

三七互娱 (002555)

2021 年年报点评: 业绩超出预告区间, Q4 单季利润创新高, 持续看好出海业绩释放

买入 (维持)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	16,216	18,750	21,500	24,088
同比	13%	16%	15%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	2,876	3,353	4,047	4,785
同比	4%	17%	21%	18%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.30	1.51	1.82	2.16
P/E (现价&最新股本摊薄)	15.19	13.03	10.80	9.13

投资要点

- **事件:** 2021 年公司实现营业收入 162.16 亿元, yoy+12.62%, 归母净利润 28.76 亿元, yoy+4.15%, 扣非归母净利润 26.27 亿元, yoy+9.82%, 同时拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.70 元, 业绩超出此前预告区间。此外, 公司预计 2022Q1 实现归母净利润 7.4-7.7 亿元, 同比增长 533.71%-559.40%, 扣非归母净利润 7.4-7.7 亿元, 同比增长 19202.17%-19984.69%。
- **点评: 自研及出海成效渐显, Q4 单季利润创新高。** 2021Q4 公司销售费用收窄且部分游戏步入回收期, 业绩得以释放, 归母及扣非归母净利润创历史新高, 分别同比增长 130.54%、151.26%, 环比增长 33.08%、25.65%; 销售费用率 45.12% (yoy-3.92pct, qoq-9.28pct), 销售净利率达 27.91% (yoy+9.26pct, qoq+9.09pct)。2021Q4 出海流水持续攀升, 自研产品《斗罗大陆: 魂师对决》iOS 游戏畅销榜平均排名 13 名, 主力游戏持续稳健表现, 我们认为随着游戏步入回收期, 公司利润有望稳步释放。
- **海外业务收入持续创新高, 看好出海成为第二增长极。** 2021 年公司海外收入 47.77 亿元 (yoy+122.94%), 营收占比达 29.46% (yoy+14.58pct)。根据 App Annie, 2021M1-M12 公司在国内出海厂商中排名从第 9 上升至第 5 名, 出海成效显著。根据 Sensor Tower, 2021 年出海手游收入 Top30 中, 《Puzzles & Survival》《江山美人》分别位列第 9、27 名, 长线运营稳定, 其中三消+SLG 品类《P&S》日美地区流水同比高增, 2021Q4 其日美 iOS 游戏畅销榜平均排名分别为 15、32 名, 截至 2021 年 12 月, 其累计流水已超 25 亿元; 《云上城之歌》凭借深度本地化发行打开韩国市场, 位列 2021Q3 在韩国手游收入 Top4, 上线半年后实现收入逆增长, 公司“因地制宜”的出海策略与强发行能力持续验证。我们认为随着《P&S》等产品进入利润回收期, 以及《云上城之歌》和新游收入持续攀升, 海外业务将稳步贡献营收与利润增量。
- **产品储备丰富, 海外市场扩张可期。** 公司自研产品渐显成效, 海外市场实现长周期品类突破, 后续产品储备充足, 有望通过多题材、多 IP 产品矩阵稳步提升市占率, 放置 SLG《Chrono Legacy》、蚂蚁题材 SLG《Ant Legion》、三国 SLG《三国: 英雄的荣光》等产品已在海外开启测试。
- **公布第四期员工持股计划, 兼顾公司短期与长期发展利益。** 公司公布第四期员工持股计划 (草案), 业绩考核指标为, 以 2021 年营收与归母净利润 (不含本员工持股计划所产生的股份支付费用) 为基数, 2022-2024 年营收或归母净利润增速分别不低于 15%/25%/35%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到疫情及股权激励费用影响, 我们小幅下调 2022-2024 年 EPS 至 1.51/1.82/2.16 元 (2022-2023 年原值为 1.57/1.86 元), 对应当前股价 PE 分别为 13/11/9X。看好公司持续推进“双核+多元”战略, 海内外双轮驱动业绩增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业政策收紧; 新品表现不及预期; 海外市场进展不及预期。

2022 年 04 月 26 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.70
一年最低/最高价	16.24/28.81
市净率(倍)	4.54
流通 A 股市值(百万元)	30,340.33
总市值(百万元)	43,691.93

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.34
资产负债率(% ,LF)	30.99
总股本(百万股)	2,217.86
流通 A 股(百万股)	1,540.12

相关研究

《三七互娱(002555): 2021 年三季报点评: 业绩超预期, 自研与全球化布局成效显著》

2021-10-30

《三七互娱(002555): 2021 年半年报点评: Q2 业绩环比大幅增长, 《斗罗大陆: 魂师对决》表现超预期》

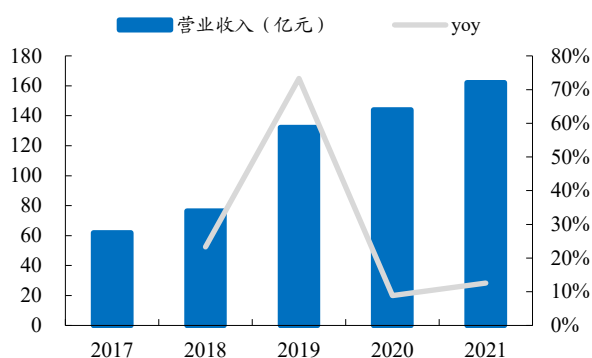
2021-08-31

1. 自研及出海成效渐显，Q4 单季利润创新高

2021 年公司实现营业收入 162.16 亿元，yoy+12.62%，归母净利润 28.76 亿元，yoy+4.15%，扣非归母净利润 26.27 亿元，yoy+9.82%，同时拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.70 元。其中 2021Q4 实现营业收入 41.06 亿元，yoy+32.01%，qoq-10.19%，归母净利润 11.54 亿元，yoy+130.54%，qoq+33.08%，扣非归母净利润 11.08 亿元，yoy+151.26%，qoq+25.65%，业绩超出此前预告区间。

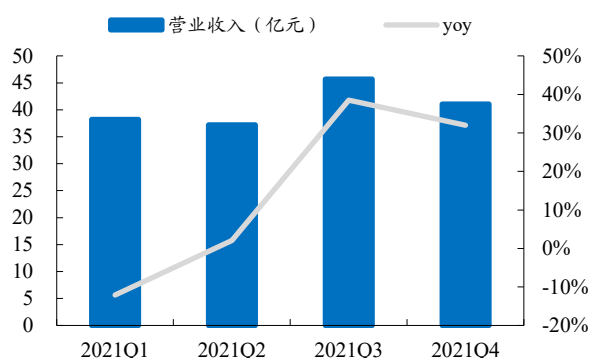
此外，公司披露 2022 年一季度业绩预告，预计 2022Q1 实现归母净利润 7.4-7.7 亿元，同比增长 533.71%-559.40%，扣非归母净利润 7.4-7.7 亿元，同比增长 19202.17%-19984.69%。

图1：2017-2021 年公司营业收入及同比增速



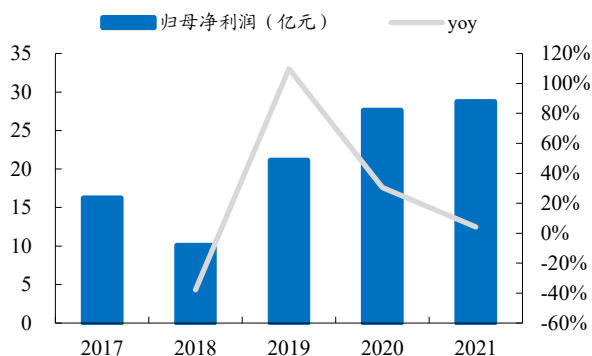
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2021Q1-2021Q4 公司营业收入及同比增速



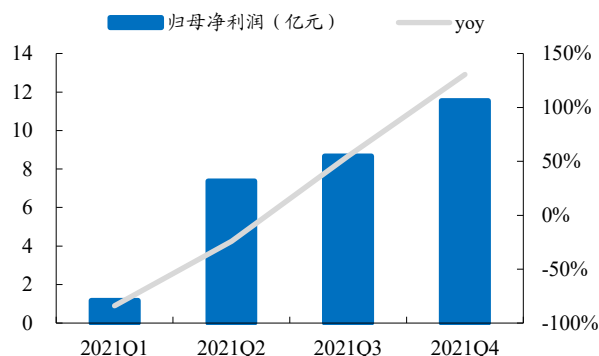
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：2017-2021 年公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：2021Q1-2021Q4 公司归母净利润及同比增速

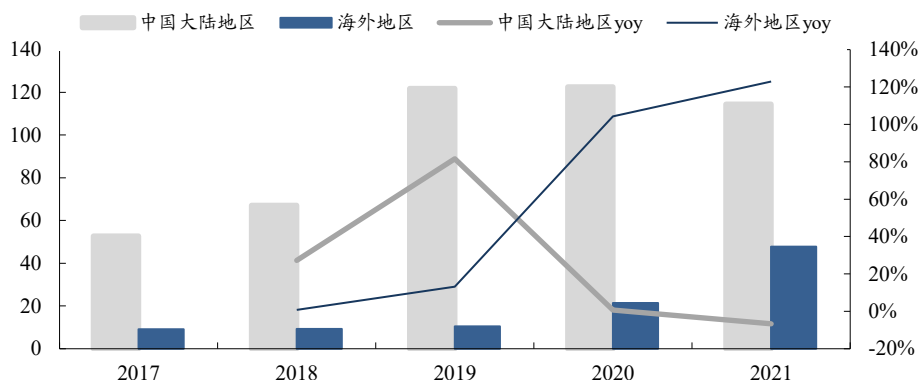


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

出海收入创新高，营收占比持续提升。2021 年公司海外市场收入达 47.77 亿元，同

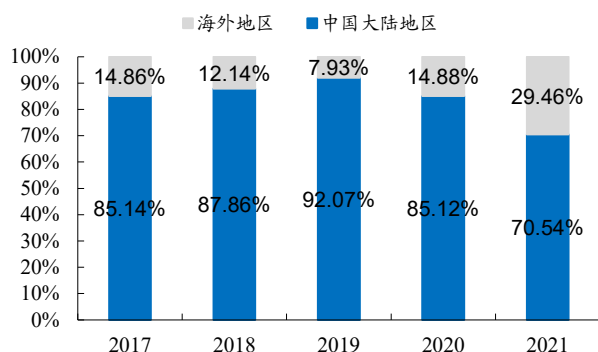
比高增 122.94%，营收占比达 29.46% (yoy+14.58pct)；中国大陆地区收入 114.39 亿元，同比下滑 6.67%，营收占比 70.54%。分业务来看，移动游戏收入达 153.64 亿元 (yoy+15.55%)，营收占比提升至 97.74% (yoy+2.41pct)。

图5：2017-2021 年公司分地区收入及同比增速情况（亿元；%）



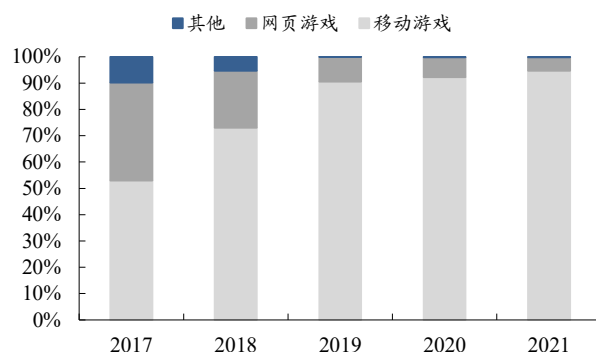
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2017-2021 年公司分地区收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：2017-2021 年公司分业务收入结构

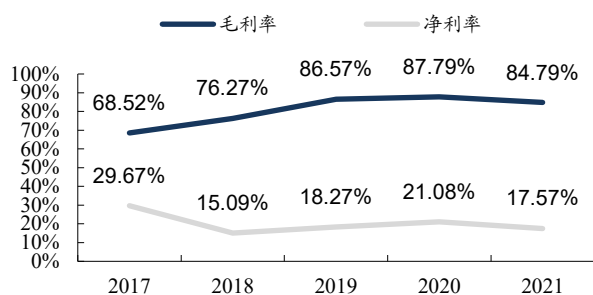


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021 年公司毛利率为 84.79% (yoy-3.00pct)，我们认为主要系代理产品收入占比提升，游戏分成款增加所致；销售净利率 17.57% (yoy-3.51pct)。费用率维稳，2021 年公司销售费用率 56.27% (yoy-0.77pct)，管理费用率 2.85% (yoy+0.31pct)，研发费用率 7.71% (yoy-0.02pct)，财务费用率-0.34% (去年同期为-0.16%)。

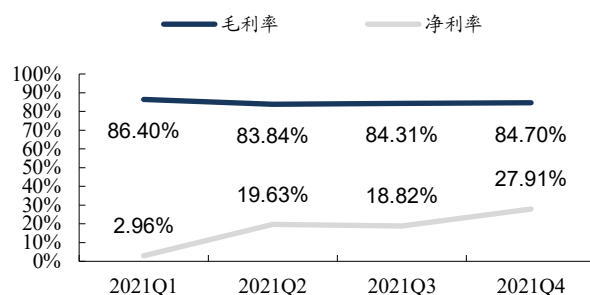
自研及出海成效渐显，Q4 单季利润创新高。2021Q4 公司销售费用收窄且部分游戏步入回收期，业绩得以释放，归母及扣非归母净利润创历史新高，分别同比增长 130.54%、151.26%，环比增长 33.08%、25.65%；销售费用率 45.12% (yoy-3.92pct, qoq-9.29pct)，销售净利率达 27.91% (yoy+9.26pct, qoq+9.09pct)。2021Q4 出海流水持续攀升，自研产品《斗罗大陆：魂师对决》iOS 游戏畅销榜平均排名 13 名，主力游戏持续稳健表现，我们认为随着游戏步入回收期，公司利润有望稳步释放。

图8: 2017-2021 年公司毛利率及销售净利率情况



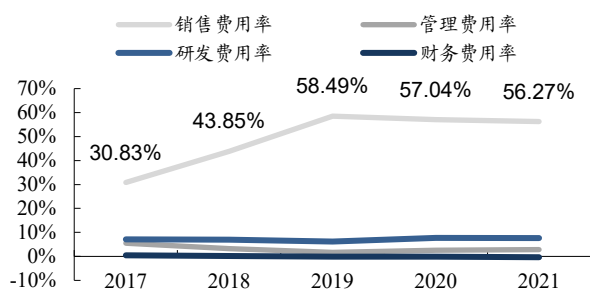
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图9: 2021Q1-2021Q4 公司毛利率及销售净利率情况



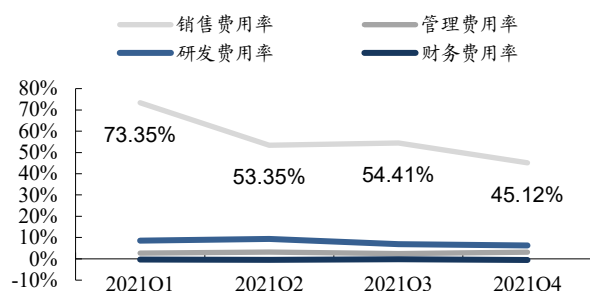
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图10: 2017-2021 年公司费用率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

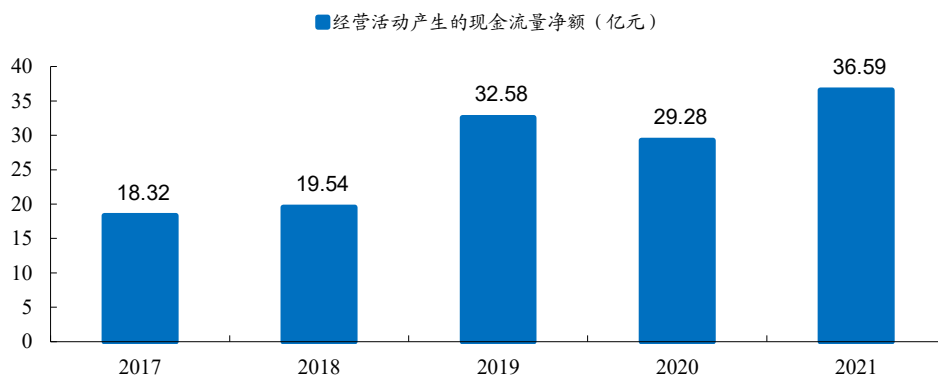
图11: 2021Q1-2021Q4 公司费用率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2021 年公司经营活动现金流量净额为 36.59 亿元 (yoy+24.96%)。

图12: 2017-2021 年公司经营活动现金流量净额情况

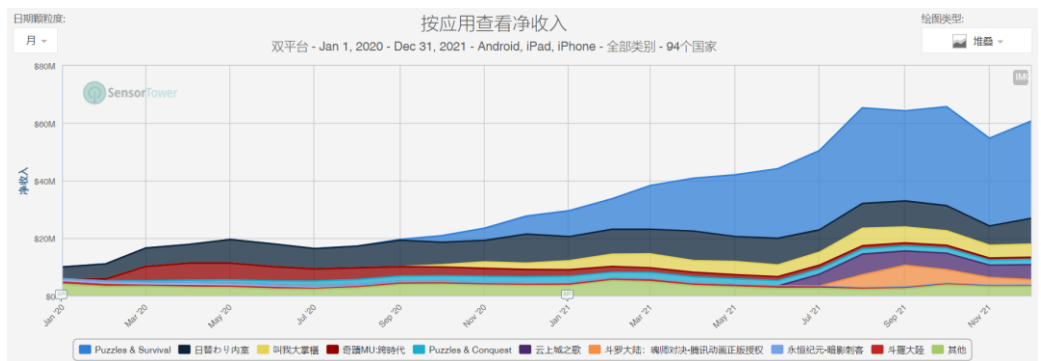


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. “因地制宜”全球化战略成效显著，看好出海成为第二增长极

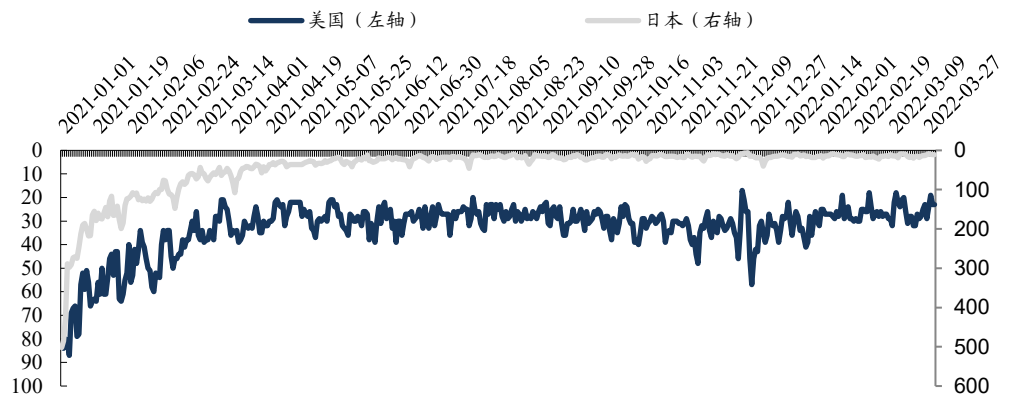
2021 年公司海外收入 47.77 亿元 (yoy+122.94%)，营收占比达 29.46% (yoy+14.58pct)。根据 App Annie，2021M1-M12 公司在国内出海厂商中排名从第 9 上升至第 5 名，出海成效显著。根据 Sensor Tower，2021 年出海手游收入 Top30 中，《Puzzles & Survival》《江山美人》分别位列第 9、27 名，长线运营稳定，其中三消+SLG 品类《P&S》日美地区流水同比高增，2021Q4 其日美 iOS 游戏畅销榜平均排名分别为 15、32 名，截至 2021 年 12 月，其累计流水已超 25 亿元；《云上城之歌》凭借深度本地化发行打开韩国市场，位列 2021Q3 在韩中国手游收入 Top4，上线半年后实现收入逆增长，公司“因地制宜”的出海策略与强发行能力持续验证。我们认为随着《P&S》等产品进入利润回收期，以及《云上城之歌》和新游收入持续攀升，海外业务将稳步贡献营收与利润增量。

图 13：2020M1-2021M12 公司海外收入趋势（AppStore + Google Play）



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

图 14：2021M1-2022M3 《Puzzles & Survival》日美地区 iOS 游戏畅销榜排名

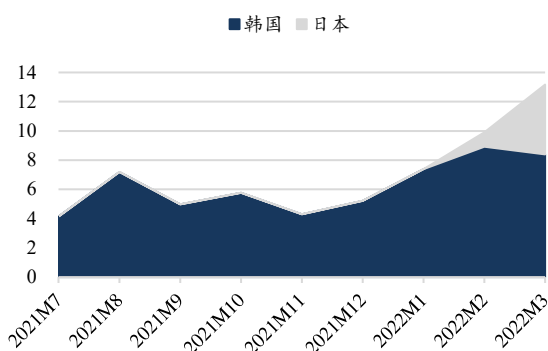


数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

图 15：2021M7-2022M3 《云上城之歌》日韩地区收入趋

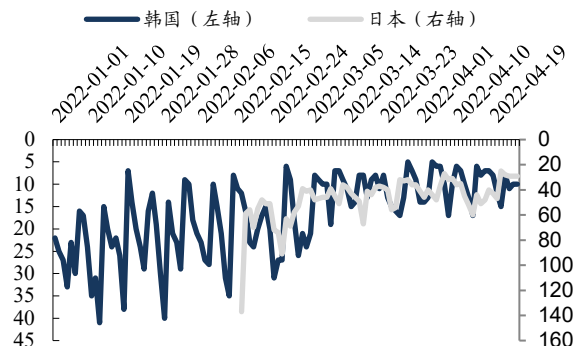
图 16：2022/01/01-2022/04/24 《云上城之歌》日韩地区

势 (AppStore+Google Play; 百万美元)



数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

iOS 游戏畅销榜排名



数据来源: 七麦数据, 东吴证券研究所

3. 产品储备丰富, 海外市场扩张可期

公司自研产品渐显成效, 海外市场实现长周期品类突破, 后续产品储备充足, 有望通过多题材、多 IP 产品矩阵稳步提升市占率, 放置 SLG 《Chrono Legacy》、蚂蚁题材 SLG 《Ant Legion》、三国 SLG 《三国: 英雄的荣光》等产品已在海外开启测试。

表1: 公司国内部分产品储备

品类	产品
MMO	梦想大航海、代号魔幻 M (自研)、代号古风 (自研)、代号 3D 版 WTB (自研)、曙光计划等
SLG	代号三国 BY (自研)、代号 AOE (自研)、代号 YG 等
卡牌	代号 C6 (自研)、最后的原始人、空之要塞: 启航等
模拟经营	代号 CY (自研)、代号森林等

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 公司海外部分产品储备

品类	产品
MMO	代号 3D 版 WTB (自研)、代号魔幻 M (自研)、代号古风 (自研) 等
SLG	《三国: 英雄的荣光》(自研)、代号 AOE (自研)、《Ant Legion》等
卡牌	代号 C6 (自研)、空之要塞: 启航等
模拟经营	代号 CY (自研)、代号 ZH

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公布第四期员工持股计划, 兼顾公司短期与长期发展利益。公司公布第四期员工持

股计划（草案），本次公司员工持股计划存续期为 72 个月，股票规模不超过 16,301,534 股，占公司目前总股本的比例为 0.74%。2021 年 8 月 3 日至 2021 年 8 月 9 日期间，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购股份 16,301,534 股，占公司目前总股本的 0.74%，支付总金额为 3 亿元（含交易费用）。本次员工持股计划业绩考核指标为，以 2021 年营业收入与归母净利润（不含本员工持股计划所产生的股份支付费用）为基数，2022-2024 年营收增速分别不低于 15%、25%、35%，或归母净利润增速不低于 15%、25%、35%。

表3：公司层面业绩考核指标（注：增速以 2021 年营业收入与归母净利润（不含本员工持股计划所产生的股份支付费用）为基数）

考核期	业绩考核指标	对应公司层面解锁比例
第一个考核期	2022 年营业收入增长率不低于 15%（即营业收入不低于 186.48 亿元）或净利润增长率不低于 15%（即净利润不低于 33.07 亿元）；	30%
第二个考核期	2023 年营业收入增长率不低于 25%（即营业收入不低于 202.70 亿元）或净利润增长率不低于 25%（即净利润不低于 35.95 亿元）；	30%
第三个考核期	2024 年营业收入增长率不低于 35%（即营业收入不低于 218.92 亿元）或净利润增长率不低于 35%（即净利润不低于 38.83 亿元）；	40%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

考虑到疫情及股权激励费用影响，我们小幅下调 2022-2024 年 EPS 至 1.51/1.82/2.16 元（2022-2023 年原值为 1.57/1.86 元），对应当前股价 PE 分别为 13/11/9X。看好公司持续推进“双核+多元”战略，海内外双轮驱动业绩增长，维持“买入”评级。

5. 风险提示

行业政策收紧；新品表现不及预期；海外市场进展不及预期。

三七互娱三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,187	13,069	17,581	22,142	营业总收入	16,216	18,750	21,500	24,088
货币资金及交易性金融资产	6,717	9,983	14,090	18,383	营业成本(含金融类)	2,466	2,876	3,212	3,494
经营性应收款项	2,320	2,914	3,306	3,560	税金及附加	38	56	65	72
存货	0	0	0	0	销售费用	9,125	10,312	11,718	13,008
合同资产	0	0	0	0	管理费用	463	600	753	915
其他流动资产	150	172	185	199	研发费用	1,250	1,425	1,613	1,758
非流动资产	5,250	5,869	6,338	6,705	财务费用	-55	-78	-147	-211
长期股权投资	509	494	502	549	加:其他收益	167	206	236	258
固定资产及使用权资产	952	1,224	1,216	1,266	投资净收益	123	178	208	257
在建工程	78	78	78	78	公允价值变动	78	0	0	0
无形资产	1,088	1,447	1,923	2,195	减值损失	-39	0	0	0
商誉	1,589	1,593	1,585	1,584	资产处置收益	3	0	0	0
长期待摊费用	98	98	98	98	营业利润	3,261	3,943	4,733	5,567
其他非流动资产	936	936	936	936	营业外净收支	-12	0	0	0
资产总计	14,437	18,938	23,919	28,847	利润总额	3,248	3,943	4,733	5,567
流动负债	3,399	4,351	5,073	4,990	减:所得税	398	394	473	557
短期借款及一年内到期的非流动负债	469	24	24	24	净利润	2,850	3,549	4,260	5,010
经营性应付款项	1,773	2,420	2,567	2,748	减:少数股东损益	-26	195	213	225
合同负债	261	213	317	324	归属母公司净利润	2,876	3,353	4,047	4,785
其他流动负债	896	1,695	2,166	1,895	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.30	1.51	1.82	2.16
非流动负债	181	181	181	181	EBIT	3,219	3,669	4,373	5,131
长期借款	20	20	20	20	EBITDA	3,419	3,887	4,659	5,483
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	84.79	84.66	85.06	85.49
租赁负债	40	40	40	40	归母净利率(%)	17.73	17.88	18.82	19.86
其他非流动负债	121	121	121	121	收入增长率(%)	12.62	15.62	14.67	12.04
负债合计	3,580	4,532	5,254	5,171	归母净利润增长率(%)	4.15	16.62	20.67	18.24
归属母公司股东权益	10,774	14,127	18,174	22,959					
少数股东权益	84	279	492	717					
所有者权益合计	10,857	14,406	18,665	23,676					
负债和股东权益	14,437	18,938	23,919	28,847					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,659	4,384	4,656	4,756	每股净资产(元)	4.86	6.37	8.19	10.35
投资活动现金流	-1,083	-657	-548	-461	最新发行在外股份(百万股)	2,218	2,218	2,218	2,218
筹资活动现金流	287	-461	-2	-2	ROIC(%)	30.79	25.52	23.68	21.73
现金净增加额	2,844	3,266	4,107	4,293	ROE-摊薄(%)	26.69	23.74	22.27	20.84
折旧和摊销	200	217	286	352	资产负债率(%)	24.80	23.93	21.96	17.93
资本开支	-340	-851	-747	-672	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.19	13.03	10.80	9.13
营运资本变动	559	5	-142	-65	P/B(现价)	4.06	3.09	2.40	1.90

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

