

投资评级 买入

上次评级 买入

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

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., 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): 工业互联网维持高速增长, 九月有望迎来重磅游戏新品周期

2023年8月29日

**事件:** 宝通科技(300031.SZ)于2023年8月25日发布2023年上半年业绩。23H1公司实现营收15.45亿元, 同比+1.29%; 归母净利1.22亿元, 同比+140.67%; 23H1宝通科技实现毛利率37.46%, 22年同期40.84%; 实现归母净利率7.89%, 22年同期3.32%。销售费用2.27亿元, 同比-44.68%, 主要系广告费减少; 管理费用1.61亿元, 同比+37.04%, 主要系职工薪酬、股权激励费用等增加; 研发费用5,829万元, 同比-13.16%。

2023Q2业绩: 宝通实现营收7.9亿元, 同比-8.5%, 环比+4.6%。营业总成本7.65亿元, 同比-13.5%, 环比+16.76%。销售费用1.28亿元, 同比-50%, 环比+28.75%; 管理费用0.89亿元, 同比+63.9%, 环比+23.8%; 研发费用0.26亿元, 同比-26%, 环比-18.2%。实现归母净利3,867万元, 同比+313.5%, 环比-53.54%。归母净利率实现4.9%, 环比一季度归母净利率11%降低。23Q2收入增速同比下滑主要由于22年同期上线重磅IP代理产品《剑侠世界三》带来的高基数, 同时公司智能输送系统服务2023H1利润端表现欠佳, 主要由于宝通在海外工业端业务扩张, 招聘高级技术和管理人员带来管理费用、研发费用的增加, 上半年导致亏损2,647万。

分业务拆分: 23H1移动互联网业务实现营收6.18亿元, 同比-22.77%, 实现毛利率52.21%, 同比提升2.77pcts。工业互联网业务实现营收9.27亿元, 同比增长27.85%, 其中智能输送数字化产品实现营收8.42亿元, 同比+34.08%, 毛利率28.56%, 同比提升0.21pcts; 智能输送系统服务实现营收0.85亿元, 同比-12.48%, 毛利率18.5%, 同比降低了32.33pcts。

23H1宝通游戏发行子公司易幻网络实现营收3.31亿元, 22年同期为5.06亿元; 实现净利润4,670万元, 22年同期为-4,562万元。游戏自研子公司海南高图实现营收2.87亿元, 22年同期为2.95亿元; 实现净利润3,325万元, 22年同期为-2,012万元。工业板块的宝通智能物联子公司实现净利润-2,647万元, 22年同期盈利257.4万元。

## 点评:

➢ **移动游戏业务收入端增速下滑, 利润端同比扭亏为盈, 老游长线运营流水相对稳定, 三季度新游上市有望迎来新产品周期。** 23H1移动互联网业务实现营收6.18亿元, 同比-22.77%。实现毛利率52.21%, 同比提升2.77pcts。宝通游戏发行子公司易幻网络和游戏自研子公司海南高图23H1净利润加和近8000万元, 而2022年同期两家子公司净利润分别

为-4,562万元和-2,012万元,海南高图在经历前期投入研发以及游戏推广带来的费用增加、利润亏损后,随着自研游戏的陆续上线有望持续给公司带来流水上的贡献。根据公司2023H1中报公布的主要游戏的一二季度充值流水数据来看,头部游戏的流水稳中向好。排名首位的游戏一季度流水为6,023万元,二季度环比增长至6,707万元。公司的几款主要游戏都以长线运营为主,二季度环比表现较稳健,下半年有望持续提供稳定收益。

公司今年新游主要上线时间在9月、10月,主要包括:1)9月10日前将在日本地区发行上线的《马赛克英雄》,韩国流水表现优异,日本地区表现有望优于韩国地区;2)《重返未来1999》中国港台地区发行;3)10月31日在欧美市场上线海南高图的自研游戏《地牢猎手》。2024年新游方面,海南高图目前储备两款自研游戏在研发测试中。自研游戏《D3》韩国和中国港澳台地区表现稳健,上线首日IOS平台荣登免费榜第一,在Google Play平台荣登免费榜第二。整体看,老游流水稳健叠加新游的陆续推出上线,有望持续给上市公司贡献收入增量。

- **工业互联网端近些年持续保持较高速增长,业绩短期有所波动,长期来看公司智能输送带系统产品全球竞争力不断加强。**2023年H1,工业互联网板块中智能输送系统服务由于投入研发增加以及订单延期等因素影响利润端表现,7月经营情况已经逐渐向好。23H1智能输送系统服务实现营收0.85亿元,同比-12.48%,毛利率18.5%,比22年同期降低了32.33pcts。负责智能系统服务的宝通智能物联子公司实现净利润-2,647万元,22年同期盈利257.4万元。宝通科技利用软硬件一体的智能输送带解决方案,利用传感器采集到的运输数据不断迭代算法为客户提供整套设备系统的全方位解决方案,未来数据端优势有望不断显现。公司智能输送带产品国内客户涉及国家能源、中国建材、海螺水泥等,市占率稳居全国前列。海外客户渗透率逐步提升,得到了必和必拓、力拓等矿业、钢铁行业国际巨头的认可背书并拿到相关订单。公司2023年7月公告了在泰国的年产1000万平方数字化输送带定增募投项目规划,主要目的在于提高公司产能,缓解当前生产压力,以及产品自身的升级换代需求。预计随着产能的陆续释放,公司工业互联网业务有望保持相对高速发展。
- **眼光长远, AI 工具降本增效,同时战略投资布局多项前沿技术领域创业公司,涉及VR/MR、3D裸眼视觉、虚拟数字人等,近期获得苹果MR第二批测试资格,为宝通长期创新、协同发展打下坚实基础。**2022年,公司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技术公司哈视奇以及虚拟人技术公司南京八点八等。哈视奇代表产品《奇幻滑雪》系列游戏已多版本迭代,曾获得Steam畅销榜第一名等成绩,团队与华为、HTC皆达成了深度合作。随着苹果开启XR时代,哈视奇有望持续深入AR/VR领域打造更多优质爆款内容。一隅千象一方面赋能宝通智能传送带端3D成像业务,另一方面通过自研视觉算法技术、专利、积累的数据端优势研发裸眼混合现实产品Space 1,通过光场控制、空间成像、空间定位识别及AI算法等核心技术

术，让用户沉浸式体验 3D 裸眼视觉场景，不断为 B 端客户打造出定制化解决方案。AI 方面，宝通已使用基于 ChatGPT 的翻译系统翻译了约百万字的本地化文案，降本增效，同时也利用 ChatGPT 为游戏创作富有特色的公告、广告语的文案，基于 stable diffusion 批量生成素材，未来计划搭建企业内部的 AI 中台，降低 AI 相关工具使用门槛，有望提升公司内部运营效率。

- **盈利预测与投资评级：**宝通科技双主业驱动，下半年工业端订单有望保持相对高增速成长。游戏业务中存量游戏流水保持稳健，随着 9 月开始陆续有重磅代理游戏、自研游戏的上线，宝通有望开启 2023 年主要的新品周期。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 19x，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 19xPE/14xPE/11xPE，维持宝通科技“买入”评级。
- **风险因素：**海外发行游戏新品流水不及预期、游戏行业版号影响等

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,760	3,259	4,011	4,808	5,845
增长率 YoY %	4.6%	18.1%	23.1%	19.9%	21.6%
归母净利(百万元)	403	-396	416	572	744
增长率 YoY%	-7.8%	-198.3%	205.0%	37.5%	30.1%
毛利率%	41.2%	39.5%	42.4%	43.2%	43.5%
净资产收益率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
市盈率 P/E(倍)	19.46	—	18.84	13.71	10.54
市净率 P/B(倍)	2.05	2.32	2.07	1.82	1.57

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 28 日收盘价

**表 1：2023H1 主要游戏分季度运营数据**

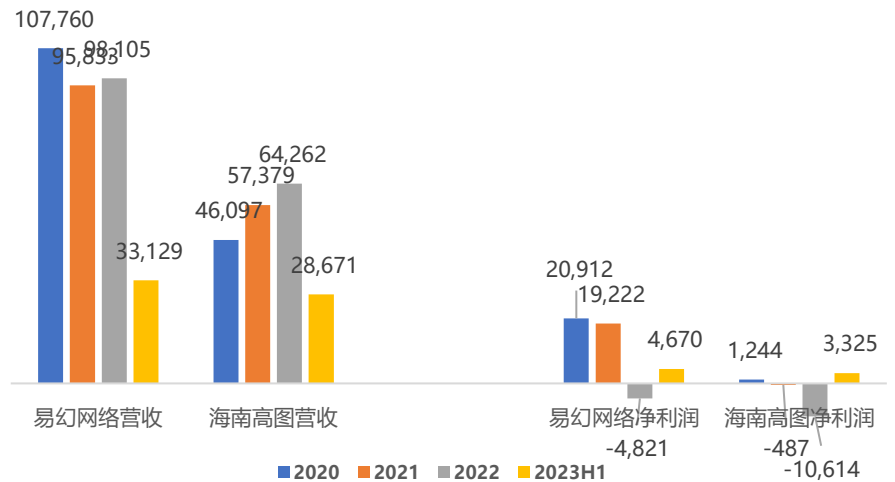
游戏名称	季度	用户数量	活跃用户数	付费用户数	ARPU 值	充值流水
游戏一	第一季度	3,535,647	888,609	89,103	676.01	60,234,245
	第二季度	4,424,826	1,115,560	101,997	657.55	67,068,175
游戏二	第一季度	527,118	159,654	41,773	1,680.05	70,180,929
	第二季度	614,724	121,019	19,800	1,467.46	29,055,788
游戏三	第一季度	9,575,448	200,436	31,236	1,176.14	36,737,853
	第二季度	9,737,497	215,631	27,847	1,155.98	32,190,652
游戏四	第一季度	805,420	65,019	17,321	1,942.08	33,638,749
	第二季度	916,960	147,362	21,472	1,635.49	35,117,204
游戏五	第一季度	747,517	188,385	42,237	701.62	29,634,164
	第二季度	775,882	50,153	13,166	1,608.37	21,175,794

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

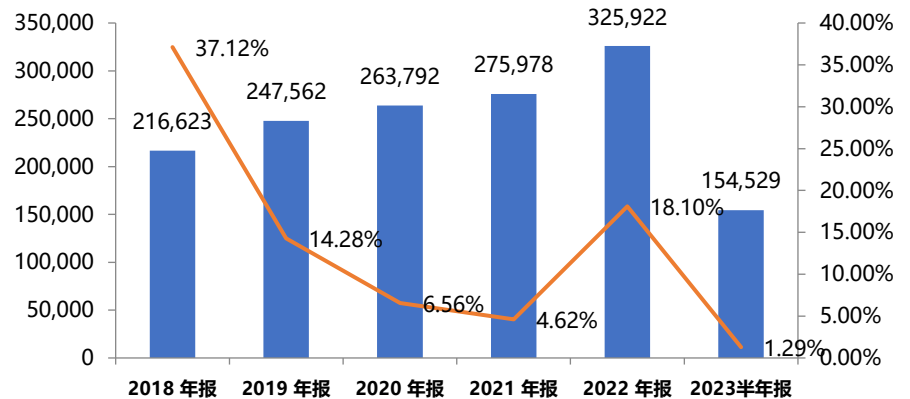
**表 2：宝通科技待上线的游戏储备情况**

游戏名称	自研/代理	类型	进度
马赛克英雄	代理	放置卡牌移动游戏	韩国地区上线流水较好（非宝通发），宝通 9 月 10 日前在日本发行上线
重返未来 1999 (中国港澳台)	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	大陆腾讯发行，宝通港台地区发行上线时间未知
地牢猎手	自研	角色扮演动作	预计 2023 年 10 月底上线
D3	自研	——	23Q1 获得版号审批，23 上半年韩国上线

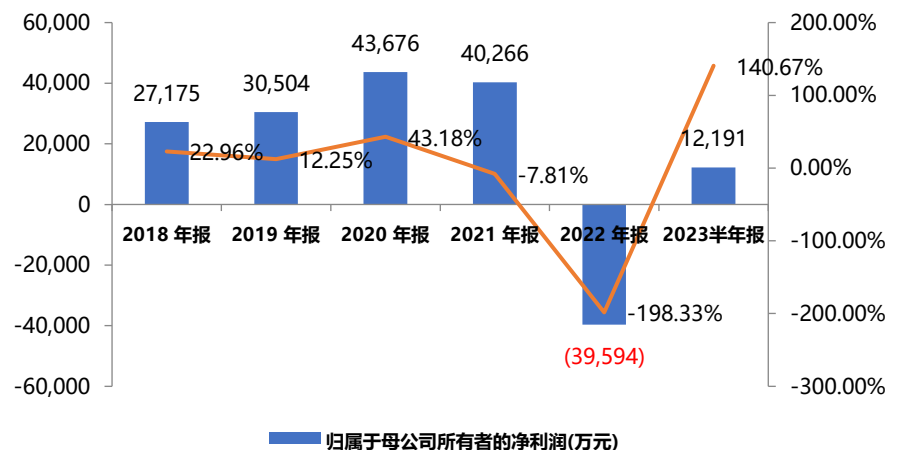
资料来源：公司公告、宝通科技、白荆回廊微信公众号、信达证券研发中心

**图 1：2020-2023H1 宝通科技游戏业务子公司易幻、海南高图营收、净利润（万元）**


资料来源：公司历年年报，信达证券研发中心

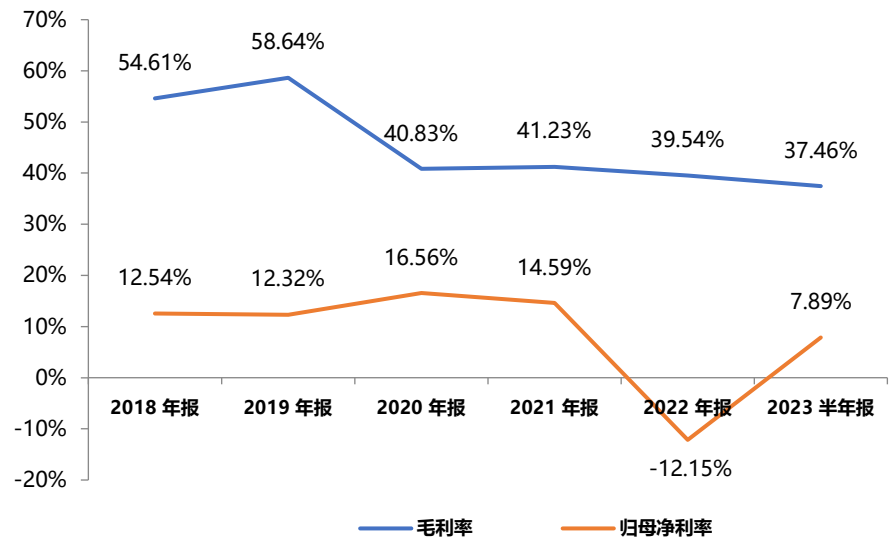
**图 2：2018-2023H1 公司营业收入（万元）及同比增速**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 3：2018-2023H1 公司归母净利润（万元）及同比增速**


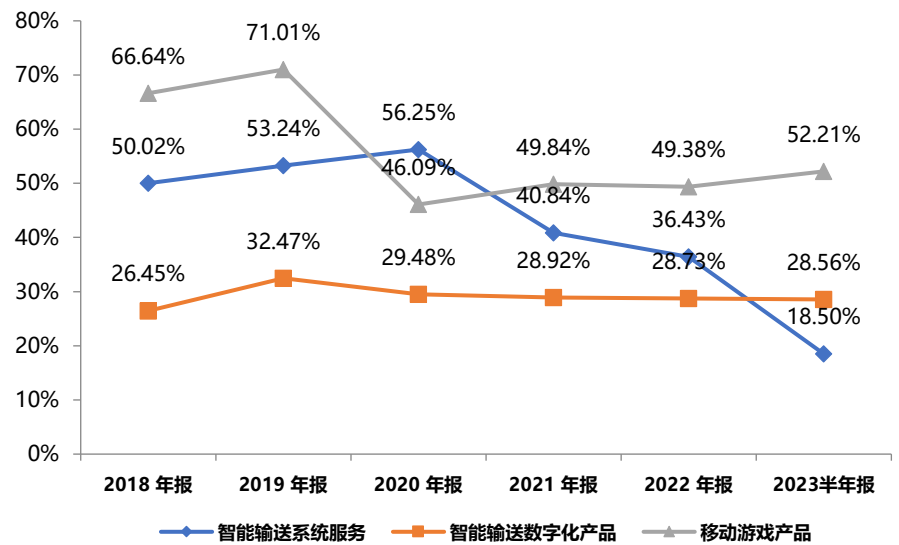
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 4：2018-2023H1 公司利润率



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 5：2018-2023H1 公司各项产品毛利率



资料来源：iFind，信达证券研发中心



资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>2,078</b>	<b>2,518</b>	<b>3,103</b>	<b>3,881</b>	<b>5,009</b>	
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	
<b>非流动资产</b>	<b>3,285</b>	<b>2,833</b>	<b>3,030</b>	<b>3,165</b>	<b>3,286</b>	
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	
<b>资产总计</b>	<b>5,363</b>	<b>5,351</b>	<b>6,133</b>	<b>7,046</b>	<b>8,295</b>	
<b>流动负债</b>	<b>1,390</b>	<b>1,705</b>	<b>2,055</b>	<b>2,421</b>	<b>2,962</b>	
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	
<b>非流动负债</b>	<b>79</b>	<b>134</b>	<b>141</b>	<b>147</b>	<b>154</b>	
长期借款	0	56	59	62	65	
其他	79	78	82	85	89	
<b>负债合计</b>	<b>1,469</b>	<b>1,839</b>	<b>2,196</b>	<b>2,568</b>	<b>3,116</b>	
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	
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,363</b>	<b>5,351</b>	<b>6,133</b>	<b>7,046</b>	<b>8,295</b>	

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	19.46	—	18.84	13.71	10.54	
P/B	2.05	2.32	2.07	1.82	1.57	
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	
<b>营业总收入</b>	<b>2,760</b>	<b>3,259</b>	<b>4,011</b>	<b>4,808</b>	<b>5,845</b>	
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	
<b>营业利润</b>	<b>446</b>	<b>-413</b>	<b>488</b>	<b>656</b>	<b>829</b>	
营业外收支	-2	-9	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>444</b>	<b>-422</b>	<b>488</b>	<b>656</b>	<b>829</b>	
所得税	60	47	49	66	83	
<b>净利润</b>	<b>383</b>	<b>-469</b>	<b>439</b>	<b>591</b>	<b>746</b>	
少数股东损益	-19	-73	23	19	3	
<b>归属母公司净利 润</b>	<b>403</b>	<b>-396</b>	<b>416</b>	<b>572</b>	<b>744</b>	
EBITDA	375	159	622	816	988	
<b>EPS (元)</b>	<b>1.05</b>	<b>-0.96</b>	<b>1.01</b>	<b>1.39</b>	<b>1.8</b>	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>152</b>	<b>12</b>	<b>-179</b>	<b>928</b>	<b>858</b>	
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	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-325</b>	<b>228</b>	<b>-272</b>	<b>-209</b>	<b>-187</b>	
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	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>70</b>	<b>63</b>	<b>-27</b>	<b>-70</b>	<b>-67</b>	
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	
<b>现金净增加额</b>	<b>-112</b>	<b>331</b>	<b>-487</b>	<b>656</b>	<b>615</b>	

## 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。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 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。

**白云汉**，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道。2023 年加入信达证券研发中心，目前主要专注于美股研究以及结合海外映射对 A 股、港股的覆盖。



## 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。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准 20% 以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准 5%~20%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5%之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 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。