



信达证券  
CINDA SECURITIES

Research and  
Development Center

精品多元全球化，为世界带来欢乐

——三七互娱（002555.SZ）首次覆盖报告

2022年06月02日

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师  
S1500522010001  
+86 17317141123  
fengcuiting@cindasc.com

## 证券研究报告

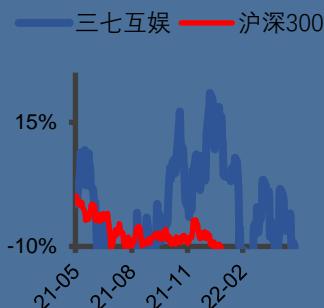
### 公司研究

#### 公司首次覆盖报告

#### 三七互娱 (002555.SZ)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价 (元)	20.57
52 周内股价波动区间 (元)	15.78-30.24
最近一月涨跌幅 (%)	-13.37%
总股本 (百万股)	2217.86
流通 A 股比例	69.02%
总市值 (亿元)	110.83

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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): 精品多元全球化, 为世界带来欢乐

2022 年 06 月 02 日

#### 本期内容提要:

核心管理层技术经验丰富, 股权结构持续改善, 与公司利益高度绑定。公司核心管理团队由技术领先的研发人才、充满创意的运营人才和具有行业引领能力的管理人才构成, 具备前瞻性的战略布局能力和雷厉风行的执行力。自 2019 年 3 月起, 公司第一大股东从原顺荣股份实际控制人吴氏家族变更为三七互娱创始人、董事长兼总经理李卫伟, 随后吴氏家族持股比例的持续降低、胡宇航持股比例的持续提升, 更好支持长期游戏研发发展、扩大研运一体化优势, 进一步集中资源发展文化创意事业。

**精品化策略+领先研发实力, 持续打造高产出、高成功率和长周期产品。**成立以来, 公司经过多轮变革, 先后推出了《大天使之剑》、《传奇霸业》、《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》、《传奇霸业手游》、《屠龙破晓》、《斗罗大陆 H5》、《斩月屠龙》、《一刀传世》、《精灵盛典》、《斗罗大陆: 魂师对决》等多款月流水破亿的游戏, 其中《永恒纪元》《精灵盛典》《斗罗大陆 H5》《一刀传世》等上线 18 个月仍保持 iOS 端畅销榜 TOP100。公司研发投入持续加大, 2017 至 2021 年间研发费用年均复合增长率达到 30%, 2021 年人均研发投入达 63.8 万, 处于行业中上研发投入。重磅自研战斗策略卡牌手游《斗罗大陆: 魂师对决》在该 IP 市场中脱颖而出, 自 21 年 7 月上线后表现优异, 最高位居 iOS 游戏畅销榜 TOP4, 平均排名第 11 名, 形成了一套可继承和不断迭代的体系, 有效提升游戏研发的效率以及创意的天花板, 为公司的精品化战略打下坚实的基础。

**出海收入持续高增, 持续有效突破美国市场, 保持东南亚出海优势。**公司出海战略成效显著, 2020-2021 年海外收入持续翻番, 海外占比提升至 34%。2022 年 2 月起, 凭借多款游戏在各海外市场的全线增长, 公司挺进中国发行商全球收入 Top4, 并于 4 月跃居 TOP2。《Puzzles & Survival》在美国市场已成为同类手游收入最高的作品, 在日本位列由本土巨头垄断的解谜 RPG 手游收入榜 TOP4, 《云上城之歌》则打破韩国 RPG 本土 IP 垄断成功入围手游畅销榜 TOP5。凭借本土化运营, 宫廷类《江山美人》、模拟经营《叫我大掌柜》也多次进入东南亚畅销榜、下载榜。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。

**AI 发行提高竞争壁垒, 提升买量效率, 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。同时, 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, 21 年内多款项目流水实现二次增长。同时, 叠加出海拓展加速导致海外营收及用户大幅增加的影响, 2021 年游戏单收入流量费用连续下降至 0.54, 单用户流量费用大幅下降至 2.12, 销售人员人均工资福利费相比峰值也显著下降, 买量效率提升。

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。其中重磅自研包括《传世之光》(已获版号)、《代号魔幻 M》、《代号三国 BY》、《代号 C6》、《代号 AOE》、《代号女性向 CY》等，未来持续关注新游上线贡献营收增量。

**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)，激励对象为公司核心管理、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)，对公司层面解锁比例分别为 30%、30% 和 40%。

**投资建议：**在精品化、多元化、全球化战略下，三七互娱拥有海内外稳固的流水底盘和收入支撑。随着前期成本投入实现回收和精细化运营的提升，后续有望持续实现利润增长。我们看好公司在海外市场的增长潜力，以及国内版号恢复下带来的业绩弹性，公司海内外新游戏储备丰富，有望迎来游戏全球化及版号常态化带来的戴维斯双击。我们预计公司 2022-2024 年营收为 186.5/212.1/236.6 亿元，对应增速为 15.0/13.7/11.5%，预计 2022-2024 年归母净利润为 34.0/38.8/43.3 亿元，对应增速为 18.4/13.9/11.7%，对应 PE 为 13/12/11X。我们以可比公司腾讯、网易【游戏龙头】Forward PE 分析以及估值作为参考，认为版号重启、出海等有望加强业绩确定性，给予公司 2022 年 20X PE 目标估值，对应目标价为 30.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险因素：**核心游戏表现不及预期、新游上线进度或表现不及预期、市场竞争加剧风险、行业政策风险、核心人才流失风险、汇率波动导致的游戏海外收入业绩风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,400	16,216	18,648	21,211	23,660
增长率 YoY %	8.9%	12.6%	15.0%	13.7%	11.5%
归母净利(百万元)	2,761	2,876	3,404	3,877	4,330
增长率 YoY %	30.6%	4.2%	18.4%	13.9%	11.7%
毛利率%	87.8%	84.8%	85.6%	85.8%	86.1%
净资产收益率 ROE%	45.7%	26.7%	24.0%	21.5%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.31	1.53	1.75	1.95
市盈率 P/E(倍)	23.84	20.63	13.42	11.78	10.55
市净率 P/B(倍)	10.93	5.56	3.22	2.53	2.04

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 05 月 27 日收盘价

## 投资聚焦

- 本报告梳理公司历年发展变革，认为公司数次精准把握行业变革转型，拥有行业领先的海内外手游、页游研发和流量经营经验，有望凭借游戏出海实现跨越式发展：
- (1) 从运营到自研，迅速成为页游领军发行商（2011-2014）：成立之初以网页游戏平台运营业务为主，受益于页游高速发展及管理层前瞻布局研发体系、精细化游戏运营的策略，到 2014 年，公司网页游戏运营平台市占率达 13%，仅次于腾讯，并推出爆款自研产品《大天使之剑》《传奇霸业》，成功转型集研发和发行于一体的页游厂商。
- (2) 依托页游研运经验，成功实现页游转手游（2015-2017）：2013 年建立 37 手游发展手游代理发行业务，2016 年推出首款自研手游《永恒纪元》，上线 30 天流水破亿，后持续推出《大天使之剑 H5》等爆款手游，2017 年移动游戏业务收入超过页游成为业绩主要增长点，公司手游市场市占率已达第三（仅次于腾讯、网易）。
- (3) 流量运营独树一帜，品牌+流量+AI 赋能高效投放（2018-2019）：公司以高效买量经营持续获得过亿新增注册用户，期间最高 MAU 达到 4000 万，提升整体收入规模效果显著。随着“量子”、“天机”等智能化平台的投入使用，游戏单收入流量费用连续下降至 0.54，单用户流量费用大幅下降至 2.12，预计未来买量及人工成本将进一步下降，效率进一步提升。
- (4) 精品+多元，拥抱游戏全球化（2020-至今）：公司持续投入研发，增强精品游戏产出能力，研发能力始终保持行业领先地位，丰富游戏多元矩阵。2020 年起推出三消+SLG 产品《Puzzles & Survival》、MMORPG《云上城之歌》、模拟经营《叫我大掌柜》等在全球市场“多点开花”，多次进入各海外地区畅销榜，突破过往以 ARPG 发行为主的产品发行思路。在产品研发及运营端均采用因地制宜策略下，在 2020 年疫情中全球宅经济的激增效应带来的高基数上，2021 年海外业务再翻倍创新高，成为收入增长驱动点，市占率在同类公司中占比最高达 4.6%，仍处于显著增长阶段。公司在 2022 年度全球 52 强发行商中实现爆发增长，跻身榜单第 25 名，在 2022 年度中国游戏厂商出海收入飞跃榜 30 强第二，并在 22 年 4 月跃居出海收入发行商 TOP2，验证了公司强劲的游戏出海实力。
- 我们认为公司正处于存量游戏回收增长、增量游戏上线贡献收入的过渡阶段，22-24 年业绩可期：
- (1) 自研长周期精品爆款频出，储备新游有望再创经典。公司自成立以来，成功打造多款爆品，《永恒纪元》《大天使之剑 H5》《一刀传世》《斗罗大陆：魂师对决》等多品类爆款作品上线 18 个月内仍保持 TOP100 畅销，充分验证公司具有研发高产出、高成功率和长周期等特性的精品游戏的实力。当前海内外储备近 30 款，自研包括《传世之光》(已获版号)、《代号魔幻 M》、《代号三国 BY》、《代号 C6》、《代号 AOE》、《代号女性向 CY》等，有望再出精品创造利润，为 23-24 年业绩增长夯实基础。
- (2) 多产品进入回收期，存量二次增长，净利增量可期。21 年投入产品《荣耀大天使》《斗罗大陆：武魂觉醒》等在 22 年已进入回收期，贡献利润增量确定性加强。存量项目《Puzzles & Survival》《云上城之歌》《叫我大掌柜》等流水持续二次增长，产品生命周期不断延长。
- 本篇报告特色之处：报告集中对三七互娱游戏买量效率、出海空间和发展趋势进行分析，并从核心游戏流水与净利率趋势对公司盈利进行预测。

投资聚焦 .....	4
1. 公司介绍: .....	8
1.1. 公司基本情况 .....	8
1.1.1. 高管介绍: 核心创业团队稳定、执行力强 .....	8
1.1.2. 股权穿透: 股权结构干净, 高管持股比例多 .....	9
1.2. 发展背景及战略: 精准把握变革, 数次成功转型行业领军 .....	10
1.3. 主营业务: 行业领先的移动游戏、网页游戏研发、发行商 .....	11
1.3.1. 产业链分析 .....	11
1.3.2. 手游: 多元化发展屡破流水表现 .....	12
1.3.3. 页游: 持续保持行业领先, 带来稳定利润贡献 .....	13
2. 财务分析: .....	14
2.1. 构成说明 .....	14
2.2. 营收: 复合增长近 25%, 海外占比持续提升 .....	14
2.3. 费用: 买量投放导致销售费用高, 系统化流量经验提升规模显著 .....	17
2.4. 毛利率、净利率: 海外毛利率显著提升, 全球化布局成果显著 .....	22
2.5. 现金流量充足, 商誉低风险 .....	24
3. 投资要点 .....	26
3.1. 精品化策略+领先研发实力, 持续打造高产出、高成功率和长周期产品 .....	26
3.2. 强经验、多品类、因地制宜抢占海外市场 .....	31
3.3. 精细化运营: 高效买量、AI 赋能, 打造“立体营销+精准推送+长线服务”系统性 .....	44
3.4. 云游戏+元宇宙布局探索生态革新 .....	51
4. 盈利预测、估值与投资评级 .....	52
4.1. 盈利预测及假设 .....	52
4.2. 估值分析与投资评级 .....	53
5. 风险因素 .....	55

## 表 目 录

表 1: 三七互娱管理团队情况 .....	9
表 2: 部分经典手游表现 .....	12
表 3: 公司收入、成本、费用确认方法 .....	14
表 4: 2021 年三七互娱、心动、祖龙娱乐、中手游、IGG、吉比特研发投入情况 .....	21
表 5: 三七互娱在研项目整理 .....	22
表 6: 公司商誉减值情况 .....	24
表 7: 金融资产相关情况 .....	25
表 8: 三七互娱 2021 年游戏投资变化情况 .....	25
表 9: 三七互娱产品矩阵整理 .....	30
表 10: 三七互娱国内 Pipeline 整理 .....	30
表 11: 2021 年中国手游收入 Top30 (海外 App Store+Google Play) .....	34
表 12: 2021-2022 年海外收入 Top30 三七互娱排名 .....	35
表 13: 2022 年度全球 52 强中国发行商 (全球 iOS&Google Play 综合收入) .....	37
表 14: 部分历年出海游戏表现 .....	43
表 15: 三七互娱海外 Pipeline 整理 .....	44
表 16: 2019-2021 游戏买量市场相关数据 .....	45
表 17: 公司买量效率情况 .....	47
表 18: 公司文娱产业投资布局 .....	52
表 19: 盈利预测核心假设 .....	53
表 20: 可比公司估值 .....	53

## 图 目 录

图 1: 公司业务组成 .....	8
图 2: 公司股权穿透图 .....	10
图 3: 公司大事记 .....	10
图 4: 三七互娱在手游产业链上所处环节 .....	12
图 5: 2015-2022Q1 营业收入及增速 .....	15
图 6: 分产品营收 .....	16

图 7: 分产品占比 .....	16
图 8: 分地区营收 .....	16
图 9: 分地区占比 .....	16
图 10: 季度营业收入及增速 .....	17
图 11: 三七互娱 2016-2022Q1 费用情况 .....	18
图 12: 2017-2022Q1 销售费用、财务费用、管理费用、研发费用率 .....	18
图 13: 2017-2022Q1 销售费用、财务费用、管理费用、研发费用率 .....	19
图 14: 三七互娱 2016-2022Q1 销售费用及增长 .....	19
图 15: 三七互娱、吉比特、完美世界销售费用率对比 .....	19
图 16: 公司互联网流量费用、占比及同比增长情况 .....	20
图 17: 研发费用及同比增速 .....	21
图 18: 人均研发投入 .....	21
图 19: 三七互娱研发人员数量及占比 .....	21
图 20: 毛利率与净利率 .....	23
图 21: 分地区毛利率 .....	23
图 22: 分业务毛利率 .....	23
图 23: 经营性现金流情况 .....	24
图 24: 商誉值 .....	25
图 25: 《永恒纪元》上线两年畅销榜情况 .....	26
图 26: 《大天使之剑 H5》上线两年畅销榜情况 .....	27
图 27: 《一刀传世》上线一年半内畅销榜情况 .....	27
图 28: 《精灵盛典》上线一年半内畅销榜情况 .....	28
图 29: 《斗罗大陆 H5》上线一年半内畅销榜情况 .....	28
图 30: 《斗罗大陆：武魂觉醒》上线一年内畅销榜情况 .....	29
图 31: 《斗罗大陆：魂师对决》上线至今畅销榜情况 .....	29
图 32: 2015-2021 年中国自主研发移动游戏海外市场实际销售收入与增速及占全球收入比例 .....	31
图 33: 2021 年中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比 .....	32
图 34: 2020 年中国自研手游海外市场收入前 100 类型收入占比 .....	33
图 35: 2021 年中国自研手游海外市场收入前 100 类型收入占比 .....	33
图 36: 21Q2-21Q4 腾讯游戏海内外收入占比及同比增速 .....	33
图 37: 2017-2022Q1 三七互娱海内外收入占比及同比增速 .....	33
图 38: 2018-2021 年友谊时光海内外收入占比及同比增速 .....	34
图 39: 2017-2021 年祖龙娱乐海内外收入占比及同比增速 .....	34
图 40: 三七互娱、祖龙娱乐、友谊时光、完美世界 2016-2021 手游出海市占率 .....	34
图 41: 近半年中国手游发行商收入 TOP20 (全球 App Store+Google Play) .....	36
图 42: 三七互娱中国出海厂商中的营收排名 .....	36
图 43: 2021 年日本手游市场畅销榜、下载榜 TOP10 .....	38
图 44: 2021 年日本手游市场增长畅销榜、下载榜 TOP10 .....	38
图 45: 2021 年中国手游在日本市场收入 TOP20 .....	39
图 46: 2021 年中国手游在日本市场下载 TOP20 .....	39
图 47: 2021 年韩国手游市场畅销榜、下载榜 TOP10 .....	39
图 48: 2021 年韩国手游市场增长畅销榜、下载榜 TOP10 .....	39
图 49: 2021 年中国手游在韩国市场收入 TOP20 .....	39
图 50: 2021 年中国手游在韩国市场下载 TOP20 .....	39
图 51: 《Puzzles&Survival》美区上线后畅销榜排名 .....	40
图 52: 《Puzzles&Survival》日本上线后畅销榜排名 .....	40
图 53: 2019-2022 年三七互娱月度海外游戏收入 (iOS 端, 百万人民币) .....	41
图 54: 2019-2022 年三七互娱主要海外游戏收入 (iOS 端, 百万人民币) .....	41
图 55: 2022Q1 三七互娱主要海外游戏收入同比增长率 (iOS 端) .....	42
图 56: 《Ant Legion》美国上线畅销榜情况 .....	43
图 57: 单用户 ROI 解析 (按月份) .....	45
图 58: 单用户 ROI 解析 (按季度) .....	45
图 59: 新游戏收入变化解析 (按季度) .....	45
图 60: 单款游戏实际营收案例 .....	45
图 61: 公司发行模式变迁图 .....	46
图 62: 游戏单收入流量费用占比 .....	47
图 63: 新增注册及活跃用户情况 .....	47

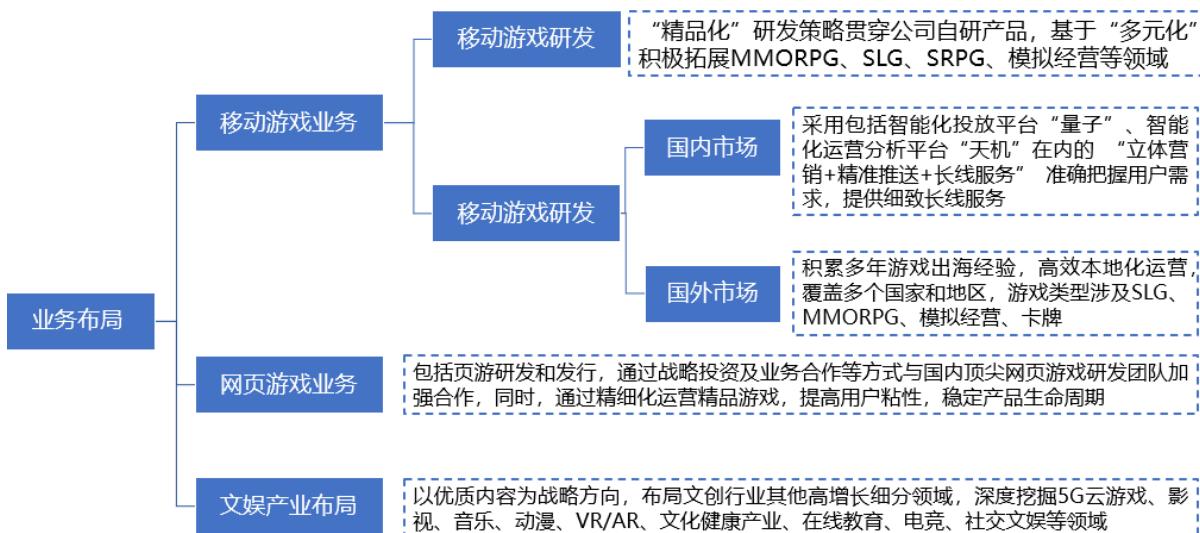
图 64: 销售人员人均薪酬福利及增速.....	48
图 65: 《荣耀大天使》、《斗罗大陆：魂师对决》上线投放对比.....	48
图 66: 三七互娱 22Q1 新游买量情况 .....	49
图 67: 《绝世仙王》近 90 天计划使用 TOP40 买量计划 .....	49
图 68: 《斗罗大陆：魂师对决》近 90 天计划使用 TOP40 买量计划 .....	49
图 69: 《叫我大掌柜》近 90 天计划使用 TOP40 买量计划 .....	50
图 70: 《Puzzles&Survival》近 90 天计划使用 TOP40 买量计划 .....	50
图 71: 三七互娱 AI 智能投放系统工作机制 .....	51
图 72: 网易 2022 年 Forward PE .....	54
图 73: 腾讯 2022 年 Forward PE .....	54
图 74: 三七互娱股价周期分析 .....	54

# 1. 公司介绍：

## 1.1. 公司基本情况

三七互娱成立于 2011 年，前身为“上海三七玩”，主营国产页游的运营和推广。2015 年“顺荣股份”收购上海三七玩，同年三七互娱上市 A 股市场。现业务布局涵盖全球网络游戏的研发与发行，旗下拥有全球顶尖的研发品牌三七游戏、移动游戏及网页游戏发行品牌 37 网游、移动游戏发行品牌 37 手游和海外发行品牌 37GAMES；并于 2020 年全资收购少儿编程教育平台妙小程，拓展素质教育业务；同时，积极布局 5G/云游戏、影视、音乐、艺人经纪、动漫、VR/AR 等在内的文娱产业。

图 1：公司业务组成



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

### 1.1.1. 高管介绍：核心创业团队稳定、执行力强

公司在文化创意产业深耕多年，核心管理层常年稳居一线，具备前瞻性的战略布局能力和雷厉风行的执行力。公司核心管理团队由技术领先的研发人才、充满创意的运营人才和具有行业引领能力的管理人才构成，始终秉承马拉松式的创业精神，不断追赶并超越行业领先者。2020 年，公司收购广州三七网络 20% 少数股权，广州三七网络成为三七互娱全资子公司，通过股权结构调整，将管理层与公司利益高度绑定，使得子公司少数股东成为上市公司股东，进一步协同公司战略资源投入到长期布局中。

**表 1：三七互娱管理团队情况**

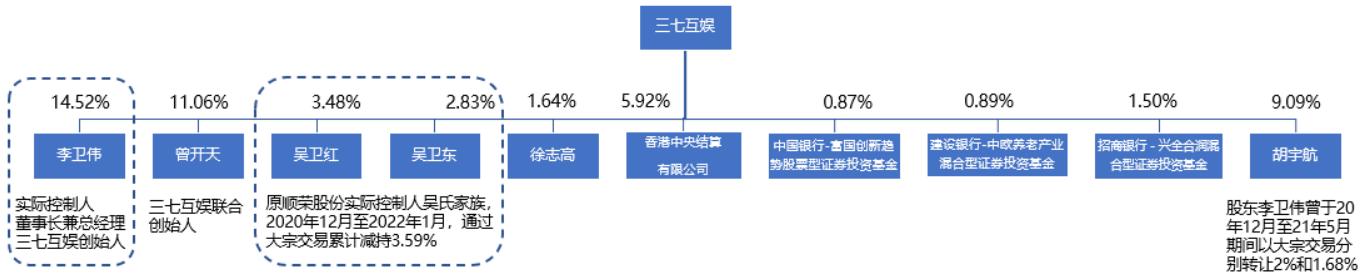
姓名	职位	经历
李卫伟	创始人、董事长	长江商学院 EMBA，2000 年 8 月起先后就职于深圳专家网络科技有限公司、深圳权智信息科技有限公司、北京新浪互联信息服务有限公司、广州海岩网络科技有限公司。2011 年 10 月至 2015 年 3 月 18 日任三七互娱（上海）科技有限公司执行董事兼总经理。2015 年 1 月 20 日起任三七互娱第三届董事会副董事长，2015 年 8 月 24 日起兼任总经理。2019 年 1 月 21 日起任公司第四届董事长兼总经理。2019 年 4 月 8 日起任公司第五届董事长兼总经理。
曾开天	联合创始人、副董事长	中欧商学院 EMBA，三七互娱（上海）科技有限公司联合创始人，2011 年 10 月起任三七互娱（上海）科技有限公司董事，分管公司网络游戏业务海外发行工作。2019 年 7 月 5 日起任公司董事。
胡宇航	联合创始人、副董事长、三七游戏总裁	长江商学院 EMBA，2013 年 10 月起任三七游戏总裁，负责三七互娱研发品牌三七游戏的战略规划和日常管理，是业内资深的游戏研发管理专家，具有丰富的游戏研发和项目管理经验。2020 年 9 月 16 日起任公司董事。
杨军	党委书记、集团高级副总裁	企业管理硕士，中国注册会计师，2006 年 6 月至 2012 年 4 月任德勤华永会计师事务所审计部经理；2012 年 4 月至今任三七互娱（上海）科技有限公司 CFO。2015 年 1 月 20 日起任芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司董事、副总经理。
徐志高	集团高级副总裁、37 手游总裁	毕业于中山大学，拥有十多年移动互联网经验，先后创办数家互联网企业，2012 年进入移动游戏行业。2013 年底加入三七互娱，担任 37 手游总裁，成功带领 37 手游跃居国内一线发行商前列，多次荣获硬核联盟颁发的“十大影响力 CEO”等荣誉。
朱怀敏	集团副总裁	中欧国际工商学院 EMBA 在读，2004 年 7 月至 2008 年 7 月，任职于北京新浪互联信息服务有限公司；2008 年 8 月至 2009 年 12 月，在魔力盒网络科技（北京）有限公司任技术经理；2011 年 10 月起在三七互娱（上海）科技有限公司任职，任三七互娱（上海）科技有限公司技术副总裁；2019 年 1 月 21 日起任芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司副总经理。
曹伟	37 网游总裁	自 2020 年起担任 37 网游总裁，全面负责 37 网游事业群管理工作。曹伟拥有十余年的互联网从业经验，是业内资深的运营专家，具有丰富的游戏运营和项目管理经验。
罗娟	集团副总裁	先后效力于宝洁大中华区总部、阿里巴巴 B2B 事业部、赫基国际集团总部、华为消费者 BG 总部、趣头条等国际国内行业领军企业，任人力资源高管，拥有十五年以上人力资源实践与战略规划经验，曾多次成功协助企业进行组织变革与体系重构。2020 年加入三七互娱，任职集团副总裁。
刘军	董事、副总经理、37 手游高级副总裁	拥有十多年的互联网从业经验，对移动游戏平台有着深入的认识。2013 年加入三七互娱，帮助 37 手游成功发行《斗罗大陆：魂师对决》《云上城之歌》等优秀手游产品，为公司长远发展挖掘和储备潜力的高品质产品，助力移动手游市场占有率达到国内第三位。
叶威	董秘、财务总监	中国注册会计师，2006 年 8 月至 2013 年 7 月任安永会计师事务所广州分所审计经理；2013 年 7 月至 2015 年 3 月任三七互娱（上海）科技有限公司财务总监；2015 年 3 月 30 日起任芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司财务总监；2017 年 1 月 6 日起任芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司财务总监兼第四届董事会秘书。

资料来源：公司官网，公司年报，信达证券研发中心

### 1.1.2. 股权穿透：股权结构干净，高管持股比例多

公司核心管理团队持股比例多，有助于激励管理团队集中发展文化创意事业，维护公司长期战略稳定。截至 2022 年 3 月 30 日，李卫伟、曾开天、胡宇航、徐志高成为持股前 10 名普通股股东。自 2019 年 3 月 14 日吴绪顺换购股份后，公司第一大股东从原顺荣股份实际控制人吴氏家族变更为三七互娱创始人、董事长兼总经理李卫伟。截至 2022 年 3 月 30 日，股东李卫伟个人持有三七互娱 14.52% 的股份。后吴氏家族持续减持，于 2020 年 12 月至 2022 年 1 月，通过大宗交易累计减持 3.59%，现吴卫东、吴卫红合计持股 6.31%。另一方面，股东李卫伟于 20 年 12 月至 21 年 5 月期间以大宗交易向研发负责人胡宇航分别转让 2% 和 1.68% 股份，受让后胡宇航持有 9.09% 股份，成为第三大股东。吴氏家族持股比例的持续降低以及胡宇航持股比例的持续提升，有利于优化股东结构，更好支持长期游戏研发发展、扩大研运一体化优势，进一步集中上市公司资源发展文化创意事业。

图 2：公司股权穿透图

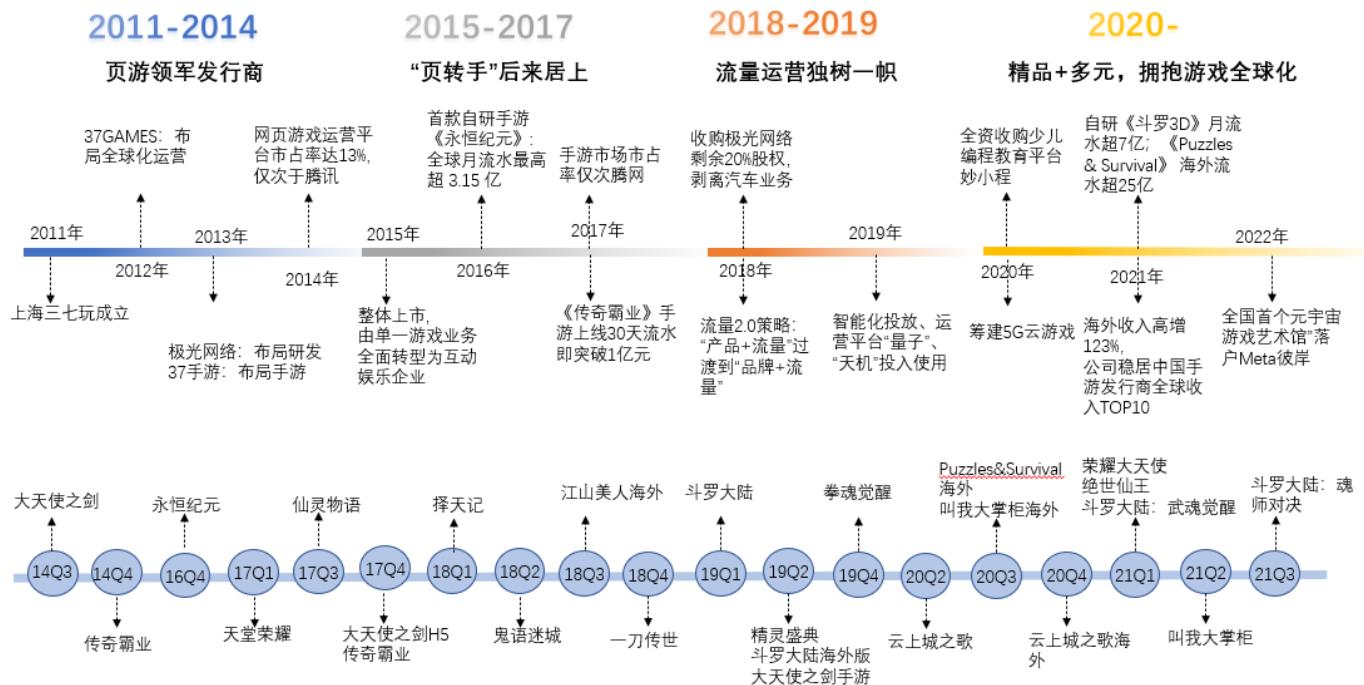


资料来源：公司年报，信达证券研发中心，注：截止至 2022 年 4 月 30 日

## 1.2. 发展背景及战略：精准把握变革，数次成功转型行业领军

成立 11 年以来，三七互娱精准把握行业变革动向，凭借平台流量运营及自研能力优势，以及“精品化、多元化、全球化”战略的升级，成功成为页游、手游、流量经营及游戏出海时代的行业领军。

图 3：公司大事记



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**从运营到自研，迅速成为页游领军发行商（2011-2014）：**公司成立之初以网页游戏平台运营业务为主，受益于页游高速发展及管理层前瞻布局研发体系、精细化游戏运营的策略，到 2014 年，公司网页游戏运营平台市占率达 13%，仅次于腾讯。把握到行业红利期将逐步走向流量型平台后，公司组件研发团队以提高精品内容、提升利润率，于 2014 年先后推出自研产品《大天使之剑》、《传奇霸业》创下多项纪录，成功转型成集研发和发行于一体的页游厂商，自 2015 年起成为国内市场份額最高的页游研发商。

**依托研运经验，成功实现页游转手游（2015-2017）：**随着移动设备的快速发展，手游行业规模市场潜力巨大，公司 2013 年建立 37 手游发展手游代理发行业务。2016 年，公司推出首款自研手游《永恒纪元》，全球单月流水最高超 3.15 亿，成功出圈。后公司持续推出《大天使之剑 H5》等爆款手游，在研发和发行业务上取得的成绩验证了公司研发和发行“网页游戏转手机游戏”品类的产品策略，以及公司流量购买和转化、渠道合作的能力。**2017 年，公司手游市场份额已达第三，仅次于腾讯、网易。**

**流量运营独树一帜，品牌+流量+AI 赋能高效投放（2018-2019）：**2018 年互联网红利消退，微信、抖音、快手等超级 APP 崛起，流量渠道发生改变。公司及时提升运营方式，坚持以系统性流量经营，采用“立体营销+精准推送+长线服务”的多元方式准确把握客户需求，在短视频崛起的 2018 年高效买量投放，多角度切入以满足用户不同的文化消费需求，通过“品效合一”的发行思路，把握市场变化进行高品质的宣传，并打造智能化投放平台“量子”、智能化运营分析平台“天机”等，提升推广效率、稳定产品生命周期。

**精品+多元，拥抱游戏市场全球化（2020-至今）：**公司自 2012 年开始布局海外市场，在多年出海经验的积累下，近两年全球化战略布局取得显著突破，通过本地化+精细化游戏运营，在全球范围影响力得到提升，多款游戏表现亮眼，海外收入屡创新高。公司旗下三消+SLG《Puzzles & Survival》、模拟经营《叫我大掌柜》、泛二次元《云上城之歌》和卡牌策略《斗罗大陆：魂师对决》等多款产品海外收入全线增长，2021 下半年公司连续多月位列中国游戏厂商出海营收榜前茅，并在 2022 年 4 月跃居海外发行商收入第二，出海业务已成为公司稳健发展的第二驱动力。

### 1.3. 主营业务：行业领先的移动游戏、网页游戏研发、发行商

公司主营业务包括网络游戏的研发、发行和运营。公司网络游戏的运营模式主要包括自主运营和第三方联合运营。

在自主运营模式下，公司通过自主研发或代理的方式获得游戏产品的运营权，利用自有或第三方渠道发布并运营。公司全面负责游戏的运营、推广与维护，提供游戏上线的推广、在线客服及充值收款的统一管理服务，并根据用户和游戏的实时反馈信息，协同研发商对产品进行迭代更新。

在第三方联合运营模式下，公司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。公司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，公司与研发商联合提供技术支持服务。

#### 1.3.1. 产业链分析

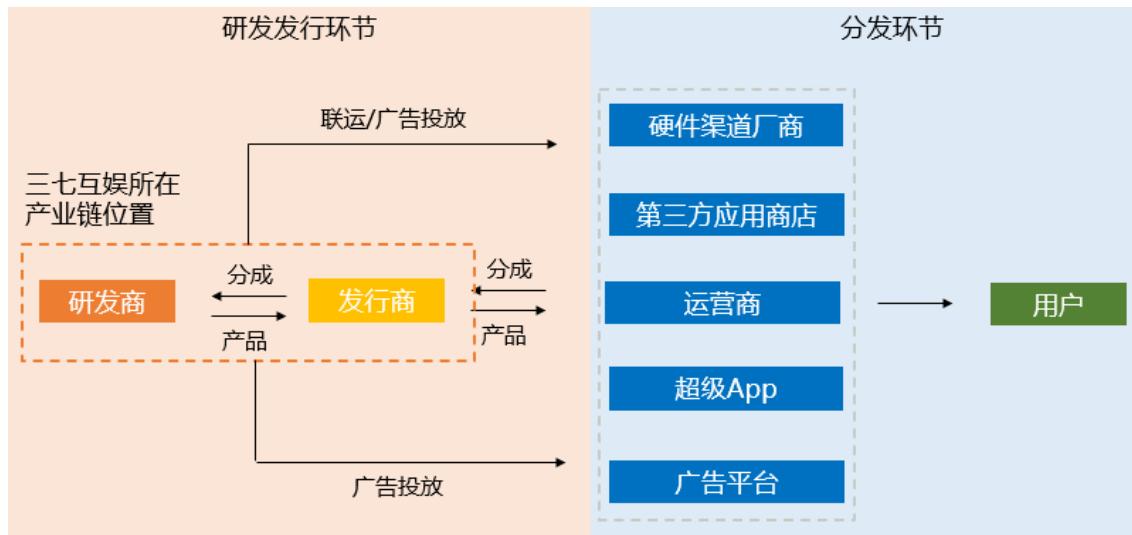
**手游产业链：包括研发、代理发行、渠道环节，三七互娱所处的环节为研发和发行环节。**

- **研发商：**游戏研发商开发新游戏，分成差异由自研、承做等角色定位及游戏质量等决定，部分承担 IP 方分成作为成本，部分加收版权金（尤其是海外发行）。
- **发行商：**发行商从研发商取得游戏代理权，部分运营商获得独家代理权后，会将代理权分销或转授权给二级运营商。运营商负责游戏具体运营，包括采购服务器、使用自用流量或买量进行导量、日常具体运营维护。
- **渠道商：**渠道商主要包括移动运营商、应用程序商店、第三方平台及其他渠道。
- **用户：**最终用户通过多种渠道获取游戏，包括通过应用商店搜索或浏览下载游戏、运

营商自有用户直接下载或广告渠道下载。

一般而言，现有一线游戏公司都倾向于尽可能多地参与产业链各个环节，不断整合上下游的资源，以获取更多的产业链价值。

图 4：三七互娱在手游产业链上所处环节



资料来源：公司年报、硬核联盟白皮书，信达证券研发中心

### 1.3.2. 手游：多元化发展屡破流水表现

手机游戏业务包括国内手游的研发和发行，以及在海外市场的发行。近年来，公司发行策略从相对专一的“ARPG+SLG”调整为“多元化发展”。在 ARPG 品类研发优势基础上，公司研发团队将游戏品类拓展至 MMORPG、SLG、SRPG、模拟经营等，覆盖魔幻、仙侠、都市、青春校园、女性向等不同题材。

表 2：部分经典手游表现

游戏名称	游戏类型	模式	上线时间	表现
永恒纪元	ARPG	自研	2016 年	上线后截止 2018 年底，一年半内全球累计总流水超过 34.1 亿，单月流水超过 3.5 亿元，成为国内“奇迹类”代表作
传奇霸业	ARPG	自研	2017 年	上线 30 天流水突破 1 亿元，成为国内“传奇类”代表作
大天使之剑 H5	H5	自研	2017 年	单月流水超 1.8 亿元
斗罗大陆 H5	ARPG	自研	2018 年	上线当年月流水过亿
一刀传世	ARPG	自研	2018 年	上线当年月流水过亿
精灵盛典	ARPG	自研	2019 年	在 AppStore 游戏畅销榜最高排名第三
云上城之歌	MMO	代理	2020 年	多项运营发行数据创下佳绩，成为公司运营发行“多元化”策略的代表作，突破了公司过往以 ARPG 发行为主的产品发行思路，泛二次元作品也是公司在年轻化群体的一次成功探索

Puzzles & Survival	三消+SLG	定制/代理	2020 年	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
斗罗大陆:魂师对决	卡牌	自研	2021 年	21Q3 全球上线,实现月流水超 7 亿

资料来源:公司年报,信达证券研发中心

### 1.3.3. 页游:持续保持行业领先,带来稳定利润贡献

**凭借多年自主研发和运营经验,公司在国内网页游戏运营、研发市场保持行业领先地位。**旗下 37 网游拥有平台注册用户数超过 7 亿,累计运营产品超过 600 款,是中国知名的数字娱乐平台。旗下业务涵盖 PC、移动游戏领域,产品全面覆盖了重度 ARPG、休闲、SLG 等主流游戏类型,并在泛二次元、RTS、SIM 等游戏众多细分市场领域,形成了专业化布局拓展。根据易观智库产业数据库发布,2016 年第三季度网页游戏运营市场份额为 13.4%,仅次于腾讯;2015 年游戏研发市场份额达到 10.4%,处于行业第一的位置。自 2017 至 2019 年,公司网页运营在平台开服排行榜中每年稳居第一,最高在 2018 年报告期内在国内市场累计开服近 36,000 组。

**受用户向移动端转移、网页游戏产品数量减少两方面因素的影响,公司页游收入增长有所放缓。**公司一方面通过精细化运营主要精品游戏,提高用户粘性,稳定产品的生命周期,另一方面通过战略投资及业务合作等方式与国内顶尖网页游戏研发团队加强合作,使页游业务持续贡献较好的利润业绩。

## 2. 财务分析：

### 2.1. 构成说明

收入方面，对于游戏运营收入，根据游戏运营平台的所有权划分，公司的网络游戏运营模式主要包括自主运营和第三方联合运营两种运营模式。对于自主运营模式，按总额法确认收入，将玩家实际充值并已消费的金额记为营业收入；对于联运模式，将与第三方运营公司分成后的金额记为营业收入。

成本方面，主要包括游戏分成、服务器成本、版权金摊销等。

费用方面，主要包括销售费用、研发费用、管理费用和财务费用。广告买量投入，即互联网流量费用，计入销售费用。

表 3：公司收入、成本、费用确认方法

科目	确认方法
收入	自主运营 公司通过代理、第三方或开发商交由联运等形式获得一款网络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，公司全面负责游戏的运营、推广与维护，提供游戏上线的广告投放、在线客服及充值收款的统一管理，公司是主要责任人，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，公司在游戏玩家消耗虚拟货币购买游戏道具并取得游戏道具时，将游戏玩家实际充值并已消费的金额确认为营业收入。
	第三方联合运营 公司获得一款网络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。 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，公司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。 公司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。对于公司同时收取一次性版权金的情况下，公司在收到版权金时计入其他非流动负债，并在协议约定的收益期内按照直线法摊销计入营业收入。
成本	主要包括游戏分成（占比 90%以上）、服务器成本、版权金摊销等
费用	主要包括销售费用（占比最大的为互联网流量费用，其次为薪酬及福利费）、研发费用（占比最大的为研发人员薪酬及福利费，其次为设计费用）、管理费用（占比最大的为人员薪酬及福利费）和财务费用（占比最大的为利息支出）

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

### 2.2. 营收：复合增长近 25%，海外占比持续提升

**2015-2021 年，公司营收复合年均增长率近 25%，持续稳步增长，与公司各发展阶段精准把握变革密不可分：**

(1) 页游领军：公司成立于 2011 年，以页游发行运营起家，至 2014 年底公司已运营超过 100 款产品。2013 年公司成立极光网络，布局页游研发，2014 年 6 月推出首款自研页游《大天使之剑》，上线 60 天总流水超 3.2 亿元；同年 12 月推出《传奇霸业》，上线 80 天总流水破 3 亿元，成功转型成集研发和发行于一体的页游厂商。2014 年，公司网页游戏运营平台市占率达 13%，仅次于腾讯，2015 年起成为国内市场份额最高的网页游戏开发商。2014 年 11 月 30 日顺荣股份合并上海三七互娱，由于合并范围改变及页游增长态势迅猛，2015 年游戏业务 42.09 亿，同比增长 1424%，占营业收入 90.39%，其中页游 36.70 亿，手游 5.14 亿。

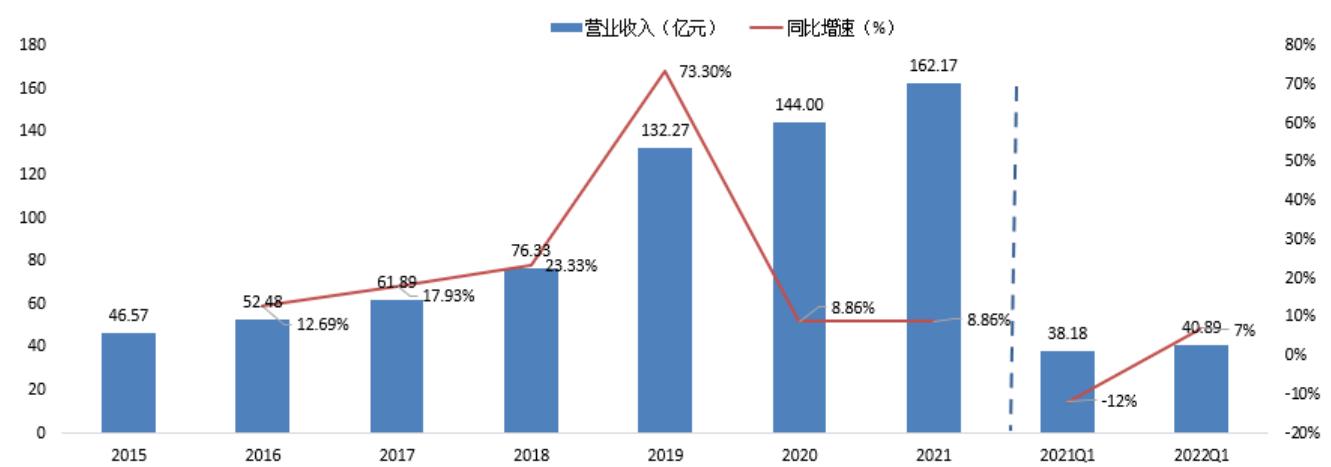
(2) 手游时代：凭借页游研运经验，2016 年公司推出首款自研手游《永恒纪元》全球单

月流水超过 3.15 亿，当年手游取得营业收入 16.39 亿，*YoY 219%*。2017 年，公司实现营业收入 61.89 亿元，同比增长 17.9%，其中手游取得营业收入 32.84 亿，同比增长 100.3%，占营业收入 53%，首次超过页游，成为业绩主要增长点。同时公司手游市场份额已达第三，仅次于腾讯、网易。2017 年 9 月上线的《大天使之剑 H5》单月流水超 1.8 亿元，截止 2017 年底累计充值流水超 5 亿元，《传奇霸业手游》上线 30 天流水即突破 1 亿元。以《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》和《传奇霸业手游》为代表的自主研发产品大幅提升公司在手机游戏业务的盈利能力，在研发和发行业务上取得的成绩验证了公司研发和发行“网页游戏转手机游戏”品类的产品策略，以及公司流量购买和转化、渠道合作的能力。

(3) 流量运营：自 2018 年起，公司进一步升级“研运一体化”战略。在运营端，转变传统发行思路、积极采取买量模式，以流量运营优势为核心，不断优化“立体营销+精准推送+长线服务”的多元方式，以“精细化、数据化、智能化”为原则辐射“产品+推广+用户”三个端口，发行策略从相对专一的“ARPG+SLG”调整为“多元化发展”。另一方面，在研发端，保持流量经营的核心优势基础上做新品类创新和用户拓展，立足产品品质提升和新产品品类探索。公司 2018 年手机游戏研发业务流水同比增长 61.05%，自研产品收入占比的提升，进一步提高公司盈利能力。2018 年以来，公司新上线自研手机游戏超过 10 款。2019 年自研的智能化投放平台“量子”以及智能化运营分析平台“天机”已投入使用，提升广告投放的效率和精确度，手游业务实现营业收入 119.89 亿元，同比增长 114.78%，在国内以及海外多地市场保持领先地位。

(4) 市场全球化：公司自 2012 年开始布局海外市场，在多年出海经验的积累下，2020 年起公司全球化战略布局取得显著突破。经过多年游戏出海经验的积累，公司将出海策略由原“分区突破”调整为按照赛道和品类做组织架构来发行，新策略之下，发行人员对产品有着更深入的理解，可通过更有效的手段进行本地化运营。得益于海外经营方式的调整，2020 年公司全球化战略布局提速显著，海外业务营业收入同比增长 104.34%，远远超过手游业务收入同比增长 10.9% 的增速。2021 年海外业务营业收入 47.77 亿元，同比增长 122.94%，营收占比 29%，《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，2021 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，海外营收占比达 29%，到 22Q1 营收占比超过 34%。

图 5：2015-2022Q1 营业收入及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

运营方面，公司在国内移动游戏发行市场精细化运营的优势凸显。公司在运营的国内移动游戏最高月流水超过 17 亿，新增注册用户合计超过 3 亿，最高月活跃用户超过 4600 万。公司通过自研及代理发行的高品质精品游戏为玩家带来多元体验，坚持精细化运营思路，通过趣味性、有情怀的营销创意、游戏与 IP 的跨界联动等精准营销方式提升发行效率，取得了令人瞩目的成绩，在中国国内移动游戏发行市场占有率名列前茅。海外方面，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。

图 6：分产品营收



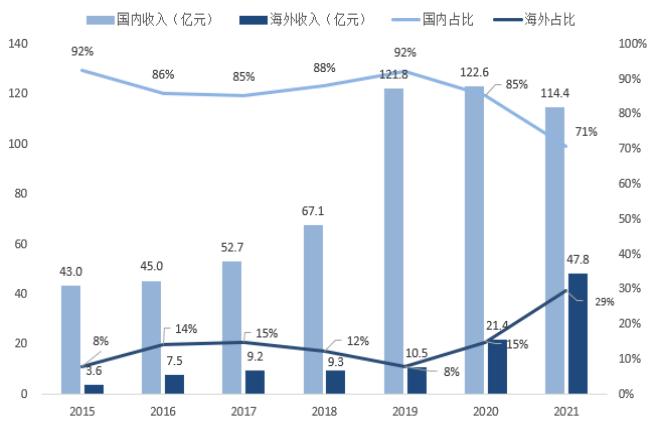
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：分产品占比



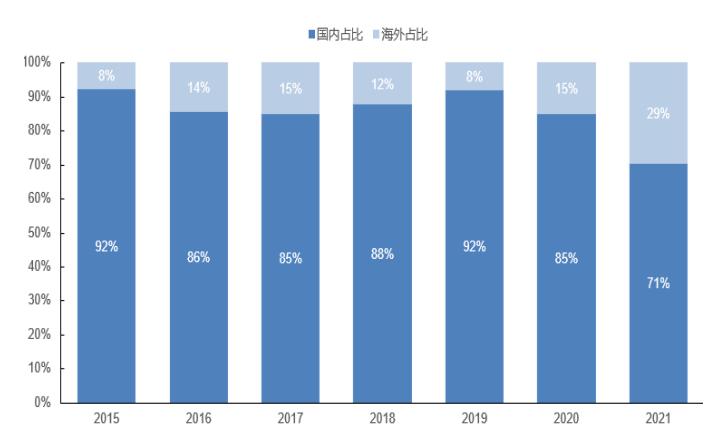
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：分地区营收



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：分地区占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分季度看，公司营收受到游戏产品生命周期影响有所波动：

21Q1 营业收入为 38.2 亿元，同比减少 12%，主要系受运营的游戏产品所处生命周期不同影响，国内存量游戏收入下降以及新游戏流水增长未有及时补充。2021 年 1 月上线《荣耀大天使》、2 月上线《绝世仙王》以及 3 月《斗罗大陆:武魂觉醒》，流水表现优异。海外市场收入同比增幅超 130%，环比增幅超 50%，多地区游戏流水均有增长，海外整体月流水超过 5 亿元。其中，全球发行的策略品类游戏《Puzzles & Survival》在报告期内实现月流水接近 1.5 亿元人民币，并仍保持高速增长。

21Q2 营业收入 37.2 亿元，同比增长-3%。其中海外增长 111%，主要是由于公司调整海外

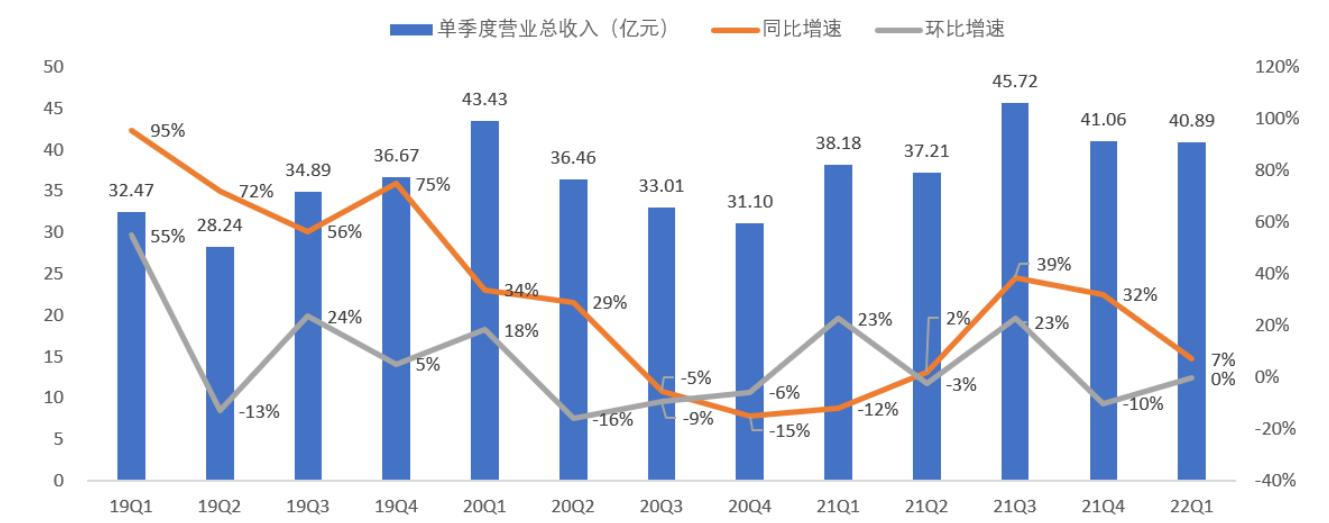
运营策略，境外移动游戏研发及发行业务保持持续增长。

21Q3 营业收入 45.7 亿元，同比增长 39%，创季度新高，主要系前期投入的回收和新游戏产品上线加持。自研产品《斗罗大陆：魂师对决》21 年 7 月在国内上线，8 月在全球陆续上线，实现月流水超 7 亿。

21Q4 营业收入 41.06 亿元，同比上升 32.01%。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》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。

22Q1 营业收入 40.89 亿元，同比增长 7.11%。21Q1 新上线的《荣耀大天使》《斗罗大陆：武魂觉醒》等多款游戏在本报告期已进入成长期。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%，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。

图 10：季度营业收入及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

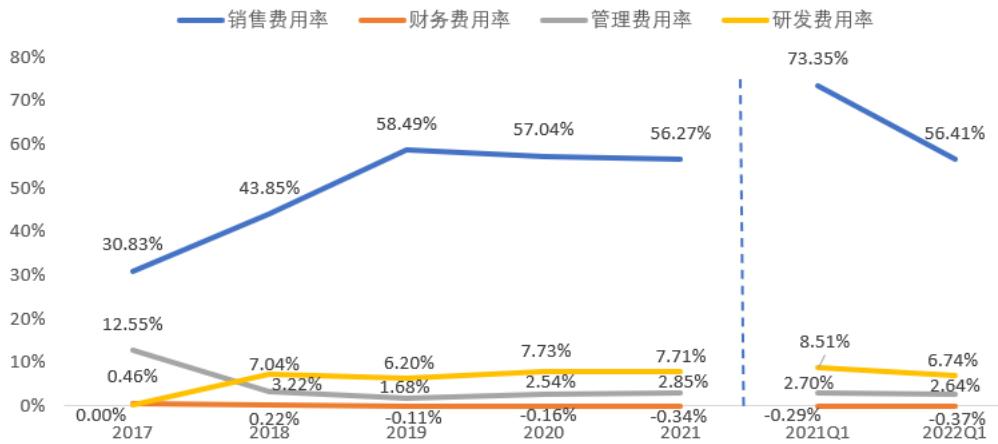
### 2.3. 费用：买量投放导致销售费用高，系统化流量经验提升规模显著

期间费用率稳定保持 67% 左右。2021 年公司四项费用为 162.16 亿，yoY+11%，费用率为 66.5%，同比减少 0.61pcts。22Q1 公司四项费用为 26.8 亿，yoY-17%，费用率为 65.4%，同比减少 18.79pcts。22Q1 费用同比下降主要系 21Q1 多款新游处于主要推广期引致当期销售费用较高。

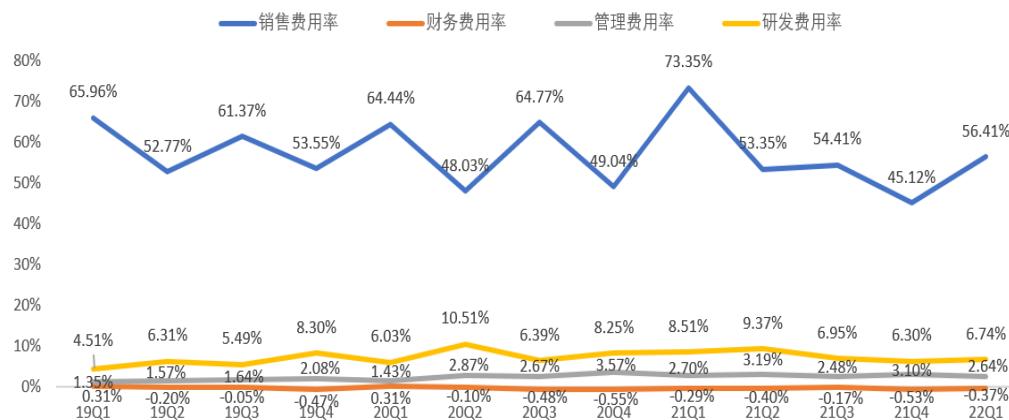
**图 11: 三七互娱 2016-2022Q1 费用情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**销售费用率:** 买量模式显著, 销售费用受产品上线周期影响季度波动较大。自 2018 年起, 公司转变传统发行思路、积极采取买量模式, 以流量运营优势为核心, 不断优化“立体营销+精准推送+长线服务”的多元方式。公司买量模式推广包含互联网流量费用, 占比达 90% 以上。2019 年销售费用同比增长 131% 至 77.4 亿, 其中互联网流量费用 75.8 亿, 同比增长 138%, 自此销售费用率超过 50%, 显著高于吉比特、完美世界等公司。21 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, 销售费用同比增长主要系公司持续加大对新上线的《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。从季度来看, 销售费用率受新产品推广上线节奏影响, 在 45% 至 74% 之间波动, 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, 主要系 21Q1 多款新游上线加大投入影响基数。

**图 12: 2017-2022Q1 销售费用、财务费用、管理费用、研发费用率**


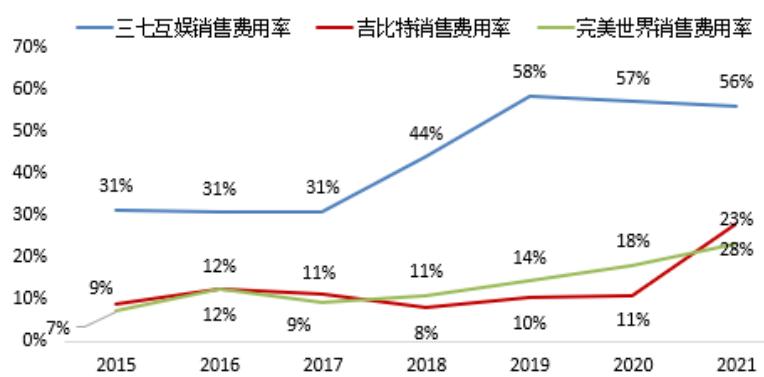
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 13: 2017-2022Q1 销售费用、财务费用、管理费用、研发费用率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

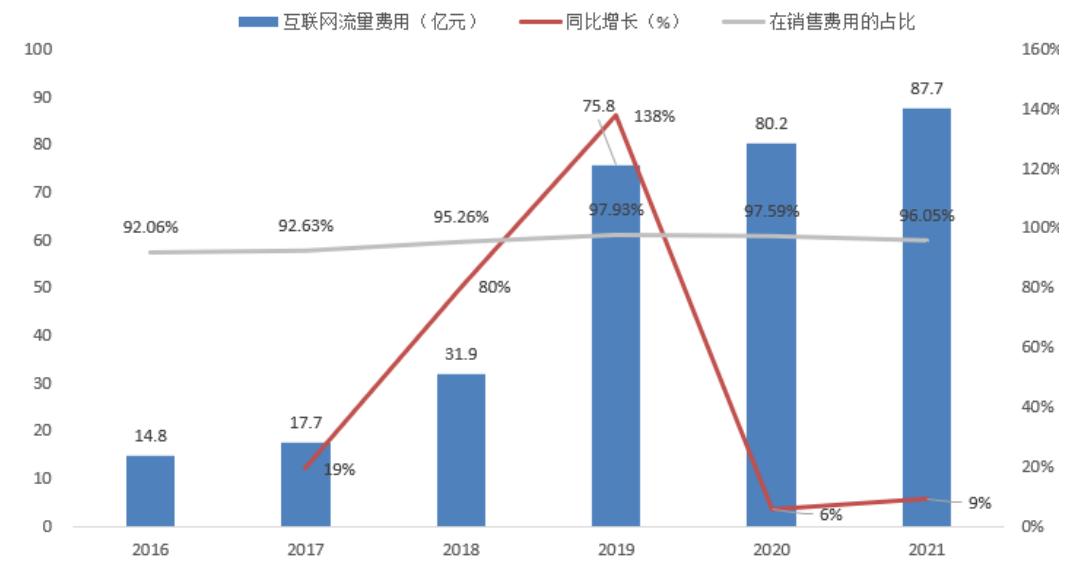
**图 14: 三七互娱 2016-2022Q1 销售费用及增长**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 15: 三七互娱、吉比特、完美世界销售费用率对比**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

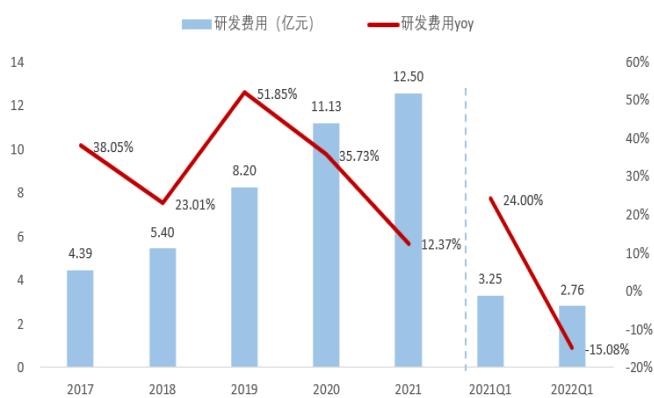
图 16：公司互联网流量费用、占比及同比增长情况



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

管理费用率保持 3%以下，汇兑收益增加利息收入。21 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。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。21 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。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。

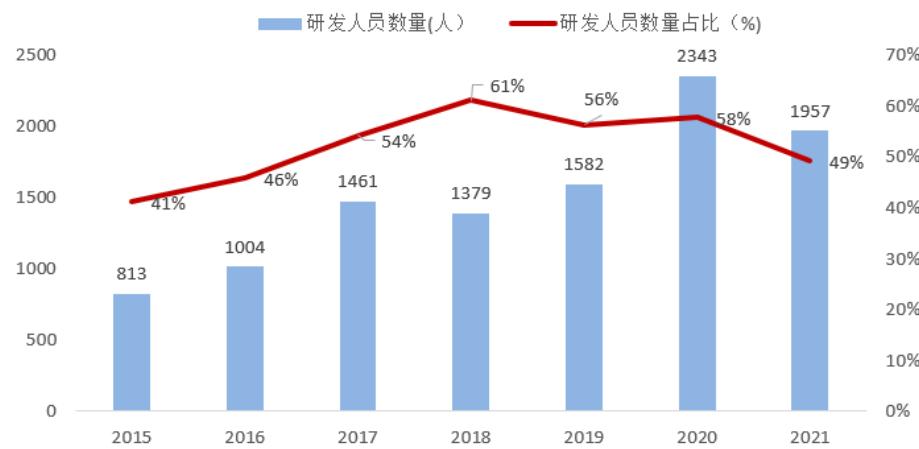
**研发投入持续加大，保持前列研发实力。**为进一步增强研发实力，丰富产品矩阵，提高产品竞争力，巩固行业领先地位，公司持续加大研发投入，2017 至 2021 年间研发费用年均复合增长率达到 30%。21 年研发费用 12.50 亿，同比上升 12.37%，研发费用率 7.71%，同比下降 0.02pct。人均研发投入达 63.9 万，同比增长 34%，在游戏公司中处于较高水平。主要系报告期内公司持续加大研发投入，调整优化薪酬激励机制，使得研发人员薪酬及福利费用增长所致。22Q1 研发费用 2.76 亿元，同比下降 15.11%，研发费用率 6.74%，同比下降 1.77pct。公司目前自研投入产品包括《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》。

**图 17: 研发费用及同比增速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 18: 人均研发投入**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 19: 三七互娱研发人员数量及占比**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**表 4: 2021 年三七互娱、心动、祖龙娱乐、中手游、IGG、吉比特研发投入情况**

公司	研发费用 (亿元)	研发人员 (人)	人均研发投入 (万元/人)	人均研发投入 同比增长
三七互娱	12.50	1957	64	34%
吉比特	6.09	530	115	23%
完美世界	22.11	4255	52	26%
心动公司	12.42	1635	76	57%
祖龙娱乐	7.06	1230	57	14%
中手游	3.11	624	50	15%
IGG	10.39	2000	52	--

资料来源: 三七互娱、吉比特、完美、心动公司、祖龙娱乐、中手游、IGG、吉比特公司公告, 信达证券研发中心

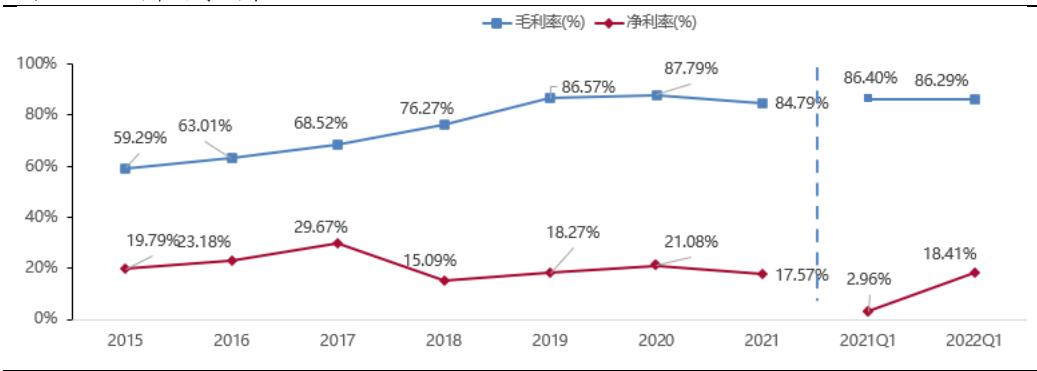
**表5：三七互娱在研项目整理**

主要研发项目名称	拟达到的目标
代号魔幻 M	成为西方魔幻写实风、具备次世代品质的标杆游戏产品
代号 C6	成为具备次世代品质的精品卡牌游戏产品
代号古风	成为唯美精致的女性向回合制游戏产品
代号 3D 版 WTB	成为 Q 版日式幻想风格的精品游戏产品
代号 BY	成为具备顶尖美术品质的精品国战 SLG 游戏产品
代号 AOE	成为具备深度战场策略的精品 SLG 游戏产品
代号 CY	成为高品质的模拟经营精品游戏产品

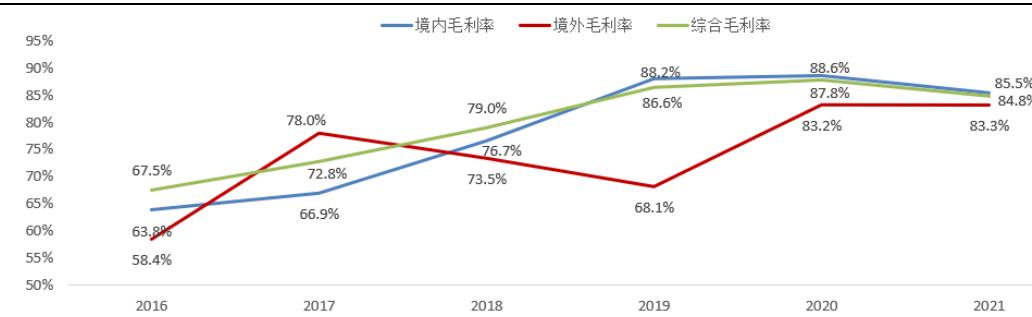
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

#### 2.4.毛利率、净利率：海外毛利率显著提升，全球化布局成果显著

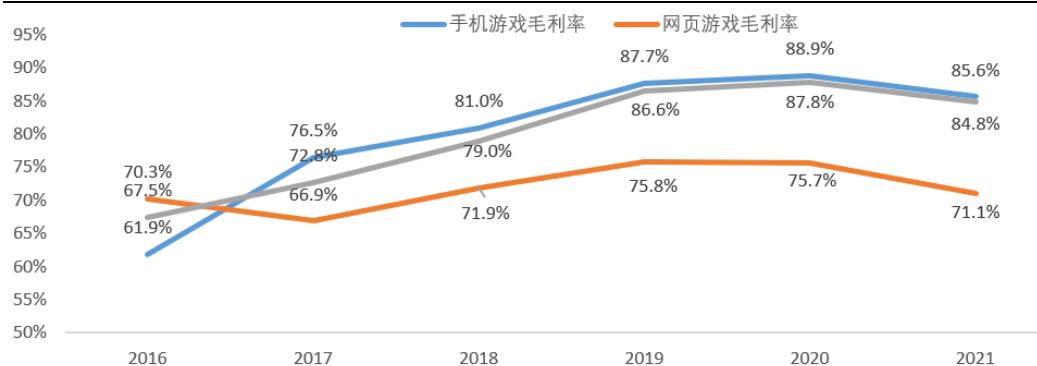
手游业务占比逐年上升且毛利率提升，页游占比有所下降，但通过经精细化运营，依然保持稳中有升的毛利率，整体毛利率稳定增长。2015-2020 年公司毛利率逐年稳定增长，公司 21 年整体毛利率 84.79%，同比下降 3.00pct，综合净利率 17.57%，同比下降 3.5pcts。主要是因为公司游戏业务具有先投入后回收的特性，2021 年公司新上线游戏产品数量增加，由于新游戏处于上线推广初期，对应的销售费用增长率会在这一阶段高于营业收入增长率，进而对利润产生阶段性影响。22Q1 毛利率 86.29%，同比下降 0.11pct，净利率 18.41%，同比增加 15.45pct，归母净利 7.60 亿元，同比增长 550.80%，扣非归母 7.62 亿元，同比增长 19774.29%，21 年销售费用投入已逐步回收，业绩实现稳步释放。从地区来看，得益于全球化战略及海外经营策略的完善，2020 年、2021 年公司境外业务毛利率大幅提升至 83%，从收入占比和毛利率提升方面都对公司整体经营作出亮眼贡献。

**图 20：毛利率与净利率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 21：分地区毛利率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

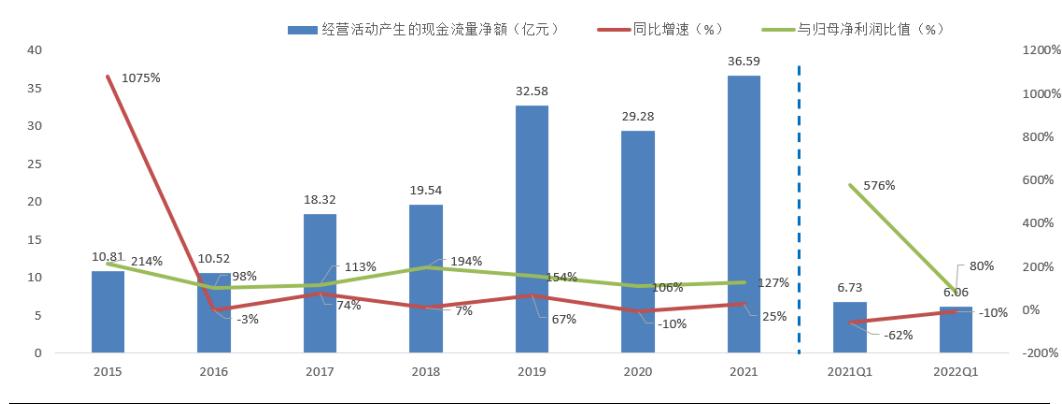
**图 22：分业务毛利率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2.5. 现金流量充足，商誉低风险

公司现金流在 2016-2021 年保持稳定增长，足够覆盖当期归母净利润。22Q1 经营活动产生的现金流量净额本期发生额较上年同期下降 9.93%，减少 0.67 亿元，主要系：1) 因收入较上年同期上升，销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期增加 3.70 亿元；2) 因本报告期支付上年度年终奖、税费及互联网流量费用等增加，经营活动现金流出较上年同期增加 4.52 亿元所致。

图 23：经营性现金流情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

减值风险已释放，主要贡献业绩为经营主体。三七互娱在 2017 年收购子公司上海墨鹍，由于 2017 年其研发的移动手机游戏《择天记》等产品报告期内未能上线，未能实现业绩承诺，公司确认 4.0 亿业绩补偿收益及 3.0 亿商誉减值损失；2018 年上海墨鹍研发发行进度不达预期，主要游戏在 18Q4 未能上线产生收入利润，经营业绩低于预期，公司确认业绩补偿 4.5 亿元及相关商誉减值 9.6 亿元，影响归母净利润减少 5.1 亿元。19Q1 公司将上海墨鹍出售给字节跳动，并于当季确认投资收益，三七互娱的减值风险已在 2018 基本释放，剩余商誉 15.89 亿元主要为主要贡献业绩的三七互娱（上海），即游戏业务经营主体之一，基本无风险。

表 6：公司商誉减值情况

形成商誉子公司	2019年初商誉	19年报减值准备	2020年初商誉	20年报减值准备	2021年初商誉	2021年报减值准备
三七互娱（上海）科技有限公司	15.78	0	15.78	0	15.78	0
Miaocode Education Holding Limited	0.37	0	0.37	0.37	0	0
芜湖萤火之光网络科技有限责任公司	0.11	0	0.11	0	0.11	0
成都盛格时代网络科技有限公司	0.0026	0.0026	0	0	0	0
上海墨鹍数码科技有限公司	12.60	12.60	0	0	0	0

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 24: 商誉值**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2019 年起执行新金融工具准则，公司对金融资产进行了重分类，截止 22Q1，公司交易性金融资产 17.99 亿，其他权益工具投资 3.26 亿，其他流动资产 0.45 亿，其他非流动资产 0.25 亿。在 2021 年内，公司对成都龙游天下、成都坚果光年多个游戏公司加大股权投资，持续通过投资布局等方式，与上海易娱网络、羯磨科技等优秀的游戏研发商长期深度合作，形成丰富的外部研发储备，在产品供给侧进行多元化布局。

**表 7: 金融资产相关情况**

科目 (亿)	2019	2020	2021	2022Q1
交易性金融资产	20.43	13.21	20.99	17.99
其他权益工具投资	1.20	2.95	3.27	3.26
其他流动资产	1.26	4.52	0.60	0.45
其他非流动资产	2.71	0.31	0.30	0.25

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**表 8: 三七互娱 2021 年游戏投资变化情况**

公司	投资方式	投资金额 (万)	持股比例	厂商类型	2022Q1
成都龙游天下	增资	500	20%	SLG	汉末霸业
成都坚果光年	新设	2000	30%	SLG	--
上海狩龙网络	增资	2100	21%	模拟经营	悠长假期
深圳范特西	增资	3000	20%	体育竞技	王者 NBA
上海炽梦网络	增资	1500	25%	休闲	--
广州楚门网络	新设	1250	30%	--	--

上海吾未网络	增资	7000	20%	MMORPG	代号：K计划
苏州星丽网络	增资	3000	6.9%	--	--

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3. 投资要点

#### 3.1. 精品化策略+领先研发实力，持续打造高产出、高成功率和长周期产品

公司在“精品化、多元化、全球化”战略定位下，精准把握产业发展趋势，持续推出多款经典长周期之作。2015年-2021年公司先后推出了《大天使之剑》、《永恒纪元》、《大天使之剑H5》、腾讯版《传奇霸业手游》、《一刀传世》、《斗罗大陆H5》、《精灵盛典》、《王城英雄》、《斗罗大陆：魂师对决》、《荣耀大天使》、《云端问仙》等多款月流水破亿的游戏，并在上线多月后持续表现优异贡献流水。

《永恒纪元》是由极光网络研发、三七互娱发行的西方魔幻类型ARPG手游，2016年11月上线，是“页转手”的代表作品，包含大量页游经典元素和玩法，数据远超同类型“页转手”游戏。首发开服3小时流水破百万，2017年全球最高单月流水超过3.15亿元，同时位居2018年海外App Store & Google Play中国手游收入TOP30榜单的第28位。《永恒纪元》项目的成功使得公司将页游流量导入手游成为可能。

图 25：《永恒纪元》上线两年畅销榜情况



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

《大天使之剑 H5》是由极光网络研发、三七互娱发行的一款 H5 游戏。H5 游戏此前主要使用场景和盈利途径在于广告营销，游戏自身盈利能力缺失，流水收入不足。《大天使之剑 H5》上线 24 天流水破亿，2017 年单月流水超 1.8 亿元。游戏基于《奇迹 MU》IP 创作而成，拓宽策略与社交维度。加入分支系统弱化了单一的数值比拼，丰富了玩家在角色养成、交易、社交等多维度的玩法选择，在中国台湾地区上线 2 个月问鼎畅销榜。

图 26:《大天使之剑 H5》上线两年畅销榜情况



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

《一刀传世》是成龙代言的传奇 RPG 手游，PK 系统深度优化，千人同屏增强刺激性，配备多元化社交玩法。2018 年 12 月上线，在过去流量经营的经验上，对游戏推广策略进行大胆的创新和升级，成功将《一刀传世》打造成为下一个月流水破亿的爆款手游。上线后 18 个月，基本维持在 iOS 游戏畅销榜 TOP100。

图 27:《一刀传世》上线一年半内畅销榜情况



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

《精灵盛典》是由极光网络研发、三七互娱发行的 RPG 手游，突破了品类的瓶颈。游戏采用了公司自主研发的全新粒子游戏引擎系统，在人物精细化渲染、3D 场景以及光影表现方面，实现了更好、更真实的效果。在 3 年的研发时间内，项目组对《精灵盛典》进行了多次的严格测试与数据优化，在框架上实现创新，更专注玩家在游戏中的体验和成长。游戏上线最高超过 40 万人同时在线，在 iOS 畅销榜最高排名第 3 名，上线后 18 个月，基本维持在 iOS 游戏畅销榜 TOP100。

图 28:《精灵盛典》上线一年半内畅销榜情况



资料来源: 七麦数据, 信达证券研发中心, 注: 2019 年 11 月至 2020 年 3 月游戏下架

**《斗罗大陆》IP 改编领先市场, 突破策略卡牌赛道。**以《斗罗大陆》IP 改编为例, 在 12 款有版号的斗罗大陆 IP 改编游戏中, 其中 4 款进入 iOS 畅销榜 Top10, 《斗罗大陆 H5》《斗罗大陆: 魂师对决》《斗罗大陆: 武魂觉醒》由三七互娱发行, 《斗罗大陆 H5》《斗罗大陆: 魂师对决》为自研。《斗罗大陆 H5》是同名小说正版授权的沉浸式策略手游, 高度还原原著内容, 以原创策略竞技为核心玩法, 2019 年 1 月上线, 上线后流水破亿, 最高进入畅销榜第 9, 上线一年半内维持 TOP100。《斗罗大陆: 武魂觉醒》是一款 RPG 策略卡牌类手游, 核心体验围绕角色收集、养成和搭配展开, 上线首日流水突破 1000 万元, 上线十日流水突破 1 亿元, 上线首月流水突破 3 亿元, 最高位居 iOS 畅销榜第 5 名, 上线一年内维持 TOP150。在斗罗大陆 IP 游戏改编方面处于的领先地位, 充分验证了三七研发实力的提升。

图 29:《斗罗大陆 H5》上线一年半内畅销榜情况



资料来源: 七麦数据, 信达证券研发中心

图 30:《斗罗大陆: 武魂觉醒》上线一年内畅销榜情况



资料来源: 七麦数据, 信达证券研发中心

研发投入持续加大, 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%, 在同类公司中处于中上水平。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, 2021 年平均排名第 11 名, 实现月流水超 7 亿。游戏采用了“内容化发行”方式, 围绕底层玩法、游戏内容、用户体验以及社区文化构建发行体系。高度还原原著及动画, 用过硬的品质夯实内容化发行基础, 通过创新宣发方式及私域流量运营, 走出原有 IP 圈层, 不断拓展游戏潜在玩家。在游戏研发过程中, 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。

图 31:《斗罗大陆: 魂师对决》上线至今畅销榜情况



资料来源: 七麦数据, 信达证券研发中心

“双核”产品见长, “多元化”矩阵成效显著, 产品储备丰富。公司在 MMORPG/APRG 产品方面具有领先优势, 已产出《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》、《斗罗大陆 H5》等多款流水超十亿元产品。自 2018 年起模拟经营《江山美人》《叫我大掌柜》、三消+SLG

《Puzzles&Survival》、泛二次元《云上城之歌》、卡牌策略类《斗罗大陆：魂师对决》等多赛道产品在海内外表现优异，多元化矩阵战果显著。预计公司后续将在国内发布包括《代号魔幻 M》《代号 C6》《代号古风》《代号三国 BY》《代号 AOE》等在内的 20 种产品。相信在次世代 3D 引擎、AI、大数据分析平台等前沿技术加持下，公司将持续拓展 MMORPG、SRPG、SLG、SIM 等多个细分市场领域形成专业化布局，打造具有高产出、高成功率和长周期等特性的精品游戏。

**表 9：三七互娱产品矩阵整理**

时间	MMO	SLG	卡牌	模拟经营/女性向/二次元
2014	传奇霸业；大天使之剑			
2016	永恒纪元			
2017	大天使之剑 H5	阿瓦隆之王		
2018	鬼语迷城；屠龙破晓；一刀传世	仙灵觉醒		江山美人海外
2019	精灵盛典；《斗罗大陆》H5		拳魂觉醒	
2020	奇迹 MU:跨时代	Puzzles & Survival 海外	斗罗大陆：武魂觉醒	日理万姬海外、叫我大掌柜海外、云上城之歌
2021	荣耀大天使；绝世仙王；云端问仙		斗罗大陆：魂师对决	一千克拉女王、叫我大掌柜
游戏储备	《代号魔幻 M》《代号古风》《代号 3D 版 WTB》《梦想大航海》《曙光计划》《代号修仙传》《代号魔幻 K 计划》《代号 BX》	《代号三国 BY》《代号 AOE》《代号 YG》《代号 CB》《代号 WG》《代号 DG》《代号 S》《Ant Legion》《代号 PK》	《代号 C6》《空之要塞：启航》《代号二次元 ZQ》《代号三消卡牌》《最后的原始人》	《代号 CY》《代号森林》《代号 ZH》

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**表 10：三七互娱国内 Pipeline 整理**

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

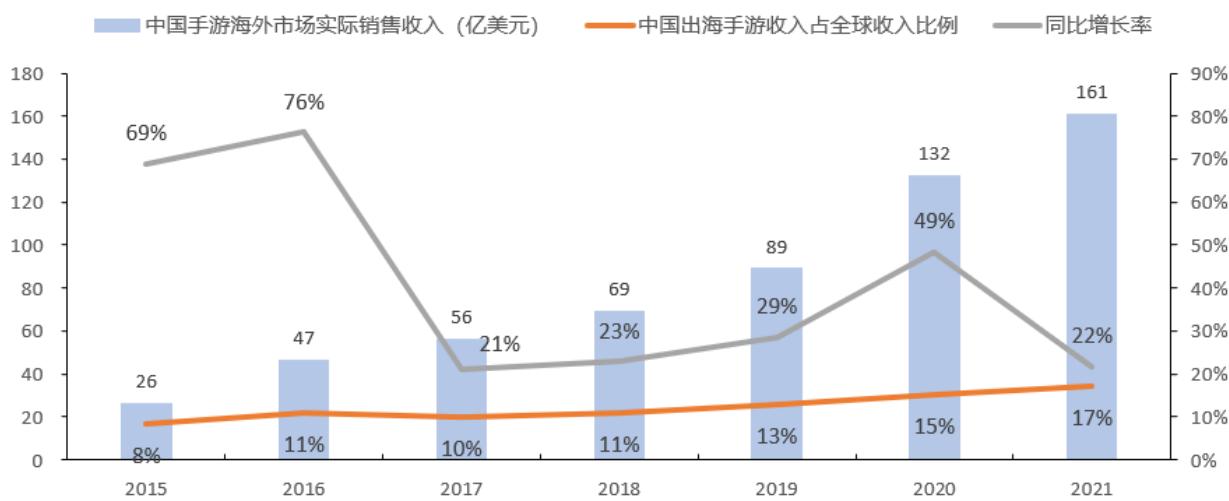
10	《空之要塞：启航》	卡牌	蒸汽朋克	代理
11	《代号 YG》	SLG	昆虫题材	代理
12	《代号修仙传》	MMORPG	修仙题材	代理
13	《代号二次元 ZQ》	卡牌	二次元	代理
14	《代号三消卡牌》	卡牌	RPG 融合	代理
15	《最后的原始人》	卡牌	回合放置	代理
16	《代号森林》	模拟经营	农场类	代理
17	《代号魔幻 K 计划》	MMORPG	西方魔幻	代理
18	《代号三国 CB》	SLG	三国题材	代理
19	《代号 WG》	SLG	多文明写实	代理
20	《代号 DG》	SLG	中世纪城建/轻度消除	代理

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.2. 强经验、多品类、因地制宜抢占海外市场

高基数下海外市场收入仍呈现 22% 增长。面临国内移动游戏市场存量竞争加剧、版号审批趋严的困境，游戏唯有出海方可突围已成行业共识。2021 年，中国自主研发移动游戏海外市场实际销售收入达 160.9 亿美元，同比增长 21.8%，增速同比下降约 27 个百分点，占全球手游收入比例攀至 17.26%。2021 年全球游戏市场在上年高基数基础上增速大幅放缓，而中国手游在海外市场的收入仍实现了两位数的增长，充分凸显了国产游戏全球化竞争力的增强。

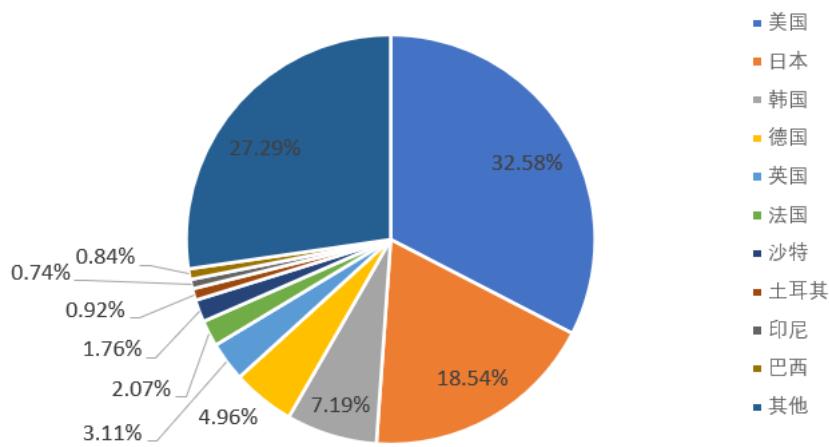
图 32：2015-2021 年中国自主研发移动游戏海外市场实际销售收入与增速及占全球收入比例



资料来源：游戏工委、信达证券研发中心

出海游戏立足成熟市场基本盘，开始寻找新兴市场增长点。2021 年，中国自主研发移动游戏海外重点地区收入分布中，美国、日本、韩国三大海外市场合计贡献国产游戏出海收入的 58.31%。“基本盘”美日韩市场的合计占比呈下降趋势，中东、南美地区占比有所提升。

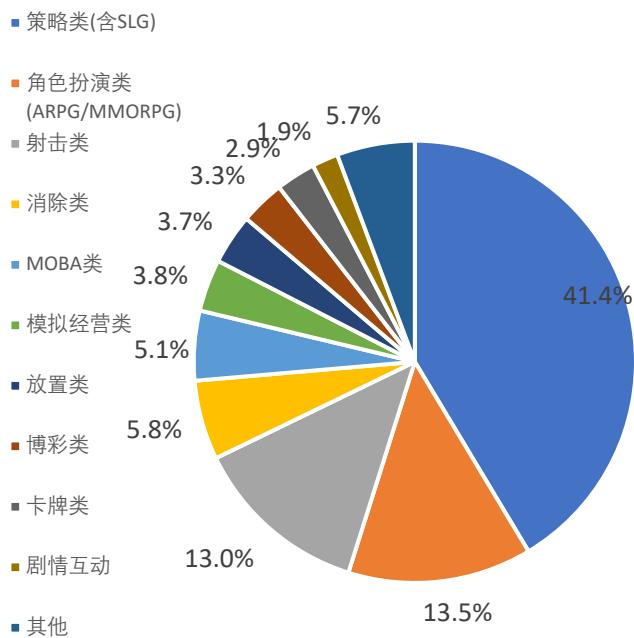
图 33：2021 年中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比



资料来源：游戏工委、信达证券研发中心

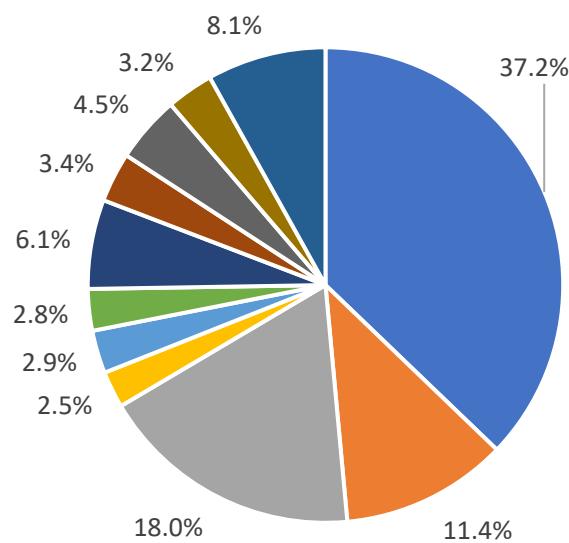
**传统强项收入稳坐头名，多品类开拓表现亮眼。**2021 年，在中国自主研发移动游戏海外地区收入分布中，出海传统强项策略类游戏收入占比稳坐头名，收入占比达 41.40%；角色扮演类略超射击类游戏位列第二，三类游戏备受海外玩家青睐，连续三年稳居前三，合计收入占比一直维持在 60%以上。国产游戏多品类开拓收获成效，消除类、多人在线战术竞技类游戏表现亮眼，两类游戏收入合计占比达 10.91%，同比增加 5.50%。

图 34: 2020 年中国自主研发手游海外市场收入前 100 类型收入占比



资料来源:游戏工委,信达证券研发中心

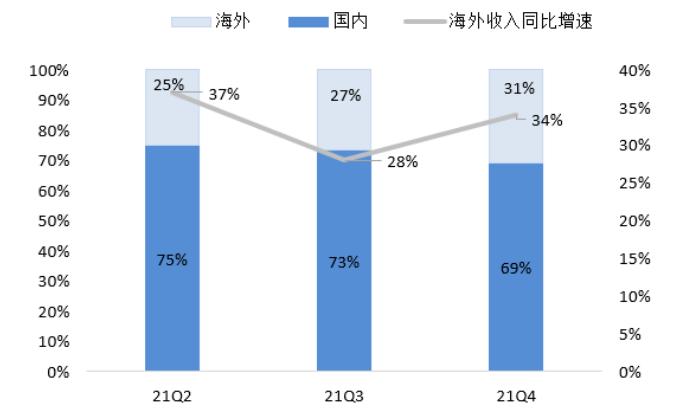
图 35: 2021 年中国自主研发手游海外市场收入前 100 类型收入占比



资料来源:游戏工委,信达证券研发中心

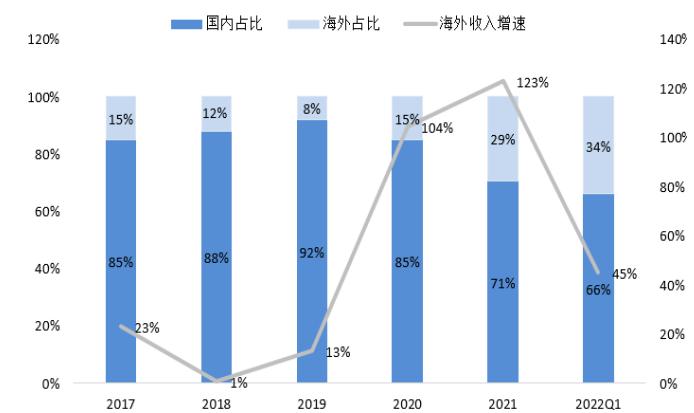
多公司海外收入已成业绩驱动增长点,三七互娱增长最高,市占明显高于同类公司。腾讯、友谊时光、祖龙娱乐、三七互娱等公司 2021 年海外收入持续增长,已成业绩驱动增长点,营收占比均超过 30%。其中三七互娱海外收入增长最快,在 2020 年疫情中全球宅经济的激增效应带来的高基数下,2021 年海外业务再创新高,同比增长 123%,远超其他公司。根据游戏工委,中国手游海外市场实际销售收入约 1024.5 亿元,三七互娱凭借 47.8 亿海外手游收入,在同类公司手游出海市场份额占比最高,达到 4.66%,市占增长势头明显高于同类公司。2022Q1 海外业务发展再度提速,同比增长超过 45%,海外占比超过三分之一。

图 36: 21Q2-21Q4 腾讯游戏海内外收入占比及同比增速

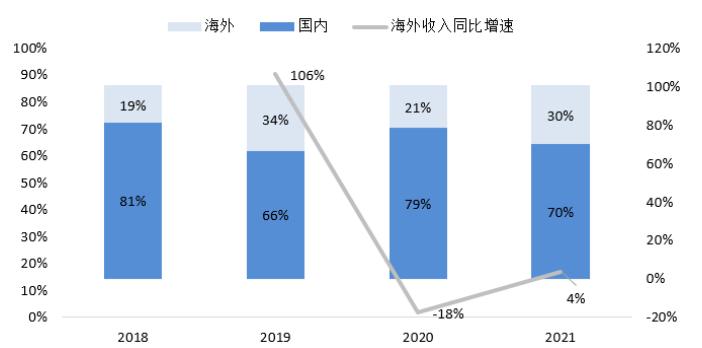


资料来源:腾讯公司公告,信达证券研发中心

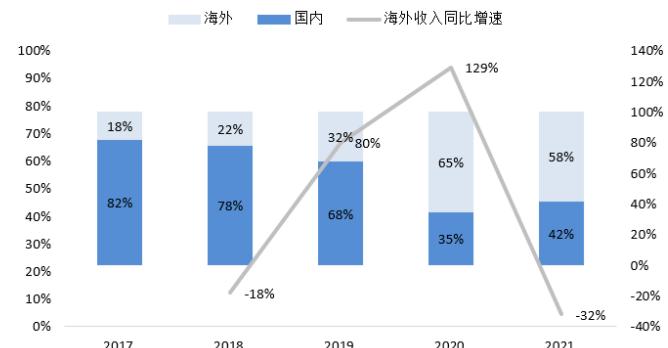
图 37: 2017-2022Q1 三七互娱海内外收入占比及同比增速



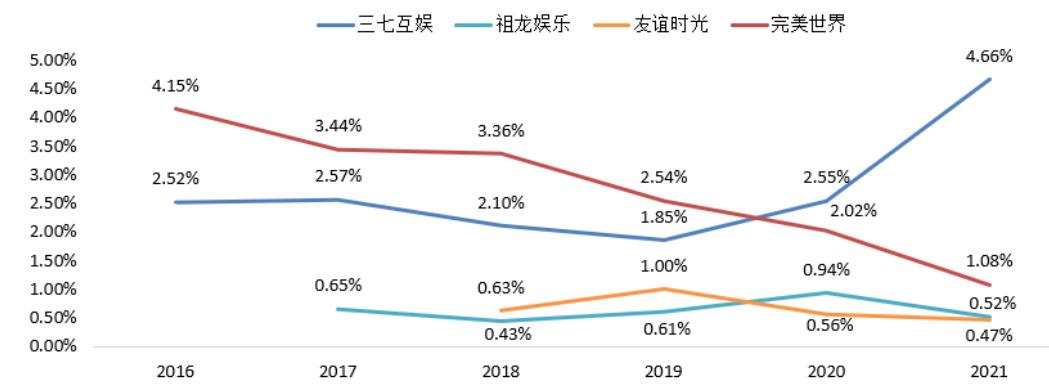
资料来源:三七互娱公司公告,信达证券研发中心

**图 38: 2018-2021 年友谊时光海内外收入占比及同比增速**


资料来源: 友谊时光公司公告, 信达证券研发中心

**图 39: 2017-2021 年祖龙娱乐海内外收入占比及同比增速**


资料来源: 祖龙娱乐公司公告, 信达证券研发中心

**图 40: 三七互娱、祖龙娱乐、友谊时光、完美世界 2016-2021 手游出海市占率**


资料来源: Wind, 游戏工委, 信达证券研发中心

42 款手游海外市场超 1 亿美元，三七互娱 3 款产品入围，《Puzzles & Survival》新游创新高，《云上城之歌》稳步前进。Sensor Tower 数据显示，2021 年共 42 款中国手游在海外市场的收入超过 1 亿美元，在 2020 年的基础上进一步增加 5 款，腾讯、莉莉丝、网易、趣加、三七互娱、博乐科技均有 3 款产品入围 1 亿美元俱乐部。值得注意的是，2019 年三七互娱凭借《江山美人》首次入围，到 2021 年已有 3 款，分别是《Puzzles & Survival》《江山美人》《云上城之歌》。《Puzzles & Survival》凭借独具创意的“三消+SLG”玩法，在最大化潜在市场的同时，寻得长线稳定的商业化路径，是为数不多成功入围榜单的新游，超过一众经典头部游戏位列第 9，并在 2022 年 Q1 持续实现排名上升。在代言人和春节主题宣发活动的带动下，《云上城之歌》凭借在日韩保持卓越的市场表现，在 2022 年 Q1 入围中国手游海外收入 Top30 并逐月提升。

**表 11: 2021 年中国手游收入 Top30 (海外 App Store+Google Play)**

序号	游戏名称	游戏公司
1	原神	米哈游
2	PUBG MOBILE	腾讯
3	State of Survival	FunPlus
4	万国觉醒	莉莉丝
5	使命召唤手游	腾讯&动视暴雪

6	王国纪元	IGG
7	荒野行动	网易
8	口袋骑兵	江娱互动
9	Puzzles&Survival	三七互娱
10	黑道风云	友塔网络
11	Project Makeover	Magic Tavern
12	放置少女	有爱互娱
13	无尽对决	沐隆科技
14	三国志·战略版	灵犀互娱
15	Age of Origins	CamelGames
16	阿瓦隆之王	FunPlus
17	奇迹之剑	4399 Games
18	守望黎明	龙创悦动
19	Cash Frenzy	博乐科技
20	剑与远征	莉莉丝
21	偶像梦幻祭!! Music	乐元素
22	明日方舟	魔角网络&悠星网络&心动网络
23	火枪纪元	FunPlus
24	帝国曙光	龙创悦动
25	Machington Mansion	Magic Tavern
26	战火与秩序	CamelGames
27	江山美人	三七互娱
28	Lotsa Slots	博乐科技
29	第五人格	网易&心动网络
30	明日之后	网易

资料来源：Sensor Tower，信达证券研发中心

表 12：2021-2022 年海外收入 Top30 三七互娱排名

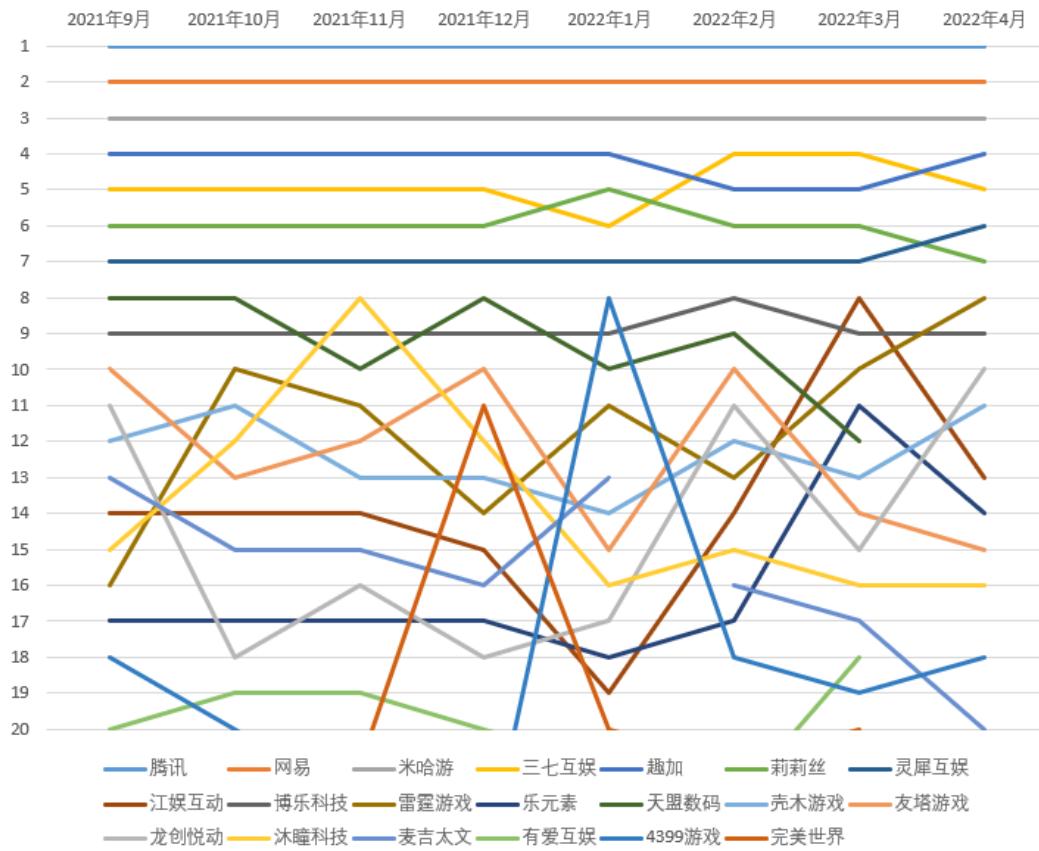
游戏名称	2021 年排名	2022 年 1 月	2022 年 2 月	2022 年 3 月	2022 年 4 月
Puzzles&Survival	9	6	5	5	5
云上城之歌	--	23	16	14	11
江山美人	27	--	--	--	--

资料来源：Sensor Tower，信达证券研发中心

全球收入 TOP100 中有 30 家以上为中国手游发行商，具备多年出海经验的三七互娱挺进全球收入前 4，出海收入第 2。进入 2022 年后，《云上城之歌》凭借深度本地化，在韩国、日本实现逆增长、热度升温，加上《Puzzles & Survival》等手游在海外市场的全线增长，

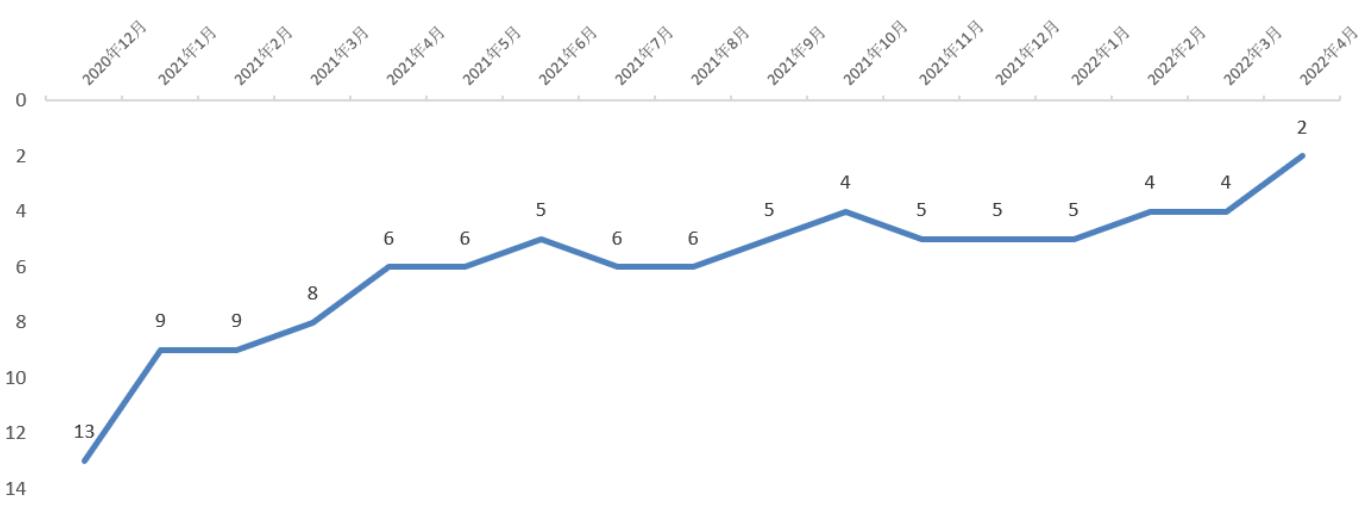
三七互娱收入环比提升 11%，排名挺进 TOP4，仅次于腾讯、网易和米哈游。在 data.ai 每月公布的中国游戏厂商出海收入排行榜中，三七互娱从 2020 年的十名开外，节节攀升，2022 年 4 月已经成为“榜眼”。

图 41：近半年中国手游发行商收入 TOP20（全球 App Store+Google Play）



资料来源: Sensor Tower、信达证券研发中心

图 42：三七互娱中国出海厂商中的营收排名



资料来源: data.ai、信达证券研发中心

全球 52 强中国发行商数量首超美国，三七互娱提升最多。4月13日，data.ai 发布了2022年度的 Level Up 全球52强发行商大奖榜单，中国发行商数量为17家，首次超过美国。得益于《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等在全球各市场发行的游戏持续贡献收入，原本47名的三七互娱实现爆发增长，跻身榜单第25名，同时，三七互娱在 data.ai 盘点的 2022 年度中国游戏厂商出海收入飞跃榜 30 强第二，验证了三七互娱强劲的出海发行能力以及长线运营实力。

表 13：2022 年度全球 52 强中国发行商（全球 iOS&Google Play 综合收入）

排名	公司名称	2021 年排名	同比进退
1	腾讯	1	0
2	网易	2	0
7	字节跳动	24	17
14	米哈游	35	21
19	莉莉丝	12	-7
24	趣加	15	-9
25	三七互娱	47	22
32	阿里巴巴	26	-6
34	百度	29	-5
36	IGG	37	1
39	欢聚集团	41	2
44	友塔游戏	44	0
45	壳木游戏	--	--
46	龙创悦动	46	0
47	江娱互动	--	--
48	博乐游戏	50	2
50	世纪华通	--	--

资料来源：data.ai，信达证券研发中心

海外市场手游收入未见回落，《Puzzles & Survival》有效突破美国市场，《江山美人》《云上城之歌》《叫我大掌柜》助力亚洲市场领先。疫情后时代，海外游戏市场收入并未出现回落。截止 2021Q3，美国手游市场应用内购收入已连续三个季度收入超过 60 亿美元，已连续三个季度收入超过 60 亿美元，21 年全年日本移动游戏市场收入同比增长 6.5% 达到 184.5 亿美元，韩国移动游戏市场收入同比增长 6.5% 至 57.2 亿美元。公司通过布局多类题材的 SLG 游戏加码布局全球，有效突破欧美市场，并在亚洲地区继续保持领先的市场优势：

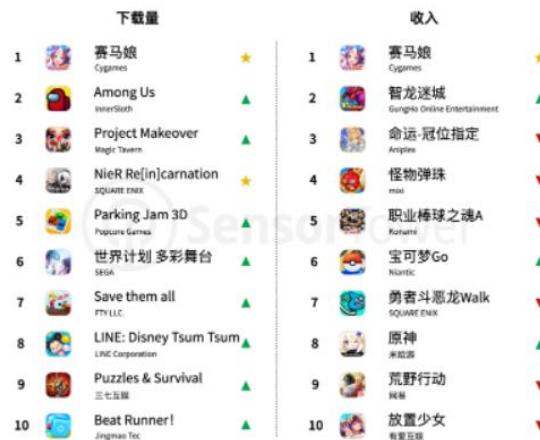
(1) 公司推出市场首款“三消+SLG”产品《Puzzles & Survival》，将欧美市场最流行的三

消玩法和传统重度 SLG 玩法进行了完美地融合，抓住了市场空白点，成绩表现突出，成长性快于同类手游。21Q1，SLG+消除手游《Puzzles & Survival》收入环比增加一倍，跻身中国手游入围美区畅销榜 TOP20，并在 Q2 环比增长 43% 进入 TOP10，居于下载榜 TOP20。根据七麦数据，《Puzzles & Survival》上线美区后畅销榜排名持续走高，最高于 22 年 4 月 23 日畅销榜第 8。

(2) 日本 2021 年畅销榜 Top10 过半数游戏为上线四年以上的老游戏，《Puzzles & Survival》突破重围成为 TOP10 唯一中国手游，同时还位居收入增长榜、下载量增长榜 TOP5。根据七麦数据，《Puzzles & Survival》上线日本后畅销榜排名持续走高，最高于 22 年 4 月 24 日畅销榜第 5。另外宫廷模拟经营类《江山美人》也表现不俗，与《Puzzles & Survival》共同列于中国手游在日本收入 TOP10。

(3) RPG 手游是韩国市场收入最高的游戏类别，占比超过 66%，公司凭借 MMORPG《云上城之歌》等产品冲入由韩国天堂系列等固有 IP 包围的饱和市场，表现出强有力的追赶态势。公司 2020 年在国内代理发行的畅销游戏《云上城之歌》突破了过往以 ARPG 发行为主的产品发行思路，大幅提升了在 MMORPG 等不同品类的发行运营能力，2021 年在韩国上线后表现同样可圈可点，上榜韩国 2021 年手游下载量 TOP10，2022 年 2 月成功入围韩国手游畅销榜 TOP5，并成为当地收入最高的中国手游后。中国古代模拟经商手游《叫我大掌柜》通过精准的本地化经营，上线后取得不错反响，与《云上城之歌》共同列于 2021 年出海收入榜 Top20、下载榜 TOP20。

图 43：2021 年日本手游市场畅销榜、下载榜 TOP10



资料来源: Sensor Tower, 信达证券研发中心

图 44：2021 年日本手游市场增长畅销榜、下载榜 TOP10



资料来源: Sensor Tower, 信达证券研发中心

图 45: 2021 年中国手游在日本市场收入 TOP20

手游及发行商		
1 原神	米哈游	▲
2 荒野行动	网易	▼
3 放置少女	有爱互娱	▼
4 偶像梦幻祭!!Music	乐元素	▲
5 黑道风云	友塔游戏	▼
6 Puzzles & Survival	三七互娱	▲
7 江山美人	三七互娱	▲
8 明日方舟	南京网络 & 悠星网络	▼
9 第五人格	网易	▼
10 Age of Z Origins	CamelGames	▲
11 王国觉醒	莉莉丝	▼
12 三国志·战略版	灵犀互娱	★
13 PUBG MOBILE	腾讯	▼
14 碧蓝航线	恺英网络	▼
15 王国纪元	IGG	▲
16 使命召唤手游	动视暴雪 & 腾讯	-
17 奇迹之剑	4399 Games	▼
18 明日之后	网易	▼
19 碧蓝档案	悠星网络 & NEXON	★
20 大老板	益游游戏	▲

资料来源: Sensor Tower, 信达证券研发中心

图 47: 2021 年韩国手游市场畅销榜、下载榜 TOP10

下载量			收入		
1 Cookie Run: Kingdom	Devisters	★	1 天堂2M	NCSOFT	-
2 PUBG MOBILE	KRAFTON & Tencent	▲	2 天堂M	NCSOFT	-
3 Infinite Stairs	NFLY STUDIO	▲	3 奥丁：神叛	Kakao Corp.	★
4 Roblox	Roblox Corporation	▲	4 奇迹之剑	4399 Games	▲
5 Count Masters	Tap2Play	★	5 Cookie Run: Kingdom	Devisters	★
6 Among Us	Innentheit	▼	6 二之国	Netmarble	★
7 二之国	Netmarble	★	7 天堂W	NCSOFT	★
8 Rummikub	Kirkko	▲	8 原神	米哈游	▲
9 宝可梦大集结	The Pokemon Company	★	9 Seven Knights 2	Netmarble	▲
10 KartRider Rush+	NEXON	▼	10 万国觉醒	莉莉丝	▼

资料来源: Sensor Tower, 信达证券研发中心

图 49: 2021 年中国手游在韩国市场收入 TOP20

手游及发行商		
1 奇迹之剑	4399 Games	▲
2 原神	米哈游	▲
3 万国觉醒	莉莉丝	▼
4 三国志·战略版	灵犀互娱	★
5 State of Survival	FunPlus	▲
6 PUBG MOBILE	腾讯 & KRAFTON	▼
7 云上城之歌	三七互娱	★
8 一拳超人	掌趣	★
9 剑与远征	莉莉丝	▼
10 Age of Z Origins	完美	▼
11 口袋奇兵	江娱互动	▲
12 王国纪元	IGG	▼
13 高能手办团	miHoYo	★
14 叫我大掌柜	三七互娱	★
15 崩坏3	米哈游	▼
16 Mobile Legends: Adventure	沐瞳科技	★
17 叫我万岁爷	点触科技	▼
18 明日方舟	南京网络	▼
19 浮生为卿歌	玩美时代	▲
20 神魔三国志	冰岛游戏	▲

资料来源: Sensor Tower, 信达证券研发中心

图 46: 2021 年中国手游在日本市场下载 TOP20

手游及发行商		
1 Project Makeover	Magic Tavern	▲
2 Puzzles & Survival	三七互娱	▲
3 Beat Runner!	Jingmao Tec	▲
4 宝可梦大集结	The Pokemon Company & 腾讯	★
5 Tile Connect	Higgs Studio	▲
6 荒野行动	网易	▼
7 原神	米哈游	▲
8 雀魂	悠星网络	-
9 放置少女	有爱互娱	▲
10 使命召唤手游	动视暴雪 & 腾讯	▼
11 Numpuz	Dofuz Games	▼
12 猫和老鼠	网易	★
13 Merge Snake!	微派	▲
14 口袋奇兵	江娱互动	▲
15 第五人格	网易	▼
16 熟语消し	Kerun Games	▲
17 PUBG MOBILE	腾讯	▼
18 白夜极光	腾讯	★
19 Tile Master	Higgs Studio	▼
20 UNO!™	Mattel163	▼

资料来源: Sensor Tower, 信达证券研发中心

图 48: 2021 年韩国手游市场增长畅销榜、下载榜 TOP10

下载量增长排名			收入增长排名		
1 Cookie Run: Kingdom	Devisters		1 奥丁：神叛	Kakao Corp.	
2 Count Masters	Tap2Play		2 Cookie Run: Kingdom	Devisters	
3 二之国	Netmarble		3 二之国	Netmarble	
4 宝可梦大集结	The Pokemon Company		4 天堂W	NCSOFT	
5 Animal Crossing	Nintendo		5 原神	米哈游	
6 그랑시가	Npxiel		6 그랑시가	Npxiel	
7 PUBG: NEW STATE	KRAFTON		7 三国志·战略版	灵犀互娱	
8 一拳超人	掌趣		8 Seven Knights 2	Netmarble	
9 Stacky Dash	SUPERSINC STUDIOS		9 剑灵2	NCSOFT	
10 Blob Runner 3D	Zynga		10 云上城之歌	三七互娱	

资料来源: Sensor Tower, 信达证券研发中心

图 50: 2021 年中国手游在韩国市场下载 TOP20

手游及发行商		
1 PUBG MOBILE	KRAFTON & Tencent	-
2 Project Makeover	Magic Tavern	▲
3 워드피플	Harun Games	▲
4 一拳超人	掌趣	★
5 原神	米哈游	▲
6 英雄联盟手游	Riot Games	▼
7 Brain Out	风靡科技	▲
8 三国志·战略版	灵犀互娱	★
9 Puzzles & Survival	三七互娱	★
10 叫我大掌柜	三七互娱	★
11 Merge Snake!	微派	▼
12 云上城之歌	三七互娱	★
13 小小蚁国	星合互娱	★
14 时光公主	IGG	★
15 단어호감	Kerun Games	▲
16 口袋奇兵	江娱互动	▲
17 Tile Connect	Higgs Studio	▲
18 Stone Miner	zplay	★
19 碧蓝档案	悠星网络 & NEXON	★
20 Animal Restaurant	卓航	▲

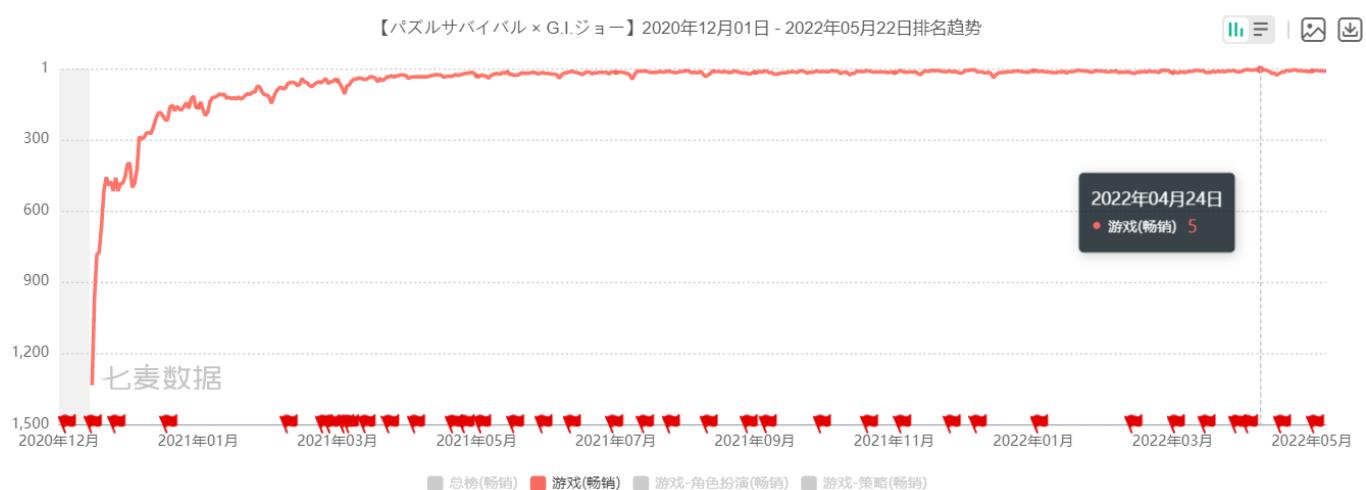
资料来源: Sensor Tower, 信达证券研发中心

图 51: 《Puzzles&Survival》美区上线后畅销榜排名



资料来源：七麦数据、信达证券研发中心

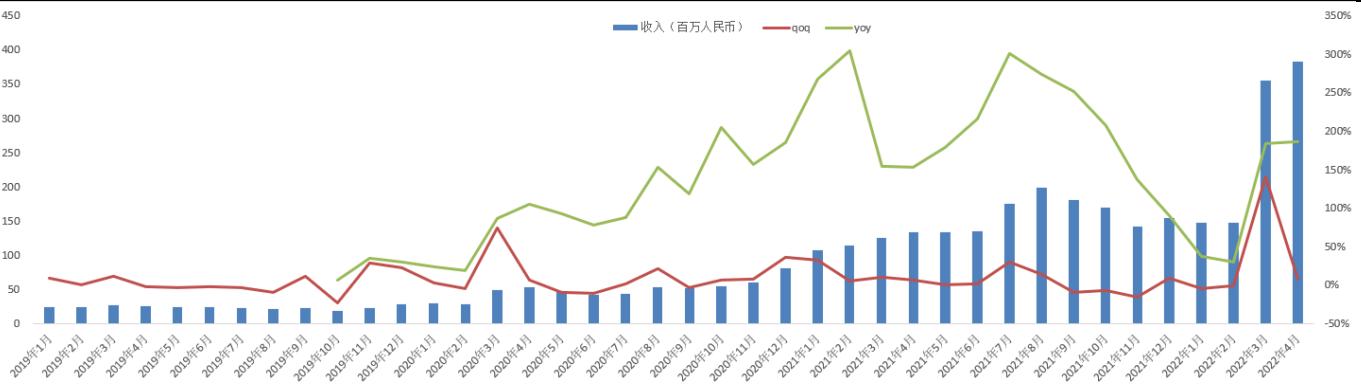
图 52: 《Puzzles&Survival》日本上线后畅销榜排名



资料来源：七麦数据、信达证券研发中心

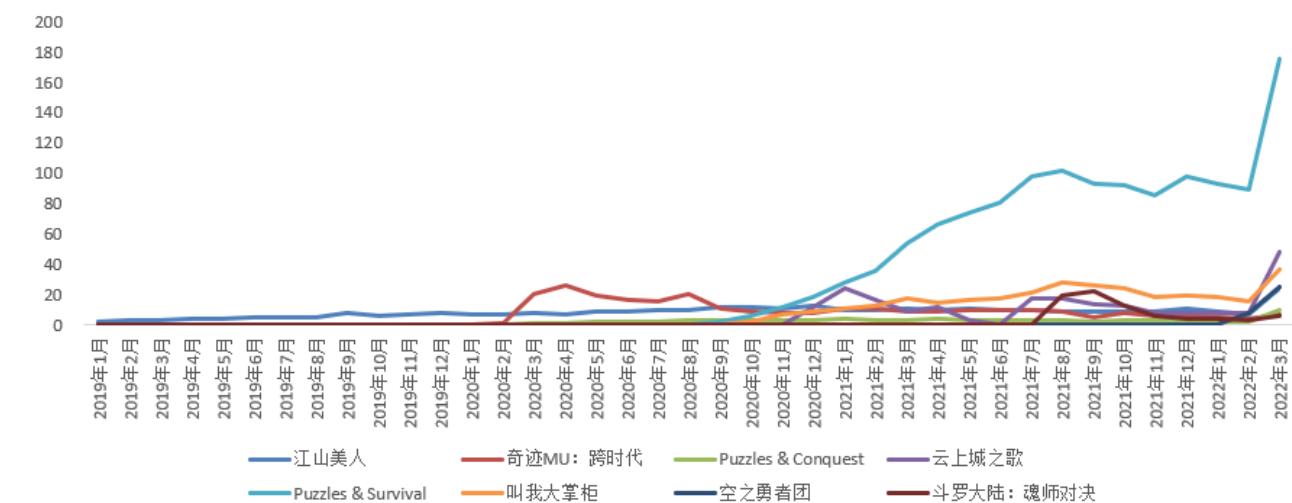
**2022 年 3 月海外流水翻倍，多游戏 Q1 海外收入保持 30%以上同比增长。**从整体海外收入来看，根据 data.ai 对 iOS 端统计，公司 22 年 3 月、4 月海外游戏流水已超过 3.6 亿，同比增长超过 180%。其中以《Puzzles & Survival》对收入贡献最大，自 2020 年海外上线后，保持 150%以上的月度同比增长，22Q1 同比增长 204%达到 3.59 亿人民币。此外，2018 年上线的《江山美人》、2019 年 12 月上线的《Puzzles & Conquest》、2020 年 12 月上线的《云上城之歌》、2020 年 9 月上线的《叫我大掌柜》在 22Q1 均保持 30%以上同比增长。于 2 月中旬推出的日服版本《空之勇者团》保持高增长，上线次月即同比增长 2 倍。

图 53：2019-2022 年三七互娱月度海外游戏收入（iOS 端，百万人民币）



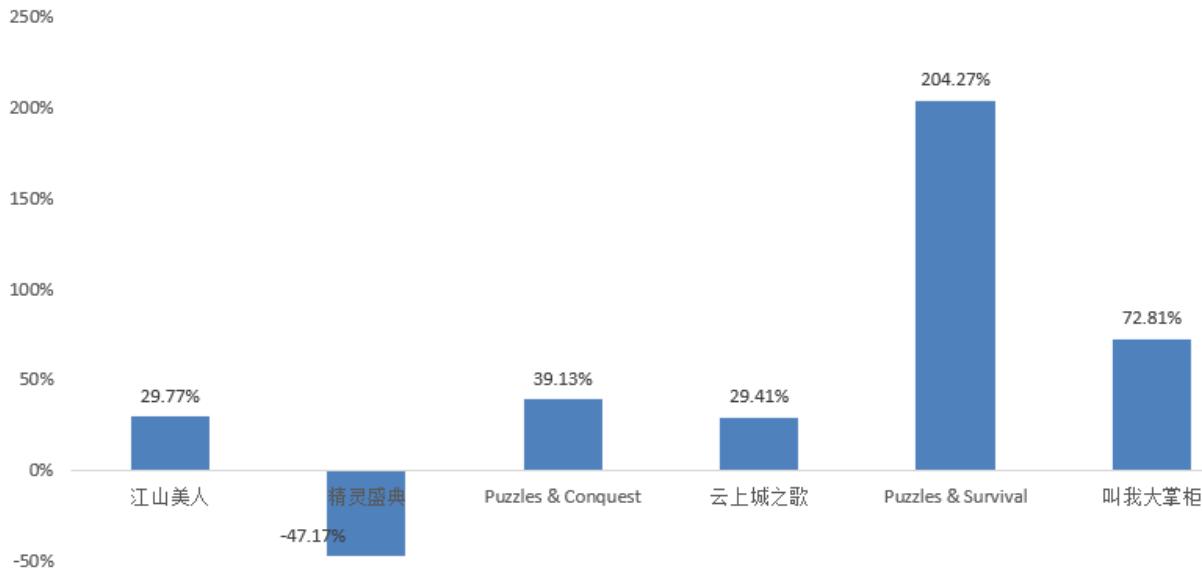
资料来源：data.ai、信达证券研发中心

图 54：2019-2022 年三七互娱主要海外游戏收入（iOS 端，百万人民币）



资料来源：data.ai、信达证券研发中心

图 55：2022Q1 三七互娱主要海外游戏收入同比增长率（iOS 端）



资料来源：data.ai、信达证券研发中心

出海策略调整打造海外业务高速增长，出海战略成果显著，储备产品丰富。公司具备多年出海经验，历年来数次打造《大天使之剑 H5》《永恒纪元》《叫我大掌柜》等经典爆款。经过多年积累，公司将出海策略由原“分区突破”调整为按照赛道和品类做组织架构来发行，从产品端、发行端因地制宜，在不同地区重点发行不同类型的游戏，针对不同市场做定制化的运营和推广。新策略之下，发行人员对产品有着更深入的理解，可通过更有效的方式进行本地化运营，近两年出海业务增长迅猛。截止 2021 年底，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。目前，公司海外游戏储备丰富，目前还储备包括《代号魔幻 M》、《代号三国 BY》、《代号 C6》、《代号 AOE》、《代号女性向 CY》等重磅自研在内的 16 款游戏，预计将进一步开拓全球市场。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》已于美国等地区测试，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。

图 56: 《Ant Legion》美国上线畅销榜情况



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

表 14: 部分历年出海游戏表现

游戏名称	表现
大天使之剑 H5	中国台湾地区上线 2 个月即问鼎畅销榜，越南市场上线后长期稳居畅销榜榜首
운명:무신의 후예	韩国游戏畅销榜 TOP10
鬼语迷城	中国台湾地区上线首月取得畅销榜第二，下载榜第一
楚留香	上线 3 天下载量即登录中国台湾畅销榜首，日最高安装量突破 15 万
永恒纪元	截止 2017 年底，全球单月流水超过 3.5 亿元；在海外单月最高流水达 7000 万元，港澳台、新加坡、马来西亚、越南、菲律宾等市场游戏畅销榜第 1、印尼、土耳其游戏畅销榜第 2、泰国、韩国畅销榜第 3 以及多个海外市场游戏畅销榜前 5
镇魔曲	中国台湾市场畅销榜第 3 名
SNK オールスター	日本市场上线后，取得下载榜双榜第一
精灵盛典	2020 年 12 月上线越南地区后居谷歌与 iOS 双端畅销榜第一
奇迹 MU:跨时代	迅速登顶中国台湾 IOS 畅销榜和 Google Play 免费下载榜
诛仙	泰国畅销榜第 4 名
叫我大掌柜	2021 年上线韩国、日本、越南等国家后都长期稳居各地畅销榜前列
Puzzles & Survival	2021 年稳居美国游戏畅销榜前 30 名，进入日本畅销榜前 20 名的头部位置，稳居德国 iOS 畅销榜前 50 名；截止 21 年 12 月，累计流水超 25 亿

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**表 15：三七互娱海外 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》	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

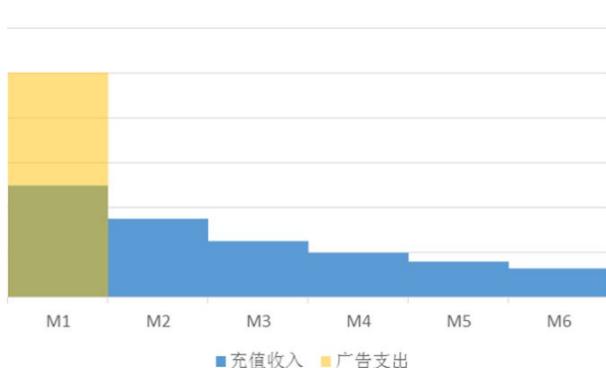
### 3.3. 精细化运营：高效买量、AI 赋能，打造“立体营销+精准推送+长线服务”系统性

公司已经构筑了系统性流量经营体系。这个体系的核心特点在“精准投放”、“长线运营”，善于结合市场现状灵活买量。一般情况下，投放支出和充值回收存在时间差，在投入期营收增长而利润不一定会随之增长。但由于是长线运营，产品生命周期长，在进入成熟期后，利润增长会比较明显，尤其是一些主打的精品游戏。总体而言，在一个较长周期内，精准的投放可以实现营收、利润的大幅增加。

- 单用户 ROI 解析：单个用户的导入成本(广告支出)在其进入游戏当月一次性发生，而用户的充值则会在其生命周期内持续发生。
- 单游戏 ROI 解析：单游戏的导入成本(广告支出)在其主要推广期(通常是前 3 个月)会高于充值收入；游戏进入稳定期后，广告支出有所下降，利润随之上升。
- 新游戏收入变化解析：图中假设 Q3 新游戏上线，广告支出和充值收入同时增长，因新游戏处于主要推广期，侵蚀了老游戏的利润，因此利润反而有所下降。Q4 随着游戏进入稳定期，利润随之增加。

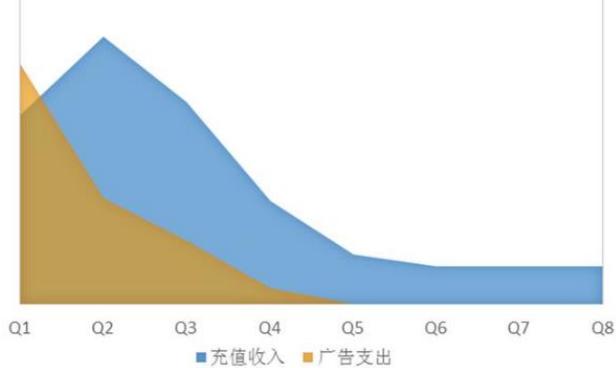
- 单款游戏实际营收案例：公司其中一款游戏的实际数据，初期广告投入使得游戏上线后的第1个季度发生亏损，第2~3季度开始盈利，3季度以后利润维持在较稳定水平。

图 57：单用户 ROI 解析（按月份）



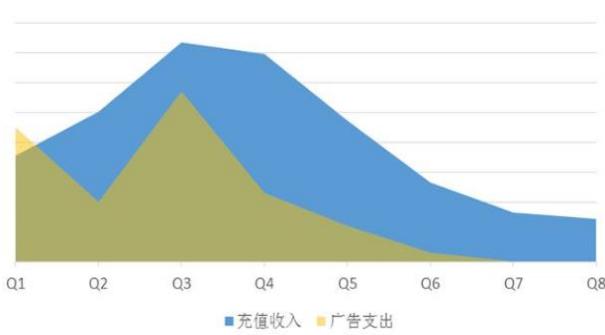
资料来源：游戏产业报告，信达证券研发中心

图 58：单用户 ROI 解析（按季度）



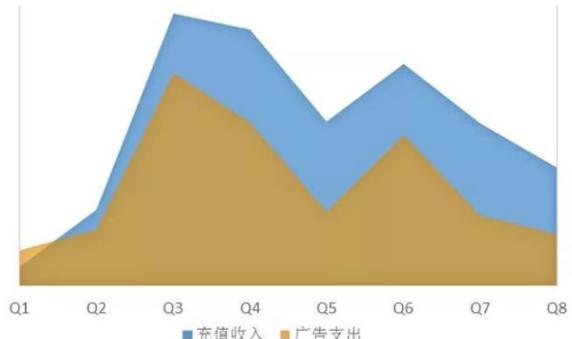
资料来源：游戏产业报告，信达证券研发中心

图 59：新游戏收入变化解析（按季度）



资料来源：游戏产业报告，信达证券研发中心

图 60：单款游戏实际营收案例



资料来源：游戏产业报告，信达证券研发中心

互联网人口红利逐渐消化，买量市场竞争进入白热化阶段。2021年中国移动游戏用户规模6.56亿人，增速下滑至0.23%，平均每用户收入(APRU)344元，同比增速下滑至7.3%，游戏人口红利已基本消失，挖掘新用户难度增大，买量的需求和力度放大。根据App Growing，2020年在“宅经济”刺激下，在投手游广告数超过530万，同比增长超过100%。2021年全网超过237万手游广告投放，7月达到全年峰值，Q3因行业监管整体投放下降趋势严峻，Q4手游投放缓慢回春。

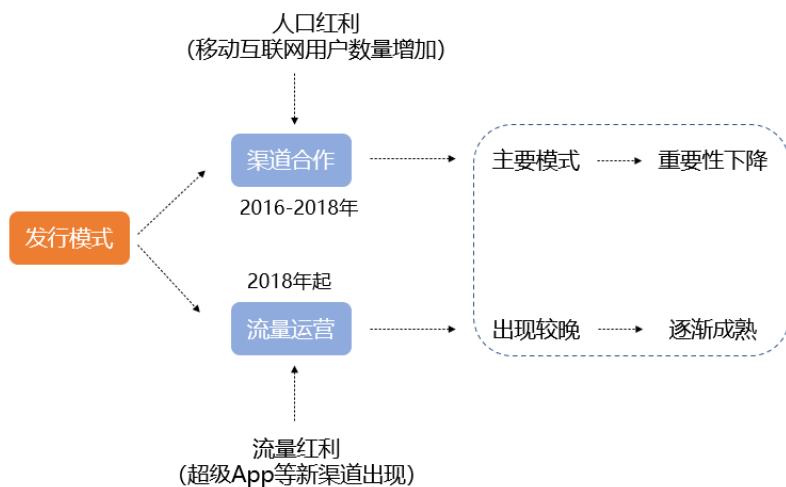
表 16：2019-2021 游戏买量市场相关数据

游戏名称	2019 年	2020 年	2021 年
参与买量的游戏产品数量	近 1.4 万款	超 2 万款	超 2.3 万款
游戏投放广告数	超 233 万条	超 530 万条	237 万条

资料来源：热云、AppGrowing，信达证券研发中心

渠道转流量，公司持续完善精细化流量运营模式。公司 18Q3 前主要以自研产品渠道合作为主要发行模式，代表产品为《永恒纪元》。这种模式流水利润率较高，但由于手机用户渗透率逐渐饱和，依赖渠道合作无法带来新增用户，收入增长空间受限。公司 18Q3 起以《屠龙破晓》为代表，转为以流量运营——即买量模式为主，即是发行运营商通过广告投放，实现用户的浏览、点击、下载、注册等，通过效果推广的互联网广告来获取用户，是游戏广告主推广游戏的有效途径之一，这种模式依赖新渠道的出现带来新的用户增量，例如抖音用户区别于腾讯游戏用户，对游戏产品有新的需求，唯一不足的是该模式流水利润率较低，因为主要推广成本——广告费由自己承担，但导流会流向自己平台，对数据的把握也更加扎实。

图 61：公司发行模式变迁图



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

“流量 2.0”策略以来，公司持续完善精细化流量运营模式，不断优化“立体营销+精准推送+长线服务”的多元方式，以“精细化、数据化、智能化”为原则辐射“产品+推广+用户”三个端口，准确把握用户需求。在移动互联网流量价格持续上涨的环境下，公司持续向目标游戏导入足量用户，保持游戏活跃玩家的良性增长；同时，公司广泛覆盖产业链下游的合作伙伴，与国内主流渠道建立了良好合作伙伴关系，保证公司手机游戏产品能够持续获取用户。

游戏单收入流量费用及单用户流量成本下降，买量效率有所提升，销售人员人均工资福利费相比 2018 年峰值也显著下降。游戏单位收入流量费用作为指标观察公司买量情况：公司 2021 年游戏单位收入流量费用为 0.54 元，同比下降-8%，说明 1 元游戏收入需要花费 0.54 元流量费用，同比下降 8%，降幅扩大。单用户流量成本（CPA，即 Cost-Per-Administration）作为观察新增用户所需成本：截止 21 年 12 月，国内、国外新增注册用户合计超过 3 亿/5500 万，2021 年互联网流量费用比去年同期增加 7.54 亿，国内、外新增用户数合计超过 3.55 亿，以 3.55 亿计算，公司 2021 的 CPA 为 2.12 元/注册用户，远低于 2019 年高峰时期。公司自研智能化投放平台可对接所有主流广告渠道，实现广告快速批量投放以及自动化投放，单位流量费用及单用户流量成本下降，买量效率有所提升。同

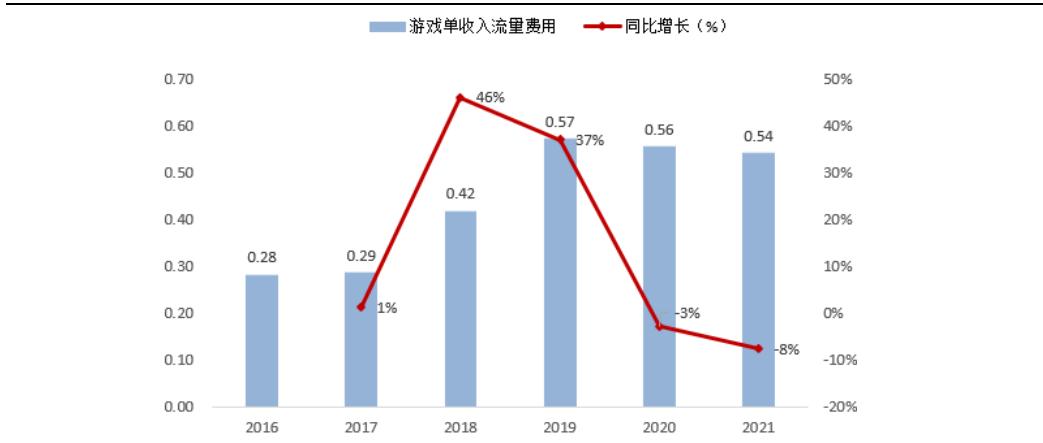
时，AI 投放有助节省人力成本，销售人员人均工资福利费在 2019、2020 年连续降至 16 万/人，在 2021 年由于海内外多游戏上线推广有所上升，但也显著低于 2018 年。

表 17：公司买量效率情况

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
互联网流量费用（亿元）	14.80	17.68	31.89	75.77	80.15	87.69
游戏业务营收（亿元）	52.48	61.89	76.33	132.27	144.00	161.89
游戏单收入流量费用	0.28	0.29	0.42	0.57	0.56	0.54
同比增长（%）		1%	46%	37%	-3%	-8%

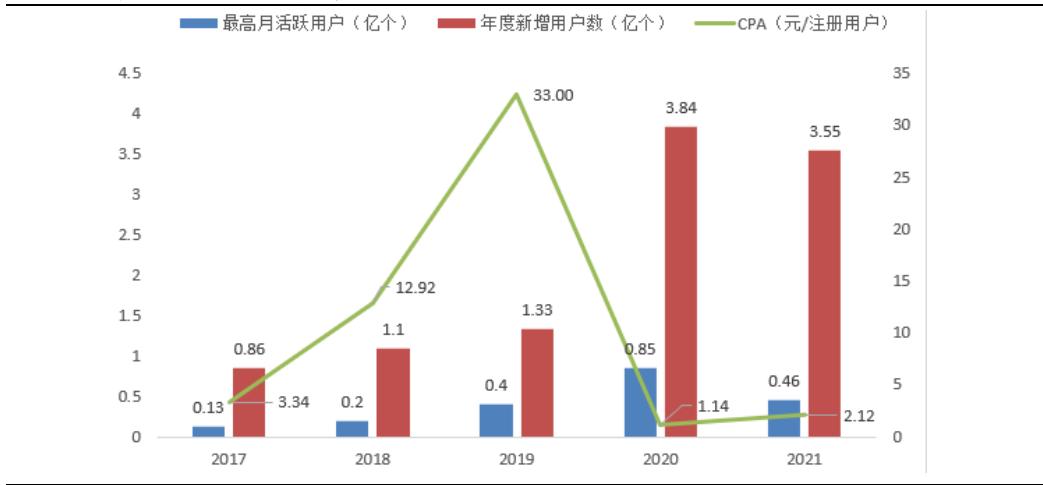
资料来源：公司公告，信达证券研发中心；注：游戏单收入流量费用=互联网流量费用/游戏业务营收

图 62：游戏单收入流量费用占比

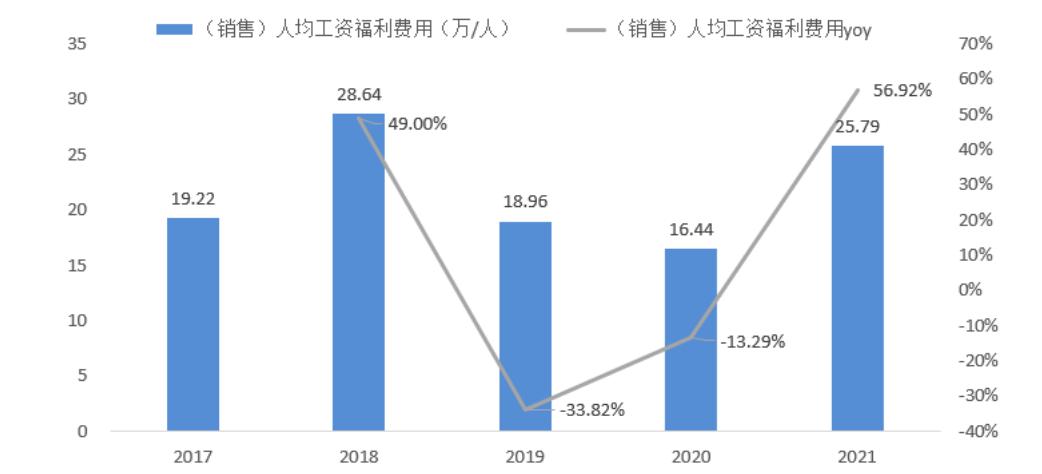


资料来源：公司公告，信达证券研发中心；注：游戏单收入流量费用=互联网流量费用/游戏业务营收

图 63：新增注册及活跃用户情况

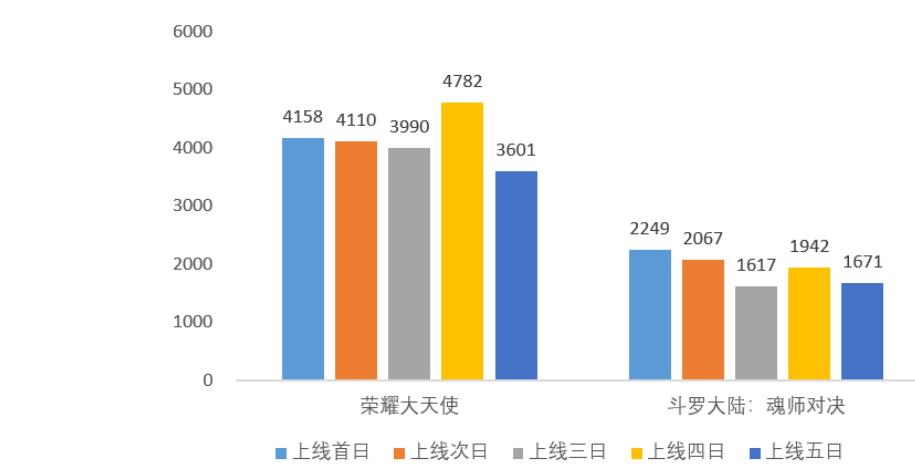


资料来源：公司公告，信达证券研发中心；注：CPA=新增互联网流量费用/新增用户数，2021 年年报披露海外新增注册用户

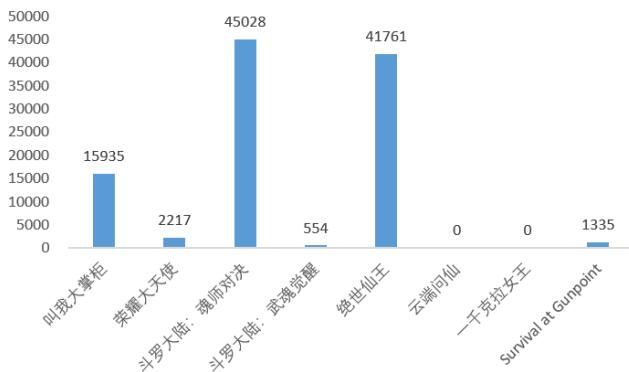
**图 64: 销售人员人均薪酬福利及增速**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

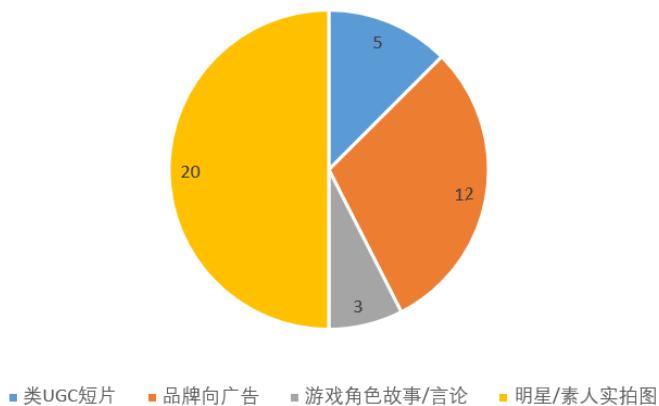
**高效高质买量，优化创意实现高转化。**基于成熟的买量经营经验，公司对于不同产品采取不同买量策略。2021H1，《荣耀大天使》上线首日投放素材 4000 余组，前 5 天投放总量高达 2 万组素材，而《斗罗大陆：魂师对决》在上线当天的投放只有《荣耀大天使》的一半，却凭借邀请实力演员、拍摄精良的创意内容、强调游戏的“沉浸感”等高效的投放策略，以美术能力、精美画面转化 IP 爱好者，在上线后实现月流水超 7 亿。2022Q1 期间，三七互娱的投放重心侧重在《叫我大掌柜》、《斗罗大陆：魂师对决》、《绝世仙王》三款产品，后两者的一季度素材投放数均超过了 4 万组，针对各游戏特点制定不同买量素材投放占比。

**图 65: 《荣耀大天使》、《斗罗大陆：魂师对决》上线投放对比**


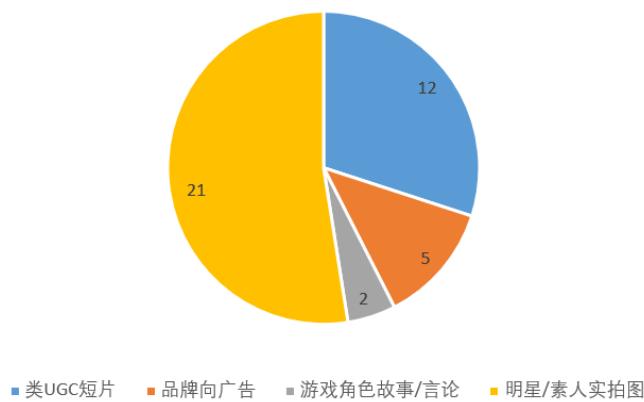
资料来源：Dataeye，信达证券研发中心

**图 66: 三七互娱 22Q1 新游买量情况**


资料来源: Dataeye, 信达证券研发中心

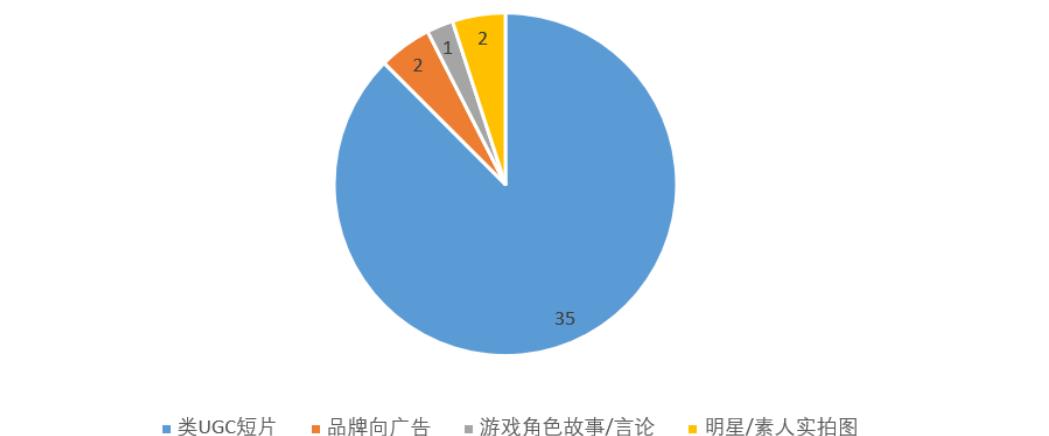
**图 67: 《绝世仙王》近 90 天计划使用 TOP40 买量计划**


资料来源: Dataeye, 信达证券研发中心; 注: 近 90 天为 2022 年 4 月 19 日起

**图 68: 《斗罗大陆：魂师对决》近 90 天计划使用 TOP40 买量计划**


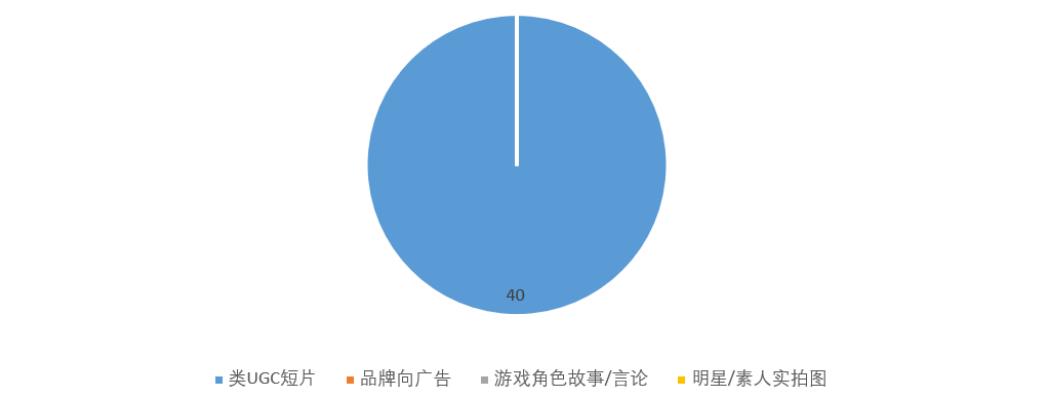
资料来源: Dataeye, 信达证券研发中心; 注: 近 90 天为 2022 年 4 月 19 日起

图 69: 《叫我大掌柜》近 90 天计划使用 TOP40 买量计划



资料来源: Dataeye, 信达证券研发中心; 注: 近 90 天为 2022 年 4 月 19 日起

图 70: 《Puzzles&Survival》近 90 天计划使用 TOP40 买量计划



资料来源: Dataeye, 信达证券研发中心; 注: 近 90 天为 2022 年 4 月 19 日起

**“品效合一”+AI 赋能，高效打造差异化优势。**立体营销上，公司一方面通过选择与产品内涵相契合的代言人，制作高质量的微电影式宣传素材进行推广，从而实现快速“破圈”，触达更广泛的用户群体。另一方面，结合短视频平台达人丰富投放素材输出，多角度切入以满足用户不同的文化消费需求，放大品牌价值和影响力。例如大型多人在线魔幻 3D 角色扮演手游《荣耀大天使》，借助大量定制化的营销活动，与流量资源整合，达成精品游戏与大宣发的协同，实现了品效合一 2.0 的升级，在魔幻题材市场中打出了自己的“差异化”优势。2019 年起，公司自研的智能化投放平台“量子”以及智能化运营分析平台“天机”已投入使用。“量子”可以对接所有主流渠道，实现“7x24 小时”快速投放和自动化投放，合并多个系统，串联流程，对计划进行标准化批量处理、自动化、系统化维护，在 2020 年效率就已提升 250%；可以通过大数据分析以及 AI 算法提升推广效率以及效果。“天机”则为对游戏数据进行统计、分析以及预测的经营决策系统，通过数据分析模型对游戏生命周期进行精准预测，提高用户粘性，稳定产品生命周期。

图 71: 三七互娱 AI 智能投放系统工作机制



资料来源：手游那点事，信达证券研发中心

### 3.4. 云游戏+元宇宙布局探索生态革新

构建全产业链文娱生态布局，推动产业价值与文化价值的互相赋能。目前公司已经通过外延式并购及股权投资等方式在 5G 时代切入互动游戏、虚拟主播以及 VR/AR 产业链、电竞等新兴领域，同时，为所投公司赋能并形成战略协同，打造一站式文娱生态圈：

伴随边缘计算、固定宽带网速的提升以及 5G 网络的发展，云游戏作为 5G 应用落地的最佳场景，已经成为全球游戏厂商和云服务厂商布局的重要战场。公司自 2020 年开始在 5G 云游戏领域布局，与华为公司签订合作协议，双方将成立“云游戏技术方案联合攻关小组”，围绕 5G 网络、ARM 安卓云游戏等领域开展深度合作，为广大玩家提供更优异的用户体验，并为行业带来技术的革新。

除云游戏之外，公司在元宇宙方面的布局也已初显成效。元宇宙方面，公司于 2015 年正式布局 VR/AR 市场，投资 VR 内容研发及发行商 Archiact (10% 股权)，2018 年开始学习元宇宙行业并逐渐丰富产业链布局，先后投资 Wave Optics、快盘科技、光舟、晶湛、Digilens、Radium、宸境科技、INMO 影目等。未来，随着新移动终端的发展，可能会带来游戏、社交、视频等领域边界的进一步模糊，带来全新的互动体验，而 5G 云游戏的方式也将解决目前 VR、AR 游戏发展中面临的部分痛点，带来快速发展的联动效应。

**表 18：公司文娱产业投资布局**

领域	标的/表现
5G/云游戏	与华为公司签订合作协议，围绕 5G 网络、云游戏开展深度合作
影视	华策影视、优映文化、中汇影视、魔威影业、金海拾艺等
元宇宙	Archiact、Wave Optics、Raxium、Digilens、宸境科技、影目科技、光舟半导体、晶湛半导体、快盘云游戏
音乐	风华秋实
艺人经纪	原际画、一起娱乐
动漫	艺画开天、绝厉文化
文化健康产业	Wake
电竞	AG 电子竞技俱乐部
社交	唔哩星球、奇妙派对
消费	挪瓦咖啡、LINLEE、阳际山野、Savasana、哆猫猫、咚吃、官栈、云货优选、霍曼科技、奕至家居

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 4. 盈利预测、估值与投资评级

### 4.1. 盈利预测及假设

公司长线运营能力较强，核心产品《斗罗大陆：魂师对决》《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》有望贡献稳定业绩，同时多游戏进入回收期，存量项目流水增长，产品储备丰富，夯实业绩增长基础。结合公司经营情况，基本假设如下：

(1) 核心产品《斗罗大陆：魂师对决》《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》海内外持续表现优秀，预计有望维持高流水。《Puzzles & Survival》在持续推广下，有望迎来海外新高。

(2) 21 年投入产品《荣耀大天使》《斗罗大陆：武魂觉醒》等在 22 年已进入回收期，贡献利润增量。

(3) 公司储备多款新游，自研包括《传世之光》(已获版号)、《代号魔幻 M》、《代号三国 BY》、《代号 C6》、《代号 AOE》、《代号女性向 CY》等，其中《代号 C6》《三国：英雄的荣光》《Ant Legion》等处于海外调试、上线初期阶段，且随着版号发放常态化，预计《代号三国 BY》《代号 C6》《代号女性向 CY》等有望年内上线国内。重磅新游上线带来收入增量，为 23-24 年业绩增长夯实基础。

(4) 公司具备成熟领先的研运实力，综合考虑增量游戏上线流水贡献、存量游戏利润贡献以及海外净利提升趋势，预计总体保持较为稳重上行的净利率。

(5) 公司于 4 月 26 日发布第四期员工持股计划，激励共同发展，彰显团队信心。业绩考核目标为 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)，对公司层面解锁比例分别为 30%、30% 和 40%。

随着重磅自研产品的逐步推出，自研产品比例将提到提升，我们预计 2022-2024 年毛利率将延续较高表现，预计分别为 85.55%/85.83%/86.13%；销售费用率受调整影响以及游戏版号重新发放，预计新游推广成本上升，考虑到 AI 赋能精细化运营推广，预计为 56.25%/56.26%/55.26%；考虑公司持续加大研发投入力度，预计研发费用率分别为 7.81%/7.97%/8.13%。

**表 19：盈利预测核心假设**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	14,400	16,216	18,648	21,211	23,660
YoY (%)	8.9%	12.6%	15.0%	13.7%	11.5%
毛利率 (%)	87.79%	84.79%	85.55%	85.83%	86.13%
净利率 (%)	21.08%	17.57%	18.25%	18.28%	18.30%
销售费用率 (%)	57.04%	56.27%	56.25%	56.26%	56.26%
管理费用率 (%)	2.54%	2.85%	2.87%	2.91%	2.94%
研发费用率 (%)	7.73%	7.71%	7.81%	7.97%	8.13%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 4.2. 估值分析与投资评级

基于以上假设，我们预计 2022-2024 年归母净利分别是 34.0/38.8/43.3 亿元，分别对应估值 13/12/11X。此前我们发布的《游戏行业策略报告：广阔天地，大有可为》中提到，受 21 年 8 月版号停发、830 新政等影响，过去一年游戏行业估值呈下行趋势，整体估值偏低。目前 A 股游戏公司估值偏低，版号重启、游戏出海、元宇宙等逻辑有望带来板块估值提升。我们以可比公司腾讯、网易【游戏龙头】历史 22 年 Forward PE 分析以及估值作为参考，认为随着游戏版号的重新发放，储备产品有望步入正常上线节奏，为公司业绩提升带来确定性，预期估值将提升至历史中位数水平，我们给予公司 2022 年 20X PE 目标估值，对应目标价为 30.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 20：可比公司估值**

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (百万元) 2021A	净利润 (百万元) 2022E	净利润 (百万元) 2023E	PE 2021A	PE 2022E	PE 2023E
700 HK Equity	腾讯	28041.50	123,788	120,898	148,071	22.65	23.19	18.94
9999 HK Equity	网易-S	4576.15	19,762	20,286	23,427	23.16	22.56	19.53
平均						22.90	22.88	19.24
002555.SZ	三七互娱*	456.88	2,850	3,404	3,877	20.63	13.42	11.78

资料来源：Bloomberg, Wind，信达证券研发中心，注：\*信达预期，其余为 Bloomberg 一致预期，市值为 2022 年 5 月 29 日数据

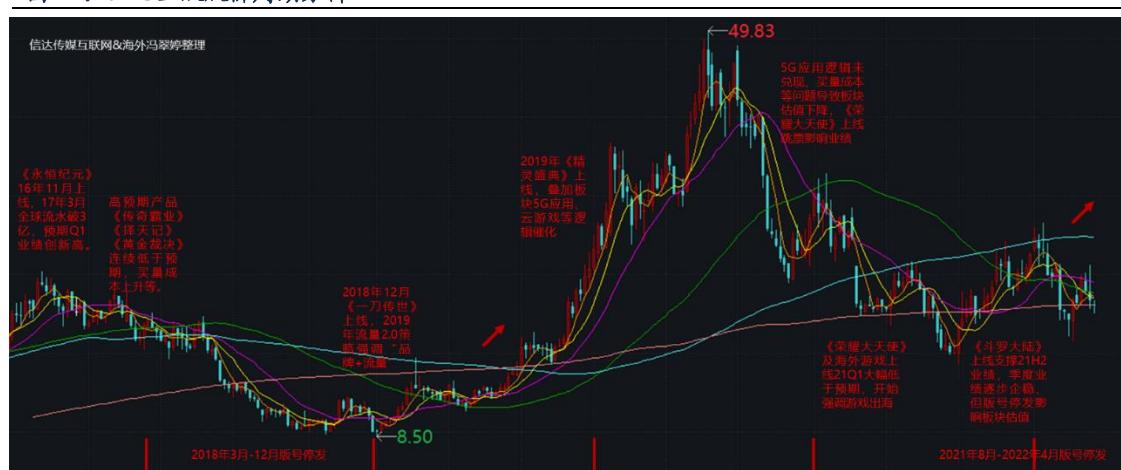
图 72: 网易 2022 年 Forward PE



图 73: 腾讯 2022 年 Forward PE



图 74: 三七互娱股价周期分析



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 5. 风险因素

**核心游戏表现不及预期:** 公司核心游戏《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》《斗罗大陆：魂师对决》贡献度较高，若因版本内容、玩法更新不及海内外市场变化，导致核心付费玩家流失，或将影响业绩稳定性。

**新游上线进度或表现不及预期:** 公司海内外储备产品上线时间受研发、企宣、测试、推广以及政策监管等影响，若重磅包括《传世之光》(已获版号)、《代号魔幻 M》、《代号三国 BY》、《代号 C6》、《代号 AOE》、《代号女性向 CY》等未按预期及时上线，或因市场变化较快、游戏同质化等导致新游戏上线后表现不及预期，可能出现流水及利润下降。

**市场竞争加剧风险:** 随着网络游戏行业逐渐进入成熟期，行业内部竞争日趋激烈，网络游戏以外的各种互联网文化创意细分产业的发展也在进一步加剧外部竞争。同时，网络游戏用户也在不断成熟，用户对产品的要求也日趋提高。激烈的市场竞争，或将会从产品和市场渠道等方面给公司的发展带来挑战。

**行业政策风险:** 若游戏行业政策监管趋严，或影响公司业绩。且版号重新发放尚不具备确定性，游戏版号发放再次收紧会影响公司新游上线，进而影响公司业绩。

**核心人才流失风险:** 公司核心人才系公司研发团队，若研发团队流失，将影响新游及时开发上线及后续发行运营，带来业绩不确定性。

**汇率波动导致的游戏海外收入业绩风险:** 汇率受市场、政策、国际环境等影响而产生变动，可能造成游戏收入缩水，给公司出海游戏的收益带来直接影响。

资产负债表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,800	9,187	13,517	17,600	21,992
货币资金	1,777	4,619	8,463	12,198	16,275
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,165	1,264	1,532	1,709	1,908
预付账款	1,000	1,055	1,255	1,413	1,515
存货	0	0	0	0	0
其他	1,859	2,249	2,267	2,281	2,294
<b>非流动资产</b>	<b>4,764</b>	<b>5,250</b>	<b>5,457</b>	<b>5,664</b>	<b>5,871</b>
长期股权投资	361	509	658	806	955
固定资产(合计)	923	892	862	831	801
无形资产	1,108	1,088	1,069	1,049	1,029
其他	2,372	2,761	2,870	2,978	3,087
<b>资产总计</b>	<b>10,564</b>	<b>14,437</b>	<b>18,974</b>	<b>23,264</b>	<b>27,863</b>
流动负债	4,498	3,399	4,533	4,946	5,215
短期借款	889	446	446	446	446
应付票据	393	208	391	414	431
应付账款	1,078	1,565	1,765	1,927	2,116
其他	2,138	1,181	1,932	2,158	2,223
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>181</b>	<b>181</b>	<b>181</b>	<b>181</b>
长期借款	0	20	20	20	20
其他	0	161	161	161	161
<b>负债合计</b>	<b>4,499</b>	<b>3,580</b>	<b>4,713</b>	<b>5,126</b>	<b>5,395</b>
少数股东权益	28	84	84	84	84
归属母公司股东权益	6,037	10,774	14,177	18,054	22,384
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,564</b>	<b>14,437</b>	<b>18,974</b>	<b>23,264</b>	<b>27,863</b>

重要财务指标					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,400	16,216	18,648	21,211	23,660
同比 (%)	8.9%	12.6%	15.0%	13.7%	11.5%
归属母公司净利润	2,761	2,876	3,404	3,877	4,330
同比 (%)	30.6%	4.2%	18.4%	13.9%	11.7%
毛利率 (%)	87.8%	84.8%	85.6%	85.8%	86.1%
ROE%	45.7%	26.7%	24.0%	21.5%	19.3%
EPS (摊薄)(元)	1.31	1.31	1.53	1.75	1.95
P/E	23.84	20.63	13.42	11.78	10.55
P/B	10.93	5.56	3.22	2.53	2.04
EV/EBITDA	20.39	17.25	10.72	8.49	6.68

利润表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,400	16,216	18,648	21,211	23,660
营业成本	1,758	2,466	2,695	3,006	3,282
营业税金及附加	42	38	44	50	56
销售费用	8,213	9,125	10,489	11,933	13,312
管理费用	366	463	535	618	695
研发费用	1,113	1,250	1,457	1,690	1,924
财务费用	-23	-55	0	0	0
减值损失合计	-193	-36	0	0	0
投资净收益	155	123	164	185	202
其他	363	244	201	228	254
<b>营业利润</b>	<b>3,256</b>	<b>3,261</b>	<b>3,794</b>	<b>4,328</b>	<b>4,848</b>
营业外收支	-7	-12	-10	-10	-10
<b>利润总额</b>	<b>3,249</b>	<b>3,248</b>	<b>3,784</b>	<b>4,318</b>	<b>4,838</b>
所得税	213	398	380	441	508
<b>净利润</b>	<b>3,036</b>	<b>2,850</b>	<b>3,404</b>	<b>3,877</b>	<b>4,330</b>
少数股东损益	275	-26	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,761</b>	<b>2,876</b>	<b>3,404</b>	<b>3,877</b>	<b>4,330</b>
EBITDA	3,192	3,238	3,522	4,008	4,484
EPS (当年)(元)	1.31	1.31	1.53	1.75	1.95

现金流量表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,928	3,659	3,989	3,857	4,182
净利润	3,036	2,850	3,404	3,877	4,330
折旧摊销	117	200	93	93	93
财务费用	45	34	0	0	0
投资损失	-155	-123	-164	-185	-202
营运资金变动	-123	626	648	64	-46
其它	9	72	8	8	7
<b>投资活动现金流</b>	<b>-610</b>	<b>-1,083</b>	<b>-144</b>	<b>-123</b>	<b>-105</b>
资本支出	-1,071	-340	-160	-159	-159
长期投资	-151	-396	-148	-148	-148
其他	612	-348	164	185	202
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,628</b>	<b>287</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
吸收投资	0	2,983	0	0	0
借款	889	467	0	0	0
支付利息或股息	-1,509	-793	0	0	0
现金流净增加额	-361	2,844	3,844	3,735	4,077

## 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、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice金牌分析师第一、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	孙僮	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了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~20%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	<b>看涨：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 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了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。