

# 宝通科技 (300031)

证券研究报告

2019年01月23日

## 游戏出海区域化发行龙头，向全球研运一体化起航

收购易幻手游出海扬帆起航，营收毛利率双向提升。

宝通科技 2000 年以传送带业务起家，16 年 3 月收购移动网络游戏全球发行和运营商易幻网络 66.66% 股权，进军手游出海发行，于 18 年 8 月完成易幻所有股权收购。受易幻并表及《六龙御天》、《三国志 M》等头部游戏带动，18Q1-Q3 营收 15.47 亿元，同增 32.20%；归母净利润 2.22 亿元，同增 38.04%，扣非归母净利 2.19 亿元，同增 39.26%。因手游发行业务并表及海外发行经验积累，盈利能力持续提升，18Q1-Q3 毛利率 55.43%，同增 5.71pcts，净利率 15.66%，同增 0.87pcts。18 年全年归母净利润预告指引 2.65 亿~3.09 亿元，同增 20%~40%，符合我们预期。

国内游戏行业经营及政策压力倒逼 CP 出海，易幻网络具备先发优势。

国内游戏进入存量市场，互联网行业用户红利减退。监管部门积极引导游戏行业供给侧改革，版号实行总量限制，鼓励游戏原创精品的研发，支持传承中国优秀文化的游戏内容出海。中国自研游戏在国际市场认可度提升：根据 App Annie，18H1 中国公司海外游戏下载量 15 亿，较 17 年底增长 25%；中国公司的海外游戏用户总支出 26 亿美元，较 17 年底增长 23.8%。我们对竞争格局进行梳理，App Annie 18 年中国发行商出海收入易幻网络排名第 9，区域化发行第 1，具备发行经验及资金实力，有望继续开疆拓土。

立足于区域化发行，布局全球研运一体化，纵向完善手游出海产业链。

1) 确立区域化发行与全球化研运一体双商业模式，开创出海发展新局面。2017-2018 年间，公司投资了落鱼互动、HIHO、蓝滴信息、C4CAT 等多个优秀游戏研发公司和海外发行公司，我们对公司近两年对外投资进行详细梳理，发现公司通过投资进行产品定制、联合开发等加强内容合作和获取。

2) 公司海外发行的 S 级游戏数量以及可触达的流水天花板不断提升，18-19 年业绩预计有高增长，我们预计 19Q1 净利增速在 40-50% 的范围。18Q4《我叫 MT4》(11 月 22 日港澳台上线)、《万王之王》(11 月 8 日韩国上线) 等高质量 S 级手游上线，19Q1 将进入利润回收周期。

3) 公司通过产业基金加深互联网布局，公司投资 2.1 亿持股 87.5% 的宝通辰轩互联网产业投资基金投资的微盟已于 19 年 1 月 15 日在香港上市。

**投资建议：**目前公司正在进行 1~3 亿回购计划，截至 18 年底已回购 1.52 亿元，彰显管理层信心。我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 2.81/3.43/4.15 亿元，同比增长 27%/22%/21%，对应估值为 17x/14x/11x。当前游戏行业 18-20 年估值中枢分别为 18x/14x/12x，考虑公司立足海外发行，并往产业链上游完善全球研运一体化布局的战略符合行业发展趋势，我们维持前期目标价，维持“买入”评级。

**风险提示：**游戏上线时间或表现不及预期、税收政策变化等政策趋严

| 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 | 2,084.25 | 2,541.12 | 3,055.45 |
| 增长率(%)      | 211.74   | 7.87     | 31.93    | 21.92    | 20.24    |
| EBITDA(百万元) | 233.08   | 278.33   | 337.48   | 407.43   | 485.68   |
| 净利润(百万元)    | 140.73   | 221.01   | 281.27   | 342.96   | 415.07   |
| 增长率(%)      | 106.05   | 57.05    | 27.27    | 21.93    | 21.02    |
| EPS(元/股)    | 0.35     | 0.56     | 0.71     | 0.86     | 1.05     |
| 市盈率(P/E)    | 33.55    | 21.36    | 16.79    | 13.77    | 11.38    |
| 市净率(P/B)    | 1.85     | 2.06     | 1.87     | 1.69     | 1.51     |
| 市销率(P/S)    | 3.22     | 2.99     | 2.27     | 1.86     | 1.55     |
| EV/EBITDA   | 33.83    | 18.52    | 13.15    | 9.24     | 7.97     |

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   | 11.90 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)   | 4,721.54   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,054.77   |
| 每股净资产(元)      | 5.64       |
| 资产负债率(%)      | 31.53      |
| 一年内最高/最低(元)   | 16.14/9.82 |

### 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:提醒关注《万王之王》、《我叫 MT4》等 S 级手游上线》 2018-11-13
- 2 《宝通科技-公司点评:中报预告内生增长继续提速，易幻完全收购显信心》 2018-06-28
- 3 《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



## 内容目录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. 公司介绍：收购易幻进军手游出海，过去三年实现快速增长</b> .....          | <b>4</b>  |
| 1.1. 历史回顾：传送带业务起家，后收购易幻网络进军游戏海外发行 .....             | 4         |
| 1.2. 公司股权结构及管理团队：深耕游戏出海，高管团队稳固 .....                | 4         |
| 1.3. 业务介绍：移动游戏与输送服务双主业并行发展.....                     | 6         |
| 1.3.1. 易幻网络以区域化发行为突破口，布局全球化研运一体发展，是公司业绩增长核心.....    | 6         |
| 1.3.2. 易幻网络主要游戏产品信息 .....                           | 8         |
| 1.3.3. 现代输送服务业务转型升级，营收及毛利率双向提升带动利润增长.....           | 12        |
| 1.4. 财务分析：游戏出海发展迅猛，近年来毛利率快速提升 .....                 | 13        |
| <b>2. 行业分析：产业趋势及政策支持下，中国手游扬帆出海</b> .....            | <b>18</b> |
| 2.1. 国内游戏进入存量市场，监管引导供给侧改革，大量 CP 有出海需求.....          | 18        |
| 2.2. 政策支持新高度，打造中国游戏文化品牌.....                        | 21        |
| 2.3. 海外游戏市场广阔，中国游戏认可度提升，不断打破出海天花板 .....             | 21        |
| 2.3.1. 海外游戏市场增速快，市场广阔，中国公司正积极布局欧美日韩主要游戏市场 .....     | 21        |
| 2.3.2. 中国自研游戏认可度提升，不断突破海外市场天花板.....                 | 23        |
| 2.4. 中国主要游戏公司出海成绩亮眼，有望在政策鼓励下继续开拓疆土.....             | 24        |
| <b>3. 投资观点：立足于区域化发行，布局全球研运一体化，纵向完善手游出海产业链</b> ..... | <b>26</b> |
| 3.1. 经验与资金，区域化发行龙头具备竞争优势 .....                      | 26        |
| 3.2. 布局全球化研运一体战略，投资+孵化提高研发实力 .....                  | 27        |
| 3.3. 公司产品储备充足，业绩稳定性强，预计未来三年复合增长率可达 20% .....        | 29        |
| <b>4. 盈利预测：区域化发行+全球研运一体化，符合发展趋势，维持买入评级</b> .....    | <b>30</b> |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：宝通科技历史沿革.....                      | 4  |
| 图 2：宝通科技十大股东持股情况 .....                 | 5  |
| 图 3：宝通科技业务介绍.....                      | 6  |
| 图 4：易幻网络主要游戏产品上线时间 .....               | 8  |
| 图 5：《三国志 M》游戏图片 .....                  | 8  |
| 图 6：《三国志 M》韩国 iPhone 畅销榜排名情况 .....     | 9  |
| 图 7：《万王之王》游戏界面.....                    | 9  |
| 图 8：《万王之王》韩国地区 iPhone 畅销榜排名情况 .....    | 10 |
| 图 9：《我叫 MT4》游戏界面图片.....                | 10 |
| 图 10：《我叫 MT4》香港地区 iPhone 畅销榜排名情况 ..... | 11 |
| 图 11：《我叫 MT4》台湾地区 iPhone 畅销榜排名情况 ..... | 11 |

|   |    |
|---|----|
| 图 12: 《六龙御天》游戏界面图片 .....  | 12 |
| 图 13: 《六龙御天》香港地区 iPhone 畅销榜排名 .....                               | 12 |
| 图 14: 宝通科技 2015-2018 年前三季度营业收入及增速 .....                           | 13 |
| 图 15: 2016H1-2018H1 宝通科技业务占比情况 .....                              | 13 |
| 图 16: 宝通科技 2016-2018Q3 单季度营业收入及增速 .....                           | 14 |
| 图 17: 宝通科技 2015-2018 年归母净利润及增速 .....                              | 15 |
| 图 18: 宝通科技 2015-2018 年前三季度扣非归母净利润及增速 .....                        | 15 |
| 图 19: 宝通科技 2016-2018Q4 单季度归母净利润及增速 .....                          | 16 |
| 图 20: 宝通科技 2016-2018Q3 单季度毛利率及净利率情况 .....                         | 16 |
| 图 21: 2016 年-2018 年上半年手机游戏运营与传送带制造业务毛利率 .....                     | 17 |
| 图 22: 2016-2018 年前三季度公司三项费用率情况 .....                              | 17 |
| 图 23: 2016-2018 前三季度公司应收账款情况 .....                                | 18 |
| 图 24: 2016-2018 前三季度公司经营活动现金流情况 .....                             | 18 |
| 图 25: 中国互联网用户规模及互联网普及率 .....                                      | 19 |
| 图 26: 中国移动互联网规模及渗透率 .....   | 19 |
| 图 27: 2018 年中国游戏产业政策 .....  | 20 |
| 图 28: 17 年 1 月-18 年 3 月版号过审手游数量 (单位: 个) .....                     | 20 |
| 图 29: TOP200 新游数量减少, 头部游戏生命周期拉长 .....                             | 20 |
| 图 30: 人民日报 2 月 6 日文章 .....  | 21 |
| 图 31: 人民日报海外版 11 月 30 日文章 .....                                   | 21 |
| 图 32: 2008-2018 中国游戏市场实际销售收入 .....                                | 22 |
| 图 33: 2013-2018 全球游戏市场规模及增速 .....                                 | 22 |
| 图 34: 2018 年全球游戏收入前十的国家 .....                                     | 23 |
| 图 35: 2008-2018 年中国自研游戏海外市场销售收入 .....                             | 24 |
| 图 36: 2017H1-2018H1 中国公司海外游戏下载量 .....                             | 24 |
| 图 37: 2017H1-2018H1 中国公司海外游戏用户总支出 .....                           | 24 |
| 图 38: 2018 年 2 月-12 月主要游戏公司出海收入排名 .....                           | 25 |
| 图 39: 2018 年中国发行商出海收入排名 .....                                     | 26 |
| 图 40: 2018 年中国手游收入 TOP30 .....                                    | 26 |
| 图 41: 中国游戏出海产业链及价值链 .....   | 27 |
| <br>  |    |
| 表 1: 宝通科技高管及董事信息 .....  | 5  |
| 表 2: 易幻网络职能部分划分 .....   | 7  |
| 表 3: 2018 年美日韩移动游戏市场相关数据 .....                                    | 23 |
| 表 4: 2018H1 主要游戏公司海外业务收入、毛利、毛利率, 与同行相比公司 18 年上半年海外收入及毛利增长明显 ..... | 26 |
| 表 5: 宝通科技 2017-2018 年投资标的情况 .....                                 | 28 |
| 表 6: 公司产业基金投资情况 .....   | 29 |
| 表 7: 游戏上线时间及最新畅销排名 (截至 2019 年 1 月 18 日) .....                     | 30 |
| 表 8: 可比公司估值表 .....  | 31 |

## 1. 公司介绍：收购易幻进军手游出海，过去三年实现快速增长

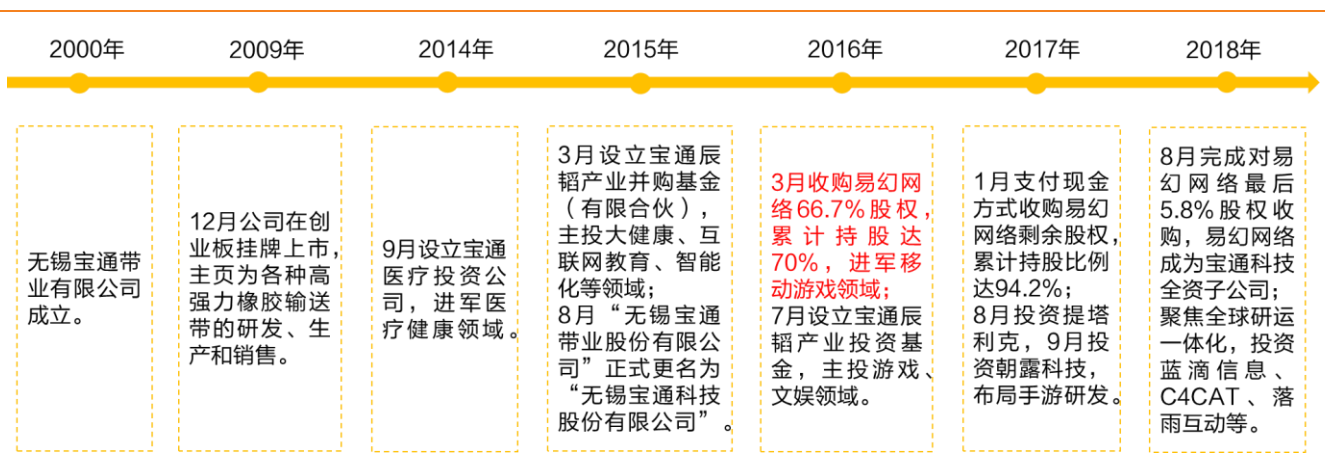
### 1.1. 历史回顾：传送带业务起家，后收购易幻网络进军游戏海外发行

宝通科技成立于 2000 年，以传送带业务起家，从事各类高强力橡胶输送带的研发、生产和销售。2009 年 12 月宝通科技挂牌创业板上市。受宏观经济影响，传统行业景气度逐渐下行，公司积极进行新领域的探索与转型。2016 年 3 月，公司通过发行股份及支付现金方式购买易幻网络 66.66% 的股权，累计持有易幻网络 70% 的股权，正式进军移动游戏领域，布局移动游戏发行及运营。2016 年 7 月，公司公告设立宝通辰韬互联网产业投资基金合伙企业，加速互联网领域的横向和纵向布局。

经过多次收购，公司于 18 年 8 月完成对易幻网络最后 5.8% 股权的收购，当前易幻网络已成为宝通科技的全资子公司。易幻网络是国内领先的移动网络游戏的全球发行和运营商，自 2012 年成立并进入移动游戏发行市场至今，公司已将上百款国内的游戏作品发行到港澳台、韩国、东南亚、欧美等多个游戏市场并取得较高的市场份额，其主要产品包括：《三国志 M》、《万王之王》、《我叫 MT4》、《六龙御天》等。

2018 年，除了原有发展成熟的韩国、东南亚、港澳台地区外，公司在日本、欧美等细分区域市场也建立了成熟的发行推广团队。在上述单“区域化”市场取得优秀的经营业绩的前提下，易幻网络进一步扩大市场份额，投资了落鱼互动、HIHO，加大了拓展欧美市场的力度，同时推出多款全球同服的移动网络游戏，不断升级盈利模式，逐步形成了业务产品上“区域化”与“全球化”的运营模式。同时，公司拓展新业务，挖掘优秀的游戏研发公司，投资了蓝滴信息、C4CAT，拓宽了易幻网络全球化游戏内容的供应渠道，探索合作新模式，逐渐涉足游戏研发业务。打造以产品、市场、用户为导向的研运一体的生态体系，形成生态体系内良性协同。目前，宝通科技已逐步形成“移动互联网业务+现代工业散货物料智能输送及服务”双主业的经营模式，未来立志成为国际领先的“区域化”发行与运营和“全球化”研运一体并重的移动网络游戏公司。

图 1：宝通科技历史沿革



资料来源：公司公告、天风证券研究所

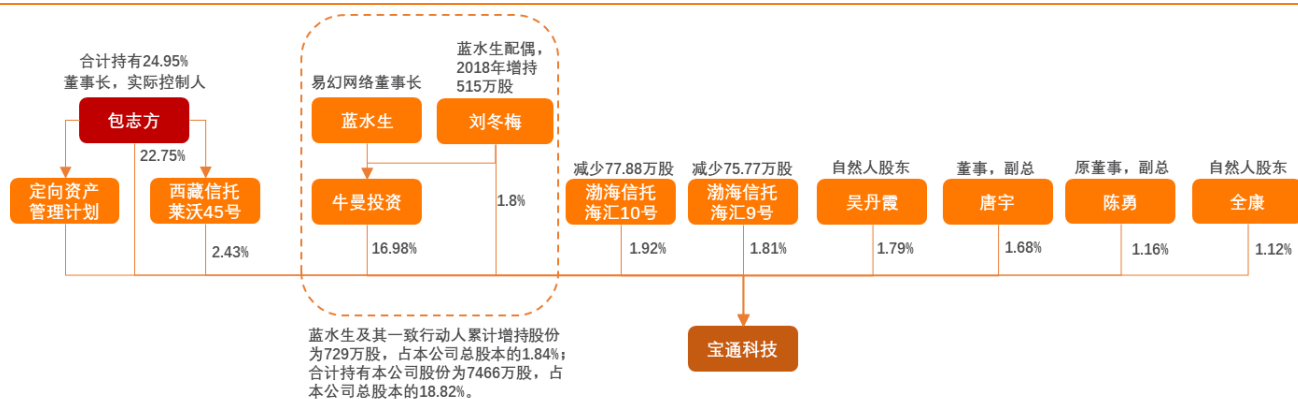
### 1.2. 公司股权结构及管理团队：深耕游戏出海，高管团队稳固

截至 2018 年 8 月 30 日，公司实际控制人为董事长包志方，其个人持有宝通科技 22.75% 的股份，加上西藏信托计划合计持有 24.95% 的股份。二股东为牛曼投资持股 16.98%，实质



为易幻网络创始人（蓝水生、刘冬梅）持股，其中有 6737 万股限售股将于 2019 年 4 月 29 日解禁，属于 16 年上市的首发后机构类限售股。目前大股东包志方质押率为 69.5%，二股东牛曼投资（易幻网络）为 100%，质押风险较低。

图 2：宝通科技十大股东持股情况



资料来源：公司公告（2018 年三季度）、天风证券研究所

宝通科技以及子公司易幻网络拥有优秀业绩记录的强大管理团队，通过多年专注深耕移动网络游戏海外市场，管理团队能够更准确把握行业的风向和命脉。管理团队能够长期保持稳定，2016 年收购时协议保证易幻网络核心经营管理人员（包括但不限于蓝水生、杜潇潇、张利乾等），在目标公司的离职时间不得早于 2019 年 12 月 31 日。

表 1：宝通科技高管及董事信息

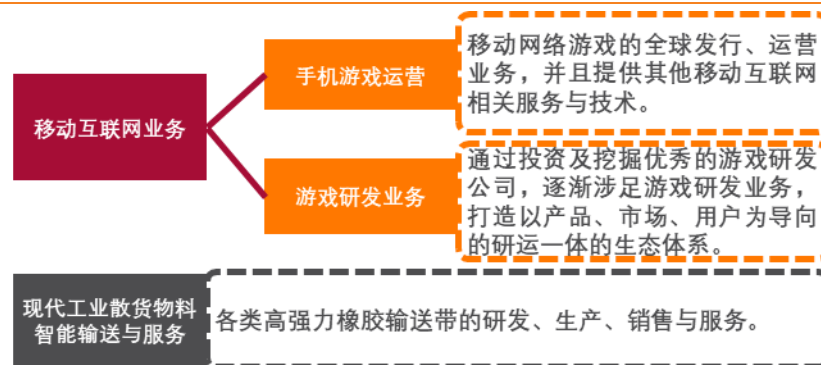
| 姓名  | 职位       | 主要工作经历  |
|-----|----------|---|
| 包志方 | 董事长      | 1976 年起任职于无锡市橡胶厂，1980 年至 1988 年在上海 全国胶带测试中心进修、工作，1988 年至 1991 年在无锡市橡胶厂任供销科科长，1992 年至 2000 年历任无锡市橡胶厂供销科副科长、供销公司副经理、经理、厂长助理、副厂长。2000 年 12 月至 2016 年 6 月任公司董事长、总经理，现任公司董事长。2015 年 1 月起包志方先生兼任上海雅顺投资有限公司执行董事。2015 年 1 月起兼任浙江诺特健康科技股份有限公司董事。2016 年 3 月 7 日起包志方先生兼任控股子公司广州易幻网络科技有限公司董事。2017 年 12 月 26 日起兼任无锡百年通工业输送有限公司 执行董事、总经理。 |
| 陈希  | 总经理，董事   | 自 2006 年起就职于公司，2008 年 7 月起至 2016 年 6 月任公司董事会秘书，2011 年 7 月起至 2016 年 6 月任公司副总经理，2013 年 8 月起至今兼任公司董事。2013 年 12 月起兼任全资子公司无锡宝通新材料技术有限公司总经理。2014 年 10 月起陈希先生兼任全资子公司无锡宝通医疗投资有限公司监事。  |
| 唐宇  | 副总经理，董事  | 现任公司董事，副总经理。1986 年 7 月至 2000 年 11 月曾任职于无锡市橡胶厂销售科，2000 年起至今任公司副总经理。  |
| 杜潇潇 | 易幻网络 CEO | 现任易幻网络 CEO。2004 年至 2006 年曾任广州南软科技有限公司总监，2007 年至 2009 年曾任广州盛易网络科技有限公司总监，2009 年至 2010 年曾任广州昊动网络科技有限公司总监，2010 年至 2012 年曾任上海盛大网络有限公司项目主管。2012 年起担任易幻网络监事及商务负责人，广州易幻网络有限公司董事、总经理。  |
| 张利乾 | 副总经理，董事  | 现任公司副总经理及董事。2013 年至 2016 年 6 月任广州易幻网络财务负责人。曾任安永会计师事务所审计师。   |
| 周庆  | 财务负责人    | 2011 年 7 月起至今任公司财务负责人。1997 年 8 月进入无锡小天鹅股份有限公司工作，历任财务经理、财务部部长，会计机构负责人等职。2008 年 10 月进入无锡出口加工区建设有限公司，担任财务总监职务。2010 年 1 月进入无锡吴文化博览园建设发展有限公司，担任财务负责人职务。2013 年 12 月起兼任全资子公司无锡宝通新材料技术有限公司财务负责人。  |

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 1.3. 业务介绍：移动游戏与输送服务双主业并行发展

公司围绕移动网络游戏发行及运营业务和现代输送服务业务两个业务共同发展。一方面，公司致力于加速推进移动互联网业务的发展，布局移动网络游戏发行与营运的完整产业链，并通过投资及挖掘优秀游戏研发公司（提塔利克、朝露科技等），逐步涉足游戏研发业务；另一方面，公司确保夯实现代输送服务业务市场，构建公司多元化可持续发展的企业生态系统，为公司的可持续发展打下坚实的基础。

图 3：宝通科技业务介绍



资料来源：公司公告、天风证券研究所

#### 1.3.1. 易幻网络以区域化发行为突破口，布局全球化研运一体发展，是公司业绩增长核心

公司的控股子公司易幻网络是中国领先的移动网络游戏的全球发行和运营商。易幻网络自成立之初就一直专注于中国移动网络游戏的海外发行和运营，并在韩国、东南亚、日本、港澳台、欧美等细分区域市场建立了成熟的发行推广团队并取得优秀的经营业绩，在上述细分市场成功发行上百款国内知名移动网络游戏作品。

易幻网络发行和运营游戏类型涵盖了战争策略类、角色扮演类、休闲竞技类、模拟经营、MMO、MOBA 等多种类型，主要的产品包括：《권력:THE RULERS》（《权力与荣耀》）、《最终幻想:觉醒》（《FINAL FANTASY AWAKENING》）、《剑侠情缘》、《御剑情缘》、《诛仙》、《六龙御天》、《圣堂之战》、《天下》、《三国志 PK(一统天下)》、《天天炫舞》等头部游戏。

易幻网络承诺 16/17/18 年净利润分别为 1.55 亿/2.02 亿/2.62 亿，业绩对赌方为蓝水生及其旗下的牛曼投资。根据公司业绩完成情况的专项说明，易幻 2016、2017 年均超额完成目标，2016 年完成率为 111.65%，2017 年完成率为 100.76%，我们预计 18 年易幻网络也将超额完成承诺业绩。2018H1 受益于《三国志 M》、《权力与荣耀》等头部游戏出色表现，易幻网络实现营收 6.55 亿，同比增长 36.65%，毛利率 68.3%，较同期增长 5.75pcts，实现净利润 1.36 亿元，同比增长 44.30%。

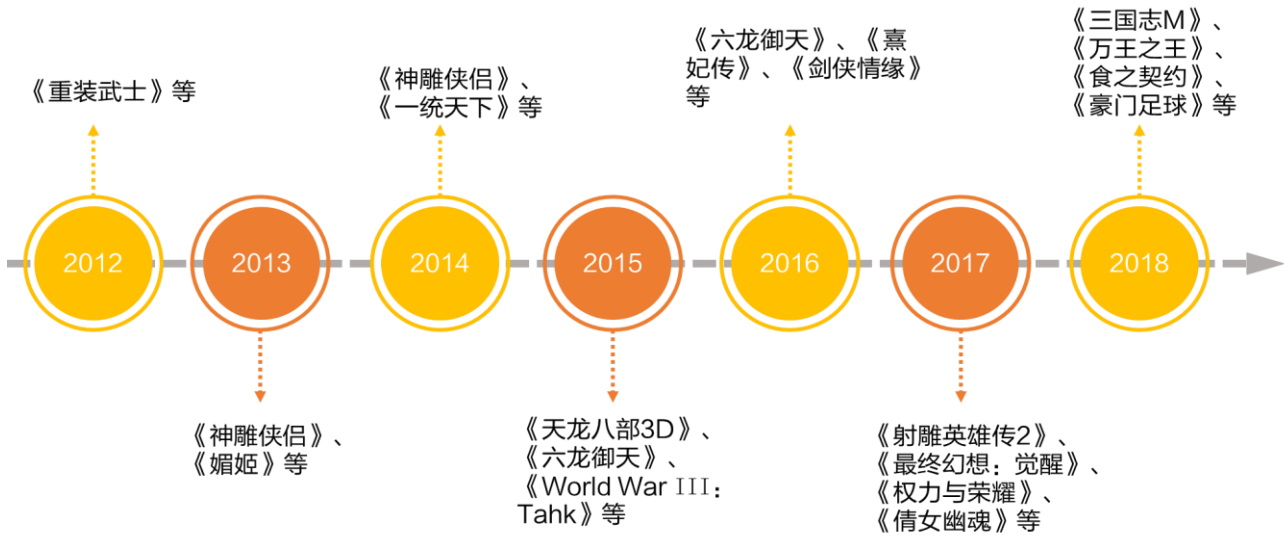
表 2：易幻网络职能部分划分

| 各部门    | 职能  |  |
|--------|---|--|
| 运营中心   | 产品部   | 负责对公游戏进行用户需求分析,参与活动策划,使游戏适合不同语言及文化环境玩家的操作体验和使用习惯;以及项合不同语言及文化环境玩家的操作体验和使用习惯;以及项合不同语言及文化环境玩家的操作体验和使用习惯;以及项目运营维护工作。 |
|        | 市场部   | 负责公司游戏产品的运营推广,进行线上运营活动策划、用户需求挖掘、提高产品用户留存率;进行商务合作、媒体拓展。   |
|        | 设计部   | 负责公司游戏外部宣传和内部活动所需的美术宣传资料制作,游戏概念设计、文化背景检查、故事线撰写。  |
|        | 客服部<br>平台部  | 解决玩家游戏问题,反馈玩家意见建议,做好运营辅助支持,树立公司品牌形象<br>渠道拓展,内部数据整理及分析。   |
| 技术中心   | 运维部   | 负责公司的产品运营维护,通过提供技术解决方案提升产品运营质量、服务器维护及管理,负责网络环境规划及维护;负责开发环境部署及维护;负责软硬件资产管理变更;负责各项目版本配置管理。                         |
|        | 开发部   | 负责各项目需求的公共模块的开发合作,与运营中心的平台相关工作对接。  |
|        | 数据部   | 针对产品运营数据进行获取、整理、清洗、汇总、分析,企业内部运营支持系统的开发及维护。   |
| 商务中心   | 商务部   | 负责商务谈判及市场拓展业务。   |
|        | 评测部   | 负责对商务谈判的游戏进行测试、质量保证;对多种游戏进行测试,及时发现优秀产品并进行推荐。   |
| 人事行政中心 | 人事部   | 负责员工招聘与配置;员工培训与开发;员工绩效管理;员工薪酬福利管理;员工劳动关系和人事服务。   |
|        | 行政部   | 负责公司办公环境装修维护;公司行政事务处理;采购公司所需物资;供应商筛选、评估、分析等。   |
| 财务部    | 负责公司财务会计政策和财务管理制度的制订与执行;负责公司年度财务预算的制订、控制和监督;完成日常账务核算和财务报表、内部管理报表的编制;审核各类费用开支,对资金支出实施有效控制;审核各项投资支出和项目资金、产品研发资金支出及薪资支付情况;负责公司税务的筹划、计算、申报等税务相关工作;负责统一安排和落实盘点等各项资产管理,确保公司各项资产安全;配合公司审计工作。 |  |

资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：2016 年 12 月宝通科技 24.1644%收购方案披露；

### 1.3.2. 易幻网络主要游戏产品信息

图 4：易幻网络主要游戏产品上线时间



资料来源：公司公告、App Annie、天风证券研究所

- 《三国志 M》

《三国志 M》韩语版是由星辉天拓游戏研发，易幻网络发行的 SLG 游戏，于 2018 年 3 月 14 日在韩国市场正式上线，上线 10 日流水超 0.2 亿元，单日流水破百万美金。4 月份便进入海外 App Store & Google Play 中国手游收入 TOP30 榜单，且位列第七。《三国志 M》制作精良，具有以下三方面的竞争优势：一是产品质量优异，当地匹配程度高。二是玩法创新性强。三是游戏推广包装精良，由易幻网络邀请韩国著名小说家代言。

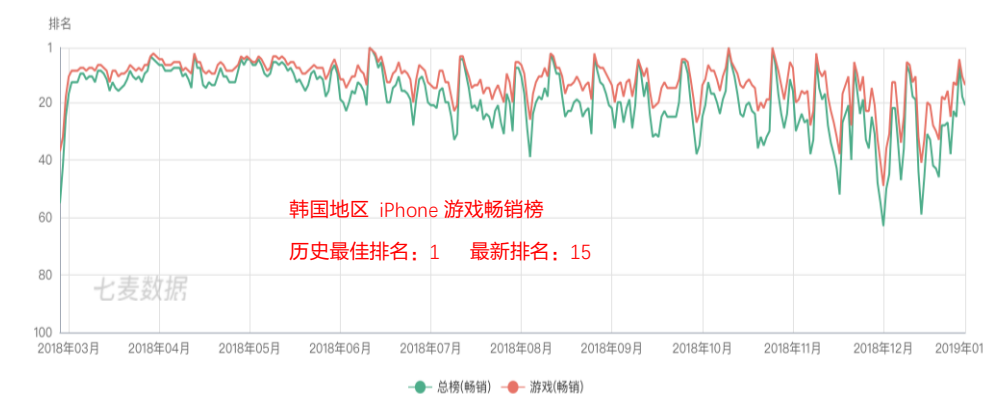
图 5：《三国志 M》游戏图片



资料来源：公司官网、天风证券研究所



图 6:《三国志 M》韩国 iPhone 畅销榜排名情况



资料来源: 七麦数据、天风证券研究所 注: 排名数据自 2018 年 3 月 15 日至 2019 年 1 月 20 日

● 《万王之王》

2018 年 11 月 8 日, 由祖龙娱乐研发, 易幻代理发行韩国地区的《万王之王》韩语版正式上线, 国内由腾讯发行, 8 月国内上线后连续 24 天稳居国内 App Store 游戏畅销榜 TOP10。游戏自测试阶段起就受到大量韩国用户的高度关注, 上线后榜单成绩一路飙升, 韩国 iOS 畅销榜峰值排名第 2, 截至 1 月 20 日最新排名第 8, 依然保持亮眼成绩, 也成功获得 Google Play 首页推荐。

图 7:《万王之王》游戏界面



资料来源: 游戏界面、天风证券研究所

图 8:《万王之王》韩国地区 iPhone 畅销榜排名情况



资料来源: App Annie、天风证券研究所 注: 时间自 2018 年 11 月 8 日至 2019 年 1 月 20 日

### ● 《我叫 MT4》

《我叫 MT4》是 MT 系列正版 IP 授权, 由四川乐动卓悦研发、国内由腾讯发行的一款大型西方魔幻 3DMMORPG 手游, 国内已于 2018 年 7 月 26 日正式公测, 并取得首月月流水破 10 亿的优异成绩。易幻网络于 2018 年 10 月获得该游戏在港澳台和东南亚地区的发行授权, 目前《我叫 MT4》繁体版已于 11 月 22 日在港澳台地区上线, 香港地区 iOS 畅销榜峰值排名第 6, 台湾地区 iOS 畅销榜峰值排名第 7。

图 9:《我叫 MT4》游戏界面图片



资料来源: 公司官网、天风证券研究所

图 10:《我叫 MT4》香港地区 iPhone 畅销榜排名情况



资料来源: 七麦数据、天风证券研究所 注: 时间自 2018 年 11 月 22 日上线至 2019 年 1 月 20 日

图 11:《我叫 MT4》台湾地区 iPhone 畅销榜排名情况



资料来源: 七麦数据、天风证券研究所 注: 时间自 2018 年 11 月 22 日上线至 2019 年 1 月 20 日

● 《六龙御天》

大型 3D 实时国战类手游《六龙御天》是由祖龙研发的一款三国题材 MMORPG 手游，国内又名《六龙争霸》，易幻网络负责《六龙御天》的韩国地区及港澳台地区发行。《六龙御天》技能特效炫丽，打击反馈到位。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，游戏在国战游戏中表现突出。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；连续 30 天 Google Play 榜首，超过 120 天 iOS 榜首。

图 12:《六龙御天》游戏界面图片



资料来源：游戏界面、天风证券研究所

图 13:《六龙御天》香港地区 iPhone 畅销榜排名



资料来源：七麦数据、天风证券研究所 注：排名数据自 2015 年上线至 2016 年 12 月 31 日

### 1.3.3. 现代输送服务业务转型升级，营收及毛利率双向提升带动利润增长

宝通科技是由传送带业务起家，是国内领先的高强力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，专注于各类高强力橡胶输送带的研发、生产、销售与服务。

在生产销售端，公司生产销售各类有耐热、耐高温、阻燃、节能环保、高强度及特种功能的钢丝绳芯输送带、织物芯输送带和特种结构输送带，广泛应用于矿产开采、钢材冶炼、建材水泥、港口码头、火力发电等行业，能适应各种输送的苛刻环境，市场占有率稳居全国前列，并远销海外。

在服务端，公司提供效率更高、装置更加灵活、服务更加专业的输送系统整体解决方案，全面整合产品、技术、管理等资源，提供从选型、设计、生产、安装、维护、保养、更新、替换、升级至废弃回收的一揽子运营服务。

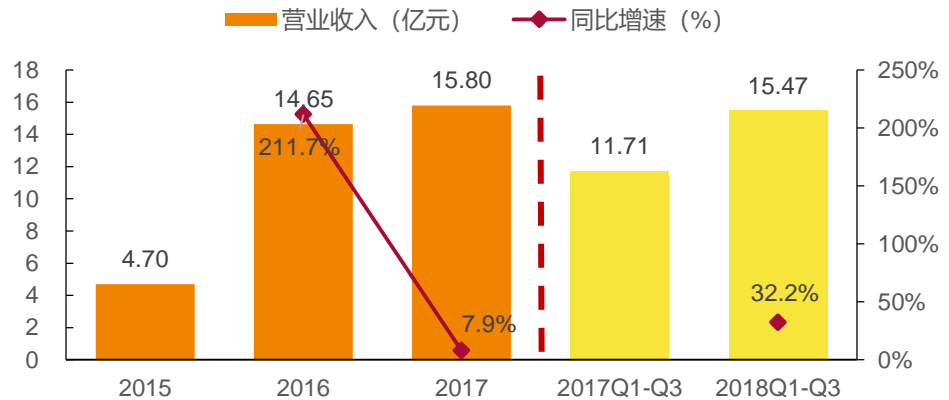
2018 年传送带生产销售业务进行产品结构优化，业务转型升级，2018H1 实现营收 3.34 亿元，同比增长 25.18%，毛利率提升 2.5pcts，能基本保持业绩平稳增长，为上市公司贡献业绩。



### 1.4. 财务分析：游戏出海发展迅猛，近年来毛利率快速提升

宝通科技 2015~2017 年营收增长迅猛，其中 2016 年受易幻网络 66.66% 股权并表以及易幻网络头部游戏《六龙御天》带动出现营收超高速增长（同比 211.7%），2017 年在高基数情况下仍能维持 8% 的增长，2018 年前三季度实现营业收入 15.47 亿元，同比增长 32.20%，业绩增长符合年初预期，主要系游戏海外发行需求上升，头部 S 级游戏《三国志 M》《豪门足球》等海外发行带来的业绩增幅。

图 14：宝通科技 2015-2018 年前三季度营业收入及增速

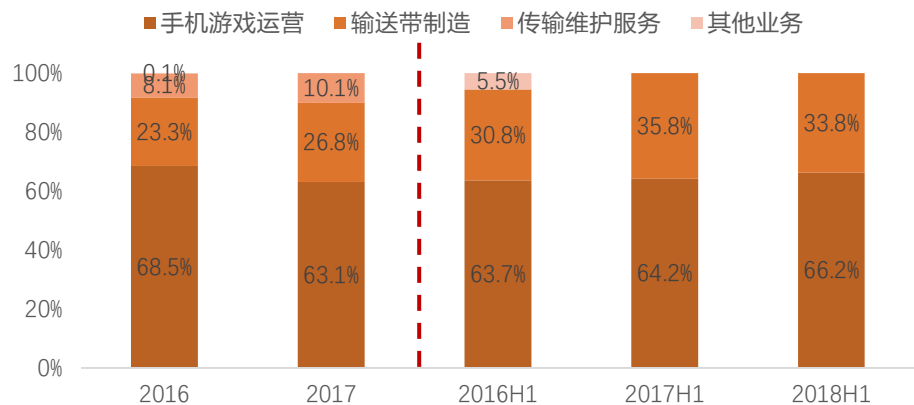


资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 66.66% 股权的并表（累计持股 70%），17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2% 股权的并表，18 年 8 月完成剩余 5.8% 的并表。

分业务来看，18H1 公司手游运营业务营收合计 6.55 亿，较去年同期增长 36.65%，占总营业收入 66.2%，自 16H1 以来手游业务占比持续提升（由于 16H2《六龙御天》表现突出，公司手游业务营收占比达 68.5% 的峰值）。18H1 公司输送带制造业务营收合计 3.34 亿，较去年同期增长 25.2%，占总营业收入 33.8%，面对复杂的国内外政治、经济环境，输送带制造业务转型升级，优化产品结构，推出降本增效措施，降低生产经营管理成本，能稳定为公司贡献业绩。

图 15：2016H1-2018H1 宝通科技业务占比情况

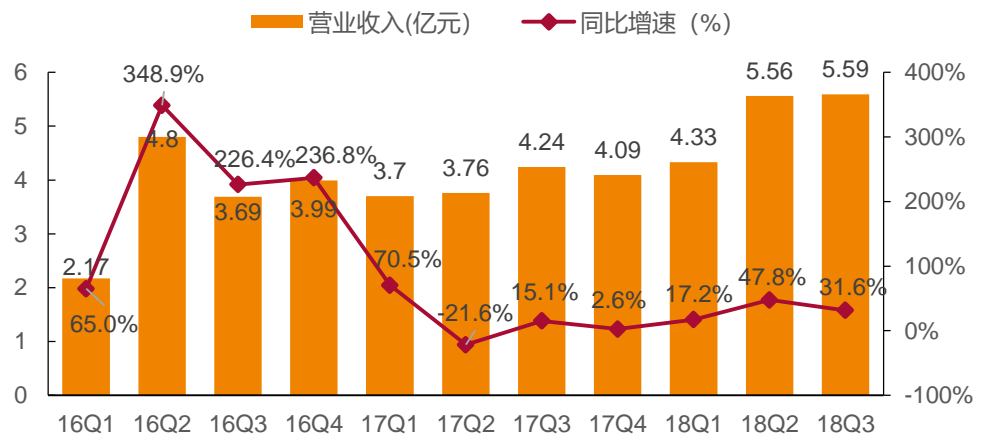


资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 66.66% 股权的并表（累计持股 70%），17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2% 股权的并表，18 年 8 月完成剩余 5.8% 的并表。

分季度看，宝通科技营收增长主要受到并表与高流水贡献的 S 级游戏海外发行的影响。宝通科技 2016 年 3 月完成易幻网络 66.66% 股权的并表，以及易幻网络 16 年 3 月上线《六龙御天》，导致 2016Q2-2016Q4 营收同比有大幅提升。2017 年 1 月易幻网络 24.2% 股权并表营收保持高增长，因前期核心游戏《六龙御天》流水下降，且无新头部游戏提振，2017Q2 营收同比下降，2017Q3 营收再次回升，同比增速达到 15.1%，系上线《权力与荣耀》、《最终觉醒》等新游戏带动，《权力与荣耀》17 年 8 月在韩国上线后五天内就登顶免费榜第一，《最终觉醒》17Q3 印尼 iOS、Google Play 双畅销榜稳定排名前三。2018Q2/Q3 受益于 3 月上线的 S 级新游《三国志 M》，海外成绩亮眼，营收同比增速分别达到 47.8%/31.6%。我们预计 18Q4~19Q1 营收依然保持 30%~50% 的高增长，主要由于 18 年 11 月上线韩文版《万王之王》以及繁体版《我叫 MT4》表现突出，《万王之王》上线后韩国 iOS 畅销榜峰值排名第 2，截至 1 月 20 日最新排名第 8，《我叫 MT4》1 上线后香港地区 iOS 畅销榜峰值排名第 6，台湾地区 iOS 畅销榜峰值排名第 7。

图 16：宝通科技 2016-2018Q3 单季度营业收入及增速



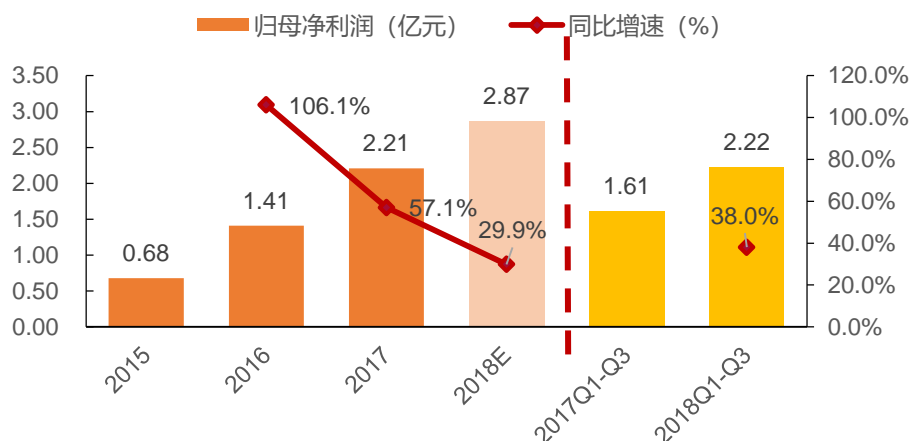
资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：公司 16 年 3 月 8 日完成易幻网络 66.66% 股权的并表（累计持股 70%），17 年 1 月 17 日完成易幻网络 24.2% 股权的并表，18 年 8 月完成剩余 5.8% 的并表。

与营收增长相似，宝通科技净利润受易幻网络并表以及手游出海业务高速增长带动。受到《三国志 M》、《豪门足球》等 S 级游戏提振作用影响，公司 2018 前三季度净利润大幅提升。2018Q1-Q3 归母净利润 2.22 亿元，同比增长 38.04%，扣非归母净利润（内生）2.19 亿元，同比增长 39.26%。

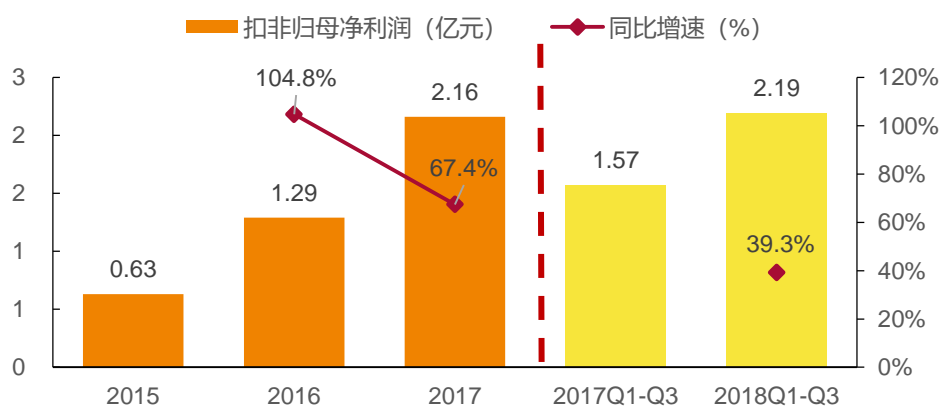
公司 18 年业绩预告披露 2018 年全年归母净利润预告指引 2.65 亿~3.09 亿元（其中非经常性损益小于 900 万元影响较小），同比增长 20%~40%。根据我们的拆分，18Q4 预计实现归母净利润 0.43 亿~0.87 亿元，同比增长 -28.33%~45.00%。18 年易幻网络进一步扩大移动网络游戏全球发行、营运业务市场规模，公司发行的《삼국지 M》（三国群英传）、《CMM Champions Manager Mobasaka》（豪门足球）、《九州天空城》、《食之契约》、《武林外传》等多个游戏为公司业绩增长提供支撑。同时，2018 年四季度发布了 S 级产品《我叫 MT4》、《万王之王》等产品，为 2019 年业绩稳步增长奠定了良好的基础。

图 17: 宝通科技 2015-2018 年归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、天风证券研究所; 注: 2018E 归母净利润按 18 年全年业绩预告中值;

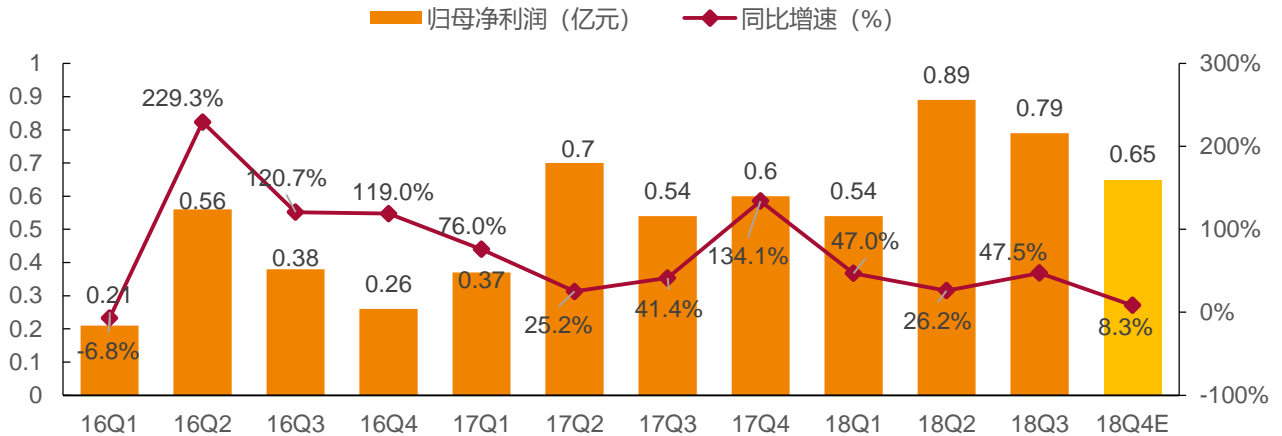
图 18: 宝通科技 2015-2018 年前三季度扣非归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

分季度看, 归母净利润增长趋势与营收增长趋势也基本相同。我们预计宝通科技 18Q4 归母净利润与 17Q4 基本持平, 17Q4 有《权力与荣耀》、《最终觉醒》等头部游戏释放业绩, 18Q4《万王之王》、《我叫 MT4》等推广成本较高, 进入 19Q1《万王之王》、《我叫 MT4》等游戏将进入利润释放周期, 预计同比增长超 40%。

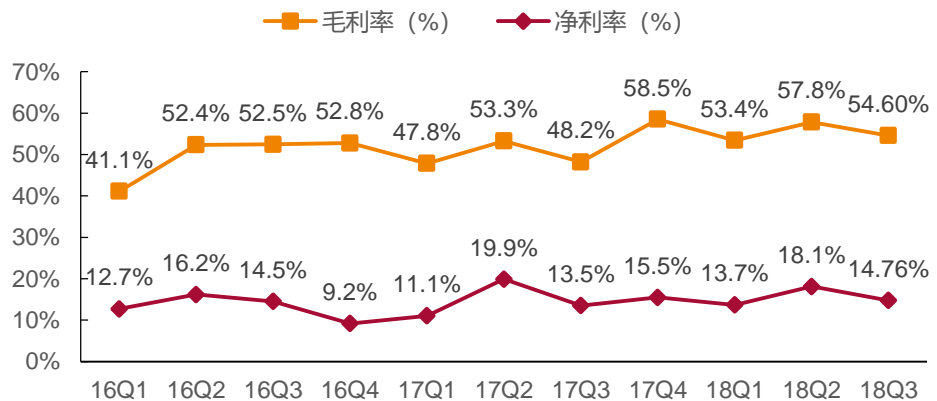
图 19：宝通科技 2016-2018Q4 单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：18Q4E 用公司披露的 2018 年业绩预告范围中值倒推计算。

由于高毛利率手游发行业务并表影响以及易幻网络 S 级游戏海外发行经验不断积累，毛利率自 16Q1 至 18Q3 有上升趋势，其中分季度来看，头部游戏《六龙御天》、《三国志 M》等支撑业绩的季度毛利率相对较高，公司 S 级产品发行议价能力提升明显。18Q1-Q3 整体毛利率 55.43%，同比上升 5.71pcts，净利率 15.66%，同比上升 0.87pcts，我们认为公司在 S 级/A 级头部产品的海外发行议价能力在增强，且国内政策压制导致出海成为内容商的强诉求，海外发行商在产品上有更多的选择。

图 20：宝通科技 2016-2018Q3 单季度毛利率及净利率情况

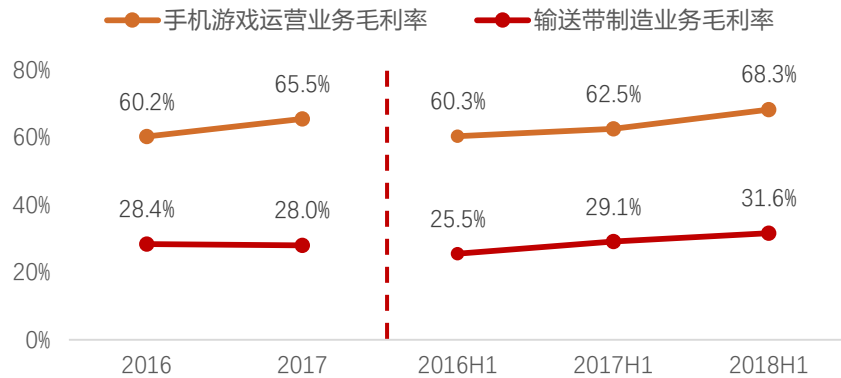


资料来源：公司公告、天风证券研究所

分业务来看，手游运营业务毛利率稳定在 60%以上，且持续提升，拉动公司整体毛利率增长。2016-2017 年公司传送带业务毛利率较为稳定，2018 年上半年进行业务升级转型、产品结构优化，毛利率有所提升。



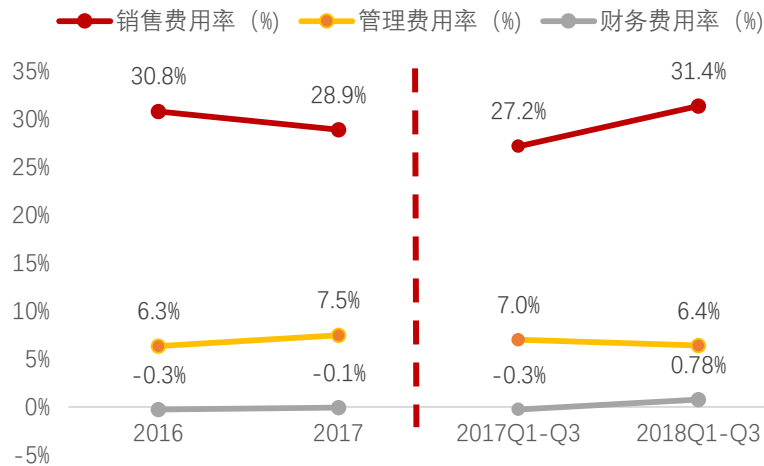
图 21：2016 年-2018 年上半年手机游戏运营与输送带制造业务毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

从三项费用率看，公司三项费用情况基本保持稳定。公司 18Q1-Q3 销售费用 4.85 亿，同比上升 52.38%，销售费用率同比上升 4.15pcpts 至 31.36%，主要系子公司易幻网络渠道费及游戏推广费增加所致；管理费用（已将研发费用按同口径调整回管理费用中）1 亿，同比增长 21.83%，管理费用率同比下滑 0.55pcpts 至 6.43%；财务费用 0.12 亿，同比增长 473.83%，财务费用率同比增长 1.05pcpts 至 0.78%，主要系公司贷款利息（18 年新增 1.15 亿银行借款）及汇兑损失增加所致。

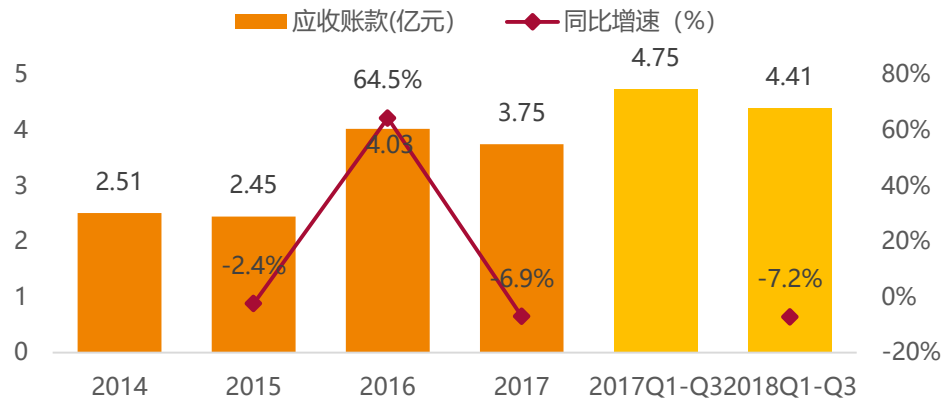
图 22：2016-2018 年前三季度公司三项费用率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

从资产负债表项目来看，公司应收账款 18 年前三季度为 4.41 亿元，同比下降 7.2%，近三年应收账款保持平稳，远低于营收增长幅度，主要由于公司手游发行业务下游为 Facebook、GooglePlay 等大型渠道商，信用状况良好。应付票据及应付账款 18 年前三季度为 3.36 亿元，同比上升 21.92%，主要系游戏发行业务增长导致的游戏授权金、分成款及代扣税金的增加。

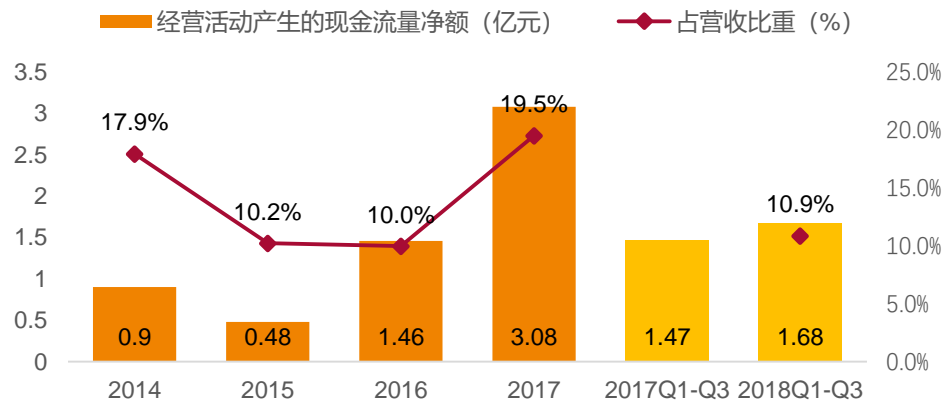
图 23：2016-2018 前三季度公司应收账款情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

从现金流量表项目来看，18 年前三季度经营活动产生的现金流量净额为 1.68 亿元，同比增加 14.27%，营收占比 10.9% 相对稳定；18Q1-Q3 投资活动产生的现金流量净额为 -4.05 亿元，同比下降 224.91%，主要原因系公司支付易幻网络股权收购款所致；18Q1-Q3 筹资活动产生的现金流量净额为 1.12 亿，同比下降 91.41%，主要系公司贷款增加所致。

图 24：2016-2018 前三季度公司经营活动现金流情况



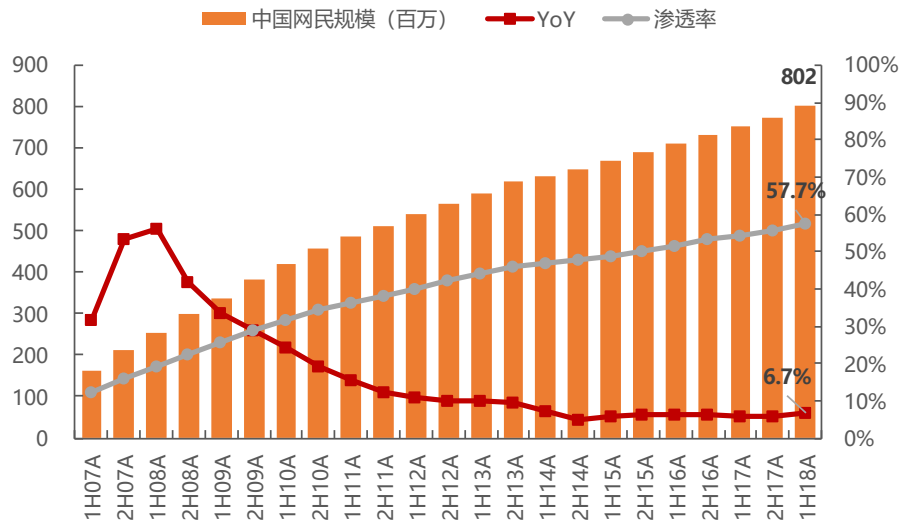
资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2. 行业分析：产业趋势及政策支持下，中国手游扬帆出海

### 2.1. 国内游戏进入存量市场，监管引导供给侧改革，大量 CP 有出海需求

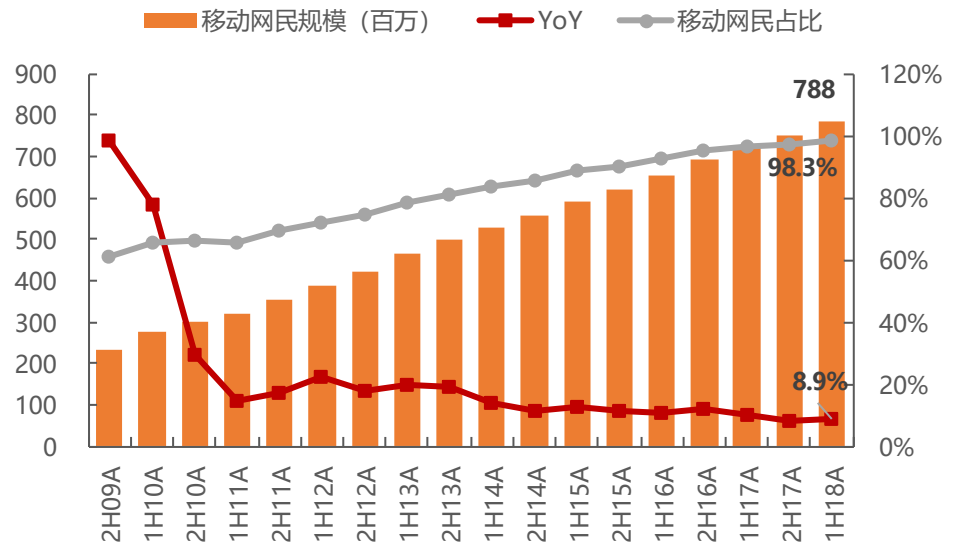
中国互联网行业用户红利减退，低龄用户和高龄用户占比提升，移动互联网渗透率，基本饱和，迈入存量价值精耕的时代。2018 年上半年，中国互联网用户规模突破 8 亿达到 8.02 亿，同比增长 6.7%，渗透率升至 57.7%。CAGR 15H1-18H1 为 6.3% vs. CAGR 12H1-15H1 7.5% vs. CAGR 09H1-12H1 16.8% vs. CAGR 06H1-09H1 40.1%，流量红利逐渐减弱。2018H1，10 岁以下低龄用户占比较 2017 年底提升 0.3 个百分点至 3.6%；60 岁以上高龄用户数量占比为 5.1%。同时，移动互联网渗透率进一步提升，2018 年上半年用户规模同比提升 8.9% 至 7.88 亿，移动互联网渗透率升至 98.3%。

图 25：中国互联网用户规模及互联网普及率



资料来源：CNNIC、天风证券研究所

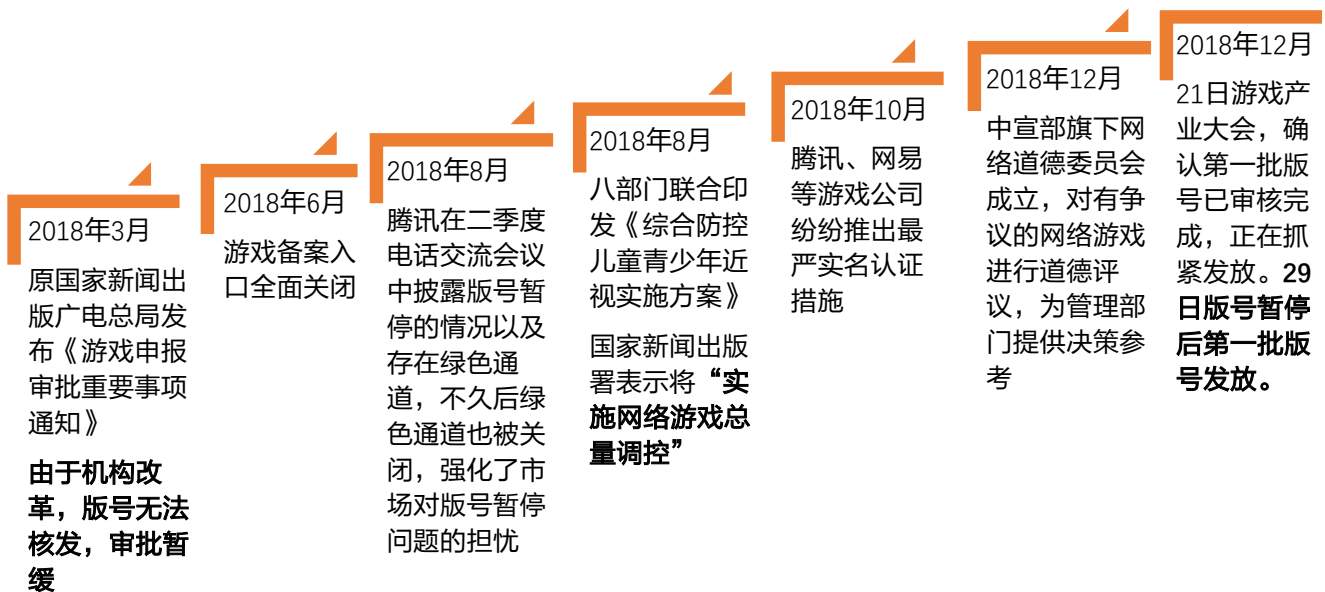
图 26：中国移动互联网规模及渗透率



资料来源：CNNIC、天风证券研究所

从政策角度看，2018 年起游戏行业版号停发、版号总量控制等表明政策趋严，显示出政府正积极引导行业进行供给侧改革。2018 年 3 月，原国家新闻出版广电总局发布《游戏申报审批重要事项通知》，版号审批暂缓。2018 年 6 月，游戏备案入口全面关闭。2018 年 12 月，中宣部旗下网络道德委员会成立，对有争议的网络游戏进行道德评议，为管理部门提供决策参考。2018 年 12 月 29 日起，版号重新逐批发放，版号审批恢复正常化。

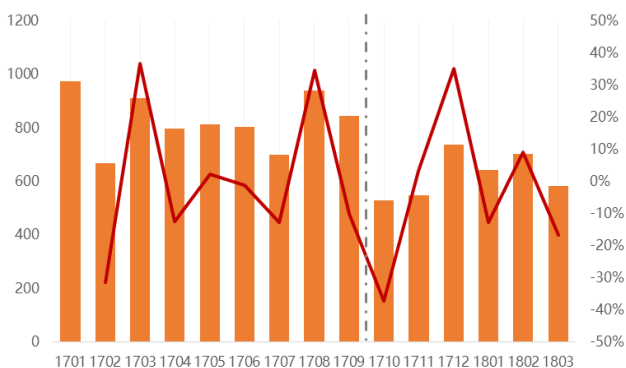
图 27：2018 年中国游戏产业政策



资料来源：央视新闻、游戏产业报告微信公众号、天风证券研究所整理

版号审批恢复后，行业依然面临“原创能力不足、文化内涵缺失、价值导向偏差、社会导向落实不到位的问题”（中宣部出版局冯副局长 12 月 21 日游戏产业大会发言原话），监管部门将持续引导行业供给侧改革，版号数量实行总量限制，侧重于引导高质量的代表中国文化内涵的游戏原创佳作的研发，以及支持传承中国优秀文化的游戏内容出海，短期看将考验头部公司在新监管环境下的产品系列调整适应能力，也表明出海是政府支持的大趋势。

图 28：17 年 1 月-18 年 3 月版号过审手游数量（单位：个）



资料来源：国家广电总局、天风证券研究所

图 29：TOP200 新游数量减少，头部游戏生命周期拉长



资料来源：伽马数据、天风证券研究所

在人口红利减退，版号缩量的形势下，大批游戏公司生存困难。根据 Gamelook 统计，实质活跃的游戏运营商数量不足 1000 家，总量调控新政将逐步在 2019 年的游戏市场兑现，理论上每家游戏发行商平均能分配到不足 5 款有版号游戏，考虑到市场的贫富不均，和实际产品通往商业化的损耗（3/4 产品出现测试数据差、产品不合格等因素），实际每家发行商平均可发行有效游戏可能也就 1-2 款。从严的政策使国内游戏市场承压，促使中国公司瞄准广阔的海外市场，游戏出海成为中国游戏发展的新契机。



## 2.2. 政策支持新高度，打造中国游戏文化品牌

2019 年，出海游戏市场是值得关注的细分市场，国内具备精品游戏出海能力的公司存在利好。在游戏产业大会上，“加大力度让中国游戏走出去，中国游戏打造成对外文化交流的响亮品牌”，被冯副局长、音数协孙理事长、海南省委常委宣传部肖部长多次提起。我们在前期报告中多次建议大家重视游戏出海细分领域，认为游戏出海已被提升到一个新的战略高度，或将迎来 3 年红利期。

图 30：人民日报 2 月 6 日文章

文化 12

中国自主研发网游海外收入从 2012 年的 5.7 亿美元上升至 2017 年的 82.8 亿美元

### 中国游戏 世界着迷

解码码·讲好中国故事

当游戏成为连接世界桥梁，中国自主研发网游在海外多获好评。2017 年中国自主研发网游海外收入达 82.8 亿美元，同比增长 14.9%。2012 年这个数字是 5.7 亿美元。中国自主研发网游海外收入快速增长，背后是中国游戏出海能力的提升。中国自主研发网游出海能力不断提升，背后是中国游戏出海能力的提升。中国自主研发网游出海能力不断提升，背后是中国游戏出海能力的提升。



资料来源：人民日报、天风证券研究所

图 31：人民日报海外版 11 月 30 日文章

### 国产游戏加速“出海”

张英君 康逸博

“本季度，我们海外游戏收入在游戏总收入中的占比首次超过 10%。”近日，网易 CEO 丁磊在公司发布第三季度财报后兴奋地表示。数据的背后，显示的是网易游戏国际化的重要进展。不只是网易，近年来，中国游戏产业发展迅猛，众多国产游戏不仅吸引国内玩家，同时也风靡海外。不论是游戏数量、下载量还是综合收入，国产游戏“出海”在各方面都表现不俗。与此同时，游戏作为一种文化产品，在带动海外玩家参与电子竞技的同时，也让中国文化元素不断走向世界。

#### 游戏“出海”成绩不俗

国产游戏“出海”情况如何？我们可以先来一组数据：相关统计显示，2017 年中国自主研发的游戏海外收入达 82.8 亿美元，不久后出炉的《2018 年 1-6 月中国游戏产业报告》表明，今年上半年，中国自主研发网络游戏海外销售收入达 46.3 亿美元，同比增长 16%。中国“出海”游戏中，收入超过 100 万美元的达 243 款。

举例来说，比如 IGG 旗下热门游戏《王国纪元》上线两年多来已经在 85 个国家和地区的 App Store 中拿下游戏畅销榜第一，全球游戏已超 8.25 亿美元；国产武侠游戏《剑侠情缘网络版叁》登陆上找新加坡、马来西亚、泰国、越南的 iOS

和 Google Play 平台，一两周内取得免费下载畅销榜第一。中国游戏产品已经覆盖东南亚、欧美、日韩、俄罗斯、中东等地。如果现在你看到有外国网友在社交平台上发帖子要求组队一起玩《王者荣耀》，真的不需要太惊讶。因为许多中国网络游戏尤其是手游已经在海外拥有了众多粉丝。在接受记者采访时，微深游戏、在美国读书的中国留学生李宇表示，

#### 借力传播中华文化

“游戏为我打开了认识中国的一个新途径，我现在对中国传统文化的东西很感兴趣。”在今年 8 月的国际游戏展上，来自当地的 12 岁男孩列克斯在体验完中国网络游戏《剑侠情缘网络版叁》后，为其中的武术招式、中国古典音乐和传统音乐所吸引。不只是《剑侠情缘》，许多国产网络游戏都以中华文化为根基。将历史典故、英雄人物、风土人情等元素内化于游戏体验中，这样的形式深受海外玩家欢迎。比如中华美食游戏《食神》将中华美食、乳制品等中国各地美食，融入中国博大精深的饮食文化；网易推出的《剑侠情缘》则融入中国国元素，以传统名画《千里江山图》为灵感，从游戏中能看出山峦叠嶂、组成不同的游戏场景；腾讯王者荣耀更是把荆轲刺秦王、后羿射日等典故融入其中，游戏中英雄的台词也透着浓

浓的“中国风”，如“别自远方来，不亦乐乎”等。这种形式让许多外国玩家在享受游戏本身的同时，也在潜移默化中受到中华文化的影响。

#### 做好落地抱团前行

在国产游戏“出海”获得成绩的同时，也面临着一些挑战。由于一些游戏研发者对海外玩习惯、海外法律制度、文化习俗等缺乏了解，对海外运营工作缺乏经验和能力，导致其游戏在本地水土不服等问题。汇量科技(Mobvista)创始人兼 CEO 戚威表示，解决中国游戏在“出海”过程中面临的问题，需要中国企业抱团出海，做好海外运营。

在这一方面，部分国内的互联网公司起到了引领作用。例如腾讯游戏平台 (WeGame) 就致力于加强对中国“出海”游戏的引导和支持，帮助中国游戏精准找到海外各地用户的沟通方式。作为一个互联网平台，汇量科技在大数据分析 and AI 技术，能够国产游戏在海外落地精准寻找用户、广告投放平台、推广模式等。“目前我们已建立过一个覆盖全球 200 多个国家和地区的营销、金融的广客营销数据月超过 3000 亿次，在用户获取、精准营销和流量变现方面都可以帮助国内游戏企业更好地落地海外。”戚威说。除此之外，他们在海外已设立 10 余个办公室，搭建本地化团队，善于对当地文化的深入认知，他们有信心帮助国产游戏顺利入当地。

资料来源：人民日报、天风证券研究所

与此同时，人民日报官媒发文，肯定国产游戏出海的表现。

2018 年 2 月 6 日，《人民日报》推出专题文章——《中国游戏 世界着迷》，对国内文化企业在游戏领域的海外发展业绩进行了肯定，人民日报认为“中国自主研发游戏的海外影响力和市场地位都在提升，目前中国已经成为名副其实的游戏输出大国”。另外，文章对中国游戏善于融入“中国元素”，传播中国文化的做法进行了肯定。《人民日报》认为：“与影视、文学、动漫等其他文化产品相比，游戏的强互动性使其不是单向地输出，而能在与玩家的高频互动中形成沉浸式体验，从而提升文化代入感。”

11 月 30 日，人民日报海外版发表《国产游戏加速“出海”》，解读了国产游戏加速出海的趋势，同时还肯定了中国游戏作为文化输出载体的重要作用。“近年来，中国游戏产业发展迅猛，众多国产游戏不仅吸引国内玩家，同时也风靡海外。不论是游戏数量、下载量还是综合收入，国产游戏‘出海’在各方面都表现不俗。”

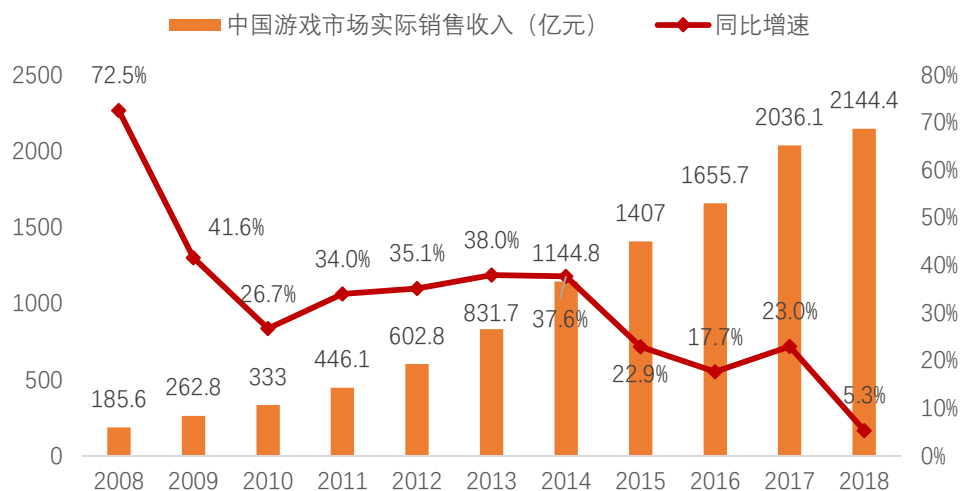
## 2.3. 海外游戏市场广阔，中国游戏认可度提升，不断打破出海天花板

### 2.3.1. 海外游戏市场增速快，市场广阔，中国公司正积极布局欧美日韩主要游戏市场

2018 年中国游戏行业游戏内容存在无法追赶用户需求的现象，加上高活跃用户数的吃鸡类游戏并未实现收入变现，叠加版号问题的影响（主要在 18Q4 开始逐步体现），导致 18 年行业增长乏力。2018 年游戏行业规模为 2144.4 亿元，同比增长 5.3%，较 2017 年 23.0% 的增速较大幅度下滑，达到十年来行业增速的最低值。

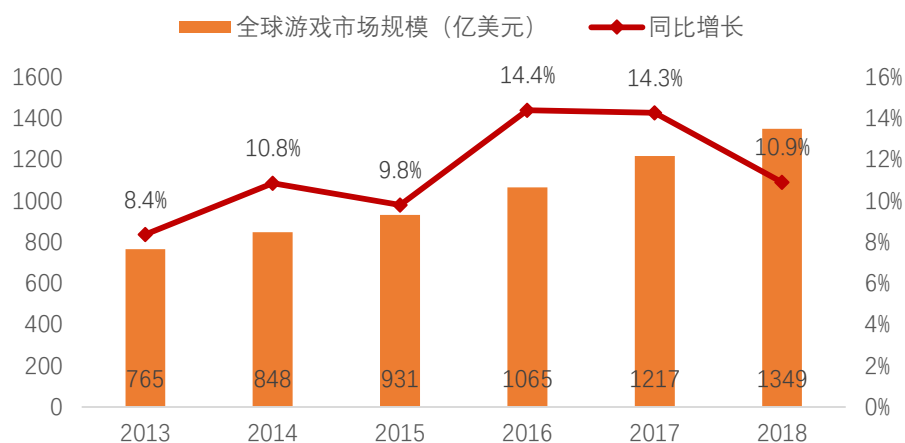
而根据 Newzoo 10 月最新数据，2018 年全球游戏市场规模为 1349 亿美元，同比增长 10.9%，远高于中国游戏市场增速，预计 2017-2021 年，全球游戏市场规模将以 9.3% 的年复合增长率增长，到 2021 年将达到 174 亿美元。

图 32：2008-2018 中国游戏市场实际销售收入



资料来源：GPC、CNG《2018年中国游戏产业报告》、天风证券研究所

图 33：2013-2018 全球游戏市场规模及增速

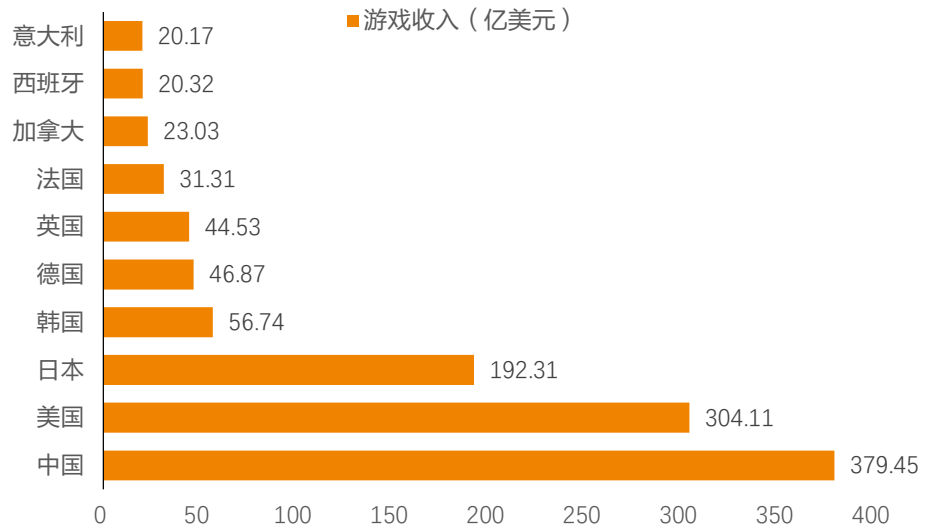


资料来源：Newzoo、天风证券研究所

2018 年中国游戏市场规模为 344 亿美元，同比增长 6.1%，占全球游戏市场比例为 25.5%，海外游戏市场潜在空间广阔。

分区域看，根据 Newzoo 数据，除中国外，美国为全球游戏收入最高的国家，2018 年预计收入为 304 亿美元；日本预计收入为 192 亿美元，韩国预计收入为 57 亿美元。

图 34：2018 年全球游戏收入前十的国家



资料来源：Newzoo、天风证券研究所；注：此部分数据为 2018 年中预测数据，因此中国游戏市场规模沿用未更新的数据

在移动游戏市场规模方面，美国、日本、韩国分别位列全球第 2/3/4 位，付费移动玩家人均年消费分别位列第 8/1/3 位，市场发展相对成熟；根据 Newzoo 的预测，未来，美国、日本、韩国 2018-2021 移动游戏市场规模复合增长率达 11.6%/4.8%/9.2%，有较大的发展机会。中国在这三个主要的移动游戏市场已有布局，根据，2018 年，美国、日本、韩国系中国公司海外游戏市场贡献排名前三，中国游戏在对应市场的市场份额分别为 9%/9%/17%。

表 3：2018 年美日韩移动游戏市场相关数据

|                       | 美国    | 日本   | 韩国   |
|-----------------------|-------|------|------|
| 中国公司海外游戏市场收入贡献排名      | #1    | #2   | #3   |
| 2018 规模 (亿美元)         | 113   | 111  | 32   |
| 2021 年预计规模 (亿美元)      | 157   | 127  | 41   |
| CAGR (2018-2021)      | 11.6% | 4.8% | 9.2% |
| 2018 年移动游戏市场规模全球规模    | #2    | #3   | #4   |
| 2018 年付费移动玩家人均年消费全球排名 | #8    | #1   | #3   |
| 中国游戏所占市场份额            | 9%    | 9%   | 17%  |

资料来源：PrioriData、天风证券研究所

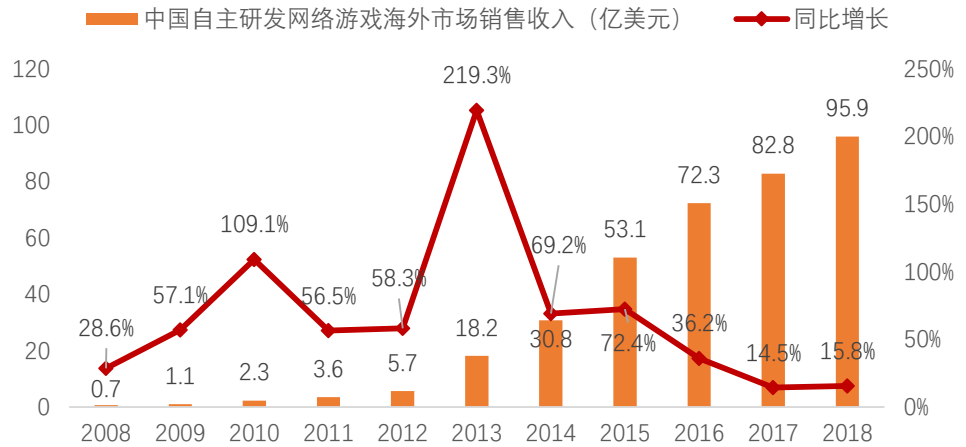
### 2.3.2. 中国自研游戏认可度提升，不断突破海外市场天花板

近几年，中国游戏公司开始面向海外市场，不断提高自研游戏出海比例。根据《2018 年中国游戏产业报告》，中国 2018 年自主研发游戏海外市场实际销售收入为 95.9 亿元，同比增长 15.8% (v.s.2017 年 14.5%)，在国内游戏行业整体低迷的情况下，中国游戏出海表现亮眼，仍然保持两位数增速，高于中国与全球游戏行业增速。自研游戏出海收入不断提高，出海销售成为趋势。

在国内游戏市场受限的情况下，出海销售成为游戏公司发展的新的机会，拥有出海能力的头部公司抓住机会拓展海外市场，中小企业也积极谋求出海道路，随着中国游戏品牌力的

提升，游戏出海为中国游戏行业发展拓展新的增长点。而原本具有海外发行渠道优势与用户经验的公司，在出海市场中拥有先发优势。

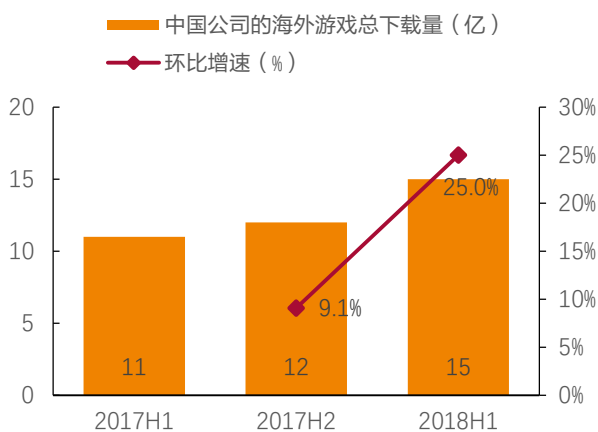
图 35：2008-2018 年中国自研游戏海外市场销售收入



资料来源：GPC、CNG《2018年中国游戏产业报告》、天风证券研究所

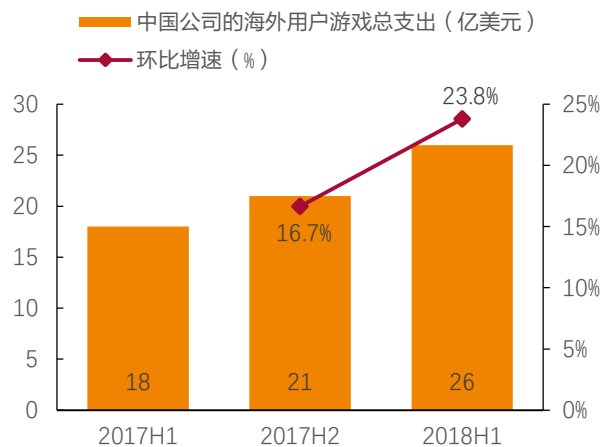
同时，中国自研游戏下载量与海外收入齐升，头部游戏流水天花板不断突破，成熟市场中国游戏排名及收入不断提高，体现出中国自研游戏在国际市场认可度的提升。根据 App Annie 数据，2018H1 总部在中国的公司的海外游戏下载量为 15 亿，相较去年年底增长 25.0%；中国公司的海外游戏用户总支出为 26 亿美元，相较去年年底增长 23.8%。

图 36：2017H1-2018H1 中国公司海外游戏下载量



资料来源：App Annie、天风证券研究所

图 37：2017H1-2018H1 中国公司海外游戏用户总支出



资料来源：App Annie、天风证券研究所

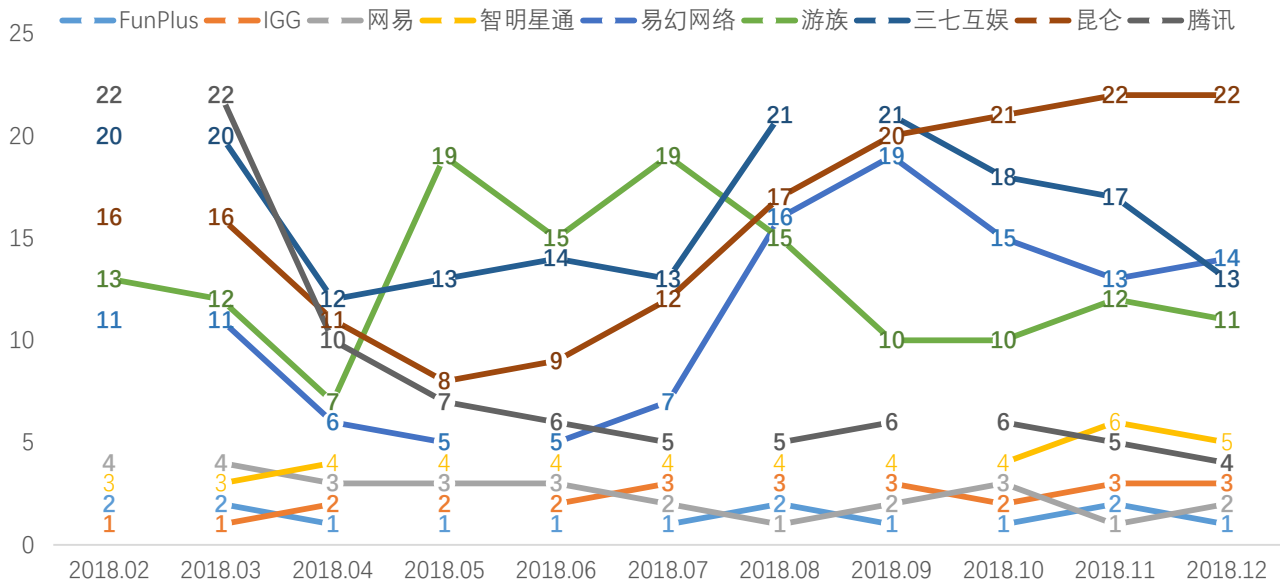
注：中国以外市场 iOS 与 Google Play 的综合数据，支出为总支出。不包括总部位于中国的公司收购的海外公司，环比增速为基于上一个半年度的增速

## 2.4. 中国主要游戏公司出海成绩亮眼，有望在政策鼓励下继续开拓疆土

上市公司中，世纪华通旗下 FunPlus、IGG、网易、智明星通、腾讯、易幻网络等处于中国 APP 发行商“出海”收入榜的第一梯队。2019 年，在政策的支持下，有出海能力的公司能够继续开拓疆土。目前产业竞争格局主要分为：

- 全球化发行、研运一体化：FunPlus、IGG、网易、智明星通、易幻网络、游族网络等；
- 区域化发行：宝通科技。

图 38：2018 年 2 月-12 月主要游戏公司出海收入排名



资料来源：App Annie、天风证券研究所 注：排名结果为 iOS 及 Google Play 综合，且不包括中国公司的海外收购公司以及中国公司通过海外代理发行

根据 App Annie 最新披露的 2018 年中国发行商出海收入排行榜，易幻网络排名第 9，区域化发行第 1。排名前 8 的公司都是全球化发行、研运一体化的公司，其中出海收入排名第一的 Funplus 是世纪华通旗下的点点互动，18 年发行的自研游戏《火枪纪元》、《阿瓦隆之王》在 Sensor Tower 的 18 年中国手游出海排名中排名第 3、第 5；出海收入排名第二的 IGG 的《王国纪元》以 4.2 亿美元的收入登顶出海手游收入排行榜；排名第三的网易的《荒野游戏》以 3.8 亿美元收入在 18 年中国手游出海排名中排名第 2；排名第四的智明星通为中文传媒旗下公司，其《列王的纷争》在 18 年中国手游出海排名中排名第 4；龙悦创动深耕末日题材，游戏类型以 SLG 为主，代表作《末日争霸：丧尸之战》、《末日之城》分别位列中国手游出海排名第 16、第 23；友塔游戏专注于成为全球区域性质的开发商和发行商，SLG 游戏《黑道风云》中国手游出海排名中排名第 8；龙腾简合以中东地区为核心，其《苏丹的复仇》在中国手游出海排名中排名第 12。



图 39：2018 年中国发行商出海收入排名

| 中国发行商*出海**收入排行榜                |         |    |       |
|--------------------------------|---------|----|-------|
| iOS & Google Play 综合, 2018 年全年 |         |    |       |
| 排名                             | 公司      | 排名 | 公司    |
| 1                              | FunPlus | 16 | 三七互娱  |
| 2                              | IGG     | 17 | 神州泰岳  |
| 3                              | 网易      | 18 | 米哈游   |
| 4                              | 智明星通    | 19 | 猎豹移动  |
| 5                              | 腾讯      | 20 | 莉莉丝游戏 |
| 6                              | 龙创悦动    | 21 | 乐元素   |
| 7                              | 友塔游戏    | 22 | 心动网络  |
| 8                              | 龙腾简合    | 23 | 掌趣    |
| 9                              | 易幻网络    | 24 | 绝地科技  |
| 10                             | 卓杭网络    | 25 | 原力镜   |
| 11                             | 游族      | 26 | 百度    |
| 12                             | Tap4Fun | 27 | 英雄互娱  |
| 13                             | 昆仑游戏    | 28 | 奇酷工场  |
| 14                             | 沐瞳科技    | 29 | 盖娅互娱  |
| 15                             | 创酷互动    | 30 | 创智优品  |

资料来源：App Annie，天风证券研究所

注：不包括中国公司的海外收购公司以及中国公司通过海外代理发行的收入，仅包括 iOS 及 Google Play 渠道

图 40：2018 年中国手游收入 TOP30

| 2018 全年榜单 中国手游收入 TOP30   海外 App Store + Google Play |                               |
|---|-------------------------------|
| 手游及发行商  |                               |
| 1   | 王国纪元 4.2亿美元 (约28.4亿元人民币)      |
| 2   | 荒野行动 3.8亿美元 (约25.8亿元人民币)      |
| 3   | 火枪纪元                          |
| 4   | 列王的纷争                         |
| 5   | 阿瓦隆之王                         |
| 6   | PUBG Mobile 亿美元 (约12.84亿元人民币) |
| 7   | 无尽对决                          |
| 8   | 黑道风云                          |
| 9   | 放置奇兵                          |
| 10  | 城堡争霸                          |
| 11  | 碧蓝航线                          |
| 12  | 苏丹的复仇                         |
| 13  | 崩坏3                           |
| 14  | 王者荣耀 1亿美元 (约6.75亿元)           |
| 15  | 奇迹暖暖                          |
| 16  | 末日争霸：丧尸之战                     |
| 17  | 战火与秩序                         |
| 18  | 少女前线                          |
| 19  | 拳皇98终极之战OL                    |
| 20  | 偶像梦幻祭 (日语版)                   |
| 21  | 狂暴之翼                          |
| 22  | 兵人大战                          |
| 23  | 末日孤城                          |
| 24  | 海战游戏                          |
| 25  | 朕的江山                          |
| 26  | 终结者2 (国际版)                    |
| 27  | 战地风暴                          |
| 28  | 永恒纪元                          |
| 29  | 文明觉醒                          |
| 30  | 神魔之塔 5400万美元 (3.65亿元)         |

资料来源：Sensor Tower，Gamelook，天风证券研究所

表 4：2018H1 主要游戏公司海外业务收入、毛利、毛利率，与同行相比公司 18 年上半年海外收入及毛利增长明显

| 公司名称             | IGG     | 游族网络   | 昆仑万维   | 宝通科技   | 三七互娱   | 中文传媒   |
|------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 18H1 海外营收 (亿元)   | 24.64   | 9.48   | 7.94   | 6.55   | 4.74   | 17.52  |
| yoy              | 42.00%  | -6.08% | -1.30% | 36.74% | -0.41% | -16.8% |
| 18H1 海外业务毛利 (亿元) | 17.34   | 4.27   | 6.47   | 4.47   | 3.71   | 4.63   |
| yoy              | 46.70%  | 2.07%  | 2.03%  | 49.00% | -0.41% | 29.3%  |
| 18H1 海外业务毛利率 (%) | 70.30   | 45.03  | 81.40  | 68.28  | 78.31  | 26.43% |
| 同比 (pcts)        | 2.30    | 3.59   | 2.65   | 5.75   | 0.00   | 9.9%   |
| 18H1 海外营收占比      | 100.00% | 53.05% | 44.92% | 66.23% | 14.36% | 28.82% |
| 同比 (pcts)        | 0.00    | -7.03  | -1.41  | 2.02   | -1.10  | -4.97  |

资料来源：Wind、天风证券研究所；单位：人民币

### 3. 投资观点：立足于区域化发行，布局全球研运一体化，纵向完善手游出海产业链

#### 3.1. 经验与资金，区域化发行龙头具备竞争优势

在竞争愈趋激烈的市场格局下，我们认为出海发行商的核心竞争要素包括：

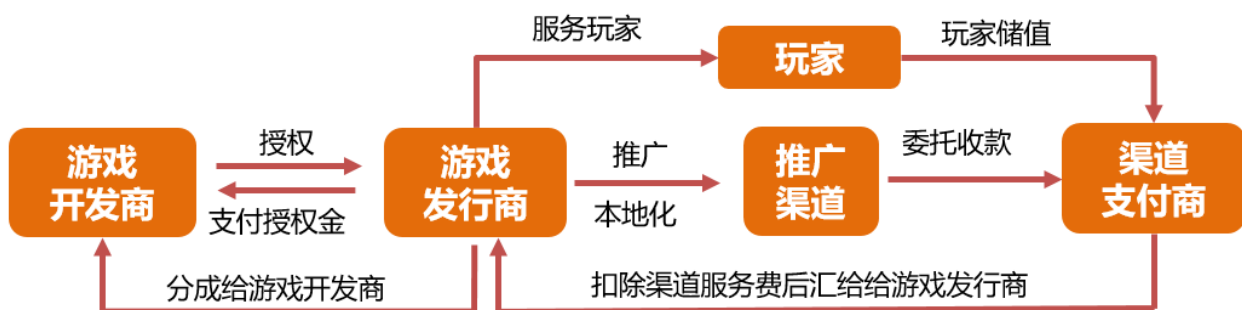
- **资金实力：**出海发行成本更高，大部分的游戏厂商都依靠燃烧大量经费和人力时间获取成功；宝通科技 18 年三季报显示公司账上资金有 5.3 亿元，根据第一章财务分析，公司经营性现金流也保持稳定，资金实力雄厚。
- **内容获取能力：**易幻网络和腾讯、网易、完美、祖龙、盛大等国内大厂存在合作关系，并有很多发行成功的案例，例如祖龙游戏研发的《六龙御天》、完美世界的《武林外传》、《烈火如歌》等多款游戏在海外几个主要市场的成功，为易幻网络树立起良好的

品牌形象，在国内研发商和海外渠道商中形成了专业、高效的竞争优势，使公司能够较容易地接触并获得国内头部游戏公司的 S 级产品，确保其海外发行成功的可能性；

- **团队经验：**需建立专业的本地化团队，尽量不用外包，对当地的语言、文化、用户习惯等都有特别深入的了解。易幻网络在目标市场建立办公室或者分公司，除了已经在港澳台、韩国和东南亚等国家和地区成功开展业务以外，易幻网络已经在日本组建运营团队，成功打入日本市场，并已经开始与当地支付渠道、广告渠道等本地化资源进行合作，已经开始根据目标地区的历史背景、文化特点、用户偏好、付费习惯等制定营销和运营。此外，易幻网络正在积极寻找北美和欧洲地区的潜在产品资源和合作伙伴，积极开拓北美和欧洲地区的移动网络游戏市场；
- **渠道优势：**目前国内出海厂商主要还是依靠买量，与海外渠道保持良好合作关系的厂商具有竞争优势，易幻网络与 Facebook、Google、Twitter、Line、Kakao、DeNA 等国际知名公司形成长久深厚互信的合作关系，无论是引进国际知名 IP 还是与国际媒体间的合作，易幻网络在国际市场都具有更大的主动性和能动性；
- **用户积累能力：**面对海外用户建立数据库，梳理用户画像，并进行精准营销；根据公司 16 年 12 月收购草案披露，《六龙御天》一款游戏 16 年 1-8 月的累计注册用户数量近 300 万人，而 18 年中报显示，易幻网络累计发行近 200 款游戏、十几种语言并拥有全球超过 130 个国家的用户数据，月均活跃用户数超过 200 万人。易幻网络持续通过自身研发的游戏运营数据分析平台 GM Tool，对自身运营的所有游戏进行实时的数据监控，收集相关运营数据并进行不同品类之间和不同时间段之间的分析和比对，及时且客观评估游戏运营状况并制定最佳运营策略。
- **技术积累能力：**提高自身技术能力的同时也能够依靠第三方甚至渠道本身的技术能力。从产品上线前的运营策略制定到产品运营过程中的运营方向调整，都建立在通过对过往数据的比对、现有数据的分析上，宝通科技持续在移动网络游戏的全球发行和运营业务相关的领域进行研发，17 年/18 年上半年各有 8/13 个研发项目，进一步体现了公司的技术创新能力，为专业、高效提供运营平台服务提供有力的支持。

根据上述分析，我们认为中国游戏出海产业链中，易幻网络作为有稳定的资金实力以及丰富发行经验的游戏发行商，在未来三年出海红利期中将能够保持快速增长，而且公司已认识到研运一体化的重要性，加强往上游游戏开发商的投入和布局，或为未来业绩提供更多的弹性。

图 41：中国游戏出海产业链及价值链



资料来源：天风证券研究所梳理

### 3.2. 布局全球化研运一体战略，投资+孵化提高研发实力

确立区域化发行与全球化研运一体双商业模式，开创出海发展新局面。为获得更大发展空

间与市场份额，易幻网络以单纯的海外代理发行商身份向自研自发的角色转变，提出“区域化发行”+“全球化研运一体”双商业模式的战略，提高自身研发实力与全球化发行能力。2017-2018 年间，公司共投资了落鱼互动、HIHO、蓝滴信息、C4CAT 等多个优秀游戏研发公司和海外发行公司，通过产品联合开发、产品定制等途径加强内容合作和获取，并挖掘下游玩家用户行为数据和流量精准经营，最终实现区域化发行和全球化研运一体并重的发展战略。其中蓝滴信息、C4CAT、提塔利克等团队研发实力强，拓宽了易幻网络全球化游戏内容的供应渠道，落鱼互动、HIHO 等团队具有海外发行经验，加大了拓展欧美市场的力度。

表 5：宝通科技 2017-2018 年投资标的情况

| 标的公司  | 投资金额及持股比例                             | 创始人介绍  | 现有产品   |
|-------|---------------------------------------|--|--|
| 星艺互动  | 880 万元，10%股权                          | 常宁，曾就职于 Disney 互动媒体集团、EA，于 05 年进入游戏行业，具有 12 年的从业经验。目前担任星艺互动的 CEO。<br>李九思，毕业于清华大学，曾就职 Square Enix(China)、空中网、EA 等，于 2008 年进入游戏行业，具有 10 年的从业经验。14 年成为星艺互动的联合创始人，目前担任星艺互动的 CTO。 | 团队研发的主要产品有《我的战争》、《帝国崛起》以及正在研发的海战类、文明类 SLG 产品。  |
| C4CAT | 300 万元，30%股权                          | 曾家俊，91 年出生，香港中文大学工程学院计算机专业，2014 年大学一年级创业成立 C4Cat，加入香港中文大学的创业计划。获得学校和香港政府 20 万港币的创业基金支持。曾获得台湾巴哈 ACG 游戏创作奖。目前兼任公司 CEO 以及 CTO 工作。   | 《Dynamix》、《Zold:out》等，其中《Dynamix》17 年 7 月已经超过 160 万下载量，曾在全球 16 个国家和地区，音乐游戏畅销榜第一。   |
| HIHO  | 500 万元，12.5%股权                        | 叶伟健，曾就职于北京昆仑万维股份有限公司、成都西山居世游科技有限公司，于 2003 年进入游戏行业，15 年从业经验，13 年管理经验，自 2018 年开始创业，担任 HIHO CEO。  | 团队发行作品有《奇迹 MU》、《神魔圣域》、《艾尔战记》、《剑侠情缘》、《龙之谷 M》、《放开那三国》、《三国之刃》等。其中 15 年上线发行《奇迹 MU》曾在港澳台、泰国、越南等各市场最高畅销排名第一；16 年上线游戏《神魔圣域》、《艾尔战记》均在港澳台、东南亚市场榜单最高排名达前十；17 年在韩国市场上线《剑侠情缘》排名前十。               |
| 蓝滴信息  | 500 万元，14.92%股权                       | 张晓磊，2004 年毕业于同济大学，曾就职于广州光通通信、美国电子艺电上海分公司（EA）、上海尚禾、上海紫界、上海骏梦，自 2012 年开始创业，创业前担任上海骏梦执行制作人，负责骏梦研发体系的搭建和管理。<br>过往作品《传奇 3》、《FIFA OL》、《梦幻古龙》、《劲舞世界》、《新仙剑》等。                        | 《铁血文明》，该游戏为全 3D 制作，产品整体美术表现力高，是一款文明题材的 3D SLG 大型策略类产品  |
| 落鱼互动  | 成都落鱼 100 万元，22.00%；香港落鱼 400 万元 22.00% | 张战旗：武汉大学，2003-2009，世界经济专业，本科、硕士；华为技术有限公司，2009-2013，西欧地区部商务经理；成都数字天空科技有限公司，2013-2017，海外发行业务负责人。   | 发行运营过《龙之力量》、《苍龙三国志》、《Galaxy at War》、《银河争霸》、《Game of Summoner》、《Warstorm》、《帝国征服者》、《雄霸天下》等产品，多款产品总流水破亿元人民币。目前，落鱼互动代理的产品《Empire of Dominations: Risk War Game》已上线美国、德国、法国、加拿大、俄罗斯等欧美市场。 |
| 朝露科技  | 290 万元；                               | 朝露科技主创人员均有多年游戏行业从业经验，  | 已经成功开发了《料理次元》和《薇薇安与骑   |

|                       |  |   |
|-----------------------|--|---|
| 10%                   | 对于二次元文化及与之相关的泛二次元文化圈都有着深入的了解。其中主要的项目负责人常年深耕于中国与日本二次元游戏领域，自身技术积累与储备强大；同时拥有丰富的项目管理经验，了解游戏开发的流程及相关情况。                         | 士》两款游戏，其中《料理次元》是一款美食娘化、卡牌育成的游戏，特邀了花泽香菜、钉宫理惠、佐仓绫音等几十位日本顶级声优为游戏配音，并聘请了 Bison 仓鼠、真名、Star 影法师、TID 等多位国内外一流画师为游戏创造人物，内测之后在二次元文化圈有良好的反响，目前获得 AppStore 玩家满分五星好评，位于二次元社区 TapTap 热门总榜单前十。后续朝露科技将继续深耕二次元领域，持续产出优质的产品。 |
| 提塔利克 300 万元；<br>3.00% | 黄永锋，2007 年，加入搜狐畅游，出任《刀剑》、《古域》运营总监，后出任《刀剑 2》高级制作人；2015 年，创业，成立提塔利克。<br>杨光，2009 年，加入搜狐畅游，出任《古域》运营总监；2015 年，创业，作为联合创始人成立提塔利克。 | 团队既往产品《刀塔联盟》、《三国吧兄弟》；其中《三国吧兄弟》全版月流水突破人民币 1700 万，覆盖大陆、台湾、香港、韩国、日本、东南亚等国家和地区。   |

资料来源：公司公告、天风证券研究所

借助易幻网络在手游发行上的经验，投资标的公司能够开发出市场前景好、用户需求高的游戏，也可以弥补互联网事业部在手游研发上的短板，提升游戏发行的竞争能力，为手游研运一体全产业链打造做好铺垫。

表 6：公司产业基金投资情况

|                          | 持股比例   | 投资金额    |
|--------------------------|--------|---------|
| 宝通辰韬（上海）投资管理合伙企业（有限合伙）   | 41.67% | 3750 万元 |
| 宁波梅山保税港区宝通辰韬投资合伙企业（有限合伙） | 87.50% | 2.1 亿元  |
| 宁波梅山保税港区宝辰投资管理合伙企业（有限合伙） | 41.67% | 100 万元  |

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2016 年 7 月，公司公告设立宝通辰韬互联网产业投资基金合伙企业，加速互联网领域的横向和纵向布局，其中一个投资案例是 19 年初正式登陆港交所的微盟。微盟是中国领先的中小企业云端商业及营销解决方案提供商，亦为中国领先的腾讯社交网络服务平台中小企业精准营销服务提供商；透过 SaaS 产品，提供多种针对于垂直行业的智慧商业解决方案，精准营销服务可使企业面向中国领先数字内容平台上的特定受众进行推广。根据微盟的招股书，公司投资的宁波梅山保税港区宝通辰韬投资合伙企业（有限合伙）（宝通科技持股比例 87.5%）持有微盟 2.5% 股份，微盟已于 19 年 1 月 15 日在港交所正式上市。

### 3.3. 公司产品储备充足，业绩稳定性强，预计未来三年复合增长率可达 20%

宝通科技 18-19 年业绩预计维持高增长，我们预计 19Q1 净利增速在 40~50% 的范围。18Q4 《我叫 MT4》（11 月 22 日港澳台上线）、《万王之王》（11 月 8 日韩国上线）等高质量 S 级手游上线，18 年 11 月新上的《万王之王》、《我叫 MT4》，将于 19Q1 进入利润回收周期，随着公司海外发行的 S 级游戏数量以及可触达的流水天花板不断提升，我们认为宝通科技未来三年可保持 20% 以上的净利润复合增速。



表 7：游戏上线时间及最新畅销排名（截至 2019 年 1 月 18 日）

| 上线国家<br>或地区 | 游戏名称                           | 上线时间                           | iOS 畅销榜排名<br>1 月 18 日排名 | Google Play 畅销榜排名<br>1 月 18 日排名 |
|-------------|--------------------------------|--------------------------------|-------------------------|---------------------------------|
| 韩国          | 万王之王                           | iOS:2018.11<br>Google: 2018.10 | 5                       | 19                              |
|             | 三国志 M                          | iOS:2018.03<br>Google: 2018.02 | 11                      | 29                              |
| 印尼          | 最终幻想：觉醒                        | 2017.08                        | <b>27</b>               | <b>42</b>                       |
|             | 坦克风暴                           | 2014.05                        | 80                      | —                               |
| 马来西亚        | Rise of Dynasty: Three Kingdom | 2018.07                        | —                       | <b>61</b>                       |
|             | 新射雕英雄传                         | 2017.12                        | <b>66</b>               | —                               |
|             | 最终幻想：觉醒                        | 2017.10                        | 48                      | 92                              |
|             | 诛仙手游                           | 2017.06                        | —                       | 97                              |
|             | 剑侠情缘                           | 2016.10                        | 55                      | —                               |
| 泰国          | เจ้านายที่รัก                  | 2018.07                        | 72                      | 88                              |
| 新加坡         | Rise of Dynasty: Three Kingdom | 2018.07                        | —                       | 43                              |
|             | 最终幻想：觉醒                        | 2017.10                        | <b>80</b>               | <b>47</b>                       |
|             | 剑侠情缘                           | 2016.10                        | 40                      | —                               |
|             | 媚姬 Online                      | 2014.04                        | 56                      | —                               |
| 柬埔寨         | War and Magic                  | 2017.01                        | —                       | 56                              |
| 香港          | 我叫 MT4                         | 2018.11                        | 51                      | 73                              |
|             | 豪门足球                           | 2018.02                        | —                       | 48                              |
|             | 剑侠情缘港澳版                        | 2016.09                        | 91                      | —                               |
| 澳门          | 我叫 MT4                         | 2018.11                        | 89                      | 87                              |
|             | Ultimate Football Club 冠军球会    | 2018.06                        | —                       | 49                              |
|             | 剑侠情缘港澳版                        | 2016.09                        | 92                      | —                               |
| 台湾          | 我叫 MT4                         | 2018.11                        | 41                      | 73                              |

资料来源：App Annie，天风证券研究所

#### 4. 盈利预测：区域化发行+全球研运一体化，符合发展趋势，维持买入评级

1-3 亿元回购计划彰显管理层信心。公司于 7 月披露 1-3 亿元回购计划，以不超过 15 元/股的价格回购股份，回购股份用于公司股权激励计划、员工持股计划或依法注销减少注册资本等。截至 2018 年 12 月 31 日，公司集中竞价交易方式累计回购公司股份 11,664,105 股，支付的总金额为 1.52 亿元，回购的股份数量占公司目前总股本的比例为 2.94%，最高成交价为 14.98 元/股，最低成交价为 10.06 元/股，对应 1 月 22 日收盘价为 11.90 元/股。

结合公司经营情况分析，我们作出如下假设：

- 母公司输送带业务近年来贡献稳定营收，我们预计公司输送带业务收入每年保持稳定；
- 子公司易幻网络游戏业务我们根据公司 IP 储备及产品列表进行拆分，18 年《三国志 M》、《万王之王》、《我叫 MT4》港澳台版等头部游戏表现亮眼，19-20 年 S 级游戏数量及流水预期持续提升，带动并夯实公司 19-20 年营收保持高速增长。



- 公司整体游戏业务毛利率也将保持稳定，三大费用率基本保持稳定，其中销售费用率随推广成本提高有小幅提升，管理费用率则由于人员管理效率提高有降低，所得税税率不变。

据此，以及2018年业绩预告及游戏储备情况，我们将公司18-20年归母净利润由2.8/3.4/3.9亿元上调至2.81/3.43/4.15亿元，同比增速为27%/22%/21%，对应估值为17x/14x/11x。当前游戏行业18-20年估值中枢分别为18x/14x/12x，维持前期目标价，维持“买入”评级。

表 8：可比公司估值表

| 证券代码      | 证券简称 | 总市值<br>(亿元) | 2018E<br>净利润 | 2019E<br>净利润 | 2020E<br>净利润 | 2018PE | 2019PE       | 2020PE | 2018<br>PEG | 2019<br>PEG |
|-----------|------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------|--------------|--------|-------------|-------------|
| 002602.SZ | 世纪华通 | 449.44      | 10.69        | 14.45        | 16.71        | 42.06  | 31.10        | 26.90  | 1.11        | 1.00        |
| 002624.SZ | 完美世界 | 335.27      | 18.25        | 22.42        | 26.47        | 18.37  | 14.96        | 12.67  | 0.89        | 0.70        |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 221.41      | 16.64        | 20.00        | 22.74        | 13.31  | 11.07        | 9.74   | 3.69        | 0.58        |
| 600373.SH | 中文传媒 | 178.44      | 16.33        | 18.55        | 20.79        | 10.93  | 9.62         | 8.58   | 0.80        | 0.62        |
| 300418.SZ | 昆仑万维 | 153.09      | 12.87        | 15.28        | 18.46        | 11.90  | 10.02        | 8.29   | 0.39        | 0.56        |
| 002174.SZ | 游族网络 | 165.52      | 9.50         | 12.05        | 14.19        | 17.42  | 13.74        | 11.66  | 0.38        | 0.57        |
| 300315.SZ | 掌趣科技 | 99.55       | 7.37         | 8.97         | 10.40        | 13.50  | 11.10        | 9.57   | 0.08        | 0.51        |
| 603444.SH | 吉比特  | 115.28      | 6.76         | 7.79         | 8.99         | 17.06  | 14.80        | 12.83  | 1.41        | 1.04        |
| 002425.SZ | 凯撒文化 | 48.99       | 3.19         | 5.79         | 7.91         | 15.34  | 8.47         | 6.19   | 0.60        | 0.10        |
|           | 平均   | 181.42      | 10.45        | 12.89        | 15.10        | 17.61  | <b>13.79</b> | 11.74  | 0.99        | 0.62        |

资料来源：Wind 一致预期、天风证券研究所；截至 2019 年 1 月 22 日收盘

## 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          | 166.74          | 801.98          | 707.55          |
| 应收账款            | 415.58          | 395.99          | 617.30          | 618.10          | 895.40          |
| 预付账款            | 65.74           | 70.48           | 71.81           | 99.61           | 120.41          |
| 存货              | 110.39          | 162.44          | 143.90          | 225.16          | 235.88          |
| 其他              | 401.61          | 70.36           | 279.02          | 250.17          | 274.34          |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>1,434.65</b> | <b>1,349.53</b> | <b>1,278.77</b> | <b>1,995.02</b> | <b>2,233.57</b> |
| 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        |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>1,667.58</b> | <b>1,855.78</b> | <b>1,765.42</b> | <b>1,758.17</b> | <b>1,752.38</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>3,102.23</b> | <b>3,205.31</b> | <b>3,044.19</b> | <b>3,753.19</b> | <b>3,985.95</b> |
| 短期借款            | 0.00            | 20.00           | 47.93           | 0.00            | 0.00            |
| 应付账款            | 332.00          | 549.24          | 291.26          | 721.30          | 625.67          |
| 其他              | 47.65           | 91.10           | 64.45           | 108.58          | 95.20           |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>379.65</b>   | <b>660.34</b>   | <b>403.64</b>   | <b>829.89</b>   | <b>720.86</b>   |
| 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           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>46.63</b>    | <b>194.07</b>   | <b>45.35</b>    | <b>45.35</b>    | <b>44.93</b>    |
| <b>负债合计</b>     | <b>426.28</b>   | <b>854.41</b>   | <b>449.00</b>   | <b>875.24</b>   | <b>765.79</b>   |
| 少数股东权益          | 121.62          | 63.97           | 72.67           | 83.28           | 96.12           |
| 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        | 2,125.75        | 2,397.91        | 2,727.28        |
| 其他              | (1,643.95)      | (1,236.23)      | (1,223.84)      | (1,223.84)      | (1,223.84)      |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>2,675.94</b> | <b>2,350.90</b> | <b>2,595.19</b> | <b>2,877.95</b> | <b>3,220.17</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>3,102.23</b> | <b>3,205.31</b> | <b>3,044.19</b> | <b>3,753.19</b> | <b>3,985.95</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2016            | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 195.66          | 236.63          | 281.27          | 342.96          | 415.07          |
| 折旧摊销           | 118.39          | 114.09          | 15.25           | 15.25           | 15.25           |
| 财务费用           | 0.59            | 1.56            | 17.00           | 20.00           | 20.00           |
| 投资损失           | (7.12)          | (3.79)          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 营运资金变动         | (390.29)        | 231.56          | (612.99)        | 393.16          | (443.89)        |
| 其它             | 229.11          | (272.41)        | 8.70            | 10.61           | 12.84           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>146.33</b>   | <b>307.64</b>   | <b>(290.78)</b> | <b>781.98</b>   | <b>19.26</b>    |
| 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           | (14.72)         | (16.00)         | (16.43)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(453.21)</b> | <b>105.55</b>   | <b>(8.00)</b>   | <b>(8.00)</b>   | <b>(8.00)</b>   |
| 债权融资           | 0.00            | 170.00          | 47.93           | 0.00            | 0.00            |
| 股权融资           | 1,525.43        | (448.13)        | (4.60)          | (20.00)         | (20.00)         |
| 其他             | (947.70)        | 69.37           | (228.07)        | (118.74)        | (85.69)         |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>577.73</b>   | <b>(208.76)</b> | <b>(184.74)</b> | <b>(138.74)</b> | <b>(105.69)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>270.85</b>   | <b>204.42</b>   | <b>(483.52)</b> | <b>635.24</b>   | <b>(94.43)</b>  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2016            | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>1,464.60</b> | <b>1,579.82</b> | <b>2,084.25</b> | <b>2,541.12</b> | <b>3,055.45</b> |
| 营业成本             | 720.02          | 758.21          | 982.52          | 1,183.66        | 1,406.42        |
| 营业税金及附加          | 2.37            | 4.58            | 4.17            | 5.08            | 6.11            |
| 营业费用             | 451.37          | 455.56          | 638.41          | 793.85          | 972.85          |
| 管理费用             | 92.81           | 117.76          | 131.93          | 161.36          | 194.63          |
| 财务费用             | (3.66)          | (0.60)          | 17.00           | 20.00           | 20.00           |
| 资产减值损失           | 5.58            | 2.89            | 5.00            | 5.00            | 5.00            |
| 公允价值变动收益         | 0.49            | (0.49)          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | 7.12            | 3.79            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他               | (15.22)         | (9.79)          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>营业利润</b>      | <b>203.72</b>   | <b>247.89</b>   | <b>305.23</b>   | <b>372.18</b>   | <b>450.43</b>   |
| 营业外收入            | 6.66            | 0.42            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 营业外支出            | 0.22            | 0.33            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>      | <b>210.15</b>   | <b>247.97</b>   | <b>305.23</b>   | <b>372.18</b>   | <b>450.43</b>   |
| 所得税              | 14.50           | 11.35           | 15.26           | 18.61           | 22.52           |
| <b>净利润</b>       | <b>195.66</b>   | <b>236.63</b>   | <b>289.97</b>   | <b>353.57</b>   | <b>427.91</b>   |
| 少数股东损益           | 54.93           | 15.62           | 8.70            | 10.61           | 12.84           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>140.73</b>   | <b>221.01</b>   | <b>281.27</b>   | <b>342.96</b>   | <b>415.07</b>   |
| 每股收益(元)          | 0.35            | 0.56            | 0.71            | 0.86            | 1.05            |

| 主要财务比率         | 2016    | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |        |        |        |        |
| 营业收入           | 211.74% | 7.87%  | 31.93% | 21.92% | 20.24% |
| 营业利润           | 166.72% | 21.68% | 23.13% | 21.93% | 21.02% |
| 归属于母公司净利润      | 106.05% | 57.05% | 27.27% | 21.93% | 21.02% |
| <b>获利能力</b>    |         |        |        |        |        |
| 毛利率            | 50.84%  | 52.01% | 52.86% | 53.42% | 53.97% |
| 净利率            | 9.61%   | 13.99% | 13.49% | 13.50% | 13.58% |
| ROE            | 5.51%   | 9.66%  | 11.15% | 12.27% | 13.29% |
| ROIC           | 25.69%  | 11.37% | 19.76% | 16.65% | 24.32% |
| <b>偿债能力</b>    |         |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 13.74%  | 26.66% | 14.75% | 23.32% | 19.21% |
| 净负债率           | -1.74%  | -0.64% | 1.32%  | 8.14%  | 2.27%  |
| 流动比率           | 3.78    | 2.04   | 3.17   | 2.40   | 3.10   |
| 速动比率           | 3.49    | 1.80   | 2.81   | 2.13   | 2.77   |
| <b>营运能力</b>    |         |        |        |        |        |
| 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  | 13.61  | 13.77  | 13.25  |
| 总资产周转率         | 0.71    | 0.50   | 0.67   | 0.75   | 0.79   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.35    | 0.56   | 0.71   | 0.86   | 1.05   |
| 每股经营现金流        | 0.37    | 0.78   | -0.73  | 1.97   | 0.05   |
| 每股净资产          | 6.44    | 5.76   | 6.36   | 7.04   | 7.87   |
| <b>估值比率</b>    |         |        |        |        |        |
| 市盈率            | 33.55   | 21.36  | 16.79  | 13.77  | 11.38  |
| 市净率            | 1.85    | 2.06   | 1.87   | 1.69   | 1.51   |
| EV/EBITDA      | 33.83   | 18.52  | 13.15  | 9.24   | 7.97   |
| EV/EBIT        | 39.41   | 21.11  | 13.77  | 9.60   | 8.23   |

### 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        |