

平台属性凸显，全球研运一体值得期待

——宝通科技首次覆盖报告

增持|首次评级

报告要点:

● 海外手游运营+输送带制造与服务双主业驱动

宝通科技前身成立于2000年12月，原主业为现代工业散货物料智能输送与服务业务两个板块。2015年下半年公司开启战略转型，收购海外游戏发行龙头易幻网络。易幻网络成立于2012年，是国内最早出海的手游发行商之一。目前在全球发行超过17种语言、20个国家、400款游戏，在港澳台、韩国、东南亚地区具有核心竞争力，并逐渐辐射全球。

● 游戏出海大势所趋，贡献游戏行业重要增长级

中国手游厂商出海已成大势所趋，一方面国内游戏厂商在手游领域全球领先，推动大厂“主动”出海，寻求新的业绩增长机会；另一方面国内游戏市场人口红利渐失，监管趋严，推动厂商“被动”出海。在出海大趋势的浪潮下，不论是研发商还是海外发行商都将分享海外市场增长带来的行业红利。

● 易幻平台化属性凸显，业绩稳定增长，构建护城河

依赖早期的海外战略布局和先发优势，易幻网络在港澳台、东南亚、韩国等市场取得了龙头地位，其成功的发行经验也让易幻不论是在头部产品获取能力还是在和CP议价的能力上，不断提升，并形成正反馈。同时累计的发行资源、数据资源和用户资源，也在不断加宽加厚公司的发行护城河，确保公司在区域化发行上市份额和业绩的稳定增长。

● 全球化研运一体成为未来重要看点

公司通过投资+自建团队的方式，发力全球化研运一体，着力拓展欧美、日本等大市场，2019年是公司全球化研运一体拓展的关键之年，目前已经上线的《war and magic》处于稳定爬坡期，预计月流水过200万美金，2019年公司还将上线多款全球化产品，为公司业绩进一步增长奠定基础。

● 投资建议与盈利预测

我们预计2018-2020年，公司实现归母净利润2.76/3.57/4.42亿，对应EPS 0.70/0.90/1.12，PE 19x/15x/12x，考虑到游戏板块估值修复并参考同行业可比公司，我们给予公司2019年20倍估值，对应目标价18元，给予“增持”评级。

● 风险提示

新产品上线表现不及预期，老产品流水快速下滑

当前价/目标价：13.99元/18.00元

目标期限：12个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：15.85 / 10.4

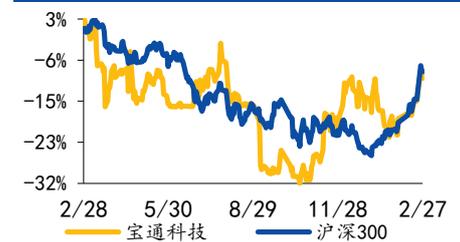
A股流通股(百万股)：256.70

A股总股本(百万股)：396.77

流通市值(百万元)：3591.28

总市值(百万元)：5550.78

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1464.60	1579.82	2154.22	2656.34	3100.16
收入同比(%)	211.7	7.9	36.4	23.3	16.7
归母净利润(百万元)	140.73	221.01	276.21	357.30	442.49
归母净利润同比(%)	106.0	57.0	25.0	29.4	23.8
ROE(%)	5.5	9.7	10.7	12.2	13.1
每股收益(元)	0.35	0.56	0.70	0.90	1.12
市盈率(P/E)	59.43	26.66	18.95	14.65	11.83

资料来源：Wind, 国元证券研究所

目 录

1、公司介绍：双主业驱动，领先手游出海商	4
2、游戏业务贡献主要收入和利润，业绩稳健增长	6
3、游戏出海大势所趋，全球化成游戏行业发展第二增长级	10
3.1 美国市场：中国厂商在策略类游戏表现抢眼	13
3.2 日本市场：强消费、高壁垒	14
3.3 韩国市场：偏爱重度，易幻网络跻身前十	15
3.4 东南亚市场：潜力市场，中国厂商主导	16
4、公司业务：区域游戏发行龙头，布局全球研运一体	18
4.1 区域化发行：在韩国、东南亚、港澳台优势明显	18
4.2 投资+自建拓展全球研运一体	24
4.3 老产品利润释放，19年多款大作护航业绩	25
5、盈利预测	27
6、风险提示	27

图表目录

图 1：易幻网络历史沿革	4
图 2：宝通科技历史沿革	4
图 3：2014-2018 宝通科技营业收入及增速情况	6
图 4：2016-2018H1 公司业务营收结构	6
图 5：易幻网络营业收入及增速	6
图 6：2015-2018H1 输送带制造及服务业务营业收入情况	6
图 7：易幻网络 2015-2017 流水及收入情况（百万元）	7
图 8：易幻网络净利润及增速	7
图 9：2014-2018 宝通科技归母净利润及增速情况	7
图 10：2014-2018Q3 公司扣非归母净利润及增速情况	7
图 11：2014-2018Q3 公司销售毛利率与净利率情况	8
图 12：2015-2018H1 宝通科技业务毛利率情况	8
图 13：2014-2018Q3 公司三项费用情况	8
图 14：2018 年宝通科技商誉情况	9
图 15：全球游戏市场规模及增速	10
图 16：全球移动游戏市场规模及增速	10
图 17：全球游戏市场规模及增速	10
图 18：2008-2018 年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入	12
图 19：2018H1 美国畅销榜 Top200 中各类型手游分布	14
图 20：2018H1 日本畅销榜 Top100 中各类型手游分布	14
图 21：2018H1 韩国各品类收入占比	15
图 22：2018 年韩国国内收入 TOP10 厂	16

图 23: 2017 年东南亚主要国家游戏市场、手游市场规模及 2018 年手游市场 增速.....	16
图 24: 2017 年东南亚六国游戏用户付费额	17
图 25: 2018 年 Q1 东南亚六国 TOP200 畅销游戏国家分布	17
图 26: 宝通业务概况	18
图 27: 2015 年游戏业务 1-7 月营业收入分布情况.....	21
图 28: 2018 游戏业务营业收入分布情况	21
图 29: 《最终幻想: 觉醒》新加坡上线至今排名情况.....	21
图 30: 《三国志 M》韩国上线至今排名情况	22
图 31: 《万王之王》韩国上线至今排名情况	22
图 32: 《豪门足球风云》自上线至今在香港地区的排名情况.....	23
图 33: 《我叫 MT4》上线至今在港台地区排名情况	24
表 1: 公司股票质押情况.....	5
表 2: 2016-2018 年度易幻网络业绩承诺完成情况 (单位: 万元)	9
表 3: 2018 年全球主要国家地区的网民及游戏市场规模.....	11
表 4: 样本日各区域市场 iOS 游戏畅销榜 TOP100 中国手游数量 (单位: 个)	12
表 5: APP Annie 2018 中国发行商出海收入排名	13
表 6: APP Annie 2018 中国发行商出海收入排名	19
表 7 : 2013-2018 重点产品情况一览	19
表 7 : 2013-2018 重点产品情况一览 (续表)	20
表 8: 2018 年韩国国内收入 TOP10 厂商.....	23
表 9: 2017-2018 览通科技投资企业一栏.....	25
表 10: 2019Q1-Q3 部分重点产品进度.....	26

1、公司介绍：双主业驱动，领先手游出海商

宝通科技前身成立于2000年12月，原主业为现代工业散货物料智能输送与服务业务两个板块，主要产品涵盖各类高强力橡胶输送带，有耐热、耐高温、阻燃、节能环保、高强度及特种功能的钢丝绳芯输送带、织物芯输送带和特种结构输送带，广泛应用于矿产开采、钢材冶炼、建材水泥、港口码头、火力发电等行业。

2015年下半年公司开启战略转型，以发行股份及支付现金方式共计12.565亿元收购牛曼投资（蓝水生及其配偶刘冬梅各50%）所持易幻网络66.6758%股份，其中现金支付3.3亿元，发行股份支付对价9.2亿元，发行股份价格为13.71元/股，收购后合计持有易幻网络70%股权，2016年3月开始并表。2016年9月公司通过现金收购的方式，收购牛杜投资（蓝水生80%、杜潇潇20%股份）持有的易幻网络24.1644%股权，对价5亿元，2017年1月并表。目前公司持有易幻网络94.1644%股权。18年6月对易幻网络剩余5.8%少数股权进行收购，8月并表。

易幻网络成立于2012年，是国内最早出海的手游发行商之一。目前在全球发行超过17种语言、20个国家、400款游戏，在港澳台、韩国、东南亚地区具有核心竞争力，并逐渐辐射全球。

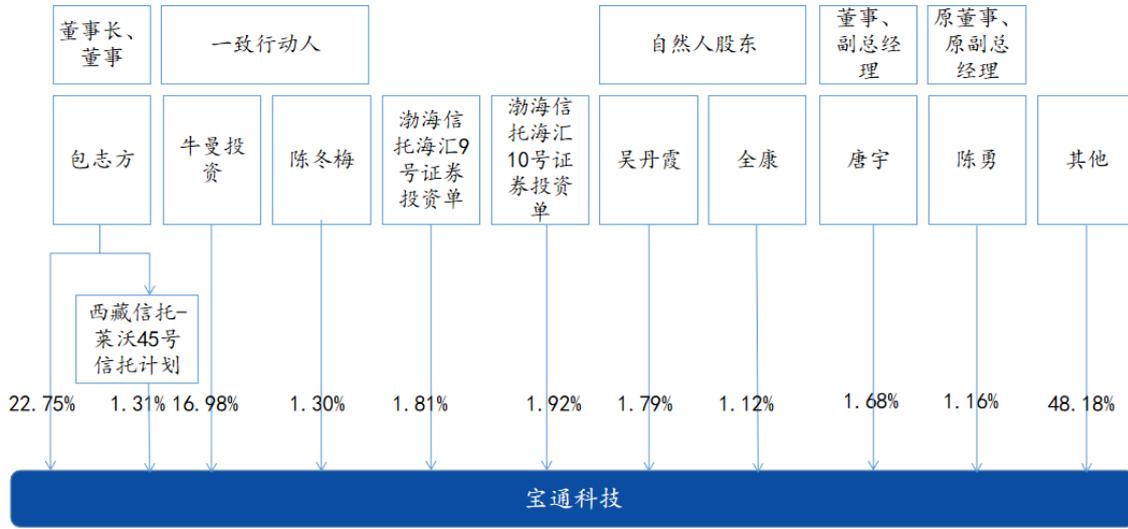
图1：易幻网络历史沿革



资料来源：易幻科技官网，国元证券研究中心

根据公司18年三季度报告，公司实际控制人为董事长包志方，持股比例为22.75%，加上其通过西藏信托计划间接持有的股份合计持有24.06%的股权。第二大股东牛曼投资（易幻网络董事长蓝水生及其配偶刘冬梅各50%），持股比例为16.98%，加上其一致行动人刘冬梅和蓝水生2018年合计增持的1.84%股份，持股比例为18.82%。

图 2：宝通科技历史沿革



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

质押方面，公司股权质押总量为 13019.53 万股，占公司总股本 32.81%。其中大股东包志方质押 6273.33 万股，占其持有股份 69.50%，牛曼投资质押 6737.00 万股，占其持有股份数 100%。

表 1：公司股票质押情况

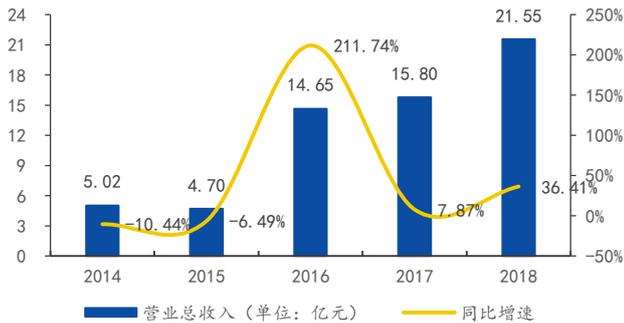
	未解压股权质押数量（万股）	占总股本（%）	占其持有的股份数（%）
包志方	6,273.33	15.81	69.50
牛曼投资	6,737.00	16.98	100.00
合计	13,010.33	32.79	82.54

数据来源：wind,国元证券研究中心

2、游戏业务贡献主要收入和利润，业绩稳健增长

2018年宝通科技实现营业收入21.55亿元，同比增长32.20%。收入结构上，2018年上半年，手机游戏运营业务贡献收入6.55亿，同比增长36.65%。占营业收入比重为66%，传统宝通的输送带制造及服务收入增长25.18%至3.34亿。两块业务收入方面均保持稳定增长。

图 3：2014-2018 宝通科技营业收入及增速情况



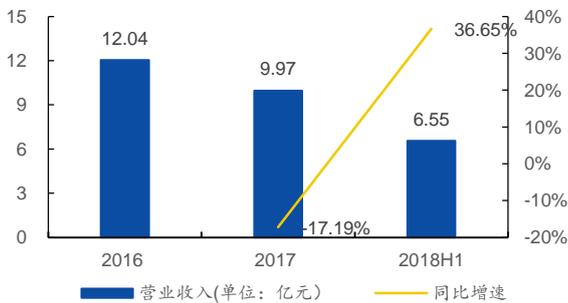
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 4：2016-2018H1 公司业务营收结构



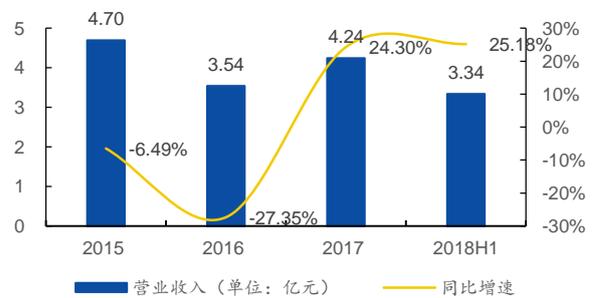
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 5：易幻网络营业收入及增速



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

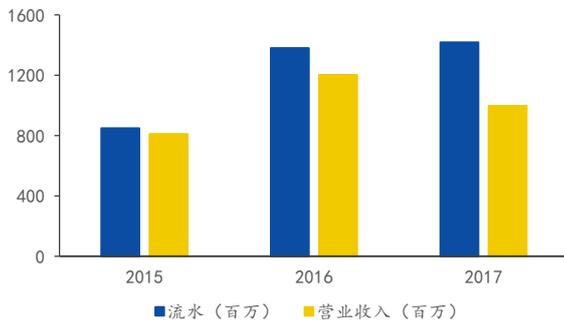
图 6：2015-2018H1 输送带制造及服务业务营业收入情况



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

单看易幻网络的收入情况，易幻网络的运营模式包括代理运营与授权运营两种。在代理运营模式下，易幻网络承担主要运营责任，按照总额法，基于用户生命周期确认收入，每期收入是根据本期渠道商流水金额+上期期末递延收益余额-本期期末递延收益余额体现在财务报表的。而在授权运营模式下，易幻网络不承担主要运营责任，而是按照净额法即联运商支付的分成款项确认营业收入。

图 7：易幻网络 2015-2017 流水及收入情况（百万元）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 8：易幻网络净利润及增速



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

利润方面，18 年公司实现归母净利润 2.77 亿，同比增长 25.11%。19 年第一季度受 18 年底新发 S 级游戏《万王之王》、《我叫 MT4》以及 2 月日本上线的《遗忘之境》优异表现影响，2019Q1 净利润增速将达到 50%-80%。

拆分来看，易幻网络 2018 年上半年贡献净利润 1.36 亿，利润贡献占比 85.33%，贡献主要利润。

图 9：2014-2018 宝通科技归母净利润及增速情况



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

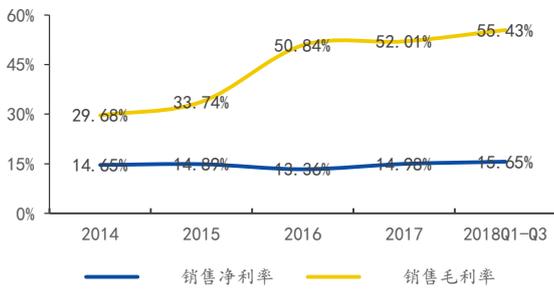
图 10：2014-2018Q3 公司扣非归母净利润及增速情况



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

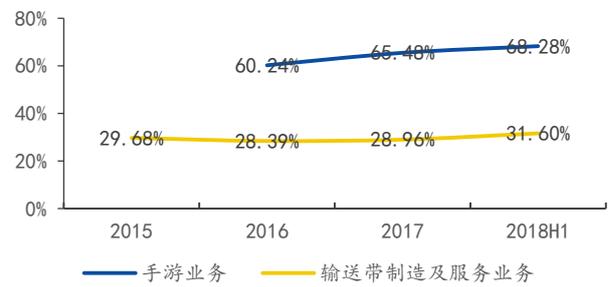
成本方面，手游业务的主营业务成本主要体现为支付给游戏开发商和 IDC 服务器的支出、授权金摊销、外包成本以及合作商等费用。随着国内游戏出海需求的提升，易幻对于上游议价能力也有所提升，目前易幻给上游 CP 主流的分成比例为全渠道流水的 15%-21%。而授权金则分年摊销，一般严格控制在营收的 5%左右。2018H1 手游业务毛利率提高 2.8PCT 至 68.28%。公司整体毛利率 2018 年 H1 较 2017 年提高 3.42PCT 至 55.43%，盈利能力持续提升。

图 11: 2014-2018Q3 公司销售毛利率与净利率情况



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 12: 2015-2018H1 宝通科技业务毛利率情况



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

期间费用保持稳定, 销售费用占比较大。销售费用主要包括渠道费用及推广游戏所需的广告营销及买量成本, 其中渠道费用比较固定, 代理运营模式下须支付给苹果、谷歌游戏流水的 30% 左右。管理费用率持续下降, 18 年前三季度的管理费用为 0.76 亿元, 管理费用率 4.93%; 财务费用 0.12 亿元, 占营收比例 0.78% 的小幅增长主要系公司新增贷款利息及汇兑损失所致。

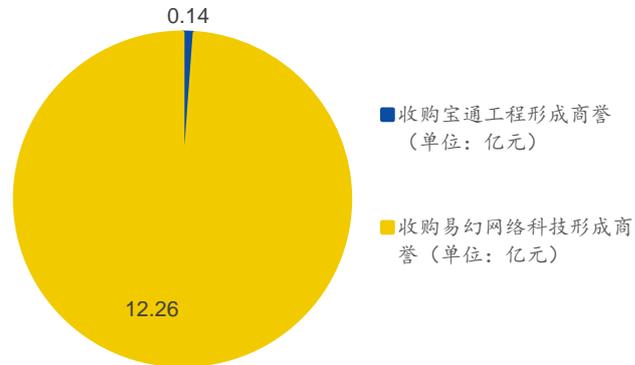
图 13: 2014-2018Q3 公司三项费用情况



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

商誉方面, 公司的商誉主要由收购易幻网络形成, 减值风险较小。易幻网络于 2016、2017 年度已超额完成业绩承诺所承诺的净利润; 2018 年为业绩对赌最后一年, 截至 2018H1 易幻网络已实现净利润 13637.56 万元, 同比增长 44.30%。

图 14：2018 年宝通科技商誉情况



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

表 2：2016-2018 年度易幻网络业绩承诺完成情况 (单位：万元)

考核期	承诺完成归母净利润	扣非归母净利润前后取低值计算的实现数	完成率
2016 年	15500	17305.09	111.65%
2017 年	20150	20304.13	100.76%
2018 年	26195	—	—

数据来源：wind, 国元证券研究中心

3、游戏出海大势所趋，全球化成游戏行业发展第二增长级

全球游戏市场 2018 年预计规模 1379 亿美金，同比增长 10.15%，2017 至 2021 复合增速 10.29%。其中移动游戏市场规模达到了 632.01 亿美金，同比增长 12.80%，预计 2017-2021 年复合增速为 12.97%。

图 15：全球游戏市场规模及增速



资料来源：Newzoo, 国元证券研究中心

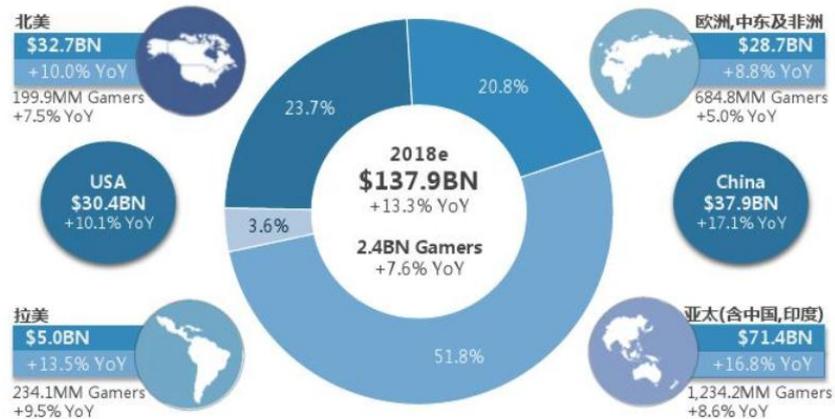
图 16：全球移动游戏市场规模及增速



资料来源：Newzoo, 伽马数据, 国元证券研究中心

分地区看，亚太市场贡献收入过半，2018 年规模为 718 亿美金，同时由于印度及东南亚市场的快速增长，亚太地区整体增速 16.8% 位列第一。规模第二的市场是北美市场，同比增速 10%，整体规模达到 327 亿美金。

图 17：全球游戏市场规模及增速



资料来源：Newzoo, 国元证券研究中心

中国是全球最大游戏国，整体规模达到 379.45 亿美金，其次是美国、日本、韩国、德国。而手游方面，中国也位列第一，市场规模达到了 194.4 亿美金，占全球比重 30.8%，第二名美国，总体市场约 112.7 亿美金，占比 17.8%，日本市场 110.6 亿美金，排名第三，占全球市场比重为 17.5%。付费额方面，日本的游戏人均付费额位居榜首，为 284 美金，其次是韩国、美国、英国和加拿大。而中国用户的人均付费额仅为 61 美金。

表 3：2018 年全球主要国家地区的网民及游戏市场规模

排名	国家/市场	游戏市场规模（百万美元）	玩家数(百万人)	ARPU（美金）
1	中国	37945	619.5	61.3
2	美国	30411	178.7	170.2
3	日本	19231	67.6	284.5
4	韩国	5647	28.9	195.4
5	德国	4687	44.3	105.8
6	英国	4453	37.3	119.4
7	法国	3131	32.8	95.5
8	加拿大	2303	21.2	108.6
9	西班牙	2032	24.6	82.6
10	意大利	2017	26.2	77.0
11	俄罗斯	1669	65.2	25.6
12	墨西哥	1606	55.8	28.8
13	巴西	1484	75.7	19.6
14	澳大利亚	1269	-	-
15	中国台湾	1268	-	-
16	印度	1169	-	-
17	印度尼西亚	1130	-	-
18	土耳其	878	-	-
19	沙特阿拉伯	761	-	-
20	泰国	692	-	-

资料来源：Newzoo、国元证券研究中心

中国作为世界最大的游戏国，游戏研发与发行实力世界领先，特别是在手游领域，奠定了中国游戏企业出海的基础。2018 年我国自主研发网络游戏海外实际销售收入 95.9 亿美金，同比增长 15.8%，略高于国内手游增速，游戏出海成为了中国游戏厂商收入增长的重要增长级。考虑到我国游戏出海主要以手游为主，若以此计算，我国自主研发网络游戏海外销售占全球除中国市场以外的比重达到 22%。中国游戏厂商已经成为全球游戏市场中最重要的力量，影响力不断增强，成为了文化输出最重要的品类。

图 18：2008-2018 年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入



资料来源：Newzoo, 国元证券研究中心

在中国游戏出海市场中，销售规模前十的国家和地区分别为美国、日本、韩国、中国台湾、德国、中国香港、英国、俄罗斯、沙特阿拉巴和法国。而按下载量排名，美国市场、印度市场、印尼、巴西、越南、泰国、俄罗斯、墨西哥和菲律宾位列前十。我们选取 2018 年 11 月-2019 年 2 月中的 6 个样本日，统计了美国、日本、韩国、新加坡、印尼、香港和台湾市场中，收入排名前 100 的游戏中国游戏数量。其中美国 TOP100 中中国游戏占有率约 13%，日本市场 11%，韩国市场 26%、新加坡市场 30%、印尼市场 25%、香港市场 26%、台湾市场 21%。中国游戏在韩国、东南亚、港澳台地区市占率较高。而在本国游戏较强，付费额较高的日本和美国市场也取得了不俗的成绩。

表 4：样本日各区域市场 iOS 游戏畅销榜 TOP100 中国手游数量 (单位：个)

国家	2018/11/30	2018/12/15	2018/12/31	2019/1/15	2019/1/31	2019/2/16
美国	14	13	12	14	14	13
日本	10	10	12	11	14	10
韩国	29	26	23	25	26	28
新加坡	32	23	31	32	33	27
印尼	23	24	24	27	26	25
香港	26	24	25	27	27	26
台湾	22	21	21	17	22	22

资料来源：App Annie、国元证券研究中心

公司层面,2018 年中国发行商出海收入排名情况,排名前十的分别是 Funplus、IGG、网易、智明星通、腾讯、龙创悦动、友塔游戏、龙腾简合、易幻网络和卓杭网络。其中大致分为三大类，一类是以研运一体的 SLG 产品为主厂商，如 Funplus/IGG/智明星通。第二是，国内巨头为代表的腾讯、网易，在 17、18 年加快了手游出海之路，多以旗下旗舰产品发行为主。第三类，是易幻网络为主的区域化头部发行商，以游戏代理为主，在部分区域构建了发行的核心优势和壁垒。而国内出海的第一波大的浪潮源于 SLG 手游厂商，SLG 是中国游戏中为数不多能够在全球市场都大获

成功的游戏类型，不管是在欧洲、北美还是亚洲，都有不俗表现。另一方面，SLG 类的产品需要巨额的营销推广投入，还面临这漫长的调校和爬坡期，对于小厂而言难度较大。但 SLG 产品一旦取得成功生命周期非常长，且玩家付费额高，持续贡献稳定利润。

表 5: APP Annie 2018 中国发行商出海收入排名

排名	企业名称	介绍
1	Funplus	研运一体，SLG 为主，美国为优势地区，主要产品《火枪纪元》《阿瓦隆之王》
2	IGG	研运一体，SLG 为主，主要产品《王国纪元》、《城堡争霸》
3	网易	国内大厂，日本东南亚地区表现出色，主要产品《荒野行动》
4	智明星通	研运一体，SLG 为主，主要产品《COK》《奇迹暖暖》
5	腾讯	国内大厂，主要发行旗下旗舰产品，主要产品《PUBG》、《王者荣耀》
6	龙创悦动	研运一体，主打末日题材 SLG，主要产品《末日争霸：丧尸之战》、《末日孤城》
7	友塔游戏	研运一体，SLG 为主，主要产品《黑道风云》
8	龙腾简合	主打 SLG 产品，聚焦中东地区，主要产品《苏丹的复仇》
9	易幻网络	区域化发行，发行产品较多，集中东南亚、韩国、港台
10	卓杭网络	差异化开发挂机类手游《放置奇兵》

数据来源：App Annie, 国元证券研究中心

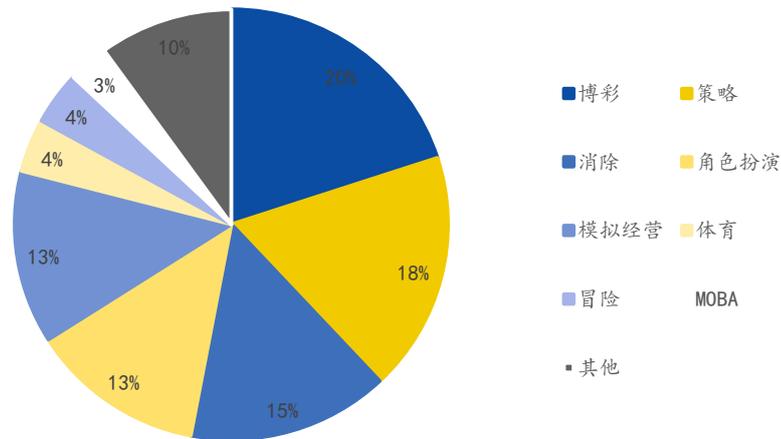
中国手游厂商出海已成大势所趋，一方面国内游戏厂商在手游领域全球领先，推动大厂“主动”出海，寻求新的业绩增长机会；另一方面国内游戏市场人口红利渐失，监管趋严，推动厂商“被动”出海。目前虽然出海头部产品中 SLG 依然是主流，但是整体看在题材和类型上，近年来也逐渐有了新的突破和创新，丰富度不断提升。在出海大趋势的浪潮下，不论是研发商还是海外发行商都将分享海外市场增长带来的行业红利。

3.1 美国市场：中国厂商在策略类游戏表现抢眼

2018 年美国是全球第二大游戏市场，拥有 1.787 亿玩家，在游戏上的支出为 304 亿美元，增速在 10% 左右。而美国市场手游规模为 112.7 亿美金，占美国游戏市场规模的 37%。

美国手游市场中，收入排名前三的主流品类分别是博彩、策略和消除类，分别占畅销榜 TOP200 手游的 20%、18% 和 15%。消除类《Candy Crush Saga》虽发行超过 6 年，仍力压《堡垒之夜》成为美国 18 年营收最高的游戏。

图 19: 2018H1 美国畅销榜 Top200 中各类型手游分布



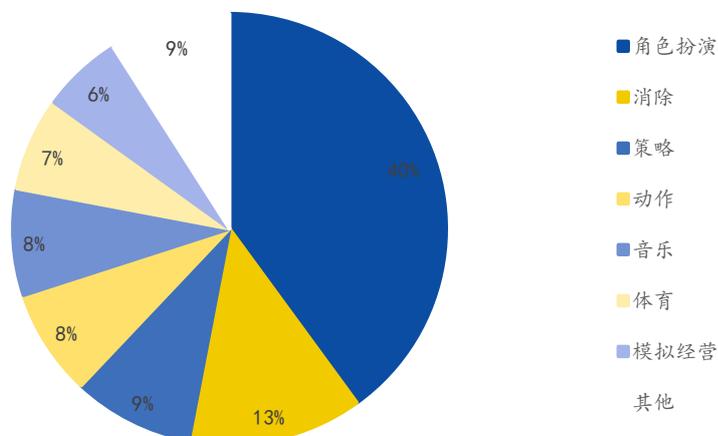
资料来源: APP Annie, Teebik, 国元证券研究中心

截至 18 上半年中国手游在美下载量同比增速为 54%，营收增涨 52%。中国厂商畅销榜 TOP100 市占率约为 13%。而从品类上看，中国厂商在策略类游戏中表现抢眼，具有代表性的作品的主要有火器时代、国王纪元、阿瓦隆之王、列王的纷争、战与秩序、放置奇兵、奇迹暖暖等。

3.2 日本市场：强消费、高壁垒

日本是全球第三大移动游戏市场，游戏市场规模 192.3 亿，其中手游规模达 110.6 亿美元，全球占比 17.5%，拥有 6800 万游戏玩家。另一方面日本玩家付费意愿强，ARPU 值为全球最高。但与此同时日本市场相对较为封闭，本土厂商实力较强，进入壁垒较高。我们以 2018 年上半年 TOP200 畅销榜单统计结果来看，日本畅销手游基本属于本土垄断性质，榜单 TOP200 中，近 80% 都是本土游戏。游戏类型上，角色扮演类主导市场，根据 Teebik 数据，2018 上半年日本手游畅销榜 TOP100 中的角色扮演游戏占比高达 40%，其中约 85% 来自本土。排名第二第三的类型分别是消除类和策略类，其中消除类也基本由本国厂商垄断。

图 20: 2018H1 日本畅销榜 Top100 中各类型手游分布



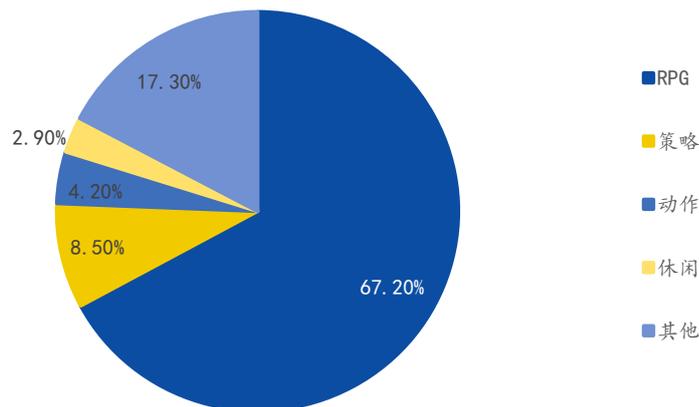
资料来源：APP Annie, Teebik, 国元证券研究中心

虽然整体看日本市场相对封闭，拥有较高的出海壁垒，但 18 年中国厂商在日本游戏出海中还是取得了不错的突破，占据日本除了本土厂商外最大的市场份额。据 App Annie 数据显示，国产手游 18 上半年营收同比增长 34%，下载量上涨 35%；其中网易的《荒野行动》进入了日本收入榜的第五名，成绩显著。在下载量排名中，网易的吃鸡类《荒野行动》斩获榜首、腾讯的《PUBG MOBILE》拿下第七，网易的非对称竞技类《第五人格》也取得第三的成绩，此外 SLG《黑道风云》、二次元《偶像梦幻祭》也获得不俗成绩。

3.3 韩国市场：偏爱重度，易幻网络跻身前十

2018 年韩国游戏市场规模 57.67 亿，其中移动游戏市场的规模达到 36.5 亿美元，同比增长 4.1%。韩国手游的头部效应显著，18 年收入 TOP10 的产品占到总收入的 49.2%，Top100 占据收入的 84.2%。其中第一名《天堂 M》占整个手游市场的 22% 的收入。类型上，重度游戏是韩国市场的主战场，玩家偏爱 RPG 产品，尤其是 MMORPG，该领域同样也是韩国本土公司优势所在。

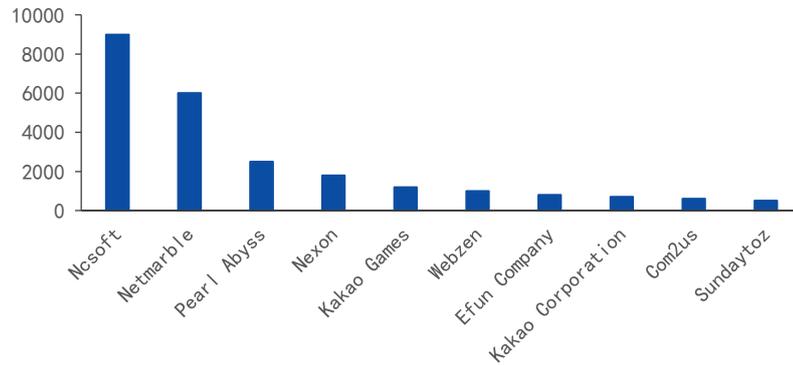
图 21：2018H1 韩国各品类收入占比



资料来源：Mobile Index, Gamelook, 国元证券研究中心

中国厂商游戏方面，韩国 TOP100 的游戏中，中国游戏占比达到了 26% 左右，成为了除本土以外最强的输出国。值得注意的是在韩国收入前十的厂商中，易幻网络凭借《三国志 M》和《万王之王》的优秀表现，成功跻身第 7 名，在韩国地区的年收入近 9000 万美元（1000 亿韩元）约占 2.4% 市场份额，成为唯一进入前十的外国厂商。

图 22：2018 年韩国国内收入 TOP10 厂

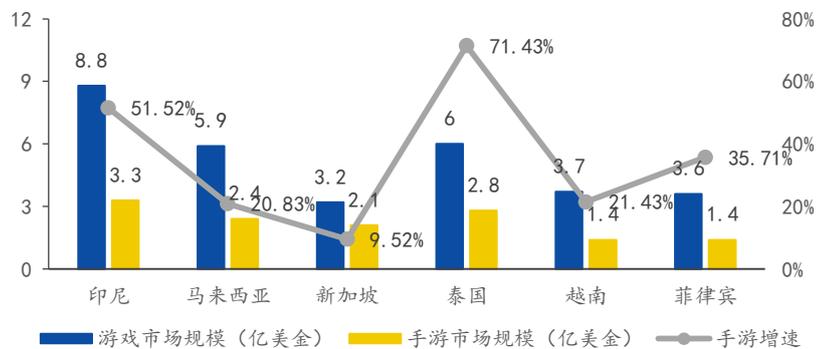


资料来源：Mobile Index, Gamelook, 国元证券研究中心

3.4 东南亚市场：潜力市场，中国厂商主导

东南亚市场主要包括印尼、马来西亚、新加坡、泰国、越南和菲律宾为首的六个国家。其中印尼市场规模最大，手游市场规模 3.3 亿。其次泰国和马来西亚。增速方面，根据 Newzoo 预测，2018 年手游增速最快的东南亚国家分别是泰国(71.43%)、印尼 (51.52%) 和菲律宾 (35.71%)。

图 23：2017 年东南亚主要国家游戏市场、手游市场规模及 2018 年手游市场增速

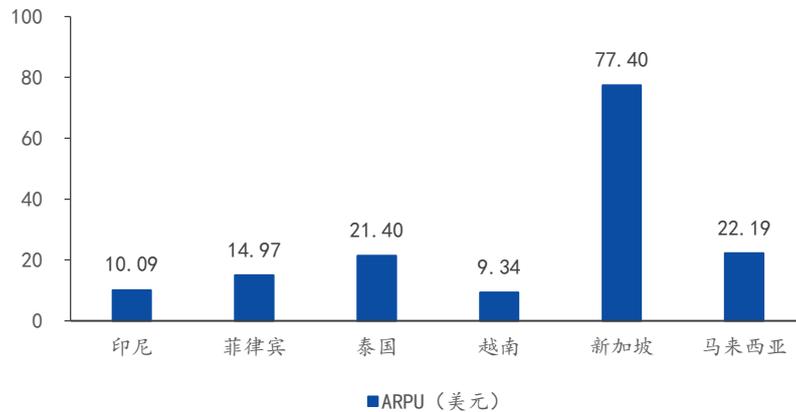


资料来源：Newzoo, 国元证券研究中心

注：其中 2018 同比手游增速为预测值

东南亚移动游戏用户多达 2.05 亿人，其中印度尼西亚玩家人数以及市场规模均为东南亚市场之首，为 4000 万。其次是越南(3000 万)、菲律宾(3000 万)、泰国(1700 万)、马来西亚(1300 万)、新加坡(270 万) ARPU 值上，东南亚国家除了新加坡外，其余地区 ARPU 值均偏低，付费额提升空间较大。

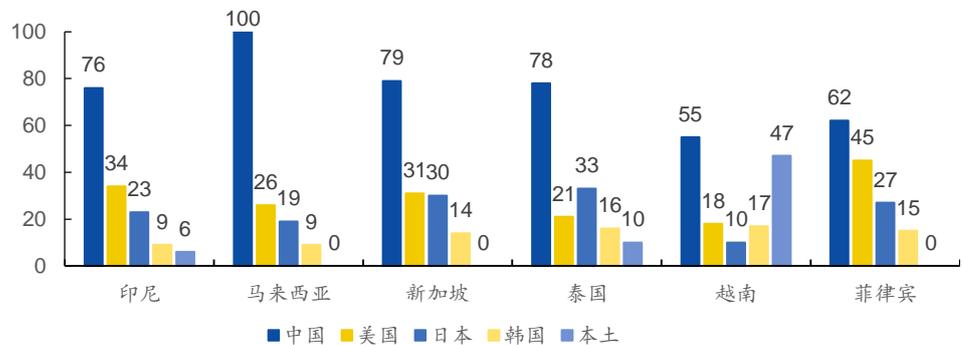
图 24：2017 年东南亚六国游戏用户付费额



资料来源：The ASEAN Post 2017，国元证券研究中心

东南亚市场除了越南外本土研发商实力较弱，中国游戏处于主导地位，2018 年中国出海手游在东南亚综合下载量及收入增速均超过 50%。其次日本、韩国和美国贡献较多市场份额。而从类型上看，角色扮演、策略类和博彩类保持领先地位，分别占比 30%、20%和 10%左右。中国厂商中，EFUN、智明星通、IGG、博雅、昆仑万维和网易等公司在东南亚发行游戏较多。在 2018 年收入排行榜中，沐瞳科技的《无尽对决》、IGG 的《王国纪元》和腾讯的《PUBG Mobile》分列收入榜的第 1/2/5 位。收入前十的游戏中，中国厂商占有六席，占尽优势地位。

图 25：2018 年 Q1 东南亚六国 TOP200 畅销游戏国家分布

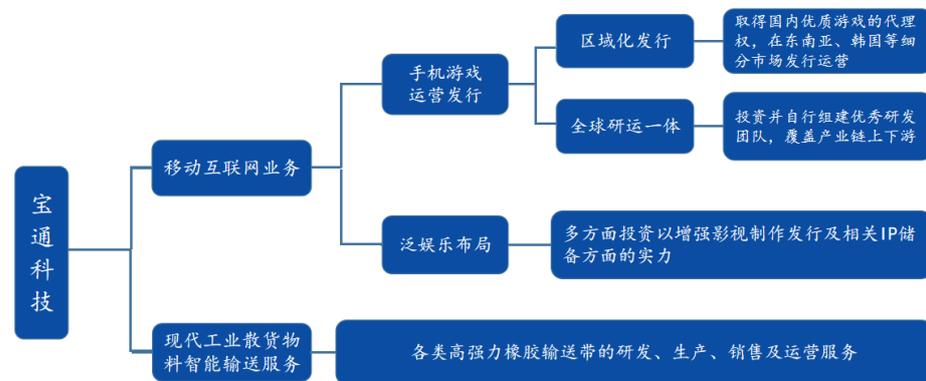


资料来源：APP Annie，Teebik，国元证券研究中心

4、公司业务：区域游戏发行龙头，布局全球研运一体

宝通科技目前继续围绕移动网络游戏发行及运营业务和现代输送服务业务两个业务共同发展，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，深耕海外市场，在以互联网流量为基础上强化现有在区域市场确立的手游发行和运营业务的已有优势，并进一步布局全球化研运一体的发展，有望从内容生成、产品运营到用户的经营形成完整闭环；另一方面，夯实现代输送服务业务市场，构建公司多元化可持续发展的企业生态系统，为公司的可持续发展打下了坚实的基础，形成移动网络游戏发行及运营业务和现代输送服务业务的双主业运营格局。

图 26：宝通业务概况



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

手游运营方面，主体易幻网络成立之初便定位于海外市场，通过代理运营国内优质产品逐步开拓海外版图，在全世界主要游戏市场中均积累了深厚的合作关系和运营经验，成为中国国内手游海外发行的首选合作伙伴，跻身国内手游出海发行 TOP10。游戏发行板块公司将围绕“区域化发行”+“全球研运一体”战略持续推进。

4.1 区域化发行：在韩国、东南亚、港澳台优势明显

区域化发行上，依赖早期的海外战略布局和先发优势，易幻网络在港澳台、东南亚、韩国等移动网络游戏市场奠定了优势，在上述细分市场成功发行上百款国内知名移动网络游戏作品，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、MOBA等，重点产品包括《权力与荣耀》、《最终幻想：觉醒》（《FINAL FANTASY AWAKENING》）、《剑侠情缘》、《诛仙》、《六龙御天》、《万王之王》、《我叫MT4》、《三国志 M》等。根据 App Annie 发布的 18 年中国发行商出海收入排名，易幻网络排名第九，并在区域化发行上则拔得头筹。

表 6：APP Annie 2018 中国发行商出海收入排名

排名	企业名称	排名	企业名称
1	Funplus	11	游族
2	IGG	12	Tap4Fun
3	网易	13	昆仑游戏
4	智明星通	14	沐瞳科技
5	腾讯	15	创酷互动
6	龙创悦动	16	三七互娱
7	友塔游戏	17	神州泰岳
8	龙腾简合	18	米哈游
9	易幻网络	19	猎豹游戏
10	卓杭网络	20	莉莉丝游戏

数据来源：App Annie, 国元证券研究中心

表 7：2013-2018 重点产品情况一览

年份	上线国家	游戏名称	上线时间	表现
2013	港澳台	乱世决	2013. 1	—
		神雕侠侣	2013. 12	在台湾地区稳居 iOS 畅销榜 TOP10 和 Google 畅销榜 Top20 长达六个月
		妖姬三国	2013. 11	在台湾 iOS 最高排名 2
	东南亚	妖姬三国	2014. 6	在马来西亚 iOS 最高排名 2, Google Play 最高排名 4
亚欧	幻想英雄	2013. 11	—	
2014	港澳台	坦克风云	2014. 4	在台湾地区 iOS 最高排名 2, Google Play 最高排名 8
		/巨炮连队		—
		战神黎明		—
	韩国	三国志 PK /一统天下	2014. 1	在韩国 iOS 最高排名 6, Google Play 最高排名 18
	东南亚	乱斗堂	2014. 6	—
		蜀山奇缘	2014. 9	在马来西亚 iOS 最高排名 2, Google Play 最高排名 6
龙珠 Q 传		2014. 9	—	
2015	港台	天龙八部 3D	2015. 1	在香港地区 iOS 最高排名 1
		六龙御天	2015. 10	在香港地区 iOS 最高排名 1, 在台湾 iOS 最高排名 1
	韩国	名将争霸/君临天下	2015. 3	连续数月 在 Google 畅销榜维持在 Top50 以内, iOS 平台也多次进入 TOP10
		笑傲江湖	2015. 8	—
	亚欧	天天炫舞	2015. 8	—
		三剑豪	2015. 11	—

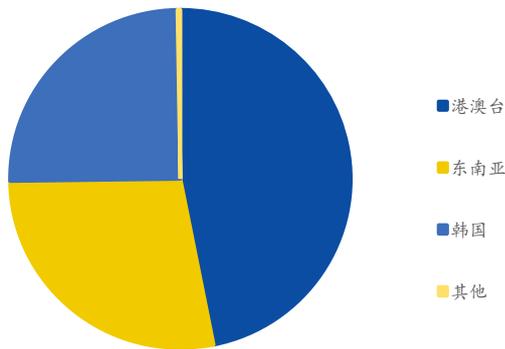
表 7 : 2013-2018 重点产品情况一览 (续表)

2016	港台	剑侠情缘	2016.9	在香港 iOS 最高排名 2, 在台湾 iOS 最高排名 3
	东南亚	魅姬 online	2016.4	—
		六龙御天-万人国战	2016.3	在新加坡 iOS 最高排名 10, 在马来西亚 iOS 最高排名 18
		剑侠情缘	2016.10	在新加坡 iOS 最高排名 2, 在马来西亚连续 6 个月蝉联 TOP3
2017	韩国	暗黑黎明 2	2017.2	在韩国 App Store 最高排名 57
	亚欧	War and Magic	2017.7	—
	新马	诛仙	2017.6	在新加坡 iOS 最高排名 1, 在马来西亚 iOS 最高排名 1
	新马	御剑情缘 3D	2017.2	在新加坡 iOS 最高排名 3, 在马来西亚 iOS 最高排名 1
		最终幻想: 觉醒 /Final Fantasy Awakening	2017.10	在新加坡 iOS 最高排名 1, 在马来西亚 iOS 最高排名 2
		新射雕英雄传	2017.12	在新加坡 iOS 最高排名 2, 在马来西亚 iOS 最高排名 1
		港澳台	GMM champion manager mobasaka	2018.2
食之契约	2018.3		在香港地区 iOS 最高排名 8, 在澳门地区 iOS 最高排名 2, 在台湾地区 iOS 最高排名 9	
我叫 MT4	2018.11		在香港地区 iOS 最高排名 6, 在澳门地区 iOS 最高排名 17, 在台湾地区 iOS 最高排名 7	
2018	东南亚	寻仙	2018.4	在新加坡 iOS 最高排名 41, 在马来西亚 iOS 最高排名 21
		九州天空城 /Novoland	2018.6	在新加坡 iOS 最高排名 21, 在马来西亚 iOS 最高排名 7
		烈火如歌	2018.9	在新加坡 iOS 最高排名 18, 在马来西亚 iOS 最高排名 7
		真三国一霸王之业	2018.8	在新加坡 iOS 最高排名 11, 在马来西亚 iOS 最高排名 10,
	韩国	倩女幽魂	2018.1	在韩国 iOS 最高排名 28
	三国志 M/삼국지 M	2018.2	在韩国 iOS 最高排名 1	
	万王之王/오쿠	2018.11	在韩国 iOS 最高排名 2	

资料来源: APP Annie, 七麦数据, 国元证券研究中心

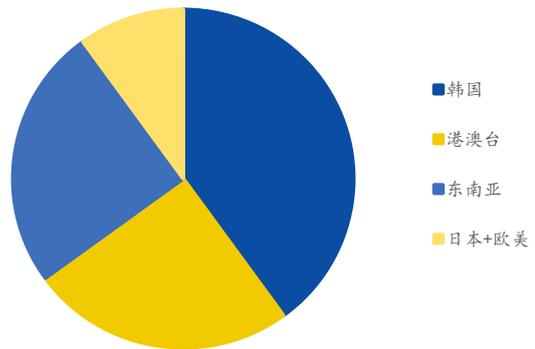
区域收入占比上, 18 年韩国地区收入占比约为 40%, 港澳台地区占比 20-25%, 东南亚占比 20-25%, 日本和欧美地区收入占比突破 10%。和 15 年结构相比, 公司在韩国、日本及欧美市场等高 ARPU 值地区, 取得了较大突破。

图 27：2015 年游戏业务 1-7 月营业收入分布情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

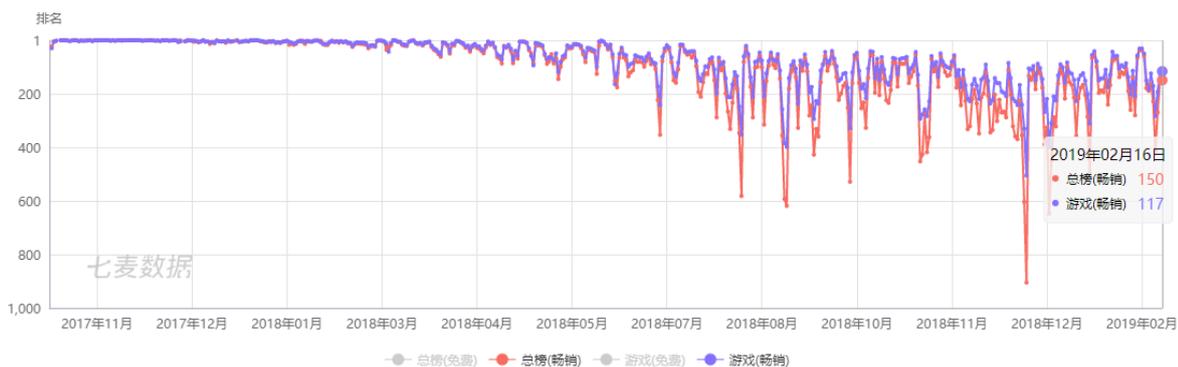
图 28：2018 游戏业务营业收入分布情况



资料来源：公司调研，国元证券研究中心

东南亚地区：宝通曾成功发行《六龙御天》、《剑侠情缘》、《御剑情缘 3D》等优质作品，17 年的 S 级产品《最终幻想：觉醒/Final Fantasy Awakening》则保持了上线三月稳居游戏畅销榜前十的记录，在同类产品中表现出强劲生命力。

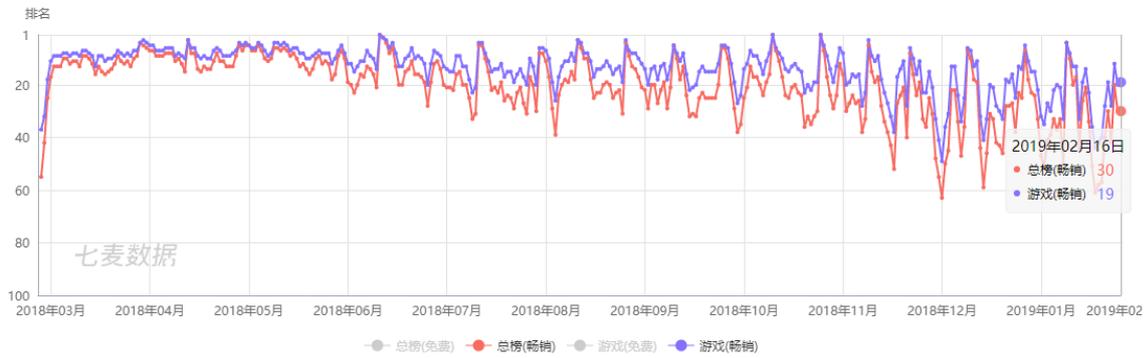
图 29：《最终幻想：觉醒》新加坡上线至今排名情况



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

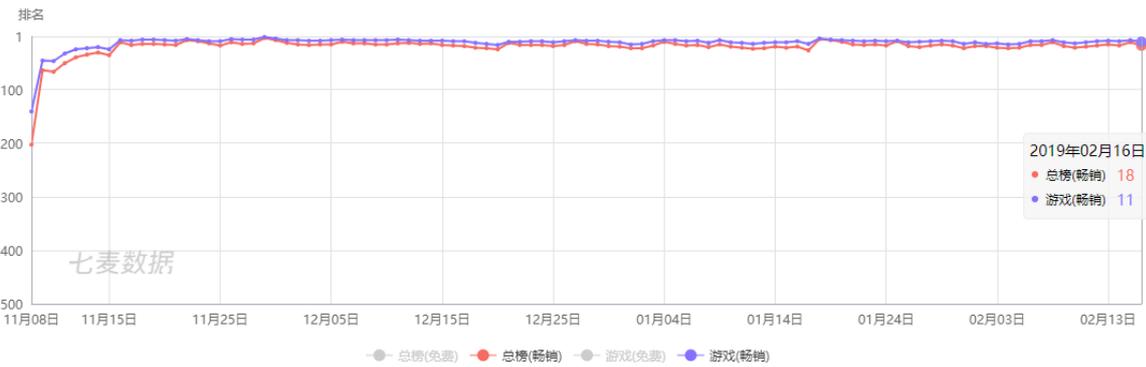
韩国地区：易幻于 18 年 3 月在韩国地区发布的 S 级作品《三国志 M》，单日流水破百万美金，上线 5 个月内持续稳居韩国谷歌畅销榜前五，上线 10 日流水破 2000 万，创下韩国 SLG 类游戏史上最好成绩。《三国志 M》的成功不仅在于游戏本身品质上乘、玩法新颖，还有赖于定位精准的线下营销，游戏选择韩国著名小说家作为代言人在目标用户群体中影响力广泛，成功引爆第一波流量，并且后劲十足，上线接近 1 年仍能取得 IOS 畅销游戏榜第 8 的好成绩。18 年 11 月上线的《万王之王》在 IOS 畅销榜的巅峰排名达到第 2，截至 19 年 2 月 1 日最新排名为第 11。根据 Mobile index 发布的 18 年韩国年度游戏报告数据，依靠这些优质产品带来的利润和影响力，易幻网络得以跻身韩国 2018 年手游收入 TOP10 发行商，并排名第七，以当地市场近 9000 万美元（约合 10000 亿韩元）的年收入成为榜单中唯一的中国游戏企业，约分走韩国手游市场 2.4% 的收入。

图 30: 《三国志 M》韩国上线至今排名情况



资料来源: 七麦数据, 国元证券研究中心

图 31: 《万王之王》韩国上线至今排名情况



资料来源: 七麦数据, 国元证券研究中心

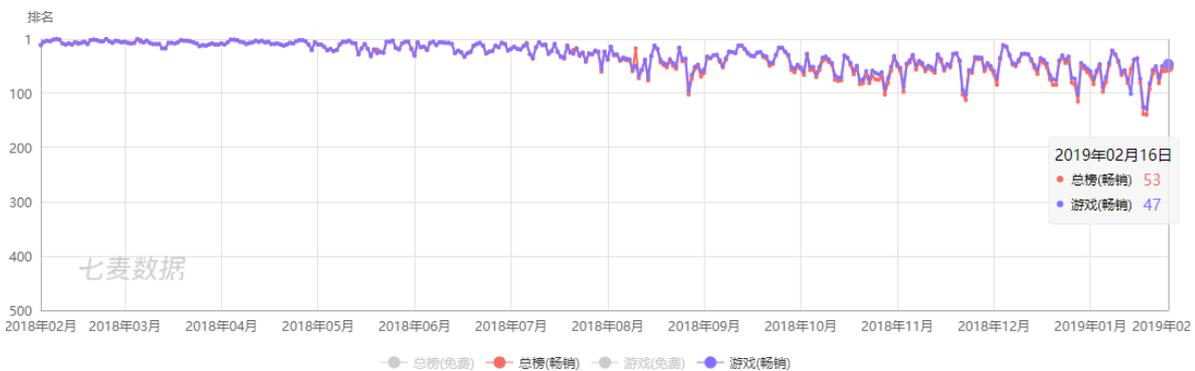
表 8：2018 年韩国国内收入 TOP10 厂商

排名	公司
1	NCSOFT
2	Netmarble
3	Pearl Abyss
4	Nexon
5	Kakao Games
6	Webzen
7	易幻网络
8	Kakao Corporation
9	Com2us
10	Sunday Toz

资料来源：Mobile index, 国元证券研究中心

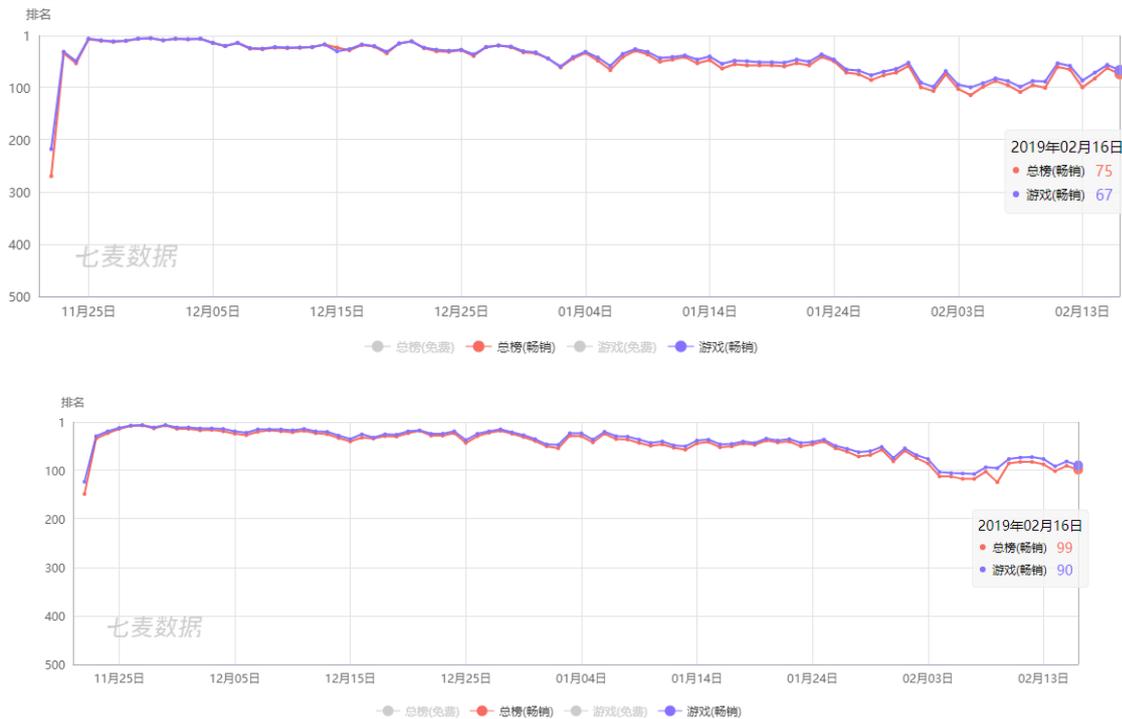
港澳台地区拥有文化与大陆接近的天然优势，易幻于 18 年 2 月上线港澳台的《豪门足球风云/CMM champion manager mobasaka》上线 1 月后在香港地区排名 IOS 畅销总榜第 1，在澳门地区也曾获得 Apple 游戏畅销榜首的佳绩。国内由腾讯代理的 S 级 IP 大作《我叫 MT4》于 18 年 11 月登陆港澳台地区，在香港地区的 iOS 畅销榜巅峰排名为第 6。

图 32：《豪门足球风云》自上线至今在香港地区的排名情况



资料来源：七麦数据, 国元证券研究中心

图 33:《我叫 MT4》上线至今在港台地区排名情况



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

发行方面，经过多年的发展，易幻已经奠定了其在区域发行领域的龙头地位，其成功的发行经验也让易幻不论是在头部产品获取能力还是在和 CP 议价的能力上，不断提升，并形成正反馈，同时累计的发行资源、数据资源和用户资源，也在不断加厚加宽公司的发行护城河，确保公司在区域化发行上市份额和业绩的稳定增长。

4.2 投资+自建拓展全球研运一体

全球研运一体方面，易幻通过投资+自建团队方式进行拓展。2017年8月易幻网络以自有资金投资提塔利克；同年9月，宝通科技又以自有资金完成了对朝露科技的投资，成功布局二次元游戏开发与运行；据公司制定的以“移动互联网”为载体的泛娱乐发展方向，宝通辰韬互联网产业并购基金还对中影年年进行了投资，增强公司在影视制作发行及相关 IP 储备领域内的实力。18年公司投资了蓝滴信息、C4CAT，拓宽了易幻网络全球化游戏内容的供应渠道；完成对落鱼互动、HIHO 的投资，加大了拓展欧美市场的力度。

表 9：2017-2018 览通科技投资企业一栏

时间	投资企业名称	公司类型	投资金额 (万元)	持股比例
2017 年 6 月	北京提塔利克科技有限公司	是一家集自主研发高新技术企业，专注于手机游戏的研发，拥有自主知识产权、成熟产品和研发团队，代表作有《仙剑奇侠传五》	300	3%
2017 年 9 月	杭州朝露科技有限公司	定位于国内二次元游戏开发与运营团队，团队目前已开发了《料理次元》、《薇薇安与骑士》两款作品	290	10%
2018 年 上半年	上海蓝滴信息技术有限公司	主要专注于 SLG 策略类游戏的研发和运营，代表作品《铁血文明》等，目前正对该款产品进行升级和美术更新	200	14.29%
	C4CAT ENTERTAINMENT LIMITED	是易幻网络的一家海外研发上，团队均为 90 后，公司作品有《Dynamix》、《Zold:out》等，其中易幻网络取得《Zold:out》海外地区的发行权，预计 2019 年 Q1 上线	—	—
	落鱼互动娱乐有限公司	定位于全球市场，代理产品有《Empire of Dominations: Risk War Game》、《口袋战争》等	—	—
	HIHO TECHNOLOGY CO., LIMITED	团队具有八年以上的全球手游发行经验，成员吸纳了来自昆仑万维、西山居、完美时空等国内游戏精英，在国内拥有较为丰富的合作资源，并有多款爆款产品海外上线经验，代表作品《奇迹 MU》、《剑侠情缘》等，曾与易幻网络在韩国联合发行《三国志 M》	—	—

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司组建新品牌“Goat Game”主攻全球化业务拓展，由易幻网络原 CEO 杜潇潇亲自负责。团队吸纳了曾在国内头部游戏公司任职的核心人员，目前研发和发行团队已经基本搭建完成。其全球发行产品《War and Magic》目前流水破 200 万美金，并在持续的攀升当中。19 年公司预计还会发行两款全球研运一体的产品上线。一方面将通过研运一体的方式产品深挖欧美日本市场，同时将寻求新的细分品类上的机会。我们认为全球研运一体将成为宝通下一步重要增长级，为公司贡献重要的业绩增量。

4.3 老产品利润释放，19 年多款大作护航业绩

2018 年 1-6 月易幻网络公司累计新增代理运营的游戏产品多达 17（分不同地区版本）款，其中港澳台 4 款、韩国 5 款、东南亚 5 款、其他地区 3 款。截止到 2018 年 6 月 30 日，易幻网络累计仍在线运营的游戏共 103（分不同地区版本）款，其中港澳台 15 款、韩国 19 款、东南亚 31 款、其他地区 38 款。整体看公司 S 级和 A 级产品呈现逐年增长趋势。易幻网络按连续 3 个月均流水将爆款游戏分为 A 级和 S 级，其中 A 级游戏：港台地区 80 万美元、韩国地区 80 万美元、

亚欧地区 30 万美元；S 级游戏：港台地区 150 万美元、韩国地区 150 万美元、亚欧地区 50 万美元。19 年产品方面，《我叫 MT4》、《万王之王》会进行新一轮推广，2 月在日本上线的《遗忘之境》表现不俗，是公司在日本市场取得了突破性的一步。同时公司会发行 2-3 款国内由腾讯独代的高星产品。预计全年 S 级产品数量超过 10 个。

表 10：2019Q1-Q3 部分重点产品进度

区域市场	时间	具体游戏
韩国	Q1	二次元养成《魔女兵器》，SLG《三国志 M》、ARPG《万王之王》重推
	Q2	新上一款 S 级的 SLG 手游
	Q2-Q3	S 级 MMO《龙族幻想》
东南亚	Q1	MMORPG《我叫 MT4》
	Q2	RPG《剑侠情缘 2》、S 级女性向
港澳台	Q2	二次元+RPG《时之歌》
	Q2-Q3	RPG《剑侠情缘 2》预计 Q2-Q3 上
日本	Q1	卡牌、《遗忘之境》
全球化	Q2	4 月份 SLG《Age of Civs》调试后重新推

资料来源：公司调研，国元证券研究中心

5、盈利预测

(1) 游戏板块：《三国志 M》、《万王之王》、《我叫 MT4》等 18 年老游戏贡献稳定利润。同时新增游戏 S 级数量在 10 款以上，并且每年保持一定水平的增长，头部游戏流水天花板逐步提升。2019 年全球发行开始逐步起量，贡献利润，日本、欧美市场流水占比提升。

(2) 输送带制作及服务：收入和利润保持稳定。

我们预计 2018-2020 年，公司实现归母净利润 2.76/3.57/4.42 亿，对应 EPS 0.70/0.90/1.12，PE 19x/15x/12x，考虑到游戏板块估值修复并参考同行业可比公司，我们给予公司 2019 年 20 倍估值，对应目标价 18 元，给予“增持”评级。

6、风险提示

新游戏上线表现不及预期，老游戏流水过快下滑

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1434.65	1349.53	1811.45	2391.53	2974.11
现金	441.33	650.26	910.46	1271.69	1678.33
应收账款	477.54	439.11	613.67	761.35	886.75
其他应收款	12.49	21.91	21.50	27.31	31.56
预付账款	65.74	70.48	93.91	115.23	132.44
存货	110.39	162.44	166.58	210.62	239.69
其他流动资产	327.16	5.33	5.33	5.33	5.33
非流动资产	1667.58	1855.78	1855.78	1855.78	1855.78
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	289.03	265.57	265.57	265.57	265.57
无形资产	25.13	28.07	28.07	28.07	28.07
其他非流动资产	1353.41	1562.14	1562.14	1562.14	1562.14
资产总计	3102.23	3205.31	3667.23	4247.31	4829.89
流动负债	379.65	660.34	692.99	892.97	1010.74
短期借款	0.00	20.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	184.10	269.98	268.74	343.61	389.62
其他流动负债	195.55	370.36	424.25	549.36	621.12
非流动负债	46.63	194.07	309.07	309.07	309.07
长期借款	0.00	150.00	265.00	265.00	265.00
其他非流动负债	46.63	44.07	44.07	44.07	44.07
负债合计	426.28	854.41	1002.07	1202.04	1319.82
少数股东权益	121.62	63.97	89.63	112.44	134.75
股本	396.77	396.77	396.77	396.77	396.77
资本公积	1652.06	1223.84	1223.84	1223.84	1223.84
留存收益	505.50	666.32	954.93	1312.23	1754.72
归属母公司股东权益	2554.32	2286.93	2575.53	2932.83	3375.32
负债和股东权益	3102.23	3205.31	3667.23	4247.31	4829.89

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	146.33	307.64	162.66	374.12	419.54
净利润	195.66	236.63	301.87	380.10	464.80
折旧摊销	118.39	114.09	0.00	0.00	0.00
财务费用	0.59	1.56	12.85	15.90	15.90
投资损失	-7.12	-3.79	-3.00	-3.00	-3.00
营运资金变动	-165.49	-35.17	-149.06	-18.88	-58.16
其他经营现金流	4.31	-5.68	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-453.21	105.55	3.00	3.00	3.00
资本支出	-32.89	-13.09	0.00	0.00	0.00
长期投资	-427.20	115.33	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	6.89	3.30	3.00	3.00	3.00
筹资活动现金流	577.73	-208.76	94.55	-15.90	-15.90
短期借款	-12.13	20.00	-20.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	150.00	115.00	0.00	0.00
普通股增加	96.77	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1416.88	-428.22	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-923.79	49.47	-0.45	-15.90	-15.90
现金净增加额	270.85	204.42	260.21	361.22	406.64

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1464.60	1579.82	2154.22	2656.34	3100.16
营业成本	720.02	758.21	1016.29	1244.50	1431.32
营业税金及附加	2.37	4.58	4.31	5.31	6.20
营业费用	451.37	455.56	667.81	823.46	961.05
管理费用	92.81	117.76	140.02	172.66	201.51
财务费用	-3.66	-0.60	12.85	15.90	15.90
资产减值损失	5.58	2.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.49	-0.49	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.12	3.79	3.00	3.00	3.00
营业利润	203.72	247.89	318.93	400.50	490.18
营业外收入	6.66	0.42	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.22	0.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	210.15	247.97	318.93	400.50	490.18
所得税	14.50	11.35	17.06	20.39	25.38
净利润	195.66	236.63	301.87	380.10	464.80
少数股东损益	54.93	15.62	25.66	22.81	22.31
归属母公司净利润	140.73	221.01	276.21	357.30	442.49
EBITDA	316.42	357.80	325.78	410.40	500.08
EPS (元)	0.35	0.56	0.70	0.90	1.12

主要财务比率

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	211.7	7.9	36.4	23.3	16.7
营业利润	166.7	21.7	28.7	25.6	22.4
归属母公司净利润	106.0	57.0	25.0	29.4	23.8
获利能力					
毛利率(%)	50.8	52.0	52.8	53.1	53.8
净利率(%)	9.6	14.0	12.8	13.5	14.3
ROE(%)	5.5	9.7	10.7	12.2	13.1
ROIC(%)	8.6	14.4	17.4	21.8	25.7
偿债能力					
资产负债率(%)	13.7	26.7	27.3	28.3	27.3
净负债比率(%)	0.0	5.3	7.2	6.2	5.5
流动比率	3.78	2.04	2.61	2.68	2.94
速动比率	3.31	1.69	2.24	2.31	2.57
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.50	0.63	0.67	0.68
应收账款周转率	3.64	3.45	4.09	3.86	3.76
应付账款周转率	5.14	3.34	3.77	4.06	2.07
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.56	0.70	0.90	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.78	0.41	0.94	1.06
每股净资产(最新摊薄)	6.44	5.76	6.49	7.39	8.51
估值比率					
P/E	59.43	26.66	18.95	14.65	11.83
P/B	3.27	2.58	2.03	1.78	1.55
EV/EBITDA	25.04	15.13	14.08	10.30	7.64

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188