

顺荣三七（002555 CH，买入）——研运一体，拥有丰富 IP 储备的游戏领导者

——传媒周报第 12 期

陈铮娴 执业证书编号：
分析师 S1100515020001
8621-68416988-227
chenzhengxian@cczq.com

欧阳宇剑
联系人 8621-68416988-218
ouyangyujian@cczq.com

● 传媒观察

顺荣三七（002555 CH，买入）——研运一体，拥有丰富 IP 储备的游戏领导者

中国为全球游戏增长引擎，社交化、移动化风头正劲

研运一体为趋势

IP 的力量（世界观和美术故事）——玩家迅速带入，对移动游戏尤为重要

首次覆盖顺荣三七，给予「买入」的投资评级：基于，（1）研运一体模式成功，搭配网页游戏领导地位显著，该等优势可被移植至移动游戏；（2）IP 储备丰富、品类齐全，变现模式多样；（3）基于 2016 年净利润 16.9 亿的预估，给予 2016 年 PE30X 的估值，对应目标市值为 507 亿，对应目标价 57.81 元，目前股价隐含上涨空间 17%。

● 行业动态

乐逗游戏母公司创梦天地达成最终私有化协议，将于 2016 年 Q2 季度完成（游戏陀螺）

传动视暴雪 4600 万美元收购电竞联盟 MLG（新浪科技）

2015 年文化企业并购 166 起 影视行业并购总额 507.78 亿（中国经济网）

● 市场表现

川财证券研究所

成都高新区交子大道 177 号中海
国际中心 B 座 17 楼，610041
总机：（028）86583000
传真：（028）86583002

指数名称	收盘价	一周涨跌幅	一月涨跌幅	三月累计	今年累计
平面媒体	4,377	-2.86%	0.58%	40.12%	38.62%
广播电视	4,496	-5.35%	-1.18%	18.89%	66.63%
电影动画	10,443	-2.48%	15.74%	45.05%	84.13%
互联网	5,240	-5.13%	-4.09%	37.97%	101.25%
整合营销	3,345	-1.49%	3.56%	51.31%	97.79%
传媒	7,071	-4.02%	0.99%	37.07%	71.70%
沪深300	3,731	-2.79%	1.45%	16.49%	5.58%
创业板指	2,714	-2.89%	0.81%	30.32%	84.41%

传媒观察

顺荣三七 (002555 CH, 买入) ——研运一体, 拥有丰富 IP 储备的游戏领导者

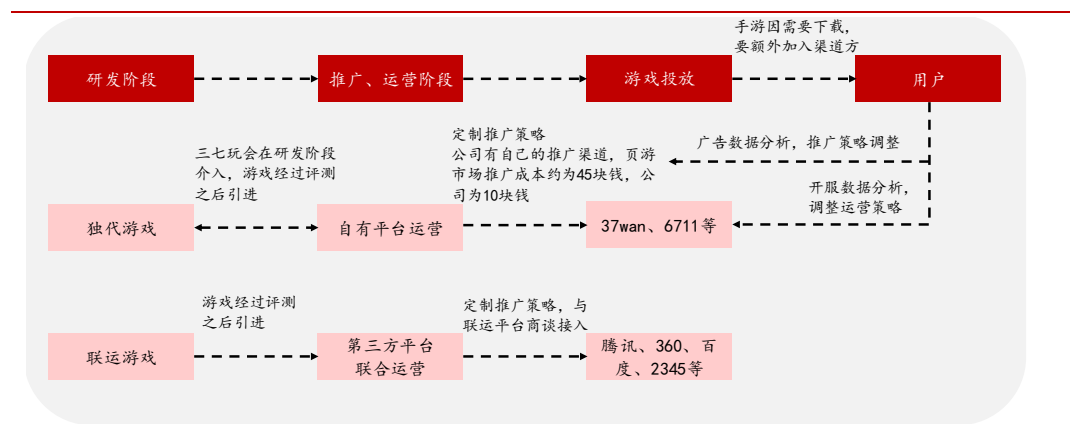
中国为全球游戏增长引擎, 社交化、移动化风头正劲: Newzoo 预估 2014 年至 2018 年全球游戏行业市场增量的 50% 来自中国, 并预估全球移动游戏市场容量占比将由 2014 年的 29% 升至 2018 年的 39%。2015 年中国移动游戏市场容量的同比增速为 87%, 艾瑞预估中国移动游戏市场容量占比将由 2014 年的 31% 升至 2018 年的 43%。

研运一体为趋势: 游戏行业一、二级市场并购层出不穷, 打破了之前研发商和运营商相对分立的格局, 背后的驱动力是研运一体带来的经营效率改善, 以及互联网企业对用户入口的争夺。研运一体带来的效率改善可简述为, 运营平台将与玩家持续互动的数据及时传导至研发端, 不断优化关卡, 增加可玩性和付费点。这意味着, 更多的“坑”, 更巧妙的“坑”, 为游戏提供商带来更为充沛和持续的现金流(资本市场则对应为更高的估值中枢)。

IP 的力量 (世界观和美术故事) ——玩家迅速带入, 对移动游戏尤为重要: 游戏四大要素分别为: 游戏机制、实现技术、世界观和美术故事, 游戏机制和实现技术有大的突破是比较难的, 而搭配不同的世界观和美术故事立刻就能衍生出一款新游戏。好的 IP, 能将玩家迅速带入, 这是 IP 受到热捧的理由, 对于移动游戏而言更是如此, 因为生命周期相对短暂。对于一个 IP 来说, 关键在于能不能抓到核心用户群, IP 的打造是长期积累的过程, 像漫画 IP, 都是经过几年、十多年的积累, 才会形成强大的 IP 资源。短期 IP 能够引起一定市场的关注, 投资者需要衡量的是 IP 给游戏带来的用户与拿到 IP 的付出。

首次覆盖顺荣三七, 给予「买入」的投资评级: 基于, (1) 研运一体模式成功, 搭配网页游戏领导地位显著, 该等优势可被移植至移动游戏; (2) IP 储备丰富、品类齐全, 变现模式多样; (3) 基于 2016 年净利润 16.9 亿的预估, 给予 2016 年 PE30X 的估值, 对应目标市值为 507 亿, 对应目标价 57.81 元, 目前股价隐含上涨空间 17%。

图 1: 顺荣三七商业模式概览



资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

行业动态

乐逗游戏母公司创梦天地达成最终私有化协议，将于 2016 年 Q2 季度完成（游戏陀螺）

传动视暴雪 4600 万美元收购电竞联盟 MLG（新浪科技）



乐逗游戏母公司创梦天地(Nasdaq:DSKY)宣布，已与创梦投资控股有限公司(Dream Investment Holdings Limited，以下简称“母公司”)和创梦合并附属有限公司(Dream Merger Sub Limited，母公司的全资子公司，以下简称“合并子公司”)达成最终私有化协议。根据该私有化协议，母公司将以每股 A 类和 B 类普通股 3.50 美元(相当于美国存托股 14 美元)的现金收购其尚未持有的创梦天地全部已发行普通股。该价格与 2015 年 6 月 12 日(创梦天地接到私有化要约前最后一个交易日)前 60 个交易日的成交量加权平均收盘价相比溢价 39.8%。



消息称，《使命召唤》和《炉石传说》的开发商动视暴雪已经以 4600 万美元的价格收购电竞联盟 Major League Gaming(MLG)的大部分资产。

迪吉奥瓦尼和迈克·赛普索(Mike Sepso)于 2002 年创立了 MLG。过去多年时间里，MLG 一直在举办职业电子竞技赛事，探索流媒体业务，并通过电视将电子竞技带给了主流用户。2014 年，MLG 在俄亥俄州建立了美国首个职业游戏赛场。该公司计划于 2017 年在中国也建立这样的电子竞技赛场。

近几年，MLG 有着被边缘化的趋势。今年 10 月，该公司的《使命召唤》世界联盟职业联赛主办权被 ESL 抢走。赛普索于当月加入动视暴雪，担任新的电子竞技部门高级副总裁，负责《星际争霸》、《魔兽世界》、《使命召唤》、《风暴英雄》和《炉石传说》的竞技业务。

2015 年文化企业并购 166 起 影视行业并购总额 507.78 亿（中国经济网）

截止 2015 年 12 月 25 日，文化传媒行业共发生并购事件 166 起，数量略高于 2014 年水平；除 23 起并未透露并购金额，其它并购总规模达到 1499.04 亿元，同比增长 50%。

从所属行业来看，影视行业并购总额最高，达 507.78 亿元；游戏行业据次，达到 328.9 亿元；旅游行业、体育行业、传媒行业位列第三、四、五位；动漫行业仅有 3 起，位列第六。从每起并购的平均金额来看，除去各行业未披露金额的并购案例，旅游业以 29.76 亿元居首，影视 18.81 亿元位居第二，体育、游戏、动漫位居第三、四、五位。

行业数据

【电影】

图 2：一周票房排行（2015.12.21-2015.12.27）

排名	影片名称	单周票房 (万元)	累计票房 (万元)	平均票价 (元)	场均人 次	口碑指数	上映天数
1	寻龙诀	61280	153323	37	40	8.96	10
2	恶棍天使	50810	63056	30	62	8.38	4
3	老炮儿	25273	67686	31	54	8.98	4
4	万万没想到	5375	32133	29	10	7.08	10
5	唐人街探案	2814	39784	31	53	8.04	-2
6	北京时间	750	3016	40	99	7.48	17
7	分手再说我爱你	550	1087	32	23	7.40	4
8	小门神	514	6733	32	20	8.4	-4
9	极盗者	449	24803	36	7	7.36	24

资料来源：艺恩咨询，川财证券研究所

【电视剧】

图 3：省级卫视黄金剧场电视剧收视排名 Top10（2015.12.21-2015.12.27）

排名	名称	频道	收视率%	市场份额%
1	芈月传	上海东方卫视	2.939	7.501
2	芈月传	北京卫视	2.876	7.366
3	俺娘田小草	山东卫视	1.637	4.091
4	家和万事兴之花好月圆	湖南卫视	1.627	4.249
5	美丽的秘密	湖南卫视	1.185	3.214
6	继父回家	山东卫视	1.109	2.882
7	长安三怪探	江苏卫视	0.992	2.522
8	老婆大人是80后	江苏卫视	0.953	2.451
9	桃花运	浙江卫视	0.816	2.034
10	俺娘田小草	安徽卫视	0.776	1.933

资料来源：CSM50，TVTV，川财证券研究所

图 4：最近 7 日网络播放量 Top10

排名	电视剧	播放量 (万)
1	芈月传	345046
2	秦时明月（2014）	54281
3	美丽的秘密	34933
4	太子妃升职记	22654
5	我是赵传奇	21506
6	枪侠	18835
7	花火	17032
8	家和万事兴（2015）	14507
9	面包树上的女人	12356
10	嫂子、嫂子	12301

资料来源：寻艺网，川财证券研究所

【综艺节目】
图 5： 综艺节目收视率 Top10 (2015.12.21-2015.12.27)

排名	名称	频道	收视率%	市场份额%
1	奔跑吧兄弟	浙江卫视	4.071	13.64
2	笑傲江湖第 2 季巅峰之战	上海东方卫视	3.223	10.58
3	快乐大本营	湖南卫视	2.150	5.60
4	跑男来了	湖南卫视	2.095	13.47
5	非诚勿扰	江苏卫视	1.979	6.35
6	传承者	北京卫视	1.608	4.81
7	传承者传承之光	北京卫视	1.401	5.42
8	中国之星梦之声	上海东方卫视	1.393	4.46
9	一年级大学季	湖南卫视	1.334	6.29
10	加油小当家	江苏卫视	1.212	5.23

资料来源：CSM50，TVTV，川财证券研究所

【游戏】
图 6： 页游及运营平台开服数量 Top10 (2015.12.21-2015.12.27)

排名	周运营平台开服排行	12.21-12.27	12.14-12.20	周网页游戏开服排行	12.21-12.27	12.14-12.20
1	37 游戏	494	493	传奇霸业	431	426
2	360 游戏	421	426	我是大主宰	305	298
3	9377	395	389	雷霆之怒	250	259
4	顺网游戏	269	280	传奇盛世	248	237
5	XY 游戏	256	261	大天使之剑	200	196
6	YY 游戏	245	258	烈焰	187	187
7	迅雷牛 X 页游	241	242	皇图	183	193
8	51 游戏社区	237	245	天书世界	180	182
9	2144	235	227	铁血皇城	160	158
10	搜狗游戏	210	209	大战神	143	141
合计		3003	3030		2287	2277

资料来源：9K9K，川财证券研究所

图 7： 热门平台主打游戏开服情况（2015.12.21-2015.12.27）

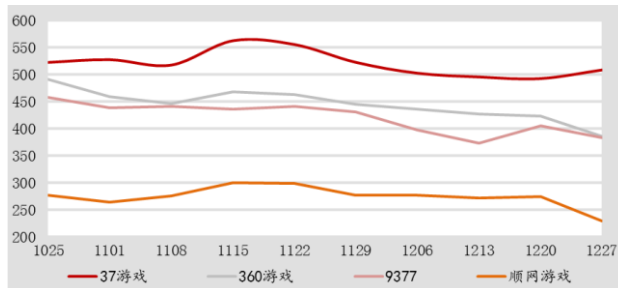
平台名称	开服数	主打游戏开服情况			
37游戏	494	传奇霸业22.7%	大天使之剑11.3%	轩辕剑之天之痕7.5%	
360游戏	421	大天使之剑6.7%	我是大主宰6.7%	传奇霸业3.3%	
9377	395	雷霆之怒29.4%	皇图20.3%	烈焰17.7%	
顺网游戏	269	大战神7.8%	传奇霸业7.8%	我是大主宰7.8%	

资料来源：9K9K，川财证券研究所

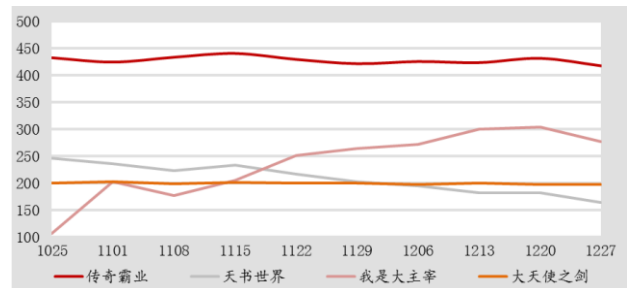
图 8： 研发商开服趋势（2015.12.21-2015.12.27）

排名	周研发商开服排行	12.21-12.27	12.14-12.20
1	上海三七互娱	762	763
2	广州创意	580	585
3	北京青云互动	305	298
4	墨麟集团	299	289
5	无锡七酷	275	265
6	趣游集团	185	187
7	上海辰希	183	186
8	上海我要	166	164
9	青果灵动	160	158
10	广州四三九九	147	149
	合计	3062	3044

资料来源：9K9K，川财证券研究所

图 9： 热门平台开服趋势（2015.12.21-2015.12.27）


资料来源：9K9K，川财证券研究所

图 10： 热门页游开服趋势（2015.12.21-2015.12.27）


资料来源：9K9K，川财证券研究所

市场表现

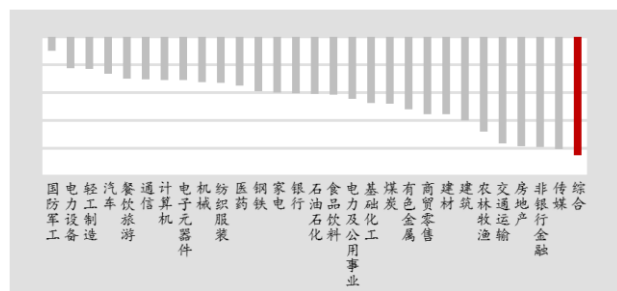
A股市场表现

图 11：传媒市场表现回顾

指数名称	收盘价	一周涨跌幅	一月涨跌幅	三月累计	今年累计
平面媒体	4,377	-2.86%	0.58%	40.12%	38.62%
广播电视	4,496	-5.35%	-1.18%	18.89%	66.63%
电影动画	10,443	-2.48%	15.74%	45.05%	84.13%
互联网	5,240	-5.13%	-4.09%	37.97%	101.25%
整合营销	3,345	-1.49%	3.56%	51.31%	97.79%
传媒	7,071	-4.02%	0.99%	37.07%	71.70%
沪深300	3,731	-2.79%	1.45%	16.49%	5.58%
创业板指	2,714	-2.89%	0.81%	30.32%	84.41%

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12：本周传媒涨跌幅在所有行业中排名第 28



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13：一周涨跌幅排行

周涨幅前十				周跌幅前十			
代码	公司简称	涨跌幅 (%)	收盘价	代码	公司简称	涨跌幅 (%)	收盘价
300051.SZ	三五互联	15.9	26.5	002113.SZ	天润控股	-13.32	39.7
300148.SZ	天舟文化	10.0	17.6	002315.SZ	焦点科技	-9.00	96.0
002123.SZ	荣信股份	8.0	25.7	300467.SZ	迅游科技	-8.28	90.8
002137.SZ	实益达	7.1	23.0	002238.SZ	天威视讯	-8.26	22.2
000835.SZ	长城动漫	4.4	22.3	601599.SH	鹿港科技	-7.75	24.8
300058.SZ	蓝色光标	2.8	14.7	300052.SZ	中青宝	-7.56	29.0
002482.SZ	广田股份	1.8	29.3	002319.SZ	乐通股份	-7.51	20.3
300182.SZ	捷成股份	1.7	24.0	300426.SZ	唐德影视	-7.47	82.0
002571.SZ	德力股份	1.6	17.2	002599.SZ	盛通股份	-7.41	40.7
002292.SZ	奥飞动漫	1.4	51.7	600037.SH	歌华有线	-7.04	21.5

资料来源：Wind，川财证券研究所



分析师承诺

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。