

2017年03月19日

宝通科技 (300031.SZ)

宝通科技：移动出海新机遇，加快泛娱乐布局

■公司是国内领先的高强力橡胶输送生产、工业散货物料输送系统总包服务一体化提供商，2015年以来收购易幻网络布局移动游戏领域，易幻作为中国领先的移动网络游戏海外发行商及运营商，质地优秀，且与公司务实、稳健的风格匹配；双主业模式下，2016年公司分别实现营业收入、归母净利润14.65亿、1.41亿，分别同增211.74%、106.05%，业绩大幅优化主要系易幻网络70%权益并表，新增手机游戏运营业务。

■游戏出海是新趋势，发行商发行需综合能力且需因地制宜。相较国内，游戏出海是蓝海市场，根据IDC数据，2016年中国自主研发网络游戏海外市场同比增速36.2%，是国内游戏行业增速的2倍（17.7%）。发行商处于整个游戏出海产业链的中游，需要综合实力，从而在众多方面支持出海CP：1) 在产业链的连接作用上，发行商主要负责游戏的修改、更新对接、活动运营、对接渠道、市场投放等工作；2) 手游出海过程中，需要综合该地区玩家的喜好习惯和潜在消费能力；3) 在出海产品的选择上，CP除了要考虑核心玩法、付费习惯、游戏题材类型、美术风格是否符合当地用户习惯之外，还要考虑产品本地化过程中的语言本地化和内容本地化；4) 此外，后期版本也要根据当地情景更新。手游成功出海的关键之一，在于因地制宜的本地化改编及相关推广。

■易幻网络自2012年起，定位成中国移动网络游戏海外发行商及运营商，易幻网络的发行区域覆盖全球20多个重要国家和地区，其中，港台、韩国、东南亚是易幻网络优势地区，根据最新统计，2016年中国移动游戏出海十佳海外发行商中，易幻网络位列第六，先发优势明显（资料来源：游戏瓶）。**在先发优势的基础上，易幻网络与研发巨头的合作密切**，目前易幻已与腾讯游戏、完美世界、网易游戏、祖龙、畅游等多个CP巨头达成战略合作。易幻网络已成功将多款精品游戏运作成A级/S级高流水产品，海外发行实力较为突出；在此基础上，公司已成立产业基金，围绕易幻布局泛娱乐，进一步支持、强化易幻网络的发行实力。

■投资建议：若考虑2017年3月易幻网络24.16%剩余股权并表，我们预计公司17/18年净利润分别为3.1亿/4亿，对应每股收益分别为0.78元/1.01元。参考同类可比公司，给予2017年35X-40X估值，对应6个月目标价27.77元，维持“买入-A”评级。

■风险提示：监管政策、汇率波动、海外游戏市场增速不及预期等风险。

公司深度分析

证券研究报告

传媒

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**27.77元**
股价(2017-03-17) **24.15元**

交易数据

总市值(百万元)	9,581.94
流通市值(百万元)	5,489.43
总股本(百万股)	396.77
流通股本(百万股)	227.31
12个月价格区间	19.70/27.03元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.45	13.72	22.6
绝对收益	15.99	11.29	12.12

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

宝通科技：海外发行具备一定的壁垒性优势，关注易幻17年的游戏大作发行	2017-03-17
宝通科技：收购易幻切入VR，稳步推进泛娱乐转型	2017-02-27
宝通科技：宝通科技公司深度分析	2016-03-11

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	469.8	1,464.6	2,236.4	3,036.2	3,795.3
净利润	68.3	140.7	310.2	400.0	500.3
每股收益(元)	0.17	0.35	0.78	1.01	1.26
每股净资产(元)	2.25	6.44	7.15	8.18	9.44
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	140.3	68.1	30.9	24.0	19.2
市净率(倍)	10.7	3.8	3.4	3.0	2.6
净利润率	14.5%	9.6%	13.9%	13.2%	13.2%
净资产收益率	7.7%	5.5%	10.9%	12.3%	13.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	9.6%	25.7%	18.7%	14.8%	22.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 优化升级传统业务，坚定转型移动游戏	5
1.1. 2015 年收购易幻，布局移动游戏	5
1.2. 受益于易幻，业务结构持续优化	5
2. 游戏出海成新趋势，发行商起重要作用	7
2.1. 相较国内，游戏出海是蓝海市场	7
2.2. 游戏出海，发行需综合能力且需因地制宜	10
3. 易幻网络深耕移动游戏海外发行及运营	13
3.1. 易幻网络质地优秀，业绩稳健增长.....	13
3.2. 易幻网络先发优势明显，游戏本地化经验丰富	16
3.3. 与研发巨头密切合作，成功发行 S 级产品的经验丰富	17
3.4. 借力于产业基金，围绕易幻布局泛娱乐	18
4. 盈利预测与估值	19
5. 风险提示	19
6. 附录：易幻网络典型优质游戏	19
6.1. 《六龙御天》	19
6.2. 《天龙八部 3D》	23
6.3. 《剑侠情缘》	25

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构图	5
图 3：2012-2016 年宝通科技营业收入及同比	6
图 4：2012-2016 年宝通科技归母净利润及同比	6
图 5：2010-2016 年宝通科技三费	6
图 6：2010-2016 年宝通科技毛利率、净利率	6
图 7：2012-2016 年宝通科技业务构成	7
图 8：2016 年宝通科技各业务毛利率	7
图 9：2010-2016 中国游戏用户规模及增长率	8
图 10：2010-2016 中国游戏市场规模及增长率	8
图 11：2008-2016 年中国移动游戏实际销售收入及同比	8
图 12：2016 年上半年 TOP6 游戏公司营业收入	9
图 13：2015-2016 年腾讯+网易手游市场规模	9
图 14：2008-2016 自主研发游戏海外市场收入及增长率	9
图 15：各国移动游戏 iOS 和 Google Play 下载量的集中度 HHI	10
图 16：中国手游产业链	10
图 17：发行商的多重功能	11
图 18：2016 年中国移动游戏出海十佳海外发行商	12
图 19：易幻网络历史沿革	13
图 20：易幻网络股权结构（截至 2016 年 12 月底）	13
图 21：2014-2016 年易幻网络营业收入及同比	14
图 22：2014-2016 年易幻网络归母净利润及同比	14
图 23：易幻网络 2013-2016Q3 毛利率	15
图 24：易幻网络 2013-2016Q3 业务构成	15

图 25: 代理运营游戏产业链	16
图 26: 授权运营游戏产业链	16
图 27: 公司分地区营业收入及占比	17
图 28: 《六龙御天》游戏界面.....	20
图 29: 2015 年 10 月《六龙御天》上线以来台湾地区 App Store 畅销榜排名.....	21
图 30: 2015 年 10 月《六龙御天》港澳台版上线以来香港地区 App Store 畅销榜排名	22
图 31: 2016 年 3 月《六龙御天》韩国地区上线以来 App Store 下载榜排名.....	22
图 32: 2016 年 3 月《六龙御天》韩国地区上线以来 Google Play 畅销榜排名	23
图 33: 《天龙八部 3D》游戏海报.....	23
图 34: 《天龙八部 3D》地铁推广广告.....	24
图 35: 《天龙八部 3D》手游上线后台湾 iOS 下载榜排名第一.....	25
图 36: 《剑侠情缘》游戏海报.....	25
图 37: 《剑侠情缘》iOS、Google Play 双榜排名	26
图 38: 《剑侠情缘》在新马中文区 iOS、Google Play 双榜排名第一	26
图 39: 易幻游戏占据新马中文排行榜前十中的三款.....	27
表 1: 美国、俄罗斯、德国、巴西、印度游戏市场特点.....	11
表 2: 2016 年 1-5 月中国发行商收入排行榜	12
表 3: 智明星通、IGG、昆仑万维、易幻网络大致情况	12
表 4: 易幻网络高流水游戏产品预计数量.....	17
表 5: 易幻网络部分游戏简况.....	18
表 6: 2016 年《天命》用户简况及流水	18
表 7: 宝通科技产业基金一览.....	19
表 8: 《六龙御天》主要运营数据及付费用户地域分布	20
表 9: 《六龙御天》2015-2016 年分月指标数据	21
表 10: 《天龙八部 3D》主要运营数据及付费用户地域分布	24

1. 优化升级传统业务，坚定转型移动游戏

1.1. 2015 年收购易幻，布局移动游戏

2000 年 12 月无锡宝通科技股份有限公司成立，成立初期主营业务为研发、生产及销售各类高强度橡胶输送带，包括各类织物芯输送带（防撕裂、超耐磨、煤矿用阻燃、钢网带等）、各类钢丝绳芯输送带（煤矿用叠层阻燃、耐热、耐高温、防撕裂、耐油、耐酸碱等）以及各类特种输送带产品（环保节能带、芳纶带、花纹带、挡边带、环形带、提升带等）。2009 年 12 月宝通科技挂牌创业板上市，是 A 股首家上市输送带龙头企业。2015 年以来，公司实施“传统业务优化升级+新业务新模式转型发展”战略布局。传统主业方面，公司积极推进从以生产经营为中心的生产制造型企业向以客户为中心的供应服务商型企业的优化升级战略，成功收购宝通工程，进军千亿工业散货物料输送系统总包服务市场，并成为中信泰富国际矿业（CPM）澳洲系统总包服务商，中标必和必拓西澳大利亚铁矿（WAIO）项目；新业务新模式方面，2015 年 3 月先后设立宝通辰韬产业并购基金、宝通辰韬互联网产业投资基金两支产业投资基金，投资布局医疗及泛娱乐产业；2015 年 11 月收购易幻网络 66.66% 股权（累计 70%），布局移动游戏发行及运营；2016 年 12 月收购易幻网络 24.1644% 剩余股权，加码移动游戏领域，实现全球移动游戏发行及运营商的跨越式转型，未来公司将以易幻网络为核心整合游戏产业链上下游，重点布局 IP 游戏，深化泛娱乐转型。目前，宝通科技已逐步形成“传统主业+移动游戏”双主业。

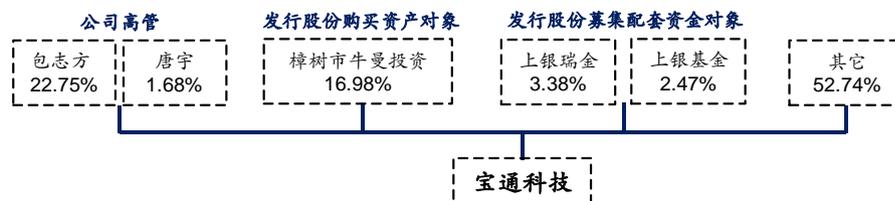
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

截至 2016 年年底，包志方持有宝通科技 9026.2 万股，占总股本的 22.75%，系公司实际控制人。牛曼投资持有公司 16.98% 的股权，系公司第二大股东。

图 2：公司股权结构图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

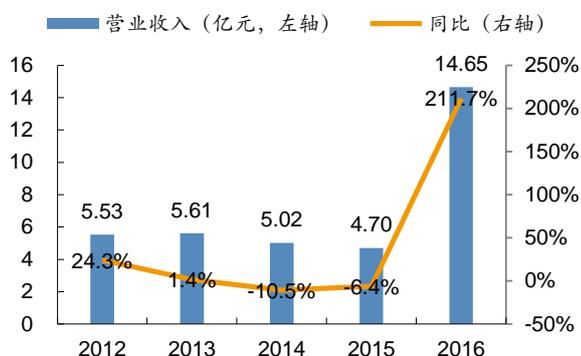
1.2. 受益于易幻，业务结构持续优化

宝通科技是国内领先的高强度橡胶输送生产及工业散货物料输送系统总包服务一体化提供商，公司收购的易幻网络是中国领先的移动网络游戏海外发行商及运营商，目前公司已形成

传统输送带业务及移动游戏海外发行运营双主业，业绩大幅优化。公司一方面优化升级传统主业，加快现代工业输送服务业务建设；另一方面积极推进转型发展战略，收购易幻网络24.16%剩余股权，加码移动游戏全球发行运营业务，同时700万增资哈视奇，切入VR游戏领域，深化游戏布局。

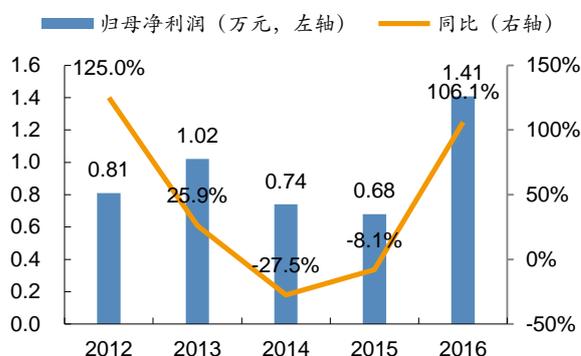
2016年公司实现营业收入14.65亿，同比增长211.74%，实现归母净利润1.41亿元，同比增长106.05%。公司业绩大幅增长，主要系2016年3月易幻网络并表，移动游戏海外发行及营运业务成为公司主要业绩来源。受益于海外移动游戏市场高增长，公司游戏业务表现优异。同时公司打造的输送系统总包服务业务获得国内广泛认可，并成功将这一新商业模式推广至澳大利亚等海外市场。2016年12月公司收购易幻网络24.16%剩余股权，2017年开始，易幻94.16%权益并表后有望进一步提振公司业绩。

图 3：2012-2016 年宝通科技营业收入及同比



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：2012-2016 年宝通科技归母净利润及同比

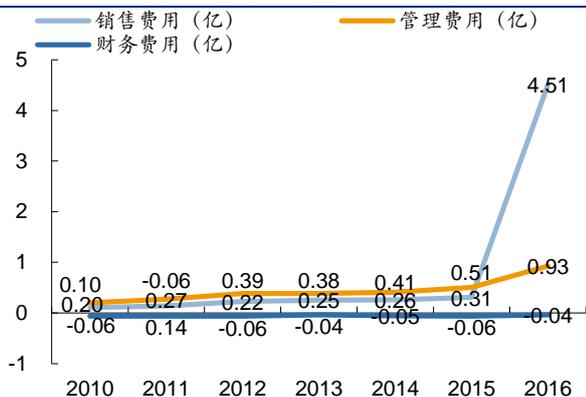


资料来源：wind，安信证券研究中心

2016年公司销售费用、管理费用、财务费用分别为4.51亿、0.93亿、-366.31万。其中，销售费用同比增长1358.88%，大幅增加主要系易幻网络并表后，新增广告费和金流渠道费（支付渠道）且数额较大；管理费用同比增长83.14%，主要系新增易幻网络、宝通工程宝通（澳洲）的相关管理费用；财务费用同比减少42.02%，主要系公司定期存款利息减少。

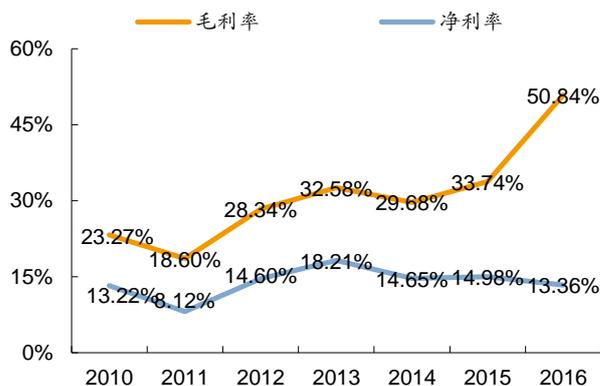
易幻网络并表后，高毛利率的移动游戏海外发行及运营成为公司主营业务之一，公司整体毛利率大幅优化。2016年公司整体毛利率达到50.84%，提高了17.1个百分点；公司整体净利率为13.36%，整体保持稳定。

图 5：2010-2016 年宝通科技三费



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：2010-2016 年宝通科技毛利率、净利率

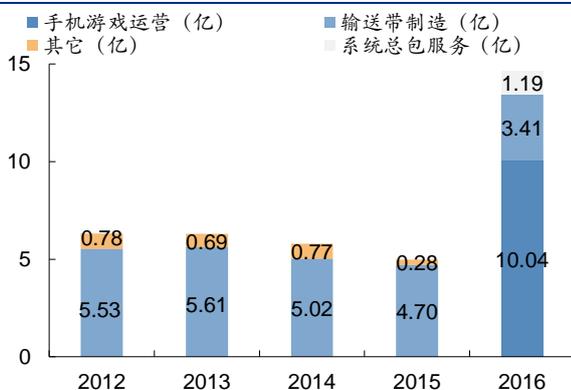


资料来源：Wind，安信证券研究中心

从主营业务构成上看，公司通过收购易幻，手机游戏运营已成为公司主营业务之一。2016年公司手机游戏运营、输送带制造、系统总包服务分别实现营业收入10.04亿、3.41亿、1.19亿，业务占比分别为68.58%、23.30%、8.11%。易幻网络70%并表后，手机游戏运营业务占比超过公司传统主业；2017年新收购易幻网络24.16%剩余股权并表后，公司手机游戏运营业务占比有望进一步提升。同时公司优化升级传统主业，从以生产经营为中心的生产制造型企业逐步升级为以客户为中心的供应服务商型企业，成功收购宝通工程，进军千亿工业散货物料输送系统总包服务市场。2016年新增系统总包服务业务，未来这部分业务有望改善公司传统主业业绩表现。

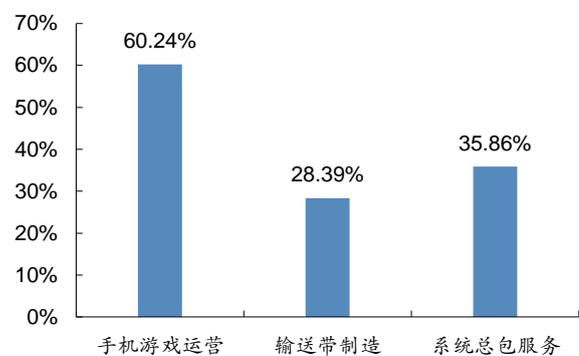
从各业务毛利率上看，宝通科技手机游戏运营毛利率较高，远高于传统主业输送带制造和系统总包服务毛利率，大幅优化公司盈利能力。2016年公司手机游戏运营毛利率为60.24%，远高于输送带制造、系统总包服务28.39%、35.86%的毛利率。

图 7：2012-2016 年宝通科技业务构成



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：2016 年宝通科技各业务毛利率



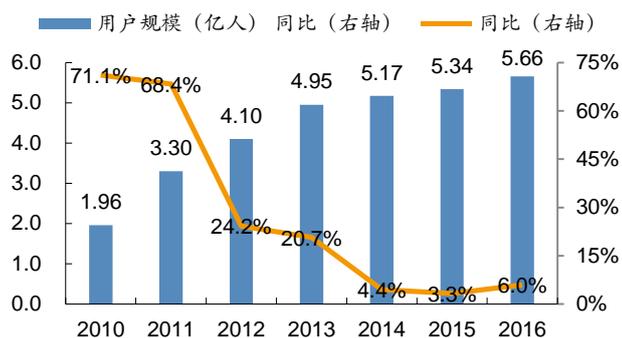
资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 游戏出海成新趋势，发行商起重要作用

2.1. 相较国内，游戏出海是蓝海市场

用户红利减退，行业增速放缓。中国游戏市场已进入存量市场竞争阶段，游戏用户规模增长维持低增速，市场规模增长由高速增长向中高速增长转变，行业发展进入新阶段。根据《2016年中国游戏产业报告》，2016年中国游戏市场规模达到1655.7亿元，同比增长17.68%；2016年中国游戏用户规模达到5.66亿人，同比增长5.9%，连续三年保持个位数增长，表明游戏行业增长逻辑由抢占用户增长红利转变为提高游戏品质和质量，精品化游戏成为未来主流。

图 9: 2010-2016 中国游戏用户规模及增长率



资料来源:《2016 年中国游戏产业报告》

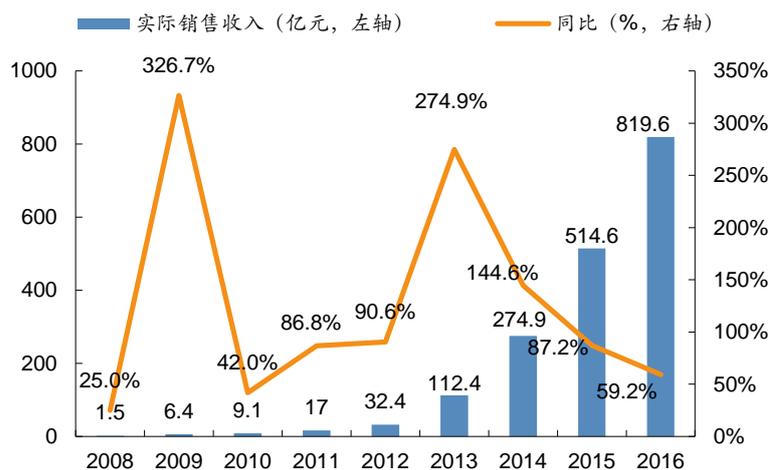
图 10: 2010-2016 中国游戏市场规模及增长率



资料来源:《2016 年中国游戏产业报告》

其中, 2016 年中国移动游戏市场规模达到 819.6 亿元, 同比增长 59.2%, 继续保持远高于游戏行业整体的增长速度, 成为国内游戏市场增长的主要驱动力量。

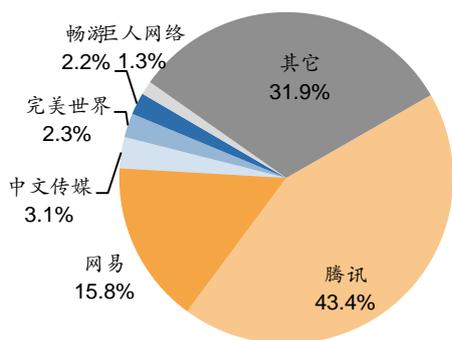
图 11: 2008-2016 年中国移动游戏实际销售收入及同比



资料来源:《2016 年中国游戏产业报告》

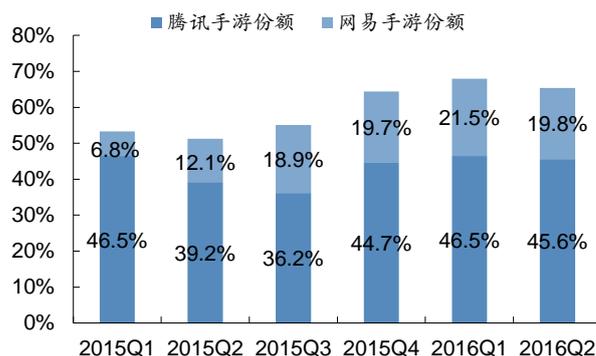
国内游戏行业市场集中度提升, 中小型 CP 生存空间受到挤压, 出海成重要选择。目前腾讯和网易两大巨头占据国内游戏市场半壁江山。根据 GPC 统计, 2015 年腾讯网络游戏业务实现营业收入 565.9 亿, 网易网络游戏业务实现营业收入 173.1 亿, 腾讯和网易游戏总营收市场份额合计占 52.3%, 移动游戏营收市场份额合计占 60.5%。2016 年上半年腾讯和网易游戏总营收市场份额合计提高至 59.3% (紧随其后的中文传媒仅占 3.1%), 移动游戏市场份额合计提升至 65.4%, 游戏市场进一步集聚, 中小 CP 生存空间受到挤压, 出海或成破局关键。

图 12: 2016 年上半年 TOP6 游戏公司营业收入



资料来源: GPC, 各公司公告, 安信证券研究中心

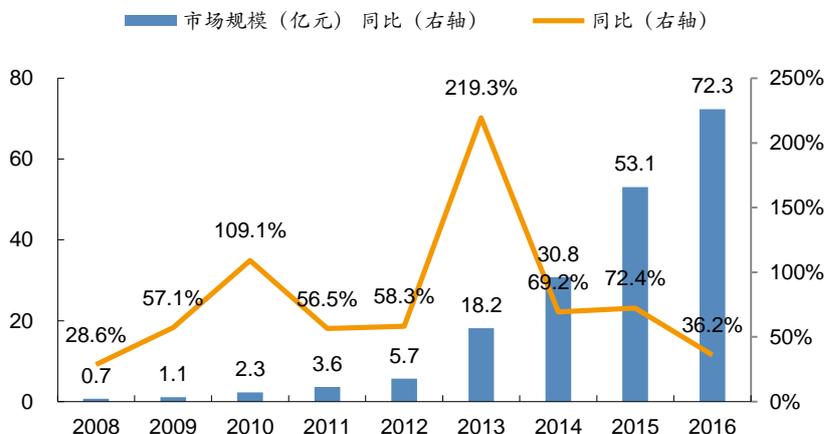
图 13: 2015-2016 年腾讯+网易手游市场规模



资料来源: GPC, 腾讯网易公司公告, 安信证券研究中心

相比竞争激烈的国内市场，海外游戏市场是新蓝海。根据 IDC 数据，2016 年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达到 72.3 亿美元(按 2016 年年底汇率折算人民币约 501.98 亿元，占国内游戏市场总产值的 30.32%) 同比增长达到 36.2%，是国内游戏行业增速的 2 倍 (17.7%)。我们认为海外游戏市场增速大幅超过国内游戏市场，主要有三点原因：1) 中国本土研发成本相对较低，研发实力较强；2) 中国软实力逐步增强，文化输出较为成功，国内游戏内容获得海外认可；3) 国内游戏市场竞争激烈，腾讯和网易两大巨头占据半壁江山，挤压其他游戏厂商发展空间，游戏出海可规避竞争加剧的风险。

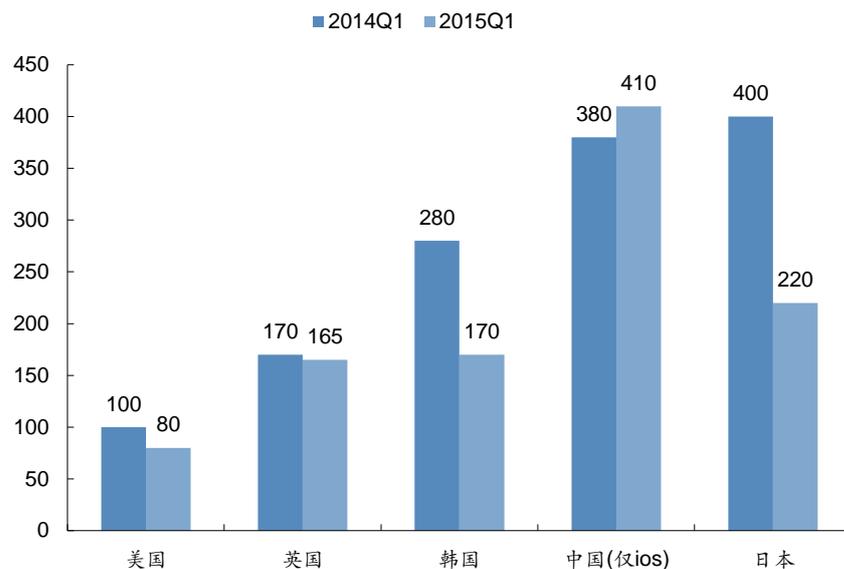
图 14: 2008-2016 自主研发游戏海外市场收入及增长率



资料来源: GPC

海外市场下载量相比国内碎片化，中小型 CP 海外市场突围成功概率大。各国移动游戏下载量集中度存在较大地区差异。西方市场移动游戏下载量和收入分布较国内市场低很多，中国是集中度最高的国家之一。根据 App Annie 公布的《揭秘移动游戏行业的市场集中度》，2015 年第一季度，中国集中度指标 HHI 达到 410；美国、英国 HHI 不足 200；韩国和日本集中度较 2014 年同期大幅下降，主要系 ENISTUDIO、Four Thirty Three、Liica、Marvelous 等小型公司较多。

图 15: 各国移动游戏 iOS 和 Google Play 下载量的集中度 HHI

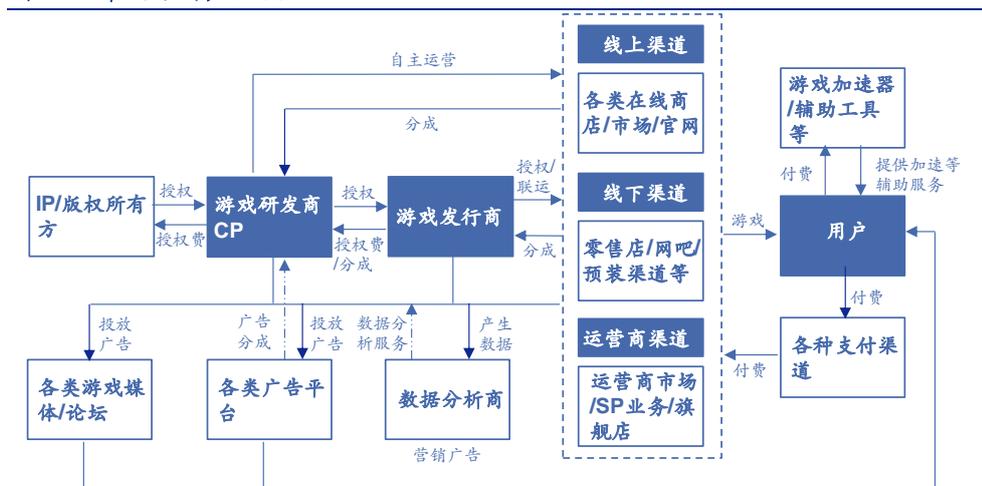


资料来源: App Annie, 安信证券研究中心

2.2. 游戏出海，发行需综合能力且需因地制宜

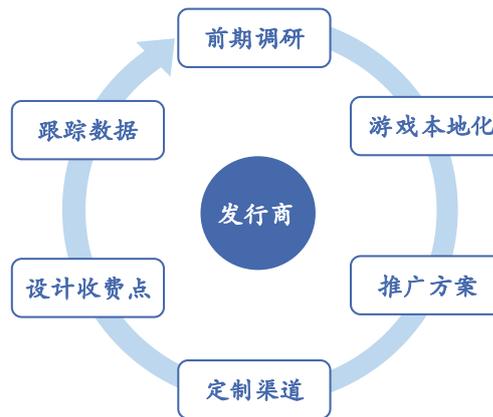
发行商处于整个游戏产业链的中游，主要负责游戏的修改、更新对接、活动运营、对接渠道、市场投放等工作。手游出海过程中，需要综合该地区玩家的喜好习惯和潜在消费能力，在出海产品的选择上，CP 除了要考虑核心玩法、付费习惯、游戏题材类型、美术风格是否符合当地用户习惯之外，还要考虑产品本地化过程中的语言本地化及内容本地化，后期版本也要根据当地情景更新。因此手游成功出海的关键之一在于本地化改编及相关推广，海外游戏发行商处于“承上启下”的重要位置，是整个手游产业链的连接者，可以在众多方面支持出海 CP。

图 16: 中国手游产业链



资料来源: 乐晴智库

图 17：发行商的多重功能



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

海外发行需要因地制宜。在行业精品化趋势已成背景下，精品游戏出海需做到因地制宜，进行产品本土化改造。从区域游戏偏好上看，俄罗斯玩家偏好重度游戏，尤其是策略类游戏，2014-2016 年榜单收入 Top10 游戏几乎被策略类游戏霸榜，玩家偏好有从中重度到重度转移之势，Supercell 公司的休闲游戏 HayDay 从 2014 年榜单第 4 位逐渐跌到第 8 位，2016 年更是跌破前 10（资料来源：New zoo）。印度玩家偏好轻度游戏：一方面由于印度游戏市场几乎没有经历过主机、PC 游戏、网页游戏就直接进入移动游戏时代，大部分印度玩家无法理解比较复杂的游戏概念，很多玩家的第一款游戏是《愤怒的小鸟》，该游戏在印度拥有超过 4.5 亿的年度下载量，《愤怒的小鸟》一定程度上奠定了印度玩家对于轻度游戏喜好的基础。此外由于印度基础设施落后，网络速度较慢，超过 25MB 大小的游戏会运行不畅，因此轻度游戏更加适合印度玩家。

表 1：美国、俄罗斯、德国、巴西、印度游戏市场特点

区域市场	2016 年手游行业规模	用户规模	APRU	偏好游戏类型	操作系统
美国	68 亿美元	移动游戏玩家约有 1.6 亿，其中付费用户约有 6900 万	26 美元	前三：博彩、消除、策略。钟爱博彩游戏，玩家中约 50% 都会进行付费，付费玩家年龄主要集中在 21-50 岁年龄层	63.4% 安卓 34.2% iOS
俄罗斯	5 亿美元	移动游戏玩家约有 5290 万，其中移动游戏付费用户约 1300 万	13 美元	前三：策略、角色扮演、消除。俄罗斯手游玩家以重度游戏为主，玩家喜好极为集中，主要集中于策略类角色扮演类两大类重度游戏	74.6% 安卓 12.6% iOS
德国	9 亿美元	移动游戏玩家约有 2870 万，其中移动游戏付费用户约 460 万	15 美元	前三：策略、消除、角色扮演。德国玩家对游戏的忠诚度很高，策略游戏 Clash of Clans 和休闲游戏 Hay Day 两款游戏在 14-16 年间一直保持畅销 Top3 的成绩	81.1% 安卓 15.0% iOS
巴西	4 亿美元	移动游戏玩家约有 4860 万，其中移动游戏付费用户约 1720 万	14 美元	前三：角色扮演、策略、消除。相比其他国家畅销榜单游戏类型比较单一的特点，巴西 14-16 年榜单中游戏类型相对比较繁多，玩家对不同类型的游戏都有一定的需求	92.4% 安卓 3.3% iOS
印度	4 亿美元	移动游戏玩家约有 1.5 亿，其中移动游戏付费用户约 2700 万	13 美元	前三：策略、博彩、动作。虽然策略类游戏排名第一，但大部分玩家无法理解复杂游戏，且当地网络速度慢，因此轻度游戏更有市场	90.0% 安卓 9.0% iOS

资料来源：New zoo，安信证券研究中心

目前国内已涌现出一批实力强劲的海外发行商。根据游戏瓶统计，2016 年中国移动游戏出海十佳海外发行商中，智明星通、IGG、Tap4Fun 分列前三位，其中易幻网络位列第六。根据 App Annie 发布的《2016 年 1-5 月收入排行榜》，经营海外市场多年的智明星通、IGG、易幻网络等发行商均位列前十。

图 18: 2016 年中国移动游戏出海十佳海外发行商



资料来源：游戏瓶，安信证券研究中心

表 2: 2016 年 1-5 月中国发行商收入排行榜

排名	公司	对比 2015 年 1-5 月的变化	排名	公司	对比 2015 年 1-5 月的变化
1	智明星通	↑ 1	6	龙腾中东	↑ 123
2	IGG	↓ 1	7	昆仑游戏	↓ 1
3	乐元素	↑ 4	8	Fun Plus	↓ 3
4	Tap4Fun	-	9	游族网络	↑ 34
5	龙创悦动	N/A	10	易幻网络	↓ 2

资料来源：App Annie，安信证券研究中心

智明星通：成立于 2008 年，2014 年被上市企业中文传媒以 26.6 亿元收购。智明星通以免费安全软件、导航网站为切入点，通过搭建游戏运营发行平台（337.com）和电商服务平台（行云）实现流量变现，以巴西市场为起点，建立了覆盖北美、亚洲、欧洲、南美，约 40 个国家和地区的业务网络。

IGG：成立于 2006 年，2013 年 10 月在香港主板上市。IGG 专注于向全球玩家提供多语言、多品类的手机网络游戏并进行自主运营。其总部设在新加坡，并在美国、中国、加拿大、日本、韩国、泰国及菲律宾设有分支机构，客户遍及全世界 200 多个国家和地区。

昆仑万维：成立于 2008 年，是一家全球化的综合互联网公司，业务涵盖游戏开发、发行、运营以及互联网应用分发等，于 2015 年 1 月 21 日登陆中国深交所创业板，产品及服务拓展至东南亚、日本、韩国、北美和欧洲等多个国家和地区。

表 3: 智明星通、IGG、昆仑万维、易幻网络大致情况

公司	市值	净利润
智明星通	26.6 亿元 (2014 年 3 月 31 日，并购估值)	7605.94 万元
IGG	81.14 亿 HKD (截至 2017 年 3 月 9 日)	2611 万 USD
昆仑万维	260 亿元 (截止 2017 年 3 月 9 日)	62350 万元
易幻网络	20.7 亿元 (截至 2016 年 8 月 7 月 31 日，并购估值)	13515.13 万元

资料来源：Wind，安信证券研究中心

3. 易幻网络深耕移动游戏海外发行及运营

2012年11月广州易幻网络科技有限公司成立，成立之初即定位成中国移动网络游戏海外发行商及运营商，并成功在港澳台、东南亚、韩国等细分市场建立起成熟的发行推广团队，业绩表现较为优异。易幻网络海外发行、运营各类游戏，包括战争策略类、角色扮演类、休闲竞技类、模拟经营、MMO、MOBA等，主要产品包括《天命》、《六龙御天》、《剑侠情缘》、《暗黑黎明2》、《天龙八部3D》、《风云》、《射雕英雄传》、《倚天屠龙记》、《三国志PK（一统天下）》、《神雕侠侣》、《巨炮连队（坦克风云）》、《妖姬三国》、《名将争霸（君临天下）》等业界知名游戏。

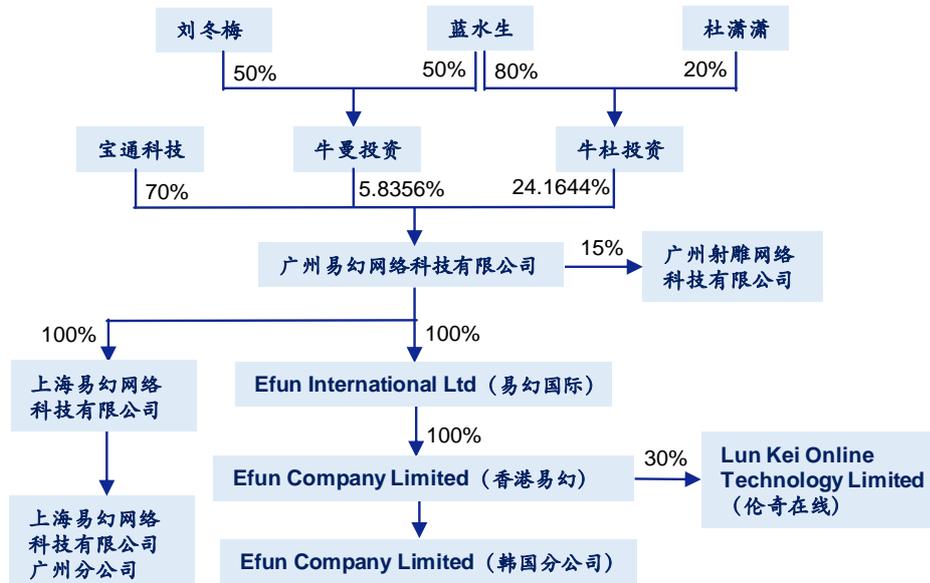
图 19：易幻网络历史沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

截至2016年12月，易幻网络的控股股东为宝通科技，持股比例分别为70%。2017年1月宝通科技收购易幻股份剩余24.1644%股权，累计持股比例达到94.1644%。

图 20：易幻网络股权结构（截至2016年12月底）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

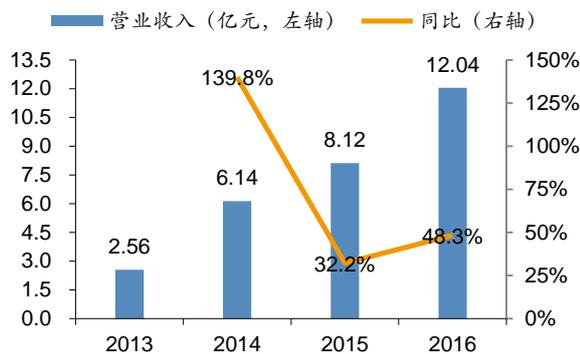
3.1. 易幻网络质地优秀，业绩稳健增长

团队年轻有冲劲，执行力强。高管平均年龄不到四十岁，富有冲劲。宝通科技保证易幻网络核心经营管理人员签订《劳动合同》，保障核心经营管理人员在目标公司的离职时间不得早

于 2019 年 12 月 31 日，保障了易幻网络的可持续发展。

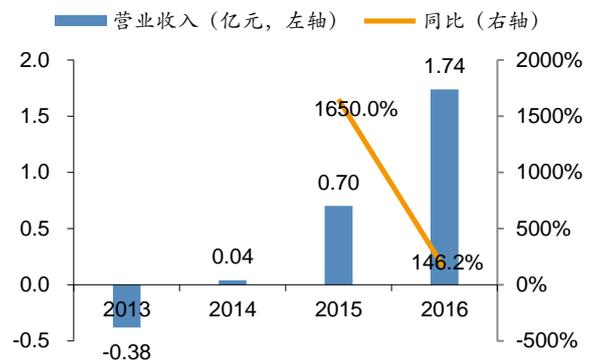
2016 年易幻网络分别实现营业收入、归母净利润 12.04 亿、1.74 亿，分别同比增长 48.3%、146.2%。易幻网络 2012 年以来业绩大幅增长，主要是因为易幻网络于 2012 年进入海外市场，凭借其对市场需求的敏锐把握，已成功将上百款国内游戏作品发行到港澳台地区、韩国、东南亚、欧美等多个海外游戏市场并取得较高的市场份额。2014-2016 年连续三年利润大幅增长，主要是因为公司已经完成前期投入，精细化运作进入收获时期。2016 年易幻网络累计新增 88 款代理运营的游戏产品（分不同地区版本），其中港澳台 6 款、韩国 9 款、东南亚 37 款、其他地区 36 款。截至 2016 年年底易幻网络累计在全球 20 个国家上线运营 124 款游戏产品，包括战争策略类、角色扮演类、休闲竞技类、模拟经营、MMO、MOBA 等。

图 21：2014-2016 年易幻网络营业收入及同比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 22：2014-2016 年易幻网络归母净利润及同比

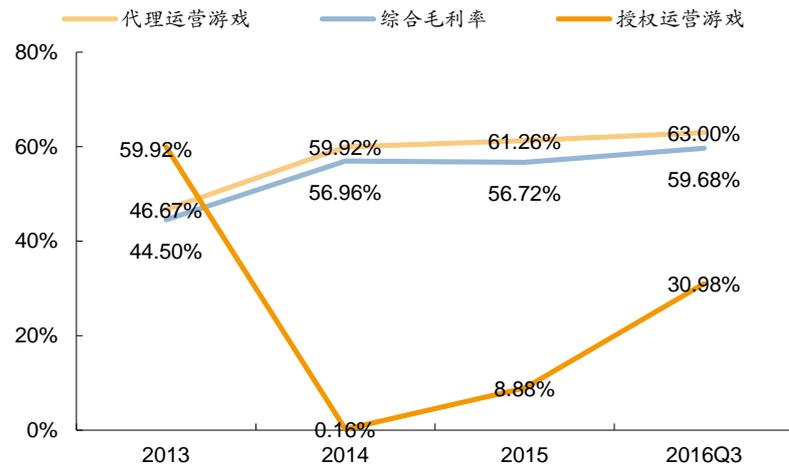


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2016 年前 8 月易幻毛利率较 2015 年提高了 2.96 个百分点，主要系：1) 2014 年易幻网络营业成本中包含外包成本，而从 2014 年以后易幻网络外包服务逐步由公司内部提供，导致该部分成本占营业收入比重下降；2) 易幻网络已建立市场领先地位，提高了易幻网络发行游戏的成功率和流水，被动降低了主营业务成本中对游戏研发商的授权金所占比例，同时由于阶梯分成机制的原因，易幻网络对研发商的整体分成比例有所下降；3) 随着易幻网络管理能力的提升和经营效率的提高，营业成本中 IDC 费用占比逐年下降也提高了整体毛利率。

2016 年 1-8 月易幻网络授权运营游戏的毛利率水平较 2014 年、2015 年大幅上升，主要系 2016 年易幻网络与 Inch Interactive Entertainment Ltd 的合作已成熟，易幻网络给予的扶持政策也已到期，双方的交易为完全市场化交易，毛利率上升明显。

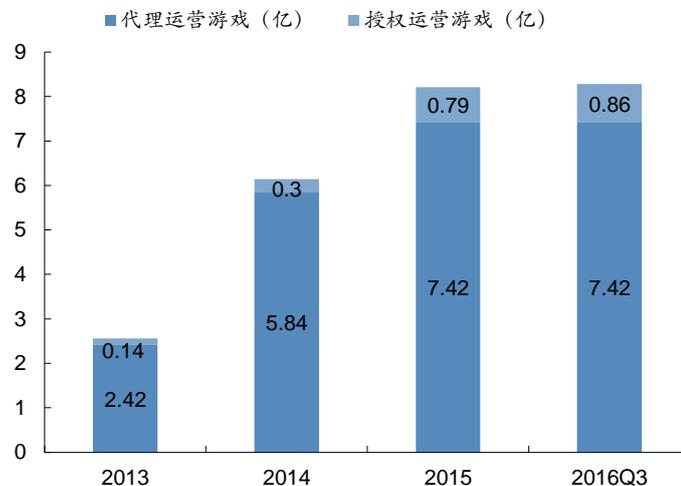
图 23: 易幻网络 2013-2016Q3 毛利率



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

分业务结构看, 易幻网络专注于游戏发行及运营, 营业收入全部来源于移动网络游戏的运营收入, 主要分为代理运营游戏及授权运营游戏, 其中代理运营游戏是易幻网络主要收入来源。2013-2016 年前三季度易幻网络来自代理运营的游戏收入分别达到 2.42 亿元、5.84 亿元、7.42 亿元、7.42 亿元, 占易幻网络游戏收入总额的比例分别为 95%、95%、91%、90%。

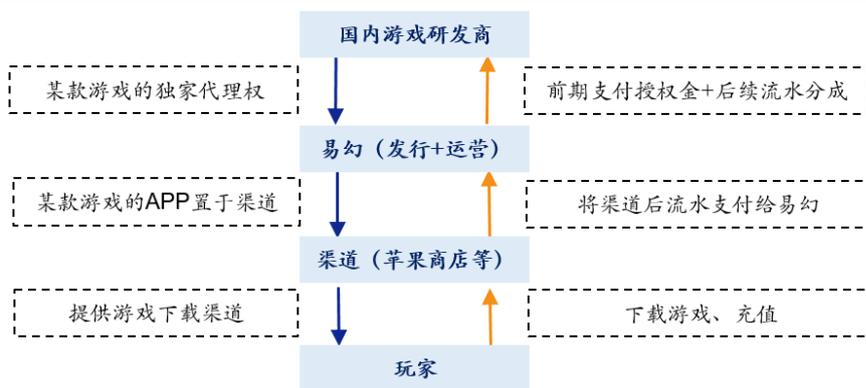
图 24: 易幻网络 2013-2016Q3 业务构成



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

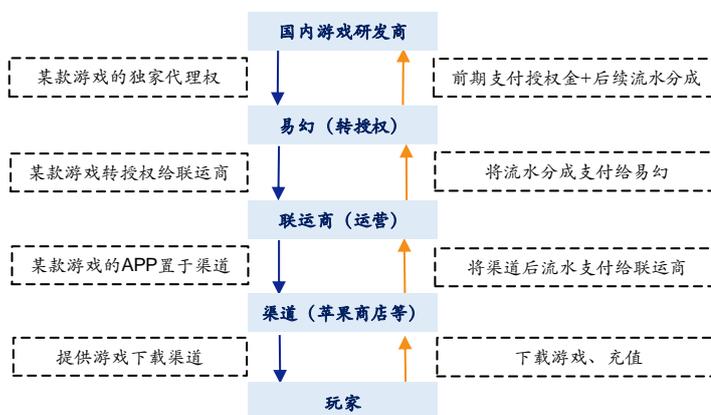
在代理运营模式下, 易幻网络的盈利来源主要为游戏的运营收入, 并扣除推广费、渠道费等运营费用以及支付给游戏开发商游戏的代理授权金及分成款; 在联合运营模式下, 易幻网络的利润来源主要为从联运商取得的分成款, 并扣除支付给游戏开发商游戏的代理授权金及分成款。

图 25: 代理运营游戏产业链



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 26: 授权运营游戏产业链



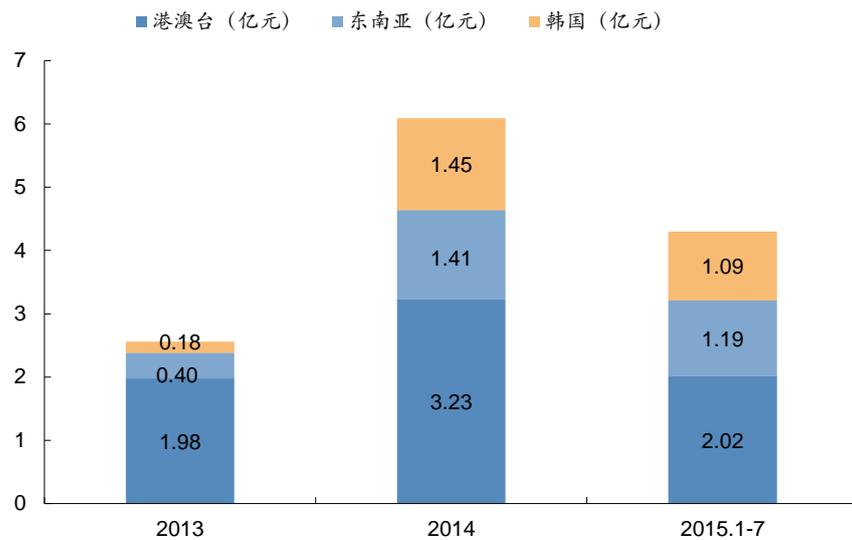
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 易幻网络先发优势明显，游戏本地化经验丰富

易幻网络 2012 年开始进军海外市场，已与海内外一线游戏研发厂商如完美世界、网易、搜狐畅游、菲音、四三九九、艾格拉斯、触控、蓝港、Dena 等优秀厂商建立了深度的战略合作伙伴关系，并掌握市场上近三分之一的优质产品源。在一线渠道合作方面，除了获得 Facebook 颁发最佳广告主的荣誉外，还被 Google、Twitter、Tabjoy、ChartBoost、Inmobi 等媒体渠道列为优质优先客户，与 Kakao、DeNA 等国际知名公司形成长久深厚互信的合作关系。公司以港台、东南亚、韩国三大主力市场为业务核心，支撑对全球其他新兴市场的开拓和探索，先发优势明显。

已建立起多地区游戏本地化和资源整合能力，本地化经验丰富。易幻网络的发行区域覆盖全球 20 多个重要国家和地区，其中，港台、韩国、东南亚是易幻网络优势地区，拥有超过一亿游戏玩家，流水营收稳居前列，超过 30 款游戏在各大应用商店长期霸榜，占据港澳台超 30% 游戏市场。易幻网络在多语种运营上均取得较好成绩，涉及韩语、泰语、俄语、德语、印尼语、西班牙语、阿拉伯语等全球重要语种。目前，易幻网络已在香港、台湾、首尔、泰国、新加坡等地组建起当地团队，深耕细分市场。通过与当地支付渠道、广告渠道等本地化资源合作，针对不同市场的历史背景、文化特点、玩家属性、用户偏好、付费习惯等制定营销和运营策略。

图 27：公司分地区营业收入及占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 与研发巨头密切合作，成功发行 S 级产品的经验丰富

在先发优势的基础上，易幻网络与研发巨头的合作密切。目前易幻已与腾讯游戏、完美世界、网易游戏、祖龙、畅游等多个 CP 巨头达成战略合作（资料来源：易幻网络官方网站），以精品手游《六龙御天》为例，《六龙御天》由祖龙研发，易幻网络海外发行。祖龙曾开发出世界第一款 3D 即时战略游戏《自由与荣耀》、中国古典奇幻 3D 大型网络游戏《完美世界》等优质自研游戏，是国内游戏研发龙头。目前祖龙经营重心已转向精品手游研发及全球化发行。祖龙和易幻网络强强联手，精品游戏叠加易幻强大海外发行能力，《六龙御天》在港台上线后单月流水过千万美元，刷新港台地区游戏单品月流水最高纪录，被成功运作成一款 S 级高流水游戏产品。

易幻网络已成功将多款精品游戏运作成 A 级/S 级高流水产品。截至 2016 年 12 月 31 日，易幻代理运营的游戏产品多达 124 款（同一游戏的不同版本合并统计），部分游戏同时在多个境外市场发行，其中港澳台 37 款、东南亚 62 款、韩国 24 款、其他地区 45 款（资料来源：公司公告）。曾成功将 B+ 级产品通过行销包装、市场操作，运营到 S 级超高流水产品。易幻网络按照连续 3 个月月均流水（上线不足三月的按已上线的月均流水计算）将爆款游戏分为 A 级和 S 级，其中 A 级游戏界定为：港台地区 80 万美元、韩国地区 80 万美元、亚欧地区 30 万美元；将 S 级游戏界定为：港台地区 150 万美元、韩国地区 150 万美元、亚欧地区 50 万美元。根据宝通科技收购易幻网络的报告书，易幻网络 2016 年/2017 年/2018 年港台、韩国及亚欧地区预计将运营爆款高流水游戏（包括 A 级和 S 级）分别约 16 款/17 款/22 款。

表 4：易幻网络高流水游戏产品预计数量

	2013 年	2014 年	2015 年	2016E	2017E	2018E
港台-S 级	2	2	3	2	3	4
港台-A 级	1	1	3	3	4	5
韩国-S 级	0	1	1	2	3	3
韩国-A 级	0	0	4	1	0	3
亚欧-S 级	2	2	6	3	3	3
亚欧-A 级	4	2	5	5	4	4
合计	9	8	22	16	17	22

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

易幻网络历史知名产品包括《六龙御天》、《天命》、《三国志 PK (一统天下)》、《神雕侠侣》、《天龙八部 3D》、《巨炮连队 (坦克风云)》、《妖姬三国》、《名将争霸 (君临天下)》、《笑傲三国》等，诸多成功案例证明了易幻的发行实力。其中易幻网络自主运营爆款手游《天命》2016 年全年充值流水共计 2.56 亿元，付费用户数最高达 9.99 万，ARPPU 值最高 2113.18 元。《天命》手游 2016 年全年为宝通科技贡献营收共计 2.38 亿元，占宝通科技 2016 年游戏业务收入的 19.75%。

表 5：易幻网络部分游戏简况

游戏名称	上线时间	类型	区域分布	流水合计 (亿美元) (截至 2016 年 8 月)	期末累计注册用 户数 (万人)	付费玩家月均消费之 ARPPU (美元)
六龙御天	2015 年 10 月	MMORPG	港澳台、韩	0.95	291.38	175
三国志 PK (一统天下)	2014 年 1 月	SLG	韩国	0.42	71.93	402
神雕侠侣	2013 年 12 月	2DMMORPG	港澳台	0.31	147.07	198
天龙八部 (3D)	2015 年 1 月	MMORPG	台、新、马	0.26	143.97	165
妖姬三国	2013 年 11 月	策略卡牌	东南亚、美 澳、加	0.21	246.22	107

游戏名称	上线时间	类型	区域分布	流水合计 (万美元) (截至 2015 年 8 月)	期末累计注册用 户数 (万人)	付费玩家月均消费之 ARPPU (美元)
名将争霸 (君临天下)	2014 年 8 月	COC	台、韩	852.60	59.48	128
巨炮连队 (坦克风云)	2014 年 4 月	SLG	港台	1348.32	80.07	199
笑傲三国	2013 年 1 月	SLG	新、马、港 台、韩	1616.70	64.19	248
大富豪 2	2015 年 6 月	商战沙盘手游	港、台、马	165.87	67.65	38
重装武士 (英雄战魂)	2012 年 11 月	MMOARPG	港台	2245.02	62.14	56

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 6：2016 年《天命》用户简况及流水

季度	用户数量 (万)	活跃用户数 (万)	付费用户数 (万)	ARPPU 值	充值流水 (亿)
第一季度	32.28	33.28	2.90	493.43	0.14
第二季度	79.56	74.36	9.99	1142.1	1.14
第三季度	89.41	25.41	3.71	2113.18	0.78
第四季度	94.48	14.77	2.38	2082.29	0.50
合计	-	-	-	-	2.56

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.4. 借力于产业基金，围绕易幻布局泛娱乐

2015 年公司参与设立产业基金，布局符合公司发展战略的新兴产业资源。2015 年 1-6 月并购基金已完成对征图新视 (江苏) 科技有限公司、上海汉声信息技术有限公司两个项目的投资，其中出资 2463.19 万元受让征图新视 (江苏) 科技有限公司 10% 的股权，出资 500 万元增资上海汉声信息技术有限公司 5% 的股权。

2016 年公司设立互联网产业基金，重点投资游戏、娱乐、文化等内容制作、运营与相关先进硬件技术，及其他新兴及成长性产业等，着重布局其中与互联网相关领域。一方面，围绕易幻网络进行产业链上下游的整合，在以互联网流量为基础强化现有移动网络游戏发行及运营业务，稳步推进“全球化”游戏发行与运营策略，并将重点布局具有优势 IP 的游戏内容研发，或亦通过自建 IP 的方式，加快游戏产品内容端的深化与升级；以此同时，公司在游戏、娱乐、文化等泛娱乐领域积极寻找发展机会，深化公司转型升级，下一步，同样将加强泛娱乐方向内的内容布局。

表 7：宝通科技产业基金一览

设立时间	基金名称	合作方	规模 (亿元)	公司出资 (亿元)	占比	合作模式	基金期限	投资领域
2015.4	宝通辰韬产业并购基金	上海辰韬资产管理有限公司	1.2	0.5	42%	公司为 LP, 辰韬资产为 GP	5 年, 经全体合伙人一致同意, 存续期可以延长两年	从事大健康、教育、互联网、智能化及公司原主业的相关产业
2016.7	宝通辰韬互联网产业并购基金	上海辰韬资产管理有限公司	4-10	3.5	-	公司为 LP, 辰韬资产为 GP	5+2 年, 经全体合伙人一致同意, 存续期可以延长两年	互联网产业基金重点投资游戏、娱乐、文化等内容制作、运营与相关先进硬件技术, 及其他新兴及成长性产业等, 着重布局其中与互联网相关领域

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 盈利预测与估值

2015 年以来，公司实施“传统业务优化升级+新业务转型发展”战略布局。传统主业方面，由生产制造型企业升级为供应服务商型企业，新业务方面，2015 年 11 月、2016 年 12 月先后收购易幻网络 66.66%、24.16%，累计持股 94.16%，实现全球移动游戏发行及运营商的跨越式转型，同时公司 700 万增资哈视奇，切入 VR 游戏领域。目前，宝通科技已逐步形成“传统主业+移动游戏”双主业模式。若考虑 2017 年 3 月易幻网络 24.16% 剩余股权并表，我们预计公司 17/18 年净利润分别为 3.1 亿/4 亿，对应每股收益分别为 0.78 元/1.01 元。参考同类可比公司，给予 2017 年 35X-40X 估值，对应 6 个月目标价 27.77 元，维持“买入-A”评级。

5. 风险提示

监管政策、汇率波动、海外游戏市场增速不及预期等风险。

6. 附录：易幻网络典型优质游戏

6.1. 《六龙御天》

大型 3D 实时国战类手游《六龙御天》是一款三国题材 MMORPG 手游，国内又名《六龙争霸》，《六龙御天》技能特效炫丽，打击反馈到位。游戏养成主要集中在装备、技能、羽翼、坐骑、卡牌收集这几方面，养成点丰富且养成需求大，具有较高的耐玩性。游戏互动途径多样，其中多人实时同屏国战玩法为游戏一大卖点，六个国家的大型国战，能激发玩家的矛盾与竞争，此外还具备实时 PVP、组队 PVP、组队副本、野外 PK 等高互动需求的玩法，玩家之间联系密切，交互表现突出。消费点遍布每一个养成点上，消费空间充足，运营具有较强爆发力和持续力，有利于运营开展活动。游戏在国战游戏中表现突出，拥有过硬的游戏品质和超强的营收能力。

图 28:《六龙御天》游戏界面



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

《六龙御天》于 2015 年 10 月上线港澳台，在台湾地区大受欢迎，流水占比高达 91.17%，2015 年 10 月至 2016 年 8 月台湾地区流水共约 6388.1 万美元（按 2016 年 8 月 31 日美元汇率折算约 4.27 亿）；2016 年 3 月上线韩国，表现也较为优异，2016 年 3-8 月韩国地区流水共约 2541.4 万美元（按 2016 年 8 月 31 日美元汇率折算约 1.70 亿）。2015 年及 2016 年 1-8 月，《六龙御天》的主要运营数据及用户情况如下：

表 8:《六龙御天》主要运营数据及付费用户地域分布

指标	2016 年 1-8 月	2015 年	地区	2016 年 1-8 月	2015 年
当期流水合计 (万美元)	7457.22	2035.30	台湾	60.78%	91.17%
期末累计注册用户数 (万人)	291.38	125.33	韩国	34.08%	-
当期月均付费用户数 (万人)	5.77	6.92	香港	3.86%	7.31%
当期月均活跃用户数 (万人)	41.55	52.24	其他	1.28%	1.53%
付费用户月均消费值 ARPPU (美元)	175	81	合计	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2015 年及 2016 年 1-8 月，《六龙御天》月流水最高达到 1225.97 万美元、月付费用户最高达到 10.18 万，月活跃用户数最高达到 73.60 万、ARPPU 值最高达到 247 美元。具体情况如下：

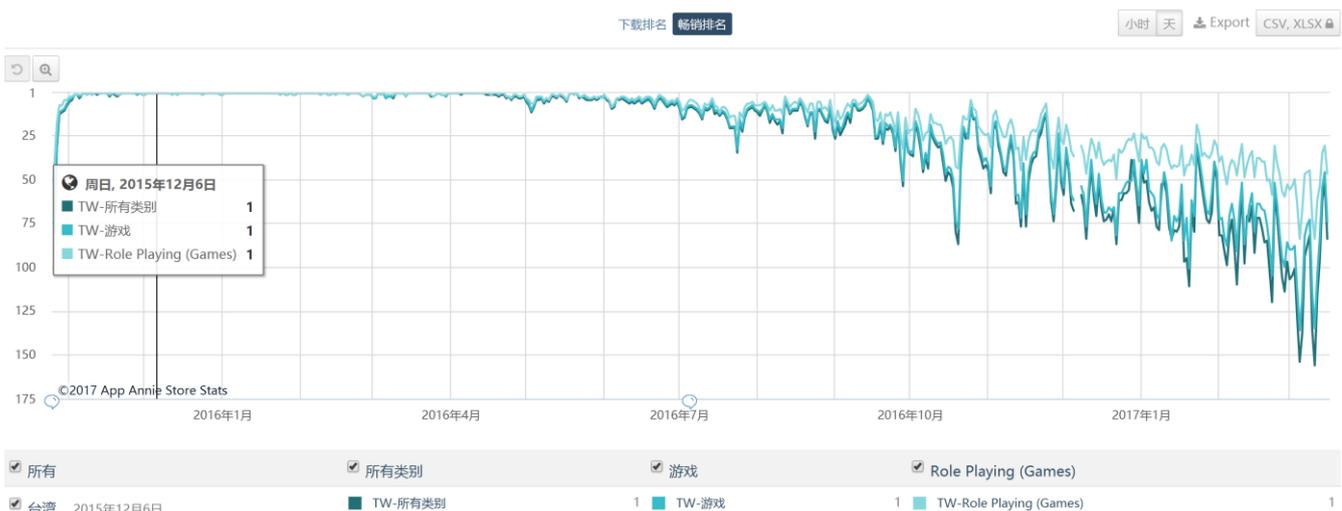
表 9: 《六龙御天》2015-2016 年分月指标数据

月份	当月总流水(万美元)	累计注册用户数(万人)	当月付费用户数(万人)	当月活跃用户数(万人)	付费用户人均 ARPPU 值(美元)
2015 年 10 月	51.23	13.31	1.19	13.31	43
2015 年 11 月	792.83	79.35	9.39	73.60	84
2015 年 12 月	1191.24	125.33	10.18	69.80	117
2016 年 2 月	990.54	161.06	5.94	37.38	167
2016 年 3 月	1057.61	211.51	7.93	70.10	133
2016 年 4 月	1225.97	242.64	8.17	57.70	150
2016 年 5 月	1038.88	272.74	6.36	54.31	163
2016 年 6 月	804.92	280.52	4.19	26.95	192
2016 年 7 月	667.38	286.55	3.17	20.76	211
2016 年 8 月	615.81	291.38	2.49	17.38	247

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

易幻 2015 年底在港台地区代理发行《六龙御天》, 上线便取得霸占 IOS 畅销榜前三、Google Play 畅销榜前三的好成绩。

图 29: 2015 年 10 月《六龙御天》上线以来台湾地区 App Store 畅销榜排名



资料来源: App Annie

图 30：2015 年 10 月《六龙御天》港澳台版上线以来香港地区 App Store 畅销榜排名



资料来源：App Annie

助力韩国三国题材热度提升。自 2015 年起三国题材的手游在韩国乏善可陈。2016 年，易幻网络韩国团队充分借鉴港台团队此前发行《六龙御天》的成功经验制定运营方案。在营销方面，利用新闻发布会，线下地铁广告、TVC 等推广大量导入用户；游戏设计方面，团队配合《六龙御天》独特的分地区国战系统，让韩国玩家为自己故乡而战，代入感更强。最终成功扭转三国题材游戏在韩国市场导入用户难、玩家活跃程度不够高的问题。

该游戏在韩国上线 3 日就跃居 Google Play 动作类游戏下载榜第 1，App Store 动作类及角色扮演类游戏下载榜第 1；上线 30 日进入各大应用商店畅销榜前 5，在注册量、玩家热度、榜单表现都表现优异。该款游戏还被用作本地化的经典游戏案例在 2016Google 游戏峰会进行展示，是 2016 年里唯一受谷歌推荐的中国游戏产品。

图 31：2016 年 3 月《六龙御天》韩国地区上线以来 App Store 下载榜排名



资料来源：App Annie

图 32: 2016 年 3 月《六龙御天》韩国地区上线以来 Google Play 畅销榜排名



资料来源: App Annie

6.2. 《天龙八部 3D》

《天龙八部 3D》是一款根据同名武侠小说改编而来的武侠风格 MMORPG 游戏。游戏内场景种类丰富，全 3D 的写实画风造就了纯东方的武侠氛围，配合不同种类的时装以及 70 级之后的装备外观变化。传统摇杆的操作模式简单易上手，战斗特效华丽，能给予玩家强烈的视觉震撼。养成主要包括装备、美人、宠物、侠客和经脉五个方面，养成覆盖面广且坑点非常深，大多数养成素材（如宝石、打星石等）可永久保值，养成性价比极高，生命周期长。

图 33: 《天龙八部 3D》游戏海报



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2015 年 1 月《天龙八部 3D》上线，易幻网络取得该游戏在台湾地区、新加坡和马来西亚的独家运营权。该款游戏在台湾和韩国变现较好，2015 年、2016 年 1-8 月流水合计分别为 2003.2 万美元、350.4 万美元（按 2016 年 8 月 31 日美元汇率折算分别约 1.34 亿、2339.8 万），《天龙八部》的主要运营数据及用户情况如下：

表 10: 《天龙八部 3D》主要运营数据及付费用户地域分布

指标	2016 年 1-8 月	2015 年	地区	2016 年 1-8 月	2015 年
当期流水合计 (万美元)	514.03	2067.53	台湾	47.01%	85.20%
期末累计注册用户数 (万人)	143.97	120.99	韩国	30.80%	9.29%
当期月均付费用户数 (万人)	0.39	1.49	香港	10.33%	3.22%
当期月均活跃用户数 (万人)	6.42	15.45	其他	11.86%	2.29%
付费用户月均消费值 ARPPU (美元)	165	123	合计	100.00%	100.00%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

易幻在《天龙八部 3D》的推广力度较大, 线下推广包括: 承包当地最大的广告牌、在各种捷运交通如地铁、巴士投放大规模的推广广告等; 同时与当地超商进行跨业合作; 邀请影视明星古天乐为《天龙八部 3D》开发布会、拍摄电视广告造势。

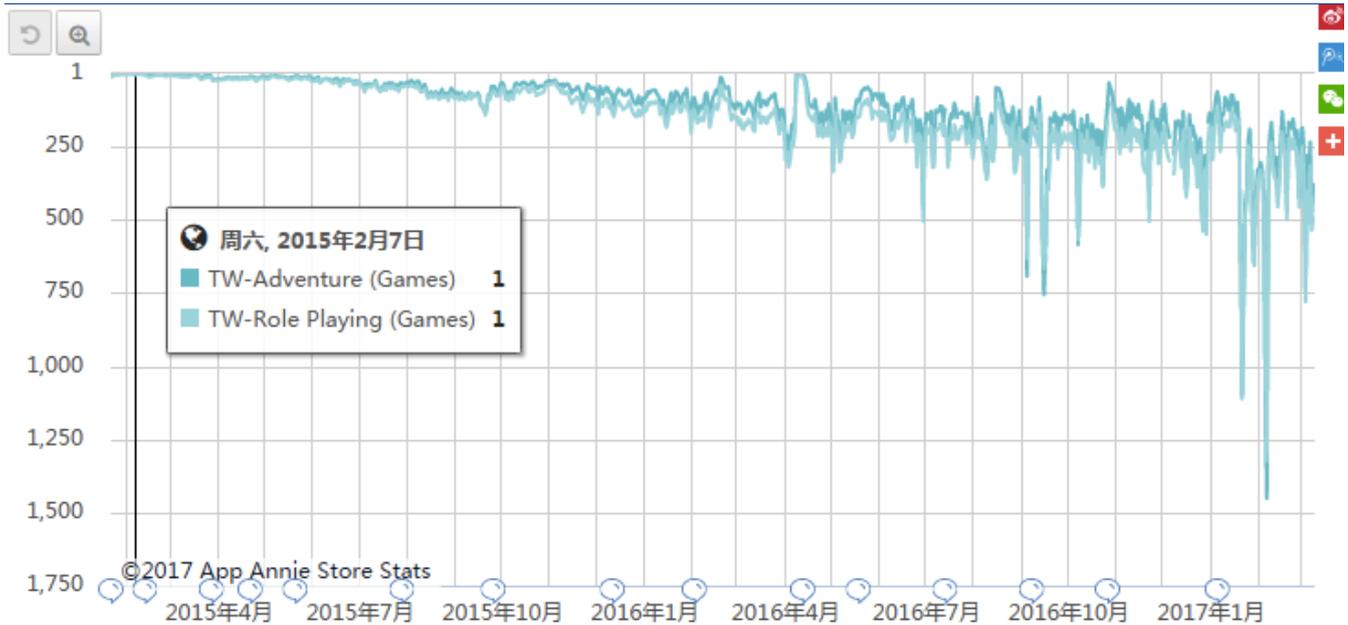
图 34: 《天龙八部 3D》地铁推广广告



资料来源: 百度图片, 安信证券研究中心

该游戏在台湾上线当天 DAU 就达 12 万, 不到两周日流水便突破 550 万台币, 并维持 iPad 畅销榜第一、iPhone 畅销榜前五名的排名。

图 35:《天龙八部 3D》手游上线后台湾 iOS 下载榜排名第一



资料来源: App Annie, 安信证券研究中心

6.3. 《剑侠情缘》

《剑侠情缘》是 1997 年由西山居开发的一款以武侠为题材的角色扮演类游戏，ARPG 类游戏的经典代表作。《剑侠情缘》手游由西山居原班人马打造，易幻网络代理发行，新马版手游在 2016 年 10 月 13 日正式上线，并且成绩惊人。

图 36:《剑侠情缘》游戏海报



资料来源: 百度图片, 安信证券研究中心

此次发行《剑侠情缘》，易幻和马来西亚创作歌手黄明志 (Nanewee)、四叶草 (Joyce Chu) 联手为游戏量身打造主题曲《Water! 打功夫!》一经放出便在网络上引发热议，两周在 Youtube 上累计浏览量即已超过 100 万次。《剑侠情缘》也成为了新马首款明星加盟的手游。在游戏上线后，收获了大量来自明星歌迷及游戏玩家的热情反馈及好评。

图 37: 《剑侠情缘》iOS、Google Play 双榜排名



资料来源: 易幻网络官方公众号, 安信证券研究中心

该游戏上线首日便超过《Pokémon GO》蹿升至畅销榜 TOP3, 随后迅速登上畅销榜榜首, 并且连续多天占据畅销榜 TOP1 的宝座; 日前更是取得了 Google Play、iOS 双榜第一的好成绩。

图 38: 《剑侠情缘》在新马中文区 iOS、Google Play 双榜排名第一



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

从 2013 年至 2016 年, 公司一直是东南亚市场上实力强劲的游戏发行商。2016 年新马中文市场十月上线的《剑侠情缘》, 《熹妃传》、《风云》都曾跻身畅销榜 TOP5。其中, 《熹妃传》上线超过十个月, 至今仍长期保持畅销榜前 15 的位置; 《风云》也曾获得 Google Play 主页推荐。

图 39：易幻游戏占据新马中文排行榜前十中的三款



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	469.8	1,464.6	2,236.4	3,036.2	3,795.3	成长性					
减:营业成本	311.3	720.0	1,027.9	1,419.7	1,808.1	营业收入增长率	-6.5%	211.7%	52.7%	35.8%	25.0%
营业税费	3.7	2.4	11.8	14.8	14.9	营业利润增长率	-7.7%	166.7%	96.7%	34.4%	31.0%
销售费用	30.9	451.4	568.5	801.9	1,012.2	净利润增长率	-7.2%	106.0%	120.4%	29.0%	25.1%
管理费用	50.7	92.8	138.0	212.5	265.7	EBITDA 增长率	-7.2%	133.2%	109.7%	27.9%	17.6%
财务费用	-6.3	-3.7	54.7	53.5	-3.7	EBIT 增长率	-9.5%	185.5%	127.6%	30.0%	18.6%
资产减值损失	3.2	5.6	3.5	4.1	4.4	NOPLAT 增长率	-9.1%	212.4%	107.8%	30.0%	18.6%
加:公允价值变动收益	-	0.5	-33.7	5.6	7.5	投资资本增长率	17.2%	186.2%	63.4%	-23.3%	36.2%
投资和汇兑收益	-	7.1	2.4	3.2	4.2	净资产增长率	10.8%	192.5%	11.8%	15.7%	17.4%
营业利润	76.4	203.7	400.7	538.4	705.4	利润率					
加:营业外净收支	5.9	6.4	5.4	5.9	5.9	毛利率	33.7%	50.8%	54.0%	53.2%	52.4%
利润总额	82.2	210.2	406.2	544.3	711.3	营业利润率	16.3%	13.9%	17.9%	17.7%	18.6%
减:所得税	12.3	14.5	60.9	81.6	106.7	净利润率	14.5%	9.6%	13.9%	13.2%	13.2%
净利润	68.3	140.7	310.2	400.0	500.3	EBITDA/营业收入	21.3%	15.9%	21.9%	20.6%	19.4%
						EBIT/营业收入	14.9%	13.7%	20.4%	19.5%	18.5%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	232	72	44	28	20
货币资金	160.8	441.3	178.9	914.2	565.0	流动营业资本周转天数	232	109	197	179	154
交易性金融资产	-	50.6	16.9	22.5	30.0	流动资产周转天数	472	250	329	310	289
应收账款	256.1	415.6	1,512.0	931.9	1,756.9	应收账款周转天数	197	83	155	145	128
应收票据	81.4	74.1	580.4	214.7	621.2	存货周转天数	55	23	29	30	28
预付账款	13.5	65.7	13.4	108.8	55.8	总资产周转天数	777	509	579	479	422
存货	79.5	110.4	255.7	254.3	335.8	投资资本周转天数	515	344	440	355	292
其他流动资产	4.7	276.9	94.1	125.2	165.4	投资回报率					
可供出售金融资产	35.5	45.8	27.1	36.1	36.4	ROE	7.7%	5.5%	10.9%	12.3%	13.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.7%	6.3%	8.4%	11.6%	12.3%
长期股权投资	63.0	-	-	-	-	ROIC	9.6%	25.7%	18.7%	14.8%	22.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	293.5	289.0	256.5	223.9	191.4	销售费用率	6.6%	30.8%	25.4%	26.4%	26.7%
在建工程	8.0	4.1	4.1	4.1	4.1	管理费用率	10.8%	6.3%	6.2%	7.0%	7.0%
无形资产	25.4	25.1	24.4	23.7	23.0	财务费用率	-1.3%	-0.3%	2.4%	1.8%	-0.1%
其他非流动资产	20.0	1,303.5	1,128.2	1,129.5	1,130.7	三费/营业收入	16.0%	36.9%	34.0%	35.2%	33.6%
资产总额	1,041.4	3,102.2	4,091.8	3,989.1	4,915.6	偿债能力					
短期债务	12.1	-	295.8	-	-	资产负债率	12.1%	13.7%	26.9%	13.2%	17.3%
应付账款	63.0	332.0	312.3	404.9	534.3	负债权益比	13.8%	15.9%	36.7%	15.2%	20.9%
应付票据	34.4	21.6	231.8	70.0	253.5	流动比率	4.98	3.78	3.06	5.13	4.31
其他流动负债	10.1	26.0	26.2	26.6	31.6	速动比率	4.32	3.49	2.77	4.62	3.90
长期借款	-	-	213.2	-	-	利息保障倍数	-11.09	-54.61	8.33	11.06	-191.53
其他非流动负债	6.7	46.6	19.9	24.4	30.3	分红指标					
负债总额	126.4	426.3	1,099.2	525.8	849.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	23.2	121.6	155.0	216.6	318.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	300.0	396.8	396.8	396.8	396.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	591.8	2,149.4	2,440.9	2,850.0	3,350.4						
股东权益	915.0	2,675.9	2,992.6	3,463.3	4,065.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	70.0	195.7	310.2	400.0	500.3	EPS(元)	0.17	0.35	0.78	1.01	1.26
加:折旧和摊销	30.0	118.4	33.3	33.3	33.3	BVPS(元)	2.25	6.44	7.15	8.18	9.44
资产减值准备	3.2	5.6	-	-	-	PE(X)	140.3	68.1	30.9	24.0	19.2
公允价值变动损失	-	-0.5	-33.7	5.6	7.5	PB(X)	10.7	3.8	3.4	3.0	2.6
财务费用	-	0.6	54.7	53.5	-3.7	P/FCF	-341.0	-7.8	-19.3	14.1	-21.6
投资损失	-	-7.1	-2.4	-3.2	-4.2	P/S	20.4	6.5	4.3	3.2	2.5
少数股东损益	1.7	54.9	35.1	62.7	104.4	EV/EBITDA	92.6	33.8	20.7	14.3	12.8
营运资金的变动	-59.8	-390.3	-1,174.4	755.5	-977.4	CAGR(%)	87.7%	45.7%	67.4%	87.7%	45.7%
经营活动产生现金流量	48.1	146.3	-777.3	1,307.4	-339.9	PEG	1.6	1.5	0.5	0.3	0.4
投资活动产生现金流量	-122.1	-453.2	88.5	-17.1	-11.0	ROIC/WACC	0.9	2.4	1.7	1.4	2.1
融资活动产生现金流量	14.9	577.7	426.4	-554.9	1.6	REP	14.5	1.6	1.7	2.5	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034