

2024年09月10日
三七互娱(002555.SZ)

SDIC

公司深度分析

证券研究报告

游戏

穿越周期的游戏龙头，小游戏与出海提供新动能

目 穿越周期的国内游戏龙头，四轮转型精准把握行业风向。

复盘历史，我们发现公司成功把握住了四次行业变革所带来的发展机遇。1) 页游精品化：成立初期专注于页游，通过联合运营模式迅速崛起；2) 成功实现“页转手”：2017年成立37手游发行平台与三七游戏手游研发品牌，全面进军移动游戏领域，首款自研“页转手”产品《永恒纪元》成为行业标杆，同年公司手游收入首次超过页游收入；3) 超级APP时代的买量发行：2018-2019年，公司敏锐洞察流量从渠道到超级APP崛起的格局演变，转向买量发行，持续精进并全面建成以“量子”-“天机”系统为核心的流量运营能力；4) 多元化与全球化：拓展海外市场，同时在多个游戏品类上取得突破。除了游戏业务，还积极布局元宇宙、AIGC等多元化领域，构建生态体系。

目 基本盘：“研运一体”转型成功，精品化、多元化方向发展。

1) 公司以发行商角色切入游戏产业链，凭借强大的发行能力，向产业上游研发突破，形成研运一体化体系，现有四大研发&发行品牌。同时加码研发资源投入，积极拥抱AI在游戏产业的应用，将决策式AI与生成式AI运用到各业务环节，逐步打造出贯穿研运全流程的数智化产品矩阵，包括研发端的“宙斯”“雅典娜”“波塞冬”“阿瑞斯”“丘比特”，推广运营端的“图灵”“量子”“天机”“易览”等九大中台产品。2) 产品端，公司于2018年起提出转型，推进“双核+多元”的多元化产品策略，传统ARPG/MMORPG优势赛道贡献业绩基本盘，SLG、卡牌、模拟类等新拓赛道打开业绩弹性与成长空间。2023年，公司旗下《斗罗大陆：魂师对决》《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等多款产品表现优异；全球在运营月均流水破亿产品多达8款，公司全球发行的移动游戏最高月流水超过23亿元。

目 未来看点：游戏出海、小游戏提供新增长动能。

1) 当下国内企业出海局面，非常类似任天堂出海之前的日本企业出海状况——制造业出海的同时，文化企业亦出海。传媒内容各板块中，游戏内容出海是较为成功的细分。长期以来，策略类(SLG)游戏是中国游戏公司海外收入的主要来源。公司自2020年起，加速游戏出海布局，目前海外收入规模稳居出海游戏厂商第一梯队，2023年海外游戏收入占比达35.1%。《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等多款出海标杆产品表现稳健。2) 小游戏市场收入已连续三年保持高速增长，且2024年“小游戏出海”成出海赛道上的新势力。2023-2024年公司旗下多款小游戏国内及出海表现亮眼，如《小妖问道》(《寻道大千》的海外版)海外月流水已达到千万级美元，自研斗罗IP游戏《灵魂序章》上线后持续展现出强劲潜力。

投资评级	买入-A 首次评级
6个月目标价	17.22元
股价(2024-09-09)	13.67元

交易数据	
总市值(百万元)	30,318.20
流通市值(百万元)	21,934.80
总股本(百万股)	2,217.86
流通股本(百万股)	1,604.59
12个月价格区间	12.18/24.97元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.3	10.0	-21.9
绝对收益	3.1	-0.7	-36.5

焦娟 分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

冯静静 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030003

fengjj@essence.com.cn

相关报告

投资建议：

历史上公司曾多次转型精准把握行业风向，营收及利润规模持续迈入新台阶。近年来，公司稳步推进“精品化、多元化、全球化”战略，卓有成效。长期来看，我们看好公司在小游戏领域，以及出海方向上的持续精进，有望打开新的增长空间。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 27.36 亿元、31.99 亿元、34.61 亿元，对应 EPS 分别为 1.23 元、1.44 元、1.56 元。我们给予公司 2024 年 14x PE，对应目标价为 17.22 元，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

风险提示： 版号获取不及预期、新产品研发进度不及预期、产品流水不及预期、核心人才流失、假设及测算不及预期等风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	16,406.0	16,546.9	18,111.9	19,487.3	20,975.9
净利润	2,954.4	2,658.6	2,736.4	3,198.9	3,461.0
每股收益(元)	1.33	1.20	1.23	1.44	1.56
每股净资产(元)	5.49	5.73	6.40	7.04	7.74

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	10.3	11.4	11.1	9.5	8.8
市净率(倍)	2.5	2.4	2.1	1.9	1.8
净利润率	18.0%	16.1%	15.1%	16.4%	16.5%
净资产收益率	24.2%	20.9%	19.3%	20.5%	20.2%
股息收益率	5.8%	6.0%	5.5%	5.9%	6.3%
ROIC	80.6%	74.1%	86.3%	93.4%	126.7%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 录

1. 三七互娱：穿越周期的国内游戏龙头	4
1.1. 历史沿革：敏锐洞察流量格局演变，四轮转型精准把握行业风向	4
1.2. 股东及管理团队：创始团队持股 34.77%，深耕游戏行业多年	4
1.3. 财务概况：营收与利润规模稳步增长，盈利能力优异	5
2. 基本盘：“研运一体”转型成功，精品化、多元化方向发展	8
2.1. 研发端：以强发行突破研发，研运一体协同增效	8
2.1. 发行端：智能化投放赋能游戏发行、夯实发行壁垒	11
2.2. 产品端：多元游戏品类实现突破	11
2.2.1. 传统 ARPG/MMORPG 赛道优势稳固	12
2.2.2. SLG、卡牌等拓展赛道厚积薄发	13
3. 未来看点：游戏出海、小游戏提供新增长动能	14
4. 盈利预测与投资建议	17
5. 风险提示	18

目 录

图 1. 2016-2024H1 公司营业收入、归母净利润及增速	6
图 2. 2016-2024H1 公司销售毛利率与净利率	6
图 3. 2016-2024H1 公司各项费用率	6
图 4. 2014-2024H1 公司收入结构	7
图 5. 2020-2024H1 公司年度累计分工总额及分红比例	7
图 6. 公司业务布局覆盖游戏产业链研发、发行、运营环节	8
图 7. 研发-运营一体化体系的协同作用	9
图 8. 2017-2023 年公司研发投入情况	9
图 9. 2017-2023 年公司研发人员数量及占比变化	9
图 10. 公司数智化产品矩阵全链赋能	10
图 11. 智能化投放平台“量子”	11
图 12. 智能化运营分析平台“天机”	11
图 13. 公司首批“页转手”产品均为传奇&奇迹类 IP 的 ARPG	12
图 14. 公司部分重要储备产品（截至 2024 半年报）	14
图 15. 2023H2-2024H1 海外游戏收入情况分布	15
图 16. 2023 年中国游戏厂商出海收入排行榜	15
图 17. 2023 年中国游戏厂商游戏产品出海收入排行榜	15
图 18. 2016-2024H1 公司海外收入及占总收入比重	16
图 19. 小游戏市场情况	16
表 1: 公司前十大股东（截至 2024 年中报）	5
表 2: 公司四大研发&发行品牌的历史、成就及行业地位	8
表 3: 2020-2023 年公司新设三个独立工作室	13
表 4: 2024 年上半年部分热门小游戏出海情况	17
表 5: 公司分业务收入预测	17
表 6: 公司核心财务指标假设	18
表 7: 可比公司 PE 估值	18

1. 三七互娱：穿越周期的国内游戏龙头

1.1. 历史沿革：敏锐洞察流量格局演变，四轮转型精准把握行业风向

公司成立于 2011 年，2012 年开始以页游发行运营业务起家，页游平台发展迅速。公司分两次被上市公司收购，从而实现登陆 A 股市场。2014 年 12 月，公司被顺荣股份收购 60% 股份；2015 年 2 月，“顺荣股份”证券简称变更为“顺荣三七”；2015 年 12 月，上市公司收购三七互娱剩余 40% 股权，至此三七互娱实现整体上市。2016 年 1 月，证券简称“顺荣三七”变更为“三七互娱”。

复盘公司十余年的发展历程，我们发现公司成功把握住了四次行业变革所带来的发展机遇，成功实现弯道超车，后发而先至。具体可以概括为：页游精品化、页转手、买量发行，以及现在的全球化、多元化布局。

- 1) **页游精品化**：2011 年成立，初期专注于页游，通过联合运营模式迅速崛起，坚持“精品化”策略，抓住市场上精品页游产品的短暂空白期，加强自研与独代，凭借优质的页游产品储备迅速占领页游市场一席之地。
- 2) **成功实现“页转手”**：随着移动互联网的发展，公司再次抓住市场窗口期，2017 年成立 37 手游发行平台与三七游戏手游研发品牌，全面进军移动游戏领域。2016 年 6 月，首款自研手游《永恒纪元》上线，2017 年 3 月全球月流水超 3.5 亿元，成为行业“页转手”标杆性产品，同年同时标志着公司成功实现页游向手游的业务转型，建立传奇&奇迹类 ARPG 优势地位。2017 年公司手游收入首次超过页游收入。
- 3) **超级 APP 时代的买量发行**：2016 年，今日头条、微博、微信等超级 APP 成为重要的流量入口，公司在此阶段采用渠道合作发行与买量发行相结合的发行模式。2018 年，短视频 APP 快手、抖音的崛起带来全新的流量红利。公司敏锐洞察流量从渠道到超级 APP 崛起的格局演变，转向买量发行，持续精进并全面建成以“量子”-“天机”系统为核心的流量运营能力。2018-2019 年，公司买量型游戏传奇&奇迹类 ARPG 充分受益于短视频 APP 流量红利，呈现出集群式突破，公司手游业务实现营业收入 55.82 亿元、119.89 亿元，同比增速高达 69.99%、114.78%。公司在版号停发期间实现逆势扩张，进入移动游戏第一梯队。
- 4) **全球化与多元化**：近年来，公司实施“精品化、全球化、多元化”战略，拓展海外市场，同时在多个游戏品类上取得突破，推出多款年流水过亿的头部产品。除了游戏业务，还积极布局元宇宙、AIGC 等多元化领域，构建生态体系。

1.2. 股东及管理团队：创始团队持股 34.77%，深耕游戏行业多年

创始团队系公司实控人，主导公司战略布局及日常业务决策。截至 2024 年中报，创始团队李卫伟(核心创始人)、曾开天(联合创始人)、胡宇航(联合创始人)合计持有公司股份 34.77%，原顺荣股份实控人吴氏家族合计持股不足 5%，创始团队对公司保持实际控制，完全自主主导公司战略布局及日常业务决策。

表1：公司前十大股东（截至 2024 年中报）

序号	股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例	备注
1	李卫伟	3.23	14.57%	创始人、董事长
2	曾开天	2.46	11.11%	联合创始人、副董事长
3	胡宇航	2.02	9.09%	联合创始人副董事长
4	香港中央结算有限公司	1.39	6.26%	
5	华夏中证动漫游戏交易型开放式指数基金	0.43	1.94%	
6	徐志高	0.39	1.76%	
7	吴卫红	0.35	1.59%	
8	吴卫东	0.22	1.00%	
9	上海东永弘企业管理合伙企业	0.20	0.90%	
10	华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数基金	0.18	0.83%	
	合 计	10.88	49.05%	

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

创始人对游戏保有高度信仰，仍奋斗在游戏业务一线。创始人、董事长李卫伟拥有十余年互联网信息行业从业经验，曾担任新浪互联信息服务有限公司产品总监，在页游平台运营方面有丰富的经验；联合创始人曾开天是公司渠道拓展方面的领军人，2011 年与李卫伟共同创立三七，领导团队从零开始进行渠道拓展。联合创始人胡宇航 2013 年起担任极光网络（现“三七游戏”研发品牌）CEO，是业内资深的游戏产品研发专家与金牌制作人，带领团队制作出《大天使之剑》《精灵盛典》、《一刀传世》等多款精品爆款游戏。

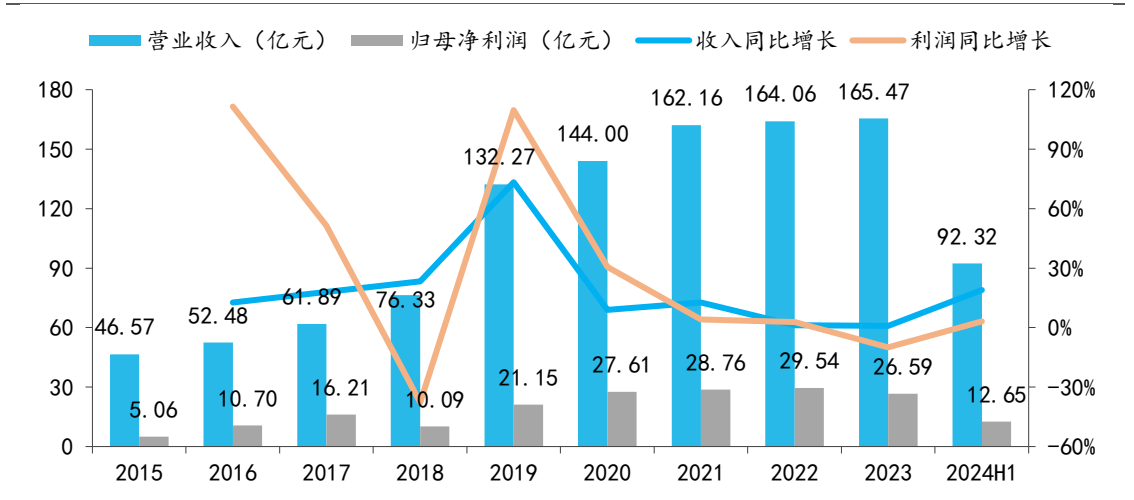
联合创始人曾开天目前负责公司“37GAMES”（海外发行品牌）、指导公司海外发行业务、游戏研发业务，联合创始人胡宇航担任“三七游戏”（游戏研发品牌）CEO，全面负责游戏研发业务。

1.3. 财务概况：营收与利润规模稳步增长，盈利能力优异

公司几次成功转型反映到业绩层面，则是业绩的稳健增长。2017 年，公司全面进军移动游戏领域，当年收入同比增长 17.9%至 61.89 亿元，归母净利润同比增长 51.4%至 16.21 亿元（公司计提了对上海墨鹍的商誉减值 2.99 亿元，同时收到业绩承诺补偿款 4.01 亿元计入非经常性损益；若扣除相关非经常性损益后公司净利润为 10.48 亿元，同比增长 3.71%）。2018-2019 年是公司转型买量发行的关键年份，2019 年公司收入与归母净利润分别达到 132.27 亿元、21.15 亿元，分别大增 73.3%、109.7%，业绩体量迈入新的台阶。公司 2021 年通过自研业务的转型成功，推出了首个头部游戏《斗罗大陆：魂师对决》，推动营收同比维持较高增长。2021 年后，公司业绩增速趋于平缓。

2024 年上半年，公司实现营收 92.32 亿元，同比增长 18.96%；归母净利润 12.6 亿元，同比增长 3.15%。上半年公司收入较快主要系 2023 年下半年上线的小程序游戏《寻道大千》、《灵魂序章》、《霸业》等表现亮眼，流水逐渐释放带动业绩增长，同时老游戏《斗罗大陆：魂师对决》、《叫我大掌柜》等完成周年庆典更新，长线运营稳健。

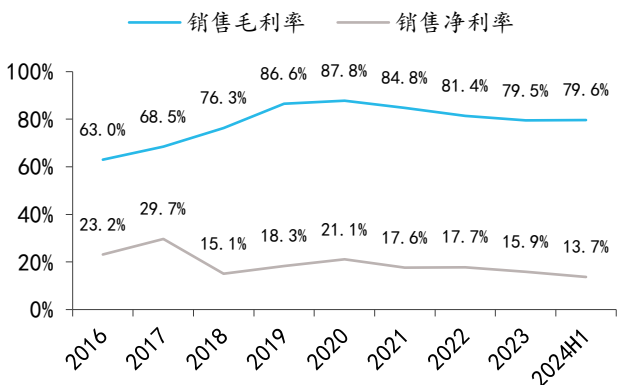
图1. 2016-2024H1 公司营业收入、归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

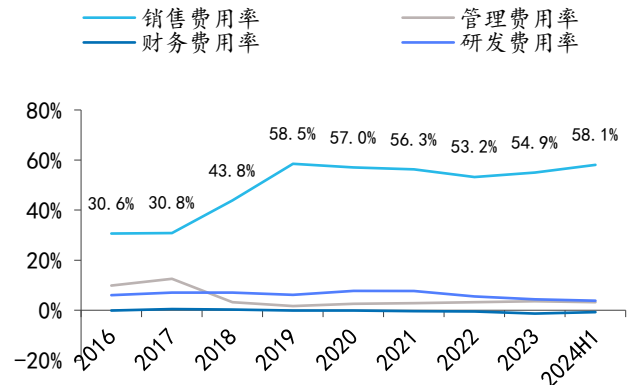
毛利率维持高位水平，整体盈利能力稳健。从盈利能力角度看，自2018/2019年公司转型买量发行成功之后，毛利率进一步跃升，2019-2023年公司毛利率保持在79%以上。2024年上半年，公司归母净利率为13.7%，同比下降1.86个百分点，其中毛利率为79.63%，同比提高1.08个百分点。费用方面，销售费用占比较大，由于买量业务模式的特征所致，公司的销售费用占营收比自2019年起在50%以上，而管理/研发/财务费用率则相对稳定。2024年上半年，公司销售费用率58.1%，同比提高2.92个百分点，主要源于公司持续增加《寻道大千》《霸业》《无名之辈》《灵魂序章》等游戏的流量投放；管理/研发/财务费用率3.2%/3.8%/0.8%，同比-0.11/-1.20/0.63个百分点，总体变化幅度不大。

图2. 2016-2024H1 公司销售毛利率与净利率



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

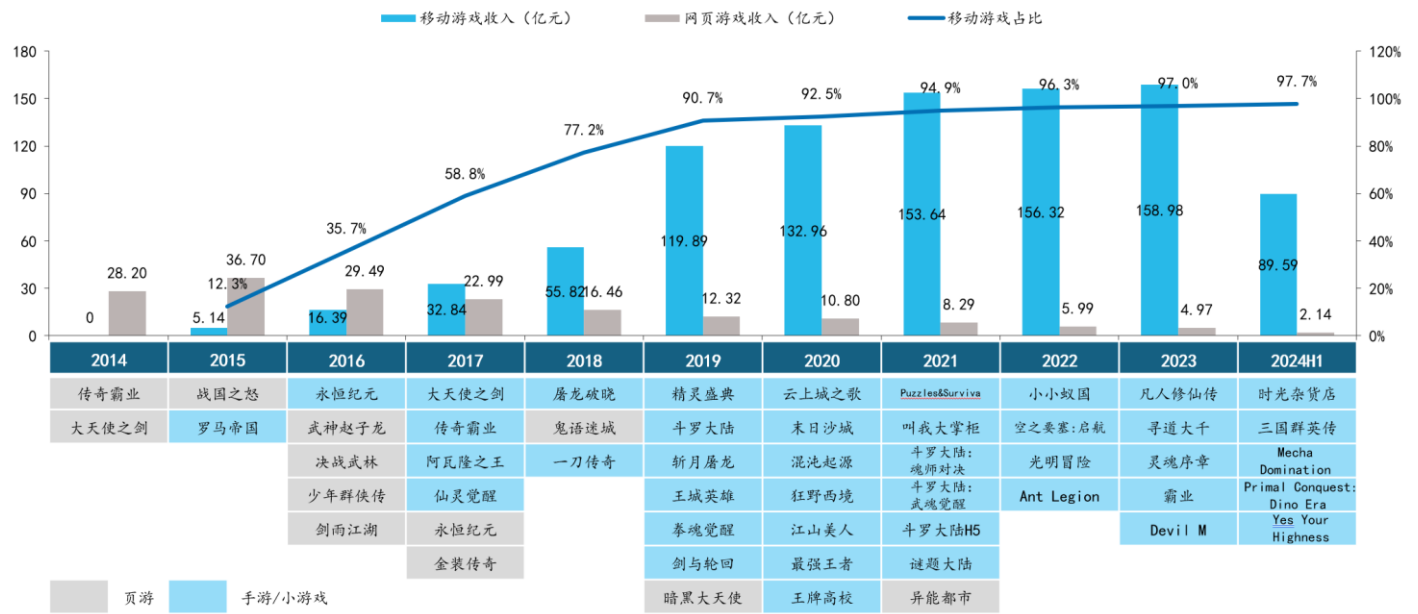
图3. 2016-2024H1 公司各项费用率



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

“全明星阵容”的新老产品矩阵助力业绩增长，手游收入占比超90%。2014年以后，公司每年业绩由老产品奠定基本盘，新产品提供增量，历年月流水贡献过亿的游戏产品矩阵由新、老产品共同组成。游戏公司营业收入主要由头部产品流水支撑，公司新产品成功率高（矩阵式突破、密集上线），老产品生命力强（持续托底流水），每年“全明星阵容”的新老产品矩阵持续扩容、优势不断叠加放大。公司自2013年起逐步从页游转型移动游戏后，于2017年移动游戏收入占比首次超过50%；2018年起公司把握短视频流量红利，推动移动游戏营收占比加速提升，至2019年已超过90%，成为公司营收的主要来源。

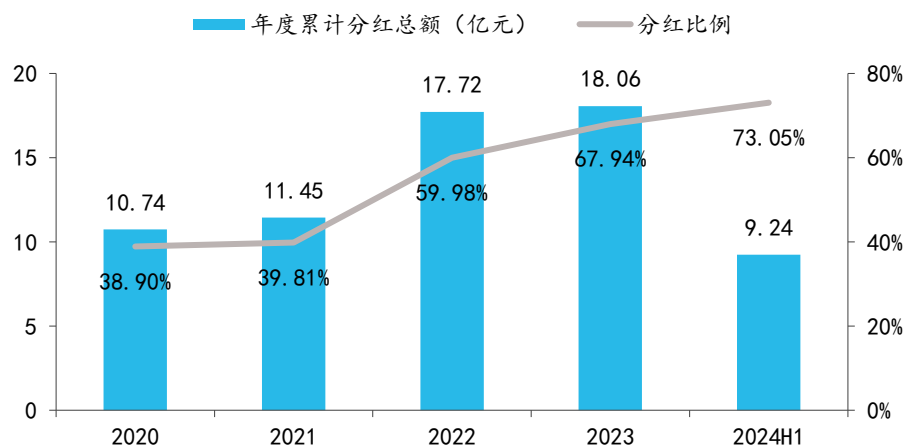
图4. 2014-2024H1 公司收入结构



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

持续高分红回馈投资者, 2024 年上半年分红比例达 73%。自 2018 年起, 公司稳定地进行每年两次分红, 2021-2023 年年度累计分红达 47.23 亿元。2023 年公司全年分红约 18.06 亿元, 占全年归母净利润的比例约 68%。2024 年公司已进行 2 次分红, 2024 年上半年累计分红 9.24 亿元, 占上半年归母净利润的 73.05%。此前公司公告, 表示将提请股东大会授权董事会全权办理 2024 年度中期利润分配, 拟 2024 年第一季度、半年度、第三季度结合未分配利润与当期业绩进行分红, 每期分红不超过 5 亿元, 合计分红不超过 15 亿元。同时, 基于对公司长远发展的信心, 自 2021 年至 2024 年 3 月 31 日, 公司累计回购总金额已超过 7 亿元, 用于员工激励或者注销, 并仍将继续进行。

图5. 2020-2024H1 公司年度累计分红总额及分红比例



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

2. 基本盘：“研运一体”转型成功，精品化、多元化方向发展

2.1. 研发端：以强发行突破研发，研运一体协同增效

公司主营页游、手游的开发与发行以及游戏平台的运营。产业链上游研发层面，公司打造研发品牌“三七游戏”，旗下拥有极光网络、火山湖等研发工作室，据公司公告显示，同时参股投资乐道互动、名通信息、墨麟科技等众多国内一线研发商，“内生+外延”保障优质产品内容的供给。产业链中游发行&运营层面，公司旗下建立“37 网游”（页游平台）、“37 手游”（手游平台）、“37GAMES”（海外平台），平台主要负责产品的发行和运营工作。公司以发行商角色切入游戏产业链，凭借强大的发行能力，向产业上游研发突破，形成研运一体化体系，高效协同、快速发展。

图6. 公司业务布局覆盖游戏产业链研发、发行、运营环节



资料来源：公司官网

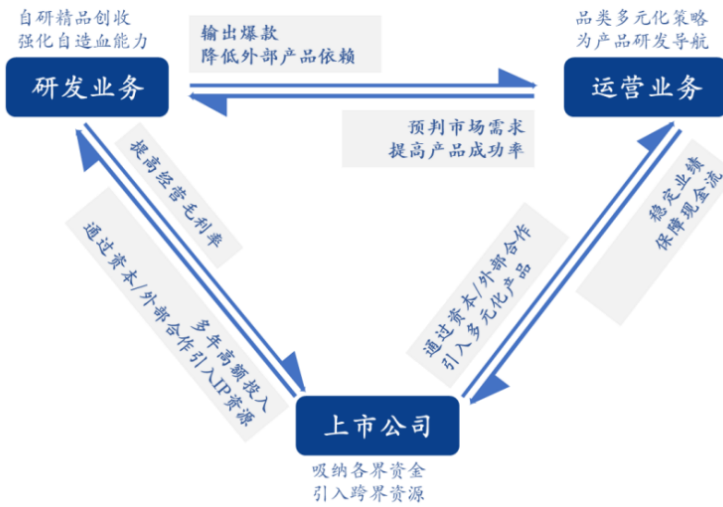
表2：公司四大研发&发行品牌的历史、成就及行业地位

发行/研发	品牌	历史、成就及行业地位
发行	37 网游	37 网游成立于 2011 年，拥有平台注册用户数超过 7 亿，累计运营产品超过 500 款，是 2013 年中国游戏产业年会中评选的“中国十大游戏运营平台”、2015 年中国最佳商业模式评选中的“中国最佳人气游戏平台”，成功发行《大天使之剑》《传奇霸业》《王城英雄》、《大天使之剑 H5》、《斩月屠龙》等多款游戏产品。
	37 手游	37 手游成立于 2013 年，累计运营近 2000 款游戏，月活跃用户人数超过 3000 万，以产品+流量+用户”精细化运营思路，成功发行《永恒纪元》《斗罗大陆》H5、《拳魂觉醒》、《鬼语迷城》《大天使之剑 H5》《云上城之歌》等不同游戏品类的产品。2017 年，在中国国内移动游戏发行市场上以超过 10%的占有率居腾讯和网易之后、位列第三。
	37Games	37GAMES 成立于 2012 年，2018 年月流水已经超过 2 亿元，全球十大国际发行平台运营产品总数近 250 款，总开服数已经超过 1.5 万组，在中国港澳台、欧美、日韩以及东南亚等多个地区开设了发行业务，在全球范围内成功发行《MU: 跨时代》《斗罗大陆》H5、《SNK 才一ルスタ-》、《中子》、《江湖大梦》、《鬼语迷城》、《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等多款自研及代理产品。
研发	三七游戏	成立于 2013 年 9 月，是知名的游戏研发品牌，积累了深厚的研发实力，具有自主研发的 3D 引擎游戏架构、大数据分析平台等技术先后成功研发了《大天使之剑》《永恒纪元》《斗罗大陆》H5 等 20 余款游戏，产品总流水超过 500 亿，是业内先进创新型游戏研发品牌。

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

研、运一体化体系发挥协同作用，提升研发效率及成功率。研运一体化体系将研发与发行业务相联系，寻求效率最大化的工作模式。一方面，**研发供给运营，调优打磨产品。**公司可以通过强大的研发实力保障稳定的精品产品供给支持运营业务发展，同时研发团队可配合运营部门的反馈对产品进行打磨调优，做长产品的生命周期。另一方面，**运营指导研发，调整迭代节奏。**在产品开发的早期阶段，运营团队可凭借多年经验及敏锐的市场洞察力为研发团队提供意见和建议。同时，在产品商业化初期，运营团队可支持研发进行大量产品测试，结合运营的推广营销节奏指导研发团队调整产品活动的迭代节奏，提升产品成功率。

图7. 研发-运营一体化体系的协同作用

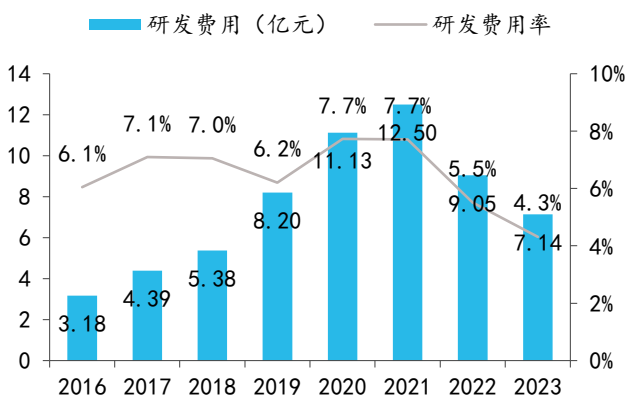


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

投资布局研发商矩阵，增强上游内容把控力。作为游戏发行商，公司合作上游研发商，通过投资赋能、业务支持等方式多年来与国内外众多优质研发商深度绑定，结合代理、定制等方式丰富公司优质产品供给，深化多元化产品布局。

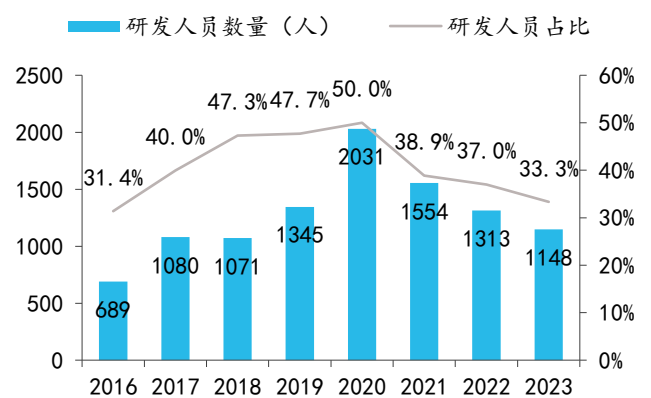
加码研发资源投入，革新管理制度与人才体系。2017-2021年，公司持续加码研发投入，研发费用持续高增长，研发费用及占收入比例在2021年达到最高点，相对应的是，研发人员数量在2020年达到最多至2031人，占总员工比重为50.0%。2022年在版号暂停发放的背景下，公司研发投入有所缩减。研发团队建设内外合力，人才培养体系不断完善。公司对外招聘广揽英才的同时搭建完善的培训和造血机制。此外，公司构建了有层次的人才培养体系，帮助员工快速成长。

图8. 2017-2023年公司研发投入情况



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图9. 2017-2023年公司研发人员数量及占比变化



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

自研游戏引擎与大数据分析系统，奠定研发底层内功。经过研发团队5年努力，公司第二代自研引擎在2019年广泛投入使用，并成功打造《精灵盛典》手游，《精灵盛典》采用全新粒子引擎系统，在人物精细化渲染、3D场景及光影表现方面，实现了更好、更真实的效果。《精灵盛典》上线连续三个半月后保持在iOS畅销榜Top10，最高同时在线人数达40万。在全新自研引擎的助力下，《精灵盛典》的画面表现达到电影级质感，同时实现场景、光影效果的动态加载，支持100人实时同屏战斗。

数智化产品矩阵全链赋能研发。自 2018 年的“量子”“天机”等系统开始，公司便以超前的敏锐嗅觉布局 AI 应用，探索技术发展对自身业务的有效赋能，一步步打造了一整套嵌入 AI 与大数据技术的数智化产品矩阵，九大中台产品贯穿研运全流程，构建出一条成熟、完整的游戏工业化管线，率先实现了 AI 在游戏研运环节的全链赋能。

公司在早期部署了大数据研发中台“宙斯”、AI 研发平台“丘比特”，以及“雅典娜”“波塞冬”“阿瑞斯”三大数据分析系统，研发从此有据可依。三大系统在公司自研产品研发效率和成功率的提升上贡献突出。这三大系统能够对用户行为轨迹及游戏运行数据建立多样化的标签，实现精准分析；将产品模型数据化，从而得到完整的用户画像；构建精细的数字化运营，为游戏平衡性和玩法迭代提供数据依据。简单地说，就是将过去人工收集、反馈、判断游戏数据的工作都交给了系统，让游戏的分析、制作、运营“有（数）据可依”，而不是过去的仅凭经验和感觉。

- **“雅典娜”系统**类似于掌管全局的“管家”。以大数据为依托，分析玩家流失点、关卡完成情况、新老玩家对比等数据，进而提高新手期玩家留存，甚至预测玩家流失情况；可以获取玩家行为路径、分析出场率、胜率变化，进而为游戏平衡性和玩法迭代提供数据依据；可以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，进而评估运营活动效果。
- **海神“波塞冬”**则是用来发掘游戏研发中的种种问题。通过用户定制化诊断、智能诊断、阈值控制诊断等数据诊断方式，达到主动发现异常的目的，从而帮助研发团队快速精准地发现问题、解决问题。
- **战神“阿瑞斯”**则是对数据仓库、数据挖掘、机器学习技术的综合运用，致力于对玩家用户的精准画像，以便对玩家需求的“一击即中”，进行精细化运营。

图10. 公司数智化产品矩阵全链赋能



资料来源：公司公告

公司积极拥抱人工智能在游戏产业的应用，采取“AI 三步走”策略：第一步，先发布局 AI 应用，渐进式融入各业务环节。第二步，基于前期积累，实现工具化与模块化，构筑更加自动化与智能化的游戏工业化管线。第三步，探索 AI 丰富游戏性的更多可能性。

AI 赋能夯实研运，提质增效优化体验。2018 年，公司便不断探索游戏工业化 AI+应用，将契合各业务流程的能力工具化、模块化，并紧跟科技浪潮，将决策式 AI 与生成式 AI 运用到各

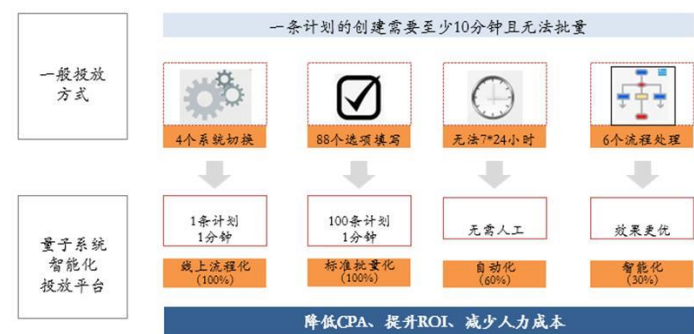
业务环节，逐步打造出贯穿研运全流程的数智化产品矩阵，包括研发端的“宙斯”“雅典娜”“波塞冬”“阿瑞斯”“丘比特”，推广运营端的“图灵”“量子”“天机”“易览”等九大中台产品，并开发了为各数智化产品升级自主决策功能并提升协同办公效率的内部 AI Agent 平台，显著提升游戏研运管线的工业化水平与企业整体运转效率。目前，公司生成式 AI 技术已成熟应用于 2D 绘图、智能客服、本地化翻译、文案生产、协同办公等模块，大幅提升人效。

2.1. 发行端：智能化投放赋能游戏发行、夯实发行壁垒

2018 年，BATT 占据全网 70%+ 的 APP 使用时长，快抖等超级 APP 占据流量高地。公司开始全面转向买量发行，即依靠广告的高用户渗透和有效曝光获取用户，公司擅长的传奇&奇迹 ARPG，是调性合适的买量游戏，成功实现玩家下沉。同一时期，买量成为标配推广能力，国内手游买量总盘逐步超过联运渠道，而重视产品口碑的 TapTap、Bilibili 从垂直社区走向更多圈层，成为联运渠道不可忽视的力量。

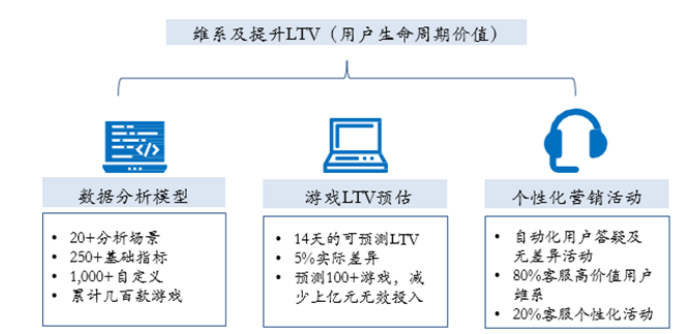
持续迭代发行能力，发布“量子”与“天机”两大系统。在游戏运营上，公司自页游时代起积累了深厚的发行优势，顺应短视频时代流量发展趋势，2018 年末公司在优势基础上开发了智能化投放平台“量子”与智能化运营分析平台“天机”，精细化、智能化流量经营和用户运营，买量能力规模化放大。两系统协同发挥作用，最终有效提高 ROI：1)“天机”为量子反馈游戏实时 LTV 预估等数据，将实时数据即时反馈给量子系统，2)“量子”能够通过机器学习模型，选择更优的素材、用户、账号、竞价模式，从而得出投放最优解。

图11. 智能化投放平台“量子”



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图12. 智能化运营分析平台“天机”



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

作为“游戏产业动力转化系统”的一部分，在流量成本不断上升的趋势下，运营和发行能力是影响“能源”是否精准、快速转移给消费市场的重要“零部件”。“量子-天机”系统投入使用后，游戏产品上线全天广告所耗时间从原来 6 小时缩短到 30 分钟，效率提升 10 倍以上，部分地区智能投放占比已经超过 60%，流量经营成本降低，投放效果却得到了大幅提升。

目前，天机和量子投入使用已经有约 6 年时间，在公司国内和海外游戏发行运营中积累了大量数据和运营经验，对公司游戏运营人效提升上有显著的提升效果。截至目前，公司已形成“前期内容生产（图灵）-中期投放（量子）-后端运营（天机）”+“游戏市场情报系统（易览）”的发行侧全链路数智化产品部署。

2.2. 产品端：多元游戏品类实现突破

公司于 2018 年起提出转型，推进“双核+多元”的多元化产品策略，即以“MMORPG+SLG”为核心，多元化发展卡牌、模拟经营、女性向、泛二次元等品类的产品布局。产品供给层面，2020 年后公司自研体系成功实现精品化转型，其中《斗罗大陆：魂师对决》验证研发实力；此外，在自研品牌的基础上，公司通过对外投资绑定多个优质研发商，进一步优化公司游戏产品矩阵，保证新游供给。

整体产品矩阵来看，公司已在 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等品类储备丰富的产品，涵盖西方魔幻、东方玄幻、三国、现代、古风等多样化题材，且展现长生命周期与强变现能力。2023 年，公司旗下《斗罗大陆：魂师对决》《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《凡人修仙传：人界篇》《云上城之歌》《小小蚁国》《寻道大千》《灵魂序章》等多款产品表现优异，保持着旺盛的产品生命力。2023 年，全球在运营月均流水破亿产品多达 8 款，公司全球发行的移动游戏最高月流水超过 23 亿元。

- 1) **传统 ARPG/MMORPG 优势赛道贡献业绩基本盘**，对传奇&奇迹 IP 保有情怀的中年男性是稳固的用户基本盘，支撑国内传奇类大盘维持 300 亿左右规模，公司借精进的流量运营能力保持赛道优势地位。
- 2) **SLG、卡牌、模拟类等新拓赛道打开业绩弹性与成长空间**，其中，出海主打融合创新的 SLG《Puzzles & Survival》、《江山美人》已斩获不俗业绩，多次跻身 2021 年出海收入榜单；模拟经营游戏《叫我大掌柜》不断破圈，实现长线运营。此外，公司在小游戏市场领先布局，以《寻道大千》等产品打开小游戏市场的增量空间。

2.2.1. 传统 ARPG/MMORPG 赛道优势稳固

公司早期产品集中为 ARPG/MMORPG 品类，2014 年，研发团队在具有强劲生命力和广泛受众的“传奇”“奇迹”IP 基础之上，开发出《传奇霸业》、《大天使之剑》两款精品 ARPG 页游，凭借精致的游戏画面和酷炫的战斗技能，击败同期同质游戏产品。据易观统计，截至 2015 年，《传奇霸业》、《大天使之剑》分别位居中国页游开服数量榜榜首、第二。公司凭借这两款页游的成功，成为中国页游研发厂商第一。

2016-2017 年公司“页转手”成功，并建立传奇&奇迹类 ARPG 优势地位。随后，公司将页游时代流量运营模式的经验积累复制至手游行业，凭借多款传奇&奇迹类 ARPG 产品《传奇霸业》、《一刀传世》、《大天使之剑 H5》等的成功迅速做大做强。

2016 年，公司推出首款自研西方魔幻题材 ARPG 手游《永恒纪元》（奇迹类），成为“页转手”标杆性产品。2017 年，两款 ARPG《传奇霸业》（传奇类）、《大天使之剑 H5》（奇迹类）接连成功。《大天使之剑 H5》上线 24 天流水破亿，2017 年单月流水超 1.8 亿元，同时在台湾地区上线 2 个月成为 iOS 畅销榜第二。2017 年，公司手游收入首次超过页游收入，成功实现从页游到手游的转型。

图13. 公司首批“页转手”产品均为传奇&奇迹类 IP 的 ARPG



资料来源：公司官网

围绕《斗罗大陆》IP，传统赛道加强年轻向创新。公司展开多元化尝试先从丰富 ARPG 品类题材起始，选择网络文学小说题材替换传奇&奇迹 IP，丰富公司 ARPG 产品内涵。小说类 IP 新增剧情设置，相对于传奇与奇迹较单一的任务主线，小说类 IP 更具趣味性，可吸引喜爱小说原著或电视剧的用户。同时，网络文学小说的用户群相对更年轻，有助于降低公司游戏产品用户的平均年龄。

2019年《斗罗大陆》同名改编手游试水成功，开启小说IP+ARPG新模式。2019年12月，《斗罗大陆》上线后连续7月位居iOS端RPG手游畅销榜前10名，《斗罗大陆》的成功开启公司小说IP+ARPG的游戏新模式。

稳扎稳打跬步迭代，集大成者《荣耀大天使》战绩亮眼。2021年1月6日，公司自研的魔幻ARPG《荣耀大天使》上线，上线首日即跃至iOS游戏免费榜第2，次日即跻身iOS游戏畅销榜第9，截至3月8日畅销榜平均排名17名。公司一直以来深耕魔幻题材ARPG，从《大天使之剑》到《精灵盛典》到《荣耀大天使》，《荣耀大天使》作为集大成者斩获不俗业绩充分显示公司在此赛道的长期竞争力。

公司在传奇/奇迹等传统题材持续发力，传统题材之外，公司还不断探索新题材的MMORPG游戏，发行了二次元题材MMO《云上城之歌》等一系列游戏，成功吸引年轻化用户群体。自2021年上线的《云上城之歌》在海内外反响出色，在国产游戏出海收入排名中居前，《云上城之歌》位居2022年国产出海手游收入榜单的第20位。

2.2.2. SLG、卡牌等拓展赛道厚积薄发

为贯彻“多元化”战略、培育新的业绩增长点，公司运营游戏品类持续突破，研发业务重心逐步转向更为精品化、年轻化的新品类游戏。目前公司在深耕MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营四大基石品类的基础上，开拓了含放置RPG、休闲益智在内更加多元化、轻度化的产品类型，为玩家带来了更加多样化的游戏体验。一方面，公司研发团队不拘泥于舒适圈，积极布局多元品类，以全球化视野研发产品，在MMORPG、SLG、轻游戏三条赛道形成专业化布局；另一方面，公司在自研品牌的基础上，通过投资布局等方式深度绑定外部研发团队加强自研能力，形成丰富的外部研发储备，在产品供给侧进行多元化布局。

近年来，公司新设三个独立工作室以支撑游戏品类扩张。为了更好地适应行业变化趋势，满足年轻一代游戏用户的多元化需求，公司于2020-2023年陆续新成立三个独立工作室，分别是“萤火工作室”、“星海工作室”、“燎原工作室”。每个工作室都有明确的主攻方向和经验丰富的团队，这有助于公司在特定游戏品类中实现突破和创新。至此，公司构成了一个以广州为总部、辐射全国多地的研发人才网络。

表3：2020-2023年公司新设三个独立工作室

工作室名称	成立时间	主攻方向	核心团队背景	备注
苏州萤火	2020年	女性向品类	来自叠纸网络等擅长女性向游戏研发的成熟工作室	首款游戏《扶摇一梦》已于2023年11月上线
北京星海	2022年	SLG品类	来自趣加，曾参与《阿瓦隆之王》《火枪纪元》等头部SLG出海游戏的开发	专注于策略游戏品类的研发，推动公司在SLG领域的进一步发展
北京燎原	2023年	MMO品类	负责人有近15年从业经历，曾打造出多款畅销MMO游戏；核心成员来自北京知名游戏厂商	专注于大型多人在线游戏品类，旨在提升公司在MMO领域的竞争力和影响力

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

目前，公司通过多维度的创新和扩展，已经推出了一系列表现出色的游戏，构建了一个多元化的游戏产品组合：

- 在策略游戏（SLG）领域，公司不仅在海外市场推出了《Puzzles & Survival》等受欢迎的SLG作品，还通过投资易娱网络、星合互娱等公司，增强了在SLG领域的研发实力。
- 在模拟经营游戏领域，公司的《江山美人》在日本市场获得了热烈反响，而《叫我大掌柜》在海外市场取得了显著的商业成功，并在引入国内市场后继续保持良好的表现。
- 在卡牌游戏领域，公司自主研发的《斗罗大陆：魂师对决》在2021年夏季成为市场上的一匹黑马，展现了公司在卡牌手游领域的精品化开发能力和研发实力。
- 在二次元题材游戏领域，公司于2021年7月在韩国推出的二次元冒险手游《云上城之歌》也取得了显著的成绩，显示了公司在这一新兴领域的竞争力。

自研+代理打造丰富产品储备。公司聚焦游戏主业，一方面不断拓展自研能力边界，积极布局多元品类，以全球化视野研发产品，在 MMORPG、SLG、轻游戏三条赛道形成专业化布局，储备了多款精品化自研手游。另一方面，公司在自研品牌的基础上，始终以优质内容为战略方向，通过投资赋能、业务支持等方式与易娱网络、延趣网络等多家优质研发商深度绑定，产品储备丰富。国漫东方玄幻 MMORPG《斗罗大陆：猎魂世界》、古风水墨模拟经营《赘婿》、绘本卡通国风模拟经营《时光大爆炸》等在内的多款移动游戏均已获得国内游戏版号。

图14. 公司部分重要储备产品（截至 2024 半年报）

研发商	产品名称	品类题材画风等	拟发行地区
自研	斗罗大陆：猎魂世界	国漫东方玄幻 MMORPG	全球
自研	代号战歌 M	西方魔幻 MMORPG	全球
自研	代号 MLK	日式 Q 版 MMORPG	全球
自研	代号正奇 SLG	写实三国 SLG	全球
自研	代号休闲 SLG	Q 版战争 SLG	全球
自研	代号 M1	欧美卡通休闲	全球
自研	代号 MR	Q 版 RPG	全球
自研	代号 DLXD	Q 版玄幻 RPG	全球
自研	代号 DLL	Q 版简笔魔幻塔防	全球
代理	诸神黄昏：征服	西方魔幻 MMORPG	全球
代理	帝国与魔法	西方魔幻 SLG	境内
代理	神域纪元	西方魔幻数值 RPG	境内
代理	上古洪荒诀	东方玄幻国战 SLG	境内
代理	代号斗兽	巨兽题材 SLG	境内
代理	女武神战纪	西方魔幻幻想卡牌	境内
代理	代号小铁匠	日式 RPG	境内
代理	赤壁之战 2	三国题材 SLG	境内
代理	赘婿	古风水墨模拟经营	境内
代理	时光大爆炸	时代进阶绘本卡通国风模拟经营	境内
代理	四季城与多米糯	奇幻 Q 版模拟经营	境内
代理	代号休闲	现代度假村休闲游戏	境外
代理	Abyss Survivor	魔幻卡通 SLG	境外
代理	代号商途	古穿商斗模拟经营	境外
代理	Bugtopia	昆虫题材 SLG	境外
代理	Match Cozy 3D	现代卡通休闲益智	境外

资料来源：公司公告

3. 未来看点：游戏出海、小游戏提供新增长动能

当下国内企业出海局面，非常类似任天堂出海之前的日本企业出海状况——制造业出海的同时，文化企业亦出海。

审视出海的当下大背景，天时、地利、人和兼具；我们认为出海从历史角度来看，是新生产力与新生产关系助力下的必然结果，即对空间与增量的主动探索；最终将成就产业链的全球布局、品牌影响力及价值观的影响深远。这与 2017 年以来的、国内出海潮有不同：2017 年的出海，是基于流量蓝海市场的抢占先机的逻辑；2024 年的文化企业出海，相对于纯粹的生意逻辑，将会是产业链组团式、小生态全局性的出海，将海外市场当成一片不亚于国内市场重要性的深度耕耘逻辑。

传媒内容各板块中，游戏内容出海是较为成功的细分，游戏公司自端游及页游时代起开始探索出海，手游时代提速，再到现在的激烈角逐出海赛道。对于游戏厂商来说，在国内的版号限制，以及国内游戏市场收入、用户规模双降的背景下，在国内市场发展已经难以有特别大的增量，因此出海已经成为国内游戏厂商的重要战略方向。

长期以来，策略类（SLG）游戏是中国游戏公司海外收入的主要来源。根据 SensorTower 数据显示，2020-2023 年，策略类游戏在出海收入前 100 位自研移动游戏中的占比均超过 35%，2023 年策略类占比达到 40.31%；2023 年下半年至 2024 年上半年，共有 122 款手游海外市场吸金超过 1 亿美元，其中 RPG、策略和棋牌赛道中收入达 1 亿美元的手游数量最多。中国出

海游戏的玩法通常结合了本地策略和文化元素，以及全球化的游戏体验，以满足不同区域玩家的需求。例如，三七互娱的《Puzzles & Survival》就是一款结合了三消玩法和 SLG 元素的游戏，成功在海外市场取得了不俗成绩。

图15. 2023H2-2024H1 海外游戏收入情况分布



资料来源: SensorTower

公司海外收入规模稳居出海游戏厂商第一梯队。根据 data.ai 数据显示，2023 年共 27 家国内手游发行商海外营收成功突破 1 亿美元，其中米哈游超越腾讯，首次登顶出海收入榜首；凭借在美日韩稳定占据 SLG 和 MMORPG 游戏市场的三七互娱以近 9 亿美元营收排名第三，稳居中国出海游戏厂商第一梯队。

公司自 2020 年起，加速游戏出海布局，公司推出的策略类及模拟经营类游戏在出海市场大获成功，成功占据海外主流游戏如美国、日本等市场，海外游戏收入增速较快。公司在海外市场的游戏收入从 2020 年的 21.43 亿元增长至 2023 年的 58.07 亿元，占总收入的比重从 2020 年的 14.9% 提升至 2023 年的 35.1%。目前，公司在全球市场已形成以 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营为基石的产品矩阵，《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《데블 M (Devil M)》《云上城之歌》《斗罗大陆：魂师对决》《Ant Legion》等多款出海标杆产品表现稳健。

图16. 2023 年中国游戏厂商出海收入排行榜

排名	公司	热门应用	排名	公司	热门应用
1	米哈游		16	灵犀互娱	
2	腾讯		17	星合互娱	
3	三七互娱		18	尼比鲁	
4	点点互动		19	宝通科技	
5	莉莉丝		20	4399	
6	IM30		21	乐元素	
7	壳木游戏		22	ONEMT	
8	网易		23	柠檬微趣	
9	悠星网络		24	智明星通	
10	IGG		25	露珠游戏	
11	沐瞳科技		26	冰川网络	
12	友塔游戏		27	天游网络	
13	Topwar Studio		28	英雄游戏	
14	海彼		29	有爱互娱	
15	字节跳动		30	心动网络	

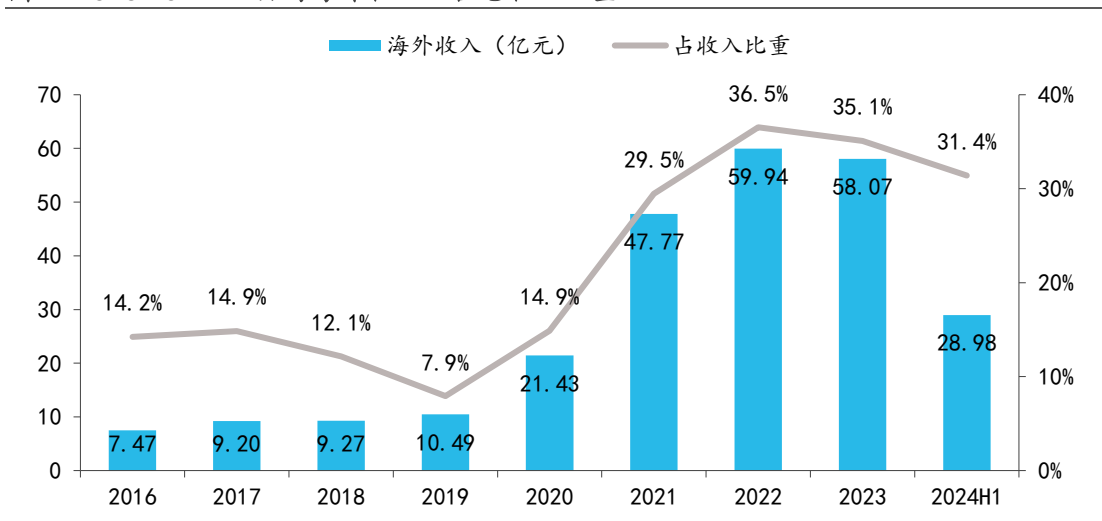
资料来源: data.ai

图17. 2023 年中国游戏厂商游戏产品出海收入排行榜

排名	用户支出排行	所有发行商
1	Genshin Impact	米哈游
2	PUBG MOBILE	腾讯;Krafton;Rekoo Interactive;VNG
3	Honkai: Star Rail	米哈游
4	GODDESS OF VICTORY: NIKKE	腾讯;Gamamobi;Rekoo Interactive
5	Whiteout Survival	点点互动;TickTack Interactive;TickTack
6	Puzzles & Survival	三七互娱;Funtap
7	Rise of Kingdoms	莉莉丝;Appota;Original Entertainment
8	Age of Origins	壳木游戏
9	Top War: Battle Game	Topwar Studio
10	Mobile Legends: Bang Bang	沐瞳科技;VNG
11	Lords Mobile	IGG;Fantasy Plus
12	Last Fortress: Underground	IM30
13	Blue Archive	悠星网络;NEXON
14	Survivor.io	Habby
15	Knives Out	网易;龙邑游戏

资料来源: data.ai

图18. 2016-2024H1 公司海外收入及占总收入比重



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

以公司旗下融合“三消+SLG”玩法的出海现象级产品《Puzzles & Survival》为例，成功打入欧美的空白市场成为爆款。该游戏通过不断挖掘创意元素与游戏的深度结合，例如上线“功夫版本”，以中华传统武术文化为主题，让玩家通过游戏体验中国功夫的魅力，持续拓展更多有效用户，拉长产品生命周期，成为公司旗下长线运营的标杆案例。《Puzzles & Survival》突破性地实现了游戏品类的创新融合以及游戏主题和地区文化的融合，于2023年4月再次刷新产品月流水峰值纪录，自2020年上线至2024年2月，累计流水超过百亿元。根据data.ai数据显示，《Puzzles & Survival》位列2023年中国游戏厂商游戏产品出海收入排行榜第六位。

小游戏市场收入已连续三年保持高速增长。根据《2024年1-6月中国游戏产业报告》，2024年1-6月，小程序移动游戏（简称为“小游戏”）收入为166.03亿元，同比增长60.5%。其中内购产生的实销收入90.98亿元，同比增长81.56%；广告变现收入为75.05亿元，同比增长40.74%。小游戏市场收入已连续三年保持高速增长，其中内购收入占比也在逐年提升。

图19. 小游戏市场情况



资料来源：《2024年1-6月中国游戏产业报告》

2024年“小游戏出海”成出海赛道上的新势力。2024年，“小游戏出海”成为市场关注焦点，也正在成为出海游戏的重要品类。从供给端看，小游戏可以覆盖更广的用户范围，成本相对较低，在全球范围内，都符合用户的需求变化。在小游戏出海过程中，国内游戏厂商通常将

在国内已经跑通的玩法和小程序游戏产品转化 APP 形式，这类产品在 2023 年末集中出海。目前，小游戏出海开拓了出海的新路径/模式：即以“进口-本土化-出口”或“境内原生-出口”做玩法，以买量、全域本地化品宣做运营。

公司旗下多款小游戏国内及出海表现亮眼。2023 年 6 月，公司推出的国风趣味养成游戏《寻道大千》不断突破用户池，通过品牌赋能与社交互助实现产品长线运营，为公司在小游戏赛道沉淀了行业一流经验，为后续产品打下坚实的基础。自研斗罗 IP 游戏《灵魂序章》上线后持续展现出强劲潜力，进一步巩固公司在小游戏赛道竞争优势。

小游戏的运营策略过于依赖买量投流，而公司擅长买量，小游戏出海模式的核心抓手在于轻量化玩法的全球性需求。公司抓住小游戏出海的风口，将在国内运营成功的小游戏产品复制到海外发行。根据 App Growing 国际版数据显示，2024 年上半年，4399 旗下《菇勇者传说》、三七互娱的《小妖问道》（《寻道大千》的海外版）和大梦龙途的《甘道夫醒醒啦》等小游戏海外月流水已达到千万级美元。

表4：2024 年上半年部分热门小游戏出海情况

序号	产品	2024H1 海外收入 (美元)	出海时间	厂商	大陆小游戏名称
1	菇勇者传说	3.9 亿+	2023 年 11 月	4399	冒险大作战
2	小妖问道	3700 万+	2023 年 7 月	三七互娱	寻道大千
3	甘道夫醒醒啦	2200 万+	2023 年 10 月	大梦龙途	国王指意
4	BangBang Survivor	1400 万+	2024 年 3 月	露珠游戏	向僵尸开炮
5	肥鹅健身房	1100 万+	2023 年 4 月	豪腾嘉科	肥鹅健身房
6	小小斗罗	760 万+	2023 年 12 月	三七互娱	灵魂序章
7	道天录	520 万+	2023 年 11 月	广州天游	道天录
8	英雄你好狗	500 万+	2023 年 6 月	4399	英雄你好狗
9	暴走小虾米	490 万+	2023 年 2 月	大梦龙途	行侠仗义五千年
10	我要当房东	470 万+	2022 年 6 月	Shimmer Games	房东模拟器

资料来源：Sensor Tower，国投证券研究中心

4. 盈利预测与投资建议

(1) 盈利预测及核心经营指标假设

公司业务分产品形态来看，主要为移动游戏与网页游戏。经测算，我们预计 2024-2026 年公司总营收为 181.12/194.87/209.76 亿元，同比增速为 9.5%/7.6%/7.6%。其中：

- **移动游戏业务**：我们预计 2024-2026 年该业务收入 174.88/188.87/203.98 亿元，同比增速为 10.0%/8.0%/8.0%，主要由小游戏及游戏出海所驱动。
- **网页游戏业务**：我们预计 2024-2026 年该业务收入 4.72/4.49/4.26 亿元，同比增速为 -5.0%/-5.0%/-5.0%。

表5：公司分业务收入预测

百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	16216.50	16406.03	16546.87	18111.87	19487.32	20975.88
YoY	12.6%	1.2%	0.9%	9.5%	7.6%	7.6%
—移动游戏收入	15363.93	15631.91	15898.48	17488.33	18887.39	20398.39
YoY	15.6%	1.7%	1.7%	10.0%	8.0%	8.0%
—网页游戏收入	829.43	599.19	497.17	472.31	448.70	426.26
YoY	-23.2%	-27.8%	-17.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
—其他收入	23.13	174.94	151.23	151.23	151.23	151.23
YoY	-4.4%	656.3%	-13.6%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司财报，国投证券研究中心

- **毛利率：**我们预计 2024-2026 年公司综合毛利率为 79.3%/79.8%/80.3%。其中，分业务毛利率来看，移动游戏毛利率为 79.5%/80.0%/80.5%；网页游戏毛利率为 70.0%/69.5%/69.0%。
- **费用率方面：**近几年公司费用率基本上较为稳定，研发费用率小幅下滑。我们预计 2024-2026 年公司期间费用率基本维持稳定。
- **分红：**公司拟于 2024 年 Q1-Q3 连续分红，每季度分红总额不超过 5 亿元合计不超过 15 亿元。根据历史分红金额，我们预计公司 2024-2026 年的分红金额为 17.5/18.0/19.0 亿，对应分红比例为 61%/56%/55%。

表6：公司核心财务指标假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
综合毛利率	84.8%	81.4%	79.5%	79.3%	79.8%	80.3%
—移动游戏毛利率	85.6%	81.7%	79.7%	79.5%	80.0%	80.5%
—网页游戏毛利率	70.0%	69.5%	69.0%	70.0%	69.5%	69.0%
销售费用率	56.3%	53.2%	54.9%	55.5%	54.5%	54.0%
管理费用率	2.9%	3.2%	3.6%	3.4%	3.2%	3.0%
财务费用率	-0.3%	-0.5%	-1.3%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
研发费用率	7.7%	5.5%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%

资料来源：公司财报，国投证券研究中心

(2) 估值与投资建议

我们采用相对估值 (PE) 法对公司进行估值比对。我们选取恺英网络、神州泰岳、完美世界、吉比特等 7 家 A 股游戏上市公司作为可比公司，2024 年可比公司平均市盈率为 13.74x。

表7：可比公司 PE 估值

公司名称	证券代码	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			市盈率 PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
恺英网络	002517.SZ	206.21	14.62	17.08	19.98	14.11	12.07	10.32
神州泰岳	300002.SZ	176.83	8.87	12.20	13.89	19.93	14.50	12.73
完美世界	002624.SZ	145.50	4.91	8.68	11.23	29.60	16.75	12.96
吉比特	603444.SH	143.78	11.25	10.45	12.07	12.78	13.76	11.91
世纪华通	002602.SZ	248.92	5.24	24.06	28.54	47.50	10.35	8.72
宝通科技	300031.SZ	62.75	1.06	3.81	4.44	59.17	16.45	14.12
巨人网络	002558.SZ	184.13	10.86	14.98	16.95	16.95	12.29	10.86
平均值						28.58	13.74	11.66

资料来源：Wind，国投证券研究中心

注：市值对应日期为 2024 年 9 月 6 日，其中恺英网络、神州泰岳盈利预测为国投证券研究中心，其他公司盈利预测为 Wind 一致预期

历史上公司曾多次转型精准把握行业风向，营收及利润规模持续迈入新台阶。近年来，公司稳步推进“精品化、多元化、全球化”战略，卓有成效。长期来看，我们看好公司在小游戏领域，以及出海方向上的持续精进，有望打开新的增长空间。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 27.36 亿元、31.99 亿元、34.61 亿元，对应 EPS 分别为 1.23 元、1.44 元、1.56 元。我们给予公司 2024 年 14x PE，对应目标价为 17.22 元，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

5. 风险提示

版号获取不及预期：公司游戏业务面临严格监管政策，若游戏版号发放不及预期，将影响在研项目的上线进度，进而对公司业绩造成不利影响。

新产品研发进度不及预期：公司自研及新产品较多，而游戏本身为项目制，其研发及发行周期存在较大的人为不确定性。

产品流水不及预期：公司收入增长的核心驱动来自游戏业务，若游戏上线时间延迟、流水表现不及预期，将影响公司业绩表现。

核心人才流失：公司核心竞争力为产品技术研发壁垒，其本质是人才储备，若核心人员流失可能对公司长期发展战略造成影响。

假设及测算不及预期：公司未来实际实现的业绩可能与我们假设及预测的业绩存在预期差。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	16,406.0	16,546.9	18,111.9	19,487.3	20,975.9	成长性					
减: 营业成本	3,048.5	3,391.6	3,757.0	3,944.6	4,140.1	营业收入增长率	1.2%	0.9%	9.5%	7.6%	7.6%
营业税费	31.9	36.9	90.6	97.4	104.9	营业利润增长率	1.5%	-8.1%	3.4%	17.0%	8.5%
销售费用	8,732.6	9,090.8	10,052.1	10,620.6	11,327.0	净利润增长率	2.7%	-10.0%	2.9%	16.9%	8.2%
管理费用	526.0	592.1	615.8	623.6	629.3	EBITDA 增长率	5.6%	-10.4%	0.7%	17.2%	8.4%
研发费用	904.7	713.6	815.0	876.9	943.9	EBIT 增长率	5.7%	-10.4%	0.7%	17.6%	8.6%
财务费用	-74.0	-221.5	-181.1	-194.9	-209.8	NOPLAT 增长率	1.4%	-14.6%	6.4%	17.5%	8.2%
资产减值损失	-90.4	-111.7	-79.3	-93.8	-95.0	投资资本增长率	-7.0%	-8.6%	8.5%	-20.2%	36.1%
加: 公允价值变动收益	-39.8	104.0	104.0	69.0	-139.5	净资产增长率	13.4%	4.1%	11.8%	9.9%	10.0%
投资和汇兑收益	75.6	7.5	-	-	-						
营业利润	3,308.9	3,040.9	3,145.8	3,681.9	3,995.9	利润率					
加: 营业外净收支	-7.4	7.1	-	-	-	毛利率	81.4%	79.5%	79.3%	79.8%	80.3%
利润总额	3,301.5	3,048.0	3,145.8	3,681.9	3,995.9	营业利润率	20.2%	18.4%	17.4%	18.9%	19.1%
减: 所得税	391.8	414.4	395.6	466.9	517.5	净利润率	18.0%	16.1%	15.1%	16.4%	16.5%
净利润	2,954.4	2,658.6	2,736.4	3,198.9	3,461.0	EBITDA/营业收入	20.6%	18.3%	16.8%	18.3%	18.4%
						EBIT/营业收入	20.0%	17.8%	16.4%	17.9%	18.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	19	18	16	14	13
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-16	-25	-24	-24	-19
货币资金	5,129.5	6,177.0	6,568.6	8,174.0	8,824.9	流动资产周转天数	217	236	231	239	244
交易性金融资产	2,793.0	2,024.7	2,305.4	2,374.4	2,234.8	应收账款周转天数	31	33	31	32	32
应收账款	1,521.0	1,515.5	1,605.4	1,838.6	1,885.0	存货周转天数					
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	346	394	376	363	363
预付账款	855.2	1,143.2	1,423.2	1,073.7	1,555.7	投资资本周转天数	75	68	62	54	53
存货	-	-	-	-	-						
其他流动资产	287.9	262.4	208.3	252.9	241.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	24.2%	20.9%	19.3%	20.5%	20.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	17.0%	13.8%	14.7%	15.6%	16.0%
长期股权投资	621.8	520.7	520.7	520.7	520.7	ROIC	80.6%	74.1%	86.3%	93.4%	126.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	850.0	823.5	787.0	750.4	713.9	销售费用率	53.2%	54.9%	55.5%	54.5%	54.0%
在建工程	242.5	534.5	534.5	534.5	534.5	管理费用率	3.2%	3.6%	3.4%	3.2%	3.0%
无形资产	1,059.7	1,040.2	996.8	953.3	909.9	研发费用率	5.5%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%
其他非流动资产	3,734.1	5,092.8	3,732.1	4,118.5	4,283.8	财务费用率	-0.5%	-1.3%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
资产总额	17,094.6	19,134.6	18,682.0	20,591.0	21,704.4	四费/营业收入	61.5%	61.5%	62.4%	61.2%	60.5%
短期债务	901.0	1,554.6	-	-	-	偿债能力					
应付账款	1,859.5	2,027.2	3,009.4	2,353.5	2,768.7	资产负债率	28.0%	33.0%	23.3%	23.5%	20.2%
应付票据	555.0	1,087.0	138.1	1,256.3	349.7	负债权益比	38.8%	49.3%	30.4%	30.8%	25.3%
其他流动负债	1,025.9	1,236.8	1,081.4	1,114.7	1,144.3	流动比率	2.44	1.88	2.86	2.90	3.46
长期借款	323.0	306.0	-	-	-	速动比率	2.44	1.88	2.86	2.90	3.46
其他非流动负债	118.2	110.6	129.8	119.5	120.0	利息保障倍数	-44.42	-13.30	-16.37	-17.89	-18.05
负债总额	4,782.7	6,322.2	4,358.7	4,844.0	4,382.6	分红指标					
少数股东权益	128.6	105.4	119.2	135.2	152.6	DPS(元)	0.80	0.81	0.75	0.81	0.86
股本	2,217.9	2,217.9	2,217.9	2,217.9	2,217.9	分红比率	60.0%	67.9%	61.0%	56.0%	55.0%
留存收益	10,201.6	10,919.1	11,986.3	13,393.8	14,951.3	股息收益率	5.8%	6.0%	5.5%	5.9%	6.3%
股东权益	12,311.9	12,812.4	14,323.3	15,746.9	17,321.8						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	2,909.7	2,633.5	2,736.4	3,198.9	3,461.0
						加: 折旧和摊销	189.9	176.2	80.0	80.0	80.0
						资产减值准备	98.8	125.5	-	-	-
						公允价值变动损失	39.8	-104.0	104.0	69.0	-139.5
						财务费用	23.7	-99.1	-181.1	-194.9	-209.8
						投资收益	-75.6	-7.5	-	-	-
						少数股东损益	-44.6	-25.0	13.8	16.1	17.4
						营运资金的变动	-771.2	-1,003.5	1,025.9	190.7	-1,184.7
						经营活动产生现金流量	3,557.2	3,147.0	3,778.8	3,359.8	2,024.4
						投资活动产生现金流量	-3,330.4	-1,445.9	-350.4	-181.3	296.5
						融资活动产生现金流量	-1,584.6	-2,286.4	-3,036.8	-1,573.1	-1,670.0
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.33	1.20	1.23	1.44	1.56
						BVPS(元)	5.49	5.73	6.40	7.04	7.74
						PE(X)	10.3	11.4	11.1	9.5	8.8
						PB(X)	2.5	2.4	2.1	1.9	1.8
						P/FCF	7.6	8.1	60.3	7.8	11.9
						P/S	1.8	1.8	1.7	1.6	1.4
						EV/EBITDA	9.3	10.6	6.4	4.9	4.3
						CAGR(%)	3.4%	9.7%	-1.2%	3.4%	9.7%
						PEG	3.0	1.2	-9.4	2.8	0.9
						ROIC/WACC	7.7	7.1	8.2	8.9	12.1
						REP	1.2	1.5	0.7	0.7	0.4

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034