

宝通科技 (300031)

证券研究报告

2018年06月28日

中报预告内生增长继续提速，易幻完全收购显信心

公司公告中报业绩预告：18H1 归母净利润 1.39-1.71 亿元，同比增长 30%-60%，其中非经小于 200 万元，主要靠游戏海外发行内生增长带动。经我们拆分，18Q2 归母净利润 0.85-1.17 亿元，同比增长 21%-67%，环比增长 57%-116%，受游戏海外发行上线及优秀表现带动，二季度归母净利润提速明显。

报告期内，子公司易幻网络全球移动网络游戏的发行和运营业务保持高速增长，上半年实现净利润同比增长 40%以上。根据 App Annie 公布的“2018 年 5 月中国 App 发行商出海收入榜单”，易幻网络 5 月海外发行收入排名第 5，较 2018 年 4 月上升 1 位，较 2018 年 3 月上升 6 位。已发行的《CMM Champions Manager Mobasaka》(豪门足球)、《삼국지 M》(三国群英传)、《천공성나르시아》(九州天空城)、《Age of Civs》(全球版)、《食之契约》、《战国 DRIVE》等多款游戏在韩国、港台、东南亚、日本、欧美等市场表现优秀。其中 2018 年 3 月发行的《삼국지 M》(三国群英传) 上线 10 日流水超人民币 2000 万元，自上线三个月以来，一直稳居韩国谷歌畅销榜前五。此外，易幻网络已取得澳台已上线的爆款游戏《CMM Champions Manager Mobasaka》的迭代产品，将在全球上线。

完全收购易幻网络增强全球化布局，领导层回购计划彰显长期信心。上周公司公告，拟以自有资金 1.5-1.8 亿元收购易幻网络 5.84% 的股权（尚需通过股东大会批准），易幻网络估值也达到 25.7-30.8 亿元，相比于 2017Q1 的 20.7 亿元（现金 5 亿元收购 24.2% 股权）有所提高，完成收购易幻网络 100% 股份可提升公司盈利能力，在继续提高海外发行能力后，公司将继续沿着全球化研运一体的方向前进。易幻网络领导层将以交易款项不超过 8000 万回购公司股票，结合公司前期 3 亿回购计划（优先用于员工激励），彰显股东及管理层长期信心！

投资建议：18H1 归母 1.39-1.71 亿元，同比增长 30%-60%，公司拟以自有资金 1.5-1.8 亿元收购易幻网络 5.84% 剩余股权，易幻网络领导层将以交易款项不超过 8000 万回购公司股票，结合公司前期 3 亿回购计划（优先用于员工激励），彰显股东及管理层长期信心！公司 18H1 净利润增速明显提速，我们维持前期盈利预测，预计公司 18-20 年净利润分别为 2.8 亿/3.4 亿/3.9 亿，对应估值 19x/16x/14x，同比增速 27%/20%/16%，对应 18-20 年 PEG 0.69/0.78/0.88，按中线预期上半年业绩完成度超 55%，18 年业绩有望实现快速增长，维持“买入”评级。

风险提示：游戏上线进度或流水表现不及预期、人民币升值风险、并购整合进度不达预期效果

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	389.66
增长率(%)	106.05	57.05	27.24	19.91	15.55
EPS(元/股)	0.35	0.56	0.71	0.85	0.98
市盈率(P/E)	37.39	23.81	18.71	15.60	13.50
市净率(P/B)	2.06	2.30	2.09	1.89	1.70
市销率(P/S)	3.59	3.33	2.78	2.28	1.98
EV/EBITDA	33.83	18.52	14.99	10.37	9.69

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	13.26 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)	5,261.14
流通 A 股市值(百万元)	3,403.88
每股净资产(元)	5.82
资产负债率(%)	25.51
一年内最高/最低(元)	22.20/12.01

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



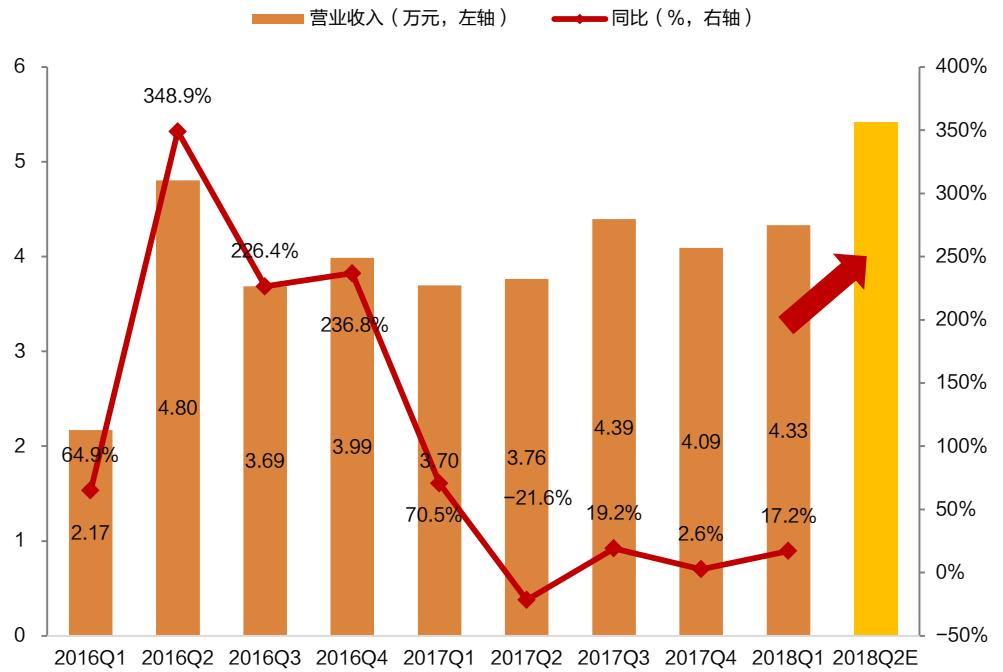
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《宝通科技-年报点评报告: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》 2018-04-26
- 2 《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
- 3 《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

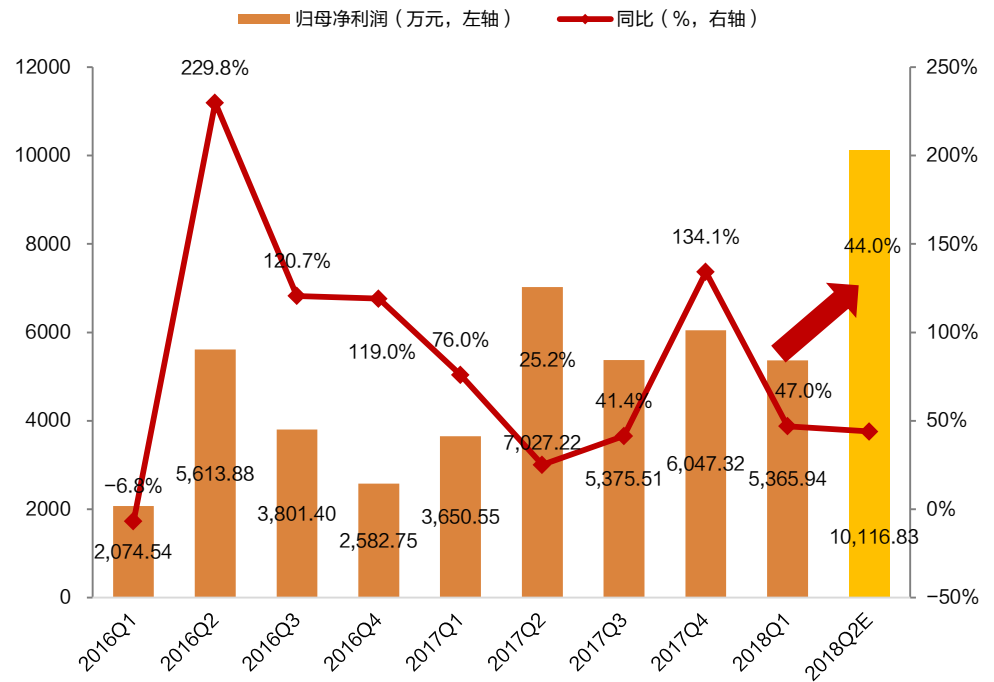


图 1: 2016Q1-2018Q2E 宝通科技营收变动情况



资料来源: Wind、天风证券研究所; 注: 2018Q2E 依照归母净利润增速中位数推算

图 2: 2016Q1-2018Q2E 宝通科技归母净利润变动情况



资料来源: Wind、天风证券研究所; 注: 2018Q2E 为公司预计归母净利润数据的中位数

表 1: 2018 年 2-5 月中国 APP 发行商出海收入排行榜 (iOS&Google Play)

排名	2018 年 2 月	2018 年 4 月	2018 年 5 月
1	IGG	FunPlus	FunPlus
2	FunPlus	IGG	IGG
3	智明星通	网易	网易
4	网易	智明星通	智明星通
5	龙腾简合	龙腾简合	易幻网络
6	卓杭网络	易幻网络	龙腾简合
7	龙创悦动	游族	腾讯
8	Tap4Fun	Tap4Fun	昆仑
9	沐瞳科技	龙创悦动	乐元素
10	米哈游	腾讯	龙创悦动
11	易幻网络	昆仑	卓杭网络

资料来源: App Annie、天风证券研究所; 注: App Annie 未发布 3 月排名数据

表 2: 易幻网络 18 年代表新游海外畅销榜最高排名

游戏名称	iOS		GooglePlay	
	上线时间	畅销榜最高排名、地区、时间	上线时间	畅销榜最高排名、地区、时间
倩女幽魂	2018 年 1 月 15 日	28 韩国 2018 年 4 月 6 日	2018 年 1 月 4 日	43 韩国 2018 年 2 月 7 日
Monkey King: Havoc in Heaven	2018 年 1 月 29 日	14 马来西亚 2018 年 3 月 13 日	2018 年 2 月 4 日	36 马来西亚 2018 年 3 月 11 日
豪门足球	2018 年 2 月 9 日	1 香港 2018 年 2 月 23 日 1 澳门 2018 年 5 月 28 日	2018 年 2 月 7 日	1 香港 2018 年 2 月 25 日 1 澳门 2018 年 3 月 8 日
三国群侠传	2018 年 3 月 14 日	3 韩国 2018 年 4 月 16 日	2018 年 2 月 9 日	4 韩国 2018 年 4 月 30 日
食之契约	2018 年 3 月 9 日	2 澳门 2018 年 3 月 27 日 8 香港 2018 年 3 月 20 日 9 台湾 2018 年 3 月 27 日	2018 年 3 月 7 日	5 香港 2018 年 4 月 2 日 5 澳门 2018 年 3 月 23 日 13 台湾 2018 年 4 月 27 日
寻仙手游-新马版	2018 年 4 月 25 日	21 马来西亚 2018 年 4 月 27 日	2018 年 4 月 25 日	10 马来西亚 2018 年 5 月 4 日
九州天空城 3D	2018 年 6 月 13 日	7 马来西亚 2018 年 6 月 17 日 10 新加坡 2018 年 6 月 17 日	2018 年 5 月 14 日	12 马来西亚 2018 年 6 月 20 日 32 新加坡 2018 年 6 月 26 日
Hunter World	2018 年 6 月 13 日	69 泰国 2018 年 6 月 27 日	2018 年 6 月 13 日	125 泰国 2018 年 6 月 21 日

资料来源: App Annie、天风证券研究所

表 3：易幻网络股权收购相关情况

收购完成时间	收购股权份额 (%)	交易金额 (亿元)	对应估值 (亿元)
2015 年 11 月 7 日	3.34%	0.63	18.24
2016 年 3 月 10 日	66.66%	12.57	18.85
2017 年 2 月 28 日	24.16%	5.00	20.72
2018 年 6 月 23 日	5.84%	1.50-1.80	25.70-30.85

资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：2018 年收购尚需股东大会通过

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	186.62	813.57	846.97
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	1,168.15	1,995.07	2,120.19
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	2,933.57	3,753.24	3,872.57
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	135.22
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	2,125.70	2,393.29	2,702.50
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	2,606.32	2,897.74	3,234.49
负债和股东权益总	3,102.23	3,205.31	2,933.57	3,753.24	3,872.57

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	195.66	236.63	281.21	337.21	389.66
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	(8.34)
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	18.17
经营活动现金流	146.33	307.64	(210.75)	735.31	93.27
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)	8.34
其他	(947.70)	69.37	(228.06)	(69.62)	(80.45)
筹资活动现金流	577.73	(208.76)	(212.66)	(90.62)	(72.11)
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	(463.63)	626.95	33.40

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	(8.34)
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	436.58
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	437.20
所得税	14.50	11.35	14.44	17.31	20.00
净利润	195.66	236.63	301.08	361.04	417.20
少数股东损益	54.93	15.62	19.88	23.83	27.54
归属于母公司净利润	140.73	221.01	281.21	337.21	389.66
每股收益(元)	0.35	0.56	0.71	0.85	0.98

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%	15.58%
归属于母公司净利润	106.05%	57.05%	27.24%	19.91%	15.55%
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%	14.65%
ROE	5.51%	9.66%	11.15%	12.09%	12.57%
ROIC	25.69%	11.37%	19.21%	17.58%	22.41%
偿债能力					
资产负债率	13.74%	26.66%	11.16%	22.79%	16.48%
净负债率	-1.74%	-0.64%	1.31%	4.85%	1.30%
流动比率	3.78	2.04	4.14	2.46	3.57
速动比率	3.49	1.80	3.72	2.19	3.24
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	0.62	0.69	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.35	0.56	0.71	0.85	0.98
每股经营现金流	0.37	0.78	-0.53	1.85	0.24
每股净资产	6.44	5.76	6.36	7.03	7.81
估值比率					
市盈率	37.39	23.81	18.71	15.60	13.50
市净率	2.06	2.30	2.09	1.89	1.70
EV/EBITDA	33.83	18.52	14.99	10.37	9.69
EV/EBIT	39.41	21.11	15.72	10.77	10.03

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