

重点产品表现良好，营收与利润维持高增长

增持|维持

——2018 年报及 19 年一季报点评

事件：

公司发布 2018 年年报及 2019 年一季报。

点评：

● 营收及利润高增长。

2018 年公司全年实现营业收入 21.66 亿元，同比增长 37.12%。2019 年 Q1 实现营业收入 6.01 亿元，同比增长 38.82%，维持中高速增长。拆分来看，游戏业务收入占比 66%，易幻网络 18 全年实现营业收入 14.24 亿，增长 42.83%，输送带制造与传输维护服务业务实现收入 7.42 亿，同比增长 27.29%，两个板块增长情况良好。利润方面，2018 年全年实现归母净利润 2.71 亿元，同比增长 22.96%，2019 年 Q1 实现归母净利润 0.88 亿元，同比增长 63.17%。公司游戏业务和传统输送带业务盈利能力均表现除了明显提升，利润规模不断攀升。其中，传统输送带业务实现利润 1261.26 万元，利润情况大幅改善。

● 盈利能力持续改善，销售费用率 Q1 上涨较为明显。

净利率和毛利率方面，公司毛利率从 2016 年 2019Q1 保持了持续上涨的趋势，2019 年 Q1 毛利率达到 61.86%，净利润率 14.98%。分板块看手游运营业务及输送带业务毛利率均持续提升，其中手游业务 2018 年毛利率 66.64%，表现出了公司作为海外区域发行龙头，对于上游 CP 议价能力的持续提升。传统输送带制造及服务业务毛利率 31.51%。2019 年 Q1 销售费用率 38.79%，较 2018 年提升了 6.97PCT。主要公司发行平台易幻网络、以及研运一体平台海南高图游戏推广费及渠道费增加所致销售费用的投入有一定的前置性，为后续业绩增长利润释放奠定基础。

● 投资建议与盈利预测

中国手游厂商出海已成大势所趋，研发商和海外发行商都将分享海外市场增长带来的行业红利。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。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，为公司业绩进一步增长奠定基础。我们预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.92/1.14/1.41，对应 PE14.93x/12.00x/9.74x。维持“增持”评级。

● 风险提示

新游戏上线不及预期，头部老游戏流水快速下滑

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1579.82	2166.23	2652.85	3063.22	3549.64
收入同比 (%)	7.9	37.1	22.5	15.5	15.9
归母净利润(百万元)	221.01	271.75	364.10	453.03	558.14
归母净利润同比 (%)	57.0	23.0	34.0	24.4	23.2
ROE (%)	9.7	12.0	13.9	14.8	15.4
每股收益 (元)	0.56	0.68	0.92	1.14	1.41
市盈率(P/E)	26.66	19.26	14.93	12.00	9.74

资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价/目标价：14.34 元/18 元

目标期限：12 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：16.28 / 10.4

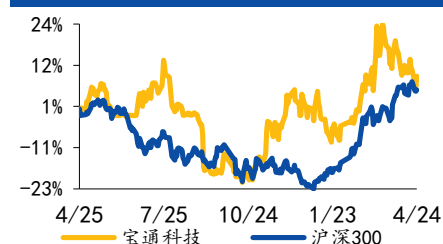
A 股流通股 (百万股)：256.70

A 股总股本 (百万股)：396.77

流通市值 (百万元)：3681.13

总市值 (百万元)：5689.65

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《宝通科技(300031)首次覆盖报告——平台属性凸显，全球研运一体值得期待》2019.03.01

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

目 录

1、财务分析	3
2、游戏板块业务情况.....	6
3、投资建议与盈利预测.....	9
4、风险提示	9

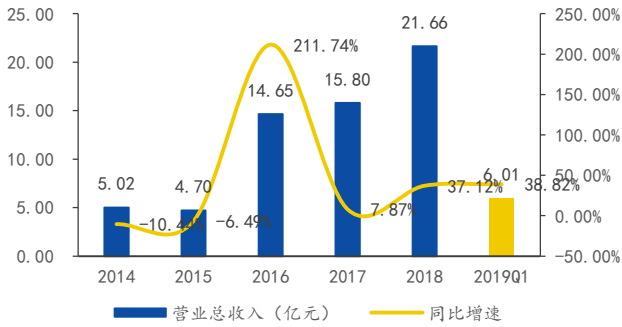
图表目录

图 1: 营业收入及增速	3
图 2: 营业收入结构 (百万元)	3
图 3: 易幻网络收入及增速情况.....	3
图 4: 按季度看营业收入.....	3
图 5: 归母净利润及增速.....	4
图 6: 扣非后归母净利润及增速.....	4
图 7: 整体毛利率和净利率表现.....	4
图 8: 分业务毛利率表现.....	4
图 9: 期间费用率变动情况	5
图 10: 《三国志 M》韩国表现情况.....	6
图 11: 《万王之王》韩国表现情况	6
图 12: 《遗忘之境》日本表现情况.....	7
图 13: 2015 年游戏业务 1-7 月营业收入分布情况.....	8
图 14: 2018 游戏业务营业收入分布情况	8
表 1: 2016-2019Q1 新增产品情况.....	7

1、财务分析

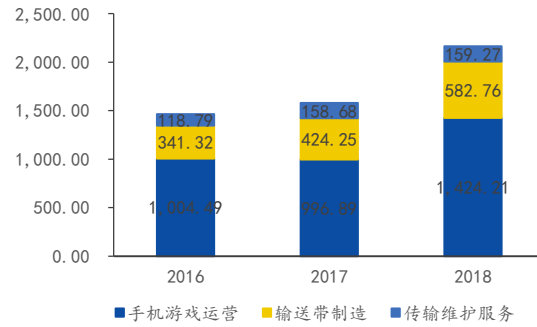
2018 年公司全年实现营业收入 21.66 亿元，同比增长 37.12%。2019 年 Q1 实现营业收入 6.01 亿元，同比增长 38.82%，维持中高速增长。

图 1：营业收入及增速



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

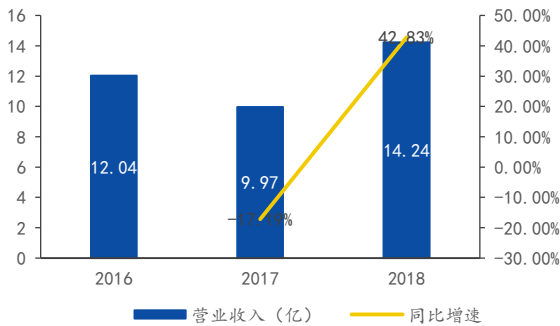
图 2：营业收入结构（百万元）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

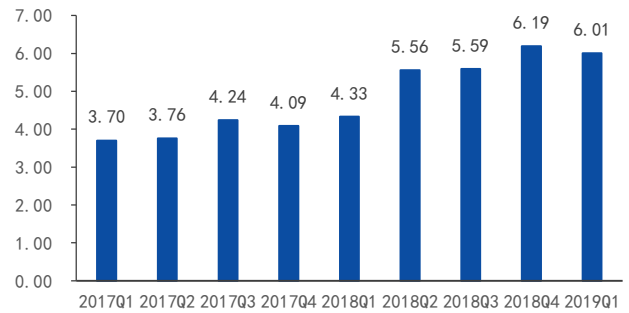
拆分来看，游戏业务收入占比 66%，易幻网络 18 全年实现营业收入 14.24 亿，增长 42.83%，输送带制造与传输维护服务业务实现收入 7.42 亿，同比增长 27.29%，两个板块均增长良好。分季度看，2018-2019Q1 分别实现营业收入 4.33 亿、5.56 亿、5.59 亿、6.19 亿和 6.01 亿，季节变动主要受头部产品发行节奏影响。

图 3：易幻网络收入及增速情况



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

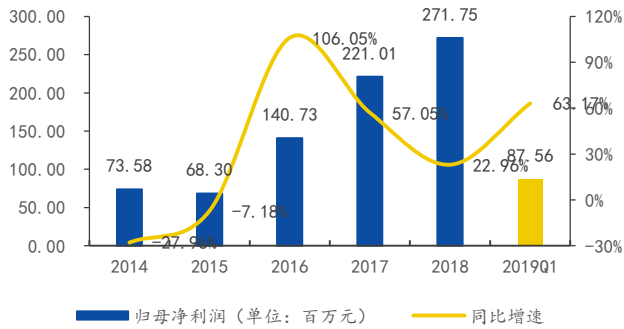
图 4：按季度看营业收入



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

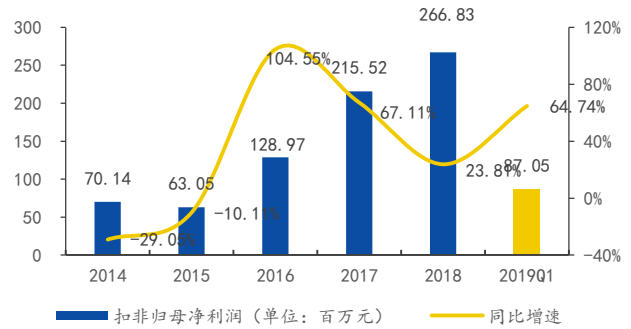
利润方面，2018 年全年实现归母净利润 2.71 亿元，同比增长 22.96%，2019 年 Q1 实现归母净利润 0.88 亿元，同比增长 63.17%。虽然受 2018 年 Q1 基数较低因素的部分影响，但公司游戏业务和传统输送带业务盈利能力均表现除了明显提升，利润规模不断攀升。其中，传统输送带业务实现利润 1261.26 万元，利润情况大幅改善。

图 5：归母净利润及增速



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

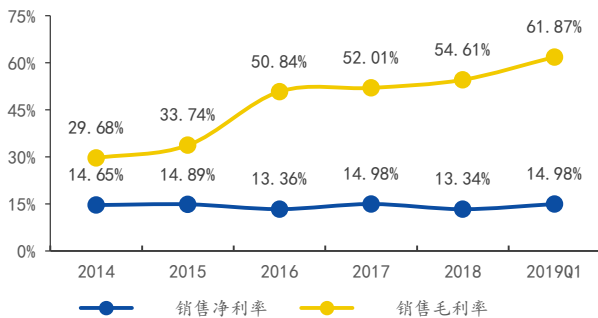
图 6：扣非后归母净利润及增速



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

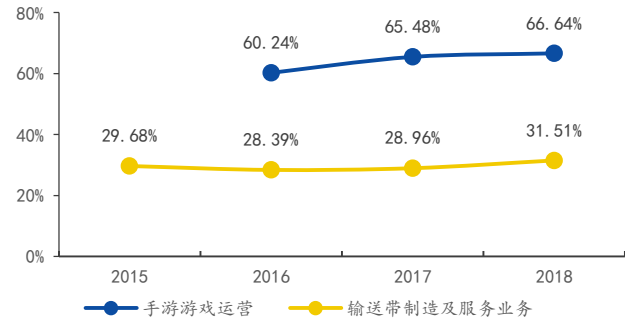
净利率和毛利率方面,公司毛利率从 2016 年 2019Q1 保持了持续上涨的趋势,2019 年 Q1 毛利率达到 61.86%, 净利率 14.98%。分板块看手游运营业务及输送带业务毛利率均持续提升,其中手游业务 2018 年毛利率 66.64%, 表现出了公司作为海外区域发行龙头,对于上游 CP 议价能力的持续提升。传统输送带制造及服务业务毛利率 31.51%。

图 7：整体毛利率和净利率表现



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

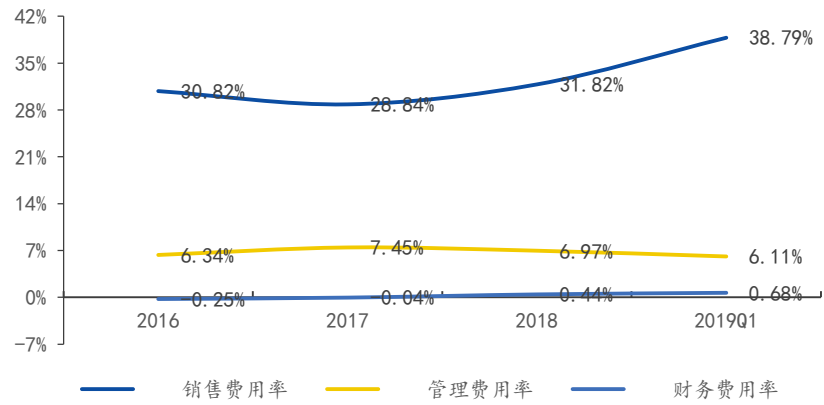
图 8：分业务毛利率表现



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

期间费用上来看,销售费用率持续提升,2019 年 Q1 增长明显。2019 年 Q1 销售费用率 38.79%, 较 2018 年提升了 6.97PCT。主要公司发行平台易幻网络、以及研运一体平台海南高图游戏推广费及渠道费增加所致, Q1 新增代理运营的游戏产品 7 款(不同地区和版本),其中韩国 3 款、港澳台 1 款、东南亚 2 款、日本 1 款。销售费用的投入有一定的前置性,为后续业绩增长利润释放奠定基础。

图 9：期间费用率变动情况

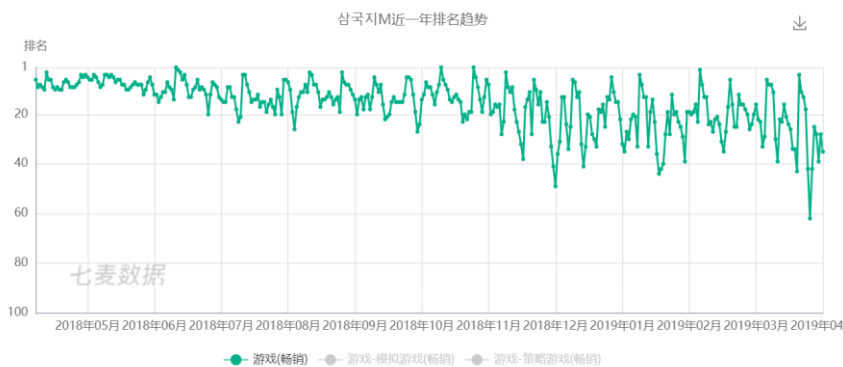


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

2、游戏板块业务情况

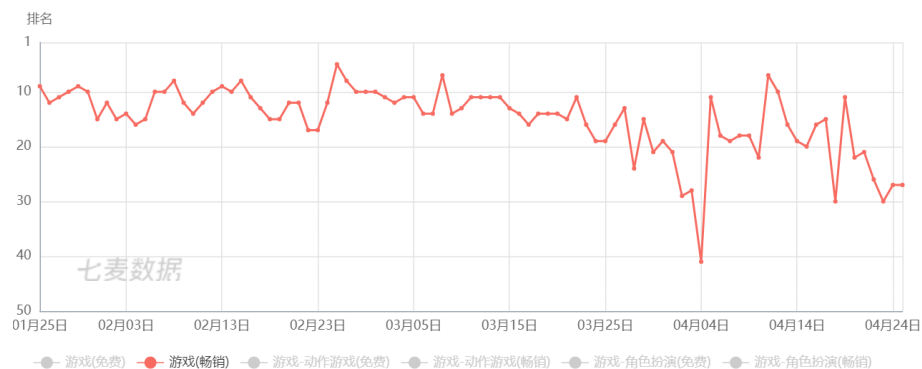
区域化发行板块:18年公司主要发行的头部产品包括:《CMM Champions Manager Mobasaka》(豪门足球)、《삼국지 M》(三国群英传)、《천공성나르시아》(九州天空城)、《食之契约》、《오크:복수의 맹세》(万王之王)、《我叫 MT4》等多款游戏,在韩国、港台、东南亚、日本、欧美等市场表现优秀。其中,2018年3月发行的《삼국지 M》(三国群英传)上线10日流水超人民币2000万元,6月29日更是实现单日破百万美金收入;11月16日再次登顶IOS榜首。2018年11月于韩国发行的《万王之王》,上线后流水已超过2000万美金,位于Google免费榜第二,畅销榜第五,iOS免费榜和畅销榜第六。同月,在香港和台湾发行的《我叫MT4》,游戏上线仅半小时迅速登上iOS免费榜排行第一。2019年Q1,基于韩国《万王之王》、《我叫MT4》的优秀表现,进行了资源的新一轮推广。在日本上线的二次元游戏《遗忘之境》超出公司预期,该款产品一经推出就获得了日本iOS商店的官方推荐,顺利拿下了免费榜Top3的位置。

图 10:《三国志 M》韩国表现情况



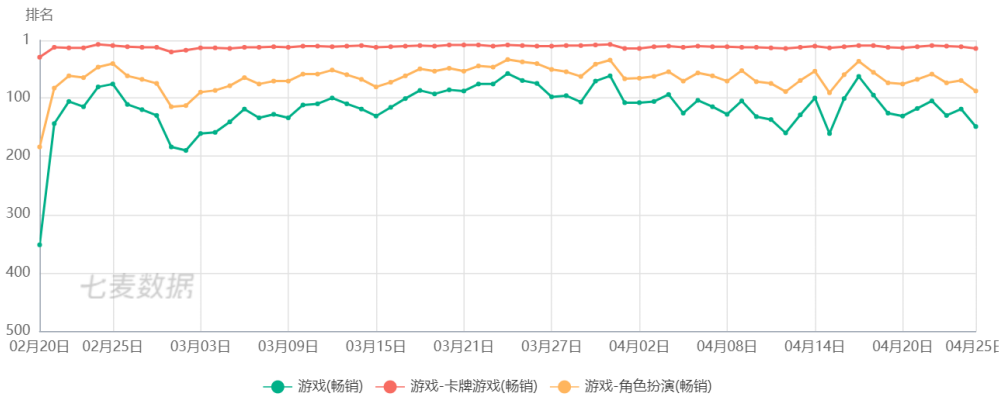
资料来源:七麦数据,国元证券研究中心

图 11:《万王之王》韩国表现情况



资料来源:七麦数据,国元证券研究中心

图 12: 《遗忘之境》日本表现情况



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

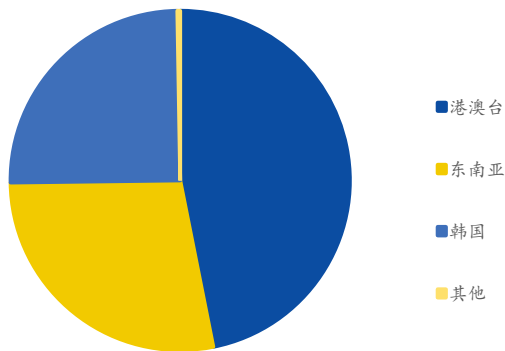
整体看，公司游戏发行游戏数量，由量到质实现转变，发行量每年减少，但 S 级产品占比逐渐提高，并形成正反馈，使得公司拿到上游 CP 头部产品能力及议价能力持续提升。

表 1: 2016-2019Q1 新增产品情况

时间	新增游戏情况
2016	易幻网络累计新增代理运营的游戏产品多达 88 款（分不同地区版本），其中港澳台 6 款、韩国 9 款、东南亚 37 款、其他地区 36 款。
2017	易幻网络累计新增代理运营的游戏产品多达 41 款（分不同地区版本），其中港澳台 8 款、韩国 9 款、东南亚 14 款、其他地区 10 款。
2018	新增代理运营的游戏产品多达 30（分不同地区版本）款，其中港澳台 6 款、韩国 10 款、东南亚 10 款、其他地区 4 款。截止到 2018 年 12 月 31 日，易幻网络累计仍在线运营的游戏共 68（分不同地区版本）款，约 130 个国家和地区，其中港澳台 14 款、韩国 19 款、东南亚 26 款、其他地区 9 款，涉及约 150 个国家和地区
2019Q1	公司新增代理运营的游戏产品 7 款（不同地区和版本），其中韩国 3 款、港澳台 1 款、东南亚 2 款、日本 1 款。

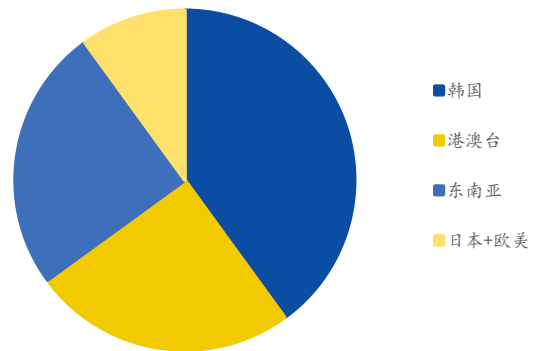
18 年韩国地区收入占比约为 40%，港澳台地区占比 20-25%，东南亚占比 20-25%，日本和欧美地区收入占比突破 10%。和 15 年结构相比，公司在韩国、日本及欧美市场等高 ARPU 值地区，取得了较大突破。

图 13：2015 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 14：2018 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

全球研运一体:2018 年 12 月公司成立海南高图,主攻全球化研运一体业务拓展,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(19Q2 自研手游《Age of Civs》进行重点推广)。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。

3、投资建议与盈利预测

中国手游厂商出海已成大势所趋，研发商和海外发行商都将分享海外市场增长带来的行业红利。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。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，为公司业绩进一步增长奠定基础。我们预计2019-2021年公司EPS分别为0.92/1.14/1.41，对应PE14.93x/12.00x/9.74x。维持“增持”评级。

4、风险提示

新游戏上线不及预期，头部老游戏流水快速下滑

*国元持仓披露：

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1349.53	1349.45	1884.33	2409.61	3106.15
现金	650.26	362.94	834.61	1217.10	1729.83
应收账款	439.11	619.11	688.52	779.42	909.22
其他应收款	21.91	29.90	30.77	35.90	41.46
预付账款	70.48	113.88	116.99	135.56	152.97
存货	162.44	212.44	202.26	230.46	261.50
其他流动资产	5.33	11.17	11.17	11.17	11.17
非流动资产	1855.78	1886.54	1886.54	1886.54	1886.54
长期投资	0.00	7.25	7.25	7.25	7.25
固定资产	265.57	245.39	245.39	245.39	245.39
无形资产	28.07	27.06	27.06	27.06	27.06
其他非流动资产	1562.14	1606.85	1606.85	1606.85	1606.85
资产总计	3205.31	3235.99	3770.87	4296.15	4992.69
流动负债	660.34	605.52	641.52	684.85	795.12
短期借款	20.00	108.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	269.98	308.27	319.89	361.44	411.27
其他流动负债	370.36	189.25	321.63	323.42	383.84
非流动负债	194.07	329.97	444.97	444.97	444.97
长期借款	150.00	255.00	370.00	370.00	370.00
其他非流动负债	44.07	74.97	74.97	74.97	74.97
负债合计	854.41	935.49	1086.49	1129.82	1240.08
少数股东权益	63.97	35.21	69.03	97.95	126.09
股本	396.77	396.77	396.77	396.77	396.77
资本公积	1223.84	961.31	961.31	961.31	961.31
留存收益	666.32	907.21	1257.27	1710.30	2268.44
归属母公司股东权益	2286.93	2265.29	2615.35	3068.38	3626.52
负债和股东权益	3205.31	3235.99	3770.87	4296.15	4992.69

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	307.64	181.17	496.62	401.69	531.93
净利润	236.63	289.00	397.92	481.95	586.28
折旧摊销	114.09	112.36	0.00	0.00	0.00
财务费用	1.56	7.17	20.91	22.20	22.20
投资损失	-3.79	-0.88	-3.00	-3.00	-3.00
营运资金变动	-35.17	-242.91	80.79	-99.45	-73.55
其他经营现金流	-5.68	16.42	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	105.55	-52.11	3.00	3.00	3.00
资本支出	-13.09	-15.18	0.00	0.00	0.00
长期投资	115.33	-31.02	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	3.30	-5.91	3.00	3.00	3.00
筹资活动现金流	-208.76	-406.54	-27.95	-22.20	-22.20
短期借款	20.00	88.00	-108.00	0.00	0.00
长期借款	150.00	105.00	115.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-428.22	-262.52	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	49.47	-337.01	-34.95	-22.20	-22.20
现金净增加额	204.42	-277.48	471.67	382.49	512.73

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1579.82	2166.23	2652.85	3063.22	3549.64
营业成本	758.21	983.34	1081.31	1224.25	1392.11
营业税金及附加	4.58	5.10	5.31	6.13	7.10
营业费用	455.56	689.29	955.03	1102.76	1277.87
管理费用	92.89	114.58	132.64	153.16	177.48
财务费用	1.62	9.52	20.91	22.20	22.20
资产减值损失	2.89	16.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.49	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.79	0.88	3.00	3.00	3.00
营业利润	247.89	311.24	423.86	514.77	625.64
营业外收入	0.42	0.76	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.33	1.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	247.97	310.40	423.86	514.77	625.64
所得税	11.35	21.39	25.94	32.83	39.36
净利润	236.63	289.00	397.92	481.95	586.28
少数股东损益	15.62	17.26	33.82	28.92	28.14
归属母公司净利润	221.01	271.75	364.10	453.03	558.14
EBITDA	357.80	449.85	438.77	530.97	641.84
EPS (元)	0.56	0.68	0.92	1.14	1.41

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	7.9	37.1	22.5	15.5	15.9
营业利润(%)	21.7	25.6	36.2	21.4	21.5
归属母公司净利润(%)	57.0	23.0	34.0	24.4	23.2
获利能力					
毛利率(%)	52.0	54.6	59.2	60.0	60.8
净利率(%)	14.0	12.5	13.7	14.8	15.7
ROE(%)	9.7	12.0	13.9	14.8	15.4
ROIC(%)	14.4	15.5	21.2	24.3	28.4
偿债能力					
资产负债率(%)	26.7	28.9	28.8	26.3	24.8
净负债比率(%)	5.3	11.2	9.8	8.6	7.4
流动比率	2.04	2.23	2.94	3.52	3.91
速动比率	1.69	1.69	2.44	2.98	3.39
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.67	0.76	0.76	0.76
应收账款周转率	3.45	4.09	4.06	4.17	4.20
应付账款周转率	3.34	3.40	3.44	3.59	2.55
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.68	0.92	1.14	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.46	1.25	1.01	1.34
每股净资产(最新摊薄)	5.76	5.71	6.59	7.73	9.14
估值比率					
P/E	26.66	19.26	14.93	12.00	9.74
P/B	2.58	2.31	2.08	1.77	1.50
EV/EBITDA	15.13	11.63	11.33	8.64	6.35

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