

富春股份 (300299)

字节合作继续强化，预留激励空间利好长期发展

事件：1月8日，富春股份公告与北京量子跃动、上海盖姆艾尔签署《投资意向书》，公司与量子跃动拟增资入股盖姆艾尔（20年12月1日成立），其中量子跃动占增资后27.43%的股权比例，公司占增资后10%的股权比例。此次合作将发挥双方产业优势，量子跃动及其关联方朝夕光年在IP储备、游戏发行运营，以及公司在IP运营、研发团队建设等方面有长期经验积累，有助于公司与朝夕光年（字节跳动子公司）深化合作以及有望增厚公司投资收益。本协议的签署为意向性协议，旨在表达双方合作意向及初步洽商结果，协议所涉及的具体合作事宜需另行签订相关合作协议。同时公司终止通信业务发行股份购买资产事项。

巨头继续合作深化，是前期研发实力得到认可的体现。我们之前强调骏梦研发、字节跳动海外发行的《RO仙境传说：新世代的诞生》20年10月15日港澳台上线，成为字节跳动首款月流水过亿的重度游戏，目前仍在港台畅销榜TOP3位置，我们预计在3月或4月登陆东南亚地区。后续储备《梦幻龙族》我们预计21年上线，亦值得期待。我们在三季报点评中指出，区别市场看到港澳台和东南亚市场收入，我们认为RO大获成功有利后续骏梦加大和头条在更多区域（比如大陆日韩）以及更多新作品的合作弹性，业绩弹性和增长的持续性有望超市场预期，此次合作也是逻辑兑现。

通过投资公司解决研发团队激励问题，股权结构问题也得到进一步改善。市场对公司旗下骏梦的核心团队持股比例较低有一定的担忧，在这次增资后字节和富春合计持股比例仅为37.43%，盖姆艾尔将预留一定比例的股权作为员工激励股权，由创始人和关键员工持有，一部分解决富春旗下骏梦对研发团队的激励问题。20年8月，实控人为降低质押率发布减持计划，目前已完成减持计划的75%，未来股权质押风险也将大幅降低。

公司公告终止通信业务发行股份购买资产并募集配套资金的事项，证明公司业务重心向游戏倾斜。公司起家于通信业务，自20年开始游戏业务贡献的业绩将远超通信业务，此次并购的终止标志着公司经营管理重心将进一步向游戏业务倾斜，此次合作解决部分激励问题利好游戏业务长期发展。

投资建议：字节海外独代首款重度大作《仙境传说 RO：新世代的诞生》上线港澳台地区表现优异，预计单一游戏可为公司Q4贡献5亿的新增流水，假设流水利润转化率16%，预计20Q4新增经营性利润贡献为8000万，全年扣非经营性利润有望过亿，而公司20Q1及Q2净利基数分别为1489万及289万，21H1基数较低预计将实现大幅增长。此次合作以及后续产品储备更加强我们对公司21-22年业绩的信心，考虑到20Q4或有的资产减值，我们预计公司20-22年净利润分别为0.8亿/4.5亿/5.9亿，对应PE 64x/12x/9x，维持“买入”评级。

风险提示：项目上线或流水不达预期、行业竞争加剧及监管趋严、合作进展不及预期等风险、双方达成合作并签署正式协议存在一定不确定性。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	555.25	467.67	679.01	1,173.32	1,533.53
增长率(%)	4.70	(15.77)	45.19	72.80	30.70
EBITDA(百万元)	158.39	1,143.46	118.15	506.64	652.16
净利润(百万元)	57.99	(560.94)	83.10	449.56	586.14
增长率(%)	(133.86)	(1,067.24)	(114.81)	440.98	30.38
EPS(元/股)	0.08	(0.81)	0.12	0.65	0.85
市盈率(P/E)	91.30	(9.44)	63.72	11.78	9.03
市净率(P/B)	4.23	10.60	9.47	5.38	3.41
市销率(P/S)	9.54	11.32	7.80	4.51	3.45
EV/EBITDA	21.88	3.11	39.89	10.50	6.18

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	7.66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)	639.54
A股总市值(百万元)	5,294.82
流通A股市值(百万元)	4,898.90
每股净资产(元)	0.68
资产负债率(%)	66.64
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	
冯翠婷	分析师
SAC执业证书编号：S1110517090001	
fengcuiting@tfzq.com	
王奕红	分析师
SAC执业证书编号：S1110517090004	
wangyihong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《富春股份-季报点评:字节合作海外游戏旗开得胜，巨头认同研发实力》2020-11-03
- 《富春股份-公司点评: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》2020-10-18
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	138.28	161.74	804.18	293.33	1,487.63	营业收入	555.25	467.67	679.01	1,173.32	1,533.53
应收票据及应收账款	276.96	203.00	476.01	634.60	816.96	营业成本	233.50	208.89	333.73	449.31	558.21
预付账款	54.97	40.75	144.66	55.03	216.30	营业税金及附加	1.83	2.03	2.72	4.69	6.13
存货	0.00	5.57	3.03	2.36	3.03	营业费用	94.80	119.52	53.78	75.30	105.42
其他	388.14	444.32	171.94	883.84	462.60	管理费用	66.44	54.74	52.00	67.60	87.88
流动资产合计	858.36	855.37	1,599.82	1,869.17	2,986.52	研发费用	66.17	77.50	65.88	85.64	111.33
长期股权投资	157.87	112.66	112.66	112.66	112.66	财务费用	31.97	26.27	25.19	28.21	27.62
固定资产	23.86	17.23	103.67	180.85	239.46	资产减值损失	362.98	(733.39)	75.00	18.50	18.50
在建工程	91.86	170.62	138.37	131.02	108.61	公允价值变动收益	119.16	71.69	(21.84)	23.50	(8.39)
无形资产	12.09	11.46	10.78	10.09	9.40	投资净收益	237.72	250.76	37.60	0.00	0.00
其他	1,056.20	252.73	266.51	258.16	257.73	其他	(719.72)	916.30	(31.52)	(47.00)	16.77
非流动资产合计	1,341.87	564.71	632.00	692.78	727.87	营业利润	60.40	(526.64)	86.47	467.57	610.06
资产总计	2,200.23	1,420.08	2,231.97	2,562.00	3,714.46	营业外收入	0.23	0.53	0.00	0.00	0.00
短期借款	202.35	209.04	200.00	290.72	200.00	营业外支出	0.47	3.77	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	150.66	173.15	223.56	354.53	394.50	利润总额	60.17	(529.88)	86.47	467.57	610.06
其他	434.70	350.60	1,061.40	735.92	1,383.47	所得税	2.39	31.19	3.46	18.70	24.40
流动负债合计	787.71	732.79	1,484.96	1,381.17	1,977.97	净利润	57.78	(561.06)	83.01	448.87	585.65
长期借款	154.91	173.05	170.00	182.02	170.00	少数股东损益	(0.21)	(0.12)	(0.09)	(0.69)	(0.48)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	57.99	(560.94)	83.10	449.56	586.14
其他	4.64	5.96	9.16	6.59	7.24	每股收益(元)	0.08	(0.81)	0.12	0.65	0.85
非流动负债合计	159.55	179.02	179.16	188.61	177.24						
负债合计	947.26	911.81	1,664.12	1,569.78	2,155.21	主要财务比率					
少数股东权益	2.25	8.62	8.53	7.83	7.35	成长能力					
股本	727.93	710.80	691.23	691.23	691.23	营业收入	4.70%	-15.77%	45.19%	72.80%	30.70%
资本公积	433.81	283.89	283.89	283.89	283.89	营业利润	-133.09%	-971.85%	-116.42%	440.76%	30.47%
留存收益	522.18	(211.62)	(131.91)	293.16	860.68	归属于母公司净利润	-133.86%	-1067.24%	-114.81%	440.98%	30.38%
其他	(433.21)	(283.43)	(283.89)	(283.89)	(283.89)	获利能力					
股东权益合计	1,252.96	508.27	567.85	992.22	1,559.25	毛利率	57.95%	55.33%	50.85%	61.71%	63.60%
负债和股东权益总计	2,200.23	1,420.08	2,231.97	2,562.00	3,714.46	净利率	10.44%	-119.94%	12.24%	38.32%	38.22%
						ROE	4.64%	-112.27%	14.86%	45.67%	37.77%
						ROIC	7.77%	-44.15%	18.51%	-2092.24%	60.60%
						偿债能力					
						资产负债率	43.05%	64.21%	74.56%	61.27%	58.02%
						净负债率	21.10%	52.23%	-71.15%	22.14%	-69.21%
						流动比率	1.09	1.17	1.08	1.35	1.51
						速动比率	1.09	1.16	1.08	1.35	1.51
						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	158.05	435.34	569.12
						总资产周转率	0.24	0.26	0.37	0.49	0.49
						每股指标(元)					
						每股收益	0.08	-0.81	0.12	0.65	0.85
						每股经营现金流	0.06	0.15	1.01	-0.64	1.99
						每股净资产	1.81	0.72	0.81	1.42	2.25
						估值比率					
						市盈率	91.30	-9.44	63.72	11.78	9.03
						市净率	4.23	10.60	9.47	5.38	3.41
						EV/EBITDA	21.88	3.11	39.89	10.50	6.18
						EV/EBIT	22.71	3.12	42.21	10.73	6.32

现金流量表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	57.78	(561.06)	83.10	449.56	586.14
折旧摊销	19.73	12.91	6.49	10.86	14.48
财务费用	31.89	25.65	25.19	28.21	27.62
投资损失	(237.72)	(250.76)	(37.60)	0.00	0.00
营运资金变动	(45.44)	90.87	641.70	(955.49)	758.90
其它	216.80	786.53	(21.94)	22.81	(8.87)
经营活动现金流	43.05	104.13	696.95	(444.05)	1,378.27
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	(35.68)	(209.47)	(82.60)
投资活动现金流	(4.64)	(87.28)	21.12	(126.90)	(33.24)
债权融资	402.69	427.18	400.17	512.97	408.50
股权融资	(84.20)	(193.46)	(45.23)	(28.21)	(27.62)
其他	(507.09)	(266.25)	(430.58)	(424.66)	(531.60)
筹资活动现金流	(188.59)	(32.53)	(75.63)	60.10	(150.72)
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)	642.44	(510.85)	1,194.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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