



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 旅游

旷实*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001
(8610) 6622 9343
shi.kuang@bocichina.com

*杨艾莉为本报告重要贡献者

顺荣三七: 非公开发行引入 产业投资者, 泛娱乐战略布 局清晰

事件:

顺荣三七(002555.CH/人民币 71.39, 未有评级)公告非公开发行预案。此次发行, 公司拟以 45.83 元/股向包括奥飞动漫、湖南卫视芒果 TV 在内的九家机构合计发行 6,982.33 万股, 预计募集资金不超过 32 亿元。此次募集的 32 亿元资金中将有 28 亿元用于收购三七互娱 40% 的股权。公司于 2014 年 12 月收购三七互娱 60% 股权。本次收购完成后, 公司将持有三七互娱 100% 股权。三七互娱 40% 股权转让方李卫伟, 曾开天承诺三七互娱 2015-2017 年扣非后净利润分别不低于 5 亿元、6 亿元和 7.2 亿元。此次募集的剩余资金将用于补充公司流动资金, 为公司后续业务布局提供资金。此次发行后, 公司总股本增加至 39,467.81 万股, 对应 2015-2017 年每股收益分别为 1.30 元、1.56 元、1.86 元。

点评:

1、引入优质产业投资者, 产业资源深度整合:

本次非公开发行的 9 家机构包括, 汇添富基金、招商基金、磐信投资、芒果传媒、奥娱叁特、顺荣三七员工持股计划等。其中, 湖南广播电视台旗下芒果传媒及奥飞动漫旗下全资子公司奥娱叁特将分别认购 2 亿元; 我们看好湖南卫视、奥飞动漫两家产业投资者为顺荣三七带来的产业资源整合效应。

- 芒果传媒: 稀缺 IP 资源+媒体渠道

作为湖南广电控股的市场主体, 芒果传媒目前拥有包括湖南卫视、天娱传媒、电广传媒、快乐购等优质资产在内的 80 余家子公司。旗下湖南卫视以强大的制作能力推出了《快乐大本营》《爸爸去哪儿》《我是歌手》等一系列自制综艺节目。凭借高质量内容的议价能力, 目前湖南卫视旗下综艺节目已不再向其他视频网站分销, 而仅由芒果 TV 独播。2015 年 3 月, 芒果 TV 完成 A 轮约 10 亿元融资, 其估值达到 100 亿。

2014 年, 芒果传媒推出热门综艺节目《爸爸去哪儿》同名手游。凭借优质的 IP 资源, 《爸爸去哪儿 1》由百度 91 平台首发, 手游累计下载量超过 1,000 万次。《爸爸去哪儿 2》由 360 手机助手首发, 单日下载量超过 150 万次。可以看到, 热门综艺节目 IP 影响力巨大, 手游既受到各家运营平台的争抢, 也同时获得用户的认可。

引入芒果传媒后, 顺荣三七预计将获得更多稀缺的原创优质 IP 资源, 对芒果传媒旗下综艺节目、影视剧资源进行二次开发和运营。形成游戏业务的特色。

同时, 通过和芒果传媒的战略合作, 公司将拥有国内最大的省级卫视平台渠道, 未来在媒体资源、渠道资源、营销整合方面都想显著领先于同行业公司。

- 与奥飞动漫战略合作：复制奥飞成熟经验，获取上下游资源

作为国内最优质动漫产业平台，奥飞动漫以“喜羊羊”系列动漫形象为先导，形成一批覆盖各年龄阶段的优质 IP 矩阵。奥飞通过原创或收购等方式不断充实壮大 IP 矩阵。在产业链下游，奥飞拥有玩具、媒体（嘉佳卡通）、影业（奥飞影业）、精品游戏等多种变现渠道。2014 年奥飞实现营业收入 24.3 亿元，同比增长 56.5%；实现归属于上市公司股东净利润 4.28 亿元，同比增长 85.4%。

奥飞已经拥有了一条从 IP 形象到下游变现的完整链条。公司和奥飞已达成战略合作关系，借助奥飞的成熟经验，以及上下游内容、渠道资源，未来顺荣和奥飞在动漫节目、游戏节目、网络、手游、电影制作等互动娱乐领域的合作值得期待

2、37 互娱超预期，公司全资控股：

2014 年，37 互娱营业收入为 28.2 亿元，同比大幅增长 63.8%，其中，页游营业收入占比 96%，手游营收占比 3.5%。37 互娱净利润 3.6 亿元，同比增长 46.8%。

公司运用非公开发行的 28 亿资金，收购李卫伟、曾开天手中 37 互娱剩下 40% 的股份。李卫伟、曾开天承诺三七互娱 2015-2017 年扣非后净利润分别不低于 5 亿元、6 亿元和 7.2 亿元。37 互娱在市场上的优异表现，成为此次公司全资控股的主要动力。

三七互娱运营数据：

- **页游：**截至 2015 年 2 月 28 日，三七互娱旗下国内页游平台累计注册用户 4 亿、运营游戏产品 300 款；2015 年 1-2 月月新增注册用户超 1,000 万、月活超 1,000 万、月开服量突破 2,000 组、月充值额 2.2 亿。根据易观国际数据，37 页游平台 2014 年市场份额为 12.3%，仅次于腾讯游戏，位居市场第二。

- **海外：**截至 2015 年 2 月 28 日，三七互娱共覆盖 20 多个国家，拥有海外游戏 80 款、总开服数 3,500 服、注册用户 3,400 万；2014 年月均新增付费用户达 2.27 万人，月均充值流水 1,838.61 万元；目前三七互娱海外业务拓展已覆盖全球主流国家和重点地区，海外投资成效显著，全球 CP 战略联盟雏形基本形成。

- **手游：**三七互娱 2013 年底进军手游业务，研发和运营并重，主推精品手游。前后引进《苍翼之刃》、《霸道天下》等多款大作，并自研《请叫我女王》和《热血硬派》等精品游戏。2015 年春节推出成龙主演贺岁电影《天将雄师》同名网页游戏及手机游戏。

同时，三七互娱还取得金山猎豹游戏中心（wan.liebao.cn）、2345 游戏中心（wan.2345.com）、易乐玩（yilewan.com）等多个平台的代运营权，以此丰富发行渠道、提高市场份额及收入分成。

3、员工持股计划，激励核心员工

本次非公开发行中，顺荣三七第 1 期员工持股计划认购 1 亿元。游戏娱乐作为创意产业，员工的创造力和执行力尤为关键。通过员工持股计划，核心员工将得到更好的激励，实现公司与员工的风险共担、利益共享。

4、未来：“平台化、全球化、泛娱乐化”战略布局清晰

- **平台化：**三七互娱积极购买优质 IP，目前拥有热血高校、倒霉熊、奥特曼、三打白骨精、我为仙狂、我定乾坤等热门 IP 的游戏改编权。未来，在芒果传媒及奥飞动漫的推动下，三七互娱将拥有更多优质稀缺 IP 的开发、运营权。

-全球化：三七互娱将在更多海外地区发行和运营游戏产品；并利用资金对海外优质游戏娱乐标的进行收购，实现外延扩张。全球CP战略联盟雏形基本形成。

-泛娱乐化：三七互娱将利用游戏平台中汇聚的高付费能力、强付费意愿、娱乐需求明显的用户，提供游戏视频、游戏直播等多种服务，对他们进行二次变现。

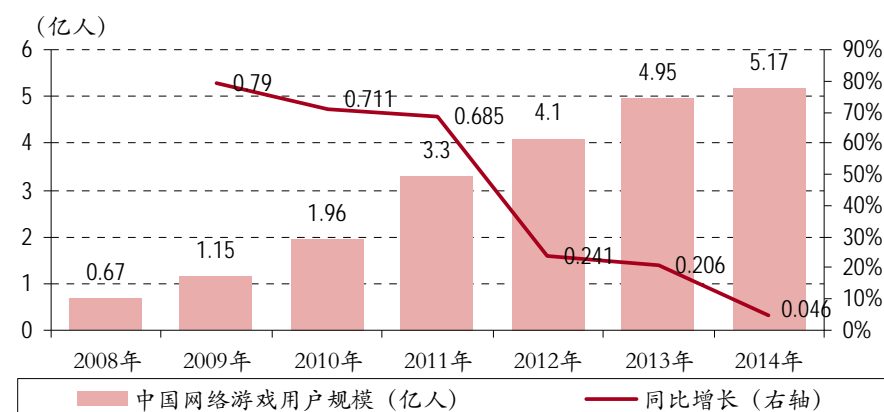
附录：中国网游行业：

1) 主要用户进场完毕，未来重在精品游戏研发运营、泛娱乐衍生开发

2014年中国网络游戏行业目前拥有用户5.17亿人，对比CNNIC公布的2014年中国网民规模6.49亿，网络游戏渗透率高达80%。伴随着高渗透率，网游用户增长逐渐放缓，2014年同比增长仅4.6%。与用户增长放缓相比，游戏市场实际收入仍然大幅增加。2014年，中国游戏市场实际销售收入达到1,145亿元，同比增长37.7%。同比数据在过去4年一直保持在30%左右的水平。

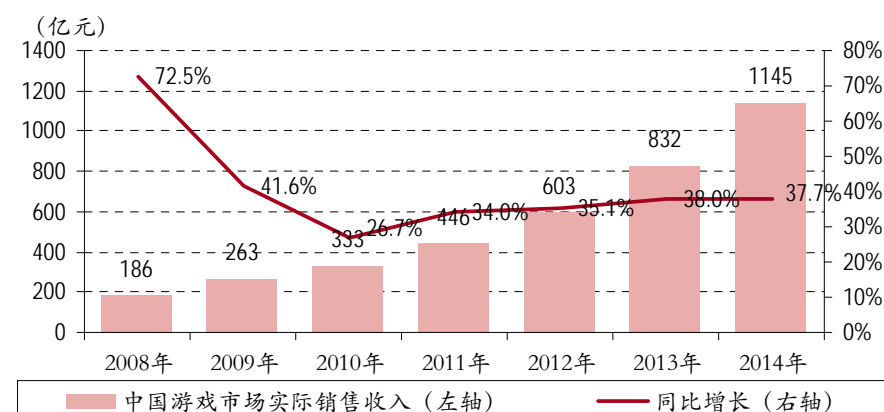
我们认为，中国网游行业人口红利逐渐消失，主要游戏玩家已经进场完毕。未来行业中有精品游戏研发运营能力、能够对游戏产品进行泛娱乐衍生开发的公司将脱颖而出。

图表 1. 中国网络游戏用户规模及增长



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 2. 中国游戏市场实际销售收入及增长



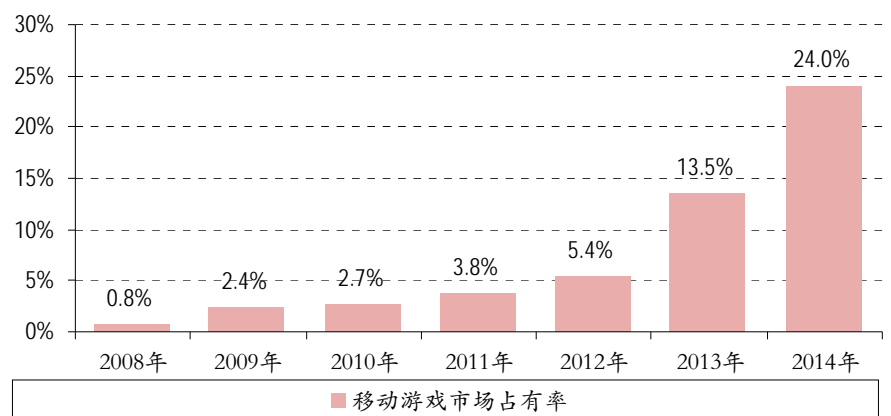
资料来源：公司公告，中银国际研究

2) 移动游戏趋势明显，对份额最高的普通玩家更具吸引力

2013-2014 年，中国手游市场经历了一轮爆发式增长。手游占整体游戏市场份额已经从 0.8% 上升至 24%，成为仅次于端游的游戏品类。随着用户媒体时间持续向移动端转移，未来手游市场将继续增长。

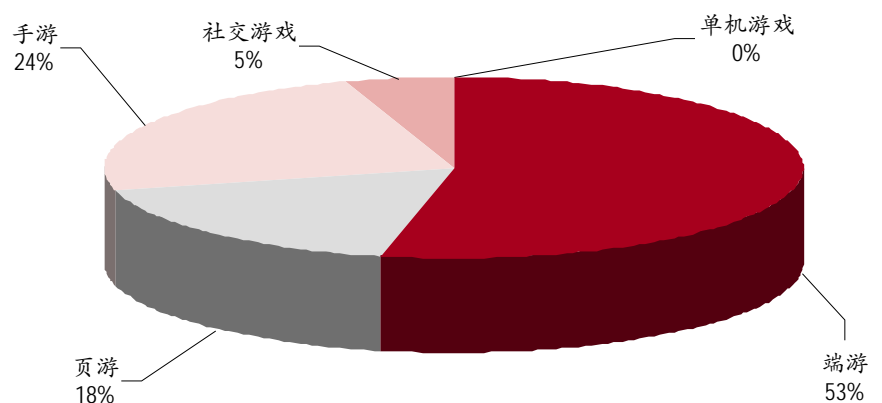
随着电子竞技概念的普及，未来大型端游或将成为资深游戏玩家的一项体育运动；而移动端“随时随地随需”的特征将吸引以“休闲娱乐好玩”为诉求的大多数普通玩家。

图表 3. 中国移动游戏市场占有率



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 4. 2014 年中国游戏市场细分领域市场份额



资料来源：公司公告、中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371