宝通科技(300031.SZ)

归母净利预计同比增超100%，符合预期

评级： 买入 前次： 买入

目标价（元）： 29.2

分析师 康雅雯 S0740515080001 021-20315097 kangyw@r.qlzq.com.cn

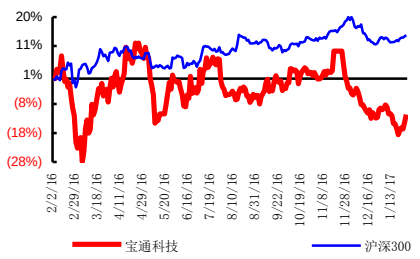
联系人 熊亚威 xiongyw@r.qlzq.com.cn

2017 年 02 月 02 日

基本状况

总股本(百万股)	397
流通股本(百万股)	223
市价(元)	21.3
市值(百万元)	8,451
流通市值(百万元)	4,744

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	502.45	469.82	1,486.75	2,076.2	2,504.8
营业收入增速	-10.44%	-6.49%	216.45%	39.65%	20.64%
归属于母公司的净利润	73.58	68.30	146.52	271.61	332.89
净利润增长率	-27.96%	-7.18%	114.53%	85.37%	22.56%
摊薄每股收益（元）	0.25	0.23	0.37	0.68	0.84
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
市盈率（倍）	31.92	137.92	57.06	30.78	25.12
PEG	—	—	0.50	0.36	1.11
每 净 产（元）	2.75	2.97	6.44	7.12	7.96
每股现金流量	0.30	0.16	1.24	0.35	0.94
净资产收益率	8.93%	7.66%	5.74%	9.61%	10.54%
市净率	2.85	10.56	3.27	2.96	2.65
总股本（百万股）	300.00	300.00	396.64	396.64	396.64

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：**宝通科技发布 2016 年度业绩预告，预计 2016 年归母净利润为 13,659.64 万元— 15,025.60 万元，同比增长 100%—120%。

- **点评：**

- **归母净利润预计同比增长超 100%，符合预期，主要因为易幻网络并表。**宝通科技预计 2016 年实现归母净利为 1.37 亿-1.50 亿，区间中值为 1.44 亿元，同比 2015 年盈利 0.68 亿元增长 111%。我们前期的预测值 1.46 亿元，在业绩预告区间之内。主要由于宝通科技收购易幻网络 70%股权，易幻网络自 2016 年 3 月起纳入上市公司合并报表范围。

- **四季度单季归母净利润预测环比下降，主要由于传统业务拖累及部分游戏流水下滑。**按照我们前期预测的 2016 年归母净利润 1.46 亿元测算，第四季度实现归母净利润为 3162 万元，预测相对三季度单季 3801 万元环比下降 16.81%，我们认为主要是由于传统传送带业务拖累及前期贡献较大的六龙御天流水下滑。

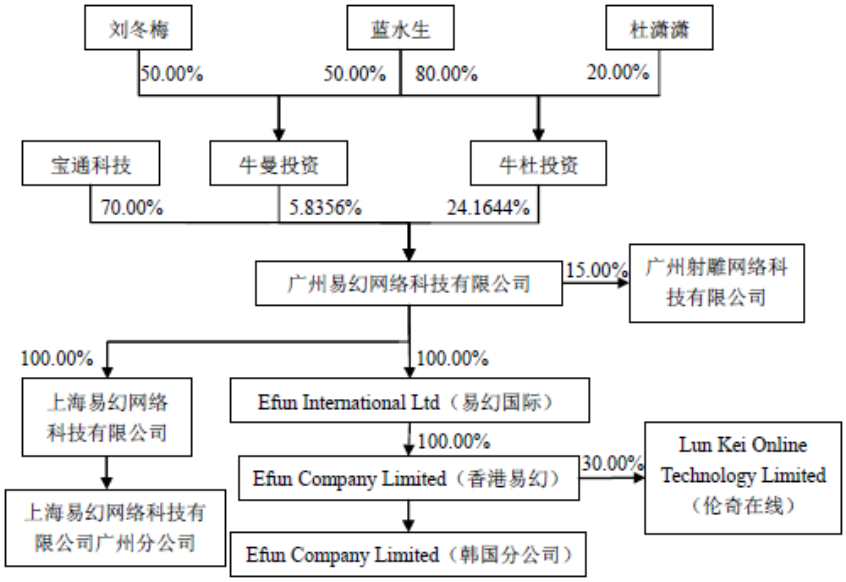
- **双主业平稳推进，并购效果初步显现，收购完成将进一步增厚业绩。**公司目前已形成由移动互联网和现代输送服务业双主业运营的格局。公司拟以现金方式收购易幻网络 24.1644%股权，收购完成后上市公司将持有 94.1644%股权，将进一步增厚公司业绩。

- **构建多元化可持续发展体系，提升盈利及抗风险能力。**目前公司已形成由移动互联网和现代输送服务业双主业运营的格局，构建了公司多元化可持续发展的企业生态系统，既提升了公司的盈利能力，也提高了公司的抗风险能力，为公司的可持续发展打下了坚实的基础。在经济转型的大背景下，传统传送带业务不景气，易幻网络的游戏业务成为新的增长点，有效缓解行业周期性带来的波动。

- **深化公司转型升级，加强泛娱乐方向的内容布局。**公司拟收购易幻网络24.1644%股权，是由于易幻超预期的发展以及公司深化转型的诉求。公司将以“移动网络游戏发行、运营”+“现代工业输送服务”双轮驱动模式，着力实施以“移动互联网”为载体的泛娱乐发展战略：
  - 一方面，围绕易幻网络进行产业链上下游的整合，在以互联网流量为基础上强化现有移动网络游戏发行和运营业务，稳步推进“全球化”游戏发行与运营策略，并将重点布局具有优势 IP 的游戏内容研发，亦或通过自建 IP 的方式，加快游戏产品内容端的深化与升级；
  - 另一方面，公司在游戏、娱乐、文化等泛娱乐领域积极寻找发展机会，深化公司转型升级，下一步，同样将加强泛娱乐方向的内容布局，为公司二次创业开启新的篇章。
- **行业景气，易幻网络业务持续高速增长，有望超额完成承诺业绩。**2016 年国内移动游戏市场收入达人民币819.2 亿元，占比（49.5%）首超端游，稳固了全球第一大市场的地位，并且仍保持了 87.2%的高速增长。Newzoo 预计全球游戏玩家在 2016 年将创造 996 亿美元的收入，移动平台以 369 亿美元的收入首次超越PC，全球增幅达 21.3%，亚太地区继续主导全球市场，占比 47%。2016 年 1-8 月，易幻网络营业收入达到 82,731.11 万元，已超过 2015 年全年营业收入，并保持较快增长速度。1-8 月净利润为 1.3 亿元，远超2015 年的 0.71 亿元，9 月份发行《剑侠情缘》稳居港台前十，2016 年有望超额完成承诺业绩。
- **手游出海是趋势，易幻拥有先发及卡位优势。**
  - 手游出海成为趋势有以下两个个因素：（1）移动游戏市场增速趋于放缓，国内竞争格局已基本稳定。腾讯与网易的市占率近 70%。国内高达上千家的移动游戏研发团队或依附于巨头，或面临生存空间越来越狭小的压力。（2）广电总局的新规要求新上线游戏必须获得版号，国内上线周期拉长给许多游戏公司带来了资金压力。
  - 易幻网络手游海外发行市占高，先发优势明显，在口碑、产品质量及本地化等方面实现卡位。拥有丰富的上下游资源，具备强劲的全球发行实力及强大的新兴市场开拓能力，兼具国际化与本地化优势。多年优秀成绩和稳定运营积累了品牌优势和行业口碑，卓越眼光与实力保障业绩兑现。
- **移动游戏海外发行业务发展良好，继续加大布局。**易幻网络累计新增代理运营的游戏产品多达 66 款（分不同地区版本），其中港澳台 5 款、韩国 6 款、东南亚 28 款、其他地区 27 款。其中第三季度新增代理运营的游戏产品 29 款（分不同地区版本），其中知名 IP 游戏《剑侠情缘》于 9 月中旬登陆港澳台市场，稳居该地区 AppleStore 和 GooglePlay 畅销榜前十，并且该游戏已于 10 月同步在马来西亚上线，上线一周就跃居GooglePlay 畅销榜第一名。同时，稳步推进欧美、日本、俄罗斯、越南等市场。易幻网络也加强了优势发行地区的团队渗透，第三季度，完成对伦奇在线增资至 30%，继续扩大港澳台地区的发行厚度。
- **大股东增持彰显信心，员工持股增强活力。**公司董事长及实际控制人包志方先生 2016 年 1 月左右及 2 月增持股份超过 357.14 万股，合计金额超过 1 亿元，增持均价超过 28 元，彰显对公司发展前景的信心；同时公司员工持股计划在 4 月下旬完成，累计买入公司股票 155.61 万股，成交均价为 25.71 元/股，员工活力有望充分释放。
- **人民币贬值利好海外业务，汇兑损益提升净利润。**易幻网络的海外手游发行业务主要以美元结算，目前美元兑人民币汇率创出阶段新高。截至 2016 年 12 月 27 日，美元兑人民币汇率上升至 6.9462，较 2016 年 1-8月采用的折算汇率 6.5711 上升了 5.71 个百分点，美元兑人民币汇率上升对易幻的收入影响金额将超过 3000万元，对净利润影响将超过 600 万元。
- **盈利预测及投资建议：**我们预测公司 2016-2018 年实现收入分别为 14.87 亿元、20.76 亿元和 25.04 亿元，分别同比增长 216.45%、39.65%和 20.64%；实现归母净利润 1.47 亿元、2.72 亿元和 3.33 亿元，分别同比增长 114.53%、85.37%和 22.56%；对应 EPS 分别为 0.37 元、0.68 元和 0.84 元。短期传统主业下滑不改对公司泛娱乐方向的长期看好，对应目标价 29.2 元。维持买入评级。

■ **风险提示**：1）代理游戏流水不达预期；2）公司内生与外延发展不达预期；3）市场竞争加剧；4）汇率波动风险；5）市场整体风险偏好下行。

图表 1：易幻网络截止 2016 年 12 月 15 日的股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：易幻网络主要游戏数据

游戏名称	主要代理运营区域	上线时间	2016 年 1-8 月总流水（万美元）	2016 年 1-8 月月均流水（万美元）
六龙御天	台湾、韩国、香港	港台：2015 年 10 月；韩国：2016 年 3 月	7457.22	932.1525
三国志 PK（一统天下）	韩国	2014 年 1 月	825.44	103.18
神雕侠侣	港澳台	2013 年 12 月	342.01	42.75125
天龙八部 3D	台湾、马来西亚、新加坡	2015 年 1 月	514.03	64.25375
妖姬三国	港台、东南亚	2013 年 11 月	187.91	23.48875

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：《六龙御天》月度数据

月份	当月总流水（美元）	累计注册用户数（人）	当月付费用户数（人）	当月活跃用户数（人）	付费用户人均 ARPPU 值（美元）
2015-10	512,330	133,118	11,948	133,086	43
2015-11	7,928,291	793,528	93,862	736,012	84
2015-12	11,912,380	1,253,304	101,802	698,010	117
2016-01	10,561,150	1,469,032	79,204	478,209	133
2016-02	9,905,377	1,610,596	59,363	373,761	167
2016-03	10,576,133	2,115,143	79,284	701,008	133
2016-04	12,259,659	2,426,369	81,698	577,017	150
2016-05	10,388,837	2,727,404	63,625	543,122	163
2016-06	8,049,241	2,805,223	41,865	269,507	192
2016-07	6,673,773	2,865,479	31,694	207,603	211
2016-08	6,158,059	2,913,833	24,905	173,839	247

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表4：宝通科技财务报表预测

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	**561**	**502**	**470**	**1,487**	**2,076**	**2,505**
增长率	*1.45%*	*-10.4%*	*-6.5%*	*216.5%*	*39.7%*	*20.6%*
营业成本	-378	-353	-311	-775	-1,059	-1,255
%销售收入	*67.4%*	*70.3%*	*66.3%*	*52.1%*	*51.0%*	*50.1%*
毛利	183	149	159	712	1,018	1,249
%销售收入	*32.6%*	*29.7%*	*33.7%*	*47.9%*	*49.0%*	*49.9%*
营业税金及附加	-3	-3	-4	-3	-4	-4
%销售收入	*0.5%*	*0.6%*	*0.8%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.1%*
营业费用	-25	-26	-31	-381	-572	-710
%销售收入	*4.5%*	*5.1%*	*6.6%*	*25.6%*	*27.6%*	*28.3%*
管理费用	-38	-41	-51	-99	-134	-159
%销售收入	*6.9%*	*8.2%*	*10.8%*	*6.7%*	*6.4%*	*6.4%*
息税前利润（EBIT）	116	79	73	228	308	377
%销售收入	*20.7%*	*15.7%*	*15.6%*	*15.4%*	*14.8%*	*15.0%*
财务费用	4	5	6	2	7	9
%销售收入	*-0.7%*	*-1.1%*	*-1.3%*	*-0.1%*	*-0.4%*	*-0.3%*
资产减值损失	-4	-2	-3	-3	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	117	83	76	227	313	382
营业利润率	*20.8%*	*16.5%*	*16.3%*	*15.3%*	*15.1%*	*15.3%*
营业外收支	31	4	6	5	5	5
税前利润	**147**	**87**	**82**	**232**	**318**	**387**
利润率	*26.3%*	*17.3%*	*17.5%*	*15.6%*	*15.3%*	*15.5%*
所得税	-45	-13	-12	-25	-31	-36
所得税率	*30.7%*	*15.2%*	*14.9%*	*10.9%*	*9.9%*	*9.3%*
净利润	102	74	70	207	286	351
少数股东损益	0	0	2	60	15	18
归属于母公司的净利润	**102**	**74**	**68**	**147**	**272**	**333**
净利率	*18.2%*	*14.6%*	*14.5%*	*9.9%*	*13.1%*	*13.3%*

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	102	74	70	207	286	351
少数股东损益	0	0	2	60	15	18
非现金支出	22	32	33	32	32	32
非经营收益	-1	-1	-2	-5	-5	-5
营运资金变动	30	-14	-53	257	-173	-4
经营活动现金净流	**153**	**90**	**50**	**551**	**155**	**393**
资本开支	114	40	24	1,220	-5	-5
投资	0	0	-99	60	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-114**	**-40**	**-122**	**-1,160**	**5**	**5**
股权募资	0	2	5	1,516	0	0
债权募资	0	0	10	-12	0	0
其他	-45	-45	0	0	0	0
筹资活动现金净流	**-45**	**-43**	**15**	**1,504**	**0**	**0**
现金净流量	**-6**	**8**	**-57**	**895**	**160**	**398**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	223	206	161	996	1,141	1,521
应收款项	354	358	338	574	745	866
存货	60	63	80	75	80	82
其他流动资产	9	10	18	113	167	205
流动资产	646	637	596	1,759	2,134	2,674
%总资产	*64.7%*	*64.5%*	*57.2%*	*52.7%*	*57.9%*	*63.7%*
长期投资	0	0	99	38	38	38
固定资产	325	321	302	275	247	218
%总资产	*32.5%*	*32.6%*	*29.0%*	*8.2%*	*6.7%*	*5.2%*
无形资产	25	26	40	1,262	1,262	1,261
非流动资产	353	351	445	1,581	1,552	1,523
%总资产	*35.3%*	*35.5%*	*42.8%*	*47.3%*	*42.1%*	*36.3%*
资产总计	**999**	**988**	**1,041**	**3,340**	**3,686**	**4,197**
短期借款	0	2	12	0	0	0
应付款项	158	146	102	678	730	884
其他流动负债	38	7	6	14	19	23
流动负债	195	155	120	693	750	907
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	0	0	0	0	0
递延收益-非流动负债		6	7	10	13	16
负债	**204**	**162**	**126**	**703**	**762**	**922**
普通股股东权益	795	824	892	2,554	2,826	3,159
少数股东权益	0	2	23	83	98	116
负债股东权益合计	**999**	**988**	**1,041**	**3,340**	**3,686**	**4,197**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.681	0.245	0.228	0.369	0.685	0.839
每股净资产(元)	5.300	2.745	2.973	6.439	7.124	7.963
每股经营现金净流(元)	1.022	0.302	0.160	1.238	0.355	0.944
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.85%	8.93%	7.66%	5.74%	9.61%	10.54%
总资产收益率	10.23%	7.45%	6.56%	4.39%	7.37%	7.93%
投入资本收益率	14.11%	10.77%	9.33%	12.69%	15.92%	19.91%
增长率						
营业总收入增长率	1.45%	-10.44%	-6.49%	216.45%	39.65%	20.64%
EBIT增长率	25.06%	-32.05%	-7.34%	211.60%	34.92%	22.27%
净利润增长率	26.49%	-27.96%	-7.18%	114.53%	85.37%	22.56%
总资产增长率	11.66%	-1.11%	5.45%	220.72%	10.36%	13.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	151.6	183.3	192.4	87.7	93.3	87.9
存货周转天数	50.5	63.3	83.5	36.4	27.2	22.9
应付账款周转天数	79.9	89.8	83.0	96.2	107.0	134.4
固定资产周转天数	161.5	231.2	235.5	68.8	44.5	32.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.06%	-24.68%	-16.24%	-37.75%	-39.04%	-46.45%
EBIT利息保障倍数	-29.1	-14.7	-11.6	-142.0	-41.3	-44.0
资产负债率	20.40%	16.36%	12.14%	21.03%	20.68%	21.98%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。