“年轻向”、“Z 世代”喜爱的游戏品类。《云上城之歌》角色以“卡通、Q 版”为主要特征，玩家将在“云上城”地图上，伴随自己养成的宠物进行魔物对战等 PVP&PVE 玩法，扮演五种角色进行升级体验。“年轻向、二次元”游戏的角色外观和交互体验往往被玩家重视，《云上城之歌》从角色形象来看，即符合明确的二次元审美，是三七互娱的品类突破成果之一；此外，在宠物养成、时装选择等方面也给予玩家进行交互和自我满足的高自由度，凭借高度符合二次元审美的角色外观和交互体验，获得 Z 世代玩家的青睐。

图表 5：《云上城之歌》角色高度符合二次元审美特点



来源：《云上城之歌》，国金证券研究所

- 《云上城之歌》效果广告投放凸显用户差异，广告素材具备“二次元”等年轻向用户喜爱的要素。《云上城之歌》效果广告选择具有二次元、卡通风格的角色，配合清新靓丽的广告背景，营造年轻向用户喜爱的效果广告氛围。效果广告的投放素材往往有着显著的品类特点，《云上城之歌》作为二次元年轻向 MMORPG，其投放素材展现了年轻向游戏效果广告的投放特点：画面制作精美，色调清新靓丽，风格轻松愉悦。三七互娱对不同品类的游戏进行针对性广告投放，特定品类的效果广告素材具备明确的风格，

从而满足不同用户层的需求，精准锁定目标用户。区别于“年轻向”产品《云上城之歌》，公司另一品类 MMORPG 产品《精灵盛典》的效果广告投放素材则以目标用户喜爱的明星代言人葛优等为主，辅以令人血脉贲张的战斗场景，令潜在游戏用户充满投身游戏的热情。公司的效果广告投放展现出显著的品类差异，流量运营效率之高由此可见一斑。

图表 6：《云上城之歌》效果广告投放素材



来源：APPgrowing，国金证券研究所

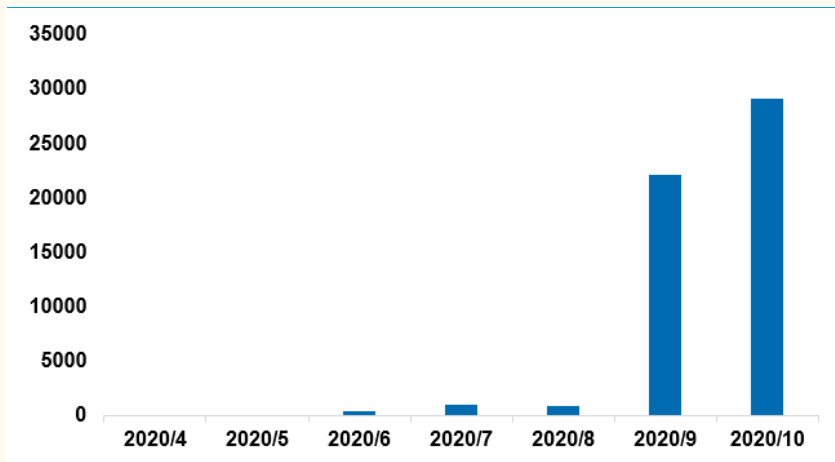
图表 7：《精灵盛典》效果广告投放素材



来源：APPgrowing，国金证券研究所

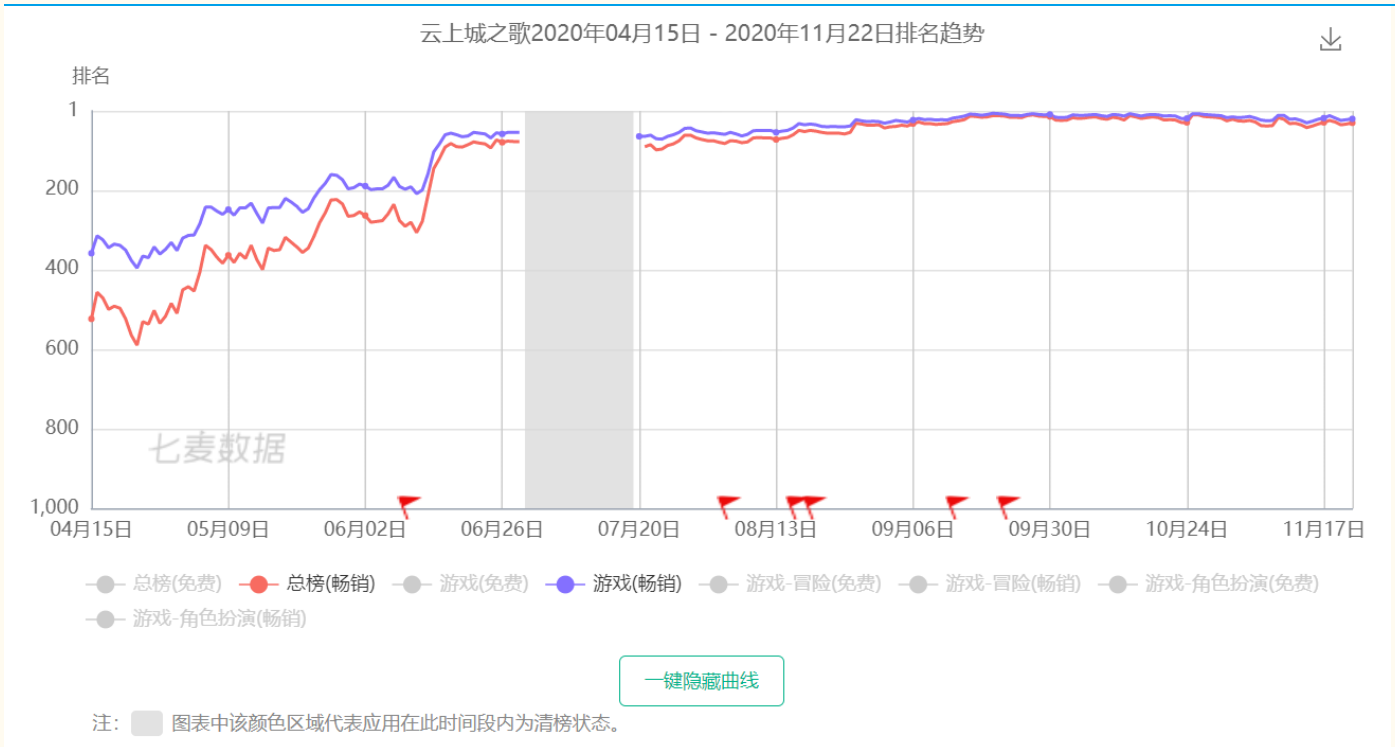
- 《云上城之歌》效果广告投放近期领衔公司流量运营，9 月起游戏付费迎来爆发式增长。相较于三七的传统优势品类传奇、西方魔幻类 ARPG，三七互娱对年轻向二次元产品的研发运营还在探索尝试的初期，但公司利用自身流量运营的优势，凭借精准满足二次元群体审美需求的广告投放素材，高效地进行了《云上城之歌》的广告投放计划。《云上城之歌》作为公司新品类突破产品，从投放数据来看，三七互娱于今年 9 月起大幅提升《云上城之歌》广告投放素材量级，达到原规模的 20 倍以上。目前来看，公司对该品类的广告投放已取得显著成效，《云上城之歌》IOS 畅销榜排名自 9 月起从 50 名左右大幅提升至 20 名左右，上线以来均表现出稳步提升态势。

图表 8：《云上城之歌》广告投放量数据



来源：APPgrowing，国金证券研究所

图表 9:《云上城之歌》公测至今IOS 畅销榜排名



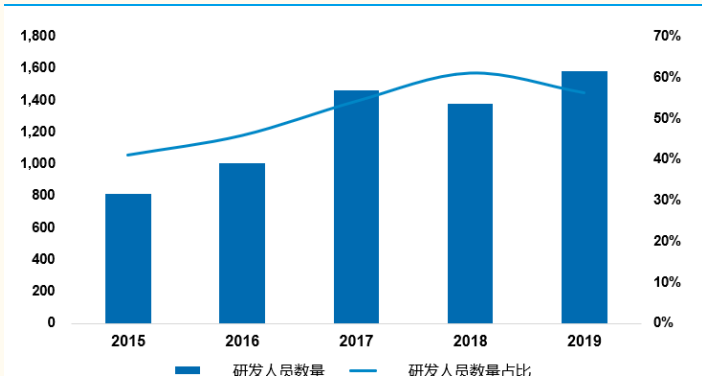
来源: 七麦数据, 国金证券研究所

二、研发端:“办公环境+资源配置”双重革新,新一代研发血液加速循环

2.1 大力布局研发团队,未来三年研发人员翻倍式增长

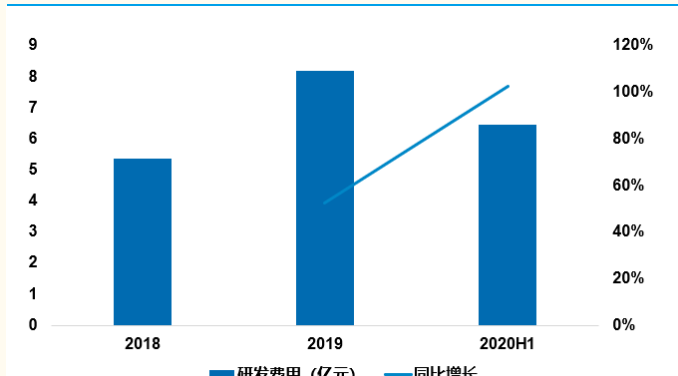
- **研发规模三年计划翻番, 20H1 研发费用同比增长 102.48%, 致力打造宽阔护城河。**公司作为国内游戏龙头, 研发端内容创作是核心, 而研发团队的扩张一定程度上对公司在游戏内容方面的可持续性创新提供了保障。从 2015 年开始, 公司的研发人员数量就占到公司员工总数的 41%, 经过几年的积累扩张, 公司 2018 年研发人员占比达到 60%以上, 2019 年研发费用同比增加 52.42%, 20H1 公司研发费用同比增长 102.48%, 公司在未来三年也将持续重视研发投入, 不断扩大研发团队的规模, 预计在 2023 年研发团队可以在 2019 年的基础上翻倍, 研发人员数量也将达到 3500~4000 人的水平。公司从关注产品升级扩展为关注人才发展, 建立公司青训体系, 聚焦人员多样性, 鼓励人才创新, 打造多元化团队, 力争为全球玩家提供更优质的内容, 新鲜的研发力量也将反哺“研运一体”的公司战略, 进一步发挥公司的模式优势。

图表 10：公司近五年研发人员数量及占比



来源：公司公告，国金证券研究所

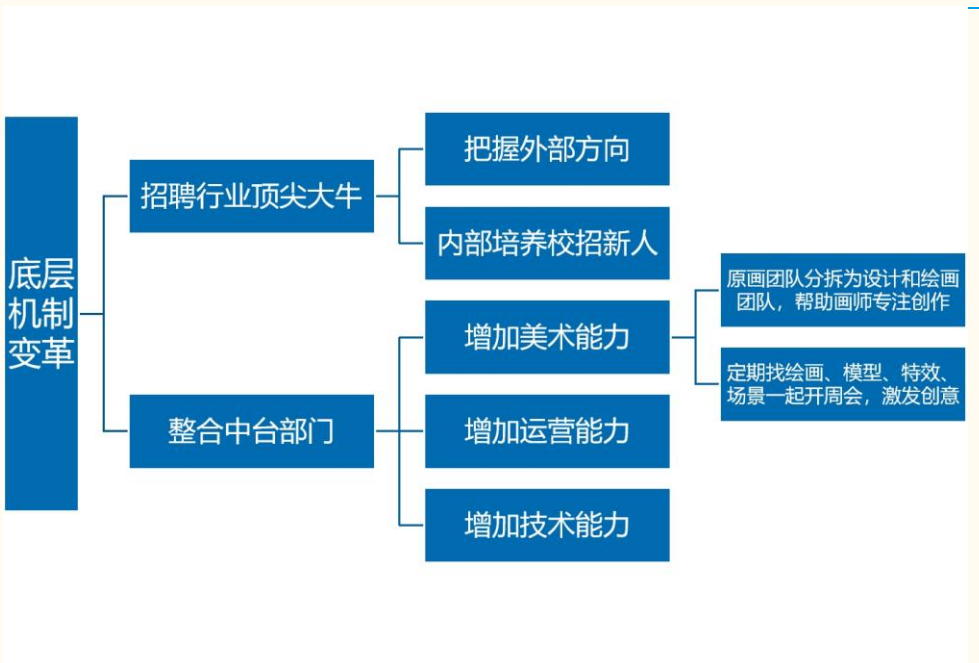
图表 11：公司近三年研发投入及占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司从底层机制出发，“拓展人才途径+整合中台部门”，多层面优化项目研发流程。从 2018 年起，公司便开始高薪聘请行业顶尖大牛作为公司内部技术导师，确定产品发展方向的同时培养校招新人，近两年在行业顶尖人才方面公司就引进了近 20 人，足以看出公司进行人才升级的决心。针对美术方面，公司通过校招、社招等多种途径招揽美术人才，同时进行美术外包并深度绑定很多精品工作室。美术中心也会定期组织各职能的人才一起开周会进行头脑风暴和思想交流，以此激发大家的灵感鼓励创新，这样可以有效提高公司研发精品游戏的成功率，提升公司整体内容产出的质量。另外，公司还通过整合美术、运营、技术能力至中台部门来实现对于优秀人才的辅佐支持，帮助他们更好的发挥创造力。

图表 12：公司底层机制变革



来源：公司公告，国金证券研究所

- 整体团队平均年龄下降，宣传 MV “出圈”带动文化品牌建设，年轻化研发团队助力践行“精品化”策略。根据公开资料整理，公司目前研发美术团队中大部分都是工作经验在 1~2 年的 90 后年轻人，在公司 20H1 业绩交流会上，公司领导表示，整个三七互娱的平均年龄比去年年轻了一岁，对于游戏研发他们的热情与动力强烈，相互之间工作积极性很足，团队的主要负责人的水平也是行业顶尖，因此大家对于行业快速变化的应对能力很强。此外，公司也特别看重对年轻化人才的吸引，今年中报公司凭借别具一格的年轻化宣传 MV 成功“出圈”，将崭新的三七带入大众视野，对于三

七的文化品牌年轻化建设也起着积极作用。团队的年轻化形成观念的年轻化，最终映射到终端产品上便是不再走传统 ARPG 的老路，而是决心攻坚多元品类的差异化精品游戏，团队和精品化游戏的适配以及强大的决心是年轻化人才的优势所在，也是支撑三七走向未来的动力。

图表 13：公司宣传 MV “出圈”

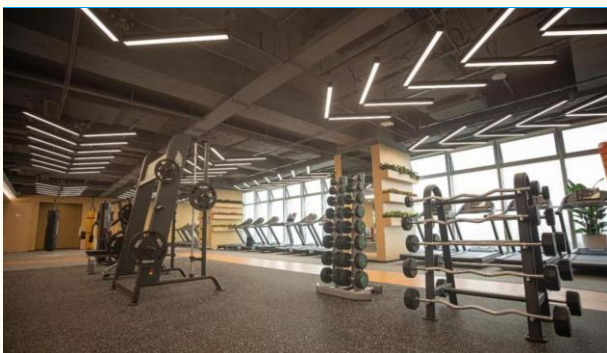


来源：公司公众号，国金证券研究所

2.2 办公环境：琶洲总部大厦设计完成，新建大楼引领办公环境革新

- 现代化的办公环境叠加舒适的运动休闲配套设施，提高公司对年轻化人才的吸引力。琶洲地段新建总部大厦内部，除了设计风格与时俱进的办公空间之外，还设置有丰富的健身休闲区域，满足公司人才的各方面需求。当前游戏研发门槛和竞争壁垒越来越高，在此背景下，具备精品研发优势的头部公司，在人才竞争方面将更为受益，未来也将有更多 95、00 后人才带着新一代的想法和才华加入到三七互娱之中，而对于新一代研发人才的需求，是公司一直以来重视和提倡的。对新一代研发人才的重视，其实也是对研发能力和内容供应的重视，有助于公司在未来的竞争格局下站稳脚跟，强化游戏龙头地位。

图表 14：公司现代化办公环境（1）



来源：公司知乎专栏，国金证券研究所

图表 15：公司现代化办公环境（2）



来源：公司知乎专栏，国金证券研究所

- 新式大楼进一步树立品牌形象，舒适稳定的工作环境助力提升公司整体运营管理效率。年轻化的人员构成是所有游戏公司的常见趋势，但不是所有公司都有能力和意愿为新一代研发人才新建总部大楼。公司位于琶洲地段总投资 12.9 亿元的总部大厦设计工作完成，这对处于当前移动游戏流量格局变化中的三七来说，是关键的一步。长期稳定、舒适的办公环境对于持续吸引优秀行业人才以及提高经营管理效率都至关重要，而新式总部大楼也有助于树立提升公司品牌形象，从而增加对于优秀人才的吸引力，提升

公司整体综合实力。同时，新总部大厦建成之后，公司场地不足、办公地点分散等问题都将得到缓解，从而实现人力资源的整合，提升公司综合运营管理效率。

图表 16：公司现代化办公环境（3）



来源：公司知乎专栏，国金证券研究所

图表 17：公司现代化办公环境（4）

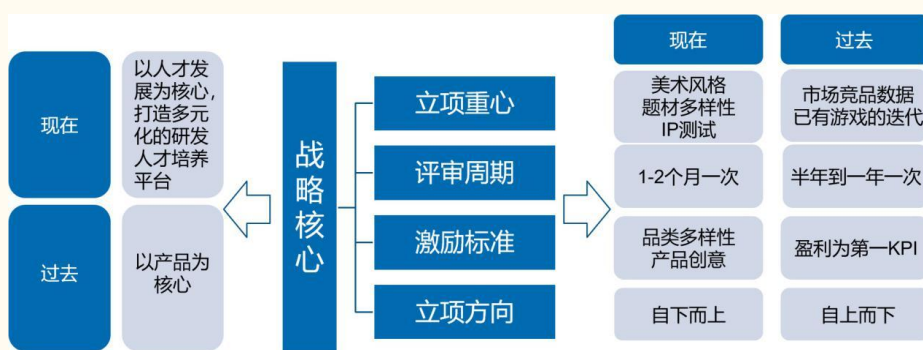


来源：公司知乎专栏，国金证券研究所

2.3 资源配置：“立项机制+激励机制”加大新品类资源权重，鼓励员工创新突破

- 立项机制革新“自下而上”，“评审周期缩短+KPI 多样化”，核心为打造多元化研发人才培养平台。在游戏行业竞争格局不断变化的当下，行业流量越来越向头部作品及头部厂商集中，行业头部效应凸显。另外，游戏玩家对于游戏品质的要求明显提高，公司通过变革立项机制，一改往日单一传统的立项风格，不再仅仅关注市场上的竞品数据和已有产品迭代，而是把立项重点多方面扩展到美术风格、题材以及 IP 的测试上。为此项目评审委员会缩短了评审周期，从原来的半年到一年一次变为一到两个月一次，并且对于每一款在评产品都会严格把控，不轻易放弃，从而大大增加了项目评审池的数量以及评审的质量。而管理层也会设定多重标准要求项目组，如产品创意和品类多样性等。对于公司战略层面而言，战略核心也从产品转向了人才，目的是打造多元化的研发人才培养平台。

图表 18：立项机制革新致力打造多元化研发人才培养平台



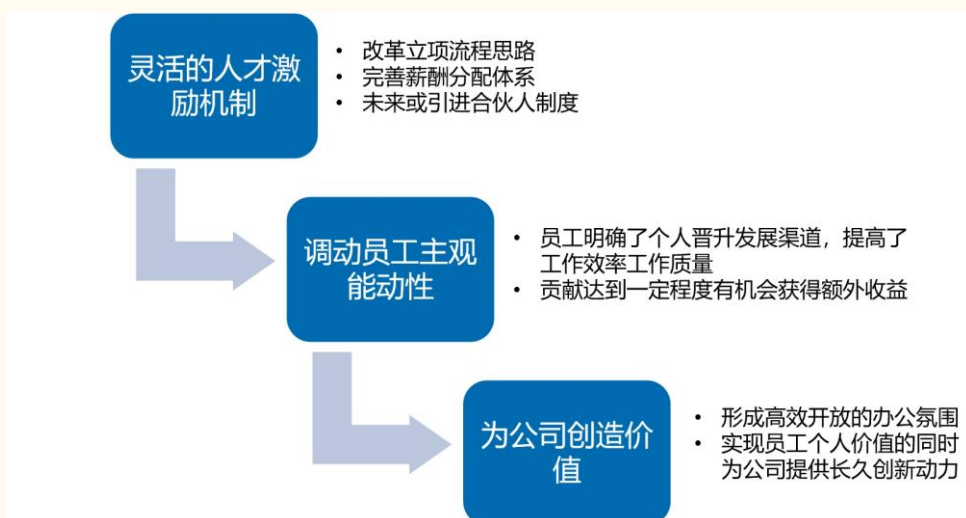
来源：公司公告，国金证券研究所

- 打破传统一贯按项目流水的僵化薪酬分配框架，以“贡献+能力”为锚，根据游戏孵化品类灵活设置团队考核标准。根据公开资料整理，在 2019 年公司便开始实行 15 薪，传统的一以贯之按项目流水分配的模式早已不适用于现在的发展阶段，而且早期僵化的分配制度会让美术团队更加注重强 IP 产品，不利于精品游戏的产出。现在公司一改以往的激励机制，按照贡献和能力来发放奖金，针对不同品类游戏的孵化，灵活调整薪酬体系设置 KPI。例如策略型的产品研发周期较长，前期爆发性可能弱于 ARPG 类游

戏，成本回收周期较长。而女性向产品的成功率相对其他品类可能较低，在孵化这类产品的过程中，公司不完全以结果为导向，而是以一定的里程碑为导向去激励团队，使他们能够有的放矢地进行创意的发挥。更加灵活的薪酬体系也提升了公司团队的整体工作动力，提升了三七美术中心的出品质量。

- **未来或引进合伙人制度，为优秀“后浪们”照亮晋升路径，人才激励提升工作积极性。**公司主动为优秀员工优化公司组织架构和人力资源体系，在公司业绩交流会上，公司领导也表示未来或引进合伙人制度，员工对于公司的贡献达到一定标准之后，即可晋升为公司内部的合伙人，对于公司孵化的项目获得的业绩，作为合伙人的员工也有机会享受额外的收益回报，从而形成积极的内部激励反馈。另外，对于想要进一步实现个人价值的研发人员，公司还设立了更加灵活的机制来满足优秀研发人员更高阶的需求。为了更好的提升优秀研发人才的工作体验，公司设有专门的内部管委会，负责与优秀的主策划进行直接的探讨交流，为他们设计更加适合的方案去实践他们的想法。此外，公司还会出资鼓励员工内部立项，帮助优秀研发人才更加专注于研发工作，同时如果员工提出设立独立工作室的想法，公司也会主动进行内部评估给出合理化建议。更加开放灵活的人才制度，造就了开放高效的办公氛围，进一步提升公司整体效率。

图表 19：公司内部市场化的人才激励机制



来源：公司公告，国金证券研究所

三、“双核+多元”精品游戏研运一体，未来有趋势介入品牌广告

3.1 未来 3-5 年立足“双核+多元”产品战略，以“MMO+SLG”为核心铺开全球流量运营蓝图

- **国内：MMORPG 传统优势品类有序迭代，从《永恒纪元》到《荣耀大天使》。**MMORPG 是三七互娱最具研发经验的品类之一，旗下极光工作室拥有多款月流水过亿的产品。公司基于前序研发经验，重点提升美术质量，先后推出《永恒纪元》（2017）、《精灵盛典》（2019）两款西方魔幻题材 ARPG，并在 11 月开启最新西方魔幻题材迭代产品《荣耀大天使》的内测。根据 TapTap 首批内测用户反馈，《荣耀大天使》评分高达 8.7，高于市场六款西方魔幻类产品的平均评分 4.32 分。《荣耀大天使》相较于《精灵盛典》，在物品的精细程度、建筑的细节反映上都具有明显优化提升。可以看到《荣耀大天使》在真实还原老版《奇迹 MU》的基础上，展现出较高的技术实力。在游戏初始界面中，《荣耀大天使》的墙壁外装和酒店地板的细节花纹设计相较于《精灵盛典》更加丰富多样，如墙壁的砖缝、酒桌的花

纹、地板的涂装等细节。此外，酒馆内的饰品也更加多样化，在保持原《奇迹》感官体验的同时增加玩家的游戏体验。

图表 20：《精灵盛典》游戏界面



来源：《精灵盛典》，国金证券研究所

图表 21：《荣耀大天使》内测画面升级界面



来源：《荣耀大天使》，国金证券研究所

图表 22：公司 ARPG 产品高品质原画



来源：游戏葡萄，国金证券研究所

- 在玩法方面，《荣耀大天使》的制作人在 TapTap 透露，该作有意打破过去市场游戏“肝氪”等缺点，提出“GM 工具”等省心玩法，进一步降低游戏门槛，吸引玩家进入游戏。随着《荣耀大天使》等西方魔幻 ARPG 玩家年龄的增长，用户越发希望能以简单的方式进行游戏体验。在画面进行迭代提升的同时，《荣耀大天使》新增的“GM 工具”和“挂机”也在一定程度上为玩家的游戏体验降低了时间和精力上的消耗。以“GM 工具”为例，运用这一工具，玩家能将游戏中一些机械而重复的操作简化，从而提升游戏体验。根据 TapTap 内测玩家反馈，“GM 工具”和“挂机模式”可以很大程度上减轻日常任务耗时，玩家因此给出大量好评。三七互娱对 MMORPG 玩家有着准确的用户画像和深厚的付费用户积累，能准确的追踪定位玩家的需求并及时在迭代产品中予以实现，这是公司长线“流量运营”实力的外部表现。“流量运营”配合公司量子投放系统，将实现更为精准的素材投放，助力公司在 MMORPG 产品运营管理迈上新台阶。

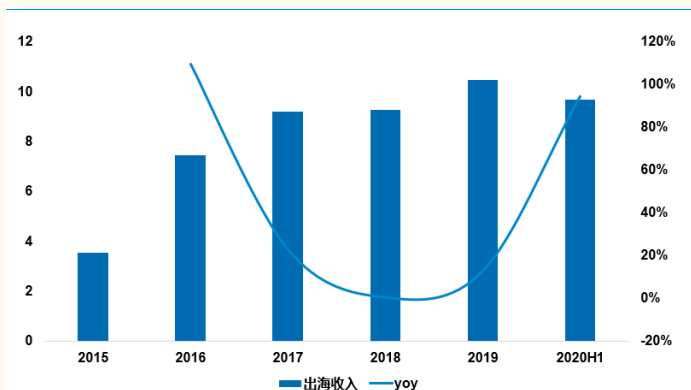
图表 23: TapTap 内测用户反馈GM 工具和挂机模式



来源: TapTap, 国金证券研究所

- **国外: 以 SLG 为核心, 助推多品类出海突破。**自 2015 年起, 公司出海业务收入实现五连增, 2019 年出海收入达 10.49 亿元, 首次突破 10 亿元大关。在历经 2017~2018 年出海收入同比增速放缓之后, 2019 年公司出海收入同比增长 13.16% 相对提速。20H1 公司实现出海收入 9.69 亿元, 同比大幅提升 94.77%。公司在东南亚、日韩等地区保持较强的产品竞争力, 出海品牌 37GMAES 覆盖世界 200 多个国家和地区。公司日本出海产品中, 《SNK 全明星》上线后夺得免费榜、畅销榜第一名; 《三国英雄们的黎明》于上市一个月内即取得日本市场广泛认可。《大天使之剑 H5》于 2019 年末越南上线后近半年长期位居畅销榜榜首。《奇迹 MU: 跨时代》于今年 2 月登陆我国港澳台市场后, 也于一个月内即登顶 IOS 畅销榜。

图表 24: 公司 2015~2020H1 出海收入 (单位: 亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 25: 公司出海产品储备情况

产品名称	类型
《叫我大掌柜》	模拟经营类
《FRZ》、《FO》	SLG 类
《代号CM》	休闲RPG 类
《代号OX》	卡牌类
《代号E》、《代号AH》	MMO 类

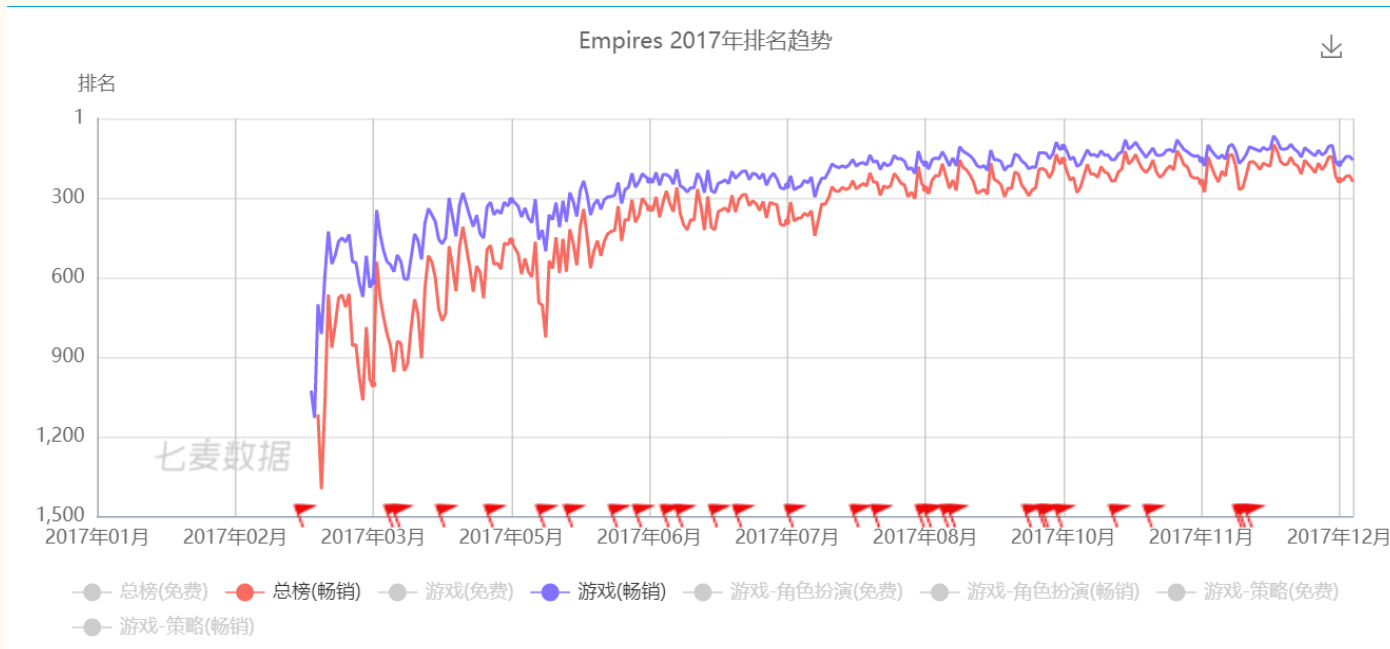
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **公司以 SLG 这一长线运营品类作为出海先锋, 先后进行多种细分题材尝试并取得成效, 近期以“三消+SLG”这一创新融合品类为出海又一新方向。**“三消+SLG”品类头部产品《Empires and Puzzles (E&P)》在欧洲中世纪王国的题材下, 以“三消”(同种颜色的弹珠三个以上成行即可消除)为基础战斗玩法, 以“三消连击增益角色技能、角色战斗胜敌获得道具收益、道具用于内城建设强化玩家战力”作为游戏内循环的核心, 将多种玩法有机融合, 形成“三消+SLG”独特的竞争力, 深受美国市场用户喜爱。《E&P》2017 年初上线后迅速蹿红, 在上线一年后即吸引到 120 万日活跃

用户，300 万月活跃用户；截至 2019 年末，上线不足三年的《E&P》总收入超过 5 亿美元，总下载量突破 4100 万次。在上线近四年的 2020Q4，《E&P》仍能保持美国畅销榜前 50~100 名的收入水平，体现 SLG 品类的长久生命力。三七互娱选择 SLG 作为出海突破赛道，也正是源于对其长线持续回报的期待。

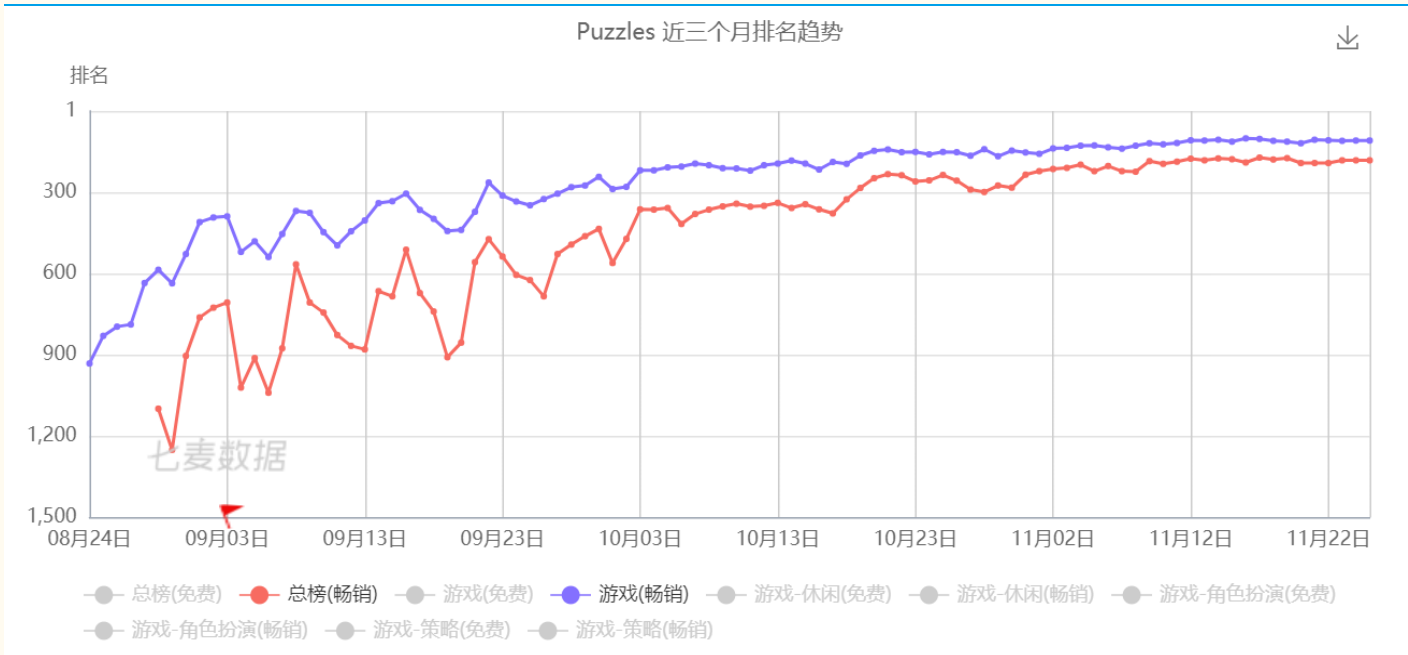
- 公司“三消+SLG”迭代产品在美国畅销榜取得佳绩，有望复制《Empires and Puzzles》的成功增长曲线。公司“三消+SLG”产品《P&C》及其迭代产品《P&S》，玩法上类似《E&P》，吸收三消品类的消除玩法和 SLG 品类的城市发展、战斗的玩法；在此基础上，公司出海“三消+SLG”在题材上选择美国用户喜爱的“末日、僵尸”题材，较此前《E&P》的中世纪欧洲题材，更加贴近美国本土用户需求，因此，公司《P&S》在美国畅销榜单排名的增长速度突破此前品类《E&P》。此前《E&P》上线后升至畅销榜前 500 名、300 名、100 名的耗时分别为 1 个月、3 个月和 9 个月，而《P&S》则拥有更快的增长速度，达到畅销榜前 500 名和 300 名分别仅用时 20 天和两个月，耗时大大缩短。截至 11 月 23 日，上线三个月的《P&S》畅销榜最高排名已达 102 名，预期《P&S》进入畅销榜前 100 名的耗时相较于《E&P》将大幅提升，有望在未来取得更好的成绩。

图表 26：《Empires and Puzzles》2017 年美国 IOS 畅销榜排名



来源：七麦数据，国金证券研究所

图表 27：三七互娱《Puzzles and Survival》近三月美国 IOS 畅销榜排名



来源：七麦数据，国金证券研究所

3.2 多元化：“SRPG+卡牌 MMO+模拟经营+女性向”全线开花，产品矩阵规模“裂变式扩张”

- 公司的研发布局以“MMO+SLG”为核心，多元化“SRPG、卡牌 MMO、模拟经营、女性向”全面扩张。三七互娱多品类研发布局，经过近两年的积累，预计在 2021 年崭露头角。目前公司近半数的在研产品已跳出传统 MMORPG 品类，如：（1）预期 2021 年上半年上线，美术品质达到公司最高水平的卡牌 RPG《斗罗大陆 3D》，（2）多文明题材的卡牌游戏，（3）和市场玩法有较大创新变革的轻度 SLG 产品，（4）面向全球市场的美漫风格 FPS，（5）专注成长体验的女性向模拟经营产品。

图表 28：公司面向全球市场的 FPS 产品原画



来源：游戏葡萄，国金证券研究所

- 公司拓品类布局已久，三步打破新品类探索耗时久的缺陷。新游戏品类的探索拓展需要时间的积累，自立项、内测到上线往往历时一年以上，较传统 MMORPG 产品变现速度相对较慢，而三七互娱的多品类突破具备三大亮点：（1）布局早，多数新生品类早在 2019 年甚至更早就已经成立项目组或落地在研，在传统优势品类保持良好发展态势的同时，仍然坚定

突破品类关；(2) 布局范围广，SRPG、女性向、模拟经营等多个风格迥异的品类均有所涉及；(3) 布局形式多样，外部投资工作室与内部项目孵化相结合，提升突破速度。预期公司布局的多款扩品类产品有望在 2021 年正式落地为公司带来利润增长空间。

图表 29：公司国内产品储备

产品名称	类型	自研/代理
《代号NB》		自研
《代号DL》		自研
《代号修仙》		自研
《王牌高校》	卡牌	代理
《代号JZ》、《代号XN》	仙侠	代理
《代号RS》	模拟经营	代理
《代号GC》	MMORPG	代理
《一千克拉女王》	女性向	代理

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 《叫我大掌柜》TapTap 凭借用户口碑出圈，品牌广告打开未来想象空间

- 《叫我大掌柜》TapTap 口碑优异，“水墨画风题材+社交商会玩法”打破三七传统优势品类圈，评分达 7.8。《叫我大掌柜》的模拟经营玩法和水墨画风符合公司当前面向年轻向用户的突破目标，相较于公司传统优势品类具有较大差异。《叫我大掌柜》今年 9 月于台湾省上线后，历经一个月的口碑发酵迅速蹿红，现位居台服畅销榜前十名。画面题材上看，《叫我大掌柜》是一部以宋代浓厚的商贾文化为背景的模拟经营类手游，游戏以中国传统文化为核心，游戏背景和建筑均体现了浓烈的“中国风”。在游戏中玩家以“掌柜”身份，在宋代京城汴梁开展建筑建造、商业经营活动，提升自己的名望和财产，最终富甲一方。从小农经济到手工业的兴起、再到经商文化，经营的发展伴随我国数千年的历史发展，因此，《叫我大掌柜》这款模拟经营产品在中国有着众多的潜在受众。同时，“中国风”题材由《江南百景图》验证成功，《叫我大掌柜》在其基础之上，增加富有社交性的“商会”玩法，为游戏可玩性的丰富和长线运营都注入可能。

图表 30:《江南百景图》水墨风游戏界面



来源:《江南百景图》, 国金证券研究所

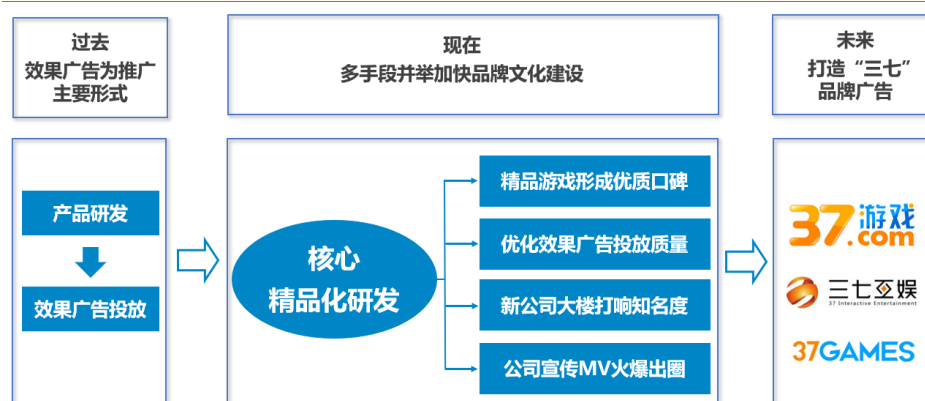
图表 31:《叫我大掌柜(台服)》中国风游戏界面



来源:《叫我大掌柜》, 国金证券研究所

- 在“精品化”战略指导下，公司未来有望由推送效果广告走向建立品牌广告。公司过往游戏推广方式以展示产品本身从而吸引用户的效果广告为主，借助于自身卓越的流量运营能力多次获得成功。在“精品化”战略指导下，公司未来将持续加大研发投入，以《叫我大掌柜》《斗罗大陆 3D》等精品口碑产品为标杆，打出“三七”口碑。同时，公司在游戏之外积极探索品牌文化建设路径，通过新建大楼、发布高度出圈的公司宣传 MV 等，进一步巩固品牌文化建设工作，未来有望介入品牌广告。

图表 32: 公司未来有望介入品牌广告



来源: 公司公告, 国金证券研究所

四、投资建议

- 预计公司在主攻的 SLG 品类和 ARPG 新题材类方面项目储备基数较大，实现单品类突破的成功率极高。我们预测公司 2020~2022 归母净利润分别为 28.00/31.40/38.82 亿元，对应 EPS 分别为 1.33/1.49/1.82 元，对应 PE 分别为 19/17/14 倍，维持“买入”评级。（因公司产品排期调整，我们预计公司 2021~2022 年归母净利润相比上期预测分别下调 13.7%/10.4%。）

五、风险提示

- 政策变动风险（游戏版号、游戏分级等）；出海市场竞争加剧；新游戏上线不及预期；限售股解禁风险。

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	16,335	17,999	22,179
增长率		23.3%	73.3%	23.5%	10.2%	23.2%
主营业务成本	-1,948	-1,811	-1,776	-2,139	-2,321	-2,816
%销售收入	31.5%	23.7%	13.4%	13.1%	12.9%	12.7%
毛利	4,241	5,821	11,451	14,196	15,678	19,363
%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	-57	-63	-78
%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	-9,417	-10,151	-12,265
%销售收入	30.8%	43.9%	58.5%	57.7%	56.4%	55.3%
管理费用	-777	-246	-222	-229	-243	-288
%销售收入	12.5%	3.2%	1.7%	1.4%	1.4%	1.3%
研发费用	0	-538	-820	-1,192	-1,548	-2,191
%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	3,300	3,672	4,541
%销售收入	24.7%	21.7%	19.8%	20.2%	20.4%	20.5%
财务费用	-29	-17	15	17	-34	-50
%销售收入	0.5%	0.2%	-0.1%	-0.1%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-351	-1,049	-74	-36	36	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%	3.3%	3.5%	3.4%
营业利润	1,518	770	2,672	3,543	3,989	4,868
营业利润率	24.5%	10.1%	20.2%	21.7%	22.2%	21.9%
营业外收支	399	449	24	24	24	24
税前利润	1,917	1,219	2,696	3,567	4,013	4,892
利润率	31.0%	16.0%	20.4%	21.8%	22.3%	22.1%
所得税	-80	-68	-279	-375	-421	-514
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	3,193	3,591	4,379
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	2,800	3,140	3,882
净利率	26.2%	13.2%	16.0%	17.1%	17.4%	17.5%

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	3,193	3,591	4,379
少数股东损益	216	143	302	393	452	497
非现金支出	511	1,167	169	244	409	592
非经营收益	-215	-82	61	-126	-149	-177
营运资金变动	-301	-282	594	99	-34	20
经营活动现金净流	1,832	1,954	3,241	3,410	3,817	4,813
资本开支	-1,010	-311	-366	-1,136	-264	-464
投资	-490	200	560	-600	-500	-500
其他	132	56	-1,238	116	139	167
投资活动现金净流	-1,368	-55	-1,043	-1,620	-624	-796
股权募资	434	20	0	4,434	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	3,941	-461	-461
现金净流量	762	-65	603	5,732	2,732	3,556

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	7,884	10,616	14,172
应收账款	1,329	2,091	1,373	1,844	2,071	2,552
存货	102	0	0	0	0	0
其他流动资产	951	558	2,830	3,049	3,136	3,294
流动资产	3,962	4,182	6,355	12,777	15,823	20,019
%总资产	43.3%	49.8%	62.6%	70.5%	73.5%	76.7%
长期投资	1,259	1,675	978	1,578	2,078	2,578
固定资产	343	36	844	1,738	1,534	1,387
%总资产	3.7%	0.4%	8.3%	9.6%	7.1%	5.3%
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	5,344	5,691	6,089
%总资产	56.7%	50.2%	37.4%	29.5%	26.5%	23.3%
资产总计	9,160	8,396	10,145	18,121	21,514	26,108
短期借款	400	399	31	0	0	0
应付款项	804	1,191	1,860	2,558	2,715	3,174
其他流动负债	314	403	709	836	924	1,124
流动负债	1,518	1,992	2,600	3,394	3,639	4,298
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	3,644	3,889	4,548
普通股股东权益	7,017	5,973	7,029	13,820	16,516	19,954
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	7,067	9,764	13,202
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	18,121	21,514	26,108

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.754	0.475	1.001	1.326	1.487	1.838
每股净资产	3.266	2.811	3.328	6.543	7.819	9.447
每股经营现金净流	0.853	0.920	1.535	1.538	1.721	2.170
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	23.10%	16.89%	30.09%	20.26%	19.01%	19.45%
总资产收益率	17.69%	12.01%	20.84%	15.45%	14.59%	14.87%
投入资本收益率	18.26%	23.02%	31.07%	20.06%	18.39%	18.63%
增长率						
主营业务收入增长率	17.93%	23.33%	73.30%	23.49%	10.19%	23.23%
EBIT增长率	32.49%	8.37%	58.43%	25.70%	11.27%	23.64%
净利润增长率	51.43%	-37.77%	109.69%	32.40%	12.14%	23.63%
总资产增长率	43.44%	-8.34%	20.84%	78.62%	18.72%	21.35%
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	0.0	0.0	0.0	0.0
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	27.0	25.7	22.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.57%	-13.96%	-53.67%	-66.85%	-70.41%	-74.05%
EBIT利息保障倍数	53.6	96.9	-176.2	-199.4	108.5	91.2
资产负债率	20.45%	27.18%	28.11%	20.11%	18.08%	17.42%

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	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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
2	2020-05-10	买入	37.96	47.35~47.35
3	2020-07-07	买入	44.61	N/A
4	2020-08-19	买入	43.62	N/A
5	2020-09-01	买入	45.59	N/A
6	2020-10-19	买入	35.58	N/A

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