

# 拟收购游戏研运公司，持续打造研、运、发一体的国际化平台

——宝通科技 2017 三季度报点评

季报点评

## ◆ 2017 年三季度业绩情况：

公司前三季度实现营业收入 11.71 亿元，同比增长 9.82%，归母净利润 1.61 亿元，同比增长 39.72%。第三季度实现营业收入 4.39 亿元，同比增长 19.16%，归母净利润 5376 万元，同比增长 41.41%。

## ◆ 《权力与荣耀》《最终幻想：觉醒》新爆款带动 Q3 季度业绩持续增长

公司 Q3 单季度实现营收 4.39 亿元，同比增加 19%，环比增加 17%，归母净利润 5376 万元，符合业绩预期。业绩持续增长主要系《最终幻想》、《权利与荣耀》、《火炬之光》、《天下》等重点游戏集中上线。其中韩国市场《权利与荣耀》上线后进入畅销榜前五，目前稳定在前十左右，经典 IP《最终幻想》凭借市场预热在印尼为主的东南亚市场稳居畅销榜前三。

## ◆ 后续头部级作品上线业绩可期，致力打造全球顶尖手游海外发行平台

公司 Q4 季度将在韩国市场上线《倩女幽魂》、《诛仙》头部级手游，为后续业绩增长提供有力保障。易幻网络深耕手游海外市场发行与运营数年，在手游本土化、发行和后续运营方面具有良好的口碑和先发优势。随着对欧洲和日本市场进一步的开拓，有望成为我国手游出海第一平台。

## ◆ 发行可转债收购游戏研运公司，实现研、发、运一体的全产业链布局

公司近期发布公告拟采用发行公司可转债的方式收购一家游戏研运公司，交易金额不超过 12.5 亿元。同时 Q3 季度继续增资国际化手游研发公司提塔利克和二次元手游研发企业朝露科技，进军手游细分市场并补足自身研发能力。公司外延并购稳步推进，未来将继续将以手游发行和运营为核心，延伸游戏内容研发，形成全球化的产业链布局。

## ◆ 盈利预测与评级：

我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 2.67 亿元、3.14 亿元和 3.68 亿元。对应 PE 2017-2019 年分别为 26 倍、22 倍和 19 倍。考虑到公司在手游出海所拥有先发优势和游戏研运能力持续加强，具备持续盈利能力，未来有望成为集研运发一体的游戏大平台，维持“推荐”评级。

## ◆ 风险提示：游戏流水不及预期风险，手游本土化风险，汇率波动风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	470	1,465	1,709	2,027	2,417
增长率(%)	-6.5	211.7	16.7	18.6	19.2
净利润(百万元)	68.3	141	267	314	368
增长率(%)	-7.2	106.0	89.5	17.8	17.2
毛利率(%)	33.7	50.8	50.6	52.7	51.8
净利率(%)	14.5	9.6	15.6	15.5	15.2
ROE(%)	7.6	7.3	10.6	11.5	12.1
EPS(摊薄/元)	0.17	0.35	0.67	0.79	0.93
P/E(倍)	100.44	48.7	25.7	21.8	18.6
P/B(倍)	7.69	2.7	2.5	2.2	2.0

资料来源：新时代证券研究所

## 推荐 (维持评级)

### 分析师

贾明乐 (执业证书编号：S0280517060001)

021-68866291

jiamingle@xsdzq.cn

### 联系人

马笑

maxiao@xsdzq.cn

### 市场数据

时间 2017.11.01

收盘价(元)： 19.2

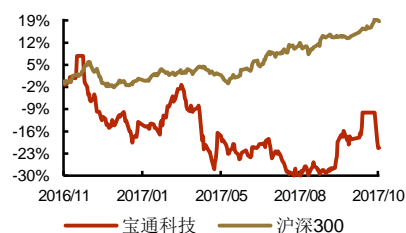
总股本(亿股)： 3.97

总市值(亿元)： 76.18

一年最低/最高(元)： 16.42/27.26

近 3 月换手率： 86.59%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.97	4.77	-41.07
绝对	-4.53	11.97	-20.97

### 相关研报

业绩稳中有进，推进手游发行运营全球化布局

2017-08-29

利用先发优势，持续打造国际化顶尖出海平台。2017 H1 公司以 5 亿元现金方式完成对易幻网络 24.16% 股权的收购，持有易幻网络的股权提升至 94.1644%。在国内手游竞争格局基本稳定，海外市场快速增长的背景下，手游出海成为当下趋势。易幻网络作为中国最早的手游出海发行商，有着多年海外市场发行与运营经验，在韩国、东南亚、港澳台等出海热门地区成功发行了多部作品，在手游本土化、发行战略和后续运营等方面有着强大的核心竞争力和先发优势。未来将进一步的扩大日本和欧洲市场，打造全球顶尖的海外游戏发行平台。公司 Q3 季度在韩国推出的手游《权利的荣耀》邀请了韩国知名女子组合 Apink 作为代言，另外在韩国当地电影院、地铁等地投放大量线下广告，增加曝光力度。线上和线下的全渠道推广使得游戏上线之后一度冲进畅销榜前五，精准发行营销策略帮助其成的打开了韩国市场，目前稳定在畅销榜前十五左右。

**图表1：易幻网络旗下热门游戏一览**

游戏名称	开发商	类型	发行地区	简介
权力与荣耀	祖龙娱乐	ARPG	韩国	以中世纪西方魔幻为题材，描述了六个不同国家之间的王权争夺
最终幻想：觉醒	Square Enix	ARPG	东南亚	刺激的动作体验和电影般的 CG 画面，带领你进入最后的幻想世界
天下 3D	网易游戏	MMORPG	港澳台	采用真 3D 极致画面，全场好莱坞电影级画面表现，全天候动态环境渲染
暗黑黎明	乐道互动	MMORPG	韩国	真正暗黑风格的 ARPG 游戏，在充满黑暗的架空大陆上开展一场奇幻冒险
六龙御天	祖龙娱乐	ARPG	韩国	千人国战手游。翼州、荆州、扬州、益州、幽州、豫州六国之间矛盾冲突
如果的世界	乐道互动	MMORPG	韩国、欧洲	动漫风格的回合制游戏，游戏采用卡通渲染，展现最极致的视觉效果
灵狐仙境	祖龙娱乐	ARPG	港澳台	端游级仙侠画面与唯美人设，自定义情缘社交恋爱，千人同屏 PK 盛景
剑侠情缘	西山居	MMORPG	东南亚、港澳台	经典武侠 RPG 游戏系列为基础，传承经典玩法，呈现恢宏壮阔的剑侠世界
龙之谷：无尽之战	Eyedentity	ARPG	港澳台	个性十足的日系风格战斗 RPG 手游，操作简易，依保留令人热血的战斗快感
梦幻诛仙	完美世界	MMORPG	港澳台	2D 回合大作，续写“诛仙”后 600 年，十大门派两大阵营之间所发生的故事
无限战争	网易游戏	RTS	东南亚	欧美魔幻画风、丰富的英雄养成系统、战斗玩法展现 RTS 的游戏乐趣
诛仙	完美世界	MMORPG	东南亚	沿用《诛仙》端游设计，让诛仙 IP 粉重温当年的情怀体验
御剑情缘 3D	祖龙娱乐	MMORPG	东南亚	首创 3D 全景御剑飞行，双飞定情缘，突破空间限制，实现凌空自由飞行
熹妃传	宝将科技	ARPG	东南亚	恋爱宫廷手游，突破传统网游单一剧情模式，独创男女主角发展不同剧情
倚天屠龙记	完美世界	MMORPG	东南亚	最具情怀的 3D 武侠动作手游，金庸正版独家授权，100% 还原原著
神途幻想	广州趣炫	MMORPG	东南亚	独创全民 vip 玩法，Q 萌画风、二段连招、滑动闪避，单手操作体验极致 pk
乱轰三国志	初见科技	ARPG	日本	卡牌 SLG 的三国题材手游，摒弃传统卡牌的枯燥刷图，带你畅游全新三国

资料来源：新时代证券研究所

增资提塔利克，补强国际化手游研发能力。2017Q3 子公司易幻网络向提塔利克增资 300 万元，取得提塔利克 3% 股权。提塔利克作为搜狐畅游原班人马创建的国际化手游研发公司。推出了《刀塔联盟》、《三国吧兄弟》两款优秀作品，其中《三国吧兄弟》全版月流水突破人民币 1700 万，覆盖国内、台湾、香港、韩国、日本、东南亚等国家和地区。本次对外投资有望补强易幻网络手游研发能力，手游研发能够于易幻网络的发行运营业务形成良好的协同效应。也符合公司以手游发行和运营为核心，延伸游戏内容研发，打通流量运营，打造产业链闭环的战略目标。

投资朝露科技，进军二次元手游研发。2017Q3 公司以自有资金 290 万元增资二次元游戏研发商朝露科技，增资完成后占总股本 10%。随着国内手游市场竞争格局稳定，细分市场逐渐成为未来手游市场的焦点。朝露科技作为国内优秀的二次元游戏研发运营团队，已经成功推出了《料理次元》和《薇薇安与骑士》两款游戏。其中《料理次元》在 AppStore 获得玩家满分五星好评，位列 TapTap 热门总榜前十。本次投资有望加强公司在手游的细分领域内的多样性，特别是二次元与泛二次元方面的游戏研发能力。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	596	1435	1543	2175	2468	<b>营业收入</b>	<b>470</b>	<b>1465</b>	<b>1709</b>	<b>2027</b>	<b>2417</b>
现金	161	441	601	954	1230	营业成本	311	720	844	959	1165
应收账款	245	403	353	544	525	营业税金及附加	4	2	8	6	9
其他应收款	11	12	15	17	22	营业费用	31	451	389	515	593
预付账款	13	66	27	83	48	管理费用	51	93	134	148	181
存货	<b>80</b>	<b>110</b>	<b>112</b>	<b>141</b>	<b>166</b>	财务费用	-6	-4	-10	-16	-26
其他流动资产	86	402	435	435	476	资产减值损失	3	6	8	9	11
<b>非流动资产</b>	445	1668	1655	1634	1648	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	63	0	-63	-126	-189	投资净收益	0	7	4	4	4
固定资产	294	289	343	399	473	<b>营业利润</b>	<b>76</b>	<b>204</b>	<b>340</b>	<b>409</b>	<b>489</b>
无形资产	25	25	24	23	22	营业外收入	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
其他非流动资产	<b>64</b>	<b>1353</b>	<b>1351</b>	<b>1338</b>	<b>1343</b>	营业外支出	1	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1041</b>	<b>3102</b>	<b>3198</b>	<b>3809</b>	<b>4116</b>	<b>利润总额</b>	<b>82</b>	<b>210</b>	<b>346</b>	<b>415</b>	<b>495</b>
<b>流动负债</b>	120	380	202	453	333	所得税	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>33</b>	<b>36</b>	<b>44</b>
短期借款	12	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>70</b>	<b>196</b>	<b>313</b>	<b>379</b>	<b>450</b>
应付账款	61	162	100	198	164	少数股东损益	<b>2</b>	<b>55</b>	<b>46</b>	<b>65</b>	<b>82</b>
其他流动负债	<b>46</b>	<b>217</b>	<b>102</b>	<b>255</b>	<b>170</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>68</b>	<b>141</b>	<b>267</b>	<b>314</b>	<b>368</b>
<b>非流动负债</b>	7	47	47	47	47	EBITDA	<b>108</b>	<b>315</b>	<b>397</b>	<b>483</b>	<b>543</b>
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.17	0.35	0.67	0.79	0.93
其他非流动负债	<b>7</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>						
<b>负债合计</b>	<b>126</b>	<b>426</b>	<b>249</b>	<b>500</b>	<b>380</b>						
少数股东权益	23	122	168	233	315	<b>主要财务比率</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	300	397	397	397	397	<b>成长能力</b>					
资本公积	235	1652	1652	1652	1652	营业收入(%)	(6.5)	211.7	16.7	18.6	19.2
留存收益	357	497	766	1083	1454	营业利润(%)	(7.7)	166.7	67.1	20.3	19.4
归属母公司股东权益	892	2554	2781	3076	3421	归属于母公司净利润(%)	(7.2)	106.0	89.5	17.8	17.2
<b>负债和股东权益</b>	<b>1041</b>	<b>3102</b>	<b>3198</b>	<b>3809</b>	<b>4116</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	33.7	50.8	50.6	52.7	51.8
						净利率(%)	14.5	9.6	15.6	15.5	15.2
						ROE(%)	7.6	7.3	10.6	11.5	12.1
						ROIC(%)	7.3	7.0	10.6	11.5	12.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	12.1	13.7	7.8	13.1	9.2
						净负债比率(%)	-16.2	(16.5)	(20.4)	(28.8)	-32.9
						流动比率	5.0	3.8	7.6	4.8	7.4
						速动比率	4.3	3.5	7.1	4.5	6.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.7	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	1.9	4.5	4.5	4.5	4.5
						应付账款周转率	4.4	6.4	6.4	6.4	6.4
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.17	0.35	0.67	0.79	0.93
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.16	0.61	1.06	0.92
						每股净资产(最新摊薄)	2.25	6.44	7.01	7.75	8.62
						<b>估值比率</b>					
						P/E	100.44	48.75	25.73	21.84	18.63
						P/B	7.69	2.69	2.47	2.23	2.01
						EV/EBITDA	62.36	20.7	16.2	12.7	10.9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**贾明乐**，复旦大学金融学硕士、厦门大学软件工程学士，传媒互联网行业四年研究经验。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b> 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>李佳璐 销售经理</b> 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b> 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>