

## 游戏出海龙头，矢志全球研运一体

### 投资要点

- **“输送带+游戏”双主业运营格局。**公司是传统业务和新业务齐头并进的转型企业，主营输送带的生产销售、移动网络游戏的海外发行和运营，稳定性和成长性兼备。
- **不懈进取，矢志“研运一体”+“智能输送”。**公司游戏业务主体——易幻网络是国内领先的游戏海外发行商，“2018年中国APP发行商出海收入榜”排名第9位。公司依托现有优势，持续布局产业上下游，构建全球研运一体业务格局。

**区域开拓：**公司立足在韩国、东南亚地区的既有优势，向周边地区乃至全球进行辐射。在重点地区——日本，公司已有一定斩获，二次元作品《遗忘之境》一经推出即获得日本iOS商店的官方推荐，拿下了免费榜Top3的位置，为进军日本战略实施打响第一枪。我们乐观看待公司在日本市场的突破，后者付费率高、付费习惯好，有望成为公司下一个核心业绩贡献区域。

**发力研发：**公司发行能力卓绝，与上下游保持长期稳定合作关系。在保有既有发行业务优势和团队的同时，公司加大在CP端的投入力度，通过“自建+投资”的方式，不断提升研发能力，“全球研运一体”之路迈出一大步。

此外，公司以产业基金为基础，在泛娱乐领域积极寻找发展、投资机会，确保公司游戏业务综合竞争力和市场地位。

公司是国内领先的输送带生产制造商，立志成为“全球领先的智能输送服务商”。为此，公司持续推进传统主业转型升级，积极布局工业输送服务转型，全力开拓系统总包服务，业已取得国内外客户的认可。

- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.87元、1.17元、1.42元。通过分业务测算，我们估算公司2019年对应市值为68.9亿元，公司总股本为3.97亿股，对应股价为17.36元/股，相当于20倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，原材料价格变动的风险，新游戏上线或不及预期的风险，区域拓展或不及预期的风险，核心人才流失的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2166.23	2685.70	3232.27	3712.24
增长率	37.12%	23.98%	20.35%	14.85%
归属母公司净利润(百万元)	271.75	346.74	462.87	565.23
增长率	22.96%	27.60%	33.49%	22.12%
每股收益EPS(元)	0.68	0.87	1.17	1.42
净资产收益率ROE	12.56%	14.18%	16.28%	17.02%
PE	20	16	12	10
PB	2.42	2.16	1.87	1.61

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
联系人: 杭爱  
电话: 010-57758568  
邮箱: ha@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.97
流通A股(亿股)	2.57
52周内股价区间(元)	10.4-16.28
总市值(亿元)	54.91
总资产(亿元)	33.97
每股净资产(元)	6.10

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：“输送带+游戏”并行，猛虎添翼成功转型</b> .....	<b>1</b>
<b>2 公司分析：不懈进取，矢志“研运一体”+“智能输送”</b> .....	<b>2</b>
2.1 深耕区域，放眼全球，游戏品类日益增加 .....	2
2.2 专注发行、发力研发，团队稳定高效积淀深厚 .....	5
2.3 放眼未来，产业基金全面布局泛娱乐 .....	7
2.4 传统主业转型优化，是公司稳步发展之基 .....	8
<b>3 财务分析</b> .....	<b>9</b>
3.1 偿债能力分析 .....	9
3.2 费用分析 .....	9
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>10</b>
4.1 盈利预测 .....	10
4.2 相对估值 .....	10
<b>5 风险提示</b> .....	<b>11</b>

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构一览 .....	1
图 2: 公司营收及增速情况 .....	1
图 3: 公司归母净利润及增速情况 .....	1
图 4: 2018 年公司营收情况 .....	2
图 5: 2018 年公司毛利占比情况 .....	2
图 6: 2018-2019 年分月中国 app 发行商出海收入排行榜 .....	2
图 7: 易幻海外市场布局 .....	3
图 8: 2018 年日本移动应用收入 .....	4
图 9: 2018 日本和韩国移动游戏市场收入及 ARPU .....	4
图 10: 2018 年日本移动游戏用户性别和年龄构成 .....	4
图 11: 2018 日本移动游戏用户职业构成 .....	4
图 12: 公司布局 and 规划 .....	8
图 13: 公司是领先的智能输送服务商 .....	8
图 14: 公司资产负债率 .....	9
图 15: 公司流动比率和速动比率 .....	9
图 16: 公司总资产、营业收入和营业利润 (亿元) .....	10
图 17: 公司销售费用、管理费用和财务费用 (亿元) .....	10

## 表 目 录

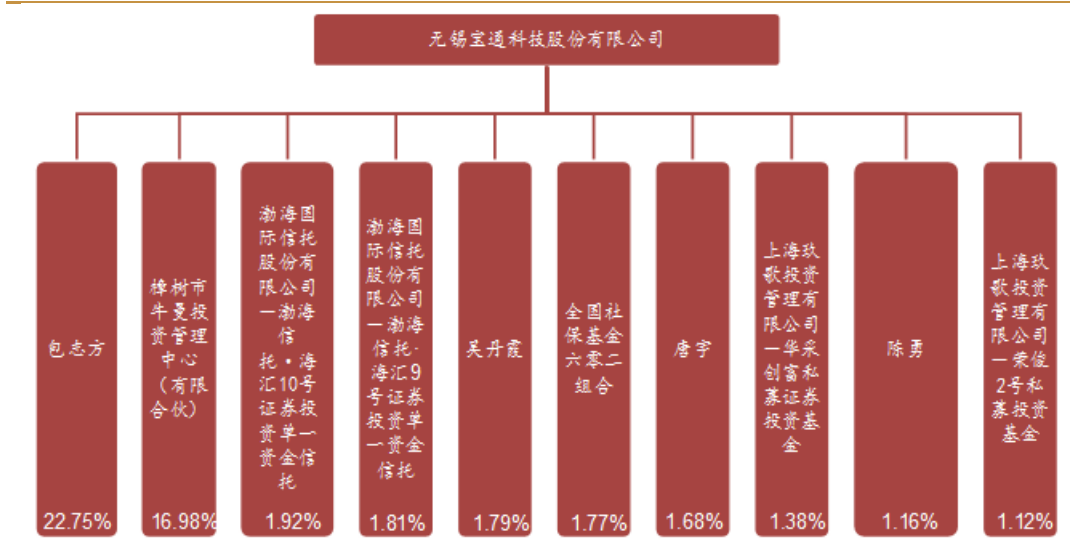
表 1: 2018 年度日本排名前十的 iOS 游戏类型 .....	4
表 2: 公司目前主要开发项目 .....	5
表 3: 分业务收入及毛利率 .....	10
表 4: 可比公司相对估值 .....	11
表 5: 可比公司相对估值 .....	11
表 6: 公司整体估值 .....	11
附表: 财务预测与估值 .....	12

## 1 公司概况：“输送带+游戏”并行，猛虎添翼成功转型

宝通科技是国内领先的输送带生产制造商，曾获“全国输送带十强企业”称号，主营各类高强力橡胶输送带研发、生产和销售，产品被广泛应用于钢铁、煤矿、水泥、电力等多个行业。公司于 2015 年成功收购易幻网络，借此进入游戏行业，目前已实现了“输送带”+“游戏”双主业运营的战略格局。

**公司股权结构：**公司实际控制人包志方持有公司 22.75% 的股份，第二大股东为樟树市牛曼投资管理中心（有限合伙）（持股 16.98%），其余股东持股比例较小。公司控制权明晰，股权结构稳定。

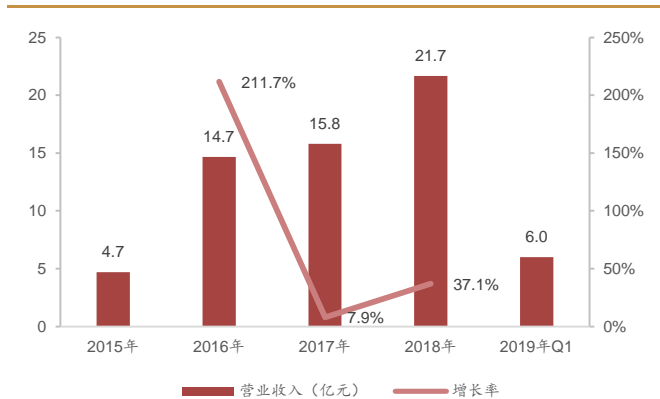
图 1：公司股权结构一览



数据来源：公司公告，西南证券整理

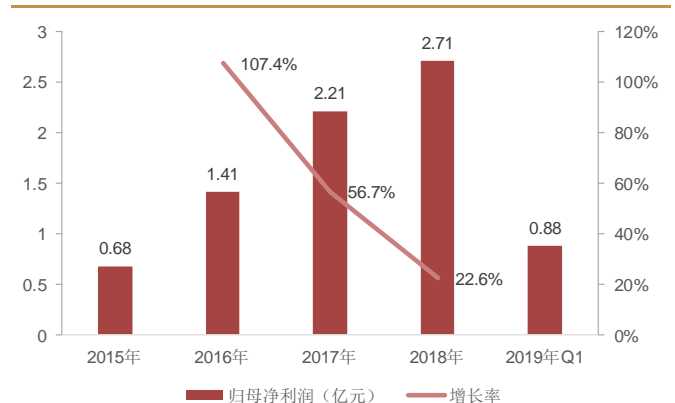
**公司业绩情况：**公司是一家集游戏研发、海外发行能力和高效生产能力为一体的多元业务发展公司，在 2015 年公司收购游戏业务后，业绩水平和利润水平持续高速增长。2018 年公司实现营业收入 21.7 亿元，同比增长 37.1%，增长速度高于前一年水准。实现归母净利润 2.7 亿元，增长率为 22.6%，利润水平较为稳定。

图 2：公司营收及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

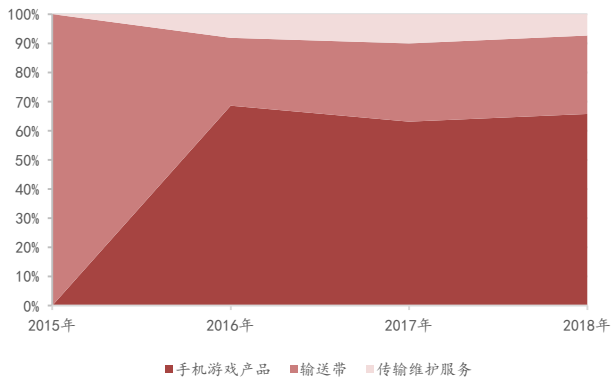
图 3：公司归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

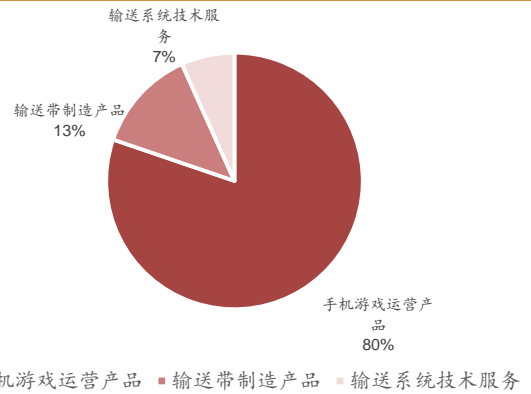
**公司主营业务结构：**公司各项业务稳步发展，游戏业务已逐步发展成为公司重要收入来源。2018年，公司游戏业务实现营收14亿，占总营收比重达65.7%，输送带业务保持相对稳定的比重，约为26.9%。从毛利水平来看，公司手游业务贡献了80%的毛利润，输送带制造业务及输送系统技术服务毛利占比分别为13%和7%。

图 4：2018 年公司营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2018 年公司毛利占比情况



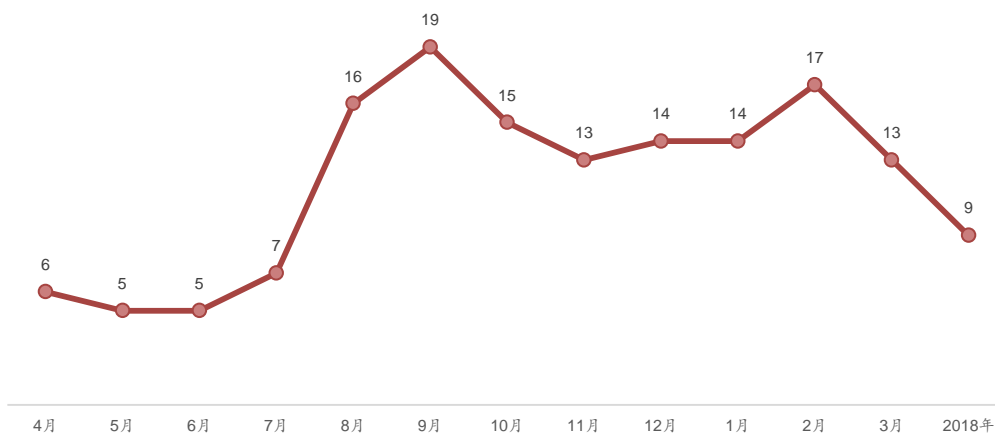
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 公司分析：不懈进取，矢志“研运一体”+“智能输送”

### 2.1 深耕区域，放眼全球，游戏品类日益增加

公司是重要的游戏出海市场参与者。公司游戏业务主体——易幻网络在全球 20 个国家地区进行产品发行，用户遍布超 150 个国家，是重要的出海市场参与者。18 年 7-12 月，易幻网络在“中国 APP 发行商出海收入榜”中分别位列 7、16、19、15、13、14 名，2018 全年位列第 9 位，易幻在榜单中 Q2 时还保持在 5 位左右，Q3 由于无 S 级游戏发行，同时对手海外收入提升等原因，排行相对下降，Q4 排名随 S 级游戏发行得到回升，最终全年位列第 9。

图 6：2018-2019 年分月中国 app 发行商出海收入排行榜



数据来源：App Annie，西南证券整理

**深耕优势区域，辐射全球市场。**港澳台、韩国、东南亚是易幻网络重点市场，在上述地区已拥有较大的市场影响力。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日单日收入破百万美金；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。《我叫MT4》于11月在台湾和香港地区发行，游戏上线仅半小时迅速登上iOS免费榜排行第一。现阶段，公司在泛中华圈已形成一定优势，计划逐步向日本、中东等其他市场进行延伸，并最终向全球范围辐射。

图7：易幻海外市场布局

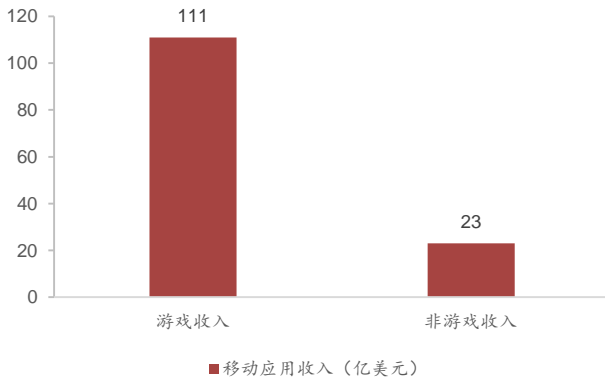


数据来源：公司公告，西南证券整理

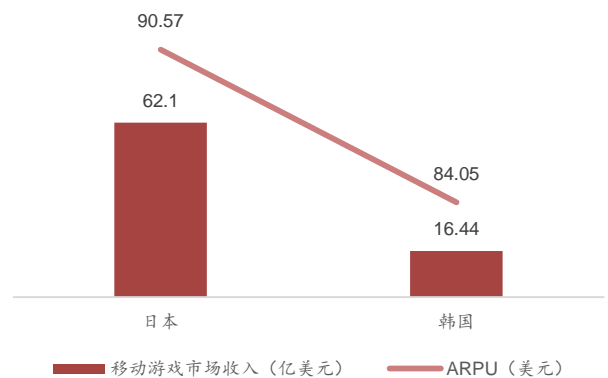
**渗透日本市场是公司下一步战略重心。**公司积极布局日本市场，加强在日本市场的发行力度。公司组建的日本运营团队于2019年在日本推出二次元游戏《遗忘之境》，后者是纯女性角色手机养成冒险RPG游戏，战斗模式创新，并启用豪华声优阵容配音，并辅以Live2D动画和多种社交互动系统，一经推出即获得日本iOS商店的官方推荐，拿下了免费榜Top3的位置，为进军日本战略实施打响第一枪。

日本是传统游戏市场，付费率高、付费习惯好，是游戏厂商必争的膏腴之地。

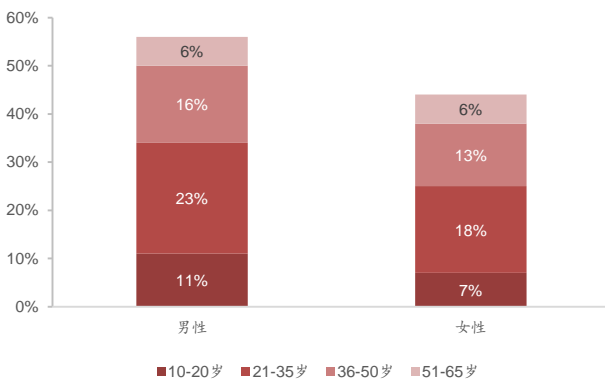
- **付费率高。**2018年，日本移动应用总收入为134亿美元，其中游戏收入为111亿美元，占比高达82.8%。其中，移动游戏市场收入为62.1亿美元，同口径下韩国移动游戏市场收入为16.4亿美元，ARPU指标上，日本玩家达到了90.6亿美元，韩国玩家为84.1亿美元。
- **付费基础好。**与国内不同，日本可谓“全民手游”，56%的玩家为男性，44%的玩家为女性，性别差异小，女性手游市场活跃；36-50岁的用户占比达29%，51-65岁的用户占比为12%，中老年群体在移动游戏市场的规模不可小觑。日本移动游戏用户中有45%为全职员工，兼职员工和全职家庭主妇/主夫占比分别达9%和11%，具有较强的消费实力。日本移动游戏玩家的付费水平居世界首位，近一半玩家愿意在游戏中付费。

**图 8: 2018 年日本移动应用收入**


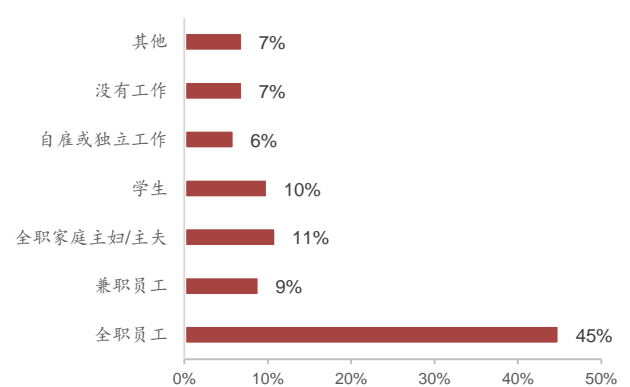
数据来源: Newzoo, 西南证券整理

**图 9: 2018 日本和韩国移动游戏市场收入及 ARPU**


数据来源: Mintegral, GameAnalytics, 西南证券整理

**图 10: 2018 年日本移动游戏用户性别和年龄构成**


数据来源: Newzoo, 西南证券整理

**图 11: 2018 日本移动游戏用户职业构成**


数据来源: Newzoo, 西南证券整理

- **游戏偏好显著。**日本市场对游戏品类的偏好较为显著，2018 年日本用户最喜爱的游戏类别中，角色扮演、动作、冒险、益智类游戏在收入榜和下载榜都名列前茅，其偏好于公司产品类型较为契合。

**表 1: 2018 年度日本排名前十的 iOS 游戏类型**

排名	按收入	按下载量
1	角色扮演	动作
2	动作	益智
3	冒险	冒险
4	卡牌	角色扮演
5	益智	模拟
6	策略	街机
7	模拟	家庭
8	体育	策略
9	音乐	棋盘
10	街机	体育

数据来源: Newzoo, 西南证券整理



**不断探索可能性，游戏品类日益增加。**公司不断尝试拓宽自己的游戏品类。易幻发行运营游戏过去已经包含模拟经营、战争策略、休闲竞技、MMORPG、MOBA 等多种类别。2017 年起，公司开始尝试进入二次元等细分领域，当年 9 月投资朝露科技入局二次元游戏开发与运行，增强了游戏品类的多元配置。随着投资收购各细分领域独具特色优势的游戏公司，公司有望不断拓宽自己的游戏品类，最终成为全球化的全品类大型游戏公司。

## 2.2 专注发行、发力研发，团队稳定高效积淀深厚

易幻网络创立以来专注于移动游戏的海外发行和运营，已搭建成熟稳定的本地化发行团队并交出了持续稳定的业绩表现。与此同时，易幻网络积累了大量用户资源，公司服务器目前已有 1.5 亿以上用户数据，可对拟发行游戏进行年龄层、性向和用户群判断，较准确地预测游戏流水及收益，实现风险收益的提前预判。

**上下游合作稳定，掌握海外市场主动权。**公司已完成与海外超过 100 条线上、线下渠道的对接，并与 Facebook、Twitter、Line、Kakao、DeNA 等建立了稳定合作，掌握了国际市场主动权，减少因平台政策不确定性带来的可能损失，这为公司海外发行提供了基础支撑。与此同时，公司通过对外投资加强对目标市场的输出能力，如参股日本当地发行公司 Cydonia、参股欧美发行商香港落鱼互动。公司与腾讯、网易、完美世界、畅游等游戏研发龙头企业保持良好合作关系，保证了持续的精品游戏供应。

与此同时，公司逐步加大游戏产业链投资、内容研发投入、流量运营投入。目前，公司成立专注研运一体的全球化中心，并持续投资优质 CP，一方面保证游戏产品的持续供应，也有效降低了对单一 CP 的依赖。公司未来将立足游戏发行业务，向研发方向进行拓展，最终形成全球化综合布局。

**利用大数据基础进行精准投放。**易幻网络至今累计发行约 230 款游戏、十几种语言并拥有全球超过 150 个国家的用户数据，2018 年月均活跃用户数超过三百万。基于这一强大的用户数据基础，易幻网络完善了大数据采集分析平台，通过提升数据分析能力，实现用户人群的清晰刻画，为运营及营销决策提供科学强大的数据支持，并用实际数据指导市场推广工作，提高推广效率，更精确定位目标用户，优化广告投放渠道、投放时段、投放人群、投放区域和广告创意，实现广告目标人群的精准投放，提高代理业务的利润率。易幻网络持续通过自身研发的游戏运营数据分析平台 GM Tool，对自身运营的所有游戏进行实时的数据监控，收集相关运营数据并进行不同品类之间和不同时间段之间的分析和比对，及时且客观评估游戏运营状况并制定最佳运营策略。

**表 2：公司目前主要开发项目**

项目名称	目标	进展	意义
面向开发者的游戏对接平台	以实现游戏对接的自动化为主，同时整合规范现有业务接口，实现接口统一管理，整合对接中常见问题，减少不必要的沟通，最终达到游戏对接的流程化、自动化。	已完成	1、更高效、更便捷对接新产品 2、高效管理各游戏、各内部业务接口；3、规范接口操作流程；4 总结归类常见问题；5、提高工作效率。
分布式大数据平台	1、实现全球各地区运营数据实时统计分析；2 实现全球各地区广告数据实时分析统计；3、实现全球各地区玩家行为实时分析统计。	已完成	1、给运营同事运营游戏时，提供可靠、准确、实时的数据报告，辅助运营同事提高运营质量；2 给市场同事进行广告推广时，对广告进行实时优化，进而节约成本提高 ROI。



项目名称	目标	进展	意义
基于 openstack 的易幻私有云服务系统	1、仪表盘显示当前硬件资源使用情况，云主机使用量；2、创建、修改、查看实例运行状态；3、云硬盘的添加、删除；4、系统镜像的创建、删除；5、虚拟机管理器；6、云主机类型管理；7、实例的管理。	已完成	本项目通过部署私有云服务，未来将部份业务迁移到云服务，实现服务器快速交付，业务快速迁移、备份。
CMBD 自动化管理系统	1、机房信息管理；2、机柜信息管理；3、IP 地址信息管理；4、服务器信息管理；5、管理机房信息；6、管理服务器信息；7、管理机柜信息。	已完成	本项目通过开发资产管理模块，管理机房、机柜、IP、服务器信息、网络设备信息，记录服务器变更过程，能清楚的查看服务器使用状况，库存状况等。
移动端 html5 游戏平台系统	随着游戏市场的发展趋势，越来越多的玩家都转向时间成本少可以利用零碎时间玩的游戏，同时也随着游戏的开发成本问题和技术的发张，越来越多游戏厂商陆续转向手机页游市场。作为一家游戏运营公司，应该更早和更好切入移动端页游市场，争取更多的市场份额。	已完成	1、迎合移动端页游市场需求；2 降低游戏接入的成本；3、降低金流接入的成本；4、优化原有的技术架构。
微信版后台系统	伴随着公司业务量不断增长，游戏带来的各项数据也在指数暴涨，利用好游戏数据来观察游戏生态、协助运营决策就变得尤为重要。而仅仅通过 PC 版的管理后台查看数据，已无法满足移动办公的要求，随时随地查看实时数据的需求变得尤为迫切。而微信版后台，就是为了解决这些问题。	已完成	1、更便捷地查看游戏数据；2、更及时地反馈游戏情况；3、有助于运营部门随时随地了解游戏生态，迅速做出反应。
渠道分析及管理系统	1、对项目负责人进行游戏和渠道的权限分配 2、检测游戏在各个渠道的推广质量；3、发现渠道推广的问题所在，重新调整渠道推广方案，有利于更好地找到用户。	开发中	渠道分析为手游的推广策略和效果评估提供了有力的数据依据。做好渠道分析，可以对渠道的质量作出有效的判断，能从投放效果中看出存在的问题，为更好地优化投放质量提供了参考依据。
广告数据预警系统	1、广告数据预警 1.1、监控广告投入的花费；1.2、监控广告带来的收益；1.3、监控广告投放过程中的其他异常；2、游戏数据预警 2.1、在线数、注册数、登录数异常监控；2.2、货币、道具流水数据监控；3、其他运营数据预警 3.1、网络异常监控；3.2、CPU 过高监控；3.3、系统异常监控；3.4、数据同步丢失监控；3.5、其他监控。	开发中	1、广告数据预警 1) 及时了解广告投放的成本动态：峰值和低谷；2) 及时了解广告投放带来实际效益：点击、安装、注册等；3) 及时了解广告投放过程中是否存在假量，激增等异常行为；2、为了及时了解游戏运营过程中的异常情况；3、为了及时了解各个运营系统资源异常，以及交互中是否有异常。
游戏统一支付系统	1、可支持各个地区的金流复用；2、可支持各个地区的支付功能复用；3、可支持各地区的充值活动功能复用；4、简化后台对账功能的开发。	开发中	1、增强不同地区的金流复用；2 降低功能的开发成本；3、降低储值的维护成本。
游戏账号管理系统	1、简化客户账号问题排查的流程；2、优化账户系统的缓存问题；3、登录接口标准化。	开发中	1、降低功能开发的成本；2、降低登录功能的维护成本。
实时游戏指标后台系统	1、建立实时流指标系统，实现海量数据的存储和数据分析，提高快速的业务反应能力；2、建立数据使用规范，提供有效的查询工具以及界面，降低内部使用的难度。	进行中	公司目前数据后台基本上是以报表的形式，由于数据的汇总粒度都是以天为单位，转变为以小时单位的时候，汇总和查询会变得很慢。所以采用大数据技术，按照分布式查询的原理，重新构建一套能够承载上百

项目名称	目标	进展	意义
			TB 数据量的实时指标分析系统, 实现有效的数据采集管理, 形成按小时为粒度的指标系统, 实现分时区查看数据以及按不同维度查看指标的的要求的需求应运而生, 为的是减少游戏的运营和决策时间, 达到更优的运营策略的目标。
游戏平台 微服务化架构	1、分布式集群管理, 及服务治理; 2、测试构建、部署自动化平台; 3、实现系统级的版本控制, 灰度发布、发布回滚等。	开发中	1、分布式管理、自动化运维; 2 有效的拆分应用, 实现敏捷开发与部署; 3、服务之间的解耦与快速演化, 提升服务的可用性与可靠性。
游戏开发数据 接入系统	提高游戏日志接入的效率, 从 3 周/人减少到 2 天/人。	进行中	1、为解放开发人员的生成力, 将不同的游戏日志的接入由开发转变成配置的行为, 节约人力成本, 从而使开发人员有更多时间关注到更为重要的工作上; 2、规范接入, 让无规则的日志, 统一接入方式。
游戏运营大数据 分析系统	1. 实现游戏分析 大数据采集系统和预处理系统; 2. 实现游戏分析玩家标签模型开发, 并实现其应用案例; 3. 实现即席查询工具的集成与开发。	开发中	1、集中全球游戏的数据收集和处理, 满足游戏分析数据要求; 2、产生玩家储值预测推荐, 减低广告投入成本; 3、简化内部提数与查询流程。
游戏门户移动平台	1、提供 Efun 游戏下载; 2、Efun 游戏资讯与社交圈打造; 3、用户 FAQ、客诉与积分奖励。	已完成	1、便于玩家提前了解与预下载游戏; 2、便于玩家更好的游戏体验, 与进行社交交互; 3、更好的处理与解决玩家问题, 并提高玩家粘度和活跃度。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

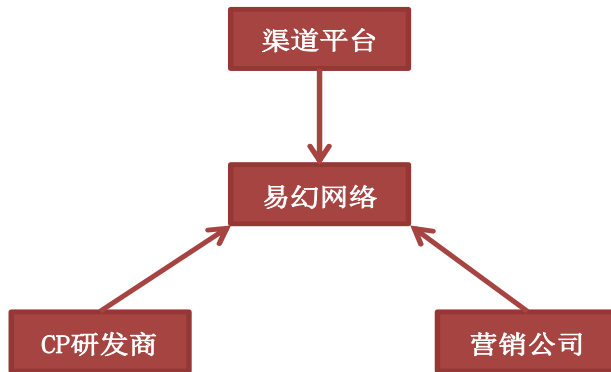
**人员齐备, 激励充分, 保证发行业务持续稳定。** 易幻游戏出海对接团队人员配备齐全, 核心成员稳定, 各区域中心均已形成与当地资源的良好对接。海外各市场均存在文化差异, 要实现良好的发行效果就需要本地化的当地落地团队, 新进者搭建当地团队至少需要半年到一年时间, 而易幻在当地富有经验的本土团队及合作资源也将有效筑起壁垒, 阻挡新进者的进入。2018 年, 易幻调整了内部管理框架, 构建公司、部门、人员的绩效考核体系, 倡导以目标为导向的绩效考核文化, 有效提升员工积极性, 实现易幻网络管理层、核心员工与公司长期利益的一致性。

## 2.3 放眼未来, 产业基金全面布局泛娱乐

**投资设立互联网产业投资基金布局泛娱乐。** 为加速公司在互联网产业内横、纵向布局, 把握战略性投资机会, 公司于 2016 年以自有资金人民币 3.5 亿元与辰韬资产共同发起设立了宝通辰韬互联网产业投资基金合伙企业 (有限合伙), 基金总规模 4 亿元, 重点投资游戏、娱乐、文化等内容制作、运营与相关先进硬件技术及其他新兴、成长性产业, 着重布局互联网相关领域。

**围绕核心资源, 打造游戏海外发行平台。** 公司通过产业基金及其他方式借用资本力量沿产业链不断布局, 领域涉及海内外媒体、明星、IP、CP 研发商及发行渠道商等。公司正尝试通过与国际、影视公司合作、明星合作、海外 IP 授权等方式储存 IP, 重点看好二次元相关 IP。同时公司计划加强与日本、韩国 CP 合作, 在目前代理国内游戏出海基础上代理日韩游戏的海外发行, 从而增加代理游戏来源, 提高发行市场地位。同时公司着手整合上游 CP 与下游渠道、营销公司试图打通游戏发行各环节, 构建发行平台从而进一步提高公司发行效率和影响力, 巩固海外市场, 扩大市场份额。

图 12: 公司布局 and 规划



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

加深同行战略合作, 促进营收稳定增长。易幻一直试图与国内外厂商保持良好的合作关系, 公司联合 TFJoy 与阿里游戏等国际发行商结成了“全球发行战略联盟”进行海外发行合作。同时与 Google、腾讯等长期维持战略合作关系。公司与同行业竞争公司管理良好, 已经打通上下游产业渠道并构建了稳健的业内联盟、关系网络, 这有助于促进公司营收稳定增长。

## 2.4 传统主业转型优化, 是公司稳步发展之基

公司是领先的智能输送服务商, 从事各类高强度橡胶输送带的研发、生产和销售, 屡获“中国输送带十强企业”称号。公司作为输送带领域的老牌高科技企业, 其产品具有抗腐蚀、耐高温等特性, 拥有更长的使用寿命。

公司持续推进新业务模式的转型升级, 依托多年行业经验和系统总包服务的先行优势, 积极布局工业输送服务转型, 提升系统总包服务的业务规模。宝通工程已尝试在澳大利亚加大输送带综合服务模式业务的拓展力度, 澳洲宝通已为中信泰富澳洲铁矿工厂开展多条物料输送线的总包综合服务。

图 13: 公司是领先的智能输送服务商



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

2018 年公司开拓了国际客户 Fortescue Metals Group Ltd、BHP Escondida Mineral 和 Rio Tinto Group 等, 向海外市场积极推广公司新产品, 实现管状带、芳纶带、提升机带、预警带、自纠偏带等新特产品的出口。同时, 公司加强与国内长期合作伙伴的合作发展, 分别与江苏利电能源集团、马鞍山钢铁股份有限公司签署了战略合作协议, 战略合作有望实现产业资源共享, 保持国内业务订单量稳定, 进一步加强公司在国内的优势地位, 实现上下游共赢发展。

## 3 财务分析

### 3.1 偿债能力分析

**长期偿债能力:** 近年, 公司资产负债率有所增长, 但始终处于安全区域, 2018 年公司资产负债率为 28.9%。公司资产负债率持续增长的原因是公司加大了扩张力度, 新业务和传统业务均进行了信息化和数据化建设, 短期内增加了企业的负债率, 但长期而言有利于企业未来发展。

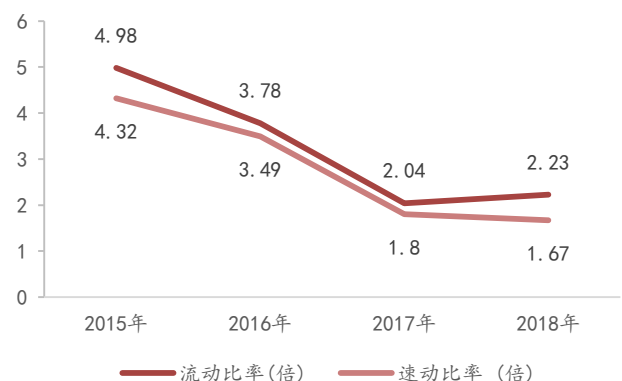
**短期偿债能力:** 2018 年, 公司流动比率为 2.23, 速动比率为 1.67。公司的收入来源主要为游戏充值带来的流水收入和输送带产品和相关服务的销售收入, 传统业务所占比重较小, 资产流动性强, 具有较强的短期偿债能力, 资本结构健康合理。

图 14: 公司资产负债率



数据来源: Wind, 西南证券

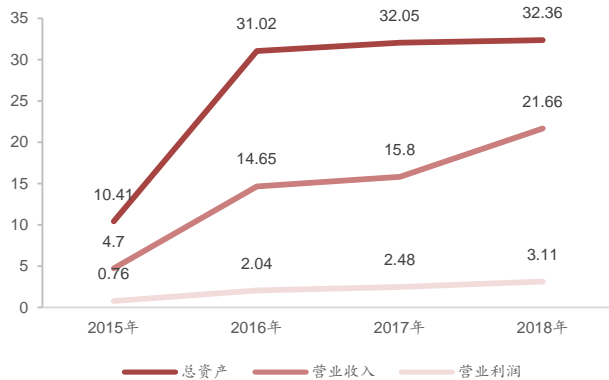
图 15: 公司流动比率和速动比率



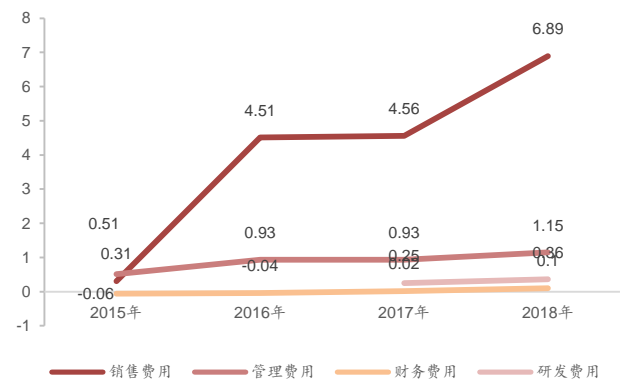
数据来源: Wind, 西南证券整理

### 3.2 费用分析

2018 年, 公司的销售费用为 6.89 亿元; 管理费用为 1.15 亿元; 财务费用为 -0.09 亿元; 研发费用为 0.36 亿元。公司的销售费用同比增长 51.31%, 主要是因为子公司易幻网络金流渠道费及市场推广费增加。研发费用同比增长 46.42%, 公司加大了研发投入, 目前在研项目 15 个, 将有助于公司进一步优化产品性能, 提升市场竞争力。因为公司贷款利息增加, 财务费用 488.87%。2018 年公司的费用投入更高, 销售费用提高有助于推广公司的游戏产品, 研发力度加大有利于公司长远的可持续发展。预期随着公司品牌知名度提高, 市场竞争力增强, 公司有望提高费用利用效率。

**图 16: 公司总资产、营业收入和营业利润 (亿元)**


数据来源: Wind, 西南证券

**图 17: 公司销售费用、管理费用和财务费用 (亿元)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 游戏业务快速增长, 区域开拓顺利实施, 毛利率维持在 66% 左右;

假设 2: 传统主业转型升级, 毛利率维持在 30% 左右。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

**表 3: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
游戏业务	收入	1424.2	1851.5	2314.3	2730.9
	增速	42.9%	30.0%	25.0%	18.0%
	毛利率	66.6%	65.5%	66.0%	66.5%
传统业务	收入	742.0	834.2	917.9	981.3
	增速	27.3%	12.4%	10.0%	6.9%
	毛利率	31.5%	30.7%	30.4%	30.2%
合计	收入	2166.2	2685.7	3232.3	3712.2
	增速	37.1%	24.0%	20.4%	14.8%
	毛利率	54.6%	54.7%	55.9%	56.9%

数据来源: Wind, 西南证券

### 4.2 相对估值

由于公司业务板块分属不同行业, 我们采用分部估值法进行预测。

#### 1) 游戏板块



我们选取世纪华通、吉比特、完美世界作为可比公司，2019年PE均值为19.63倍，我们给予公司游戏板块20倍估值。

**表 4: 可比公司相对估值**

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002602.SZ	世纪华通	18.84	0.41	0.71	0.83	50.10	23.45	20.09
603444.SH	吉比特	216.52	10.06	11.60	13.45	14.72	18.66	16.10
002624.SZ	完美世界	27.62	—	1.64	1.91	21.51	16.79	14.47
	中值					21.51	18.66	16.10
	均值					28.78	19.63	16.89

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券整理 (数据截至 2019.4.26)

## 2) 传统板块

我们选取双箭股份、三维股份作为传统业务可比公司，2019年PE均值为18.23倍，我们给予公司传统板块18倍估值。

**表 5: 可比公司相对估值**

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002381.SZ	双箭股份	9.31	0.36	0.50	0.63	18.36	18.70	14.80
603033.SH	三维股份	25.00	0.65	1.41	2.08	29.26	17.76	12.00
	均值					23.81	18.23	13.40

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券整理 (数据截至 2019.4.26)

**表 6: 公司整体估值**

板块分类	2019 预计毛利润 (百万元)	2019 预计净利润 (百万元)	PE	市值 (百万元)
游戏板块	1212.7	324.0	20	6480.0
传统板块	256.3	22.7	18	408.6
合计				6888.6

数据来源: 西南证券 (此处将游戏板块毛利润近似为新业态毛利润)

通过分业务测算，我们估算公司2019年对应市值为68.9亿元，公司总股本为3.97亿股，对应股价为17.36元/股，相当于20倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5 风险提示

市场竞争加剧的风险，原材料价格变动的风险，新游戏上线或不及预期的风险，区域拓展或不及预期的风险，核心人才流失的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2166.23	2685.70	3232.27	3712.24	净利润	289.00	368.76	492.26	601.13
营业成本	983.34	1216.71	1425.98	1600.07	折旧与摊销	112.36	20.80	20.80	20.80
营业税金及附加	5.10	6.48	8.00	9.04	财务费用	9.52	18.03	15.67	14.54
销售费用	689.29	886.28	1066.65	1225.04	资产减值损失	16.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	114.58	161.44	186.52	217.19	经营营运资本变动	-453.85	-164.84	-116.28	-120.08
财务费用	9.52	18.03	15.67	14.54	其他	208.11	0.16	2.11	-0.87
资产减值损失	16.02	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>181.17</b>	<b>242.92</b>	<b>414.56</b>	<b>515.52</b>
投资收益	0.88	0.00	0.00	0.00	资本支出	14.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-0.16	-0.11	-0.13	其他	-66.59	-0.16	-0.11	-0.13
其他经营损益	-7.63	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-52.11</b>	<b>-0.16</b>	<b>-0.11</b>	<b>-0.13</b>
<b>营业利润</b>	<b>311.24</b>	<b>396.59</b>	<b>529.34</b>	<b>646.23</b>	短期借款	88.00	-108.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.85	-0.54	-0.64	-0.61	长期借款	105.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>310.40</b>	<b>396.05</b>	<b>528.70</b>	<b>645.62</b>	股权融资	-262.52	0.00	0.00	0.00
所得税	21.39	27.30	36.44	44.50	支付股利	0.00	-54.35	-69.35	-92.57
净利润	289.00	368.76	492.26	601.13	其他	-337.01	-32.07	-15.67	-14.54
少数股东损益	17.26	22.02	29.39	35.90	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-406.54</b>	<b>-194.42</b>	<b>-85.01</b>	<b>-107.11</b>
归属母公司股东净利润	271.75	346.74	462.87	565.23	<b>现金流量净额</b>	<b>-260.55</b>	<b>48.33</b>	<b>329.43</b>	<b>408.28</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	362.94	411.28	740.71	1148.99	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	760.91	991.60	1175.34	1341.11	销售收入增长率	37.12%	23.98%	20.35%	14.85%
存货	212.44	262.86	306.07	344.69	营业利润增长率	25.56%	27.42%	33.47%	22.08%
其他流动资产	13.15	16.31	19.63	22.54	净利润增长率	22.14%	27.60%	33.49%	22.12%
长期股权投资	7.25	7.25	7.25	7.25	EBITDA 增长率	19.85%	0.53%	29.94%	20.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	247.39	236.35	225.31	214.26	毛利率	54.61%	54.70%	55.88%	56.90%
无形资产和开发支出	1267.55	1264.98	1262.41	1259.84	三费率	37.55%	39.68%	39.26%	39.24%
其他非流动资产	364.35	357.16	349.98	342.79	净利率	13.34%	13.73%	15.23%	16.19%
<b>资产总计</b>	<b>3235.99</b>	<b>3547.79</b>	<b>4086.70</b>	<b>4681.46</b>	ROE	12.56%	14.18%	16.28%	17.02%
短期借款	108.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.93%	10.39%	12.05%	12.84%
应付和预收款项	363.04	450.55	537.92	600.32	ROIC	15.04%	16.65%	20.31%	23.18%
长期借款	255.00	255.00	255.00	255.00	EBITDA/销售收入	19.99%	16.21%	17.51%	18.36%
其他负债	209.45	241.37	269.99	293.80	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>935.49</b>	<b>946.92</b>	<b>1062.91</b>	<b>1149.12</b>	总资产周转率	0.67	0.79	0.85	0.85
股本	396.77	396.77	396.77	396.77	固定资产周转率	8.48	11.20	14.13	17.05
资本公积	961.31	961.31	961.31	961.31	应收账款周转率	5.28	5.08	4.86	4.82
留存收益	904.84	1197.23	1590.75	2063.41	存货周转率	5.25	5.12	5.00	4.89
归属母公司股东权益	2265.29	2543.64	2937.16	3409.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.14%	—	—	—
少数股东权益	35.21	57.23	86.62	122.52	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2300.50</b>	<b>2600.87</b>	<b>3023.79</b>	<b>3532.34</b>	资产负债率	28.91%	26.69%	26.01%	24.55%
负债和股东权益合计	3235.99	3547.79	4086.70	4681.46	带息债务/总负债	38.80%	26.93%	23.99%	22.19%
					流动比率	2.23	2.73	3.06	3.49
					速动比率	1.88	2.30	2.64	3.07
					股利支付率	0.00%	15.67%	14.98%	16.38%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.68	0.87	1.17	1.42
					每股净资产	5.71	6.41	7.40	8.59
					每股经营现金	0.46	0.61	1.04	1.30
					每股股利	0.00	0.14	0.17	0.23
业绩和估值指标									
EBITDA	433.13	435.42	565.81	681.57					
PE	20.21	15.84	11.86	9.72					
PB	2.42	2.16	1.87	1.61					
PS	2.53	2.04	1.70	1.48					
EV/EBITDA	12.00	11.58	8.33	6.32					
股息率	0.00%	0.99%	1.26%	1.69%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn