

游戏出海表现出色，易幻业绩完成率 102% 买入（维持）

2019 年 04 月 25 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 郭天瑜

执业证号：S0600118070017
guoty@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,166	2,695	3,298	3,954
同比（%）	37.1%	24.4%	22.4%	19.9%
归母净利润（百万元）	272	363	463	574
同比（%）	23.0%	33.6%	27.5%	24.0%
每股收益（元/股）	0.68	0.92	1.17	1.45
P/E（倍）	20.94	15.67	12.29	9.91

投资要点

■ **事件：**公司 2018 年全年实现营业收入 21.66 亿元，同比增长 37.12%；实现归母净利润 2.72 亿元，同比增长 22.96%；基本每股收益为 0.6923 元；同时，根据公司财报，公司 2019Q1 实现营业收入 6.01 亿元，同比增长 38.82%；实现归母净利润 8755.59 万元，同比增长 63.17%。

■ **公司保持双轮驱动，手游业务为公司核心支柱。**营收结构方面，公司主要分为传统输送带产品业务和手游业务，截至 2018 年底，公司手游运营业务占比 66%，传统输送带制造和维护服务占比 27%和 7%。移动游戏业务的快速发展是驱动公司近年收入提升的重要力量，自 2018 年 7 月，公司完成易幻网络 100%股权收购，已经成功跻身中国海外手游发行第一梯队。

■ **手游业务带动净利润快速增长，易幻网络业绩完成率 102%。**公司 2016 至 2018 年，总体营业收入分别实现 14.65/15.8/21.66 亿元，同比增长 212%/8%/37%；实现归母净利润 1.41/2.21/2.72 亿元，同比增长 106%/57%/23%。手游业务带动利润快速增长：易幻网络承诺 2016-2018 年实现归母净利润 6.1845 亿元，根据公司公告，易幻网络从 2016 至 2018 年实际完成合计归母净利润 6.3137 亿元，完成率 102.09%，充分验证其盈利能力。

■ **多款 S 级手游发行，奠定公司区域发行龙头地位。**2018 年公司新增发行的多款 S 级游戏如《三国群英传》、《我叫 MT4》、《万王之王》等，均取得良好业绩。2018 年，公司在韩国发布的 S 级作品《三国志 M》，上线 5 个月内保持韩国谷歌畅销榜 top5。根据 Mobile Index 发布报告，得益于多款优质游戏出海，易幻网络已经成为韩国第七大手游发行商。

■ **未来游戏出海市场潜力无限，公司作为头部发行商有望取得先发优势，巩固行业地位。**2018 年中国海外市场实现收入 95.9 亿美元，占中国整体网络游戏市场比例高达 28.8%，并且近年在国内流量红利消退实其，游戏出海市场快速增长；海外市场，2018 年手游收入高达 69.2 亿美元，同比增长 72.2%，易幻网络作为头部发行商，多年来持续深耕“出海战略”，坚持推出精品游戏，未来发展可期。

■ **盈利预测与投资评级：**游戏出海市场潜力无限，同时考虑公司作为头部发行商具有先发优势，游戏业务有望保持稳定增长；同时，公司原有传统输送带业务稳定发展，我们预计公司 2019—2021 年收入为 26.95/32.98/39.54 亿元，同比增长 24.4%/22.4%/19.9%；实现归母净利润 3.63/4.63/5.74 亿元，同比增长 33.6%/27.5%/24%，对应 eps 为 0.92/1.17/1.45 元；PE 为 15.67/12.29/9.91 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**游戏流水不及预期，新游戏上线推迟，游戏行业政策监管风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.34
一年最低/最高价	9.82/17.20
市净率(倍)	2.35
流通 A 股市值(百万元)	3681

基础数据

每股净资产(元)	6.1
资产负债率(%)	27.48
总股本(百万股)	396.77
流通 A 股(百万股)	256.70

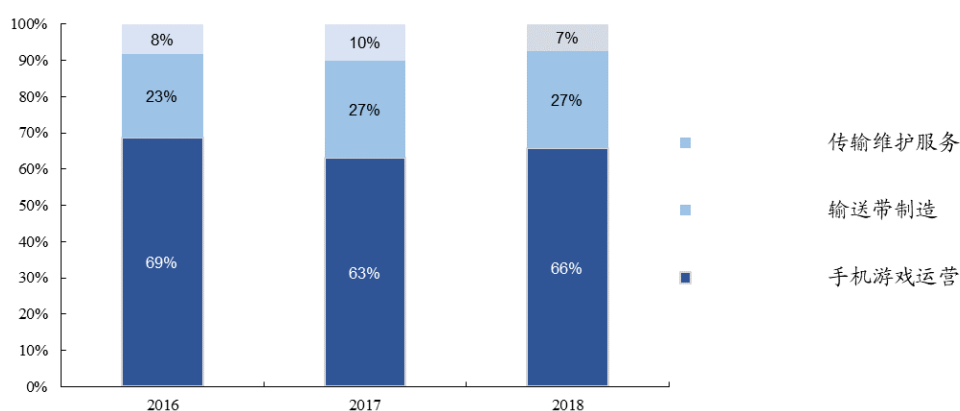
相关研究

- 1、《宝通科技 (300031)：多款新游推动业绩增长，全球研运一体化稳步推进》2018-10-28
- 2、《宝通科技 (300031)：手游增长带动毛利上升，持续加强全球研运布局》2018-08-30
- 3、《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

1. 双轮驱动营收增长，易幻超额完成业绩承诺

公司保持双轮驱动，手游业务为公司核心支柱。营收结构方面，公司主要分为传统输送带产品业务和手游业务，截至 2018 年底，公司手游运营业务占比 66%，传统输送带制造和维护服务分比占比 27%和 7%。移动游戏业务的快速发展是驱动公司近年收入提升的重要力量，自 2018 年 7 月，公司完成易幻网络 100%股权收购，已经成功跻身东南亚手游发行第一梯队。

图 1：公司主营业务结构占比（%）

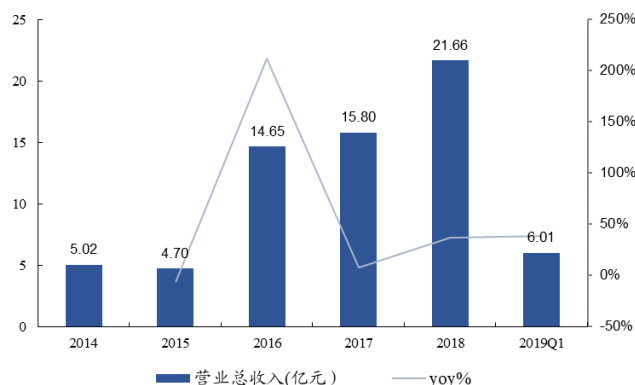


数据来源：Wind，东吴证券研究所

手游业务带动净利润快速增长，易幻网络业绩完成率 102%。公司 2016 至 2018 年，营业收入分别实现 14.65/15.8/21.66 亿元，同比增长 212%/8%/37%；实现归母净利润 1.41/2.21/2.72 亿元，同比增长 106%/57%/23%；易幻网络承诺 2016-2018 年实现归母净利润 6.1845 亿元，根据公司公告，易幻网络从 2016 至 2018 年实际完成合计归母净利润 6.3137 亿元，完成率 102.09%，充分验证其盈利能力。

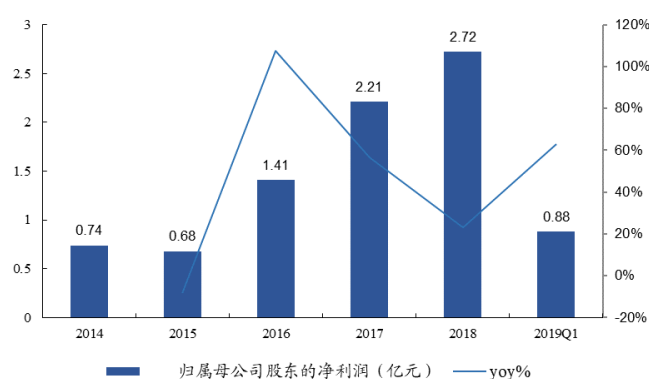
多款 S 级手游发行，奠定其区域发行龙头地位。2018 年公司新增发行的多款 S 级游戏如《三国群英传》、《我叫 MT4》、《万王之王》等，均取得良好业绩。易幻网络主要经营海外市场移动游戏运营业务，公司跻身 2018 年中国发行商出海厂商前十名，作为区域游戏头部发行商，易幻在港澳台，韩国，越南等区域建立了发行优势和壁垒。2018 年，公司在韩国发布的 S 级作品《三国志 M》，上线 5 个月内保持韩国谷歌畅销榜 top5，上线 10 日流水破 2000 万；同年，公司推出《万王之王》曾在 IOS 畅销榜的巅峰排名达到第 2，根据 Mobile Index 发布报告，得益于多款优质游戏出海，截至 2019 年 2 月，易幻网络已经成为韩国第七大手游发行商，在韩国手游市场占比 2.4%。

图 2：公司营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

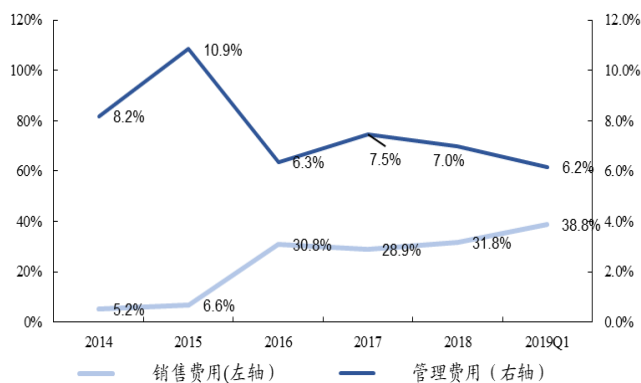
图 3：公司归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

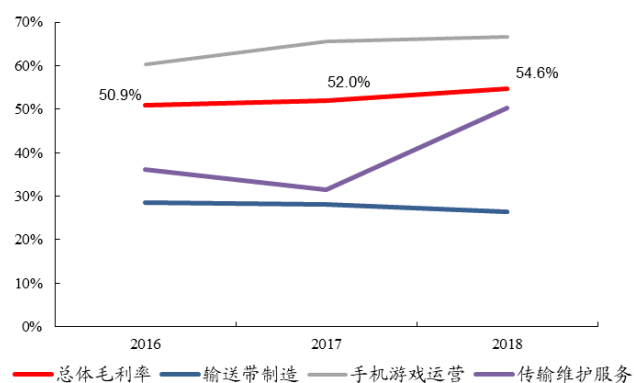
公司毛利率稳步提升，管理费率和销售费率保持稳定。公司 2016-2018 年管理费用率稳定，分别为 6.3%/7.5%/7%，公司在保持研发实力的同时，费用管控良好；同时，销售费用率 2016-2018 分别为 30.8%/28.9%/31.8%，保持平稳；毛利率方面，得益于并购易幻网络，高毛利手游业务蓬勃发展，带动公司整体毛利率稳步提升，2016-2018 年分别为 50.9%/52.0%/54.6%，未来随着优质手游产品持续出海，毛利率有望进一步提升。

图 4：公司管理费用和销售费用率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：公司毛利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 风险提示：

游戏流水不及预期：由于游戏出海市场竞争激烈，多款游戏竞争或影响公司手游产品流水表现，拖累公司业绩。

公司新游戏发布不及预期：公司研发投入不及预期或导致新游戏无法如期发行，影响公司发展。

政策监管风险：游戏行业政策监管严格，版号审查或将影响公司新游戏推出时间。

宝通科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,349	1,831	2,272	2,881	营业收入	2,166	2,695	3,298	3,954
现金	363	700	834	1,265	减:营业成本	983	1,214	1,475	1,745
应收账款	446	575	674	823	营业税金及附加	5	7	8	10
存货	212	250	312	353	营业费用	689	854	1,039	1,257
其他流动资产	328	306	452	440	管理费用	115	170	208	249
非流动资产	1,887	2,014	2,152	2,242	财务费用	10	14	9	3
长期股权投资	7	14	21	28	资产减值损失	16	20	24	29
固定资产	245	398	527	611	加:投资净收益	1	1	1	1
在建工程	2	11	16	19	其他收益	0	-0	-0	-0
无形资产	27	27	26	26	营业利润	311	417	535	661
其他非流动资产	1,605	1,564	1,561	1,558	加:营业外净收支	-1	-0	-1	-0
资产总计	3,236	3,845	4,424	5,123	利润总额	310	416	534	660
流动负债	606	868	1,015	1,154	减:所得税费用	21	24	34	40
短期借款	108	108	108	108	少数股东损益	17	29	38	47
应付账款	218	187	403	295	归属母公司净利润	272	363	463	574
其他流动负债	280	573	504	751	EBIT	323	415	524	640
非流动负债	330	284	238	189	EBITDA	435	503	595	731
长期借款	255	209	163	114					
其他非流动负债	75	75	75	75	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	935	1,152	1,253	1,343	每股收益(元)	0.68	0.92	1.17	1.45
少数股东权益	35	65	102	149	每股净资产(元)	5.71	6.62	7.73	9.15
					发行在外股份(百万股)	397	397	397	397
归属母公司股东权益	2,265	2,628	3,069	3,631	ROIC(%)	11.1%	12.7%	14.2%	15.1%
负债和股东权益	3,236	3,845	4,424	5,123	ROE(%)	12.6%	14.6%	15.8%	16.4%
					毛利率(%)	54.6%	55.0%	55.3%	55.9%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	12.5%	13.5%	14.0%	14.5%
经营活动现金流	181	560	418	673	资产负债率(%)	28.9%	30.0%	28.3%	26.2%
投资活动现金流	-52	-215	-208	-180	收入增长率(%)	37.1%	24.4%	22.4%	19.9%
筹资活动现金流	-407	-8	-76	-62	净利润增长率(%)	23.0%	33.6%	27.5%	24.0%
现金净增加额	-261	337	134	431	P/E	20.94	15.67	12.29	9.91
折旧和摊销	112	88	71	91	P/B	2.51	2.16	1.85	1.57
资本开支	15	121	131	83	EV/EBITDA	13.33	10.93	9.00	6.74
营运资本变动	-243	66	-162	-41					

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>