

投资评级 优于大市 维持

积极探索海外游戏市场，富春云机柜招商顺利完成

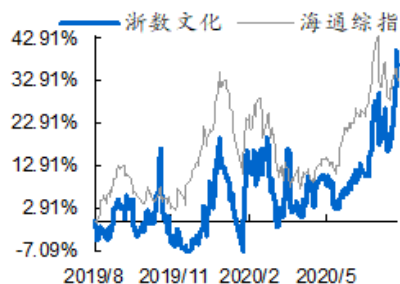
股票数据

08月07日收盘价(元)	12.17
52周股价波动(元)	8.09-12.80
总股本/流通A股(百万股)	1302/1302
总市值/流通市值(百万元)	15844/15844

相关研究

《数字娱乐版块持续高增长，富春云公司实现总体盈利》2020.04.29

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	17.5	29.2	25.2
相对涨幅(%)	17.3	11.5	5.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:郝艳辉

Tel:(010)58067906

Email:hyh11052@htsec.com

证书:S0850516070004

分析师:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@htsec.com

证书:S0850518080001

分析师:孙小雯

Tel:(021)23154120

Email:sxw10268@htsec.com

证书:S0850517080001

分析师:陈星光

Tel:(021)23219104

Email:cxcg11774@htsec.com

证书:S0850519070002

投资要点:

- 2020年上半年营收、归母净利润维持高增长。**浙数文化发布2020年半年报，2020年上半年公司实现营业收入18.62亿元，同比增长39.13%；实现归母净利润3.62亿元，同比增长11.33%；实现扣非归母净利润2.94亿元，同比增长47.97%。20Q2单季度公司实现营业收入8.26亿元，同比增长22.82%；实现归母净利润1.70亿元，同比增长128.98%。主要原因是受疫情影响，上半年公司线上娱乐实现高速增长，与此同时“富春云”互联网数据中心机柜完成招商，对业绩也有正向促进作用。此外，公司于2020年4月公告启动实施股票期权激励计划，目前正在报国家行业主管部门审批。我们认为公司作为传媒国企，若股权激励未来能够成功落地，有望进一步激活企业活力。
- 数字娱乐业务：深耕休闲游戏领域，积极布局海外市场。**2020年上半年公司在线游戏运营业务实现营收14.73亿元，同比增长36.64%。公司旗下边锋网络持续在休闲类游戏领域发力，顺利完成预期业绩目标，2020年上半年边锋网络实现营收15.73亿元，同比增长41.83%；实现净利润4.49亿元，同比增长38.99%。为进一步拓宽业务版图和分散区域风险，公司通过海外instant game探索布局海外游戏市场，积极转型海外休闲游戏的研发与运营，目前已有《Bigfish》、《Dragon War》等多款海外产品上线，海外业务转型取得成效。
- 大数据业务：富春云顺利完成机柜招商，业绩收入有望大幅增长。**2020H1技术信息服务业务实现营业收入2.91亿元，同比增长159.71%。报告期内，“富春云”互联网数据中心在项目建设和销售运营方面进展顺利，整体实现盈利，20H1旗下富春云科技公司实现营收7698.49万元，实现净利润1955.01万元。富春云园区基本完成机柜资源的招商工作，客户上电量日益增长。同时，公司成功获取了新的能耗指标，目前正充分进行市场调研，时刻把握发展新机遇。此外，公司进一步参与“城市大脑”、“数字浙江”等智慧城市和数字政务建设。我们认为，随着招商工作的基本完成，客户上电量日益提升，富春云项目有望成为新的业绩增长点。
- 数字体育业务：投资罗顿发展，抢占数字文化发展新机遇。**公司继续在数字体育版块寻求新突破，报告期内，公司与罗顿发展签署《股份认购协议》，公司拟以自有资金参与认购罗顿发展非公开发行的股份，总认购金额不超过2.42亿元。通过投资罗顿发展，公司有望抢占海南自贸区建设发展新机遇。公司未来将整合数字体育产业资源，推动罗顿发展全面拓展成为以电子竞技赛事、平台产品研发与运营、线下产业基地为核心的数字体育业务体系，助推罗顿发展成为A股首家主营电竞产业的上市公司。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1920	2827	3580	4232	5007
(+/-)YoY(%)	18.1%	47.2%	26.6%	18.2%	18.3%
净利润(百万元)	478	508	646	743	927
(+/-)YoY(%)	-71.1%	6.3%	27.1%	15.0%	24.8%
全面摊薄EPS(元)	0.37	0.39	0.50	0.57	0.71
毛利率(%)	66.7%	69.1%	73.8%	72.8%	73.9%
净资产收益率(%)	6.1%	6.3%	7.7%	8.5%	10.0%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利预测与估值分析。我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.50 元、0.57 元和 0.71 元。参考同行业公司，我们给予公司 2020 年 25 倍-28 倍动态 PE 估值，对应合理价值区间为 12.50-14.00 元，维持优于大市评级。

表 1 可比公司盈利预测及估值表

简称	代码	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
三七互娱	002555	43.27	1.00	1.31	1.56	43	33	28
世纪华通	002602	11.07	0.38	0.52	0.62	29	21	18
完美世界	002624	35.86	1.16	1.23	1.46	31	29	25
平均						34	28	23

注：对应 2020 年 8 月 7 日收盘价
资料来源：wind，海通证券研究所

盈利预测假设。1) 受疫情影响，公司数字娱乐板块收入持续增长，公司积极开拓海外游戏市场，我们预计在线游戏运营收入将保持较高增速。2) 随着“富春云”互联网数据中心招商工作基本完成，上电量日益提升，公司获取了新的能耗指标，我们预计大数据板块后续将带来较高的业绩增长。3) 公司商品销售、其他业务运营稳定，我们预计公司整体毛利率稳中略升。

表 2 公司各分项收入、成本预测 (亿元)

	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
收入	28.27	35.80	42.32	50.07	毛利	19.52	26.42	30.81	37.03
在线游戏运营	20.92	27.20	32.64	39.16	在线游戏运营	16.55	22.78	26.54	32.11
技术信息服务	4.94	5.93	6.82	7.84	技术信息服务	2.32	2.93	3.50	4.09
商品销售	1.59	1.90	2.06	2.22	商品销售	0.03	0.05	0.05	0.06
其他业务	0.82	0.77	0.81	0.85	其他业务	0.61	0.67	0.71	0.77
成本	8.75	9.38	11.51	13.04	毛利率 (%)	69.05	73.80	72.81	73.95
在线游戏运营	4.37	4.42	6.09	7.05	在线游戏运营	79.13	83.76	81.33	81.99
技术信息服务	2.62	3.00	3.32	3.75	技术信息服务	47.02	49.37	51.35	52.23
商品销售	1.56	1.86	2.00	2.16	商品销售	1.90	2.40	2.56	2.61
其他业务	0.21	0.10	0.09	0.08	其他业务	74.39	86.91	88.32	90.18

资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

风险提示：多领域布局的管理风险，项目收益不及预期风险，行业竞争加剧风险，政策风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	2827	3580	4232	5007
每股收益	0.39	0.50	0.57	0.71	营业成本	875	938	1151	1304
每股净资产	6.17	6.47	6.74	7.15	毛利率%	69.1%	73.8%	72.8%	73.9%
每股经营现金流	0.59	0.59	0.75	0.88	营业税金及附加	17	22	26	31
每股股利	0.00	0.20	0.30	0.30	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	619	783	926	1096
P/E	31.17	24.53	21.33	17.09	营业费用率%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%
P/B	1.97	1.88	1.81	1.70	管理费用	388	491	580	687
P/S	5.60	4.43	3.74	3.16	管理费用率%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
EV/EBITDA	17.65	18.41	15.56	11.73	EBIT	500	802	906	1129
股息率%	0.0%	1.6%	2.5%	2.5%	财务费用	-15	20	13	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.5%	0.6%	0.3%	0.0%
毛利率	69.1%	73.8%	72.8%	73.9%	资产减值损失	-7	0	0	0
净利润率	18.0%	18.0%	17.6%	18.5%	投资收益	115	146	173	204
净资产收益率	6.3%	7.7%	8.5%	10.0%	营业利润	773	968	1113	1390
资产回报率	4.5%	5.5%	5.9%	7.0%	营业外收支	-11	0	0	0
投资回报率	4.4%	6.8%	7.2%	8.6%	利润总额	762	968	1113	1390
盈利增长 (%)					EBITDA	650	807	911	1134
营业收入增长率	47.2%	26.6%	18.2%	18.3%	所得税	72	91	105	131
EBIT 增长率	51.8%	60.6%	12.9%	24.6%	有效所得税率%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
净利润增长率	6.3%	27.1%	15.0%	24.8%	少数股东损益	182	231	266	332
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	508	646	743	927
资产负债率	19.1%	17.3%	18.4%	15.6%					
流动比率	1.52	1.83	1.98	2.51	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.49	1.80	1.95	2.47	货币资金	1626	2000	2800	3300
现金比率	0.78	1.02	1.24	1.65	应收账款及应收票据	187	237	280	332
经营效率指标					存货	5	5	6	7
应收账款周转天数	24.18	24.18	24.18	24.18	其它流动资产	1336	1354	1378	1401
存货周转天数	2.00	2.00	2.00	2.00	流动资产合计	3155	3596	4465	5040
总资产周转率	0.25	0.31	0.34	0.38	长期股权投资	921	921	921	921
固定资产周转率	5.84	7.00	7.85	8.84	固定资产	484	511	539	566
					在建工程	361	361	361	361
					无形资产	1204	1222	1240	1258
					非流动资产合计	8039	8108	8141	8186
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	11193	11703	12606	13227
净利润	508	646	743	927	短期借款	851	678	796	419
少数股东损益	182	231	266	332	应付票据及应付账款	244	261	321	364
非现金支出	164	5	5	5	预收账款	21	27	32	38
非经营收益	-248	-108	-135	-173	其它流动负债	958	1001	1104	1185
营运资金变动	162	-1	98	54	流动负债合计	2075	1968	2253	2005
经营活动现金流	769	773	976	1144	长期借款	0	0	0	0
资产	-375	-74	-39	-50	其它长期负债	61	61	61	61
投资	-354	0	0	0	非流动负债合计	61	61	61	61
其他	107	146	173	204	负债总计	2135	2029	2313	2065
投资活动现金流	-621	72	134	154	实收资本	1302	1302	1302	1302
债权募资	1150	-173	118	-377	归属于母公司所有者权益	8039	8424	8776	9313
股权募资	37	0	0	0	少数股东权益	1020	1251	1516	1848
其他	-756	-299	-427	-421	负债和所有者权益合计	11193	11703	12606	13227
融资活动现金流	431	-471	-310	-798					
现金净流量	580	374	800	500					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 07 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郝艳辉 互联网及传媒
毛云聪 互联网及传媒
孙小雯 互联网及传媒
陈星光 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光线传媒,平治信息,掌阅科技,芒果超媒,顺网科技,中南传媒,城市传媒,完美世界,华策影视,世纪华通,豆神教育,星河娱乐,中信出版,浙数文化,游族网络,吉比特,掌趣科技,中国电影,新媒股份,金科文化,中文传媒,姚记科技,昆仑万维,北京文化,新经典,当代文体,阿里巴巴-SW,三七互娱,慈文传媒,宝通科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。