



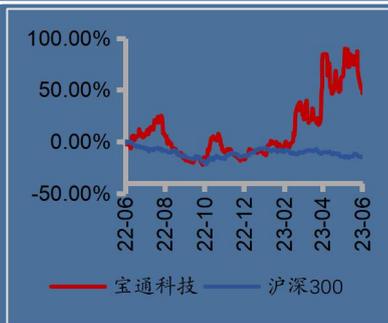
Research and
Development Center

产投协同深耕智能输送，AI 赋能手游蓄势待发

—宝通科技（300031.SZ）首次覆盖报告

2023年7月20日

冯翠婷传媒互联网及海外首席分析师
执业编号：S1500522010001
联系电话：17317141123
邮箱：fengcuiting@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
首次覆盖报告
宝通科技(300031.SZ)
投资评级 买入
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价	21.52
52周内股价	12.29-32.77
波动区间(元)	
最近20日涨跌幅(%)	-29.05%
总股本(亿股)	4.12
流通A股比例(%)	83.7%
总市值(亿元)	89

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDASECURITIESCO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

宝通科技(300031.SZ)：产投协同深耕智能输送，AI赋能手游蓄势待发

2023年7月20日

本期内容提要：

◆**双主业成型驱动，深耕游戏出海。**宝通科技是一家业务领域涵盖工业和移动互联网的集团化企业，公司成立于2000年，以传统工业输送业务起家，逐步成为国内领先的以数字化输送系统及智能运营服务为主的工业散货物料服务商。公司于2012年开始布局移动网络游戏海外发行及运营服务，2016年并购易幻网络，2018年底成立海南高图，深耕全球移动游戏研运一体化。

◆**工业互联网专注智能输送，技术赋能全栈式绿色服务。**工业互联网板块，公司主营业务为工业散货物料无人输送解决方案服务商，具体为数字化输送系统和智能运营服务。经过20+年深耕，宝通科技积累了行业经验、100%客户满意度，建立500+合作关系，在2022年宏观因素不利的情况下，宝通科技工业互联网板块实现营收16.36亿元，同比增长32.77%，保持稳定上升态势。2022年，增资矿区无人驾驶企业踏歌智行、投资裸眼3D技术公司一隅千象、增资VR/AR/MR技术公司哈视奇、签署东滩煤矿B皮带机智能化改造项目，实现输送系统智能一体化业务零突破。

◆**移动互联网多年深耕海外，未来关注AI+游戏发展趋势。**多年来，公司专注深耕移动网络游戏海外市场，布局国内移动网络游戏海外发行和运营。子公司易幻网络是国内海外移动游戏成功发行数量最多的厂商，2023年关注重点产品储备《重返未来1999》（港澳）、《白荆回廊》（韩国）等。海南高图已上线产品全球覆盖面广，未来将有望持续延伸全球研运一体业务，进一步拓展更具壁垒的大市场，目前子公司海南高图储备《D3》《地牢猎手》《FOG》《TAG》等自研、定制产品。公司已经搭建基于ChatGPT的翻译系统；搭建基于Stable Diffusion框架的AIGC绘画系统，公司也将有AI的技术团队，AI团队组织架构等，践行科技创新理念。

◆**2023年基本面有望整体向好，业绩考核目标展现信心。**2023年3月13日，公司发布向激励对象首次授予限制性股票的公告，激励计划拟首次授予的激励对象共计281人，包括在公司（含子公司）任职的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工。公司以7.54元/股的价格向符合条件的281名激励对象授予725万股限制性股票。根据激励方案的业绩考核目标为：23-25年营收不低于35/40/50亿元，净利润不低于4/5.6/7.28亿元。24-25年营收增速为14%/25%，24-25年净利增速为40%/30%。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司营业收入有望保持增长，23-25年营业收入分别为40.11/48.08/58.45亿元，同比增长23.1%/19.9%/21.6%，预计公司23-25年归母净利润分别为4.16/5.72/7.44亿元，同比分别增长205.0%/37.5%/30.1%。采用相对估值法，可比公司2024年平均PE为21.48x，考虑到宝通科技主营业务复苏、游戏储备丰富，我们给予公司2024年目标PE 21.48x，对应2024年目标市值123亿，当前市值对应21.33/15.52/11.93xPE，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：商誉减值风险、游戏收入主要来自境外市场的风险、汇率波动风险、市场竞争加剧风险、游戏行业政策变动风险、新游开发和运营失败风险。

主要财务指标 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,760	3,259	4,011	4,808	5,845
同比(%)	4.6%	18.1%	23.1%	19.9%	21.6%
归属母公司净利润	403	-396	416	572	744
同比(%)	-7.8%	-198.3%	205.0%	37.5%	30.1%
毛利率(%)	41.2%	39.5%	42.4%	43.2%	43.5%
ROE(%)	10.5%	-11.7%	11.0%	13.3%	14.9%
EPS(摊薄)(元)	0.98	-0.96	1.01	1.39	1.80
P/E	22.03	—	21.33	15.52	11.93
P/B	2.32	2.62	2.35	2.06	1.77
EV/EBITDA	30.08	33.84	14.54	—	—

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 7 月 20 日收盘价

投资聚焦

► 本文主要论述，宝通科技既为工业散货物料智能输送领域提供全栈式服务，又深耕移动游戏海外及研运一体业务，实现了双主业驱动，创新差异化的发展格局，受益于人工智能，游戏在未来的降本增效的想象力空间较大。

我们认为，公司经历了由单一工业运输转变为**工业与移动互联网双擎驱动，产投协同、共生发展的转型**；公司未来的**增长点**有：

分业务看，**工业互联网业务**方面：

- 1) 公司投资近 1.6 亿的创享中心已投入使用，拥有高水平技术研发平台，签署东滩煤矿 B 皮带机智能化改造项目，智能输送数字化、一体化有望助推工业互联网稳中有进。
- 2) 公司把握“一带一路”发展机遇，积极进行海外布局，拟投资设立泰国子公司，经营范围为高性能数字化输送带的生产制造、销售及服务。海外布局有望带来营收新增。
- 3) 元宇宙领域发展图景明朗，与杭州一隅千象基于智能输送领域加深合作；已有多款元宇宙数字化产品，2023 款 n'space 性能大增，有望带来收入增长。

移动互联网业务方面：

- 1) 两款重磅新游（《重返未来 1999》、《白荆回廊》）部分海外代理有望迎来新的业绩周期产品。海南高图储备《D3》、《地牢猎手》等自研、定制产品，新游上线表现可期。
- 2) 投资哈视奇、联合哈视奇与公司游戏研发团队开发了多款游戏 DEMO，实现了在 AR/VR/XR 终端的适配；《奇幻滑雪 3》即将上线，该系列有望持续增长。
- 3) 结合 AI 发展态势，公司致力于积极加强游戏的开发和内容制作，搭建基于 ChatGPT 的翻译系统和基于 Stable Diffusion 框架的 AIGC 绘画系统，未来受益于人工智能降本增效的想象力空间较大。

目录

一、公司概况：工业+移动互联网双帆竞发，深耕数字经济发展.....	6
1、发展历程：由单一工业运输转变为工业与移动互联网双擎驱动，产投协同、共生发展..	6
2、公司股权结构：实际控制权由董事长包志方掌握.....	7
3、公司业绩：增长势头强劲，盈利能力稳步提升.....	8
二、行业分析：需求政策双助力智能输送，海外游戏市场蓬勃发展.....	11
1、工业数字化智能输送：紧抓数字化战略机遇，迎来需求增长.....	11
2、移动游戏：自研游戏广泛布局，深耕游戏出海.....	13
三、公司业务：双主业驱动，创新差异化发展.....	15
1、工业互联网：前沿布局、技术赋能.....	15
2、移动互联网：计提减值轻装上阵，全球研运一体布局.....	19
3、前沿科技投资，布局元宇宙与自动驾驶.....	21
四、盈利预测、估值与投资评级.....	20
五、风险因素.....	21

表目录

表 1：宝通科技管理层情况.....	8
表 2：2023 年度中国橡胶工业百强企业（输送带类）.....	13
表 3：部分输送智能化相关政策.....	13
表 4：宝通科技智能检测系统产品.....	18
表 5：宝通科技通主要核心用户.....	20
表 6：宝通科技历史游戏列表.....	21
表 7：重点游戏储备 pipeline.....	22
表 8：哈视奇商业应用场景.....	23
表 9：收入拆分及盈利预测（百万元）.....	24
表 10：可比公司估值.....	26

图目录

图 1：宝通科技公司发展历程.....	6
图 2：工业互联网业务结构.....	6
图 3：移动互联网业务结构.....	7
图 4：宝通科技公司股权结构图.....	7
图 5：公司 2015-2022 年营业收入及同比增速.....	8
图 6：2022 年公司主营业务收入，分地区.....	9
图 7：公司 2015-2022 年归母净利润及同比增速.....	9
图 8：公司 2016-2022 年利润率.....	10
图 9：公司 2019-2022 年各项产品毛利率.....	10
图 10：公司 2016-2022 年主要费用率.....	10
图 11：输送带产品分类.....	11
图 12：中国工业散货物料智能输送行业市场规模（亿元）.....	11
图 13：中国工业散货物料智能输送行业市场规模——港口领域（亿元）.....	19
图 14：中国工业散货物料智能输送行业市场规模——钢铁领域（亿元）.....	13
图 15：中国市场实际销售收入及增长率.....	13
图 16：中国移动市场实际销售收入及增长率.....	13
图 17：中国移动市场实际销售收入及增长率.....	14
图 18：中国游戏用户规模及增长率.....	14
图 19：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增长率.....	14
图 20：全球重要移动游戏市场流水 TOP100 产品中国产移动游戏产品数量.....	15
图 21：全球重要移动游戏市场流水 TOP100 产品中国产移动游戏发行商数量.....	15
图 22：2022 年中国手游收入 TOP30.....	15
图 23：宝通科技工业互联网布局.....	17
图 24：宝通科技工业互联网产品矩阵.....	17
图 25：工业散货物料输送行业产业链总览.....	17
图 26：宝通科技 2022 年海外游戏业务状况.....	18
图 27：中国工业散货物料智能输送行业市场规模（亿元）.....	19
图 28：海南高图主要产品.....	22
图 29：n'space 产品展示.....	22
图 30：n' Space 助力同济大学虚仿教学中心.....	22
图 31：“旷古”车载系统安装图.....	22
图 32：“旷古”系统具体分析.....	22

一、公司概况：工业+移动互联网双帆竞发，深耕数字经济发展

宝通科技是一家业务领域涵盖工业和移动互联网的集团化企业，公司成立于2000年，以传统工业输送业务起家，主要从事强力橡胶运输带及各类运输带产品的研发、生产及销售。而后公司与时俱进，紧跟国家战略发展步伐加快数字化建设，打造高质量发展新引擎，深化研发设计、生产制造、经营管理、市场服务等环节的数字化应用，逐步成为国内领先的以数字化输送系统及智能运营服务为主的工业散货物料服务商。同时，公司于2012年开始布局移动网络游戏海外发行及运营服务，2016年并购易幻网络，2018年底成立海南高图，深耕全球移动游戏研运一体化。公司从产品到用户，从游戏到玩家，致力于打造全球顶尖移动游戏发行平台。自成立至今，公司在全球发行290余款游戏，覆盖全球130多个国家和地区、十几种语言，是中国最早出海的手游发行商之一，也是国内海外移动游戏成功发行数量最多的厂商。

1、发展历程：由单一工业运输转变为工业与移动互联网双擎驱动，产投协同、共生发展

图1：宝通科技公司发展历程

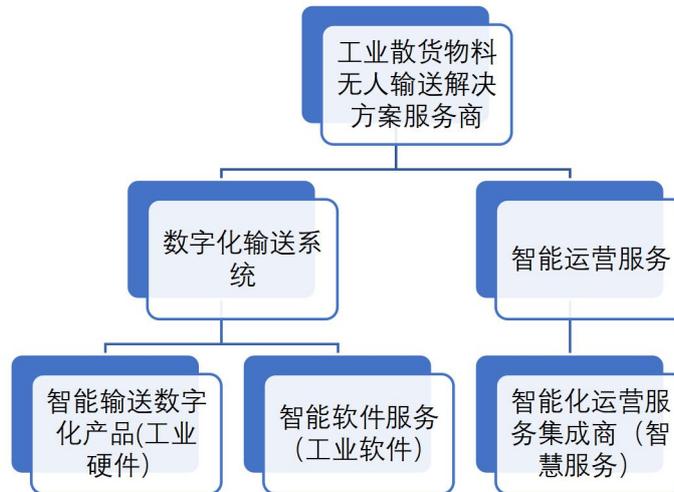


资料来源：宝通科技历年年报，信达证券研发中心

公司坚守用科技输送美好生活的初心，坚持“科技创新、差异化发展”的策略，不断延伸服务范围、拓展业务领域。目前，公司的主营业务为工业互联网（工业散货物料智能输送全栈式服务）和移动互联网。

（一）工业互联网业务

图 2：工业互联网业务结构

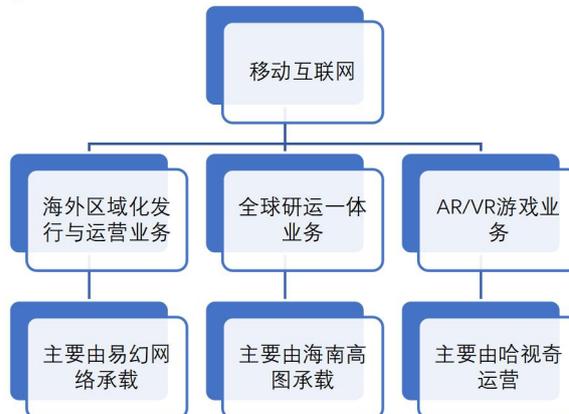


资料来源：公司 2022 年年报、信达证券研发中心

在工业互联网板块，公司主营业务为工业散货物料无人输送解决方案服务商，具体为数字化输送系统和智能运营服务。随着国家对环境保护、碳排放、安全生产重视程度的不断提升，公司下游五大行业面临节能减排、减员增效、人员伤亡事故减少、安全生产监测、安全事故提前预防等明显的发展桎梏。公司运用云计算、大数据、物联网、人工智能等新一代信息技术，围绕露天矿、井工矿、钢铁冶炼、砂石骨料、散货港口等工业场景，为客户提供矿产资源等散货物料无人输送解决方案服务的企业，最终发展为工业散货物料智能输送全栈式服务商。

（二）移动互联网业务

图 3：移动互联网业务结构

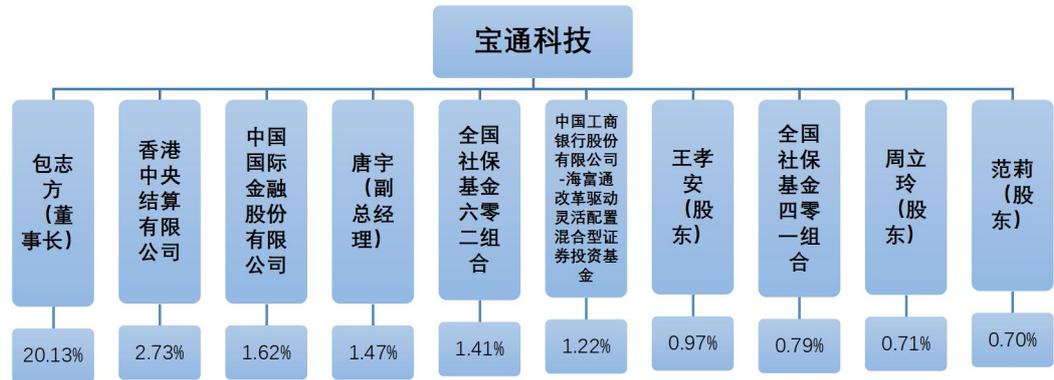


资料来源：公司 2022 年年报、信达证券研发中心

在移动互联网业务板块，公司秉承“传播世界优秀文化与数字文明”的使命，致力于创造伟大而新颖的产品，覆盖全球市场，以丰富的内容和炫酷的科技给用户带来不一样的娱乐方式，以多元化和本地化的产品满足用户个性的需求，将中国的游戏带给全世界，让中国的文化影响世界，让人们的娱乐生活更丰富多彩。公司移动互联网板块业务为移动网络游戏的海外区域化发行与运营、全球研运一体业务和 AR/VR 游戏业务，主要由子公司易幻网络、海南高图和哈视奇开展实施。

2、公司股权结构：实际控制权由董事长包志方掌握，持续激励提振员工积极性

图 4：宝通科技公司股权结构图



资料来源：公司 2023 年一季报，信达证券研发中心

截至 2023 年一季报，实际控制人包志方先生持股比例 20.13%，其余股东持比较为分散。公司董事长兼总经理包志方先生直接持有公司 20.13% 股份，为公司第一大股东及实际控制人；公司董事兼副总经理唐宇持有公司 1.47% 股份，是公司第二大股东，公司股权结构相对稳定。包志方先生为中国橡胶工业协会胶管胶带分会理事长，曾荣获中国橡胶工业科学发展带头人、“石油和化工优秀民营企业”、“无锡市优秀青年企业家”、“无锡市优秀科技创业领军人才”等多项荣誉称号。

公司通过股权激励计划实现了员工与公司的利益一体化。2023 年 3 月 13 日，公司发布向激励对象首次授予限制性股票的公告，激励计划拟首次授予的激励对象共计 281 人，包括在公司（含子公司）任职的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工。以 3 月 13 日为首次授予日，公司以 7.54 元/股的价格向符合条件的 281 名激励对象授予 725 万股限制性股票。根据激励方案的业绩考核目标为：23-25 年营收不低于 35/40/50 亿元，净利润不低于 4/5.6/7.28 亿元。24-25 年营收增速为 14%/25%，24-25 年净利增速为 40%/30%。公司通过多年的耕耘与发展，拥有国际化与本地化兼备的优秀团队，吸引了众多具有海外背景及海外多国人才的加入，公司拥有第二语言技能的人员超过 75%，为公司海外运营发展提供了坚实基础。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，引导整个团队在技术实力、产品引进能力、产品运营能力、产品营销能力实现自身优势；商务团队通过专业判断和测评、易幻网络的口碑和形象，提高优秀产品引进的成功率，从源头为运营单位提供保障；运营及市场团队，基于数据分析和经验积累，通过专业、高效、灵活的执行力，制定有针对性的精准的营销和运营策略，并且在市场出现变化时，能快速做出调整，从而控制整体业务的投入产出比，确保实现市场占有率和利润率。

表 1 宝通科技管理层情况

高管	职务	主要经历
包志方	董事长/总经理	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，为中国橡胶工业协会胶管胶带分会理事长。
唐宇	副总经理	曾任职于无锡市橡胶厂销售科，现任无锡百年通工业输送有限公司总经理，公司董事、副总经理。
孙业斌	董事	曾在公司技术管理部、研发中心任职，2016 年至 2018 年任职公司事业部副总兼技术质量部部长，2018 年至今任子公司无锡百年通工业输送有限公司副总经理，现任公司董事。
朱建成	监事/首席信息官	曾任职于宝钢集团东方钢铁电子商务有限公司、上海宝信软件

		股份有限公司、尚德电力控股有限公司、上海复星高科技（集团）有限公司，现任公司监事、首席信息官。
丁晶	非职工监事/公司招标采购管理办公室主任	曾任职于无锡市橡胶厂，2008年至2013年任公司储运部部长助理，2014年至2016年任公司营销管理部副部长，2017年至2020年任公司采购部部长。
孟阳	创新中心总监/监事会主席	历任宝通科技技术研发中心副总监、创新中心副总监

资料来源：wind，信达证券研发中心

3、公司业绩：增长势头强劲，盈利能力稳步提升

公司营业收入持续增长，移动游戏仍为营收主力。2022年，公司实现营业收入32.60亿，同比增长18.12%。其中，2022年，公司移动游戏、智能输送数字化产品制造、智能输送系统产品服务营收分别为16.24/14.13/2.23亿元，分别占总营收的49.82%/43.34%/6.84%，智能输送类业务收入逐年提高，移动游戏产业稳步发展。2018年同比增速达峰值主要原因系公司移动互联网业务收入快速增长，较17年同期增长42.86%，期间代表作品有《六龙御天》、《最终幻想-觉醒》、《诛仙》、《剑侠仙缘》、《三国志M》等多款热门游戏，公司始终聚焦全球移动网络游戏的发行和运营。公司2022年营业收入同比增长主要得益于工业散货物料智能输送全栈式服务业务板块攻坚克难，实现智能输送软硬件产品落地，矿山智能一体化业务取得突破性进展等。

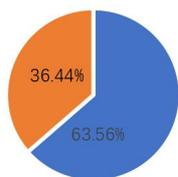
图5：公司2016-2022年营业收入及同比增速



资料来源：公司历年年报，信达证券研发中心

公司业务剑指全球，公司自成立之初就瞄准拥有较大潜力的海外市场，多年专注深耕移动网络游戏海外市场，布局国内移动网络游戏海外发行和运营，通过代理运营国内优质的游戏产品逐步开拓海外版图。2022年，公司营收按地区划分，来自境外收入占比为63.56%，境内收入占比为36.44%。公司已经逐步形成以韩国、东南亚、港澳台、日本、欧美等市场为业务核心，支撑对全球其他新兴市场的开拓和探索，并已经开始将产品推向俄罗斯、中东以及国内等其他市场，逐渐形成全球游戏发行与研运一体业务。

图6：2022年公司主营业务收入，分地区



■ 境内收入 ■ 境外收入

资料来源：公司2022年年报、信达证券研发中心

2022年归母净利润为-3.96亿元，同比下降198.26%，主要由于上线新游戏销售费用全部确认在当期，充值收入递延至后期，并且公司优化产品结构，关停了表现不达预期的部分海外游戏项目，从而对业绩产生影响；并且22年子公司广州易幻经营业绩出现明显下滑，对相应商誉计提减值48,603.72万元，计入当期损益。

图7：公司2016-2022年归母净利润及同比增速



资料来源：公司历年年报、信达证券研发中心

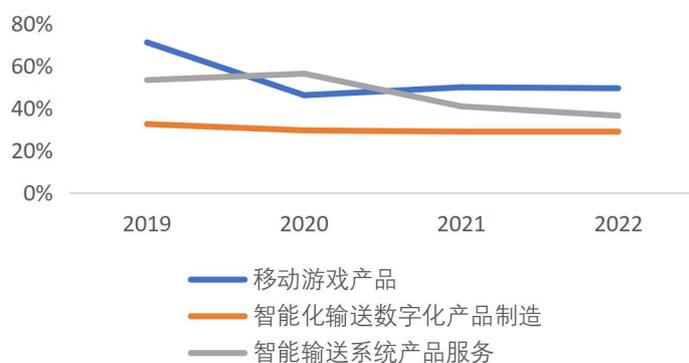
收入准则调整后，毛利率持稳定态势。2020年之前公司的毛利率逐步提升，2020年公司执行新收入准则，将游戏现金流渠道调整至营业成本，毛利率同比下降17.81pct。在新收入准则下，公司毛利率保持稳定发展态势，2022年毛利率达39.55%。公司游戏业务毛利率高于智能化输送数字化产品制造和智能输送系统产品服务业务。

图8：公司2016-2022年利润率



资料来源：公司历年年报、wind、信达证券研发中心

图9：公司2019-2022年各项产品毛利率



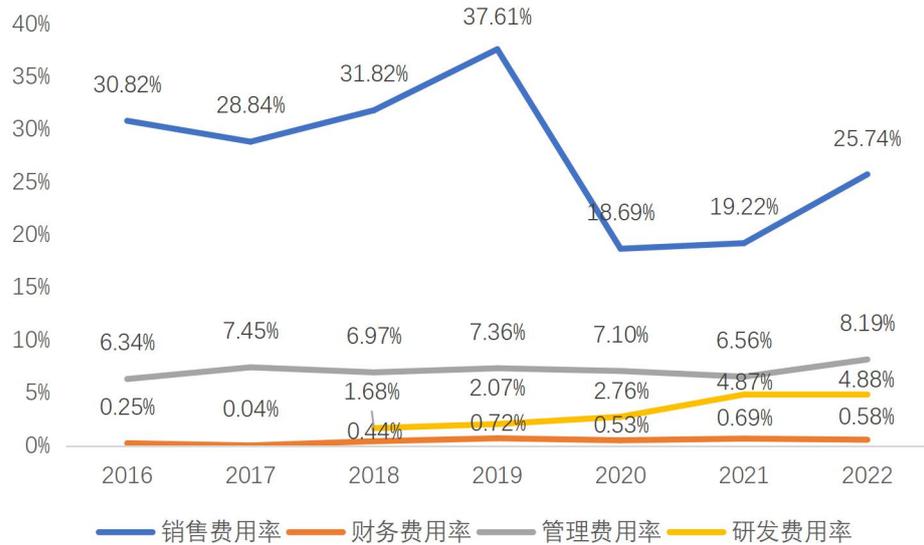
资料来源：公司历年年报、wind、信达证券研发中心

销售费用大幅提升，主要系大量新游上线进行市场推广。2022年，公司对《剑侠世界3》
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>10

《元素方尖》《有杀气童话2》《DK》《BLOODLINE》等新游推广力度加大，新游戏在上线初期集中进行大量市场推广，销售费用率达 25.74%，相较 2021 年同期增长 19.22%，大幅提升。

研发费用持续投入，打造高质量精品游戏。2021 年宝通科技研发费用为 1.34 亿元，同比增长 84.64%；2022 年研发费用 1.59 亿，同比增长 18.66%；研发人员数量相较 2021 年同期减少 21.22%；研发投入金额 1.74 亿，同比增加 8.75%。公司致力于积极加强游戏的开发和内容制作，我们认为未来受益于人工智能降本增效的想象力空间较大。

图 10：公司 2016-2022 年主要费用率



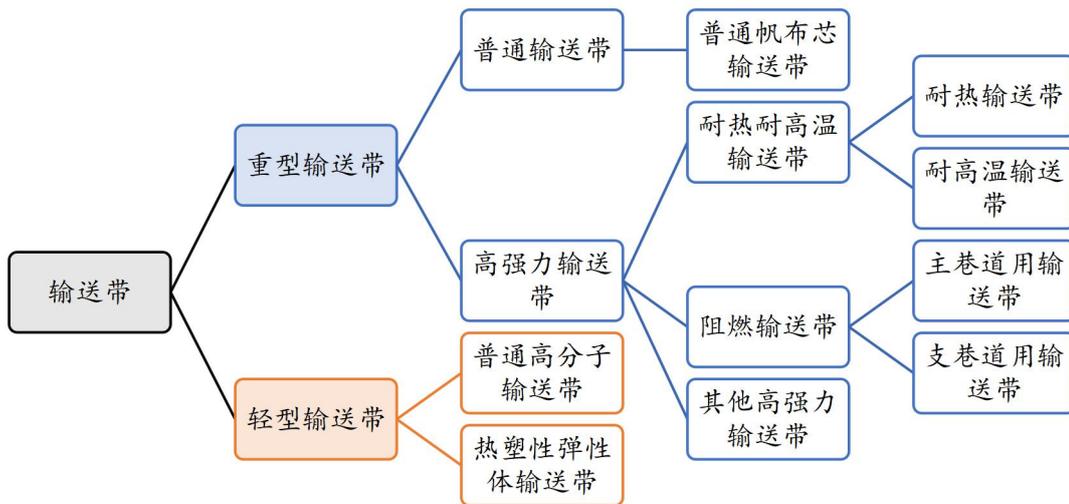
资料来源：公司历年年报、wind、信达证券研发中心

二、行业分析：需求政策双助力智能输送，海外游戏市场蓬勃发展

1、工业数字化智能输送：紧抓数字化战略机遇，迎来需求增长

输送带又称运输带，是用于皮带输送带中起承载和运送物料作用的橡胶与纤维、金属复合制品，或者是塑料和织物复合的制品，具有耐高温、耐磨损、防静电等特性，是传统工业中常见的运输设备。

以覆盖层原料为分类标准，输送带可分为重型输送带和轻型输送带两大类。重型输送带以橡胶为原料，主要应用于矿业、水泥等下游重工业行业；轻型输送带以高分子材料为原料，主要应用于电子、食品等下游轻工业行业。据前瞻产业研究院估算，国内重型输送带约占行业需求的 90% 左右，主要是中国输送带行业产能主要集中在对生产技术水平要求较低的重型输送带领域所致；而新兴轻型输送带约占需求比重的 10%。我们认为，未来因轻型输送带产品技术的不断进步以及产品本身的优势，其市场份额将会得到进一步提升。

图 11：输送带产品分类


资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

从输送带的发展历程来看，1795年美国就正式提出了橡胶输送带的概念——帆布带。经过多年发展，至21世纪以来，随着压延挤出工艺得到更多的推广应用，使用更为环保的TPU等材料 and 能够实现精密输送的轻型输送带市场占有率不断扩大，轻型输送带幅宽进一步加大，产品质量也得到较大提升。

2022年全球输送带市场规模约196.89亿元人民币，根据中国橡胶工业协会编写的《中国橡胶工业年鉴》数据显示，近年中国输送带产量波动态势较稳定，年产量在五亿平方米的水平波动，中国输送带2022年产量为5.6亿平方米。从行业竞争格局来看，中国输送带企业营收规模差距较小，行业整体竞争格局较分散。

图 12：输送带产品产量


资料来源：中国橡胶工业年鉴（中国橡胶工业协会编），信达证券研发中心

表 2 2023 年度中国橡胶工业百强企业（输送带类）

排名	企业名称	营业收入（亿元）
1	浙江双箭橡胶股份有限公司	21.9
2	山东康迪泰克工程橡胶有限公司	15.3
3	无锡百年通工业输送有限公司	12.9
4	三维控股集团股份有限公司	10.9
5	山东威普斯橡胶股份有限公司	8.9
6	安徽中意胶带有限责任公司	6.3
7	宁顺集团有限公司	6.1
8	上海永利带业股份有限公司	5.5
9	保定华月胶带有限公司	5.4
10	中南橡胶集团有限责任公司	4.8

资料来源：中国橡胶工业协会、中国橡胶网、信达证券研发中心

智能输送带受政策支持，进入高速发展期。近年来，中央和地方陆续出台相关政策，引导传统工业智能化、数字化发展。2020年3月2日，国家发改委、国家能源局等八部门联合印发《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》，明确提出煤矿智能化发展的3个阶段性目标：到2021年实现主要环节的信息化传输，以及井下和露天煤矿固定岗位的无人值守与远程监控，到2025年露天煤矿实现智能连续作业和无人运输，到2035年，各类煤矿基本实现智能化，构建多产业链、多系统集成煤矿智能化系统。

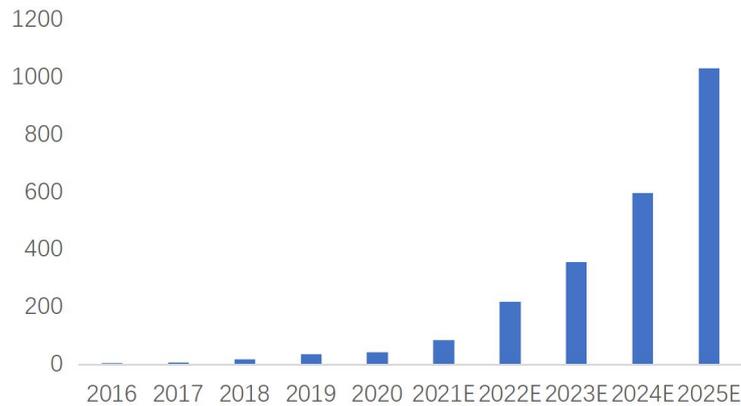
表 3 部分输送智能化相关政策

时间	文件	颁布部门	相关内容
2020.3	《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》	国家发展改革委、国家能源局等八部委	...到2021年，建成多种类型、不同模式的智能化示范煤矿，初步形成煤矿开拓设计、地质保障、生产、安全等主要环节的信息化传输、自动化运行技术体系，基本实现掘进工作面减人提效、综采工作面内少人或无人操作、井下和露天煤矿固定岗位的无人值守与远程监控...
2022.2	《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》	工业和信息化部 国家发展和改革委员会 生态环境部	力争到2025年，钢铁工业基本形成布局结构合理、资源供应稳定、技术装备先进、质量品牌突出、智能化水平高、全球竞争力强、绿色低碳可持续的高质量发展格局。 创新能力显著增强。行业研发投入强度力争达到1.5%...关键工序数控化率达到80%左右，生产设备数字化率达到55%，打造30家以上智能工厂。
2023.3	《2023年度全省加快推进煤矿智能化建设工作方案》	山西省能源局	...四是积极拓展智能化场景应用。持续推动5G技术在煤矿领域的应用，重要作业场所采用智能视频监控；大力推动巡检机器人应用，力争实现辅助系统无人化、井下固定岗位少人或无人值守，积极探索危险岗位机器人替代...

资料来源：国家发展改革委、国家能源局、应急部、国家煤矿安监局、工业和信息化部、财政部、科技部、教育部、生态环境部、山西省能源局、山西省煤矿智能化建设专班办公室、中国政府网、信达证券研发中心

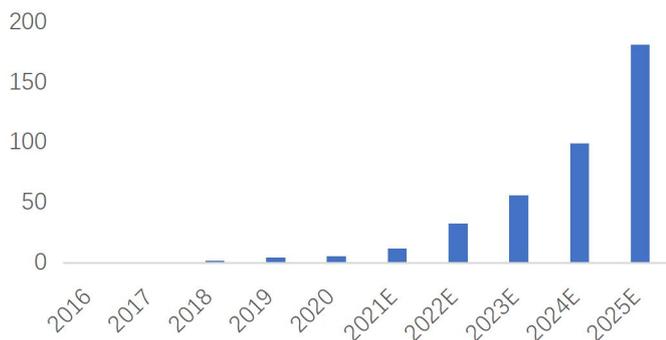
下游智能工业化发展及企业需求推动输送带高速发展。由于外部智能化政策需求与各企业对于智能化降本增效的自身需求引导，以及整个工业领域行业的结构性变革导致的行业集中度提升、企业规模与产量规模增大，整体作用下对于散货物料智能输送的需求潜力大。据头豹研究院预测，工业散货物料智能输送市场总规模将从2016年的4.4亿元上升至2025年的1,032.9亿元，其中2016–2020年、2021–2025年年复合增长率分别为76.2%与86.4%。2022–2025年工业散货物料智能输送港口领域的市场规模将达181.5亿元，钢铁领域达182.7亿元。

图 13：中国工业散货物料智能输送行业市场规模（亿元）



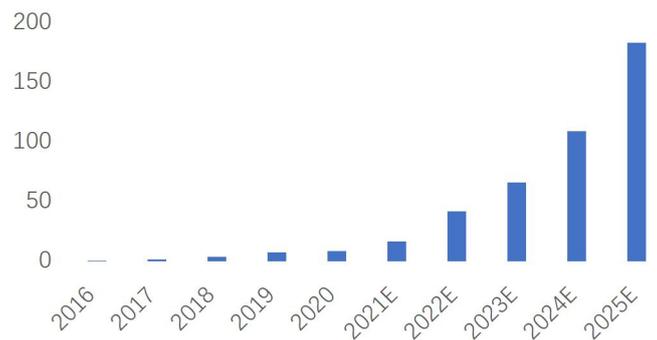
资料来源：头豹研究院、宝通科技官网、信达证券研发中心

图 14：中国工业散货物料智能输送行业市场规模——港口领域（亿元）



资料来源：头豹研究院、宝通科技官网、信达证券研发中心

图 15：中国工业散货物料智能输送行业市场规模——钢铁领域（亿元）



资料来源：头豹研究院、宝通科技官网、信达证券研发中心

2、移动游戏：自研游戏广泛布局，深耕游戏出海

国内游戏市场收入下降、规模缩减，行业承压。2022年，中国游戏市场实际销售收入为2658.84亿元，同比减少306.29亿元，下降10.33%。2022年，我国自主研发游戏国内市场实际销售收入为2223.77亿元，同比下降了13.07%。根据《2022年度中国游戏产业报告》，在去年缺少爆款新品的情况下，自主研发游戏的实际销售收入主要由一些长线运营的头部产品带动；而上线时间较长、处于稳定期的游戏产品，其收入通常会有所下降。这也是自主研发游戏总体市场收入明显下降的原因之一。但自主研发游戏是中国游戏市场的营收主体。

图 16：中国市场实际销售收入及增长率


资料来源：游戏工委、前瞻产业研究院、信达证券研发中心

图 17：中国移动市场实际销售收入及增长率


资料来源：游戏工委、伽马数据、游戏产业报告公众号、信达证券研发中心

我国游戏产业由于受到新冠疫情以及缺乏新产品等因素的影响，游戏玩家人数由 2021 年的 6.66 亿的峰值回落至 2022 年底的 6.64 亿。另一方面，国内版号发放数量呈现减少态势，我国的游戏用户规模进入了存量市场时代。

图 18：中国游戏用户规模及增长率

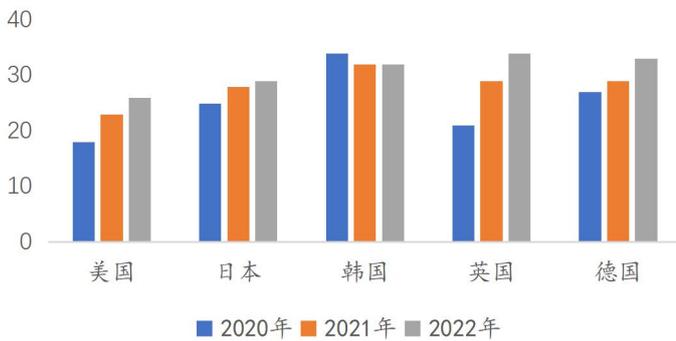

资料来源：游戏工委、伽马数据、游戏产业报告公众号信达证券研发中心

精品游戏出海成为行业大势所趋。2022 年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 173.46 亿美元，同比下降 3.70%，为出海收入多年来首次出现下降。随着中国游戏企业集体出海，海外游戏市场的竞争也愈发激烈，中国游戏企业在海外市场既要面对海外企业的竞争，也要面对同为中国出海企业的角逐。

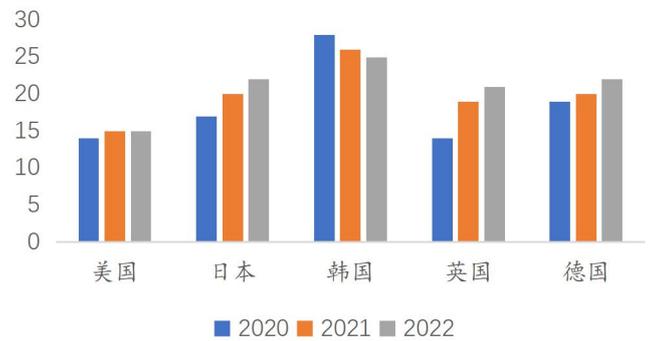
图 19：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增长率


资料来源：游戏工委、伽马数据、游戏产业报告公众号、信达证券研发中心

根据《2022 年度中国游戏产业报告》，2022 年在美国、日本、英国、德国四个重要海外移动游戏市场流水 TOP100 产品中，国产游戏入榜的数量均出现了增长，实现了游戏数量在流水 TOP100 产品榜单中连续两年增加。整体来看，在日本、韩国、英国、德国四个国家的移动游戏流水 TOP100 产品中，国产游戏已经占据了 30% 左右的比例，美国市场国产游戏占比较其他四个国家低，但 2022 年在流水 TOP100 产品中仍有 26 款国产游戏，这说明了中国游戏企业在移动游戏领域具有全球性的竞争力。

图 20：全球重要移动游戏市场流水 TOP100 产品中国产移动游戏产品数量


资料来源：2022 年中国游戏出海情况报告、信达证券研发中心

图 21：2020 年全球移动游戏市场流水 TOP100 国产游戏发行商数量


资料来源：2022 年中国游戏出海情况报告、信达证券研发中心

图 22：2022 年中国手游收入 TOP30



资料来源：SensorTower、福布斯中国、信达证券研发中心

三、公司业务：双主业驱动，创新差异化发展

1、工业互联网：前沿布局、技术赋能

首家全栈式服务商，布局先发优势。宝通是目前国内首家工业散货物料智能输送领域提供全栈式服务的企业，能够为下游客户提供智能输送硬件、软件到日常运营一系列的定制化服务。提供包含工业硬件、工业软件、运营服务在内的产品矩阵。

图 23：宝通科技工业互联网布局



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

数字化输送系统围绕工业软硬件进行研发、生产与服务。工业硬件即智能输送数字化产品，该业务主要向客户提供数字化输送带产品、智能在线监测产品、裸眼 3D 显示设备等，为客户提供智能输送系统总包服务。通过采用先进的视频图像识别技术、在线压力感知技术等，自主研发输送机运行监测系统和物料监测系统。

表 4 宝通科技智能检测系统产品

智能在线监测系统	主要功能	主要产品
数字化输送带系统	该系统主要由高性能输送带+感应芯片+通讯组件+定制软件构成，该系统通过输送带中的芯片，实时监测输送系统运行状态，并结合其他监测模块实现故障的精准定位，并可结合输送系统远程控制模块实现精准的定点停机；通过输送带中的芯片还可以实现对输送带产品全生命周期信息查询和记录。	数字化胶带
输送带运行监测系统	该系统根据输送带运输物料过程中会遇到的撕裂、磨损、接头段带、跑偏、堵料等问题，通过监测输送带物料运输过程中带面撕裂状况、表面磨损情况、接头变化、跑偏程度、物料堆积等，捕捉和监测输送带运行状况，准确定位故障位置，预警接头失效，实现自动纠偏，评估使用寿命，提高数据采集传输的可靠性和稳定性、预测风险隐患、替代人工监测等，为安全生产、提质增效提供支持。	纵向撕裂监测系统 磨损监测系统 接头监测系统 跑偏监测系统 X 光成像监测系统（便携式）
输送机运行监测系统	该系统根据输送机运转过程中遇到的衬板松动、易损坏、监测耗时耗力等问题，通过采用先进的视频图像识别技术、在线压力感知技术、智能控制技术、数据分析等，实现远程故障诊断、提高运载效率、降低损耗，减少频繁调速，实现带式输送机的节能和智能化。	动力部件监测系统（温度及振动） 衬板松动监测系统 智能托辊系统
物料状态监测系统	该系统根据输送带运输过程中出现的物料温度、撒料等问题，通过长期稳定监测输送带物料温度、环境湿度、撒料密度、利用红外热成像技术，实现实时报警，避免产生停机事故引起的人员和财产损失。	堵料监测系统 物料温度监测系统
裸眼 3D 显示设备	BOTONSPACE1 以裸眼的视角完成虚拟世界的重构，拥有 6 大核心技术模块，其中的“inside-out”算法模式，可对人眼位置追踪及行为姿态识别，并通过独家的几何算法进行图像畸变处理后，给用户投射出符合人眼透视逻辑的画面，这也是它可以抛开头戴设备的本质技术点，同时又构成了真实的自我和虚拟世界的混合交互，增强现实 AR 技术的联动和补充。在工业互联网端，可以实现现代企业智能制造与数字孪生的全面升级，成为智慧化、无人化异地协同的生产力工具，在虚拟的空间中可以还原各类工业设备、厂房作业环境。在煤矿场景中，可以实现井下工业输送数字孪生的沉浸式体验，在安全的裸眼环境中实现 1:1 还原。	BOTONS

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

智能软件服务主要为工业软件产品，该业务依托于公司智能运营软件平台，并依托于公司智能硬件监测设备，为客户提供自主研发工业大数据分析平台、IOT 接入平台、云通信平台、智能在线监测平台等，协助下游客户实现安全生产、低碳环保、高效运行。

智能运营一体化服务主要联合战略合作伙伴，打造数字孪生场景，为下游客户提供物料输送全流程智能化运营集成服务，承接下游客户托管、总包运营及管理服务整体解决方案。宝通作为国内工业散货物料智能输送服务的领跑者，旨在帮助客户解决生产输送环节数字化运营及监测的“最后一公里”，为用户达成全流程、全链路数字化运营、安全生产实时监测的目标。

图 24：宝通科技工业互联网产品矩阵


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

全栈式一体化服务，深化技术赋能。全栈式服务供应商对客户提供整体设备系统的全方位解决方案，处于工业散货物料智能输送的最前沿阶段。宝通科技提供基于软硬件一体的智能化输送带系统方案，基于下游客户和行业的迫切需求，结合自身的专业特长，借助公司在应用场景的多元化、软硬件技术方面的积累，促进工业散货物料智能输送产业链整体提升。

公司始终将科技创新作为引领行业发展重要力量，打造核心竞争新优势的第一要素。2022 年，公司投资逾 1.6 亿元建设的创享中心已投入使用，助推公司创新和高质量发展。公司设有“先进输送技术与数字化服务创新中心”，构建了科技创新体系，并在研发投入、项目管理、人才培养、科技成果激励与推广、产学研平台建设等方面形成了一整套较为成熟的经验和做法，为产品研发和技术提升提供保障。公司自主研发的输送带纵向撕裂在线监测系统获得了科技成果鉴定，并获得了鉴定专家组一致认可。

图 25：工业散货物料输送行业产业链总览


资料来源:宝通科技官网、头豹研究院，信达证券研发中心

图 26：2022 年公司创新成功展示


资料来源:公司公众号，信达证券研发中心

数字化优势积累，战略目标协同合作。公司拥有丰富多元的数字化应用场景优势，依靠稳定的产品质量、良好的信誉、较高的品牌认知度，积累了一批下游行业重点领域核心客户群体。公司拥有“全国石化行业高性能输送带新材料及先进制造工程实验室”等高水平技术研发平台，自主研发了 RFID 内嵌式数字化输送带、输送带运行监控系统、输送机物料监测系统等产品。

表 5 宝通科技通主要核心用户

行业	主要核心客户
矿业	国家能源集团、山能集团、必和必拓、力拓、淡水河谷、嘉能可、智利铜业等
钢铁	宝武钢铁、塔塔钢铁、河北钢铁、首都钢铁、马鞍山钢铁等
建材	中国建材、海螺水泥、金隅冀东、拉法基、希斯水泥、华润水泥、红狮集团等
港口码头	曹妃甸港、宁波港、青岛港、湛江港、河北港口、钦州港、防城港等
火力发电	华能电力、大唐电力、国家电投、华电集团等

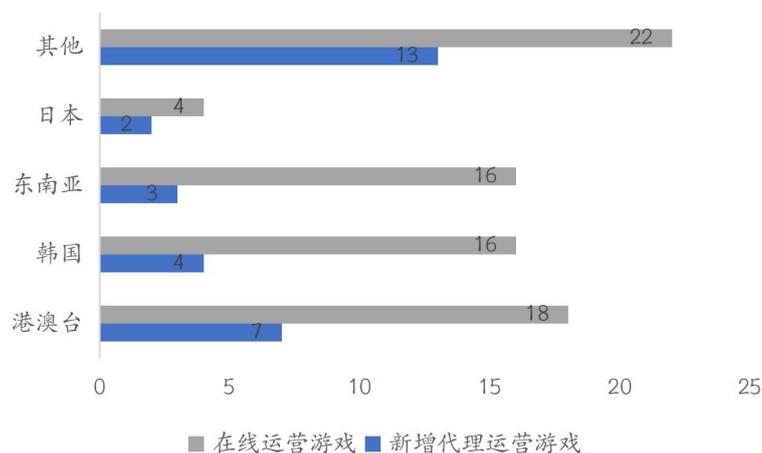
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2022 年，增资矿区无人驾驶企业踏歌智行、投资裸眼 3D 技术公司一隅千象、增资 VR/AR/MR 技术公司哈视奇、签署东滩煤矿 B 皮带机智能化改造项目，实现输送系统智能一体化业务零突破。

公司把握“一带一路”发展机遇，积极进行海外布局，据公司 2023 年 6 月 2 日公告，拟投资设立泰国子公司，经营范围为高性能数字化输送带的生产制造、销售及服务。海外布局有望带来营收新增。

2.移动互联网：计提减值轻装上阵，全球研运一体布局。

2022 年海内外移动游戏市场逆风，公司**优化产品结构**，主动下架和关停了 27 款表现不及预期的海外及自研项目，同时新游受版号影响延期上线，致公司游戏业务营收增速有所承压。截止 2022 年底，正在发行运营的产品 76 款，新增运营的产品 29 款，已储备不同语言版本的产品 20 款，储备自研+定制的产品有 6 款，为 2023 年发展积蓄新动能。

图 27：宝通科技 2022 年海外游戏业务状况


资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

移动游戏海外业务主要由易幻网络承载，该公司成立于 2012 年，自成立至今已有十余年，在全球发行 290 余款游戏，覆盖全球 130 多个国家和地区、十几种语言，是中国最早出海的手游发行商之一，也是国内海外移动游戏成功发行数量最多的厂商。全球发行平台：拥有超过 17 种语言，20 个国家地区，500 款游戏的全球发行经验。在繁体中文地区，韩国，

东南亚市场处于第一梯队:2012年进军繁体中文地区,2013年进军韩国和东南亚,至今累计大量当地忠实玩家本地运营推广经验、当地资源等,代表作众多。国际化与本地化兼备:Facebook, Google等国际知名公司的长期深度合作,海外多国本土人才的加入,确保易幻可以提供真正且具有深度的本地化服务。目前,公司已储备10余款不同语言版本的游戏,公司拥有近60款正在运营的游戏,热门游戏30余款。

表6 宝通科技历史游戏列表

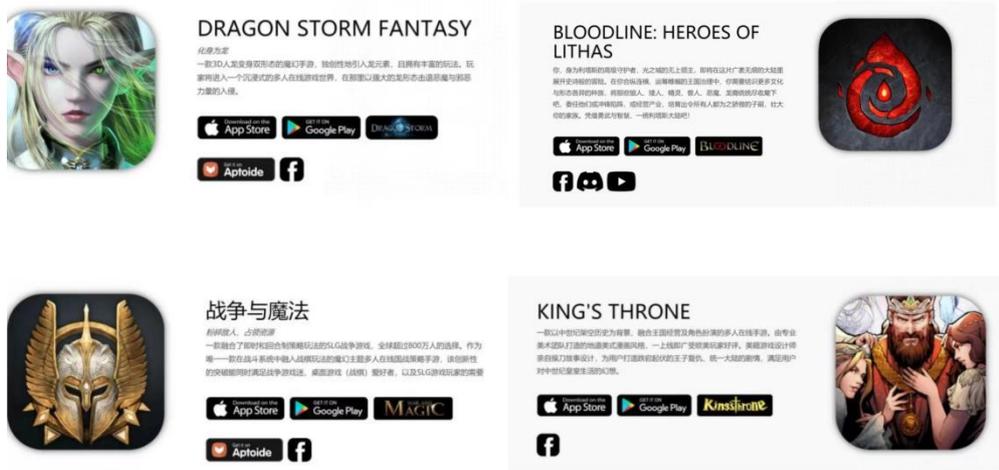
游戏名称	发行日期	游戏类型	研发商	历史成绩
倩女幽魂	2018/1	MMORPG	网易游戏	登 GooglePlay、Appstore 等榜单前列
三国志 M	2018/3	SLG	星辉天拓	连续数月稳居韩国 GooglePlay 畅销榜 TOP4, iOS 畅销榜 TOP1
万王之王	2018/11	MMORPG	祖龙娱乐	GooglePlay 免费榜第二, 畅销榜第五, iOS 免费榜和畅销榜第六
龙族幻想	2019/1	MMORPG	祖龙娱乐	Google 游戏免费榜&畅销榜 TOP20
龙之怒吼	2019/1	MMORPG	靠谱娱乐	iOS 下载榜榜首, iOS 畅销榜第二
遗忘之境	2020/4	RPG	天梯互娱	
神雕侠侣	2013/12	MMORPG	完美世界	
剑侠世界 3	2021/12	MMORPG	西山居	刷新公司单月流水的最高纪录
天龙八部 3D	2015/1	MMORPG	畅游时代	
完美世界	2019/7	MMO	完美世界	突破 MMO 在新马市场的新高度:
笑傲江湖新马版	2020/5	MMO	完美世界	上线首日流水即突破新高
诛仙	2017/6	MMO	完美世界	登 GooglePlay、Appstore 等榜单前列
最终幻想-觉醒	2017/8	CAG	完美世界	
六龙御天	2016/3	3DRPG	祖龙娱乐	登顶 AppStore 畅销榜、上线半年累计流水近 30 万美元
暗黑黎明 2	2017/2	RPG 手游	乐道	上线一周跃居该地区多个国家同类型游戏 AppStore 和 GooglePlay 畅销榜前十
遗忘之境	2019/2	二次元	MoverGames	
终末阵线: 伊诺贝塔	2022/5	弹幕射击	聚获网络科技	
有杀气童话 2	2021/7	MMO	光合起源	
天龙八部 2 手游	2021/10	MMORPG	完美世界	
元素方尖	2022/4	RPG	噜噜工作室	登 GooglePlay、Appstore 等榜单前列

资料来源:公司公告、天龙八部、诛仙游戏官网、信达证券研发中心

式启动运营,主要由子公司海南高图承载,这家公司成立于2018年12月底,团队核心成员来自多家国内和海外知名游戏公司,团队具备全球化的视野和人才,开发经验丰富。作为公司移动互联网板块重要的业务,运营4年来已上线运营14款自研和定制产品,产品

类型包括二次元类、战争策略类、角色扮演类、休闲竞技类、卡牌等多种类型，已上线产品覆盖全球 148 个国家和地区、十几种语言。强大的中后台支撑、自由与专业的研发氛围，为产品研发创作提供了有效保障。目前，公司已储备的产品有 4 款。

图 28：海南高图主要产品



资料来源：海南高图公司官网，信达证券研发中心

公司已经逐步形成以韩国、东南亚、港澳台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，并已经开始将产品推向美国、日本、南美等多个海外市场。在全球化发行的实现过程中，公司与 Facebook、Google、Twitter 等国际知名公司形成长久深厚互信的合作关系。

表 7 重点游戏储备 pipeline

游戏名称	自研/代理	类型	进度
重返未来：1999（港澳台）	代理	二次元卡牌 RPG	国内版已上线
白荆回廊	代理	即时多维战斗 RPG	第三次测试
地牢猎手	自研	角色扮演动作	预计 2023 年 9-10 月上线
D3	自研	——	23Q1 获得版号审批
龙骑士学院	自研	——	——

资料来源：公司公告、宝通科技、白荆回廊微信公众号、信达证券研发中心

目前，公司已经搭建基于 ChatGPT 的翻译系统，提升翻译效率，节约成本；搭建基于 stablediffusion 框架的 AIGC 绘画系统，提升美术生产效率和质量，也基于各种工具和自己开发等手段，打造广告智能投放平台，提升广告效率和广告优化能力。公司也将有 AI 的技术团队，AI 团队组织架构，AI 领导团队以及基于移动互联网 AI 发展基础上适时复制 AI 技术、架构、资源至工业领域，践行科技创新理念，技术引领业务发展。

3. 前沿科技投资，布局元宇宙与自动驾驶

公司在虚拟现实领域投资哈视奇和一隅千象，哈视奇是一家专注于 VR/AR 内容和解决方案供应商，负责数字矿山/VR/AR 游戏等内容制作，宝通科技持股 40.64%，成为哈视奇第

一大股东（不含团队期权）。公司代表产品《奇幻滑雪》系列游戏已多版本迭代，成为了具有市场影响力的系列产品，曾获得 Viveport 付费榜第一、Steam 畅销榜第一名等成绩，目前已经上线 PICO、华为 VR、爱奇艺奇遇 VR 等国内平台。目前《奇幻滑雪 3》已完成了 HTC Vive Pro 商城、Facebook Oculus VR、Oculus Go 和 Steam 平台应用商城的上线。作为国内顶尖的 VR/AR 内容研发团队，哈视奇与华为、HTC 皆达成了深度合作。

表 8 哈视奇商业应用场景

商业场景应用实例	
VR 旅游	VR 全景体验、标准主题空间配置、VR 定制全景视频、全沉浸式交互体验
VR 医疗	AR/VR 技术可以进行健康保健、医疗培训、临床诊断、手术应用和医学干预，通过 VR 手柄还原手术操作
VR 教育	VR/AR 能 100% 还原三维立体形象，提供更直观的教学内容
VR 广告	洗衣液及奶粉广告，生动展示产品
VR 工业	智能输送、安全培训、智慧矿山场景构建

资料来源：哈视奇公司官网，信达证券研发中心

一隅千象致力于创建一个新的数字 3D 空间平台，公司将真实空间虚拟再造，使用户能够在完全沉浸的房间级环境中进行可视化，在无需佩戴任何设备的前提下实现裸眼混合现实交互。一隅千象自主研发“硬件+算法+应用”复杂集成系统的大型空间成像设备。采用几何空间补偿算法的核心技术，其自主编写的底层算法为在任何物理空间呈现有具体内容的虚拟空间和虚拟物体提供了基础解决方案。

目前，公司已拥有的元宇宙数字化产品有 n'space、裸眼 3DMR 空间数字人“形”、数字孪生智慧矿山系统和 BOTONSPACE1 等。

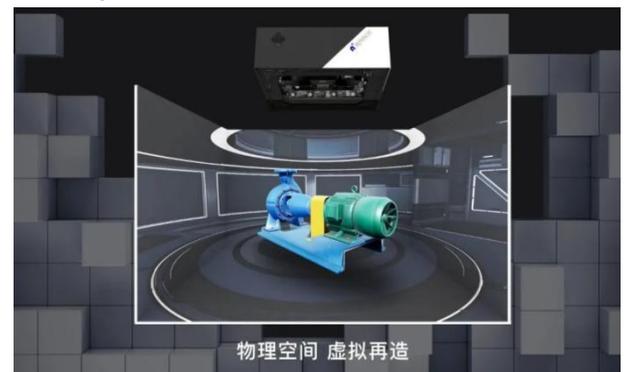
2023 款 n'SpaceP371 性能大大增强，历时 12 个月开发了超高帧率成像混合系统交互，全新的人工智能算法，实现了人体姿态与虚拟场景的自由交互。BOTONSPACE1 以裸眼的视角完成虚拟世界的重构，拥有 6 大核心技术模块，其中的“inside-out”算法模式，可对人眼位置追踪及行为姿态识别，是它可以抛开头戴设备的本质技术点。在工业互联网端、煤矿场景中有望起到重要作用。

图 29: n'space 产品展示



资料来源：一隅千象公司官网，信达证券研发中心

图 30: n' Space 助力同济大学虚仿教学中心

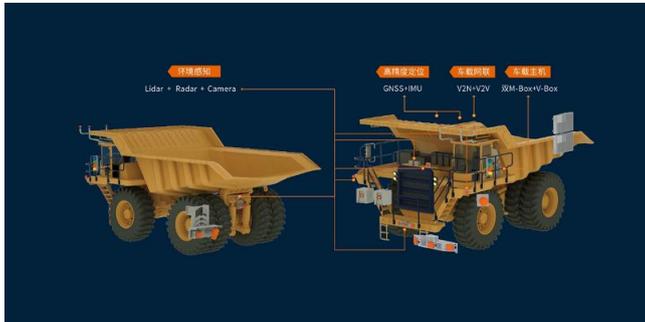


资料来源：一隅千象公司公众号，信达证券研发中心

自动驾驶领域，公司多次增资踏歌智行，将无人运输解决方案与公司无人值守输送系统相结合，共同探索矿山运输智能化系统，解决客户输送环节痛点。踏歌智行推出了车-地-云协同的智慧矿山无人运输系统，实现了由云端智能调度管理、4G/5G 车联网通信、智能路侧单元和车载智能终端组成的全栈式无人运输解决方案。据 GlobalData，在 2023 年第一

季度全球矿业新锐公司排名中，踏歌智行位列全球第六、中国第一，也是榜单中唯一的矿区无人驾驶科创公司。代表产品露天矿无人驾驶运输解决方案“旷谷”由车载系统、地面系统、云控平台组成。系统以露天矿为主要应用场景，基于车、地、云高效协同作业，提升安全，降低成本，高效作业。

图 31：“旷古”车载系统安装图



资料来源:36氪、踏歌智行公司公众号、信达证券研发中心

图 32：“旷古”系统具体分析



资料来源:踏歌智行公司公众号、信达证券研发中心

四、盈利预测、估值与投资评级

宝通科技通过多年的耕耘与发展，形成了双主业发展格局，智能输送类业务收入逐年提高，移动游戏产业稳步发展，结合 AI 及元宇宙发展态势，我们认为公司的双主业工业互联网及移动互联网均有较大提升空间。

- 1) 公司移动游戏储备丰富，重点产品包括《剑侠世界 3》（手游于 2022 年 8 月公测）、《重返未来 1999》、《白荆回廊》等，自研产品储备包括《D3》《地牢猎手》，有望恢复高增长态势。另外随着自研产品上线，毛利率有望改善。
- 2) 传送带制造和传输服务业务稳中有进，下游智能工业化发展及企业需求推动输送带高速发展。智能输送系统不断完善，智慧矿山拓新，有望带来收入增长。
- 3) 前沿科技投资，布局元宇宙与自动驾驶，2023 款 n'Space 性能大大增强表现可期，前沿技术助推智能检测系统产品，业务发展可期。

结合公司于 2023 年 3 月 13 日发布的向激励对象首次授予限制性股票的公告，激励计划拟首次授予的激励对象共计 281 人，包括在公司（含子公司）任职的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工。公司以 7.54 元/股的价格向符合条件的 281 名激励对象授予 725 万股限制性股票。根据激励方案的业绩考核目标为：23-25 年营收不低于 35/40/50 亿元，净利润不低于 4/5.6/7.28 亿元。24-25 年营收增速为 14%/25%，24-25 年净利增速为 40%/30%。

表 9 收入拆分及盈利预测（百万元）

年份	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,760	3,259	4,011	4,808	5,845
yoy%	4.6%	18.1%	23.1%	19.9%	21.6%

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>24

归母净利润	403	-396	416	572	744
yoy%	-7.8%	-198.3%	205.0%	37.5%	30.1%
工业互联网营收	1231.88	1,635.55	2,047.42	2,403.40	2,905.31
yoy%	11.30%	32.77%	25.18%	17.39%	20.88%
毛利率	30.56%	29.78%	32.56%	33.44%	33.78%
移动互联网营收	1,527.90	1,623.67	1,964.00	2,404.72	2,940.01
yoy%	-0.21%	6.27%	20.96%	22.44%	22.26%
毛利率	49.84%	49.38%	52.68%	52.97%	53.13%
销售费用	530.41	839.23	845.61	999.13	1,195.37
管理费用	181.07	267.03	278.79	303.87	360.66
研发费用	134.46	158.89	164.87	200.5	278.82

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

综上, 我们预计公司营业收入有望保持增长, 23-25 年营业收入分别为 40.11/48.08/58.45 亿元, 同比增长 23.1%/19.9%/21.6%, 预计公司 23-25 年归母净利润分别为 4.16/5.72/7.44 亿元, 同比分别增长 205.0%/37.5%/30.1%。采用相对估值法, 下表可比游戏公司中, 2024 年平均 PE 为 21.48x, 考虑到宝通科技主营业务复苏、游戏储备丰富, 我们给予公司 2024 年目标 PE 21.48x, 对应 2024 年目标市值 123 亿, 当前市值对应 21.33/15.52/11.93xPE, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 10 可比公司估值

代码	公司	市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300418.SZ	昆仑万维	441.78	13.28	15.23	17.08	33.27	29.00	25.87
300459.SZ	汤姆猫	201.46	5.91	6.83	7.99	34.12	29.50	25.21
300280.SZ	紫天科技	61.97	2.02	2.36	2.74	30.68	26.26	22.62
002555.SZ	三七互娱	608.14	33.65	38.60	43.73	18.07	15.76	13.91
603258.SH	电魂网络	83.83	3.60	4.25	4.87	23.27	19.74	17.22
002558.SZ	巨人网络	296.93	12.38	14.78	17.30	23.98	20.10	17.17
603444.SH	吉比特	296.54	16.41	19.17	21.78	18.07	15.47	13.62
300494.SZ	盛天网络	81.91	3.00	3.74	4.50	27.35	21.93	18.21
002624.SZ	完美世界	287.70	15.56	18.81	21.44	18.49	15.30	13.42
002517.SZ	恺英网络	316.64	14.26	17.79	21.12	22.21	17.80	14.99
002605.SZ	姚记科技	132.58	7.15	8.69	10.35	18.54	15.25	12.81
300315.SZ	掌趣科技	162.42	1.93	5.14	6.87	84.23	31.60	23.64
平均值							21.48	
300031.SZ	宝通科技	88.69	4.16	5.72	7.44	21.33	15.52	11.93

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 统计时间为 2023/7/20

*注: 上述可比公司盈利预期来自 Wind 一致预期

五、风险因素

1. 游戏收入主要来自境外市场的风险

公司取得的游戏收入主要来自于境外市场, 并主要来源于 AppStore 和 GooglePlay 两大应用软件商店, 对 AppStore 和 GooglePlay 平台存在一定依赖的风险。

2. 汇率波动风险

公司主营业务中来自境外的收入占 2022 年收入总额的比例的 63.56%。汇率的波动将影响公司定价或盈利水平, 人民币汇率将影响企业汇兑损益, 并对净利润产生直接影响。

3. 市场竞争加剧的风险

移动网络游戏运营行业发展日渐成熟，竞争者数量较多，随着游戏产品的更新换代、用户习惯的不断变化，以及竞争对手对海外市场的不断渗透，公司将面临市场的激烈竞争。

4. 游戏行业政策变动风险

公司所处的互联网游戏行业存在受到国家政策变动影响的风险。未来行业政策变动会对公司主要游戏业务进展产生影响，包括影响国内市场游戏业务推进、产品储备等方面。

5. 新游戏开发和运营失败风险

游戏行业竞争日趋激烈，玩家对游戏精品化的要求日益提高，公司在新游戏开发与运营过程中，若不能及时洞察市场变化，回应游戏市场的潜在要求，存在导致新游戏与新技术不符合市场需求而不能达到预期营业收入与利润的风险。

6. 商誉减值风险

公司后续将每年度按照要求根据资产组预计未来现金流量的现值（可收回金额）进行商誉减值测试，公司在以后年度经营中仍可能面临商誉减值的风险，可能对公司后续的盈利水平产生较大的不利影响。

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2,078	2,518	3,103	3,881	5,009	
货币资金	571	898	412	1,068	1,683	
应收票据	102	238	334	334	325	
应收账款	669	686	891	801	974	
预付账款	199	221	416	437	528	
存货	279	330	449	531	642	
其他	257	145	601	710	857	
非流动资产	3,285	2,833	3,030	3,165	3,286	
长期股权投资	334	167	167	167	167	
固定资产（合计）	749	947	1100	1237	1362	
无形资产	88	86	88	90	92	
其他	2,114	1,633	1,675	1,670	1,665	
资产总计	5,363	5,351	6,133	7,046	8,295	
流动负债	1,390	1,705	2,055	2,421	2,962	
短期借款	495	519	519	519	519	
应付票据	204	219	289	387	541	
应付账款	435	669	804	966	1196	
其他	256	297	443	549	706	
非流动负债	79	134	141	147	154	
长期借款	0	56	59	62	65	
其他	79	78	82	85	89	
负债合计	1,469	1,839	2,196	2,568	3,116	
少数股东权益	74	133	157	176	178	
归属母公司股东权益	3,821	3,379	3,780	4,302	5,001	
负债和股东权益	5,363	5,351	6,133	7,046	8,295	

重要财务指标		单位：百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,760	3,259	4,011	4,808	5,845	
同比(%)	4.6%	18.1%	23.1%	19.9%	21.6%	
归属母公司净利润	403	-396	416	572	744	
同比(%)	-7.8%	-198.3%	205.0%	37.5%	30.1%	
毛利率(%)	41.2%	39.5%	42.4%	43.2%	43.5%	
ROE(%)	10.5%	-11.7%	11.0%	13.3%	14.9%	
EPS（摊薄）（元）	0.98	-0.96	1.01	1.39	1.80	
P/E	22.03	—	21.33	15.52	11.93	
P/B	2.32	2.62	2.35	2.06	1.77	
EV/EBITDA	30.08	33.84	14.54	—	—	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,760	3,259	4,011	4,808	5,845	
营业成本	1,622	1,970	2,310	2,731	3,302	
营业税金及附加	6	15	18	22	25	
销售费用	530	839	846	999	1195	
管理费用	181	267	279	304	361	
研发费用	134	159	165	200	279	
财务费用	19	19	0	10	-3	
减值损失合计	-6	-539	0	0	0	
投资净收益	99	38	59	75	96	
其他	85	98	36	39	46	
营业利润	446	-413	488	656	829	
营业外收支	-2	-9	0	0	0	
利润总额	444	-422	488	656	829	
所得税	60	47	49	66	83	
净利润	383	-469	439	591	746	
少数股东损益	-19	-73	23	19	3	
归属母公司净利润	403	-396	416	572	744	
EBITDA	375	159	622	816	988	
EPS（当年）（元）	1.05	-0.96	1.01	1.39	1.8	

现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	152	12	-179	928	858	
净利润	383	-469	439	591	746	
折旧摊销	85	132	134	150	163	
财务费用	24	22	18	18	18	
投资损失	-99	-38	-59	-75	-96	
营运资金变动	-198	-74	-717	242	24	
其它	-43	438	5	2	4	
投资活动现金流	-325	228	-272	-209	-187	
资本支出	-276	-126	-291	-289	-289	
长期投资	-138	275	0	0	0	
其他	90	79	19	80	101	
筹资活动现金流	70	63	-27	-70	-67	
吸收投资	101	86	5	0	0	
借款	587	600	3	3	3	
支付利息或股息	-153	-70	-18	-80	-77	
现金净增加额	-112	331	-487	656	615	

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice金牌分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有5年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。目前主要覆盖互联网板块。中国农业大学金融硕士，曾任职于华创证券，2022年加入信达证券研发中心。团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。