2015 年 11 月 09 日
证券研究报告·深度报告
富春通信（300299）通信

买入（首次）
当前价：44.55 元
目标价：65 元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

通信老兵坚定转型，泛娱乐布局持续推进

投资要点

- **推荐逻辑：**公司原有主业为通信技术服务业务，从 2014 年 12 月起开始大刀阔斧地转型“泛娱乐”，并购上海骏梦游戏和春秋时代影业，并参股福州畅读（文学）和上海渔阳（漫画），富春泛娱乐版图初步成型。我们坚定看好公司未来的发展，预计明年整体归母利润在 6 亿左右，目前市值仍有较大上涨空间。

- **并购上海骏梦游戏+春秋时代影业，富春泛娱乐版图初成型。**

  1）手游进行搏爆款的时代：2014 年中国移动游戏市场规模达到 276 亿，同比增长率达 86%，预计明后两年整体市场增速将快速下滑。同时，海外出口却在急速爆发。我们认为手游业已经进入一个拼精品、搏爆款的时代。我们看好上海骏梦“前期拿 IP 即注重全球化”和“用知名 IP 搏爆款”的战略思路。

  2）上海骏梦业绩预估：公司历史上的两款重磅游戏《秦时明月 Mobile》和《新仙剑奇侠传 Online》都获得了巨大成功，预计在 2016 年仍将为公司贡献一定利润。今年年底到明年初将推出的四款游戏《武动乾坤》、《三国战纪》、《SNH48》和《仙境传说 RO》，我们中性预估这四款产品的月流水分别能达到 5000 万元、4000 万元、2000 万元和 8000 万元。其中《SNH48》音乐手游不同于其他作品，作为粉丝经济的代表，最有可能超预期，并产生长尾效应。

  3）“西游”强 IP 将有效保障《大话Ⅲ》的票房空间。预计春秋时代将于 2016 年实现并表，市场关注度最高的《大话西游Ⅲ》我们预估能够实现 8 亿票房，给富春通信贡献 1.2 亿元利润和 0.6 亿元版权售卖收益。另外，还有空军项目、《致命追击》、《寻找罗麦》和《愚人游戏》等，我们按 80%的股权比例计算，富春通信 2016 年从春秋时代获得的收益约 1.9 亿元。

- **投资文学+漫画，持续外延拓展值得期待。**今年 5 月份，富春通信对福州畅读投资 2000 万元，持有其 23%的股份，对上海渔阳投资 1600 万元，持有其 24.24%的股份，开始在文学、漫画领域进行布局。我们认为，这两项投资虽然数额尚小，未来不排除对其进行全额并购或进行全方位合作的可能。

- **盈利预测与投资建议。**我们认为，我们对公司明年的业绩测算仍然偏保守，且无论是上海骏梦游戏还是春秋时代影业明年出品的几部作品，均有成为“爆款”的潜质，大概率将超出我们的预期，给予富春通信“买入”评级。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	222.87	795.75	2165.34	2731.87
增长率	22.09%	257.04%	172.11%	26.16%
归属母公司净利润（百万元）	14.69	144.57	597.86	761.76
增长率	28.29%	884.37%	313.56%	27.41%
每股收益 EPS（元）	0.04	0.38	1.57	2.00
净资产收益率 ROE	4.42%	20.87%	46.02%	36.96%
PE	1153	117	28	22
PB	39.96	22.00	11.99	7.72

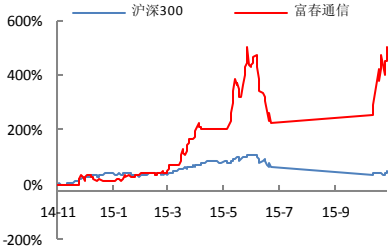
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：田明华
执业证号：S1250515060001
电话：021-68415819
邮箱：tmhua@swsc.com.cn

联系人：贾明乐
电话：021-68415526
邮箱：jml@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	3.8
流通 A 股(亿股)	1.48
52 周内股价区间(元)	7.92-45.99
总市值(亿元)	139.95
总资产(亿元)	15.71
每股净资产(元)	3.41

相关研究

投资要件

关键假设

我们将富春通信明年业绩贡献分为三块：传统通信业务、游戏业务和电影业务。

1）假设传统通信业务保持稳定，即 2015-2017 年保持在 4000 万元的净利润水平；

2）游戏业务，今年 5-12 月并表，明年全年并表，只算最主要的四款产品，中性偏保守预估 2016 年利润贡献为 3.38 亿元（《武动乾坤》、《三国战纪》、《SNH48》、《仙境传说：守护永恒的爱》平均月流水分别预估为 5000 万元、4000 万元、2000 万元和 8000 万元）；

3）电影业务：主要测算《大话西游Ⅲ》和《寻找罗麦》、《致命追击》等影片，明年我们中性预估春秋时代实现利润 2.42 亿元，按 80%的股权比例计算，富春通信收益为 1.94 亿元（《大话西游Ⅲ》和现代空战片的票房预估分别为 8 亿元、3 亿元）。

我们区别于市场的观点

1）市场对明年公司业绩预测普遍过于保守，经过对公司明年上线的游戏以及影视细分到单部作品进行测算，我们判断公司明年业绩将大概率超出市场预期。

2）市场对公司作为通信行业标的转型泛娱乐领域的决心及后续布局存在担忧，我们认为公司转型决心坚定，目前公司“泛 IP”布局基本完成，已实现游戏、影视、动漫、网络文学四大板块有机融合、良性互动的有利态势。

股价上涨的催化因素

公司无论是游戏还是电影作品的上线推出都很有节奏感，2015 年 11 月上线《武动乾坤》、12 月上线《SNH48》音乐手游，2016 年初上线《仙境传说 RO》和《三国战纪》，每一款产品若出现月流水“超预期”都有可能推动公司股价上涨。

估值和目标价格

我们预计富春通信 2015-2017 年归属于母公司的净利润分别为 1.45 亿元、5.98 亿元和 7.62 亿元，2016-2017 年增速分别为 313.56%和 27.41%。2015-2017 年每股 EPS 分别为 0.38 元、1.57 元和 2 元。对应目前股价，为 2016 年 28 倍 PE 和 2017 年 22 倍 PE。

我们认为，我们对公司明年的业绩测算仍然偏保守，且无论是上海骏梦游戏还是春秋时代影业明年出品的几部作品，均有成为“爆款”的潜质，大概率将超出我们的预期，结合市场同类型公司的估值水平，给予富春通信“买入”评级。

投资风险

1）骏梦游戏的一款或几款游戏上线后流水或严重不达预期；2）《大话西游Ⅲ》上映后票房或不达预期；3）证券市场整体性风险，导致行业普遍市盈率下降。

目 录

1 十五年通信老兵，坚定转型泛娱乐 1

1.1 通信老兵的意识反转：从 B 端到 C 端 1

1.2 启航，成功并购骏梦游戏 3

1.3 收揽春秋时代影业，泛娱乐版图初成型 7

2 手游步入成熟期，迎来“搏爆款”的时代 9

2.1 大陆增速放缓，海外市场空间仍广阔 9

2.2 这是一个拼精品、搏爆款的时代 10

2.3 重磅强 IP 手游备战，明年业绩大概率将爆发 13

3 试水粉丝经济，或有意外惊喜 17

3.1 粉丝经济：从 AKB48 到 SNH48 17

3.2《SNH48》，进军音乐手游蓝海市场 19

4 电影是明年除游戏外的另一大利润来源 21

4.1“口红效应”在，电影大盘增速应无忧 21

4.2“西游”强 IP 将有效保障《大话 III》的票房空间 21

5 投资文学+漫画，持续外延拓展值得期待 23

6 盈利预测与估值 24

7 风险提示 26

图 目 录

图 1：富春通信原主要服务项目 1
图 2：通信业历年固定资产投资规模(亿元) 1
图 3：富春通信的战略布局与转型思路 2
图 4：富春通信近年来营业收入情况(百万元) 2
图 5：富春通信近年来净利润情况(百万元) 2
图 6：上海骏梦研发游戏一览 4
图 7：《秦时明月 Mobile》用户数据 4
图 8：《秦时明月 Mobile》月流水数据 4
图 9：《秦时明月》百度指数（2014 年 1 月至今） 5
图 10：《新仙剑奇侠传 Online》用户数据 6
图 11：《新仙剑奇侠传 Online》月流水数据 6
图 12：《秦时明月 Mobile》流水地域分布 6
图 13：《新仙剑奇侠传 Online》流水地域分布 6
图 14：影游联动与“IP 管理工程” 8
图 15：中国移动游戏行业市场规模(亿元) 9
图 16：2011-2018 年中国网络游戏市场规模结构 9
图 17：中国移动游戏海外市场销售收入(亿美元) 9
图 18：中国原创游戏出口类型构成比例 9
图 19：2013 年度中国十大海外拓展游戏企业 10
图 20：2014 年度中国十大海外拓展游戏企业 10
图 21：中国移动游戏用户规模(亿人) 11
图 22：2014Q1-2015Q1 中国移动游戏数量(个) 11
图 23：2014 年最具代表性的移动游戏 11
图 24：《全民奇迹》游戏截图 12
图 25：中国知名网络作家排行榜（人气排行） 14
图 26：《武动乾坤》游戏截图 15
图 27：《三国战纪》游戏截图 15
图 28：《武动乾坤》与《三国战纪》百度指数（2011 年 1 月至今） 15
图 29：《仙境传说：守护永恒的爱》游戏截图 16
图 30：SNH48 线下演艺 17
图 31：SNH48 音乐手游 17
图 32：SNH48 与 AKB48 百度指数（2012 年 10 月至今） 18
图 33：SNH48 握手会现场 19
图 34：“中国四千年第一美女” 鞠婧祎粉丝超 130 万 19
图 35：2015Q2 移动网游类型 20
图 36：日本游戏畅销榜 Top50 中音乐手游 20
图 37：最成功的音乐游戏《劲舞团》 20
图 38：中国宏观经济增速 21
图 39：中国电影历年票房(亿元) 21

图 40:《大话西游Ⅲ》与《西游降魔Ⅱ》百度指数（2015 年 1 月至今）.....22
图 41：福州畅读“安卓读书”APP 平台.....23
图 42：上海渔阳“轻漫画”APP 平台.....23
图 44：IP 产业链的三个层级.....24

表 目 录

表 1：上海骏梦历年所获奖项一览.....3
表 2：用户最喜欢的国漫作品排行榜.....5
表 3：本次交易完成后，上市公司股权结构.....7
表 4：春秋时代近年来主要获奖情况.....8
表 5:《全民奇迹》主要运营数据(万元).....12
表 6：部分已知的知名端游 IP 改编手游作品.....13
表 7：游戏业务业绩测算(万元).....24
表 8：电影票房业绩测算(亿元).....25
表 9：绝对估值法假设.....25
表 10：富春通信可比公司估值水平比较(元).....26
附表：财务预测与估值.....27

1 十五年通信老兵，坚定转型泛娱乐

1.1 通信老兵的意识反转：从 B 端到 C 端

富春通信成立于 2001 年，原有主营业务为为中国移动、中国联通、中国电信等通信运营商提供通信网络建设技术服务，内容主要包括通信网络建设前期的规划咨询、可行性研究、勘察设计等。通信网络技术服务位于整个通信网络建设过程中的最上游，该阶段的投入占通信网络建设投资规模的比重在 2.5%左右。

图 1：富春通信原主要服务项目



规划咨询

规划主要是提供发展通信网络战略研究咨询服务，为服务采购方战略部署提供依据。



可行性研究

可行性研究是对拟建项目在决策前进行方案比较、技术经济论证的一种科学分析方法。



工程设计

主要为业主提供各类通信工程勘察设计，主要包括通信工程设计和土建工程设计。



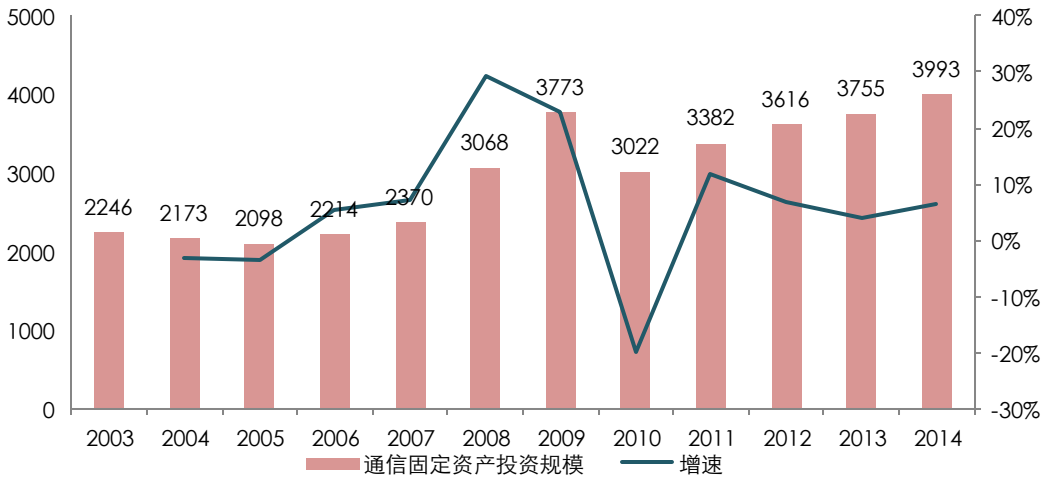
工程监理业务

监理工作主要是依据建设工程委托监理合同和有关的建设工程合同开展监理活动。

数据来源：公司官网，西南证券

通信网络建设技术服务市场的发展直接受益于运营商的大规模基础建设投资。2014 年，通信全行业固定资产投资规模完成 3992.6 亿元，虽达到自 2009 年以来的投资水平最高点，但同比增长仅为 6.3%，比 2013 年增速仅提高 2.4 个百分点。

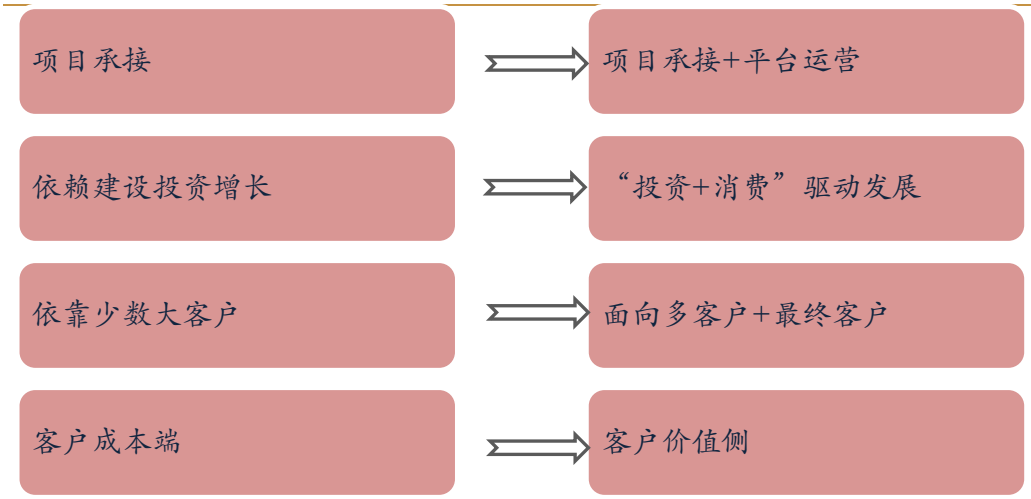
图 2：通信业历年固定资产投资规模(亿元)



数据来源：工信部，西南证券

富春通信前期的营业收入均来自三大运营商的“成本端”，公司管理层在经过审慎分析后认为，若运营商自身收入放缓，则富春通信的收入也将受到掣肘。与此同时，近年来，运营商自身的定位也在发生变化，由纯通信管道转向更多的信息与内容服务方向，如中国移动正将其游戏、动漫、阅读、音乐、视频五大基地组建为新媒体公司，将互联网基地组建为移动互联网公司，为了适应这一变化，公司主动调整战略布局，由运营商的“成本商”转向运营商的“收入端”，为运营商提供互联网内容服务。

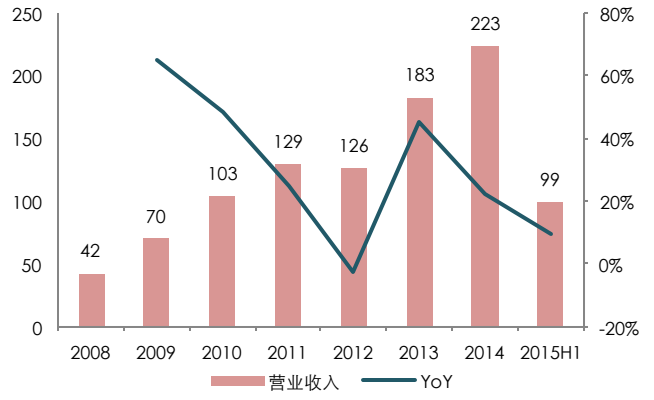
图 3：富春通信的战略布局与转型思路



数据来源：西南证券

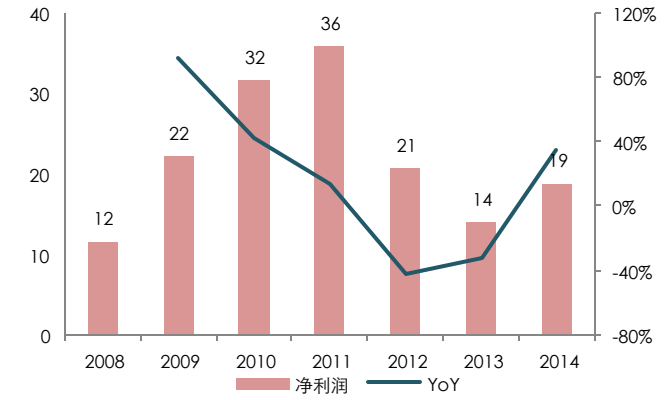
从富春通信自身业绩来看，虽然近年来营业收入保持了快速增长，但因为在“to B”的商业模式下，运营商处于主导地位，公司缺乏与运营商的议价能力，净利润不断下滑，从 2011 年的 3600 万元最高点下滑到 2014 年的 1900 万元。短期内，我们预计公司一方面仍不会放弃原通信主业，但会相应减少投入；另一方面，公司会继续加大向“to C”的转型。

图 4：富春通信近年来营业收入情况(百万元)



数据来源：公司公告，西南证券

图 5：富春通信近年来净利润情况(百万元)



数据来源：公司公告，西南证券

1.2 启航，成功并购骏梦游戏

富春通信的正式转型始于 2014 年 12 月，公司公告以 9 亿元的对价收购上海骏梦 100%的股权。上海骏梦成立于 2009 年 9 月，员工超过 500 人，由资深游戏人许斌先生创立。公司的首款产品《小小忍者》在 2010 年一经推出便获得巨大成功，名列 2010 年网页游戏市场前三强。近年来，上海骏梦的战略投入重点逐渐由页游转移到手游，目前已成为国内以自主研发为核心并具有运营竞争力的一线游戏公司。

表 1：上海骏梦历年所获奖项一览

时间	获奖主体	所奖荣誉
2010.11	骏梦游戏	中国 IT 两会“2010 网游行业新锐公司奖色扮演奖”
2011.11	骏梦游戏	第二届中国原创网页游戏峰会金竹奖“最被运营商看好研发商”
2011.11	《降龙十八掌》	第二届中国原创网页游戏峰会金竹奖“最受欢迎十佳网页游戏”
2011.12	《降龙十八掌》	多玩首届中国游戏金浣熊奖“十大网页游戏”
2012.04	许斌	第五届中国网页游戏&移动游戏高峰论坛金页奖“2011 年度十大风云人物”
2012.04	《降龙十八掌》	第五届中国网页游戏&移动游戏高峰论坛金页奖“2011 年度最佳创新营销奖”
2012.05	骏梦游戏	265G 2011 网页游戏龙虎榜“2011 网页游戏黑马奖”
2012.05	许斌	265G 2011 网页游戏龙虎榜“2011 年网页游戏风云人物”
2012.05	《降龙十八掌》	265G2011 网页游戏龙虎榜“2011 新锐网页游戏”
2013.01	骏梦游戏	游戏产业年会“2012 年度中国十大新锐游戏企业”
2013.02	许斌	265G 第五届网页游戏龙虎榜“年度风云人物”
2013.02	《萌三国》	17173 中国网络游戏风云榜“中国年度最佳战争策略网页游戏”
2013.02	《萌三国》	17173 中国网络游戏风云榜“中国年度十佳最受欢迎网页游戏”
2013.02	《新仙剑》	17173 中国网络游戏风云榜“中国年度十佳最受期待网页游戏”
2013.02	骏梦游戏	17173 中国网络游戏风云榜“中国年度十佳最受欢迎页游公司”
2013.07	许斌	2007-2013 265G 龙虎榜网页游戏明日之星
2013.11	《新仙剑》	2013WGO 第四届中国原创游戏峰会十大最具价值网页游戏
2013.12	《秦时明月》	中国游戏十强“ 2014 十大最期待网页游戏”
2013.12	《新仙剑》	中国游戏十强“ 2013 年度十大最受欢迎的网页游戏”
2013.12	骏梦游戏	中国游戏十强“2013 年度中国十大海外拓展游戏企业”
2013.12	许斌	中国游戏十强“2013 年度中国游戏产业十大影响力人物”
2013.12	《新仙剑》	2013 中国网页游戏龙虎榜年度十佳
2013.12	骏梦游戏	2013 中国网页游戏龙虎榜最佳研发奖
2013.12	《RO 前传》	2013 骄阳网十大口碑网页游戏
2013.12	《秦时明月》	2013 骄阳网十大口碑网页游戏
2013.12	《新仙剑》	2013 骄阳网十大口碑网页游戏
2013.12	《秦时明月》	2013 中国网页游戏龙虎榜最受期待新游
2014.03	《秦时明月》	CGWR 年度十大最受期待页游奖项
2014.03	《新仙剑》	CGWR 年度十大网页游戏奖项

数据来源：公开资料、西南证券整理

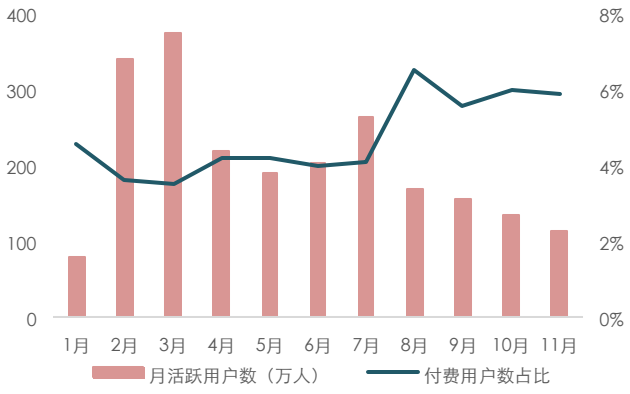
图 6：上海骏梦研发游戏一览



数据来源：西南证券整理

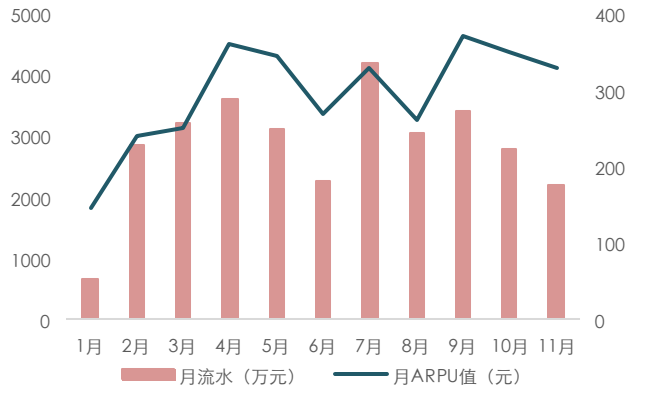
在 2015 年之前，上海骏梦的营收主要来自于《秦时明月 Mobile》和《新仙剑奇侠传 Online》两款强 IP 产品。《秦时明月 Mobile》于 2014 年 1 月上线，大陆地区由触控科技与深圳爱贝代理运营（仅 WP 渠道），港澳台地区由利通代理运营。截止 2014 年底，月均活跃用户数达到 209.4 万人，月均 ARPU 值为 297.7 元，总流水达到 3.17 亿元。

图 7：《秦时明月 Mobile》用户数据



数据来源：公司公告，西南证券

图 8：《秦时明月 Mobile》月流水数据



数据来源：公司公告，西南证券

《秦时明月 Mobile》高流水的背后，是因其为一部“强 IP”的作品。

《秦时明月》为台湾作家温世仁先生的遗著，以中国历史上“荆轲刺秦王”为故事背景，架构了一部秦末的武林风云，在爱恨情仇的交织中又挑动了普遍性的公理，诉诸人性价值。《秦时明月》TV 版动画由杭州玄机科技制作，于 2007 年春节期间首映，反响良好。电视剧版由杭州玄机科技授权予唐人影视出品，已杀青，预计今年年底将在湖南卫视钻石独播剧场播出，届时有望对公司手游月流水产生一定拉动作用。

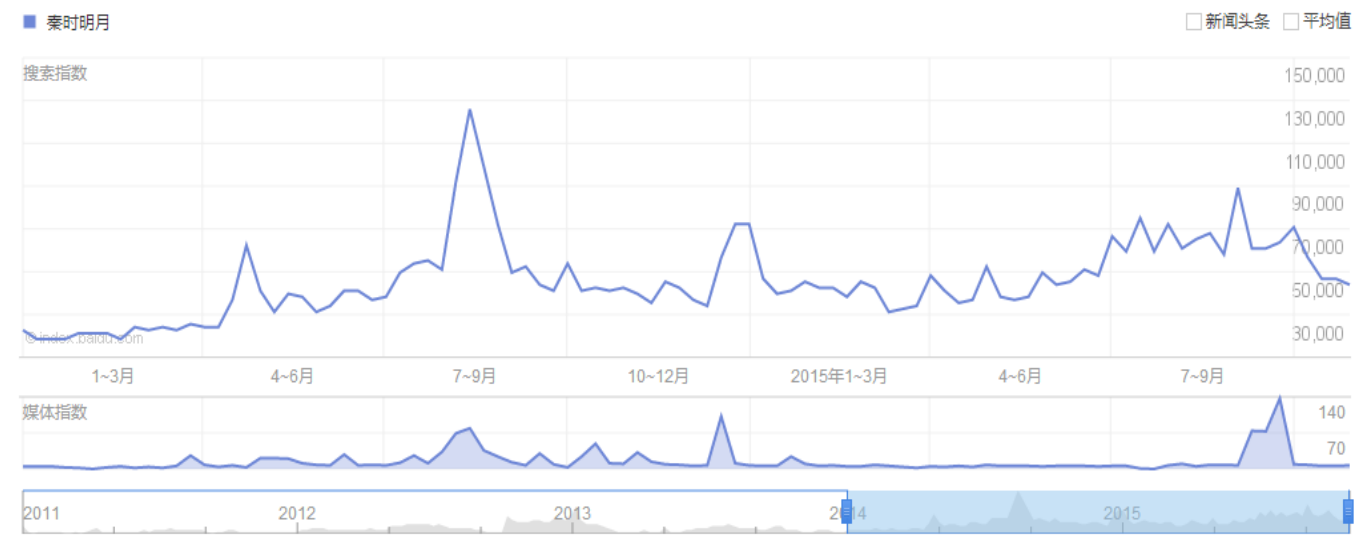
据艾瑞咨询统计，在用户最喜欢的国漫作品 Top30 中，《秦时明月》占据了 14.9%的比例，排名第二，仅次于《十万个冷笑话》。从百度指数来看，《秦时明月》长期高于 5 万，在 2014 年 7 月《秦时明月之龙腾万里》(《秦时明月》系列的第一部动画电影，最终票房为 5987 万元）上映时，一度突破 10 万。

表 2：用户最喜欢的国漫作品排行榜

排名	国漫作品	用户比例	类型	国漫作品	用户比例
1	十万个冷笑话	19.6%	11	王牌御史	2.0%
2	秦时明月	14.9%	12	魁拔	2.0%
3	尸兄	10.1%	13	那年那兔那些事儿	2.0%
4	端脑	5.4%	14	星游记	1.6%
5	画江湖之不良人	4.0%	15	一条狗	1.4%
6	纳米核心	3.1%	16	长歌行	1.4%
7	雏蜂	2.1%	17	勇者大冒险	1.3%
8	中国惊奇先生	2.1%	18	子不语	1.0%
9	罗小黑战记	2.0%	19	血族 bloodline	0.9%
10	妖怪名单	2.0%	20	撸时代	0.9%

数据来源：艾瑞咨询（2015 年 9 月），西南证券

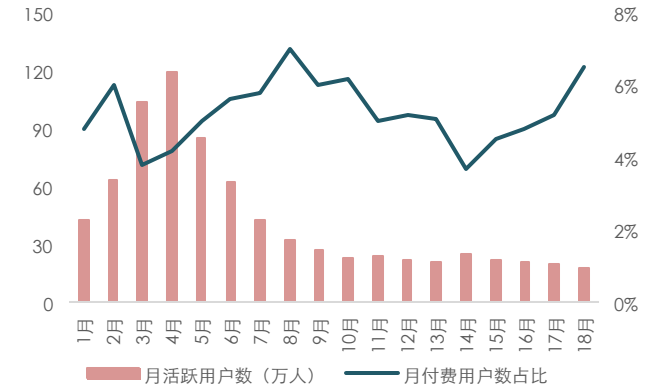
图 9：《秦时明月》百度指数（2014 年 1 月至今）



数据来源：百度指数，西南证券

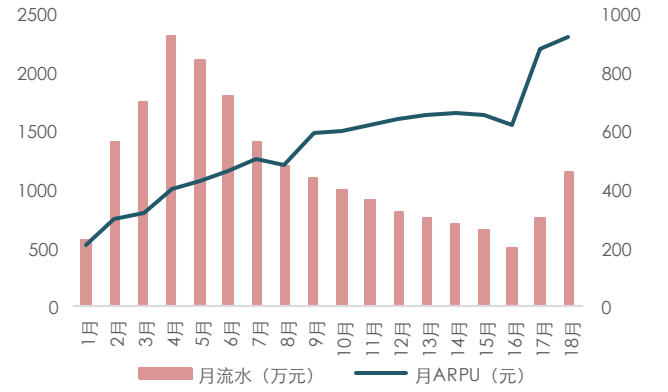
《新仙剑奇侠传 Online》于 2013 年 7 月上线，除在自有“好好玩”平台上线外，还在 360 游戏、37 玩、多玩游戏、新浪微游戏等平台进行运营。截止 2014 年底，游戏月均活跃用户数为 45.3 万人，月均 ARPU 值为 596 元，总流水达到 2.18 亿元。

图 10:《新仙剑奇侠传 Online》用户数据



数据来源：公司公告，西南证券

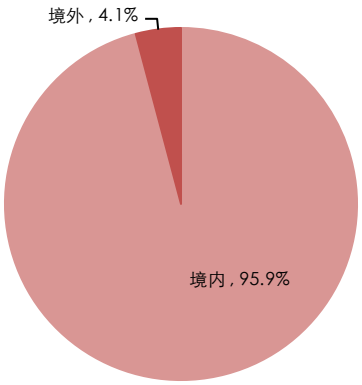
图 11:《新仙剑奇侠传 Online》月流水数据



数据来源：公司公告，西南证券

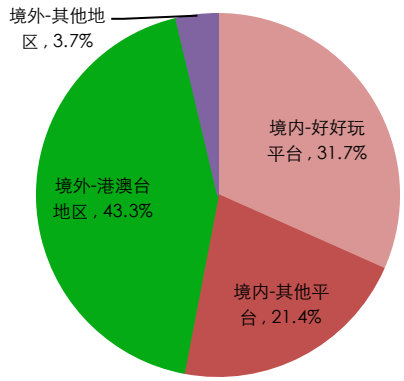
《仙剑奇侠传》同样为强 IP 作品，起源于由台湾大宇资讯股份有限公司旗下发行的系统端游。《仙剑》系列首款作品发行于 1995 年 7 月，以中国古代的仙妖神鬼传说为故事背景、以武侠和仙侠为题材，荣获两岸当时无数的游戏奖项，被众多玩家誉为“旷世奇作”。但与《秦时明月 Mobile》不同的是，《新仙剑奇侠传 Online》的营收 48%都来自境外，而《秦时明月 Mobile》的营收几乎全部来自境内。这主要是由于《秦时明月》以中国历史故事为背景，IP 的影响力仅限于中国大陆，而《仙剑奇侠传》在港澳台地区更加知名。这也给予上海骏梦以启示，之后拿 IP 会以是否有全球影响力，是否便于出海为考核标准。

图 12:《秦时明月 Mobile》流水地域分布



数据来源：公司公告，西南证券

图 13:《新仙剑奇侠传 Online》流水地域分布



数据来源：公司公告，西南证券

《新仙剑奇侠传 Online》的月流水在 2015 年已经不足 1 千万，上海骏梦的营业收入今年主要由《秦时明月 Mobile》（上线已经 22 个月，月流水仍保持在两千万的水平，这也反映了强动漫 IP 变现的持久性）和《霹雳江湖》贡献。《霹雳江湖》起源于台湾，网上流传版本多以闽南语为配音，在台湾地区有着广泛的影响力，如果说在台湾 10 人中有 3 人知道《仙剑》，那么 10 人中就有 10 人都知道《霹雳布袋戏》。

1.3 收揽春秋时代影业，泛娱乐版图初成型

富春通信于 9 月份发布公告，以 8.64 亿元的对价收购春秋时代 80%的股权。春秋时代是一家集影视剧投资、制作及发行为一体的民营影视公司，致力于成为中国传奇电影制造者。公司 2015 年已经主投完成电影《战狼》，实现了 5.43 亿元的票房，成为 2015 年电影市场上的首部现象级作品；公司还投资了《寻找罗麦》、《幻想曲》、《致命追击》及《愚人游戏》等影片，均已摄制完成，但还未上映。

业绩对赌情况：春秋时代 2015 年度、2016 年度和 2017 年度净利润分别不低于 8000 万元、10500 万元、13000 万元。仅靠《战狼》一部影片，春秋时代便已经完成对赌，因此更愿意把《寻找罗麦》、《致命追击》等影片放在明年上映。《寻找罗麦》为韩庚主演，同性恋题材。《致命追击》讲述了由尚格云顿扮演的角色，与时间赛跑拯救亲人的故事，同时，“00 后”小鲜肉 TFBoys 也会参演，预计将会为票房带来贡献。《幻想曲》为艺术影片，非商业片，预计将为公司斩获电影节奖项，但目前暂无上映打算。

表 3：本次交易完成后，上市公司股权结构

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	持股数（股）	股权比例（%）	持股数（股）	股权比例（%）
富春投资	87,607,338	23.05	87,607,338	20.1
缪品章	41,417,220	10.9	41,417,220	9.5
上海力珩	22,117,776	5.82	22,117,776	5.07
福州奥德	20,250,000	5.33	20,250,000	4.64
上海力麦	18,621,134	4.9	18,621,134	4.27
德清复励	9,888,750	2.6	9,888,750	2.27
平潭和富	6,180,469	1.63	6,180,469	1.42
缪知邑	4,449,938	1.17	4,449,938	1.02
吕建民	-	-	36,023,316	8.26
宁波复晟	-	-	12,901,593	2.96
宁波兴佳	-	-	3,238,321	0.74
赵启进	-	-	3,147,668	0.72
许斌	-	-	647,650	0.15
其他股东	169,470,012	44.6	169,470,012	38.87
合计	380,002,637	100	435,961,185	100

数据来源：公司公告，西南证券

春秋时代董事长为吕建民先生，1965 年生，与富春通信的缪总同年且同为福建人。其电影生涯早期，成功出版发行《盲井》、《巫山云雨》、《长大成人》等一大批电影作品，促进了第六代导演的崛起。

多年以来，吕建民在国产商业影片类型尝试、档期开发和宣传营销等方面作出了许多有益探索。2007 年起，中国电影产业飞速发展，吕建民逐渐把工作重心放在了中小成本商业电影上，几年间创下了多个“第一”，如《午夜出租车》、《B 区 32 号》、《索马里真相》等。

- 2009 年 12 月上映的《午夜出租车》，成为了中国恐怖类型电影的里程碑。1）首先，在类型方面，该片是中国电影商业化改革以来第一部，也是当年唯一一部国产恐怖电影；2）其次，在营销宣传方面，采用当时最具商业化的营销方式，为以后国产恐怖电影的营销树立了标杆；3）再者，在档期方面，选择在圣诞档上映。《午夜出租车》的最终票房是 1300 万元，创造了当年恐怖片的票房记录，也带动了以后几年国产恐怖片的集体爆发。
- 2011 年 6 月上映的《B 区 32 号》创下了中国电影投资回报率的最高记录，投资不足百万，是中国首部伪记录恐怖电影，被称为中国版的《鬼影实录》，最终票房 1700 万元。
- 2012 年 3 月上映的电影《索马里真相》也创下两个“第一”，既是世界上第一部在索马里实地拍摄的电影，也是中国第一部全程在国外拍摄的国产战地记录电影。
- 2015 年 4 月 2 日《战狼》上映，票房高达 5.43 亿元，被评为现代军事动作片的开创之作，成为当年电影市场上的首部现象级作品。

表 4：春秋时代近年来主要获奖情况

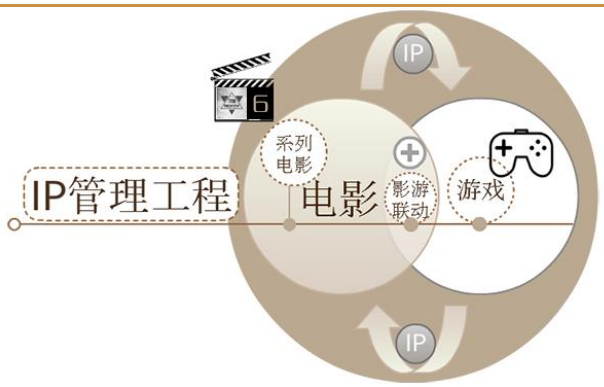
时间	颁发主体	获奖主体/产品	奖项
2015 年	第 24 届金鸡百花电影节	《战狼》	2015 年金鸡奖最佳故事片提名、最佳剪辑提名
2015 年	2015 年海南电影节	《战狼》	最佳视觉效果奖、最佳导演奖、评委会特别奖
2015 年	2015 年成龙电影周	《战狼》	最佳动作片、最佳男演员、最佳特技、最佳打斗场面设计
2015 年	2015 年釜山电影节	《寻找罗麦》	官方选择入围影片
2014 年	第 67 届戛纳电影节	《幻想曲》	一种关注大奖提名

数据来源：公司公告，西南证券

2015 年 7 月，春秋时代主投的《大话西游 III》已经开机，预计于 2016 年暑期档推出。《愚人游戏》也将于明年上映，故事情节类比大从常玩的“杀人游戏”、“天黑请闭眼”，类型为恐怖片，大概率有望复制前辈《午夜出租车》的成功。

影游联动的概念最早由游族网络提出，目前已经成为行业的通行做法，核心即是基于同一 IP 的多重变现。富春通信在收购上海骏梦后，再次收购春秋时代，短期内影游实现联动，长期也为富春构建泛娱乐集团打下坚实基础。

图 14：影游联动与“IP 管理工程”



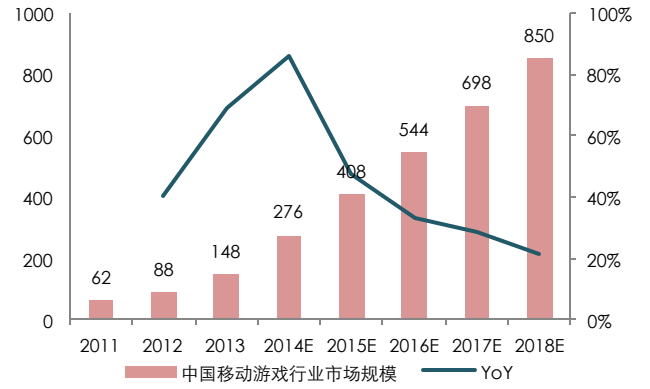
数据来源：游族网络，西南证券

2 手游步入成熟期，迎来“搏爆款”的时代

2.1 大陆增速放缓，海外市场空间仍广阔

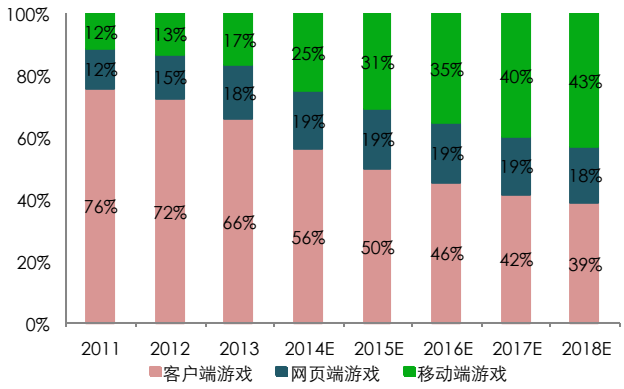
据艾瑞咨询统计，2014 年中国移动游戏市场规模达到 276 亿，同比增长率达 86%。预计 2015 年，中国移动游戏市场规模将超过 400 亿元，但增速降到 50%以下，2016-2017 年，移动游戏市场规模的增速将进一步下滑至 30%-20%。同时，中国整体网游市场的规模在 2014 年即超过千亿，增速在当年即下滑到 20%以下，移动游戏在整体网游中的占比在 2015 年将超过 30%，预计到 2017 年占比将达到 40%，与端游份额持平。

图 15：中国移动游戏行业市场规模(亿元)



数据来源：iResearch，西南证券

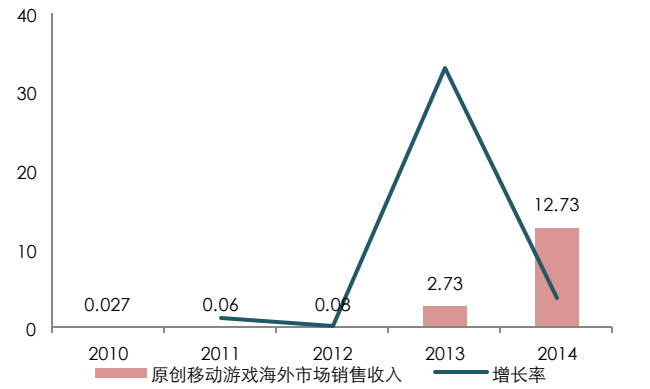
图 16：2011-2018 年中国网络游戏市场规模结构



数据来源：iResearch，西南证券

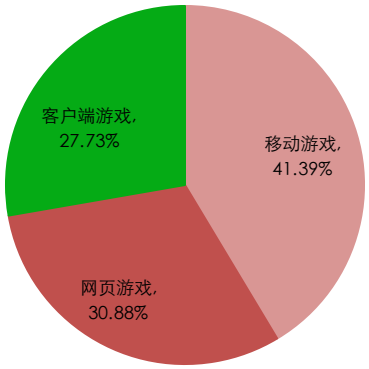
在大陆游戏市场被投资者普遍看淡的同时，从 2013 年开始，中国游戏海外出口收入规模正在急速爆发。2014 年，中国自主研发移动游戏海外市场实际销售收入达到 12.73 亿美元，同比增长 366.39%。在中国原创游戏出口的市场规模中，移动游戏扮演的是一个主力军的角色，比例达到 41.39%，超过端游和页游。

图 17：中国移动游戏海外市场销售收入(亿美元)



数据来源：GPC IDC and CNG，西南证券

图 18：中国原创游戏出口类型构成比例



数据来源：GPC IDC and CNG，西南证券

截止到目前，中国网络游戏已经出口到东南亚、日韩、北美、欧洲等超过 100 个国家和地区。主要是由于经过十多年的发展，中国的网络游戏企业在海外已经积累了丰富的经验，已经不像早期出海仅仅以授权模式将自己的产品批发出去，而是因地制宜，针对不同地区特

色展开有针对性的海外布局。那些新进入海外市场的中国企业避免了走更多弯路，可以借鉴相应成功经验更为快速的进入海外市场。

但值得一提的是，在目前游戏公司海外出口的国家中，港澳台和东南亚普遍占到海外收入的绝大部分。这主要是由于以下三点原因：

1）中国手游进军东南亚市场具有先天性的优势，文化背景接近，政府对于东南亚的战略合作重视程度也持续增强。该地区华人较多，具有鲸鱼用户潜力的华人华侨也多；

2）东南亚国家虽然目前仍以 PC 端游戏为主，但手游正在不断崛起。此外，手游属于高度侵入性产业，在本地化处理方面，游戏 App 与电商行业 APP 等不同，游戏 APP 基本是靠感官，所以 APP 语言只需要融入通俗易懂的英语即可；

3）东南亚并无垄断性质的游戏公司，所以中国实力较强的游戏公司基本可以顺利挤入东南亚市场。

骏梦游戏在海外拓展方面，已经取得了初步的成果，在第十届和第十一届中国游戏产业年会上，均获得“中国十大海外拓展游戏企业奖”。同时，骏梦游戏在拿 IP 方面，也会尽量选择适宜海外拓展的 IP 资源，如《仙剑奇侠传》、《霹雳布袋戏》、《仙境传说》这种，而不是《秦时明月》和《不良人》，后两者仅为国内玩家所熟知。

图 19：2013 年度中国十大海外拓展游戏企业

排名	游戏公司
1	完美世界(北京)网络技术有限公司
2	盛大游戏有限公司
3	深圳第七大道科技有限公司
4	苏州蜗牛数字科技股份有限公司
5	福建天晴数码有限公司
6	北京畅游时代数码技术有限公司
7	蓝港在线(北京)科技有限公司
8	上海骏梦网络科技有限公司
9	成都炎龙科技有限公司
10	杭州乐港科技有限公司

数据来源：中国游戏产业年会，西南证券整理

图 20：2014 年度中国十大海外拓展游戏企业

排名	游戏公司
1	完美世界(北京)网络技术有限公司
2	广州菲音信息科技有限公司
3	北京昆仑万维科技股份有限公司
4	蓝港互动有限公司
5	盛大游戏
6	福建天晴数码有限公司
7	深圳第七大道科技有限公司
8	浙江锦游动漫文化有限公司
9	成都炎龙科技有限公司
10	上海骏梦网络科技有限公司

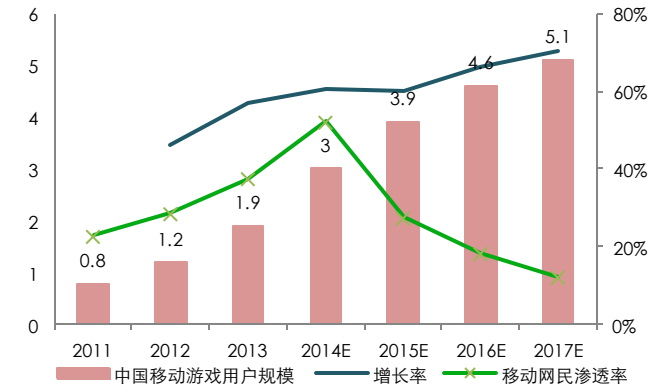
数据来源：中国游戏产业年会，西南证券整理

2.2 这是一个拼精品、搏爆款的时代

据艾瑞咨询的统计，2014 年，中国移动游戏用户规模达到 3 亿人，在整体移动网民中的渗透率超过 60%，预计到 2017 年，移动游戏用户将超过 5 亿人，移动网民渗透率超过 70%。在 2012-2013 年间，移动游戏市场随智能机和移动网民的数量增长而爆发，未来移动游戏市场增速放缓亦将是由于移动游戏玩家数量的逐渐饱和。

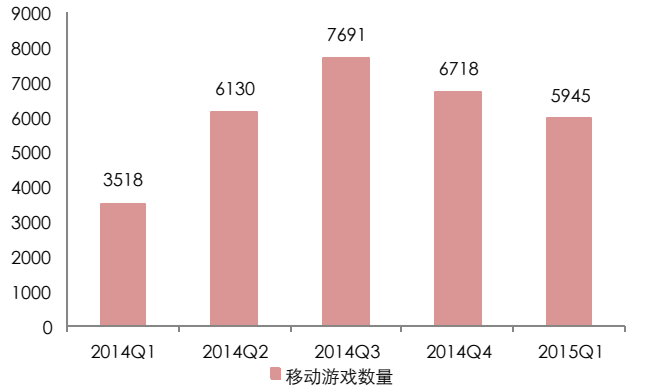
从移动游戏数量上来看，2014 年 Q3 达到最高点 7691 个，之后便逐步下降，到 2015 年 Q1，移动游戏总数量下降到 5945 个。游戏市场由蓝海变为红海，但我们并不认为游戏业从此没有机会，中国网游正在进入一个拼精品、搏爆款的时代。

图 21：中国移动游戏用户规模(亿人)



数据来源：iResearch，西南证券

图 22：2014Q1-2015Q1 中国移动游戏数量(个)



数据来源：iResearch，西南证券

在这一轮以“精品化”为特征的游戏大潮中，拥有深厚粉丝基础的 IP、强大发行和精细化运营能力的企业将有望脱颖而出，成为互联网 CP 行业新的颠覆者。而拥有强大 IP、爆款游戏产品也将成为各家游戏厂商的制胜法宝。

图 23：2014 年最具代表性的移动游戏



数据来源：iResearch，西南证券

“爆款”游戏产品对一家游戏厂商业绩与估值的拉动作用有多强？

可以参考《全民奇迹》之于上海恺英网络。

《全民奇迹》是一款由韩国网禅正版授权的还原经典端游《奇迹 MU》的 MMORPG 移动网络游戏，由恺英网络与天马时空联合开发。《全民奇迹》于 2014 年 8 月起由恺英网络进

行全球独家代理后，2014 年 10 月正式登陆 XY 苹果助手，2014 年 12 月正式登陆安卓平台和 App store，并连续 100 天在 App store 双榜排名前十。

《奇迹 MU》为与《传奇》、《RO 仙境传说》齐名的韩国三大端游 IP 之一，早在 2002 年便在中国大陆上线运营，连续多次在权威游戏评比中获得最经典网络游戏以及最受欢迎网络游戏大奖。讲述了一个虚构中拥有巨大财富的 MU 王国，抵御魔族入侵、保卫家园的故事。《全民奇迹》的故事脉络与《奇迹 MU》接轨，但又为玩家设计了新的玩法与乐趣。

图 24:《全民奇迹》游戏截图



数据来源：全民奇迹，西南证券

《全民奇迹》手游在上线三个月后，月流水便突破 2 亿元大关，拉动恺英网络的净利润由 2014 年的 6210 万元到 2015 年预期的 4.62 亿元（恺英网络的业绩对赌为 2015-2017 年净利润分别不低于 4.62 亿元、5.71 亿元和 7.02 亿元），恺英网络借壳泰亚股份的最终估值达到 63 亿元。可以说，《全民奇迹》单款游戏、亦或是《奇迹 MU》IP 成就了恺英网络。

表 5:《全民奇迹》主要运营数据(万元)

时间	游戏总玩家数量	月活跃用户数	月付费玩家数量	充值金额	消费金额	人均 ARPU 值（元）	付费玩家平均 ARPU 值（元）
2014 年 8 月	-	-	345	6.46	-	-	187.19
2014 年 9 月	2,962	-	1,670	51.62	3.91	-	309.07
2014 年 10 月	307,688	90,757	37,491	1,028.59	950.31	113.33	274.36
2014 年 11 月	749,732	194,456	62,387	3,702.46	3,626.50	190.4	593.47
2014 年 12 月	5,317,283	3,789,888	655,206	20,687.14	17,997.66	54.59	315.73
2015 年 1 月	8,737,357	4,305,839	426,920	24,245.31	24,014.74	56.31	567.91
2015 年 2 月	11,736,773	4,214,650	315,663	19,927.42	19,483.92	47.28	631.29

数据来源：泰亚股份公告，西南证券

虽然单款游戏产品最终的高月流水是多方面综合因素的结果，但从恺英网络的案例中，可以明确地看出知名端游 IP 的强大生命力与吸金能力。端游 IP 的优势在于：1）首先，其往往有着数量庞大的粉丝用户群体，这就降低了游戏的推广成本；2）其次，产品在粉丝群体中快速的口碑传播、较长时间的黏着度，都是非 IP 类产品所不具备的优势；3）最后，端游运营时间很久，当年的玩家们随着年龄的增长大多已进入工作岗位，因而有了更高的消费能力。同样由于工作或家庭的原因，他们在游戏上的时间投入相比之前会大幅度减少，而手

游相比端游在时间上投入的相对减少以及较为碎片化游戏时间非常适合这些老玩家的需求；4）在此之外，许多游戏经历是玩家的“青春”的回忆，玩家希望找回曾经的感觉。

骏梦游戏明年倾力打造的《仙境传说 RO》IP，是与《传奇》、《奇迹 MU》并列的“韩国三大端游”，在全球有着广泛的知名度和粉丝基础，《仙境传说 RO》之于骏梦游戏犹如《全民奇迹》之于恺英网络，值得重点期待。

表 6：部分已知的知名端游 IP 改编手游作品

游戏	改编产品	对应端游 IP
腾讯	《战斗吧剑灵》	《剑灵》
网易	《天下 HD》 《西游·神魔决》 《梦幻西游》	《天下 3》 《大话西游 3》（同一工作室研发） 《梦幻西游》
畅游	《天龙八部 3D》	《天龙八部》
完美世界	《魔力宝贝》 《圣斗士星矢》 《笑傲江湖》 《神雕侠客》	《魔力宝贝》 《圣斗士星矢 OL》 《笑傲江湖 OL》 《神雕侠客 OL》
巨人网络	《征途》	《征途》
多益网络	《神武》	《神武》
恺英	《全民奇迹-MU》	《奇迹》
盛大	《传奇》	《传奇》

数据来源：互联网，西南证券

2.3 重磅强 IP 手游备战，明年业绩大概率将爆发

根据时间顺序，今年年底到明年，上海骏梦游戏将会有四款游戏上线，分别是《武动乾坤》、《三国战纪》、《SNH48》和《仙境传说 RO》。公司对今年业绩的原有预期是 1.5 个亿，因为需要测试调试、项目进度等各种原因，《武动乾坤》和《三国战纪》推迟到今年年底上线，因此预计业绩贡献主要在明年。

- **《武动乾坤》**

《武动乾坤》预计将于 2015 年 11 月上线。原作文学 IP 是由起点中文网白金作家天蚕土豆创作的一部东方玄幻类型的网络小说，首发于起点中文网，历经近两年连载，受到持续追捧，多次获得起点月票榜第一，点击率过亿，并以 281 万搜索量创造近两年小说类百度搜索指数最高记录。小说主要讲述了大炎王朝天都郡炎城青阳镇，一个落魄的林氏子弟林动在山洞间偶然捡到一块神秘的石符而走上的逆袭之路。

天蚕土豆，本名李虎，1989 年出生于四川，2011 年 7 月开始创作《武动乾坤》，在短短的数月时间内就获得了超过 3200 万的点击数，《武动乾坤》发布后席卷各大榜单，稳居百度搜索风云榜小说榜前三名，热门搜索前十名，并且在百度风向标的男性、70、80、90 以及地域风向标里面广东、重庆等地稳居前十。天蚕土豆也因创作《武动乾坤》，而在 2012 年跻身中国网络作家富豪榜第三名。2013 年 5 月，《武动乾坤》以 390 万余字收笔。

截止 2014 年底，《武动乾坤》在起点中文网的总点击量已近 7000 万，每一章节的点击量均在 1000 万以上，此外还有近 200 万的贴吧粉丝时刻关注该 IP 的最新动向。

图 25：中国知名网络作家排行榜（人气排行）



数据来源：互联网，西南证券

《武动乾坤》于去年 7 月立项后，已经做了 14 个月，骏梦团队对其精雕细琢，今年 8 月时在 UC 上做过一次测试（当时用的名字叫《武之吉》），预期玩家三千人，结果第一天就进来一万人，大大超出预期。

我们保守估计《武动乾坤》上线后会有 5000 万元的月流水，按 25%的分成比例计算，为 1250 万元的收入，以游戏行业 45%的净利率来计算，月均 562.5 万元的净利润。因此，2016 年《武动乾坤》将为公司贡献约 6750 万元的净利润。

- **《三国战纪》**

《三国战纪》原是台湾钜象电子公司根据中国的《三国演义》改编的动作类过关 ACT 单机游戏，于 1999 年发行，在街机市场十分著名。

值得一提的，《三国战纪》作为街机游戏 IP，百度指数不能很好地反映公司的粉丝量。据台湾公司介绍，目前《三国战纪》在中国一共有 6 万台机器，所有用户都是付费用户，平均每台每天赚 2500 元钱。

我们保守预计《三国战纪》上线后会有 4000 万元的月流水，按 25%的分成比例计算，为 1000 万元的收入，以游戏行业 45%的净利率来计算，月均 450 万元的净利润。因此，预计《三国战纪》2016 年将为公司贡献 5400 万元的净利润。

图 26:《武动乾坤》游戏截图



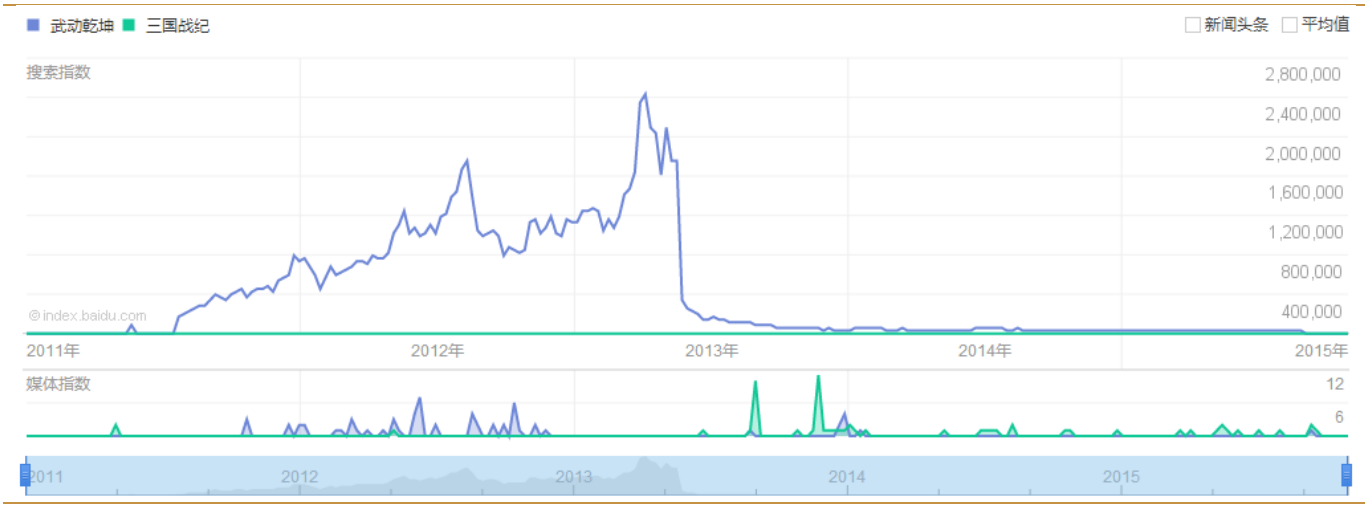
数据来源：互联网，西南证券

图 27:《三国战纪》游戏截图



数据来源：互联网，西南证券

图 28:《武动乾坤》与《三国战纪》百度指数（2011 年 1 月至今）



数据来源：百度指数，西南证券

➢ **《仙境传说 RO》**

《仙境传说 RO》原为由韩国 Gravity 公司研发的一款 MMORPG 端游，于 2003 年 1 月由昆仑万维发售。Gravity 公司成立于 2000 年，其代表作品《RO》改编自超人气作家李命进的同名幻想漫画，《RO》的成功也让 Gravity 成为最早进军五大洲的世界性网络游戏公司。《RO》曾发行过全球 69 个国家和地区，累计近 1 亿注册用户。2003 年初，RO 引入中国，创下了最高同时在线 100 万人的成绩。

RO 为“Ragnarok Online”的简写，Ragnarok 源于北欧神话，译为“诸神黄昏”，是神族和巨人族间最后的战争，最后双方惨败，世界毁灭，世界之树燃烧，九重世界动荡。RO 可以说是能和《MU》、《传奇》、《梦幻西游》等寥寥无几的几款游戏并驾齐驱的网游界最强大的 S 级 IP，而且在全球的影响力上，RO 无疑更是独占鳌头，无人能及。

目前，上海骏梦已经获得的包括《RO》页游和《新仙境传说》手游的研发和发行权。2015 年 6 月，RO 页游《仙境物语》上线后 20 天流水即冲破千万，7 月，骏梦以 6000 万元的授权价格将 RO 的 MMO 手游发行权授予心动网络。

心动网络是国内顶尖的页游和手游厂商，自 2011 年进入游戏市场以来，其推出的《神仙道》、《将神》、《仙侠道》、《盛世三国》等游戏都在市场上取得了非常骄人的成绩。鉴于对《仙境传说：守护永恒的爱》的强烈看好，心动网络公司成员将集中精力用于对《仙境传说 RO》手游的发行。

图 29:《仙境传说：守护永恒的爱》游戏截图



数据来源：互联网，西南证券

《仙境传说：守护永恒的爱》将于 2016 年初上线，我们保守预计其全球（大陆+海外）月流水将超过 8000 万元，按 25%的分成比例计算，月收入为 2000 万元，以 45%的手游行业净利率计算，月净利润 900 万元，预计 2016 全年将为公司贡献 1.08 亿元的净利润。

3 试水粉丝经济，或有意外惊喜

3.1 粉丝经济：从 AKB48 到 SNH48

中国少女偶像团体 SNH48 成立于 2012 年 10 月 14 日，是由上海久尚时尚集团（现已改名丝芭文化传媒有限公司）出资，日本“AKB48 之父”秋元康提供技术支持打造的大型女子偶像团体，被称为 AKB48 的中国姐妹团，取“上海”的“ShangHai”的拼音缩写从而组成“SNH48”。

SNH48 以 O2O 偶像 SNS 为其基本运营模式，以位于上海市虹口区嘉兴路 267 号的专属实体剧场——SNH48 星梦剧院，以及未来将在北京、广州和全国各主要中心城市和地区建立的区域专属剧场，偶像培训中心等线下实体网络及相应的偶像子团，形成覆盖全国各主要区域的偶像团体联盟，与线上粉丝社区实现全方位立体互动并通过“用户即音乐制作人”和“用户即影视制片人”，及未来具备 C2B 特征的基本运营手段，实现艺人、粉丝和运营三方的密切互动和高度融合。

伴随着 SNH48 成立三周年，SNH48 的影游联动计划也开始启动，大电影项目《劲舞团》、电视剧《青春的约定》已在筹备，同时，SNH48 与上海骏梦游戏合作研发的官方音乐手游也同步爆光，预计将于今年第四季度上线。

图 30：SNH48 线下演艺



数据来源：互联网，西南证券

图 31：SNH48 音乐手游



数据来源：互联网，西南证券

“48 系”作为粉丝经济的代表，其商业模式的核心可以概括为如下几点：

1）平民偶像路线“可以面对面的偶像”为理念，秋元康致力于打造日本首个平民女团。

成员：不像韩国的少女时代那个可爱靓丽，舞技超群的女孩们。AKB48 的成员来自普通家庭初期大都是姿色平庸，无一技之长的邻家妹妹。

面对面的商业活动：在东京秋叶原 AKB48 剧场，几乎每天都会有演出，票价也仅售 1000 日元，相对杰尼斯的艺人演唱会的 6000 日元，票价甚是亲民。

透明式爆光率：AKB48 所属的娱乐节目就有 10 多项，此外还参与电视、电影、广告、写真等多项活动，其成员还开设自己的微博，每天至少更新一条。

2）一“禁”、二“竞”、三“制”。

一“禁”：禁止谈恋爱，虽然粉丝群很广，各阶段层都有。但因为其粉丝大多是日本独特的社会团体“宅男”，自己喜欢的偶像谈恋爱，就好像自己被劈腿一样，对宅男群体而言是难以接受的。

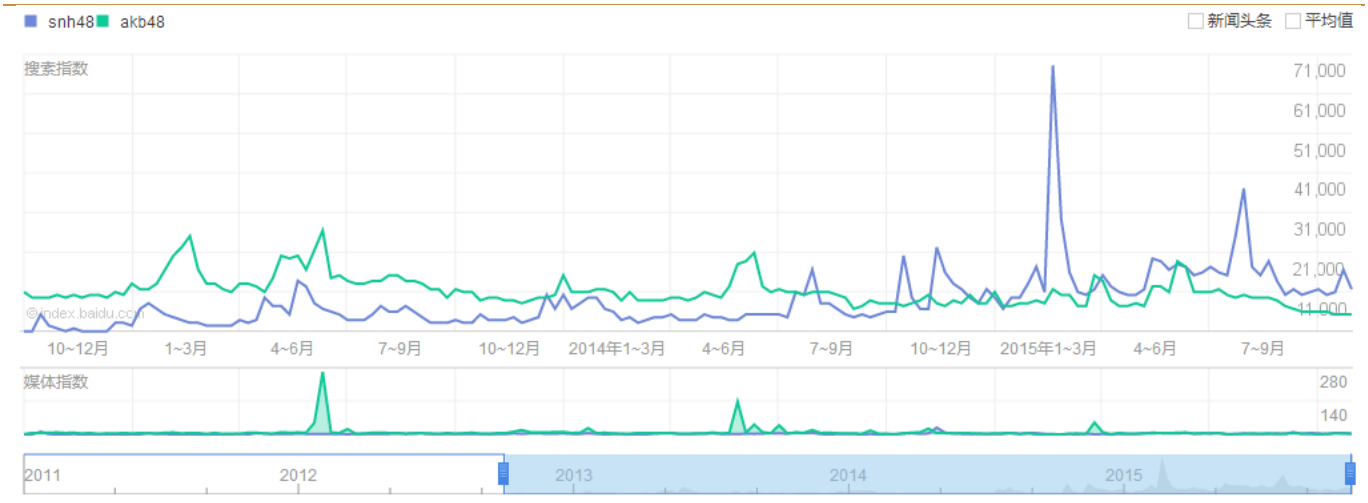
二“竞”：两种大规模的竞赛。由于 AKB48 及其所属各个团体人数众多，出单曲或参与广告宣传必须选出代表性的少数，这就诞生了以实力和运气两种形式的大型比赛。一是凭实力和人气的一年一度的总决选，第二种竞便是为了给新人创造机会，也有凭运气来参加单曲、写真等录制的猜拳大会。不论资历人气，只凭运气，胜者便有更高的出境率。

三“制”：三种制度。1.阶级制，仿佛金字塔一般站在塔顶或高处的只有那几个人，没有日本特有按资排辈，AKB48 里只要你足够有人气，短时间内站在高处也是很有可能；2.淘汰制，初期的报名成员会有很多，可到最后留下来的却只是少数，“物竞天择，适者生存”；3.毕业制，不像日本传统的事务所如杰尼斯，签约近似于卖身契，AKB48 有毕业制度，当成员人气与实力都能独当一面时，就可以单飞独立。

3）CGM（Consumer Cenerated Media）是 AKB48 最具特色的偶像文化，可以说也是其成功的关键所在。我们可以从 AKB 总选举看，粉丝为了所支持的偶像，选举海报的设计、应援视频的制作到投票对策的筹划，都倾力资助。

4）连锁量贩化，AKB48 不像是单纯的少女偶像工厂，更像是大型的连锁量贩店，零售业。大致可以分为以下四种特色：1.品种齐全，AKB48 及其姐妹团体成员人数超过 300 人；2.开架式经营，举办握手会，这也是“可以面对面的偶像”的经营理念所在；3.固定商店，2005 年，AKB48 在秋叶原的唐吉诃德 8 楼建立了她们的专属剧场；4.连锁量贩式，AKB48 在日本总共有四个团体、四个剧场、四个店面。AKB48 颠覆了以往对偶像的概念，它就是偶像界的 UNIQLO，卖得主要是服务，核心价值是顾客优先。

图 32：SNH48 与 AKB48 百度指数（2012 年 10 月至今）



数据来源：百度指数，西南证券

在收入来源上，AKB48 主要靠销售 CD、演唱会门票和其他周边产品赚钱，而 SNH48 的盈利模式还有广告代言和影视活动两个方面。未来，SNH48 也将拓展在线演艺，如向粉丝出售电子鲜花，以便其在网上观看表演时能献给喜欢的团队成员。目前，AKB48 的年收入已经超过 10 亿美元，而 SNH48 预计在今年能够超过 3 亿大关。SNH48 已经完成两轮融资，

投资人中也包括前谷歌大中华区总裁李开复创办的创新工场，据透露，上海丝芭文化传媒有限公司的市值估值已达到数亿美元。

SNH48 的收入来源

1）唱片销售：SNH48 每隔一个季度就会发行一张 CD，价格是 78 元。在偶像年度人气总选举之前的 5 月份还会发行有总选举投票券的特定 EP，价格包括 78、268、308 和 1680 四种，最贵的唱片包含 48 张选票。许多歌迷为了让自己的偶像排名高一些会购买多张 EP，反复投票。除此之外，公司还出了电子投票方式，5 元钱可以投 0.1 票，微信支付即可。

2）演唱会门票：星梦剧院是成员与粉丝互动的场所，在 340 个预售票中，站席 80 元、坐席 80 元、VIP 坐席 168 元。据称“中国四千年第一美女”鞠婧祎生诞祭的那场演出，原本 80 元的门票在淘宝炒到了 400 元。在演唱会后，SNH48 会与粉丝进行握手，价格为每 10 秒 70 元钱，每位粉丝最多可以买 300 张票。

3）影游代言：去年年底 SNH48 参加了五个卫视的跨年演唱会，还为网络游戏、手游、汽车、手机、饮料、耳机等多个产品代言，目前手游产品的代言费用已经达到 200 万，而 SNH48 公演的网络直播权及大型演唱会直播权也被各大视频抢购。

4）周边产品开发：SNH48 在周边产品的开发也让人叹为观止，生写（每月发行一包，随机包含 5 张成员的照片，售价 60 元）、夏日写真（268 元）、应援毛巾（80 元）、徽章（20-40 元）、T 恤（150 元）、文件夹文件袋（50 元）、贴纸（20 元）、限量钥匙（60 元）、专属手机挂件（30 元）、笔记本（59 元），可谓品种繁多，应有尽有。

图 33：SNH48 握手会现场



数据来源：互联网，西南证券

图 34：“中国四千年第一美女” 鞠婧祎粉丝超 130 万



数据来源：新浪微博，西南证券

3.2《SNH48》，进军音乐手游蓝海市场

在整体手游市场日渐成熟与饱和的环境下，细分领域开始受到各大厂商的重视，如 MOBA 与音乐手游。据艾瑞咨询的统计，2015 年 Q2，音乐手游在整体手游市场中无论是数量占比还是爆光指数占比都非常小，整个细分行业在中国都处于蓝海市场。而日本游戏畅销榜中，前 50 名中有 5 款音乐游戏，分别为《偶像大师》《IDOLISH》《LOVELIVE》《AKB48

音游》《偶像★修行中》，而在中国，前 100 名都无音乐游戏的踪影。排名最靠前的《恋舞 OL》（点点乐开发，累计总流水约 2 亿元）为 120 名。

图 35：2015Q2 移动网游类型

无法显示图像。计算机可能没有足够的内存以打开该图像，也可能是该图像已损坏。请重新启动计算机，然后重新打开该文件。如果仍然显示红色"x"，则可能需要删除该图像，然后重新将其插入。

数据来源：iResearch，西南证券

图 36：日本游戏畅销榜 Top50 中音乐手游

无法显示图像。计算机可能没有足够的内存以打开该图像，也可能是该图像已损坏。请重新启动计算机，然后重新打开该文件。如果仍然显示红色"x"，则可能需要删除该图像，然后重新将其插入。

数据来源：App Annie，西南证券

上海骏梦 CEO 许斌先生在 2009 年独自创业前，曾在久游网任产品总监，期间成功运营了《劲乐团》、《劲舞团》、《超级舞者》等多款产品，其中“劲舞团”实现 50 万人在线、年收入 7.9 亿元，许斌先生也被誉为国内休闲网游运营第一人。

图 37：最成功的音乐游戏《劲舞团》



数据来源：互联网，西南证券

音乐游戏的快感来自于它的人机互动的爽快感。而这个强调交互的玩法，是一般游戏类型不能比拟的。一个是游戏由动听的音乐组成和强操作组成，一般游戏是从画面的感观上和

人的肢体感觉上反馈你的目标，而音游又深了一层，添加了从听觉上的反馈，让人从游戏中获得更多的体验达到快感的升级。

另外，某种程度来说，音乐手游可算音乐的衍生品。如今国内综艺节目《我是歌手》、《中国好声音》、《蒙面歌王》、《快男快女》等音乐选秀节目的兴起，进一步带动了音乐气氛。在互联网+或泛娱乐的战略下，各行各业的壁垒渐渐趋于模糊或消失，SNH48 实现了影音游三者联动，做到粉丝与内容的共享，同时 SNH48 在春节期间还会在各个卫视表演，给予手游宣传等方面的互助。

我们最保守预计《SNH48》音乐手游上线后，将达到 2000 万元的月流水，由于骏梦对《SNH48》的策略是只开官服、不联运，因此没有分成，我们按照 45%的游戏行业净利率计算，月净利润为 900 万元，《SNH48》明年为公司将带来 1.08 亿元的净利润。

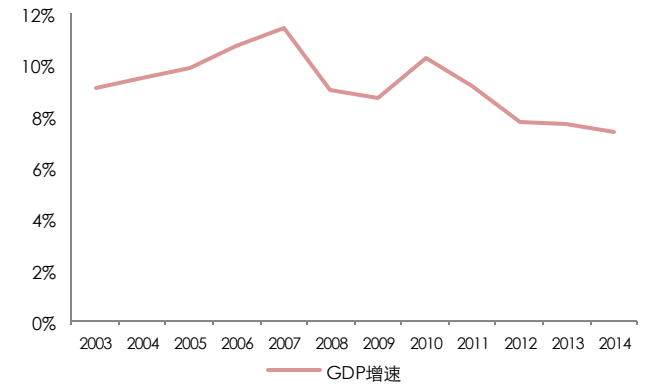
4 电影是明年除游戏外的另一大利润来源

4.1 “口红效应”在，电影大盘增速应无忧

近年来，随便国民经济和人均 GDP 的增长，中国电影票房市场经历了快速的爆发。2014 年，电影整体票房达到 296 亿元，同比增长 36.15%，预计 2015 年总票房将突破 400 亿元。

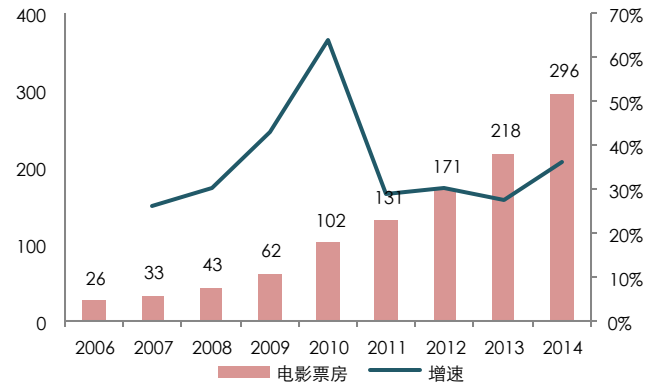
在经济学家普遍预计中国宏观经济增速下台阶的情况下，因为“口红效应”的存在，未来电影票房市场仍将强势增长。因为经济不景气，人们的消费将更多地转向廉价的非生活必须品。好莱坞腾飞于上世纪 30 年代的经济萧条期，而在我国 2009-2010 年金融危机时期，电影票房市场增速达到最高点 43%和 64%。

图 38：中国宏观经济增速



数据来源：Wind，西南证券

图 39：中国电影历年票房(亿元)



数据来源：Wind，西南证券

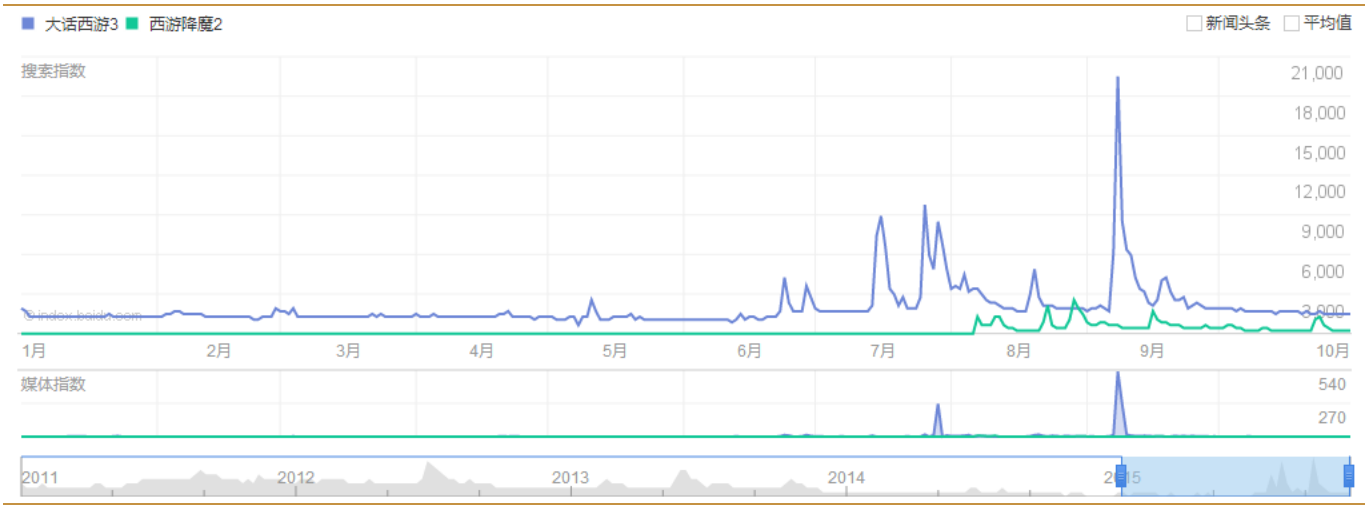
4.2 “西游”强 IP 将有效保障《大话Ⅲ》的票房空间

明年，春秋时代将上映的电影一共有五部，《大话西游Ⅲ》、《致命追击》、《寻找罗麦》、《愚人游戏》和一部现代空战片。我们认为，最主要的看点在于《大话西游Ⅲ》和现代空战片，其他三部亦将贡献不菲利润。

➢ **《大话西游Ⅲ》**

一部影片最终实现的票房有很大的不确定性，但我们可以从一些先期的指标来进行大致预估。明年除《大话西游Ⅲ》外，《西游降魔Ⅱ》也将上映，但从百度指数来看，《大话西游Ⅲ》为《西游降魔Ⅱ》的 5 倍，反映网民对《大话西游Ⅲ》的期待更高。

图 40:《大话西游Ⅲ》与《西游降魔Ⅱ》百度指数（2015 年 1 月至今）



数据来源：百度指数，西南证券

从近年的票房来看，“猴子戏”最容易成为“爆款”。《西游降魔篇》上映于 2013 年 2 月，最终票房为 12.45 亿元；《西游记之大闹天宫》上线于 2014 年 1 月，最终实现票房 10.5 亿元；《大圣归来》上映于 2015 年 7 月，最终票房为 9.56 亿元。

由周星驰主演、刘镇伟导演的《大话西游》最早于 1995 年在香港上映，当时票房惨淡，口碑一般，直到 1997 年后才开始在内地高校和网络上流传并迅速走红，风靡一时，经久不衰，影响范围很广。由春秋时代投资拍摄的《大话西游Ⅲ》仍由刘镇伟编剧、执导，韩庚、唐嫣领衔主演，且在故事剧情上与第一部充分衔接。

《大话西游Ⅲ》主要讲述了在《大圣娶亲》中死在牛魔王叉下的紫霞仙子，将会通过月光宝盒预先看到这一下场，为了避免惨剧发生，她选择回到从前不让至尊宝爱上自己……

《大话西游Ⅲ》将于 2016 年暑期档上映，我们中性预计票房会在 8 个亿左右，以 35%的制片方分成比例来计算，分成会在 2.8 亿元左右，结合该片 8000 万元的拍摄成本，制作方最终利润为 2 亿元，以春秋时代 58%的投资比例和富春通信持有春秋时代 80%的股权比例计算，上市公司将获得 0.93 亿元（=2×58%×80%）的利润。

值得一提的是，《大话西游Ⅲ》的网络版权卖给爱奇艺，价格为 2500 万元。另外，《大话西游Ⅲ》也会制作电视剧，成本为每集 250 万元，卖给爱奇艺每集 350 万元，江苏卫视跟播每集 100 万元，以 40 集来计算，改编为电视剧的利润就将达到 8000 万元。

➢ **现代空战片**

春秋时代在《战狼》大获成功后，受到了国家领导及军方的高度好评，明年仍将拍摄一部军事题材的电影，立志打造中国的《壮志凌云》，空军也将会协助拍摄。该片预计将于明年国庆档上映，我们按照《战狼》5.4 亿元票房，预估该片的票房至少会在 3 亿元左右。

5 投资文学+漫画，持续外延拓展值得期待

今年 5 月份，富春通信对福州畅读投资 2000 万元，持有其 23%的股份，对上海渔阳投资 1600 万元，持有其 24.24%的股份，开始在文学、漫画领域进行布局。

福州畅读的主营业务为移动端阅读平台 APP 的开发、运营，于 2013 年发布畅读书城手机阅读软件，2014 年根据第三方机构统计福州畅读平台“安卓读书”占有国内 4.6%的份额，排名第五。上海渔阳的主营业务为动漫 IP 游戏授权代理服务及线上漫画“轻漫画”APP 平台开发及运营。

富春通信的转型战略为实现从技术服务提供商向内容提供商的延伸，实现 B2B 和 B2C 商业模式的协同发展，通过参股福州畅读与上海渔阳两家具有资深运营经验和发展计划的内容服务平台提供商，将为公司打造大文化产业链奠定良好的基础。

图 41：福州畅读“安卓读书”APP 平台



数据来源：安卓读书，西南证券

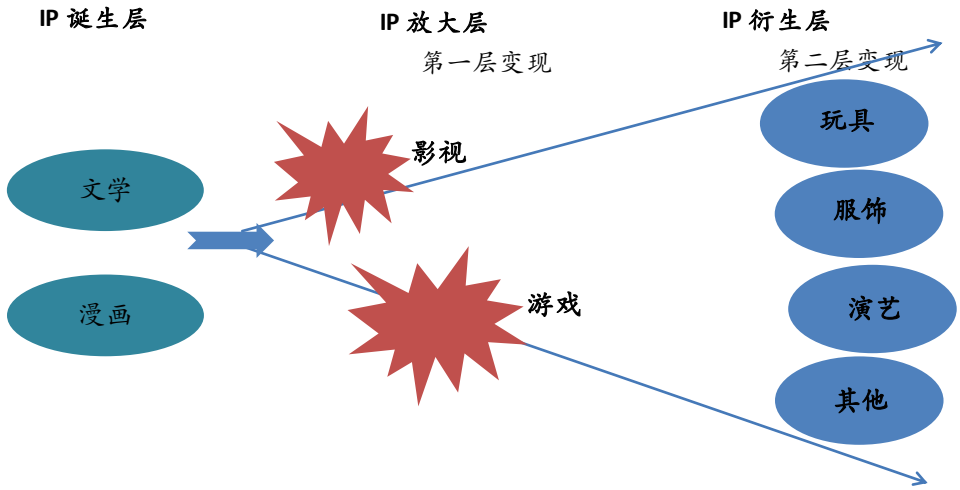
图 42：上海渔阳“轻漫画”APP 平台



数据来源：轻漫画，西南证券

在整个 IP 产业链中，文学、漫画处于最上游，为产生自有 IP 的环节，中间游戏和影视既是 IP 的第一层变现，同时又能对一个 IP 起到“放大”的作用，最下游为 IP 的其他衍生品，包括玩具、服饰、手办、线下演艺等。我们认为，公司未来一方面将加大对 IP 诞生层的投资拓展，完善 IP 的产生机制，另一方面，长期来看，公司也将会适时围绕 IP 衍生做相关的延伸拓展，实现富春通信打造“泛娱乐”集团的壮志豪情。

图 44：IP 产业链的三个层级



数据来源：西南证券

6 盈利预测与估值

综合我们前面的分析，富春通信 2016 年业绩详细测算过程如下：

传统通信业务：

预计今年富春通信传统通信技术服务业务能够实现净利润 4000 万元，明后两年假设增速为 0，即传统通信业务 2016-2017 年的利润贡献仍为 4000 万元。

游戏业务：（上海骏梦 100%控股）

如下表，上海骏梦游戏业务 2016 年对富春通信的利润贡献中性预估为 3.38 亿元，保守预估为 2.02 亿元，乐观预估为 4.45 亿元。

注：《SNH48》音乐手游不开官服、不联运，因此公司分成比例按 100%计算。游戏业务的业绩测算没有计算《秦时明月 Mobile》和《霹雳江湖》，预计这两款游戏在明年仍将为公司贡献一定的利润。

表 7：游戏业务业绩测算(万元)

游戏种类	上线时间	平均月流水			公司分成（25%）			利润（按 45%净利率来算）		
		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
武动乾坤	15 年 11 月	3000	5000	6000	750	1250	1500	337.5	562.5	675
三国战纪	15 年底	2000	4000	5000	500	1000	1250	225	450	562.5
SNH48	15 年 12 月	1000	2000	3000	-	-	-	450	900	1350
仙境传说 RO	16 年初	6000	8000	10000	1500	2000	2500	675	900	1125
游戏业务总利润								20250	33750	44550

数据来源：西南证券

电影业务:（春秋时代 80%控股）

电影业务的业绩测算分为两部分，一部分是票房贡献，春秋时代对《大话西游Ⅲ》的投资比例为 58%，空军项目的投资比例按 100%计算；另一部分是《大话西游Ⅲ》电影的网络版权与电视剧版权售卖，春秋时代版权售卖利润为 0.61 亿，计算过程为（电影版权 2500+改编电视剧版权 8000）×投资比例 58%。

表 8: 电影票房业绩测算(亿元)

影视种类	上线时间	票房			制片方分成（35%）			利润（x投资比例）		
		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
大话西游Ⅲ	16 年 7 月	6	8	10	2.1	2.8	3.5	0.75	1.16	1.57
现代空战等影片	16-17 年	2	3	5	0.70	1.05	1.75	0.3	0.65	1.35
电影票房利润								1.05	1.81	2.92

数据来源：西南证券

注：春秋时代的电影票房业绩测算没有计算《致命追击》、《寻找罗麦》和《愚人游戏》的收益，上表不包括《大话西游Ⅲ》对爱奇艺的授权收入和拍摄电视剧后的销售收益。

因此，春秋时代明年总利润我们中性预估为 2.42 亿元，保守预估为 1.66 亿元，乐观预估为 3.53 亿元。按富春通信 80%的股权比例计算，富春通信从春秋时代获得的投资收益为中性 1.94 亿元，保守 1.33 亿元，乐观 2.82 亿元。

绝对估值法:

我们首先采用 FCFF 估值法进行绝对估值，关键假设如下：

1）永续增长率为 8%;

2）无风险利率为 10 年期国债收益率;

3）β 值采用申万二级行业分类—互联网传媒的行业 β（最近 5 年，标的指数沪深 300）作为公司无杠杆 β 的近似值;

4）市场收益率的选取：采用沪深 300 最近 5 年的平均收益率作为市场收益率;

5）目标资本结构采用申万二级行业分类—互联网传媒的行业平均资本结构;

6）税率：假设实际税率稳定，为 25%。

表 9: 绝对估值法假设

估值假设	数值
过渡期年数	3
过渡期增长率	15%
永续期增长率	8%
无风险利率 Rf	3.5%
市场组合报酬率 Rm	11.02%
有效税率 Tx	25%
β 系数	0.91
债务资本成本 Kd	5%

估值假设	数值
债务资本比重 Wd	10%
股权资本成本 Ke	10.34%
WACC	9.71%

数据来源：Wind，西南证券

从绝对估值 FCFF 模型的运算结果来看，公司股价为 27.5 元。由于绝对估值对各系数的敏感性太大，估值结果易受主观影响。为了提高估值结果的客观性，我们采用相对估值法进行估值。

相对估值法：

我们预计富春通信 2015-2017 年归属于母公司的净利润分别为 1.45 亿元、5.98 亿元和 7.62 亿元（中性预估），2016-2017 年增速分别为 313.56%和 27.41%。2015-2017 年每股 EPS 分别为 0.38 元、1.57 元和 2 元。对应目前股价，为 2015 年 108 倍 PE、2016 年 28 倍 PE 和 2017 年 22 倍 PE。

我们认为，我们对公司明年的业绩测算仍然偏保守，且无论是上海骏梦游戏还是春秋时代影业明年出品的几部作品，均有成为“爆款”的潜质，大概率将超出我们的预期，结合市场同类型公司的估值水平，给予富春通信“买入”评级。

表 10：富春通信可比公司估值水平比较(元)

代码	简称	股价	EPS			P/E		
			2014	2015	2016	2014	2015	2016
002354	天神娱乐	96.88	1.04	1.86	2.57	93.20	52.11	37.74
300315	掌趣科技	14.24	0.25	0.19	0.26	55.89	74.28	53.76
002517	泰亚股份	51.68	-0.30	0.88	1.40	-173.13	58.63	36.79
002174	游族网络	89.53	1.50	1.95	2.58	59.54	46.03	34.74
300043	互动娱乐	17.25	0.45	0.32	0.41	37.95	53.16	41.69
行业平均值						14.69	56.84	40.94

数据来源：Wind，西南证券

7 风险提示

1）骏梦游戏的一款或几款游戏上线后流水或严重不达预期；

2）《大话西游Ⅲ》上映后票房或不达预期；

3）证券市场整体性风险，导致行业普遍市盈率下降。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	222.87	795.75	2165.34	2731.87
营业成本	146.49	464.74	996.21	1270.84
营业税金及附加	1.68	11.90	26.09	33.50
销售费用	1.58	9.41	21.49	27.54
管理费用	34.54	95.49	259.84	327.82
财务费用	-0.13	-0.80	-2.17	-2.73
资产减值损失	14.59	5.00	5.00	5.00
投资收益	0.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	24.49	210.01	858.86	1069.90
其他非经营损益	0.57	0.48	0.48	0.50
利润总额	25.06	210.49	859.34	1070.40
所得税	6.32	49.87	209.49	260.01
净利润	18.74	160.63	649.85	810.38
少数股东损益	4.05	16.06	51.99	48.62
归属母公司股东净利润	14.69	144.57	597.86	761.76
资产负债表（百万元）	**2014A**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
货币资金	137.97	79.57	216.53	273.19
应收和预付款项	283.19	1013.19	2726.89	3454.88
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	11.90	23.81	64.80	81.76
长期股权投资	2.04	2.04	2.04	2.04
投资性房地产	0.68	0.68	0.68	0.68
固定资产和在建工程	31.79	38.27	43.46	47.51
无形资产和开发支出	60.43	59.87	59.31	58.75
其他非流动资产	27.11	27.00	26.90	26.80
资产总计	555.11	1244.45	3140.63	3945.60
短期借款	50.00	232.62	1176.20	1043.53
应付和预收款项	68.37	200.75	463.22	595.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	13.09	41.54	89.05	113.59
负债合计	131.46	474.91	1728.47	1752.95
股本	180.90	380.00	435.96	435.96
资本公积	135.01	121.91	65.95	65.95
留存收益	89.41	233.24	823.87	1555.74
归属母公司股东权益	405.32	735.15	1325.79	2057.65
少数股东权益	18.32	34.38	86.37	134.99
股东权益合计	423.64	769.54	1412.16	2192.65
负债和股东权益合计	555.11	1244.45	3140.63	3945.60
业绩和估值指标	**2014A**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
EBITDA	28.10	213.40	862.17	1073.79
PE	1152.73	117.10	28.32	22.22
PB	39.96	22.00	11.99	7.72
PS	75.96	21.27	7.82	6.20
EV/EBITDA	282.71	79.91	23.61	18.78
股息率	0.01%	0.00%	0.04%	0.18%

现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	18.74	160.63	649.85	810.38
折旧与摊销	3.74	4.18	5.47	6.62
财务费用	-0.13	-0.80	-2.17	-2.73
资产减值损失	14.59	5.00	5.00	5.00
经营营运资本变动	-38.18	-586.32	-1444.72	-587.78
其他	-12.14	-5.00	-5.00	-5.00
经营活动现金流净额	-13.39	-422.30	-791.56	226.49
资本支出	-51.34	-10.00	-10.00	-10.00
其他	-10.85	5.23	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-62.19	-4.77	-10.00	-10.00
短期借款	46.00	182.62	943.58	-132.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	-0.95	186.00	0.00	0.00
支付股利	-1.21	-0.73	-7.23	-29.89
其他	-0.36	0.80	2.17	2.73
筹资活动现金流净额	43.48	368.68	938.52	-159.84
现金流量净额	-32.09	-58.39	136.96	56.65
财务分析指标	**2014A**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
成长能力				
销售收入增长率	22.09%	257.04%	172.11%	26.16%
营业利润增长率	34.21%	757.51%	308.95%	24.57%
净利润增长率	34.11%	757.18%	304.57%	24.70%
EBITDA 增长率	49.35%	659.55%	304.01%	24.55%
获利能力				
毛利率	34.27%	41.60%	53.99%	53.48%
三费率	16.14%	13.08%	12.89%	12.91%
净利率	8.41%	20.19%	30.01%	29.66%
ROE	4.42%	20.87%	46.02%	36.96%
ROA	3.38%	12.91%	20.69%	20.54%
ROIC	6.58%	24.61%	36.67%	28.02%
EBITDA/销售收入	12.61%	26.82%	39.82%	39.31%
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.88	0.99	0.77
固定资产周转率	16.59	41.38	77.43	80.27
应收账款周转率	0.92	1.28	1.21	0.92
存货周转率	—	—	—	—
销售商品提供劳务经现金营业收入	77.18%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	23.68%	38.16%	55.04%	44.43%
带息债务/总负债	38.03%	48.98%	68.05%	59.53%
流动比率	3.29	2.35	1.74	2.17
速动比率	3.29	2.35	1.74	2.17
股利支付率	8.21%	0.51%	1.21%	3.92%
每股指标				
每股收益	0.04	0.38	1.57	2.00
每股净资产	1.11	2.03	3.72	5.77
每股经营现金	-0.04	-1.11	-2.08	0.60
每股股利	0.00	0.00	0.02	0.08

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）
021-68415309
18621310081
jsf@swsc.com.cn

罗月江
021-68413856
13632421656
lyj@swsc.com.cn

赵慧妍
021-68411030
13681828682
zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）
010-57631179
18611796242
zjia@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

曾毅
010-57631077
15810333856
zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）
0755-26675724
18665815531
liuj@swsc.com.cn

张婷
0755-26673231
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

罗聪
0755-26892557
15219509150
luoc@swsc.com.cn

傅友
0755-26833581
13691651380
fuy@swsc.com.cn