



买入(首次)

所属行业: 传媒/互联网传媒
当前价格(元): 22.85

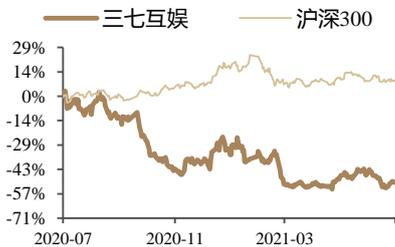
证券分析师

花小伟
资格编号: S0120521020001
邮箱: huaxw@tebon.com.cn

联系人

崔世峰
邮箱: cuisf@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.27	-3.79	2.93
相对涨幅(%)	-8.49	-2.65	2.41

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

三七互娱(002555.SZ): 优势品类地位稳固, 多元化与国际化成果进入释放期

投资要点

- **三七互娱: 流量运营王者, 三次转型奠定行业领先地位。**三七互娱成立于2011年, 初期主要从事页游运营业务并迅速达到行业前列, 公司首次转型精准把握行业精品化趋势切入页游研发, 成功推出《大天使之剑》等头部产品。此后从已有丰富经验的发行业务切入快速发展的手游行业同时深耕研发, 进行页游-手游转型, 2016年自研爆款产品《永恒纪元》上线, 公司第二次转型再获成功。至2018-2019年, 公司把握流量渠道变化, 逆势扩张, 进行第三次转型, 形成了行业领先流量运营模式。三次转型奠定公司行业地位, 2020年手游国内市占率达行业第三名。
- **核心 ARPG 品类地位稳固, 形成依据 IP 快速迭代产品能力, 20 年品类领先优势延续。**公司2019年 ARPG 品类市场份额大幅提升, 市场占有率提升主要依赖于领先流量运营模式形成的高产品盈利能力, 而商业模式形成的优势难以复制, 公司20年在 ARPG 品类中优势得以延续, 产品仍占据市场头部地位, 另一方面公司于 ARPG 品类中积累的经验可充分支持公司基于 IP 快速迭代 ARPG 产品, 从而推动公司 ARPG 品类从传奇&奇迹基本盘向更多元的风格突破, 扩大受众群体, 巩固公司于该品类中领先地位, 如《斗罗大陆 H5》等产品均取得优秀表现。
- **“双核+多元”产品战略、“国际化”市场战略成果斐然, 品类拓宽与区域扩张将打开公司长期发展天花板。**公司于20年正式提出 MMORPG+SLG 双核, 卡牌、模拟经营等多元品类的产品战略。有赖于持续升级的研发实力与多年积累的数值型玩法游戏的研发发行经验, 公司产品类多元化突破成果斐然, 模拟经营产品《江山美人》上线近三年, 仍维持在日本地区畅销榜前列, SLG 产品《P&S》上线近一年, 流水持续攀升, 多国位列畅销榜前列, 其余创新品类均有优秀成果展现。**国际化方面,**公司因地制宜、主推长周期产品、复用成熟流量运营模式的打法成果显著, 20年收入同比增长超100%, 海外市场有望长线贡献稳定流水。而 ARPG 外多元品类的突破与国际市场的拓展, 将打开公司长期发展天花板。
- **Q3 公司有望进入多元品类新品验证、利润持续释放期。**7月22日《斗罗大陆: 魂师对决》公测, 伴随更多多元品类新品陆续上线, 公司研发升级、品类拓展成果有望进一步验证。另一方面, 公司当前游戏下载量随营销力度降低而下滑, 收入保持高速增长, 预计 Q3 将延续 Q2 利润释放趋势, 公司将进入利润持续释放期。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 21-23 年实现营收 177.9/215.2/249.6 亿元, 实现归母净利润 28.8/36.2/42.5 亿元, 对应当前股价 PE 为 18/14/12X, 公司优势品类地位稳固, 多元产品储备丰富, 出海有望维持高速增长, Q3 将进入产品验证、利润持续释放期, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产品上线延期, 新品表现不及预期, 行业监管政策趋严

股票数据

总股本(百万股):	2,217.86
流通 A 股(百万股):	1,469.62
52 周内股价区间(元):	21.01-47.53
总市值(百万元):	50,678.20
总资产(百万元):	13,646.62
每股净资产(元):	4.09

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,227	14,400	17,788	21,523	24,964
(+/-)YOY(%)	73.3%	8.9%	23.5%	21.0%	16.0%
净利润(百万元)	2,115	2,761	2,879	3,622	4,248
(+/-)YOY(%)	109.7%	30.6%	4.3%	25.8%	17.3%
全面摊薄 EPS(元)	1.00	1.31	1.30	1.63	1.92
毛利率(%)	86.6%	87.8%	87.6%	87.2%	88.6%
净资产收益率(%)	30.1%	45.7%	37.0%	36.7%	34.5%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 精准把握行业变革，手游时代保持领先地位	6
1.1. 发展历程：多轮转型奠定页游王者手游时代行业头部地位	6
1.2. 管理团队稳定，股权关系绑定上市公司	7
1.3. 业务发展稳健，盈利质量高	8
2. 优势品类地位稳固，成为利润基本盘	10
2.1. ARPG 品类 2020 年延续领先优势	10
2.2. 三七互娱如何取得了 ARPG 市场主导权？	12
2.3. ARPG 品类形成基于 IP 迅速迭代产品能力，有望长期保持竞争力	15
3. “双核+多元”，品类突破与年轻化研发升级持续验证	16
3.1. “双核”：SLG 品类进展超预期，《P&S》流水持续走高	17
3.2. “多元”：依托优势率先突破卡牌、模拟经营等数值品类	18
3.3. 研发升级：持续支撑基本盘稳定、品类拓展与年轻化渗透	21
4. 从 ARPG 到长周期创新品类，海外市场有望持续高增长	23
4.1. 中国厂商出海市场空间广阔，长期渗透率有望达 40%	23
4.2. 出海打法：因地制宜、主推长周期产品、复用成熟流量运营模式	24
5. 21Q3 公司有望进入新品上线验证与利润持续释放期	27
6. 盈利预测与投资评级	30
7. 风险提示	31

图表目录

图 1: 2014Q4 中国网页游戏研发商市场份额分布	6
图 2: 2015Q2 中国网页游戏研发商市场份额分布	6
图 3: 截至 2020 年三七互娱旗下月流水破亿游戏	7
图 4: 三七互娱股权结构 (截至 2021 年 7 月 8 日)	8
图 5: 2014-2020 三七互娱营业收入与增速	9
图 6: 2014-2020 三七互娱归母净利润与增速	9
图 7: 2015-2020 三七互娱收入结构	9
图 8: 2015-2020 三七互娱手游业务营收	9
图 9: 2015-2020 公司整体以及页游、手游业务销售毛利率	9
图 10: 2015-2020 公司归母净利率	9
图 11: 2015-2020 年三七互娱归母净利润与自由现金流	10
图 12: 2020 年国内 iOS 端各类型游戏下载量 (万次)	10
图 13: 2016Q1-2021Q1 国内 iOS 端 RPG 品类游戏收入	10
图 14: 公司页转手产品《传奇霸业》	11
图 15: 公司页转手产品《大天使之剑 H5》	11
图 16: 2016-2020 国产游戏版号下发数量 (个)	12
图 17: 腾讯《奇迹: 觉醒》	13
图 18: 量子系统买量流程	14
图 19: 量子与天机系统配合进行买量与游戏运营	14
图 20: 三七互娱商业模式的飞轮效应	15
图 21: 《一刀传世》与竞品游戏月度 RPD 指标对比 (美元)	15
图 22: 《斗罗大陆》游戏玩法、设计等与《一刀传世》较接近	16
图 23: 三七互娱 ARPG 产品 2019-2025 年流水	16
图 24: 2019 年公司卡牌产品《拳魂觉醒》	17
图 25: 2018 年公司模拟经营产品《江山美人》	17
图 26: 三七互娱“三消+SLG”产品《P&S》	17
图 27: 《P&S》日本地区买量素材	18
图 28: 《P&S》2020M8-2021M6 全球 iOS 与 Google 商店流水趋势, 以 2020M8 为基数 100	18
图 29: 三七互娱卡牌产品《斗罗大陆: 武魂觉醒》	19
图 30: 《斗罗大陆: 武魂觉醒》iOS 游戏畅销榜排名	19
图 31: 《江山美人》日本地区 Google 商店与 iOS 畅销榜排名趋势	20

图 32: 三七互娱模拟经营产品《叫我大掌柜》	20
图 33: 《叫我大掌柜》台湾 iOS 游戏畅销榜排名	20
图 34: 三七互娱放置品类产品《云端问仙》	20
图 35: 三七互娱女性向产品《一千克拉女王》	20
图 36: 三七互娱研发人员数量与占比	21
图 37: 《荣耀大天使》游戏画面、玩法相比此前 ARPG 产品有较大升级	22
图 38: 《荣耀大天使》与《屠龙破晓》 RPD	22
图 39: 三七互娱《斗罗大陆: 魂师对决》画面年轻化升级效果明显	22
图 40: 2015-2020 年中国游戏出海收入与增速	23
图 41: 2015-2020 年海外移动游戏市场规模与中国游戏出海渗透率	24
图 42: 三七互娱海外 iOS&Google 厂商收入趋势与产品构成	25
图 43: 《永恒纪元》日本地区设计带有战国特色的时装	25
图 44: 《江山美人》2018M6-2021M6 国内 iOS 端流水变化趋势, 以 2018M6 为基数 100	26
图 45: 2015-2020 年三七互娱海外市场收入与增速	26
图 46: 长周期产品+买量商业模式与短周期产品+买量商业模式对比	27
图 47: 《斗罗大陆: 魂师对决》游戏画面	28
图 48: 三七互娱 2018Q1-2021Q1 营收、营业利润、销售费用变化	29
图 49: 三七互娱 2016Q1-2021Q2 厂商收入与下载量变化趋势, 以 2016Q1 为基数 100	29
图 50: 三七互娱 2019Q1-2021Q2 归母净利润	30
表 1: 中国网页游戏运营平台竞争格局	6
表 2: 公司管理层团队职责与背景	7
表 3: 公司通过收购、转让股份等多元方式绑定管理层	8
表 4: 2016-2020 年 iOS 端收入 TOP250 RPG 产品中三七互娱 ARPG 产品与于 ARPG 品 类中排名	11
表 5: 2016-2020 年 iOS 端收入 TOP250 RPG 产品中三七互娱产品占比	11
表 6: 2019-2020 iOS 端收入 TOP5 ARPG 产品	12
表 7: 三七互娱国内产品储备	23
表 8: 中国出海游戏海外目标市场份额测算	24
表 9: 三七互娱海外产品储备	27
表 10: 公司未来三年主营业务收入与毛利率预测	30
表 11: 公司未来三年核心假设表	31

表 12: 三七互娱可比公司估值 (截至 2021 年 7 月 19 日)31

1. 精准把握行业变革，手游时代保持领先地位

1.1. 发展历程：多轮转型奠定页游王者手游时代行业头部地位

三七互娱成立 10 年以来，精准把握行业多次变革，经历三轮转型，从零开始成就页游时代王者，并于手游时代保持行业领先地位：

第一次转型：推进页游精品化，由运营平台转型页游研运一体。三七互娱（37 玩）成立于 2011 年，2012 年初公司开始从事网页游戏平台运营业务，37 玩作为从零开始的平台在起步初期采用了联运而非独代的方式获取产品逐渐打开市场，公司受益于页游行业高速发展与管理层精细运营，37 玩在两年时间内即发展成为行业第二页游平台。根据易观数据，公司 2012 年初开展页游发行业务后，市占率不断提升，于 2014Q2 即达到行业第二，市占率 11.3%，仅次于腾讯。

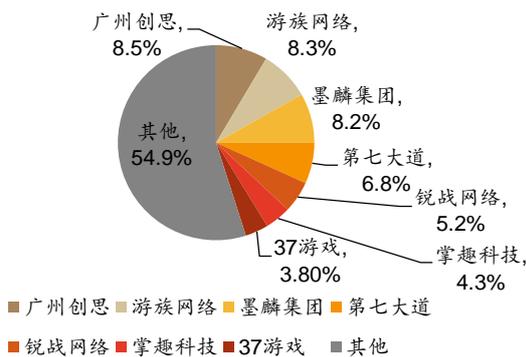
表 1：中国网页游戏运营平台竞争格局

	2012Q3	2013Q1	2013Q3	2014Q2	2014Q4
1	腾讯游戏 (16%)	腾讯游戏 (18.1%)	腾讯游戏 (29.3%)	腾讯游戏 (35.7%)	腾讯游戏 (34.7%)
2	4399 (8%)	趣游 (10.3%)	360 游戏 (9.4%)	37 玩 (11.3%)	37 玩 (13.3%)
3	趣游 (8%)	4399 (9.3%)	37 玩 (8.6%)	360 游戏 (9.6%)	360 游戏 (9.6%)
4	37 玩 (7%)	360 游戏 (8.7%)	4399 (7.6%)	4399 (7.6%)	百度游戏 (5.8%)
5	360 游戏 (7%)	37 玩 (8.2%)	YY 游戏 (5.3%)	百度游戏 (6.2%)	9377 (5.1%)

资料来源：易观数据，德邦研究所

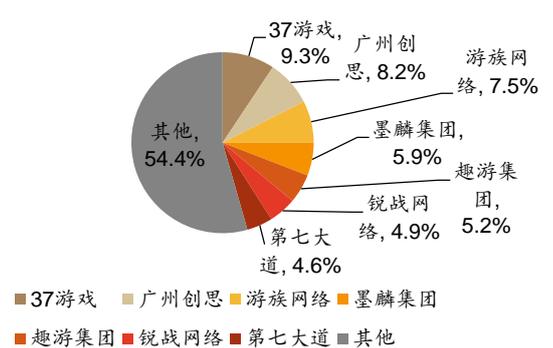
转型研发，两年达页游研发商市占率第一。页游发行类似手游渠道，掌握流量的平台如腾讯、360、百度等在竞争中处于优势地位，行业红利期后将逐步走向集中，公司把握该变化趋势后，自 2013 年开始组建研发团队，一方面通过自研产品获取更大利润空间（无需分成），另一方面独占优质产品也可提升自有页游平台的竞争力。公司 2014 年推出首款自研产品《大天使之剑》，上线 60 天总流水超 3.2 亿元，一举打破多项纪录，此后公司亦成功推出《传奇霸业》，至 2015Q2 转型研发仅两年时间，公司研发商市占率已达 9.3%，行业第一。

图 1：2014Q4 中国网页游戏研发商市场份额分布



资料来源：易观数据，德邦研究所

图 2：2015Q2 中国网页游戏研发商市场份额分布



资料来源：易观数据，德邦研究所

第二次转型：坚定转型手游，依托页游研发经验，首款自研产品即大获成功。2013 年手游行业规模首破百亿，行业进入快速发展期，公司从传统优势发行业务起步切入手游行业，截至 2013 年底已代理发行手游 22 款。此外，公司建立 37 手游切入手游研发，并于 2016 年推出首款自研手游《永恒纪元》，上线 30 天流水破亿，成为爆款，为研运一体战略打下坚实基础。此后公司通过收购墨鹍科技和智铭网络进一步补强手游研发实力，陆续推出《大天使之剑 H5》等爆款页转手产品。根据艾瑞咨询，公司 2017 年手游市场市占率 5.2%，已达行业第三，仅次于腾讯、网易。

图 3：截至 2020 年三七互娱旗下月流水破亿游戏



资料来源：公司公告，德邦研究所

第三次转型：把握流量渠道变化，逆势扩张，页游时期发行能力积累复用于手游时代。2018 年短视频平台崛起，公司发掘短视频平台流量成长趋势与短视频广告转化效率高的特点，开始进行手游短视频买量发行，并建立了“量子”、“天机”等系统，在 2018-2019 版号停发期间实现了逆势扩张。公司成功推进流量运营打法有赖于页游时期发行页游产品的经验积累，公司页游时代即建立了系统性很强的数据分析与推广渠道体系，拿下了中国近 70% 的网络优势资源，2015 年公司也与芒果达成战略合作，在芒果自有平台进行互联网广告投放。

1.2. 管理团队稳定，股权关系绑定上市公司

稳定且经验丰富的管理层与一以贯之的“马拉松精神”，是公司持续成长、长久经营的动力来源。公司 10 年间持续精准把握时代浪潮，并成功进行转型有赖于稳定且一直战斗在一线的公司管理层。三七互娱三位联合创始人李逸飞、曾开天、胡宇航，10 年来一直在公司经营一线，且每位都在企业管理、游戏发行、研发等领域充分发挥个人优势。此外三七互娱贯彻“马拉松精神”，核心管理团队，到普通员工都十分热衷于马拉松运动，马拉松文化是引领公司团队发展的核心文化，而管理团队更秉承“用跑马拉松的精神做企业”的理念，在经营管理中，不仅仅看短期回报，更看重长远效应，以长期视野运营企业，推动三七互娱长期成长。

表 2：公司管理层团队职责与背景

姓名	职位	业务职责	背景
李卫伟	创始人、董事长	公司战略与管理	毕业于四川大学，曾负责新浪 SP 移动增值服务运营，后担任新浪无线产品中心总监，负责运营“新浪交友”等项目
曾开天	联合创始人、副董事长	公司海外发行业务拓展	毕业于兰州大学，曾担任上海李奥贝纳广告有限公司广州分公司媒介总监，于 2001 年-2009 年担任广东鸿联九五信息产业有限公司广州分公司副总经理
胡宇航	联合创始人、三七游戏总裁	负责三七互娱研发品牌三七游戏的战略规划和日常管理	毕业于兰州大学，是业内资深的游戏研发管理专家，具有丰富的游戏研发和项目管理经验，曾主导研发《大天使之剑》等多款爆款产品
杨军	党委书记、集团高级副总裁	负责三七互娱多元发展	毕业于暨南大学，通过资源调配，资本整合，投资融资等多重方法，布局影视、音乐、动漫、VR 等文娱领域，使得三七互娱发展多元化。
徐志高	集团高级副总裁、37 手游总裁	分管 37 手游	毕业于中山大学，拥有十多年移动互联网经验，先后创办数家互联网企业，2012 年进入移动游戏行业。2013 年底加入三七互娱，担任 37 手游总裁，成功带领 37 手游跃居国内一线发行商前列
朱怀敏	集团副总裁、技术中心总经理	公司技术	曾任职新浪技术专家，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
曹伟	37 网游总裁	分管 37 网游	拥有十余年的互联网从业经验，是业内资深的运营专家，帮助 37 网游成功发行多款游戏产品并成为业内先进的游戏平台。

资料来源：三七互娱官网，德邦研究所

核心管理层股权关系绑定上市公司，增强管理层稳定性，助力长期发展战略落地。公司积极通过收购，员工持股计划等方式将发行条线、研发条线核心管理层股权关系绑定上市公司，公司管理层核心利益与上市公司不断成长的目标一致。

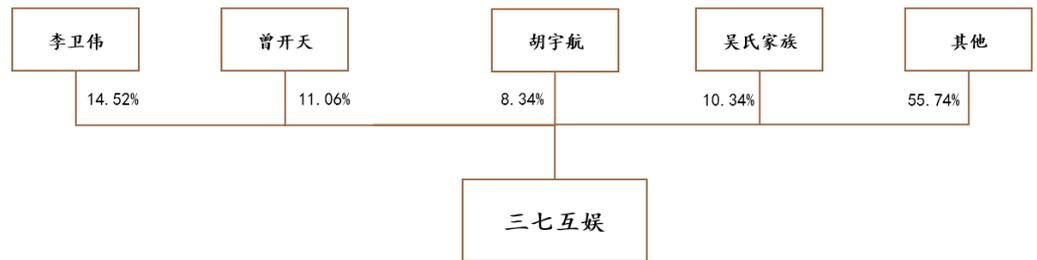
表 3: 公司通过收购、转让股份等多元方式绑定管理层

事件	时间	具体要求及安排	影响
收购极光网络剩余 20% 股权	2017.09	以 14 亿元现金收购 20% 股份，胡宇航获得交易对价 6 个月内以 50% 将核心研发人员、管理人员胡宇航与三七互娱利益绑定	交易对价购买三七互娱流通股，且 12 个月内不得出售。
向胡宇航转让股份	2019.11、2020.12	2019 年开始以 21.77 元/股受让 0.64 亿股 (占总股本 3%)，2020 年 12 月以 25.68 元/股受让 0.42 亿股。	使胡宇航持股超 5%，实现胡宇航与上市公司长期发展战略之间的深度绑定
收购广州三七剩余 20% 股权	2020.12	以 28.8 亿元间接收购发行子公司广州三七网络剩余 20% 股权，约定促成广州三七网络核心管理层徐志高、贺鸿、刘军等核心高管交易完成后 48 个月内仍需在广州三七成为三七互娱长期股东，有助网络任职，且需以不低于 11.52 亿元人民币的资金购买公司流通股。于公司长期发展战略的落地	以 2235 万股已回购股份激励员工，锁定期 1-3 年，业绩要求 2019 年不低于 15 亿，2019-2020 年累计不低于 32 亿元，2019-2021 年累计长期激励员工，驱动公司稳定成长
推出员工持股计划	2019.07	不低于 52 亿元，持股计划参加员工不超 400 人，包含董监高等核心管理层。	

资料来源：公司公告，德邦研究所

截至 2021 年 7 月 8 日，公司三大创始人均持有公司超 5% 股份，其中李卫伟持股 14.52%，曾开天持股 11.06%，胡宇航持股 8.34%，吴氏家族持股 10.34%，整体上三七互娱股权结构稳定，高管利益与公司高度一致。

图 4: 三七互娱股权结构 (截至 2021 年 7 月 8 日)

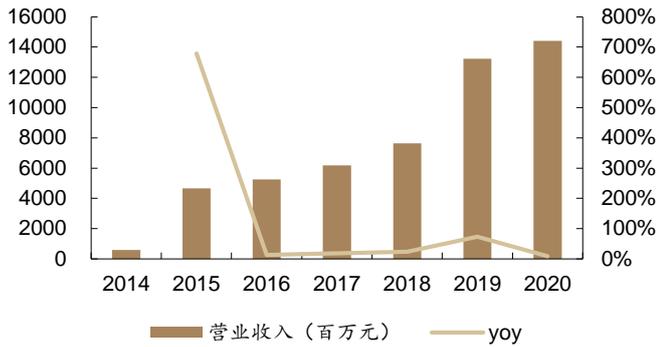


资料来源：Wind，德邦研究所

1.3. 业务发展稳健，盈利质量高

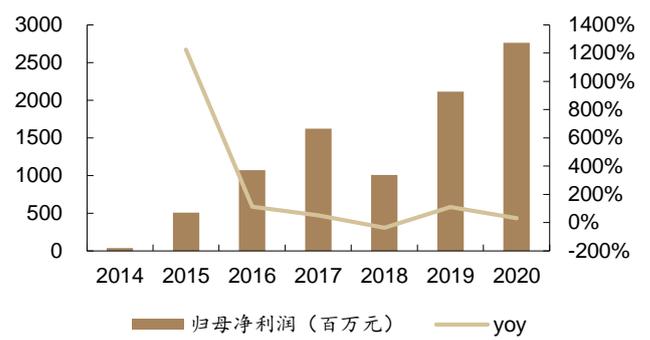
公司自 2014 年 12 月正式并表 37 玩后收入快速增长，2015 年实现营收 46.57 亿元，同比增长 678% (2014 年仅并表 12 月)，此后公司营收稳步增长，2016-2020 年分别实现营收 52.48/61.89/76.33/132.27/144.00 亿元，分别同比增长 13%/18%/23%/73%/9%。2016-2020 年，公司分别实现归母净利润 10.7/16.21/10.09/21.15/27.61 亿元，分别同比增长 111%/51%/-38%/110%/31%，2019 年随着手游业务快速发展，自研产品占比提升且剥离低毛利的汽车零部件业务，公司归母净利润同比大幅增长。

图 5：2014-2020 三七互娱营业收入与增速



资料来源：Wind，德邦研究所

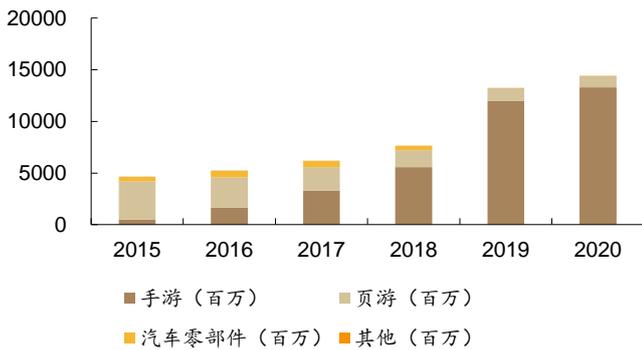
图 6：2014-2020 三七互娱归母净利润与增速



资料来源：Wind，德邦研究所

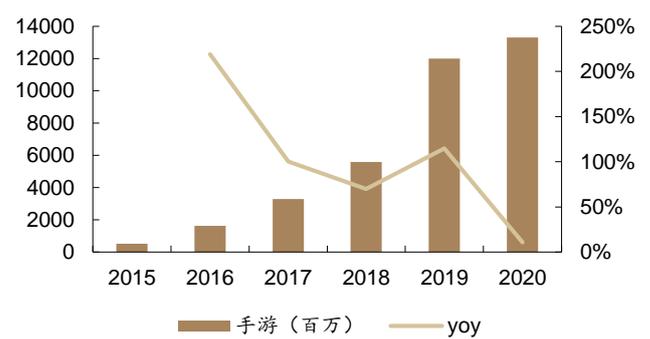
收入结构上，手游业务发展迅速，页游占比逐渐下降。公司自 2013 年手游行业爆发，逐渐将经营重心转移至手游，页游收入随着行业规模逐渐下降而不断下滑。公司手游业务收入增长迅速，2016 年公司推出首款自研手游《永恒纪元》推动收入同比增长 219% 达 16.39 亿元，2017-2020 年公司手游业务分别实现营收 32.84/55.82/119.89/132.96 亿元，分别同比增长 100%/70%/115%/11%。其中 2019 年收入增速创新高，主要系公司自研产品大量上线且开始更大规模的买量投入。

图 7：2015-2020 三七互娱收入结构



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：2015-2020 三七互娱手游业务营收



资料来源：Wind，德邦研究所

公司整体销售毛利率随着手游业务保持稳健增长，净利率由于流量运营模式、业务结构变化产生一定波动。毛利率方面，页游业务毛利率基本保持稳定，手游业务随着公司流量运营模式成熟（买量获取的用户充值无需分成）毛利率逐步走高，且自研占比提升也有效提升毛利率（无需向外部 CP 分成）。净利率方面，公司由于流量运营模式受流量成本变化，且受 2018 年剥离汽车零部件业务影响，净利率水平有一定波动。

图 9：2015-2020 公司整体以及页游、手游业务销售毛利率

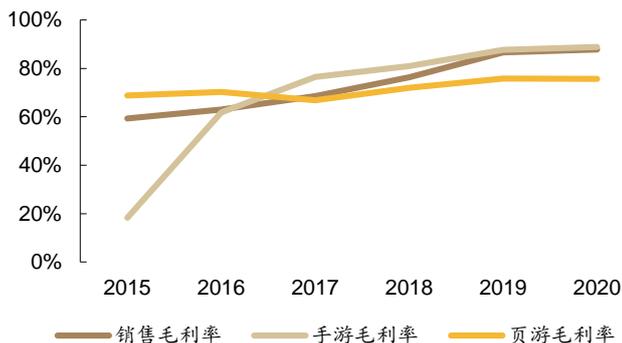


图 10：2015-2020 公司归母净利润率

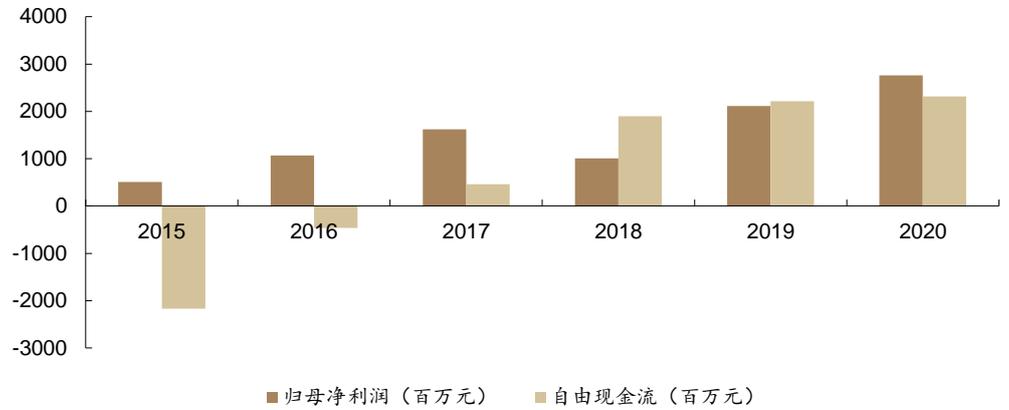


资料来源: Wind, 德邦研究所

资料来源: Wind, 德邦研究所

公司现金流良好, 自由现金流与归母净利润保持同步增长趋势, 体现良好盈利质量。

图 11: 2015-2020 年三七互娱归母净利润与自由现金流



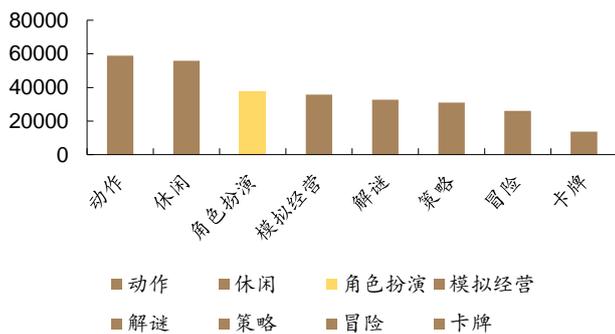
资料来源: Wind, 德邦研究所

2. 优势品类地位稳固, 成为利润基本盘

2.1. ARPG 品类 2020 年延续领先优势

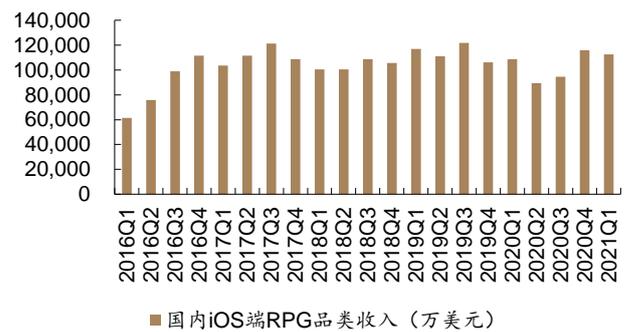
RPG 类游戏即角色扮演游戏, 是游戏类型的一种。在游戏中, 玩家负责扮演这个角色在一个写实或虚构世界中活动。RPG 作为重点游戏品类的一种, 2020 年 iOS 端下载量于各品类中排名第三, 从品类 iOS 端季度收入看, RPG 品类已较为成熟, 近年来收入在一定范围内波动。

图 12: 2020 年国内 iOS 端各类型游戏下载量 (万次)



资料来源: Sensor Tower, 德邦研究所

图 13: 2016Q1-2021Q1 国内 iOS 端 RPG 品类游戏收入



资料来源: Sensor Tower, 德邦研究所

三七互娱依托页游时期研发经验, 手游时代通过页转手发力已有深厚积累的 ARPG 品类, 2016 年公司推出首款自研手游《永恒纪元》, 2017 年推出自研页转手产品《大天使之剑 H5》, 后续亦推出有《传奇霸业》、《一刀传世》等优质产品, 整体上公司在手游时代迅速依靠页游时期的玩法、数据、运营经营积累, 成长为手游 ARPG 品类重要竞争者。

图 14: 公司页转手产品《传奇霸业》



资料来源:《传奇霸业》, 德邦研究所

图 15: 公司页转手产品《大天使之剑 H5》



资料来源:《大天使之剑 H5》, 德邦研究所

我们对 2016-2020 年 iOS 端收入 TOP250 的 RPG 产品进行统计, 结果显示其中分别有 15/22/15/21/24 款 ARPG 产品, 将该品类结构拆分来看, 三七互娱产品分别占有 1/2/3/7/4 款。除 2020 年因产品周期新 ARPG 产品上线较少外, 2016-2019 年公司在该品类中数量逐渐提高。另一方面, 从公司产品于同品类产品中收入排名看, 公司除 2016 年由于产品上线较晚排名受影响, 2018 年面临产品周期外, 基本牢牢把握头部市场。

表 4: 2016-2020 年 iOS 端收入 TOP250 RPG 产品中三七互娱 ARPG 产品与于 ARPG 品类中排名

2016		2017		2018		2019		2020	
产品	排名(上线时间)	产品	排名(上线时间)	产品	排名(上线时间)	产品	排名(上线时间)	产品	排名(上线时间)
《永恒纪元》	3 (2016.11)	《永恒纪元》	1 (2016.11)	《大天使之剑 H5》	3 (2017.09)	《一刀传世》	1 (2018.12)	《一刀传世》	1 (2018.12)
		《大天使之剑 H5》	2 (2017.09)	《永恒纪元》	4 (2016.11)	《精灵盛典》	2 (2019.06)	《精灵盛典》	2 (2019.06)
				《传奇霸业》	6 (2017.12)	《大天使之剑 H5》	6 (2017.09)	《大天使之剑 H5》	7 (2017.09)
						《永恒纪元》	8 (2016.11)	《永恒纪元》	14 (2016.11)
						《王城英雄》	13 (2019.07)		
						《屠龙破晓》	14 (2018.07)		
						《传奇霸业》	15 (2017.12)		

资料来源: Sensor Tower, 德邦研究所

从产品下载量与收入占比看, 三七互娱 ARPG 产品在同品类中表现强势, 尤其是 2019 年公司产品表现出色, 伴随多款重点产品上线公司在 ARPG 品类中按收入计算市占率达 71.3%, 下载量占比达 60.8%。

表 5: 2016-2020 年 iOS 端收入 TOP250 RPG 产品中三七互娱产品占比

年份	三七产品数量占比	三七产品下载量占比(%)	三七产品收入占比(%)
2016	1/15	16.90%	17.80%
2017	2/22	32.20%	43.20%
2018	3/15	13.30%	22.10%
2019	7/21	60.80%	71.30%
2020	4/24	32.27%	38.83%

资料来源: Sensor Tower, 德邦研究所

16-20 年整体看, 三七互娱市占率随产品上线产生了周期波动现象, 2018 年由于未有新产品上线公司市占率下降至 22.1%, 20 年三七互娱 iOS 端 TOP250 ARPG 产品数量下滑同样系产品周期, 老产品随时间流水自然下滑让出了部分市场份额, 但与 18 年不同的是, 20 年三七互娱让出的部分市场规模并未由其他厂商进一步获取, 20 年市场收入规模较大的 TOP5 产品与 19 年基本保持一致。那么前述问题转化为 19-20 年为何三七互娱成功主导了市场, 并使得 20 年当公司面临产品周期时并没有如 18 年有新的厂商能夺得市场主导权?

表 6: 2019-2020 iOS 端收入 TOP5 ARPG 产品

2019		2020	
产品	排名	产品	排名
《一刀传世》	1	《一刀传世》	1
《精灵盛典》	2	《精灵盛典》	2
《奇迹：觉醒》	3	《奇迹：觉醒》	3
《蓝月传奇》	4	《天使纪元》	4
《天使纪元》	5	《龙城传奇》	5

资料来源：Sensor Tower，德邦研究所

2.2. 三七互娱如何取得了 ARPG 市场主导权？

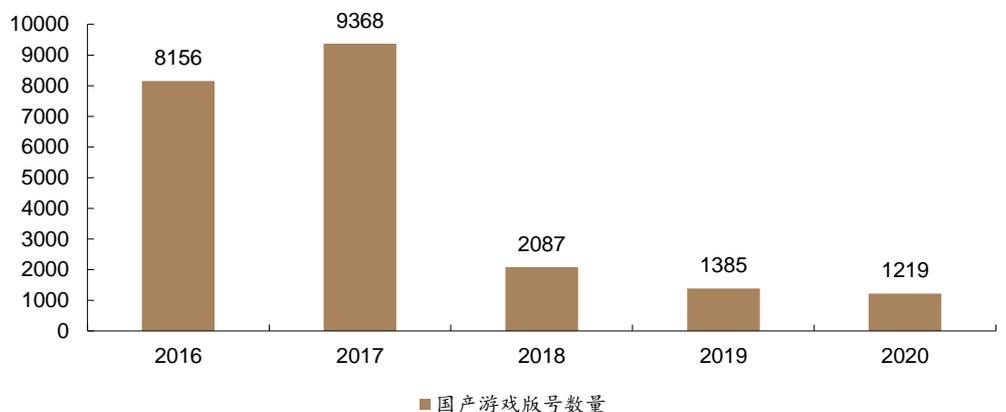
三七互娱从 2019 年市占率达 71.3% 到 2020 年市占率下降而其他厂商并未能如 18 年抢占市场前列，我们认为有两方面影响因素，而核心在于公司 2019 年建立起的竞争优势是基于系统化买量的商业体系优势，而 2017 年更多依托的是页游头部产品转手游的产品优势。

1) 版号限制

游戏行业 2016 年随着广电总局印发《关于移动游戏出版服务管理的通知》进入版号监管时代，2016-2017 年，累积待审批老游戏量巨大，版号发放数量也较多。2016 年共发放版号 8156 个，2017 年 9368 个。2018 年版号停发，2019 年版号发放逐渐进入正常轨道，2020 年版号发放恢复。

版号 2018-2019 年的收缩使得中小游戏公司出清，而买量型游戏公司受影响更大，导致市场中 ARPG 产品供给不足，iOS 端收入前 250 名 RPG 产品中非三七互娱产品 19 款，2018 年下降至 11 款，2019 年仅恢复至 14 款。

图 16: 2016-2020 国产游戏版号下发数量 (个)



资料来源：国家新闻出版广电总局，德邦研究所

因此 18-19 年行业供给端出清为公司 19 年取得市占率突破创造了优秀的市场环境，龙头公司凭借更丰富的产品储备与更优秀的抗风险能力，在供给端出清时逆势扩张，实现流量端与收入端的市场份额抢占。三七互娱 18 年底-19 年上线了多款产品成功逆势取得市场领先。

2) 系统化买量体系打通形成飞轮效应

除了市场环境为三七互娱提供了较好的扩张环境，公司 19 年上线使用的“量子”、“天机”等买量运营系统打通发行、运营体系，真正建立起难以复制的商业体系壁垒。

公司在 17/19 年两次市占率扩张分别依靠的是页游大 IP 产品与成熟的一体化商业变现体系，从而导致 18/20 年两次产品周期中面对不同的市场竞争。

我们可以看到公司 17 年的两款产品均为在页游时期即取得较大成果的头部页转手产品。而通过优质产品取得的高市占率可以通过更高品质新品进行竞争，18 年腾讯推出大 IP 正版续作《奇迹：觉醒》在 iOS 端收入 TOP250 RPG 产品中取得了第一的成绩，另一方面优质魔幻 ARPG 产品《天使纪元》取得了第二，三七互娱 2017 年依靠优质产品取得的优势，更易受到其他产品竞争，其他厂商将三七互娱让出的市场份额进行了有力补充。

图 17：腾讯《奇迹：觉醒》



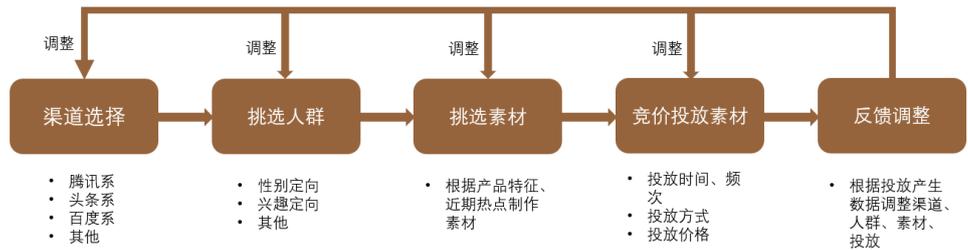
资料来源：《奇迹：觉醒》，德邦研究所

2019 年公司无论是《一刀传世》、《精灵盛典》都为原创 IP 产品，但仍取得了不俗的市场成绩，且市场优势在 20 年得以保持，其他厂商并未能补足市场份额，主要有赖于公司 2019 年开始使用“量子”、“天机”等系统，打通了 ARPG 产品买量发行、运营变现体系，获取具有优势地位市场空间，其他厂商竞争中处于弱势，逐步退出市场。

发行端：公司运用智能化广告投放“量子”系统，降低公司 CPA 提升投放效率与回报率。**运营端：**公司运用“天机”系统提升用户 LTV。两大系统共同助力实现买量 ROI 提升。

“量子”系统为公司内部广告投放系统，投放流程为：(1) 渠道选择：根据游戏调性风格智能选择需要的渠道。(2) 挑选人群：根据游戏特性，确定广告投放的目标群体，通过标签、关键词等多种方式定向人群。(3) 挑选素材：挑选人群后量子系统将根据挑选人群感兴趣的素材，以及能够描述产品的一些素材去宣传产品。(4) 竞价投放素材：在确定素材后，“量子”将制定投放计划并与其他厂商进行竞价以获得广告位，厂商出价后，渠道方会通过预估点击率等将出价转化为 eCPM，eCPM 较高者取得广告位。(5) 反馈系统：持续投放带来大量数据积累，“量子”系统对过往投放产生的数据进行分析，以分析结果指导渠道、人群、素材选取。

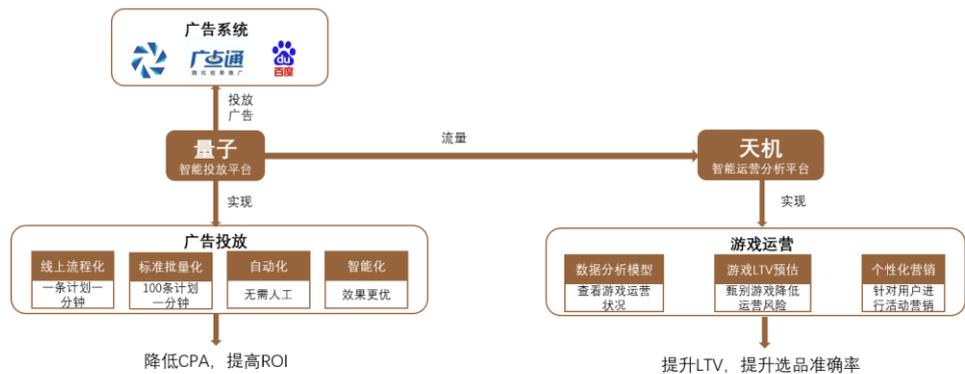
图 18: 量子系统买量流程



资料来源：公司公告，德邦研究所

“天机”系统为公司智能化运营系统，该系统帮助公司维系“量子”导入的流量与用户，并让其转化为高价值的用户，提升用户平均 LTV。“天机”系统主要包括三大功能：(1) 数据分析模型：公司通过对于游戏核心数据挖掘，比对留存、活跃、付费等大量指标，从而实时对游戏运营情况进行判断。(2) 游戏甄选及 LTV 预测：有了数据模型后，公司即可通过该模块实现游戏甄选及 LTV 预测，降低运营风险，根据公司公开交流信息，利用该模块，实现了约 14 天数据即可预测整体游戏 LTV，实际产生差异 5% 以内，公司已成功预测上百款游戏，减少上亿无效投入。(3) 个性化营销：对用户画像进行分析，使得客服体系由 100% 用于用户答疑下降至 20%，仅 20% 的客服与智能系统共同进行用户答疑，其余客服开展个性化营销活动，维系大 R 用户，从而使得营销效果提升 30%。

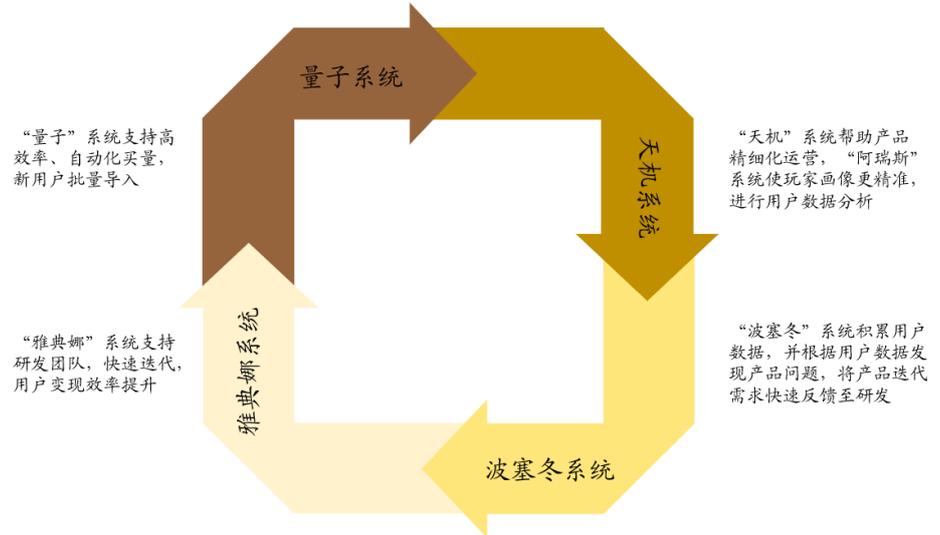
图 19: 量子与天机系统配合进行买量与游戏运营



资料来源：公司公告，德邦研究所

“量子”与“天机”外公司还拥有“雅典娜”、“阿瑞斯”“波塞冬”三款平台级别大数据产品沉淀海量数据，为新产品设计及老产品迭代调优提供精准的数值参考，提高产品开发和流程优化能力，大幅提升公司产品质量。公司多系统配合形成了买量发行、研运一体的系统性工程，从研发、买量到运营变现不断积累数据，相互反馈动态调整研发与发行体系，形成飞轮效应。

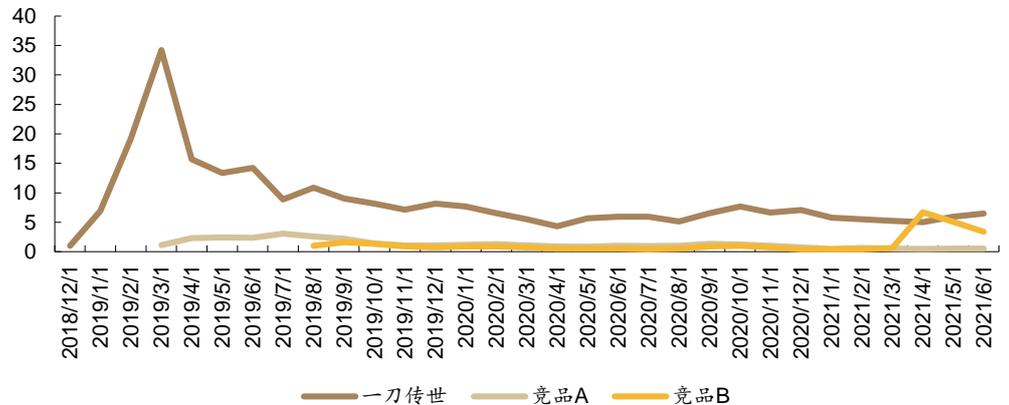
图 20：三七互娱商业模式的飞轮效应



资料来源：德邦研究所绘制

当公司 19 年开始投入使用“量子”、“天机”两大系统后，迅速于买量市场扩大优势，由于 ARPG 品类以买量获取用户形成下载，后端由用户付费回收买量成本，我们以 RPD(Revenue Per Download)指标衡量 ARPG 产品盈利能力(ROI)，可以观察到公司重点产品《一刀传世》RPD 指标远高于其他竞品比，即公司广告投放与变现效率高于竞争对手。

图 21：《一刀传世》与竞品游戏月度 RPD 指标对比（美元）



资料来源：Sensor Tower，德邦研究所

公司 19 年即依靠系统化买量能力，不断通过更高的买量效率&变现效率获取市场份额，实现了 70%以上的市占率。这样提升市占率的方式相比依靠产品而言更难以复制，其他厂商由于市场空间有限逐渐退出市场，造就了公司 20 年保持了市场领先地位同时，其他厂商也并未补全空出的市场份额。

2.3. ARPG 品类形成基于 IP 迅速迭代产品能力，有望长期保持竞争力

值得注意的是，公司于 ARPG 品类中积累的研发、发行、运营体系与经验可充分支持公司基于 IP 快速迭代 ARPG 产品，推动公司 ARPG 品类从传奇&奇迹基本盘向更多元的风格突破，扩大年轻受众群体。

公司 2019 年 1 月上线了 ARPG “斗罗” IP 产品《斗罗大陆》，该产品充分复用了公司于 ARPG 品类积累的数值玩法体系，并依靠公司发行运营体系上线后取

得了优秀表现。《斗罗大陆》上线后 iOS 端 2019 年收入于 ARPG 品类中排名第三，仅次于公司自有产品《一刀传世》、《精灵盛典》。

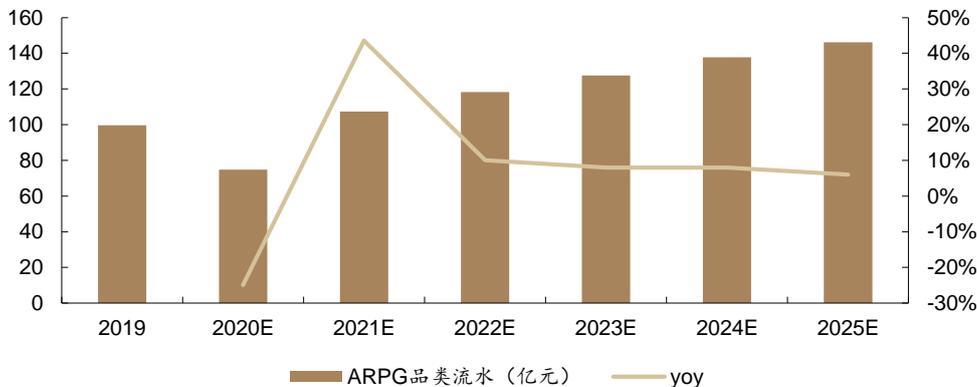
图 22:《斗罗大陆》游戏玩法、设计等与《一刀传世》较接近



资料来源:《斗罗大陆》,《一刀传世》,德邦研究所

公司形成的基于 IP 迅速迭代 ARPG 产品能力,有望帮助公司于 ARPG 品类持续推出新品、覆盖更广泛用户,保持竞争力,另一方面公司行业领先的买量投入可以取得更高的返点降低买量成本,“量子”、“天机”系统中积累的用户数据也将反哺研发、发行,进一步维持公司于买量市场中竞争力。根据公司收购广州三七回复函,广州三七 2019 年 ARPG 品类流水规模 100 亿,2020 年受产品周期影响,预计 20 年流水降至 75 亿(11 月-12 月为预测数据),预计 21 年随新品上线而回升,2025 年达 146.1 亿元。

图 23:三七互娱 ARPG 产品 2019-2025 年流水



资料来源:公司公告,德邦研究所

注:2019 年与 2020M1-M10 为实际流水数据,其余为公司预测数据

3. “双核+多元”, 品类突破与年轻化研发升级持续验证

公司凭借优质产品成功突破 ARPG 领域后,于 2018 年年报提出“多元化”战略,向卡牌、SLG、模拟经营等多元品类,魔幻、修仙、Q 版等多元题材突破,2018 年公司于日本推出模拟经营品类,宫斗题材产品《江山美人》,2019 年推出卡牌玩法、“拳皇”IP 产品《拳魂觉醒》,多产品推出为公司积累了相关品类产品发行、运营经验。

图 24：2019 年公司卡牌产品《拳魂觉醒》



资料来源：TapTap，德邦研究所

图 25：2018 年公司模拟经营产品《江山美人》



资料来源：TapTap，德邦研究所

2020 年公司进一步将“多元化”战略拆解为“双核+多元”产品战略，“双核”即 MMORPG 与 SLG，“多元”即模拟经营、卡牌、女性向、放置等创新品类。当下我们回顾公司 2020-2021H1 产品 pipeline 与表现看，公司“双核+多元”战略稳健推进，各品类均有优质头部产品推出，战略成果持续验证，展望未来多元产品储备丰富，有望继续推动公司成长。

3.1. “双核”：SLG 品类进展超预期，《P&S》流水持续走高

MMORPG 品类方面，公司依托传统优势品类 MMOARPG 更易于在 MMORPG 领域取得突破，2020 年公司推出 Q 版 MMORPG 产品《云上城之歌》该产品上线在公司成功发行运营策略下最高达 iOS 畅销榜第七名，表现出色。

SLG 品类上，公司表现超预期，已发行《P&S》、《P&C》两款成功产品。其中 2020 年发行的《P&S》表现尤为亮眼，21Q1 月流水近 1.5 亿元，且流水仍处于持续爬坡中。

《P&S》主打“三消+SLG”玩法，抓住欧美市场空白，扩大受众基本盘。就玩法来说，“三消”类玩法在海外拥有庞大受众群体，但品类限制产品变现能力，公司通过在三消中结合 SLG 玩法，一方面吸引众多三消用户，另一方面通过 SLG 玩法保证游戏深度与用户变现。具体结合上，“三消”在《P&S》中是积累资源的另一途径，游戏核心仍是探索 (Explore)、扩张 (Expand)、开发 (Exploit)、征服 (Exterminate) 的 SLG 玩法。

图 26：三七互娱“三消+SLG”产品《P&S》



资料来源：《P&S》，德邦研究所

题材上，《P&S》深耕欧美市场，采用了欧美更受欢迎的末日丧尸题材，吸引

了众多用户。除在游戏题材方面因地制宜，在营销等方面公司也进行了本地化定制，如在非 SLG 优势市场日本，公司买量素材出现专属英雄“知世”，日本当地的节日和场景，如“樱花节”“日本温泉”“日本街道”等。

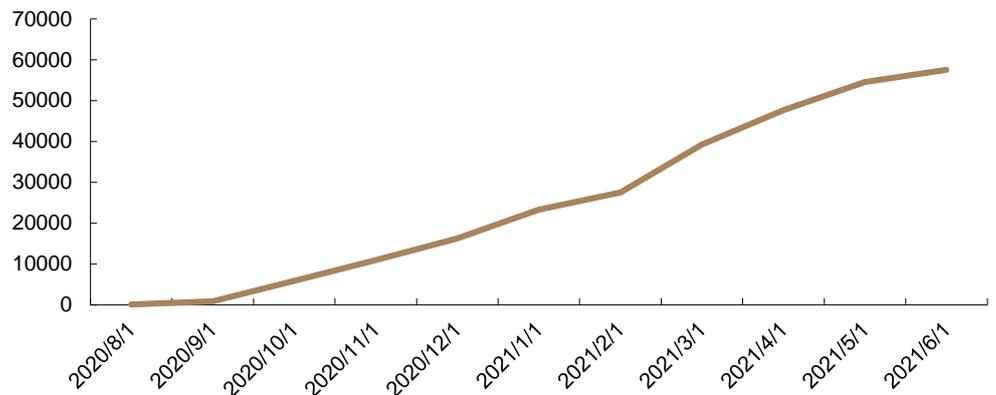
图 27:《P&S》日本地区买量素材



资料来源:《P&S》，德邦研究所

在公司成功运营与发行下产品迅速成为市场黑马，当前上线近一年仍位于 15 个国家畅销榜 TOP50，从流水趋势看仍处于不断爬坡过程，该产品作为 SLG 品类预计与其余出海经典 SLG 产品（《阿瓦隆之王》、《王国纪元》等）相同，皆具有长生命周期特点，将长期贡献稳定流水。

图 28:《P&S》2020M8-2021M6 全球 iOS 与 Google 商店流水趋势，以 2020M8 为基数 100



资料来源: Sensor Tower，德邦研究所

《P&S》的成功发行，验证公司已具备在“双核”战略中 SLG 品类产出爆款能力。后续公司仍储备有《Survival at Gunpoint》、《兵人指挥官》等多款 SLG 产品有望推动公司于 SLG 品类进一步成长。

3.2. “多元”：依托优势率先突破卡牌、模拟经营等数值品类

“多元”上三七互娱依托于 ARPG 品类积累的数值型玩法游戏的研发发行经验与代理发行多元品类产品积攒的用户数据模型，率先突破卡牌、模拟经营等数值型品类，值得注意的是 SLG 品类同样为数值型玩法，公司突破该品类也有相关经验的助力影响。

卡牌品类上，《拳魂觉醒》、《王牌高校》成功发行积累经验，《斗罗大陆：武魂觉醒》上线成为爆款。该产品采用了公司已有经验的“斗罗大陆”IP，剧情上

产品完美还原了斗罗剧情，玩家可以获取魂环、创建宗门等，画面上采用了公司涉足较少的动漫画风，整体画面年轻化，贴合年轻玩家审美需求，使得三七游戏品牌逐渐向年轻玩家渗透。玩法上，策略类卡牌玩法使得游戏深度有保证，玩家可以通过队伍组合排列提升战队实力。

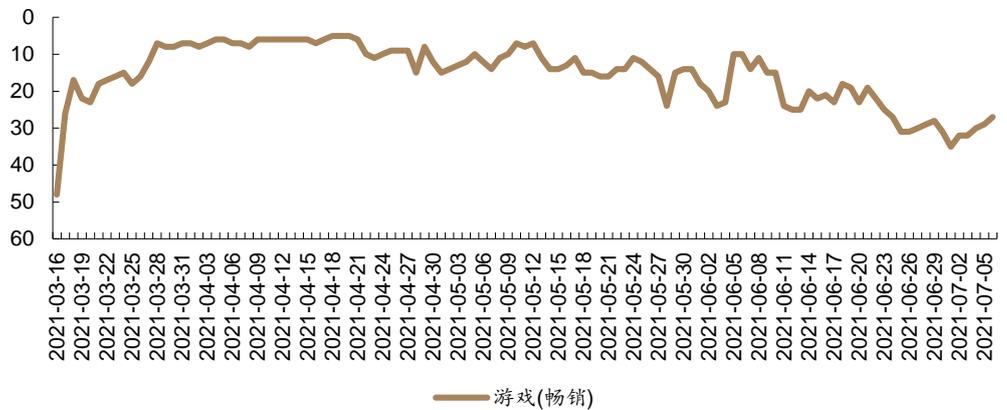
图 29：三七互娱卡牌产品《斗罗大陆：武魂觉醒》



资料来源：TapTap，德邦研究所

《斗罗大陆：武魂觉醒》产品上线后表现出色，最高达畅销榜第 5 名，目前畅销榜排名 27。该产品的成功进一步为公司积累卡牌产品数值模型，用户行为数据与方法论，也预示着公司在卡牌领域逐步立稳脚跟。我们预计公司于该产品中积累的经验将充分复用于将公测的重点储备卡牌产品《斗罗大陆：魂师对决》。

图 30：《斗罗大陆：武魂觉醒》iOS 游戏畅销榜排名



资料来源：七麦数据，德邦研究所

模拟经营品类上，《江山美人》率先突破，《叫我大掌柜》持续验证。公司在模拟经营赛道上 18 年针对日本市场推出了一款恋爱宫斗模拟经营产品《江山美人》，该产品将宫斗恋爱、升官及国家策略融为一体，此外公司对该产品进行了精准的本地化更新迭代，持续上线各种女性角色，唤醒老用户，多维度努力下公司在该产品中成功实现了长生命周期运营，产品于 2018 年在日本上线，截至当下，其在 Google Play 畅销榜长期维持 TOP20。

图 31:《江山美人》日本地区 Google 商店与 iOS 畅销榜排名趋势



资料来源: 游戏茶馆, 德邦研究所

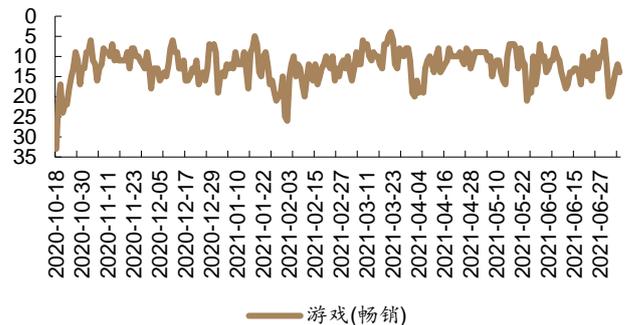
21年1月公司于韩国发行古风模拟经营游戏《叫我大掌柜》，产品上线后进入畅销榜前十，最高达第五名，游戏画风为精美水墨画风，人物为厚涂风格，玩法上，玩家作为一个新手掌柜来到汴梁打拼，结识各位奇人，并将其招为门客，合力经营买卖，古代经商题材在东亚地区具有一定的文化认同，产品上线后在中国台湾地区表现更为出众，最高达iOS畅销榜第4名，当前仍稳定在畅销榜TOP15。《叫我大掌柜》的成功验证了公司在《江山美人》中积累的模拟经营品类发行运营经验可得到充分复用，产品成功率大幅提升。

图 32: 三七互娱模拟经营产品《叫我大掌柜》



资料来源:《叫我大掌柜》，德邦研究所

图 33:《叫我大掌柜》台湾 iOS 游戏畅销榜排名



资料来源: 七麦数据, 德邦研究所

在已有突破的SLG、卡牌、模拟经营品类外，公司也积极在放置、女性向等品类进行尝试，并已成功推出修仙放置产品《云端问仙》、女性向产品《一千克拉女王》等精品游戏。

图 34: 三七互娱放置品类产品《云端问仙》



资料来源: TapTap, 德邦研究所

图 35: 三七互娱女性向产品《一千克拉女王》



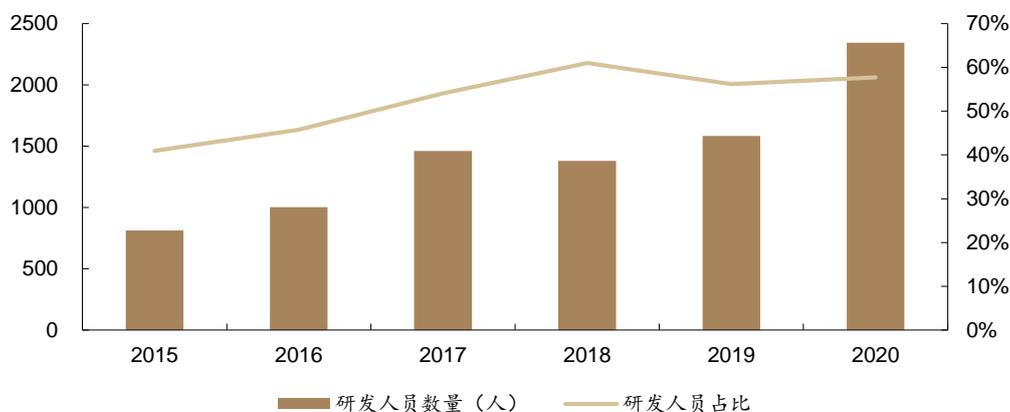
资料来源: TapTap, 德邦研究所

3.3. 研发升级：持续支撑基本盘稳定、品类拓展与年轻化渗透

值得注意的是，公司在战略目标的核心品类，无论是 SLG、卡牌或是模拟经营，均取得了符合目标甚至超越目标的品类拓展成果，而在传统优势品类公司持续保持优势地位。这一方面依靠核心管理团队长期在一线工作带来的组织行动力，另一方面有赖于公司在战略层面多年坚持研发升级从而具有的源于研发实力的底层支持。

在行业精品化趋势与公司不断成长需要下，公司战略层面持续加码研发，提升研发实力，从而保证优势品类地位稳固并拓展公司游戏品类，自 2015 年来，研发人员数量持续提升，截止 2020 年底公司研发人员数量达 2343 人，占公司人员比重持续提升至 57.68%。根据三七游戏副总裁何洋的访谈，公司目标在 2023 年研发人员数量达 4000 人。

图 36：三七互娱研发人员数量与占比



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司在研发升级过程中进行的改革不仅限于人员的扩张，且包含了从立项机制、研发流程、激励机制的全方位变革。立项机制上，公司原先立项时遵循市场调研，研究竞品，思考系统玩法迭代方向的流程，伴随研发升级，公司也逐渐将美术风格、题材和 IP 作为立项的重点，另一方面公司也开始尝试自下而上的立项方式，在营收良好的前提下探索面向未来的项目，从而为长期品类突破做准备。

研发流程上，公司将原半年到 1 年的评审周期，改成 1-2 月一次，把技术、运营、美术能力整合到了中台当中，提升研发效率。激励机制上，盈利不再是第一 KPI，管理层会根据产品创意、品类开拓等指标设定激励，薪酬上以美术团队为例，其 19 年开始实行 15 薪并根据能力贡献，而非项目流水发奖金，从而保证美术对各个项目都很重视。

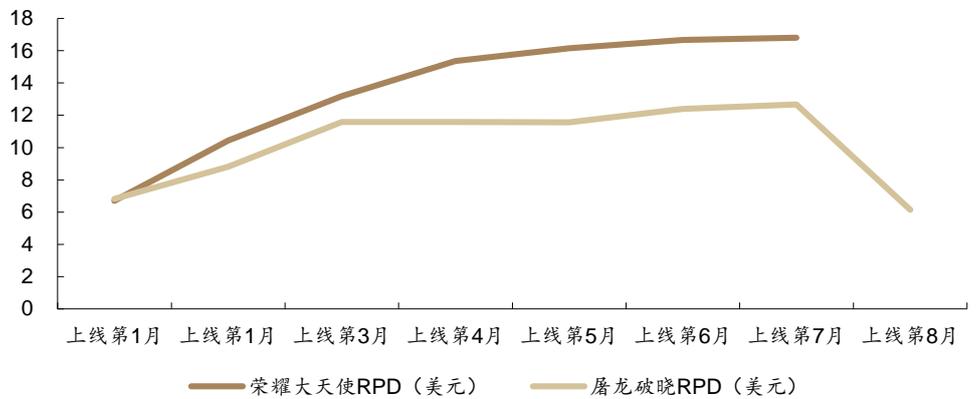
整套机制配合下，优势 ARPG 品类，公司 21 年初上线的《荣耀大天使》无论游戏画面与游戏玩法（融合了放置等元素）相比公司早期产品均有长足进步。而三七互娱研发升级的进步将会从产品 LTV、CPA 得到显现，我们以 RPD 指标衡量其 ROI 水平，《荣耀大天使》自 1 月上线以来 RPD 保持稳步提升，ROI 水平高于公司经典产品《屠龙破晓》。

图 37:《荣耀大天使》游戏画面、玩法相比此前 ARPG 产品有较大升级



资料来源:《荣耀大天使》, 德邦研究所

图 38:《荣耀大天使》与《屠龙破晓》RPD



资料来源: Sensor Tower, 德邦研究所

在品类拓展方面, 公司已推出《云端问仙》、《一千克拉女王》等优质自研产品, 并支持了大量多元品类代理产品发行工作。

在年轻化渗透方面, 可以看到公司新产品《斗罗大陆: 魂师对决》产品画面表现升级且年轻化特点明显, 该特点在《斗罗大陆: 武魂觉醒》等产品中均有体现, 而向年轻受众的渗透将扩大公司游戏用户基本盘, 同时打开未来进一步成长的天花板。

图 39: 三七互娱《斗罗大陆: 魂师对决》画面年轻化升级效果明显



资料来源: 游戏葡萄, 德邦研究所

从公司目前针对国内市场储备看, ARPG 迭代产品、卡牌、SLG、模拟经营

创新产品储备丰富，并有望于 21H2-22H1 上线，伴随新品上线公司精品化、多元化、年轻化进程有望加速。

表 7：三七互娱国内产品储备

产品	TapTap 评分	TapTap 预约量	品类	题材	IP	版号	自研/代理	当前阶段	预计上线时间
斗罗大陆：魂师对决	7.4	29.5 万	卡牌+回合制	国漫	斗罗大陆	有	自研	公测	7 月 22 日公测
异能都市	-	-	ARPG	-	原创	有	代理	开启预约	21H2
代号 LH	-	-	MMORPG	-	-	-	代理	研发中	-
传世之光	-	-	MMORPG	-	原创	有	代理	研发中	21H2
兵人指挥官	-	-	SLG	军事	原创	有	代理	研发中	21H2
代号 WZ	-	-	SLG	-	-	无	代理	研发中	-
代号：BY	8.9	3.7 万	SLG	三国	原创	无	自研	研发中	22H1
最后的原始人	-	-	卡牌	-	原创	有	代理	研发中	21H2

资料来源：TapTap，公司公告，德邦研究所

注：三七互娱储备产品丰富，未标记上线时间产品仍有可能于 21H2-22H1 上线

4. 从 ARPG 到长周期创新品类，海外市场有望持续高增长

4.1. 中国厂商出海市场空间广阔，长期渗透率有望达 40%

根据伽马数据，2020 年中国移动游戏出海收入超 130 亿美元，同比增长超 48%，近几年增长呈现加速趋势。20 年的高速增长一方面系疫催化，另一方面在于中国厂商高质量产品不断推出（原神、万国觉醒等）且国内存在版号限制、腾讯竞争优势明显，海外市场空间更广阔，中国游戏产能客观上可以通过出海释放。未来国内市场竞争依然激烈，流量成本长期稳步上涨背景下，出海趋势或将延续。

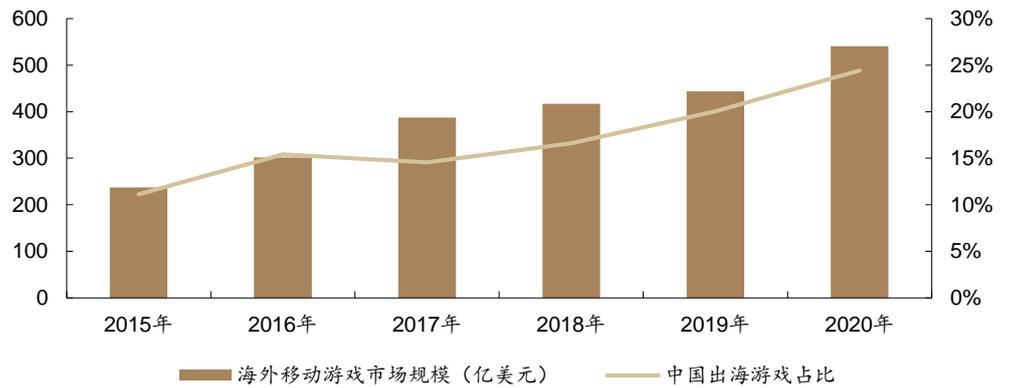
图 40：2015-2020 年中国游戏出海收入与增速



资料来源：伽马数据，德邦研究所

进一步通过 NewZoo 公布的全球游戏市场规模与游戏工委公布的中国游戏市场规模计算，2020 年海外移动游戏市场规模达 541 亿美元，同比增长 22%，值得注意的是由此计算中国移动游戏出海渗透率持续提升，2020 年同比提升 4.4pct 达 24.41%。目前国内厂商研发实力与重度游戏工业化水平超越海外，我们预计未来中国手游出海渗透率有望持续提高。

图 41：2015-2020 年海外移动游戏市场规模与中国游戏出海渗透率



资料来源：NewZoo，游戏工委，德邦研究所

中国移动游戏海外渗透率长期有望达 40%。根据 NewZoo 数据，亚太地区 2020 年游戏市场规模 784 亿美元，占全球游戏市场 49%。而中国移动游戏市场规模占全球市场约 32%。根据游戏工委与 NewZoo 数据，2019 年中国移动游戏韩国市场销售收入 16.57 亿美元，韩国移动游戏市场 2019 年规模 33.3 亿美元，由此中国游戏在韩国渗透率已达 49.8%。我们认为亚太地区文化接近，中国出海游戏亚太地区市场占有率有望达 60%，欧美等亚太地区以外的地区由于存在文化差异，中国出海游戏市占率可能受影响，但考虑《原神》等高质量产品依然取得较好表现，假设未来市占率能达到 35%。则长期来看中国游戏海外市占率有望达 40%，相比目前 24% 的市占率，有较大增长空间。

表 8：中国出海游戏海外目标市场份额测算

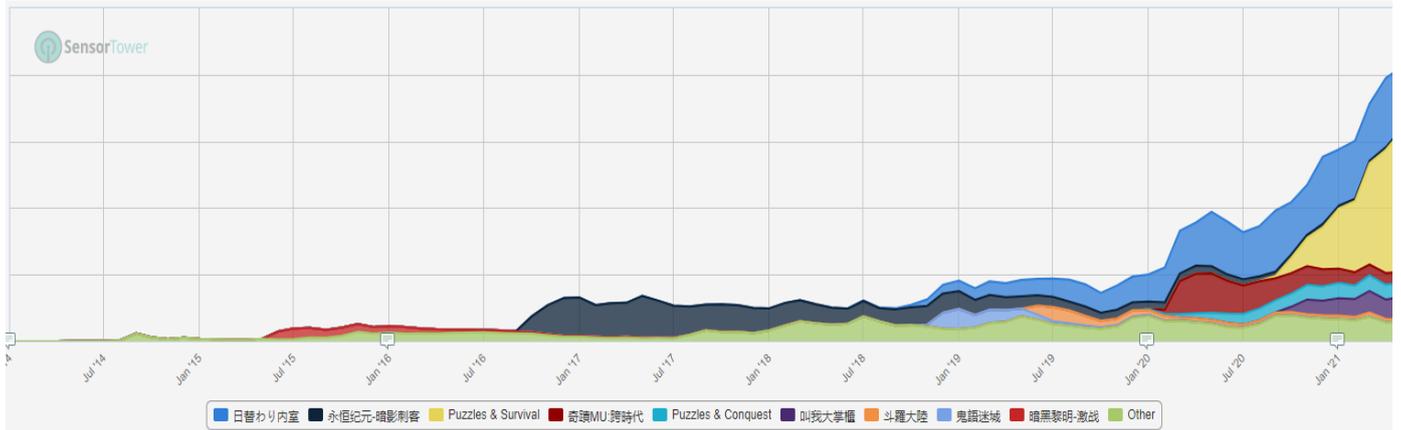
亚太地区游戏市场占全球游戏市场份额	49%
中国游戏市场全球份额	37%
亚太地区（剔除中国）占全球游戏市场游戏市场份额	12%
亚太地区以外游戏市场份额	51%
假设：亚太地区（剔除中国）中国出海游戏目标市占率	60%
假设：亚太地区以外中国出海游戏目标市占率	35%
中国游戏出海目标市占率	$12% \times 60% + 51% \times 35% = 25.1%$
中国出海游戏海外目标市场份额	$25.1% / 63% = 40%$

资料来源：NewZoo，游戏工委，德邦研究所

4.2. 出海打法：因地制宜、主推长周期产品、复用成熟流量运营模式

三七互娱 2012 年即开始进行出海尝试，2013 年进军东南亚市场，2015 年布局英文、法语等市场，在页游时代公司出海主要为页游产品，进入手游时代后公司依托丰富 ARPG 产品进行出海尝试。2015 年公司海外上线 ARPG 产品《暗黑黎明》，海外收入增长进入快车道，2016 年公司经典页转手产品《永恒纪元》上线推动海外收入进一步成长，2018 年底模拟经营产品《江山美人》日本上线表现亮眼，20 年底三消+SLG 产品《Puzzles&Survival》成为成长驱动力。整体看自 2018 年底后，公司出海成长驱动力已从传统 ARPG 品类转变为 SLG、模拟经营等创新长周期产品，这主要由公司出海打法决定。

图 42：三七互娱海外 iOS&Google 厂商收入趋势与产品构成



资料来源：Sensor Tower，德邦研究所

公司出海遵循因地制宜、主推长周期产品并辅以成熟流量运营模式的打法。

公司针对地区决定主推产品品类并进行产品本地化处理。根据公司总裁李卫伟的采访，公司早期产品出海主要为 ARPG 产品，“自己擅长的项目就是偏 MMO 的游戏，拿去发北美，花了很大的力气，但最后的收益是不够好的”，现在公司“北美就打 SLG，MMO 项目就拿去韩国、东南亚等市场”，而日本则以卡牌、模拟经营为主，在这样的策略下，公司模拟经营品类《江山美人》、主推欧美的《P&S》都取得了优秀成绩。另一方面，公司也对产品进行了大量本地化处理，如《永恒纪元》日本上线时公司在本地版本中推出带有战国特色的服装以及较多运营细节策略。

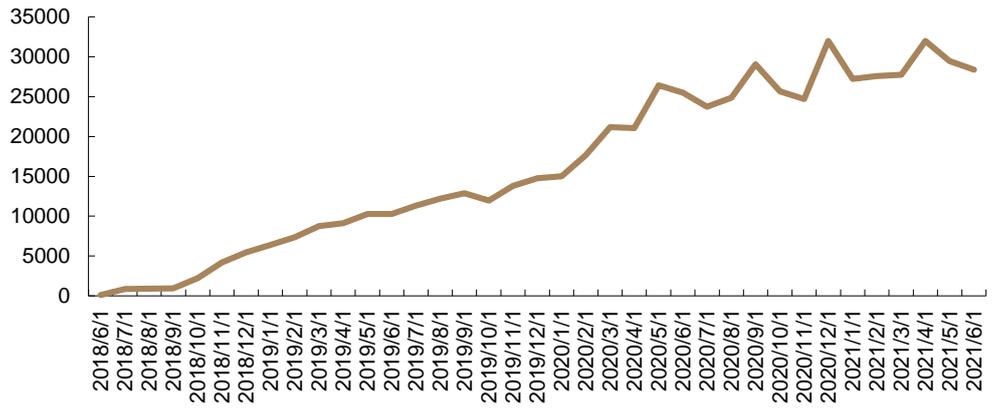
图 43：《永恒纪元》日本地区设计带有战国特色的时装



资料来源：三七互娱天明演讲，德邦研究所

三七互娱出海另一核心打法是主推公司已有积累的数值型长周期产品。公司 21Q1 出现利润下滑，主要系产品投入周期与流水产出周期的错配，而错配的产生实际上源于公司原有产品线多为 ARPG 类产品，该产品由于玩法特点限制，整体生命周期较短，流水释放快，从而使得流水稳定性下降。公司目前海外储备的产品主要是 SLG、卡牌、模拟经营等数值型长生命周期产品，而长生命周期产品将有助于公司保证长线流水稳定，打开长期成长的天花板，可以看到公司于日本地区发行的模拟经营产品《江山美人》上线近三年流水仍维持高位。

图 44: 《江山美人》2018M6-2021M6 国内 iOS 端流水变化趋势, 以 2018M6 为基数 100



资料来源: Sensor Tower, 德邦研究所

公司出海收入快速成长的另一核心要素在于与长周期产品配套的买量能力。流量打法的成功,是推动公司 19 年来高速成长的重要推动力,相比国内来说,海外市场广阔,仍有较多的用户没有经历过规模化买量的洗礼,公司可以将国内形成的流量运营打法,打磨成熟的“量子”、“天机”两大系统复用于海外,且 SLG、模拟经营等长周期品类本身对于买量的需求即较大,公司长期积累的买量能力有望进一步推动品类突破的进程。

成熟打法下,公司出海成绩斐然。2020 年海外实现收入 21.43 亿元,同比增长 104.34%,成为 2020 年业绩增长的重要动力。以《P&S》为例,该产品 21Q1 月流水近 1.5 亿元,产品类型消除+SLG 创新品类,抓住了欧美市场的空白点,不仅吸引了欧美 SLG 用户、也吸引了相当大的三消用户群体,成为公司出海的标杆产品。

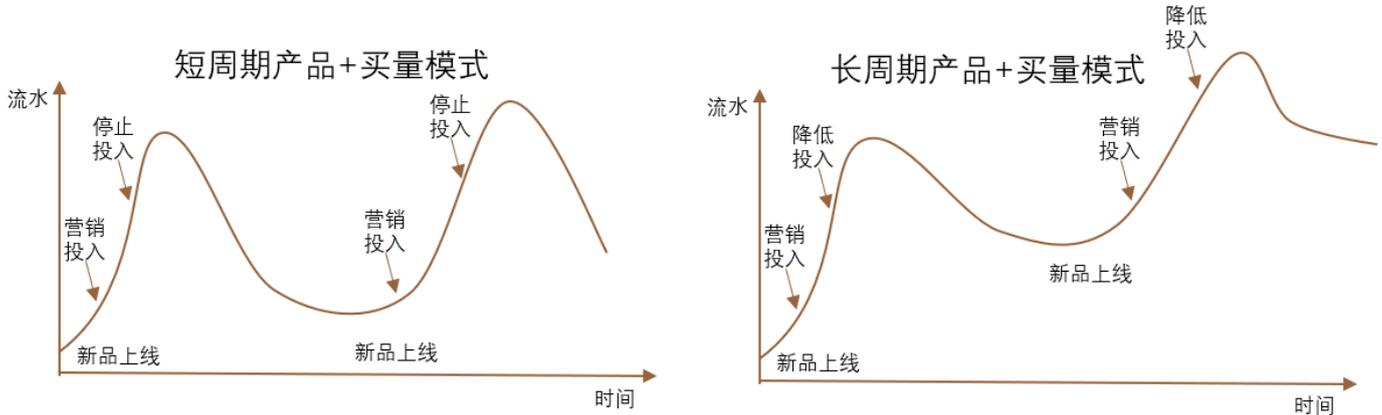
图 45: 2015-2020 年三七互娱海外市场收入与增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

更重要的是公司有望形成流水平滑,受产品周期影响小且更稳健的商业模式。公司《Puzzles & Survival》《江山美人》《叫我大掌柜》等产品证明,三七互娱在基于自身发行优势的基础上,逐渐形成自身的一套出海打法,有能力驾驭不同品类、不同题材的产品,且公司通过对 SLG、模拟经营等长生命周期产品进行买量,有望将商业模式从 ARPG 类产品的短期投入、快速回报、产品高速迭代的相对具有产品周期的模式转变为长期投入、长期回报、产品生命周期更长的稳健商业模式。

图 46: 长周期产品+买量商业模式与短周期产品+买量商业模式对比



资料来源: 德邦研究所绘制

当前公司面向海外市场储备丰富, 涵盖 SLG、卡牌、模拟经营等多元长周期品类, 丰富储备配合本地化运营与领先买量实力, 公司海外市场有望将保持稳定高速增长。

表 9: 三七互娱海外产品储备

产品	TapTap 评分	TapTap 预约量	品类	题材	IP	版本号	自研/代理	当前阶段	预计上线时间
Survival at Gunpoint	-	-	SLG	末日生存	原创	无	代理	海外测试调优	21H2
代号 SG	-	-	SLG	三国	原创	-	自研	研发中	-
代号 HD	-	-	SLG	-	-	-	代理	研发中	-
代号 E	-	-	MMORPG	-	-	-	代理	研发中	-
代号 BX	-	-	MMORPG	-	-	-	代理	研发中	-
代号 DFW	-	-	模拟经营	-	-	-	代理	研发中	-
代号 C6	-	-	卡牌	-	-	-	自研	研发中	-
斗罗 3D	-	-	卡牌	-	斗罗大陆	-	代理	研发中	21H2
アイドルエンジェル	-	-	卡牌	-	-	-	代理	研发中	21H2
代号 TJKD	-	-	RPG	-	-	-	代理	研发中	-

资料来源: 公司公告, TapTap, 德邦研究所

5. 21Q3 公司有望进入新品上线验证与利润持续释放期

(1) 《斗罗大陆: 魂师对决》等研发升级、品类拓宽产品 Q3 起将陆续释放

公司国内品类拓展与研发升级代表作《斗罗大陆: 魂师对决》7 月 22 日公测。当前《斗罗大陆: 魂师对决》已经历多轮测试在 TapTap 评分仍达 7.5 分, 预约量 29.5 万, 作为卡牌回合制 MMO 在玩家中享有较高的口碑。

《斗罗大陆: 魂师对决》游戏画面上风格上相比公司经典产品更年轻化, 游戏画面精致, 这主要有赖于该产品采用了次世代引擎进行研发, 游戏内实机表现无论是人物与光照细节都较为出色。且次世代引擎的强大算法也帮助该产品实现了常用于大型游戏中的“高级屏幕空间技术”、“灯光探针技术”以及“真无缝昼夜变换”等技术。技术的应用大大提升了玩家游戏时的沉浸感。《斗罗大陆: 魂师对决》画面表现的升级反映了公司研发能力的持续成长。

图 47:《斗罗大陆:魂师对决》游戏画面



资料来源:《斗罗大陆:魂师对决》, 德邦研究所

玩法上,《斗罗大陆:魂师对决》为 3D 卡牌回合制产品,生命周期较长。《斗罗大陆:魂师对决》作为公司品类拓展的代表作延续了公司向数值型玩法突破的思路,采用了长生命周期卡牌+回合制玩法。但在具体玩法上,公司也做了一定创新,如游戏中所有角色皆可重生,玩家可以无损获得所有材料,此外每个角色的攻击、技能都能与其他不同的角色形成不同 combo 效果,加强了玩法深度。公司在“斗罗”IP 卡牌型玩法中已有《斗罗大陆:武魂觉醒》等成功代理产品案例,《斗罗大陆:魂师对决》作为公司自研产品,成功突破后将验证公司品类突破思路与打法,为继续向其他多元品类积累经验。

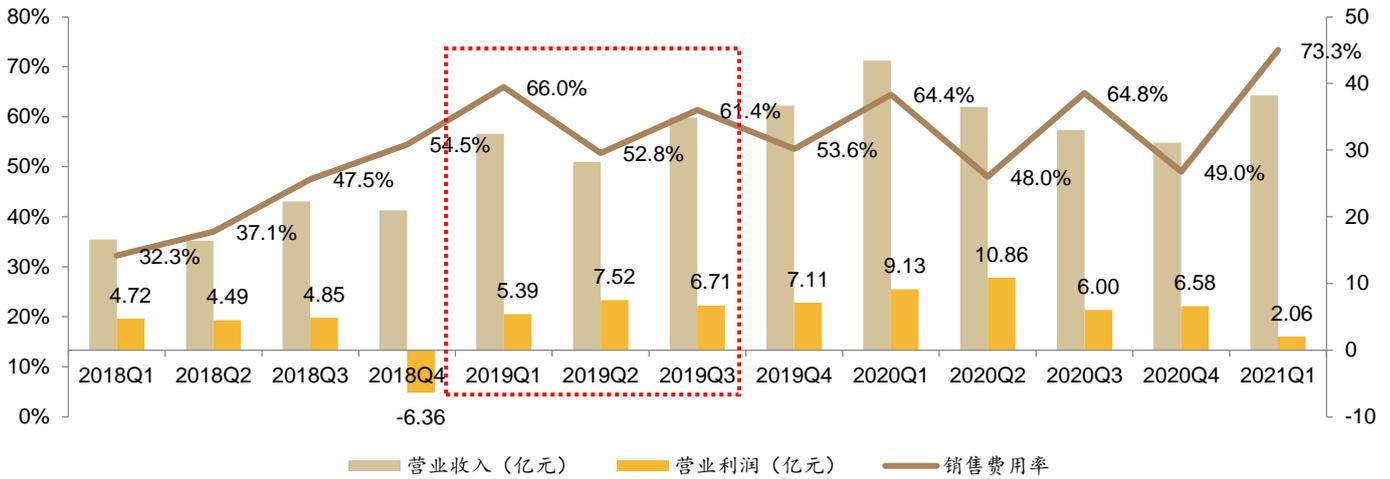
除《斗罗大陆:魂师对决》外,公司还储备有《代号 BY》(自研)、《兵人指挥官》等 SLG 产品,《最后的原始人》等卡牌产品并有望于 21Q3-22H1 陆续上线,持续验证公司品类拓宽打法。

(2) 下载量下降,收入持续提升,公司 Q1 推广支出有望陆续回收

21Q3 除重点产品上线外,公司也有望进入利润释放期。21Q1 公司由于产品周期《荣耀大天使》、《斗罗大陆:武魂觉醒》,《绝世仙王》等新游集中上线以及海外发行的《Puzzles & Survival》处于推广初期,需要大规模的流量投放,公司整体实现营收 38.18 亿元,同比下滑 12.09%,实现归母净利润 1.17 亿,同比下滑 83.98%。

复盘历史,公司 19Q1 同样经历了产品集中上线,销售费用大幅增长的经营情况。2018 年 12 月公司上线了《一刀传世》,2019 年 Q1 上线了 ARPG 产品《斗罗大陆》,ARPG 产品作为偏买量型产品,集中上线时致公司 19Q1 销售费用率大幅提高,而利润增长不明显,但 2019Q1 吸引的用户于 2019Q2-Q3 进行了充分变现,公司 2019Q2-2019Q3 营业利润较 2019Q1 有明显提升。

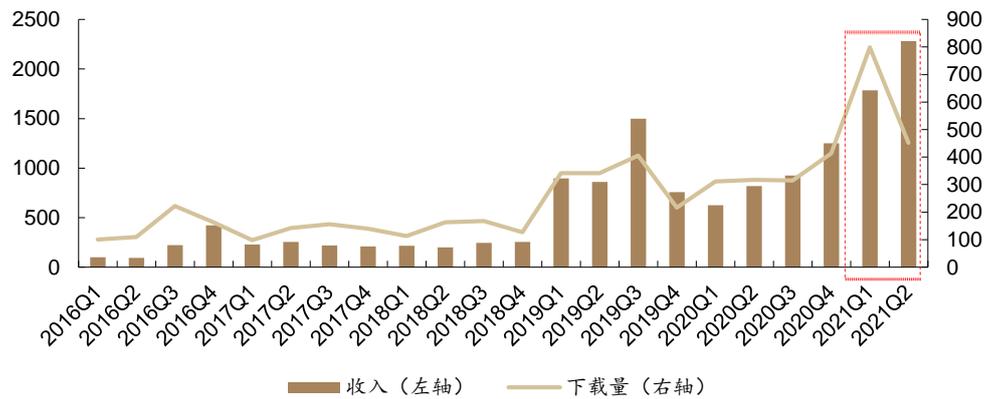
图 48：三七互娱 2018Q1-2021Q1 营收、营业利润、销售费用变化



资料来源：Wind，德邦研究所

另一方面，公司以买量驱动业务发展，当产品新上线公司加大营销投入，厂商下载量迅速提升，当产品进入稳定期后，营销投入减少，产品下载量下降，收入维持增长，利润开始释放。根据 Sensor Tower，自 21Q1 公司全球下载量创新高后，Q2 下载量已大幅下滑，而收入规模保持增长并创新高，公司已开始进入利润释放期。

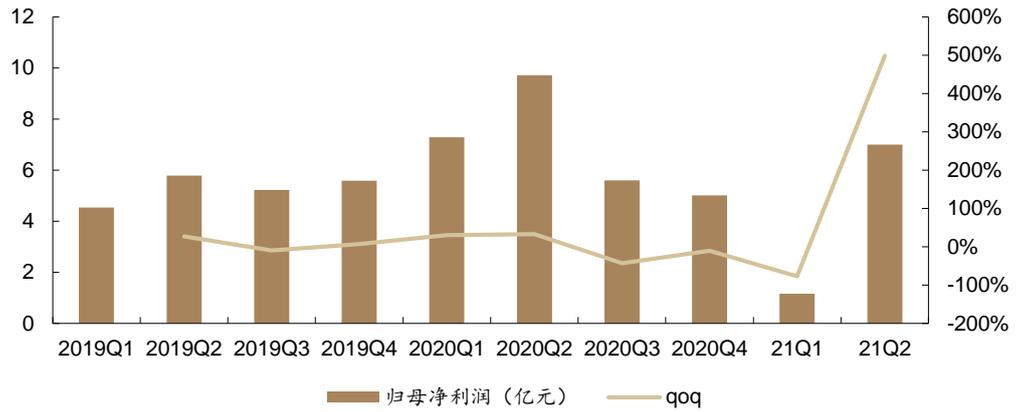
图 49：三七互娱 2016Q1-2021Q2 厂商收入与下载量变化趋势，以 2016Q1 为基数 100



资料来源：Sensor Tower，德邦研究所

根据公司 21H1 业绩预告，公司 Q2 预计产生归母净利润约 6.6-7.3 亿元，环比增长 468%-528%，利润已开始释放。由于公司国内 ARPG 产品上线初期进行大规模买量，此后买量投入下降，而流水递延确认，预计国内产品伴随营销投入下降，收入提升，Q3 将延续利润释放趋势。海外市场方面，公司主推产品为 SLG、模拟经营等长周期产品，有望持续贡献稳定利润。

图 50: 三七互娱 2019Q1-2021Q2 归母净利润



资料来源：公司公告，德邦研究所
注：21Q2 归母净利润取业绩预告中值

6. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 21-23 年分别实现营业收入 177.9/215.2/249.6 亿元，分别同比增长 23.5%/21.0%/16.0%，分业务看：

移动游戏：公司手游业务 20 年在疫情催化与出海成果开始显现背景下实现营收 133.0 亿，同比增长 11%，分国内与海外市场看，国内市场由于产品周期，新品上线较少收入保持平稳，海外市场实现高速增长。21 年公司国内储备丰富，自研 ARPG 产品《荣耀大天使》上线表现优秀，海外业务随丰富储备长生命周期产品逐步上线与公司加大投入下，有望保持高增速。预计 21-23 年移动游戏将实现营收 169.3/208.4/244.1 亿元，分别同比增长 27%/23%/17%。公司将扣除渠道分成后流水确认为收入，将 CP 方分成确认为营业成本，当前公司海外业务仍以代理产品为主，随着海外收入高速增长将对手游业务毛利率产生一定冲击，但考虑海外业务收入当前占比较低，且随着自研产品逐渐上线有望拉动毛利率提升，我们预计公司 21-23 年游戏业务毛利率分别为 88%/88%/89%。

网页游戏：网页游戏业务 20 年实现营收 10.8 亿元，同比减少 12%，网页游戏业务进入生命周期后期，我们预计 21-23 年网页游戏将逐步萎缩分别实现营收 8.1 亿元/6.16 亿元/4.62 亿元，同比减少 25%/24%/25%，预计毛利率将保持稳定 21-23 年网页游戏毛利率分别为 76%/76%/76%。

表 10: 公司未来三年主营业务收入与毛利率预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
移动游戏				
营业收入 (百万元)	13296	16931	20835	24408
YOY	10.90%	27.34%	23.05%	17.15%
毛利率	88.85%	88.28%	87.71%	89.02%
网页游戏				
营业收入 (百万元)	1080	808	616	462
YOY	-12.34%	-25.16%	-23.81%	-25.00%
毛利率	75.66%	75.66%	75.66%	75.66%

资料来源：Wind，德邦研究所

费用：研发费用方面，公司持续推进研发升级，扩张研发团队，践行精品化战略，在品质为王行业趋势下，我们预计公司将逐步提高研发投入，研发费用率 21-23 年稳步提升分别为 8.0%/8.5%/9.3%。销售费用方面，长期看流量成本将稳

步上涨，但公司产品品质提升与长周期游戏品类拓宽将缓解流量成本影响，21Q1 公司加大投入海外市场与国内多款新品上线推动销售费用大幅提升，预计 21 年销售费用率提升至 61%。当前公司海外市场营销投入已经下滑，流水保持增长，进入利润回收期，预计 22-23 年销售费用率将分别下降至 60%/59.5%。公司成本管控得当，预计 21-23 年管理费用率保持在 2%。

表 11：公司未来三年核心假设表

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业成本/营业收入	12.21%	12.40%	12.76%	11.37%
营业税金及附加	0.29%	0.36%	0.33%	0.33%
销售费用率	57.04%	61.00%	60.00%	59.50%
研发费用率	7.73%	8.00%	8.50%	9.30%
管理费用率	2.54%	2.48%	2.23%	2.42%

资料来源：Wind，德邦研究所

综上，我们预计公司 21-23 年分别实现营业收入 177.9/215.2/249.6 亿元，分别同比增长 23.5%/21.0%/16.0%，实现归母净利润 28.8/36.2/42.5 亿元，分别同比增长 4.3%/26%/17%。对应 7 月 19 日收盘价 22.85 元，PE 为 18/14/12X。

三七互娱流量运营模式树立深厚经营壁垒，ARPG 品类优势地位稳固将持续贡献稳定业绩，海外市场经营状况正处于“爆发点的前夜”，有望在未来几年保持高速增长，且公司 21Q3 起产品端有望验证研发成长逻辑，公司自研卡牌回合制产品《斗罗大陆：魂师对决》定档 7 月 22 日，从测试情况看产品品质突出，有望成为品类突破与研发升级代表作；利润端有望释放，公司 Q2 起产品下载量缓慢下滑，流水持续走高，预示 21Q1 营销投入正逐步进入利润释放期。我们认为公司研发成长逻辑有望验证，利润释放可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：三七互娱可比公司估值（截至 2021 年 7 月 19 日）

证券简称	证券代码	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
完美世界	002624.SZ	19.45	0.80	1.21	1.54	1.84	24	16	13	11
吉比特	603444.SH	516.00	14.56	21.62	25.01	29.07	35	24	21	18
巨人网络	002558.SZ	12.52	0.51	0.58	0.74	0.82	25	22	17	15
世纪华通	002602.SZ	6.10	0.40	0.56	0.64		15	11	10	
平均 PE							18	15	15	

资料来源：Wind，德邦研究所

注：完美世界盈利预测来自德邦研究所，其余可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

7. 风险提示

产品上线延期：产品上线前期可贡献较多流水，若新品上线延期将对公司当期业绩产生较大影响。

新品表现不及预期：公司处于研发升级、品类突破重要阶段，若新品表现不及预期，或将影响公司估值水平。

行业监管政策趋严：公司主营游戏业务，若行业版号政策趋严，公司获取版号难度加大，将对产品上线产生不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.31	1.30	1.63	1.92
每股净资产	2.72	3.51	4.45	5.55
每股经营现金流	1.32	1.36	2.06	1.97
每股股利	0.50	0.51	0.64	0.75
价值评估(倍)				
P/E	23.84	17.60	13.99	11.93
P/B	11.47	6.50	5.14	4.12
P/S	3.35	2.85	2.35	2.03
EV/EBITDA	20.42	13.33	10.76	8.77
股息率%	1.6%	2.2%	2.8%	3.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	87.8%	87.6%	87.2%	88.6%
净利润率	19.2%	16.2%	16.8%	17.0%
净资产收益率	45.7%	37.0%	36.7%	34.5%
资产回报率	26.1%	22.5%	21.9%	21.9%
投资回报率	41.2%	32.4%	31.9%	29.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.9%	23.5%	21.0%	16.0%
EBIT 增长率	10.9%	1.6%	23.8%	18.6%
净利润增长率	30.6%	4.3%	25.8%	17.3%
偿债能力指标				
资产负债率	42.6%	36.8%	36.4%	30.9%
流动比率	1.3	1.6	1.8	2.2
速动比率	1.1	1.4	1.5	2.0
现金比率	0.4	0.5	0.8	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	29.5	32.5	31.0	31.8
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	1.4	1.4	1.3	1.3
固定资产周转率	15.6	21.9	37.8	65.3

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,761	2,879	3,622	4,248
少数股东损益	275	286	360	423
非现金支出	305	462	347	419
非经营收益	-290	-286	-360	-308
营运资金变动	-123	-317	605	-415
经营活动现金流	2,928	3,025	4,575	4,366
资产	-1,071	-1,007	-1,064	-1,058
投资	-151	-663	-17	-265
其他	612	276	358	303
投资活动现金流	-610	-1,394	-722	-1,020
债权募资	608	0	0	0
股权募资	0	106	0	0
其他	-3,236	-1,123	-1,413	-1,657
融资活动现金流	-2,628	-1,017	-1,413	-1,657
现金净流量	-361	613	2,440	1,689

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 19 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	14,400	17,788	21,523	24,964
营业成本	1,758	2,206	2,746	2,838
毛利率%	87.8%	87.6%	87.2%	88.6%
营业税金及附加	42	64	72	82
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
营业费用	8,213	10,851	12,914	14,853
营业费用率%	57.0%	61.0%	60.0%	59.5%
管理费用	366	441	481	604
管理费用率%	2.5%	2.5%	2.2%	2.4%
研发费用	1,113	1,423	1,829	2,322
研发费用率%	7.7%	8.0%	8.5%	9.3%
EBIT	3,070	3,118	3,860	4,576
财务费用	-23	15	5	-3
财务费用率%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.0%
资产减值损失	-193	109	137	142
投资收益	155	176	208	253
营业利润	3,256	3,381	4,214	4,997
营业外收支	-7	9	1	5
利润总额	3,249	3,389	4,215	5,001
EBITDA	3,187	3,688	4,343	5,137
所得税	213	224	232	330
有效所得税率%	6.6%	6.6%	5.5%	6.6%
少数股东损益	275	286	360	423
归属母公司所有者净利润	2,761	2,879	3,622	4,248

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,777	2,390	4,830	6,519
应收账款及应收票据	1,165	1,585	1,830	2,173
存货	0	0	0	0
其它流动资产	2,859	3,630	4,059	4,424
流动资产合计	5,800	7,605	10,719	13,117
长期股权投资	361	263	160	60
固定资产	923	812	570	382
在建工程	4	9	24	34
无形资产	1,108	1,656	2,475	3,158
非流动资产合计	4,764	5,214	5,842	6,295
资产总计	10,564	12,819	16,561	19,412
短期借款	889	889	889	889
应付票据及应付账款	1,471	1,991	2,388	2,515
预收账款	0	132	80	139
其它流动负债	2,138	1,700	2,664	2,456
流动负债合计	4,498	4,712	6,022	6,000
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债总计	4,498	4,712	6,022	6,000
实收资本	2,112	2,218	2,218	2,218
普通股股东权益	6,037	7,791	9,864	12,313
少数股东权益	28	315	675	1,098
负债和所有者权益合计	10,564	12,819	16,561	19,412

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

崔世峰，南京大学硕士，曾任职于东吴证券传媒互联网组，2019 及 2020 年新财富第二团队成员；曾任职于浙商基金权益投资部。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。