

宝通科技 (300031)

2016年09月20日

拟收易幻网络剩余股权，转型落子有力 买入（首次）

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0860514040001

邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

联系电话：18621871887

研究助理 唐思思

执业资格证书号码：S1220116020111

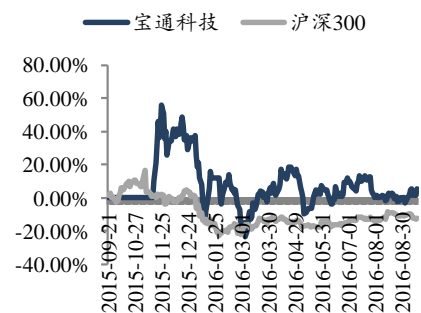
邮箱：tangss@dwzq.com.cn

联系电话：18621651595

投资要点

- **业绩迎来拐点，游戏居功至伟。**宝通科技 2016 年上半年公司实现营收 6.97 亿，同比增长 192.3%；实现归母净利润 0.77 亿，同比增长 95.7%。公司盈利状况转好主要得益于易幻网络并表。报告期内易幻网络贡献营收 4.4 亿(占比 64%)；贡献净利润 0.58 亿(占比 75%)。
- **2016-2018 年国内手游市场增速将下行，游戏出海大势所趋。**一方面，2015 年手机网民占比已超 90%，接近天花板。另一方面 2015-16 国内移动游戏月度覆盖人数下降，国内移动游戏用户数量增速放缓，人口红利将被消耗殆尽。反观国际市场，2016 年上半年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 25.3 亿美元，同比增长 43.7%；东南亚市场空间大，港台韩玩家比例付费率/ARPU 值高，海外游戏市场机会不容小觑。
- **易幻网络处于海外发行第一梯队，业绩有望超预期。**易幻网络作为中国移动网络游戏出海最为成功的发行商代表，仅次于昆仑万维市场份额排名第二(9.85%)。易幻网络承诺 2016 至 2018 年实现的归母净利润 1.55/2.02/2.62 亿元，根据 2016 半年报披露的数据，2016 年 1-6 月易幻网络实现净利润 1.01 亿元，全年业绩超承诺可期。
- **2016H1 游戏发行表现优异，期待下半年新作。**2016 上半年易幻网络在港澳台、韩国、东南亚等地区累计发行 28 款游戏，《六龙御天》、《梦想星城》、《风云》、《天命》等作品在苹果和谷歌畅销榜表现强势。下半年预计发行移动游戏 30 款，其中包括知名 IP 游戏《剑侠情缘》港澳台版、范冰冰代言的《暗黑黎明 2》韩国版等大作。目前《剑侠情缘》已上线，在香港 IOS 畅销榜游戏类排名中稳居 TOP1，在 Google Play 畅销榜所有类别排名 13；在台湾 IOS 和 Google Play 畅销榜所有类排名都进入前 10。
- **拟收购剩余股权，宝通易幻紧密绑定。**2016 年 9 月 9 日，宝通科技发布公告，拟购买牛曼投资、牛杜投资合计所持易幻网络 30%的股权(对应的注册资本出资额为 3,103,732.20 元)，若交易成功，易幻网络将成为宝通科技全资子公司。
- **首次覆盖给予“买入”评级：**考虑易幻网络业绩承诺，我们预计公司 2016/2017/2018 年备考净利润分别为 1.8/2.7/3.2 亿，摊薄 EPS 分别为 0.45/0.68/0.81 元，现价对应 2016-2018 年 53/35/30 倍 PE。参考游戏行业 2016 年 60 倍 PE，给予宝通科技 60 倍估值，目标价 27 元。首次覆盖给予“买入”评级！
- **风险提示：**行业竞争加剧；标的承诺不达预期；汇率波动风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.00
一年最低价/最高价	7.45/37.95
市净率(倍)	3.83
流通 A 股市值(百万元)	5345.6

基础数据

每股净资产(元)	6.27
资本负债率(%)	14.39
总股本(万元股)	396.77
流通 A 股(百万股)	222.73

相关研究

目录

1. 公司概况：输送+移动网游双轮驱动轮廓渐明	4
1.1. 历史沿革：输送行业龙头向移动游戏产业转型	4
1.2. 财务数据：2016H1 移动游戏板块净利贡献逾七成.....	5
1.3. 股权结构：配套融资后，实际控制人保持不变	6
2. 行业概览：游戏出海大势所趋，关注港台韩/东南亚	7
2.1. 国内市场：人口红利下降，手游增速放缓	7
2.2. 海外市场：东南亚潜力巨大，港台韩发掘机会	9
2.3. 渠道优势：游戏出海，中小 CP 依赖发行渠道	11
3. 易幻网络：海外发行第一梯队，业绩有望超预期	13
3.1. 立足海外发行，产品主要覆盖港台韩、东南亚市场	13
3.2. 财务数据：2016H1 净利超 1 亿，全年可望超承诺.....	18
3.3. 深耕与开拓并行，期待下半年新作	20
4. 拟收购易幻网络剩余股权，泛娱乐布局加速	23
4.1. 设立互联网产业投资基金，主投泛娱乐领域	23
4.2. 高管进驻、收购剩余股权，宝通易幻紧密绑定	23
5. 盈利预测	24

图表目录

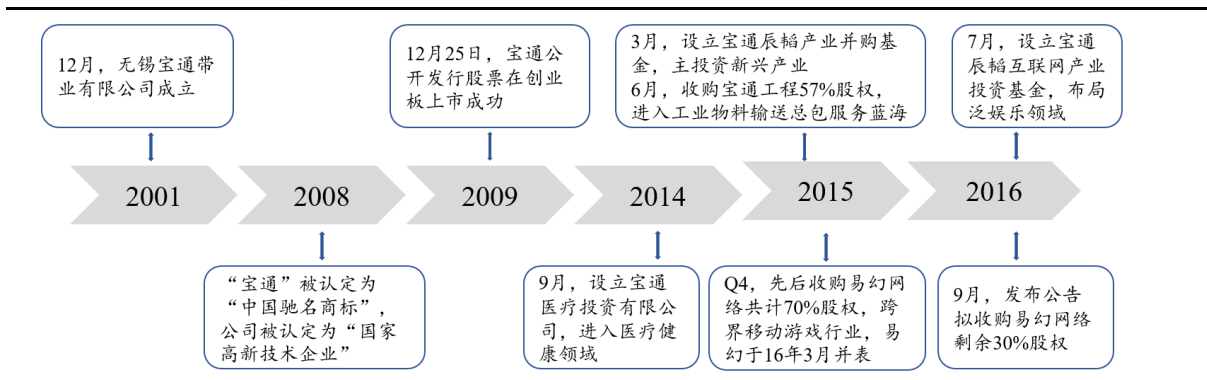
图表 1: 宝通科技大事记.....	4
图表 2: 宝通科技近 5 年营收情况.....	5
图表 3: 宝通科技近 5 年净利情况.....	5
图表 4: 宝通科技盈利能力.....	5
图表 5: 宝通科技 2016H1 营收构成.....	5
图表 6: 宝通科技 2016H1 各业务毛利对比.....	6
图表 7: 配套融资完成后公司股权结构.....	6
图表 8: 2011-2018 年中国网络游戏市场规模.....	7
图表 9: 2011-2018 年中国网络游戏产业细分.....	7
图表 10: 中国手机网民规模及其占网民比例.....	8
图表 11: 2011-2018 年中国移动游戏市场规模.....	8
图表 12: 2015 年中国移动游戏市场月度覆盖人数趋势.....	9
图表 13: 2016 年 1-6 月中国移动游戏用户数量.....	9
图表 14: 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入.....	10
图表 15: 港台韩游戏市场特征.....	10
图表 16: 东南亚六国游戏市场特征.....	11
图表 17: 东南亚地区游戏市场规模及增长率.....	11
图表 18: 2016H1 国内移动游戏市场份额分布.....	11
图表 19: 游戏出海三种渠道.....	12
图表 20: 2014 年中国本土原创移动游戏海外市场收入份额.....	13
图表 21: 游戏级别分类.....	14
图表 22: 易幻网络已运营的主要游戏作品.....	14
图表 23: 2016-2018 易幻网络港台地区代理游戏流水预测 (单位: 万美元).....	15
图表 24: 2016-2018 易幻网络韩国地区代理游戏流水预测 (单位: 万美元).....	15
图表 25: 2016-2018 易幻网络亚欧地区代理游戏流水预测 (单位: 万美元).....	16
图表 26: 2016-2018 易幻网络代理游戏预测流水总计 (单位: 万美元).....	16
图表 27: 上线以来《六龙御天港澳版》IOS 畅销榜排名靠前.....	17
图表 28: 《天命》(六龙御天韩国版) IOS 畅销榜排名靠前.....	17
图表 29: 《天命》Google Play 畅销榜动作游戏类稳居第一.....	17
图表 30: 易幻网络近三年营收/净利.....	18
图表 31: 易幻网络盈利能力.....	18
图表 32: 易幻网络分业务收入.....	18
图表 33: 易幻网络 2016-2018 业绩承诺.....	18
图表 34: 易幻网络前五大客户.....	19
图表 35: 易幻网络前五大供应商.....	19
图表 36: 易幻网络 2016H1 运营的主要新游.....	20
图表 37: 《剑侠情缘港澳版》IOS 畅销榜游戏类 TOP1.....	21
图表 38: 《剑侠情缘港澳版》Google Play 畅销榜排名不断上升.....	21
图表 39: 《剑侠情缘手机版》(台湾) IOS 畅销榜所有类 TOP10.....	21
图表 40: 《剑侠情缘手机版》(台湾) Google Play 畅销榜所有类 TOP10.....	22
图表 41: 宝通科技业绩分拆.....	24
图表 42: 游戏板块 PE 预测 (Wind 一致性预期).....	25

1. 公司概况：输送+移动网游双轮驱动轮廓渐明

1.1. 历史沿革：输送行业龙头向移动游戏产业转型

宝通科技成立于 2000 年，主营各类高强力橡胶输送的研发、生产、销售与服务。公司于 2009 年底在创业板上市，成为输送带行业 A 股首家上市企业。然而受到宏观经济环境影响，输送带行业下游需求低迷，在保持传统主业“高精尖”差异化发展的同时，公司积极谋求新业务模式转型，先后进军医疗、游戏等新兴产业。

图表 1：宝通科技大事记



资料来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

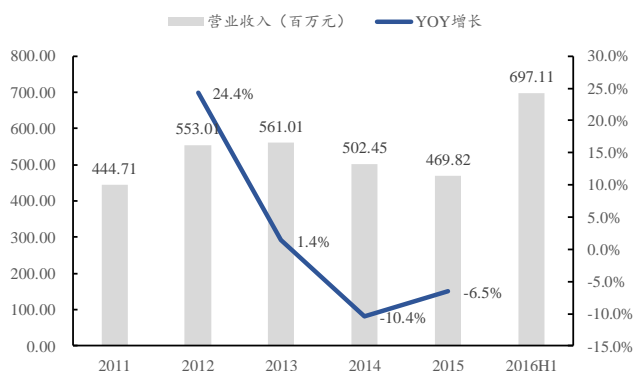
▲ “现代工业输送服务” + “移动网络游戏发行运营” 双轮驱动：

- **传统业务方面**，公司主要产品包括**各类钢丝绳芯输送带**（防撕裂、超耐磨、煤矿用阻燃、钢网带等）、**各类织物芯输送带**（煤矿用叠层阻燃、耐热、耐高温、防撕裂、耐油、耐酸碱等）以及**各类特种输送带产品**（环保节能带、芳纶带、花纹带、挡边带、环形带、提升带等），产品广泛应用于矿业、钢铁、建材、港口、电力等行业的**工业散货物料输送**。**2015 年**，公司通过**控股宝通工程进入工业物料短程输送总包服务蓝海**，并打入国际市场，**成为中信泰富国际矿业（CPM）在澳洲的铁矿工厂开展多条物料输送线的系统总包服务商**。**2016 年**，公司**中标必和必拓西澳大利亚铁矿（WAIO）项目**，**主业升级加速推进**。
- **新兴业务方面**，公司于 2014 年以来先后设立**宝通医疗投资公司**、**宝通辰韬产业并购基金**、**宝通辰韬互联网产业投资基金**，积极布局医疗、互联网、泛娱乐等新兴产业。2015 年 Q4，公司先后收购游戏出海核心标的**易幻网络**共计 70% 股权，公司正式向移动互联网行业进军。由于外延表现亮眼，**2016 年 9 月**，**公司发布公告拟收购易幻网络剩余 30% 股权**，公司转型移动游戏决心坚定，**输送+移动网游双轮驱动的战略轮廓渐明**。

1.2. 财务数据：2016H1 移动游戏板块净利贡献逾七成

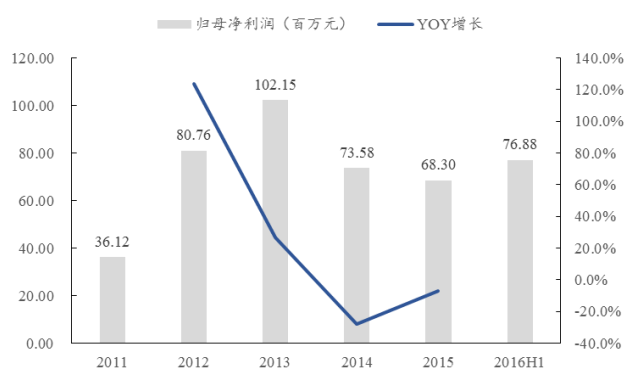
业绩迎来拐点，游戏居功至伟。宝通科技 2016 年上半年公司实现营业收入 6.97 亿，同比增长 192.3%；实现归母净利润 0.77 亿，同比增长 95.7%。公司盈利状况转好主要得益于易幻网络 3 月并表，报告期内易幻网络贡献营收 4.4 亿，占比 64%；贡献净利润 0.58 亿，占比 75%；毛利率超过 60%。游戏板块已经成为公司主要的盈利来源。传统主业方面，2016H1 总营收达 2.6 亿（母公司实现 2 亿），净利润 0.2 亿（母公司实现 1.6 亿），公司狠抓内部精细管理、智能化设备技术改造、推广新型低能耗高强度绿色输送带、拓展输送系统总包服务海外市场，毛利率达 26.8%，基本保持稳定。

图表 2：宝通科技近 5 年营收情况



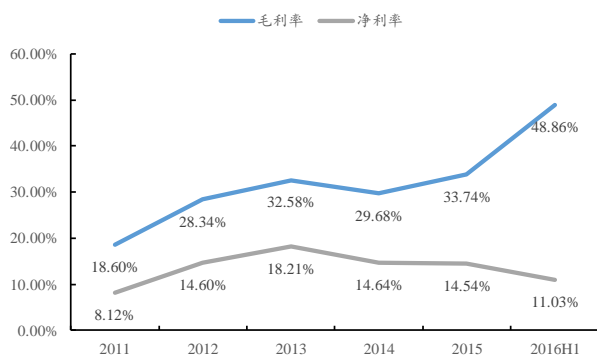
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3：宝通科技近 5 年净利情况



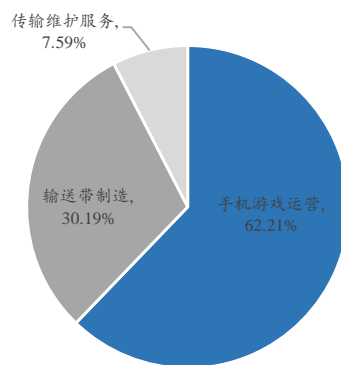
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：宝通科技盈利能力



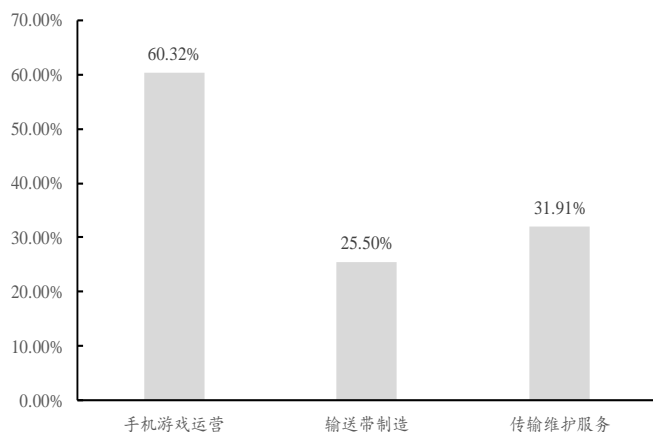
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 5：宝通科技 2016H1 营收构成



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6：宝通科技 2016H1 各业务毛利对比



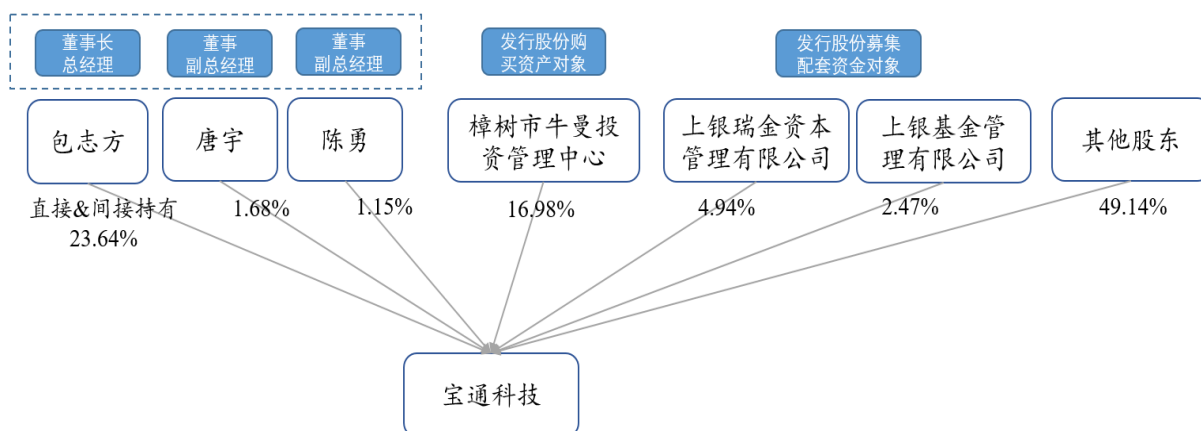
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 股权结构：配套融资后，实际控制人保持不变

2015 年底，公司以发行股份及支付现金方式购买牛曼投资持有的易幻网络 66.658% 的股权，交易对价为 12.57 亿元，其中，交易对价的 73.51% (9.24 亿元) 以发行股份的方式支付，交易对价的 26.49% (3.33 亿元) 以现金方式支付。发行价格为 13.71 元/股，发行股份数量 6737 万股。同时上市公司向上银基金、上银瑞金非公开发行股份募集配套资金 6 亿元以支付现金对价、补充流动资金，发行价格为 20.41 元/股，增发数量 2940 万股。

本次配套融资后，实际控制人包志方直接和间接控股比例从 25.53% 下降到 23.64%，实际控制人和控股股东未发生变化。牛曼投资进入公司大股东行列，股权占比 16.98%；增发对象上海瑞金资本管理有限公司、上银基金管理有限公司持股比例分别 4.94% 和 2.47%。

图表 7：配套融资完成后公司股权结构



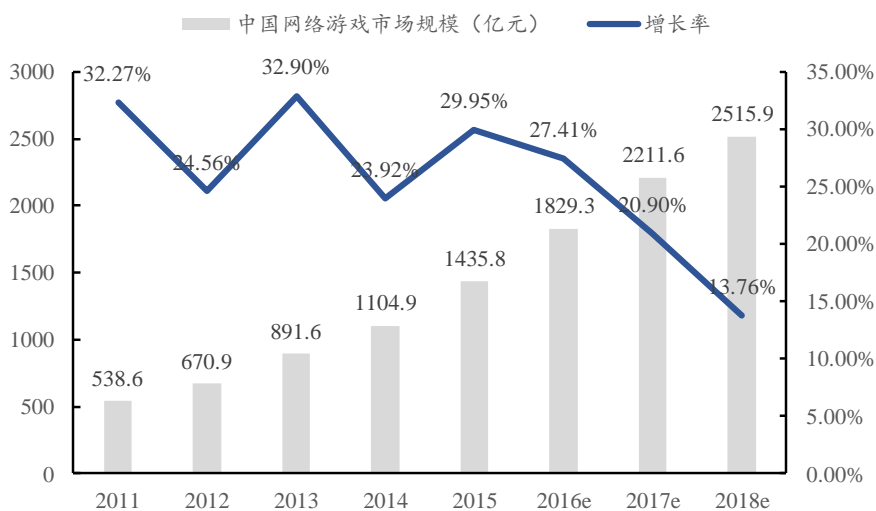
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 行业概览：游戏出海大势所趋，关注港台韩/东南亚

2.1. 国内市场：人口红利下降，手游增速放缓

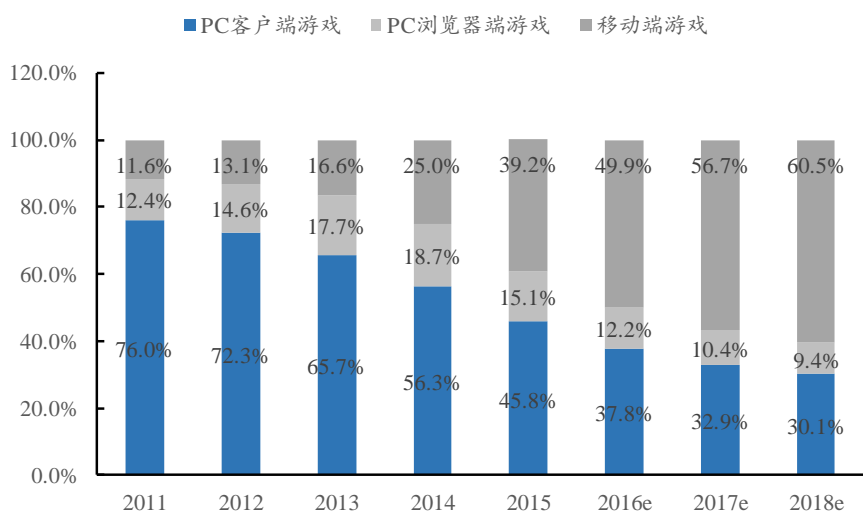
根据艾瑞咨询《2016 中国移动游戏行业研究报告》，2015 年国内网络游戏市场规模达到 1436 亿元，同比增长 29.95%，网游市场增速有所放缓。移动端是推动网络游戏增长的主要因素，2015 年移动端份额增长至 39.2%，端游份额则跌落至 50% 以下。预计 2016 年网游市场将出现拐点，移动市场份额将首次超过端游，成为最大的细分市场。

图表 8：2011-2018 年中国网络游戏市场规模



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图表 9：2011-2018 年中国网络游戏产业细分



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

然而随着智能手机在国内的普及，手机网民占比接近天花板。中国互联网络信息中心(CNNIC)发布的《第 37 次中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2015 年 12 月底，中国手机网民规模达 6.20 亿，较 2014 年底增加 6303 万人。网民中使用手机上网人群占比由 2014 年的 85.8%

提升至 90.1%，移动网民增速逐渐放缓。

图表 10：中国手机网民规模及其占网民比例

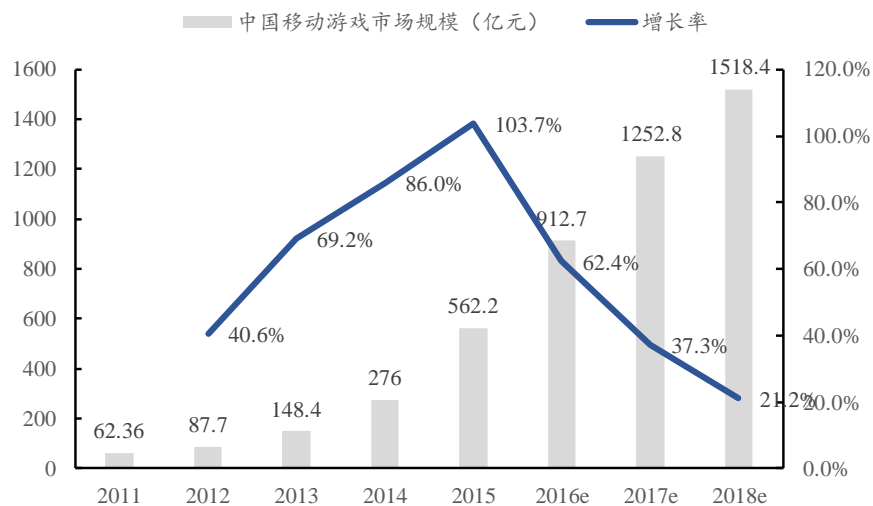


资料来源：CNNIC，东吴证券研究所

2015 年移动游戏市场呈现爆发增长趋势，市场规模达到 562 亿元，同比增速超 100%。增长迅猛主要因为 1. 以网易为代表的传统端游厂商大规模进入手游市场，受玩家追捧；2. 用户碎片化游戏需求加深。

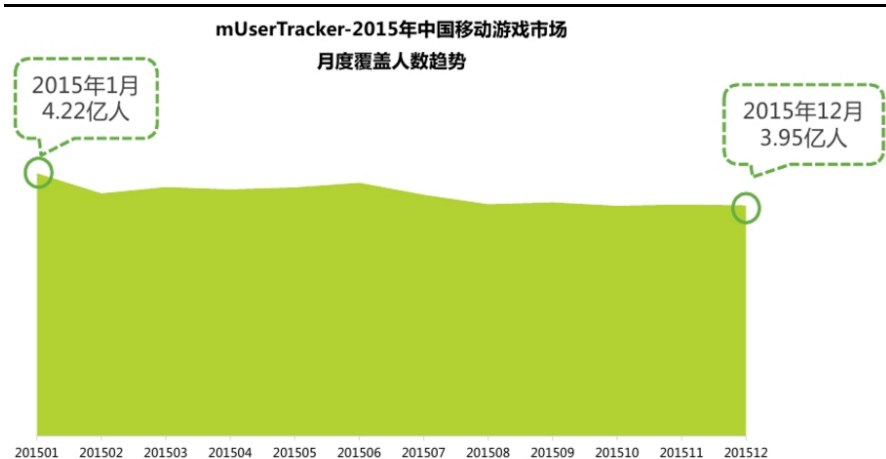
然而在经过 2012-2015 的持续高增长之后，人口红利被消耗殆尽，高增速难以维持。艾瑞咨询统计，2015 年中国移动游戏月度覆盖人数由年初的 4.22 亿下降到年末的 3.95 亿人；根据《2016 年 1-6 月中国游戏产业报告》，2016 上半年中国移动游戏用户数量为 4.05 亿，同比增长仅 10%。预测 2016-2018 年中国手游市场规模增速将进入下行通道。

图表 11：2011-2018 年中国移动游戏市场规模



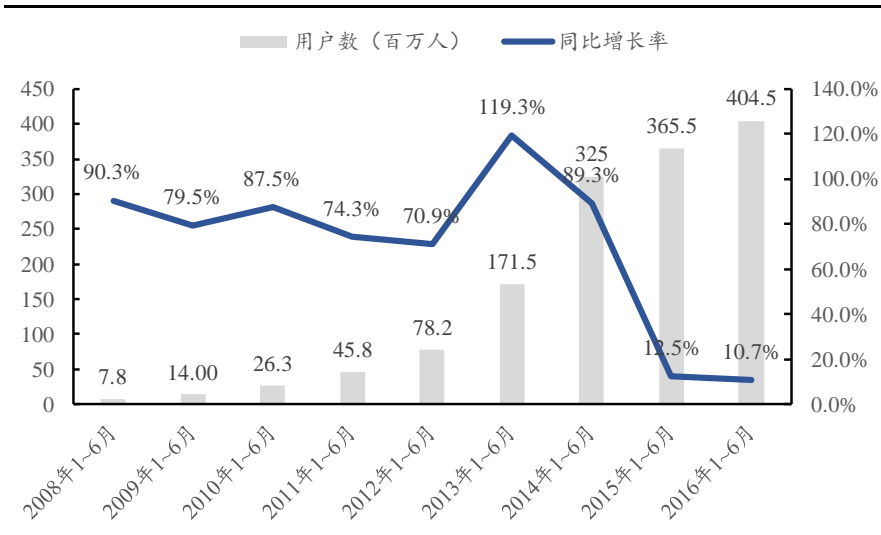
资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图表 12: 2015 年中国移动游戏市场月度覆盖人数趋势



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图表 13: 2016 年 1-6 月中国移动游戏用户数量

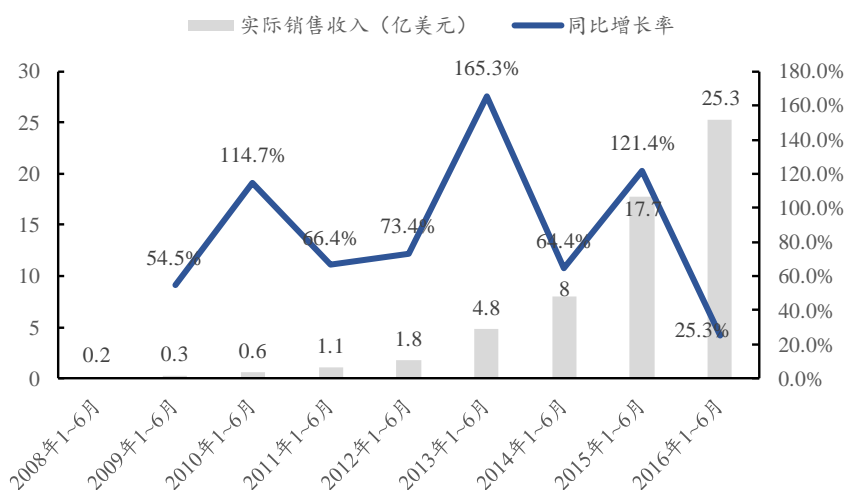


资料来源: 《2016 年 1-6 月中国游戏产业报告》, 东吴证券研究所

2.2. 海外市场: 东南亚潜力巨大, 港台韩发掘机会

反观国际市场, 根据中国音数协游戏工委 (GPC)、伽马数据 (CNG 中新游戏研究)、国际数据公司 (IDC) 联合发布的报告, 2014 年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达到 30.76 亿美元, 同比增长 69.02%, 其中移动类游戏数量占总出口网络游戏数量的 41.39%。2016 年 1-6 月, 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 25.3 亿美元, 同比增长 43.7%。

图表 14：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入



资料来源：《2016 年 1-6 月中国游戏产业报告》，东吴证券研究所

以港台韩、东南亚为代表的国际市场有望成为中国游戏厂商海外市场的必争之地。港台韩距离中国地理位置近，经济发达，人口密度大，且文化上相互影响，一衣带水，玩家比例/付费率/ARPU 值较高。

图表 15：港台韩游戏市场特征

国家	人口	人均 GDP (美元)	游戏玩家	市场规模	付费能力	备注
香港	724 万	4 万	200 万人	2 亿美元	Google Play 收入榜上排名世界第 7, IOS 排名前 15	智能手机/3G+4G 用户渗透率、ARPU、用户忠诚度高
台湾	2350 万	4.6 万	1500 万人	9 亿美元	Google Play 收入榜上排名世界第 5, IOS 排名第 10	玩家付费率 65%
韩国	5042 万	2.8 万	2600 万人	14.8 亿美元	Google Play 收入榜上排名世界第 3	全球第四大游戏市场，玩家付费率 55%；安卓系统智能手机渗透率高达 93%

资料来源：白鲸社区，东吴证券研究所

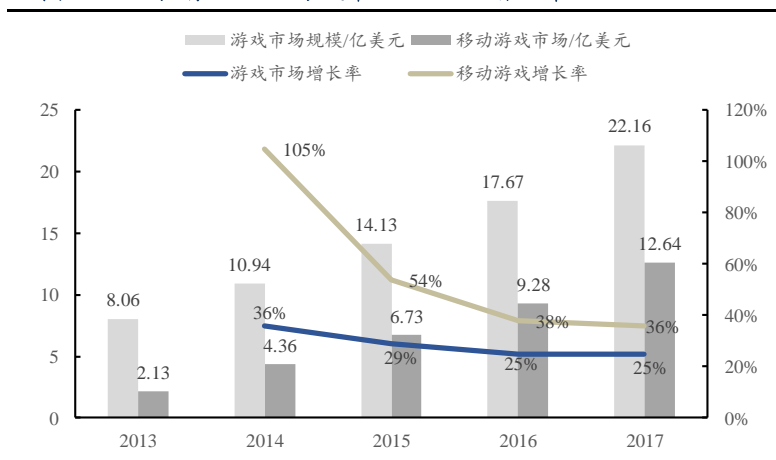
东南亚作为游戏出海热门市场，成长潜力突出。东南亚人口在 6.26 亿左右，游戏玩家占比 20%，其中付费玩家达 6000 万，主要来自东南亚六国（泰国、马来西亚、新加坡、印度尼西亚、越南、菲律宾）。智能手机的普及带来移动游戏用户的高速增长是驱动本区域手游市场增量的主要因素。根据 Newzoo 发布的数据，2015 年东南亚手游市场规模达到 14.13 亿美元，同比增长 54%，移动端占整个游戏市场接近一半的市场份额。预计 2017 年东南亚手游市场规模达到 12.6 亿美元。

图表 16: 东南亚六国游戏市场特征

国家	人口 (万)	人均 GDP (美元)	游戏玩家 (百万)	付费玩家 (百万)	玩家年付费 (美元)	游戏市场 (亿美元)
泰国	67.2	5561	14.7	8.3	27.76	2.3
马来西亚	30.2	10830	14.3	7.6	32.61	2.14
新加坡	5.5	56287	28	1.1	189.3	2.02
印度尼西亚	252.8	3515	34	19.9	9.12	1.81
越南	90.4	2052	31.4	12.3	12.67	1.56
菲律宾	100.1	2843	27.2	11	8.76	0.97

资料来源: Newzoo, 东吴证券研究所

图表 17: 东南亚地区游戏市场规模及增长率

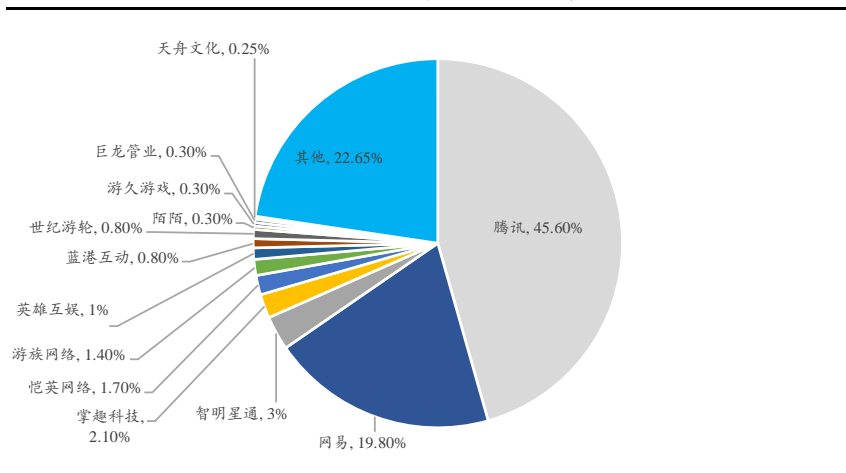


资料来源: Newzoo, 东吴证券研究所

2.3. 渠道优势: 游戏出海, 中小 CP 依赖发行渠道

国内手游市场在腾讯、网易等巨头的不断渗透下, 二八分化明显。根据游戏葡萄统计, 2016 年上半年, 腾讯和网易市场份额合计占中国移动游戏市场的 65%, 加上巨头们手游发行渠道集中地位愈发强势, 大量中小 CP 生存艰难。

图表 18: 2016H1 国内移动游戏市场份额分布



资料来源: 游戏葡萄, 东吴证券研究所

在国内手游市场严峻的生存环境下，许多中小手游 CP 选择出海。目前游戏出海的渠道主要有：非独立运营出口模式、独立运营出口模式以及创新运营模式，其中委托代理运营最为基础和采用范围最广的模式。

图表 19：游戏出海三种渠道

主要出口模式	渠道方式	简要说明
非独立运营出口模式	输出产品委托海外市场本土代理运营	此模式中国自主研发网络游戏出口最为基础和采用范围最广的模式。中国网络游戏公司同海外游戏运营商签署代理合作协议，将其游戏开发成品委托给代理公司进行海外特定市场内的运营工作，自身仅参与后期技术维护、产品软件升级等运维工作。
	合作研发产品海外联合运营	此模式在过去的数年中并未在中国游戏出口商中得到较为普遍的运用。中国网络游戏公司不仅同海外游戏公司进行知识产权授权交易，自身也参与到海外市场游戏运营活动中的一种合作经营模式。
独立运营出口模式	企业自建海外子公司或办事处独立运营自有产品	自建公司独立运营战略意味着企业在海外设立子公司独立运营自有出口产品，其最大优势在于较高的执行力和控制力；顺利建成的海外销售渠道有助于企业大规模输出游戏产品的同时，也可以协助企业拓展其代理业务，进入其他企业的非独立运营策略环节之中，分享其产品的运营收入。
	海外工作室研发全球运营产品	近年来，海外研发、全球运营模式在中国游戏出口行业中崭露头角，由于其整合全球人才和技术资源、利于开发全球化精品游戏产品的优势而受到中国有实力的游戏出口企业的青睐。
创新运营模式	接受国内公司委托代理海外运营	接受国内公司委托，代理海外运营即是出口企业接受国内其他资源较少、难以自行开展海外业务的游戏企业的委托，将这些小型企业的指定产品在海外市场进行代理经营或发行并收取费用的商业模式。
	软硬件公司合作优势互补共同打开市场	游戏软件出口公司与硬件设备公司合作进入海外市场是中国游戏出口行业新生的尝试。通过分享游戏软件公司与硬件公司双方对海外特定市场的信息与影响力，双方得以在多个市场利用各自的优势给予相互支持并加快市场渗透、实现共赢。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

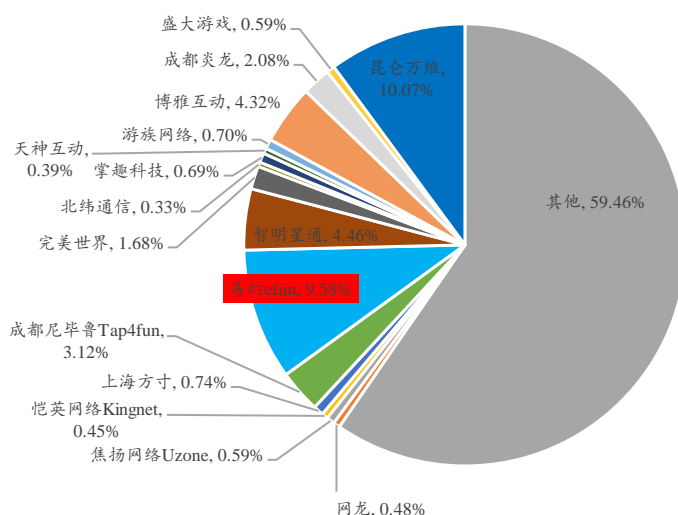
3. 易幻网络：海外发行第一梯队，业绩有望超预期

3.1. 立足海外发行，产品主要覆盖港台韩、东南亚市场

易幻网络成立于 2012 年，成立之初就聚焦于中国移动网络游戏海外市场，逐步通过代理运营国内优质的游戏产品打开海外版图，至今共发行数十款游戏、十几种语言并拥有全球超过 20 个国家的发行经验，成为中国移动网络游戏出海最为成功的发行商代表。其海外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 等多种类型。

根据《2014 年度中国游戏产业海外市场报告》，2014 年我国自主研发移动网络游戏海外出口实际销售收入为 12.73 亿美元，同比增长 366.39%，易幻网络牢牢占据市场第二，份额为 9.85%，跻身移动网络游戏海外发行的第一梯队，主要竞争对手包括昆仑万维（10.07%）、智明星通（4.46%）、博雅互动（4.32%）等。

图表 20：2014 年中国本土原创移动游戏海外市场收入份额



资料来源：《2014 中国游戏产业海外市场报告》，东吴证券研究所

易幻网络在海外多个主要市场成功发行了《我叫 MT》、《神雕侠侣》、《天龙八部 3D》、《名将争霸》、《摩卡幻想》、《一统天下》、《六龙争霸》、《剑侠情缘》等众多产品，在 App Store 和 Google Play 榜单中位列前茅。

其中《神雕侠侣》从 2013 年 12 月在港澳台地区上线至 15 年 7 月，总流水亦接近 2 亿元人民币，累计注册玩家超过 130 万人，在台湾地区稳居 IOS 畅销榜 TOP10 和 Google 畅销榜 Top20 长达六个月；《三国志 PK（一统天下）》从 2014 年 1 月在韩国上线至 2015 年 7 月，总流水近 2 亿元人民币，连续数月在 Google 畅销榜维持在 Top50 以内，iOS 平台也多次进入 TOP10；2015 年发行的《六龙御天》上线后在港台免费榜强势登顶，单月流水过千万美元，刷新港台地区游戏单月流水最高纪录；由网易制作，易幻代理的《梦想星城》于 2016 年 3 月上线，一周内拿下苹果和谷歌两大免费下载榜的榜首位置。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、高效的品牌优势。

图表 21：游戏级别分类

游戏级别	简要说明
S 级	1. 连续三个月的月均流水达到：150 万美金（香港和台湾地区合计，简称“港台”），50 万美金（亚欧各地区合计，简称“亚欧”），150 万美金（韩国地区），若游戏上线时间未满足三个月，按已上线月份的月均流水计算；或 2. 游戏月流水在港台、亚欧或韩国单个区域超过 100 万美金，且自当月起 6 个月内，月流水较超过 100 万美金当月流水的下降幅度均不超过 20%。
A 级	连续三个月的月均流水达到：港台 80 万美金，亚欧 30 万美金，韩国 80 万美金。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 22：易幻网络已运营的主要游戏作品

游戏名称	上线时间	类型/级别	区域分布	累计流水 (万美元)	状态
重装武士（英雄战魂）	2012 年 11 月	MMOARPG/A 级	港台	2245	运营中
笑傲三国	2013 年 1 月	SLG/A 级	新、马、港台、韩	1832	运营中
妖姬三国	2013 年 11 月	策略卡牌 /S 级	东南亚、美澳、加	2174	运营中
神雕侠侣	2013 年 12 月	2D MMORPG /S 级	港澳台	2805	运营中
三国志 PK（一统天下）	2014 年 1 月	SLG/S 级	韩国	3409	运营中
巨炮连队（坦克风云）	2014 年 4 月	SLG/S 级	港台	1752	运营中
名将争霸（君临天下）	2014 年 8 月	COC/S 级	台、韩	1378	已下线
蜀山奇缘	2014 年 9 月	RPG/A 级	东南亚	670	运营中
战神黎明	2014 年 12 月	3D ARPG/S 级	港澳台	1000	运营中
天龙八部（3D）	2015 年 1 月	MMORPG/S 级	台、新、马	2068	运营中
大富豪 2	2015 年 6 月	商战沙盘手游 /A 级	港、台、马	838	运营中

注：累计流水计算为上线之日至 2015 年 12 月 31 日

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

易幻网络 2016-2018 年预测营收总额为 2.41 亿/3.02 亿/3.62 亿美元，复合增速 23%。其中每年游戏代理运营收入占比在 94.3%左右。以下为分地区游戏代理运营流水预测表：

图表 23: 2016-2018 易幻网络港台地区代理游戏流水预测 (单位: 万美元)

地区	游戏产品	上线时间	级别	2016E	2017E	2018E
港台	神雕侠侣	2013	S	234	-	-
	战神黎明	2014	S	189	-	-
	巨炮连队	2014	S	238	-	-
	天龙八部	2015	S	340	-	-
	六龙御天	2015	S	5500	1663	177
	卧虎藏龙	2014	A	171	-	-
	大富豪 2	2015	A	114	-	-
	大航海	2015	A	904	261	-
	魔域	2015	其他	14	-	-
	大主宰	2015	其他	130	-	-
	魔剑之刃	2015	其他	157	-	-
	新游戏	2016	2 款 S/3 款 A/3 款其他	4988	5214	497
	新游戏	2017	3 款 S/4 款 A/4 款其他	-	9000	5858
	新游戏	2018	4 款 S/5 款 A/4 款其他	-	-	12936
港台小计				12979	16224	19469

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 24: 2016-2018 易幻网络韩国地区代理游戏流水预测 (单位: 万美元)

地区	游戏产品	上线时间	级别	2016E	2017E	2018E
韩国	一统天下	2014	S	551	-	-
	名将争霸	2015	S	625	169	-
	大富豪 2	2015	A	295	-	-
	笑傲江湖	2015	A	822	305	-
	龙战争	2015	A	516	70	-
	新游戏	2016	2 款 S/1 款 A/2 款其他	2977	3764	617
	新游戏	2017	3 款 S/3 款 A/2 款其他	-	5551	5795
	新游戏	2018	3 款 S/3 款 A/4 款其他	-	-	6295
韩国小计				5786	9859	12707

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 25: 2016-2018 易幻网络亚欧地区代理游戏流水预测 (单位: 万美元)

地区	游戏产品	上线时间	级别	2016E	2017E	2018E
亚欧	妖姬三国	2014	S	69	-	-
	蜀山奇缘	2014	S	462	-	-
	天龙八部	2015	S	639	180	-
	三剑豪	2015	S	717	296	-
	神魔大陆	2015	S	543	307	-
	龙珠 Q 传	2014	A	190	-	-
	乱斗堂	2014	A	38	-	-
	五虎将	2015	A	173	39	2
	大富豪 2	2015	A	158	11	-
	天天炫舞	2015	A	364	37	-
	机器人大战	2015	A	352	14	-
	名将争霸	2015	A	511	88	-
	我是大大侠	2014	其他	21	-	-
	红警坦克	2015	其他	18	-	-
	新游戏	2016	2 款 S/1 款 A/2 款其他	3636	2837	315
	新游戏	2017	3 款 S/3 款 A/2 款其他	-	3425	2921
	新游戏	2018	3 款 S/3 款 A/4 款其他	-	-	4567
亚欧小计				7889	7234	7805

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 26: 2016-2018 易幻网络代理游戏预测流水总计 (单位: 万美元)

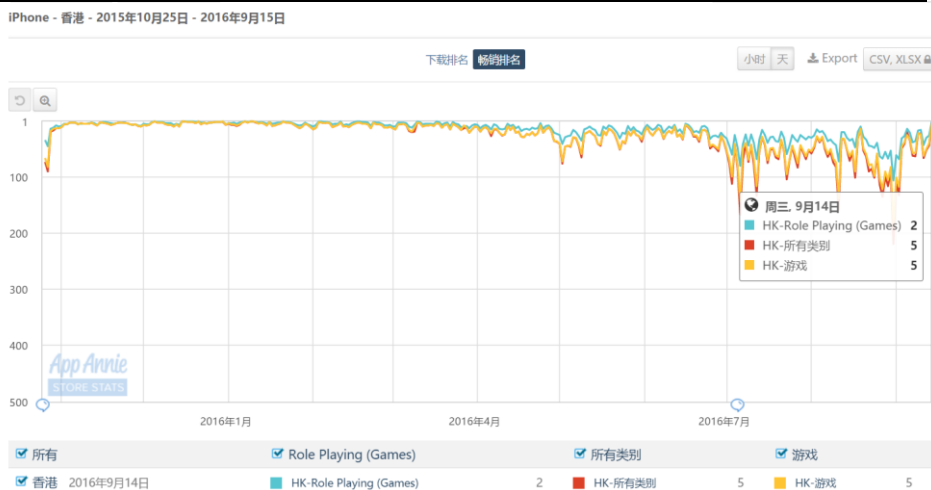
	2016E	2017E	2018E
港台小计	12979	16224	19469
韩国小计	5786	9859	12707
亚欧小计	7889	7234	7805
代理运营游戏流水合计	26654	33317	39981
代理运营游戏收入合计	22760	28451	34141

注: 代理收入=代理流水*85%

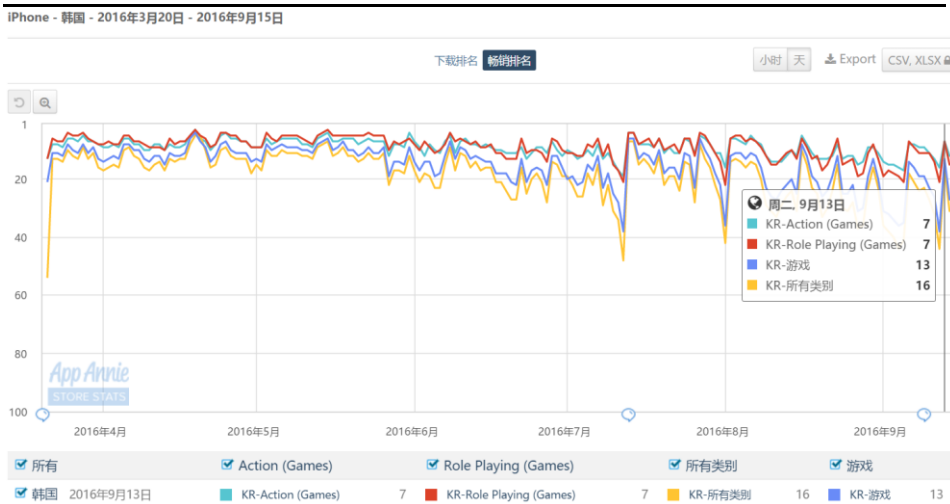
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

港台地区为易幻最重要的市场, 以 S 级游戏为主打, 《六龙御天》为 S 级拳头产品, 预测 16 年贡献流水 5500 万美元, 接近易幻港台市场收入的 1/2; 韩国市场流水收入较为分散, 值得关注的是 16 年 3 月在韩国发行的《天命》(《六龙争霸》韩国版), 上线至今在 IOS 畅销榜排名靠前, 在 Google Play 畅销榜动作游戏类稳居第一, 该款游戏还被用作本地化的游戏案例在 2016 Google 游戏峰会进行展示, 有望延续港台爆款趋势, 收入超预期可待; 亚欧主要以东南亚市场为主, 游戏数量较多, A 级游戏占到半边天。

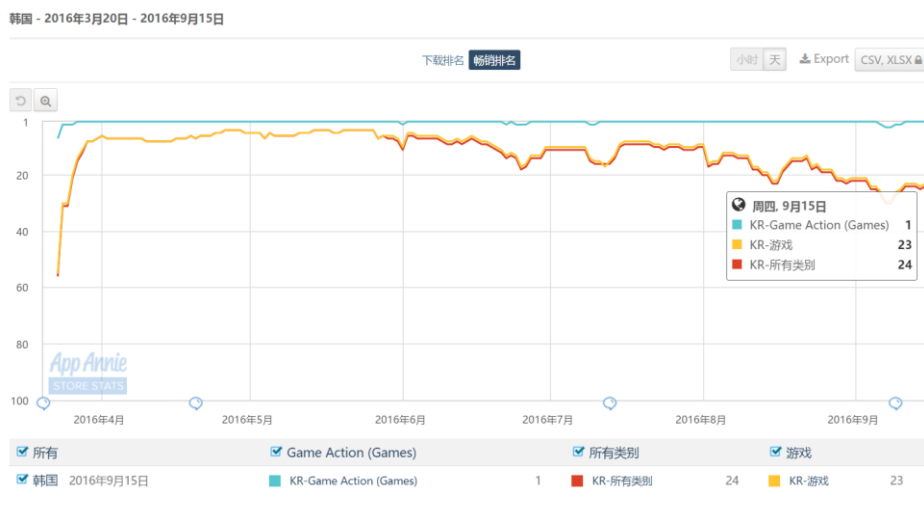
图表 27: 上线以来《六龙御天港澳版》IOS 畅销榜排名靠前



图表 28: 《天命》(六龙御天韩国版) IOS 畅销榜排名靠前



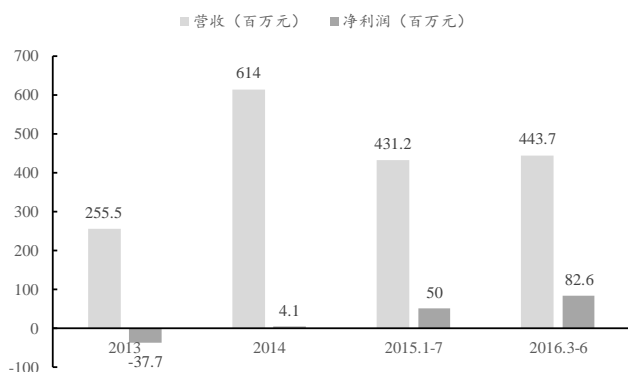
图表 29: 《天命》Google Play 畅销榜动作游戏类稳居第一



3.2. 财务数据：2016H1 净利超 1 亿，全年可望超承诺

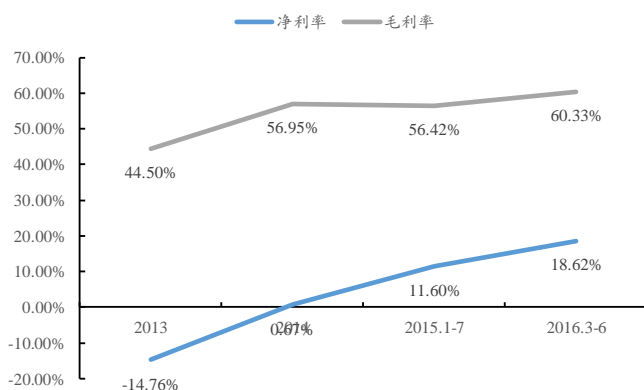
近年来易幻网络营业收入和净利增长迅速。在创业初期通过大规模投入打开市场后，公司从 2014 年起开始盈利，利润规模增速迅猛，毛利率/净利率快速提升。易幻网络承诺 2016 至 2018 年实现的归母净利润 1.55/2.02/2.62 亿元，根据 2016 半年报披露的数据，2016 年 1-6 月易幻网络实现净利润 1.01 亿元，全年业绩超承诺可期。

图表 30：易幻网络近三年营收/净利



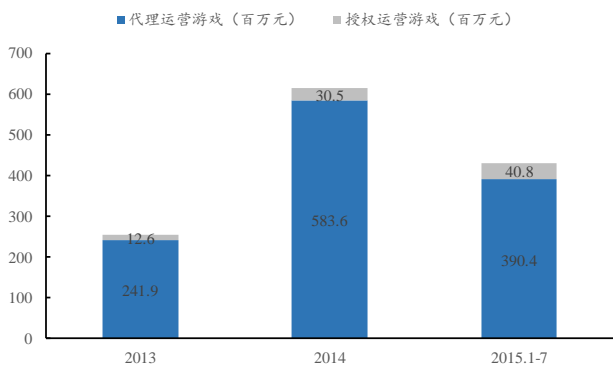
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 31：易幻网络盈利能力



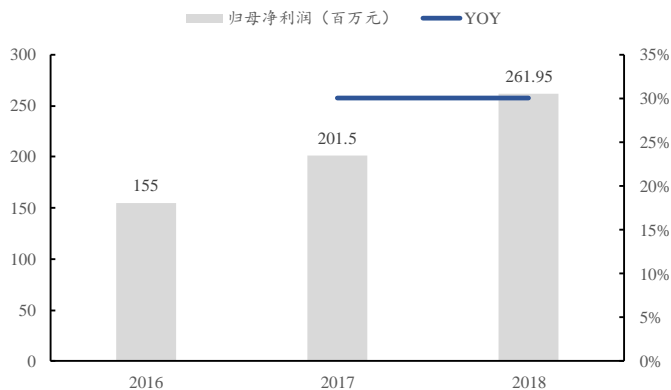
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 32：易幻网络分业务收入



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 33：易幻网络 2016-2018 业绩承诺



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

苹果和谷歌是易幻网络的主要客户，销售占比超过 40%。而游戏供应商方面，畅游、开心人、完美世界等为主要合作伙伴，供应商较为分散，有利于分摊经营风险。

图表 34: 易幻网络前五大客户

2015年1-7月			
序号	客户名称	销售额(万元)	销售比例(%)
1	Apple Inc	9116.52	21.14
2	Google Inc	8809.04	20.43
3	香港乐点股份有限公司	4128.65	9.58
4	Inch Interactive Entertainment Ltd	3335.53	7.74
5	(NAVER Corporation)	3097.02	7.18
合计		28487	66.07
2014年			
序号	客户名称	销售额(万元)	销售比例(%)
1	Google Inc	13488.25	21.97
2	Apple Inc	11720.73	19.09
3	CASH(HK)	6991.81	11.39
4	Tstore	3097.89	5.05
5	(NAVER Corporation)	2421.29	3.97
合计		37720	61.44

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 35: 易幻网络前五大供应商

2015年1-7月			
序号	供应商名称	采购额(万元)	采购比例(%)
1	北京畅游时代数码技术有限公司	3726.31	19.83
2	北京开心人信息技术有限公司	2133.01	11.35
3	在线途游(北京)科技有限公司	1031.1	5.49
4	Ray Joy Holdings Limited	907.39	4.83
5	完美世界网络技术有限公司	842.09	4.48
合计		8640	45.98
2014年			
序号	供应商名称	采购额(万元)	采购比例(%)
1	伊凡达科技股份有限公司	6116.19	23.14
2	完美世界网络技术有限公司	3728.39	14.11
3	北京青游易乐科技有限公司	1997.05	7.56
4	北京开心人信息技术有限公司	1979.96	7.49
5	Ray Joy Holdings Limited	1701.68	6.44
合计		15523	58.74

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 深耕与开拓并行，期待下半年新作

2016 上半年，易幻网络进一步巩固在港澳台、韩国、东南亚地区等传统市场的优势。其中，在港澳台地区累计新增发行 3 款游戏，在韩国地区累计新增发行 2 款游戏，在东南亚及欧美地区累计新增发行 23 款游戏。易幻网络在深耕亚太市场的同时，积极推进全球化战略，向欧美市场扩张。

图表 36：易幻网络 2016H1 运营的主要新游

作品	主打地区	发行时间	研发商	成绩	备注
《六龙御天》	港台	2015.10	祖龙娱乐	自 10 月 29 号正式上线以来，在免费榜强势登顶，一周内勇夺畅销榜第一	3D 国战 RPG 手游
《梦想星城》	港台	2016.03	网易游戏	一周内拿下苹果和谷歌两大免费下载榜的榜首位置；一周内注册用户超 60 万	模拟养成类 2.5D 游戏，《来自星星的你》IP
《风云》	香港	2016.04	畅游	公测当天注册量破 20 万，第二天冲上香港 iOS 畅销榜第 8	电影级武侠 MMORPG 手游；经典 IP，原作者宣传
《天命》	韩国	2016.03	祖龙娱乐	上线 1 月内 Google Play 免费榜排第 1，畅销榜最高进入 Top5，至今稳居动作游戏类 Top1；在 IOS 排名靠前	《六龙御天》韩国版

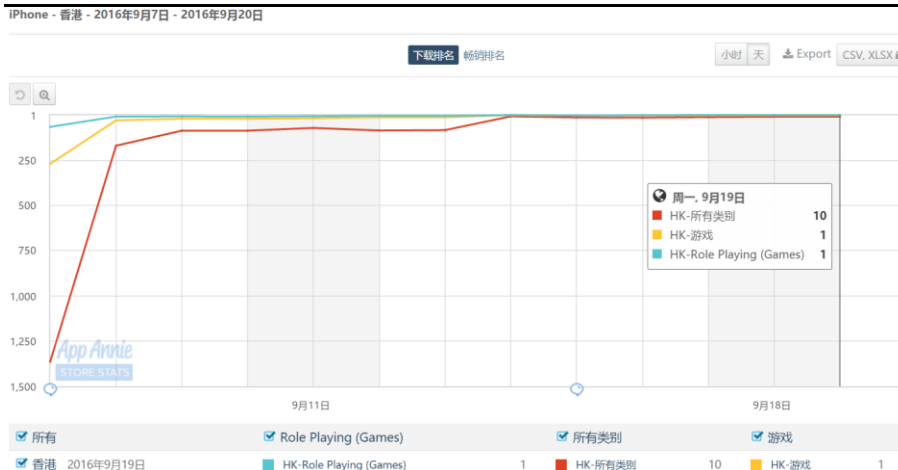
资料来源：互联网公开资料，东吴证券研究所

易幻网络储备了充足游戏作品，游戏发行节奏做到不断档发行，2016 下半年预计发行移动游戏 30 款，其中包括知名 IP 游戏《剑侠情缘》、范冰冰代言的《暗黑黎明 2》等大作。

经典题材《剑侠情缘》系列自 1997 年第一部单机版开始，已经迈入第 20 个年头，期间包括单机版、端游版以及如今终于推出手机版本。最新手游版本由金山旗下西山居原班人马开发，易幻网络拥有《剑侠情缘》港澳台发行代理权，游戏已经于 9 月 7 日在港台上线。根据 App Annie 数据，游戏上线以来在香港 IOS 畅销榜游戏类排名中稳居 TOP1，在 Google Play 畅销榜所有类别排名 13；在台湾 IOS 和 Google Play 畅销榜所有类排名都进入前 10。

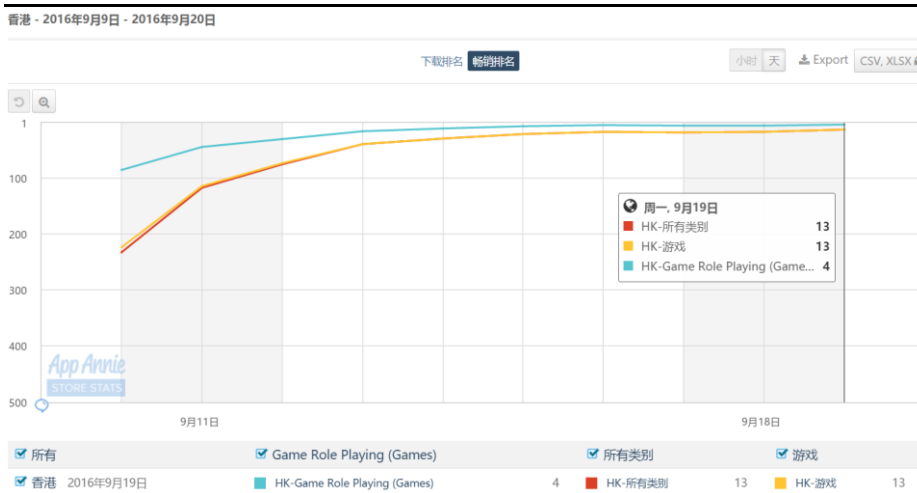
《暗黑黎明 2》为 ARPG 手游《暗黑黎明》的续作，由乐道互动研发并发行。此前《暗黑黎明》凭借范冰冰推广、优秀玩法设计，在上线一月内就创造了上亿流水业绩，并登顶 iOS 畅销榜。《暗黑黎明 2》在游戏的上市推广方面耗费高达 1 亿，代言人范冰冰也融入了更多联动性，在游戏中扮演着一名被称为“黎明公主”的核心剧情角色。由乐逗发行的《暗黑黎明 2》大陆版已经于 8 月初公测，目前 IOS 畅销榜排名 TOP60。易幻网络拥有《暗黑黎明 2》韩国地区发行权。

图表 37: 《剑侠情缘港澳版》IOS 畅销榜游戏类 TOP1



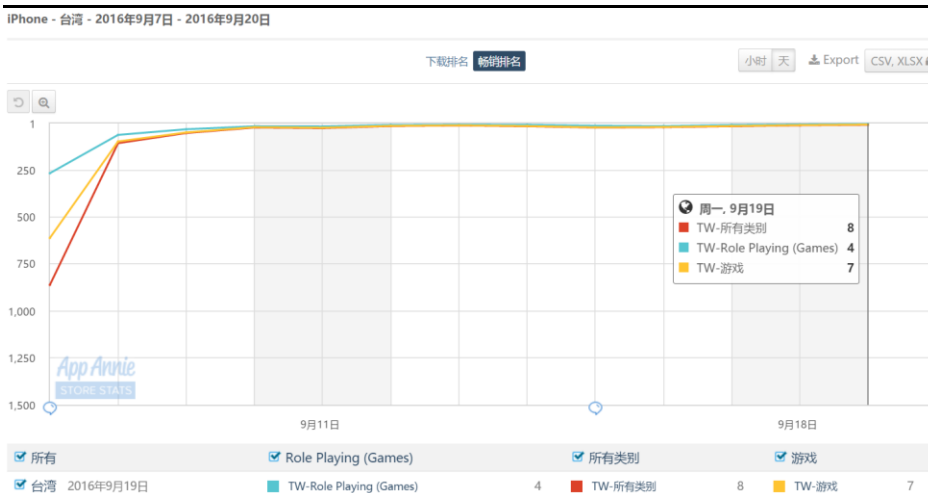
资料来源: App Annie, 东吴证券研究所

图表 38: 《剑侠情缘港澳版》Google Play 畅销榜排名不断上升



资料来源: App Annie, 东吴证券研究所

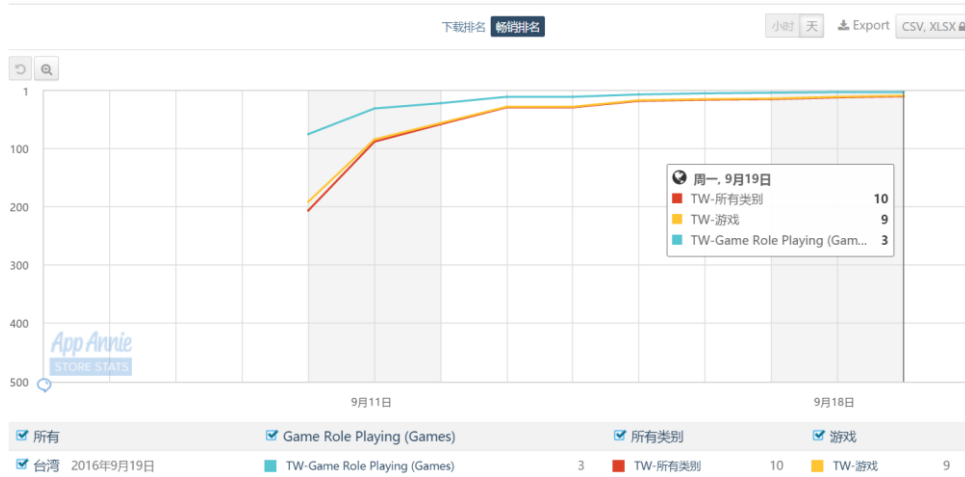
图表 39: 《剑侠情缘手机版》(台湾) IOS 畅销榜所有类 TOP10



资料来源: App Annie, 东吴证券研究所

图表 40: 《剑侠情缘手机版》(台湾) Google Play 畅销榜所有类 TOP10

台湾 - 2016年9月6日 - 2016年9月20日



资料来源: App Annie, 东吴证券研究所

4. 拟收购易幻网络剩余股权，泛娱乐布局加速

4.1. 设立互联网产业投资基金，主投泛娱乐领域

公司于 2016 年 7 月与上海辰韬资产管理有限公司共同发起设立宝通辰韬互联网产业投资基金，重点投资游戏、娱乐、文化等内容制作、运营与相关先进硬件技术，加强泛娱乐方向的内容布局和游戏内容研发实力，整合上下游产业链，不断提高公司在游戏出海中的竞争壁垒。

4.2. 高管进驻、收购剩余股权，宝通易幻紧密绑定

根据 2016 半年报披露，易幻网络 CEO 曾晓斌和财务负责人张利乾进入上市公司管理层，分别担任副总经理和董秘职务。易幻网络高管进驻上市公司管理层，有利于双方沟通融合、保持高层核心利益一致，维持原有业务团队的稳定。

2016 年 9 月 9 日，宝通科技发布公告，拟购买牛曼投资、牛杜投资合计所持易幻网络 30% 的股权(对应的注册资本出资额为 3,103,732.20 元)，若交易成功，易幻网络将成为宝通科技全资子公司。

5. 盈利预测

公司业务分为传统业务与游戏业务两块：传统业务受益于公司向“高精尖”差异化转型升级，盈利能力基本保持稳定，**预计 2016-18 传统业务贡献营收 4.3 亿/4.25 亿/4.2 亿**；游戏业务得益于易幻网络并表，游戏海外发行市场拥有强大的变现能力，有望大幅增厚公司业绩。**预计 2016-18 易幻网络贡献营收 16.4 亿/22.4 亿/28.3 亿元。**

按照备考业绩计算（假定 2017 年 2 月前易幻剩余 30% 股权能够被公司以纯现金方式收购）。**2016-2018 宝通科技对应扣除少数股东权益的净利润分别为 1.8 亿/2.7 亿/3.2 亿元。**

图表 41：宝通科技业绩分拆

单位：百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
总收入	469.8	2067.2	2660	3254
YOY	-6.49%	340.00%	28.70%	22.30%
传统业务	469.8	430	425	420
YOY		-8.47%	-1.16%	-1.18%
易幻网络	810.9	1637.2	2235	2834
YOY		201.90%	36.51%	126.80%
毛利率	33.70%	52%	53%	53%
净利润	70	240.1	269.8	319.5
YOY		243.00%	12.37%	18.42%
归母净利润	68.3	180.1	269.8	319.5
YOY		163.69%	49.81%	18.42%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

我们选取了游戏板块 36 家上市公司，根据 Wind 一致性预期测得 2016 年游戏板块平均 PE 为 60 倍。

首次覆盖给予“买入”评级：考虑易幻网络业绩承诺，我们预计公司 2016/2017/2018 年净利润分别为 1.8/2.7/3.2 亿，摊薄 EPS 分别为 0.45/0.68/0.81 元，现价对应 2016-2018 年 53/35/30 倍 PE。给予宝通科技 60 倍估值，目标价 27 元。

图表 42: 游戏板块 PE 预测 (Wind 一致性预期)

序号	证券代码	证券简称	2016E	2017E	2018E
1	002348.SZ	高乐股份	127.13	110.21	113.74
2	600652.SH	游久游戏	157.08	117.91	98.36
3	300052.SZ	中青宝	120.62	105.74	82.88
4	300174.SZ	元力股份	92.67	76.78	76.97
5	300518.SZ	盛讯达	93.75	73.66	57.88
6	002558.SZ	世纪游轮	82.31	67.70	54.64
7	300533.SZ	冰川网络	77.33	64.39	54.22
8	002113.SZ	天润数娱	98.09	77.92	53.60
9	002619.SZ	巨龙管业	85.73	61.25	50.84
10	002148.SZ	北纬通信	105.65	66.02	50.16
11	002699.SZ	美盛文化	78.87	58.56	44.24
12	300418.SZ	昆仑万维	55.84	44.95	41.66
13	600576.SH	万家文化	60.89	48.24	40.95
14	600715.SH	文投控股	71.22	53.45	40.62
15	300051.SZ	三五互联	64.50	44.15	32.40
16	002261.SZ	拓维信息	49.94	40.07	32.39
17	002292.SZ	奥飞娱乐	53.29	40.35	32.36
18	002445.SZ	中南文化	47.19	37.21	31.75
19	600880.SH	博瑞传播	48.95	35.20	29.32
20	002624.SZ	完美世界	44.81	34.64	28.51
21	002502.SZ	骅威文化	39.17	30.80	25.62
22	300299.SZ	富春通信	41.33	31.54	24.83
23	300002.SZ	神州泰岳	39.16	31.44	24.74
24	002555.SZ	三七互娱	36.01	29.25	24.56
25	300148.SZ	天舟文化	41.64	29.56	24.40
26	002517.SZ	恺英网络	37.02	28.74	22.79
27	300133.SZ	华策影视	36.13	27.83	22.16
28	600633.SH	浙报传媒	27.87	24.58	20.97
29	300043.SZ	星辉娱乐	32.27	26.86	19.79
30	300027.SZ	华谊兄弟	30.98	25.07	19.77
31	002174.SZ	游族网络	35.06	25.36	18.57
32	002247.SZ	帝龙文化	37.23	23.47	18.38
33	002354.SZ	天神娱乐	32.06	23.19	18.10
34	300315.SZ	掌趣科技	29.27	22.09	17.21
35	600637.SH	东方明珠	23.64	19.32	16.87
36	600373.SH	中文传媒	22.45	18.30	15.11
平均 PE			59.92	46.55	38.37

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	595.9	2437.8	2589.9	3622.6	营业收入	469.8	2067.2	2660.5	3253.8
现金	160.8	351.5	200.0	1056.3	营业成本	311.3	992.3	1250.4	1529.3
应收款项	337.5	1925.6	2186.7	2317.8	营业税金及附加	3.7	4.1	5.3	6.5
存货	79.5	135.9	171.3	209.5	营业费用	30.9	671.8	941.4	1183.2
其他	18.1	24.8	31.9	39.0	管理费用	51.3	95.6	104.6	113.9
非流动资产	445.5	348.2	247.6	139.7	财务费用	-6.3	27.3	47.5	51.0
长期股权投资	63.0	63.0	63.0	63.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	301.5	206.8	108.5	-0.4	其他	-2.6	0.5	0.3	0.1
无形资产	25.4	22.9	20.6	21.5	营业利润	76.4	276.7	311.5	370.0
其他	55.5	55.5	55.5	55.5	营业外净收支	5.9	5.9	5.9	5.9
资产总计	1041.4	2786.1	2837.5	3762.2	利润总额	82.2	282.6	317.4	375.9
流动负债	119.7	1660.2	1482.3	2132.5	所得税费用	12.3	42.4	47.6	56.4
短期借款	12.1	1200.0	886.5	1400.0	少数股东损益	1.7	60.0	0.0	0.0
应付账款	95.9	108.7	137.0	167.6	归属母公司净利润	68.3	180.1	269.8	319.5
其他	11.7	351.4	458.8	564.9	EBIT	73.3	305.9	361.0	423.0
非流动负债	6.7	6.7	6.7	6.7	EBITDA	103.2	459.3	519.2	586.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	6.7	6.7	6.7	6.7	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	126.4	1666.9	1489.1	2139.2	每股收益(元)	0.17	0.45	0.68	0.81
少数股东权益	23.2	74.2	74.2	74.2	每股净资产(元)	2.25	2.63	3.21	3.90
归属母公司股东权益	891.8	1044.9	1274.2	1545.8	发行在外股份(百万股)	396.8	396.8	396.8	396.8
负债和股东权益总计	1041.4	2786.1	2837.5	3762.2	ROIC(%)	7.4%	17.7%	14.5%	16.7%
					ROE(%)	7.7%	17.2%	21.2%	20.7%
					毛利率(%)	33.0%	51.8%	52.8%	52.8%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	15.6%	14.8%	13.6%	13.0%
经营活动现金流	48.1	-915.3	262.1	445.1	销售净利率(%)	14.5%	8.7%	10.1%	9.8%
投资活动现金流	-122.1	-54.8	-59.6	-54.5	资产负债率(%)	12.1%	59.8%	52.5%	56.9%
筹资活动现金流	14.9	1160.9	-354.0	465.6	收入增长率(%)	-6.5%	340.0%	28.7%	22.3%
现金净增加额	-59.1	190.7	-151.5	856.3	净利润增长率(%)	-7.2%	163.7%	49.8%	18.4%
企业自由现金流	-5.0	-943.2	237.6	428.7					

数据来源：东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

