

手游增长带动毛利上升，持续加强全球研运布局

买入（维持）

2018年08月29日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 肖文瀚

xiaowh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,580	2,008	2,407	2,747
同比（%）	7.9%	27.1%	19.9%	14.1%
归母净利润（百万元）	221	298	352	401
同比（%）	57.0%	34.6%	18.2%	13.9%
每股收益（元/股）	0.56	0.75	0.89	1.01
P/E（倍）	23.21	17.24	14.58	12.80

事件：公司发布 2018 年半年报，上半年实现营收 9.89 亿元，同比增长 32.55%，归母净利润 1.42 亿元，同比增长 33.3%，扣非归母净利润 1.4 亿元，同比增长 34.79%，符合此前预期。

投资要点

■ **业绩表现符合预期，韩版《三国 M》促营收高增长，将继续加强品类覆盖：**公司上半年实现营收 9.89 亿元，同比增长 32.55%；归母净利润 1.42 亿，同比增长 33.3%，基本符合预期。手机游戏运营业务收入为 6.55 亿，同比增长 37%，环比增长 26%，业绩增速创新高，主要是由于报告期内公司多款上线海外手游表现优异，其中韩版《三国志 M》上线 10 日流水超 2000 万人民币，至今仍稳居韩国 Google Play 游戏畅销榜 top5，贡献明显业绩增量。同时下半年预计将上线《三国群英传》新马版、《Ultimate Football Club 冠军球會》、《武林外传》、《万王之王》、《时之歌》等，将继续加大细分品类覆盖。

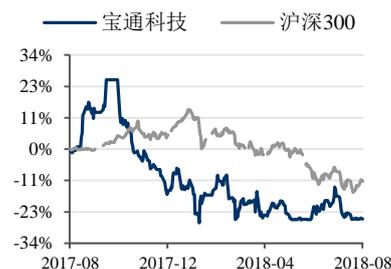
■ **手游增长带动毛利率上升，销售费用率受推广期影响有所上升：**公司二季度毛利率为 57.9%，季度环比上升 4.6pcpts。上半年整体销售费用 3.13 亿，同比增长 57.07%，主要是网络渠道费及新游推广费增加所致；管理费用 6104 万，同比增长 3.01%；财务费用 638 万，同比上升 301.35%，主要是由于本期受汇率波动影响，产生了 520 万的汇兑损失。上半年整体毛利率较去年同期上升 5.4pcpts，主要是由于营收结构逐步优化，手游运营业务收入占比进一步提升。

■ **巩固全球发行运营优势，布局全球优质研运团队：**公司通过布局产业链优秀企业进一步巩固自身移动网络游戏全球发行运营业务优势，投资了蓝滴信息、C4CAT，拓宽了易幻网络全球化游戏内容的供应渠道，投资了落鱼互动、HIHO，加大了拓展欧美市场的力度。预计公司将持续加大移动游戏产业链投资，加强内容研发的投入和增强流量运营能力。公司既日韩等区域取得突破后，有望在欧美等地区取得较大进展。

■ **盈利预测与投资评级：**公司上半年业绩表现符合预期，韩版《三国志 M》成海外游戏市场黑马，下半年多款储备产品的上线有望持续加强公司业绩。公司专注中国手游的出海发行，不断在全球各区域推出优质手游，有望打造 S 级产品的出海矩阵。同时公司在横纵两向上齐头并进，持续推进全球化研运一体战略。我们预计 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 0.75/0.89/1.01 元，对应当前股价 PE 为 17/15/13 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**新产品上线表现不及预期，现有产品流水下滑过快，汇率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.93
一年最低/最高价	11.92/22.00
市净率(倍)	2.14
流通 A 股市值(百万元)	3319.17

基础数据

每股净资产(元)	6.03
资产负债率(%)	27.08
总股本(百万股)	396.77
流通 A 股(百万股)	256.70

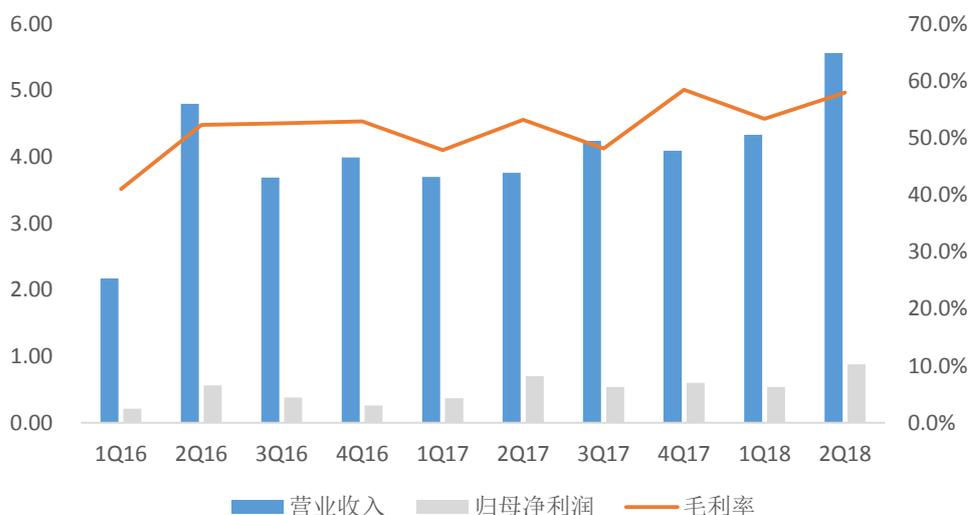
相关研究

- 1、《宝通科技 (300031)：核心高管完成增持，全球化布局成重要看点》2018-07-26
- 2、《宝通科技 (300031)：拟收购易幻剩余股权，打造产品出海矩阵》2018-06-24
- 3、《宝通科技：业绩符合预期，手游发行全球化战略稳步推进》2018-04-23

1. 业绩表现符合预期，韩版《三国 M》促营收高增长，将继续加强品类覆盖

公司上半年实现营收 9.89 亿元，同比增长 32.55%；归母净利润 1.42 亿，同比增长 33.3%；扣非归母净利润 1.4 亿元，同比增长 34.79%，基本符合预期。其中 2018 年 Q2 实现营收 5.56 亿，同比增长 48%，环比增长 28%，增速创 2017 年 Q2 以来新高；归母净利润 0.88 亿，同比增长 26%，环比增长 63%。

图 1：2016Q1-2018Q2 营收与归母净利润季度变化（单位：亿元）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

手机游戏运营业务为公司主要业务，2018 年上半年营收 6.55 亿，占比为 66.2%，同比增长 37%，环比增长 26%。手游运营业绩增速创新高，主要是由于报告期内公司在海外上线《豪门足球》、《食之契约》、韩版《三国志 M》、《战国 DRIVE》、《Hunter World》等手游，表现优异。其中韩版《三国志 M》上线 10 日流水超 2000 万人民币，至今仍稳居韩国 Google Play 游戏畅销榜 top5，显著贡献公司业绩。

同时公司于 6 月上线《Samkok Z》（印尼版三国志）、7 月上线《真三国-霸王之业》（新马版三国志），两款手游均表现优异。作为具有长生命周期的 SLG 游戏，预期《三国志》系列将持续为公司贡献业绩。下半年预计将上线《三国群英传》新马版、《Ultimate Football Club 冠军球會》、《武林外传》、《万王之王》、《时之歌》等，将继续加大细分品类覆盖。

图 2：2016-2018H1 手机游戏运营业务半年度收入（单位：亿元）



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 3: 韩版《三国志 M》ios 畅销榜近期表现



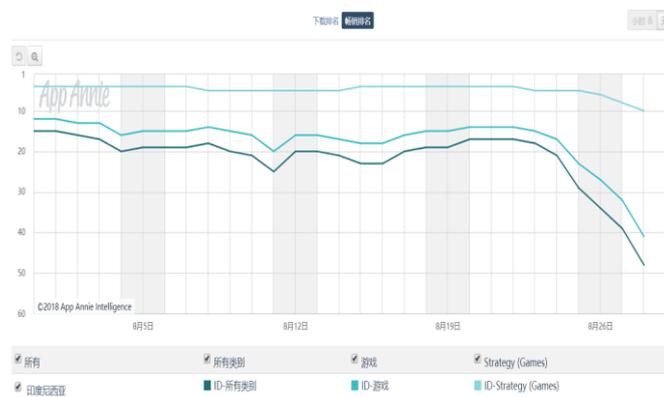
数据来源: AppAnnie, 东吴证券研究所

图 4: 印尼版《三国志 M》ios 畅销榜近期表现



数据来源: AppAnnie, 东吴证券研究所

图 5: 印尼版《三国志 M》Google Play 畅销榜近期表现



数据来源: AppAnnie, 东吴证券研究所

图 6：新马版《三国志 M》ios 畅销榜近期表现



数据来源：AppAnnie，东吴证券研究所

图 7：新马版《三国志 M》Google Play 畅销榜近期表现



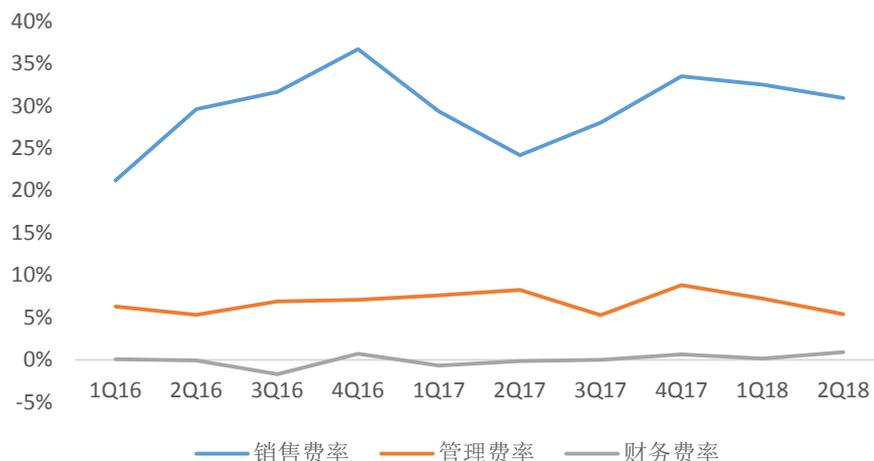
数据来源：AppAnnie，东吴证券研究所

2. 手游增长带动毛利率上升，销售费用率受推广期影响有所上升

公司二季度毛利率为 57.9%，季度环比上升 4.6pcpts；上半年销售费用 3.13 亿，同比增长 57.07%，主要是网络渠道费及新游推广费增加所致；2018 年 Q2 销售费用 1.72 亿，环比增长 22%，主要是由于二季度上线数 10 款新游导致推广费用有所增加；上半年管理费用 6104 万，同比增长 3.01%；财务费用 638 万，同比上升 301.35%，主要是由于本期受汇率波动影响，产生了 520 万的汇兑损失。销售费率略有下降是由于销售费用环比增速不及营收环比增速。

上半年整体毛利率较去年同期上升 5.4pcpts，主要是由于营收结构逐步优化，高毛利率的手游运营业务收入占比由 2017 年的 63% 上升至 2018 年上半年的 66.2%，而低毛利率的输送带制造及维护业务占比下降至 33.8%。

图 8：2016Q1-2018Q2 季度期间费用率变化（季度营收占比）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3. 巩固全球发行运营优势，布局全球优质研运团队

公司旗下全资子公司易幻网络专注于手游出海业务，致力于推动中国手游的出海发行，是国内优质的手游海外发行商，在 App Annie 发布的 2018 年上半年中国 APP 发行商出海收入排行榜中，公司位列第 6。

公司通过布局产业链优秀企业进一步巩固自身移动网络游戏全球发行运营业务优势，投资了蓝滴信息、C4CAT，拓宽了易幻网络全球化游戏内容的供应渠道，投资了落鱼互动、HIHO，加大了拓展欧美市场的力度。预计公司将持续加大移动游戏产业链投资，加强内容研发的投入和增强流量运营能力。公司既日韩等区域取得突破后，有望在欧美等地区取得较大进展。

4. 投资建议

公司上半年业绩表现符合预期，韩版《三国志 M》成海外游戏市场黑马，下半年多款储备产品的上线有望持续加强公司业绩。公司专注中国手游的出海发行，不断在全球各区域推出优质手游，有望打造 S 级产品的出海矩阵。同时公司在横纵两向上齐头并进，持续推进全球化研运一体战略。我们预计 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 0.75/0.89/1.01 元，对应当前股价 PE 为 17/15/13 倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

新产品上线表现不及预期；

现有产品流水下滑过快；

汇率波动风险；

宝通科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,350	1,479	1,901	2,110	营业收入	1,580	2,008	2,407	2,747
现金	650	445	863	795	减:营业成本	758	946	1,125	1,260
应收账款	375	614	571	781	营业税金及附加	5	5	6	7
存货	162	178	227	226	营业费用	456	582	710	824
其他流动资产	162	242	240	308	管理费用	118	141	169	192
非流动资产	1,856	1,991	2,123	2,202	财务费用	-1	-3	-3	6
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	3	4	4	5
固定资产	266	426	550	624	加:投资净收益	4	4	4	4
在建工程	0	6	11	13	其他收益	-0	0	-0	-0
无形资产	28	28	28	28	营业利润	248	338	399	456
其他非流动资产	1,562	1,531	1,534	1,538	加:营业外净收支	0	3	2	2
资产总计	3,205	3,470	4,024	4,313	利润总额	248	341	401	458
流动负债	660	677	921	850	减:所得税费用	11	20	21	25
短期借款	20	20	20	20	少数股东损益	16	24	29	32
应付账款	213	255	302	322	归属母公司净利润	221	298	352	401
其他流动负债	427	402	599	508	EBIT	240	331	386	437
非流动负债	194	166	138	109	EBITDA	354	401	438	502
长期借款	150	122	94	65					
其他非流动负债	44	44	44	44	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	854	843	1,059	959	每股收益(元)	0.56	0.75	0.89	1.01
少数股东权益	64	88	117	149	每股净资产(元)	5.76	6.40	7.18	8.08
归属母公司股东权益	2,287	2,539	2,848	3,205	发行在外股份(百万股)	397	397	397	397
负债和股东权益	3,205	3,470	4,024	4,313	ROIC(%)	9.1%	11.3%	12.1%	12.3%
					ROE(%)	10.1%	12.2%	12.8%	12.9%
					毛利率(%)	52.0%	52.9%	53.3%	54.1%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	14.0%	14.8%	14.6%	14.6%
经营活动现金流	308	37	665	153	资产负债率(%)	26.7%	24.3%	26.3%	22.2%
投资活动现金流	106	-202	-180	-141	收入增长率(%)	7.9%	27.1%	19.9%	14.1%
筹资活动现金流	-209	-40	-67	-80	净利润增长率(%)	57.0%	34.6%	18.2%	13.9%
现金净增加额	193	-205	418	-68	P/E	23.21	17.24	14.58	12.80
折旧和摊销	114	70	51	65	P/B	2.24	2.02	1.80	1.60
资本开支	13	135	132	80	EV/EBITDA	13.45	12.45	10.45	9.25
营运资本变动	-35	-349	239	-348					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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>

