

移动互联+工业互联双轮驱动，2020 年有望 迎来自研产品与发行区域突破 买入（维持）

2020 年 01 月 13 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李赛

lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,166	2,565	3,130	3,820
同比（%）	37.1%	18.4%	22.0%	22.0%
归母净利润（百万元）	272	312	389	501
同比（%）	23.0%	14.9%	24.5%	28.9%
每股收益（元/股）	0.68	0.79	0.98	1.26
P/E（倍）	26.30	22.89	18.38	14.26

投资要点

■ **移动互联+工业互联双轮驱动营收增长。**公司营收主要分为工业智能输送服务业务和手游业务。工业互联网方面，公司各式输送带制造均处于国内领先地位，目前国内输送带市场约为 300 亿，后端智能输送市场预计为 1300-1500 亿，在此基础上，公司积极布局智能化工业传输，以“数+网+智”模式驱动输送行业新变革，主要通过传感器、大数据、云服务平台等技术手段为国内外客户全方位提供智能输送全栈式服务。前期积累的稳定顾客源结合完善的营销服务网络，保障该部分业绩稳定增长。2019H1 输送系统服务收入占比 33.2%。移动互联方面，公司于 16 年布局游戏业务，近年完成由代理发行向研运一体转变。16 年收购国内手游出海龙头——易幻网络，18 年先后设立海南高图（研运一体）及成都聚获（自研），布局研运一体，2019H1 移动游戏运营收入占比 66.8%。

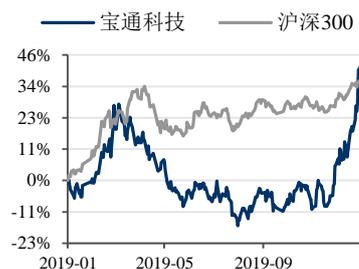
■ **19 年游戏业务表现强劲，20 年产品储备丰富，自研占比不断提升。**2019 年公司发行的《三国群英传》、《万王之王》、《遗忘之境》、《完美世界》、《龙之怒吼》、《龙族幻想》、《War And Magic》等多款游戏在韩国、港台、东南亚、日本、欧美等市场表现优秀，均曾冲上 Apple Store 和 Google Play 榜单前列，至今流水稳定。2020 年游戏储备丰富，包括《王者围城》、《决战三国》、《剑侠情缘》等，已签产品共计 11 款，流程签订中产品 9 款，同时自研占比将不断提升，预计 20 年将有 4 款以上自研产品，包括子公司成都聚获在研产品《终末塔卫团》，预计 20 年 Q1 上线测试，研运一体布局不断完善。

■ **立足韩港台和东南亚，发行区域有望突破日本和欧美地区。**公司 12 年从港澳台起步，13 年进入韩国和东南亚市场，16-17 年称霸东南亚，18 年韩国市场中国公司第一，在韩国、港台和东南亚地区发行优势突显。预计优势地区业务占比 70% 以上，相比之下日本、欧美市场发展潜力较大。2019 年子公司易幻网络产品《遗忘之境》上线日本取得 Google Play 下载榜 TOP2 和 App Store 免费下载榜 TOP4 的成绩，2020 年预计发行新游戏《梦境链接》，继续深耕日本市场。子公司海南高图凭借两款自研/定制游戏《War And Magic》和《King's Throne: Game of Lust》成功在 2019 年打开欧美市场，其中《War And Magic》预计月流水稳定在 2000 万元，2020 年储备有《Zold:out》、《WST》、《Project C》等自研/定制游戏，有望进一步提升日本、欧美等新区市场份额。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 19-21 年实现营收 25.7/31.3/38.2 亿元，归母净利 3.12/3.89/5.01 亿，EPS 分别为 0.79/0.98/1.26 元，考虑公司手游业绩增速与工业智能输送服务业务稳定发展，给予 20 年 25-28 倍估值，对应目标价 24.5-27.4 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**游戏流水不及预期，新游上线推迟，政策监管风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.01
一年最低/最高价	10.51/18.33
市净率(倍)	2.81
流通 A 股市值(百万元)	5836.58

基础数据

每股净资产(元)	6.41
资产负债率(%)	46.13
总股本(百万股)	396.77
流通 A 股(百万股)	324.07

相关研究

- 1、《宝通科技 (300031)：游戏出海表现出色，易幻业绩完成率 102%》2019-04-25
- 2、《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

1. 移动互联+工业互联网双轮驱动，2020 年有望迎来自研产品与发行区域突破

移动互联+工业互联网双轮驱动营收增长。公司营收主要分为工业智能输送服务业务和手游业务。工业互联网方面，公司各式输送带制造均处于国内领先地位，目前国内输送带市场约为 300 亿，后端智能输送市场预计为 1300-1500 亿，在此基础上，公司积极布局智能化工业传输，以“数+网+智”模式驱动输送行业新变革，主要通过传感器、大数据、云服务平台等技术手段为国内外客户全方位提供智能输送全栈式服务。前期积累的稳定顾客源结合完善的营销服务网络，保障该部分业绩稳定增长。2019H1 输送系统服务收入占比 33.2%。移动互联网方面，公司于 16 年布局游戏业务，近年完成由代理发行向研运一体转变。16 年收购国内手游出海龙头——易幻网络，18 年先后设立海南高图(研运一体)及成都聚获(自研)，布局研运一体，2019H1 移动游戏运营收入占比 66.8%。

19 年游戏业务表现强劲，20 年产品储备丰富，自研占比不断提升。2019 年公司已发行的《三国群英传》、《万王之王》、《遗忘之境》、《完美世界》、《龙之怒吼》、《龙族幻想》、《War And Magic》等多款游戏在韩国、港台、东南亚、日本、欧美等市场表现优秀，均曾冲上 Apple Store 和 Google Play 榜单前列，至今流水稳定。2020 年游戏储量丰富，包括《王者围城》、《决战三国》、《剑侠情缘》等，已签产品共计 11 款，流程签订中产品 9 款，同时自研占比将不断提升，预计 20 年将有 4 款以上自研产品，包括子公司成都聚获在研产品《终末塔卫团》，预计 20 年 Q1 上线测试，研运一体布局不断完。

表 1：公司近年发行产品矩阵

	主要发行产品	主要合作厂商
2012	《重装武士》	
2013	《媚姬》《神雕侠侣》	完美世界
2014	《神雕侠侣》《一统天下》	完美世界、开心网
2015	《天龙八部 3D》《六龙御天》《World War III: Tank》	畅游、祖龙
2016	《六龙御天》《熹妃传》《剑侠情缘》	祖龙、玩友、西山居
2017	《射雕英雄传 2》《最终幻想》《权利与荣耀》《倩女幽魂》	完美世界、盛大、网易
2018	《三国志 M》《万王之王》《食之契约》《我叫 MT4》《豪门足球》	PangGame、祖龙、腾讯
2019	《完美世界》《龙族幻想》《龙之怒吼》《遗忘之境》《异世界幻想》 自研：《War And Magic》《King's Throne: Game of Lust》	完美世界、祖龙、Mover Games、WJ Game
2020	《王者围城》《决战三国》《剑侠情缘 2》《梦境链接》《食物语》 自研：《WST》《Project C》《Zold: out》《终末塔卫团》	SOT 工作室、西山居

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

立足韩港台和东南亚，发行区域有望突破日本和欧美地区。公司 12 年从港澳台起步，13 年进入韩国和东南亚市场，16-17 年称霸东南亚，18 年韩国市场中国公司第一，在韩国、港台和东南亚地区发行优势突显。预计优势地区业务占比 70% 以上，相比之下

日本、欧美市场发展潜力较大。2019 年子公司易幻网络产品《遗忘之境》上线日本取得 Google Play 下载榜 TOP2 和 App Store 免费下载榜 TOP4 的成绩，2020 年预计发行新游戏《梦境链接》，继续深耕日本市场。子公司海南高图凭借两款自研/定制游戏《War And Magic》和《King's Throne: Game of Lust》成功在 2019 年打开欧美市场，其中《War And Magic》预计月流水稳定在 2000 万元，2020 年储备有《Zold:out》、《WST》、《Project C》等自研/定制游戏，有望进一步提升日本、欧美等新区域市场份额。

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。

新游上线推迟：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)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,349	1,697	2,141	2,579	营业收入	2,166	2,565	3,130	3,820
现金	363	707	736	1,083	减:营业成本	983	1,042	1,275	1,549
应收账款	446	526	660	787	营业税金及附加	5	7	8	10
存货	212	185	301	289	营业费用	689	962	1,174	1,429
其他流动资产	328	279	444	420	管理费用	115	159	191	229
非流动资产	1,887	1,971	2,102	2,204	财务费用	10	21	16	11
长期股权投资	7	14	21	28	资产减值损失	16	19	23	28
固定资产	245	355	478	575	加:投资净收益	1	1	1	1
在建工程	2	10	16	18	其他收益	0	-0	-0	-0
无形资产	27	27	26	26	营业利润	311	358	449	577
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	3,667	4,243	4,784	利润总额	310	358	449	576
流动负债	606	747	971	1,029	减:所得税费用	21	21	28	35
短期借款	108	108	108	108	少数股东损益	17	25	32	41
应付账款	218	129	381	239	归属母公司净利润	272	312	389	501
其他流动负债	280	510	483	682	EBIT	323	356	440	560
非流动负债	330	282	236	189	EBITDA	435	442	506	646
长期借款	255	207	161	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	1,029	1,208	1,218	每股收益(元)	0.68	0.79	0.98	1.26
少数股东权益	35	61	92	133	每股净资产(元)	5.71	6.50	7.42	8.65
归属母公司股东权益	2,265	2,578	2,943	3,433	发行在外股份(百万股)	397	397	397	397
负债和股东权益	3,236	3,667	4,243	4,784	ROIC(%)	11.1%	11.1%	12.3%	13.9%
					ROE(%)	12.6%	12.8%	13.8%	15.2%
					毛利率(%)	54.6%	59.4%	59.3%	59.5%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	12.5%	12.2%	12.4%	13.1%
经营活动现金流	181	531	308	602	资产负债率(%)	28.9%	28.1%	28.5%	25.5%
投资活动现金流	-52	-169	-196	-188	收入增长率(%)	37.1%	18.4%	22.0%	22.0%
筹资活动现金流	-407	-17	-83	-68	净利润增长率(%)	23.0%	14.9%	24.5%	28.9%
现金净增加额	-261	344	29	347	P/E	26.30	22.89	18.38	14.26
折旧和摊销	112	86	66	86	P/B	3.15	2.77	2.43	2.08
资本开支	15	77	124	96	EV/EBITDA	16.67	15.69	13.64	10.13
营运资本变动	-243	87	-193	-35					

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>

