

宝通科技 (300031)

证券研究报告

2018年04月26日

18Q1 营收净利润明显提速，后续关注《三国群英传》及世界杯临近《足球》系列游戏表现

事件：公司披露 17 年年报及 18 年一季报，17 年实现营收 15.80 亿元，同比增长 7.87%；归母净利润 2.21 亿元，同比增长 57.05%，符合市场预期。

易幻网络手游出海为公司主要利润来源，随游戏上线周期利润呈前低后高分布。公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 70% 股权的并表，17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2% 股权的并表。从分业务结构看，17 年公司手游营收占比 63.10%，同比下降 5.48pcpts，毛利占比 79.45%，同比下降 1.81pcpts。**易幻网络 17 年实现手游营收 9.97 亿元，同比下降 0.76%，毛利率 65.48%，同比上升 5.24pcpts，按季度看呈前低后高分布。**17H2 易幻网络实现手游营收 5.18 亿元，同比上升 7.96%，毛利 3.53 亿元，毛利率 68.21%，同比上升 5.68pcpts，主要系下半年受东南亚、港澳台《最终觉醒》《诛仙》及韩国《权力与荣耀》等新游戏带动。易幻网络 2016/2017/2018 业绩承诺归母净利润分别为 **1.55/2.02/2.62** 亿元，2016 年实现净利润 1.73 亿，承诺业绩完成度达 112%，17 年实现净利润 2.04 亿元，超额完成对赌业绩。

18Q1 营收净利润加速增长，韩国《三国群英传》以及世界杯临近《足球》系列游戏表现值得期待。17 年易幻网络加码游戏内容端布局，以自有资金投资提塔利克（欧美类游戏研发）和朝露科技（二次元游戏研发），产业链延伸至上游研发商。18Q1 公司实现营收 4.33 亿元（占 17 年全年营收 27%），同比 17.16%，归母净利润 0.54 亿，同比 46.89%，符合业绩预告中线水平，相比 17 年全年明显提速。18Q1 发行的《三国群英传》《CMM Champions Manager Mobasaka》《食之契约》等多款游戏在港台、韩国等市场表现优秀，为 18Q2 奠定利润增长的基础。**《三国群英传》18 年 3 月 14 日上线以来稳居韩国 GooglePlay 畅销榜前五，打破了韩国市场一直以来由高品质精品 MMO 手游霸榜的局面，创下了韩国 SLG 史上最好成绩。**18Q2 公司将继续保持区域化移动游戏发行节奏，引进《CMM Champions Manager Mobasaka》迭代产品，世界杯等体育盛事有望助长公司体育竞技类份额。Efun 官网显示，公司将新增 2-3 款全球化移动游戏的上线运行，包括国内在腾讯发行的《寻仙》等，《三国群英传》在东南亚还会陆续上线，加上全球化二次元产品的推出，表现值得期待。

盈利预测：15 年起股东增持及员工持股股价倒挂（成本价 24-28 元左右锚定公司心理底价），公司转型发展动力充足，18 年一季报增速明显提速，后续主要看公司 S 级游戏发行表现，包括韩国《三国群英传》以及世界杯临近《豪门足球》表现。结合 17 年年报以及 18 一季报，由于前期预期 12.5 亿收购计划终止，我们下调公司 18-19 年盈利预测，最新预计公司 18-20 年净利润分别为 2.8/3.4/3.9 亿，对应 EPS 分别为 0.71/0.85/0.99 元，对应估值 19x/16x/13x，给予公司 18 年 25x，对应目标价 17.75 元，维持“买入”评级。

风险提示：手游出海发行表现不及预期、手游出海市场增速不达预期等

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,464.60	1,579.82	1,891.67	2,306.33	2,659.66
增长率(%)	211.74	7.87	19.74	21.92	15.32
EBITDA(百万元)	233.08	278.33	327.15	413.98	443.49
净利润(百万元)	140.73	221.01	281.21	337.21	391.17
增长率(%)	106.05	57.05	27.24	19.91	16.00
EPS(元/股)	0.35	0.56	0.71	0.85	0.99
市盈率(P/E)	37.36	23.79	18.70	15.59	13.44
市净率(P/B)	2.06	2.30	2.04	1.80	1.59
市销率(P/S)	3.59	3.33	2.78	2.28	1.98
EV/EBITDA	33.83	18.52	14.80	10.06	9.21

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	13.25 元
目标价格	17.75 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	396.77
流通 A 股股本(百万股)	256.70
A 股总市值(百万元)	5,257.17
流通 A 股市值(百万元)	3,401.31
每股净资产(元)	5.82
资产负债率(%)	25.51
一年内最高/最低(元)	22.20/12.03

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	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

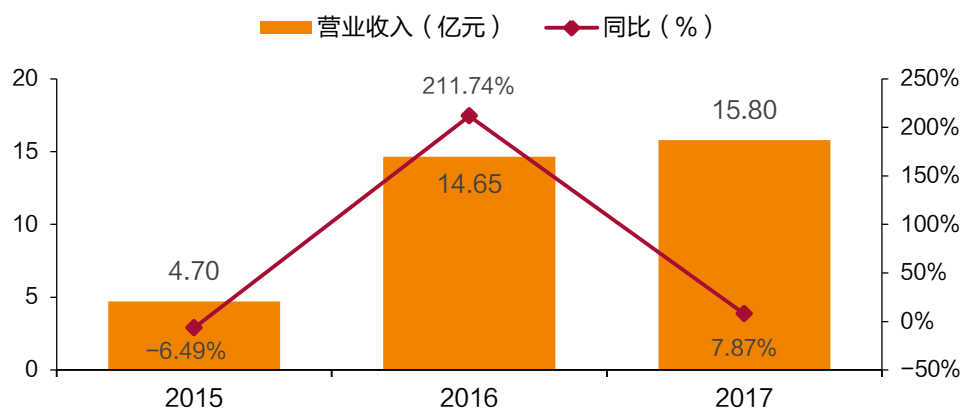
- 1 《宝通科技-季报点评:拟收购游戏公司深化研运一体化，Q4 游戏上线可期》2017-10-30
- 2 《宝通科技-公司点评:三季度业绩预告符合预期，外延并购逐步推进》2017-09-27
- 3 《宝通科技-公司点评:下半年 S 级产品集中兑现，期待出海龙头再起航》2017-09-14



1. 财务分析：17 年业绩基本符合预期，18Q1 受新游上线带动增速明显提升

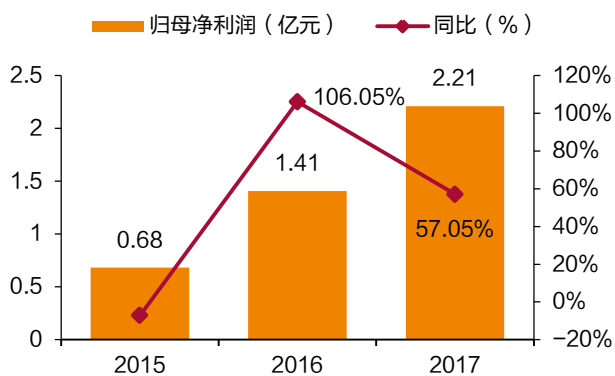
移动游戏和现代输送业务共同驱动公司业绩增长。公司 17 年实现营收 15.80 亿元，同比增长 7.87%，主要系：1) 旗下控股子公司易幻网络保持高速增长，东南亚、港澳台《最终觉醒》《诛仙》及韩国《权力与荣耀》等新游戏带动；2) 现代工业散货物料输送技术核心产品得到推广应用，公司整体营收稳步提升；利润总额 2.37 亿元，同比增长 20.94%，其中政府补助 317.37 万元，占比 1.34%；实现归母净利润 2.21 亿元，同比增长 57.05%，其中非经常损益 548.80 万元，同比下降 53%（其中，计入当期损益的政府补助 317.37 万元，同比下降 51.91%）；扣非归母净利润 2.16 亿元，同比增长 67.11%，主要系 16 年公司对外委托贷款取得收益 712.28 万元，而 17 年则没有，从而使得 17 年非经常损益大幅下降，同比下滑 53.31%。

图 1：2015-2017 年公司营业收入及同比



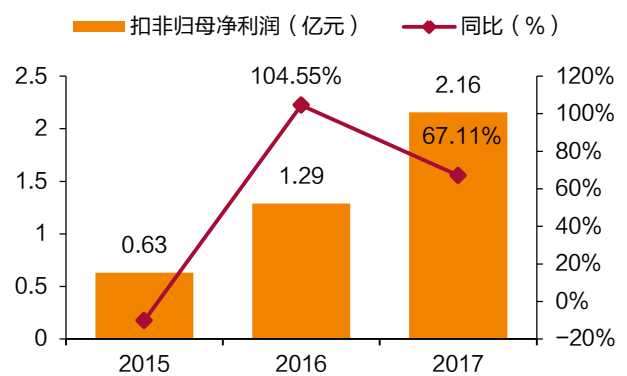
资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 70% 股权的并表，17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2% 股权的并表。

图 2：2015-2017 年公司归母净利润及同比



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 70% 股权的并表，17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2% 股权的并表。

图 3：2015-2017 年公司扣非归母净利润及同比



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 70% 股权的并表，17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2% 股权的并表。

表 1: 2015-2017 年公司非经常性损益项目及金额 (单位: 万元)

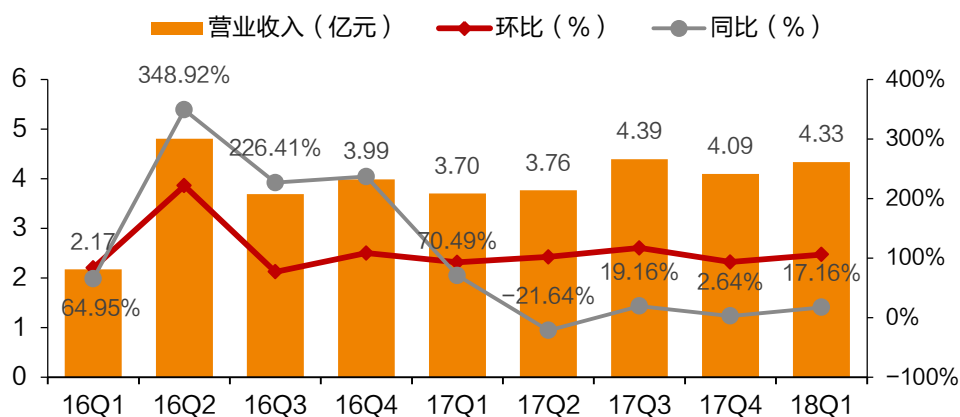
项目	2015	2016	2017
非流动资产处置损益 (包括已计提资产减值准备的冲销部分)		2,144.16	-91,739.52
计入当期损益的政府补助 (与企业业务密切相关, 按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外)	6,036,149.20	6,599,673.93	3,173,705.81
同比 (%)		9.34%	-51.91%
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外, 持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益, 以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	140,989.20	485,769.12	3,305,681.36
对外委托贷款取得的损益		7,122,763.41	
除上述各项之外的其他营业外收入和支出		-170,159.23	176,864.70
减: 所得税影响额	928,425.88	2,106,028.71	984,676.85
少数股东权益影响额 (税后)	289.58	179,951.67	91,878.68
合计	5,248,422.94	11,754,211.10	5,487,956.30
同比 (%)		123.96%	-53.31%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

分季度看, 公司 17 年各季度分别实现营收 3.70 亿元、3.76 亿元、4.39 亿元和 4.09 亿元, 后三季度环比增速呈现先升后降态势, 主要系公司 17Q3 上线《权力与荣耀》《最终觉醒》等新游戏, 《权力与荣耀》7 月在韩国上线后第二天就登顶免费榜第一, 《最终觉醒》17Q3 印尼 iOS、Google Play 双畅销榜稳定排名前三; 各季度分别实现归母净利润 3650.55 万元、7027.22 万元、5375.51 万元、6047.32 万元, 后三季度环比呈现上升态势, 17Q4 同比增长 134.14%。

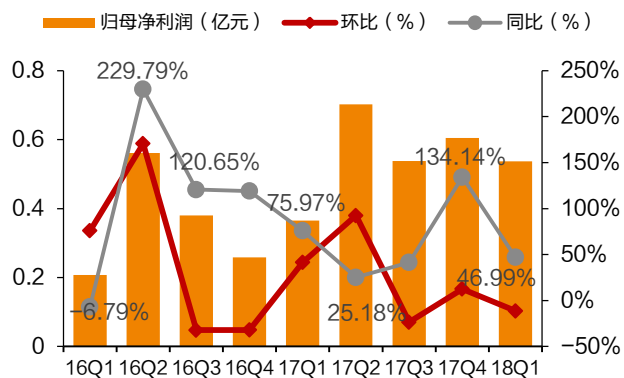
公司披露 18 年一季报: 报告期内, 公司实现营收 4.33 亿元, 同比 17.16%; 归母净利润 0.54 亿, 同比 46.89%, 符合业绩预告区间, 位于中线偏下; 扣非归母 0.53 亿, 主要系游戏业务保持高速增长, 《豪门足球》《三国群英传》《食之契约》等多款手游在港台、韩国等市场表现优秀成利润增长主要来源。

图 4: 2016Q1-2018Q1 公司营收情况



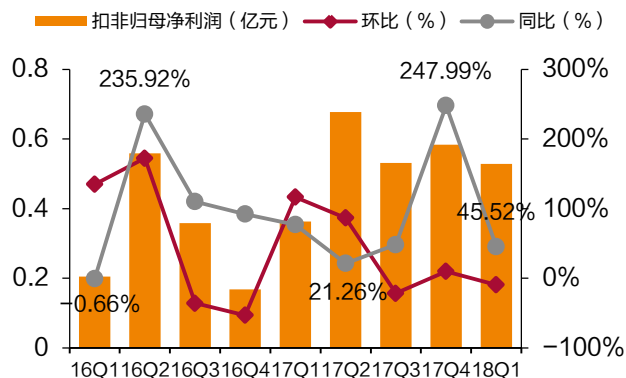
资料来源: 公司公告、天风证券研究所; 注: 公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 70% 股权的并表, 17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2% 股权的并表。

图 5：2016Q1-2018Q1 公司归母净利润情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 70% 股权的并表，17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2% 股权的并表。

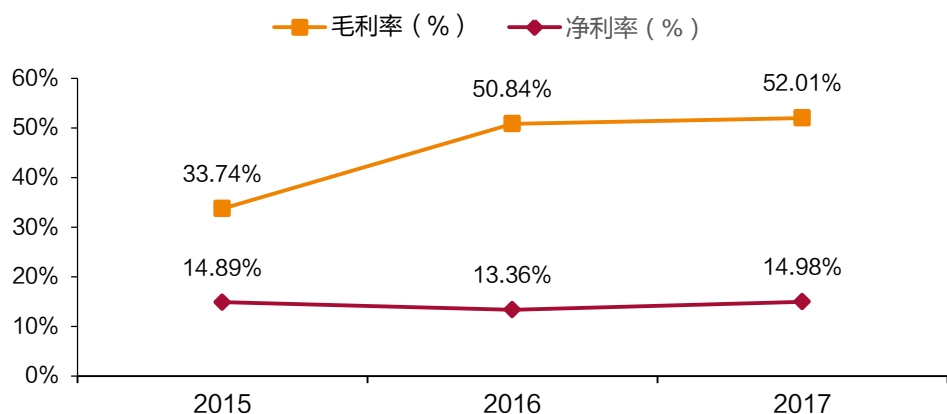
图 6：2016Q1-2017Q4 公司扣非归母净利润情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 70% 股权的并表，17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2% 股权的并表。

17 年公司综合毛利率 52.01%，同比上升 1.17pcpts，净利率 14.98%，同比上升 1.62pcpts，主要系：17 年现代输送工业业务毛利率有所下降，从而导致公司毛利率低幅增长。

图 7：2015-2017 年公司毛利率情况（单位：%）

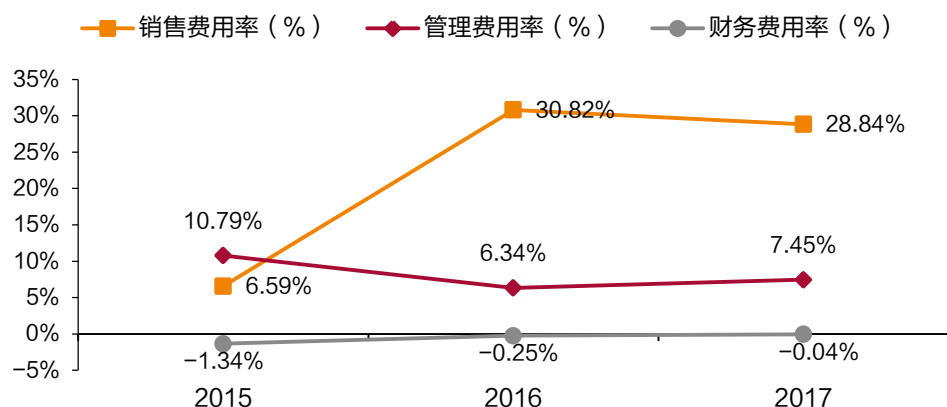


资料来源：公司公告、天风证券研究所

三项费用率：2017 年公司三项费用率为 36.25%，同比下降 0.65pcpts，主要系：

- 1) 销售费用率：17 年公司销售费用 4.56 亿元，同比上升 0.93%，销售费用率 28.84%，同比下降 1.98pcpts；
- 2) 管理费用率：17 年公司管理费用 1.18 亿元，同比上升 26.88%，管理费用率 7.45%，同比上升 1.11pcpts，主要系公司职工薪酬同比增加 52.44%，研发费用同比增加 14.57%；
- 3) 财务费用：17 年公司财务费用-59.57 万元，同比上升 83.74%，财务费用率-0.04%，同比 0.21pcpts，主要系汇率上升造成汇兑损益同比 48.95%及报告期增加贷款所支付的利息。

图 8：2010-2017 年公司三项费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

加码研发投入进行技术升级。17 年公司研发人员数量 154 人，同比下降 3.75%，研发投入金额 2665.26 万元，同比增长 8.63%，公司持续的研发投入增加不断完善大数据采集分析平台、面向游戏开发者的游戏对接平台等，有望利用技术驱动带动公司业绩增长。

表 2：2016-2017 公司研发投入及人员情况

项目	2017	2016	变动比例
研发人员数量（人）	154	160	-3.75%
研发人员数量占比（%）	18.87%	15.73%	3.14%
研发投入金额（万元）	2665.26	2453.45	8.63%
研发投入占营业收入比例（%）	1.69%	1.68%	0.01%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

利润分配情况：公司拟以截至 2017 年 12 月 31 日的总股本 3.97 亿股为基数，向全体股东每 10 股派人民币 1.15 元现金（含税），共计 4562.83 万元，股息支付率 20.65%，股息率 0.81%。

表 3：2016-2017 年公司利润分配情况

报告期	归母净利润（万元）	现金分红总额（万元）	股利支付率	每股股利（元）	报告期末收盘价	股息率
2017	22100.59	4562.83	20.65%	0.12	14.85	0.81%
2016	14,072.57	3,967.68	28.19%	0.1	21.08	0.47%

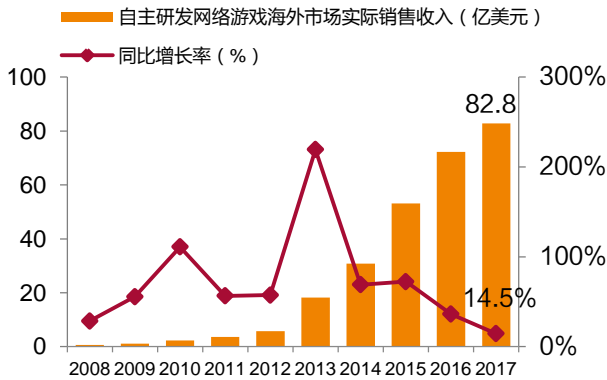
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 业务分析：易幻网络游戏出海成公司利润增长主要驱动力，3 月韩国上线 SLG《三国群英传》表现突出

游戏出海基数提升增速放缓，但出海游戏及厂商收入与竞争结构优化，海外影响力提升。17 年国内自研网游海外收入达 82.8 亿美元，同比增长 14.5%（v.s.16 年+36.2%），增速有所

放缓。根据伽马数据，中国出海游戏及厂商呈现出收入与竞争结构优化趋势，海外影响力显著提升。根据 Newzoo，中国 2017 年游戏市场收入约占全球游戏市场收入 25.25%，我们认为，当前国内游戏市场进入红海阶段，竞争加剧，而海外市场仍有 74.75% 市场份额，海外市场相对蓝海，游戏出海成为新趋势。

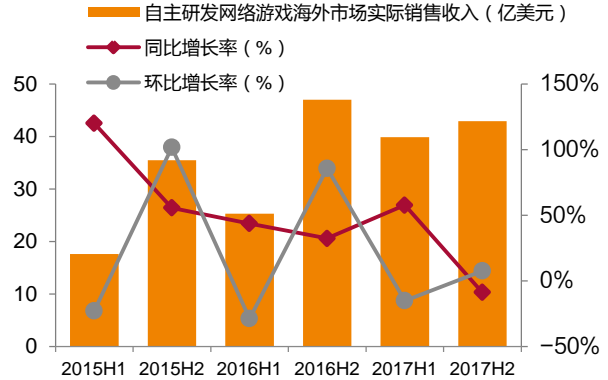
图 9：2008-2017 年中国自研网游海外市场规模



资料来源：GPC、IDC、CNG，天风证券研究所；

注：包括端游、手游出海实际销售收入

图 10：2015H1-2017H2 中国自研网游海外市场规模

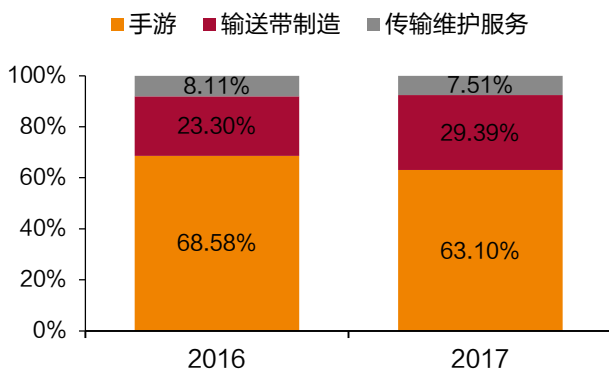


资料来源：GPC、IDC、CNG，天风证券研究所；

注：包括端游、手游出海实际销售收入

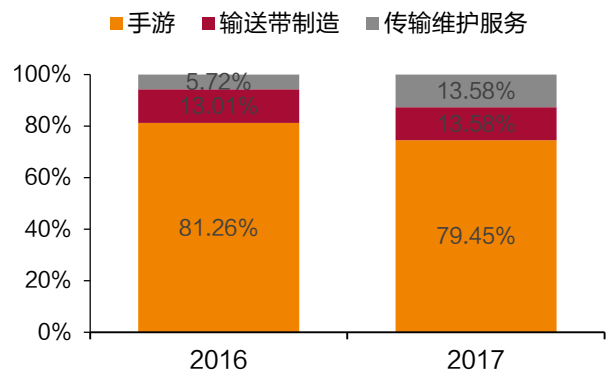
总体情况：从公司主营业务营收结构看，17 年公司手游营收占比 63.10%，同比下降 5.48%；从主营业务毛利润结构看，17 年公司手游毛利占比 79.45%，同比下降 1.81%，主要系手游业务高毛利率所致，17 年手游毛利率 65.48%，高于现代输送服务业务毛利率 28.96%，同时说明手游业务仍是公司主要利润来源。

图 11：2016-2017 年公司主营业务营收占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 70% 股权的并表，17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2% 股权的并表。

图 12：2016-2017 年公司主营业务毛利润占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 70% 股权的并表，17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2% 股权的并表。

公司于 2016 年 3 月 8 日完成易幻 70% 股权的并表，报告期内支付现金继续收购易幻网络 24.2% 股份，于 17 年 1 月 17 日完成易幻网络 94.2% 股权的并表。易幻网络在市场端专注于全球移动网络游戏的发行和运营业务，是中国手游出海的先行者，同时也是公司手游业务收入的主要贡献者。

易幻网络业绩情况：17 年实现手游营收 9.97 亿元，同比下降 0.76%，毛利 6.53 亿元，毛利率 65.48%，同比上升 5.24ppts，主要系：1) 16 年流水表现不俗，基数较大，部分将

17 年流水体现；2）17 年市场环境变化向二次元等轻度游戏转化，由于 16 年已签订产品未能很好适应环境变化以及新产品进入吸走用户故带来游戏流水下滑，同时说明公司游戏业务收入保持平稳，能够有效控制成本。我们对 17 年业绩进行拆分，按季度看呈前低后高分布，17H2 易幻网络实现手游营收 5.18 亿元，环比上升 7.96%，毛利 3.53 亿元，毛利率 68.21%，环比上升 5.68pcpts，主要系下半年受东南亚、港澳台《最终觉醒》《诛仙》及韩国《权力与荣耀》等新游戏带动，17Q3《最终觉醒》印尼 iOS、Google Play 双畅销榜稳定排名前三，《最终觉醒》泰国、新加坡上线以来 Google Play 畅销榜排名稳定前三，东南亚市场《诛仙》持续发力表现亮眼。易幻网络 2016/2017/2018 业绩承诺归母净利润分别为 1.55/2.02/2.62 亿元，2016 年实现净利润 1.73 亿，承诺业绩完成度达 112%，17 年实现净利润 2.04 亿元，超额完成对赌业绩。

表 4：2016-2017 易幻网络业绩拆分

项目	2016	2017
营收（亿元）	10.04	9.97
同比（%）		-0.76%
成本（亿元）	3.99	3.44
同比（%）		-13.85%
毛利（亿元）	6.05	6.53
毛利率（%）	60.24%	65.48%

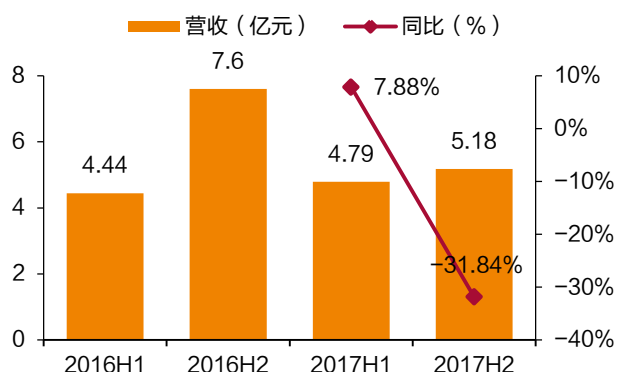
资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 70%股权的并表，17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2%股权的并表。

表 5：2017H1 和 H2 易幻网络业绩拆分

	2017H1	2017H2
营收（亿元）	4.79	5.18
同比（%）	7.88%	-31.84%
环比（%）		7.96%
营业成本（亿元）	1.796081	1.65
同比（%）	6.48%	-46.94%
毛利（亿元）	3.00	3.53
毛利率（%）	62.53%	68.21%
同比（%）	0.55%	8.99%
环比（%）		5.68%

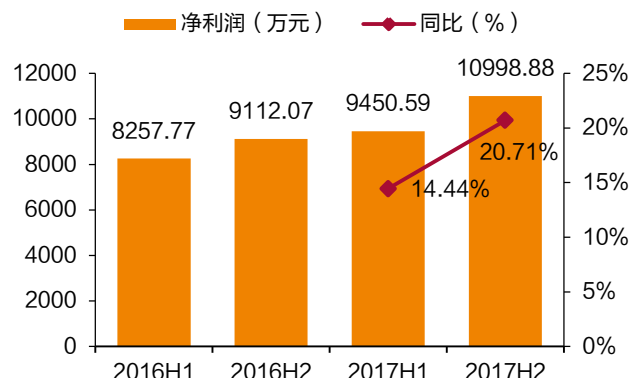
资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 70%股权的并表，17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2%股权的并表。

图 13：2016H1-2017H2 易幻网络营收及同比



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 70% 股权的并表，17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2% 股权的并表。

图 14：2016H1-2017H2 易幻网络净利润及同比



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 70% 股权的并表，17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2% 股权的并表。

精品手游全球发行和运营，打造移动出海领军者。公司继续专注于“移动网络游戏发行与运营+现代工业输送服务”双轮驱动的业务模式，制定区域化和全球化发展战略，秉承“E路游戏，Fun 眼全球”的经营思路，进行海外拓张。易幻发行和运营的游戏涵盖了战争策略类、休闲竞技类、模拟经营、MMORPG、MOBA，并于 17 年下半年调整发展策略开始布局二次元等游戏，17 年在各区域化发行市场累计新增港澳台 8 款、韩国 9 款、东南亚 14 款、其他地区 10 款，主要的产品包括：《诛仙》《射雕英雄传》《御剑情缘》《倚天屠龙记》《梦幻诛仙》《天下》《大富豪 3》《暗黑黎明 2》《如果的世界》《权力与荣耀》《权倾三国》等业界知名游戏，其中 S 级手游《最终幻想：觉醒》自 17 年 8 月 16 日率先登陆印尼市场后，榜单成绩一路飙升，上升至 AppStore 畅销榜第一，并长期霸占 Google Play 畅销榜第二，同时，其所发行的其他游戏亦取得不俗成绩，彰显易幻网络强大的区域发行能力和运营能力。

表 6：2016Q3-2017Q4 公司已上线游戏各地区排名情况

上线时间	游戏名称	上线地区	4 月 22 日排名
16Q3	剑侠情缘港澳版	香港、澳门	香港：iOS 畅销榜 231/Google Play 畅销榜 140； 澳门：iOS 畅销榜 231
	剑侠情缘	台湾	iOS 畅销榜 138/Google Play 畅销榜 140
16Q4	剑侠情缘	马来西亚、新加坡	马来西亚：iOS 畅销榜 38/Google Play 畅销榜 31； 新加坡：iOS 畅销榜 180/Google Play 畅销榜 96
	射雕英雄传	马来西亚、新加坡	马来西亚：iOS 畅销榜 137/Google Play 畅销榜 80； 新加坡：iOS 畅销榜 52/Google Play 畅销榜 106
	倚天屠龙剑 3D	泰国	iOS 畅销榜 128/Google Play 畅销榜 153
17Q1	御剑情缘 3D	马来西亚、新加坡	马来西亚：iOS 畅销榜 156/Google Play 畅销榜 187
17Q2	大圣之怒	印尼	iOS 畅销榜 868
	诛仙手游	马来西亚、新加坡	马来西亚：iOS 畅销榜 109/Google Play 畅销榜 55； 新加坡：Google Play 畅销榜 115
	熹妃传	泰国	iOS 畅销榜 62/Google Play 畅销榜 188
	孙悟空-征服世界	泰国	iOS 畅销榜 288/Google Play 畅销榜 148
17Q3	权力与荣耀	韩国	iOS 畅销榜 96/Google Play 畅销榜 49
	最终觉醒	印尼、泰国、新加坡	印尼：iOS 畅销榜 10/Google Play 畅销榜 21； 泰国：iOS 畅销榜 87/Google Play 畅销榜 42
17Q4	三国志	韩国	iOS 畅销榜 111/Google Play 畅销榜 100
	火炬之光	印尼	-
	新射雕英雄传	马来西亚、新加坡	马来西亚：iOS 畅销榜 16/Google Play 畅销榜 15； 新加坡：iOS 畅销榜 259/Google Play 畅销榜 73
	木乃伊传奇	泰国	-
	最终觉醒	马来西亚、新加坡	马来西亚：iOS 畅销榜 37/Google Play 畅销榜 20； 新加坡：iOS 畅销榜 34/Google Play 畅销榜 11

资料来源：公司公告、App Annie、Gppgle Play、天风证券研究所

庞大的海外游戏市场带动公司持续发展。公司主要聚焦于韩国、东南亚、港澳台以及台湾等市场，同时 17 年上半年通过投资在日本设立子公司，成功打入日本游戏市场，去年公司已经开始将产品推向中东、日本、南美、俄罗斯、德国等多个海外市场，逐渐布局全球游戏发行业务。根据 Newzoo 数据，预计 2017 年游戏总收入排名前三为中国、美国、日本，分别为 275.47/250.60/125.46 亿美元，2017 年日本有 1.26 亿人口，网民有 1.20 亿人，互联网渗透率达 95%，游戏市场规模达 125.5 亿美元，仅次于中国和美国。2017 年韩国有 5070 万人口，网民有 4690 万人口，互联网渗透率达 92.5%，游戏市场规模达 41.9 亿美元，位列全球第六。除日韩外，公司主要目标预期游戏市场还包括港澳台，印尼、泰国、马来西亚、新加坡等东南亚市场。其中，台湾/印尼/泰国游戏市场规模分别达到 10.3/8.8/6.0 亿美元，位列全球 TOP15/16/20。

表 7：2017 年全球游戏市场规模（分国家和地区）

排名	国家	人口 (百万)	互联网用户 (百万)	游戏用户 (百万)	游戏总收入 (百万美元)	平均游戏用户贡献收入 (美元)
1	中国	1,388.2	801.6	564.8	27,547.0	48.8
2	美国	326.5	261.2	160.3	25,059.9	156.3
3	日本	126.0	119.8	64.8	12,545.7	193.6
4	德国	80.6	73.1	37.2	4,378.1	117.7
5	英国	65.5	61.6	31.6	4,217.7	133.5
6	韩国	50.7	46.9	25.6	4,187.7	163.6
7	法国	64.9	57.4	31.6	2,967.1	93.9
8	加拿大	36.6	33.5	20.1	1,947.4	96.9
9	西班牙	46.1	38.5	24.1	1,913.0	79.4
10	意大利	59.8	43.1	24.5	1,874.6	76.5
11	俄罗斯	143.4	113.3	71.3	1,485.2	20.8
12	墨西哥	130.2	84.2	49.2	1,428.0	29.0
13	巴西	211.2	139.8	66.3	1,334.2	20.1
14	澳大利亚	24.6	21.7	10.6	1,234.4	116.5
15	台湾	23.4	21.3	13.0	1,028.5	79.1
16	印尼	263.5	71.9	43.7	879.7	20.1
17	印度	1,342.5	428.8	263.6	817.8	3.1
18	土耳其	80.4	49.1	30.8	773.9	25.1
19	沙特阿拉伯	32.7	24.8	14.4	651.2	45.3
20	泰国	68.3	31.8	18.3	597.2	32.6

资料来源：Newzoo（2017 年 6 月），天风证券研究所

现代输送工业业务情况：17 年公司实现现代输送业务营收 5.83 亿元，同比增长 26.69%，毛利 1.12 亿元，毛利率 19.14%，同比下降 11.18pcpts，主要系受国际国内环保、产量、需求等硬性因素制约，原材料采购成本上涨，输送带销售价格的传导具有一定滞后性，导致输送带产品毛利率短期下降。

表 8：2016-2017 现代输送工业业务业绩拆分

项目	2016	2017
营收（亿元）	4.60	5.83
同比（%）		26.69%
成本（亿元）	3.21	4.71
同比（%）		47.02%
毛利（亿元）	1.39	1.12
毛利率（%）	30.32%	19.14%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 加强布局构建全球化研运一体，18 年仍有 5-6 款 S 级产品值得期待

把握全球文化脉络，拓展产业延伸，形成“区域化发行”和“全球化研运一体”的战略规划布局。为适应市场环境变化，公司调整产品策略，17 年 8 月公司以自有资金投资提塔利克，未来有望与提塔利克加强业务协同，获得提塔利克部分游戏海外发行权。17 年 9 月以自有资金投资朝露科技，成功布局二次元游戏开发与运行，增强产品多元化布局。公司以游戏发行和运营为核心，加码游戏内容端布局，深度绑定 CP、研发，打造手游产业链，有望成为未来 1-2 年新的增长点。同时，把握文化脉络，确立“E 路游戏，Fun 眼全球、Yi 靠技术、Huan 醒快乐”的经营思路：1) 坚持精品游戏发行理念；2) 补强全球化团队发行力量和加大对全球化研运一体的投入，特别是加强区域化渗透，尤其是欧美地区的游戏发行水平；3) 技术升级；4) 加强泛娱乐方向布局。

18Q2 公司继续并加快全球化移动游戏的发行与布局，构建全球化研运一体。18Q1 发行的《CMM Champions Manager Mobasaka》《三国群英传》《食之契约》等多款游戏在港台、韩国等市场表现优秀，成为利润增长的重要来源，并为 18Q2 奠定利润增长的基础。《三国群英传》上线以来稳居韩国 GooglePlay 畅销榜前五，打破了韩国市场一直以来由高品质精品 MMO 手游霸榜的局面，创下了韩国 SLG 史上最好成绩，我们预计目前月流水在 700-800 万美元左右。Q2 公司将继续保持区域化移动游戏发行节奏，引进《CMM Champions Manager Mobasaka》迭代产品，世界杯等体育盛事有望助长公司体育竞技类份额。Efun 官网显示，公司将新增 2-3 款全球化移动游戏的上线运行，包括国内在腾讯发行的《寻仙》等，《三国群英传》在东南亚还会陆续上线，加上全球化二次元产品的推出，表现值得期待。

表 9：2018Q1-Q2 公司已上线游戏各地区排名情况

上线时间	游戏名称	上线地区	4 月 22 日排名
18Q1	三国群英传	韩国	iOS 畅销榜 7/Google Play 畅销榜 5
	倩女幽魂	韩国	iOS 畅销榜 65/Google Play 畅销榜 63
	孙悟空-大闹天宫	马来西亚、新加坡	马来西亚:iOS 畅销榜 132/Google Play 畅销榜 112; 新加坡:iOS 畅销榜 114
	CMM Champions	香港、澳门	香港:iOS 畅销榜 2/Google Play 畅销榜 4; 澳门: iOS 畅销榜 2
	食之契约	香港、台湾、澳门	香港:iOS 畅销榜 16/Google Play 畅销榜 16; 台湾: iOS 畅销榜 11/Google Play 畅销榜 15; 澳门:iOS 畅销榜 15
	三国:无限之战	印尼、泰国	印尼:iOS 畅销榜 116/Google Play 畅销榜 53; 泰 国: Google Play 畅销榜 112
18Q2	三国:无限之战	新加坡	iOS 畅销榜 57/Google Play 畅销榜 21

资料来源：公司公告、App Annie、Gppgle Play、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	441.33	650.26	244.68	941.25	1,056.71
应收账款	415.58	395.99	523.67	597.57	719.87
预付账款	65.74	70.48	60.69	96.63	101.84
存货	110.39	162.44	119.96	218.74	197.14
其他	401.61	70.36	277.20	268.56	254.38
流动资产合计	1,434.65	1,349.53	1,226.21	2,122.75	2,329.93
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	289.03	265.57	251.11	236.66	222.21
在建工程	4.12	0.00	8.00	16.00	24.00
无形资产	25.13	28.07	27.28	26.48	25.68
其他	1,349.29	1,562.14	1,479.03	1,479.03	1,480.49
非流动资产合计	1,667.58	1,855.78	1,765.42	1,758.17	1,752.38
资产总计	3,102.23	3,205.31	2,991.63	3,880.92	4,082.31
短期借款	0.00	20.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	332.00	549.24	225.58	703.69	511.34
其他	47.65	91.10	56.32	106.46	81.82
流动负债合计	379.65	660.34	281.90	810.15	593.16
长期借款	0.00	150.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	46.63	44.07	45.35	45.35	44.93
非流动负债合计	46.63	194.07	45.35	45.35	44.93
负债合计	426.28	854.41	327.25	855.50	638.08
少数股东权益	121.62	63.97	83.85	107.68	135.33
股本	396.77	396.77	396.77	396.77	396.77
资本公积	1,652.06	1,223.84	1,223.84	1,223.84	1,223.84
留存收益	2,149.45	1,902.55	2,183.76	2,520.97	2,912.13
其他	(1,643.95)	(1,236.23)	(1,223.84)	(1,223.84)	(1,223.84)
股东权益合计	2,675.94	2,350.90	2,664.38	3,025.42	3,444.23
负债和股东权益总	3,102.23	3,205.31	2,991.63	3,880.92	4,082.31

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	195.66	236.63	281.21	337.21	391.17
折旧摊销	118.39	114.09	15.25	15.25	15.25
财务费用	0.59	1.56	(3.00)	21.00	(10.04)
投资损失	(7.12)	(3.79)	(1.50)	(1.50)	(1.50)
营运资金变动	(390.29)	231.56	(539.44)	333.90	(319.97)
其它	229.11	(272.41)	36.74	29.45	18.28
经营活动现金流	146.33	307.64	(210.75)	735.31	93.19
资本支出	1,147.69	12.13	6.72	8.00	8.43
长期投资	(63.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,537.90)	93.41	(46.94)	(25.74)	3.81
投资活动现金流	(453.21)	105.55	(40.22)	(17.74)	12.24
债权融资	0.00	170.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1,525.43	(448.13)	15.40	(21.00)	10.04
其他	(947.70)	69.37	(170.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	577.73	(208.76)	(154.60)	(21.00)	10.04
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	270.85	204.42	(405.58)	696.56	115.46

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,464.60	1,579.82	1,891.67	2,306.33	2,659.66
营业成本	720.02	758.21	905.73	1,086.28	1,268.66
营业税金及附加	2.37	4.58	5.49	6.69	7.71
营业费用	451.37	455.56	542.91	657.30	758.00
管理费用	92.81	117.76	141.01	161.44	186.18
财务费用	(3.66)	(0.60)	(3.00)	21.00	(10.04)
资产减值损失	5.58	2.89	3.00	3.00	3.00
公允价值变动收益	0.49	(0.49)	16.86	5.62	(9.37)
投资净收益	7.12	3.79	1.50	1.50	1.50
其他	(15.22)	(9.79)	(36.72)	(14.24)	15.74
营业利润	203.72	247.89	314.90	377.73	438.28
营业外收入	6.66	0.42	0.63	0.63	0.63
营业外支出	0.22	0.33	0.01	0.01	0.01
利润总额	210.15	247.97	315.52	378.35	438.90
所得税	14.50	11.35	14.44	17.31	20.08
净利润	195.66	236.63	301.08	361.04	418.81
少数股东损益	54.93	15.62	19.88	23.83	27.65
归属于母公司净利润	140.73	221.01	281.21	337.21	391.17
每股收益(元)	0.35	0.56	0.71	0.85	0.99

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	211.74%	7.87%	19.74%	21.92%	15.32%
营业利润	166.72%	21.68%	27.03%	19.95%	16.03%
归属于母公司净利润	106.05%	57.05%	27.24%	19.91%	16.00%
获利能力					
毛利率	50.84%	52.01%	52.12%	52.90%	52.30%
净利率	9.61%	13.99%	14.87%	14.62%	14.71%
ROE	5.51%	9.66%	10.90%	11.56%	11.82%
ROIC	25.69%	11.37%	19.21%	17.58%	22.41%
偿债能力					
资产负债率	13.74%	26.66%	10.94%	22.04%	15.63%
净负债率	-1.74%	-0.64%	1.28%	2.73%	-2.49%
流动比率	3.78	2.04	4.35	2.62	3.93
速动比率	3.49	1.80	3.92	2.35	3.60
营运能力					
应收账款周转率	4.36	3.89	4.11	4.11	4.04
存货周转率	15.42	11.58	13.40	13.62	12.79
总资产周转率	0.71	0.50	0.61	0.67	0.67
每股指标(元)					
每股收益	0.35	0.56	0.71	0.85	0.99
每股经营现金流	0.37	0.78	-0.53	1.85	0.23
每股净资产	6.44	5.76	6.50	7.35	8.34
估值比率					
市盈率	37.36	23.79	18.70	15.59	13.44
市净率	2.06	2.30	2.04	1.80	1.59
EV/EBITDA	33.83	18.52	14.80	10.06	9.21
EV/EBIT	39.41	21.11	15.52	10.44	9.53

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