

证券研究报告

公司研究

公司点评

三七互娱(002555.SZ)

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师
执业编号: S1500522010001
联系电话: 17317141123
邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

三七互娱(002555.SZ): 21Q4 超预期, 员工激励显信心

2022 年 04 月 26 日

事件: 三七互娱(002555.SZ)于 2022 年 4 月 25 日发布 2021 年度全年业绩报告。

点评:

- 三七互娱 2021 年实现营收 162.16 亿元, 同比上升 12.62%。归母净利 28.76 亿元, 同比上升 4.15%, 扣非归母 26.27 亿元, 同比上升 9.82%。报告期内, 公司新上线的《斗罗大陆: 魂师对决》《荣耀大天使》《斗罗大陆: 武魂觉醒》, 以及全球发行的《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等多款游戏表现优秀, 不断推动产品精品化、多元化和市场全球化。
- 分季度看, 2021Q4 公司实现营收 41.06 亿元, 同比上升 32.01%, 归母净利 11.54 亿元, 同比上升 130.54%, 扣非归母 11.08 亿元, 同比上升 151.26%, 超前期市场预期。
- 公司预计 2022Q1 归母净利润 7.4 至 7.7 亿元, 同比增长 533.71%至 559.40%, 业绩稳健凸显长期价值。
- 海外收入持续高增, 全球化战略布局提速显著。**2021 年海外业务营业收入 47.77 亿元, 同比增长 122.94%, 占营业收入 29.46%, 收入占比翻倍至 29.46%。截至 2021 年 12 月, 《Puzzles & Survival》累计流水已超 25 亿元, 成功跻身 Sensor Tower 统计的 2021 年全球手游收入增长榜第 4 名。异世界冒险题材 MMORPG 手游《云上城之歌》、古代模拟经商手游《叫我大掌柜》及自研卡牌手游《斗罗大陆: 魂师对决》也在东南亚等地区持续畅销。公司多款产品海外收入全线增长, 连续多月位列中国游戏厂商出海营收榜前茅, 出海业务已成为公司稳健发展的第二驱动力。
- 公司持续加码产品研发投入, 自研《斗罗大陆: 魂师对决》验证精品化战略。**2021 年公司发生研发投入 12.50 亿元, 同比增长 12.37%, 研发费用率为 7.71%, 研发人员 1958 人, 占总员工数量的 48.97%。人均研发投入已达 63.8 万, 同比增长 34%, 公司重磅自研战斗策略卡牌手游《斗罗大陆: 魂师对决》自 21 年 7 月上线后表现优异, 最高位居 iOS 游戏畅销榜 TOP4, 平均排第 11 名。在游戏研发中, 公司统一了在次世代领域的研发流程和底层逻辑, 已形成一套可继承和不断迭代的体系, 有效提升游戏研发的效率, 为公司的精品化战略打下坚实的基础。在次世代 3D 引擎、AI、大数据分析平台等前沿技术加持下, 公司在 MMORPG、卡牌、SLG、模拟经营等多个细分市场领域形成专业化布局, 目前研发投入项目包括《代号魔幻 M》《代号 C6》《代号古风》《代号 3D 版 WTB》《代号三国 BY》《代号 AOE》《代号 CY》。
- 新游储备品类丰富, 海内外共近三十款。**2022 年公司坚持产品精品化、多元化和市场全球化的策略, 通过自研、代理、定制等方式面向海内外储备了近三十款产品, 囊括 MMORPG、卡牌、SLG、模拟经营等不同品类, 覆盖多文明、魔幻、仙侠、都市、女性向等类型题材, 多元化产品矩阵已初具规模, 产品结构持续优化。其中, 《梦想大航海》在 4 月版号发放获批, 《曙光计划》《空之要塞: 启航》《最后的原始人》已有版号, 新游上线将为 22-24 年业绩增长夯实基础。
- AI 发行提高竞争壁垒, 系统性数字化营销助力二次增长。**公司通过自研 AI 智能投放系统“量子”及运营分析系统“天机”形成实时监控体系, 提高精准投放能力以及投放效率, 同时坚持“品效合一”的

发行思路,把握市场变化进行高品质的宣传。另一方面,通过系统性数字化营销,准确把握用户需求,通过精细化运营深耕已上线运营项目,提供细致长线服务,延长产品生命周期,报告期内多款项目流水实现二次增长。

- **发布第四期员工持股计划,激励共同发展,彰显团队信心。**公司发布第四期员工持股计划(草案),激励对象为核心管理、骨干人员等(不超过650人),持股合计1630.15万股,占公司股本总额的0.74%,受让公司回购股票的价格为0元/股,公司回购支付总金额约3亿,持股计划存续期为72个月。业绩考核分为三阶段,即22/23/24年营业收入增长率不低于15%/25%/35%(营业收入不低于186.48/202.70/218.92亿元),或净利润增长率不低于15%/25%/35%(净利润不低于33.07/35.95/38.83亿元),对应公司层面解锁比例分别为30%、30%和40%。
- **投资建议:**公司21Q4及21全年业绩超预期,22全年新游及业绩表现可期,员工激励彰显信心。公司具备多年丰富研发、运营经验,《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》《斗罗大陆:魂师对决》等爆款产品在海内外市场保持“多点开花”态势,尤其海外游戏收入持续保持高增长,有望驱动业绩进一步增长。储备方面,公司通过自研、代理、定制等方式面向海内外储备了近三十款产品,囊括MMORPG、卡牌、SLG、模拟经营等不同品类,精品化、多元化、全球化战略深化,根据公司最新员工持股计划考核目标,22/23/24年营业收入增长率不低于15%/25%/35%(营业收入不低于186.48/202.70/218.92亿元),或净利润增长率不低于15%/25%/35%(净利润不低于33.07/35.95/38.83亿元),建议重点关注。
- **风险因素:**核心游戏表现不及预期:新游戏上线进度不及预期:行业政策风险:核心人才流失风险。

目 录

业绩亮点	4
财务分析	4
游戏梳理	10
风险因素	12

图 目 录

图 1: 三七互娱 2017-2021 年营业收入及增速	4
图 2: 三七互娱 19Q1-21Q4 营业收入及增速	5
图 3: 三七互娱营业收入地区分拆	5
图 4: 三七互娱 2017-2021 年毛利率与净利率	6
图 5: 三七互娱 19Q1-21Q4 毛利率与净利率	6
图 6: 三七互娱 2017-2021 年归母净利及增速	7
图 7: 三七互娱 19Q1-21Q4 归母净利及增速	7
图 8: 三七互娱 2017-2021 年费用率	8
图 9: 三七互娱 19Q1-21Q4 费用率	8
图 10: 2017-2021 研发费用及增速	9
图 11: 2017-2021 人均研发投入及增速	9
图 12: 三七互娱 2017-2021 年经营性现金流情况	9
图 13: 三七互娱 19Q1-21Q4 年经营性现金流情况	10

表 目 录

表 1: 三七互娱国内 Pipeline 整理	10
表 2: 三七互娱海外 Pipeline 整理	11

业绩亮点

三七互娱 2021 年实现营收 162.16 亿元，同比上升 12.62%；归母净利润 28.76 亿元，同比上升 4.15%，扣非后净利润 26.27 亿元，同比上升 9.82%。经拆分，2021Q4 公司超预期实现营收 41.06 亿元，同比上升 32.01%，归母净利润 11.54 亿元，同比上升 130.54%，扣非后净利润 11.08 亿元，同比上升 151.26%。

2021 年公司全球化战略布局取得显著突破，海外业务营业收入 47.77 亿元，同比增长 122.94%，公司海外品牌 37GAMES 覆盖多个国家和地区，游戏类型涉及 SLG、MMORPG、模拟经营、卡牌等。2021 年，公司海外发行的移动游戏最高月流水超 7 亿，新增注册用户合计超过 5500 万，最高月活跃用户超过 850 万。

财务分析

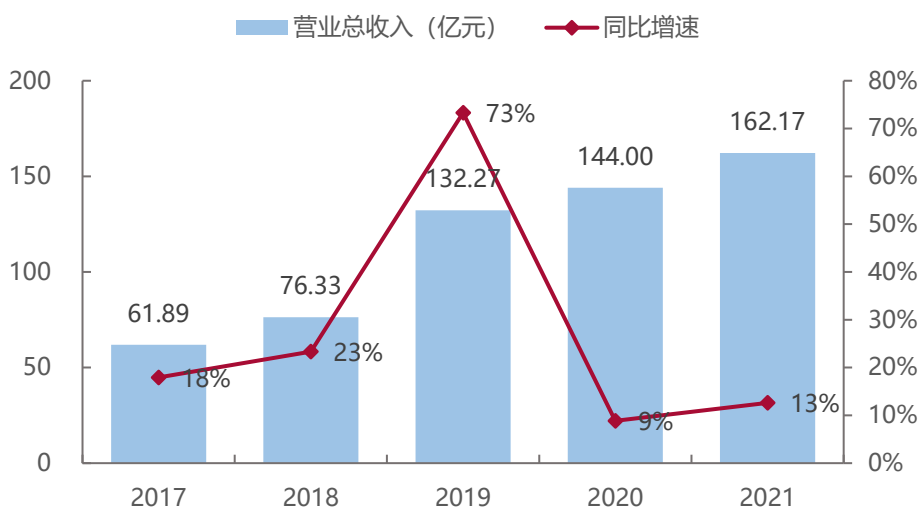
（一）收入情况

三七互娱 2021 年实现营收 162.16 亿元，同比上升 12.62%。公司新上线的《斗罗大陆：魂师对决》《荣耀大天使》《斗罗大陆：武魂觉醒》，以及全球发行的《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等多款游戏表现优秀，不断推动产品精品化、多元化和市场全球化，取得阶段性成果。

其中海外市场营收 47.77 亿元，同比增长 122.94%，占营业收入 29.46%，同比增加 14pcts。公司旗下《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》《斗罗大陆：魂师对决》等多款产品海外收入全线增长，下半年公司连续多月位列中国游戏厂商出海营收榜前茅，出海业务已成为公司稳健发展的第二驱动力。另外，自研卡牌手游《斗罗大陆：魂师对决》2021 年上线海外市场后，迅速拿下苹果、谷歌海外多地区畅销榜、免费榜第一，表现突出，自研产品得到海外玩家认可。

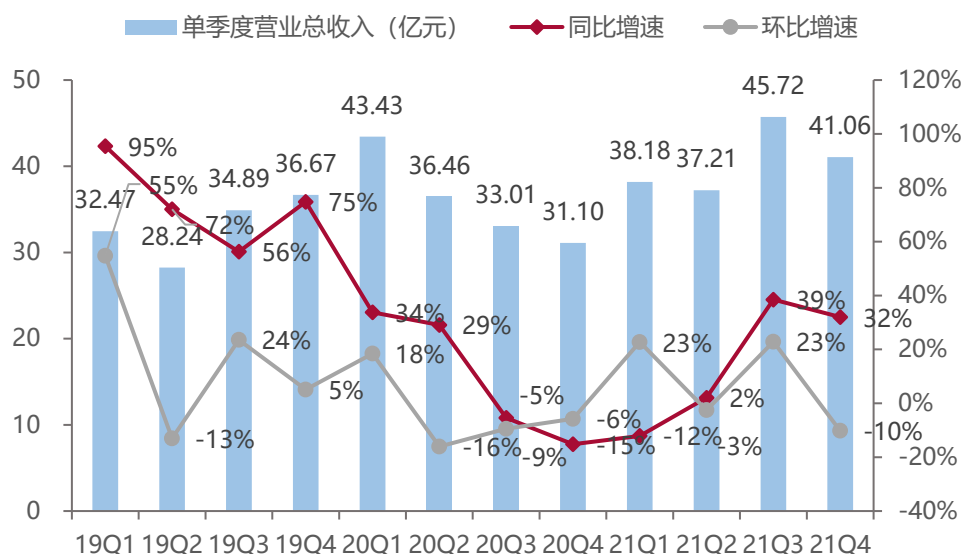
2021Q4 公司实现营收 41.06 亿元，同比上升 32.01%。

图 1：三七互娱 2017-2021 年营业收入及增速



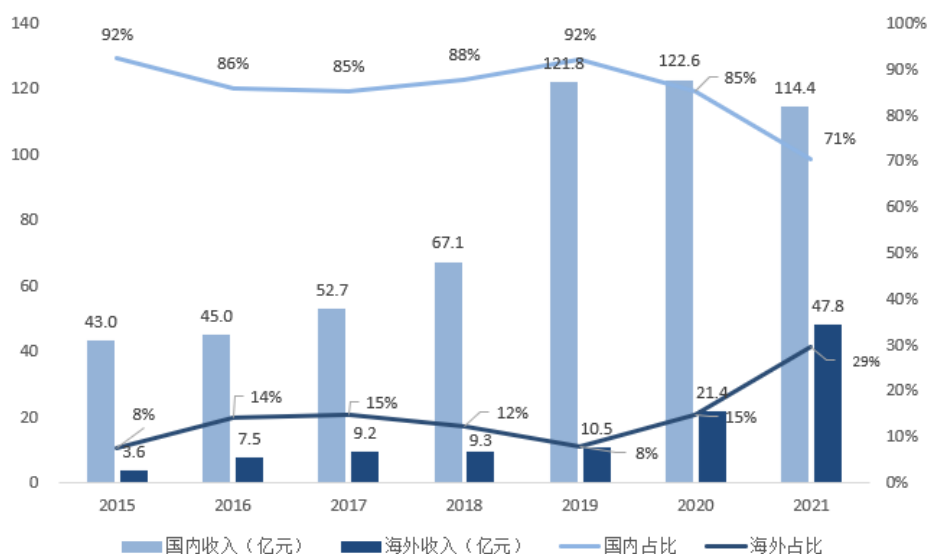
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：三七互娱 19Q1-21Q4 营业收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：三七互娱营业收入地区分拆



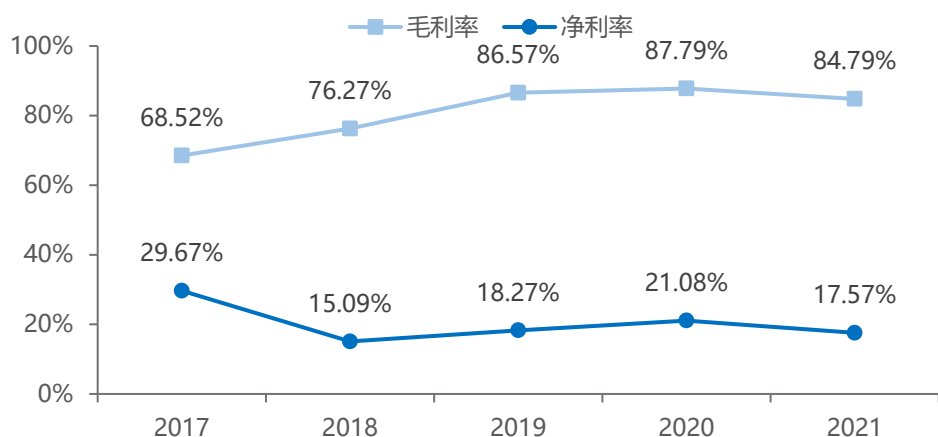
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

（二）利润情况

毛利率上，公司 21 年整体毛利率 84.79%，同比下降 3.00pct。21Q4 整体毛利率 84.70%，同比上升 1.01pct。

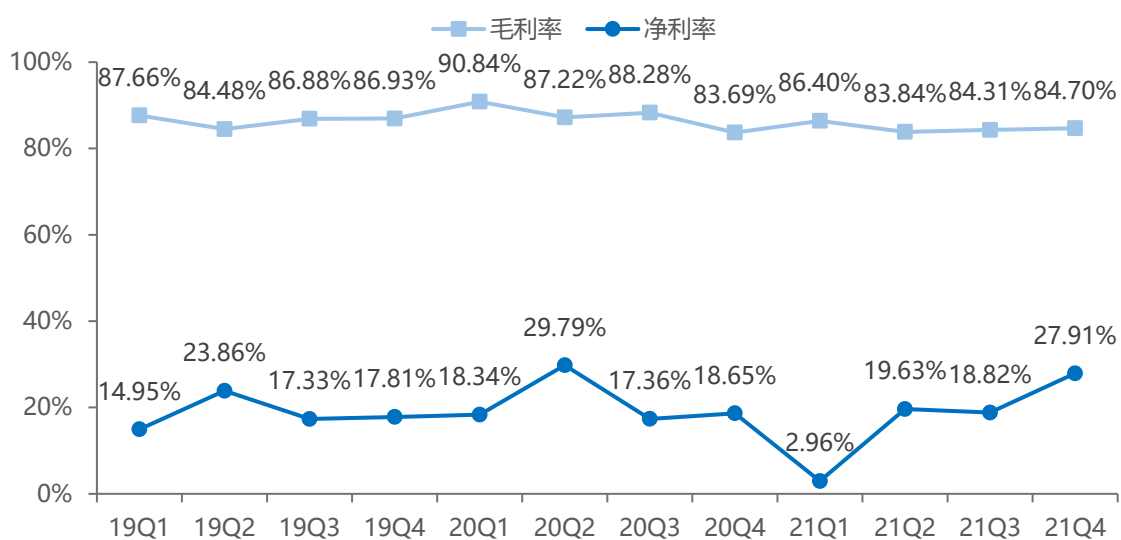
公司 2021 年归母净利润 28.76 亿元，同比上升 4.15%，扣非后净利润 26.27 亿元，同比上升 9.82%。2021Q4 公司实现营收 41.06 亿元，同比上升 32.01%，归母净利润 11.54 亿元，同比上升 130.54%，扣非后净利润 11.08 亿元，同比上升 151.26%。

图 4：三七互娱 2017-2021 年毛利率与净利率

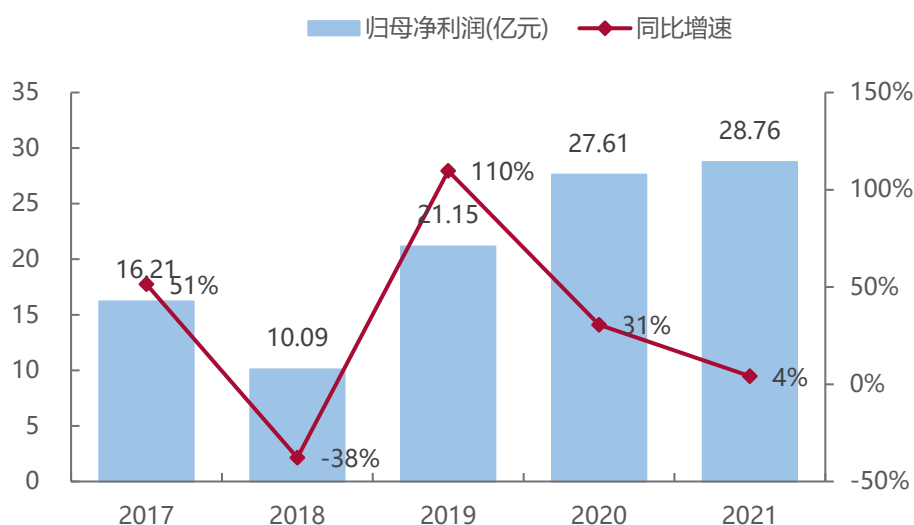


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

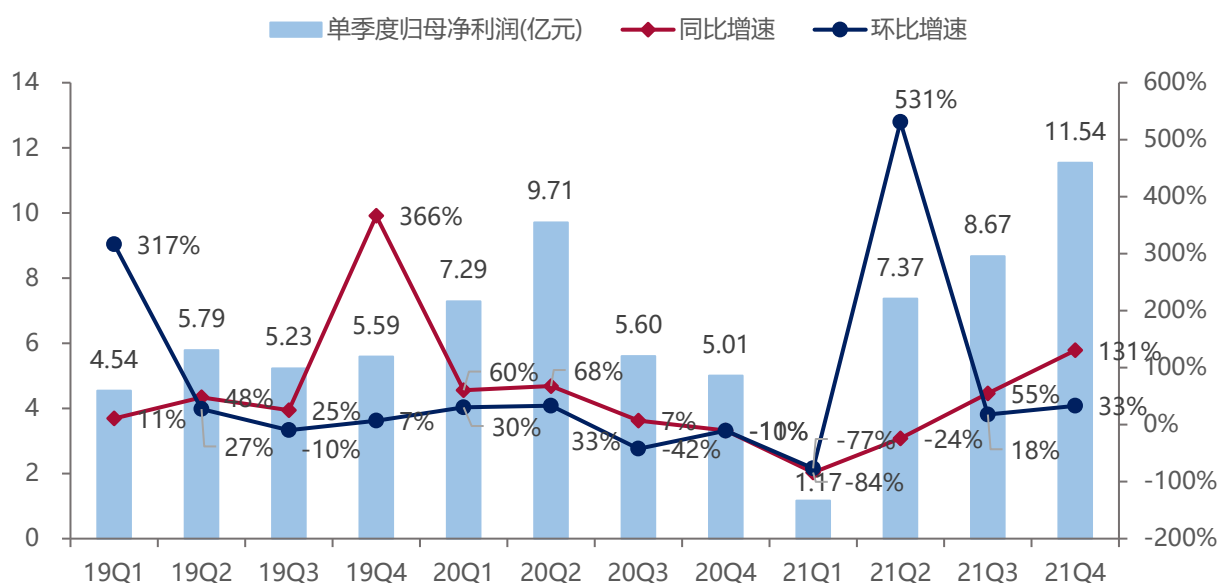
图 5：三七互娱 19Q1-21Q4 毛利率与净利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：三七互娱 2017-2021 年归母净利润及增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：三七互娱 19Q1-21Q4 归母净利润及增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

（三）费用

2021 年销售费用 91.25 亿，同比上升 11.11%，销售费用率 56.27%，同比下降 0.76pct。主要系报告期内公司持续增大对新上线的《荣耀大天使》《斗罗大陆：武魂觉醒》《绝世仙王》，以及全球发行的《Puzzles & Survival》等多款游戏的流量投放，使得互联网流量费增加所致。

2021 年管理费用 4.63 亿，同比上升 26.37%，管理费用率 2.85%，同比上升 0.31pct。主要系：1）报告期内管理人员较上年数量增加以及薪酬福利政策调整，导致员工薪酬福利费用增加；2）土地使用权摊销费上升所致。

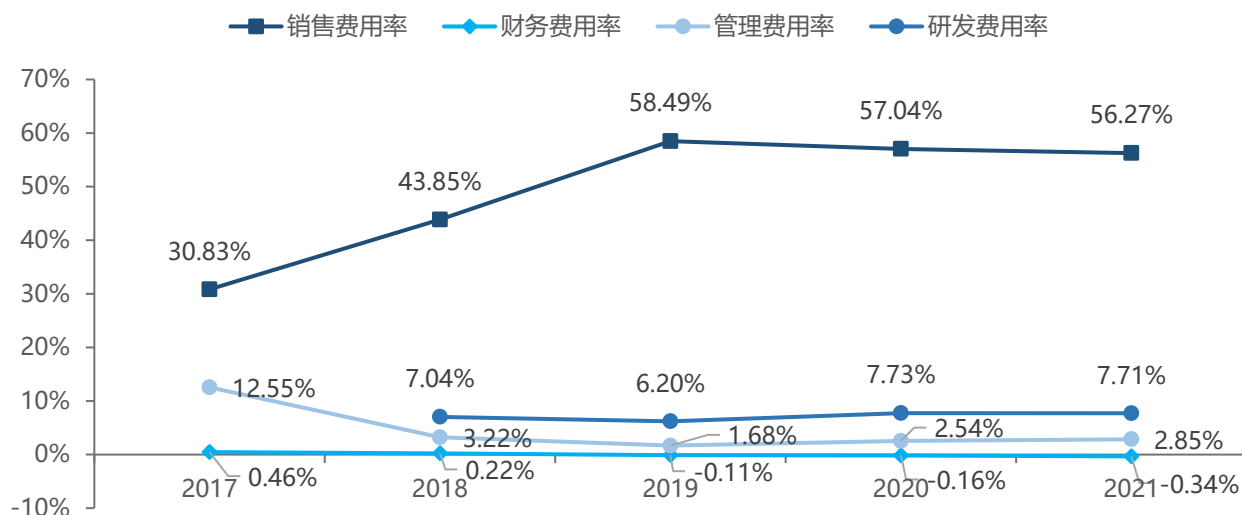
2021 年研发费用 12.50 亿，同比上升 12.37%，研发费用率 7.71%，同比下降 0.02pct。人

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

均研发投入达 63.9 万，同比增长 34%。主要系报告期内公司持续加大研发投入，调整优化薪酬激励机制，使得研发人员薪酬及福利费用增长所致。

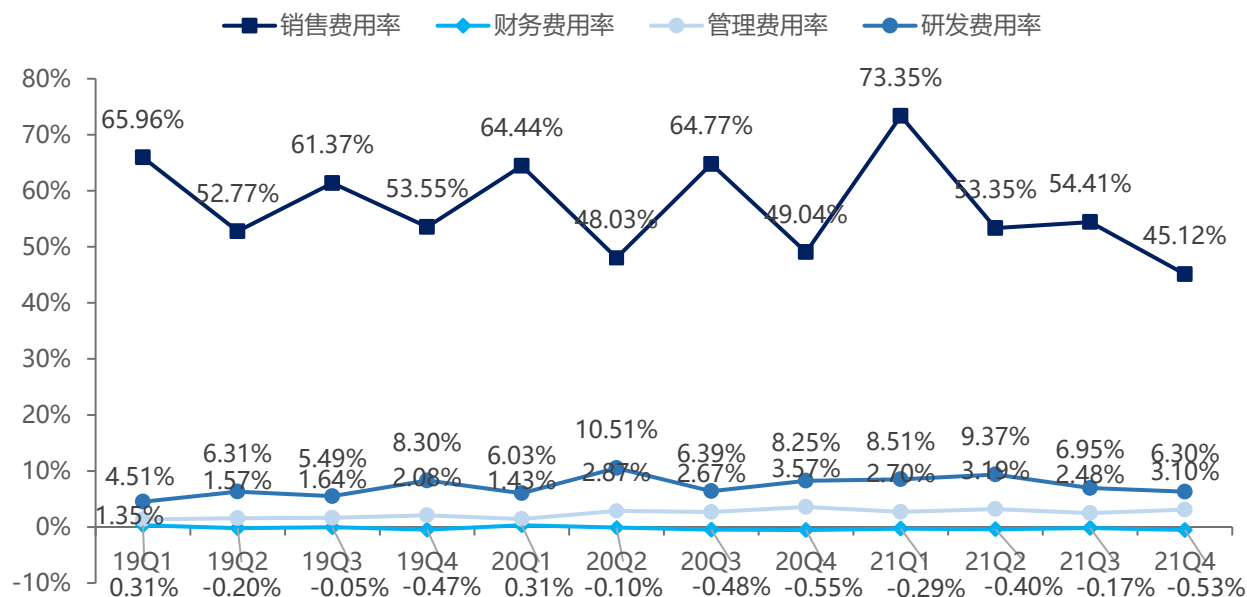
2021 年财务费用-5518.18 万，同比下降 139.88%，财务费用率-0.34%，同比下降 0.18pct 主要系：1）报告期内利息支出减少；2）汇兑收益增加所致。

图 8：三七互娱 2017-2021 年费用率

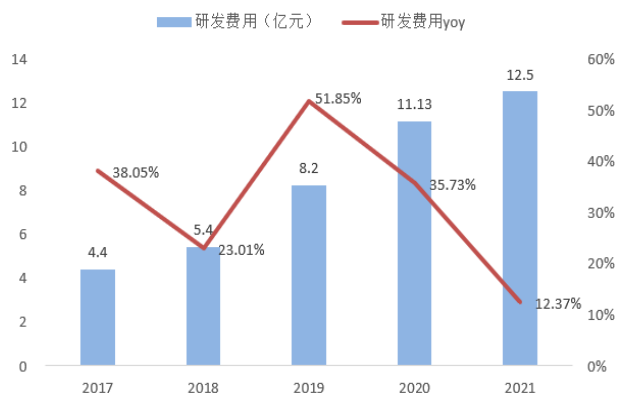


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

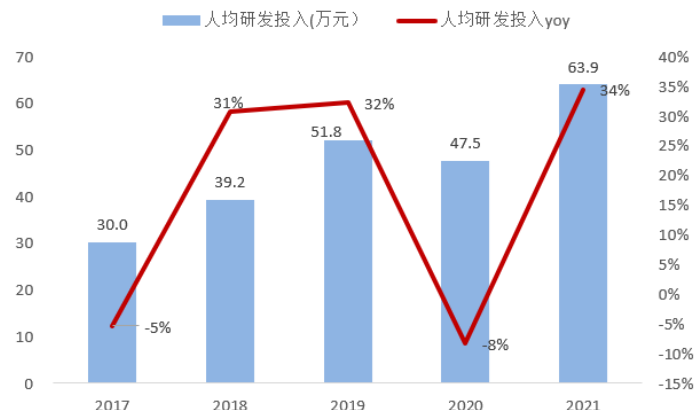
图 9：三七互娱 19Q1-21Q4 费用率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10: 2017-2021 研发费用及增速


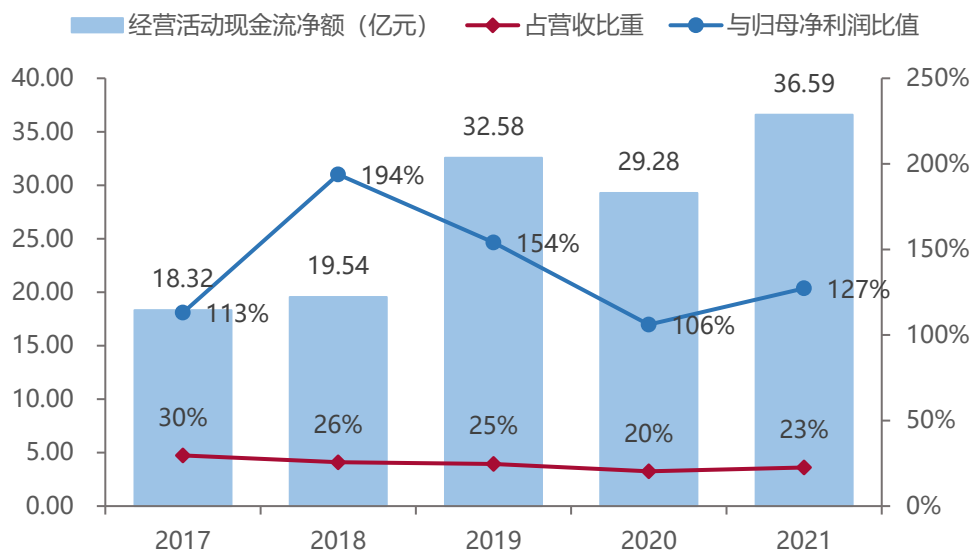
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 11: 2017-2021 人均研发投入及增速


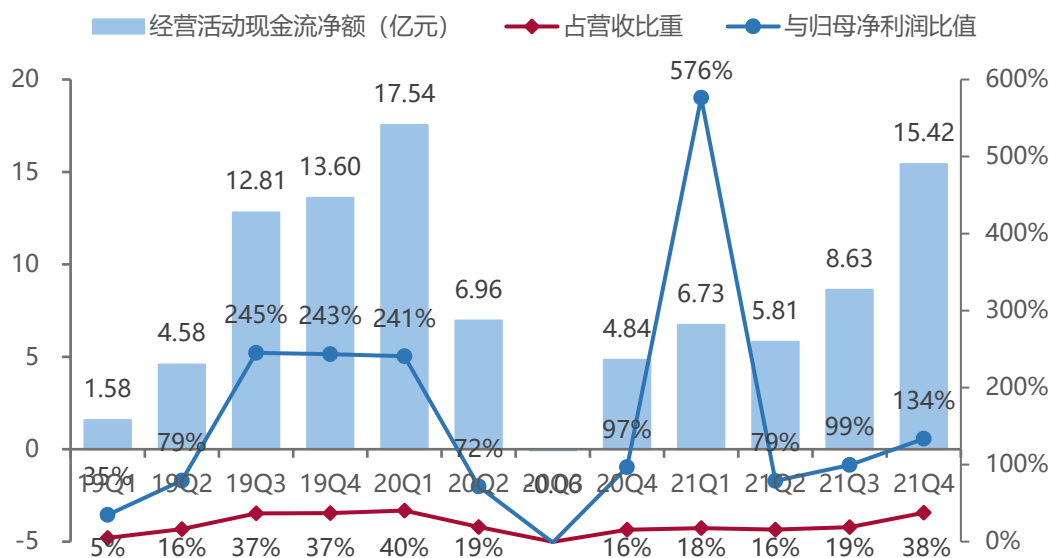
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

(四) 经营性现金流净额

2021 年公司经营活动产生的现金流量净额为 36.59 亿元, 同比增长 24.96%, 经营性现金流净额/营业收入为 22.5619%, 同比增长 2.23%。

图 12: 三七互娱 2017-2021 年经营性现金流情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 13: 三七互娱 19Q1-21Q4 年经营性现金流情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

游戏梳理

2021 年，公司旗下《斗罗大陆：魂师对决》《云上城之歌》《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《精灵盛典：黎明》《斗罗大陆 H5》《斗罗大陆：武魂觉醒》《荣耀大天使》《谜题大陆》等多品类热门游戏表现优异。2022 年公司坚持产品精品化、多元化和市场全球化的策略，通过自研、代理、定制等方式面向海内外储备了近三十款产品，囊括 MMORPG、卡牌、SLG、模拟经营等不同品类，覆盖多文明、魔幻、仙侠、都市、女性向等类型题材，多元化产品矩阵已初具规模，产品结构持续优化，公司在研及测试中部分全球储备产品如下：

表 1: 三七互娱国内 Pipeline 整理

序号	披露名称	预计上线地区	产品品类	产品类型	研发商
1	《代号魔幻 M》	国内	MMORPG	西方魔幻	自研
2	《代号 C6》	国内	卡牌	多文明题材	自研
3	《代号古风》	国内	MMORPG	唯美古风	自研
4	《代号 3D 版 WTB》	国内	MMORPG	Q 版 3D	自研
5	《代号三国 BY》	国内	SLG	三国题材	自研
6	《代号 AOE》	国内	SLG	中世纪历史	自研
7	《代号 CY》	国内	模拟经营	古风经营	自研
8	《梦想大航海》	国内	MMORPG	航海射击	代理
9	《曙光计划》	国内	MMORPG	未来科技	代理

10	《空之要塞：启航》	国内	卡牌	蒸汽朋克	代理
11	《代号 YG》	国内	SLG	昆虫题材	代理
12	《代号修仙传》	国内	MMORPG	修仙题材	代理
13	《代号二次元 ZQ》	国内	卡牌	二次元	代理
14	《代号三消卡牌》	国内	卡牌	RPG 融合	代理
15	《最后的原始人》	国内	卡牌	回合放置	代理
16	《代号森林》	国内	模拟经营	农场类	代理
17	《代号魔幻 K 计划》	国内	MMORPG	西方魔幻	代理
18	《代号三国 CB》	国内	SLG	三国题材	代理
19	《代号 WG》	国内	SLG	多文明写实	代理
20	《代号 DG》	国内	SLG	中世纪城建/轻度消除	代理

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

表 2：三七互娱海外 Pipeline 整理

序号	披露名称	预计上线地区	产品品类	产品类型	研发商
1	《代号魔幻 M》	国内	MMORPG	西方魔幻	自研
1	《代号魔幻 M》	海外	MMORPG	西方魔幻	自研
2	《代号 C6》	海外	卡牌	多文明题材	自研
3	《代号古风》	海外	MMORPG	唯美古风	自研
4	《代号 3D 版 WTB》	海外	MMORPG	Q 版 3D	自研
5	《三国：英雄的荣光》	海外	SLG	三国题材	自研
6	《代号 AOE》	海外	SLG	中世纪历史	自研
7	《代号 CY》	海外	模拟经营	古风经营	自研
8	《斗罗大陆：魂师对决》	海外	卡牌	东方玄幻	自研
9	《代号修仙传》	海外	MMORPG	修仙题材	代理
10	《代号魔幻 K 计划》	海外	MMORPG	西方魔幻	代理
11	《空之要塞：启航》	海外	卡牌	蒸汽朋克	代理
12	《代号 S》	海外	SLG	西方魔幻	代理
13	《Ant Legion》	海外	SLG	昆虫题材	代理
14	《代号 BX》	海外	MMORPG	西方魔幻	代理
15	《代号 ZH》	海外	模拟经营	日本经商	代理
16	《代号 PK》	海外	SLG	蒸汽朋克	代理

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

风险因素

核心游戏表现不及预期;

新游戏上线进度不及预期;

行业政策风险;

核心人才流失风险。

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商、新消费等多个板块，元宇宙二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 最佳分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyu fei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。