

三七互娱 (002555. SZ) : 上半年业绩符合预期, 新游和出海为明年奠基

2022 年 9 月 1 日

本期内容提要:

事件: 公司于 8 月 30 日盘后发布中报, 整体业绩符合预期。

点评:

- **整体业绩符合预期, 营收利润实现双增。**22H1 公司实现营业收入 80.92 亿元, 同比增长 7.34%; 实现归母净利润 16.95 亿元, 同比增长 98.56%, 位于业绩预告的偏上位置; 实现扣非净利润 16.43 亿元, 同比增长 157.79%, 位于业绩预告的偏上位置。经拆分, 2022Q2 单季度的营业收入为 40.03 亿元, yoy+7.58%, qoq-2.10%; Q2 单季度的归母净利润为 9.35 亿元, yoy+26.90%, qoq+23.03%; Q2 单季度的扣非净利润为 0.9 亿元, yoy+39.11%, qoq+15.75%。
- **分业务看, 22H1 公司移动游戏营业收入同比增长 9.51%至 77.39 亿元;** 网页游戏营业收入同比下降 25.97%至 3.41 亿元。**分地区看, 2022H1 公司境外营业收入同比增长 48.33%至 30.33 亿元;** 境内营业收入同比下滑 7.91%至 50.60 亿元。
- **盈利能力稳中有升, 费用管控能力优秀。**2022H1 公司整体毛利率为 84.43%, 同比略降 0.71pct。分业务看, 公司移动游戏毛利率为 85.10%, yoy-1.07pct; 网页游戏毛利率为 71.13%, yoy+0.62pct。分地区看, 22H1 公司境外毛利率为 82.61%, yoy-4.60pct; 境内毛利率为 85.52%, yoy+1.15pct。22H1 公司归母净利率为 20.95%, 同比提升 9.63pct, 彰显公司良好盈利能力。22H1 公司的费用率有所缩减, 其中销售/管理/研发费用率为 53.63%/2.58%/6.14%, 同比下滑 9.85/0.36/2.80pct。其中 Q1 公司的销售/管理/研发费用率为 56.41%/2.64%/6.74%, 同比下滑 16.94/0.06/1.77pct; Q2 公司的销售/管理/研发费用率 50.79%/2.52%/5.53%, 同比下滑 2.56/0.67/3.84pct。其中销售费用变动主要系去年同期上线的《荣耀大天使》、《斗罗大陆:武魂觉醒》等游戏进入成长期, 流量投放减少所致。
- **国内存量游戏表现稳健, 丰富储备支撑业绩增长。**公司对产品不断打磨调优, 已上线运营项目表现优异, 产品生命周期不断延长。2021 年上线的《斗罗大陆:魂师对决》、《荣耀大天使》等多款游戏已进入成长期表现优异。同时公司深耕 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等重点赛道, 拥有近十款自研储备, 如《霸业》(已获版号)、《代号魔幻 M》、《代号斗罗 MMO》、《代号 3D 版 WTB》等手游。此外公司发力“研运一体”, 坚持系统性数字化营销和创意营销, 并凭借公司自研的智能化投放运营平台——“量子-天机”系统提升发行成效。目前公司储备的国内代理产品众多, 包括《小小蚁国》(将于 9 月 24 日上线国内)、《曙光计划》(已获版号)、《空之要塞:启航》(已获版号)等, 有望快速推进上线并释放业绩增量。
- **海外业务发展提速, 出海表现亮眼。**公司具备因地制宜研发、运营“多

点开花”全球爆款游戏的能力，海外市场取得较大突破，位列 data.ai 公布的 2022 年度全球 52 强发行商排行榜单的第 25 名以及 2022 年度中国游戏厂商出海收入飞跃榜 30 强第二名。此外，公司面向全球市场发行的《Puzzles&Survival》、《叫我大掌柜》、《云上城之歌》等多款游戏海外收入全线增长。其中截至 6 月底，《Puzzles&Survival》累计流水已超 42 亿元，位列 Sensor Tower2022 年 6 月中国手游出海收入榜单 Top5；《云上城之歌》凭借深度本地化，收获喜人的海外市场成绩，成为 2022H1 韩国市场收入最高的中国手游，并高居 Sensor Tower 2022H1 日本市场手游收入增长榜第 5 名，收入榜第 13 名。公司于上半年在海外上线《空之勇者团》、《三国：英雄的荣光》、《时空之弈》、《AntLegion》等游戏，其中《Ant Legion》凭借新颖的蚂蚁题材吸引欧美玩家，成功跻身 6 月中国手游出海收入榜单 Top30。我们认为随着《云上城之歌》等主力产品游戏逐步释放利润，公司海外业绩有望持续增厚，逐渐成为驱动公司稳健增长的第二大动力。

- **具备前瞻战略眼光，投资布局元宇宙已有成效。**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。截至 2022H1，公司已完成投资或收购的相关企业包括 Archiact、WaveOptics、Raxium、Digilens 万有引力等，其中专注 MicroLED 技术的公司 Raxium 于 5 月被谷歌收购，22Q2 非经常性损益为 5365 万，其中部分为出售 Raxium 的投资收益。此外，公司以自有资金增资不超过 5000 万元对“同歌一期基金”进行增资，协同歌尔股份、米哈游等行业领先企业，聚焦增强现实/虚拟现实等新业态机遇，实现资本增值，进一步提升公司整体竞争力。
- **分红彰显公司发展信心。**根据 2022 半年度分配预案，公司拟 10 股派 3.5 元（含税），预计派现金额合计为 7.76 亿元，上半年现金分红率为 45.79%，高分红彰显公司对未来向好发展的信心。
- **投资建议：**我们认为公司现有存量游戏为公司提供稳固的流水底盘和收入支撑，如《斗罗大陆：魂师对决》、《Puzzles&Survival》等。同时公司自研及代理新游储备丰富，其中《小小蚁国》将于 9 月 24 日上线国内，《霸业》于 8 月获得版号，上线进程预计将有所加快。考虑到公司在海外市场的流水及净利率增长潜力，以及国内版号恢复下带来的业绩弹性，我们维持前期盈利预测 2022-2024 年归母净利润为 34.04/38.77/43.30 亿元，8 月 30 日收盘价对应 PE 为 13/12/10X，继续维持“买入”评级。
- **风险因素：**市场竞争加剧的风险，游戏行业监管趋严风险，游戏上线表现不及预期风险，汇率波动风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (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%
归属母公司净利润 (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	13.14	11.54	10.33
市净率 P/B(倍)	10.93	5.56	3.16	2.48	2.00

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为 2022 年 08 月 30 日收盘价

游戏储备情况

表 1：三七互娱的游戏储备情况

游戏名称	境内/境外	代理/自研	游戏类型	版号
《代号魔幻 M》	境外	自研	MMORPG	
《代号古风》	境外	自研	MMORPG	
《代号 3D 版 WTB》	境外	自研	MMORPG	
《代号斗罗 MMO》	境外	自研	MMORPG	
《代号 XXZ》	境外	代理	MMORPG	
《代号魔幻 K 计划》	境外	代理	MMORPG	
《不朽觉醒》	境外	代理	MMORPG	
《霸业》	境外	自研	SLG	有
《代号 GOE》	境外	自研	SLG	
《代号 G2》	境外	自研	SLG	
《代号 S》	境外	代理	SLG	
《代号 D8》	境外	自研	卡牌	
《空之要塞:启航》	境外	代理	卡牌	有
《上古王冠》	境外	代理	卡牌	
《铁杆三国》	境外	代理	卡牌	
《代号旧时光》	境外	代理	模拟经营	
《代号魔幻 M》	境内	自研	MMORPG	
《代号古风》	境内	自研	MMORPG	
《代号 3D 版 WTB》	境内	自研	MMORPG	
《代号斗罗 MMO》	境内	自研	MMORPG	
《代号 XXZ》	境内	代理	MMORPG	
《曙光计划》	境内	代理	MMORPG	有
《梦想大航海》	境内	代理	MMORPG	
《代号魔幻 K 计划》	境内	代理	MMORPG	
《霸业》	境内	自研	SLG	有
《代号 GOE》	境内	自研	SLG	
《小小蚁国》	境内	代理	SLG	有
《代号三国 CB》	境内	代理	SLG	
《代号 DG》	境内	代理	SLG	
《代号 D8》	境内	自研	卡牌	
《空之要塞:启航》	境内	代理	卡牌	有
《光明冒险》	境内	代理	卡牌	
《最后的原始人》	境内	代理	卡牌	
《代号二次元 ZQ》	境内	代理	卡牌	
《代号森林》	境内	代理	模拟经营	
《代号合伙人》	境内	代理	模拟经营	

资料来源：公司半年报，游戏工委，信达证券研发中心

资产负债表					
单位:百万元					
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
非流动资产	4,764	5,250	5,457	5,664	5,871
长期股权投资	361	509	658	806	955
固定资产	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
资产总计	10,564	14,437	18,974	23,264	27,863
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
非流动负债	0	181	181	181	181
长期借款	0	20	20	20	20
其他	0	161	161	161	161
负债合计	4,499	3,580	4,713	5,126	5,395
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
负债和股东权益	10,564	14,437	18,974	23,264	27,863

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,400	16,216	18,648	21,211	23,660
同比 (%)	8.9%	12.6%	15.0%	13.7%	11.5%
归母净利润	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	13.14	11.54	10.33
P/B	10.93	5.56	3.16	2.48	2.00
EV/EBITDA	20.39	17.25	10.45	8.25	6.46

利润表					
单位:百万元					
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
营业利润	3,256	3,261	3,794	4,328	4,848
营业外收支	-7	-12	-10	-10	-10
利润总额	3,249	3,248	3,784	4,318	4,838
所得税	213	398	380	441	508
净利润	3,036	2,850	3,404	3,877	4,330
少数股东损益	275	-26	0	0	0
归母净利润	2,761	2,876	3,404	3,877	4,330
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					
单位:百万元					
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	-196	-408	-155	-123	-164
营运资金变动	-123	626	648	64	-46
其他	9	72	8	8	7
投资活动现金流	-610	-1,083	-144	-123	-105
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
筹资活动现金流	-2,628	287	0	0	0
吸收投资	0	2,983	0	0	0
借款增加	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
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@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。	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。