天风证券 TF SECURITIES

宝通科技（300031）

证券研究报告
2019 年 09 月 04 日

上半年业绩符合预期，关注下半年 S 级产品上线表现

事件：公司于 8 月 10 日发布中报，19H1 实现营收 11.83 亿元，同增 19.6%；归母净利 1.67 亿，同增 17.3%；扣非归母净利 1.65 亿，同增 17.5%。业绩位于前期业绩预告 1.56-1.99 亿元（同增 10%-40%的中线偏下水平），基本符合前期预期。经拆分，19Q2 营收 5.81 亿，同增 4.6%；归母净利 0.79 亿，同比下降 10.4%，扣非归母净利 0.78 亿，同比下降 11.1%，主要系头部游戏上线延后，欧美市场扩张销售费用增长及贷款增长财务费用增长。19H1 综合毛利率 60.1%，同比上升 4.2pcts；净利率 14.5%，同比下降 1.7pcts。

手游业务收入增长稳定，自研游戏表现值得关注。19H1 手游业务营收 7.9 亿元，同增 20.6%，净利 1.35 亿元（与去年同期 1.36 亿元相比基本持平）。2019 年 1-6 月公司累计新增代理运营游戏 17（分不同地区版本）款，其中港澳台 3 款、韩国 5 款、东南亚 4 款、日本地区 1 款、其他地区 4 款。截止到 2019 年 6 月 30 日，累计仍在线运营游戏 62（分不同地区版本）款，其中港澳台 13 款、韩国 19 款、东南亚 21 款、日本地区 1 款、其他地区 8 款，涉及约 130 个国家和地区。其中包括：

1）公司运营的《삼국지 M》（三国群英传）、《오크:복수의 맹세》（万王之王）、《我叫 MT4》等多款精品手游收入继续保持稳定。

2）19 年 2 月在日本发布首款产品《ミラージュ・メモリアル》（遗忘之境），上线后获得了日本 Google 商店的官方新游推荐，下载量表现优异：GooglePlay 下载榜 TOP2 和 AppStore 免费下载榜 TOP4。

3）19 年 3 月陆续上线的韩国二次元游戏《마녀 병기》（魔女兵器）、《侠客风云传》、《江湖群侠传 ol》、《时之歌》、《妖神记》等产品成绩不俗。

4）同时，公司根据既定的战略部署，充分利用政策红利，结合未来战略部署，控股子公司海南高图主攻全球化研运一体业务拓展，报告期内，已在全球约 130 个国家和地区发行了《King's Throne: Game of Lust》、《War And Magic》，成为公司新的业绩增长点。

费用率方面：销售费用/财务费用增长明显，管理费用/研发费用保持稳定。

1）销售费用率：19H1 销售费用 4.30 亿元，同增 37.3%，销售费用率 36.3%，同增 4.7pcts，主要系移动互联网业务广告费及渠道费增加。

2）管理费用率（含研发费用）：19H1 管理费用 0.74 亿元，同比上升 20.9%，管理费用率 6.2%，同比保持不变，主要系职工薪酬增加所致。其中 19H1 研发费用 0.15 亿元，同增 2.3%，研发费用率 1.3%，同比下降 0.2pcts。

3）财务费用率：19H1 财务费用 0.12 亿，同增 82.9%，系贷款利息增加。

投资观点：中报业绩符合我们年初深度报告预期，根据游戏排期我们调整公司盈利预测，预计公司 19-21 年净利分别为 3.60/4.34/5.17 亿元，对应估值为 13x/11x/9x，上半年看游戏出海市场竞争加剧，但公司在 S 级产品上线较少的情况下仍能保持手游业务业绩稳定，同时公司高管增持 8007 万、3 亿员工持股计划、5 亿可转债方案等，彰显公司长期信心，建议关注下半年《完美世界》、《龙族幻想》（国内均由腾讯发行）等头部游戏上线表现，同时关注下半年产业基金投资收益有望带来弹性。

风险提示：限售股解禁后资金面减持风险、游戏上线时间或表现不及预期风险、税收政策变化等政策趋严风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,579.82	2,166.23	2,641.07	3,175.62	3,784.70
增长率(%)	7.87	37.12	21.92	20.24	19.18
EBITDA(百万元)	278.33	385.59	452.16	545.07	637.69
净利润(百万元)	221.01	271.75	360.22	434.02	517.36
增长率(%)	57.05	22.96	32.56	20.49	19.20
EPS(元/股)	0.56	0.68	0.91	1.09	1.30
市盈率(P/E)	21.47	17.46	13.17	10.93	9.17
市净率(P/B)	2.07	2.09	1.81	1.55	1.33
市销率(P/S)	3.00	2.19	1.80	1.49	1.25
EV/EBITDA	18.52	12.72	8.97	6.75	5.25

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	11.76 元
目标价格	15 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	396.77
流通 A 股股本(百万股)	324.07
A 股总市值(百万元)	4,665.99
流通 A 股市值(百万元)	3,811.11
每股净资产(元)	6.33
资产负债率(%)	45.24
一年内最高/最低(元)	17.20/9.82

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

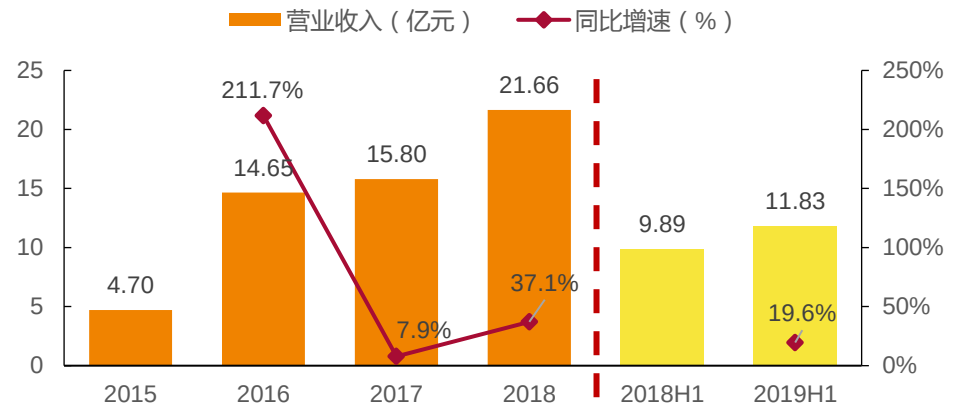
1 《宝通科技-公司点评:一季度 50~80%高增长超预期，出海逻辑逐步验证》2019-02-28

2 《宝通科技-公司点评:游戏出海区域化发行龙头，向全球研运一体化起航》2019-01-23

3 《宝通科技-季报点评:提醒关注《万王之王》、《我叫 MT4》等 S 级手游上线》2018-11-13

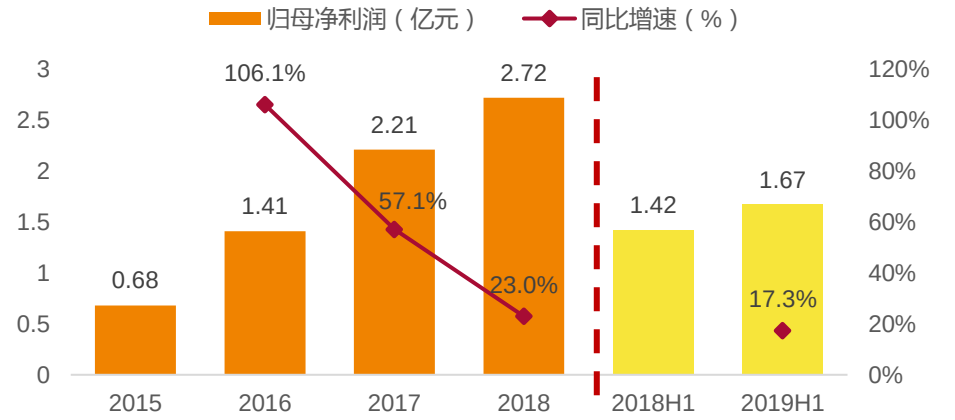
公司 19H1 实现营收 11.83 亿元，同比增长 19.6%；归母净利润 1.67 亿元，同比增长 17.3%；扣非归母净利润 1.65 亿元，同比增长 17.5%，基本符合预期。

图 1：2015-2019H1 公司营业收入及同比情况



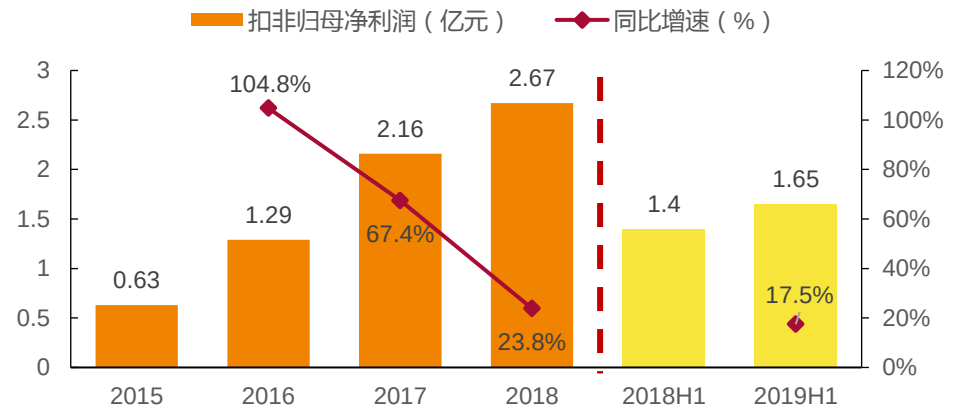
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：2015-2019H1 公司归母净利润及同比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

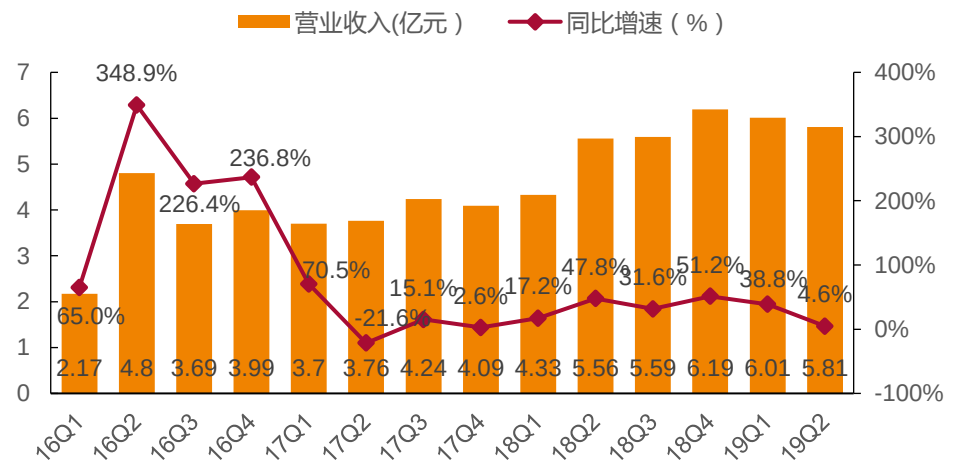
图 3：2015-2019H1 公司扣非归母净利润及同比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

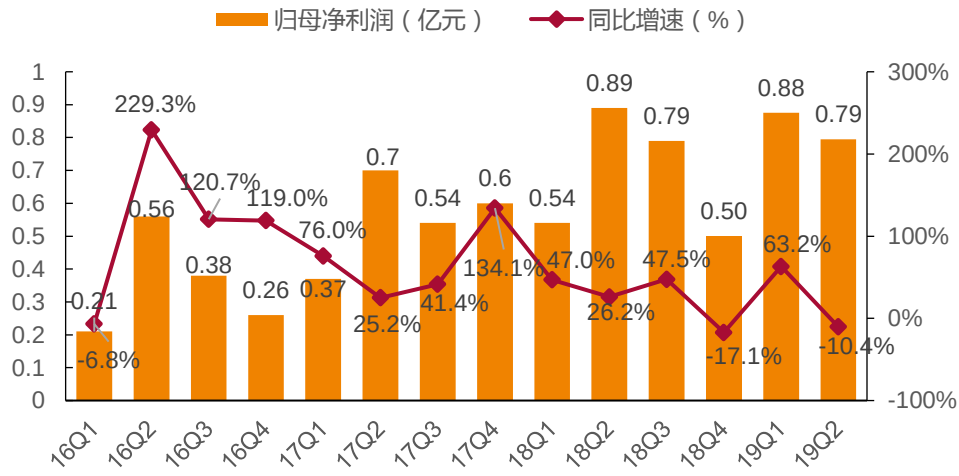
分季度看，公司 19Q2 实现营业收入 5.81 亿元，同比增长 4.6%；实现归母净利 0.79 亿元，同比下降 10.4%，主要系 18Q2 基数较高。

图 4：16Q1-19Q1 公司季度营收情况对比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：16Q1-19Q1 公司季度归母净利润情况对比



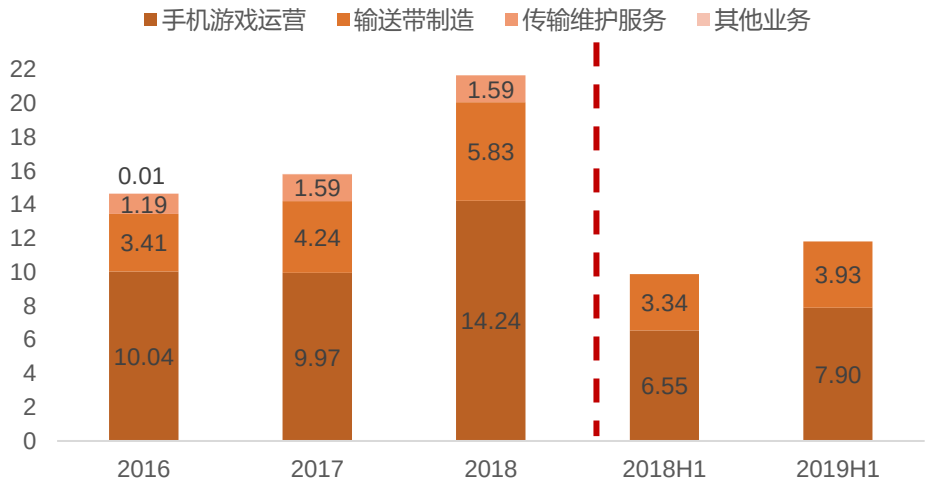
资料来源：公司公告、天风证券研究所

分业务拆分：

1）19H1 手游业务营收 7.90 亿元，同比增长 20.7%，占营收比重 66.8%（+0.6pcts），毛利率 72.4%，同比增长 4.1pcts；

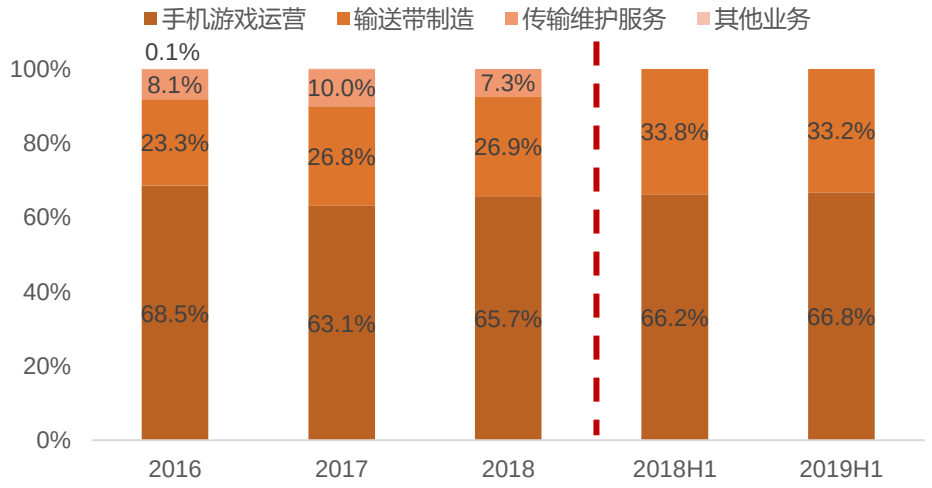
2）19H1 输送带制造及服务营收 3.93 亿元，同增 17.6%，毛利率 35.5%，同增 3.9pcts。

图 6：2016-2019H1 公司主营业务构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

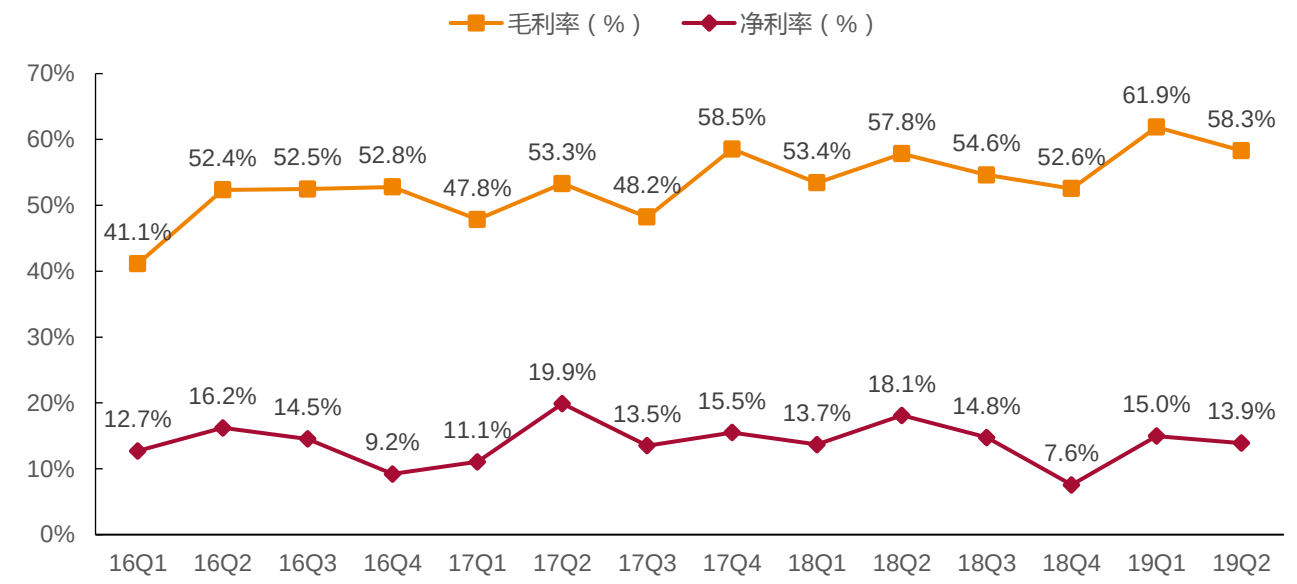
图 7：2016-2019H1 各业务占比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

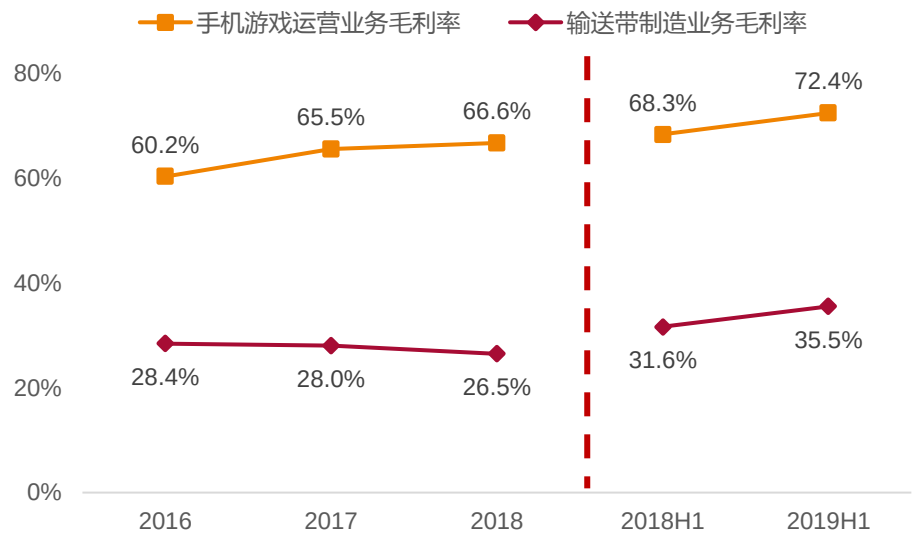
公司 19H1 毛利率 60.1%，同比上升 4.2pcts；净利率 14.5%，同比下降 1.7pcts。19H1 分业务毛利率均有上升，其中手游业务毛利率提升 4.1pcts。

图 8：16Q1-19Q2 公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

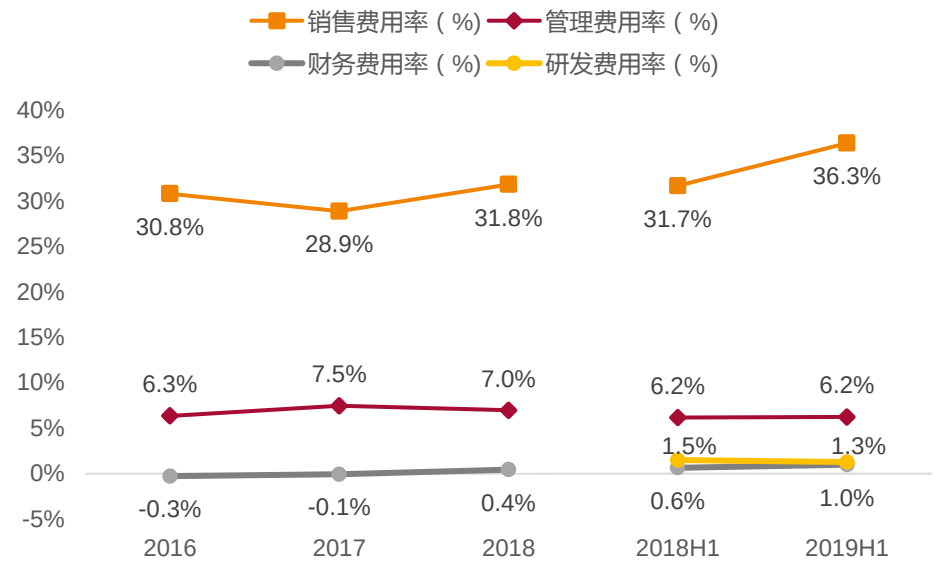
图 9：2016-2019H1 公司分业务毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司 19H1 销售费用率同比上升 4.7pcts，主要系海外市场（欧美市场）扩张导致的移动互联网业务广告费及渠道费增加所致；19H1 财务费用 0.12 亿，同增 82.9%，系贷款利息增加所致，公司短期借款二季度提升了 12.5 亿，预计是为“现代工业散货物料智能产业 集群生产基地”传统业务项目做准备。

图 10：2016-2019H1 公司费用率情况



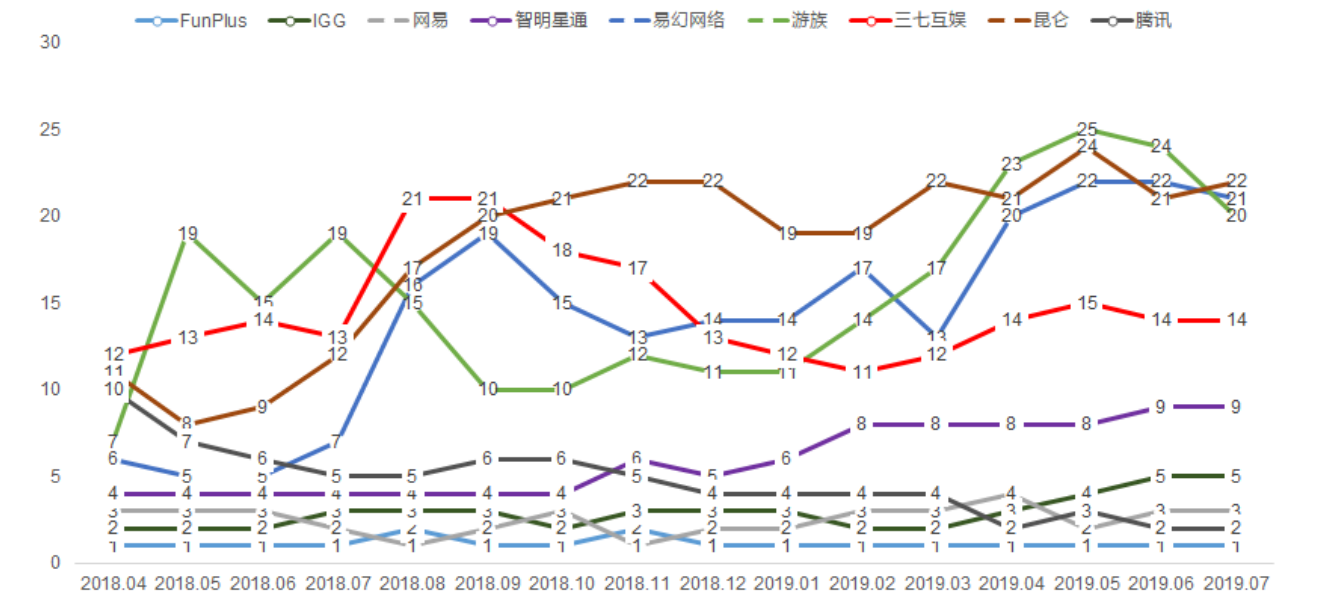
资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：为保持口径一致，19H1 将研发费用加回管理费用

伽马数据显示，2019 年 1~6 月，中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入为 57.3 亿美元，同比增长 23.8%。相比于一季度，19Q2 宝通科技子公司易幻网络出海收入排名下跌至 20 名外，公司 19Q2 业绩下滑。

图 11：2008H1~2019H1 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入情况

资料来源：伽马数据、天风证券研究所

图 12：2018 年 4 月-2019 年 7 月主要游戏公司出海收入排名



资料来源：App Annie、天风证券研究所；注：排名结果为 iOS 及 Google Play 综合，且不包括中国公司的海外收购公司以及中国公司通过海外代理发行。

此外，公司 9 月 2 日晚公告拟公开发行总规模不超过 5 亿元（含 5 亿元）的可转换公司债券，共计发行不超过 500 万张，每张面值为 100 元，拟投入“现代工业散货物料智能产业集群生产基地”传统业务项目中，该项目预计投资总额达 6 亿元，而中报显示公司短期借款二季度提升了 12.5 亿以及持有现金提升了 12 亿，预计与该项目的推进与资金准备有关。

公司 5 亿可转债方案体现公司“双主业”战略稳定推进，19H1 输送带制造及服务营收 3.93 亿元，同比增长 17.6%，毛利率 35.5%，同比增长 3.9pcts。本次方案落地后也将优化公司融资结构，提高公司现金储备，有利包括游戏出海的“双主业”战略发展。

公司现代工业散货物料智能输送与服务收入逐年增长，主要系一方面，随着供给侧改革不断深化，实体经济活力不断释放，下游行业投资意愿提升；另一方面，公司持续推进技术创新和研发成果转化，不断提升公司的智能制造水平，成立了“全球先进输送技术与数字化服务创新中心”，通过技术创新能力和信息化建设水平的提升，打造行业内第一家以工业散货物料智能输送与服务为研究方向，集材料、电气、机械、力学、软件信息、光电技术、传感技术、人工智能多领域交叉的国际型技术创新高地，推动公司智慧工厂的建立以及智能输送产品的研发与应用。

投资观点：

中报业绩符合我们年初深度报告预期，根据游戏排期我们调整公司盈利预测，暂不考虑投资收益，我们预计公司 19-21 年净利分别为 3.60/4.34/5.17 亿元（v.s.前期盈利预测 18-20 年净利分别为 2.77/3.66/4.39 亿元），当前对应估值为 13x/11x/9x，上半年看游戏出海市场竞争加剧，但公司在 S 级产品上线较少的情况下仍能保持手游业务业绩稳定，同时公司高管增持 8007 万、3 亿员工持股计划、5 亿可转债方案等，彰显公司长期信心，建议关注下半年《完美世界》、《龙族幻想》（国内均由腾讯发行）等头部游戏上线表现，同时关注下半年产业基金投资收益有望带来弹性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	650.26	362.94	1,377.17	1,780.65	2,145.40
应收票据及应收账款	439.11	619.11	804.85	720.74	1,097.46
预付账款	70.48	113.88	73.38	172.43	115.58
存货	162.44	212.44	181.91	320.73	241.60
其他	27.24	41.07	122.39	83.61	87.58
流动资产合计	**1,349.53**	**1,349.45**	**2,559.71**	**3,078.16**	**3,687.63**
长期股权投资	0.00	7.25	7.25	7.25	7.25
固定资产	265.57	245.39	255.67	285.69	314.55
在建工程	0.00	2.00	37.20	70.32	72.19
无形资产	28.07	27.06	25.96	24.86	23.76
其他	1,562.14	1,604.85	1,511.28	1,512.77	1,511.84
非流动资产合计	**1,855.78**	**1,886.54**	**1,837.36**	**1,900.89**	**1,929.59**
资产总计	**3,205.31**	**3,235.99**	**4,397.07**	**4,979.05**	**5,617.22**
短期借款	20.00	108.00	900.00	900.00	900.00
应付票据及应付账款	269.98	308.27	310.15	489.67	439.59
其他	370.36	189.25	450.47	388.49	521.85
流动负债合计	**660.34**	**605.52**	**1,660.62**	**1,778.16**	**1,861.44**
长期借款	150.00	255.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	44.07	74.97	55.22	58.09	62.76
非流动负债合计	**194.07**	**329.97**	**55.22**	**58.09**	**62.76**
负债合计	**854.41**	**935.49**	**1,715.85**	**1,836.25**	**1,924.20**
少数股东权益	63.97	35.21	58.08	85.65	118.50
股本	396.77	396.77	396.77	396.77	396.77
资本公积	1,223.84	961.31	961.31	961.31	961.31
留存收益	1,902.55	1,866.15	2,226.37	2,660.38	3,177.75
其他	(1,236.23)	(958.94)	(961.31)	(961.31)	(961.31)
股东权益合计	**2,350.90**	**2,300.50**	**2,681.22**	**3,142.80**	**3,693.02**
负债和股东权益总	**3,205.31**	**3,235.99**	**4,397.07**	**4,979.05**	**5,617.22**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**1,579.82**	**2,166.23**	**2,641.07**	**3,175.62**	**3,784.70**
营业成本	758.21	983.34	1,177.39	1,401.40	1,655.43
营业税金及附加	4.58	5.10	6.22	7.48	8.92
营业费用	455.56	689.29	877.89	1,058.75	1,275.07
管理费用	117.76	114.58	131.79	167.99	204.37
研发费用	24.87	36.42	44.40	53.39	71.15
财务费用	(0.60)	9.52	25.09	31.36	26.37
资产减值损失	2.89	16.02	3.00	3.00	3.00
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	(6.75)	36.17	43.50	50.55
其他	(9.79)	7.45	(72.33)	(87.00)	(101.10)
营业利润	**247.89**	**311.24**	**411.45**	**495.75**	**590.94**
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**	**411.45**	**495.75**	**590.94**
所得税	11.35	21.39	28.36	34.17	40.73
净利润	**236.63**	**289.00**	**383.09**	**461.58**	**550.22**
少数股东损益	15.62	17.26	22.88	27.56	32.86
归属于母公司净利润	**221.01**	**271.75**	**360.22**	**434.02**	**517.36**
每股收益（元）	0.56	0.68	0.91	1.09	1.30

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	236.63	289.00	360.22	434.02	517.36
折旧摊销	114.09	112.36	15.62	17.96	20.37
财务费用	1.56	7.17	25.09	31.36	26.37
投资损失	(3.79)	(0.88)	(36.17)	(43.50)	(50.55)
营运资金变动	231.57	(193.90)	140.89	3.94	(155.83)
其它	(272.42)	(32.58)	22.88	27.56	32.86
经营活动现金流	**307.64**	**181.17**	**528.53**	**471.34**	**390.57**
资本支出	12.13	(8.39)	79.74	77.14	45.33
长期投资	0.00	7.25	0.00	0.00	0.00
其他	93.41	(50.97)	(103.58)	(113.64)	(44.78)
投资活动现金流	**105.55**	**(52.11)**	**(23.83)**	**(36.50)**	**0.55**
债权融资	170.00	363.00	900.00	900.00	900.00
股权融资	(448.13)	(257.27)	(27.47)	(31.36)	(26.37)
其他	69.37	(512.26)	(363.00)	(900.00)	(900.00)
筹资活动现金流	**(208.76)**	**(406.54)**	**509.53**	**(31.36)**	**(26.37)**
汇率变动影响	0.00	(7.63)	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**204.42**	**(285.11)**	**1,014.23**	**403.48**	**364.75**

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	7.87%	37.12%	21.92%	20.24%	19.18%
营业利润	21.68%	25.56%	32.20%	20.49%	19.20%
归属于母公司净利润	57.05%	22.96%	32.56%	20.49%	19.20%
获利能力					
毛利率	52.01%	54.61%	55.42%	55.87%	56.26%
净利率	13.99%	12.54%	13.64%	13.67%	13.67%
ROE	9.66%	12.00%	13.73%	14.20%	14.47%
ROIC	11.37%	19.28%	20.99%	25.39%	28.88%
偿债能力					
资产负债率	26.66%	28.91%	39.02%	36.88%	34.26%
净负债率	-20.43%	0.00%	-17.80%	-28.02%	-33.72%
流动比率	2.04	2.23	1.54	1.73	1.98
速动比率	1.80	1.88	1.43	1.55	1.85
营运能力					
应收账款周转率	3.45	4.09	3.71	4.16	4.16
存货周转率	11.58	11.56	13.39	12.64	13.46
总资产周转率	0.50	0.67	0.69	0.68	0.71
每股指标（元）					
每股收益	0.56	0.68	0.91	1.09	1.30
每股经营现金流	0.78	0.46	1.33	1.19	0.98
每股净资产	5.76	5.71	6.61	7.71	9.01
估值比率					
市盈率	21.47	17.46	13.17	10.93	9.17
市净率	2.07	2.09	1.81	1.55	1.33
EV/EBITDA	18.52	12.72	8.97	6.75	5.25
EV/EBIT	21.11	13.97	9.29	6.98	5.42

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