

投资评级：强烈推荐（维持）

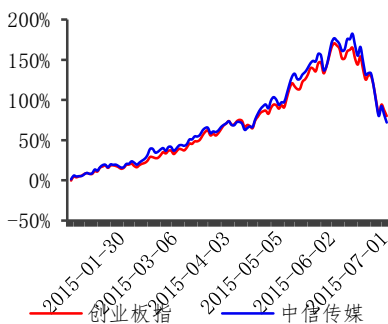
分析师

金炜 010-88366060-8876  
Email:jinw@cgws.com  
执业证书编号:S1070512080001  
联系人：  
刘浩然 0755-83464814  
Email:liuhr@cgws.com  
从业证书编号:S1070112090016  
何思霖 0755-83515591  
Email:hesilin@cgws.com  
从业证书编号:S1070115120058

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	16E	17E	16E	17E
北京文化	0.35	0.52	97	65
新文化	0.80	1.04	53	40
富春通信	1.05	1.38	45	34
东方国信	0.53	0.73	60	44
博瑞传播	0.46	0.63	16	12
昆仑万维	0.67	0.87	61	47

行业表现



数据来源：WIND

相关报告

<<互联网+传媒周报 2015 第 1 期>>  
2015-12-06

## 泛 IP 泛娱乐的 2016

### ——2016 年传媒行业年度投资策略

投资建议

2016 年我们认为中国经济整体仍将维持目前处境，传媒行业由于其行业增速显著仍将受到较高瞩目，估值有望得以维系。从行业选择来看我们认为 2016 年电影、网络剧、手游、移动端广告仍将维持较快的行业增速，我们结合行业发展及公司个体情况重点推荐：北京文化（000802）、新文化（300336）、富春通信（300299）、东方国信（300166）、博瑞传播（600880）及昆仑万维（300418）。

要点

- 传媒行业 2015 年整体涨幅排名第四，估值提升起主要贡献：传媒行业 2015 年（截至 2015 年 12 月 25 日）涨幅为 82.69%，在 28 个申万一级行业中排名第四。2015 年，在宏观经济面临转型升级压力的背景下，传媒行业展现出较好的逆周期性，截至 2015 年三季度，长城传媒样本企业的营业收入平均同比增长 35.07%，利润平均同比增长 26.26%。将传媒类上市公司 2015 年三季度同比利润增长率与同期股票涨跌幅进行拟合，可以观察到股价与净利润存在不显著的正相关，表明净利润增加是此轮股票上升的其中一个因素，但外延并购以及市场风险偏好的提升可能是更为重要的影响因素。
- 2016 年看好的传媒子行业为电影、网络剧、手游、移动端广告：从行业发展来看，我们认为以下子行业在 2016 年仍将维持较高行业增速：
  1. 电影：中国电影市场在 2015 年正式突破 400 亿大关，从 5 年前的 100 亿到 400 亿仅仅用了 5 年时间，随着 3、4 线城市影院的铺设及电影上映数量的增加，预计观影人数的提升仍将进一步带动整体票房的提升，行业仍处于上升通道中。
  2. 网络剧：年轻人已经不满足于经过广电总局审核过后的电视剧品味，网络剧尤其是拥有较大粉丝基础的 IP 改编剧在 2015 年迅猛发展，网络自制剧纷纷步入“10 亿俱乐部”。随着视频网站付费用户比例的提升，视频网站购剧投入将进一步增加，网络剧市场仍将有望维持超过 100% 的增速，但是否会触发新的审查机制值得跟踪；
  3. 手游：2015 年中国游戏市场实际约为 1407 亿，同比增长 22.9%，相比去年增速 37.7%，行业增速有所放缓，但仍不乏可圈可点之处，二次元手游，手游出海等等都为手游行业指引了新的方向，预计 2016 年整体行业仍将维持双位数增长。
  4. 移动端广告：广告主广告投入与宏观经济密切挂钩，在中国宏观经济下台阶的时候，广告主更倾向于将广告投入到更有效率的媒体中，移动端广告由于可实现更精准的用户画像和精准投放仍将受到广告主预算的倾斜，预计行业将维持超过 50% 的增速。
- IP 变现能力及产业链整体竞争力将是影视剧制作公司的选股标准：我

<<内地电影7月单月票房过50亿>>

2015-08-04

<<暑期档国产片聚集,刷新单日票房纪录>>

2015-07-21

们认为中国的大视频市场（电影+网剧+电视剧+综艺）整体仍然处在行业上升通道，但已经过了鸡犬升天的阶段，市场将进入能力验证期。我们认为在接下来的影视剧市场投资中应该从以下几个方面寻找标的：1. 拥有良好 IP 储备的影视剧公司，或者拥有产生 IP 的前端平台的公司；2. 市场证明过有 IP 运作经验的公司；3. 打通产业链上下游的公司，例如有发行和院线的制片公司；4. 拥有多样 IP 变现渠道的公司，影+游+衍生等。

- **从国际化运营能力和电竞趋势选择游戏股：**游戏行业 2015 年整体产业依然炙热，移动游戏领军细分子板块，泛娱乐和 IP 化给行业带来新的变化，VR 大浪潮渐起，但场景应用和商业变现依然有待探索，产品研发去芜存菁，强者生存。展望 2016 年，我们认为应当回归现实，围绕精品化&国际化&竞技化这三个维度去观察行业整体变化和相关的选择。重点选择 cp 端中优质开发商和具有国际化优势的大型游戏研运营龙头，以及切入游戏竞技化领域的新兴游戏运营商和服务商。
- **投资建议：**总体上我们认为 2016 年部分传媒细分行业仍将维持较高增速，相应行业公司具有投资价值，重点推荐北京文化（000802）、新文化（300336）、富春通信（300299）、东方国信（300166）、博瑞传播（600880）及昆仑万维（300418）。
- **风险提示：**注册制推出超预期，文化审查制度收紧。

## 目录

1. 传媒行业发展回顾: .....	5
1.1 2015 年传媒二级市场表现 .....	5
1.2 2015 年传媒公司盈利分析 .....	5
2. 影视剧行业回顾及展望 .....	8
2.1 电影: 电影类型百花齐放, 超级 IP 表现出众 .....	8
2.2 电视剧: 古装剧携 IP 成荧屏热点, 网络助推成亮点 .....	12
2.3 泛娱乐化代来临, IP 运营胜者为王 .....	14
2.4 影视剧行业选股策略 .....	15
3. 游戏行业迎“新四化”浪潮: 精品化+重度化+国际化+电竞化 .....	16
3.1 移动游戏市场蓬勃发展依旧, 洗牌 ING .....	16
3.2 行业金字塔特征凸显, WHO 将脱颖而出? .....	18
3.3 深度挖掘鲸鱼用户, ARPU 有待提升 .....	19
3.3.1 付费习惯正在养成, 重度玩家培养循序渐进 .....	19
3.3.2 一代新人换旧人, 二次元用户市场坐等开发 .....	20
3.3.3 设备升级叠加用户基数, 移动游戏有望纵深发展 .....	22
3.3.4 碎片化娱乐时代, 移动设备主导地位依旧 .....	23
3.4 把握未来两大方向, 在宽赛道起跑: 国际化&电竞化 .....	23
3.4.1 国内精品扬帆出海, 不可小觑的增量市场 .....	23
4. 标的推荐 .....	26
■ 北京文化(000802): 有望补齐发行短板的影视剧未来龙头 .....	26
■ 新文化(300336): IP 全产业链运营王者 .....	26
■ 富春通信(300299): 富有理想, 春暖花开 .....	27
■ 东方国信(300166): 2016 年静待运营商数据开花结果 .....	28
■ 博瑞传播(600880): 被显著低估的西南传媒旗舰 .....	29
■ 昆仑万维(300418): 研运一体化龙头 .....	30

图表目录

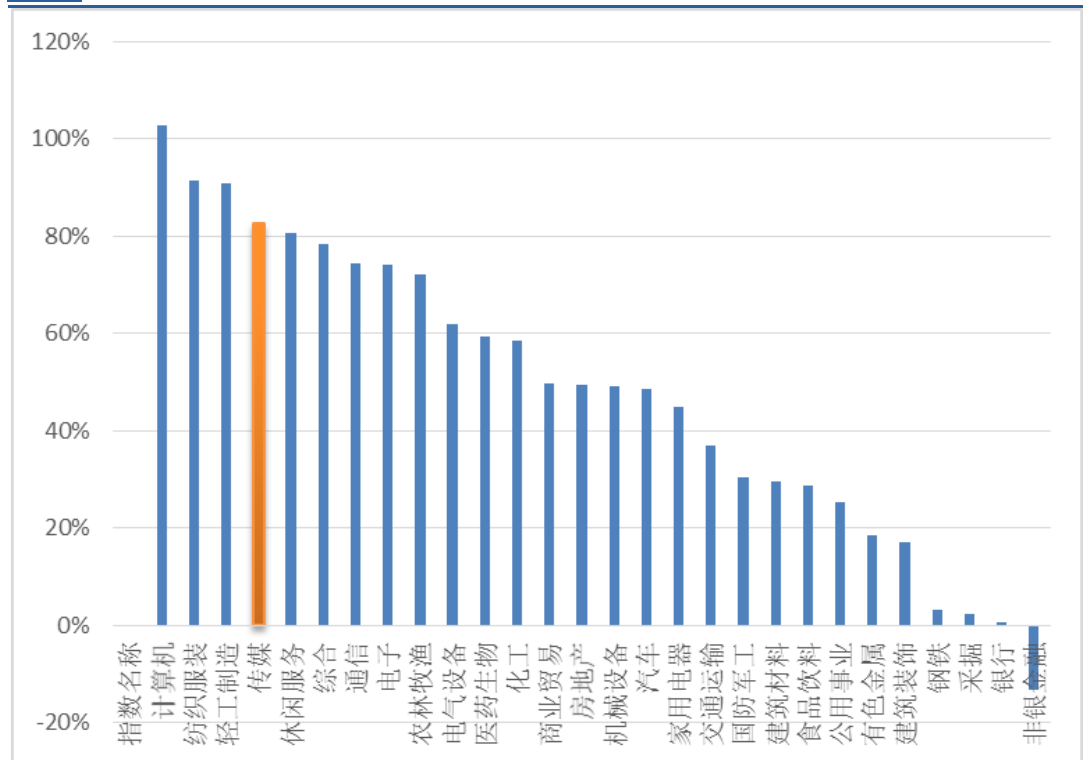
图 1:	2015 年申万行业涨跌幅 (截至 2015 年 12 月 25 日)	5
图 2:	利润增长率与股价涨跌幅散点图	6
图 3:	股价涨跌幅与 2015 年初市值散点图	6
图 4:	2015 年末传媒行业公司市值分布	7
图 5:	2002-2015E 中国票房、增速及上座率	8
图 6:	2011-2015 前三季度全国影院银幕数量、增速及上座率	8
图 7:	2010-2014 年中美城镇人均票房对比	9
图 8:	2011-2015 前三季度城市人次份额	10
图 9:	不同级别城市观影群体观影原因	10
图 10:	2015 年湖南卫视《金鹰独播剧场》收视情况	13
图 11:	2015 年浙江卫视电视剧收视情况	13
图 12:	2015 年江苏卫视电视剧收视	13
图 13:	2015 年上海东方卫视电视剧收视	14
图 14:	花千骨 IP 运作	15
图 15:	游戏市场总规模及增速	17
图 16:	各类型用户数 (亿人)	17
图 17:	各类型游戏 2015 销售规模 (亿元)	17
图 18:	行政部门 2015 批准放行游戏数量占比 (%)	17
图 19:	移动游戏市场规模 (亿元)	18
图 20:	各类型游戏结构占比	18
图 21:	行业金字塔特征凸显	19
图 22:	移动游戏 MAU 同比变化情况	19
图 23:	美国付费玩家 VS 亚洲付费玩家	19
图 24:	2013 年付费用户占比不断提升 (%)	20
图 25:	手机游戏付费用户调查结果	20
图 26:	二次元用户游戏时长	21
图 27:	二次元用户游戏类型偏好	21
图 28:	各类型手机每月出货量情况 (万部)	22
图 29:	移动设备销售增长情况	22
图 30:	APP 使用深度提升	23
图 31:	中国游戏出口历年规模	25
图 32:	中国游戏出口类型占比	25
表 1:	传媒子板块 P/E (TTM)	7
表 2:	传媒子板块 EPS (TTM)	7
表 3:	2015 年国产电影票房前十	11
表 4:	2015 年国产 IP 电影票房超过 3 亿元榜单	11
表 5:	各维度游戏时长比较	21
表 6:	不同年龄类型用户游戏内容消费比较	21
表 7:	新兴市场概况	24
表 8:	欧美精品占新兴市场主导	24
表 9:	精品游戏海外表现亮眼	25

# 1. 传媒行业发展回顾：

## 1.1 2015 年传媒二级市场表现

根据申万行业分类，传媒行业今年（截至 2015 年 12 月 25 日）涨幅为 82.69%，在 28 个申万一级行业中排名第四，低于计算机、纺织服装和轻工制造。

图 1：2015 年申万行业涨跌幅（截至 2015 年 12 月 25 日）



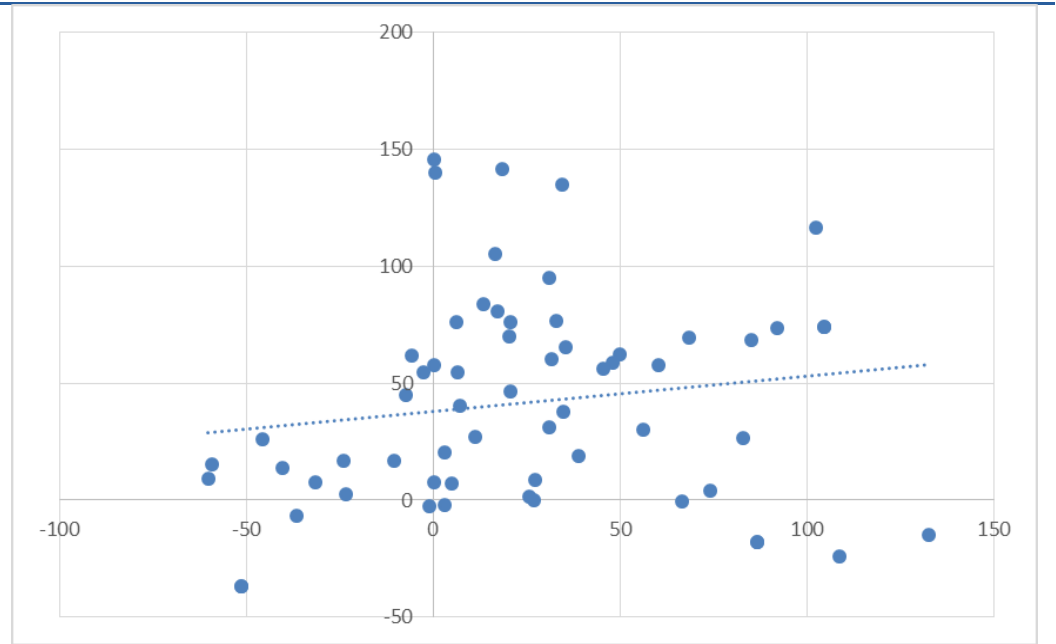
资料来源：Wind，长城证券研究所整理

## 1.2 2015 年传媒公司盈利分析

2015 年，在宏观经济面临转型升级压力，实体经济增长停滞的背景下，传媒行业展现出较好的逆周期性，保持较快的上升势头。截至 2015 年三季度，传媒样本企业的营业收入平均同比增加 35.07%，利润平均同比增长 26.26%。

将传媒类上市公司 2015 年三季度同比利润增长率与同期股票涨跌幅进行拟合，剔除奇异点后，可以观察到大部分股票均位于第一象限，即净利润与股价同涨，其次是第二象限，即净利润下滑但股价依然上涨，位于三四象限的股票比较少，股价下跌的股票个数仅为个位数。通过拟合发现股价与净利润存在不显著的正相关，表明净利润增加是此轮股票上升的其中一个因素，但外延并购以及市场风险偏好的提升可能是更为重要的影响因素。

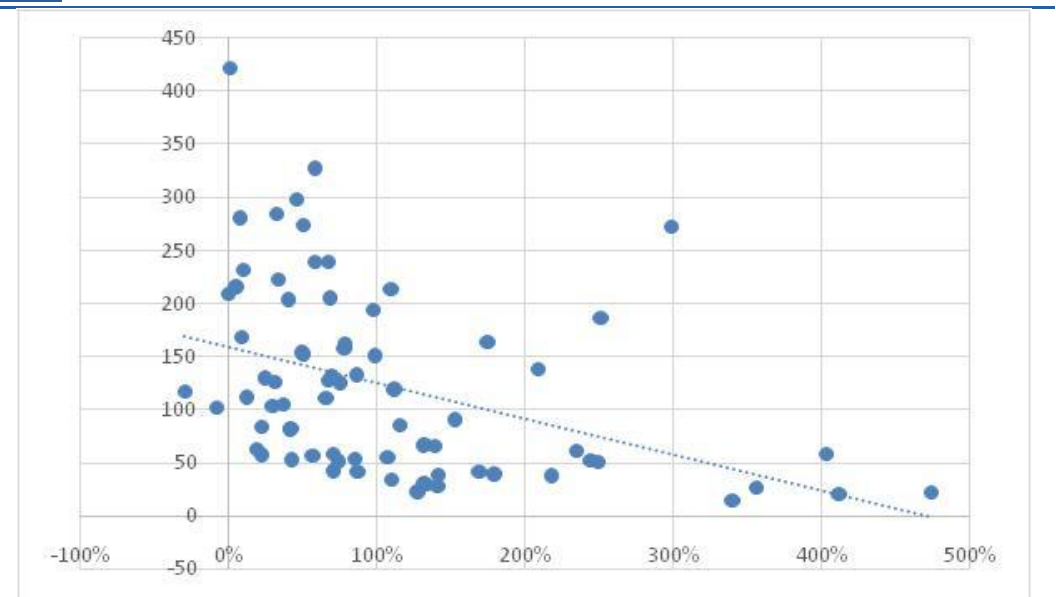
图 2: 利润增长率与股价涨跌幅散点图



横轴为 2015 年三季度利润同比增长率，纵轴为 2014 年 11 月 1 日至 2015 年 10 月 31 日股价增长率（季报发布节点）

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 3: 股价涨跌幅与 2015 年初市值散点图



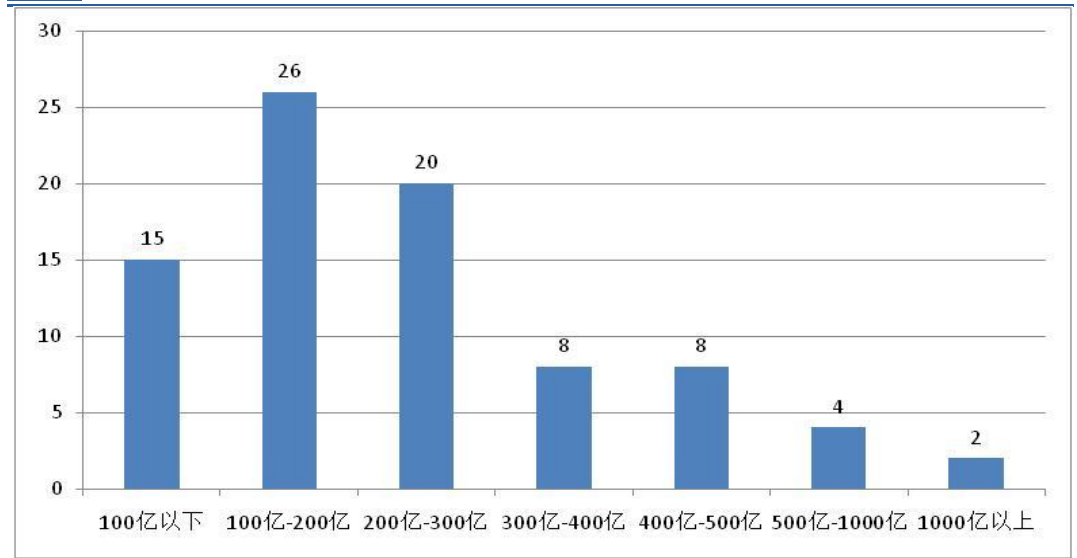
横轴为 2015 年全年股价涨跌幅，纵轴为 2015 年初公司总市值

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

另外从年初市值与全年涨幅分布来看，2015 年年初市值在 200 亿左右的公司全年股价涨幅几乎没有超过 100%，而市值在 50 亿左右的公司涨幅明显大于大市值公司。

2015 年年末，传媒行业公司市值在 100 亿以下的仅有 15 家，如果考虑增发过会数量还会更少。

图 4: 2015 年末传媒行业公司市值分布



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

下表中 PE 选取的价格是 2015/10/31, 2015/8/30, 2015/5/30 和 2015/4/15, 对应的 EPS (TTM) 分别是 2015 年三季报, 2015 年半年报, 2015 年一季报和 2014 年年报的财务数据。传媒子板块的 PE 伴随着大盘的热度在 2015 年 5 月底达到高峰, 之后有所回调, 而在 2015 年最后三个月, 传媒行业的几大热门子板块又迎来了新的估值提升, 包括影视动漫, VR, 互联网教育。而传媒行业的 EPS 保持相对平稳, 但值得注意的是游戏和广告营销的 EPS 有所下滑。

表 1: 传媒子板块 P/E (TTM)

	2015Q3	2015Q2	2015Q1	2014Q4
影视动漫	141.61	132.96	179.23	119.13
游戏	90.31	167.56	190.27	206.78
广告营销	85.29	94.83	107.80	76.82
出版	49.20	48.24	81.42	72.41
广电	53.96	53.33	118.63	67.03
VR	66.27	54.49	99.22	97.92
互联网教育	192.00	149.30	231.71	228.07
互联网医疗	120.40	135.05	170.39	178.24

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

表 2: 传媒子板块 EPS (TTM)

	2015Q3	2015Q2	2015Q1	2014Q4
影视动漫	0.398	0.391	0.396	0.391
游戏	0.338	0.345	0.492	0.503
广告营销	0.460	0.446	0.594	0.637
出版	0.491	0.500	0.481	0.473
广电	0.444	0.403	0.367	0.396
VR	0.426	0.402	0.432	0.429
互联网教育	0.219	0.232	0.221	0.240
互联网医疗	0.187	0.181	0.213	0.266

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

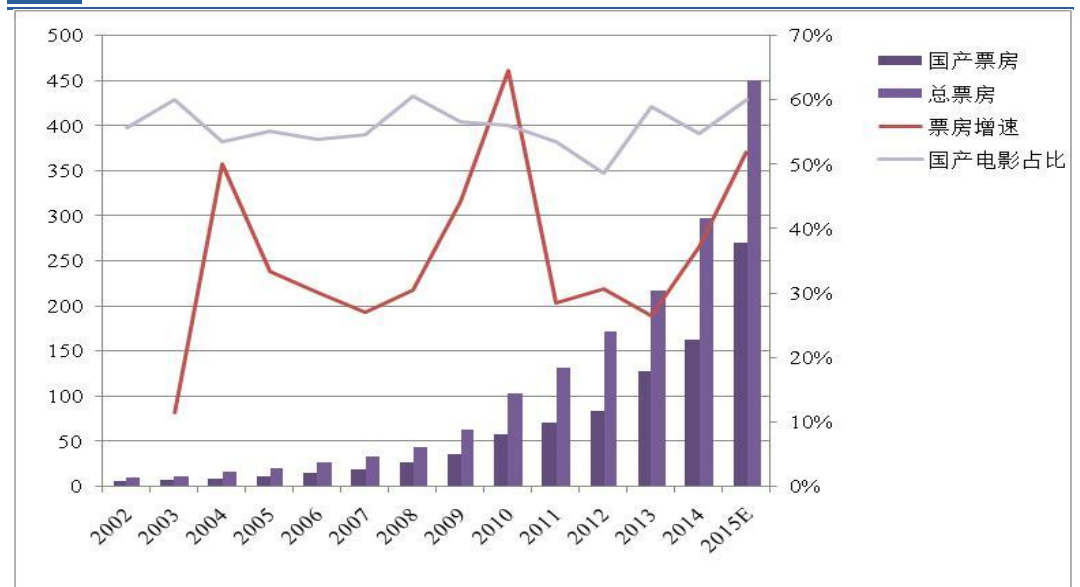
## 2. 影视剧行业回顾及展望

### 2.1 电影：电影类型百花齐放，超级 IP 表现出众

中国电影票房的快速发展令人瞩目，2002 年低谷时期全国票房尚不足 10 亿，2010 年票房突破 100 亿大关的里程碑，之后仅仅不到 5 年的时间，今年票房已突破 400 亿大关，迎头赶上北美票房。根据普华永道的预测，2018 年前后中国电影票房将会超过北美，成为世界第一大票房。

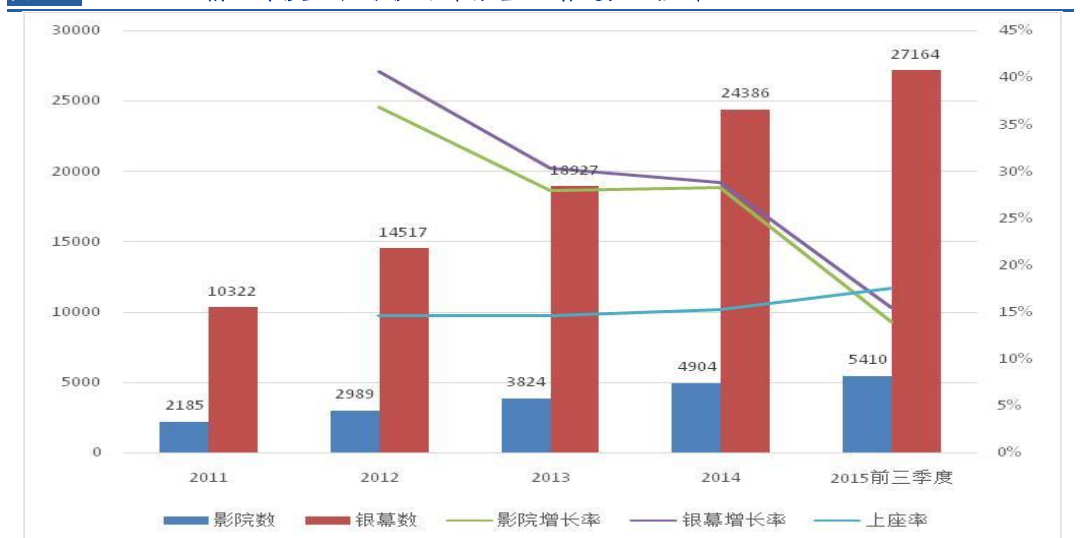
国产电影占总票房的比例一直保持在 50% 以上，仅在 2012 年因中美达成新的进口电影协议而略低于 50%。

图 5: 2002-2015E 中国票房、增速及上座率



资料来源: 长城证券研究所整理

图 6: 2011-2015 前三季度全国影院银幕数量、增速及上座率



资料来源: 艺恩咨询, 长城证券研究所整理

图 7: 2010-2014 年中美城镇人均票房对比



资料来源: 艺恩咨询, 长城证券研究所整理

纵观 2015 年中国电影的发展, 不仅票房上屡创纪录, 观影人群扩大, 电影类型也呈现多元化, 除了具有广泛粉丝基础的超级 IP 电影, 不同类型的电影均有各自的受众和市场, 电影生态越来越健康, 电影也成为了泛娱乐化的重要一环。

### ■ 票房重点向三线及以下城市转移

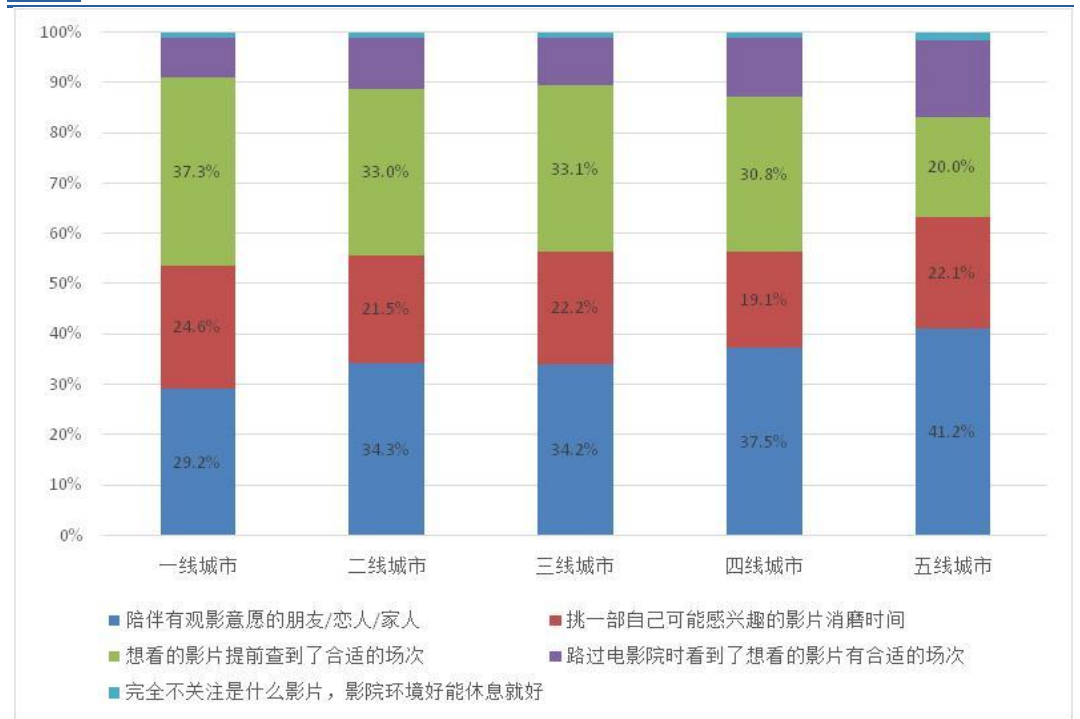
2015 年前三季度, 有 79% 的新建影院布局在三线及以下城市, 影院的建设普及也带动了当地人群的观影欲望。根据艺恩咨询的研究, 三线及以下城市人次增长率近三年保持在 30% 以上, 带动票房分布逐渐下沉, 观影人次分布纵深化发展。从 2011 年到 2015 年前三季度, 一线城市人次份额由 25% 下降到 18%, 此消彼长, 二线及以下城市人次份额由 75% 提升到 82%, 其中五线城市人次份额 5 年提升了 8% 达到 17%, 已逐步赶超一线城市。2015 年前三季度, 二线及以下城市为国产片贡献了 84% 的人次, 其中四五线城市就占据了一半的份额。不同于一线城市的观影群体, “小镇青年” 有着自己的观影文化。在一二线城市, “喜欢的电影有合适的场次” 是观影群体走进影院最重要的原因, 而在三线及以下城市, “陪伴观影” 是最重要的观影驱动因素, 这个群体的观影行为有很强的社交驱动性。

图 8: 2011-2015 前三季度城市人次份额



资料来源: 艺恩咨询, 长城证券研究所整理

图 9: 不同级别城市观影群体观影原因



资料来源: 艺恩咨询, 长城证券研究所整理

■ 玄幻神怪类成现象级产品; 喜剧类占据榜单近半江山

截至 2015 年 12 月 30 日, 中国内地票房前十的国产电影中, 与玄幻神怪有关的电影就占了三部, 其中《捉妖记》更是遥遥领先, 成为今年暑期档的一匹黑马, 不仅夺得本年度票房冠军, 同时也成为中国电影史上票房最高的电影。作为国产电影重要类型片的喜剧片表现不俗, 占据了四席。

**表 3: 2015 年国产电影票房前十**

排名: 影片名	类型	总票房 (万)	平均票 价	场均人 次	上映日期
捉妖记	魔幻	243939	37	42	2015/7/16
港囧	喜剧	161314	32	40	2015/9/25
夏洛特烦恼	喜剧	144133	32	34	2015/9/30
寻龙诀	惊悚	128719	36	46	2015/12/18
煎饼侠	喜剧	116006	32	39	2015/7/17
澳门风云 2	动作	97473	39	37	2015/2/19
西游记之大圣归来	动画	95630	34	34	2015/7/10
天将雄师	动作	74409	40	38	2015/2/19
九层妖塔	动作	68268	34	30	2015/9/30
恶棍天使	喜剧	56261	29	50	2015/12/24

资料来源: EBOT, 长城证券研究所整理

### ■ 超级 IP 引爆票房

在国产电影票房前十榜单上, 具有庞大粉丝群体 IP 的就有《寻龙诀》《九层妖塔》, 根据舞台剧 IP 改编的有《夏洛特烦恼》《恶棍天使》, 《西游记之大圣归来》是从中国最为人知的 IP 西游记改编而来的, 同时还有徐峥的“囧”字系列电影。而在前十榜单之外, 则有更多的成为现象级的 IP 电影, 比如《小时代》系列, 《万万没想到》等。甚至从综艺 IP 而来的《奔跑吧! 兄弟》和歌曲 IP 而来的《栀子花开》在贺岁档或暑期档引发轰动的同时创造了票房佳绩。

**表 4: 2015 年国产 IP 电影票房超过 3 亿元榜单**

排名. 影片名	类型	总票房 (万)	平均 票价	场均 人次	上映日期	IP 类型
夏洛特烦恼	喜剧	144133	32	34	2015/9/30	舞台剧
寻龙诀	惊悚	128720	36	46	2015/12/18	网络小说
九层妖塔	动作	68268	34	30	2015/9/30	网络小说
恶棍天使	喜剧	56261	30	50	2015/12/24	舞台剧
滚蛋吧! 肿瘤君	喜剧	51098	34	25	2015/8/13	漫画
小时代 4: 灵魂尽头	爱情	48856	31	33	2015/7/9	小说
左耳	爱情	48522	34	25	2015/4/24	小说
奔跑吧! 兄弟	喜剧	43427	31	25	2015/1/30	综艺
栀子花开	爱情	37900	32	32	2015/7/10	歌曲
何以笙箫默	爱情	35351	33	19	2015/4/30	小说
万万没想到	喜剧	31938	29	24	2015/12/18	网络剧
烈日灼心	剧情	30480	31	21	2015/8/27	小说

资料来源: EBOT, 长城证券研究所整理

### ■ “去低幼化”动画片登上银幕

2015 年的夏天, 国产动画片迎来逆袭, 《西游记之大圣归来》创下了国产动画电影的票房纪录, 豆瓣评分高达 8 分, 口碑票房双丰收。在这一影响下, 暑期档的国产动画电影排片一改过去被忽视的常态, 《大圣归来》之后上映的《黑猫警长》首日排片高达 10%, 创下了国产动画片的罕见高比例。光线传媒抢先布局, 投资了《大圣归来》导演田晓鹏的

十月文化，并专门已经成立了子公司彩条屋影业，负责动画类电影，并公布了 22 部电影名单，原创 3D 网络动画《我叫 mt》，中国最有影响力游戏《梦幻西游》都将陆续推出动画大电影。

### ■ 各种类型片均占据一席之地

无论是反映社会问题的《心迷宫》《一个勺子》《十二公民》，还是着墨于内在表达的文艺片《聂隐娘》《山河故人》，都为今年精彩纷呈的电影类型画上浓重一笔。在超级 IP 云集，轻松观影的爆米花片的院线中，这些电影依然有其特定受众，社会审美也开始趋向多元化。2016 年即将改编上映的《三体》也将填补中国科幻电影的一个空白。

## 2.2 电视剧：古装剧携 IP 成荧屏热点，网络助推成亮点

与电影相类似，2015 年电视剧也更多元化，类型剧划分明显，各有胜负，给了观众更丰富的选择。

### ■ 古装剧依旧是主力

古装剧中以宫斗剧最为大家喜闻乐见，2015 年以《武媚娘》开门红，以《芈月传》收官。宫斗剧更能吸引年轻女性观看电视，女性中高学历高收入人群观看比例也有上升，客观上拉回了更多的电视剧用户。古装武侠/魔幻剧的数量虽然也在增加，但表现参差不齐，热门 IP《秦时明月》《云中歌》等前期观众期待值较高，但实际收视率却不尽人意，周播剧《花千骨》则成为今年收视大赢家，网络点播创下周播剧之最。

### ■ 主旋律剧多渠道发展

在广电总局的整治下，“雷人”的抗战剧少了。主旋律剧受限于类型片的特点，受众一般比较固定，为开拓更多的观众群体，抗战剧也开始往多渠道发展。《大秧歌》在非物质文化遗产上下功夫，《伪装者》将青春偶像牌融入主旋律内，这两部片的收视率都取得了不错的成绩。

### ■ 都市剧总体式微

相比古装剧以及主旋律剧，今年的都市剧稍显得落寞。除了《何以笙箫默》凭借着热门 IP 获得较高关注度外，其他几部重点都市剧《北上广不相信眼泪》《虎妈猫爸》的收视都没有获得理想名次。

图 10: 2015 年湖南卫视《金鹰独播剧场》收视情况



资料来源: 收视率排行, 长城证券研究所整理

图 11: 2015 年浙江卫视电视剧收视情况



资料来源: 收视率排行, 长城证券研究所整理

图 12: 2015 年江苏卫视电视剧收视



资料来源: 收视率排行, 长城证券研究所整理

图 13: 2015 年上海东方卫视电视剧收视



资料来源: 收视率排行, 长城证券研究所整理

### ■ 网络剧市场增长迅猛, 口碑各异

2014 年网络剧呈现井喷态势, 而到 2015 年, 网络剧陷入混战的局面。热门 IP 网络剧《盗墓笔记》虽经前期密集宣传, 但播出后粉丝并不买账。网络剧的受众人群主要是年轻一代, 这类观众对于剧作的质量有比较高的要求, 并且乐于发表自己的观点, 而观看网络剧本身也具有比较强的社交属性, 因此网络剧的质量变的非常重要, 口碑的好坏直接关系到网络剧的点播以及视频网站后续的投入。

### ■ 台网联合, 影游联动

2015 年电视剧最显著的新变化就是电视与网络的融合增多, 同时增加了对手机屏的占领。首先是热门电视剧同时在电视台以及视频网站进行独播, 稳定庞大的粉丝群体以及良好的制作可以保证在电视台上映初期的关注度, 网络平台点放扩大了剧作的受众及关注度。而影游互动可以

## 2.3 泛娱乐化代来临, IP 运营胜者为王

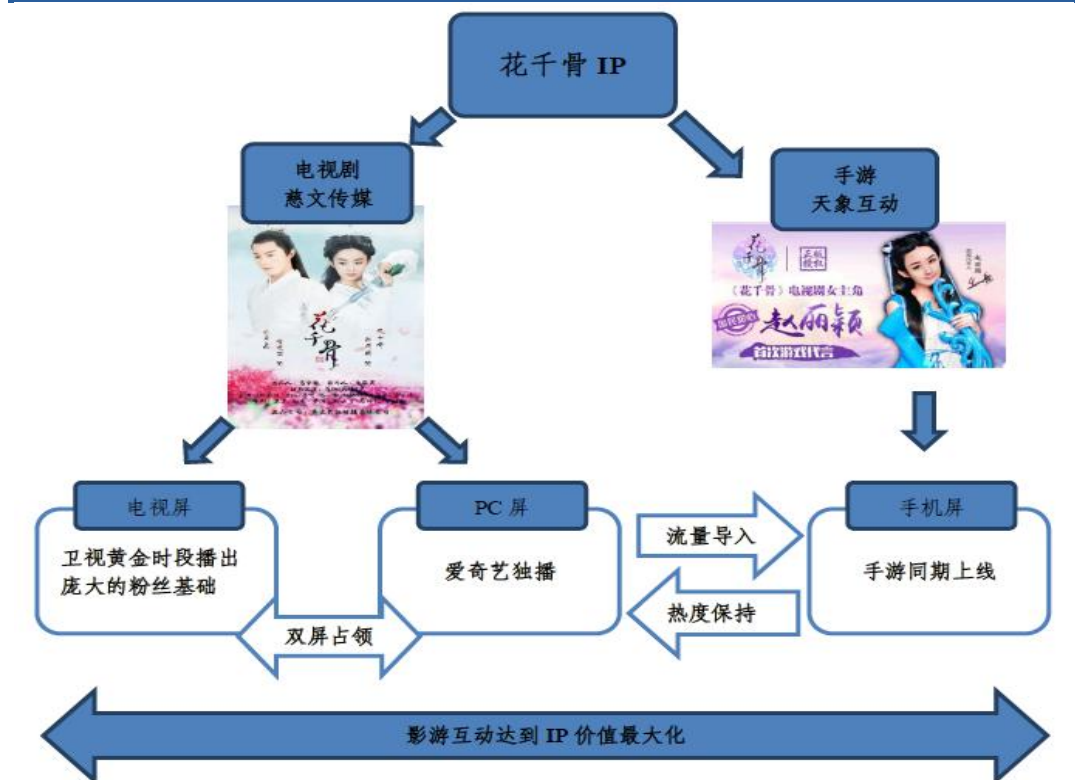
IP 价格水涨船高, 不具备资金优势的中小内容提供商的成本端压力陡然上升。资本趋之若鹜之下, IP 价值几何仍亟待市场验证。在美国, IP 的价格加上编剧费用一般不超过投资总额的 10%。而在中国, 目前动辄上千万的 IP 价格让不少中小 CP 压力巨大, 而超级 IP 却并不能作为超额价值回报的唯一保证, 阻碍强 IP 价值充分体现有以下几个因素:

- IP 同质化严重: 热门 IP 如网络小说, 大致可划分成界限清晰的几大类, 同一个类别的粉丝群体和人群画像则相对比较固定, 因此同类别 IP 的粉丝群其实高度重叠, 粉丝能否买单很大程度上取决于内容商对 IP 的开发运作;
- 超级 IP 多方授权: 除非独家授权, 热门 IP 比较可能出现多方授权的可能, 这种情况较多出现在日漫, 游戏等领域, 因此吸引粉丝及流量导入的重要条件同样是 CP 对 IP 开发质量的高低把握。
- 产品品质低于预期: 热门 IP 本身已积聚大量粉丝, 但并非开发出 IP 产品就一定可以吸引这部分群体, 粉丝对 IP 衍生产品均有一定的期望值, 产品品质低于预期会带

来粉丝体验下降，口碑不高同时也阻碍了新增受众群体，对 IP 价值的体现产生负面影响。

我们充分肯定优质 IP 所带来的巨大商业价值，但不认同唯 IP 是从。对于内容商而言，获取 IP 仅仅是第一步，而优质 IP 这一硕大金矿的开采则需要全产业链的深耕细作与合众连横。以《花千骨》为例，影视剧改编权被慈文传媒拿下，手游改编权则被天象互动获得，并与爱奇艺联合发行，与此同时爱奇艺取得了网络独家点映权。稳定庞大的粉丝群体以及良好的制作保证了该剧在上映初期的关注度，网络平台点放扩大了剧作的受众及关注度，同时也给同步发行的手游端导入了可观的流量。手游的持续热度又进一步巩固了电视剧的观众粘性。在这一个链条中，影视剧与手游的版权被不同 CP 拿下，而爱奇艺在中间也搭建起了影游联动的桥梁，让 IP 产品合力形成矩阵，从而将 IP 价值最大化。

图 14: 花千骨 IP 运作



资料来源：长城证券研究所整理

纵观国外成熟市场，迪士尼和漫威这两大巨头全程把控着 IP 的开发，影视剧、游戏、周边以至于主题公园等内容的推出是循序渐进的过程，伴随着强大的宣传推广能力，使得这两大公司的 IP 价值成倍增态势。

因此我们认为，IP 的价值固然重要，但好的 IP 运营才是关键。

## 2.4 影视剧行业选股策略

总体而言我们认为中国的大视频市场（电影+网剧+电视剧+综艺）整体仍然处在行业上升通道，但已经过了鸡犬升天的阶段，市场将进入能力验证期。我们认为在接下来的影视剧市场投资中应该从以下几个方面寻找标的：

1. 拥有良好 IP 储备的影视剧公司，或者拥有产生 IP 的前端平台的公司；

2. 市场证明过有好的 IP 运作经验的公司（九层妖塔和寻龙诀）；
3. 打通产业链上下游的公司，例如有发行和院线的制片公司；
4. 拥有多样 IP 变现渠道的公司，影+游+衍生等。

### 3. 游戏行业迎“新四化”浪潮：精品化+重度化+国际化+电竞化

对于游戏版块 2016 年的投资策略，我们认为应当按照游戏“四化”（国际化+精品化+重度化+电竞化）的大趋势来挑选当前乃至未来几年的投资标的。同时我们将关注的重心落在了移动游戏项下，我们看好以博瑞传播（600880）为代表，具有资金&平台优势并坚持走研发立业的中大型手游开发商。以昆仑万维（300418）为代表，研运一体化并具备强大国内外发行能力的一流游戏厂商。以讯游科技（300467）为代表的网游加速服务商，电竞方面关注万家文化（600576），华谊兄弟（英雄互娱）。

#### 3.1 移动游戏市场蓬勃发展依旧，洗牌 ING

根据 NEWZOO 最近的报告，2015 年全球移动游戏市场收入规模超过 300 亿美元，其中中国市场收入规模已升至全球第一，全年总收入达到 65 亿美元（相当于整个北美市场的收入），同比增幅为 46.5%。在收入增长方面，今年实现 18 亿美元收入的东南亚市场增速最快，年比年增幅达到 69%。相较之下，北美移动游戏市场今年收入仅比去年增长了 15.1%。

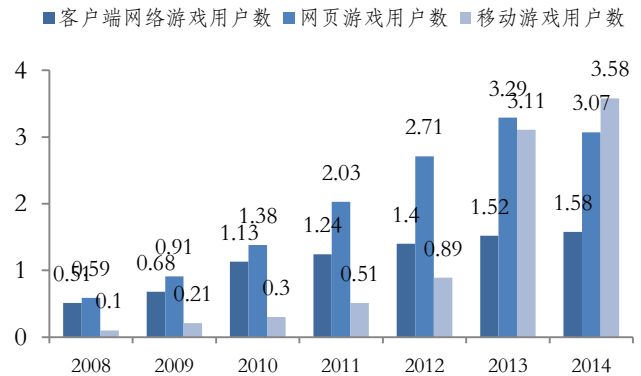
而根据国内机构艾瑞咨询的统计，未来四年，我国网游市场依旧将保持每年 15%左右的复合增率，在 2018 年前后突破 2000 亿大关。近期《2015 年中国游戏产业报告》正式公布了 2015 年中国游戏产业相关数据。2015 年，中国游戏（包括客户端游戏、网页游戏、社交游戏、移动游戏、单机游戏、电视游戏等）市场实际销售收入 1407.0 亿元，同比增长 22.9%。2015 年，中国移动游戏市场实际销售收入达到 514.6 亿元人民币，同比增长 87.2%。在 14 规模首超页游后，15 年移动游戏市场繁荣依旧。而 2014 年我国移动互联网覆盖人数已达 5.6 亿人，移动游戏用户数 2.13 亿人，移动网民占总人口渗透率 40.7%，移动游戏用户占移动网民渗透率 53.6%，到 2015Q3 移动游戏用户数达到 3.86 亿人。2015 年以来，移动游戏市场受产品品质提升、重度产品陆续爆发、海外市场开拓加速等因素影响，产业规模继续高速增长。单季度增长率在 2014 年触底后再次出现攀升。2015Q2 实际销售收入达 114.7 亿元，环比增长 21.1%，Q3 达到 128.6 亿元，环比增长 12.1%，市场在 2015 年以来出现新的增长点。

图 15: 游戏市场总规模及增速



资料来源: GPC IDC and CNG, 长城证券研究所整理

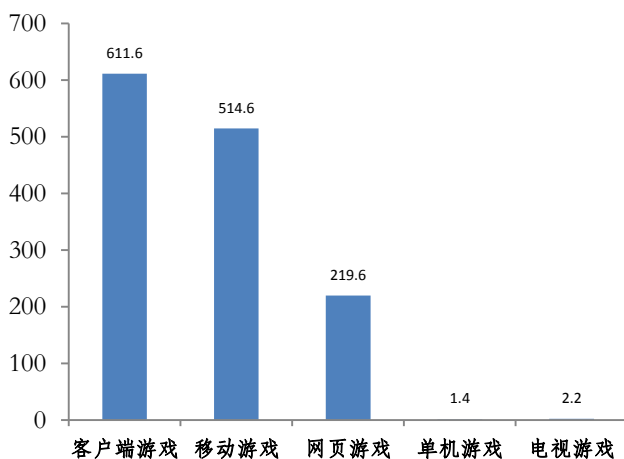
图 16: 各类型用户数 (亿人)



资料来源: GPC IDC and CNG, 长城证券研究所整理

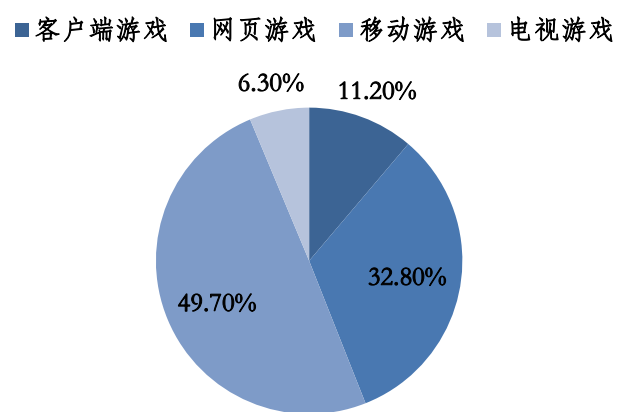
从销售规模来看, 客户端游戏依然稳坐第一把交椅: **2015 年, 中国客户端游戏市场实际销售收入达到 611.6 亿元人民币, 同比增长 0.4%。而从规模增速上看, 移动游戏持续生猛: 2015 年, 中国移动游戏市场实际销售收入达到 514.6 亿元人民币, 同比增长 87.2%。** 2015 年, 中国网页游戏市场实际销售收入达到 219.6 亿元人民币, 同比增长 8.3%; 2015 年, 中国单机游戏市场实际销售收入达到 1.4 亿元人民币, 同比增长 180.0%; 2015 年, 中国电视游戏市场实际销售收入到达 2.2 亿元人民币。2015 年, 国家新闻出版广电总局批准出版游戏约 750 款, 客户端游戏占 11.2%, 网页游戏占 32.8%, 移动游戏占 49.7%, 电视游戏占 6.3%。

图 17: 各类型游戏 2015 销售规模 (亿元)



资料来源: 《2015 中国游戏产业报告》, 长城证券研究所整理

图 18: 行政部门 2015 批准放行游戏数量占比 (%)

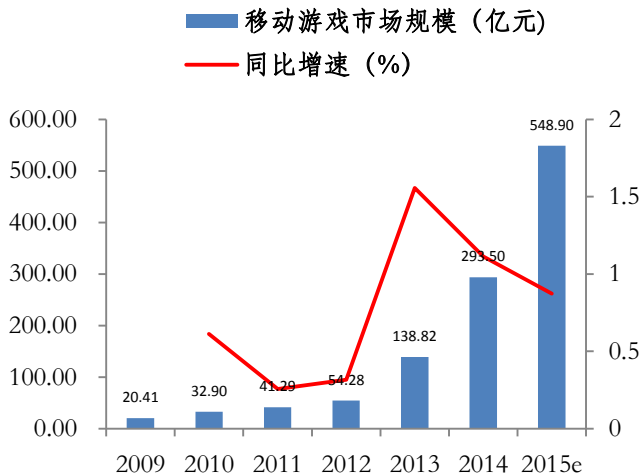


资料来源: 《2015 中国游戏产业报告》, 长城证券研究所整理

2015 年移动游戏市场依旧处于快速上升阶段, 用户规模以及增长速度在各细分市场中的表现也最为优异。移动游戏由于具有便携性、操作简易性和强互联等特征而更迎合碎片化娱乐的大趋势, 其用户规模以及增长速度在游戏各细分市场最大最快。移动游戏目前依然处于用户&营收规模的高速增长的状态, 我们认为未来三到五年内仍将维持较高的产

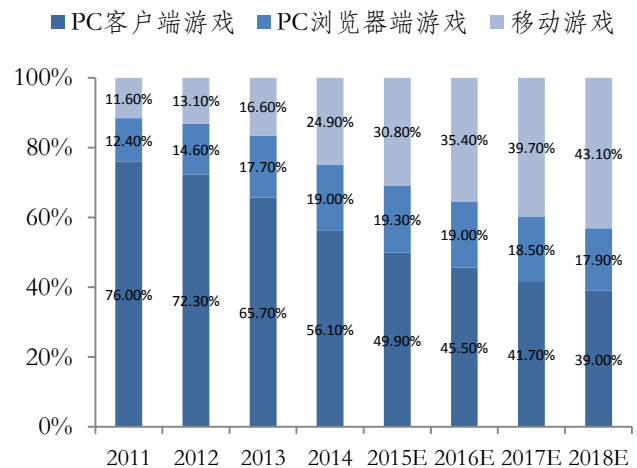
业热度。根据艾瑞咨询的测算，移动游戏将保持 30%左右的年复合增长率，高于页游和端游的增速。而整个市场将在 2018 年出现拐点，移动游戏市场份额将首次超过端游，成为最大细分市场，而我们认为这一过程有望加速。

图 19: 移动游戏市场规模 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

图 20: 各类型游戏结构占比



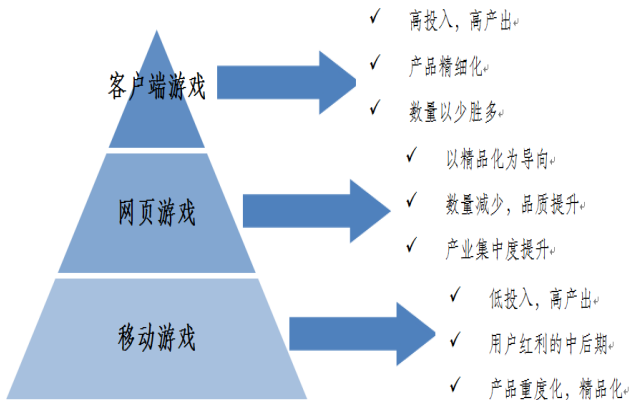
资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

### 3.2 行业金字塔特征凸显, WHO 将脱颖而出?

而我们从游戏细分市场角度去看, 游戏产业和产品已经呈现出较为明显的“金字塔”特征, 从主要的细分领域来看: 客户端游戏处于金字塔顶端, 高投入高产出, 精品生存, 数量上以少胜多。网页游戏处于塔中部, 精品化趋势明显, 数量减少, 品质提升。移动游戏位于塔基阶段, 分享用户红利的末期, 低投入, 高产出, 产品数量远远超过客户端网络游戏和网页游戏, 规模正在不断扩大。付费用户的引入和 PUR 双双提升, 先期 APA 的过度和转化也在加速。

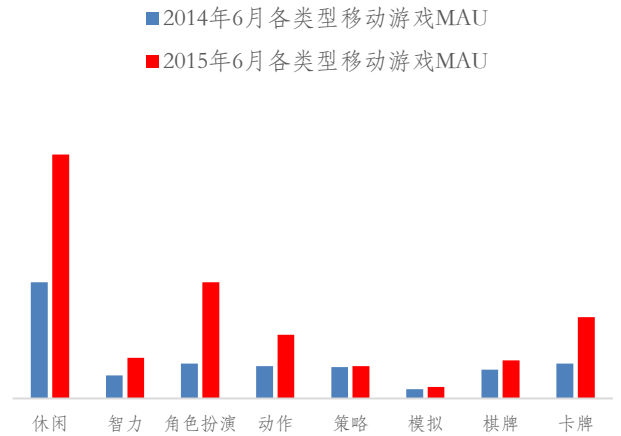
手游产品重度化明显, 题材更多元化, 大投入大产出将成为趋势。提高手游产品的生命周期、构建差异化产品矩阵、以及深度挖掘用户消费能力是当前思考主命题。我们认为只有回归产品本质, 才能提高用户粘性以及产生稳定现金流。目前看, 休闲游戏依然为月活跃用户规模最高的移动游戏类型, 但角色扮演、动作、卡牌等中重度游戏的活跃用户增长迅速, 手游重度化趋势演绎加快。我们认为游戏行业未来仍然有较大的市场空间, 行业“天花板”远未来临。

图 21: 行业金字塔特征凸显



资料来源: 长城证券研究所整理

图 22: 移动游戏 MAU 同比变化情况



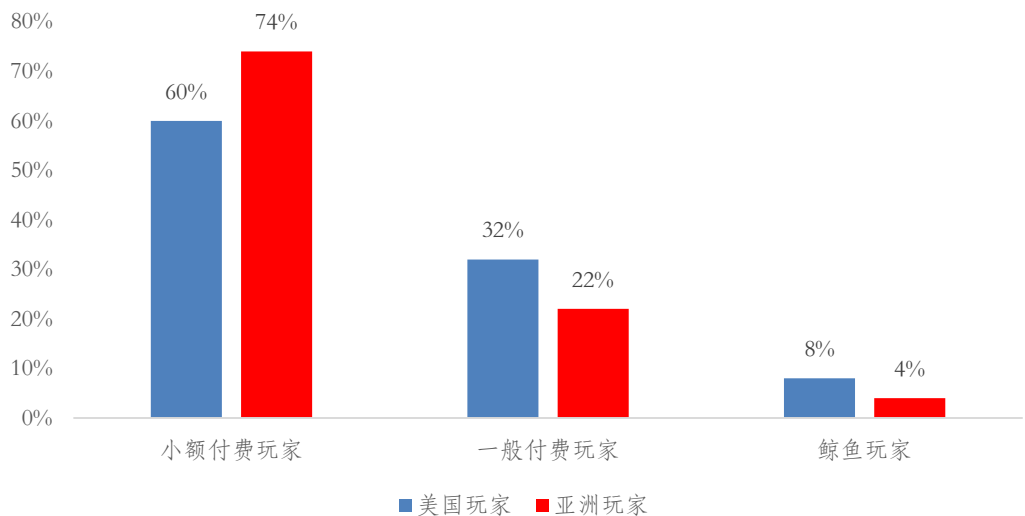
资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

### 3.3 深度挖掘鲸鱼用户, ARPU 有待提升

#### 3.3.1 付费习惯正在养成, 重度玩家培养循序渐进

回头看, 从 2014 年的移动游戏玩家付费分布情况来看, 美国手游付费用户中, 小额付费用户占 60%, 一般用户占比为 32%, 鲸鱼付费 (重度) 玩家占 8%, 而反观包括我国在内的亚洲平均水平, 小额付费玩家比例已经超越美国, 而中重度付费玩家的比例仍有较大的待提升空间。其中小额付费玩家的比例为 74%, 而一般付费玩家和鲸鱼玩家的比重分别为 22% 和 4%, 显著落后于美国。

图 23: 美国付费玩家 VS 亚洲付费玩家

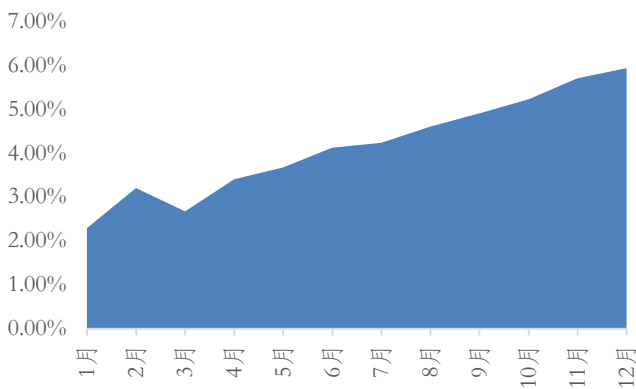


资料来源: MGGA, 长城证券研究所整理

而根据 Playnomic 的报告，从整个游戏行业看上，20%重度付费玩家的游戏内支出，占有所有网页游戏玩家总支出 87%；而当前移动游戏的前 20%重度付费玩家支出，则仅占有所有玩家支出的 56%。对于海外市场而言，移动游戏付费玩家普遍冲动，累计游戏支出中的 63% 发生在购买游戏内道具的首日。而对于网页游戏玩家，这个数据仅为 10%。而就我国移动游戏市场的支付情况而言增长空间依旧巨大。

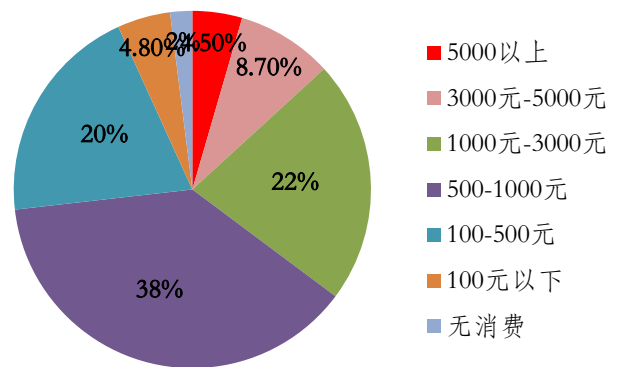
根据网易游戏的调研，2013 年同期近半数游戏玩家几乎不进行消费，尽管免费游戏、道具消费的游戏成本不高，但支付方式较为繁琐，2015 年付费的手机游戏用户购买额度突飞猛进，年消费 3000 以上的用户占比达 13.2%。我们认为主要原因归结于手游交易平台的高速发展和移动支付的日益成熟。随着手游行业环境日趋丰富，手机游戏用户将逐步养成手机付费和道具消费的使用习惯，伴随社交网络&渠道的强势推广，手机游戏将会呈现出更为强大的生命力。

图 24: 2013 年付费用户占比不断提升 (%)



资料来源: 速图, 长城证券研究所整理

图 25: 手机游戏付费用户调查结果

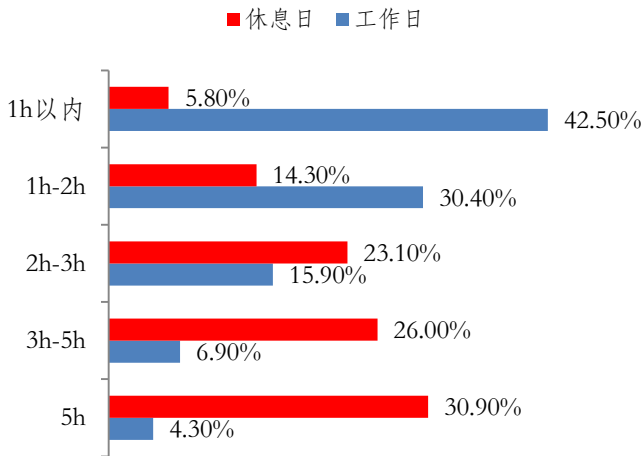


资料来源: 网易游戏, 长城证券研究所整理

### 3.3.2 一代新人换旧人，二次元用户市场坐等开发

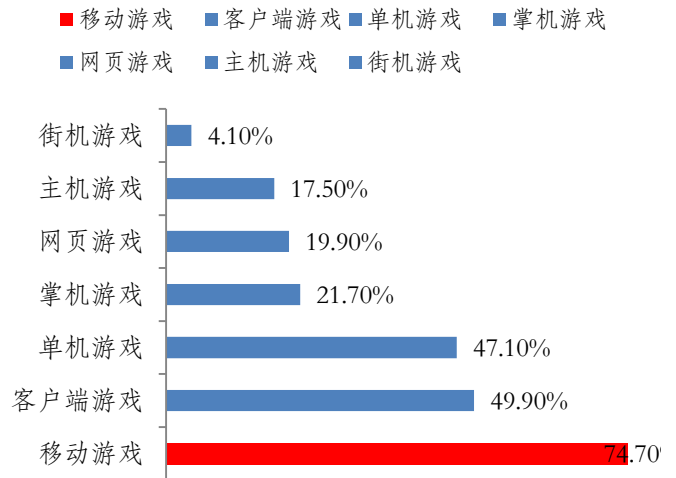
根据瑞咨询发布的《2015 年中国二次元用户报告-游戏行为篇》，报告指出，42.5%的人每天玩游戏时长不超过 1 小时，74.17%的人玩移动游戏，90-95 后玩家偏重度，而 00 后玩家则偏轻度休闲。在付费方面，二次元用户更喜欢通过购买游戏（预付费/正版游戏）来进行付费，占比达到 35%。而二次元用户具备了**覆盖面广泛、增长迅速、良好的自我传播能力、付费能力强、忠诚度高**等特性，作为细分领域市场空间尤为广阔，**鲸鱼用户未来或多源于该群体。**

图 26: 二次元用户游戏时长



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

图 27: 二次元用户游戏类型偏好



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

成熟的二次元用户属于重度游戏玩家，二次元游戏的潜在用户人数更广，从年龄划分的话，00后用户偏轻度游戏玩家，而90-95年龄段由于具备了一定的消费能力多数为重度玩家。相比数值属性，二次元用户更愿意通过预付费来获得更好更平衡的游戏体验，这与国内大多数喜欢玩免费游戏，更注重数值的游戏玩家较为不同。年龄段越大，其群体购买能力越突出，游戏付费习惯正在逐渐养成。

表 5: 各维度游戏时长比较

维度		学生党	上班族	自由职业者	个体经营者	
每天游戏时长	工作/上学的平均时长 (小时)	1.68	2.11	2.33	2.41	
	休息日/节假日的平均时长 (小时)	3.37	3.67	3.92	3.78	
维度		00后	95后	90-95	85后	80-85
每天游戏时长	工作/上学的平均时长 (小时)	1.52	1.71	2	2.15	2.24
	休息日/节假日的平均时长 (小时)	3.13	3.45	3.59	3.55	3.52

资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

表 6: 不同年龄类型用户游戏内容消费比较

	00后	95后	90-95	85后	80-85
从不花钱	41.40%	26%	15.20%	11.10%	10.90%
游戏时间	22.00%	28.40%	38.10%	51.00%	55%

	00后	95后	90-95	85后	80-85
购买游戏	21.00%	33.10%	46.60%	56.50%	60.90%

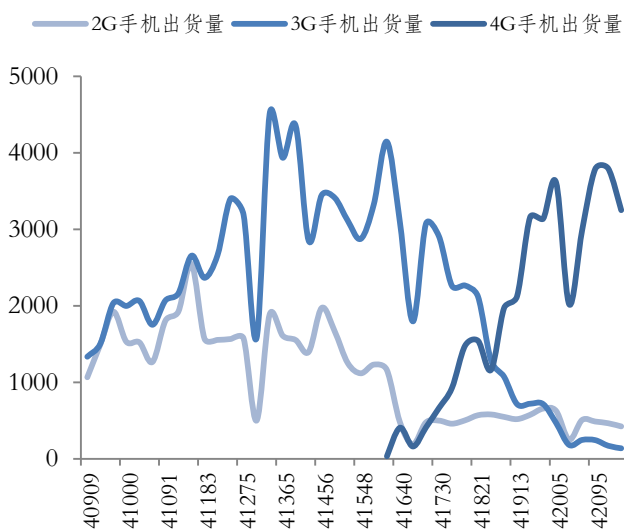
资料来源：艾瑞咨询，长城证券研究所整理

### 3.3.3 设备升级叠加用户基数，移动游戏有望纵深发展

2015年1月~6月，国内手机市场出货量2.37亿部，上市新机型778款，同比分别增长7.4%和下降40.3%。而4G手机出货量1.95亿部，上市新机型552款，同比分别增长381.8%和58.6%，占比分别为82.2%和71.0%。在过去几年中，移动终端的渗透率不断提升，其所带动的移动互联网规模的不断扩张可见一斑。而支撑移动设备高速发展的一个重要力量是我国手机网民2007-2014年的快速发展，期间手机网民增加10倍，2014年达到5.6个亿。由于目前基数较大，随4G网络建设铺开、智能手机更进一步普及和上网资费的快速下降，我们预计手机网民规模仍将保持9%左右的增长幅度，将显著高于整体增速。而用户规模是构建移动互联网快速发展的重要基石，我们认为未来移动网民的规模还将持续增长，为移动APP的下载（包括游戏APP）提供了庞大用户转化基数及人口红利。

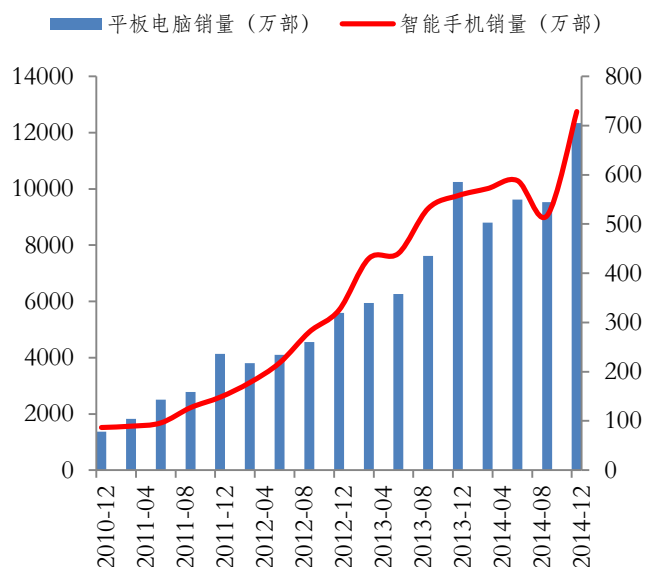
另外，智能手机所具备的便携性和易用性不可比拟，迎合了当下人们充分利用碎片化时间进行工作和娱乐的需求，其产品逐渐向三、四线城市渗透，无论从保有量、市场份额以及渗透率上来看都将有望进一步提升。而其硬件的不断优化又为中重度游戏提供了可行的载体，在未来几年，高端手机将可以处理4K视频任务，身临其境的虚拟仿真游戏，以及一些无缝隙对接处理任务。苹果iPhone6的A8芯片处理速度比第一代苹果手机芯片要快50倍，而GPU要快84倍；高通Snapdragon 810处理器可以实现4K视频和3D游戏功能。包括Oculus、Sony、Valve、HTC在内，VR游戏的发展同样令人关注，但短期内我们认为VR游戏很难有实质性的进展和商业化突破。

图 28：各类型手机每月出货量情况（万部）



资料来源：WIND，长城证券研究所整理

图 29：移动设备销售增长情况



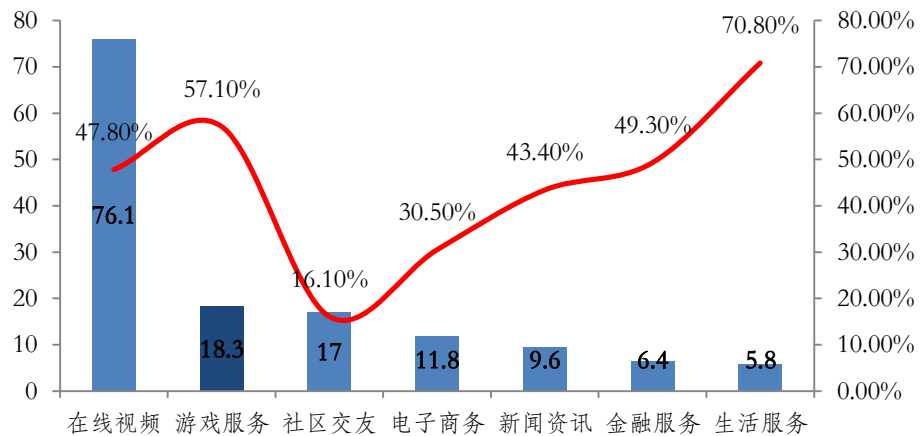
资料来源：WIND，长城证券研究所整理

### 3.3.4 碎片化娱乐时代，移动设备主导地位依旧

新的商业环境源于全新的社会形态，当前人们通过快餐式媒体理解世事，通过无所不在的碎片化娱乐方式来释放压力，通过虚拟的网络建立与世界的真实联系，移动互联导致时间“碎片化”的结果，不仅仅体现在传统客户端游戏增速放缓，更将深入影响整个中国游戏市场。而更能适应时间“碎片化”的手机游戏乃至单机游戏都已呈现出欣欣向荣的态势，特别是手机游戏，能让消费者在任何时间任何场合进行体验，迎合了当前时代消费习惯的变迁。同样作为无线设备，手机充分体现了移动的特性。从用户常用的时间和场景来看，用户使用手机上网的场景更为丰富；而平板电脑受到体积、重量以及网络的限制，用户的使用场景则非常的固定和单一，某种程度上平板只是取代了PC的作用，并非当代人信息交互和移动综合娱乐平台的中心。

对于新一代的消费群体来说，手机的使用时间已经超过电脑。手机已经成为互联网用户的第二大媒介，仅次于传统互联网。伴随智能手机普及率的攀升和4G时代的来临，我们认为手机游戏作为年轻用户获取娱乐要素和管理碎片化时间的渠道地位将更加稳固。

图 30: APP 使用深度提升



资料来源：艾瑞咨询，长城证券研究所整理

根据艾瑞网民行为监测系统 iUserTracker 以及移动网民行为监测系统 mUserTracker 的监测数据显示，2014 年 7 月，PC 端网页服务使用时长达到 110 亿小时，同比增长 21.7%。手机端 App 月度使用时长达 112 亿小时，已超过 PC 端网页使用时长，同比增长 123.2%。当下移动端 App 总体使用时长已超 PC。以 14 年 8 月数据为例，在网民常用的主要网络服务中，生活服务移动端渗透率达到 70.8%，游戏服务移动端渗透率达到 57.1%，游戏及生活服务用户对移动端依赖性较强。此外，金融服务、在线视频、新闻资讯的移动端渗透率分别为 49.3%、47.8% 以及 43.4%，均接近 50%。

## 3.4 把握未来两大方向，在宽赛道起跑：国际化&电竞化

### 3.4.1 国内精品扬帆出海，不可小觑的增量市场

目前全球的游戏市场被划分成三大阵营，以欧美、日本为首的游戏高速发展国家，凭借其强劲发展规模和良好的付费习惯，高质量的产品成为游戏大国的第一梯队；“金砖四国”因其良好的经济增长水平以及人口比例的优势成为游戏的新兴市场；最后是东南亚市场，也将有非常大的潜力。随着智能手机的普及、移动互联网崛起、生活节奏加快，消费者碎片化时间增多，手游越来越受游戏玩家的青睐，同时成为游戏出口的新锐力量而新兴市场的巨大潜力，加大了精品游戏在全球范围内发行的需求。2014 年拉丁美洲、东欧、东南亚的游戏市场收入分别达到 33.49 亿美元，24.45 亿美元和 10.94 亿美元。预计 2013 年至 2017 年，三地区的网络覆盖年复合增长率分别达 6.8%、4.1%和 13.1%，游戏市场复合增长率达 14.2%、14.7%和 28.2%。在全球七大国家和地区游戏市场里，已经有很多中国游戏的成功案例。港澳台地区的昆仑和 Efun，东南亚地区的博雅和昆仑，韩国的触控和热酷，日本的乐元素和 Gnetop，美国的智明星通和 IGG，欧洲的 Tap4fun、funplus 和绿洲游戏等等，他们的成功给了其他游戏公司以信心。

**表 7: 新兴市场概况**

	东南亚	拉丁美洲	东欧
人口总量	626000000	621000000	354000000
网民总量	188000000	311000000	218000000
渗透率 (%)	30%	50%	62%
游戏人口	126000000	176000000	134000000
游戏市场总额 (亿美元)	10.94	33.49	24.45
CAGR2013-2017	28%	14.20%	14.70%

资料来源: Newzoo, 长城证券研究所整理

新兴市场尚有巨大发展空间。以东南亚为例，目前东南亚游戏市场规模已达 10 亿美元，然而其网民数量占比仅为 30%，庞大的潜在用户将为市场持续增长提供有力支撑。印度尼西亚、菲律宾、泰国、越南、新加坡、马来西亚占据了东南亚游戏市场 99% 的收入，统计六国 iOS 和 Google Play 畅销榜 TOP 20 欧美游戏数量可以发现成熟市场的精品游戏占据了新兴市场很大的市场份额。东南亚市场 Apple 排行榜前 20 位平均有 11 个来自欧美成熟市场，而 Google Play 前 20 位中欧美精品平均也占了 9 个。

**表 8: 欧美精品占新兴市场主导**

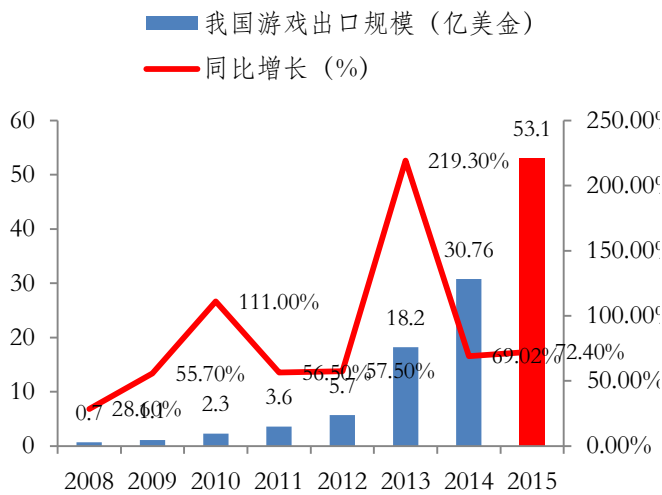
	泰国	马来西亚	新加坡
Apple	13	15	8
Google Play	9	11	6
	印尼	越南	菲律宾

	泰国	马来西亚	新加坡
Apple	13	11	9
Google Play	11	8	7

资料来源: Newzoo, 长城证券研究所整理

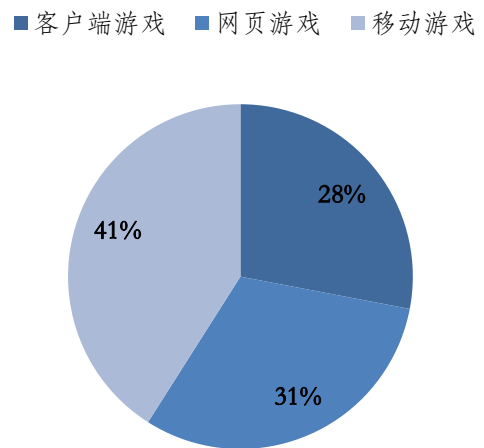
2014 年, 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达到 30.76 亿美元, 同比增长 69.02%, 保持稳定增长的态势。2015 年我国自主研发的网络游戏海外出口实际销售收入达 53.1 亿美元, 同比增长达 72.4%。在中国游戏产业海外出口的产品组合中, 客户端网络游戏、网页游戏、移动游戏呈现出三驾马车并驾齐驱的增长特征, 进一步丰富了企业的收入来源。

图 31: 中国游戏出口历年规模



资料来源: Newzoo, 长城证券研究所

图 32: 中国游戏出口类型占比



资料来源: Newzoo, 长城证券研究所整理

表 9: 精品游戏海外表现亮眼

产品名称	发行地区	发行厂商	获得成绩
啪啪三国	台湾/韩国	昆仑万维	台湾 GooglePlay 畅销榜第 5 名, IOS 畅销榜第 3 名。 韩国 GooglePlay 畅销榜第 14 名, IOS 畅销榜第 4 名
神魔大陆	韩国	飞流	韩国 NAVER App Store 免费榜第 1 名, 畅销榜第 2 名。
苍穹之剑	台湾	蓝港互动	台湾 App Store 畅销榜第 5 名, GooglePlay 畅销榜第 15 名。
超神学院	台湾	中手游	台湾 App Store 畅销榜第 4 名, GooglePlay 畅销榜第 16 名。

产品名称	发行地区	发行厂商	获得成绩
女神联盟	台湾	游族网络	台湾 App Store 畅销榜第 5 名，GooglePlay 畅销榜第 8 名。

资料来源: Newzoo, 长城证券研究所

## 4. 标的推荐

### ■ 北京文化(000802): 有望补齐发行短板的影视剧未来龙头

**拥有较强资源的未来影视龙头:** 公司在原有两山两寺的基础上积极向传媒行业进军, 继 2014 年收购摩天轮进军电影市场以后, 公司 2015 年又同时收购了世纪伙伴和浙江星河, 进入了电视剧和艺人经纪领域。公司现任董事长宋歌任深圳市厚德前海基金管理有限公司法人, 旗下有 20 亿的文体产业基金, 文体项目储备丰富, 未来有望进一步增强公司实力。另外宋歌在行业内也是人脉资源丰富, 陈国富、王京花、娄晓曦团队的加盟都受益于宋歌的牵线搭桥。

**夏陈安的加盟将极大增强公司在电视剧及综艺方面的实力:** 夏陈安曾任浙江广电集团副总编辑、浙江卫视总监, 2015 年 1 月, 请辞浙江广电集团工作职务, 目前为公司总裁。夏陈安在任浙江卫视总监期间, 以“顶层设计”“大片集群”“生态传播”等电视现代发展理念, 仅用一年时间, 便将浙江卫视由之前全国排名第 9 名提升至第 2 名, 并保持一线卫视地位至今, 广告创收也由原先的 6 亿跃升至 2014 年的 50 亿。预计夏陈安的加盟将极大增强公司在电视剧方面的实力, 公司已经储备了 20 亿的现金准备大干一场。

**电影内容制作优秀, 发行短板有望补齐:** 公司明年电影片单实力强劲, 有“天生我刺”动画大电影(其衍生漫画系列《大猬和小明》已经荣获第四届动漫北京年度最佳动漫作品奖)、“疯狂的年兽”、“我叫李雪莲”、“野蛮女友 2”和“绣春刀-修罗场”。公司电影制作优秀, “解救吾先生”和“师父”均受到行业好评, 但“解救吾先生”首日排片仅为 12%, 徐浩峰执导的《师父》12.10 上映, 首日排片只有 7%, 排片较低使得两部电影票房均不甚理想。公司作品票房不及预期主要受制于院线排片, 预计后续公司将补齐电影发行短板。

**投资建议:** 公司明年在电影、电视剧及综艺方面均有较强储备, 各子板块实操人士也均为业界知名人士, 电影方面补齐发行短板后业绩值得期待。另外公司明年仍然有望在音乐、话剧和文学等方面发力, 继续进行产业链布局。考虑世纪伙伴和浙江星河增发过会, 我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.13 元、0.35 元及 0.52 元, 对应目前股价 PE 分别为 268x、100x 及 67x, 给予公司“强烈推荐”评级。

**风险提示:** “我叫李雪莲”票房不及预期, 外延受阻。

### ■ 新文化(300336): IP 全产业链运营王者

#### 展现 IP 全产业链运营王者的姿态

IP 抢夺战愈演愈烈。伴随着 IP 价值认同的深化, IP 的范畴也从最初为大众所接受的网络文学、动漫和影视层扩大到了综艺、乃至是一首歌, 一个形象, 一句流行语等等。目前比较有价值的网络小说和传统文学 IP 已经基本售罄。就连销量巨大的《新华字典》都已有电影拍摄计划。不少财大气粗的买家还将触角延伸到国外。优质 IP 资源的稀缺以及

市场对其商业价值的持续认同导致 IP 价格节节攀升，中小内容提供商成本端压力陡然上升。我们充分肯定优质 IP 所带来的巨大商业价值，但不认同唯 IP 是从。对于内容商而言，获取 IP 仅仅是第一步，而优质 IP 这一硕大金矿的开采则需要全产业链的深耕细作与合众连横。IP 变现层的完整布局将更有助 IP 价值的全方位凸显，善谋大局者善成。公司围绕 IP 立体化运营搭载了完整的内容平台（电视剧+电影+综艺+广告运营+游戏），而这一过程我们认为将会得以持续和强化。我们看到公司在 IP 变现层的布局几乎涵盖了整个内容产业，IP 后续的产业孵化将基于目前公司强大的内容变现平台，继而围绕相关核心 IP 向全产业链纵深演绎，最终形成贯穿影视剧、综艺栏目、游戏、电商、广告、APP 等多种形态的产品输出，千亿级的市场规模有望被公司逐步开发。公司发力 IP 全产业链运营，万里征途只是起点。对于公司的业务版图和产业布局我们深度认同，作为 IP 全产业链模式下的内容王者，我们认为公司有能力和具备足够的基础去突破当前屏障，跃升成为 IP 时代下的产业佼佼者。

### 跨屏营销的后起之秀

新文化控股子公司创祀网络科技（上海）股份有限公司，近日与上海东方娱乐传媒集团有限公司、上海东方娱乐传媒集团有限公司广告经营中心签订了《互动业务合作合同书》。公告显示创祀网络将独家代理经营 SMG 下属频道（包括上海电视台新闻综合频道、娱乐频道、五星体育频道、星尚频道、电视剧频道、纪实频道、外语频道、艺术人文频道、炫动卡通频道、哈哈少儿频道）电视互动业务中手机端的互动广告投放业务，成为电视互动广告业务中广告发布者的唯一签约主体。在得到 SMG 事先许可后，创祀网络亦可帮助 SMG 所经营频道和节目开展线下活动的“微信摇周边”互动广告投放服务，合同总金额不低于人民币 1.61 亿元，为期 2 年并且创祀网络享有优先续约权。

投资建议：我们认为本次合作将为公司未来 2 到 3 年的发展打下坚实基础，公司强势挺进跨屏互动营销领域，建立了依托前期优质广告主资源为基础，创祀网络优异的多屏运营能力为桥梁，国内一线电视媒体为平台的完整跨屏广告运营生态链。在突破了原有广告业务边界的同时，公司一手掌控了广告主资源/技术/平台基础这三大决定要素，在此情况下我们认为该模式具备较强的可复制性，那么作为目前公司内容变现层的重要环节，郁金香和创祀科技所联手编织的全频道广告运营环境外加顶级 SMG 的媒介载体未来将会给公司带来可观的业务收入和发展良机。

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.65、0.80 和 1.04 元，对应当前股价 PE 分别为 58 倍、47 倍、和 36 倍，维持强烈推荐评级。

### ■ 富春通信(300299)：富有理想，春暖花开

**明年内生业绩托底 200 亿市值（保守业绩\*保守估值的情况下）：**俊梦+春秋时代+公司原有主业我们预测明年将收获 4-6 亿元净利润，即便按照较为保守的 4 亿净利润估算，按照传媒行业较低估值 50 倍（传媒行业 TTM 估值为 70x）计算也足以托起目前的 200 亿市值，目前股价具有较强支撑。

**俊梦明年 4 款 S 级 IP 上线，有望大幅超出承诺业绩：**俊梦 2015 年仅上线了一款霹雳江湖的新作，目前来看完成全年承诺的 8370 万净利润预计应无问题。2016 年俊梦将一口气

上线 4 款 S 级别的新作：武动乾坤、三国战记、仙境传说和 SNH48 手游。我们认为俊梦明年大幅超出承诺业绩是大概率事件，我们保守预测俊梦明年全年净利润在 2 亿元左右。

**春秋时代厚积薄发，神级 IP “大话西游” 重现影院：**春秋时代明年将厚积薄发，共推出 4 部电影，一部电视剧和一部网络剧。电影分别为大话西游 III、寻找罗麦、致命追击和商学院合伙人；电视剧为特种兵之热血尖兵；网络剧为大话西游。其中大话西游为 80 后人人皆知，如雷贯耳的神级 IP，在原作 1 和 2 原导演刘镇伟执导下预计有望获得 7-10 亿票房，公司投资权益为 58%，仅这一部电影春秋就有望完成明年全年业绩，况且还有刘镇伟作为导演，张谦作为制片人，白一骢作为编剧的大话西游网络剧押后。我们保守预测春秋时代明年全年净利润在 2 亿元左右。

**明年女团养成类节目将扎堆上映，公司热点不断：**有别于今年歌唱类综艺节目扎堆的情况，明年女团养成类综艺节目将扎堆上映，目前已经有“国民美少女”、“夏日甜心”、“元气美少女”和“蜜蜂少女队”将要亮相银幕。其中将于明年 1 月 10 日播出的“国民美少女”为国内首档播出的女子偶像团体养成真人秀节目，是由 SMG 互联网节目中心、东方卫视联手优酷土豆和 SNH48 全力打造的，该节目将邀请到 SNH48 全团出动献出其综艺首秀，节目模式会引入网络投票和全民互动模式，届时有望将宅男文化带到大众面前。公司作为 SNH48 游戏的唯一授权方，正在积极开发 SNH48 音乐手游，预计将在明年二季度初推出，届时将有望借助“国民美少女”所引爆的 SNH48 超高人气获得更多玩家关注。

**富有理想，春暖花开，俊梦和春秋只是过去，公司所谋者大：**我们认为从公司目前战略部署来看，俊梦和春秋时代仅为公司全面拥抱传媒娱乐行业的第一步，后面还有广告营销、线下演艺、大数据分析等多种想法，外延预计将是公司未来两年的工作重点。

**投资建议：**综合来看，公司明年仅内生业绩就足以支撑目前市值，往后看一可以赚取俊梦+春秋时代明年盈利超预期的收益，二是可以期待公司外延带来的增量，我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.79 元、1.05 元及 1.38 元，对应目前股价 PE 分别为 61x、46x 及 35x，维持公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：**俊梦 RO 项目上线延迟，春秋时代大话西游 III 上映受阻。

## ■ 东方国信 (300166)：2016 年静待运营商数据开花结果

从数据源、数据分析能力及数据变现渠道三个方面来看，我们认为东方国信是国内最值得投资的大数据标的之一，理由如下：

**目前来看公司是运营商数据的唯一变现渠道，另外公司还布局了银行、工业、农业、智慧城市等数据源：**我们前面已经多次提到，运营商的数据变现，东方国信是不二出口，原因在于“信任”和“理解”，信任是运营商对东方国信的信任，理解是东方国信对运营商数据的理解，这个理解来自于公司多年为运营商做数据分析的积累，做数据标签的积累。虽然运营商数据变现不会只有一个出口，但公司一定是对运营商数据理解最深刻的中介。另外公司收购的屹通目前已经服务近 80 家银行，近 4 千万手机银行客户，这期间积累的数据也是极为庞大的，屹通目前已经开始借助东方国信的力量进行一些银行数据内部变现的工作。公司还通过收购北科亿力、科特帕西、海芯华夏等公司布局了冶金、工业节能和农业方面的数据源。科特帕西有多家工厂实时监控数据，海芯华夏有 132 种作物生长长期信息数据库和全国批发市场实时行情。公司正在初步从一个数据分析厂商向数据源拥有者迈进。

**数据分析能力是公司的核心能力，是定海神针：**公司数据分析能力毋庸置疑，截止目前公司在运营商 BI 领域的占有率为行业第一，占有联通集团及 26 个省份公司、电信集团

及 14 个省份公司、移动集团及 14 个省份公司的份额。东方国信在联通的数据处理能力到年底将接近 1600 个节点，远超其他厂商。报告期内公司中标中国电信集团大数据汇聚平台项目，继承建中国联通集团大数据集中平台和中国移动集团集中化经营分析深度分析云平台之后，公司成为中国电信集团大数据汇聚平台的承建者，是行业内唯一一家帮助三大电信运营商实现大数据集中建设的大数据供应商，行业地位凸显。

**数据变现渠道是数据变现最后一环，公司布局了电商和移动端广告投放：**仅有数据源和数据分析能力是无法将数据分析结果变现的，2C 的出口是必备的。公司通过收购摩比万思和炎黄新星具备了移动端广告投放和电商的出口，而且炎黄新星还是运营商的官方出口，有望率先开启数据变现的尝试。公司是有数据分析能力的公司中较少布局 2C 出口的企业。

**2016 年静待运营商数据开花结果：**公司已经和运营商做好了在贷款征信方面的数据支撑储备，也已经完成和 FICO 的合同签署，目前静待 FICO 总公司的确认，相信在 2016 年三方合作将落地。另外在 2016 年借助公司分析，运营商数据也有望在广告等领域进行变现的尝试。

**投资建议：**我们认为公司是目前国内难得的数据源，数据分析能力和数据变现出口三者兼备的公司。**2016 年静待运营商数据开花结果。我们维持公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.37 元、0.53 元及 0.73 元，对应目前股价 PE 分别为 89x、62x 及 45x，维持“强烈推荐”评级。**

**风险提示：**创业板系统性风险，针对个人信息的敏感事件导致运营商暂时延缓数据变现业务，运营商高层变动导致的业务进展滞后风险。

### ■ 博瑞传播（600880）：被显著低估的西南传媒旗舰

在经历了三个月的停牌后，博瑞传播（600880）于 2015 年 12 月 26 日晚间发布了关于发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案的公告。**公司拟采用发行股份和支付现金相结合的方式购买中小担和 IFC 持有的成都小企业融资担保有限责任公司 81.034% 的股权，其中以发行股份的方式向中小担购买其持有的小保公司 61.034% 的股权，以支付现金的方式向 IFC 购买其持有的小保公司 20% 的股权。**同时上市公司将向包括控股股东博瑞投资在内（控股股东认购 20%-30% 的股份）的不超过 10 名特定投资者募集配套资金总额不超过 **11.5 亿元**，用于支付本次交易的现金对价、发行费用及补充小保公司资本金，以提高本次重组项目整合绩效，增强重组后上市公司持续经营能力。

**涅槃重生，创新型传媒集团浮出水面：**在经历了第一次转型的蜕变以及第二次主动转型的洗礼，博瑞传播的自我革新之路并未停歇，管理层换届和新领导班子任命于 2015 年年初完成，伴随着此次重金抄底担保行业，博瑞传播第三次转型攻坚的大幕自此拉开。基于公司原有的小额贷款业务，此次并购将为公司打造西南乃至全国领先的综合金融服务商提供良好契机，围绕当下中小企业饥渴的融资需求进一步开展担保业务，将实现小贷与融资担保的协同并举发展之势，为重点客户提供全方位的综合金融服务，在提升客户粘性的同时形成金融+传媒的双引擎战略。

公司同时公告分别与国内两家创投机构上海英硕和上海永宣发起设立总规模超 50 亿元的文化产业并购基金，公司将总共投资约 2.5 亿元参与到上述两个不同基金的运作中。两支并购基金将着重于新媒体和泛娱乐产业的投资中，**包括但不限于原创内容、动漫、游戏、体育产业、电竞产业、文化旅游产业等。还将建立 IP 库，成立以 IP 为核心的发行及运营平台，也将关注 VR 和 AR 等新技术的股权投资机会等。**我们认为文化产业并购基金将

有助于上市公司未来寻找基于当前游戏业务为立足点的产业整合机会，改变以往新媒体业务中依靠单一 CP 方的盈利模式。16 年公司游戏业务看点颇多，随着重磅游戏明年可预见性的多点开花，公司将迎来彻底性的反转。博瑞传播作为成都传媒集团旗下的唯一上市平台，背靠成宣的有力支持，公司所具备的资金+平台+格局优势足以力挽狂澜，让我们拭目以待。

在不考虑此增发收购的情况下（细节尚未确定），我们预计公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.32/0.46/0.63 元，对应 2015-17 年 PE 分别为 23X、16X 和 12X，维持强烈推荐评级。

### ■ 昆仑万维（300418）：研运一体化龙头

公司全球化精品化的运营路线使其拥有差异化的竞争优势，成熟的海外业务为其提供了坚强的竞争壁垒。国内端游巨头进入移动游戏市场使得手游研发商寡头化初显，但也同时提高了本土移动游戏研发的实力，为本土精品移动游戏海外表现提供了保障。2014 年，中国自主研发移动游戏海外市场实际销售收入达到 12.73 亿美元，同比增长 366.39%。公司在中国本土原创移动网络游戏海外收入中所占份额约达到 13.89%，位居第一。对《乱斗西游》、《天龙八部》、《梦三国》等本土精品游戏的海外代理将为公司带来丰厚的收入。

盈利预测与估值：我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.47 元、0.67 元和 0.87 元，综合相对估值法与绝对估值法两种方法给予公司合理估值为 56.4 元，对应 2015 年 120 倍 PE。给予“推荐”评级。

另外我们看好网游加速服务商迅游科技，电竞标的万家文化和拥有银汉科技和参股英雄互娱（电竞）的华谊兄弟。

我们于近日发布新文化的动态跟踪报告（12 月 1 日），明确阐述了在 IP 大浪潮下公司在变现层的完整布局，作为 IP 全产业链运营的首推标的，我们强烈看好公司当前在内容变现层即 IP 落地与运营上的超强组合拳。

**研究员介绍及承诺**

**金炜:** 通信工程专业硕士, 2010 年加入长城证券, 任通信行业分析师, 4 年通信行业工作经验。

**刘浩然:** 格拉斯哥大学经济学硕士, 2012 年加入长城证券, 2014 年任传媒行业研究员。

**何思霖:** FRM, 美国布兰戴斯大学金融学硕士, 2015 年加入长城证券并任传媒行业研究员

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 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他人作出邀请。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。在任何情况下, 本公司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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com  
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>