

三七互娱 (002555)

新渠道新增量，游戏龙头再启航

投资要点：

小游戏、出海成为国内游戏市场的重要增量，公司基于强发行能力和先发优势，有望长期受益于新游戏产品线释放。

➤ 紧抓行业变革趋势，成就国内游戏龙头

公司是 A 股上市公司中营收、业绩规模最大的游戏龙头。成立十余年来，公司成功把握住了四次行业变革带来的发展机遇：1) 早期转型联合运营，2013 年成为国内第二大页游平台；2) 2013 起先发布局移动游戏，成功实现“页转手”；3) 2018 年后把握短视频流量红利，智能化系统增厚发行壁垒；4) 2020 年以来拓宽游戏品类，布局小游戏、出海增长机遇。

➤ 发行优势持续巩固，研发+投资保持新游供给

公司自页游时代起积累了深厚的发行优势，近年来在优势基础上开发“量子”“天机”系统，精细化、智能化流量经营和用户运营，推动买量效率进一步提升。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；同时通过对外投资绑定多个优质研发商，补足自研品类短板，保证丰富的新游供给。

➤ 未来有望穿越周期，受益于小游戏、出海市场增量

我们认为，公司核心竞争优势在于：1) 善于把握行业变革趋势，以强执行力提前布局、建立先发优势；2) 发行实力行业领先，有望把握新渠道带来的新机遇。结合行业发展趋势，公司有望长期受益于：1) 近年增速迅猛的小游戏增量市场；2) 国产游戏出海的长期渗透空间；3) 精品化、多元化的游戏产品储备。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 166/200/232 亿元（原值为 187/214/241 亿元），同比增速分别为 1.4%/20%/16%，归母净利润分别为 31.4/38.5/43.9 亿元，同比增速分别为 6%/23%/14%，EPS 分别为 1.41/1.73/1.98 元/股，3 年 CAGR 为 14.18%。绝对估值法测得公司每股价值为 26.8 元，可比公司 2024 年平均 PE 15 倍，鉴于公司在小游戏、出海方面的增长潜力，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2024 年 15 倍 PE，目标价 26 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业监管趋严的风险，市场测算相关风险，新老游戏表现不及预期、产品上线进度不及预期的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	16216	16406	16642	19966	23157
增长率（%）	12.62%	1.17%	1.44%	19.97%	15.98%
EBITDA（百万元）	3393	3441	3886	4627	5158
归母净利润（百万元）	2876	2954	3135	3846	4392
增长率（%）	4.15%	2.74%	6.11%	22.67%	14.19%
EPS（元/股）	1.30	1.33	1.41	1.73	1.98
市盈率（P/E）	12.9	12.6	11.9	9.7	8.5
市净率（P/B）	3.5	3.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	16.1	10.0	7.5	5.8	4.8

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 02 月 02 日收盘价

行 业：	传媒/游戏 II
投资评级：	买入（维持）
当前价格：	16.77 元
目标价格：	26.00 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2,217.86/1,608.18
流通 A 股市值（百万元）	27,387.39
每股净资产（元）	5.56
资产负债率（%）	33.52
一年内最高/最低（元）	37.97/16.06

股价相对走势



作者

分析师：陈梦瑶
 执业证书编号：S0590521040005
 邮箱：cmy@glsc.com.cn
 分析师：丁子然
 执业证书编号：S0590523080003
 邮箱：dingzr@glsc.com.cn

联系人：周砺灵
 邮箱：zhoull@glsc.com.cn

相关报告

1、《三七互娱 (002555)：新游业绩释放，关注小游戏渠道增量》2023.10.30

投资聚焦

核心逻辑

游戏行业近期迎来多重变化：1) **国内移动游戏市场竞争加剧**：其中 App 游戏精品化趋势显著，头部厂商腾讯、网易、米哈游高投入下推升竞争门槛；2) **小游戏已成为重要增长极**：据三七互娱预测，23 年小游戏市场规模预计超过 400 亿元，同比增长 50%；3) **国产游戏出海空间仍较为广阔**：未来主要增长驱动力来自于海外移动游戏大盘增长，以及国产游戏在细分品类、长尾市场的进一步渗透。我们认为，公司强发行能力及强执行力有助于其穿越周期，受益于小游戏、出海市场中的增量机会。

不同于市场的观点

市场认为小游戏市场空间有限，壁垒较低。我们认为，**从市场空间来看**，小游戏国内市场空间有望在 3-5 年达到 700 亿元，此外，海外 YouTube、Meta 等头部流量平台也开始加速布局，长期增长空间广阔。**从竞争壁垒来看**，公司作为提前 2 年开始布局的先进入者，有望在研发、发行层面积累先发优势，且受益于小游戏新渠道带来的流量红利。

核心假设

国内方面，小游戏有望成为公司重要的增长驱动力，随着 2024 年公司小游戏产品储备持续释放，有望继续推出微信畅销榜排名 top3 的大体量产品；**出海方面**，公司已上线的出海产品有望保持稳健，新品储备释放、小游戏出海有望推动海外收入持续提升。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 166/200/232 亿元（原值为 187/214/241 亿元），同比增速分别为 1.4%/20%/16%，归母净利润分别为 31.4/38.5/43.9 亿元，同比增速分别为 6%/23%/14%，EPS 分别为 1.41/1.73/1.98 元/股，3 年 CAGR 为 14.18%。绝对估值法测得公司每股价值为 26.8 元，可比公司 2024 年平均 PE 15 倍，鉴于公司在小游戏、出海方面的增长潜力，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2024 年 15 倍 PE，目标价 26 元，维持“买入”评级。

投资看点

短期来看，公司基于行业领先的发行实力和强执行力，有望受益于：1) 近年增速迅猛的小游戏增量市场；2) 国产游戏出海加速渗透。长期来看，公司精品化、多元化的国内游戏产品储备有望逐步释放，也有望受益于 AI、MR 等新技术带来的玩法和渠道变革。

正文目录

1. 公司简介：紧抓行业变革趋势，成就国内游戏龙头	5
1.1 发展历程：过去十年成功把握四次行业变革机遇	5
1.2 主营业务：营收利润稳健增长，费用侧控制良好	7
1.3 公司治理：核心高管持股比例较高，管理层稳定资深	8
2. 能力分析：发行优势持续巩固，研发+投资保持新游供给	10
2.1 发行实力保持领先，积极把握渠道红利	11
2.2 研发能力持续提升，产业链投资扩充新游供给	14
3. 未来增量：公司有望穿越周期，受益于小游戏、出海增长	19
3.1 小游戏带来增量空间，公司优势有望延续	19
3.2 全球化战略持续推进，海外收入占比有望提升	24
3.3 国内精品化、多元化手游产品线有望持续释放	28
4. 盈利预测、估值与投资建议	28
4.1 盈利预测	28
4.2 估值与投资建议	30
5. 风险提示	31

图表目录

图表 1：公司成立十余年以来，成功把握住了四次行业变革带来的发展机遇	5
图表 2：公司历年各项营业收入（亿元）及整体增速	7
图表 3：公司历年营业收入（亿元）及增速	7
图表 4：公司历年归母净利润（亿元）及增速	7
图表 5：公司历年毛利率水平	8
图表 6：公司历年归母净利率水平	8
图表 7：公司历年三项费用率水平	8
图表 8：公司前十大股东明细	9
图表 9：公司管理层履历情况	9
图表 10：公司研发、发行主体梳理	10
图表 11：中国手游发行商全球收入排行榜	11
图表 12：公司历年游戏业务营收/销售费用比值变化	11
图表 13：“量子”“天机”助力游戏买量效率提升	12
图表 14：“量子”系统流程图	13
图表 15：“量子”系统使用机器学习模型为买量发行赋能	14
图表 16：公司研发布局梳理（自研+投资）	15
图表 17：公司历年研发费用（亿元）及同比增速	15
图表 18：传奇类游戏面向的用户年龄段分布	16
图表 19：《一刀传世》游戏画面	16
图表 20：《斗罗大陆：魂师对决》人物建模	17
图表 21：《斗罗大陆：魂师对决》场景建模	17
图表 22：《斗罗大陆：魂师对决》场景编辑器	17
图表 23：《斗罗大陆：魂师对决》技能编辑器	17
图表 24：公司历年营业收入（亿元），当年头部新游及研发模式	18
图表 25：公司通过投资布局的主要游戏研发商及其代表产品	19
图表 26：小游戏自 2022 年以来增速显著加快	20
图表 27：小游戏渗透率有望持续提升	21
图表 28：小游戏玩法呈现重度化趋势	21

图表 29: 微信小游戏畅销榜 Top100 中, A 股游戏公司布局情况 (2023 年 11 月 7 日数据)	21
图表 30: 《小小蚁国》小游戏版本发行策略调整	22
图表 31: 《小小蚁国》小游戏版本研发策略调整	23
图表 32: 《寻道大千》游戏画面	24
图表 33: 2023 年微信小游戏投放素材榜 Top10	24
图表 34: 公司小游戏产品储备	24
图表 35: 中国自研游戏出海市场规模及增速	25
图表 36: 中国自研游戏出海市占率变化	25
图表 37: 公司历年中国大陆、海外收入 (亿元)	26
图表 38: 公司历年海外营收占比变化趋势	26
图表 39: 《Puzzles&Survival》轻度三消玩法	26
图表 40: 《Puzzles&Survival》重度 SLG 玩法	26
图表 41: 《Puzzles&Survival》韩国地区投放素	27
图表 42: 《Puzzles&Survival》美国地区投放素材	27
图表 43: 公司出海游戏产品储备	27
图表 44: 公司国内移动游戏产品储备	28
图表 45: 公司营业测算汇总 (亿元)	29
图表 46: 敏感性分析: 销售费用率-归母净利润影响 (亿元)	29
图表 47: DCF 估值	30
图表 48: 可比公司估值	31
图表 49: 可比公司估值	31

1. 公司简介：紧抓行业变革趋势，成就国内游戏龙头

1.1 发展历程：过去十年成功把握四次行业变革机遇

公司成立于 2011 年，总部位于广州。2014 年 12 月，公司被上市公司顺荣股份收购 60% 股份；2015 年 2 月顺荣股份证券名称变更为“顺荣三七”；2015 年 12 月，“顺荣三七”收购公司剩余 40% 股份，公司正式实现借壳上市；2016 年 1 月，证券名称正式变更为“三七互娱”。

复盘公司发展历程，我们发现公司成立十余年以来，成功把握住了四次行业变革带来的发展机遇。在移动互联网和游戏行业日新月异的变化浪潮中，公司善于提前把握行业趋势，并以强执行力抓住产业变革风口。

图表1：公司成立十余年以来，成功把握住了四次行业变革带来的发展机遇



资料来源：公司官网，国联证券研究所

阶段一：早期转型联合运营，成为国内第二大页游平台。在公司成立的 2011 年，中国游戏行业的主体仍为客户端游戏（以下简称“端游”），但其增速呈现逐年下降趋势；而网页游戏（以下简称“页游”）在 PC 互联网的流量红利之下开启高速增长，市场规模从 2009 年的 14 亿元增至 2013 年的 127.7 亿元。“端转页”时代的产品形式变化，也推动了游戏公司商业模式的变化：联合运营（在各个网站上搭建服务器，最大程度触及用户的同时降低了运营成本）取代端游时代的自研自发自家代理，成为主流的商业模式。在此背景下，公司成立初期即从独家代理切换至联合运营模式，在 2012 年拿下头部页游《龙将》《神曲》《秦美人》的代理权，从而实现快速扩张。2013 年，公司成为仅次于腾讯的第二大页游平台。

阶段二：2013 年起布局移动游戏，把握手游增长红利。2013 年后智能手机加速普及，4G 通信覆盖面快速提升。公司前瞻性把握移动互联网带来的用户红利，于 2013 年成立 37 手游布局移动游戏发行，此外成立极光网络、火山湖布局游戏研发。到 2016

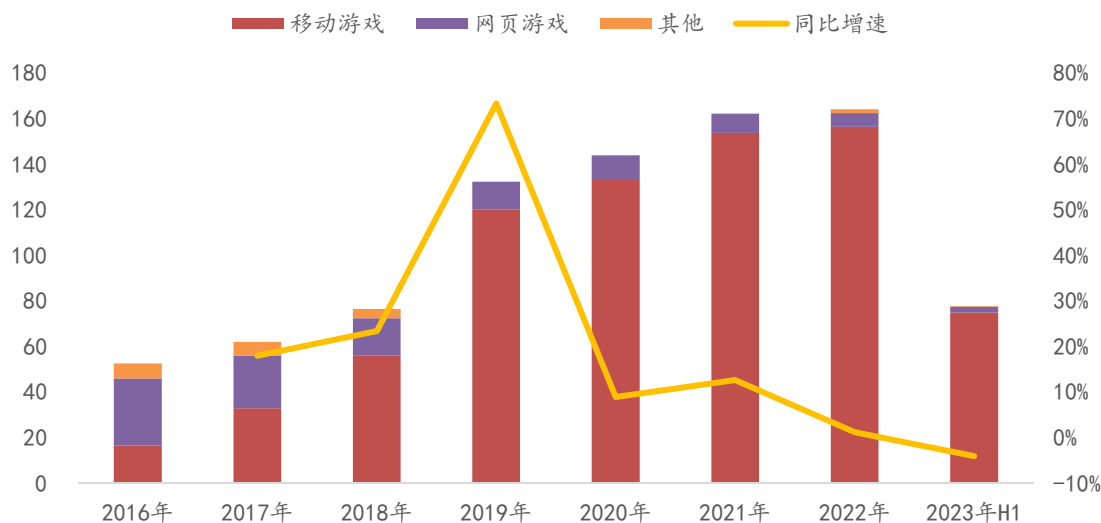
年，中国页游市场在移动互联网的冲击下首次面临负增长，而公司的移动游戏产品线已形成第二增长曲线，大幅减缓了页游市场衰退对公司的冲击。2016 年公司首款自研的移动游戏《永恒纪元》上线，首月流水破亿，推动全年移动游戏营收达到 16.39 亿元，同比增长 219%，是国内首批成功实现“页转手”的公司之一。

阶段三：2018 年起把握短视频红利，智能化系统增厚发行壁垒。2018 年起，以抖音为主的短视频平台快速崛起。公司基于页游时代积累的发行经验，积极把握短视频流量红利，于 2018 年底搭建了“量子”“天机”系统。其中“量子”为智能化投放平台，助力大幅提升广告投放效率；“天机”为智能化运营分析平台，助力实现千人千面的差异化营销。相较于其他游戏公司的同类型工具，公司的智能化系统优势在于渠道覆盖面更广、功能更为强大（紧密贴合投放业务人员需求）、数据分析更为贴合游戏行业需求（如预估 LTV 等）。在此之上，公司进一步巩固了买量优势，推动 2018/2019 年营收增速达到 23%/73%，在版号停发期间实现了逆势扩张，进入移动游戏第一梯队。

阶段四：2020 年以来拓宽游戏品类，把握出海、小游戏增长机遇。2020 年以来，在用户红利消失、玩家结构年轻化、供给侧精品倒逼等多重因素共振下，国内移动游戏行业内容精品化、重度化趋势显著。因此，公司确立“精品化、全球化、多元化”战略，持续加大研发投入，在品类层面扩展至 MMO、SLG、卡牌、模拟经营四条主赛道，每条赛道之下都相继推出了年流水 10 亿以上的头部产品。此外，公司早期布局海外市场，于 2020 年在海外推出 SLG 手游《Puzzles&Survival》，截至 2023 年 12 月累计流水已达 98.6 亿元。在近年兴起的小游戏市场，公司自 2022 年起开始积极布局，于 2023 年推出头部微信小游戏《寻道大千》，连续数月排名微信小游戏畅销榜前三名，贡献新的业绩增量。

反映到公司业绩层面，公司的四次转型推动营收水平持续稳健增长。其中，公司自 2013 年起逐步从页游转型移动游戏后，于 2017 年移动游戏营业首次收入超过 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 2020 年已超过 90%，成为公司营收的主要来源。2021 年，公司自研业务转型成功后的首个头部游戏《斗罗大陆：魂师对决》推动营收同比维持较高增长。2021 年后，公司业绩增速趋于稳健。

图表2：公司历年各项营业收入（亿元）及整体增速

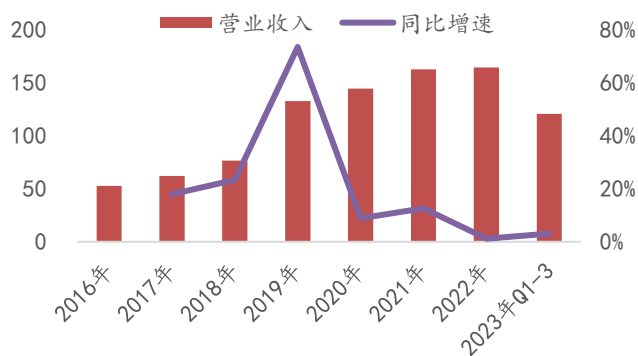


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 主营业务：营收利润稳健增长，费用侧控制良好

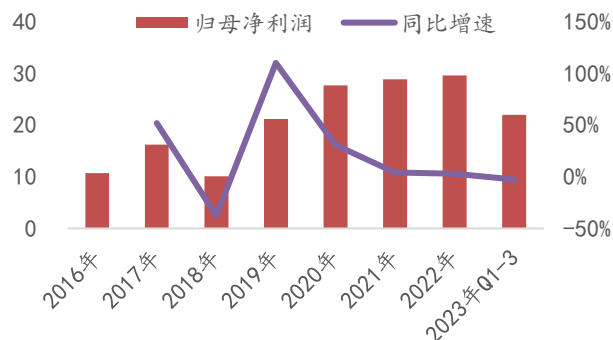
新游上线推动公司营收及利润规模持续增长。2017-2022 年，公司营业收入 CAGR 为 21.53%，归母净利润 CAGR 12.76%。分年度来看，2019 年后，公司每年均有年流水 10 亿以上的爆款新游上线，推动业绩稳健增长。其中，2019 年《一刀传世》、2020 年《Puzzles&Survival》、2021 年《斗罗大陆：魂师对决》等新游戏表现优秀，推动当年公司业绩稳步提升。

图表3：公司历年营业收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：公司历年归母净利润（亿元）及增速

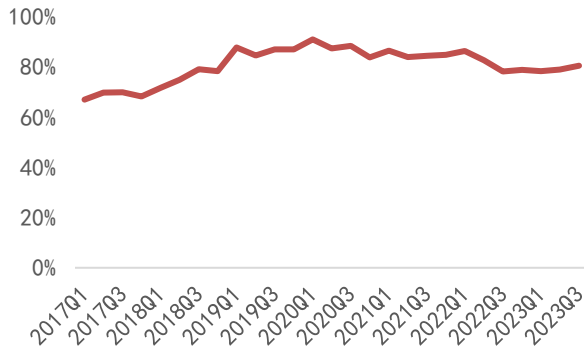


资料来源：Wind，国联证券研究所

毛利率保持较高水平，净利率有望进一步提升。公司游戏业务成本主要由分成成本及服务器相关支出组成。因此，公司毛利率变化主要受代理游戏占比，以及渠道对游戏的分成影响。2023 年，公司代理产品上线增多，但下半年小游戏收入占比提升

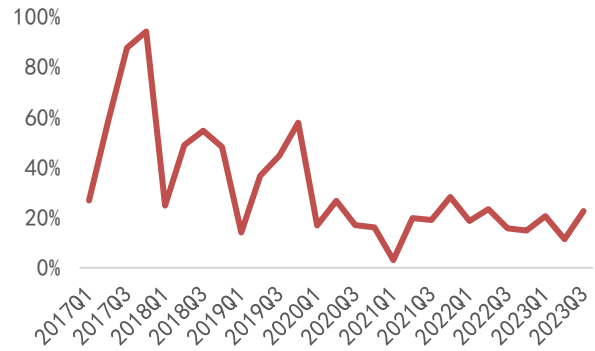
导致渠道分成降低，推动公司 2023Q3 毛利率达到 80.39%，同比增长 2.25pct，环比增长 1.54pct。在净利率方面，公司 2023 年费用控制较好，分季度呈现提升趋势。其中 2023Q3 公司净利率为 22.6%，同比增长 7pct，环比增长 11.3pct。

图表5：公司历年毛利率水平



资料来源：Wind，国联证券研究所

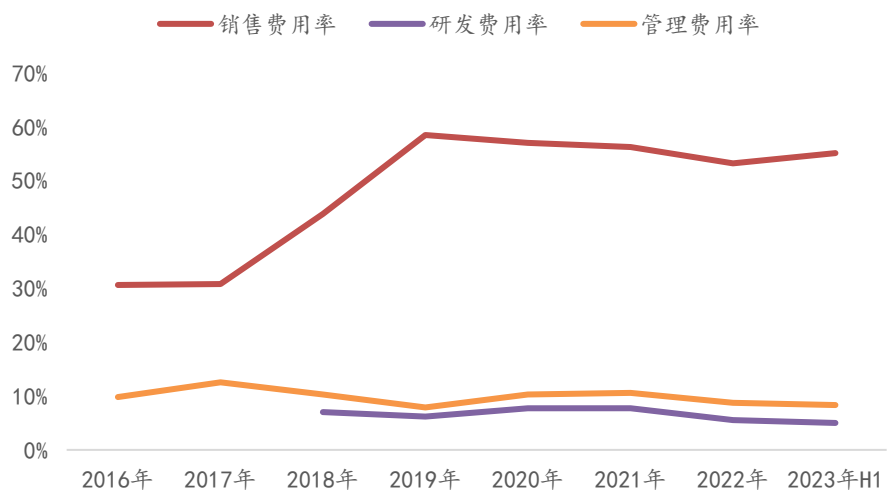
图表6：公司历年归母净利率水平



资料来源：Wind，国联证券研究所

公司销售费用率维持较高水平，近年费用控制良好。自 2018 年起，公司从粗放式买量逐步转向品效合一，在费用端体现为销售费用占比自 2019 年起呈下降趋势。其中，2023Q3 公司销售费用为 20.81 亿元，同比增长 12.8%；销售费用率为 48.6%，同比下降 3pct，环比下降 10.5pct。

图表7：公司历年三项费用率水平



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 公司治理：核心高管持股比例较高，管理层稳定资深

公司股权结构清晰，核心高管为前三大非机构股东。其中李卫伟为公司创始人、董事长，持股比例 14.6%；曾开天为公司联合创始人、副董事长，负责公司全球发行

业务，持股比例为 11.1%；胡宇航为公司联合创始人、副董事长，负责公司研发业务，持股比例为 9.1%。此外，上市公司原控制方吴氏家族持股比例已不足 5%。

图表8：公司前十大股东明细

排名	股东名称	持股数量（亿股）	占总股本比例
1	李卫伟	3.23	14.6%
2	香港中央结算有限公司	2.45	11.1%
3	曾开天	2.45	11.1%
4	胡宇航	2.02	9.1%
5	徐志高	0.36	1.6%
6	吴卫红	0.35	1.6%
7	华夏中证动漫游戏 ETF	0.25	1.1%
8	东方红睿玺	0.23	1.1%
9	吴卫东	0.22	1.0%
10	东永弘企业管理	0.20	0.9%
	合 计	11.78	53.1%

资料来源：Wind，国联证券研究所
 注：数据截至 2024 年 1 月 4 日

公司核心管理层稳定，从业经验丰富。其中，公司三位联合创始人李卫伟、曾开天、胡宇航自创业初期以来已共事十余年，股权层面为公司前三大股东，业务层面分工明确，维持公司研发、发行业务持续稳定运转。此外，公司各研发、发行主体负责人均为从业经历十余年以上的游戏行业老兵，对行业变化理解深刻。

图表9：公司管理层履历情况

姓名	职务	履历
李卫伟	创始人，董事长	2000 年 8 月起先后就职于深圳专家网络科技有限公司、深圳权智信息科技有限公司、广州海岩网络科技有限公司；2011 年 10 月至 2015 年 3 月 18 日任三七互娱（上海）科技有限公司执行董事兼总经理；2015 年 1 月 20 日起任芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司第三届董事会副董事长；2015 年 8 月 24 日起兼任本公司总经理；2019 年 1 月 21 日起任公司董事长兼总经理；现任三七互娱网络科技集团股份有限公司第六届董事会董事长、总经理。
曾开天	联合创始人，副董事长	2011 年 10 月起任三七互娱（上海）科技有限公司董事，分管公司网络游戏业务海外发行工作；2019 年 7 月 5 日起任芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司董事；现任三七互娱网络科技集团股份有限公司第六届董事会副董事长。
胡宇航	联合创始人，副董事长	2013 年 10 月起任三七游戏总裁，负责研发品牌三七游戏的战略规划和日常管理，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；2020 年 9 月 16 日起任芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司董事；现任三七互娱网络科技集团股份有限公司第六届董事会副董事长。

刘军	董事，集团副总经理，37 手游高级副总裁	2013 年加入三七互娱，现任三七互娱董事、集团副总裁、37 手游高级副总裁，全面负责 37 手游对外商务合作业务，建立及维护与公司合作的长期伙伴关系。刘军拥有十多年的互联网从业经验，对移动游戏平台有着深入的认识，帮助 37 手游成功发行《凡人修仙传：人界篇》《斗罗大陆：魂师对决》《小小蚁国》等优秀手游产品。
徐志高	总经理，37 手游总裁	毕业于中山大学，先后创办数家互联网企业，2012 年进入移动游戏行业，积累了多年移动互联网行业经验。徐志高于 2013 年底加入三七互娱，现任三七互娱总经理、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	集团副总经理，分管技术和战略中心	2004 年 7 月至 2008 年 7 月，任职于北京新浪互联信息服务有限公司；2008 年 8 月至 2009 年 12 月，在魔力盒网络科技（北京）有限公司任技术经理；2011 年 10 月起在三七互娱（上海）科技有限公司任职，任三七互娱（上海）科技有限公司技术副总裁；2019 年 1 月 21 日起任芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司副总经理；现任三七互娱网络科技集团股份有限公司副总经理。
曹伟	37 网游总裁	2020 年起担任 37 网游总裁，全面负责 37 网游事业群管理工作。曹伟拥有十余年的互联网从业经验，是业内资深的运营专家，具有丰富的游戏运营和项目管理经验。

资料来源：Wind，公司官网，国联证券研究所

2. 能力分析：发行优势持续巩固，研发+投资保持新游供给

对于游戏公司而言，其核心竞争优势可根据游戏产品的生产流程划分为研发、发行两个层面。我们认为，公司作为国内头部游戏公司：1）发行能力处于行业领先，并依托于体系化、数字化的发行系统持续巩固；2）重视研发能力的提升，通过自研+投资形成稳定的新游产品供给。

图表10：公司研发、发行主体梳理



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.1 发行实力保持领先，积极把握渠道红利

页游发行起家，公司发行实力保持业内领先。公司自页游时代开始积淀了深厚的发行优势，在移动游戏时代得以复用：自 2016 年全面转型移动游戏开始，公司自主发行了《一刀传世》《斗罗大陆 H5》《斗罗大陆：魂师对决》《叫我大掌柜》《云上城之歌》《Puzzles&Survival》等多款月流水过亿的头部游戏。

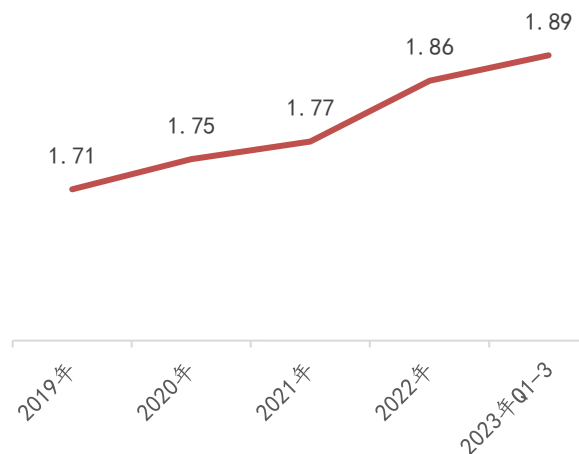
近年来，公司发行能力在优势基础上进一步强化。1) 从公司财报侧看，每年游戏业务营收/销售费用可以衡量公司的发行能力，即“每 1 亿销售费用能撬动的营收规模”，我们发现该指标自 2019 年后呈现稳定增长趋势；2) 从同行业比较来看，据 Sensor Tower 发布的《中国手游发行商全球收入排行榜》，公司从 2020 年 6 月的第 12 名，逐步攀升至 2023 年 6 月的第 4 名。背后的重要原因系，公司于 2018 年起率先推出“量子”“天机”智能化投放、运营系统，助力放大买量发行优势。

图表11：中国手游发行商全球收入排行榜

排名	2020 年 6 月	2021 年 6 月	2022 年 6 月	2023 年 6 月
1	腾讯	腾讯	腾讯	腾讯
2	网易	网易	网易	米哈游
3	莉莉丝	莉莉丝	米哈游	网易
4	趣加	米哈游	趣加	三七互娱
5	灵犀互娱	趣加	三七互娱	莉莉丝
6	游族网络	雷霆游戏	灵犀互娱	灵犀互娱
7	友塔游戏	灵犀互娱	莉莉丝	点点互动
8	天盟数码	三七互娱	IM30	IM30
9	4399 游戏	天盟数码	壳木游戏	途游游戏
10	龙创悦动	沐瞳科技	雷霆游戏	壳木游戏
11	悠星网络	博乐科技	江娱互动	江娱互动
12	三七互娱	友塔游戏	乐元素	IGG

资料来源：Sensor Tower，国联证券研究所
注：统计口径为全球 App Store + Google Play 收入

图表12：公司历年游戏业务营收/销售费用比值变化

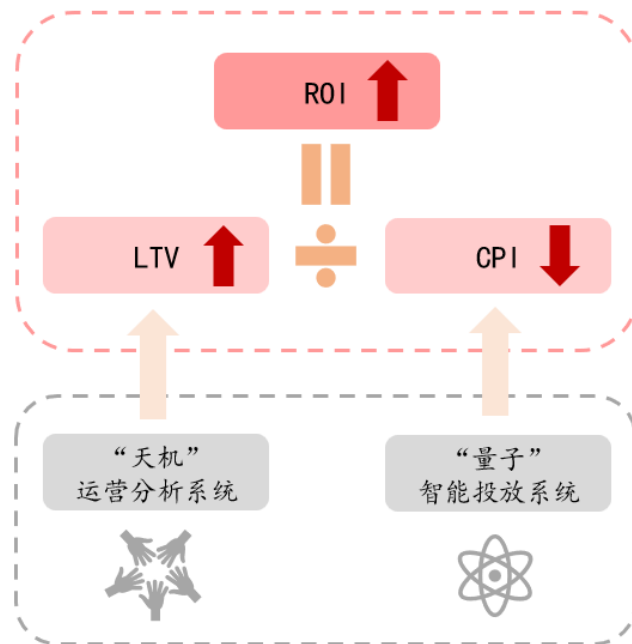


资料来源：Wind，国联证券研究所

“量子”“天机”系统：贯穿发行-运营业务的数字化系统。2018 年起，抖音等短视频平台的兴起推动了国内移动互联网流量的进一步扩容。为了把握流量红利，公司基于页游时代积累下来的买量发行优势，于 2018 年底上线了“量子”“天机”数字化系统，助力提升效率。

具体来看，游戏买量效率的衡量公式可简化为： $ROI = LTV / CPI$ ，其中 ROI 为买量效率的衡量指标，LTV 为收入项（平均单个用户在游戏生命周期中的总充值），CPI 为成本项（吸引单个用户下载所花费的平均买量成本）。那么“量子”和“天机”系统则分别通过优化成本项（CPI）、提升收入项（LTV），助力游戏买量 ROI 持续提升。

图表13: “量子”“天机”助力游戏买量效率提升



资料来源：国联证券研究所梳理

“量子”系统：提升买量效率，优化 CPI。“量子”为智能投放系统，服务于公司的投放业务。主要分为三个模块：1) **资源管理**，该系统会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；2) **数据管理**，在获得投放结果之后，能够对其进行数据分析，从中得出更好的投放指导建议；3) **投放管理**，公司发行团队会根据项目需求，借助机器学习和 AI 算法，由系统代替人工进行自动化投放。以上三种管理覆盖公司投放业务的全流程，一方面提升投放业务的运行节奏，另一方提升整体的买量效率。从效果来看，使用“量子”系统后，新建的广告计划条数呈现翻倍以上增长；创建计划时间也大幅缩短，从一天 5-6 小时缩短至半小时；创建数量上，从原本每天不到千条计划提升至高峰值 3500+条计划，效率提升 250%。

图表14: “量子”系统流程图



资料来源：手游那点事微信公众号，国联证券研究所

“天机”系统：挖掘用户生命周期，提升 LTV。“天机”为运营分析系统，服务于公司的运营体系。主要分为两个模块：1) **用户分析体系**，能够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；2) **用户维系体系**，主要根据用户数据进行不同的运营操作，实现个性化、千人千面的用户维系，从而整体提升用户留存。此外，“天机”系统还支持运营团队根据不同的用户行为，实现针对性的差异化营销，进一步挖掘用户的价值。

和其他游戏公司相比，公司“量子”“天机”系统的主要优势在于：**智能化投放布局较早，工作流程、数据积累成熟度高。**

据“手游那点事”数据，虽然短视频投流自 2018 年起已逐步成为主流的买量方式，但截至 2020 年，游戏买量市场整体的“数字化”程度并不高。多数厂商采取的投放方式为：I) **仍在使用人工投放的方式**，其中有厂商也开发了相关平台，但由于实用性不佳，使用率不足 10%，剩余 90%仍由人工操作。相比之下，公司的智能化系统投放效率远高于人工投放。II) **使用大型渠道方提供的智能化投放平台**，如国内巨量引擎、海外 Google Ads 等。相比之下，公司自主研发的投放系统内化了十余年来积累的用户数据、业务理解和产品化能力，能够更好地和公司研发、投放、运营各条线进行结合，也提升了公司和渠道方合作中的话语权。

图表15: “量子”系统使用机器学习模型为买量发行赋能



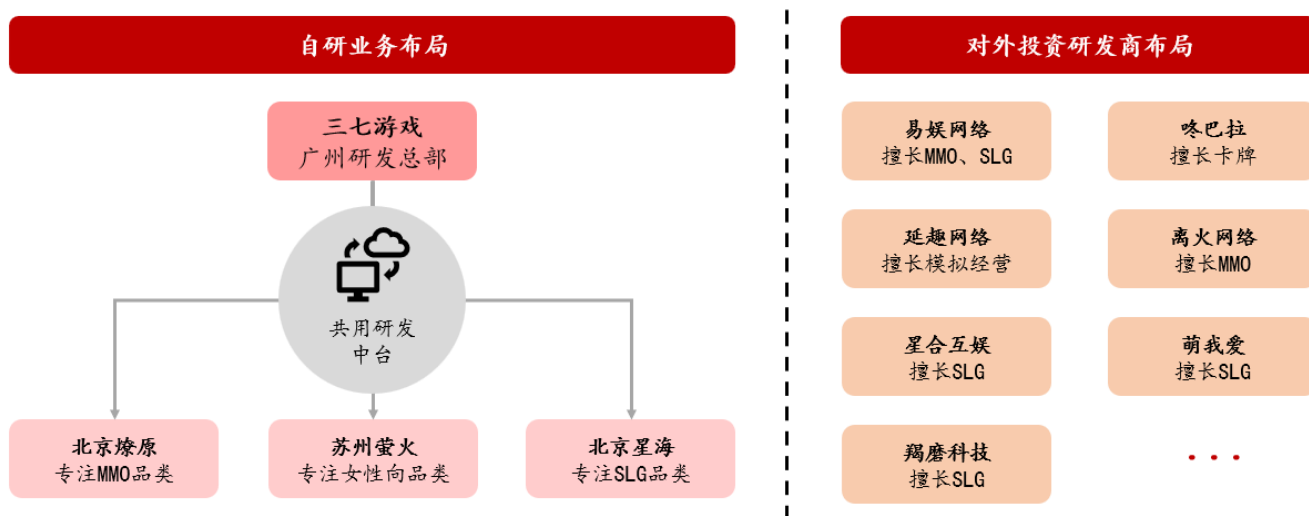
资料来源: 手游那点事微信公众号, 国联证券研究所

具体来看, 和外部同类型工具相比, “量子”“天机”更为贴合游戏发行的实际工作流程。据公司技术中心负责人采访, “量子”“天机”系统和外部同类型工具的差异化在于: I) 覆盖渠道面更广: 其中包括国内的抖音、微信、快手、百度等渠道, 也包括海外的 Meta、谷歌等渠道; II) 自动化水平更高: 该系统支持投放对批量创建、自动投放等功能, 公司在部分地区的智能投放占比已超过 60%; III) 更贴合游戏行业使用场景: 该系统根据公司发行线业务人员的使用情况进行高频迭代, 因此功能上更为贴合一线业务人员的实际需求, 具体功能上包括多种自定义的用户数据分析、LTV 的预估等; IV) 支持移动端操作: 该系统打通了多端, 实现了多端协同管理, 在人效的提升上较为明显。

2.2 研发能力持续提升, 产业链投资扩充新游供给

对于游戏公司而言, 研发业务条线的重要性在于: 保证新游戏的高频、高质量供给。为此, 公司一方面持续加强自主研发能力, 于 2021 年推出头部手游《斗罗大陆: 魂师对决》, 验证了公司在年轻化创新品类中的研发实力; 另一方面, 公司积极接触产业链上游, 以参股、控股形式投资多个优质精品研发商, 进而快速扩充游戏品类布局, 形成稳定、优质的新游戏供给。

图表16：公司研发布局梳理（自研+投资）



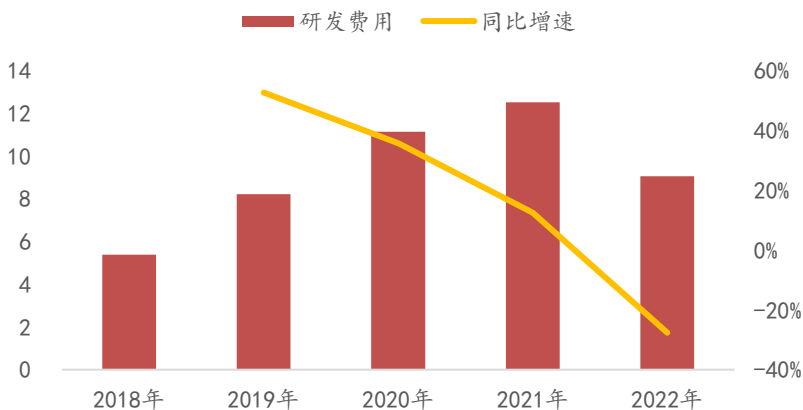
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2.1 自主研发：《斗罗大陆：魂师对决》验证研发实力

公司虽然由发行业务起家，但在早期即认识到布局游戏研发的重要性。公司于2013年成立极光网络布局游戏自研体系，极光网络于2014年推出首款自研页游《大天使之剑》，上线60天流水超过3.2亿元；在此基础之上，于2016年推出首款自研手游《永恒纪元》，上线首月流水破亿，成为公司自主研发的第一个手游爆款。2019年，极光网络正式更名为“三七游戏”，成为公司专注研发的运营主体，后续陆续推出《大天使之剑 H5》《一刀传世》《斗罗大陆：魂师对决》《霸业》等多款自研产品。

从研发投入来看，公司研发费用整体呈现增长趋势。从2018年的5.4亿元增至2021年的12.5亿元，3年CAGR 32.45%；2022年在版号暂停发放的背景下，公司研发投入有所缩减；我们预期公司研发投入长期仍将保持增长趋势。

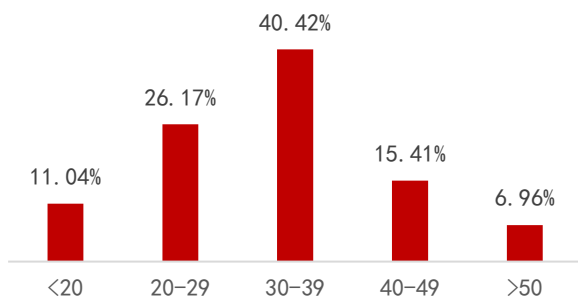
图表17：公司历年研发费用（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

2020 年后，公司自研业务成功实现精品化转型。在布局游戏自研的早期，公司主要产品线承袭自页游时代，游戏品类以 ARPG（传奇、奇迹类）为主，代表产品如《大天使之剑 H5》《一刀传世》等。该品类游戏特点为：1）市场规模增速较低，核心用户群体基本固化，年龄段集中于 30-40 岁，以中年男性用户为主；2）产品同质化较为严重，研发门槛相对较低。而自 2020 年后，游戏行业整体“精品化、重度化”趋势愈发显著：一方面，随着短视频等流量红利期基本结束，游戏买量价格呈现抬升趋势；另一方面，随着 90-00 后年轻玩家消费能力提升，其对精品内容、创新玩法的需求也逐步提升。在此背景之下，公司推行“精品化、多元化、全球化”的发展战略，研发业务重心逐步转向更为精品化、年轻化的新品类游戏。2021 年，公司推出自研卡牌手游《斗罗大陆：魂师对决》，实现研发品质上的新突破。

图表18：传奇类游戏面向的用户年龄段分布



资料来源：DataEye，国联证券研究所

图表19：《一刀传世》游戏画面



资料来源：《一刀传世》，国联证券研究所

《斗罗大陆：魂师对决》首月流水破 7 亿，验证公司研发实力。该游戏于 2021 年 7 月上线，首月流水即突破 7 亿元，为当年游戏行业头部产品。其成功的主要因素包括：1）头部网文 IP：“斗罗大陆”为国内头部网文 IP，其衍生动画播放量在 2021 年已超过 300 亿，受众规模较广；2）较高的美术品质：在相同 IP 产品中，《斗罗大陆：魂师对决》是品质最高、动画美术效果、剧情还原度最高的游戏之一。其中，公司基于 U3D 引擎，通过全景 3D 特效、实时无缝昼夜切换、动态体积光追踪等技术 1：1 还原了《斗罗大陆》动画中的经典场景，带给 IP 受众更好的沉浸式体验。

图表20: 《斗罗大陆:魂师对决》人物建模



资料来源:《斗罗大陆:魂师对决》, 国联证券研究所

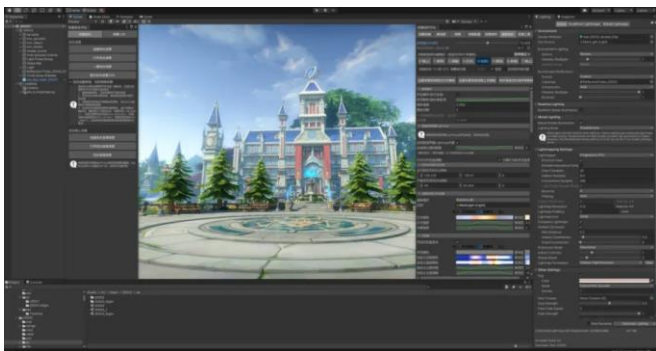
图表21: 《斗罗大陆:魂师对决》场景建模



资料来源:《斗罗大陆:魂师对决》, 国联证券研究所

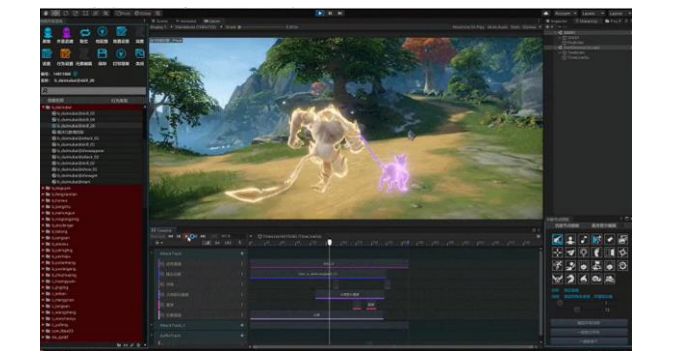
业务流程层面, 公司通过《斗罗大陆:魂师对决》形成了可复用的研发体系。在贡献业绩增量之外, 该游戏的成功对于公司更大的意义在于: 经历 2 年的研发周期, 越过了次世代游戏引擎上的研发门槛, 统一了技术文档和底层逻辑, 明确了面向年轻用户的精品化游戏工业化研发流程, 进而形成了一套可重复使用的体系。例如, 在游戏研发中, 公司制作了整套低门槛的场景编辑器(包括草地编辑器、雾气编辑器、技能编辑器等), 并将其统一整合到场景研发平台中, 未来在研发新游戏时, 可以对其中的光照、细节等进行修改优化、提升研发效率。

图表22: 《斗罗大陆:魂师对决》场景编辑器



资料来源: Unity, 国联证券研究所

图表23: 《斗罗大陆:魂师对决》技能编辑器



资料来源: Unity, 国联证券研究所

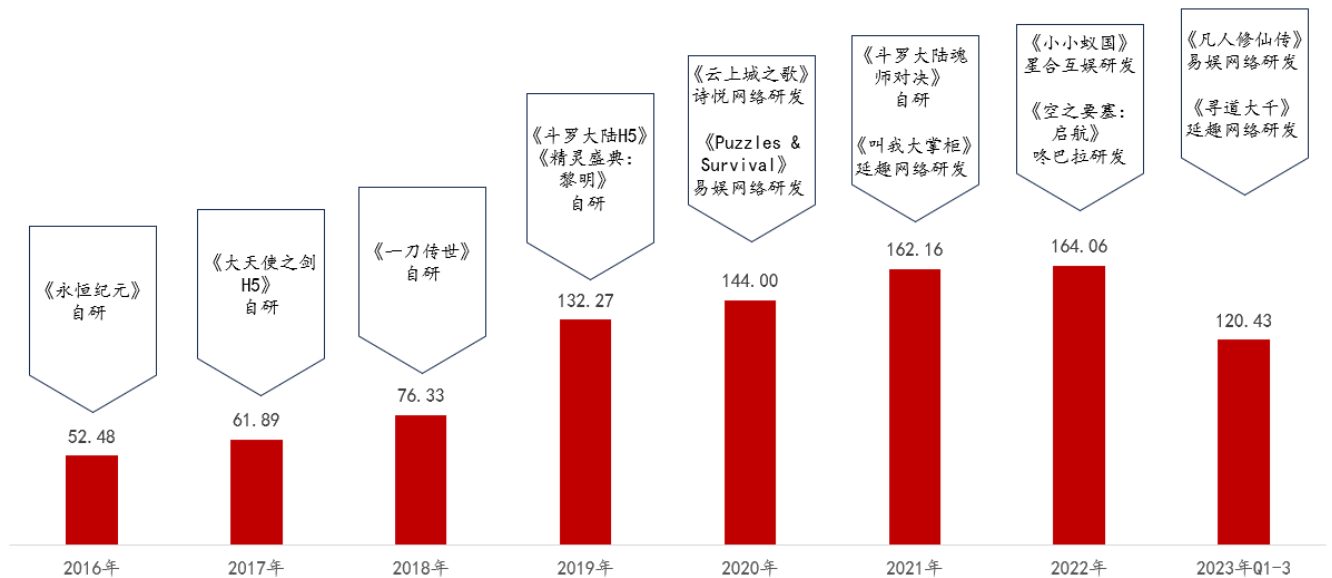
此外, 公司近年来新设三个独立工作室实现品类扩张。2020 年后, 为了适应行业变化趋势, 满足年轻一代游戏用户更为多元化的需求, 公司在自有团队探索转型的同时, 也积极通过吸纳外部优秀团队, 实现品类扩张。目前公司已在研发本部三七游戏(总部位于广州)之外, 新设立三个工作室: 1) 苏州萤火: 于 2020 年成立, 主攻女性向品类, 其核心团队来自于叠纸网络等擅长女性向游戏研发的成熟工作室, 首款游戏《扶摇一梦》已于 2023 年 11 月上线; 2) 北京星海: 于 2022 年成立, 主攻 SLG 品类, 其核心团队来自于趣加, 曾参与《阿瓦隆之王》《火枪纪元》等头部 SLG 出海

项目；3) 北京燎原：于 2023 年成立，主攻 MMO 品类，其负责人有近 15 年从业经历，曾打造出多款畅销 MMO 游戏，其他核心成员均来自北京知名游戏厂商。

2.2.2 产业链投资：参投多个精品研发商丰富新游供给

在自研之外，公司通过对外投资绑定优质研发商。依托于公司的发行优势，公司积极通过对外绑定优质研发商，以补足自研品类短板，保证丰富的新游供给。从公司历年推出的头部新游来看，自 2020 年后，由第三方公司研发、公司独家发行的游戏数量显著增加。其中易娱网络《Puzzles&Survival》、诗悦网络《云上城之歌》、延趣网络《叫我大掌柜》等生命周期已超过或接近三年，至今仍是支撑公司业绩企稳的中流砥柱。

图表24：公司历年营业收入（亿元），当年头部新游及研发模式



资料来源：Wind，国联证券研究所

被投公司产出丰富，优势品类与公司契合度较高。从产品线来看，公司投资的研发商产出丰富。其中易娱网络、延趣网络等与公司进行长期多次合作，易娱网络《Puzzles&Survival》于 2020 年在海外上线，截至 2023 年 10 月累计流水超过 90 亿元；延趣网络《叫我大掌柜》《寻道大千》也均成为当年公司业绩增长的重要支撑。从游戏品类来看，被投研发商的优势品类集中于 MMO、SLG、模拟经营三类，和公司自研主体擅长的 ARPG、卡牌形成优势互补，共同为公司发行业务线提供充足“弹药”。

图表25：公司通过投资布局的主要游戏研发商及其代表产品

投资研发商	投资性质	2023H1 期末余额 (亿元)	擅长品类	由公司发行的代表游戏
易娱网络	其他权益工具投资	1.20	MMO、SLG	《谜题大陆》《斗罗大陆：武魂觉醒》《Puzzles&Survival》《Ant Legion》《凡人修仙传》
离火网络	长期股权投资	1.20	MMO	《离火之境》（尚未上线）
星合互娱	长期股权投资	-	SLG	《小小蚁国》
真硕网络	长期股权投资	0.83	-	-
吾未网络	长期股权投资	0.62	MMO	-
羯磨科技	其他权益工具投资	0.30	SLG	《狂野西境》
羯磨科技（香港）	其他权益工具投资	0.21	-	-
萌我爱	长期股权投资	0.28	SLG	《最强王者》
楚门网络	长期股权投资	0.22	SLG	-
游奕互动	其他权益工具投资	0.20	MMO	-
延趣网络	其他非流动金融资产	0.10	模拟经营	《叫我大掌柜》《寻道大千》
91Act	其他非流动金融资产	0.05	二次元、格斗类	《苍翼之刃》
咚巴拉	其他权益工具投资	0.05	卡牌	《空之要塞：启航》
未知矩阵	其他权益工具投资	0.03	SLG	-

资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 未来增量：公司有望穿越周期，受益于小游戏、出海增长

经过复盘公司发展历程以及核心业务布局，我们认为，公司核心竞争优势在于：

- 1) 善于提前感知游戏行业变革趋势，并以强执行力进行提前布局，建立先发优势；
- 2) 发行实力行业领先，善于把握新渠道带来的新机遇。

结合行业发展趋势，我们认为公司有望长期受益于：1) 近年增速迅猛的小游戏增量市场；2) 国产游戏出海的长期渗透空间；3) 精品化、多元化的游戏产品储备。

3.1 小游戏带来增量空间，公司优势有望延续

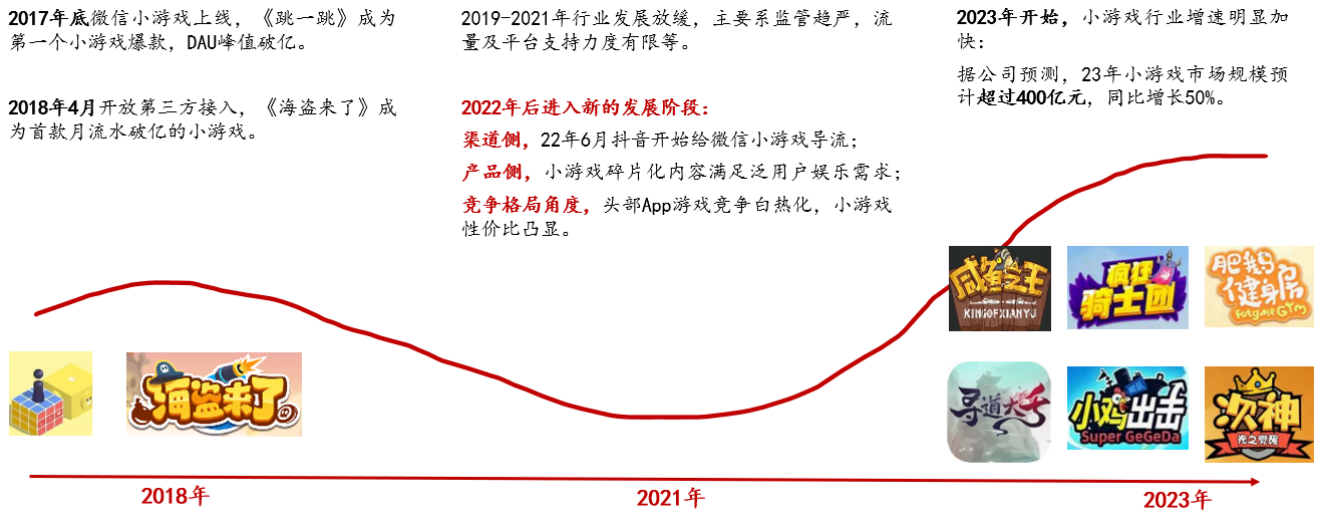
3.1.1 小游戏国内市场空间有望达到 700 亿元

2022 年以来，小游戏已成为国内游戏市场的重要增长极。据公司预测，23 年小游戏市场规模预计超过 400 亿元，同比增长 50%。从买量角度看，据 DataEye 数据，23Q3 相较 23Q1 小游戏素材投放量翻倍，买量主体数持续增长。我们认为背后原因系：

- 1) 核心原因来自渠道层面，2022 年 6 月抖音与微信小程序“互联互通”，同时腾讯视频号、小程序生态及商业化也开始加速，为小游戏提供了数亿 MAU 的庞大流量池；
- 2) 产品层面，小游戏依托于微信、抖音等超级 App，对用户的触达链路较短，内容

形式轻度化、碎片化，填补了泛游戏用户碎片化娱乐的需求；3）从竞争格局角度，近年来游戏行业竞争格局越发激烈，而小游戏作为新兴渠道和内容形式，竞争格局仍相对蓝海，因此吸引了二三梯队游戏厂商相继涌入。

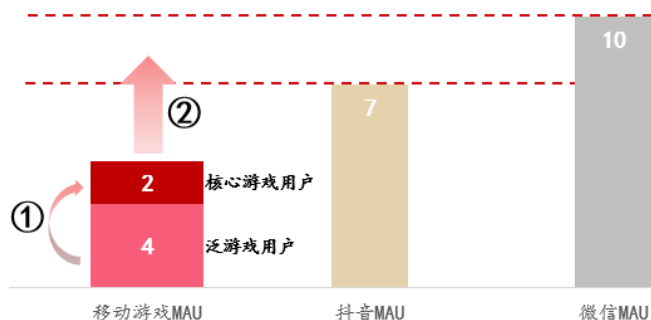
图表26：小游戏自 2022 年以来增速显著加快



资料来源：2023 微信公开课，微信游戏，国联证券研究所

我们认为国内小游戏长期空间有望达到 700 亿元。从用户规模看，截至 23 年 6 月微信小游戏 MAU 约 4 亿，相较于 10 亿+短视频用户规模仍有较大的渗透空间，有望将大量非游戏用户进一步转化为游戏用户，重启国内游戏用户规模增长。从用户付费看，我们预计小游戏目前的 ARPU 值和轻度移动游戏相当，约为 75 元，相较于国内移动游戏整体 ARPU 值（约 291 元）仍有较大提升空间。随着小游戏玩法重度化，以及微信平台、游戏引擎等对中重度小游戏支持力度加大，小游戏 ARPU 值长期有望提升至中度游戏水平（约 140 元）。因此，我们认为国内小游戏市场规模有望在 3-5 年达到 5 亿用户规模*140 元 ARPU=700 亿元。此外，国内抖音、美团，海外 YouTube、Meta 等头部流量平台对小游戏的布局也开始提速，有望贡献新的市场增量。

图表27：小游戏渗透率有望持续提升



资料来源：微信公开课，中国网络视听发展报告，国联证券研究所

图表28：小游戏玩法呈现重度化趋势



资料来源：微信公开课，国联证券研究所

3.1.2 公司作为小游戏龙头，市占率有望持续提升

在 A 股上市公司中，公司推出的头部小游戏产品数量最多、体量最大。我们梳理了微信小游戏畅销榜 Top100 中 A 股上市公司的布局情况，其中公司推出的小游戏占 7 款，数量上大幅领先于同行业公司；其中《寻道大千》《灵魂序章》两款小游戏排名分列 1/2 名（2023 年 11 月 7 日数据）。我们认为，公司在小游戏市场取得显著优势的原因在于：1) **战略层面**，早期布局形成先发优势；2) **执行层面**，公司研发、发行优势与小游戏市场契合度较高。

图表29：微信小游戏畅销榜 Top100 中，A 股游戏公司布局情况（2023 年 11 月 7 日数据）

上市公司	布局情况	微信畅销榜排名	游戏名称
三七互娱	已上线小游戏	1	《寻道大千》
		2	《灵魂序章》
		33	《叫我大掌柜》
		36	《斗罗大陆之武魂觉醒》
		65	《霸业》
		74	《三国兵临天下》
		94	《城主天下》
	储备小游戏	储备有三款小游戏	
恺英网络	已上线小游戏	10	《仙剑新的开始》
	由非玩不可网络发行（恺英持股 30%）	21	《烈焰重生》
		22	《魔神之战》
		27	《烈焰之刃》
	储备小游戏	•《怪物联萌》：休闲塔防+卡牌+模拟经营	
		•《太上补天卷》：修仙冒险中重度小游戏	
		•传奇、奇迹类游戏也有望上线小游戏平台	
名臣健康	已上线小游戏	30	《部落大乱斗》
		34	《豌豆大作战》

冰川网络	已上线小游戏	35	《超能世界》
		91	《逍遥情缘》
中旭未来	已上线小游戏	54	《狂龙怒斩》
		98	《神圣联盟》
掌趣科技	已上线小游戏	16	《大圣顶住》
浙数文化	已上线小游戏	32	《雀神广东麻将》
星辉娱乐	已上线小游戏	76	《冒险归来》
吉比特	已上线小游戏	61	《勇者与装备》
中手游	已上线小游戏	89	《全民枪神边境王者》
中青宝	已上线小游戏	75	《抗战英雄传2》
盛天网络	储备小游戏	一款轻度卡牌玩法小游戏	

资料来源：各公司公告，微信游戏，GameLook，国联证券研究所

战略层面，公司自 2021 年起早期布局小游戏，把握行业先机。2021 年 4 月，由参投公司延趣网络研发、公司发行的模拟经营类手游《叫我大掌柜》上线；三个月后，该小游戏的小程序版本即于 2021 年 7 月上线。截至 2022 年 4 月，《叫我大掌柜》来自小程序用户贡献的流水占比已达到 30% 以上。据游戏负责人介绍，该小游戏小程序版本的流水与用户活跃数呈现持续增长趋势，且长线留存率优于 App 端。2022 年，公司将参投公司星合互娱研发的 SLG 手游《小小蚁国》也移植到微信小程序平台，根据小游戏用户习惯进行了研发内容、发行策略层面的调整。

经过与同行相比提前近 2 年的布局，公司在小游戏赛道建立先发优势：

1) 发行侧看，由于小游戏用户画像与 App 游戏有显著不同（40 岁以上、下沉市场占比更高），其对不同买量素材、营销方式的接纳程度也不同。因此，公司更早布局小游戏发行，使其积累了更为丰富的平台用户数据和营销经验；

图表30：《小小蚁国》小游戏版本发行策略调整



资料来源：2023 微信公开课，国联证券研究所

II) 研发侧看，相较于 App 游戏，小游戏有其独特的设计理念：由于触达链路短，用户“即点即玩”，因此前期需要在数分钟之内抓住用户注意力，让用户快速上手；后期则需要通过多种副玩法的填充，解决碎片化使用场景下，用户流失较快的问题。因此，公司于 21-22 年通过“App 游戏移植到小程序”的方式布局小游戏研发，能够积累差异化的研发 know-how，为后续研发原生小游戏奠定基础。

图表31：《小小蚁国》小游戏版本研发策略调整



资料来源：2023 微信公开课，国联证券研究所

强执行力叠加发行优势，推动《寻道大千》成为现象级产品。2022H2 后，抖音与微信小程序开放跳转，小游戏市场接入了 7.6 亿 MAU 的新流量池。面对新的增长机遇，公司响应迅速，2023 年将小游戏提到了较高的地位，并于 2023 年 6 月推出原生小游戏《寻道大千》。从产品侧看，该游戏由《叫我大掌柜》研发商延趣网络研发，小游戏制作经验较为丰富。该游戏结合热点动画《小妖怪的夏天》获取 IP 形象授权，以国内受众较广的“修仙”为题材，被验证过的成熟玩法“开箱子”为核心玩法，后期开辟模拟经营副玩法吸引长期留存，上线半年以来仍维持在微信小游戏畅销榜前三名。从发行侧看，公司在 23 年端午节假期后开始加大营销力度，以效果广告为主，23 年 7 月投放素材中视频素材占比达到 36%。全年来看，《寻道大千》投放素材数量位列全行业第二。

图表32: 《寻道大千》游戏画面



资料来源:《寻道大千》, 国联证券研究所

图表33: 2023 年微信小游戏投放素材榜 Top10

1	咸鱼之王	6	叫我大掌柜
2	寻道大千	7	原始传奇
3	疯狂骑士团	8	商业都市
4	我是大东家	9	风之卷轴
5	小小蚁国	10	三国兵临天下

资料来源: DataEye, 国联证券研究所

小游戏新品储备丰富, 公司优势有望延续。继《寻道大千》取得突破性成功之后, 公司自研的“斗罗大陆”IP 小游戏《灵魂序章》于 2023 年 10 月上线, 至今排名稳定在微信小游戏畅销榜前五名。连续两款头部小游戏的推出, 进一步验证了公司的研发、发行优势, 以及在小游戏赛道的爆款制造能力。据 2023 年半年报, 公司未来储备有 3 款小游戏产品, 其中 2 款为 Q 版画风的东方玄幻题材, 1 款为写实画风的西方魔幻题材。我们认为, 公司在小游戏赛道的优势有望延续, 小游戏有望成为公司未来重要的业绩增长点。

图表34: 公司小游戏产品储备

游戏名称 (暂定)	研发模式	发行模式	题材
《代号小游戏 A》	自研	自发	Q 版东方玄幻
《代号小游戏 B》	自研	自发	Q 版东方玄幻
《代号小游戏 C》	自研	自发	写实西方魔幻

资料来源: Wind, 国联证券研究所

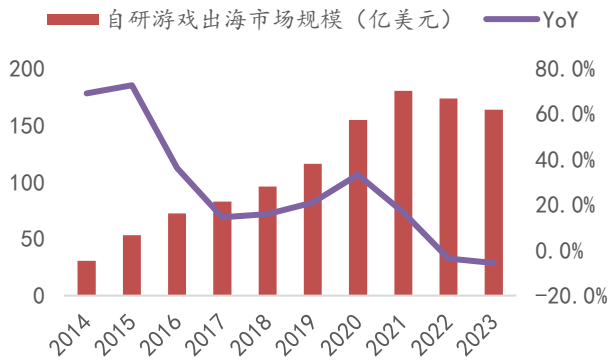
3.2 全球化战略持续推进, 海外收入占比有望提升

3.2.1 游戏出海空间广阔, 细分品类、长尾地区仍有增长潜力

中国游戏出海市占率整体呈现增长趋势, 海外市占率超过 10%。中国自主研发的游戏海外市场实际销售收入从 2019 年的 116 亿美元增至 2023 年的 164 亿美元, 4 年 CAGR 为 9.04%, 高于全球市场增速。我们认为主要原因系, 在全球游戏市场移动化趋势显著的背景下, 中国游戏公司在移动游戏的研发、运营上具有先发优势, 因此连续推出了大体量头部移动游戏产品, 推动出海收入规模持续增长。其中 2023 年国产游

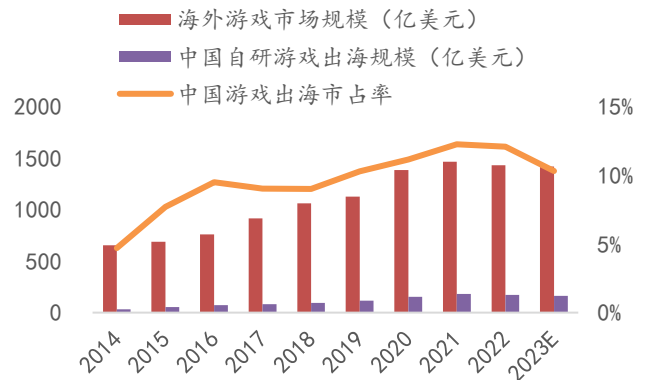
戏海外市场收入 163.66 亿美元，同比略降。我们认为主要系供给侧缺乏头部新游，老游戏流水同比下降。

图表35：中国自研游戏出海市场规模及增速



资料来源：伽马数据，国联证券研究所

图表36：中国自研游戏出海市占率变化



资料来源：Newzoo，伽马数据，国联证券研究所

我们认为国内游戏出海市场仍有较大的增长空间。主要驱动力来自于：

1) 海外移动游戏大盘增长：2023 年国内手游占游戏市场规模近 75%，而全球手游占游戏市场规模不及 50%，仍有较大渗透空间。近年来，疫情催化下海外手游市场增长率显著高于整体游戏市场，叠加内容端优质供给，端游、主机游戏用户向手游的转化率有望持续提升。

2) 国产游戏渗透率提升：2023 年海外游戏市场规模 1421 亿美元，其中国产游戏出海收入 164 亿美元，仍有较大渗透空间。其中包括：

I) 休闲游戏等细分品类中渗透率提升：全球四大游戏品类中，目前国产手游在策略品类优势显著，泛 RPG 品类渗透率也较高；但在休闲类、博彩类（市场规模占比均超过 10%）的涉猎较浅。我们认为主要原因系策略、RPG 品类和国内玩家的偏爱较为一致，国内游戏公司的研发经验得以被复用至海外。而其他品类在国内相对小众，厂商起步也较晚，未来仍有较大的渗透空间。

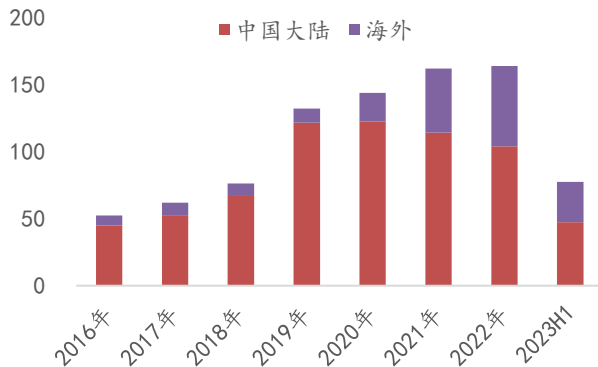
II) 长尾国家/地区渗透率提升：除美日等 T1 市场外，国产游戏在长尾国家/地区的市占率仍有望提升。如德、法游戏市场规模仅次于韩国，但目前出海游戏的德语、法语本地化人才仍较为稀缺。

3.2.2 公司出海业务进入收获期，收入占比有望持续提升

公司是最早布局海外市场的游戏公司之一，海外营收占比持续提升。公司自 2012 年起即制定了全球化的运营战略，成立专注于海外的子公司 37GAMES，开始布局海外市场。2020 年，由公司参投的易娱网络研发、公司发行的 SLG 手游《Puzzles&Survival》

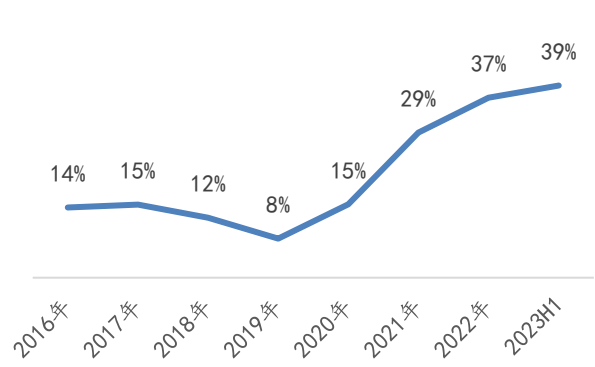
于海外主要市场上线，推动当年公司海外营收同比增长 104%。后续，公司陆续推出《江山美人》《Ant Legion》等海外游戏，同时积极推动国内已上线的手游《云上城之歌》《叫我大掌柜》等出海，至今稳居 A 股游戏公司出海规模第一名。

图表37：公司历年中国大陆、海外收入（亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表38：公司历年海外营收占比变化趋势



资料来源：Wind，国联证券研究所

我们从研发、发行两个层面看公司游戏出海的核心优势。

研发层面，融合玩法推动内容创新。近年来，出海头部产品质量上均高于大多数同类产品，一类在内容质量上有显著优势（如《原神》），另一类在玩法层面实现融合创新（如《弹壳特攻队》），而公司的强项在于后者。其中《Puzzles&Survival》将轻度的三消玩法与重度化的 SLG 玩法进行结合，实现了“用轻度玩法吸引重度用户”，使得核心玩法突破了传统 SLG 的范围，在泛游戏用户中实现破圈。

图表39：《Puzzles&Survival》轻度三消玩法



资料来源：《Puzzles&Survival》，国联证券研究所

图表40：《Puzzles&Survival》重度 SLG 玩法



资料来源：《Puzzles&Survival》，国联证券研究所

发行层面，先发优势积累 know-how。对于出海游戏产品，研发（产品质量）决定其下限，而发行水平则决定其商业化成绩的上限。做好海外发行的核心能力包括素

材制作、优化、本地化能力、买量模型等。本质上壁垒并不是很高，但核心是公司战略上重视，愿意在较长的时间内持续投入、进行试错。因为公司的投放经验，包括素材内容、投放逻辑等，在长期积累后都可以被复用。例如，公司基于《Puzzles&Survival》，将海外地区 SLG 的发行模式基本跑通，其中包括各地区吸量素材的差异化、围绕玩家生命周期的不同投放时点等。因此，在后续发行相似品类产品时（如《Ant Legion》等），公司的成功率相对较高。

图表41: 《Puzzles&Survival》韩国地区投放素材



资料来源: Google Play, 国联证券研究所

图表42: 《Puzzles&Survival》美国地区投放素材



资料来源: Google Play, 国联证券研究所

公司出海产品储备丰富，海外收入占比有望进一步提升。未来，我们预计公司出海核心产品有望继续保持稳健，同时新游戏上线将逐步贡献业绩增量。从公司出海产品储备来看，已经过市场验证的 SLG 品类下储备产品数量最多，重点关注《代号 GOE》；另外在 MMO、模拟经营、休闲等多个品类中均有布局。基于公司早期布局出海业务积累的研发、发行优势，海外收入占比有望进一步提升。

图表43: 公司出海游戏产品储备

游戏名称（暂定）	研发模式	发行模式	题材，品类
《代号 GOE》	自研	自发	SLG，帝国时代 IP
《空之勇者》（代号乌托邦）	自研	自发	ARPG，修仙
《失落之门：序章》（魔幻 M）	自研	自发	西方魔幻 MMO
《Puzzles&Chaos》	非自研	自发	西方魔幻 SLG
《Mecha Domination》	非自研	自发	巨兽题材 SLG
《Bugtopia》	非自研	自发	昆虫题材 SLG
《空之要塞：启航》	非自研	自发	蒸汽朋克卡牌
《Yes Your Highness》	非自研	自发	中世纪题材模拟经营
《代号琉璃》	非自研	自发	古风题材模拟经营
《代号休闲》	非自研	自发	现代度假村休闲游戏

资料来源: Wind, 国联证券研究所

3.3 国内精品化、多元化手游产品线有望持续释放

在小游戏、出海等增量市场带来的增长机遇之外，公司国内产品线也有望持续释放。在 MMO、SLG、卡牌、模拟经营四大战略品类中，公司均有丰富的新游储备。据 23Q3 财报，其中《空之勇者》《失落之门：序章》《龙与爱丽丝》有望于近期上线。我们认为，基于公司行业领先的发行能力，以及持续提升的研发实力、多品类的研发布局，国内手游产品线有望持续贡献业绩增量。

图表44：公司国内移动游戏产品储备

品类划分	游戏名称（暂定）	研发模式	发行模式	题材
MMORPG	《空之勇者》（代号乌托邦）	自研	自发	Q 版
	《失落之门：序章》（魔幻 M）	自研	自发	西方魔幻
	《代号斗罗 MMO》	自研	自发	斗罗大陆
	《代号战歌 M》	自研	自发	西方魔幻
	《代号正奇 SLG》	自研	自发	写实三国
	《曙光计划》	非自研	自发	未来科技
	《诸神黄昏：征服》	非自研	自发	西方魔幻
	《代号龙骑士》	非自研	自发	日式 Q 版
	《洪荒异兽录》	非自研	自发	修仙
	《平行轨迹》	非自研	自发	未来都市
SLG	《离火之境》	非自研	自发	东方玄幻
	《代号休闲 SLG》	自研	自发	Q 版战争
	《代号 G2N》	自研	自发	写实欧洲中世纪
	《代号 RR》	自研	自发	Q 版西方魔幻
	《原野传说：史前万年》	非自研	自发	史前文明
	《万乘之国》	非自研	自发	多文明题材
	《代号三国 CB》	非自研	自发	三国题材
卡牌	《故土与新世界》	非自研	自发	魔幻 Q 版
	《龙与爱丽丝》	自研	自发	神话题材
	《代号二次元 ZQ》	非自研	自发	东方玄幻
模拟经营	《失落星环》	非自研	自发	星际题材
	《织梦森林》	非自研	自发	农场类
	《金牌合伙人》	非自研	自发	商业题材

资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司未来三年盈利预测的核心假设：公司 2023-2025 年营业收入分别为 166/200/232 亿元，同比增速分别为 1.4%/20%/16%，3 年 CAGR 为 12.17%。其中：

分产品形态来看，1) 移动游戏：我们预计 2023-2025 年该项业务营收分别为

161.49/195.61/228.23 亿元，主要由国内小游戏、出海新游戏上线共同驱动；2) 网页游戏：我们预计 2023-2025 年该项业务营收分别为 4.93/4.06/3.34 亿元，随国内页游市场的逐步萎缩呈现下降趋势。

分地区来看，1) 境内：我们预计 2023-2025 年公司境内业务营收分别为 105.95/126.46/150.97 亿元，主要由小游戏新品释放贡献业绩增量；2) 境外：我们预计 2023-2025 年公司境外业务营收分别为 60.5/73.2/80.6 亿元，有望随着海外新游上线持续增长。

图表45：公司营业测算汇总（亿元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	162.16	164.06	166.42	199.66	231.57
YoY	13%	1%	1%	20%	16%
分产品					
移动游戏	153.87	158.07	161.49	195.61	228.23
网页游戏	8.29	5.99	4.93	4.06	3.34
分地区					
境内	114.39	104.12	105.95	126.46	150.97
境外	47.77	59.94	60.5	73.2	80.6

资料来源：Wind，公司官网，国联证券研究所

我们预计公司归母净利润分别为 31.4/38.5/43.9 亿元，同比增速分别为 6%/23%/14%。其中，由于公司收入确认方式为净额法，且多数游戏的发行方式均为自主发行，因此销售费用率的预测将对于未来归母净利润水平产生较为显著的影响。我们对 2024-2025 年公司销售费用率对归母净利润的影响进行敏感性分析，最终取中性情况作为归母净利润预测值。

图表46：敏感性分析：销售费用率-归母净利润影响（亿元）

2024E						
销售费用率	销售费用	营业利润	所得税费用	净利润	少数股东损益	归母净利润
52%	103.82	49.51	5.06	44.45	0.62	43.84
53%	105.82	47.51	4.85	42.66	0.62	42.04
54%	107.82	45.52	4.65	40.87	0.62	40.25
55%	109.81	43.52	4.44	39.08	0.62	38.46
56%	111.81	41.52	4.24	37.28	0.62	36.67
57%	113.81	39.53	4.04	35.49	0.62	34.87
58%	115.80	37.53	3.83	33.70	0.62	33.08

2025E						
销售费用率	销售费用	营业利润	所得税费用	净利润	少数股东损益	归母净利润
53%	122.73	56.53	5.77	50.76	0.62	50.14
54%	125.05	54.22	5.54	48.68	0.62	48.06

55%	127.36	51.90	5.30	46.60	0.62	45.99
56%	129.68	49.59	5.06	44.52	0.62	43.91
57%	132.00	47.27	4.83	42.44	0.62	41.83
58%	134.31	44.96	4.59	40.36	0.62	39.75
59%	136.63	42.64	4.35	38.29	0.62	37.67

资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

我们采用绝对估值（FCFF）和相对估值（PE）法两种方法对公司进行估值比对。

绝对估值：使用三阶段 FCFF 方法，无风险利率取十年期国债利率 2.57%，市场预期回报率取 13.5%；游戏行业为轻资产行业，同时拥有较为健康的现金流，参考公司过往资产负债比，取 26% 债务资本比重，计算得 WACC 为 10.61%。

第一阶段（2023-2025）3 年：以盈利预测为准；第二阶段（2026-2030）5 年，手游市场有望保持平稳增速，同时 AI 大模型有望丰富游戏玩法，MR 硬件-内容生态有望趋于成熟，公司作为头部游戏公司有望持续受益，取 5% 的年均增速；第三阶段（2031-永续），保守按 2% 为永续增长率计算，最后得出**每股价值为 26.8 元**。

图表47：DCF 估值

估值假设	数值					
第二阶段年数（年）	5					
第二阶段增长率	5%					
永续增长率	2.00%					
债务资本比重	26%					
WACC	10.61%					
第一阶段	2023E	2024E	2025E			
FCFF	3,782.98	3,802.60	4,226.16			
WACC	10.61%	10.61%	10.61%			
现值系数 (WACC)	1.0000	0.9041	0.8174			
第二阶段	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
FCFF	4,437.47	4,659.34	4,892.31	5,136.93	5,393.77	
WACC	10.61%	10.61%	10.61%	10.61%	10.61%	
现值系数 (WACC)	0.7390	0.6682	0.6041	0.5462	0.4938	
FCFF 估值	折现值	百分比				
第一阶段	10,675.50	18.71%				
第二阶段	14,817.37	25.97%				
第三阶段（终值）	31,569.35	55.32%				
企业价值 AEV	57,062.23					
股权价值	59,441.40	104.17%				
每股价值(元)	26.80					

资料来源：iFind，国联证券研究所

图表48：可比公司估值

敏感性测试结果						永续增长率					
WACC	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
6.59%	43.57	44.31	45.16	46.16	47.32	48.70	50.35	52.35	54.81	57.88	61.83
7.24%	38.96	39.52	40.16	40.91	41.78	42.81	44.01	45.46	47.21	49.36	52.06
7.97%	34.93	35.36	35.85	36.41	37.07	37.83	38.72	39.77	41.04	42.56	44.44
8.77%	31.40	31.72	32.10	32.52	33.02	33.58	34.25	35.02	35.94	37.04	38.37
9.64%	28.29	28.54	28.83	29.15	29.52	29.94	30.44	31.01	31.68	32.48	33.43
10.61%	25.55	25.74	25.96	26.20	26.48	26.80	27.17	27.59	28.09	28.67	29.35
11.67%	23.13	23.27	23.44	23.62	23.83	24.07	24.35	24.66	25.03	25.45	25.95
12.83%	20.98	21.09	21.21	21.35	21.51	21.69	21.90	22.13	22.40	22.71	23.07
14.12%	19.07	19.15	19.25	19.35	19.47	19.61	19.76	19.93	20.13	20.36	20.63
15.53%	17.37	17.44	17.51	17.59	17.67	17.77	17.89	18.02	18.16	18.33	18.53
17.08%	15.86	15.91	15.96	16.02	16.09	16.16	16.24	16.34	16.45	16.57	16.71

资料来源：iFind，国联证券研究所

相对估值：我们选取了世纪华通、恺英网络、完美世界、吉比特等8家A股游戏上市公司作为可比公司，根据Wind一致预期，2024年可比公司PE平均值为13.45x。考虑到公司作为头部游戏公司，在小游戏、出海等方面的增长潜力，以及国内移动游戏产品线的长期释放能力，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司15x PE，则公司的目标价为26元。

图表49：可比公司估值

公司名称	证券代码	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (x)		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
世纪华通	002602.SZ	320.46	(70.92)	18.88	24.53	29.47	16.97	13.06	10.87
恺英网络	002517.SZ	214.39	10.25	15.04	18.94	22.76	14.25	11.32	9.42
完美世界	002624.SZ	187.79	13.77	9.48	14.15	17.51	19.81	13.27	10.73
巨人网络	002558.SZ	181.57	8.51	13.20	15.51	17.52	13.76	11.71	10.36
神州泰岳	300002.SZ	186.50	5.42	8.22	9.62	11.40	22.69	19.38	16.36
吉比特	603444.SH	131.26	14.61	13.10	15.98	18.40	10.02	8.21	7.13
汤姆猫	300459.SZ	128.68	4.40	6.33	7.52	9.01	20.33	17.12	14.29
浙数文化	600633.SH	121.76	4.90	8.27	9.00	10.16	14.72	13.53	11.98
平均值							16.57	13.45	11.39

资料来源：Wind，国联证券研究所；可比公司总市值对应2024年2月1日收盘价

5. 风险提示

1) 行业监管趋严的风险：若游戏注册、付费、版号发放等相关政策趋严，则可

能导致公司产品上线节奏受到影响，业绩增速不及预期的风险；

2) 新老游戏表现不及预期的风险：若公司老游戏流水下滑、新游戏上线后流水表现不及预期，可能导致公司业绩不及预期的风险；

3) 产品上线进度不及预期的风险：若公司产品研发进度不及预期，新游上线进程延后，可能导致期内公司业绩不及预期的风险；

4) 市场测算相关风险：若市场后续发展情况与测算结果不符，可能导致公司发展空间不及预期的风险。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4619	5129	7969	9779	12816
应收账款+票据	1264	1434	1366	1639	1901
预付账款	1055	855	1035	1242	1441
存货	0	0	0	0	0
其他	2249	3168	3178	3255	3329
流动资产合计	9187	10587	13549	15915	19487
长期股权投资	509	622	607	637	667
固定资产	952	882	755	621	481
在建工程	78	243	202	162	121
无形资产	1088	1060	933	807	681
其他非流动资产	2623	3702	3652	3603	3603
非流动资产合计	5250	6508	6149	5829	5553
资产总计	14437	17095	19698	21744	25039
短期借款	446	901	1518	901	1401
应付账款+票据	1773	2204	1974	2293	2515
其他	1181	1237	1806	2113	2343
流动负债合计	3399	4341	5299	5306	6259
长期带息负债	60	340	262	186	114
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	121	101	101	101	101
非流动负债合计	181	441	364	288	215
负债合计	3580	4783	5662	5594	6474
少数股东权益	84	129	167	213	267
股本	2218	2218	2218	2218	2218
资本公积	2979	2777	2777	2777	2777
留存收益	5577	7189	8875	10942	13304
股东权益合计	10857	12312	14036	16150	18565
负债和股东权益总计	14437	17095	19698	21744	25039

现金流量表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2850	2910	3173	3892	4445
折旧摊销	200	213	344	350	307
财务费用	-55	-74	-31	-70	-112
存货减少(增加为“-”)	0	0	0	0	0
营运资金变动	559	286	218	68	-81
其它	105	223	-34	-180	-191
经营活动现金流	3659	3557	3670	4061	4367
资本支出	-221	-339	0	0	0
长期投资	-396	-81	0	0	0
其他	-466	-2910	49	150	161
投资活动现金流	-1083	-3330	49	150	161
债权融资	-384	736	539	-693	427
股权融资	106	0	0	0	0
其他	565	-2320	-1418	-1708	-1918
筹资活动现金流	287	-1585	-879	-2401	-1491
现金净增加额	2844	-1298	2839	1810	3037

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16216	16406	16642	19966	23157
营业成本	2466	3049	2599	3018	3311
营业税金及附加	38	32	36	43	50
营业费用	9125	8733	8987	10981	12968
管理费用	1713	1431	1365	1977	2316
财务费用	-55	-74	-31	-70	-112
资产减值损失	-36	-90	-250	-20	-46
公允价值变动收益	78	-40	-10	34	40
投资净收益	123	76	60	180	190
其他	167	127	92	153	171
营业利润	3261	3309	3579	4363	4979
营业外净收益	-12	-7	-5	-16	-15
利润总额	3248	3302	3574	4347	4964
所得税	398	392	401	454	519
净利润	2850	2910	3173	3892	4445
少数股东损益	-26	-45	38	47	53
归属于母公司净利润	2876	2954	3135	3846	4392

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	12.62%	1.17%	1.44%	19.97%	15.98%
EBIT	-1.01%	1.07%	9.77%	20.74%	13.43%
EBITDA	1.49%	1.41%	12.95%	19.07%	11.48%
归属于母公司净利润	4.15%	2.74%	6.11%	22.67%	14.19%
获利能力					
毛利率	84.79%	81.42%	84.38%	84.88%	85.70%
净利率	17.57%	17.74%	19.07%	19.50%	19.19%
ROE	26.69%	24.25%	22.60%	24.13%	24.00%
ROIC	55.80%	51.71%	50.04%	66.15%	75.70%
偿债能力					
资产负债率	24.80%	27.98%	28.75%	25.73%	25.86%
流动比率	2.7	2.4	2.6	3.0	3.1
速动比率	2.4	2.2	2.3	2.7	2.8
营运能力					
应收账款周转率	12.8	11.4	12.2	12.2	12.2
存货周转率					
总资产周转率	1.1	1.0	0.8	0.9	0.9
每股指标(元)					
每股收益	1.3	1.3	1.4	1.7	2.0
每股经营现金流	1.6	1.6	1.7	1.8	2.0
每股净资产	4.9	5.5	6.3	7.2	8.3
估值比率					
市盈率	12.9	12.6	11.9	9.7	8.5
市净率	3.5	3.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	16.1	10.0	7.5	5.8	4.8
EV/EBIT	17.1	10.6	8.2	6.3	5.1

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 02 月 02 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼