天风证券 TF SECURITIES

宝通科技（300031）

证券研究报告
2018 年 11 月 13 日

提醒关注《万王之王》、《我叫 MT4》等 S 级手游上线

前三季度业绩符合预期，毛利率进一步提高。18Q1-Q3 实现营业收入 15.47 亿元，同比增长 32.20%，归母净利润 2.22 亿元，同比增长 38.04%，扣非归母净利润（内生）2.19 亿元，同比增长 39.26%。易幻网络营收同比增长，海外出海成绩亮眼，其中《三国志 M》韩国市场表现最为突出，上线 10 日流水贡献近 0.2 亿，上线 7 个月保持 iOS 畅销榜 TOP30。公司 18Q1-Q3 整体毛利率 55.43%，同比上升 5.71pcts，净利率 15.66%，同比上升 0.87pcts，我们认为公司在 S 级/A 级头部产品的海外发行议价能力在增强，且国内政策压制导致出海成为内容商的强诉求，对海外发行商利好较为明显。

Q3 单季度表现亦符合预期，报告期内无 S 级产品上线，主要靠《三国志 M》等上半年上线游戏流水支撑，季度营收增长基本持平，预计 Q4 随头部游戏上线季度业绩更上一层楼。公司 18Q3 单季度实现营业收入 5.59 亿元，同比增长 31.58%，环比增长 0.54%，归母净利润 0.79 亿元，同比增长 47.45%，环比下降 11.24%；扣非归母净利润（内生）0.79 亿元，同比增长 48.02%，环比下降 9.20%。18Q3 单季度毛利率 54.60%，同比上升 8.03pcts，环比下降 3.23pcts；单季度净利率 14.76%，同比上升 1.24pcts，环比下降 3.35pcts。

新游戏上线推广导致销售费用增长，新增借款提高财务费用。费用率方面，18Q1-Q3 销售费用 4.85 亿元，同比增长 32.20%，主要系子公司易幻网络游戏推广费增加，18Q3 销售费用率 30.77%，同比上升 2.70pcts；18Q1-Q3 管理费用 0.76 亿元，同比增长 18.49%，18Q3 管理费用率 5.72%，同比增长 0.54pcts。18Q1-Q3 财务费用 0.12 亿元，同比增长 473.98%，主要系新增 1.15 亿银行借款贷款利息增加，18Q3 财务费用率 1.07%，同比增长 1.08pcts。

易幻网络游戏出海成绩稳定，Q3 上线的多款游戏东南亚发行排名靠前。7 月公司以 1.61 亿元对价收购易幻网络剩余 5.84%股权（整体估值 27.59 亿元），8 月 7 日交易完成后持有易幻网络 100%股权。报告期内《Tales of Erin》、《烈火如歌》、《三国群英传新马版》等游戏在泰国、印尼、新加坡等地上线，截至 10 月 25 日均列各国 iOS/Google Play 畅销榜 TOP100。18 年 7-9 月，易幻网络在“中国 APP 发行商出海收入榜”中位列 7/16/19 名，易幻网络 Q2 保持在第 5 位左右，Q3 由于无 S 级游戏上线及竞争对手海外游戏收入提升，排行相对下降，预计 Q4 排名将随 S 级游戏海外发行相应提升。

投资建议：三季报表现符合预期，已完成全年预测业绩 2.8 亿的 79%，且 18Q4 公司有《我叫 MT4》（11 月 9 日港澳台上线）、《万王之王》（11 月 8 日韩国上线）等高质量 S 级手游上线。该两款游戏国内表现亮眼，7 月《我叫 MT4》上线首月月流水破 10 亿，8 月《万王之王》上线 24 天仍居国内 iOS 畅销榜 TOP10，海外上线表现可期。我们维持前期盈利预测，预计公司 18-20 年净利润分别为 2.8/3.4/3.9 亿，同比增速 27%/20%/16%，当前市值 42.5 亿元，对应估值 16x/14x/12x，维持“买入”评级。

风险提示：游戏市场监管风险，公司产品上线或表现不及预期的风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,464.60	1,579.82	1,891.67	2,306.33	2,659.66
增长率(%)	211.74	7.87	19.74	21.92	15.32
EBITDA(百万元)	233.08	278.33	327.15	413.98	443.49
净利润(百万元)	140.73	221.01	281.21	337.21	389.66
增长率(%)	106.05	57.05	27.24	19.91	15.55
EPS(元/股)	0.35	0.56	0.71	0.85	0.98
市盈率(P/E)	32.37	20.61	16.20	13.51	11.69
市净率(P/B)	1.78	1.99	1.81	1.63	1.47
市销率(P/S)	3.11	2.88	2.41	1.97	1.71
EV/EBITDA	33.83	18.52	12.83	8.67	8.09

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.48 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	396.77
流通 A 股股本(百万股)	256.70
A 股总市值(百万元)	4,554.90
流通 A 股市值(百万元)	2,946.96
每股净资产(元)	5.64
资产负债率(%)	31.53
一年内最高/最低(元)	18.84/9.82

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com
冯翠婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

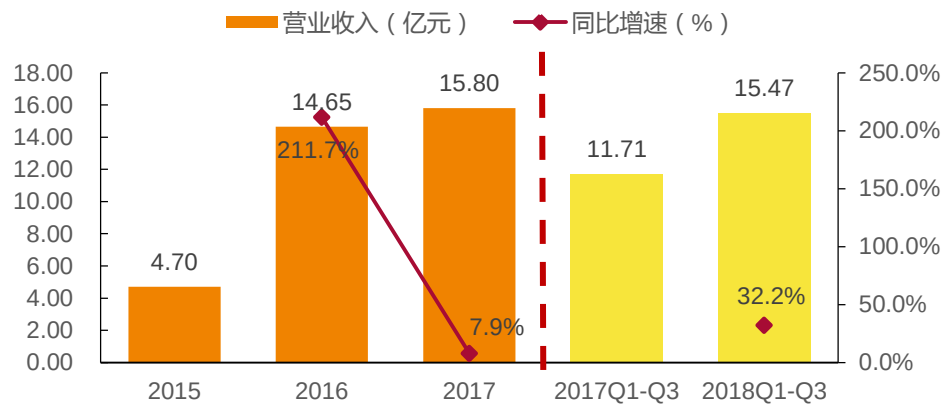
1 《宝通科技-公司点评:中报预告内生增长继续提速，易幻完全收购显信心》2018-06-28
2 《宝通科技-年报点评报告:18Q1 营收净利润明显提速，后续关注《三国群英传》及世界杯临近《足球》系列游戏表现》 2018-04-26
3 《宝通科技-季报点评:拟收购游戏公司深化研运一体化，Q4 游戏上线可期》2017-10-30

图表目录

图 1：宝通科技 2015-2018 年 1-9 月营业收入及增速 3
图 2：宝通科技 2015-2018 年 1-9 月归母净利润及增速 3
图 3：宝通科技 2015-2018 年 1-9 月扣非归母净利润及增速 3
图 4：宝通科技 2016-2018Q3 单季度营业收入及增速 4
图 5：宝通科技 2016-2018Q3 单季度归母净利润及增速 4
图 6：宝通科技 2016-2018Q3 单季度毛利率及净利率情况 4
图 7：《三国志 M》韩国 App Store 畅销榜排名情况 5
图 8：《我叫 MT4》国内 App Store 畅销榜排名情况 6
图 9：2018 年 5-9 月中国 APP 发行商出海收入排行榜 6

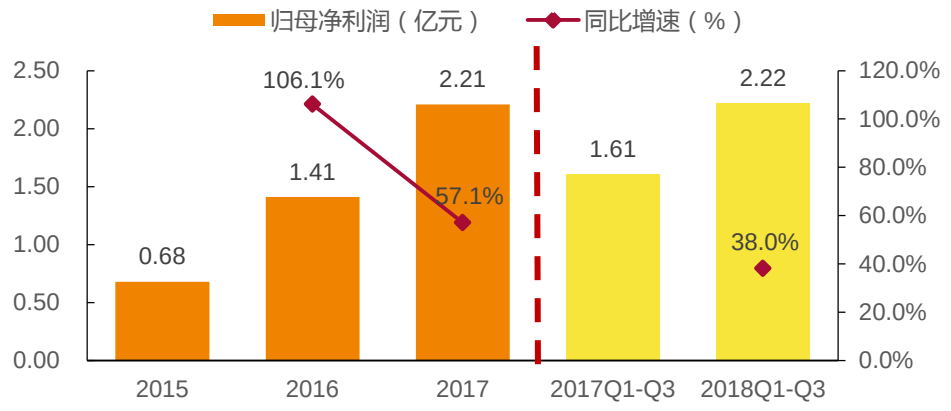
表 1：易幻网络 2018 年 10 月海外发行游戏排名情况 ..... **错误!未定义书签。**

图 1：宝通科技 2015-2018 年 1-9 月营业收入及增速



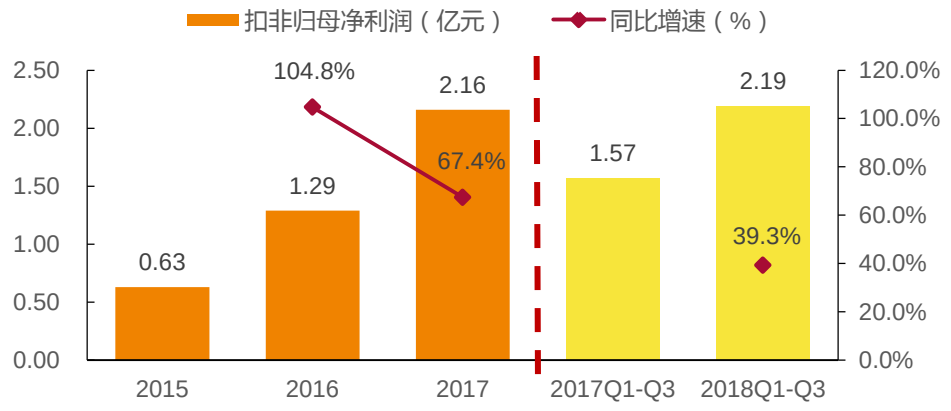
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：宝通科技 2015-2018 年 1-9 月归母净利润及增速



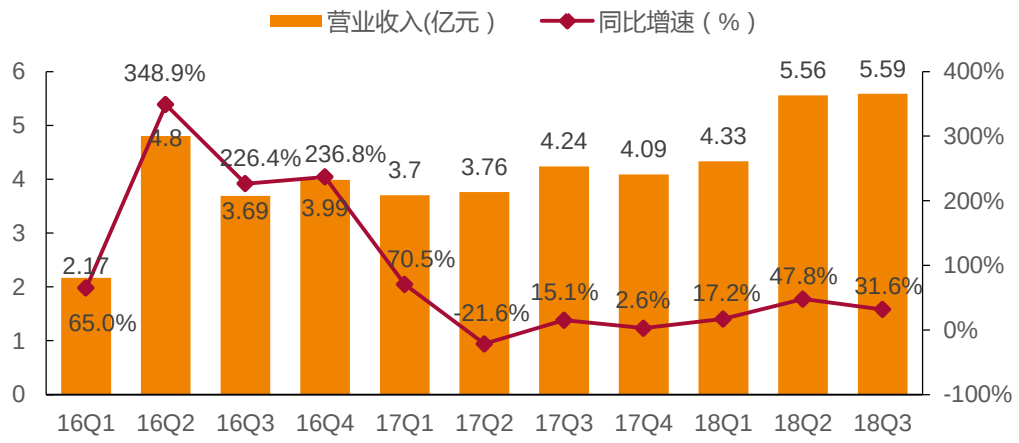
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：宝通科技 2015-2018 年 1-9 月扣非归母净利润及增速



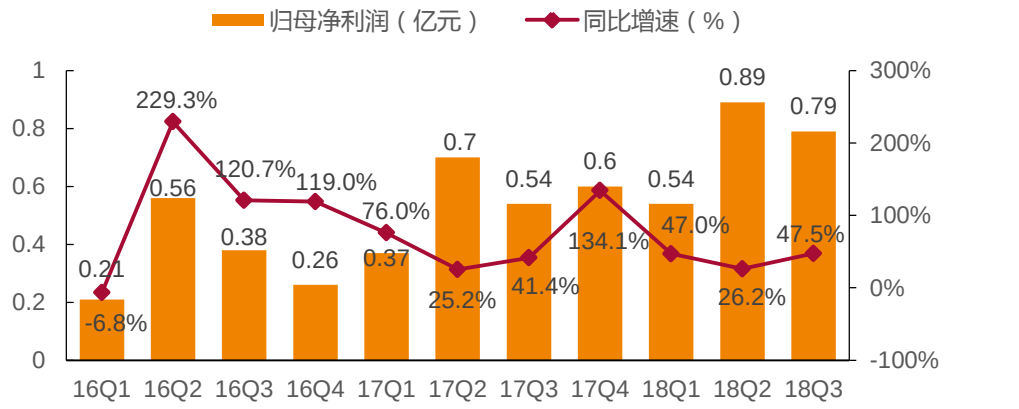
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：宝通科技 2016-2018Q3 单季度营业收入及增速



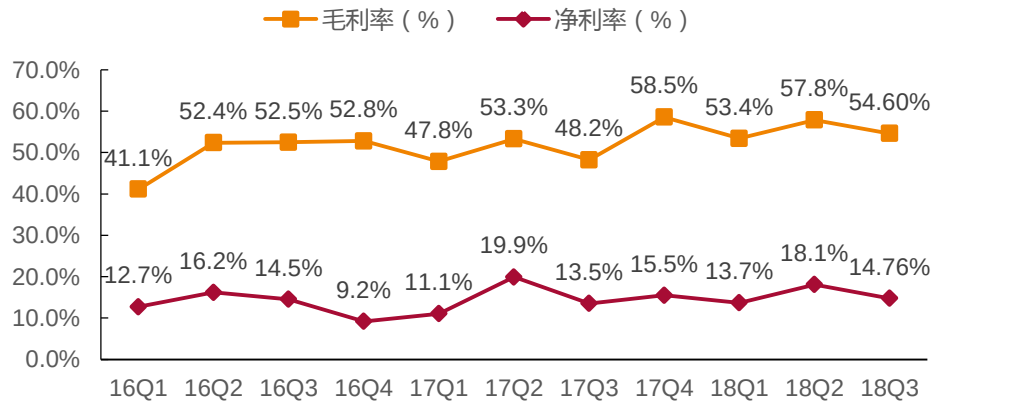
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：宝通科技 2016-2018Q3 单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：宝通科技 2016-2018Q3 单季度毛利率及净利率情况



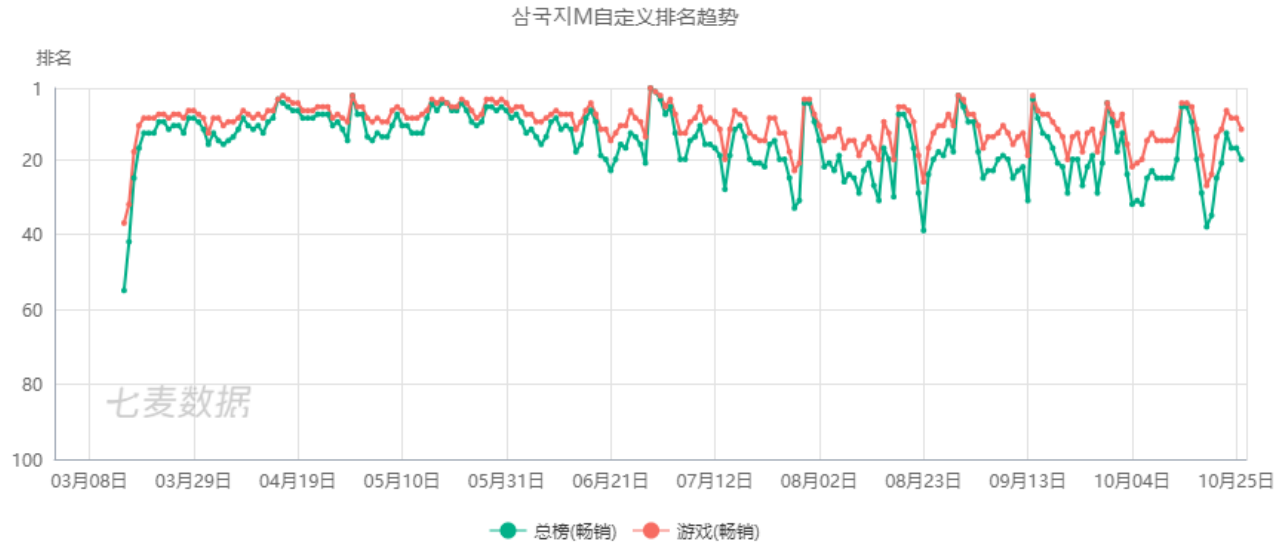
资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 1：易幻网络 2018 年 10 月海外发行游戏排名情况

区域	上线国家	游戏名称	上线时间	iOS 畅销榜排名	Google Play 畅销榜排名
日韩	韩国	三国志 M	iOS:2018.03 Google：2018.02	9	23
东南亚	印尼	三国 Z	2018.06	40	74
		最终幻想：觉醒	2017.08	98	55
		Tales of Erin	2018.08	100	
	马来西亚	烈火如歌	2018.09	32	11
		Rise of Dynasty: Three Kingdom	2018.07	103	53
		新射雕英雄传	2017.12	81	
		最终幻想：觉醒	2017.10		89
		剑侠情缘	2016.10	12	18
		射雕英雄传 3D	2016.12		88
	泰国	ตำนานแห่งวายุ	2018.10	27	16
		เจ้านายที่รัก	2018.07	36	97
	新加坡	Tales of Erin	2018.08	276	69
		烈火如歌	2018.09	149	67
		Rise of Dynasty: Three Kingdom	2018.07	47	35
		最终幻想：觉醒	2017.10	68	41
		剑侠情缘	2016.10	33	34
港澳台	香港	豪门足球	2018.02	52	52

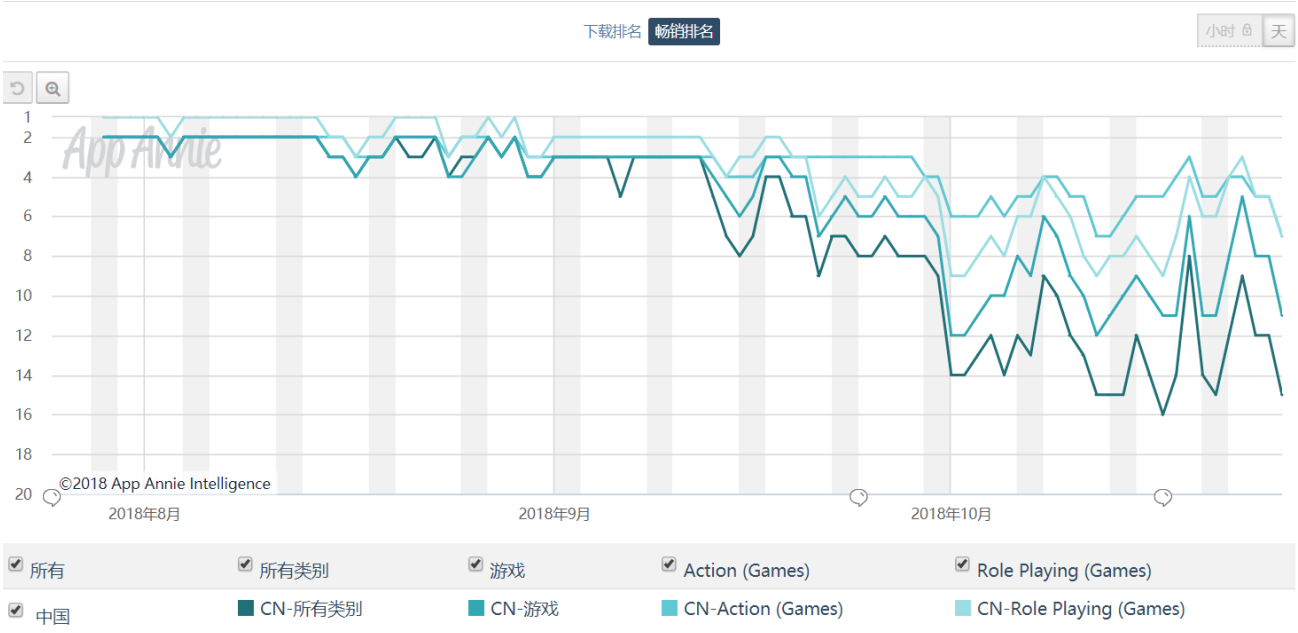
资料来源：App Annie、天风证券研究所；公司部分处于各排行榜 100 名以外的游戏未作列示

图 7：《三国志 M》韩国 App Store 畅销榜排名情况



资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 8：《我叫 MT4》国内 App Store 畅销榜排名情况



资料来源：App Annie、天风证券研究所

图 9：2018 年 5-9 月中国 APP 发行商出海收入排行榜

中国 App 发行商*出海**收入排行榜
iOS & Google Play 综合，2018 年 5 月

排名	公司
1	FunPlus
2	IGG
3	网易
4	智明星通
5	易幻网络
6	龙腾简合
7	腾讯
8	昆仑
9	乐元素
10	龙创悦动

中国 App 发行商*出海**收入排行榜
iOS & Google Play 综合，2018 年 6 月

排名	公司	排名变化
1	FunPlus	=
2	IGG	=
3	网易	=
4	智明星通	=
5	易幻网络	=
6	腾讯	▲1

中国 App 发行商*出海**收入排行榜
iOS & Google Play 综合，2018 年 7 月

排名	公司	排名变化
1	FunPlus	=
2	网易	▲1
3	IGG	▼1
4	智明星通	=
5	腾讯	▲1
6	龙创悦动	▲2
7	易幻网络	▼2
8	Game168	▲3
9	龙腾简合	▲3
10	Tap4Fun	=

中国 App 发行商*出海**收入排行榜
iOS & Google Play 综合，2018 年 8 月

排名	公司	排名变化
1	网易	▲1
2	FunPlus	▼1
3	IGG	=
4	智明星通	=
5	腾讯	=
6	龙创悦动	=
7	Game168	▲1
8	龙腾简合	▲1
9	创酷互动	▲5
10	散爆网络	▲41
11	Tap4Fun	▼1
12	卓杭网络	▼1
13	百度	▲28
14	心动网络	▲12
15	游族	▲4
16	易幻网络	▼9

中国 App 发行商*出海**收入排行榜
iOS & Google Play 综合，2018 年 9 月

排名	公司	排名变化
1	FunPlus	▲1
2	网易	▼1
3	IGG	=
4	智明星通	=
5	Game168	▲2
6	腾讯	▼1
7	龙创悦动	▼1
8	创酷互动	▲1
9	龙腾简合	▼1
10	游族	▲5
11	卓杭网络	▲1
12	米哈游	▲10
13	沐瞳科技	▲5
14	百度	▼1
15	猎豹移动	▲4
16	散爆网络	▼6
17	神州泰岳	▲3
18	Tap4Fun	▼7
19	易幻网络	▼3
20	昆仑	▼3
21	37 互娱	=
22	莉莉丝游戏	▲5
23	英雄互娱	▲10

资料来源：App Annie、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	441.33	650.26	186.62	813.57	846.97
应收账款	415.58	395.99	523.67	597.57	719.87
预付账款	65.74	70.48	60.69	96.63	101.84
存货	110.39	162.44	119.96	218.74	197.14
其他	401.61	70.36	277.20	268.56	254.38
流动资产合计	**1,434.65**	**1,349.53**	**1,168.15**	**1,995.07**	**2,120.19**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	289.03	265.57	251.11	236.66	222.21
在建工程	4.12	0.00	8.00	16.00	24.00
无形资产	25.13	28.07	27.28	26.48	25.68
其他	1,349.29	1,562.14	1,479.03	1,479.03	1,480.49
非流动资产合计	**1,667.58**	**1,855.78**	**1,765.42**	**1,758.17**	**1,752.38**
资产总计	**3,102.23**	**3,205.31**	**2,933.57**	**3,753.24**	**3,872.57**
短期借款	0.00	20.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	332.00	549.24	225.58	703.69	511.34
其他	47.65	91.10	56.32	106.46	81.82
流动负债合计	**379.65**	**660.34**	**281.90**	**810.15**	**593.16**
长期借款	0.00	150.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	46.63	44.07	45.35	45.35	44.93
非流动负债合计	**46.63**	**194.07**	**45.35**	**45.35**	**44.93**
负债合计	**426.28**	**854.41**	**327.25**	**855.50**	**638.08**
少数股东权益	121.62	63.97	83.85	107.68	135.22
股本	396.77	396.77	396.77	396.77	396.77
资本公积	1,652.06	1,223.84	1,223.84	1,223.84	1,223.84
留存收益	2,149.45	1,902.55	2,125.70	2,393.29	2,702.50
其他	(1,643.95)	(1,236.23)	(1,223.84)	(1,223.84)	(1,223.84)
股东权益合计	**2,675.94**	**2,350.90**	**2,606.32**	**2,897.74**	**3,234.49**
负债和股东权益总	**3,102.23**	**3,205.31**	**2,933.57**	**3,753.24**	**3,872.57**

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	195.66	236.63	281.21	337.21	389.66
折旧摊销	118.39	114.09	15.25	15.25	15.25
财务费用	0.59	1.56	(3.00)	21.00	(8.34)
投资损失	(7.12)	(3.79)	(1.50)	(1.50)	(1.50)
营运资金变动	(390.29)	231.56	(539.44)	333.90	(319.97)
其它	229.11	(272.41)	36.74	29.45	18.17
经营活动现金流	**146.33**	**307.64**	**(210.75)**	**735.31**	**93.27**
资本支出	1,147.69	12.13	6.72	8.00	8.43
长期投资	(63.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,537.90)	93.41	(46.94)	(25.74)	3.81
投资活动现金流	**(453.21)**	**105.55**	**(40.22)**	**(17.74)**	**12.24**
债权融资	0.00	170.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1,525.43	(448.13)	15.40	(21.00)	8.34
其他	(947.70)	69.37	(228.06)	(69.62)	(80.45)
筹资活动现金流	**577.73**	**(208.76)**	**(212.66)**	**(90.62)**	**(72.11)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**270.85**	**204.42**	**(463.63)**	**626.95**	**33.40**

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**1,464.60**	**1,579.82**	**1,891.67**	**2,306.33**	**2,659.66**
营业成本	720.02	758.21	905.73	1,086.28	1,268.66
营业税金及附加	2.37	4.58	5.49	6.69	7.71
营业费用	451.37	455.56	542.91	657.30	758.00
管理费用	92.81	117.76	141.01	161.44	186.18
财务费用	(3.66)	(0.60)	(3.00)	21.00	(8.34)
资产减值损失	5.58	2.89	3.00	3.00	3.00
公允价值变动收益	0.49	(0.49)	16.86	5.62	(9.37)
投资净收益	7.12	3.79	1.50	1.50	1.50
其他	(15.22)	(9.79)	(36.72)	(14.24)	15.74
营业利润	**203.72**	**247.89**	**314.90**	**377.73**	**436.58**
营业外收入	6.66	0.42	0.63	0.63	0.63
营业外支出	0.22	0.33	0.01	0.01	0.01
利润总额	**210.15**	**247.97**	**315.52**	**378.35**	**437.20**
所得税	14.50	11.35	14.44	17.31	20.00
净利润	**195.66**	**236.63**	**301.08**	**361.04**	**417.20**
少数股东损益	54.93	15.62	19.88	23.83	27.54
归属于母公司净利润	**140.73**	**221.01**	**281.21**	**337.21**	**389.66**
每股收益（元）	0.35	0.56	0.71	0.85	0.98

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	211.74%	7.87%	19.74%	21.92%	15.32%
营业利润	166.72%	21.68%	27.03%	19.95%	15.58%
归属于母公司净利润	106.05%	57.05%	27.24%	19.91%	15.55%
获利能力					
毛利率	50.84%	52.01%	52.12%	52.90%	52.30%
净利率	9.61%	13.99%	14.87%	14.62%	14.65%
ROE	5.51%	9.66%	11.15%	12.09%	12.57%
ROIC	25.69%	11.37%	19.21%	17.58%	22.41%
偿债能力					
资产负债率	13.74%	26.66%	11.16%	22.79%	16.48%
净负债率	-1.74%	-0.64%	1.31%	4.85%	1.30%
流动比率	3.78	2.04	4.14	2.46	3.57
速动比率	3.49	1.80	3.72	2.19	3.24
营运能力					
应收账款周转率	4.36	3.89	4.11	4.11	4.04
存货周转率	15.42	11.58	13.40	13.62	12.79
总资产周转率	0.71	0.50	0.62	0.69	0.70
每股指标（元）					
每股收益	0.35	0.56	0.71	0.85	0.98
每股经营现金流	0.37	0.78	-0.53	1.85	0.24
每股净资产	6.44	5.76	6.36	7.03	7.81
估值比率					
市盈率	32.37	20.61	16.20	13.51	11.69
市净率	1.78	1.99	1.81	1.63	1.47
EV/EBITDA	33.83	18.52	12.83	8.67	8.09
EV/EBIT	39.41	21.11	13.46	9.00	8.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com