

**北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）**  
**关于深圳证券交易所出具的《关于对芜湖三七互娱网络科技**  
**集团股份有限公司的问询函》的核查意见**

深圳证券交易所中小板公司管理部：

2020年12月11日，芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司收到贵部下发的《关于对芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司的问询函》（中小板问询函【2020】第213号），根据贵部提出的问题，我所回复如下：

问题二、本次交易标的为顺勤合伙、顺景合伙的全部合伙份额，对应的拟注入资产为广州三七网络20%的股权。截至评估基准日，顺勤合伙合伙人权益评估价值为22.24亿元、顺景合伙合伙人权益评估价值为7.41亿元。请结合广州三七网络所处的游戏行业竞争格局、商业模式、主要游戏产品运营情况，以及同行业可比公司估值情况等说明评估值的公允性。请评估师核查并发表明确意见。

回复：

1、行业状况

根据全球知名游戏研究公司Newzoo和伽马数据在2020年12月发布的《2020全球移动游戏竞争力报告》中的数据显示，2020年全球移动游戏市场规模预计超过860亿美元，整体增量接近200亿美元，同比增幅超过25%。

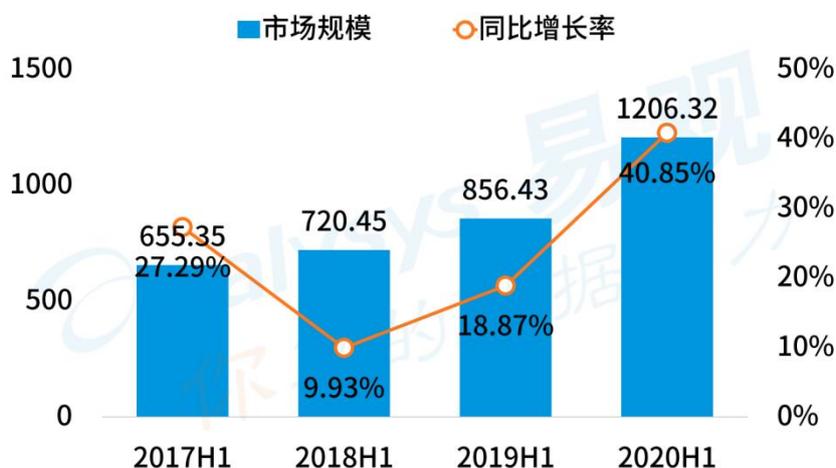
根据Analysys易观发布的《中国移动游戏年度市场综合分析

2020H1》数据显示，2020年上半年，移动游戏市场迎来自2017年以来的增速新高，市场规模达1206.32亿元，同比增长率达40.85%，成为2020年上半年增长最明显的数字内容产业之一。三七互娱公司在国内手机游戏发行业务市场占有率进一步提升至10.51%。

### (1) 国内市场规模再创新高，移动游戏市场全面升级

根据易观数据发布的《中国移动游戏市场盘点分析2020H1》，2020年上半年，在在线经济持续火热的背景下，在高质量产品的积极推动下，移动游戏市场迎来了自2017年以来的增速新高，市场规模达1206.32亿元，同比增长率达40.85%，成为了2020年上半年增长最为明显的数字内容产业之一。虽然移动游戏市场的增长成绩与2020年上半年的宏观环境有高度相关，但是，与2017年以前的野蛮增长不同，目前的移动游戏市场具有非常显著的精品化特征：产品思维正在成为大部分游戏厂商的主导思维，更加注重产品的内容品质和文化内涵，标志着移动游戏的全面升级已经启动。

## 2017H1-2020H1中国移动游戏市场规模

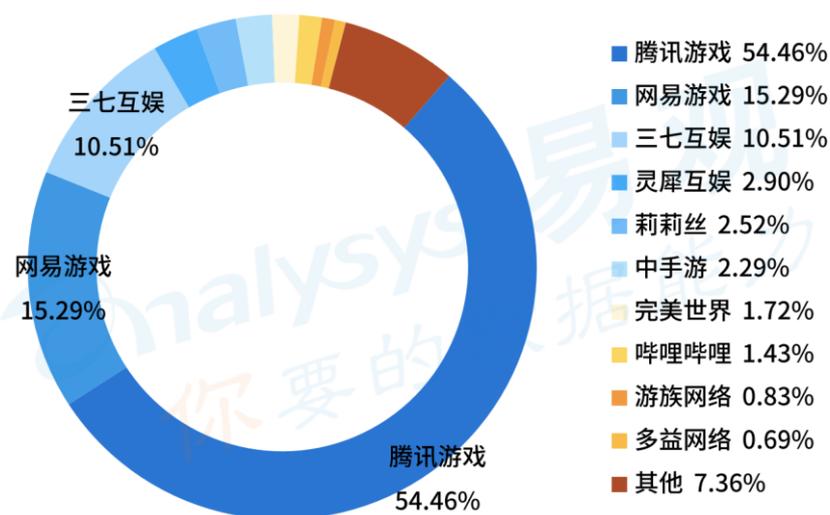


说明：1、易观2017年第一季度起修改数据算法，对以前中国移动游戏市场规模数据进行更新。2、具体包括在中国大陆地区发行运营的移动游戏产品所创造的用户付费及广告变现收入以及该等产品的海外收入的总和。3、上市公司财务报告、专家访谈、厂商深访以及易观推算模型得出，仅供参考。4、易观在每季度未实时更新市场规模数据，以最新发布数据为准。

## (2) 头部厂商的市场份额进一步扩大

以境内发行流水计算，2020年上半年，腾讯游戏、网易游戏、三七互娱分别占据 52.54%、15.29%、10.51%的市场份额。腾讯游戏作为市场领头羊，旗下以《王者荣耀》和《和平精英》为代表的头部游戏上半年表现远高于往期；网易游戏以长线 IP 产品为主，内容更新保持高水准；三七互娱则在保持 ARPG 品类优势的基础上，将游戏品类拓展至二次元、女性向、卡牌、SLG 等多品类。整体而言，2020年上半年各家头部厂商在产品强势的基础上均扩大了市场份额。

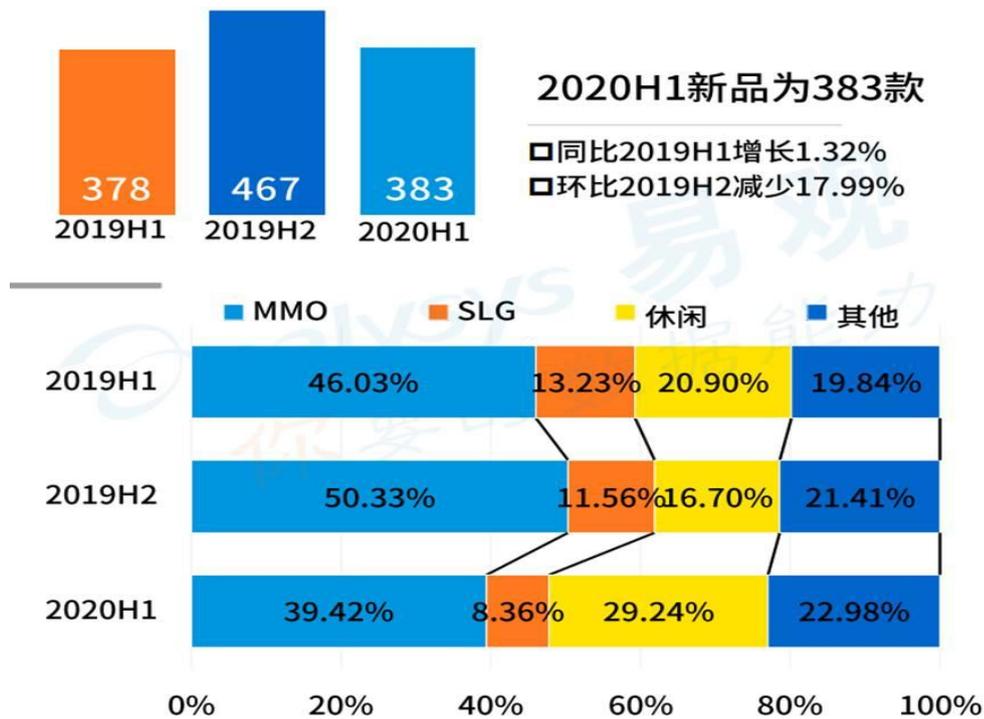
### 2020H1中国移动游戏发行竞争格局



说明：1、中国移动游戏发行竞争格局，以中国移动游戏公司所发行的产品的境内流水总规模计算。2、数据来自上市公司财务报告、专家访谈、厂商深访以及易观推算模型得出。

## (3) 新上产品与去年同期基本持平，多元化趋势明显

2020年上半年，国内新上产品数与去年同期基本持平，MMO 和 SLG 的占比持续下降，卡牌、解谜、放置、休闲等多元品类产品占比持续增多。



## 2、广州三七网络的公司情况

广州三七网络是三七互娱负责发行与运营的核心子公司，2020年移动游戏预计收入达87亿元，近三年实现了34%的复合增长率。广州三七网络在5年前提出流量经营的业务模式，智能投放经验以及数据积累方面具备深厚基础，具备优秀的发行实力。近年来，更多的游戏发行公司开始接触流量经营的发行模式，市场竞争日趋激烈，广州三七网络借助先发优势，并不断探索对积累的数据二次利用，以实现更深一步的挖掘，从而持续保持广州三七网络竞争力。广州三七网络的竞争优势主要体现在游戏运营能力、流量采买能力、素材设计能力，以及持续推行“智能化、精品化、多元化、平台化”的发行运营策略，从而实现不同类型、题材精品游戏发行：

(1) 在素材生产的效率与成本方面：搭建专业的设计团队，通过使用行业领先的虚幻4引擎技术，在素材制作的规模与流程方面建设

了完善的体系，使素材产出的效率普遍高于外包公司，在提高效率的同时节约了成本支出；

(2) 素材创意优势：成立专业设计团队，成功为各类型项目产出行业标杆的素材，并被同行作为范本学习。同时在多个项目中培养了大量的创意型人才，可以敏锐找到素材创意方向，有效地产出优质素材；

(3) 对市场的理解优势：通过长期在一线市场上的摸索，对玩家的喜好有很深入的理解，可以反哺游戏研发方，帮助研发在立项阶段准确找到素材方向，研发出更受玩家欢迎的产品；

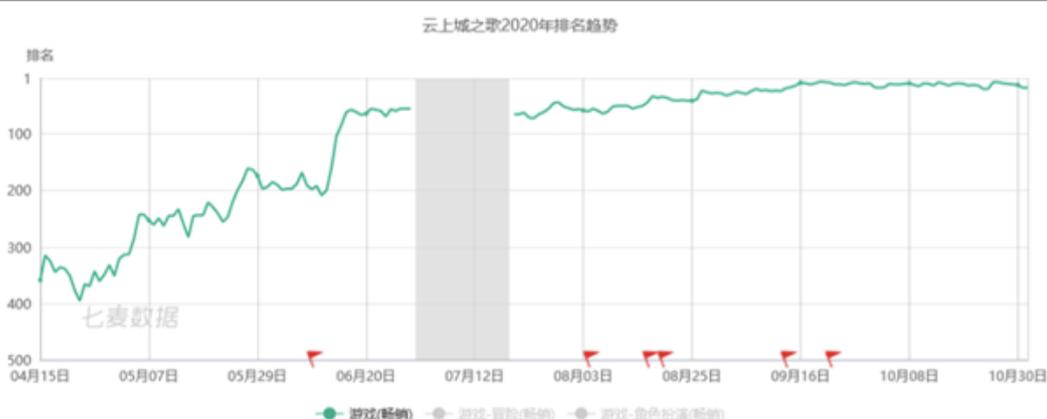
(4) 智能投放优势：广州三七网络基于历史数据积累和机器学习算法自主研发智能投放平台系统，通过数据算法使产品精准触达用户并最大化用户价值，实现数据驱动的精细化运营模式。智能化投放平台可对接所有主流媒体渠道，实现快速投放和自动化投放，并通过大数据分析以及 AI 算法提升投放效率与效果；

(5) “精品化”策略：“精品化”策略体现在游戏上线前的产品供给和游戏上线后的运营调优两个层面。产品供给方面，广州三七网络积累了丰富的产品资源，在产品引进环节建立了严格的评测流程和评估标准，同时利用自身在用户数据和数值经验方面的优势与研发商共同打磨产品，以保证游戏产品上线前的品质达到较优水平。运营调优方面，广州三七网络在数值管理、流程优化、活动策划等方面具备较强的调优和运营能力，在游戏上线后不断提升游戏品质，通过更好的内容吸引用户，延长产品生命周期，积累更高的流水收入；

(6) “多元化”策略：在产品、推广和服务等多个业务维度获得良好成效。在该策略下，从 2020 年起，广州三七网络在产品类别、题材及数量方面均做了充分储备，产品矩阵囊括 ARPG、MMO、卡牌、SLG、模拟经营等不同类型，覆盖魔幻、仙侠、都市、青春校园、女性向等不同题材。截至目前，广州三七网络在国内手机游戏市场上线了《云上城之歌》等不同类型的优秀游戏产品，拓展产品矩阵，为玩家带来多元化游戏体验。

在推广方面，作为公司差异化核心竞争力之一，广州三七网络的发行推广周期也是行业领先，可以维持 1-2 年强推广期，从而保证了游戏的长周期稳定贡献。同时，较强的推广投放效果也是广州三七网络移动游戏业务高收入的重要保障，如针对今年代理发行的新品《云上城之歌》，广州三七网络在市场中进行充分测试、调整后，随即进行推广铺开，畅销榜排名便迅速得到拉升。

图表2：《云上城之歌》2020 年以来 iOS 游戏畅销榜表现

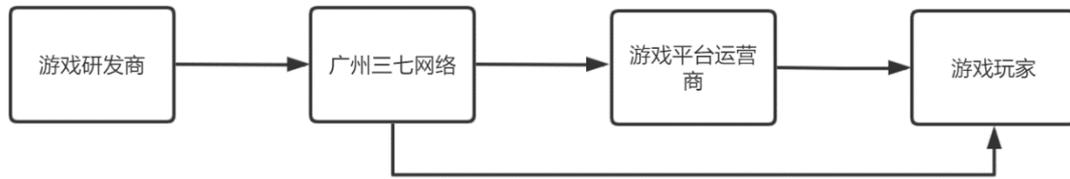


资料来源：七麦数据，方正证券研究所

### 3、广州三七网络的商业与盈利模式

广州三七网络目前的商业模式主要是以代理运营方式发行、运营游戏产品。游戏代理运营方式，主要是以游戏发行商身份，向游戏开

发商支付版权金或预付分成款的方式获得开发商研发的游戏产品，在指定的区域内推广和运营游戏产品。



网络游戏市场中主要存在虚拟道具销售收费、下载游戏收费两种类型的盈利模式，其中虚拟道具销售收费模式是我国移动网络游戏产品最普遍及最重要的盈利模式。目前，广州三七网络代理运营的游戏主要采用的是虚拟道具销售收费模式。虚拟道具销售收费模式是指游戏平台运营商为玩家提供游戏的免费下载和免费的游戏娱乐体验，而游戏的收益则来自于游戏内虚拟道具的销售。玩家注册一个游戏账户后，即可参与游戏而无需支付任何费用，若玩家希望进一步加强游戏体验，则需要付费购买游戏中的虚拟道具。

下载收费模式是指游戏玩家通过苹果 App Store 等手机游戏应用市场下载游戏或应用时，向应用市场支付相应的费用，应用市场再与开发商就收取的下载费用进行分成的盈利模式。

游戏运营收入，根据游戏运营平台的所有权划分，广州三七网络的网戏运营模式主要包括自主运营和第三方联合运营两种：

#### (1) 自主运营

在自主运营模式下，广州三七网络通过代理、第三方或开发商交由联运等形式获得一款游戏产品的代理权后，利用自有或第三方渠道发布并运营游戏产品。在自主运营模式下，广州三七网络全面负责游

游戏的运营、推广与维护，提供游戏上线的推广投放、在线客服及充值收款的统一管理，广州三七网络是主要责任人，因此按总额法确认收入。游戏玩家直接在前述渠道注册并进入游戏，通过对游戏充值获得游戏内的虚拟货币，使用虚拟货币进行游戏道具的购买。广州三七网络在游戏玩家消耗完毕虚拟货币购买游戏道具并取得其控制权时，将游戏玩家实际充值并已消费的金额确认为营业收入。

## （2）第三方联合运营

第三方联合运营模式指广州三七网络获得一款游戏产品的经营权后，与一个或多个游戏运营公司或游戏应用平台进行合作，共同联合运营的一种网络游戏运营方式。游戏玩家需要注册成第三方平台的用户，在第三方平台的充值系统中进行充值从而获得虚拟货币后，再在游戏中购买虚拟道具。在第三方联合运营模式下，广州三七网络与第三方游戏运营公司或游戏应用平台负责各自渠道的管理，如运营、推广、充值收款以及计费系统等。广州三七网络根据与第三方游戏运营公司或游戏应用平台的合作协议，计算的分成金额，在双方结算且核对无误后确认为营业收入。

## 4、主要游戏产品运营情况

广州三七网络专注于移动游戏发行与运营，主要游戏产品包括《永恒纪元》、《斗罗大陆》H5、《混沌起源》、《一刀传世 H5》、《屠龙破晓》、《云上城之歌》等。广州三七网络主要的游戏产品既有处于成熟期的产品，也有近期新发行的游戏，游戏结构稳健。此外，广州三七网络

目前各品类的游戏均有一定的储备，具备保持经营业绩持续增长的能力。

1)《永恒纪元》是页游转手游作品，3DMMO 动作手游《永恒纪元》包含转职、自动挂机、全地图 PK、爆神装、自由交易、随心转服等开放式玩法，创新打造自由转服系统。《永恒纪元》于 2016 年 6 月上线，至目前游戏运营时间已超过 4 年。

2)《斗罗大陆》H5，2019 年一季度上线，根据《斗罗大陆》原著改编的游戏，具有真实剧情体验、原创策略玩法、多武魂觉醒、万千魂环搭配等亮点。在游戏中玩家可以征战星斗大森林、狩猎魂兽魂环、争霸斗魂场、魂师之间相互角逐、激战杀戮之都、通关海神九考、继承神祇之位。

3)《混沌起源》于 2019 年四季度上线，是一款国创高福利魔幻 MMO 探索手游。游戏采用了传统魔幻 ARPG 手游的玩法框架，但在职业上做了较大突破，在原有剑士、法师、弓手基础之上，增添全新刺客型职业“罗刹”。游戏同时在 ARPG 手游中首次引入了“开放式剧情”的元素，玩家可以在游戏中选择自己的阵容方向，成为神王、或是堕为魔君，皆由玩家自己定义。

4)《一刀传世 H5》由成龙代言，是一款集 MMO 与 RPG 为一体的全新传奇手游，游戏拥有创新五分身、PVE、GVG、跨服组队等多种世界交互玩法，VIP 全部免费。除五职业养成、百种天赋随心搭配外，更有矿洞夺宝、神装合成、拍卖行换元宝等原汁原味的传奇体验。《一刀传世 H5》于 2018 年底上线，截至目前游戏运营时间已超过 1 年半。

5)《屠龙破晓》是王宝强代言的 RPG 手游，创新性地加入神兽召唤、跨职业竞技系统，拥有战宠召唤、自创兵魂、野外 PK、全服天梯、工会争霸玩法。除此之外，还有高阶神装、绚丽翅膀、酷炫技能、多种自主个性系统，由玩家定义与众不同。《屠龙破晓》于 2018 年 6 月上线，截至目前游戏运营时间已超过 2 年。

6)《云上城之歌》是一款由广州三七网络于 2020 年 6 月发行的 MMORPG 手游，游戏专注打造人宠合作战斗体系，以精致的建模、炫酷的技能以及多处地图细节，为玩家搭建了一个耐玩好看的冒险世界。

## 5、A 股同类上市公司行业估值情况

通过 WIND 查询“互联网和相关服务行业”，通过筛选“主营构成(按行业)”为游戏类上市公司，剔除市盈率为负数、超过 100 以及 ST 类上市公司，行业估值情况如下：

证券代码	证券简称	主营构成(按行业)	市盈率 PE (2020-09-30)
002624.SZ	完美世界	游戏	42.98
300031.SZ	宝通科技	手机游戏运营	28.55
002558.SZ	巨人网络	游戏相关业务收入	47.55
600633.SH	浙数文化	在线游戏运营业务	25.15
002168.SZ	惠程科技	游戏行业	44.08
603444.SH	吉比特	游戏收入	55.32
603258.SH	电魂网络	网络游戏	41.83
002555.SZ	三七互娱	网络游戏行业	39.64
平均	/	/	40.64

在本次评估，广州三七网络 100% 股权评估值为 163.23 亿元，对应 2020 年、2021 年、2022 年三年承诺的平均净利润 14.32 亿元，PE

倍数为 11.40。PE 倍数低于同行业的平均市盈率，本次评估值具有合理性。

## **6、中介机构核查意见**

评估人员通过查阅第三方研究报告、对广州三七网络进行访谈、查询 WIND 金融终端，对二级市场可比公司的市盈率进行了谨慎性分析。经核查，评估机构认为，本次广州三七网络评估值公允、合理。

（本页无正文，为《北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）关于深圳证券交易所出具的〈关于对芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司的问询函〉的核查意见》之盖章页）

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）

2020 年 12 月 21 日