

富春股份 (300299)

证券研究报告

2020年10月18日

字节合作游戏上线表现超预期，短期波动不影响中期逻辑，再次重申坚定推荐

节前复盘后密集点评、周报等明确提示，上海骏梦研发、Gravity 及字节跳动关联企业 Relaternity 联合发行《仙境传说 RO：新世代的诞生》10月15日登陆港澳台。作为字节跳动海外代理首款重度大作，截止10月18日中午11点，《仙境传说 RO：新世代的诞生》处于港澳台地区畅销榜三榜第一，我们预计首日流水超百万美金，首月港澳台月流水有望过亿 rmb。

港澳台如期发力，东南亚增量可期。我们认为区别于爆款的短期逻辑，骏梦与字节跳动的合作有望扩张区域(中日韩)，以及有更多产品的深度合作。在腾讯的游戏生态下，字节跳动的游戏生态也亟待优质 CP 的加入，富春骏梦的中期价值将有望重估。紧接着港澳台上线，东南亚上线等待时间明确，作为仙境传说系列游戏核心市场的东南亚地区月流水有望过 2.5 亿 rmb。

《新世代的诞生》上线后表现已超过骏梦与心动联合研发的《仙境传说 RO：守护永恒的爱》，心动招股说明书显示《守护永恒的爱》17年1月上线，上线2年又5个月，心动公司按照分成比例计算的收入合计约16亿元，游戏全球总流水约32亿元，折合月均超1亿流水。《仙境传说 RO：守护永恒的爱》爆款在前，公司下半年三款《仙境传说》IP 游戏有望带动游戏业务回暖，《复兴》已于5月上线推广，《爱如初见》腾讯国内独代待版号落地(7月7日 Gravity 韩国发行上线)，《仙境传说：新世代的诞生》将由字节代理港澳台东南亚发行，看好字节海外首次发行重度手游的弹性空间，该游戏有望突破30亿全球流水。

投资建议：我们预计公司20-22年净利润分别为1.3亿/4.5亿/5.9亿，对应PE52x/15x/11x，其中三季度受非经带动有4000~6000万投资收益确认，四季度《新世代的诞生》有望为公司Q4贡献3~5亿的新增流水，假设流水利润转化率16%，预计经营性利润贡献为5000~8000万，而去年下半年经营性利润基数非常低高增长可期，继续维持坚定推荐！

风险提示：行业监管政策、游戏合作不及预期、市场竞争加剧等风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	555.25	467.67	785.88	1,301.05	1,700.47
增长率(%)	4.70	(15.77)	68.04	65.55	30.70
EBITDA(百万元)	158.39	1,143.46	167.22	509.41	654.90
净利润(百万元)	57.99	(560.94)	130.09	449.61	586.19
增长率(%)	(133.86)	(1,067.24)	(123.19)	245.61	30.38
EPS(元/股)	0.08	(0.81)	0.19	0.65	0.85
市盈率(P/E)	115.85	(11.98)	51.65	14.94	11.46
市净率(P/B)	5.37	13.45	11.12	6.53	4.21
市销率(P/S)	12.10	14.37	8.55	5.16	3.95
EV/EBITDA	21.88	3.11	37.90	13.32	8.60

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	9.72元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	691.23
流通A股股本(百万股)	615.26
A股总市值(百万元)	6,718.75
流通A股市值(百万元)	5,980.34
每股净资产(元)	0.61
资产负债率(%)	66.76
一年内最高/最低(元)	13.42/3.42

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《富春股份-公司点评:增强通信实力享5G红利,Tiktok合作的RO即将上线》2020-09-16
- 《富春股份-半年报点评:上半年疫情承压,下半年Tiktok海外合作的RO大作上线弹性可期》2020-08-27
- 《富春股份-公司点评:RO正式花落字节跳动,后者首款海外发行重度手游弹性可期》2020-08-04

表 1:《仙境传说 RO: 守护永恒的爱》各地区分成及流水情况

市场	上线日期	公司角色	收益分成安排	收入 (亿人民币)			游戏周期 (截至 2019/9/30)
				17	18	19	
中国	2017.01	独家发行商及联运商	86.23%	4.19	2.30	1.12	成熟期
港澳台	2017.10	技术支持	25.00%	0.49	0.97	0.16	成熟期
韩国	2018.03	技术支持	25.00%	-	0.68	0.09	成熟期
东南亚	2018.10	技术及营运支持	45.00%	-	2.32	2.98	成熟期
美洲及澳洲	2019.01	技术及营运支持	43.00%	-	-	0.69	成熟期
日本	2019.06	技术支持	22.50%	-	-	-	成长期

资料来源: 心动公司招股说明书 (数据截至 2019 年 9 月 30 日)、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	138.28	161.74	602.75	325.26	1,312.15
应收票据及应收账款	276.96	203.00	582.88	648.63	960.95
预付账款	54.97	40.75	129.57	54.02	209.40
存货	0.00	5.57	2.78	2.18	3.06
其他	388.14	444.32	213.50	919.19	533.86
流动资产合计	858.36	855.37	1,531.47	1,949.27	3,019.41
长期股权投资	157.87	112.66	112.66	112.66	112.66
固定资产	23.86	17.23	103.67	180.85	239.46
在建工程	91.86	170.62	138.37	131.02	108.61
无形资产	12.09	11.46	10.78	10.09	9.40
其他	1,056.20	252.73	266.51	258.16	257.73
非流动资产合计	1,341.87	564.71	632.00	692.78	727.87
资产总计	2,200.23	1,420.08	2,163.63	2,642.11	3,747.35
短期借款	202.35	209.04	200.00	350.49	200.00
应付票据及应付账款	150.66	173.15	191.26	340.20	386.99
其他	434.70	350.60	980.33	711.26	1,378.75
流动负债合计	787.71	732.79	1,371.60	1,401.95	1,965.74
长期借款	154.91	173.05	170.00	196.28	170.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.64	5.96	9.16	6.59	7.24
非流动负债合计	159.55	179.02	179.16	202.87	177.24
负债合计	947.26	911.81	1,550.76	1,604.82	2,142.98
少数股东权益	2.25	8.62	8.47	7.78	7.30
股本	727.93	710.80	691.23	691.23	691.23
资本公积	433.81	283.89	283.89	283.89	283.89
留存收益	522.18	(211.62)	(86.84)	338.28	905.84
其他	(433.21)	(283.43)	(283.89)	(283.89)	(283.89)
股东权益合计	1,252.96	508.27	612.86	1,037.29	1,604.37
负债和股东权益总计	2,200.23	1,420.08	2,163.63	2,642.11	3,747.35

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	57.78	(561.06)	130.09	449.61	586.19
折旧摊销	19.73	12.91	6.49	10.86	14.48
财务费用	31.89	25.65	25.37	30.92	30.31
投资损失	(237.72)	(250.76)	(25.00)	0.00	0.00
营运资金变动	(45.44)	90.87	395.25	(796.20)	625.46
其它	216.80	786.53	(21.99)	22.81	(8.87)
经营活动现金流	43.05	104.13	510.21	(282.00)	1,247.57
资本支出	(255.30)	(677.25)	56.80	82.57	49.35
长期投资	(37.25)	(45.21)	0.00	0.00	0.00
其他	287.91	635.19	(48.28)	(209.47)	(82.60)
投资活动现金流	(4.64)	(87.28)	8.52	(126.90)	(33.24)
债权融资	402.69	427.18	400.17	587.00	408.50
股权融资	(84.20)	(193.46)	(45.40)	(30.92)	(30.31)
其他	(507.09)	(266.25)	(432.50)	(424.67)	(605.63)
筹资活动现金流	(188.59)	(32.53)	(77.72)	131.41	(227.44)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(150.19)	(15.67)	441.01	(277.49)	986.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	555.25	467.67	785.88	1,301.05	1,700.47
营业成本	233.50	208.89	306.57	413.07	541.94
营业税金及附加	1.83	2.03	3.14	5.20	6.80
营业费用	94.80	119.52	161.35	217.82	272.28
管理费用	66.44	54.74	52.00	67.60	87.88
研发费用	66.17	77.50	85.25	102.30	122.76
财务费用	31.97	26.27	25.37	30.92	30.31
资产减值损失	362.98	(733.39)	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	119.16	71.69	(21.84)	23.50	(8.39)
投资净收益	237.72	250.76	25.00	0.00	0.00
其他	(719.72)	916.30	(6.32)	(47.00)	16.77
营业利润	60.40	(526.64)	135.36	467.62	610.11
营业外收入	0.23	0.53	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.47	3.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	60.17	(529.88)	135.36	467.62	610.11
所得税	2.39	31.19	5.41	18.70	24.40
净利润	57.78	(561.06)	129.94	448.92	585.71
少数股东损益	(0.21)	(0.12)	(0.15)	(0.69)	(0.48)
归属于母公司净利润	57.99	(560.94)	130.09	449.61	586.19
每股收益(元)	0.08	(0.81)	0.19	0.65	0.85

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	4.70%	-15.77%	68.04%	65.55%	30.70%
营业利润	-133.09%	-971.85%	-125.70%	245.47%	30.47%
归属于母公司净利润	-133.86%	-1067.24%	-123.19%	245.61%	30.38%
获利能力					
毛利率	57.95%	55.33%	60.99%	68.25%	68.13%
净利率	10.44%	-119.94%	16.55%	34.56%	34.47%
ROE	4.64%	-112.27%	21.52%	43.67%	36.70%
ROIC	7.77%	-44.15%	26.64%	213.95%	56.02%
偿债能力					
资产负债率	43.05%	64.21%	71.67%	60.74%	57.19%
净负债率	21.10%	52.23%	-33.05%	25.23%	-56.32%
流动比率	1.09	1.17	1.12	1.39	1.54
速动比率	1.09	1.16	1.11	1.39	1.53
营运能力					
应收账款周转率	2.04	1.95	2.00	2.11	2.11
存货周转率	17,074.42	168.06	188.33	525.08	650.02
总资产周转率	0.24	0.26	0.44	0.54	0.53
每股指标(元)					
每股收益	0.08	-0.81	0.19	0.65	0.85
每股经营现金流	0.06	0.15	0.74	-0.41	1.80
每股净资产	1.81	0.72	0.87	1.49	2.31
估值比率					
市盈率	115.85	-11.98	51.65	14.94	11.46
市净率	5.37	13.45	11.12	6.53	4.21
EV/EBITDA	21.88	3.11	37.90	13.32	8.60
EV/EBIT	22.71	3.12	39.43	13.61	8.79

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com