

公司深度

三七互娱 (002555)

传媒 | 互联网传媒

突破核心品类，产品矩阵饱满，业绩拐点可期

2021年09月29日

评级 推荐

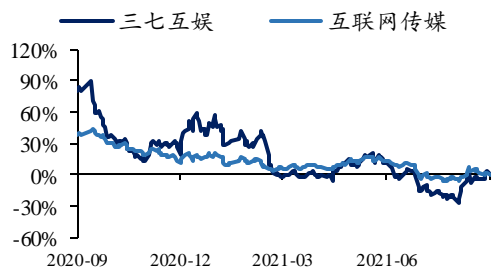
评级变动 维持

合理区间 21.45-28.60 元

交易数据

当前价格 (元)	22.09
52 周价格区间 (元)	15.87-41.71
总市值 (百万)	48992.62
流通市值 (百万)	35608.91
总股本 (万股)	221786.43
流通股 (万股)	154011.82

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
三七互娱	27.03%	-9.69%	-44.95%
互联网传媒	2.99%	-11.58%	-28.74%

何晨 分析师
 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@cfzq.com
曹俊杰 研究助理
 caojj@cfzq.com

相关报告

- 《三七互娱 (002555.SZ) 2021 中报点评: 出海业务提速, 产品储备丰富, 业绩进入释放期》 2021-09-06
- 《三七互娱 (002555.SZ) 2021 半年报业绩预告点评: 二季度业绩逐步好转, 出海有望贡献第二增长极》 2021-07-14
- 《三七互娱 (002555.SZ) 2021Q1 业绩预告点评: 2021Q1 业绩下滑超预期, 转型期阵痛初体现》 2021-03-18

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	13227.14	14399.70	17927.63	21513.16	25170.39
净利润(百万元)	2114.77	2760.95	2649.57	3173.36	3614.19
每股收益(元)	1.00	1.31	1.20	1.43	1.63
每股净资产(元)	3.17	2.72	3.38	4.17	5.06
P/E	23.64	18.06	17.85	14.91	13.09
P/B	6.73	7.84	6.31	5.12	4.21

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- **专注游戏业务, 研运一体化龙头。** 公司旗下拥有 1 个研发品牌 (三七游戏) 和 3 个发行品牌 (37 网游、37 手游、37GAMES)。2016 年-2020 年公司手游收入 CAGR 达 68.77%; 2021H1 海外收入占比达 27.12%。此外, 公司在国内手游发行市场占有率达 10.51%, 仅次于腾讯、网易。
- **优化资源配置, 强化“研运一体”。** 1) 研发端: 加大自研及多元化转型力度, “雅典娜、波塞冬、阿瑞斯+持续升级游戏引擎”强化精品游戏制作能力。2) 发行端: AI 系统赋能, “量子-天机”提高买量竞争效率。3) 配套资源: 升级企业文化; 优化人才考核和激励机制, 晋升途径更加多元化; 整合技术中台, 提升工业化研发效率。
- **突破核心品类, 海外逐渐成为第二增长极。** 1) 两款代表性产品, 初步验证自研成功。卡牌赛道: 《斗罗 3D》, 打通次世代引擎技术, 形成可复制方法论; 改变传统发行思路, 探索精细化、分批次用户运营模式。SLG 赛道: 《Puzzles & Survival》, 抓住欧美市场空白点成功出圈, 目前流水仍在爬坡期。2) 两个核心驱动力, 产品结构改变&海外收入快速成长。长生命周期品类占比提升: 有利于降低公司业绩波动性和整体销售费用率。海外收入快速成长, 有望贡献第二增长极。
- **政策监管重点明确, 业绩和估值底部。** 1) 防止未成年人沉迷是着重点, 政策阶段性见底。8 月 30 日《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》要求落实游戏账号实名注册和登陆, 未成年人玩游戏的时段和时长进一步缩短。2) 业绩和估值底部。新产品上线逐渐释放利润, 二季度业绩回升, 业绩驱动下估值有望持续修复。
- **投资建议:** 短期公司新品上线表现优异, 中长期产品储备丰富、多元化转型已具雏形, 有助于未来业绩的稳定释放。预计公司 2021 年/2022 年/2023 年营收 179.28 亿元/215.13 亿元/251.70 亿元, 归母净利润 26.50 亿元/31.73 亿元/36.14 亿元, EPS 为 1.20 元/1.43 元/1.63 元, 对应 PE 为 17.85 倍/14.91 倍/13.09 倍。此轮政策监管重点明确, 游戏板块整体估值也有所回调。公司作为游戏行业第二梯队, 考虑到未来三年的业绩增速, 以 2022 年为基准给予公司 15-20 倍 PE, 对应合理价格区间 21.45 元-28.60 元。维持公司“推荐”评级。
- **风险提示:** 政策监管变动; 市场竞争加剧; 产品流水不及预期。

内容目录

1 专注游戏业务，“研运一体化”龙头	4
1.1 紧抓行业变革机遇，不断自我突破.....	4
1.2 增加核心管理层持股，服务长期发展.....	5
1.3 以精品游戏为核心，构建全产业链生态圈.....	6
1.4 强流量运营，销售费用过高拖累盈利.....	7
2 优化资源配置，强化“研运一体”	9
2.1 加大自研及多元化转型力度，技术重塑底层框架.....	9
2.2 AI系统赋能，稳固买量竞争壁垒.....	12
2.3 持续对文化、人才、流程机制等进行优化.....	13
3 突破核心品类，海外逐渐成为第二增长极	15
3.1 两款代表性产品，初步验证自研成功.....	15
3.2 两个核心驱动力，产品结构改变&海外收入快速成长.....	16
4 政策监管重点明确，业绩和估值底部	18
4.1 防止未成年人沉迷是着重点，政策靴子落地.....	18
4.2 业绩和估值底部：二季度业绩回升，业绩驱动下估值有望持续修复.....	20
5 投资建议	21
6 风险提示	21

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构.....	5
图 3：公司主要游戏品牌.....	6
图 4：公司战略布局.....	6
图 5：近几年公司手游收入占比.....	7
图 6：近几年公司手游出海情况.....	7
图 7：公司营收及盈利情况.....	7
图 8：公司毛利率、净利率及销售费用率.....	7
图 9：公司销售费用构成.....	8
图 10：公司研发费用构成.....	8
图 11：公司货币资金及经营性现金流净额.....	8
图 12：公司应收账款及其周转率.....	8
图 13：同行业对比：研发费用增速.....	9
图 14：同行业对比：研发人员数量占比.....	9
图 15：“雅典娜”系统运行示意图.....	11
图 16：2014 年以来公司月流水较高的自研明星产品.....	12
图 17：“量子-天机”系统运行示意图.....	13
图 18：公司新版晋升管理制度核心变化.....	14
图 19：公司职业发展体系.....	14
图 20：公司创立创新委员会.....	14
图 21：公司搭建“创客汇”游戏创新平台.....	14
图 22：改革研发立项流程.....	15

图 23: 研发工业化进程	15
图 24: 《斗罗大陆: 魂师对决》改变运营思路	15
图 25: “斗罗”IP 改编产品上线 20 天 IOS 畅销榜变化	15
图 26: 《Puzzles & Survival》海外收入预估	16
图 27: 公司不同品类游戏收入占比规划	17
图 28: 公司游戏上线的市场分布及主打品类	18
图 29: 公司在中国手游发行商全球 top30 中的排名变化	18
图 30: 政策限制未成年人游戏时间愈加严格	19
图 31: 2018 年&2021 年的政策监管要点对比	19
图 32: 公司单季度归母净利润及其环比增速	20
图 33: 2017 年以来公司的 PE-BAND	21
图 34: 2017 年以来公司的 PB-BAND	21
表 1: 公司应收账款账龄结构	8
表 2: 公司研发投入情况分析	9
表 3: 公司多元化游戏产品矩阵布局情况	10
表 4: 不同玩法的游戏对比分析	17
表 5: 2002 年以来游戏行业主要政策	19

1 专注游戏业务，“研运一体化”龙头

1.1 紧抓行业变革机遇，不断自我突破

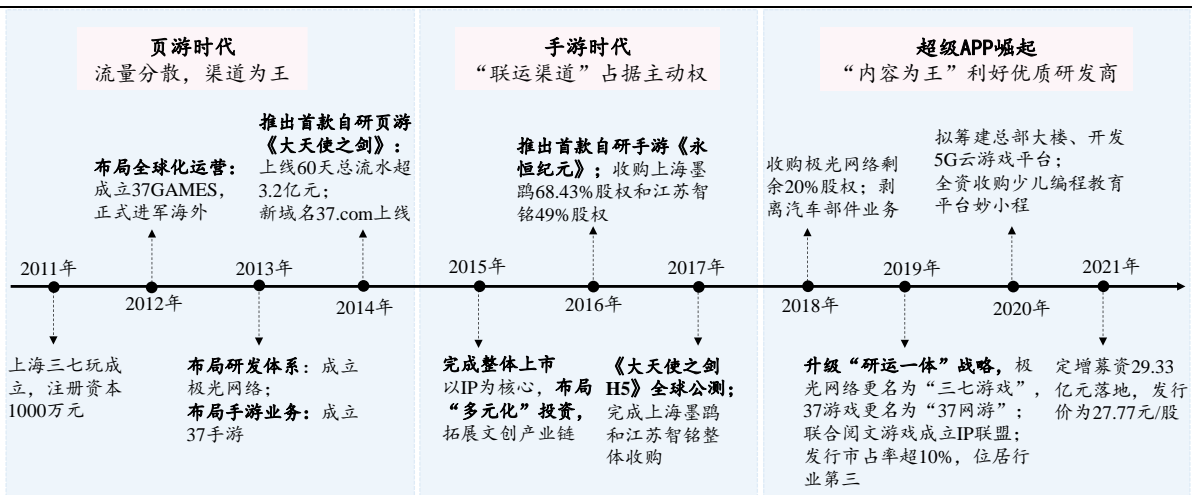
复盘历史，游戏行业的发展离不开技术进步。在多次渠道变迁下，公司成功抓住行业的三轮变革机遇，不断自我突破。

1) 页游时代（2011年-2014年）：从联运到独代，页游研发精品化。公司成立于2011年，以页游发行运营起家，首年即运营超过100款页游、注册用户累计突破1.6亿。随着页游平台迅速发展，公司争取到《神曲》等精品游戏的独家代理权。2013年公司成立极光网络，布局页游研发。2014年9月推出首款自研页游《大天使之剑》，上线60天总流水超3.2亿元；同年12月推出《传奇霸业》，上线80天总流水破3亿元。渠道方面，流量格局分散，公司凭借强大的运营和发行能力，实现页游的研运一体化。

2) 手游时代（2015年-2017年）：移植页游经验，成功实现“页转手”。2013年公司成立37手游，进军手游业务。2016年6月推出首款自研手游《永恒纪元》，上线30天流水破亿元，2017年全球流水达35亿元。2017年10月《大天使之剑H5》全球公测，上线24天流水破亿元，为研运一体战略打下坚实基础。公司自研手游表现优异，一方面受益于公司的渠道整合及流量精细化运营的能力，另一方面也受益于公司重视产品核心内容及玩法，对优势品类不断创新迭代，延长产品的LTV和ROI。渠道方面，华为、OPPO、VIVO等组成的硬核联盟成为国内最强大的联运渠道，占据了国内游戏分发的主动权。

3) 内容为王（2018年-至今）：超级APP崛起，买量与渠道联运共存，“研运一体化”战略升级。随着今日头条、短视频等平台崛起，流量格局发生转变，公司也升级了“研运一体化”战略。一方面，在运营端，转变传统发行思路、积极采取买量模式；另一方面，在研发端，保持流量经营的核心优势基础上做新品类创新和用户拓展，立足“双核+多元”产品战略、推动双核（MMORPG和SLG）+多元（卡牌、SRPG、模拟经营、泛二次元、女性向）品类发展。同时，调整海外发行策略和组织架构，积极布局海外市场。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，财信证券

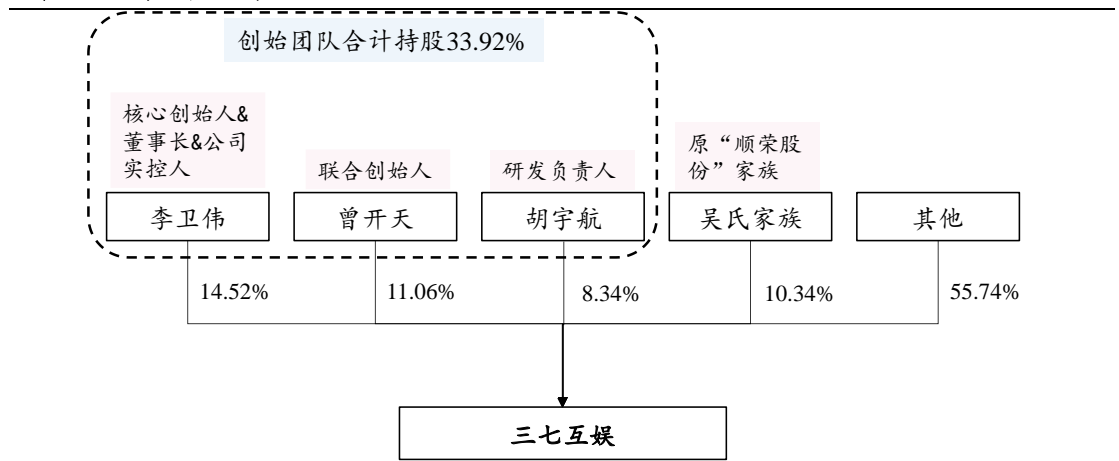
1.2 增加核心管理层持股，服务长期发展

公司核心创始人、实际控制人李卫伟持股 14.52%，联合创始人、海外发行负责人曾开天持股 11.06%，联合创始人、研发负责人胡宇航持股 8.34%；三人作为公司主要创始团队合计持股 33.92%。原顺荣股份的实控人吴氏家族合计持股 10.34%。

核心管理层不断增持+员工持股计划，加强治理结构和团队稳定性。1) 收购极光网络剩余 20% 股权，加强研发团队稳定性。2018 年 2 月，公司拟支付 14 亿元收购胡宇航持有的极光网络 20% 股权，胡宇航按承诺增持公司股份至 3%。此后，曾开天和李卫伟显后通过大宗交易方式向胡宇航转让公司股权，胡宇航增持至 8.34%。2) 收购广州三七剩余 20% 股权，加强发行团队稳定性。2020 年 12 月，公司及全资子公司（上海三七）以自有现金 28.8 亿元收购广州三七剩余 20% 股权，徐志高、贺鸿、刘军、刘嘉昱等核心人员承诺继续增持公司股份。同时，广州三七承诺 2020 年/2021 年/2022 年的净利润分别不低于 12 亿元/14.4 亿元/16.56 亿元。公司通过治理架构的调整，加强了核心管理团队的稳定性，助力长期可持续发展。3) 推出员工持股计划，加强核心人员激励。2019 年 6 月，公司推出第三期员工持股计划，主要对象为董监高、总监/副总监、核心管理人员及技术人员等不超过 400 名员工，转让价格为 0，最长锁定期为 3 年。

定增落地，加强游戏研发与技术平台建设，助力完善产品和战略布局。2021 年 3 月公司定增落地，最终募集总额 29.33 亿元，主要用于“游戏开发运营（8.74 亿元）、5G 云游戏平台（8.72 亿元）及广州总部大楼（11.56 亿元）”三项目建设。发行价格 27.77 元/股，正心谷、泰康、睿远等知名私募基金的认购彰显了对公司长期发展的信心。公司拟通过本项目开发 24 款网络游戏，涵盖西方魔幻类、仙侠类、东方玄幻类、战争主题类、北欧神话类及中世纪文明类等题材；拟分为三个批次开发 24 款游戏，每批次游戏开发周期为 1 年，整体开发周期为 3 年。

图 2：公司股权结构

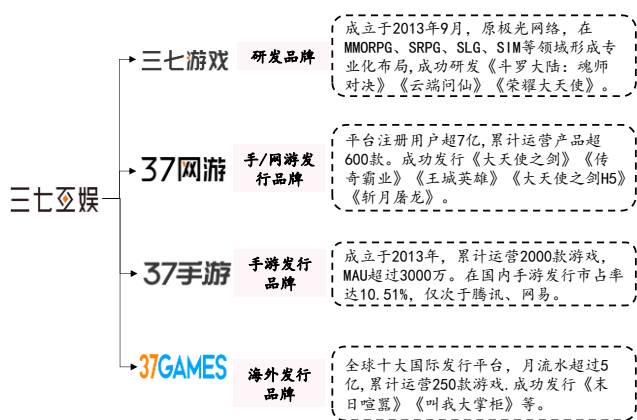


资料来源：wind，财信证券

1.3 以精品游戏为核心，构建全产业链生态圈

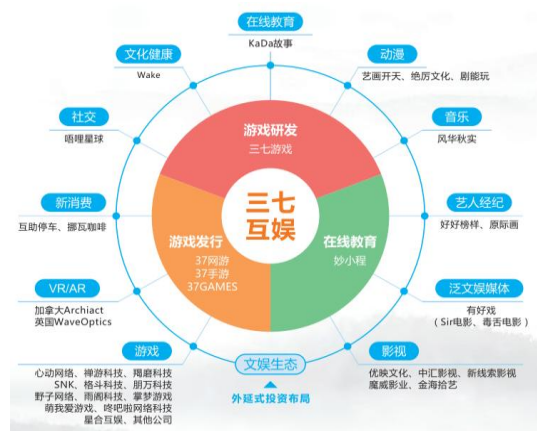
公司以精品游戏的研发和运营作为战略制高点，同时通过外部投资来构建全产业链生态圈。1) 游戏业务，由 1 个研发品牌（三七游戏）和 3 个发行品牌（37 网游、37 手游、37GAMES）组成。同时，公司通过对外投资及战略合作布局细分赛道，以快速拓展自身研发品类、丰富全球代理产品线。如战略入股羯磨科技、上海易娱以强化 SLG 类型游戏输出，参股上海掌梦、成都格斗等以加强年轻向产品研发，与广州诗悦网络合作发行二次元魔幻题材的《云上城之歌》等。2) 全产业链生态圈，公司围绕游戏业务积极布局了 5G/云游戏、在线教育、影视、音乐、艺人经纪、泛文娱媒体、文学、动漫、文化健康、社交等其他文化内容产品延伸，形成多元化的内容生产及展示平台。

图 3：公司主要游戏品牌



资料来源：公司官网，财信证券

图 4：公司战略布局

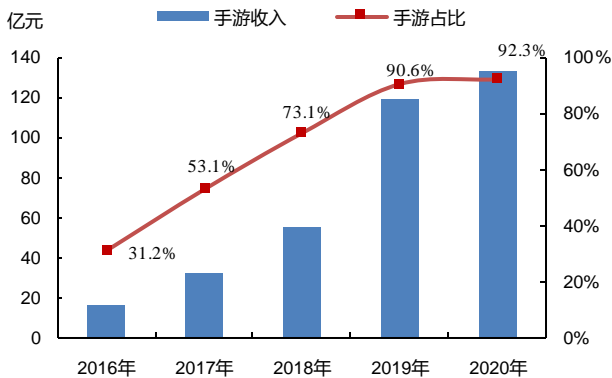


资料来源：公司官网，财信证券

“产品+流量+用户”精细化运营,公司手游业务迅速发展。2013 年公司成立 37 手游发行品牌，已累计运营 2000 款游戏，MAU 超过 3000 万。运营策略与页游时代相似，通过“经典 IP+强运营+持续迭代”思路，成功发行了《斗罗大陆：武魂觉醒》《永恒纪元》《拳魂觉醒》《鬼语迷城》《大天使之剑 H5》《云上歌之城》等精品游戏。公司手游业务快速成长，2016 年-2020 年均复合增速达 68.77%，2021H1 公司手游收入占比达 93.74%。根据伽马数据，公司手游市占率从 2% 最高提升至 7.58%。此外，根据易观发布的《中国移动游戏年度市场综合分析 2020H1》，公司在国内手游发行市场占有率达 10.51%，仅次于腾讯、网易。

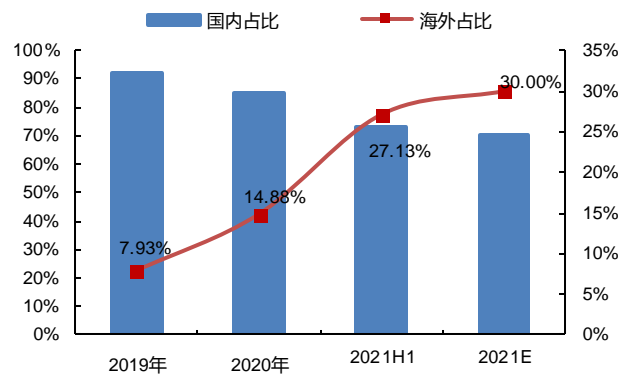
积极布局海外，逐渐成为新的业务增长点。2012 年公司成立 37GAMES 海外发行品牌，作为全球十大国际发行平台，37GAMES 月流水已经超过 5 亿元，运营产品总数近 250 款，在全球范围内成功发行《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《MU：跨时代》《斗罗大陆》H5《江湖大梦》《鬼语迷城》《永恒纪元》等多款自研及代理产品。近三年公司海外游戏收入快速增长，2018 年-2020 年均复合增速达 52.04%。2021H1 公司海外收入占比进一步提升至 27.12%，预今年底能达到 30%。随着公司在欧美（SLG）、日本（卡牌/模拟/SLG）、韩国（MMO/模拟）、东南亚和港澳台（与国内品类相类似）等市场的深入布局，未来海外收入有望成为公司的第二增长极。

图 5：近几年公司手游收入占比



资料来源：wind，财信证券

图 6：近几年公司手游出海情况



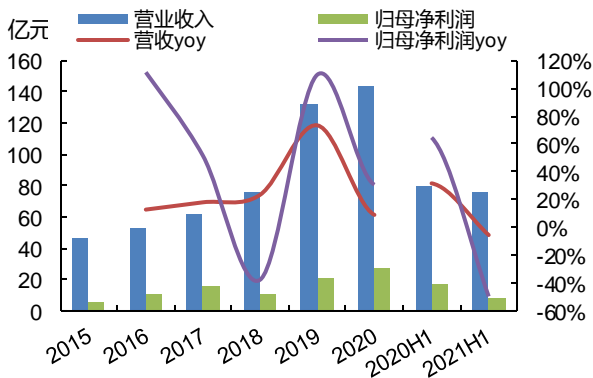
资料来源：wind，财信证券

1.4 强流量运营，销售费用过高拖累盈利

营收快速增长，毛利率趋于稳定、销售费用过高拖累净利率。2015 年公司实现整体上市以来，成功把握手游发展机遇，业绩增长迅速。2015 年-2019 年公司营收和归母净利润的年均复合增速分别达 29.82%和 42.98%。2020 年受疫情影响，产品上线延迟，公司全年营收增速放缓至 8.86%，业绩呈现前高后低走势。毛利率自公司实现页转手后，基本稳定在 80%-90%；净利率因买量成本过高而受到侵蚀，位于 15%-30%。

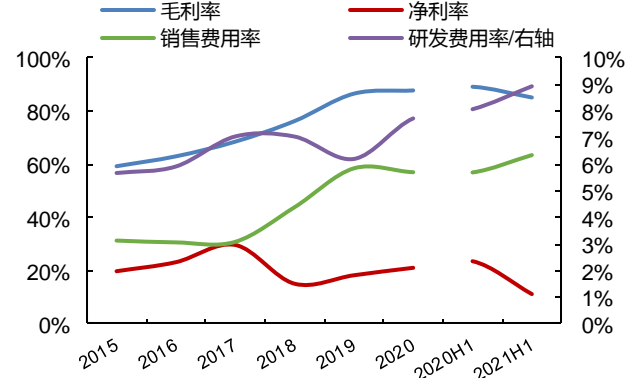
从费用方面来看：一是随着移动互联网红利衰退、流量成本上升，销售费用占比快速攀升。2015 年-2019 年公司的销售费用的年均复合增速达 51.75%，销售费用率也由 2015 年的 31.33%提升至 2019 年的 58.49%，2021H1 新品密集上线将销售费用率进一步推升至 63.48%。从销售费用的构成来看，因买量而产生的互联网流量费用占比也由 2015 年的 92.8%提升至 2020 年的 97.6%。二是公司“研运一体化”战略升级，加大研发投入、提升职工薪酬福利水平。2015 年-2020 年公司研发费用的年均复合增速达 33.32%，2021H1 研发费用率进一步提升至 8.94%。

图 7：公司营收及盈利情况



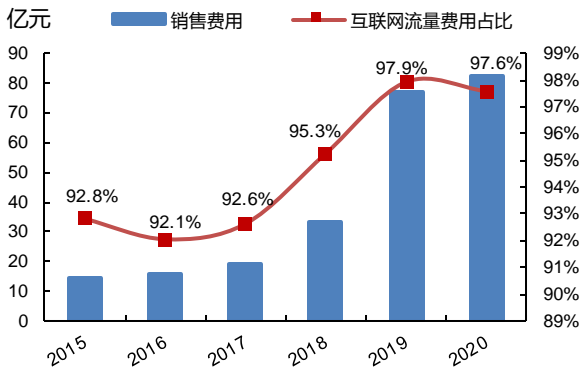
资料来源：wind，财信证券

图 8：公司毛利率、净利率及销售费用率



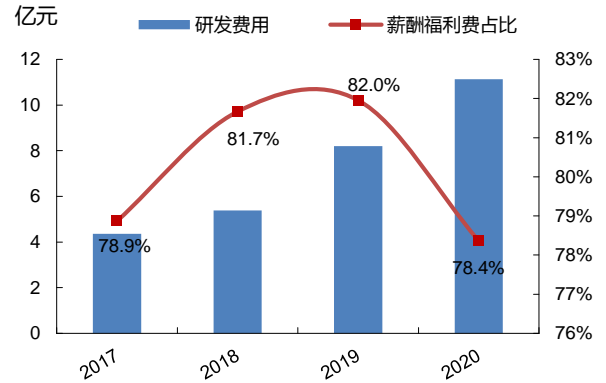
资料来源：wind，财信证券

图 9：公司销售费用构成



资料来源：wind，财信证券

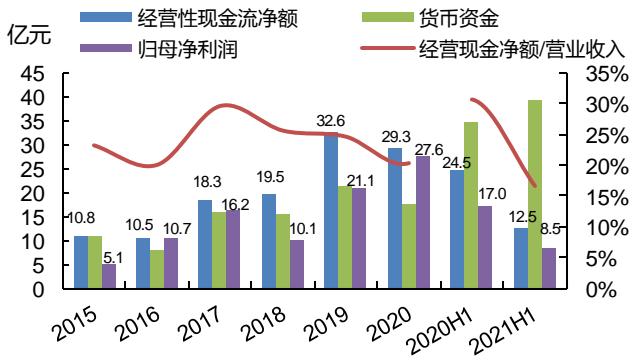
图 10：公司研发费用构成



资料来源：wind，财信证券

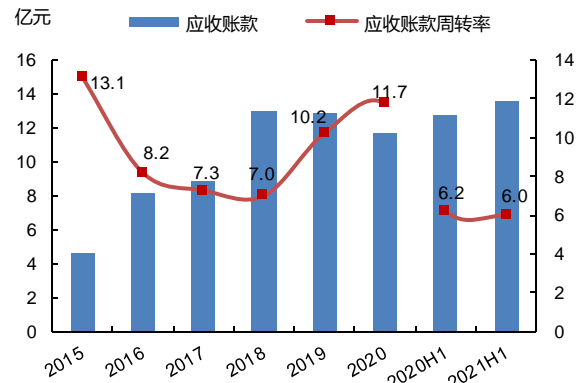
现金流健康、资金充裕，应收账款回款较快。从现金流来看，近几年公司经营性现金流净额与业绩增长趋势基本一致，维持高增长态势。此外，公司资金充裕，2021Q1 定增落地带动账面货币资金同比增加至 45 亿元，为公司加大研发投入提供坚实基础。从营运能力来看，公司对应收账款控制力度较强，应收账款周转率较高。一方面，2019 年-2020 年公司营收增长的同时、应收账款规模在不断下降，体现出公司对上下游的话语权较强；另一方面，公司应收账款账龄结构偏向短期，超过 97% 的应收账款均位于 1 年及以内，发生资产减值损失的风险较低。

图 11：公司货币资金及经营性现金流净额



资料来源：wind，财信证券

图 12：公司应收账款及其周转率



资料来源：wind，财信证券

表 1：公司应收账款账龄结构

	2021 中报	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年
1 年及以内	13.50	11.66	13.04	13.65	9.28
1 年-2 年	0.16	0.21	0.19	0.01	0.03
2 年以上	0.25	0.06	0	0	0.01
1 年及以内占比	97.05%	97.74%	98.56%	99.93%	99.57%

资料来源：wind，财信证券

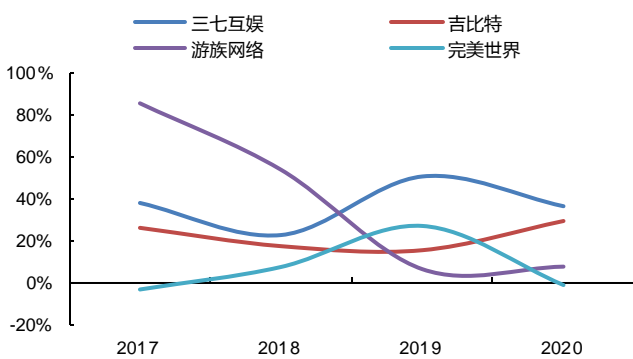
2 优化资源配置，强化“研运一体”

“研运一体化”战略升级体现在前瞻性的自研业务布局、精品化的流量运营及内部体制变革等方面。“研运一体化”的核心在于以市场需求为导向，精准定位目标用户群体，针对海量数据挖掘和分析的基础上，达到针对性的产品研发、最优化的渠道推广及精准化的运营调优。

2.1 加大自研及多元化转型力度，技术重塑底层框架

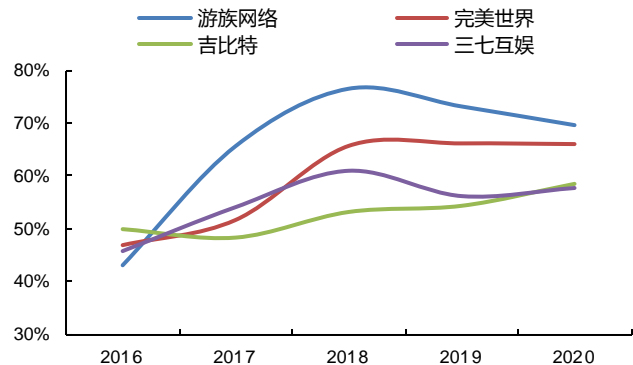
加大研发投入，扩充研发团队。2018 年以来公司不断加码研发投入，近两年的研发费用增速均位居行业前列，一方面提升原有研发人员的薪资，另一方面扩充研发人员数量。2015 年-2020 年研发人员数量年均复合增速达 23.58%、人均研发费用年均复合增速达 16.73%。2020 年公司研发人员达 2832 人，研发费用 11.13 亿元，营收占比 7.73%。公司计划 2023 年公司研发人员数量达 3500 人-4000 人、2024 年研发人员数量约达 5000 人，则 2021 年-2024 年公司研发人员年均复合增速为 20.86%。假设未来 4 年人均研发费用增速为 10%，则 2024 年公司研发费用为 28.53 亿元，达 2020 年水平的 2.56 倍。

图 13：同行业对比：研发费用增速



资料来源：wind，财信证券

图 14：同行业对比：研发人员数量占比



资料来源：wind，财信证券

表 2：公司研发投入情况分析

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E	2024E
研发费用 (亿元)	2.64	3.11	4.36	5.38	8.20	11.13	14.79	18.77	23.14	28.53
研发费用增速		17.56%	40.43%	23.28%	52.57%	35.63%	32.95%	26.91%	23.28%	23.28%
研发人员 (人)	813	1004	1461	1379	1582	2343	2832	3423	4137	5000
研发人员增速		23.49%	45.52%	-5.61%	14.72%	48.10%	20.86%	20.86%	20.86%	20.86%
人均研发费用 (万元)	32.50	30.94	29.85	38.99	51.86	47.49	52.24	54.85	55.95	57.07
人均研发费用增速		-4.8%	-3.5%	30.6%	33.0%	-8.4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：wind，财信证券

推动自研产品多元化转型，精准化流量趋势下、自研产品整体呈现高产出、高成功率和长周期等特质。页转手时代，公司坚持走传统优势 ARPG 品类（传奇/奇迹/魔幻/神话），凭借“复制并延伸页游时代流量精细运营经验+快速创新迭代手游产品”，不断提升产品的 LTV 和 ROI。在这一模式下，公司已经推出了 13 款月流水过亿的游戏，总流水

超过 500 亿元。2018 年监管收紧、游戏版号审批暂停，游戏行业收入增速下滑，公司开始前瞻性的布局自研产品转型，向多元化、年轻化和多品类化方向发展。2020 年受疫情影响叠加移动互联网流量红利消退，公司全年业绩呈逐渐下滑趋势，产品结构单一、高端生产线不足的弊端更加明显，管理层转型的态度更加明确。未来 3-5 年，公司将坚持“双核（MMORPG 和 SLG）+多元（卡牌、SRPG、模拟经营、泛二次元、女性向）”品类发展，在流量经营的核心优势基础上做品类创新和用户拓展。目前，公司在卡牌、SLG、模拟经营等创新细分赛道取得了阶段性突破，多元化产品矩阵已初具规模。

2020 年公司达到制作人级别的员工有 40 人左右，超 50% 制作人涉及新项目和新赛道。目前，公司在研产品保持 10 款左右，其中超 50% 都不是传统的 ARPG 游戏，如美术品质超过三七过往所有产品的卡牌 RPG《斗罗大陆 3D》；多文明题材的卡牌；非 COK like、非率土 like 的轻度 SLG；面向全球市场的美漫风格 FPS；不逼氪、面向中小 R 的 ARPG 游戏；专注成长体验的女性向模拟经营游戏等。上半年已经上线国内的有《荣耀大天使》（魔幻 ARPG）、《绝世仙王》（神话 ARPG）、《云端问仙》（古风挂机）、《叫我大掌柜》（模拟经营）、《斗罗大陆：武魂觉醒》（策略卡牌类）等。此外，公司于 2020 年 12 月在苏州成立萤火工作室、2021 年初在厦门成立研发分部，研发重点分别为女性向及模拟经营品类的精品游戏，公司旗下的产品线也进一步拓宽。

表 3：公司多元化游戏产品矩阵布局情况

	MMO	策略类	卡牌类	模拟/女性向/二次元	
已 上 线	2014 年	传奇霸业；大天使之剑			
	2016 年	永恒纪元			
	2017 年	大天使之剑 H5			
	2018 年	鬼语迷城；屠龙破晓；一刀传世		江山美人（8 月上线日本）	
	2019 年	精灵盛典；《斗罗大陆》H5		奉魂觉醒（代理）	
线	2020 年	奇迹 MU:跨时代（2 月港澳台）； 精灵盛典（12 月上线越南）	狂野西境；Puzzles & Survival(8 月欧美/日韩)	日理万姬；叫我大掌柜（10 月港澳台）；云上城之歌	
	2021 年	荣耀大天使； 绝世仙王；云端问仙		斗罗大陆：武魂觉醒 叫我大掌柜（5 月国内）； 斗罗大陆：魂师对决 一千克拉女王(代理)	
储 备	国内	自研（4 款）：传世之光、代号魔幻 M、 代号女性向古风、代号 3D 版 WT； 代理（5 款）：异能都市、曙光计划、代号 魔幻 K 计划、代号修仙传、代号 HH	自研（2 款）：代号 ADE、代号 三国 BY； 代理（4 款）：代号 YG、代号 三国 CB、代号 WG、代号 DG	自研（1 款）：代号 C6； 代理（4 款）：最后的原始人、 空之要塞-启航、代号二次元 ZQ、代号三消卡牌	自研（1 款）：代号女性向 CY； 代理（1 款）：代号森林
	海外	自研（4 款）：代号 JL、代号女性向古风、 代号 3D 版 WT、代号魔幻 M； 代理（3 款）：代号修仙、代号魔幻 K 计 划、代号 BX	自研（2 款）：代号 ADE、代号 三国 BY； 代理（4 款）：代号 S、代号海 岛 SLG、代号 PK、代号 MY	自研（2 款）：代号 C6、斗 罗大陆：魂师对决； 代理（1 款）：空之要塞-启 航	自研（1 款）：代号女性向 CY； 代理（1 款）：代号 ZH

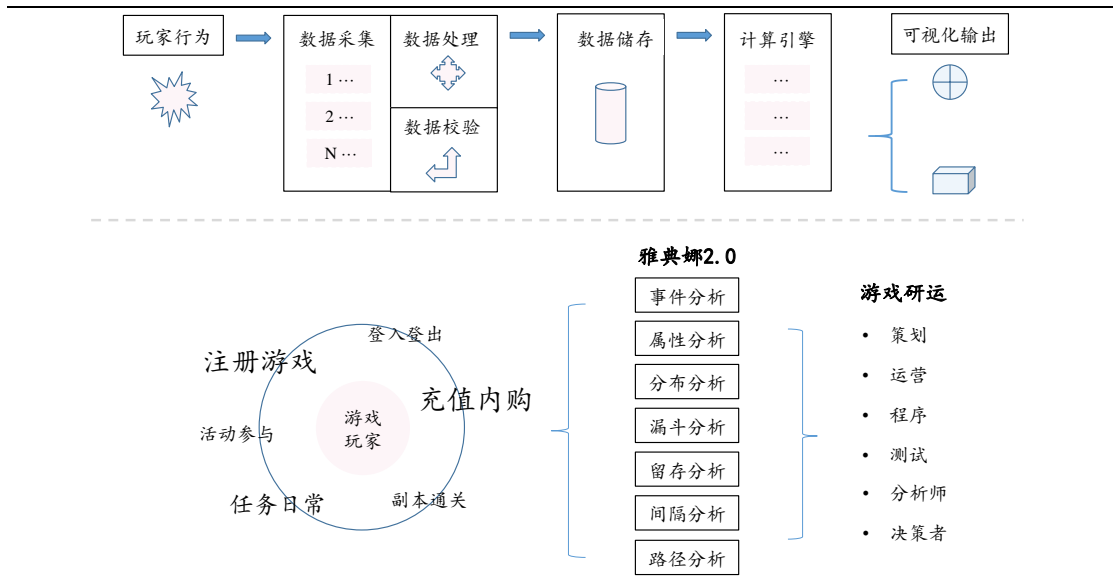
资料来源：wind，财信证券

研发底层框架重塑，“三大数据研运系统+持续升级游戏引擎”强化精品游戏制作能力。2015 年公司便开始了三大数据研运系统的立项，经过多年的功能完善和数据填充，2019 年公司得以正式启用。“雅典娜”“波塞冬”“阿瑞斯”三大数据研运系统，通过对用户行为轨迹及游戏运行数据建立多样化的数字标签、将产品模型化，实现精准分析并降低研发人员重复性的劳动负担，进而提升研发效率和成功率。简而言之，就是将过去人

工收集、反馈、判断游戏数据的工作都交给系统，游戏的制作、分析、运营有“数据“可依。此外，公司通过持续的研发投入，积累了大量核心技术，自主研发了一系列性能优异、稳定性强的游戏引擎和游戏框架。2020 年公司对自研 3D 引擎再次升级，性能提升 30% 以上，保障公司能够持续推出可玩性强的高质量精品游戏。其中，公司自研的 3D 引擎在物品和人物精细化渲染、场景和地貌的展现上有进一步的提升，使光影表现更为逼真，大幅提高了游戏的真实性；公司自研的 2D 引擎已支持跨平台研发，研发效率显著提升。三大数据运营系统与持续升级的自研引擎联动，整个过程变得高度的智能化、模型化和工业化，公司也能够进一步整合高级制作资源，强化精品游戏得研发创新能力。

“雅典娜”“波塞冬”“阿瑞斯”是拥有海量数据秒级查询能力、稳健高效的数据分析系统。1) “雅典娜”系统，广泛应用于公司游戏策划、运营、测试和项目组的日常查询。比如，分析玩家流失点、关卡完成情况、新老玩家对比等数据，进而提高新手玩家留存、甚至预测玩家流失情况；获取玩家行为路径、分析出场率、胜率变化，为游戏平衡性和玩法迭代提供数据依据；观察玩家在活动期间的各项指标趋势，通过分群跟踪特定用户群体后续行为，评估运营活动效果。2) “波塞冬”系统，通过引擎的工具化及美术资源批量化生产，使得研发的效率提升 3 倍以上。比如，运用大数据思维，通过用户定制化诊断、智能诊断、阈值控制诊断等方式，主动发现异常，帮助研发团队快速精准的发现和解决问题。3) “阿瑞斯”系统，是对数据仓库、数据挖掘、机器学习技术的综合应用，通过多方位的数据探索助力游戏的精品化运营。通过融合游戏内部的玩家行为数据和各渠道来源的外部数据，利用高效的算法和模型，可以对玩家用户进行精准画像、快速感知游戏产品相关的网络舆情热点、并科学预测游戏行为和运营趋势。

图 15：“雅典娜”系统运行示意图



资料来源：公司公告，手游那点事，财信证券

8 年时间拥有 13 款月流水过亿产品，三大数据研发系统提供重要支持。虽然无法从直观数据来衡量三大数据研运系统的效果，但可以从公司近几年自研产品的推出及流水情况进行侧面印证。根据游戏葡萄统计，自 2013 年公司研发品牌成立以来，共推出 13 款月流水过亿的产品，总流水超过 500 亿元，其中超过一半是在 2018 年以后上线的。由

此可见，三大数据研运系统对提高自研产品的研发效率和成功率提供了重要的支持作用。

图 16：2014 年以来公司月流水较高的自研明星产品



资料来源：公司公告，财信证券

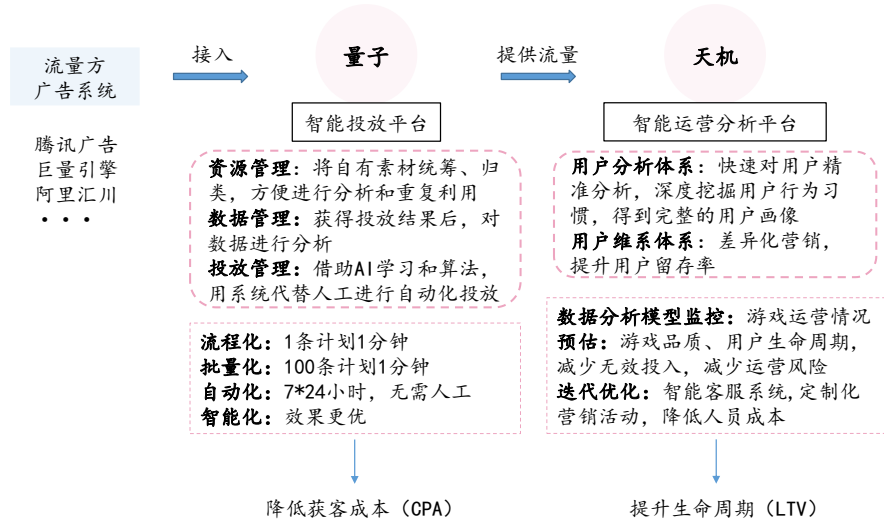
2.2 AI 系统赋能，稳固买量竞争壁垒

“量子-天机”系统，是一套基于 AI 开发、可以实现快速批量投放及智能化维护的系统，通过大数据分析及 AI 算法提升推广效率及效果。2018 年公司开始搭建使用“量子-天机”系统以来，广泛应用于 37 手游、37 网游及海外 37GAMES 的运营和投放工作，至今已积累了近百款游戏的海量运营数据。“量子-天机”的投入使用大幅提升了公司的投放业务效率。据巨量引擎的洞察报告显示，这套批量化、自动化、智能化投放系统令公司的广告投放效率实现了 250% 的提升。未来，公司将在“量子-天机”系统上开发出更多针对内容服务的功能，拓展两个系统的应用边界，比如计划在“量子”系统上开辟对素材的研究和分析功能、素材的自动化制作功能等。

“量子”系统主要服务于获取用户，核心在于提高投放业务效率、降低获客成本。“量子”主要分为资源管理、数据管理和投放管理三个模块。其中，资源管理模块主要是对自有的素材进行统筹、归类，方便业务人员进行分析和重复利用；数据管理模块主要是对投放结果进行数据分析，从中得出更好的投放指导建议；投放管理模块可根据项目需求，借助 AI 学习和算法，由系统代替人工进行自动化投放。“量子”可以对接所有主流渠道，以适应公司全球化的业务；也可以合并多个系统，实现流程化和批量化的创建计划，同时对计划进行 7*24 小时的自动化和智能化处理，从而游戏降低获客成本。

“天机”系统服务于运营体系，核心能力在于对数据的统计、分析及预测、提升产品生命周期。“天机”主要包括用户分析体系和用户维系体系两个模块。其中，用户分析体系可以快速对用户进行精准分析，深度挖掘用户的行为习惯，得到完整清晰的用户画像，助力开展精准投放；用户维系体系可以通过智能客服系统对用户数据进行不同的差异化营销及个性化维护，提升用户留存率。“天机”的核心在于通过数据分析模型对游戏生命周期进行精准预测，减少无效投入、降低运营风险；同时能将投放控制数据反馈至“量子”系统，帮助发行团队迅速判断一款新游戏是否适合当前的投放模式。

图 17：“量子-天机”系统运行示意图



资料来源：公司公告，财信证券

2.3 持续对文化、人才、流程机制等进行优化

升级企业文化，引领企业长期发展。2020年10月9日，公司发布全新升级的文化体系，确立“给世界带来快乐”的使命，提出“成为一家卓越的、可持续发展的文娱企业”的愿景，更新“创新、进取、分享、尊重”的价值观。

革新人才体系，激发人才队伍活力。2019年起公司开始实施进一步增强研发实力的“三七游戏 2.0 战略”，从“以产品为核心”升级为“以人才发展为核心，打造多元化的研发人才培养平台”。员工综合素质的提升也有助于推动企业的进一步转型发展，目前公司已形成一套完整的人才发展体系。主要体现在以下几个方面：

一是完善人才培养体系。①提升员工培训成效。公司从人才培养项目、课程体系搭建、师资力量培育和学习平台建设等多方面入手，不断完善人才培养体系。同时，以三七大学线上自主学习平台为重要载体，通过内外部培训、线上/线下培训等灵活多元的学习方式，打通学习发展通道、简化培训流程、缩短培训周期、扩大员工参与范围，提升员工培训成效。②坚持高质量校招培养和高级人才引进。一方面，公司专门针对校招设立“黄埔新军计划”，通过三年的培养周期，明确其职业发展规划，全面提升校招员工的通用和专业能力，公司高层也会亲自参与校招生的培养项目；另一方面，公司近两年不断高薪招聘顶尖大牛，近两年已引进高端美术和技术人才超过 20 人。同时，也请他们以导师身份培养校招新人，加快年轻员工的成长。

二是优化人才考核和激励机制。①针对项目组的考核由“产品盈利导向”调整为“产品创意、品类开拓”等多指标衡量，盈利不再是唯一看重的指标。②2019 年公司设立第三期员工持股计划，员工覆盖率达 14.2%，深度激励员工价值创造动力，提升核心骨干团队凝聚力和公司核心竞争力。

三是调整人才晋升管理制度。2020 年 11 月公司发布新版《三七互娱晋升管理制度》，加入了新的职级发展双通道，设立“管理通道 (M 序列)”和“专业通道 (P 序列)”，进

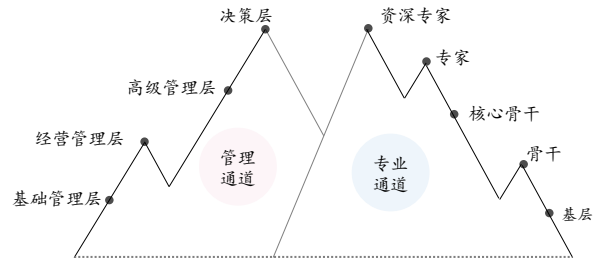
一步明确员工的成长路径；明确每个职级的定义，配套建立价值观标准、领导力模型和专业任职资格标准；持续完善员工晋升评定流程、定期对每位员工进行绩效和职业发展考核，让不同的人才在公司都能根据实际情况匹配到合适的培养方式以及发展方向。

图 18：公司新版晋升管理制度核心变化

各模块	原版-职位薪酬管理办法	新版-晋升管理制度
晋升理念	· 关键词：薪酬发展、升职	· 关键词：面向未来、能力发展、责任
晋升标准	· 基本条件标准	· 职级发展双通道 · 职级定义 · 平级任命和专业晋升标准要求
提名	· HR提供初选名单，部门负责人确认名单	· 上级提名 · 自主提名 · 均需满足晋升标准要求
基本资格	· 绩效：半年内1次绩效等级为B（含）以上 · 资历：大专及以上学历0.5年，大专以下1年	· 绩效：连续2年达到B及以上，或上一年绩效为A及以上 · 资历：M3/P6及以下需具备1年上一级经验，M4/P9及以上需具备2年上一级经验 · 培训：M2/P7及以上需参加与职级对应的领导力发展计划并考核通过（以培训部发布的通知体系为准） · 价值观：纳入价值观考核作为依据
评审规则	· 总监及以上管理岗：管委会、用人部门、协同部门、集团HR · 经理及以下管理岗：用人部门、协同部门、集团HR · 专业序列内发展：用人部门、集团HR	· M4/P9及以上：3-5名人才评审委员会成员，至少含1名HR评委，邀请人才管理发展委员会参与 · M2-M3/P7-P9：3-5名人才评审小组成员，至少含1名跨部门评委 · P6及以下：3-5名部门评委
审批规则	· 总监及以上管理岗：管委会审批 · 其他管理岗和专业岗：评委确定评审结果	· M4/P9及以上：人才管理委员会审批 · M3/P8及以下：各事业群负责人审批，集团HR备案
绿色通道	· 跨级发展：绩效特别优异者（半年两次绩效为B及以上）	· 破格、破级发展 · 绩效突出或特殊贡献，可突破年限、学历、培训等基本条件直接进入能力评估 · 价值观不达标，不能破格

资料来源：三七圈儿（公司官方公众号），财信证券

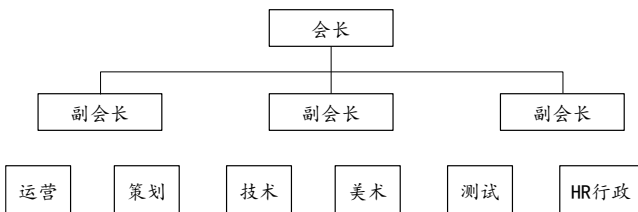
图 19：公司职业发展体系



资料来源：三七圈儿（公司官方公众号），财信证券

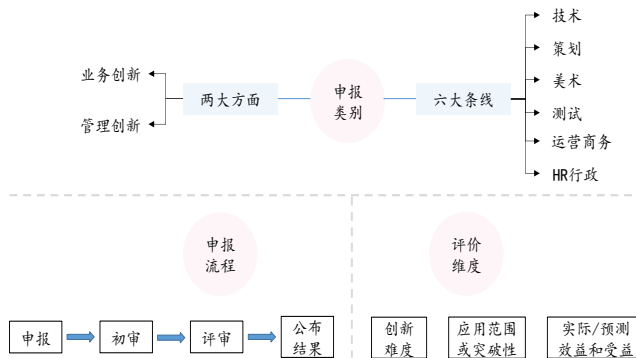
四是鼓励员工创新发展。①公司成立创新委员会，建立创新成果申报、评审和奖励机制；②搭建“创客汇”内部创新实现平台，将员工创新成效与物质回报挂钩，激发员工主动创新的积极性。同时，公司不定期邀请外部专业机构和资深专家讲师，开展创新专题线上、线下讲座及培训等，也是为公司“研运一体”战略持续输送和储备创新人才。

图 20：公司创立创新委员会



资料来源：《三七互娱人才白皮书》，财信证券

图 21：公司搭建“创客汇”游戏创新平台

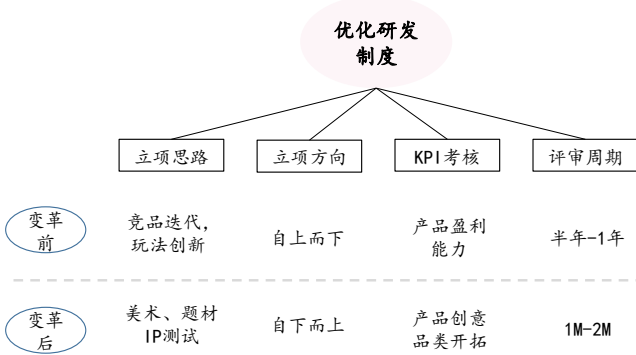


资料来源：《三七互娱人才白皮书》，财信证券

优化研发制度，提升工业化研发效率。①研发立项流程改革，“KPI 考核多样化+缩短立项评审周期”。一是 KPI 考核多样化。公司旧的立项思路以产品盈利为导向，主要是通过市场调研和对比竞品数据、做出系统和玩法方面得迭代创新；新的立项思路增加“艺术风格、题材和 IP 测试”等考量维度。二是缩短立项评审周期。尝试自下而上的立项方式，将项目评审委员会的评审周期由“半年到一年一次”缩短为“为 1-2 个月一次”，对每一款作品都精益求精。②开发 AI 大数据算力研运中台——“宙斯”中台，提升工业化研发效率。“宙斯”可实现从研发、部署、运营全流程的自动化和标准化，为各部门系统间的互联互通扫平障碍，使各系统及原业务流程达到大幅的自动化提升。根据游戏葡萄，公司把技术、运营、美术能力整合成为中台，并让中台做更多研究探索类的工作，例如 UE4 个性化编辑器的预研，辅助研发决策的雅典娜等大数据系统，技术与美术在 3D 效

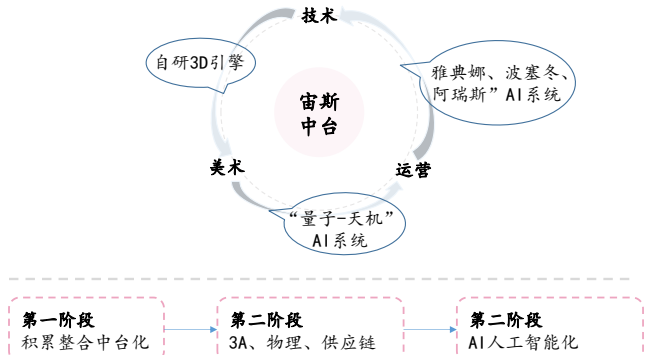
果上更高效的协同等。借助中台，公司可以为人才提供成型的配套资源、积累不同项目的经验，同时也可以释放资源、研发探索新技术，提升工业化研发效率和产品成功率。

图 22：改革研发立项流程



资料来源：竞核，财信证券

图 23：研发工业化进程



资料来源：竞核，财信证券

3 突破核心品类，海外逐渐成为第二增长极

3.1 两款代表性产品，初步验证自研成功

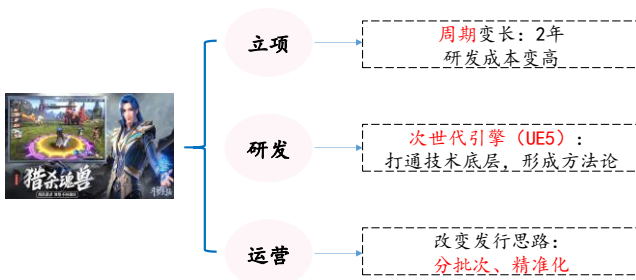
卡牌赛道：《斗罗 3D》，打通次世代引擎技术，形成可复制方法论。

1) **立项阶段，反复打磨。** 2019 年 7 月开始预研《斗罗 3D》Demo，12 月正式立项，历时约 2 年完成制作。制作人为晓峰（参与过《大天使之剑》和《永恒纪元》的研发），整个团队规模约 200 人。

2) **研发阶段，打通底层技术形成可复制方法论。** 采用次世代研发引擎，统一了公司在次世代领域的开发流程和底层逻辑，形成了一套可继承和不断迭代的体系，包括技术编辑、3D 渲染、海量数据分析等，能够有效提升游戏研发的效率及创意天花板，为公司的精品化战略打下坚实的基础。公司也可以集中更多的资源去提升游戏的策划和创意。

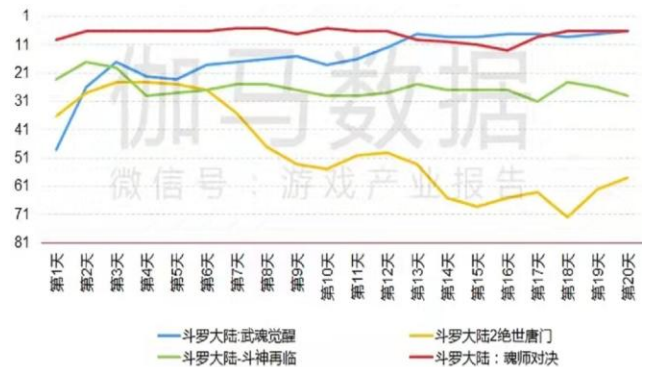
3) **运营阶段，改变以往的爆量思路，采用精细化、分批次导入用户。** 该项目从去年底开始测试，小步迭代、快速进化，经历了“立项调研—小量测试—技术测试—公测”，在全流程间实现小步迭代、快速进化，既能够减少无效广告浪费、又能提高产品的 ROI。为未来产品的发行模式提供了重要思路。在游戏高品质和发行高效率支持下，《斗罗 3D》8 月流水已经超过 7 亿元，当月就实现了 ROI 回正。

图 24：《斗罗大陆：魂师对决》改变运营思路



资料来源：公司公告，财信证券

图 25：“斗罗”IP 改编产品上线 20 天 IOS 畅销榜变化

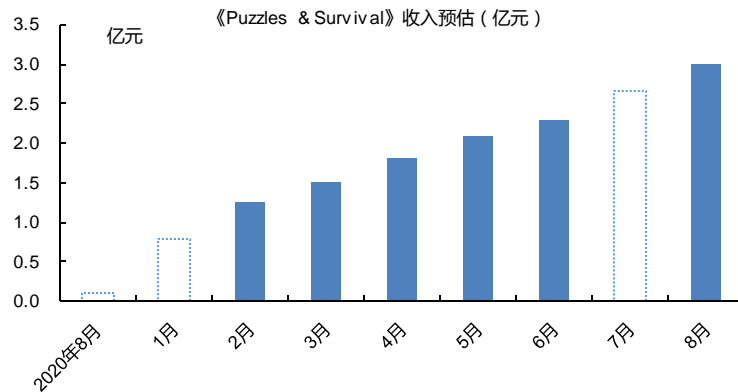


资料来源：伽马数据，财信证券

SLG 赛道：《Puzzles & Survival》，抓住欧美市场空白点成功出圈，流水仍处爬坡期。

《Puzzles & Survival》是 SLG 游戏成功出圈的经典案例，主要源于其题材新颖、玩法创新，玩法上成功融合“欧美市场最流行的三消玩法+传统重度 SLG 玩法”，同时吸引了“核心 SLG 玩家+欧美地区玩家基数庞大的三消用户”，玩家留存度大幅上升。2020 年 8 月《Puzzles & Survival》上线欧美地区后，已登顶过部分地区策略游戏畅销榜之首，并进入欧美多地区畅销榜前 50、日本下载双榜第一，预计今年将陆续推向港澳台、韩国等市场。流水方面，该游戏在今年 1 月起盈利大幅增长，5 月流水突破 2 亿元；上半年累计流水已突破 10 亿元，目前仍在爬坡期。预计在明后年的月流水峰值能达 4 亿元-5 亿元，长期来看将持续为公司贡献稳定增长点。

图 26：《Puzzles & Survival》海外收入预估



资料来源：公司公告，Sensor Tower，财信证券

3.2 两个核心驱动力，产品结构改变&海外收入快速成长

中长期来看，我们认为主要由两个驱动力来支撑公司稳健增长。

驱动力一：品类多元化，长生命周期品类占比提升。

MMO/ARPG 类游戏为公司贡献短期基本盘，“SLG 类+模拟经营类”游戏贡献长期增长点。①从玩法来看，MMO 类属重度游戏，爆发性好、但生命周期相对较短；策略类同属重度游戏，底层逻辑偏社交，生命周期相对较长、长尾效应更加明显，全生命周期的利润率远大于 MMO 类；模拟经营类游戏相对属于中轻度游戏，较好的迎合了玩家碎片化娱乐的需求，生命周期介于二者之间。②从回收期来看，买量打法的加入使得短期一次性推广投入加大，产品的验证时间和回收周期普遍被拉长。目前，MMO 类游戏的回收期约 3-4 个月，SLG 类游戏约 5-6 个月（海外较长约 8 个月），模拟经营类游戏的回收周期介于二者之间。③从营销节奏来看，MMO 类在上线初期需要快速的爆量，且一般和影视明星联动，所以短期的营销费用较高；策略类/卡牌类等的营销费用支出较为平缓，一般在产品的全生命周期内均需买量。④从流水来看，MMO 类游戏的终身流水能达到峰值月流水的 12 倍，SLG 类游戏约 20-30 倍，模拟经营类游戏的表现介于二者之间。

提升长生命周期品类的占比，有利于降低公司业绩波动性和整体销售费用率。当公司产品结构较为单一（以前主要靠 ARPG 驱动），业绩容易受到短期产品迭代速度的影

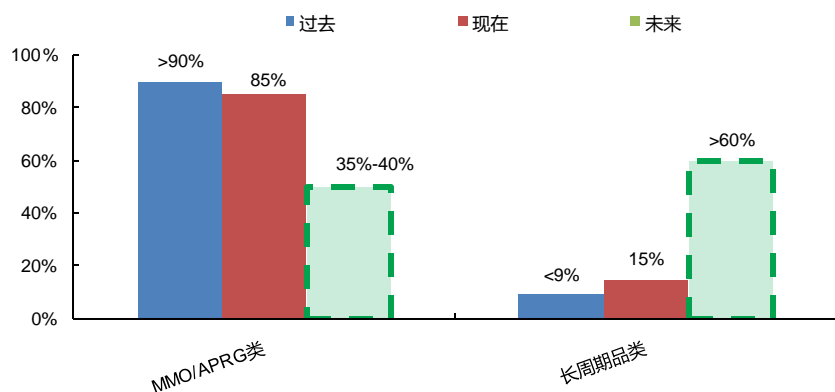
响而产生较大的波动性。随着长周期产品占比逐渐增多，公司的盈利回收模型发生改变，业绩的波动性会随之降低，整体的销售费用率也会有所下滑。现在公司长周期占比已经由不到个位数，提高到了 15% 左右。根据公司计划，未来长周期品类的收入占比将超过 60%；其中，策略类提高到 30%、卡牌 10%-20%、模拟加其他创新品类约占 10% 左右。

表 4：不同玩法的游戏对比分析

	MMO/ARPG	策略类	卡牌 模拟/女性向/二次元
玩法	重度	重度	中轻度
生命周期	1-2 年	3-4 年	介于二者之间
回收期	3-4 个月	国内：5-6 个月 海外：超过 8 个月	介于二者之间
终身流水/月流水 峰值	12 倍	20-30 倍	介于二者之间
目标流水占比	35%-40%	30%	10%-20%； 10%

资料来源：公司公告，财信证券

图 27：公司不同品类游戏收入占比规划



资料来源：公司公告，财信证券

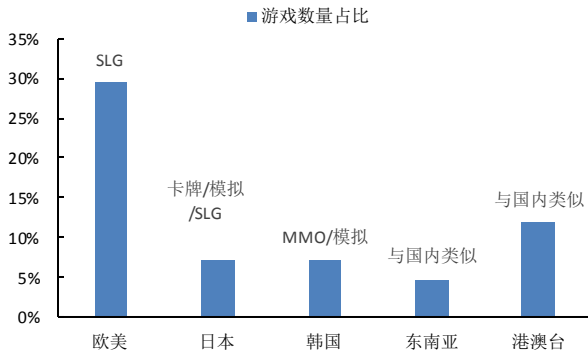
驱动力二：海外收入快速成长，有望贡献第二增长极

明确市场定位，调整海外组织架构和发行策略，聚焦特定赛道和品类。首先，公司进一步明确了不同地区的市场地位。公司从 2012 年确立出海策略，随着多年的试错和经验积累，最终明确排在首位的市场为欧美地区，主要用 SLG 品类去突破；其次为日本市场，卡牌/模拟/SLG 等品类均可适用；然后是韩国市场，主打 MMO 和模拟品类；最后是东南亚及港澳台市场，相较之下，该类地区与国内玩家的习惯和适用的产品品类相差较小。其次，公司将出海策略由原来的“分区突破”调整为“按照赛道和品类做组织架构发行”。新策略之下，发行人员对产品有更深入的理解，可通过更有效的手段进行本地化运营。品类方面，目前主要是以 SLG（《Puzzles & Survival》）为核心，带动模拟经营（如《叫我大掌柜》、《江山美人》等），ARPG（如《荣耀大天使》、《精灵盛典》等）等多品类突破海外市场。最后，公司多年的海外发行经验可以反哺研发团队。在海外产品的研

发过程中，发行团队会全程参与，在不同的阶段进行不同的深度测试，更好的从用户行为出发来提升产品的质量和生命周期。

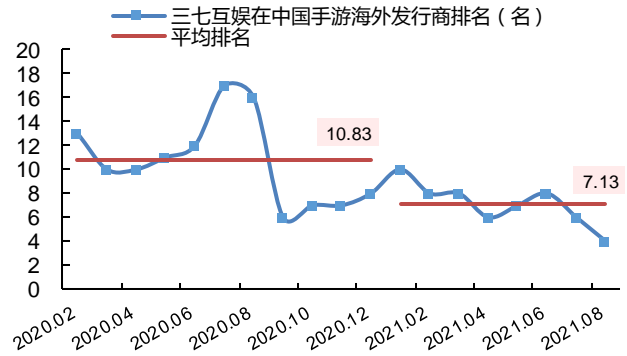
根据 Sensor Tower，2020 年公司在中国手游发行商全球 top30 榜单中排名 10-15 名。随着海外市场的逐渐发力，8 月公司在中国手游发行商全球 top30 榜单的排名已经进入第 4 名，未来公司有望进入中国出海厂商前三名。

图 28：公司游戏上线的市场分布及主打品类



资料来源：头豹研究院, 同花顺, 财信证券

图 29：公司在中国手游发行商全球 top30 中的排名变化



资料来源：Sensor Tower, 财信证券

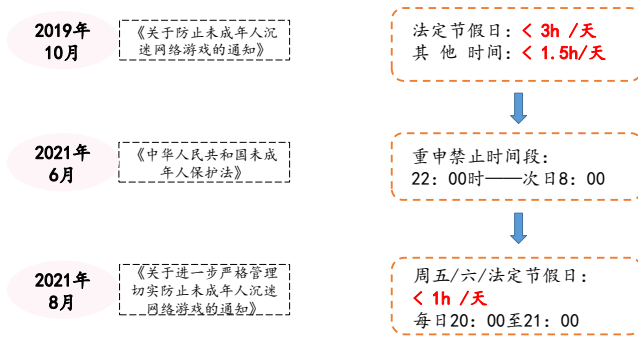
4 政策监管重点明确，业绩和估值底部

4.1 防止未成年人沉迷是着重点，政策靴子落地

政策靴子落地，本轮监管仍把防止未成年人沉迷作为重中之重。1) 2018 年政策监管的重点在于控制游戏发行总量、限制未成年人的游戏时间。一方面，通过机构改革，将游戏版号的审批职能移交至中宣部；另一方面，在保护未成年人方面，重点强调要建立实名认证、游戏分级和适龄提示制度，同时逐步收紧未成年人的游戏时间。2) 今年初以来，政策进一步重拳出击。2021 年 8 月 30 日，国家新闻出版署下发《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，一方面未成年人玩游戏的时段和时长进一步缩短；另一方面要求严格落实游戏账号实名制注册和登陆，各游戏企业也纷纷做出积极响应。因此，通过对比 2018 年和 2021 年的政策监管环境，我们认为本轮游戏行业的监管方向并未发生大的改变，加强内容审查、试行游戏评分新细则、打击未成年人租售账号等是对前期政策效果的查漏补缺。

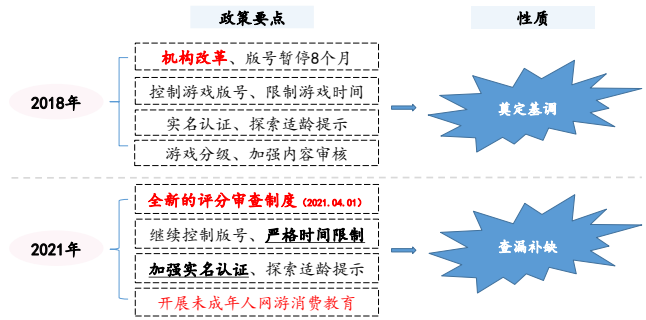
中宣部出版局副局长杨芳在第十九届中国国际数码互动娱乐展览会上的致辞中也提到：要进一步增强文化自信、要进一步增强精品意识、要进一步增强国际化意识和要进一步增强安全意识。未来，我们认为游戏行业的增长路径主要有两条：1) 内容精品化。游戏行业在资金、人才、技术上的门槛越来越高，大厂的优势也会更加明显。2) 出海。一方面，国内移动互联网用户红利见顶，渠道和买量愈加成熟；而海外市场仍有待开发，2019 年起中国自研游戏海外市场收入增速开始超越国内游戏市场收入增速。另一方面，游戏作为文化创意类产品，出海有助于不断壮大我国的网络出版实力、加快构建文化竞争软实力。

图 30：政策限制未成年人游戏时间愈加严格



资料来源：国家新闻出版总署，财信证券

图 31：2018 年&2021 年的政策监管要点对比



资料来源：中宣部,国家新闻出版总署，财信证券

表 5：2002 年以来游戏行业主要政策

机构/文件名/时间	主要内容
国家新闻出版署《互联网出版管理暂行规定》2002 年	网络游戏上网出版前，须报国家新闻出版广电总局审批
国家新闻出版广电总局《关于移动游戏出版服务管理的通知》2016 年 6 月	自 2016 年 7 月 1 日起，未经总局审批的移动游戏不得上线 (国内安卓渠道率先跟进落地；2020 年 7 月 1 日，App Store 开始落实版号新规)
中宣部、教育部等《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》2017 年 12 月	各部门迅速开展全面排查，重点排查用户数量多、社会影响大的网络游戏产品，对价值导向严重偏差、含有暴力色情等法律法规今之内容的，坚决查处
文化部等 8 部委《关于开展网络游戏出版专项整治行动的通知》2018 年 1 月	对未经总局批准、擅自上网运营的网络游戏，予以坚决取缔；对内容出现严重偏差和打擦边球的，予以坚决查处和整改；本轮行动时间从 2018 年 1 月中旬到 3 月中旬。
中宣部等 8 部委《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》2018 年 2 月	整治规范几类产品：一用户数量和社会影响力大的头部产品；二内容低俗、含有暴力色情的产品；三对未经许可、版号等内容不全的产品；四来自境外，法律法规禁止内容的产品
国家新闻出版广电总局《游戏申报审批重要事项通知》2018 年 3 月	因机构改革，全面暂停游戏版号发放(2018.04-2018.12)。原国家新闻出版广电总局拆分为国家广播电视总局、国家新闻出版署和国家电影局三个机构，其中国家新闻出版署与国家电影局挂牌至中宣部，机构改革完成后网络游戏的版号发放职能将移至中宣部
教育部等 8 部委《综合防控儿童青少年近视实施方案》2018 年 8 月	实施网络游戏总量调控，控制新增网游上网运营数量，适龄提示制度实现游戏分级，限制未成年人使用时间
证监会“再融资审核财务知识问答” 2018 年 10 月	上市公司募集资金原则上不得跨界投资于影视、游戏；二级市场再融资收紧
国家新闻出版署召开“全国游戏管理工作专题会议” 2019 年 4 月	多措并举明确游戏监管要求，新游戏版号审批倾向精品游戏，未来审核效率会更快。一方面，要保证市场的正常需求，尊重发展规律，提升游戏产品的文化价值；另一方面，不能只顾经济效益，忽视社会效益，要严格规范市场秩序
国家新闻出版署《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》2019 年 11 月	实名注册、适龄提示；严格控制未成年人游戏的时段时长：每日<1.5 小时，节假日每日<3 小时，每日 22 点-次日 8 点不让未成年人玩；规范向未成年人提供付费服务:8-16 周岁，单次充值<50 元，每月累计<200 元；16-18 周岁，单次充值<100 元，每月累计<400 元
北京市新闻出版总局《关于推动北京游戏产业健康发展的若干意见》2019 年 12 月	到 2025 年北京市游戏产业年产值达到 1500 亿元。“一都五中心”：“国际网络游戏之都”总目标，在北京建设全球领先的精品游戏研发中心、网络新技术应用中心、游戏社会应用推进中心、游戏理论研究中心、电子竞技产业品牌中心
第十三届全国人大常委会第二次修订《未成年人保护法》2020 年 10 月	游戏产品分类、适龄提示制度；不得在每日二十二时至次日八时向未成年人提供网络游戏服务
中国音数协游戏工委《网络游戏适龄提示》2020 年 12 月	适龄提示的标识符以三个不同的年龄为标准，分别为绿色的 8+、蓝色的 12+、黄色的 16+；明确规定了各标识符的下载渠道、展示时长、尺寸比例和更新频率等
中宣部出版局副局长冯世新在“2020 此报告仅供内部客户参考	“防沉迷”是游戏行业落实社会责任的集中体现，是游戏管理工作的头等大事。目前，国

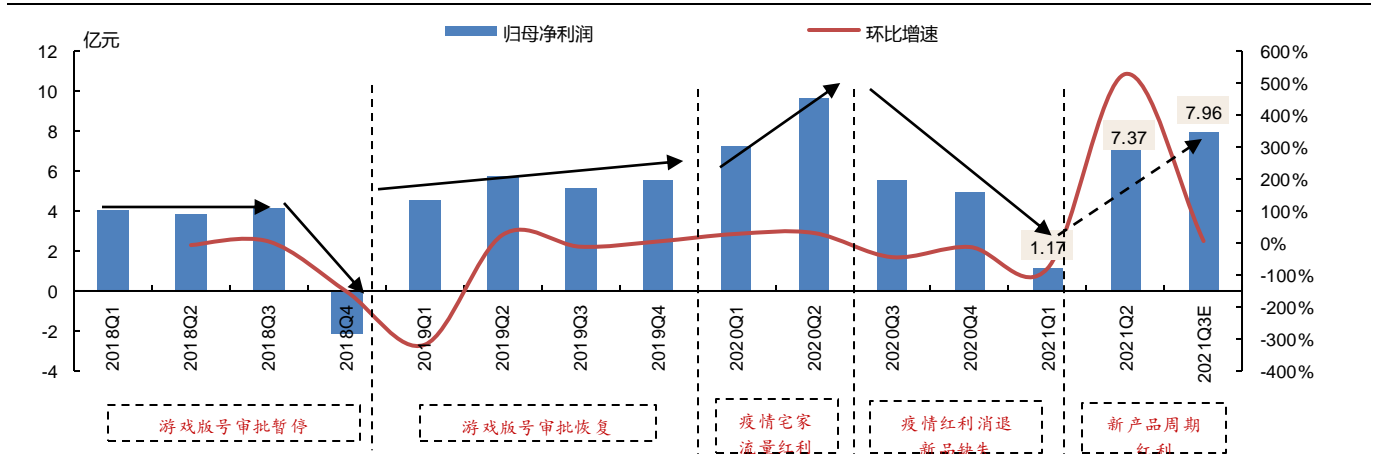
年度中国游戏产业年会上讲话” 2020年12月	家层面的实名认证系统已基本建成，相关部门正组织企业分批接入。在2021年6月1日前，所有上线运营的游戏必须全部接入。同时，2020年以来，我们对150多款游戏作出处理，约谈相关单位70多家，暂停20多家企业版号申请，撤销和下架近50款游戏
习近平总书记在全国政协医药卫生界教育界联组会“回应教育领域热点问题” 2021年3月	不仅是沉迷网络游戏的问题，网络上还有很多污七八糟的东西，未成年人心理发育不成熟，容易受到不良影响
中宣部《游戏审查评分细则》 2021年4月	从“观念导向”“原创设计”“制作品质”“文化内涵”“开发程度”5个方面对游戏作评进行评分；低分游戏将被打回，无法进入版号审批排队流程
中宣部出版局副局长杨芳在“2021China Joy 致辞” 2021年7月	国家层面的防沉迷实名认证平台已建成，接入企业5000多家、游戏超万款，初步达成了防沉迷工作的基础性目标。下一步，将始终把防沉迷作为重中之重，常抓不懈、一抓到底
国家新闻出版署《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》 2021年8月	严格落实实名认证和登陆要求； 严格限制未成年人游戏时间，仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日20时至21时向未成年人提供1小时服务

资料来源：国家新闻出版总署,中宣部,教育部,文化部,中国音数协游戏工委,财信证券

4.2 业绩和估值底部：二季度业绩回升，业绩驱动下估值有望持续修复

新上线产品逐渐释放业绩，长期业绩处在回暖通道中。2021上半年，公司整体业绩略高于此前预告上限；其中，手游业务收入70.67亿元，同比下降4.65%，但较2019H1增长30.22%。单季度看，Q2盈利已经恢复到正常水平，较2019Q2增长27.29%。同时，随着前期投入的回收和新产品上线加持，公司预计2021Q3实现归母净利润7.46亿元-8.46亿元，同比增速33.21%-51.07%，环比增速1.22%-14.79%；营收的环比增速超15%。产品方面，上半年公司上线了《荣耀大天使》《绝世仙王》《斗罗大陆：武魂觉醒》《叫我大掌柜》等新游戏。虽然短期买量投入较大、侵蚀了一季度业绩，但二季度开始《荣耀大天使》《斗罗大陆：武魂觉醒》等优质产品开始逐渐回收利润，预计上半年上线新品将在三、四季度进一步释放业绩。三季度公司上线了《斗罗大陆：魂师对决》，8月累计流水超过7亿元，后续有望持续贡献利润。此外，还有长周期SLG类的《Puzzles & Survival》，目前的流水仍在爬坡期；模拟经营类的《江山美人》《叫我大掌柜》等，均有望给公司贡献长期业绩增量。因此，我们认为，公司二季度业绩恢复是新产品周期释放的利好，在长周期产品占比提升、自研布局不断完善的支持下，公司长期业绩正处在回暖通道中。

图 32：公司单季度归母净利润及其环比增速



资料来源：wind, 财信证券

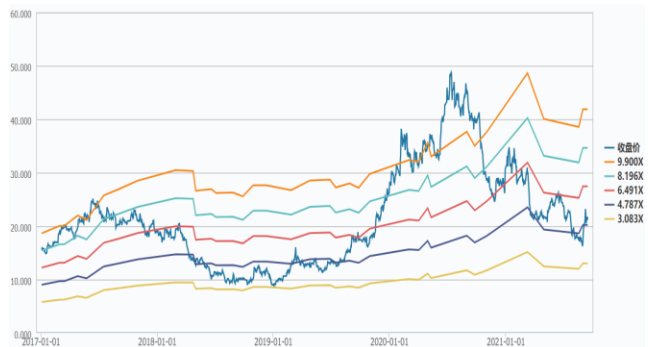
估值低位。2016年公司整体上市以来，公司PE区间在12倍-47倍。2018年4月-11月，游戏版号审批暂停、新游发行受限，行业整体进入估值困境。2019年随着游戏版号恢复发放，公司逐渐走出底部行情，估值提高至20倍。2019年下半年在云游戏概念加持下，游戏板块整体估值抬升至接近30倍。2020年初疫情爆发带来短暂的宅经济红利，游戏用户规模与游戏时长双增，估值进一步抬升至超过40倍。2020年下半年起，疫情红利消退、老游流水下滑、买量成本抬升，公司估值步入回调通道；Q3政策监管收紧，公司估值最低回落至16倍。随着8月底游戏监管政策的进一步落地，游戏板块估值有所回调，当前公司PE(TTM)24.7倍，PE(2021E)17.3倍。我们认为，在未来业绩改善的预期下，当前估值低位仍是比较具有吸引力的。

图 33：2017 年以来公司的 PE-BAND



资料来源：wind，财信证券

图 34：2017 年以来公司的 PB-BAND



资料来源：wind，财信证券

5 投资建议

短期来看，公司新品周期开启，关注新品带来的业绩增量。预计公司 2021 年将代理+自研 50 余款产品，其中涵盖 MMORPG(国内 6 款、海外 2 款)、SLG 品类(国内 3 款、海外 4 款)、卡牌(《斗罗大陆 3D》等共 4 款)、模拟经营(共 4 款)等品类。中期来看，公司战略转型决心坚定，品类扩展初具规模、海外收入增长迅速，未来有望实现成功转型。长期来看，关注 5G 云游戏带来的行业性机遇。

预计公司 2021 年/2022 年/2023 年营收 179.28 亿元/215.13 亿元/251.70 亿元，归母净利润 26.50 亿元/31.73 亿元/36.14 亿元，EPS 为 1.20 元/1.43 元/1.63 元，对应 PE 为 17.85 倍/14.91 倍/13.09 倍。近期政策关于着重防止未成年人沉迷的监管方向已较为明确，游戏板块整体估值也有所回调。公司作为游戏行业第二梯队，考虑到未来三年的业绩增速，以 2022 年为基准给予公司 15-20 倍 PE，对应合理价格区间 21.45 元-28.60 元。维持公司“推荐”评级。

6 风险提示

政策监管变动；市场竞争加剧；产品流水不及预期。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13227.14	14399.70	17927.63	21513.16	25170.39	费用率					
减:营业成本	1776.07	1757.78	2151.32	2581.58	3020.45	毛利率	0.87	0.88	0.88	0.88	0.88
营业税金及附加	46.06	42.34	51.99	62.39	72.99	三费/销售收入	0.66	0.67	0.70	0.70	0.70
销售费用	7737.21	8212.94	10308.39	12262.50	14347.12	EBIT/销售收入	0.19	0.21	0.18	0.18	0.17
管理费用	1042.25	1478.86	2151.32	2689.14	3347.66	销售净利率	0.17	0.20	0.16	0.16	0.16
财务费用	-14.90	-23.00	75.88	96.21	28.42	投资回报率					
资产减值损失	-58.24	-192.66	0.00	0.00	0.00	ROE	0.28	0.43	0.35	0.34	0.32
加:投资收益	110.61	155.25	0.00	0.00	0.00	ROA	0.28	0.33	0.22	0.24	0.25
公允价值变动损益	-147.54	195.63	0.00	0.00	0.00	ROIC	0.43	0.49	0.53	0.32	0.33
营业利润	2529.15	3093.62	3188.74	3821.34	4353.74	增长率					
利润总额	2553.16	3086.64	3188.74	3821.34	4353.74	销售收入增长率	0.73	0.09	0.25	0.20	0.17
减:所得税	249.67	191.84	244.78	295.38	337.98	EBIT 增长率	1.24	0.20	0.07	0.20	0.12
净利润	2303.49	2894.80	2943.96	3525.95	4015.77	EBITDA 增长率	1.12	0.19	0.14	0.18	0.11
减:少数股东损益	302.07	274.88	294.40	352.60	401.58	净利润增长率	1.17	0.26	0.02	0.20	0.14
归母净利润	2001.42	2619.92	2649.57	3173.36	3614.19	总资产增长率	0.13	0.01	0.61	0.08	0.07
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	股东权益增长率	0.18	-0.14	0.24	0.23	0.22
货币资金	1748.28	1226.31	7171.05	8605.26	10068.16	营运资本增长率	0.23	0.03	0.28	0.21	0.18
应收和预付款项	2023.45	2239.59	2327.82	2419.86	2515.88	资本结构					
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	0.26	0.42	0.52	0.43	0.33
其他流动资产	2168.79	1773.67	1773.67	1773.67	1773.67	投资资本/总资产	0.60	0.60	0.75	0.77	0.78
长期股权投资	468.79	360.57	360.57	360.57	360.57	带息债务/总负债	0.10	0.23	0.61	0.55	0.45
固定资产	844.35	926.92	718.61	510.30	301.99	流动比率	2.75	1.33	1.43	1.84	2.49
无形资产	1631.91	2697.50	2574.40	2451.30	2328.20	速动比率	2.69	1.22	1.38	1.78	2.41
其他非流动资产	309.49	102.15	87.86	73.57	59.28	股利支付率	0.31	0.48	0.45	0.45	0.45
资产总计	9195.06	9326.69	15013.97	16194.53	17407.75	收益留存率	0.69	0.52	0.55	0.55	0.55
短期借款	0.00	889.32	4815.88	3842.30	2608.05	营运能力					
应付和预收款项	2057.26	2993.65	3048.01	3104.20	3162.29	总资产周转率	1.44	1.54	1.19	1.33	1.45
长期借款	250.02	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	280.81	15.61	24.95	42.16	83.35
其他负债	103.08	45.29	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	10.27	12.36	14.7	16.8	18.7
负债合计	2410.36	3928.26	7863.88	6946.49	5770.33	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	2112.25	2112.25	2112.25	2112.25	2112.25	EPS	0.90	1.18	1.19	1.43	1.63
资本公积	73.15	114.69	114.69	114.69	114.69	BPS	3.17	2.72	3.38	4.17	5.06
留存收益	4843.90	3810.44	5267.70	7013.05	9000.85	PE	23.64	18.06	17.85	14.91	13.09
母公司股东权益	7029.31	6037.38	7494.64	9239.99	11227.80	PB	6.73	7.84	6.31	5.12	4.21
少数股东权益	264.40	28.07	322.46	675.06	1076.64	PS	3.58	3.29	2.64	2.20	1.88
权益合计	7293.71	6065.45	7817.11	9915.05	12304.43	PCF	14.55	16.10	14.44	12.06	10.90
负债和权益合计	9704.07	9993.71	15680.99	16861.54	18074.77	EBIT	2544.06	3053.86	3264.62	3917.55	4382.17
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EV/EBIT	17.11	14.62	14.97	12.32	10.82
经营性现金净流量	3251.76	2937.71	3276.06	3921.68	4341.63	EV/NOPLAT	17.94	16.66	16.22	13.35	11.73
投资性现金净流量	-1043.43	-609.65	10.32	10.32	10.32	EV/IC	7.91	7.93	4.32	3.88	3.49
筹资性现金净流量	-1602.20	-2628.35	2658.36	-2497.80	-2889.06	ROIC-WACC	0.43	0.49	0.53	0.31	0.31

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438