



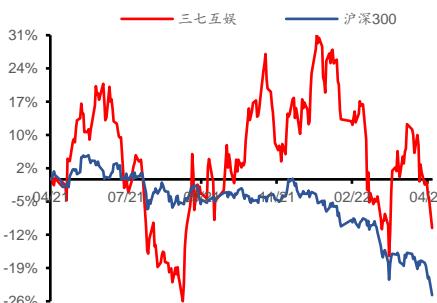
## 买入(维持)

行业: 传媒  
 日期: 2022年04月26日  
 分析师: 陈旻  
 Tel: 021-53686134  
 E-mail: chenmin@shzq.com  
 SAC 编号: S0870522020001

### 基本数据

最新收盘价(元)	19.70
12mth A股价格区间(元)	16.24-28.81
总股本(百万股)	2,217.86
无限售A股/总股本	69.44%
流通市值(亿元)	303.40

### 最近一年股票与沪深300比较



### 相关报告:

《三七互娱(002555)2021年三季报点评:  
Q3净利润超业绩预告上限,新游买量ROI高》

——2021年11月01日

《三七互娱(002555)2021年半年报点评:  
Q2净利润环比大幅回升,多元化+全球化布局成效彰显》

——2021年09月01日

《三七互娱(002555)2020年年报&2021年一季报点评:Q1收入环比上升,新游集中推广导致利润下滑》

——2021年04月30日

## 出海成绩斐然,元宇宙布局提速

——三七互娱2021年年报点评

### ■事件

公司4月25日公布21年年报及22年一季度预告。

- 1、2021年公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润162.2亿元(yoy+12.62%)、28.76亿元(yoy+4.15%)、26.27亿元(yoy+9.82%)。实现EPS1.31元。同时公司拟10股派发现金红利3.7元,合计分红8.2亿元。其中移动游戏业务、网页游戏业务营业收入分别为153.64亿元(yoy+15.55%)、8.29亿元(yoy-23.24%)。
- 2、2022年一季度公司预计实现归母净利润7.4亿元-7.7亿元(yoy+533.7%-559.4%)。

### ■点评

#### Q4业绩超预期且创单季度历史新高,国内外均有亮眼产品。

4Q21公司实现营业收入、归母净利润41.06亿元(yoy+32.0%, qoq-10.2%)、11.54亿元(yoy+130.5%, qoq+33.1%),超过此前年报预告口径(10.79亿元-11.29亿元)。我们认为主要原因系:

1、国内:两款新游持续发力,费用端同比下降。(1)收入端:《斗罗大陆:魂师对决》《叫我大掌柜》均于3Q21上线,Q4两款游戏预计进入发力期。其中《斗罗大陆:魂师对决》21年8月流水突破7亿元,七麦数据显示近30天IOS游戏畅销榜排名稳定在15-40名;(2)费用端:受版号暂停影响,4Q21无大营销开支的新游戏上线且研发投入相对降低,导致Q4净利润同比增速高于营收增速。4Q21销售费用率、研发费用率分别为45.1%(yoY-3.9pct)、6.3%(yoY-2pct)。我们预计《斗罗大陆:魂师对决》《叫我大掌柜》生命周期较长,且仍处于流水高峰期,预计22年表现持续优异。(3)公司国内游戏储备丰富,目前储备游戏共20款,包括7款自研产品、13款代理产品。其中自研产品包括《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》。国内游戏版号重启后,公司国内游戏发行将步入正轨,未来国内海外双重发力下,预计业绩弹性较高。

2、海外:21年出海收入大幅增长,实现营业收入47.77亿元(yoy+122.94%)。主要由《Puzzles & Survival》《云上城之歌》(韩国)《斗罗大陆:魂师对决》等贡献。

#### 公司出海业务成绩斐然,已成为重要业绩来源。

公司自12年开始布局海外市场,持续推进全球化战略,经过近十年经验积累,21年出海业务表现成绩斐然。公司出海游戏最高月流水超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。根据Sensor Tower,公司稳居中国手游发行商全球收入排行榜前十,最高位列第4;根据data.ai,2022年度中国游戏厂商出海收入飞跃榜30强中(全球但不包括中国大陆)公司位列第2名,仅次于米哈游。公司多款出海手游表现优异,包括(1)《Puzzles & Survival》成为“三消+SLG”现象级产品,在欧美、日本、韩国等地区表现突出。截至21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。(2)异世界冒险题材MMORPG手游《云上城之歌》上线韩国市场后,成功进

入韩国地区畅销榜 Top5，同时跻身国产手游海外收入榜 Top20。(3)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，未来该产品将陆续在日本、韩国等地发行。(4)《叫我大掌柜》上线韩国、日本、越南等国家后，长期稳居各地畅销榜前列。公司海外发行共储备 16 款游戏，包括 8 款自研产品、8 款代理产品，未来公司海外业务表现值得期待。

### 拥抱未来，元宇宙布局提速。

22 年 3 月，在广州市委、广州市科技局的指导下，公司携手被投企业空间智能技术公司宸境科技，与网易智企、玖的数码等单位发起广州元宇宙创新联盟；22 年 4 月，公司与智度股份、智度宇宙就元宇宙新场景共建达成战略合作，并上线了全国首个元宇宙游戏艺术馆，深化探索数字藏品与元宇宙社交领域的创新玩法。目前公司主要布局方向如下：

**1、投资聚焦元宇宙上下游优质标的。**公司在早期投资 VR/AR 内容的基础上不断延伸，通过投资切入算力、半导体、光学、显示、整机、应用及底层技术等多重元宇宙底层涉及领域，投资包括光学模组、光学显示、AR 眼镜、VR 内容、云游戏、空间智能技术、半导体材料在内的多家优质企业，进行技术与优质内容的整合。目前公司投资的元宇宙相关企业包括 Archiact (加拿大 VR 内容研发商)、Wave Optics (基于 SRG 表面浮雕光栅光波导的 AR 头戴式设备的英国光学模组供应商)、Raxium (美国 Micro-LED 领先技术研发商)、Digilens (美国头戴式全息显示和波导技术的创新者)、宸境科技 (空间智能领先技术中国研发商)、晶湛半导体 (国际上唯一可供应 300mm 硅基氮化镓外延产品的中国厂商)，其他还包括影目科技、光舟半导体、快盘云游戏等。

**2、技术加码探索元宇宙沉浸式 UGC 生态。**公司在内部开展利用 AI 算法实现高精度、高性能的动作捕捉的技术研究，探索玩家自主内容创作与虚拟游戏形象相结合的沉浸式 UGC 生态。AI 动作捕捉技术可广泛应用于数字人驱动、VR 体验、影视动画制作、3A 游戏制作等方面。

### ■ 投资建议

从页游到手游，从国内到海外，从云游戏到元宇宙，公司持续转型、迭代升级。公司海外业务已成为重要增长引擎，同时国内版号放开后，国内游戏业务业绩弹性确定性逐步提高。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 33.88 亿元 (yoy+17.8%)、41.83 亿元 (yoy+23.5%)、51.6 亿元 (yoy+23.3%)，对应 EPS 分别为 1.53 元、1.89 元、2.33 元，当前股价对应 PE 分别为 12.89 倍、10.44 倍、8.47 倍，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

游戏行业竞争加剧超预期、游戏行业监管趋严超预期、游戏版号核发出现反复、海外竞争加剧超预期、海外游戏发行进度及流水不及预期、国内游戏发行进度及流水不及预期等风险。

### ■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16216	20206	25543	31489
年增长率	12.6%	24.6%	26.4%	23.3%
归母净利润	2876	3388	4183	5160
年增长率	4.2%	17.8%	23.5%	23.3%
每股收益 (元)	1.31	1.53	1.89	2.33
市盈率 (X)	20.63	12.89	10.44	8.47
市净率 (X)	5.56	3.09	2.38	1.86

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2022 年 04 月 25 日收盘价)

## 公司财务报表数据预测汇总

**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4619	8670	13384	19325
应收票据及应收账款	1264	1726	2080	2569
存货	0	-36	-36	-36
其他流动资产	3304	3662	4163	4495
流动资产合计	9187	14022	19591	26354
长期股权投资	509	509	509	509
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	892	892	892	892
在建工程	78	78	78	78
无形资产	1088	1088	1088	1088
其他非流动资产	2683	2683	2683	2683
非流动资产合计	5250	5250	5250	5250
<b>资产总计</b>	<b>14437</b>	<b>19272</b>	<b>24841</b>	<b>31604</b>
短期借款	446	446	446	446
应付票据及应付账款	1773	2550	3062	3715
合同负债	261	336	425	524
其他流动负债	920	1138	1458	1736
流动负债合计	3399	4469	5390	6420
长期借款	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	161	161	161	161
非流动负债合计	181	181	181	181
<b>负债合计</b>	<b>3580</b>	<b>4650</b>	<b>5571</b>	<b>6601</b>
股本	2218	2218	2218	2218
资本公积	2979	2979	2979	2979
留存收益	6062	9450	13633	18793
归属母公司股东权益	10774	14162	18346	23505
少数股东权益	84	460	925	1498
<b>股东权益合计</b>	<b>10857</b>	<b>14622</b>	<b>19271</b>	<b>25003</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>14437</b>	<b>19272</b>	<b>24841</b>	<b>31604</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>3659</b>	<b>3870</b>	<b>4480</b>	<b>5669</b>
净利润	2850	3765	4648	5733
折旧摊销	200	0	0	0
营运资金变动	626	250	30	172
其他	-17	-146	-199	-236
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-1083</b>	<b>181</b>	<b>234</b>	<b>272</b>
资本支出	-340	1	2	3
投资变动	-396	0	0	0
其他	-348	180	232	269
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>287</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权融资	-423	0	0	0
股权融资	2983	0	0	0
其他	-2274	0	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>2844</b>	<b>4051</b>	<b>4714</b>	<b>5941</b>

资料来源: Wind, 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16216	20206	25543	31489
营业成本	2466	3031	3831	4723
营业税金及附加	38	59	70	84
销售费用	9125	11315	14304	17634
管理费用	463	476	660	818
研发费用	1250	1457	1928	2359
财务费用	-55	0	0	0
资产减值损失	-36	-36	-36	-36
投资收益	123	180	232	269
公允价值变动损益	78	0	0	0
营业利润	3261	4230	5223	6441
营业外收支净额	-12	0	0	0
利润总额	3248	4230	5223	6441
所得税	398	465	575	709
净利润	2850	3765	4648	5733
少数股东损益	-26	376	465	573
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>2876</b>	<b>3388</b>	<b>4183</b>	<b>5160</b>
<b>主要指标</b>				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	84.8%	85.0%	85.0%	85.0%
净利率	17.7%	16.8%	16.4%	16.4%
净资产收益率	26.7%	23.9%	22.8%	22.0%
资产回报率	19.9%	17.6%	16.8%	16.3%
投资回报率	22.1%	22.7%	21.3%	20.5%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	12.6%	24.6%	26.4%	23.3%
EBIT增长率	-1.2%	34.5%	22.8%	23.6%
归母净利润增长率	4.2%	17.8%	23.5%	23.3%
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.31	1.53	1.89	2.33
每股净资产	4.86	6.39	8.27	10.60
每股经营现金流	1.65	1.74	2.02	2.56
<b>每股股利</b>				
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	1.12	1.05	1.03	1.00
应收账款周转率	12.83	11.71	12.28	12.26
存货周转率	—	-84.61	106.96	131.86
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	24.8%	24.1%	22.4%	20.9%
流动比率	2.70	3.14	3.63	4.10
速动比率	2.39	2.84	3.30	3.77
<b>估值指标</b>				
P/E	20.63	12.89	10.44	8.47
P/B	5.56	3.09	2.38	1.86
EV/EBITDA	18.16	9.19	6.49	4.24

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级:	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级:	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

## 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。