

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): 22Q1 符合预期, 积极拥抱游戏全球化及版号常态化带来的戴维斯双击

2022 年 05 月 02 日

事件: 三七互娱 (002555. SZ) 于 2022 年 4 月 29 日发布 2022 年第一季度业绩报告。

点评:

- 2022Q1 实现营收 40.89 亿元, 同比增长 7.11%, 归母净利 7.60 亿元, 同比增长 550.80%, 扣非归母 7.62 亿元, 同比增长 19774.29%。
- 22Q1 销售费用 23.07 亿元, 同比下降 17.62%, 销售费用率 56.41%, 同比下降 16.94pct。管理费用 1.08 亿元, 同比增长 4.85%, 管理费用率 2.64%, 同比下降 0.06pct。财务费用-1505.41 万元, 同比下降 35.74%, 财务费用率-0.37%, 同比下降 0.08pct。研发费用 2.76 亿元, 同比下降 15.11%, 研发费用率 6.74%, 同比下降 1.77pct。
- **海外收入持续高增, 关注储备新游表现。**2021 年公司面向全球市场发行的《斗罗大陆: 魂师对决》《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等多款游戏表现优秀, 报告期内公司海外市场营业收入超 14 亿元, 同比增长超 45%, 营收占比超 34%。根据 Sensor Tower, 凭借多款游戏在各海外市场的全线增长, 公司在 22 年 1 月进入中国手游发行商全球收入 TOP6, 并在 2 月、3 月稳居 TOP4。目前, 公司通过自研、代理、定制等方式面向海外储备了 16 款产品, 囊括 MMORPG、卡牌、SLG、模拟经营等不同品类。其中《三国: 英雄的荣光》已于中国港澳台、新马等地区上线, 放置 SLG《Chrono Legacy》已于美国等地区上线, 根据七麦数据, SLG《Ant Legion》自 2 月上线美国地区后经不断调优近期最高进入畅销榜 65 名。新游上线贡献营收增量, 未来持续关注新游后续流水表现。
- **《Puzzles & Survival》《云上城之歌》收入稳步增长, 持续突破海外本土垄断。**根据 Sensor Tower,《Puzzles & Survival》在欧美及东南亚地区收入稳步提升, 在 1 月/2 月/3 月中国手游海外收入中位列第 6/5/5 名, 在日本位列由本土巨头垄断的解谜 RPG 手游收入榜第 4 名, 在美国等其它海外市场成为末日生存同类手游收入最高的作品。《云上城之歌》凭借深度本地化, 以及此前春节主题、代言人宣发活动, 在 1 月/2 月/3 月中国手游海外收入中位列第 23/16/14 名, 并入围韩国手游畅销榜 TOP5, 成为韩国收入最高的中国手游, 在日本市场的热度也逐渐升温。经过公司多年出海经验及本地化运营经验, 公司已具备因地制宜研发、运营“多点开花”全球爆款游戏的能力, 随着《Puzzles & Survival》《云上城之歌》等主力产品游戏逐步释放利润, 海外出海业绩有望持续增厚。
- **归母净利同比高增, 多款游戏进入成长期稳步贡献利润增量。**与 2021Q1 新上线游戏产品数量增加带来费用与收入增长差异相比, 在 2021Q1 上线的《荣耀大天使》《斗罗大陆: 武魂觉醒》等多游戏在 2022Q1 进入回收期, 同时存量产品生命力不断激活、海内外业务同步推进, 促进 2022Q1 归母净利为 7.60 亿元, 同比上升 550.80%。而 22Q1 归母净利环比有所下滑我们认为主要系 2022Q1《Puzzles & Survival》《云上城之歌》加量推广及海外新游《Ant Legion》等上线致销售费用环比增加。在公司研运一体战略和精细化运营下, 已上线运营项目表现优异, 产品生命周期不断延长, 为公司业务的稳健发展打下坚实基础。
- **投资建议:** 公司 22Q1 业绩超预期, 海外营收占比持续提升, 转型成

果进一步验证，22 全年新游及业绩表现可期。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，精品化、多元化、全球化战略深化。根据公司 4 月 26 日发布的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
风险因素	8

图 目 录

图 1: 三七互娱 2017-2022Q1 营业收入及增速	4
图 2: 三七互娱 2019Q1-2022Q1 季度营业收入及增速	4
图 3: 三七互娱营业收入地区分拆	5
图 4: 三七互娱 2017-2022Q1 毛利率与净利率	5
图 5: 三七互娱 19Q1-21Q4 季度毛利率与净利率	6
图 6: 三七互娱 2017-2022Q1 归母净利及增速	6
图 7: 三七互娱 2019Q1-2022Q1 归母净利及增速	6
图 8: 三七互娱 2017-2022Q1 费用率	7
图 9: 三七互娱 19Q1-22Q1 费用率	7
图 10: 三七互娱 2017-2022Q1 经营性现金流情况	8
图 11: 三七互娱 19Q1-22Q1 季度经营性现金流情况	8

表 目 录

表 1: 三七互娱国内 Pipeline 整理	9
表 2: 三七互娱海外 Pipeline 整理	10

业绩亮点

2022Q1 实现营收 40.89 亿元，同比增长 7.11%，归母净利 7.60 亿元，同比增长 550.80%，扣非归母 7.62 亿元，同比增长 19774.29%。

公司海外业务发展再度提速，面向全球市场发行的《斗罗大陆：魂师对决》《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等多款游戏表现优秀，22Q1 公司海外市场营业收入超 14 亿元，同比增长超 45%，海外营业收入占比超 34%。

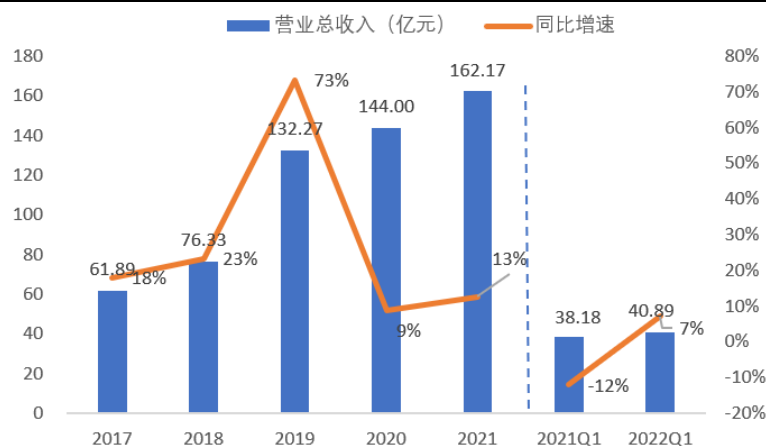
财务分析

（一）收入情况

三七互娱 2022Q1 实现营收 40.89 亿元，同比增长 7.11%。

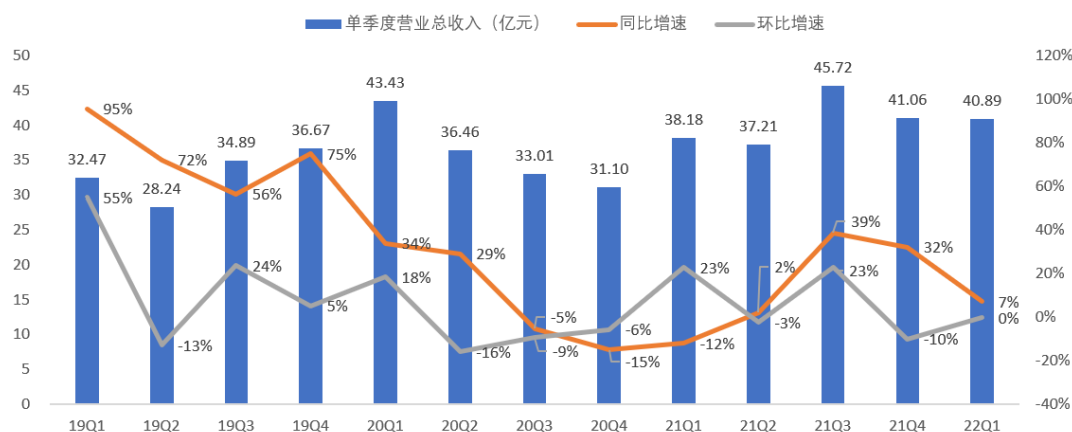
其中，公司海外业务发展再度提速，面向全球市场发行的《斗罗大陆：魂师对决》《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等多款游戏表现优秀，报告期内公司海外市场营业收入超 14 亿元，同比增长超 45%，海外营业收入占比超 34%。

图 1：三七互娱 2017-2022Q1 营业收入及增速

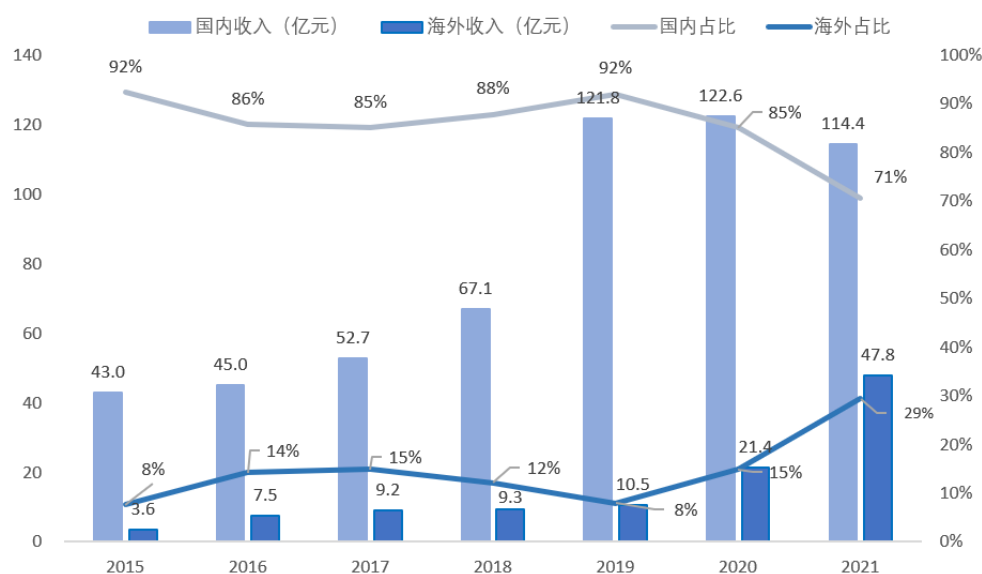


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：三七互娱 2019Q1-2022Q1 季度营业收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

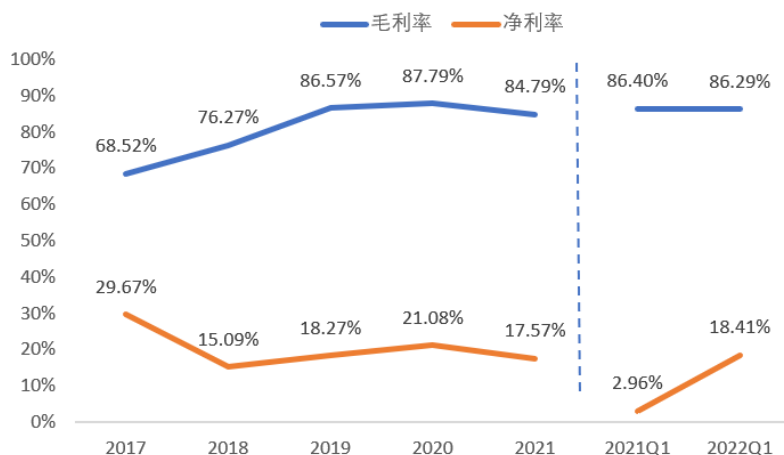
图 3：三七互娱营业收入地区分拆


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

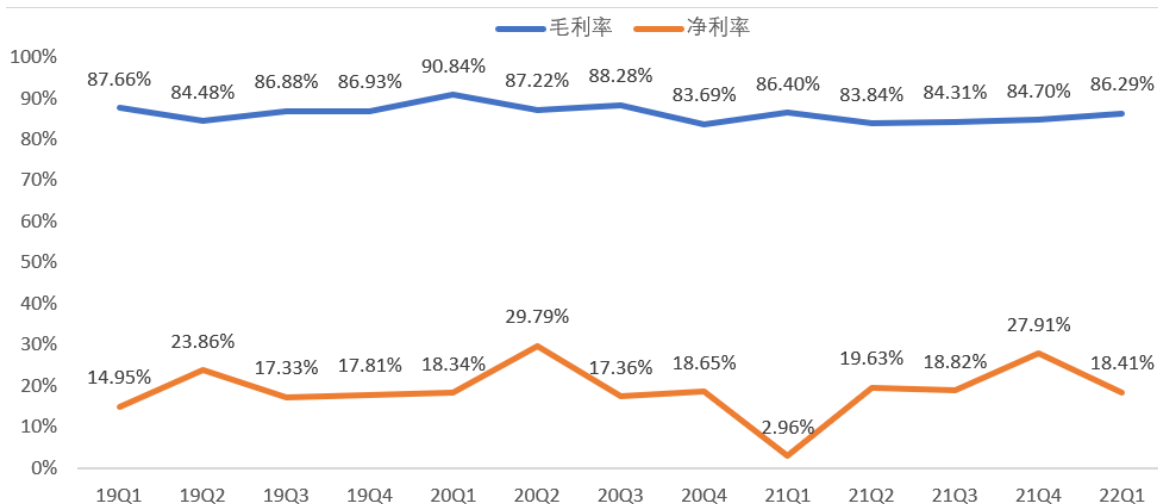
（二）利润情况

毛利率方面，公司 22Q1 毛利率 86.29%，同比下降 0.11pct，净利率 18.41%，同比增加 15.45pct。

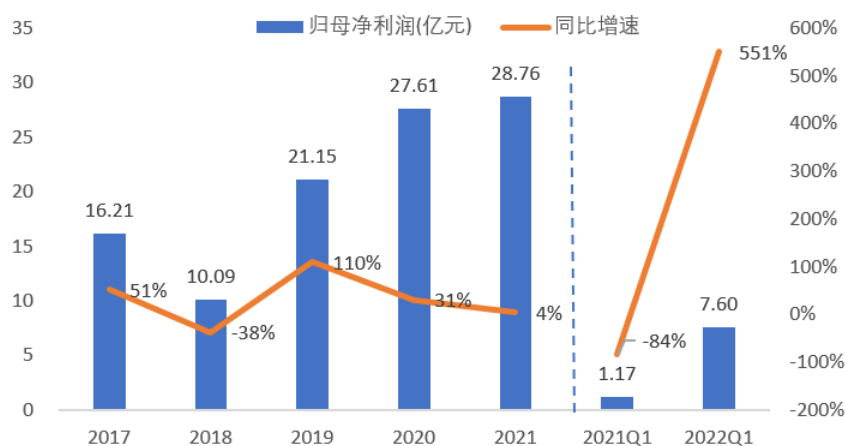
公司 22Q1 归母净利 7.60 亿元，同比增长 550.80%，扣非归母 7.62 亿元，同比增长 19774.29%。主要由于本报告期与上年同期运营的主要游戏产品所处生命周期不同，同时公司精细化运营成效进一步凸显，存量产品生命力不断激活，海内外业务同步推进，促进公司业绩稳健发展。

图 4：三七互娱 2017-2022Q1 毛利率与净利率


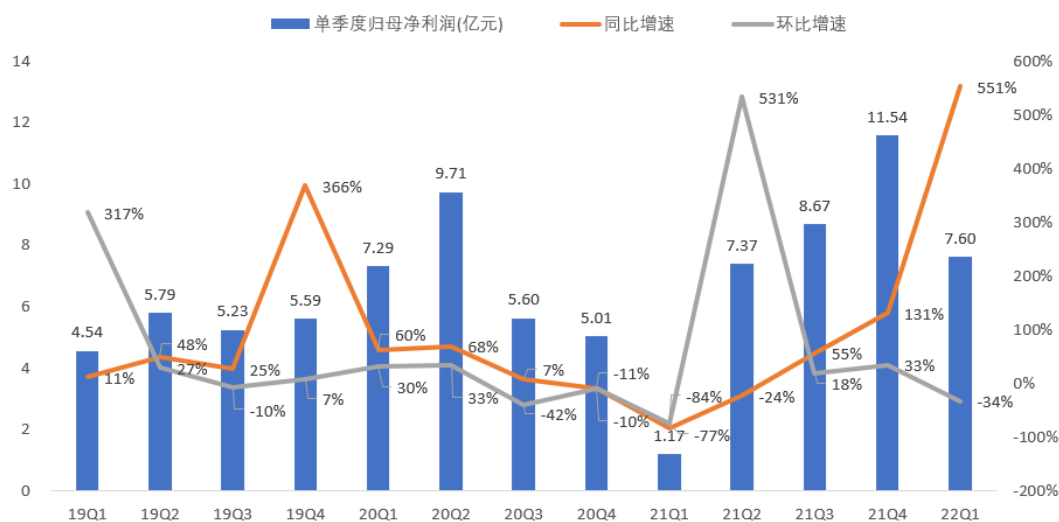
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：三七互娱 19Q1-21Q4 季度毛利率与净利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：三七互娱 2017-2022Q1 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 2019Q1-2022Q1 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

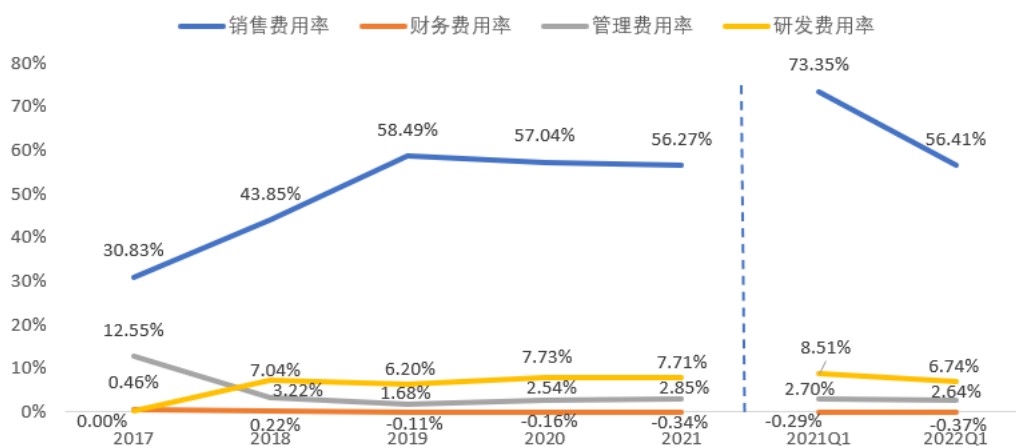
22Q1 销售费用 23.07 亿元，同比下降 17.62%，销售费用率 56.41%，同比下降 16.94pct。

22Q1 管理费用 1.08 亿元，同比增长 4.85%，管理费用率 2.64%，同比下降 0.06pct。

22Q1 财务费用-1505.41 万元，同比下降 35.74%，财务费用率-0.37%，同比下降 0.08pct。

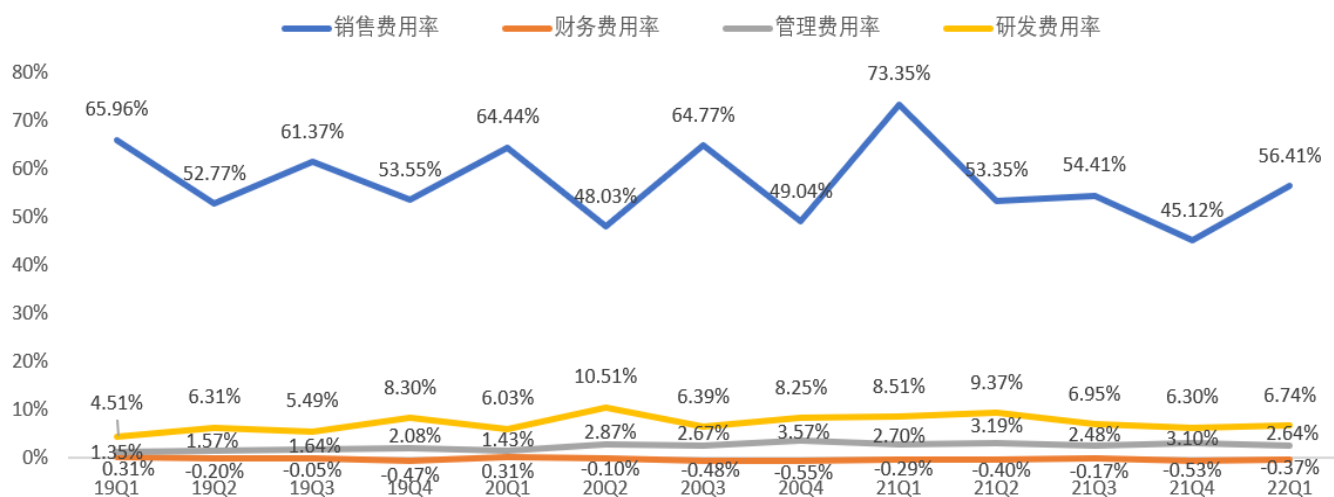
22Q1 研发费用 2.76 亿元，同比下降 15.11%，研发费用率 6.74%，同比下降 1.77pct。

图 8：三七互娱 2017-2022Q1 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 19Q1-22Q1 费用率

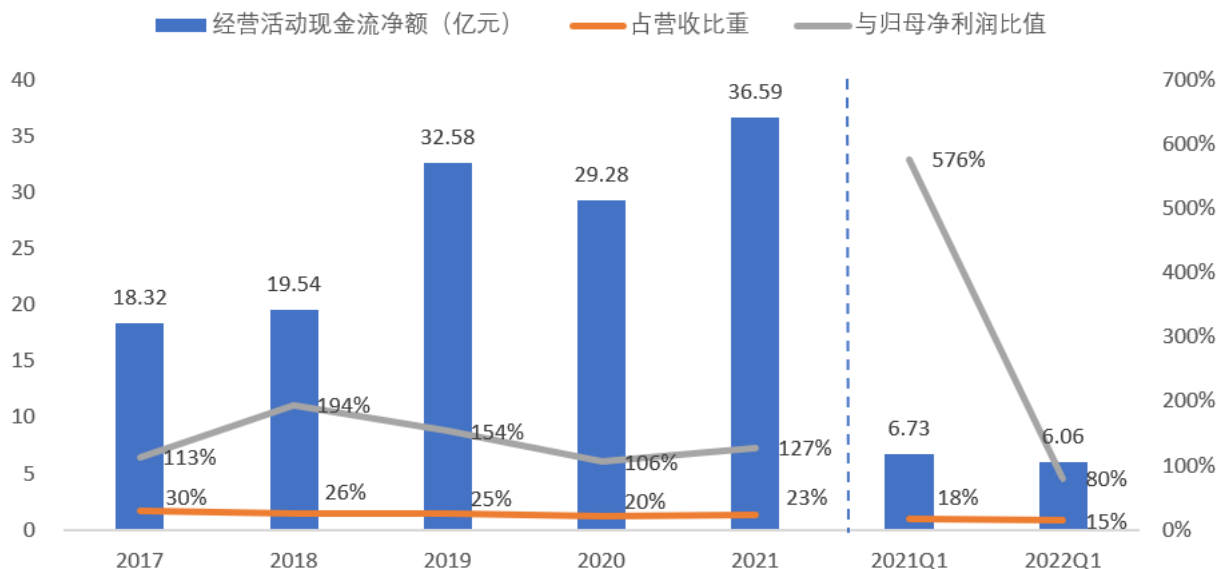


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

（四）经营性现金流净额

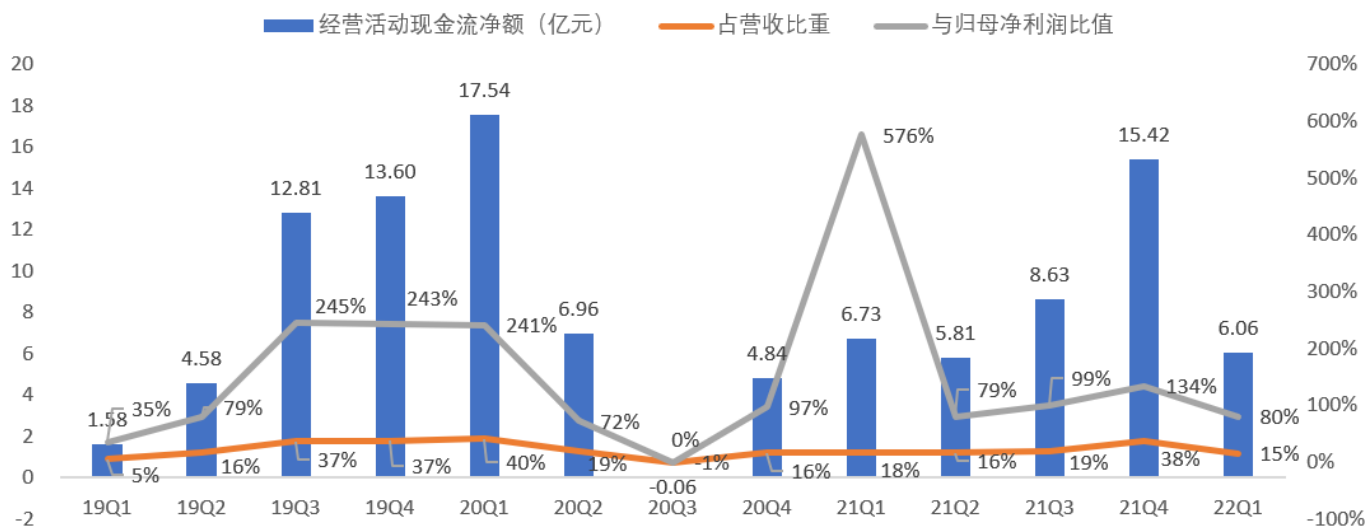
现金流方面，22Q1 公司经营性现金流净额为 6.06 亿元，去年同期为 6.73 亿元。

图 10：三七互娱 2017-2022Q1 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 11：三七互娱 19Q1-22Q1 季度经营性现金流情况



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

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

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	hanqiuyue@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	wangyufei@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。