

三七互娱(002555)深度报告： AI赋能全球研运一体化战略再上新台阶

评级：买入(维持)

姚蕾(证券分析师)
S0350521080006
yaol02@ghzq.com.cn

谭瑞峤(证券分析师)
S0350521120004
tanrq@ghzq.com.cn

杨仁文(证券分析师)
S0350521120001
yangrw@ghzq.com.cn

杨牧笛(联系人)
S0350523070001
yangmd@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
三七互娱	-21.8%	7.7%	45.8%
沪深300	-2.7%	-7.3%	-10.4%

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	16406	19508	22914	24713
增长率(%)	1	19	17	8
归母净利润（百万元）	2954	3346	4044	4532
增长率(%)	3	13	21	12
摊薄每股收益（元）	1.34	1.51	1.82	2.04
ROE(%)	24	23	23	21
P/E	13.51	18.18	15.04	13.42
P/B	3.29	4.14	3.42	2.85
P/S	2.45	3.12	2.65	2.46
EV/EBITDA	10.37	15.34	12.09	10.09

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《三七互娱（002555）2022年年报&2023年一季报点评：业绩超预期，新产品周期逐步开启，关注储备产品上线排期及表现（买入）*游戏Ⅱ*姚蕾》——2023-05-07

- **引言：**据伽马数据，2012-2022年十年间，中国国内游戏市场整体规模从约600亿元增长至约2600亿元（CAGR=16%），其间经历手游的高速增长（同期国内手游市场规模CAGR为50%）、渠道红利、买量红利、游戏出海（同期游戏出海市场CAGR为41%）等一系列行业变革。在此期间，公司也经历了数轮战略升级迭代，成功抓住每一轮行业拐点，国内收入规模从5.9亿元增长到104.1亿元（CAGR=33%），且2020年来出海收入增速远超行业增速。我们估算，2022年公司在国内移动游戏、中国游戏出海市场的市占率分别为9.1%/7.4%。2023年，随着LLM及文生图模型发展，生成式AI取得突破，市场高度关注技术对行业格局的变化以及公司能否再次把握拐点。本篇报告中，我们以公司第四轮发展和“精品化、多元化、全球化”战略落地情况为切入点，从战略、组织、产品等维度复盘，并对公司如何将决策式AI、生成式AI能力结合到全流程工业化的管线中做总结，由此判断公司应对新的行业拐点的能力和发展潜力。
- **决策式AI先行者，生成式AI新机遇有望再次赋能公司全球研运一体化再上新台阶：**2018年至今，公司将AI深度嵌入创意、研发、发行、运营全流程。研发侧采用“宙斯”“雅典娜”“波塞冬”“阿瑞斯”“丘比特”，“1+3+1系统”进行数据分析，提升研发效率的同时降低研发成本；发行侧采用“图灵”“量子”“天机”“易览”帮助降低获客成本，提升用户生命周期价值。据公司2022年年报，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超过60%，流量运营成本降低。高效的创意生产和素材制作、精细化投放对海外游戏ROI起重要作用，而ROI又是发行买量的核心指标。我们认为公司2018年前瞻布局量子天机AI系统对于出海成功起到较为关键的作用。而在生成式AI快速迭代的时代，公司亦快速布局将AI应用于2D美术及3D美术领域，行业嗅觉敏锐。
- **多次行业变革中成功突破发展壮大，第四轮发展成果显著：**页游时代积累流量运营能力；成功从页游发行走向研运一体；手游时代成功跨越，巩固研运一体化能力；2018年，开启“精品化、多元化、全球化”战略。
- **全球化：**公司出海业务起始于2012年，于2020-2022年高速增长，收入规模从2019年的10.5亿元增长至2022年的近60亿元（CAGR=79%），远超同期行业增速（CAGR=14%），于2022年10月首次登顶中国手游厂商出海排行榜TOP1并稳居前列。复盘其全球化历程，战略/组织架构/地区/产品上循序渐进，大约分四个阶段。

阶段1：确立全球化运营战略。2012年成立海外发行品牌37GAMES，以页游为突破口，从繁体市场（中国港澳台地区）和文化相近的市场（韩国、东南亚）等地切入，到2015年，PUPUGAME和GMTHAI两个页游发行平台分别在韩国和泰国取得市占率TOP1。

阶段2：自研+投资&代理绑定产品。2015年提出海外“雏鹰养成”计划，从CP层面储备精品游戏，同时确定自研自发战略方向。此时自研+投资&代理的产品来源策略初步确立，例如代理方面，通过投资SNK引入《拳皇》等IP，同时加大自研投入，例如2016年首款自研MMO手游《永恒纪元》海外上线，为研运一体打下坚实基础。

阶段3：调整运营组织架构。初步探索全球各大主要市场后，2018年组织架构调整奠定出海高速增长的重要基础，核心是将组织架构从按地区分组调整为按赛道分组。这一阶段《江山美人》《Puzzles & Conquest》陆续上线，日本成为继韩国之后，率先实现突破的T1市场，且主要依靠的品类为模拟经营而非擅长的MMORPG，印证了“因地制宜”战略成功。

阶段4：打磨出海方法论。2020年后，凭借《末日喧嚣（Puzzles & Survival，以下简称为P&S）》《云上城之歌》《叫我大掌柜》等产品在美、日、韩、德等多地的突出表现，实现真正意义上的全球化，自下而上突破发达国家市场。

赛道及产品复盘：爆款是如何练成的？《P&S》于2020年8月上线，研发商为易娱网络，于2020-2021年陆续上线美、欧、日、韩、东南亚、中国港澳台等地，单月流水持续创新高，据易娱官网，2023年4月最高单月流水超3.5亿，截至2023年6月累计流水达81亿元。基于对SLG赛道尤其是《P&S》成功的复盘，我们认为其方法论核心为：①与投资公司研发团队紧密合作，②对同赛道产品的不同题材、画风、融合玩法进行反复试错，③数据、用户导向，提高爆率。

➤ **多元化：海外多元化落地良好，MMO+SLG+卡牌+模拟经营四大赛道均实现突破。**

品类方面，2017年以前代表产品几乎全部为MMORPG，到2018年开始模拟经营类（《江山美人》《叫我大掌柜》）、SLG类（《P&S》《P&C》《小小蚁国》《Ant Legion》），卡牌类（《斗罗大陆：武魂觉醒》《斗罗大陆：魂师对决》《空之要塞》）均有突破，MMO赛道在保持优势基础上调整题材和美术风格，持续提升制作品质（《云上城之歌》、《绝世仙王》）。以上四类产品后续储备数十款产品，其中国内20余款已获版号。

产品来源方面，通过投资深度绑定外部研发商，在自研品质提升周期拉长的背景下，通过定制+代理丰富产品供给。代表投资包括易娱网络（《P&S》研发商）、星合互娱（《小小蚁国》研发商）、厦门延趣（《叫我大掌柜》研发商）等。

海外多元化进度领先。我们估算2023年上半年公司海外流水中SLG、模拟经营等长线品类流水占比已超80%。多元化有望提升流水稳定性、业绩稳定性。

➤ **精品化：2014年起发力自研，累计流水超700亿元。调整聚焦重点赛道，产品将集中于2023-2024年投放市场。**公司先后推出《永恒纪元》《大天使之剑H5》《精灵盛典》《荣耀大天使》《斗罗大陆：魂师对决》等精品自研游戏，据公司官网，自研游戏总流水破700亿。2021年7月上线的《斗罗大陆：魂师对决》帮助公司搭建了次世代的生产管线，为精品化打下了基础。后续储备《失落之门：序章》《空之勇者》《扶摇一梦》《代号斗罗MMO》等多款重磅产品，将于2023-2024年投放市场。

● **盈利预测与投资评级：**我们认为，公司创始团队优秀（专注主业，奋战在一线），团队稳定性及凝聚力强（研发、发行团队核心人员持股，持续推出员工激励计划绑定核心人才）。公司“精品化、多元化、全球化”战略持续落地，中长期看，全球化有望打开流水天花板，多元化将提升业绩稳定性，精品化将提升利润空间。公司在决策式AI应用中积极拥抱，效率提升显著；生成式AI发展初期，公司通过产品升级、投资布局方式积极参与，有望推动全球研运一体化战略再上新台阶。我们预测公司2023-2025年归母净利润为33.46/40.44/45.32亿元，对应EPS为1.51/1.82/2.04元，对应PE为18/15/13X，维持“买入”评级。

● **风险提示：**新品上线进度及表现不及预期、市场竞争加剧、买量成本上升、监管处罚风险、汇率波动、版号获取进度不及预期、海外相关风险、行业估值中枢下滑风险等。

一、行业变局再现：较早布局AI，赋能全球化研运一体

- 九大AI技术平台赋能全流程工业化管线
- 研发侧：“1+3+1”全面部署AI研发
- 发行侧：“图灵”“量子”“天机”“易览”合力形成发行端完整体系
- 投资布局：外延投资布局硬科技领域
- 投资布局：参投AI+UGC平台YAHABA，已推出首款AI+UGC游戏

二、第四轮改革复盘：精品化、多元化、全球化

1、全球化：出海十年，跻身第一梯队

- 全球化成果：公司近三年增速远超行业，市占率快速提升
- 全球化成果：出海排名稳步攀升至第一梯队，2022年首登TOP1
- 全球化之数据复盘：连续跑赢市场，近年市占率快速提升
- 全球化之战略复盘：分阶段攻克全球主要市场
- 全球化之组织架构：从“跟着产品走”（按地区）到“因地制宜”（按赛道）
- 全球化之重点地区：深耕全球重点地区市场，T1市场成为收入主要来源
- 全球化之复盘爆款：《P&S》成功之路

2、多元化：多元化战略海外先行，四大赛道均有突破

- 多元化战略：MMO、卡牌、模拟经营、SLG四大赛道均有代表产品
- 多元化成果：多元化已在海外取得成功，构筑稳固流水盘
- 多元化之产品来源：深度绑定外部游戏研发商，定制+代理丰富供给
- 多元化之新品表现：《凡人修仙传》5月上线表现优异

- 多元化之国内展望：近20款储备获版号
- 多元化之海外展望：储备20余款涵盖多赛道的产品

3、精品化：斗罗验证大IP加持下的自研潜力，持续调整SLG等新赛道

- 精品化之发展复盘：自研总流水破700亿，本轮产品周期为2023-2024年
- 精品化之产品储备：MMO+SLG+卡牌三大赛道7款自研产品，5款获版号

三、财务复盘

- 游戏收入逐年增长，近四年发力海外，发行业务贡献稳健利润
- 人均创收及创利整体向上，近两年员工人数因人员结构调整有所缩减
- 持续推出员工激励计划，绑定核心骨干，彰显长期信心
- 海外业务快速发展短期影响毛利率，整体费用率稳定，利润率稳中有升

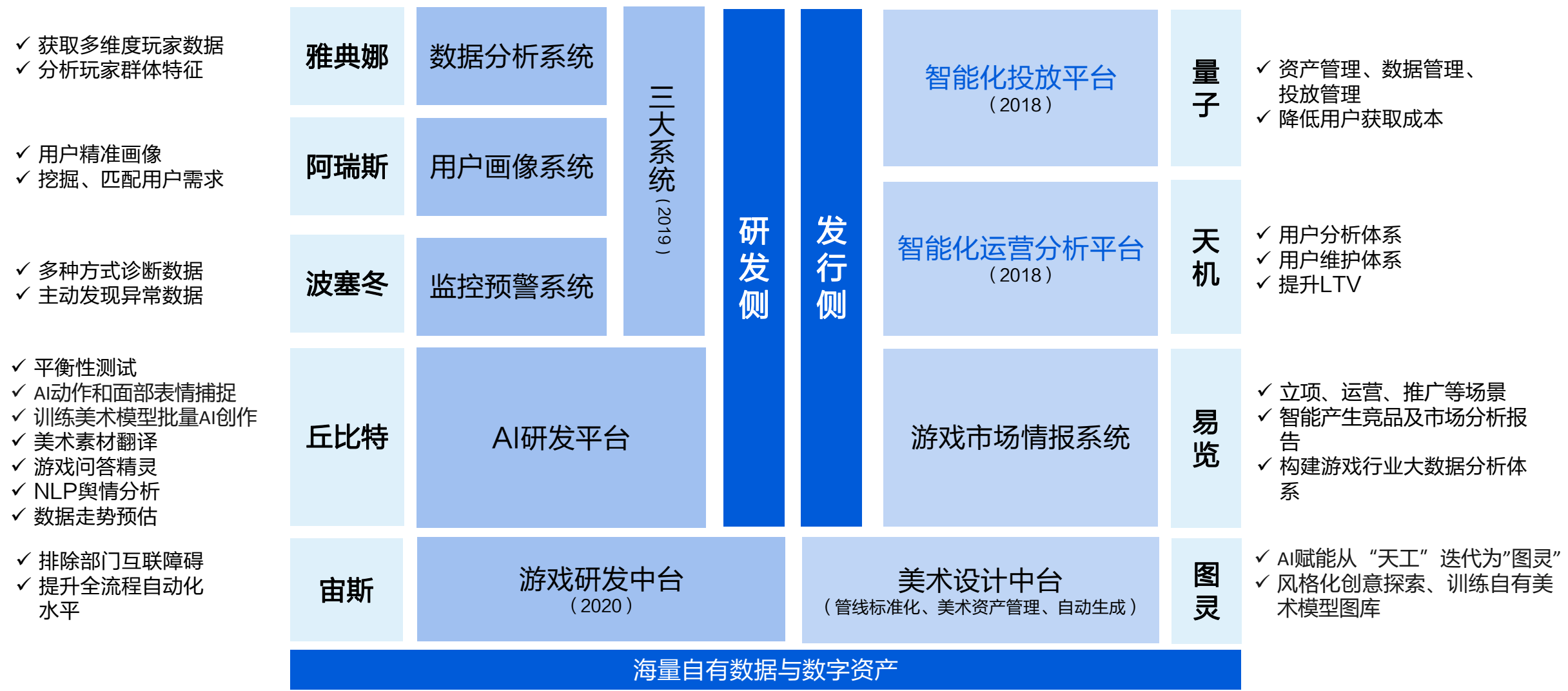
四、盈利预测表

五、投资建议

六、风险提示

一、AI赋能全球化研运一体战略

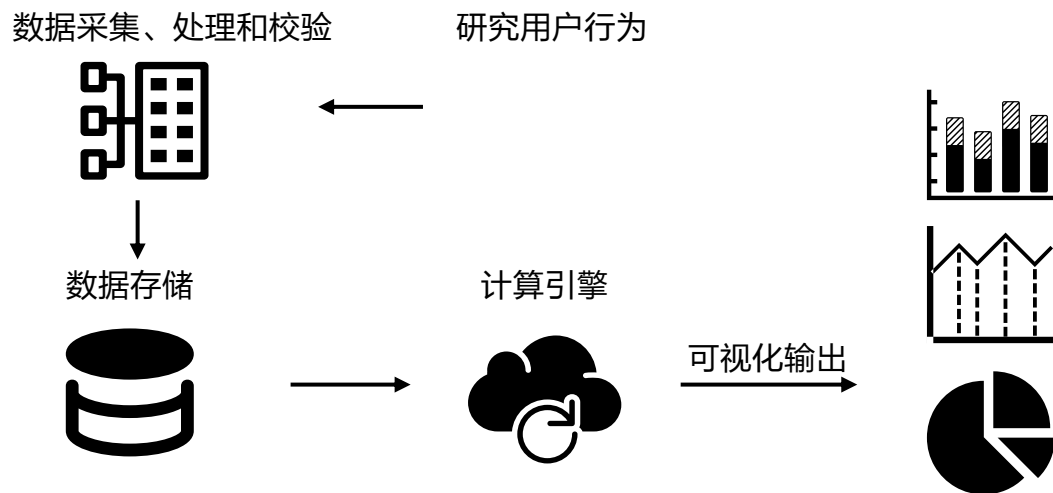
图表：AI全面赋能研运工业化管线



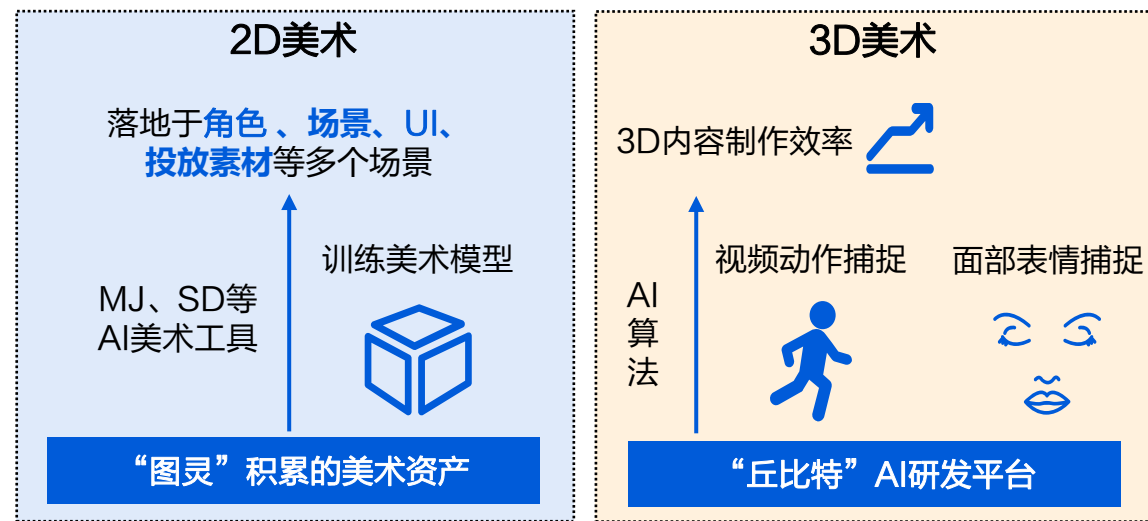
研发侧：“1+3+1”全面部署AI研发

- 游戏研发中台“宙斯”是公司2020年开发的AI大数据算力研运中台，可通过深度学习计算实现研发、部署、运营全流程自动化和标准化，实现各部门互联互通，大幅提升系统和业务流程自动化程度，起到降本增效的作用。
- “三大系统”指2019年公司开始启用的数据分析系统“雅典娜”、监控预警系统“波塞冬”和用户画像系统“阿瑞斯”，形成覆盖游戏自研发开始全生命周期的数据分析，帮助研发团队精准发现和解决问题，降低研发成本，提升游戏研发效率和成功率。
- 公司基于AI研发平台“丘比特”构建了AI智能体替代人工进行大规模有策略的平衡性测试平台，开展美术素材翻译、游戏问答精灵、NLP舆情分析、数据走势预估在内的一系列技术研究与应用，达到游戏研发降本增效的成果。
- 公司正逐步将生成式AI内嵌至中台管线，主要用于3D和2D美术上：
 - 3D美术方面，依托“丘比特”平台利用AI算法实现视频动作与面部表情的高精度、高性能捕捉，大幅提高3D动态内容的制作效率。
 - 2D美术方面，采用Midjourney、Stable Diffusion等工具实现AI美术创作，实践证明平均可节省20-50%工时；自研手游《霸业》凭借“图灵”+AI技术成功实现英雄生产周期缩短约50%、原画阶段周期缩短一半。

图表：“雅典娜”运行示意图



图表：公司生成式AI应用场景

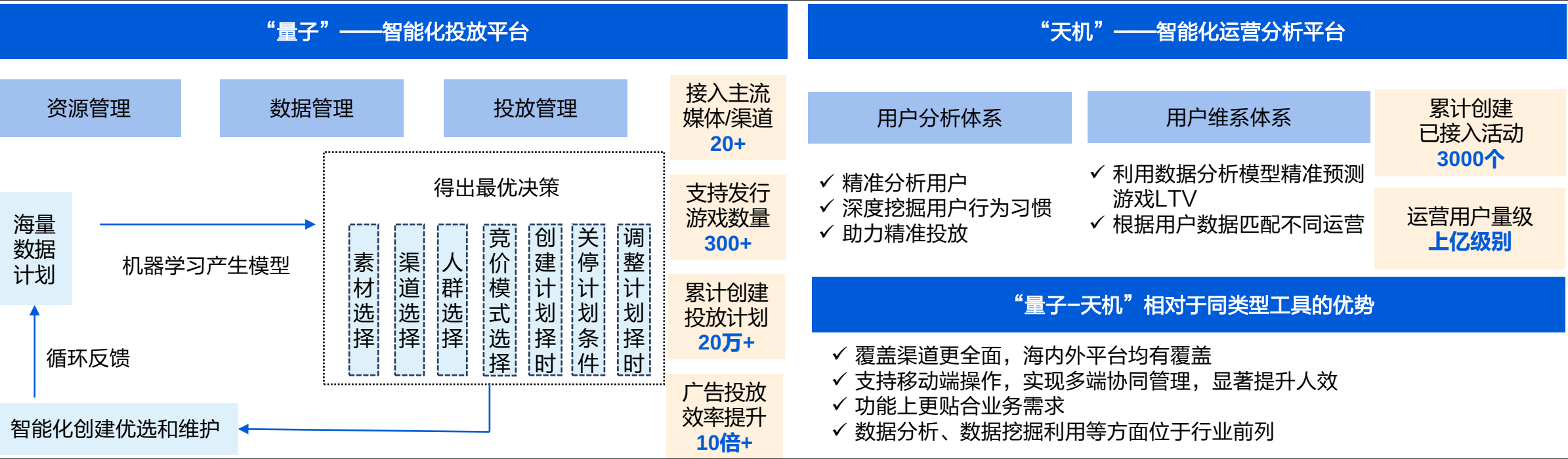


发行侧：“图灵” “量子” “天机” “易览” 合力形成发行端完整体系



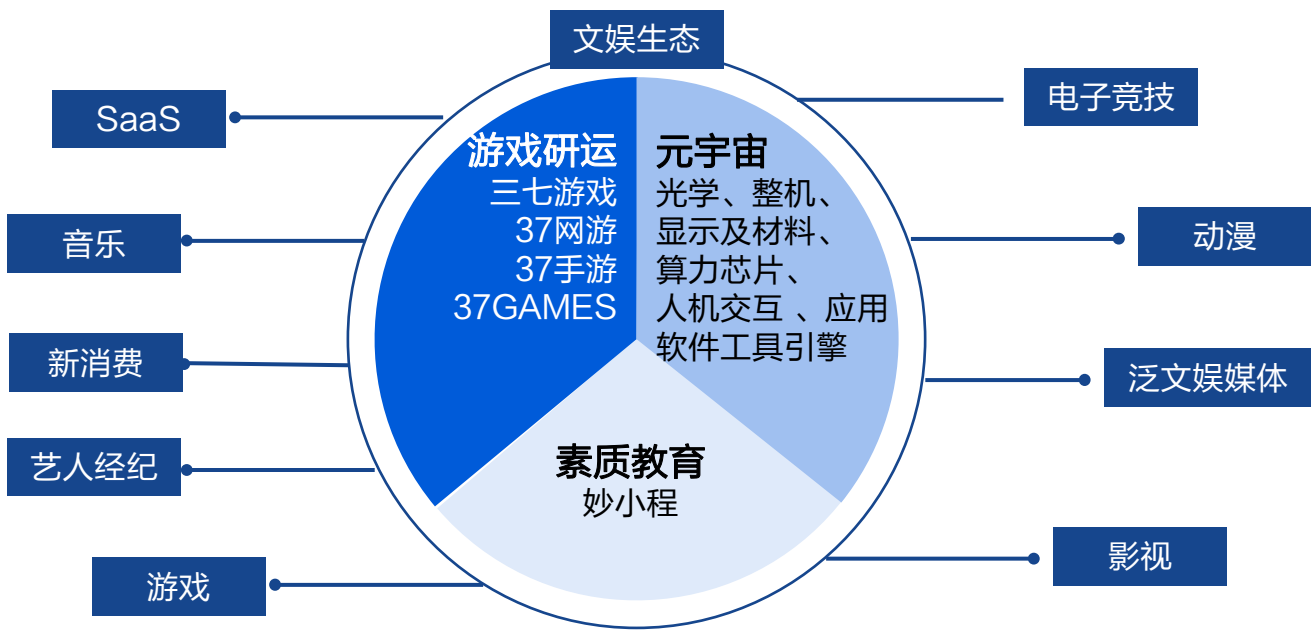
- “图灵” 美术设计中台解决内容生产问题。“图灵” 由“天工” 迭代升级而来，主要工作是管线标准化、美术资源的管理、自动化生成等，在原有管线管理功能的基础上融入了AIGC技术，强化了“图灵” 的可视化和灵活调用能力，专业人员能以多年积累的美术资产为基础训练美术模型，落地于角色、场景、UI、投放素材等多个美术场景的制作。
- “量子-天机” 系统合力解决推广和数据分析问题。公司2018年就开始搭建和使用“量子” “天机” 等AI工具，运营投放人效比提升几十倍。
 - “量子” 负责公司投放业务，可对接所有主流渠道，实现快速投放和自动化投放，公司在推广上应用AIGC，帮助提升产能20%-30%。
 - “天机” 负责数据统计、分析，在此基础上精准预测游戏生命周期，提高运营决策效率和效果。
- 游戏市场情报系统：“易览”。通过多角度提炼公司产品及行业相关数据，贴合立项、运营、推广等业务场景，智能产生竞品及市场分析报告，及时掌握市场趋势。

图表：“量子-天机” 系统架构及优势



- 公司2015年制定了“多元化”投资布局战略，在聚焦游戏主业的基础上，通过外延投资的方式打造全产业链生态布局。公司已形成覆盖游戏、元宇宙、影视、音乐、艺人经纪、动漫、电子竞技、新消费等领域的投资生态闭环，2023年4月，公司在投资峰会上表示已投资创新团队数量近120个，参与发起的多支产业基金总规模达7.85亿元。
- 公司深入投资元宇宙产业链，已切入光学、显示、整机、算力芯片、人机交互、软件工具引擎、应用等“硬科技领域”，截至2023年4月，公司投资硬科技赛道企业数量超过公司总投资企业数量的35%。

图表：聚焦游戏主业、外延文娱投资布局



图表：公司产业链投资布局

时间	投资项目	涉及赛道
2016年3月	Archiact	VR内容研发
2020年8月	WaveOptics	AR眼镜
2020年10月	奇妙派对	虚拟社交平台
2021年2月	影目科技	AR眼镜
2021年4月	快盘科技	ARM云游戏
2021年5月	光舟半导体	光学芯片
2021年11月	Digilens	AR显示技术
2022年2月	宸境科技	空间智能
2022年3月	晶湛半导体	第三代半导体
2022年3月	Raxium	MicroLED技术
2022年6月	燧光科技	MR头显
2022年8月	万有引力	辅助芯片
2022年9月	华南脑控	脑机接口
2022年9月	亿智电子	视觉AI Soc芯片
2022年11月	YAHABA	元宇宙UGC平台
2022年12月	深流微	元宇宙GPU
2023年3月	雷鸟创新	AR眼镜

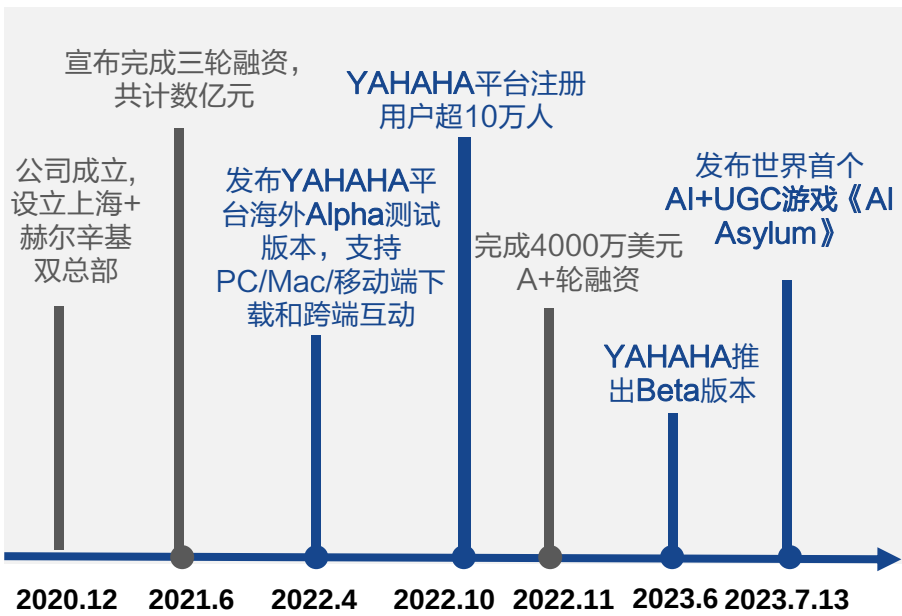
投资布局：参投AI+UGC平台YAHABA，已推出首款AI+UGC游戏

- 2022年11月15日，公司参与投资AI+UGC平台YAHABA A+轮融资。YAHABA A+轮融资总额达4000万美元，主要用于产品迭代（结合AI和云端处理能力）、社区生态搭建及人员扩张。
- YAHABA成立于2020年，核心创始团队由Unity资深员工组成。用户通过使用3D内容创作工具以无代码方式打造专属游戏、世界和社交空间。
- 2023年7月13日YAHABA首个AI+UGC游戏《AI Asylum》在Itch上线，融合了AI NPC与悬疑恐怖元素，玩家可以与AI NPC交流解谜、共创剧本，也可利用AI角色编辑器创建并分享角色。

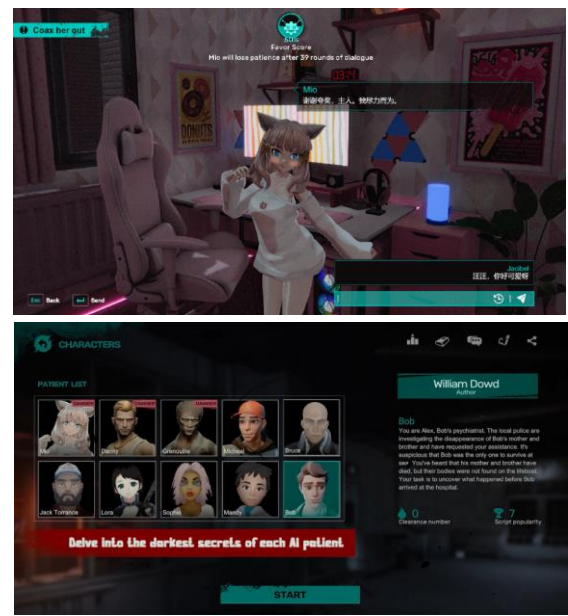
图表：YAHABA平台四大核心功能

探索	创造	发布	游玩
 Asset Library	 Development	 Showcase	
✓ 平台提供超一百万3D资产； ✓ 玩家自行上传3D资产并定价； ✓ 资产类别包括动画、音频效果等。	✓ 用户通过简单拖拽即可创作游戏； ✓ AI+NPC模块； ✓ 提供Lua脚本和Node Graph来扩展游戏功能。	✓ 点击即可发布游戏至平台； ✓ 跨平台发布游戏。	✓ 支持多人联机； ✓ 空间音频技术打造真实声音效果； ✓ 游戏类别多样； ✓ 游戏排行榜。

图表：YAHABA重大事件梳理



图表：《AI Asylum》游戏画面



图表：YAHABA主要研发成果及应用

UGC功能的技术核心 DOD引擎 (Data-Oriented Design)	VR适配	行业解决方案
- 独立管理记录游戏所有实例状态；为新用户量身定制设计方法 - 移动端共创游戏 - 一键式艺术风格切换器 ↓ 叠加Text2Game AIGC Co-Pilot工具YAI 降低UGC门槛 降低创作成本 ↓ Co-Create功能 (2023.7.6上线) 全球首个支持移动端创建多人游戏的平台	YAHABA平台创做的所有游戏都将支持VR设备，开发者无需额外付费。	元宇宙计划 ➢ DOD引擎并行渲染解决方案表现良好； ➢ 支持云端发布； ➢ 支持多人同屏； ➢ 支持跨平台写作。 教育计划 ➢ 支持用户无编码开发游戏、创建分享游戏创意； ➢ 与大学、教育机构合作。

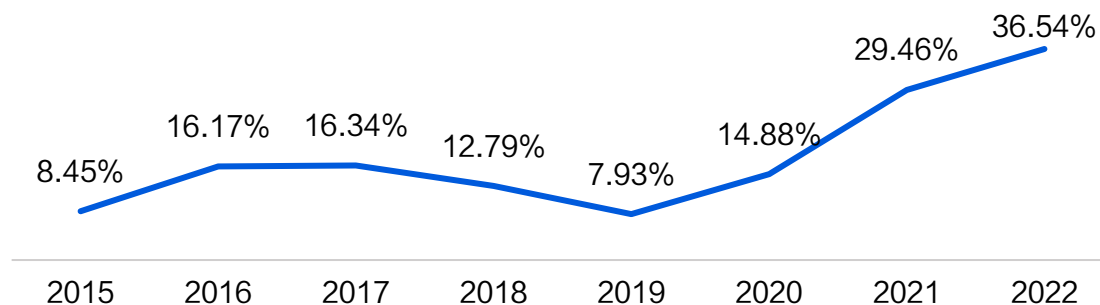
二、第四轮改革复盘：精品化、多元化、全球化

1、全球化：出海十年，跻身出海第一梯队

全球化成果：公司近三年海外收入增速远超行业，市占率快速提升

- 海外已逐步贡献公司收入主要增量。2022年公司海外收入59.94亿元，占整体收入的36.54%，较2021年提升7.08pct。公司2015-2022年海外收入增速CAGR为49.71%，远高于行业18.43%的复合增速。
- 2020/2021/2022公司出海市占率分别为2.87%/5.87%/7.35%，快速提升。

图表：公司2015-2022年海外收入占比

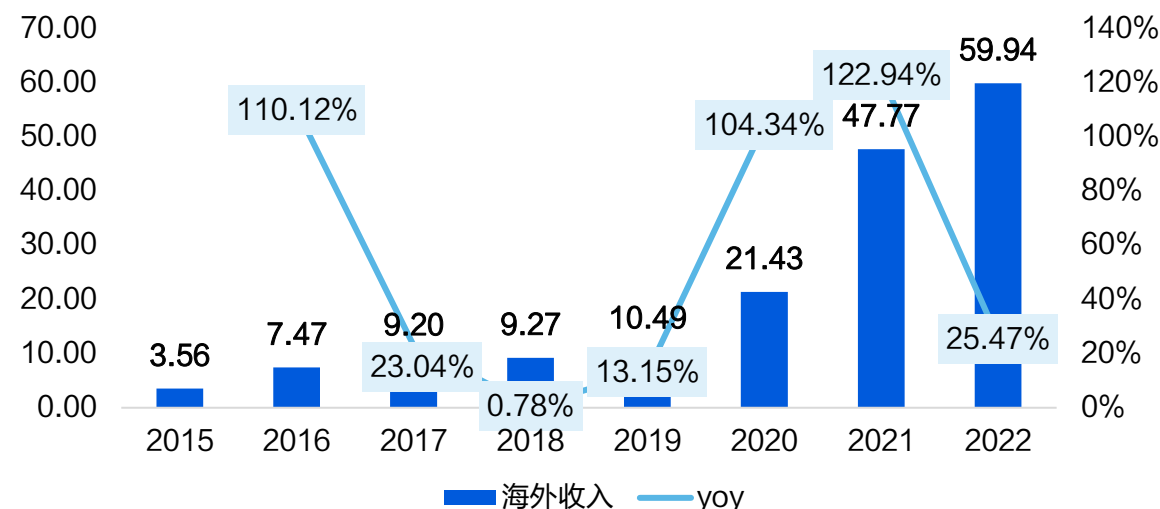


图表：公司出海表现与行业整体情况对比

项目	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
中国自研出海市场规模（亿美元）	5.70	18.20	30.76	53.08	72.29	82.76	95.86	115.95	154.50	180.13	173.46
自研出海市场规模YOY		219.3%	69.0%	72.6%	36.2%	14.5%	15.8%	21.0%	33.2%	16.6%	-3.7%
中国自研出海市场规模（亿元）			188.87	330.54	480.01	559.02	633.81	799.68	1065.99	1162.05	1165.79
三七互娱海外收入（亿元）				3.56	7.47	9.2	9.27	10.49	21.43	47.77	59.94
三七互娱海外收入YOY					110.1%	23.0%	0.8%	13.2%	104.3%	122.9%	25.5%
三七出海市占率				1.54%	2.22%	2.35%	2.09%	1.87%	2.87%	5.87%	7.35%
美元人民币汇率			6.14	6.23	6.64	6.75	6.62	6.90	6.90	6.45	6.72

注：①公司收入确认方法为净额法（流水扣除渠道分成确认收入），自研出海市场规模为流水口径，因此在计算出海市占率时采用“（三七互娱海外收入/0.70）/中国自研出海市场规模”计算；②中国自研出海市场规模人民币口径使用当年平均汇率计算。

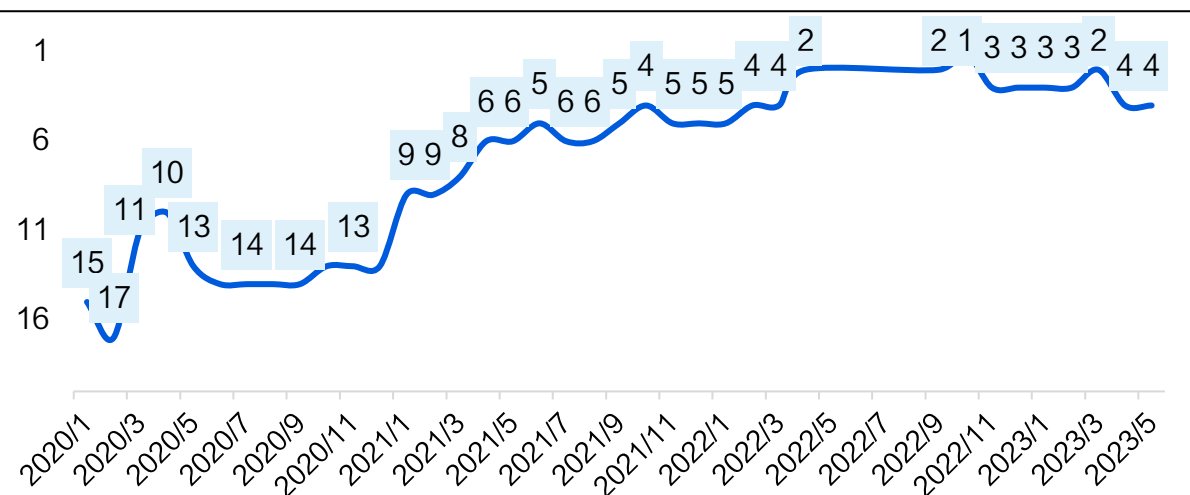
图表：公司2015-2022年海外收入（亿元）及YOY（右轴）



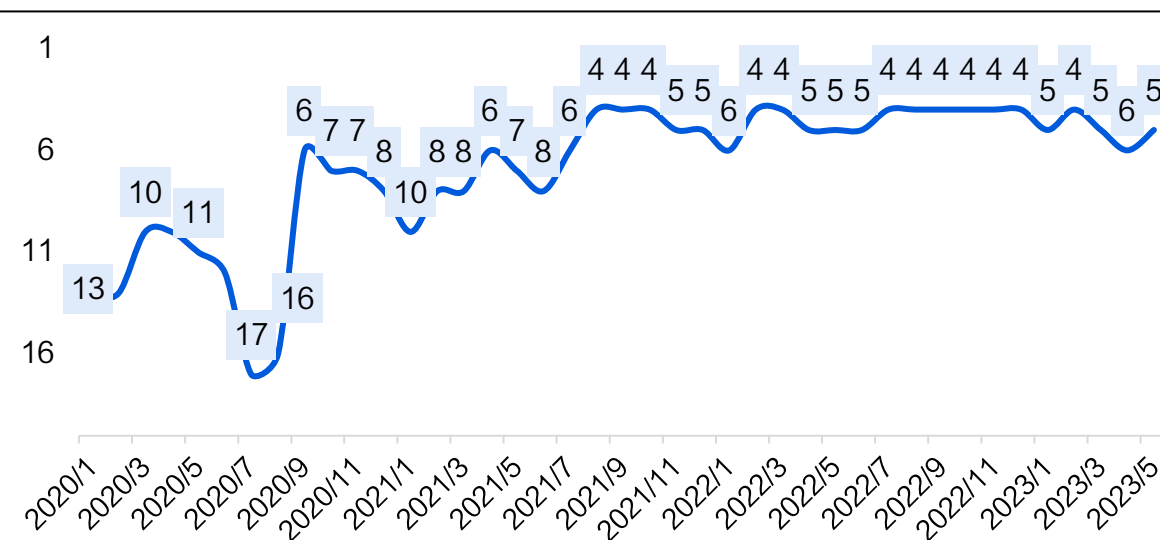
全球化成果：出海排名稳步攀升至第一梯队，2022年首登TOP1

- 2020-2022年，公司出海排名在主流榜单稳步攀升，目前稳居第一梯队。2022年10月首次位居data.ai中国厂商出海榜单榜首，第二、三名分别为米哈游和腾讯。2022全年位居Sensor Tower中国手游出海厂商榜单第4名，仅次于米哈游、腾讯、趣加（FunPlus）。
- 主力产品《末日喧嚣（Puzzles & Survival）》为中国手游出海榜单常客，自2022年2月以来稳居top5。据易娱官网，截至2023年6月，《末日喧嚣》累计流水已超81亿元。

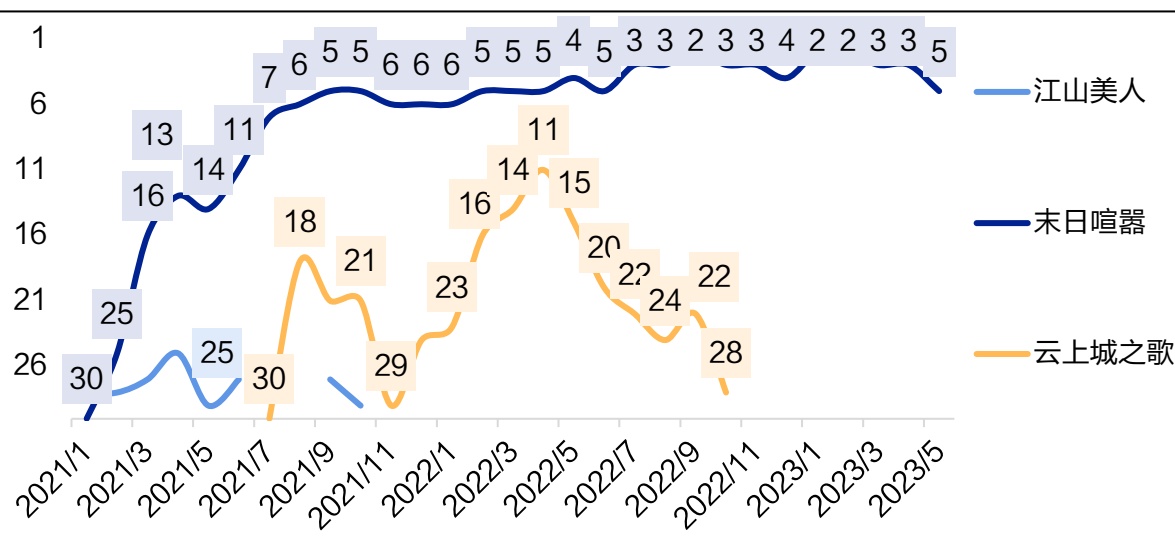
图表：公司在data.ai中国厂商出海收入榜排名



图表：公司在Sensor Tower中国厂商全球收入榜排名



图表：公司主力产品在Sensor Tower中国手游海外收入榜排名



数据复盘：连续跑赢市场，近年市占率快速提升

图表：公司游戏收入结构与行业情况对比

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
国内游戏市场规模（亿元）	602.8	831.7	1144.8	1407.0	1655.7	2036.1	2144.4	2308.8	2786.9	2965.1	2658.8
三七互娱国内游戏收入（亿元）	5.9	17.2	28.2	42.1	46.2	56.3	72.5	121.8	122.6	114.4	104.1
三七游戏收入/国内游戏	1.8%	3.8%	4.5%	5.4%	5.1%	5.0%	6.1%	9.6%	8.0%	7.0%	7.1%
国内游戏市场规模YOY		38.0%	37.6%	22.9%	17.7%	23.0%	5.3%	7.7%	20.7%	6.4%	-10.3%
三七互娱国内游戏收入YOY		193.4%	63.8%	49.3%	9.8%	21.8%	28.8%	68.0%	0.6%	-6.7%	-9.0%
国内手游市场规模（亿元）	32.4	112.4	274.9	514.7	819.2	1161.2	1339.6	1581.1	2096.8	2255.4	1930.6
三七互娱国内手游收入（亿元）				5.1	16.4	32.8	55.8	110.4	113.2	106.0	96.5
三七手游收入/国内手游	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	3.6%	5.1%	7.6%	12.7%	9.8%	8.5%	9.1%
国内手游市场规模YOY		246.9%	144.6%	87.2%	59.2%	41.7%	15.4%	18.0%	32.6%	7.6%	-14.4%
三七互娱国内手游收入YOY					218.9%	100.3%	70.0%	97.8%	2.5%	-6.3%	-9.0%
自研出海市场规模（亿美元）	5.7	18.2	30.8	53.1	72.3	82.8	95.9	116	154.5	180.1	173.5
三七互娱海外收入（亿元）				3.6	7.5	9.2	9.3	10.5	21.4	47.8	59.9
三七海外收入/自研出海				1.5%	2.2%	2.4%	2.1%	1.9%	2.9%	5.9%	7.4%
自研出海市场规模YOY		219.3%	69.0%	72.6%	36.2%	14.5%	15.8%	21.0%	33.2%	16.6%	-3.7%
三七互娱海外收入YOY					110.1%	23.0%	0.8%	13.2%	104.3%	122.9%	25.5%

注：①公司收入确认方法为净额法（扣除应用商店渠道分成）；②游戏工委市场规模数据包含渠道分成，因此在计算市占率时，采用（三七实际游戏收入/55%）/国内游戏市场规模进行计算，55%的假设基于三七互娱国内流水中有25%来源于渠道分成30%的苹果App Store，其余来源于渠道分成50%的传统安卓渠道；③2012-2014年三七互娱游戏收入采用上海三七收入，2015-2018年采用公司游戏业务收入，2019-2022年采用公司整体收入；④2019-2020年三七国内游戏收入按游戏收入*境内占比计算。

战略复盘：分阶段攻克全球主要市场



2012：开启出海征程



2015：自研+投资&代理锁定产品



2018：转折点，因地制宜打法



2020：打磨方法论，全球多点开花



发展战略

- 确立全球化运营战略
- 以页游为突破口，将国内发行的产品本地化后带入到中国港澳台、东南亚市场

- 提出海外“雏鹰养成”计划，从CP层面储备精品游戏；
- 确定自研自发战略方向

- 正式提出“精品化、多元化、全球化”发展战略，探索并初步形成“因地制宜”的打法



区域突破

- 2012：中国港澳台（繁体市场）
- 2013：东南亚（韩国、泰国、马来、新加坡、印尼）

- 2014-2015：欧美（英文、土耳其、法语、德语市场）
- 2015：PUPUGAME和 GMTHAI 平台分别在**韩国和泰国市占率排名TOP1**，37GAMES国际平台覆盖超过50个国家和地区

- 2018：日本（借助模拟经营品类实现突破）

- 日韩、欧美等主要海外市场地位提升
- 覆盖全球200多个国家和地区
- 跻身中国游戏出海厂商TOP3



组织架构

- 2012：海外发行品牌37Games成立
- 2013：成立极光网络（现改名为三七游戏）布局研发体系、成立37手游，进军移动游戏业务

- 重新梳理内部架构，从按地区转变为按赛道划分
- 与易娱、诗悦等一批优质CP建立深度合作，给予更大力度资源支持



代表产品

- 2012-2014年公司主要收入来源为国内页游产品如《大天使之剑》《传奇霸业》，海外处于初步探索期
- 2013：韩国PUPUGAME和泰国GMTHAI平台上线
- 2014：安徽火山湖首款自研动作卡牌产品《请叫我女王》上线，进入北美、东南亚、港澳台等多个国家地区

- 2015：通过投资引入SNK旗下《拳皇》等知名IP，成功在港澳台地区发行《拳皇97》等产品
- 2016：首款自研MMO手游《永恒纪元》海外上线，为研运一体打下坚实基础

- 2017：自研MMO《大天使之剑H5》全球公测
- 2018：模拟养成手游《江山美人》上线日本、欧美等地
- 2019：代理魔幻题材三消+SLG《Puzzles & Conquest》海外上线

- 2020-2021：代理三消+SLG《末日喧嚣》上线欧美、日本等地；2021年上线中国港澳台和韩国
- 2020-2021：代理模拟经营手游《叫我大掌柜》2020年9月上线中国港澳台，2021年1-2月上线日韩
- 2020-2022：代理MMO《云上城之歌》上线中国港澳台、欧美、韩国，2022年2月上线日本；代理SLG《Ant Legion（蚂蚁军团）》上线欧美、日韩及中国港澳台
- 2023：代理模拟经营手游《营业中！旧时光商店街》上线日本、MMO《绝世仙王》上线韩国



注：面积图表示2015-2022年公司海外收入规模。

2015

2016

2017

2018

2019

2020

2021

2022

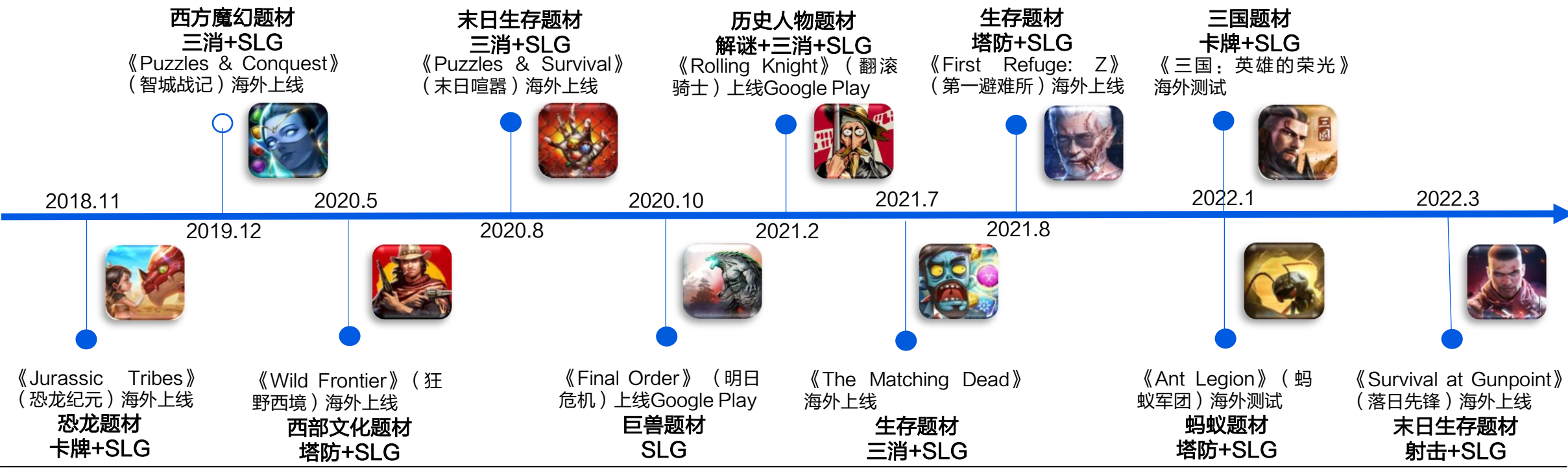
资料来源：公司官网、Techweb、白鲸出海、人民网、公司公告、投资快报、七麦数据、点点数据、游戏产业报告、国海证券研究所

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

组织架构：从“跟着产品走”（按地区）到“因地制宜”（按赛道）

- 以SLG赛道为例：赛道打法，终得爆款。公司自2018年开始尝试恐龙、西部、末日生存、巨兽、蚂蚁等多个题材，画风涵盖Q版、欧美魔幻、复古漫画、美漫等多种风格，通过产品矩阵打法吃透“SLG+”玩法。在三消+SLG玩法的《Puzzles & Conquest》经过数值验证后，结合末日生存题材，成功让《Puzzles & Survival》脱颖而出成为出海爆款。后续公司在SLG赛道储备自研《代号G2》（西方题材）、代理《Era of Glory》（多文明题材）、《Primitive Era: 10000 BC》（史前文明）、《Bugtopia》（昆虫题材）等多款产品，并持续招募SLG头部人才，发力自研。

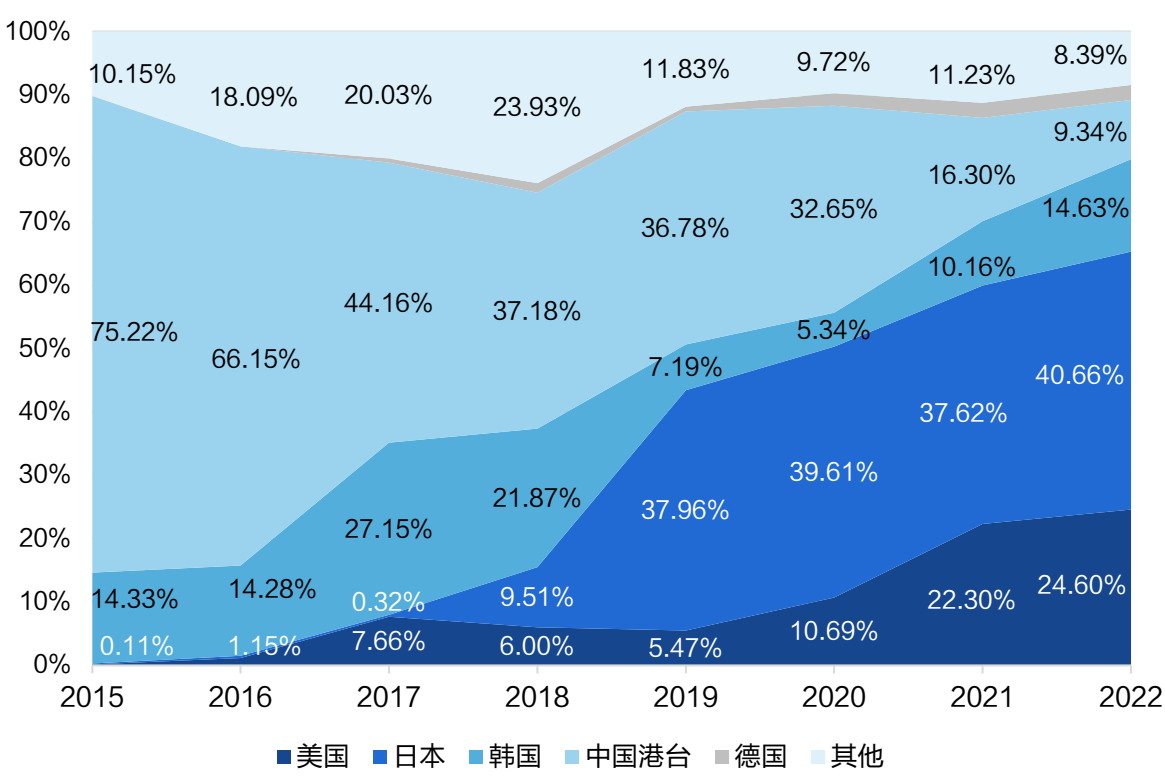
图表：37GAMES在SLG赛道的体系化打法



重点地区：深耕全球重点地区市场，T1市场成为收入主要来源

- 逐步在重点海外市场建立稳固流水盘，主要收入来源由早期的中国港澳台发展至美、日、韩等T1市场。根据Sensor Tower，2015年中国港澳台收入在公司海外总收入中占比近8成。2022年公司美、日、韩市场流水占比达24.60%/40.66%/14.63%，合计占比近80%，日本、美国、韩国等T1市场成为主要收入来源。
- 海外重点地区均有1-2款主力产品核心贡献。《Puzzles & Survival（日本）》/《Puzzles & Survival（美国）》/《云上城之歌（韩国）》2022年在当地市场平均排名第13/17/22名，《斗罗大陆：魂师对决（中国台湾）》上线以来最高位居畅销榜榜首。

图表：公司2015-2022年海外各地区流水占比



图表：公司部分区域产品在当地iOS畅销榜排名表现

	重点产品	2022年平均排名	历史最高排名
美国	Puzzles & Survival	17	5
	Puzzles & Survival	13	3
日本	江山美人	79	27
	云上城之歌	22	5
韩国	叫我大掌柜	71	5
	斗罗大陆：魂师对决	98	1
中国台湾	斗罗大陆：魂师对决	98	1

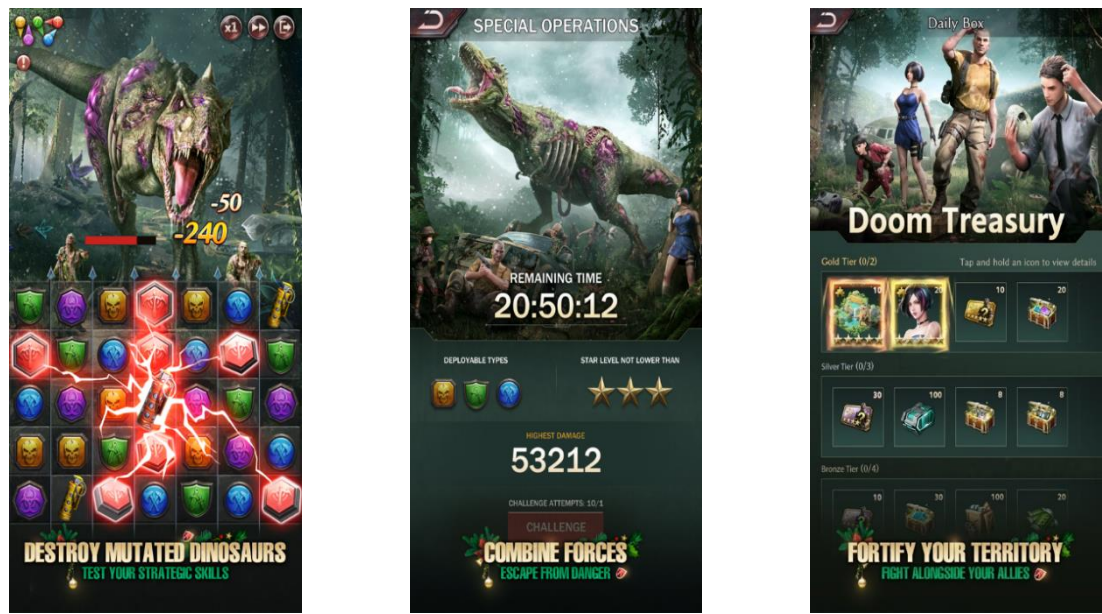
注：本页所述“T1市场”代表海外移动游戏市场规模排名前列的美国、日本、韩国、欧洲等地区市场

复盘爆款：《P&S》成功之路——协助被投团队三消+SLG融合玩法创新

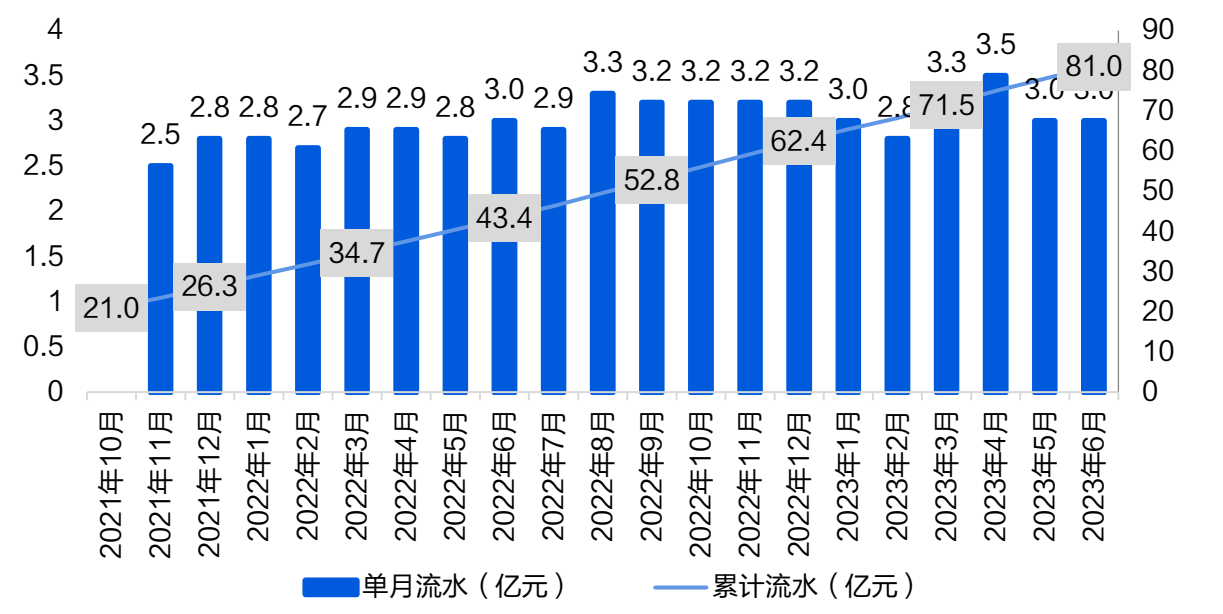
国海证券
SEALAND SECURITIES

- **流水持续创新高，累计流水破80亿，中国出海手游收入榜第4：**《末日喧嚣》（Puzzles & Survival）于2020年8月上线，公司负责海外发行，研发商为易娱网络。游戏于2020-2021年陆续上线美、欧、日、韩、东南亚、中国港澳台等地，2022年稳居美、日等地iOS畅销榜排名Top40。据易娱官网，截至2023年6月，游戏最高月流水超3.5亿元（2023年4月流水达3.5亿元，2022年Sensor Tower中国出海手游收入榜Top4），累计流水达81亿元。
- **市场调研发掘机遇：**据公司产品副总裁殷天明，市场调研显示三消与生存题材受众群体有很大一部分重叠，三消女性玩家占比超50%，生存题材中女性用户占30%，大量的用户基础是两类游戏融合的前提。
- **创新融合玩法：**SLG的重度一般在中后期，休闲玩法有助于渡过前期的枯燥长草期，同时具有一定成长性的“三消”玩法让前期模型更偏向卡牌RPG，前期付费率高于单一SLG。《末日喧嚣》前作《Puzzles & Conquest》是西方魔幻题材，获客成本较高，因此研发将题材转向海外受众庞大的“末日生存”，借助三消+SLG的新奇体验、吸引眼球的广告素材及发行与研发团队的协同，《P&S》最终顺利突围，成为出海爆款。

图表：《末日喧嚣》游戏产品截图



图表：2021年10月-2023年6月《末日喧嚣》单月流水（左轴）与累计流水（右轴）



二、第四轮改革复盘：精品化、多元化、全球化

2、多元化：多元化战略海外先行，四大赛道均有突破

多元化战略： MMO、卡牌、模拟经营、SLG四大赛道均有代表产品



图表：公司历年重点产品种类分布

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
MMORPG	 《永恒纪元》 自研	 《大天使之剑H5》 自研	 《血盟荣耀》 代理	 《斗罗大陆H5》 自研	 《云上城之歌》 代理			 《扶摇一梦》 自研	
	 《六龙御天》 代理	 《传奇霸业》 自研	 《屠龙破晓》 自研	 《暗黑大天使》 自研	 《浮生妖绘卷》 代理	 《荣耀大天使》 自研	 《绝世仙王》 代理	 《凡人修仙传》 代理	 《失落之门：序章》 自研
	 《武神赵子龙》 自研	 《九天封神》 代理	 《一刀传世》 自研	 《鬼语迷城》 自研	 《精灵盛典》 自研	 《万古封灵诀》 自研		 《空之勇者》 自研	 《斗罗MMO》 自研
卡牌				 《SNK 奥术之星》 代理		 《斗罗大陆：武魂觉醒》 代理			
					 《斗罗大陆：魂师对决》 自研	 《空之要塞》 代理		 《龙与爱丽丝》 自研	
模拟经营			 《江山美人》 代理			 《叫我大掌柜》 代理		 《营业中！旧时光商店街》 代理	
SLG				 《Puzzles & Conquest》 代理	 《Puzzles & Survival》 代理	 《Ant Legion》 代理	 《小小蚁国》 代理	 《霸业》 自研	
								 《Era of Glory》 代理	
								 《代号G2》 自研	

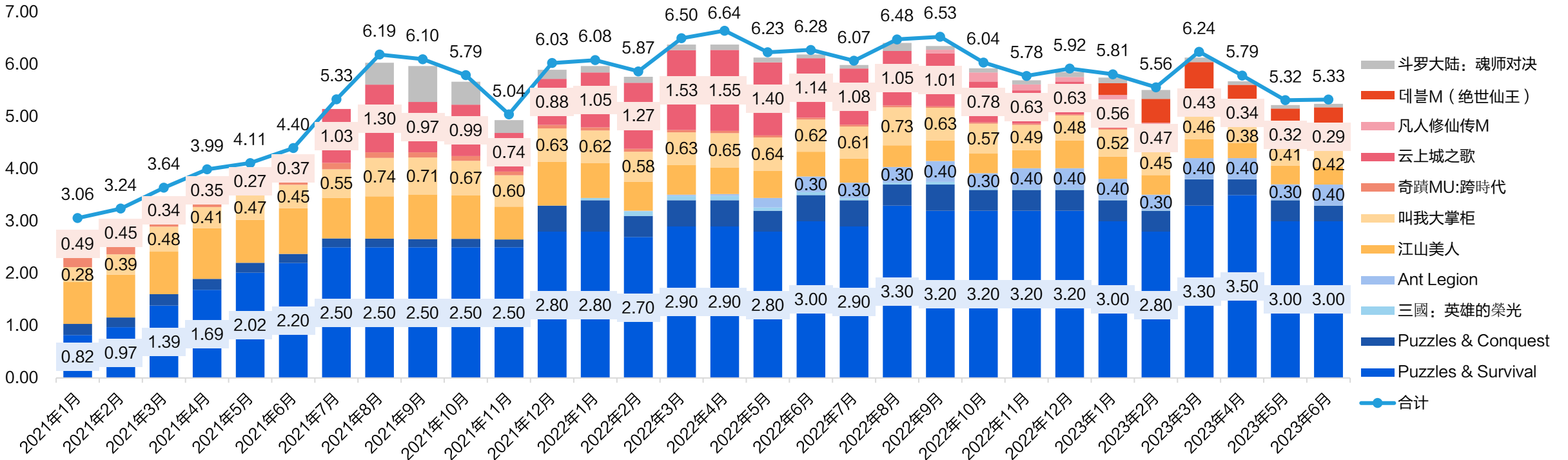
资料来源：七麦数据、公司公告、人民网、斗鱼、点点数据、国海证券研究所

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

多元化成果：多元化已在海外取得成功，构筑稳固流水盘

- 公司多元化已在海外取得突破进展，长线品类如SLG、模拟经营的主力产品已实现长线稳健运营，构筑稳固的流水基本盘。以2023H1为例，SLG、模拟经营、MMO、卡牌品类分别占整体海外可跟踪到流水基本盘的68%/15%/15%/2%，而2022年同期为57%/19%/22%/2%，2023H1长线品类SLG与模拟经营占比已超80%，较2022H1提升7.07pct。
- 据易娱官网数据，SLG主力产品《P&S（末日喧嚣）》自2022年8月起，该产品流水以稳定在3.0–3.5亿元的区间，约占海外可跟踪到流水基本盘的50%，同时《Puzzles & Conquest》与2022年1月上线的《Ant Legion（蚂蚁军团）》已步入流水稳定阶段。

图表：公司2021年1月–2023年6月海外流水及重点产品表现（第三方数据仅供参考，仅包含海外iOS+Google Play渠道）



注：各主要品类分不同颜色列示：蓝色系——SLG、红色系——MMO、灰色系——卡牌、橙色系——模拟经营

产品来源：深度绑定外部游戏研发商，定制+代理丰富供给



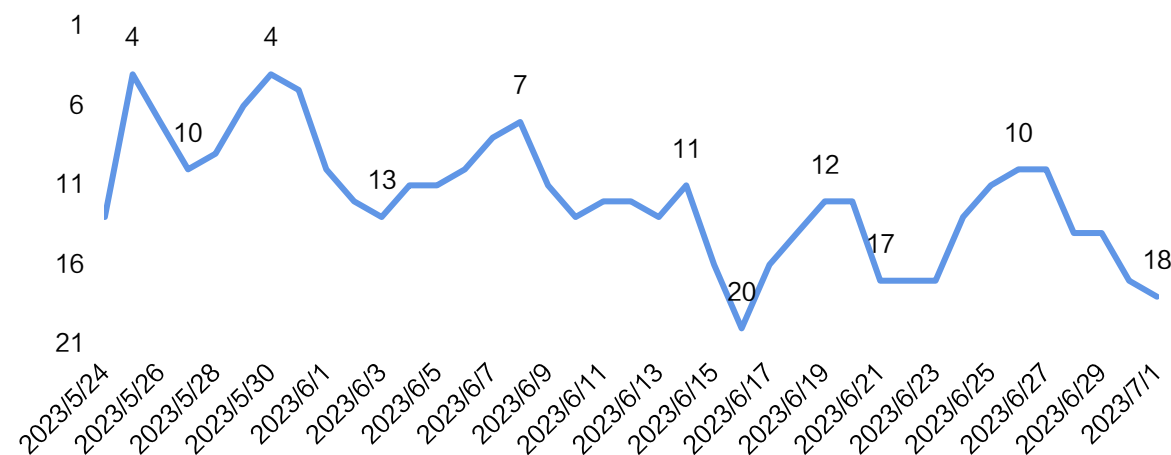
图表：公司投资布局多家游戏研发商

参投公司	持股比例	投资金额	擅长品类	简介
芜湖萤火之光网络	间接持股68% (控股子公司)	1100万元(收购股权)	女性向	2020年成立萤火工作室，体系内研发商，团队骨干有多款女性向产品的成功经验，代表作《扶摇一梦》
易娱网络	间接持股10%	1.2亿元	SLG、RPG	旗下火凤凰工作室负责人陈夏麟曾为三七核心制作人，代表作《末日喧嚣》《凡人修仙传》《Ant Legion》等
羯磨科技	间接持股9.23%	3000万元	SLG、RPG	前FunPlus KingsGroup COO兼《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》制作人刘宇宁创立，代表作《Wild Frontier》(狂野西境)
星合互娱	间接持股24%	1500万元	SLG	成立于2019年，Base成都，创始人 为《黑道风云》制作人陈立，代表作《小小蚁国》
厦门延趣	间接持股10%	1000万元	模拟经营	成立于2019年，Base厦门，规模已达200人，技术人员占90%，代表作《叫我大掌柜》
燧木科技	间接持股19%	2000万元(2019-2020年两次投资，2022年清零)	RPG	成立于2018年，Base北京，团队原总流水过30亿，代表作《异能都市》
真硕网络	间接持股27.2%	1亿元	或为SLG	三七和易娱均参投，易娱持股72%，储备产品待上线
龙游天下	间接持股20%	500万元	SLG、模拟经营	成立于2016年，单机游戏起家，主攻中国历史背景SLG游戏。代表作《汉末霸业》
离火网络	间接持股30%	1.35亿元	MMORPG	成立于2021年1月，Base广州，产品《离火之境》已获版号
坚果光年科技	间接持股30%	2000万元	未知	成立于2020年12月，Base成都
吾未网络	间接持股20%	7000万元	MMORPG	成立于2019年，Base上海，自研产品累计流水超百亿元。代表作《天使纪元》、《狂暴之翼》
游奕互动	间接持股10%	2000万元	MMORPG	成立于2014年，规模100+人，核心成员参与/负责过《完美世界》、《诛仙》、《神魔大陆》的研发。代表作《剑与轮回》
未知矩阵	间接持股8%	300万元	SLG	Base广州，创始人有10年+研发经验，代表作《Galaxy Reavers》，储备《Project 光年》
茉丘莉文化	间接持股13.64%	1500万元(2022年清零)	二次元	成立于2016年，Base上海，擅长二次元游戏，代表作《宝石研物语》

新品表现：《凡人修仙传》5月上线表现优异

- 公司2023年已在国内上线4款新品，包含两款SLG、一款卡牌、一款MMO，产品品类更加均衡，包括《亮剑》（代理SLG+卡牌手游，4月20日上线）、《最后的原始人》（代理卡牌手游，由诗悦网络研发，5月6日上线，最高位居畅销榜第24名）、《凡人修仙传：人界篇》（代理修仙题材MMO手游，由易娱网络研发，5月24日上线）、《霸业》（自研三国SLG手游，6月6日上线）。
- 代理竖版修仙MMO手游《凡人修仙传》表现优异，最高位居iOS畅销榜第4名，上线后连续6天位居iOS免费榜榜首。据Sensor Tower数据，游戏上线首月iOS端净流水达0.13亿美元，对应iOS端流水1.35亿元，按iOS端流水占比25%估算，《凡人修仙传》首月流水有望达5.39亿元。

图表：《凡人修仙传》iOS畅销榜排名



图表：《凡人修仙传》产品截图



图表：《凡人修仙传》VS《斗罗大陆：魂师对决》首月每日净流水（万美元）



国内Pipeline：近20款储备获版号

图表：2023年公司国内游戏储备（包含部分2023Q2上线的产品）

游戏类型	游戏名称	国内版号	自研/代理	题材与画风	研发商	上线时间	最新产品动态
MMORPG	凡人修仙传*	2023年1月	代理	修仙小说，凡人修仙传IP	易娱网络	5月24日	最高位居iOS畅销榜第4
	扶摇一梦	2023年1月	自研	唯美古风	三七游戏-苏州萤火工作室	预计8月25日	删档付费测试5月结束，App Store显示8月上线
	失落之门：序章（魔幻M）	2023年5月	自研	西方魔幻	三七游戏	暂无排期	
	空之勇者（3D版WTB）	2023年6月	自研	Q版3D异世界冒险	三七游戏	暂无排期	海外或将先于国内上线
	代号斗罗MMO	-	自研	东方玄幻，斗罗大陆IP	三七游戏	预计2024年	后续重磅产品
	曙光计划	2021年5月	代理	未来科技	-	预计2023年11月	安卓应用商店显示11月首发，国内已测试
	代号魔幻K计划	-	代理	西方魔幻	-	暂无排期	
	龙骑士学院	2023年6月	代理	日式Q版	-	暂无排期	
	洪荒异兽录	2020年1月	代理	休闲题材	-	暂无排期	
	平行轨迹	2020年5月	代理	未来都市	-	暂无排期	
	离火之境	2023年2月	代理	东方玄幻	离火网络	预计2023年9月	6月开启删档不计费首测，安卓商店显示9月首发
	梦想大航海	2022年4月	代理	航海射击	-	预计2023年H2	安卓商店显示下半年首发
SLG	霸业*	2022年8月	自研	三国题材	三七游戏	6月6日	最高位居畅销榜第90名
	万乘之国	2023年1月	代理	多文明题材	-	预计2023年H2	安卓应用商店显示下半年首发
	城主天下	2023年2月	代理	三国题材	中手游	暂无排期	
	王国火种	2023年3月	代理	美漫风格多文明题材	-	暂无排期	
	故土与新世界	2023年1月	代理	魔幻Q版	-	预计2023年9月	安卓应用商店显示9月首发
	原野传说：史前万年	2023年6月	代理	史前文明	星合互娱	预计2023年10月	安卓应用商店显示10月首发，海外已测试
卡牌	龙与爱丽丝（D8）	2023年4月	自研	神话题材	三七游戏	暂无排期	
	最后的原始人*	2020年4月	代理	史前文明	诗悦网络	5月6日	最高位居畅销榜第24名
	代号星环	-	代理	星际题材	-	暂无排期	
模拟经营	织梦森林	2023年1月	代理	农场类	山海工作室	预计8月18日	安卓应用商店显示8月18日首发
	金牌合伙人	2023年3月	代理	商业题材	-	预计2023年11月	安卓应用商店显示11月首发，国内4月已测试

注：游戏名称带*的产品为已上线产品

海外Pipeline：储备20余款涵盖多赛道的产品



图表：2023年公司海外游戏储备

游戏类型	游戏名称	自研/代理	题材与画风	预计上线时间	最新产品动态
MMORPG	扶摇一梦	自研	唯美古风	暂无排期	计划于2023年8月在中国大陆上线
	失落之门：序章（代号魔幻M）	自研	西方魔幻	预计2024年	2023年5月获批国产版号
	空之勇者（代号3D版WTB）	自研	Q版3D异世界冒险	预计2023年	2023年6月获批国产版号
	代号斗罗MMO	自研	东方玄幻，斗罗大陆IP	预计2024年	后续重磅产品
	凡人修仙传：人界篇	代理	修仙小说，凡人修仙传IP	已上线东亚地区	未来或将拓展其他区域
	曙光计划	代理	未来科技	暂无排期	
	代号魔幻K计划	代理	西方魔幻	暂无排期	海外已测试
	平行轨迹	代理	日式Q版	暂无排期	
SLG	代号G2	自研	西方题材	暂无排期	
	Puzzles & Chaos	代理	西方魔幻	暂无排期	三消玩法新作
	Bugtopia	代理	昆虫题材	暂无排期	昆虫题材SLG，海外已测试
	Era of Glory	代理	多文明题材	暂无排期	海外已测试
	代号巨兽	代理	巨兽题材	预计2023年	海外已测试
	Primitive Era：10000 BC（代号原野）	代理	史前文明	预计2023年	海外已于2023年1月上线测试
	代号stpk	代理	西方魔幻	暂无排期	
卡牌	龙与爱丽丝（D8）	自研	神话题材	暂无排期	
	铁杆三国	代理	三国题材	暂无排期	中国大陆已上线
	空之要塞：启航	代理	蒸汽朋克	暂无排期	2022年10月在中国大陆上线
	代号星环	代理	星际题材	暂无排期	
模拟经营	织梦森林	代理	农场类	暂无排期	
	Yes Your Highness	代理	中世纪题材	暂无排期	
	代号琉璃	代理	古风题材	暂无排期	
休闲	代号休闲	代理	现代度假村	暂无排期	相关题材的首次尝试

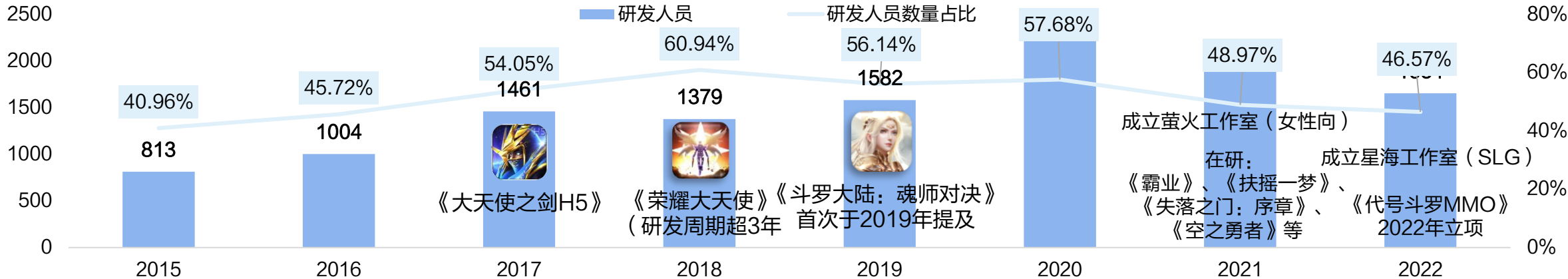
二、第四轮改革复盘：精品化、多元化、全球化

3、精品化：斗罗验证大IP加持下的自研潜力，持续调整SLG等新赛道

发展复盘：自研总流水破700亿，本轮产品周期为2023-2024年

- 公司自研团队极光网络于2013年成立（后改名为三七游戏），2014年首次推出自研产品《传奇霸业》《大天使之剑》；2015年推出第三款自研产品《战国之怒》；2016年推出第一款自研手游《永恒纪元》，上线30天流水破亿；2021年《斗罗大陆：魂师对决》首月流水破7亿。根据公司官网，三七游戏在SLG、MMORPG、卡牌三条赛道形成专业化布局，成功研发《斗罗大陆：魂师对决》《精灵盛典：黎明》《荣耀大天使》等游戏，自研总流水2020年破500亿，截止2023年7月已破700亿。
- 近年来游戏行业精品化趋势确立，精品研发周期逐步拉长。公司2019年推行“三七游戏2.0”战略，提升高级研发人员比例，打造多元化团队，2020年加大对精品游戏研发投入，人员数量增长较快。2021-2022年研发人数缩减系调整人员结构，更加重视SLG等战略品类，同时精简非战略品类人员。
- 预计2020-2021年的产能投入将于2023-2024年逐步释放，公司下一款次时代大作《代号斗罗MMO》于2022年立项，有望于2024-2025年面世。

图表：2015-2022年研发人员数量（左轴）及占比（右轴）及对应产能预测



图表：2015-2024E年公司自研产品表

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
战国之怒	永恒纪元	大天使之剑H5	屠龙破晓	精灵盛典		斗罗大陆：魂师对决		霸业	代号斗罗MMO
	武神赵子龙	传奇霸业	一刀传世	斗罗大陆H5		荣耀大天使		扶摇一梦	失落之门：序章
	决战武林			斩月屠龙				空之勇者	...
				暗黑大天使				龙与爱丽丝	

注：蓝色底色为手游产品

自研Pipeline：MMO+SLG+卡牌三大赛道7款自研产品，5款获版号



图表：2023年公司国内自研游戏储备（包含部分2023Q2上线的产品）

游戏类型	游戏名称	国内版号	自研/代理	题材与画风	研发商	上线时间	最新产品动态
MMORPG	扶摇一梦	2023年1月	自研	唯美古风	三七游戏-苏州萤火工作室	预计8月25日	删档付费测试5月结束，App Store显示8月上线
	失落之门：序章（魔幻M）	2023年5月	自研	西方魔幻	三七游戏	暂无排期	
	空之勇者（3D版WTB）	2023年6月	自研	Q版3D异世界冒险	三七游戏	暂无排期	海外或将先于国内上线
	代号斗罗MMO	-	自研	东方玄幻，斗罗大陆IP	三七游戏	预计2024年	后续重磅产品
SLG	霸业*	2022年8月	自研	三国题材	三七游戏	6月6日	最高位居畅销榜第90名
	代号G2	-	自研	西方题材	三七游戏	暂无排期	
卡牌	龙与爱丽丝	2023年4月	自研	神话题材	三七游戏	暂无排期	

注：游戏名称带*的产品为已上线产品

三七游戏旗下独立工作室：

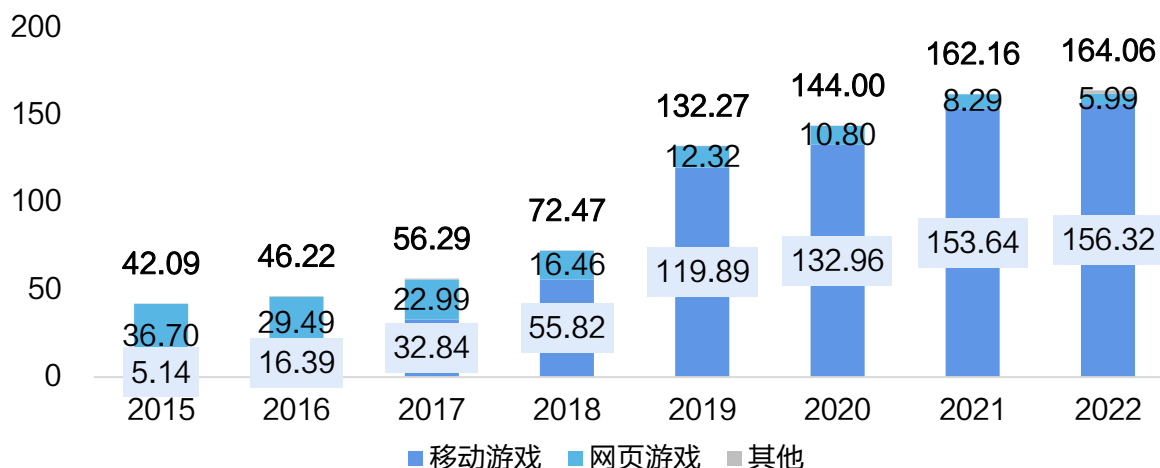
- 苏州萤火工作室：专注女性市场，2020年12月成立，团队骨干有多款女性向游戏项目的成功经验，对女性向精品游戏研发有独特且深入的理解。首款产品《扶摇一梦》已获版号。
- 北京星海工作室：专注SLG，2022年9月成立，核心团队成员在SLG品类深耕多年，曾参与《阿瓦隆之王》、《火枪纪元》等多个全球化SLG精品项目的制作。
- 北京燎原工作室：专注MMORPG，2023年4月成立，负责人Dean有近15年游戏从业经历，曾打造出多款畅销MMORPG游戏，拥有深厚的游戏研发及项目管理经验，其他核心成员均来自北京知名游戏厂商。

三、财务复盘

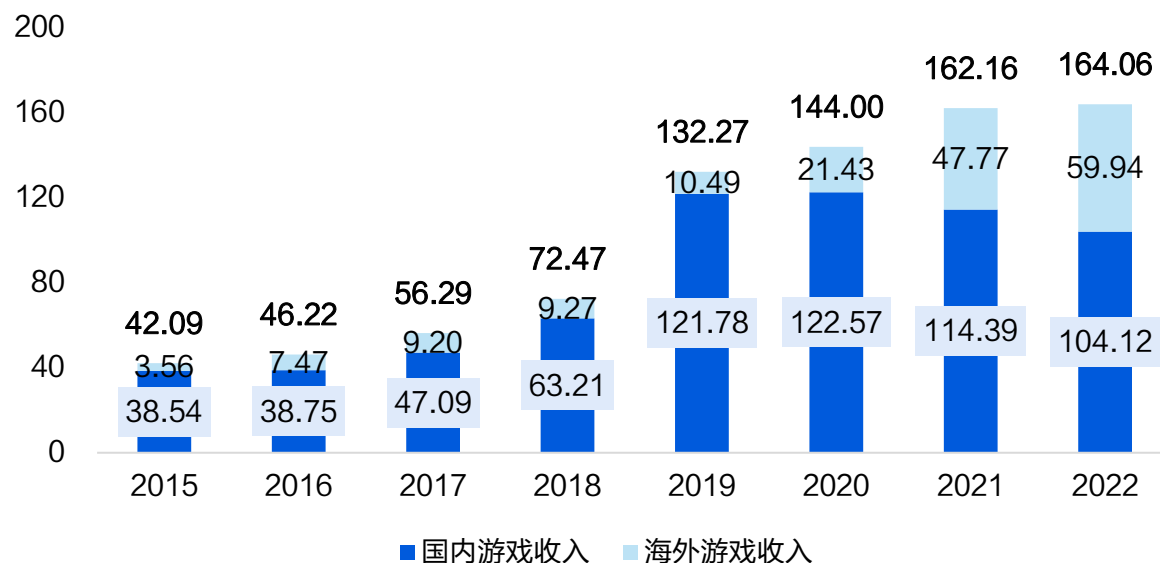
游戏收入逐年增长，近四年发力海外，发行业务贡献稳健利润

- 公司2015-2022年网络游戏收入由42.09亿元增至164.06亿元，7年间CAGR为21.45%。其中公司移动游戏占游戏收入的比例由2015年的12.21%提升至95.28%，移动端已贡献主要游戏收入。
- 公司海外收入占比从2015年的8.5%提升至2022年的36.5%，在跻身海外第一梯队的同时，也为战略转型升级提供了时间窗口，保持了整体业绩的稳健增长。
- 2014-2022，研发子公司年江苏极光收入从1.93亿提升至18.83亿元，净利润从1亿提升至10亿元，净利润率大部分时间稳定在50-60%左右。

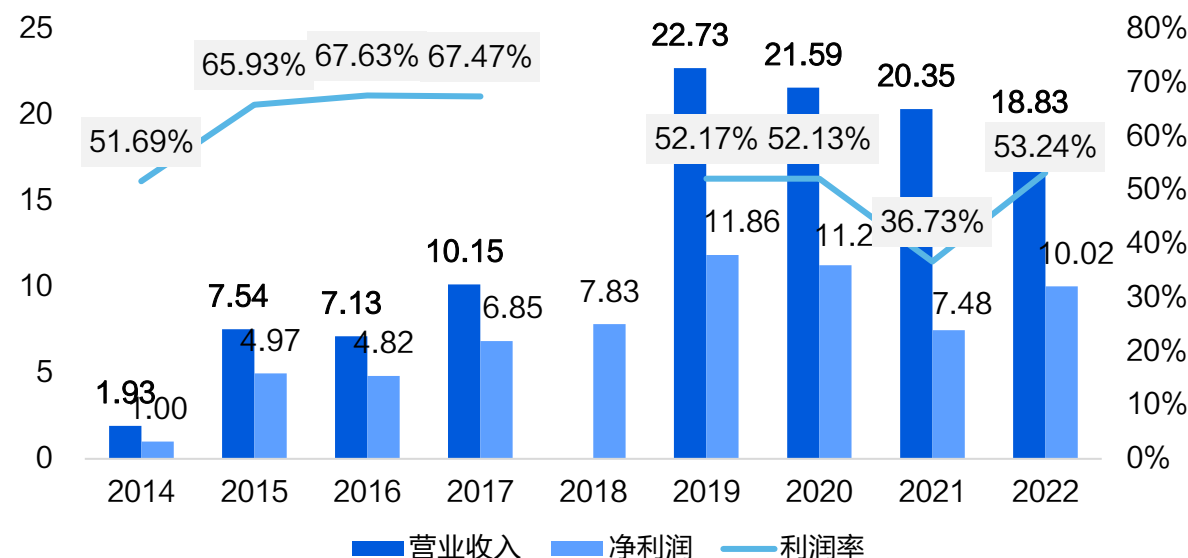
图表：2015-2022年公司整体、移动及网页游戏收入（亿元）



图表：2015-2022年公司整体、国内及海外游戏收入（亿元）



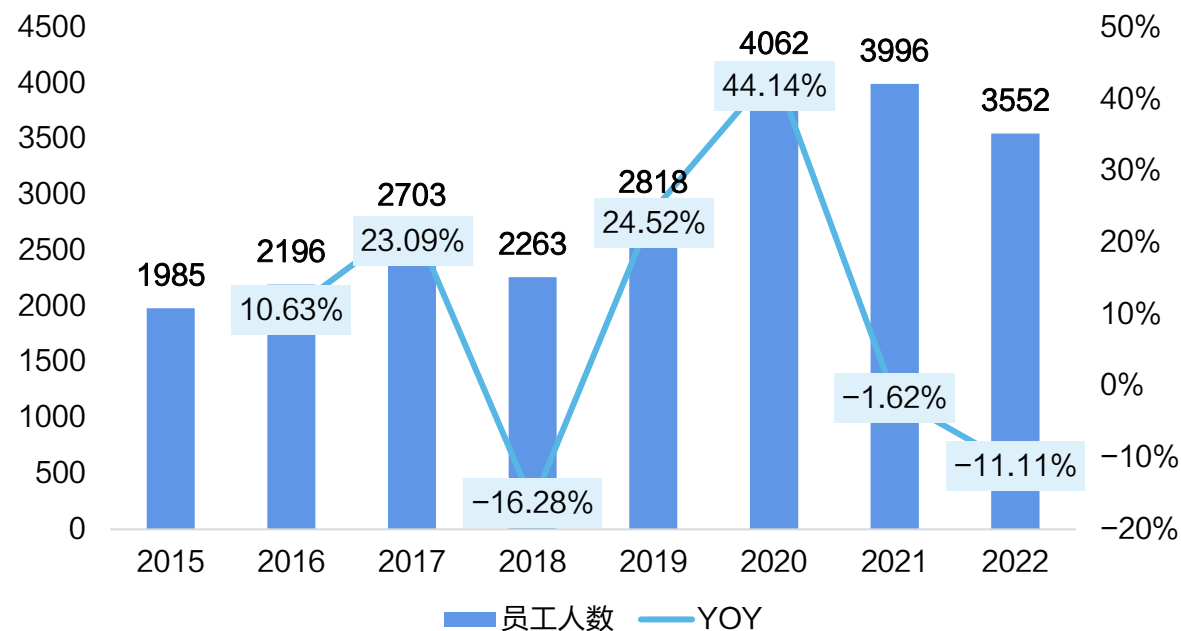
图表：2014-2022年研发子公司江苏极光营收、利润（亿元）及利润率（右轴）



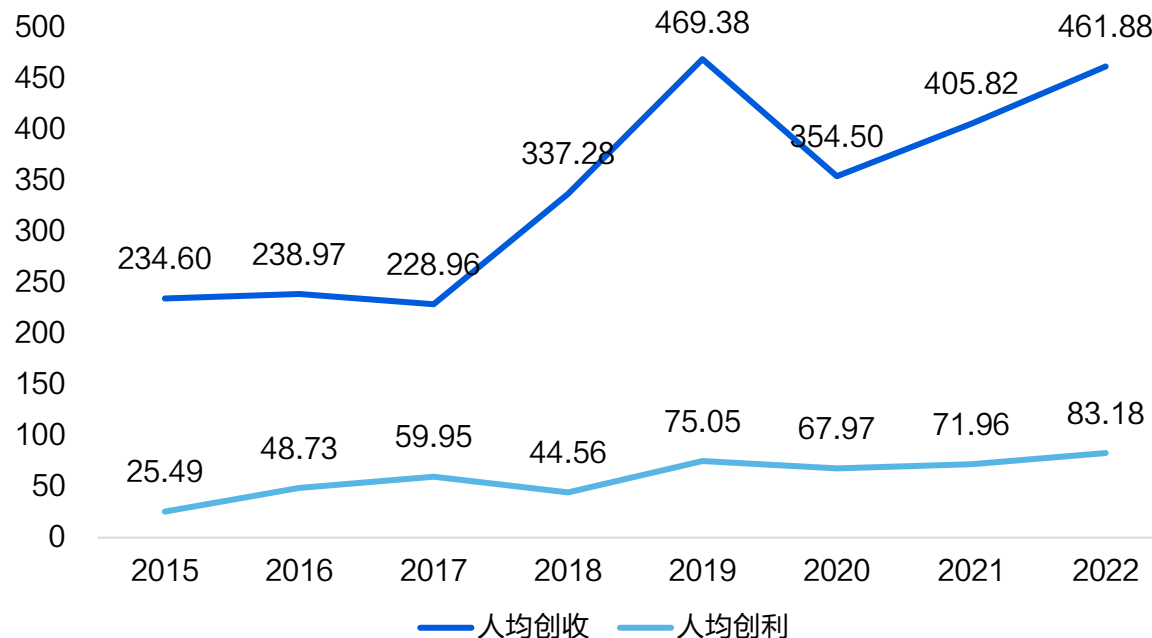
人均创收及创利整体向上，近两年员工人数因人员结构调整有所缩减

- 公司2020-2022年在员工人数上有所缩减，主要系研发人数由2020年的2343人缩减至2022年的1654人。
- 2015-2022年公司人均创收及人均创利整体均呈上升趋势。2015-2022年人均创收由234.60万元增至461.88万元，7年间CAGR为10.16%；人均创利由25.49万元增至83.18万元，7年间CAGR为18.40%。

图表：公司2015-2022年公司员工人数（位）及YOY（右轴）



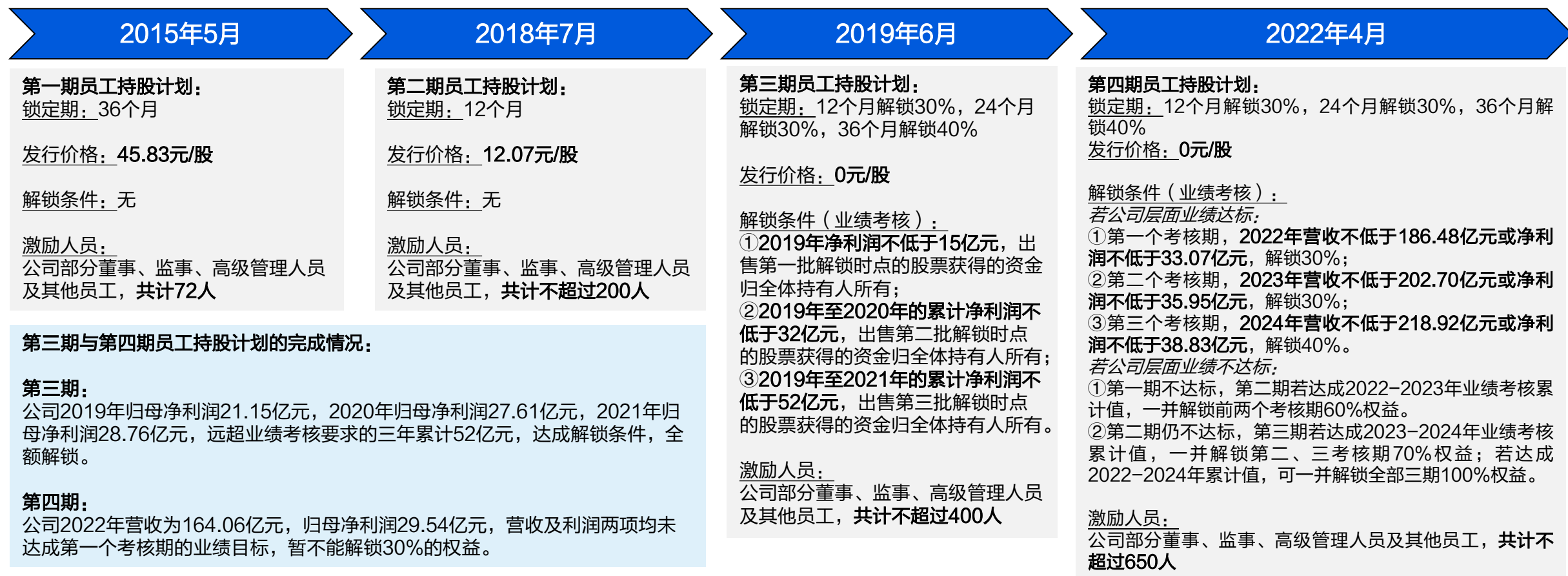
图表：公司2015-2022年人均创收及人均创利（万元）



持续推出员工激励计划，绑定核心骨干，彰显长期信心

- 公司自2015年起共发布四期员工激励计划，绑定公司核心骨干，其中公司董事、监事、高级管理人员的认购比例分别为21.8%/34.08%/6.73%/9.11%，激励人员数量逐渐增加，激励人员占总员工人数比例也逐渐提升，展现出公司对核心人员的重视及长期发展的信心。
- 2022年11月，公司公告拟以集中竞价方式回购3-6亿元，拟用于员工持股计划或股权激励计划，回购价格不超过23元/股。2023年7月，公司将回购价格调整为不超过人民币47元/股。截止2023年7月5日，累计回购710万股，成交总金额1.53亿元，平均价格为21.5元/股。

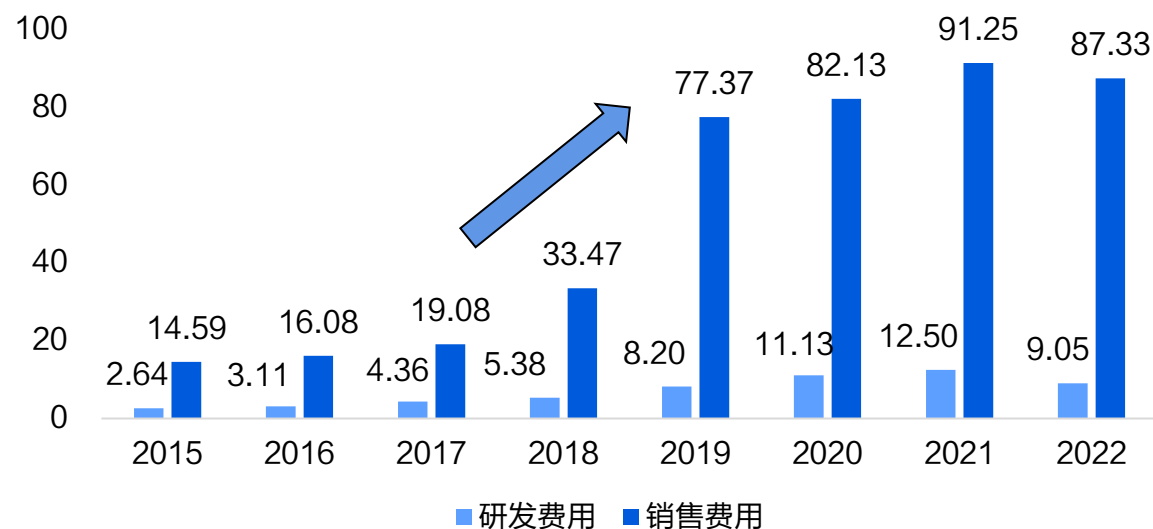
图表：公司四期员工持股计划历程



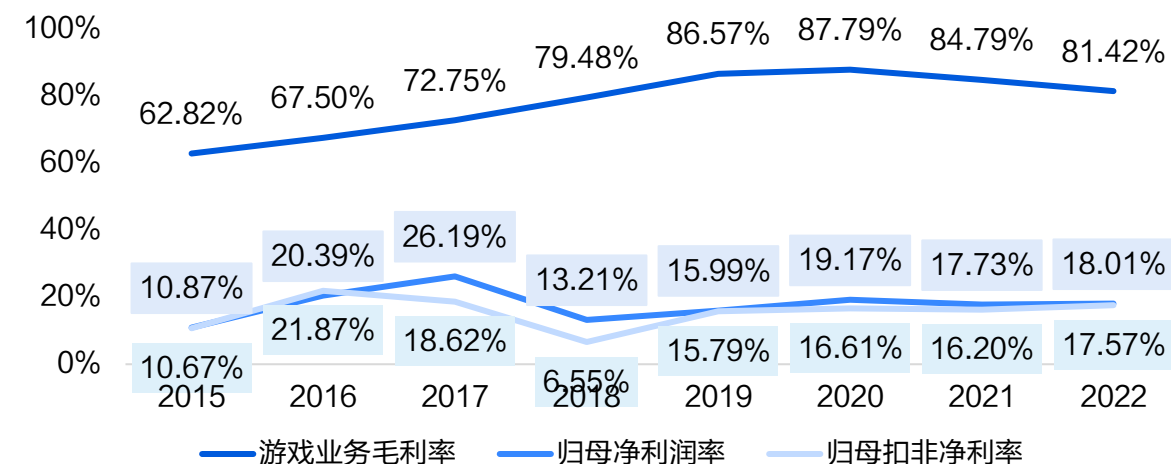
海外业务快速发展短期影响毛利率，整体费用率稳定，利润率稳中有升

- 公司收入确认为净额法（扣除渠道分成），营业成本主要为研发商分成（占80-95%）、服务器成本、版权金摊销等。2020-2022年游戏业务毛利率呈现下滑趋势主要因为海外业务占比快速提升，海外代理产品较多，因此研发分成增长迅速。
- 2015-2022年公司研发费用率维持在5-8%。研发费用7年间合计投入56亿元，持续贯彻“精品化”战略。
- 2019-2022年销售费用率整体稳定在53%-59%之间，近4年呈先下降趋势，体现出公司按既定的ROI投放的策略。
- 2019-2022年，公司整体扣非净利润率稳定在15-18%，呈上升趋势。

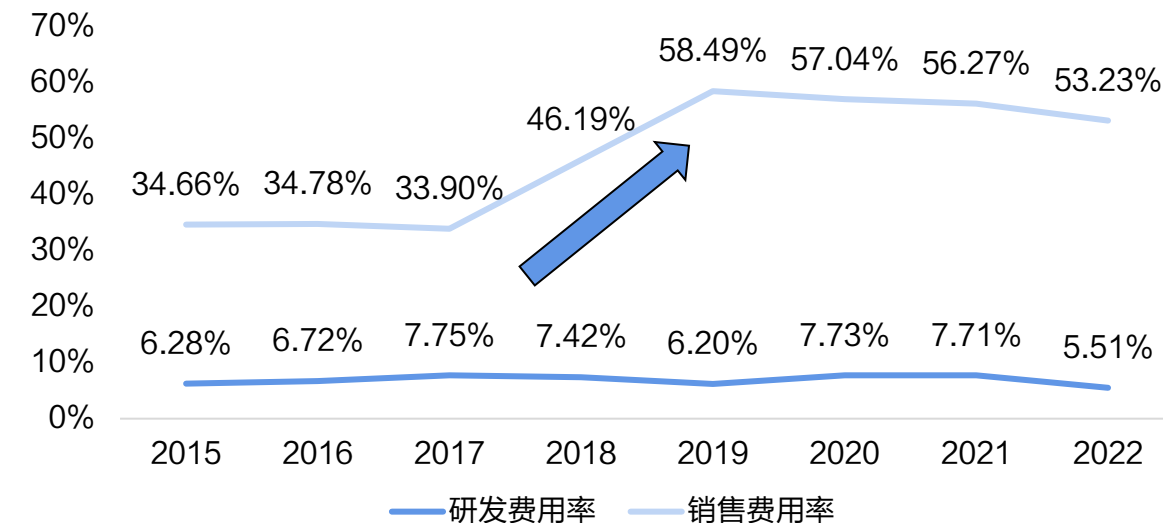
图表：公司2015-2022年研发费用及销售费用（亿元）



图表：公司2015-2022年游戏业务毛利率、归母净利润率、归母扣非净利润率



图表：公司2015-2022年研发费用率及销售费用率



四、盈利预测表

三七互娱盈利预测表



证券代码：002555

股价：27.42

投资评级：买入(维持)

日期：20230720

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）					每股指标与估值				
2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	7922	10447	13479	17284	营业收入	16406	19508	22914	24713	每股指标				
应收款项	1434	1603	1883	2031	营业成本	3049	3555	4044	4229	EPS	1.34	1.51	1.82	2.04
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	32	59	69	74	BVPS	5.49	6.63	8.02	9.62
其他流动资产	1230	2600	2931	3045	销售费用	8733	10632	12488	13469	估值				
流动资产合计	10587	14651	18294	22360	管理费用	526	585	665	692	P/E	13.5	18.2	15.0	13.4
固定资产	850	800	750	700	财务费用	-74	21	-5	-28	P/B	3.3	4.1	3.4	2.9
在建工程	243	243	243	243	其他费用/（-收入）	905	1131	1352	1433	P/S	2.4	3.1	2.7	2.5
无形资产及其他	4794	4771	4775	4775	营业利润	3309	3727	4504	5047	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	622	622	622	622	营业外净收支	-7	-5	-5	-5	盈利能力				
资产总计	17095	21086	24683	28699	利润总额	3302	3722	4499	5042	ROE	24%	23%	23%	21%
短期借款	901	700	900	1100	所得税费用	392	409	495	555	毛利率	81%	82%	82%	83%
应付款项	2204	3015	3087	3291	净利润	2910	3312	4004	4487	期间费率	56%	58%	57%	57%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	-45	-33	-40	-45	销售净利率	18%	17%	18%	18%
其他流动负债	1237	1855	2126	2252	归属于母公司净利润	2954	3346	4044	4532	成长能力				
流动负债合计	4341	5571	6113	6642	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	1%	19%	17%	8%
长期借款及应付债券	323	623	623	623	经营活动现金流	3557	3201	3741	4581	利润增长率	3%	13%	21%	12%
其他长期负债	118	98	98	98	净利润	2954	3346	4044	4532	营运能力				
长期负债合计	441	721	721	721	少数股东权益	-45	-33	-40	-45	总资产周转率	0.96	0.93	0.93	0.86
负债合计	4783	6292	6835	7364	折旧摊销	213	47	47	50	应收账款周转率	11.44	12.17	12.17	12.17
股本	2218	2218	2218	2218	公允价值变动	40	0	0	0	存货周转率	—	—	—	—
股东权益	12312	14794	17848	21335	营运资金变动	385	-109	-268	67	偿债能力				
负债和股东权益总计	17095	21086	24683	28699	投资活动现金流	-3330	-427	-53	-53	资产负债率	28%	30%	28%	26%
					资本支出	-317	-63	-3	-3	流动比	2.44	2.63	2.99	3.37
					长期投资	-81	-600	-200	-200	速动比	2.19	2.24	2.58	2.98
					其他	-2933	236	150	150					
					筹资活动现金流	-1585	-919	-856	-924					
					债务融资	781	79	200	200					
					权益融资	93	0	0	0					
					其它	-2459	-998	-1056	-1124					
					现金净增加额	-1298	1924	2833	3604					

五、投资建议

◆ 盈利预测与投资评级：

我们认为，公司创始团队优秀（专注主业，奋战在一线），团队稳定性及凝聚力强（研发、发行团队核心人员持股，持续推出员工激励计划绑定核心人才）。公司“精品化、多元化、全球化”战略持续落地，中长期看，全球化有望打开流水天花板，多元化将提升业绩稳定性，精品化将提升利润空间。公司在决策式AI应用中积极拥抱，效率提升显著；生成式AI发展初期，公司通过产品升级、投资布局方式积极参与，有望推动全球研运一体化战略再上新台阶。

我们预测公司2023-2025年归母净利润为33.46/40.44/45.32亿元，对应EPS为1.51/1.82/2.04元，对应PE为18/15/13X，维持“买入”评级。

六、风险提示

◆ 风险提示：

新品上线进度及表现不及预期：若公司储备产品上线排期延后或上线表现不及预期，将影响公司利润释放节奏，影响2023年业绩确定性

市场竞争加剧：市场近期上线的游戏新品较多，相似题材、玩法等赛道形成竞争格局，可能一定程度影响公司短期业绩确定性

买量成本上升：市场近期上线的游戏新品较多，叠加老产品保持活动更新和宣发，买量成本有所提升

监管处罚风险：公司、公司实控人李卫伟先生和公司副董事长曾开天被证监会立案调查，存在相关处罚风险

汇率波动：公司部分游戏在海外运营，汇率波动将影响公司确认收入和利润情况

版号获取进度不及预期：游戏在中国大陆地区上线运营需获批游戏版号，若版号获取进度不及预期将影响后续产品节奏，影响业绩确定性

海外相关风险：海外文化多元，同时国际局势存在一定不确定性

行业估值中枢下滑风险等：行业估值中枢下行可能影响公司估值水平

传媒小组介绍

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业8年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业5年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

谭瑞峤，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业4年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

杨牧笛，传媒教育行业分析师，上海财经大学本科，福特汉姆大学硕士，从业2年，主要研究方向为游戏赛道。

分析师承诺

姚蕾，谭瑞峤，杨仁文，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%～20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 传媒教育研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597