

深度绑定字节跳动，游戏业务腾飞在即

富春股份 (300299)

事件

1月8日，富春股份、北京量子跃动与上海盖姆艾尔签署《投资意向书》，富春股份与量子跃动拟增资入股盖姆艾尔，其中量子跃动占增资后27.43%的股权比例，富春股份占增资后10%的股权比例。同时公司终止通信业务发行股份购买资产事项。

简评

华为腾讯博弈事件下，精品内容研发方和新兴渠道方受益，此次富春绑定字节，可谓强强联手，头条系游戏厂商呼之欲出。一方面，富春爆款游戏研发能力已经得到验证，《仙境传说·新世代的诞生》20年10月港澳台上线，头条发行，月流水创下港澳台历史新高，绝大部分时间霸榜在港澳台畅销游戏榜第一位；《仙境传说·爱如初见》20年7月韩国上线，首月也取得了过亿流水的好成绩。另一方面，字节跳动作为新兴的内容分发渠道，未来发展空间巨大。字节在游戏市场布局较晚，但拥有TikTok的海外渠道优势，与精品内容研发方合作、打造爆款游戏是趋势。北京量子跃动系字节跳动旗下子公司，此次股权合作字节占增资后27.43%的股权比例，足以见得字节对富春游戏团队的认可和重视。后续《梦幻龙族》在TapTap评分超7.5分，预计上半年海外上线，亦值得期待。

员工入股，研发团队、上市公司本体和渠道方的利益关系理顺。增资后字节和富春合计持股比例仅为37.43%，盖姆艾尔将预留较大比例的股权作为员工激励股权，由创始人和关键员工持有。富春旗下主要的游戏研发团队上海骏梦发展已步入正轨，经过过去几年的调整，爆款游戏陆续上线，账面2亿左右的商誉未来减值风险较低。此次与字节成立合资公司，员工股权激励得到部分解决，市场关切的疑虑进一步打消。20年8月，实控人发布减持计划，目的为降低质押率，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，公司经营重心逐渐向游戏业务倾斜。公司起家于通信业务，今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的重新定位，游戏业务扬帆起航、腾飞在即。

盈利预测：新世代月流水超预期，且今年新增东南亚和日韩地区，上调未来盈利预测，预计公司2020-2022年归母净利润分别为0.76、5.02、6.26亿元，维持“买入”评级。关注后续新游戏上线及国内版号进度。

风险提示：国内游戏版号审批风险、资产减值风险

维持

买入

秦基栗

qinjili@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：S1440518100011

孙晓磊

sunxiaolei@csc.com.cn

18811432273

SAC 执证编号：S1440519080005

SFC 中央编号：BOS358

发布日期：2021年01月10日

当前股价：7.66元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-6.47/-12.35	-12.36/-21.47	46.46/31.11
12月最高/最低价(元)		13.42/3.42
总股本(万股)		69,122.95
流通A股(万股)		63,954.26
总市值(亿元)		52.95
流通市值(亿元)		48.99
近3月日均成交量(万股)		2,146.25
主要股东		
福建富春投资有限公司		16.21%

股价表现



财务和估值数据摘要

单位:百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	530.35	555.25	467.67	381.21	1075.96	1325.83
增长率(%)	17.17%	4.70%	-15.77%	-18.49%	182.25%	23.22%
归属母公司股东净利润	-171.29	57.99	-560.94	76.36	501.67	626.18
增长率(%)	-256.00%	133.86%	-1067.26%	113.61%	557.01%	24.82%
每股收益(EPS)	-0.248	0.084	-0.812	0.110	0.726	0.906
每股股利(DPS)	0.000	0.010	0.000	0.022	0.145	0.181
每股经营现金流	0.202	0.062	0.151	0.104	0.764	0.797
销售毛利率	56.72%	57.95%	55.33%	48.14%	68.48%	67.62%
销售净利率	-32.30%	10.41%	-119.97%	18.72%	46.63%	47.23%
净资产收益率(ROE)	-13.76%	4.64%	-112.27%	16.45%	57.95%	45.82%
投入资本回报率(ROIC)	-14.92%	-2.44%	-48.41%	10.87%	87.56%	88.15%
市盈率(P/E)	-30.91	91.30	-9.44	69.34	10.55	8.46
市净率(P/B)	4.25	4.23	10.60	11.40	6.12	3.87
股息率(分红/股价)	0.000	0.001	0.000	0.003	0.019	0.024

报表预测

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	530.35	555.25	467.67	381.21	1075.96	1325.83
减: 营业成本	229.52	233.50	208.89	197.69	339.13	429.27
营业税金及附加	3.35	1.83	2.03	1.62	2.11	2.75
销售费用	53.60	94.80	119.52	53.78	75.30	90.36
管理费用	118.64	66.44	54.74	43.79	61.31	73.57
研发费用	-	66.18	77.50	51.46	65.56	79.55
财务费用	33.94	31.97	26.27	22.80	25.08	27.58
资产减值损失	434.16	362.98	830.18	30.43	22.86	9.14
加: 投资收益	108.07	243.68	253.12	66.50	34.95	37.44
公允价值变动损益	52.25	119.16	71.69	30.00	10.00	10.00
营业利润	-182.55	60.40	-526.64	76.13	529.57	661.05
加: 其他非经营损益	0.43	-0.23	-3.24	-1.01	-1.50	-1.92
利润总额	-182.12	60.17	-529.88	75.11	528.08	659.14
减: 所得税	-10.82	2.39	31.19	3.76	26.40	32.96
净利润	-171.31	57.78	-561.06	71.36	501.67	626.18
减: 少数股东损益	-0.01	-0.21	-0.12	-5.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	-171.29	57.99	-560.94	76.36	501.67	626.18
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	288.42	138.28	161.74	200.22	401.69	720.39
应收和预付款项	421.18	510.29	497.85	581.78	628.26	707.18

存货	0.07	0.00	5.57	8.35	10.44	12.52
其他流动资产	86.42	209.78	190.22	126.24	198.87	178.74
长期股权投资	195.13	157.87	112.66	110.69	108.87	106.59
投资性房地产	18.46	17.42	0.86	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	33.41	115.71	187.85	191.82	183.08	170.53
无形资产和开发支出	1240.68	922.27	214.29	213.88	213.77	213.56
其他非流动资产	112.83	128.60	49.04	68.12	84.56	165.80
资产总计	2396.58	2200.23	1420.08	1501.10	1829.54	2275.31
短期借款	173.77	202.35	209.04	231.22	129.79	123.08
应付和预收款项	726.17	497.48	443.42	556.11	544.95	488.71
长期借款	195.00	154.91	173.05	142.60	166.39	159.24
其他负债	56.55	92.53	86.30	103.25	119.15	134.09
负债合计	1151.49	947.27	911.81	1033.19	960.28	905.12
股本	570.00	727.93	710.80	691.23	691.23	691.23
资本公积	644.64	433.81	283.89	207.02	207.02	207.02
留存收益	30.32	88.98	-495.04	-433.96	-32.62	468.32
归属母公司股东权益	1244.96	1250.72	499.65	464.29	865.63	1366.57
少数股东权益	0.14	2.25	8.62	3.62	3.62	3.62
股东权益合计	1245.09	1252.96	508.27	467.91	869.25	1370.20
负债和股东权益合计	2396.58	2200.23	1420.08	1501.10	1829.54	2275.31
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	139.63	43.05	104.13	71.89	528.41	550.96
投资性现金净流量	-352.52	-4.64	-87.28	45.33	-270.92	-162.26
筹资性现金净流量	262.72	-188.59	-32.53	-86.40	-48.81	-55.07
现金流量净额	50.46	-149.73	-15.74	30.82	208.68	333.63

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

秦基栗：上海财经大学会计硕士，南京大学财务管理学士，2016 年加入中信建投证券，重点关注高端制造领域以及策略选股研究。2016 年“新财富”最佳分析师中小市值研究入围，2017 年“新财富”最佳分析师中小市值研究第 3 名，2020 年“新财富”最佳分析师港股及海外市场研究第 5 名。

孙晓磊：北京航空航天大学硕士，游戏产业和金融业 4 年复合从业经历。专注于互联网研究，对腾讯、网易、阿里、美团、阅文等互联网巨头有较为深入的理解。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、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, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构 (以下合称“中信建投”) 制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国 (仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾) 提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投 (国际) 证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话: (8610) 8513-0588
联系人: 杨洁
邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 陈培楷
邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投 (国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk