

宝通科技 (300031.SZ) 买入 (首次评级)

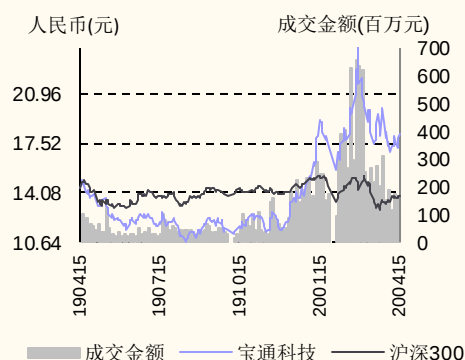
公司深度研究

市场价格 (人民币): 18.18 元

目标价格 (人民币): 30.60 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	3.97
已上市流通 A 股(亿股)	3.24
总市值(亿元)	72.13
年内股价最高最低(元)	20.03/16.92
沪深 300 指数	3797
创业板指	1978



VR 游戏龙头，自研突破“日本&欧美”

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.685	0.769	1.012	1.305	1.581
每股净资产(元)	5.71	6.64	7.66	8.96	10.54
每股经营性现金流(元)	0.46	0.93	1.43	1.52	1.84
市盈率(倍)	19.26	19.51	17.97	13.93	11.50
净利润增长率(%)	22.96%	12.25%	31.63%	29.00%	21.13%
净资产收益率(%)	12.00%	11.57%	13.22%	14.57%	15.00%
总股本(百万股)	396.77	396.77	396.77	396.77	396.77

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 一季度同比+35%超预期，期权激励奠定未来3年增长。①公司1Q20实现归母净利润为1.18亿元，同比增长35.3%，主要系旗下易幻网络发行游戏《食物语》上线后表现良好；《三国志M》、《万王之王》、《龙之怒吼》、《完美世界》、《遗忘之境》、《war and magic》等产品持续发力。②2020年股票期权激励计划绑定多名高管和游戏业务骨干，可行权比例与净利润增速挂钩。激励对象总人数为264人，股票期权占总股本4.41%。被激励对象在公司层面的行权比例与净利润增速直接关联，分为三档：净利润增速分别为15%/20%/30%，分别对应可行权比例5%/10%/25%。
- 与哈视奇深度合作，重点关注《奇幻滑雪》3代上线进度。哈视奇已有超过10款VR/AR游戏产品，包括《奇幻滑雪》1代和2代、《危城余生》和《罗布泊丧尸》等。我们判断，5G商用后云VR或催化VR“配件化”与“低价化”，参考手游品类变迁史，在行业发展初期，能够体现硬件与用户专属交互属性的游戏品类预计率先爆发，哈视奇杀手级VR游戏《奇幻滑雪》具有强沉浸体验感和空间交互属性，或领跑国内VR休闲游戏。
- 加强自研产品布局，积极向日本欧美市场拓展，重点关注《终末阵线：伊诺贝塔》和《WST》，预计发行20余款游戏。①日本：预计面向日本发行3款新游《梦境链接》(2Q20)、《阿卡迪亚》(4Q20)和《终末阵线：伊诺贝塔》(4Q20)。②欧美：《King's Throne: Game of Lust》、《War And Magic》和《Dragon Storm Fantasy》2019年初步打开欧美市场，预计上线的自研产品《WST》值得期待。
- 韩国和东南亚发行优势稳固，产品长期盈利能力稳健，新游戏稳步推进。除日本和欧美市场外，2020年公司预计发行16款游戏。主力出海手游用户基数和流水稳定，2018年S级游戏《三国群侠传》和《万王之王》至今流水稳健，2019年二次元游戏《遗忘之境》收入亮眼。从游戏产品生命周期来看，上线第1至6年的游戏数量占比分别为24%/40%/16%/8%/8%/4%，产品迭代周期健康。

投资建议与估值

- 我们预计公司2020-2022年的归母净利润分别为4.02/5.18/6.27亿元，分别对应2020-2022年PE 18/14/12倍。我们持续看好公司在自研游戏出海发展潜力和VR游戏的稀缺性，采取相对估值法，按照高于行业平均水平给予对应2020年30倍PE，对应目标价30.60元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 内容监管风险；竞争加剧风险；投资项目具有不确定性；股权质押比例较高

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号: S1130520040001
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

焦彬 联系人
jiaoshan@gjzq.com.cn

内容目录

一季度同比+35%超预期，期权激励奠定未来 3 年增长.....	4
1. 牵手哈视奇，预计领跑国内 VR 休闲和 FPS 游戏.....	5
1.1 与哈视奇深度合作，重点关注《奇幻滑雪》3 代.....	5
1.2 云 VR 催化“配件化”与“低价化”，促进 VR 大规模普及.....	5
1.3 休闲 VR 游戏预计率先爆发，哈视奇作为龙头或明显受益.....	7
2. 自研布局提速，不断抢占日本欧美市场.....	9
2.1 加速拓展自研游戏，重点关注《终末阵线：伊诺贝塔》和《WST》.....	9
2.2 进军日本欧美市场，有望贡献游戏业绩弹性.....	10
2.3 韩国和东南亚发行优势稳固，产品长期盈利能力稳健.....	14
3. 财务分析.....	16
3.1 1Q20 营收同比增长 6.4%，手游发展势头良好.....	17
3.2 利润稳中有升，经营性现金流健康.....	17
4. 盈利预测.....	19
4.1 收入拆分预测.....	19
4.2 毛利率拆分预测.....	20
4.3 经营费率预测.....	20
5. 估值与投资建议.....	21
6. 风险提示.....	21

图表目录

图表 1：宝通科技 2020 年股票期权激励计划激励分配情况.....	4
图表 2：宝通科技授予股票期权的各年度业绩考核目标及行可行权比例.....	4
图表 3：宝通科技-哈视奇 VR 游戏在华为 VR 商店表现.....	5
图表 4：2019 年 TWS 耳机低、中和高端市场份额：17%/23%/60%.....	6
图表 5：2022 年国内 VR 设备需求量测算：中性预估为 1560 万.....	6
图表 6：国内各品类手游发展变迁史：2009-2019 年.....	7
图表 7：Steam VR 独占游戏隔代的上线周期统计.....	8
图表 8：国内手游隔代的上线周期统计.....	8
图表 9：2019 年 Steam VR 游戏畅销榜单类型分布.....	9
图表 10：2019 年 Steam VR 游戏畅销榜单上线时间分布.....	9
图表 11：国内 VR 游戏品类发展路径推演图示：2016 年至 2024 年（预测）..	9
图表 12：宝通科技 2020 年重点游戏产品排期.....	10
图表 13：2009 年至 2019 年中国自研游戏海外市场实际收入（亿元）.....	11
图表 14：海外移动游戏市场收入（亿美元）及中国移动游戏海外收入比例...11	11
图表 15：2015 年至 2019 年中国自研游戏国内外市场实际收入增长率对比...11	11
图表 16：2019 年中国自研游戏海外市场实际收入分布（除中国内地）.....12	12
图表 17：2019 年全球重要移动游戏市场流水 TOP100 同比增速.....12	12

图表 18: 2019 年中国自研游戏实际收入产品类型分布	12
图表 19: 2019 年各地区手游非自然新增 7 日留存率	13
图表 20: 2019 年各地区手游非自然新增 30 日留存率	13
图表 21: 2019 年各地区手游自然新增 7 日留存率	13
图表 22: 2019 年各地区手游自然新增 30 日留存率	13
图表 23: 2019 年各地区移动游戏年度 ARPU (元) 对比	14
图表 24: 宝通科技-易幻网络 2016 年至 2019 年游戏非去重发行地区分布	14
图表 25: 宝通科技-易幻网络 2016 年至 2019 年 9 月游戏月度流水 (亿元) ..	15
图表 26: 宝通科技-易幻网络 2016 年至 2019 年 9 月游戏季度流水 (亿元) ..	15
图表 27: 宝通科技-易幻网络 2019 年 1 至 9 月收入前 5 游戏 MAU (万)	15
图表 28: 宝通科技-易幻网络 2019 年 1 至 9 月收入前 10 游戏生命周期	15
图表 29: 宝通科技-易幻网络 2019 年 1 至 9 月游戏 MAU 及生命周期拆分	16
图表 30: 宝通科技-易幻网络 2016 年至 2019 年主要游戏月均 ARPU (元) ..	16
图表 31: 宝通科技-易幻网络 2016 年至 2019 年主要游戏类型构成	16
图表 32: 宝通科技 2015 年至 2019 年手游收入 (亿元)	17
图表 33: 宝通科技 1H16 至 2H19 手游收入 (亿元)	17
图表 34: 宝通科技 2015 年至 2019 年营收 (亿元)	17
图表 35: 宝通科技 1Q16 至 1Q20 营收 (亿元)	17
图表 36: 宝通科技 2015 年至 2019 年归母净利润 (亿元)	18
图表 37: 宝通科技 1Q16 至 1Q20 归母净利润 (亿元)	18
图表 38: 宝通科技 2015 年至 2019 年毛利率和归母净利率	18
图表 39: 宝通科技 1Q16 至 1Q20 毛利率和归母净利率	18
图表 40: 宝通科技 2015 年至 2019 年经营费率	18
图表 41: 宝通科技 1Q16 至 1Q20 经营费率	18
图表 42: 宝通科技 2015 年至 2019 年经营性活动净现金流 (亿元)	19
图表 43: 宝通科技 1Q16 至 1Q20 经营性活动净现金流 (亿元)	19
图表 44: 宝通科技 2015 年至 2019 年应收应付账款周转天数 (天)	19
图表 45: 宝通科技 2020 年至 2022 年收入拆分预测	20
图表 46: 宝通科技 2020 年至 2022 年毛利率拆分预测	20
图表 47: A 股可比游戏公司相对估值一览	21

一季度同比+35%超预期，期权激励奠定未来3年增长

- 2020年4月15日，宝通科技发布2019年年度报告和2020年第一季度业绩报告，公司1Q20实现收入6.40亿元，同比增长6.4%；归母净利润为1.18亿元，同比增长35.3%，主要系旗下易幻网络发行游戏《食物语》上线后表现良好；《三国志M》、《万王之王》、《龙之怒吼》、《完美世界》、《遗忘之境》、《war and magic》等产品持续发力。2019年公司实现收入24.76亿元，同比增长14.3%；归母净利润3.07亿元，同比增长12.9%，主要系主要发行运营产品《完美世界》、《三国志M》、《万王之王》、《龙族幻想》、《龙之怒吼》、《遗忘之境》、《war and magic》等多款游戏在韩国、中国港台、东南亚、日本和欧美等市场表现优异。
- 股票期权激励计划绑定多名高管和游戏业务骨干，可行权比例与净利润增速挂钩。根据公司2020年股票期权激励计划，公司多名核心高管参与，旗下主要游戏公司高管，如易幻网络、海南高图和成都聚获CEO均有参与，激励对象总人数为264人（不含预留激励对象），股票期权占总股本4.41%，股票期权的行权价格为每股20元，激励计划的标的股票来源为向激励对象定增或从二级市场回购。被激励对象在公司层面的行权比例与净利润增速直接关联，分为三档：净利润增速分别为15%/20%/30%，分别对应可行权比例5%/10%/25%。若公司未满足行权期对应年度业绩考核目标的，则所有激励对象已获授的该考核年度对应批次的股票期权均不得行权，由公司注销。

图表1：宝通科技2020年股票期权激励计划激励分配情况

序号	姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占授予股票期权总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
1	唐宇	董事、副总经理	50	2.86%	0.13%
2	张利乾	董事、副总经理、董事会秘书	10	0.57%	0.03%
3	周莉	董事	2.5	0.14%	0.01%
4	周庆	财务负责人	10	0.57%	0.03%
5	杜潇潇	海南高图 CEO	25	1.43%	0.06%
6	张龙	成都聚获 CEO	25	1.43%	0.06%
7	王洋	易幻网络 CEO	25	1.43%	0.06%
8	朱建成	首席信息官	20	1.14%	0.05%
核心技术（业务）人员（256人）			1482.5	84.71%	3.74%
预留权益			100	5.71%	0.25%
合计			1750	100.00%	4.41%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：宝通科技授予股票期权的各年度业绩考核目标及行可行权比例

公司层面可行权比例	5%	10%	25%
行权期	净利润考核目标1	净利润考核目标1	净利润考核目标1
第1个行权期	2020年较前3年均值增长15%	2020年较前3年均值增长20%	2020年较前3年均值增长30%
第2个行权期	2021年较前3年均值增长15%	2021年较前3年均值增长20%	2021年较前3年均值增长30%
第3个行权期	2022年较前3年均值增长15%	2022年较前3年均值增长20%	2022年较前3年均值增长30%
第4个行权期	2023年较前3年均值增长15%	2023年较前3年均值增长20%	2023年较前3年均值增长30%

来源：公司公告，国金证券研究所

注：上述“净利润”指标计算以未扣除本次激励计划激励成本前的净利润，且指归母净利润作为计算依据。

1. 牵手哈视奇，预计领跑国内 VR 休闲和 FPS 游戏

1.1 与哈视奇深度合作，重点关注《奇幻滑雪》3 代

■ 公司与哈视奇深度合作，主要合作内容包括：

- ①宝通科技享有哈视奇 VR/AR 游戏发行运营独家优先合作：共同推进 VR、AR 游戏领域的战略布局，宝通科技有对哈视奇自研的 VR、AR 游戏，在中国大陆以及若干指定境外地区的发行和运营享有独家优先合作权。
- ②或深入进行股权合作：目前无锡宝通科技和宝通辰韬分别持有哈视奇 14.01%和 5.01%股份，未来在哈视奇发展过程中或继续进行股权合作，适当增持股份，给予必要的资金支持，加深合作关系。
- ③宝通科技为哈视奇进行 To B 端工业业务对接：为满足下游客户对于工业散货物料输送产业数字化场景构建的需求，宝通科技第一选择哈视奇为 VR、AR 软件技术合作方，共同促进在 VR、AR 技术在工业设计、应急演练培训、教学演练、协同办公、工业数字孪生工厂等领域的应用。
- 哈视奇是国内 VR/AR 内容厂商，重点关注预计 2020 年 4 月可能上线的《奇幻滑雪》3 代。①VR/AR 游戏产品：哈视奇旗下已有超过 10 款 VR/AR 游戏产品，包括《奇幻滑雪》1 代和 2 代、《危城余生》、《罗布泊丧尸》、《捕鱼大冒险》、《AR 汪汪》等。《奇幻滑雪》1 代在 Viveport 获得过付费榜第一名，在 Steam 上面获得过首页推荐和热销榜第一名。《奇幻滑雪》在华为线下体验店、5G 馆和荣耀手机端都有较好的表现，在华为 VR 商店付费游戏榜中排名最高到第 2 名，并获得过商店首页推荐第 1 位。②商业应用方面：哈视奇与联合立华、宝洁、华为、奔驰等公司进行深度合作，提供 AR/VR 技术支持，还完成了为国家海洋局制作的 VR 海洋灾害科普教育，为新华社制作的神州 11 号 AR 模拟发射，为宝通科技制作的智能输送 VR 工业应用等。

图表 3：宝通科技-哈视奇 VR 游戏在华为 VR 商店表现



来源：华为 VR 商店，国金证券研究所

1.2 云 VR 催化“配件化”与“低价化”，促进 VR 大规模普及

- VR 设备“配件化”与“低价化”，或将打开大众需求市场。未来 VR 设备作为一般用户智能配件，类似于“耳机”等智能配件，用于辅佐一般娱乐用途，其在价格和市场份额上也会与产品智能化与制造复杂度更类似的真无线（TWS）耳机趋同。我们预期移动 VR 价格下降到 2000 元以下，能够引发大众用户需求爆发，预估移动 VR 低、中和高端市场份额分别为 17%/23%/60%。

图表 4：2019 年 TWS 耳机低、中和高端市场份额：17%/23%/60%

品牌	型号	价格（元）	市场份额
低端（500 元以下）			
Real me	Realme Buds Air	399	0.6%
小米	Air2	399	8.5%
其他			8.0%
低端合计			17.1%
中端（500 至 1200 元）			
三星	Galaxy Buds	899	6.9%
亚马逊	Echo Buds	922	0.9%
Skullcandy	Push	959	0.9%
JBL	JBL T280TWS	999	2.4%
华为	FreeBuds3	1199	2.3%
Jabra	Elite 65t	1199	1.7%
其他			8.0%
中端合计			23.1%
高端（1200 元以上）			
Bose	SoundSport Free	1499	1.6%
苹果	airpods2	1599	54.4%
Jaybird	Jaybird Run	1599	0.7%
Sony	WF-1000XM3	1699	1.1%
Beats	powerbeats pro	1888	2.0%
高端合计			59.8%

来源：Strategy Analytics，国金证券研究所

注：原数据源按照非市场层级划分，非标明品牌份额为 16%，我们预估低端和中端各占一半。

- **VR 设备需求量空间：**从我国 4G 普及过程来看，以 2013 年作为 4G 元年，以我国 4G 用户占总人口比重作为渗透率指标，据工信部 4G 用户数统计数据，2014 年至 2016 年 4G 用户数分别为 0.97/3.86/7.70 亿，渗透率分别为 7.1%/28.1%/55.7%。我们以 2020 年作为 5G 元年，预估 2022 年我国 5G 用户渗透率约 30%，则预计 2022 年国内 5G 用户约 3.90 亿。中性情况下，VR 设备需求量占国内 5G 用户数为 4%，预期到 2022 年 VR 设备需求量为 1560 万。悲观情况下，VR 内容的缺乏和价格的高门槛可能导致 VR 设备普及进程不及预期，则 VR 设备需求占国内 5G 用户数比仅为 2%。乐观情况下，VR 新设备研发、发布进展顺利，价格不断降低至 2000 元以下，一般用户 VR 需求激增，则 VR 设备需求量占国内 5G 用户数比将达 6%。

图表 5：2022 年国内 VR 设备需求量测算：中性预估为 1560 万

	悲观情况下	中性情况下	乐观情况下
VR 设备需求占比/TWS 需求占比	2%	4%	6%
国内 5G 手机用户数（亿）	3.90	3.90	3.90
VR 设备需求量（万）	780	1560	2340

来源：工信部，国金证券研究所测算

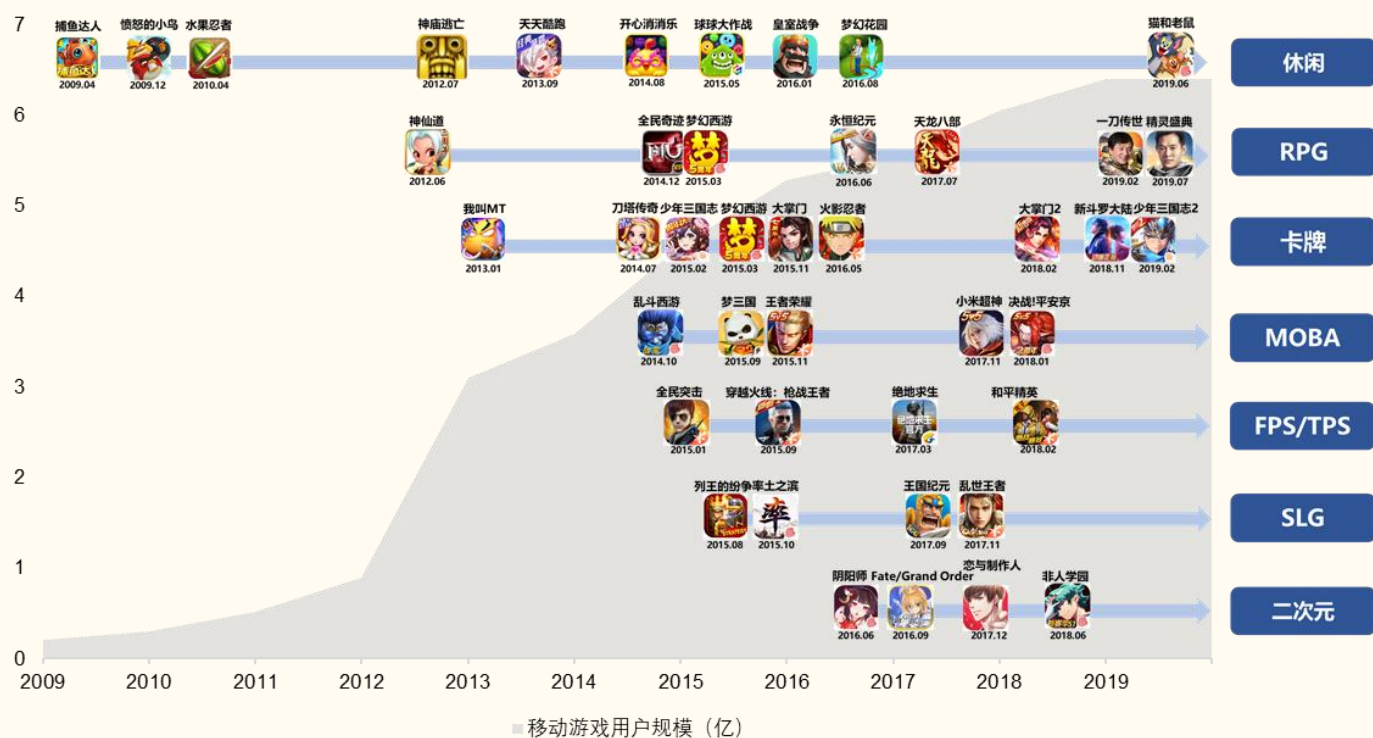
- **一体机和云 VR 刺激价格下降，助推移动 VR “配件化”。**①**便携性：**Oculus Quest 以补贴维持低价并用内容回收盈利，适用于快速打开硬核玩家市场，但长期不可持续。以 Oculus Quest 为代表的一体机便携性强，对于拓展用户基数效果显著，其发布后市场份额从 10.5%增至 38.8%。而“短焦一体机”性能快速下降，推动移动性进一步大幅提升，如 HTC 和华为等多家厂商已有布局。②**价格降低：**云 VR 解放现实终端，推动 VR 成本价格降低。随着 5G 商用落地，云技术日趋完善，更多计算过程将放置于云端实现，VR 头显制造成本可能会继续下降，“低价+便携”或推动 VR 设备成为配件。
- **视觉晕动症已有突破，模拟晕动症亟待解决。**VR 使用过程中眩晕感直接影响用户体验，降低用户留存率和使用时长，主要受网络传输时延和渲染处理能力因素影响。眩晕感主要由两种晕动症产生：视觉晕动症和模拟晕动症。①**视觉晕动症：**主要由 MTP 时延引起，可通过提高刷新率和帧率缓解眩晕，其成因是从人运动开始（头部位置和观看角度发生变化）至显示

设备的光学信号映射到人眼上存在时间延迟，导致视觉接受的自身的身体状态，与内耳前庭器官感知的运动状态不同步，从而产生眩晕。当绝对延迟控制大约 20ms 以内的时候，几乎就不可察觉了，用户也不会因为延迟而产生眩晕。②**模拟晕动症**：虽尚未完全解决，但对于弱交互 VR 体验影响并不是太大。模拟晕动症的本质在于用户在视觉上观察到的状态和身体的真实状态之间存在不一致，这种矛盾的状态刺激大脑产生强烈的眩晕感。一般用户在进行休闲游戏或影音娱乐时，较少进行高频率位移或运动，模拟晕动症对于一般用户的弱交互 VR 体验影响并不大。而对于强交互的 VR 游戏，也可以通过选择直接“传送”的移动方式来缓解模拟晕动症的情况。

1.3 休闲 VR 游戏预计率先爆发，哈视奇作为龙头或明显受益

- **手游品类变迁复盘：强调“手指触碰”的休闲游戏先行**，重度与大 IP 游戏的推出推动移动游戏用户基数和市场规模激增。①**发展初期**：2009 年至 2012 年，手游行业发展初期，以《水果忍者》、《愤怒的小鸟》、《神庙逃亡》为代表的休闲游戏开始流行，一定程度上说明，第一批流行产品的类型往往是用户与硬件独特交互属性体现的产物，比如切水果的手指滑动动作的运用。②**成长期**：随着智能手机硬件发展成熟、价格下降，且移动互联网快速普及，手游内容类型喷发，端游转手游的 IP 红利也表现突出，2011 年至 2013 年，移动游戏用户规模同比增速分别为 70%、75%和 248%。正因手游并没有仅仅停留在只是强调“手指触碰”的休闲游戏时期，用户基数与行业规模的拓展也依赖于多类型游戏内容的创新，尤其是重度游戏的推进节奏。

图表 6：国内各品类手游发展变迁史：2009-2019 年



来源：伽马数据，公开资料整理，国金证券研究所

- **休闲 VR 游戏相对开发周期较短，而重大 IP 游戏开发周期是休闲游戏约 2 倍以上**，预计以哈视奇为代表的 VR 游戏厂商受益明显。以 Steam VR 游戏隔代上线周期作为开发周期的指标，各品类游戏研发周期平均约 1.75 年，整体位于半年至 4 年区间内，相比于国内手游并没有显著差异。根据我们对 Steam 上有多代的 VR 独占游戏产品上线时间进行统计，分具有模拟、运动/动作、休闲和冒险类型标签（不排重）来看，Steam VR 独占游戏隔代的上限周期分别为 1.66、2.33、1.96 和 1.34 年。以 VR 游戏行业内个别游戏案例来看，2020 年 3 月 24 日上线的 3A 级作品《半衰期：爱莉克斯》

的研发时间约 4 年，如果精细度达到如此级别，VR 游戏的研发周期则在上述开发周期统计区间上限。而国内手游隔代的上线周期平均约 2.77 年，整体位于半年至 5 年的区间内。根据我们的统计，分休闲、卡牌、RPG、FPS、MOBA 和二次元类型来看，国产手游隔代的上线周期分别是 1.93、3.54、2.87、0.70 和 3.83 年。如果不考虑到国内手游版号的不确定性，我们判断两者实际各品类开发周期可能并没有显著差异。

图表 7：Steam VR 独占游戏隔代的上线周期统计

类型	名称	第 1 代	第 2 代	第 3 代	第 4 代	平均时间(年)
模拟/运动	Hot Squat	2016/11/22	2019/9/20			2.83
冒险/休闲/解谜	The Gallery	2016/4/5	2017/10/18			1.54
动作/冒险	Windlands	2016/4/5	2018/11/15			2.61
动作/休闲/射击	Dick Wilde	2017/3/29	2019/2/19			1.89
	Abode	2016/12/1	2019/11/7			2.93
	Pierhead Arcade	2016/9/22	2019/6/28			2.77
动作/冒险	Budget Cuts	2018/6/14	2019/12/12			1.49
动作/休闲/模拟	Counter Fight	2017/6/7	2018/1/4	2018/12/20	2020/2/20	0.90
	Cloudlands	2016/4/5	2020/1/17			3.78
动作/休闲/模拟/运动	EggTime	2016/9/19	2018/5/7			1.63
	TITAN SLAYER	2017/4/28	2019/2/20			1.81
	Unearthing Mars	2016/6/23	2019/7/3			3.03
休闲/模拟	Virtual Reality Girls	2017/11/25	2017/12/25			0.08
冒险	Spooky Night	2016/12/31	2019/11/5			2.85
	The Tower	2018/2/16	2019/8/23			1.52
	Fancy Skiing	2016/8/9	2018/7/13	2019/6/7		0.94
	Magnificent Ships	2016/11/29	2017/5/18			0.47
	ViveSpray	2016/11/25	2017/12/27			1.09
冒险/模拟	TRESPASS	2016/8/4	2017/2/17			0.54
	Princess Kidnapper	2016/11/15	2017/3/20			0.35
平均						1.75

来源：SteamDB，国金证券研究所

图表 8：国内手游隔代的上线周期统计

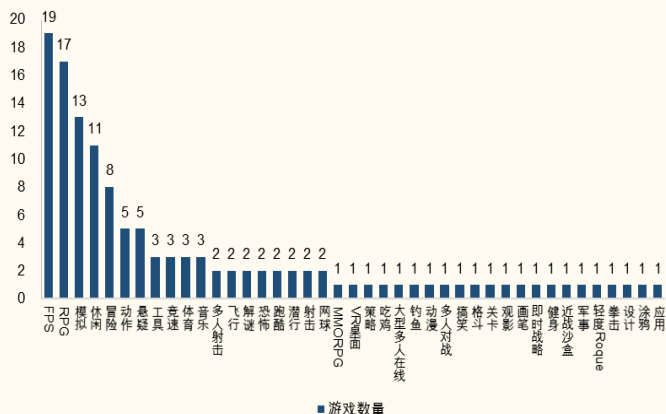
类型	名称	第 1 代	第 2 代	第 3 代	第 4 代	平均时间(年)
休闲	《保卫萝卜》	2012/8/7	2013/11/20	2016/6/16		1.93
卡牌	《少年三国志》	2015/2/12	2019/12/11			4.83
	《大掌门》	2015/11/4	2018/2/6			2.26
RPG	《剑侠情缘》	2016/6/3		2019/6/12		3.03
	《神武》		2015/1/16	2017/11/24	2019/12/27	2.47
	《倩女幽魂》		2016/5/19	2019/6/27		3.11
FPS	《全民枪战》	2015/3/15	2015/11/27			0.70
MOBA	《自由之战》	2015/1/30	2017/11/11			2.78
二次元	《崩坏学园》		2012/12/14	2016/10/14		3.83
平均						2.77

来源：公开资料整理，国金证券研究所

- 哈视奇杀手级 VR 游戏《奇幻滑雪》和《罗布泊丧尸》具有强沉浸体验感和空间交互属性，预计可能率先爆发。根据 Steam 2019 年 VR 游戏的畅销榜单，我们统计了上榜的 82 款游戏，FPS 游戏占比 23.2%，RPG 游戏占比 20.7%、模拟类游戏占比 15.9%，分列前三。而竞速、体育、跑酷、潜行、网球类型合计占比 14.6%，比重也不低，初步印证了空间交互性在 VR 游戏发展初期吸引用户的成果。从上线时间分布来看，优质内容的生命周期也较长，2019 年畅销榜上的游戏，其中，2016 年上线的游戏占 18%，2017 年上线的游戏占 25%。根据我们对于 VR 游戏品类的推演，预计休闲动作（《奇幻滑雪》）和 FPS（《罗布泊丧尸》）品类在内容发展初期的 2019 年开始爆发，以《Beat Saber》为代表作品，哈视奇《奇幻滑雪》

VR 游戏正是休闲动作类中较为优质的休闲动作产品，未来 RPG、SLG 和 MOBA VR 游戏可能分别于 2020 年、2021 年和 2022 年开始冒出。

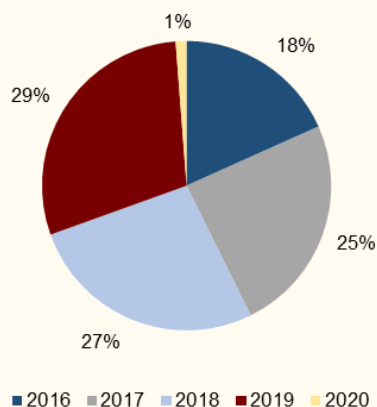
图表 9：2019 年 Steam VR 游戏畅销榜单类型分布



来源：Steam，VR陀螺，国金证券研究所

注：一款游戏可能有多类型标签，此处不排重。

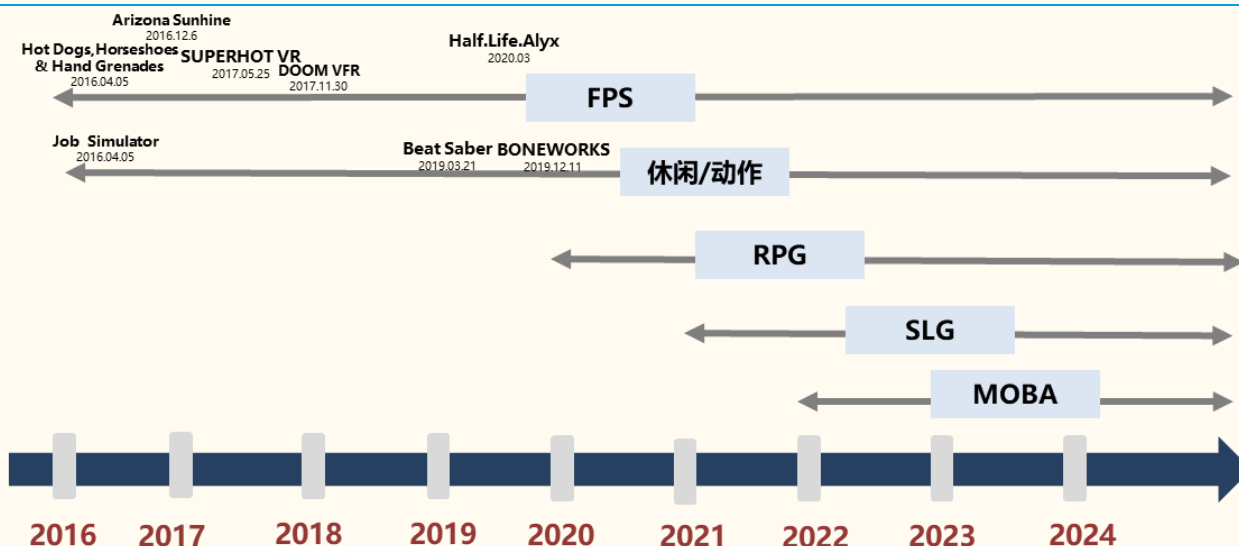
图表 10：2019 年 Steam VR 游戏畅销榜单上线时间分布



来源：Steam，VR陀螺，国金证券研究所

注：2020 年的游戏销售是《半衰期：爱莉克斯》（《Half-Life: Alyx》）2019.11 预售。

图表 11：国内 VR 游戏品类发展路径推演图示：2016 年至 2024 年（预测）



来源：SteamDB，国金证券研究所绘制

注：各品类游戏标识选取 Steam VR 游戏中在线玩家峰值超过 500 名的游戏产品。游戏上线时间以 Steam 正式版上线时间为准。

2. 自研布局提速，不断抢占日本欧美市场

2.1 加速拓展自研游戏，重点关注《终末阵线：伊诺贝塔》和《WST》

- **2020 年公司进军日本和欧美市场力度加强，新品频出储备丰富。**①**日本：**预计面向日本地区发行 3 款新游戏《梦境链接》(2Q20)、《阿卡迪亚》(4Q20) 和《终末阵线：伊诺贝塔》(4Q20)。公司的孙公司成都聚获成立于 2018 年 12 月，主攻二次元游戏研发，主要面向日本市场，预计在研重点产品《终末阵线：伊诺贝塔》等有望进一步提高在日本市场占有率。②**欧美：**依托子公司海南高图开拓欧美市场，目前已在全球约 130 个国家和地区发行游戏《King's Throne: Game of Lust》、《War And Magic》和《Dragon Storm Fantasy》，2019 年初步打开欧美市场，预计 2020 年第 2

或 3 季度上线的自研产品《WST》值得期待。③**韩国、中国港澳台和东南亚**：2020 年预计上线《笑傲江湖》、《剑侠情缘 2》、《梦境链接》、《造物法则 2》、《SOT》、《决战三国》等十余款产品，3 至 4 款以上的自研（定制）产品也将陆续上线。公司已上线的《龙族幻想》、《食物语》（首日上线即登顶 iOS & Google 双平台免费榜）和拟上线的《剑侠情缘 2》在国内市场发行商均为腾讯，相对而言游戏的品质有保障，后续表现值得期待。

图表 12：宝通科技 2020 年重点游戏产品排期

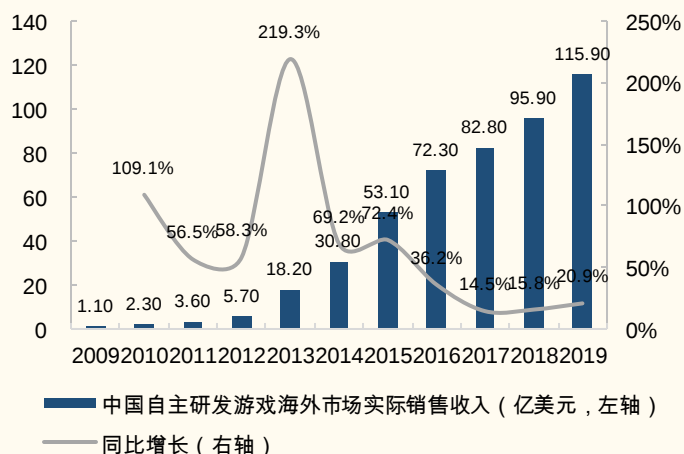
序号	游戏名称	发行区域	代理协议签订状态	拟上线运营时间
1	天使猎魔录	东南亚	已签订	2020Q1
2	其他游戏三	越南	签订流程中	2020Q1
3	其他游戏四	越南	签订流程中	2020Q1
4	其他游戏五	越南	签订流程中	2020Q1
5	老猎人	韩国	已签订	2020Q2
6	造物 2	中国港澳台	已签订	2020Q2
7	王者围城	韩国	已签订	2020Q2
8	其他游戏一	东南亚	签订流程中	2020Q2
9	其他游戏二	新马	签订流程中	2020Q2
10	梦境链接	日本	已签订	2020Q2
11	WST	欧美	已签订	2020Q2 或 Q3
12	一剑断念	中国港澳台&东南亚	已签订	2020Q3
13	其他游戏六	港澳台	签订流程中	2020Q3
14	剑侠情缘 2：剑歌行	中国港澳台&新马	已签订	2020Q3
15	决战三国	韩国	已签订	2020Q4
16	其他游戏七	除中国大陆	签订流程中	2020Q4
17	其他游戏八	中国港澳台&东南亚	签订流程中	2020Q4
18	阿卡迪亚	日本	已签订	2020Q4
19	终末阵线：伊诺贝塔	日本	已签订	2020Q4
20	其他游戏九	韩国	签订流程中	2021Q1

来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 进军日本欧美市场，有望贡献游戏业绩弹性

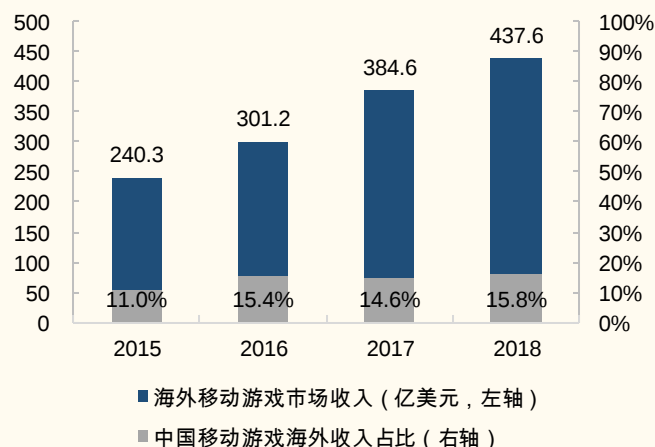
- **国内自研手游出海收入保持高增速，抢占海外市场份额超 16%**。国内自研游戏出海收入 2019 年为 116 亿美元，同比增长 20.9%，其中 2018 年中国移动游戏占海外移动收入比重 15.8%。对比自研手游的国内收入规模，2019 年 1895 亿元，同比增速为 15.3%，出海收入与国内收入相对比例约为 42.8%，这一指标在 2018 年约为 40.8%，同比提升 2pct。自研游戏在国内外市场实际收入同比增速对比来看，海外市场同比增速 2019 年超出国内市场 5.7pct。而纵观整体海外移动市场规模，2018 年中国移动游戏占比相比 2015 年提升 4.8pct。

图表 13：2009 年至 2019 年中国自研游戏海外市场实际收入（亿元）



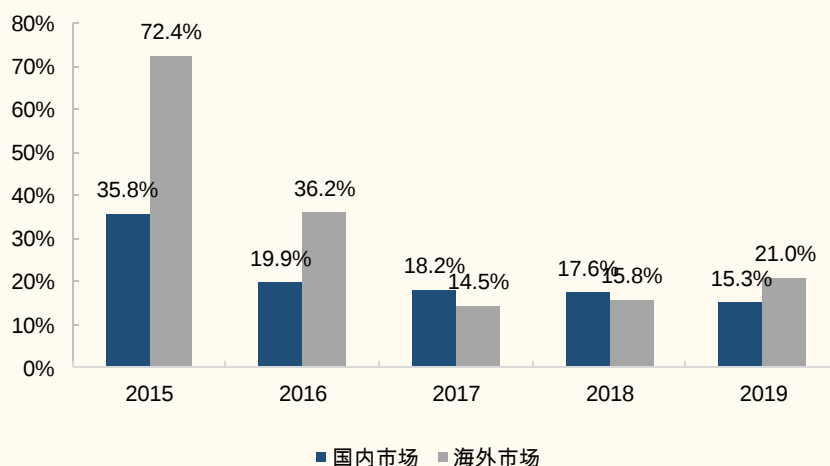
来源：中国音数协游戏工委，国际数据公司，国金证券研究所

图表 14：海外移动游戏市场收入（亿美元）及中国移动游戏海外收入比例



来源：伽马数据，国金证券研究所

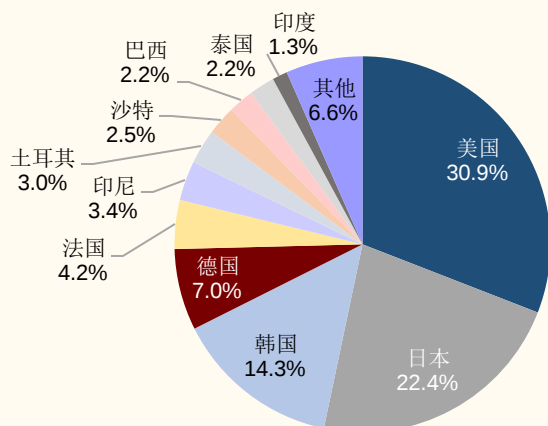
图表 15：2015 年至 2019 年中国自研游戏国内外市场实际收入增长率对比



来源：中国音数协游戏工委，国际数据公司，国金证券研究所

- 打开用户基数：2019 年中国移动游戏在美日两地流水同比增速分别为 59% 和 35%。根据中国音数协游戏工委和国际数据公司统计，除中国内地市场外，2019 年中国自研游戏在美国、日本和韩国收入领跑，分别占 30.9%、22.4%和 14.3%，东南亚市场（印尼+泰国+印度）占 6.9%。而从全球重要移动游戏市场流水 TOP100 同比增速来看，中国移动游戏同比增速分列前三的地区分别是美国、英国和日本，分别为 59.3%、56.7%和 35.3%，而且在上述三个地区中国移动游戏同比增速也高于该地区整体增速，分别超出 45pct、37pct 和 34pct。

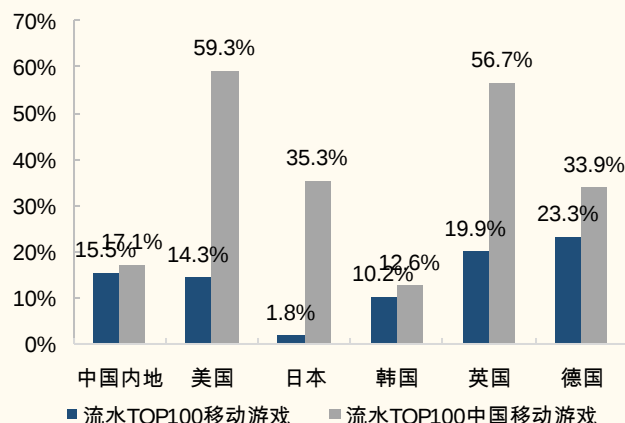
图表 16：2019 年中国自研游戏海外市场实际收入分布（除中国内地）



来源：中国音数协游戏工委，国际数据公司，国金证券研究所

注：海外游戏市场指全球范围内除中国内地以外的移动游戏市场；其他地区指除美国外的北美地区，以及除中国、日韩、东南亚的亚太地区

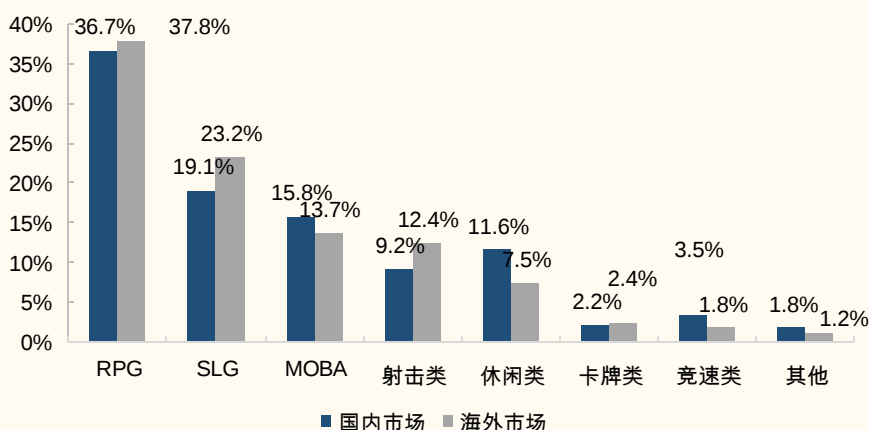
图表 17：2019 年全球重要移动游戏市场流水 TOP100 同比增速



来源：伽马数据，国金证券研究所

- **延展产品品类：RPG 和 SLG 游戏是国内自研游戏出海的重要品类，但品类拓展也正在显现，** RPG、SLG 和 MOBA 三者合计占比 75%。2019 年，从中国自研游戏类型分布来看，RPG（角色扮演）游戏实际收入占比 37.8%，超出国内市场该类型收入占比 1.1pct；SLG（策略）游戏实际收入占比 23.2%，超出国内市场该类型收入占比 4.1pct；MOBA（多人在线战术竞技）游戏实际收入占比 13.7%，低于国内市场该类型收入占比 2.1pct，其中腾讯自研游戏《王者荣耀》（AOV）和沐瞳科技《无尽对决》（Mobile Legends）长期位列东南亚市场畅销榜前三；射击类游戏实际收入占比 12.4%，超出国内市场该类型收入占比 3.2pct，其中腾讯自研游戏《刺激战场》（PUBG Mobile）打入欧美地区，登顶上百地区下载榜且进入畅销榜靠前位置。

图表 18：2019 年中国自研游戏实际收入产品类型分布

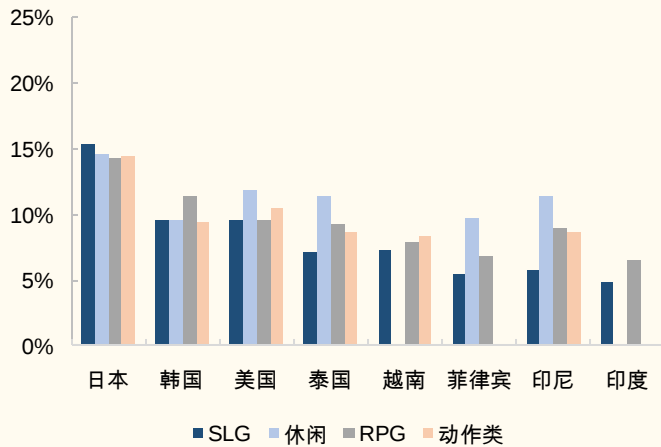


来源：中国音数协游戏工委，国际数据公司，国金证券研究所

- **提高用户粘性：日本、韩国和美国玩家留存率较高，粘性更强，** 2019 年手游各品类平均自然新增 30 日留存率分别为 6.8%、3.8%和 3.6%。根据 AppsFlyer 数据统计，2019 年日本、韩国、欧美和东南亚地区从手游非自然新增 7 日和 30 日的留存率来看，日本、韩国和美国各品类手游的留存率分列前三；从手游品类来看，SLG 类游戏在日本、韩国和美国的非自然新增的留存率较高，东南亚地区（包括泰国、越南、菲律宾、印尼和印度）休闲游戏的非自然新增的留存率较高。而从手游自然新增 7 日和 30 日的留

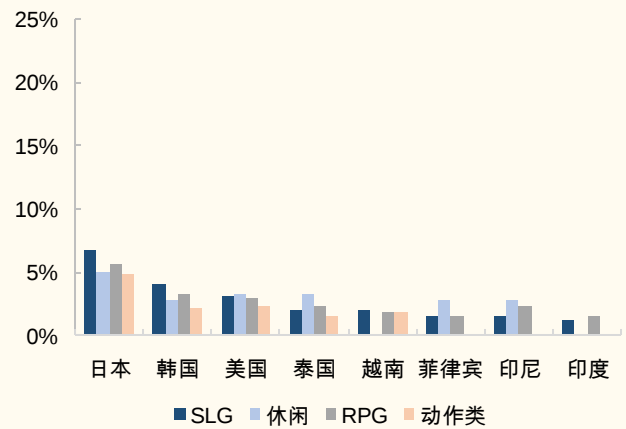
存率来看，日本、韩国和美国仍处于前列；从手游品类来看，在日本、韩国、美国和东南亚地区 SLG 和 RPG 类游戏留存率较高，自然新增的玩家留存率在各地区间对于手游品类层面没有明显差异。

图表 19：2019 年各地区手游非自然新增 7 日留存率



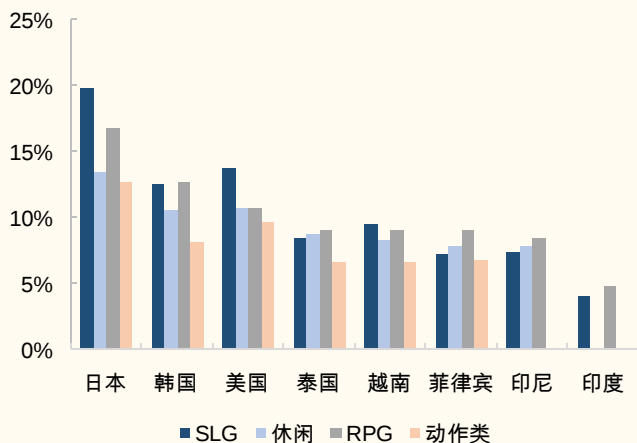
来源：AppsFlyer，国金证券研究所

图表 20：2019 年各地区手游非自然新增 30 日留存率



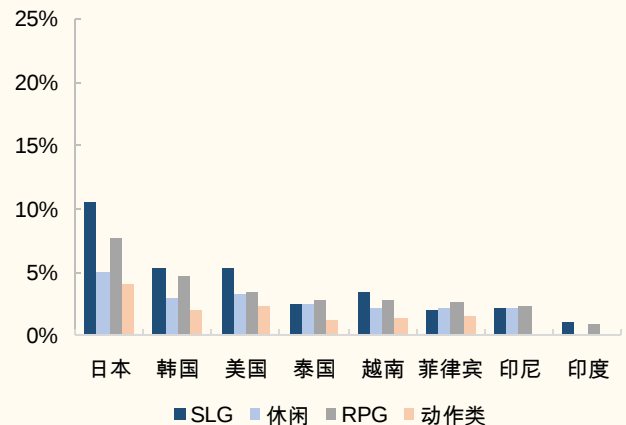
来源：AppsFlyer，国金证券研究所

图表 21：2019 年各地区手游自然新增 7 日留存率



来源：AppsFlyer，国金证券研究所

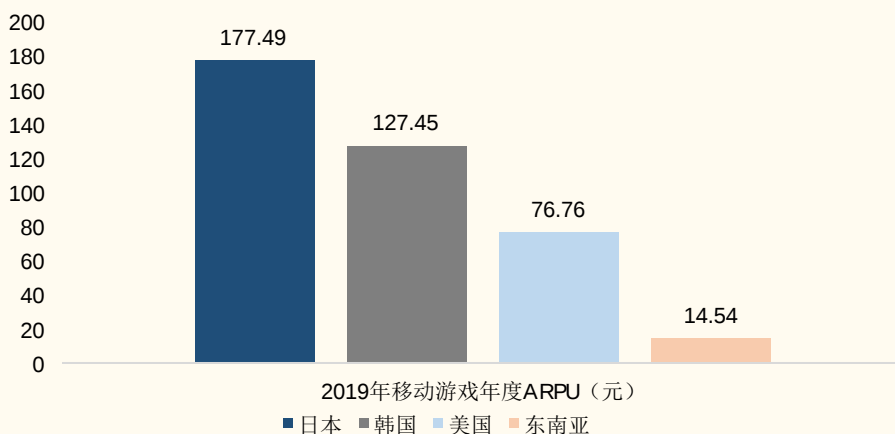
图表 22：2019 年各地区手游自然新增 30 日留存率



来源：AppsFlyer，国金证券研究所

- **提高付费率和 ARPPU 值：**日本、韩国和美国用户人均付费水平高，持续外拓市场公司预计可能提升单游戏流水上限。以移动游戏市场规模与总用户基数的比值来指代移动游戏的 ARPU 值，日本移动游戏年度 ARPU 为 177.49 元，是东南亚的约 12 倍；是韩国的约 1.4 倍；美国移动游戏年度 ARPU 为 76.76 元，是东南亚的约 5.3 倍。

图表 23：2019 年各地区移动游戏年度 ARPU（元）对比



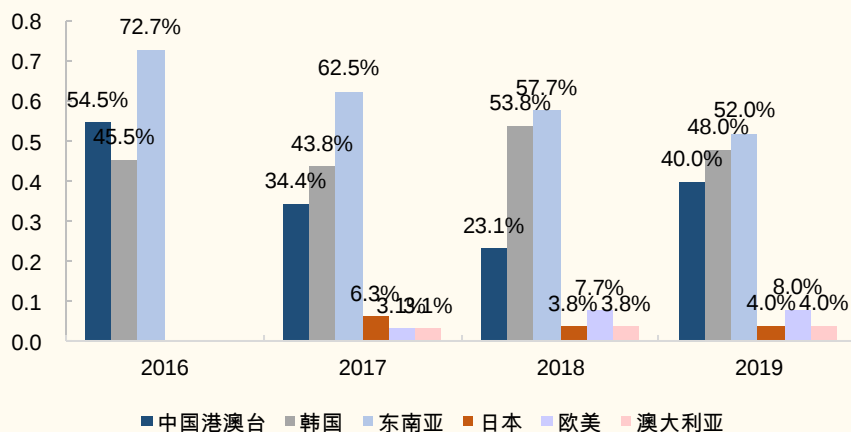
来源：韩国文化部，Newzoo，伽马数据，国金证券研究所

注：ARPU=市场规模/总用户规模

2.3 韩国和东南亚发行优势稳固，产品长期盈利能力稳健

- 公司游戏以中国港澳台、东南亚和韩国为三大主力市场，向日本和欧美等多海外市场拓展，布局全球游戏发行业务。公司 3Q2019，公司主要游戏发行地区中面向中国港澳台、韩国、东南亚、日本、欧美和澳大利亚发行游戏数量占比分别为 40%/48%/52%/4%/8%/4%，其中日本和欧美市场在近 3 年内拓展节奏良好。面向日本和东南亚市场的游戏《黑暗与荣耀》在 2019 年前三季度贡献收入 1534 万元，占主要游戏收入的 1.5%；面向欧美、东南亚和澳大利亚的游戏《圣堂之战》和面向欧美的游戏《魔神世界》在 2019 年前三季度分别贡献收入 1.42 亿元和 1730 万元，分别占主要游戏收入的 13.7%和 1.7%，尚有一定的提升空间。

图表 24：宝通科技-易幻网络 2016 年至 2019 年游戏非去重发行地区分布

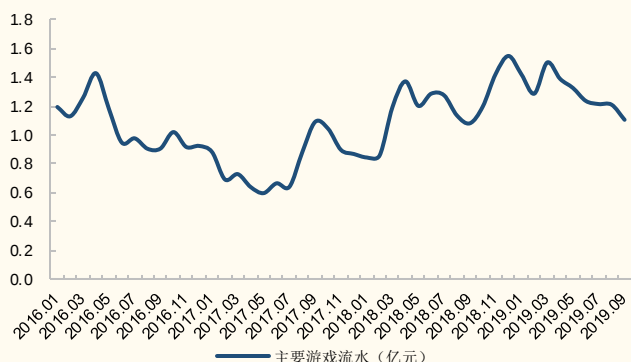


来源：公司公告，国金证券研究所

注：①2019 年主要游戏为 2019Q1 至 Q3 主要游戏。②一款游戏可能面向多地区发行，这里统计不重复。

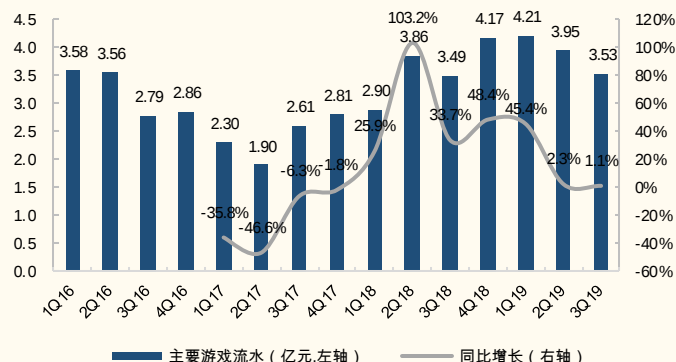
- 手游全球发行运营能力不断得到验证，2018 年主要游戏季度流水同比增速均超 25%。公司 1Q18 至 4Q18 主要游戏流水增速分别为 25.9%/103.2%/39.7%/48.4%，1Q19 至 3Q19 主要游戏流水增速分别为 45.4%/2.3%/1.1%。2018 年公司发行的《三国群英传》、《豪门足球》、《九州天空城》、《食之契约》、《武林外传》等多个爆款游戏为流水增长提供支撑。同时，4Q18 发布的 S 级产品《我叫 MT4》、《万王之王》等进一步推动其游戏流水表现。

图表 25: 宝通科技-易幻网络 2016 年至 2019 年 9 月游戏月度流水 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

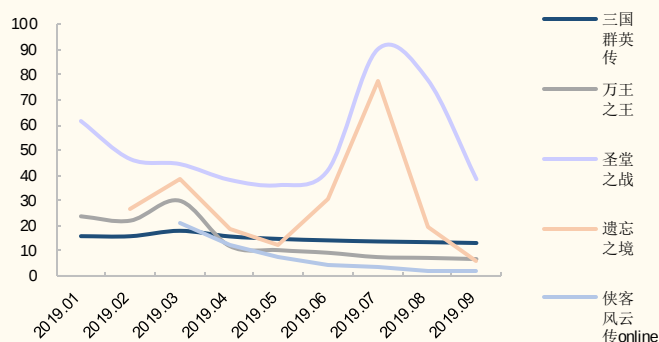
图表 26: 宝通科技-易幻网络 2016 年至 2019 年 9 月游戏季度流水 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 主力出海手游用户基数和流水稳定, 3 年期以内游戏贡献主要收入, 产品迭代更新周期健康。2018 年 S 级游戏《三国群英传》和《万王之王》至今流水稳定, 2019 年在韩国、日本、中国港澳台、东南亚等地区上线的二次元游戏《遗忘之境》收入亮眼。2019 年前三季度贡献收入前三的游戏分别为《三国群英传》、《万王之王》和《圣堂之战》, 分别贡献 20.4%/17.2%/13.7%, 产品收入贡献集中度相对而言并不是特别高。从游戏产品生命周期来看, 上线第 1 至 6 年的游戏数量占比分别为 24%/40%/16%/8%/8%/4%, 上线在 3 年期内的游戏合计数量占比为 80%。整体来看, 各游戏产品 MAU 相对比较稳定, 即使是 3 年期及以上游戏产品 MAU 也至少维持稳定, 而如《圣堂之战》(第 3 年) 和《剑侠情缘》(第 4 年) 在 1Q19 至 3Q19 的 MAU 平均分别在 53 万和 7 万。

图表 27: 宝通科技-易幻网络 2019 年 1 至 9 月收入前 5 游戏 MAU (万)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 28: 宝通科技-易幻网络 2019 年 1 至 9 月收入前 10 游戏生命周期

	第 1 年	第 2 年	第 3 年
三国群英传			
万王之王			
圣堂之战			
遗忘之境			
侠客风云传 online			
鬼语迷城			
完美世界			
我叫 MT4			
官居一品			
豪门足球			

来源: 公司公告, 国金证券研究所

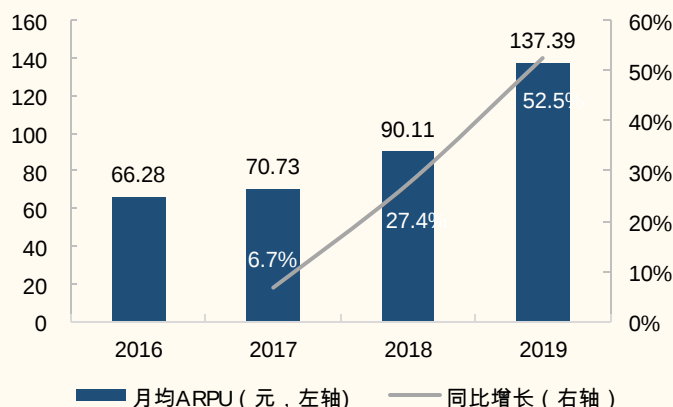
图表 29：宝通科技-易幻网络 2019 年 1 至 9 月游戏 MAU 及生命周期拆分

	2019 年各月月活用户数量 (万)									生命周期	收入 (万元)	毛利率
	2019.01	2019.02	2019.03	2019.04	2019.05	2019.06	2019.07	2019.08	2019.09			
三国群英传	15.88	15.86	18.01	15.79	14.79	14.21	13.77	13.51	13.16	第 2 年	21,194	75.6%
万王之王	23.77	22.06	29.94	12.05	10.33	9.28	7.57	7.25	6.79	第 2 年	17,882	71.3%
圣堂之战	61.59	46.47	44.51	38.27	36.13	42.16	90.01	78.35	38.51	第 3 年	14,179	80.6%
遗忘之境		26.34	38.59	19.00	12.47	30.40	77.89	19.26	6.40	第 1 年	7,400	90.6%
侠客风云传 online			20.82	12.72	7.30	4.48	3.25	2.21	1.73	第 1 年	5,911	75.6%
鬼语迷城	3.37	4.55	5.82	5.22	2.45	2.49	1.62	4.91	1.57	第 2 年	4,628	80.5%
完美世界							14.71	17.30	11.62	第 1 年	3,739	70.2%
我叫 MT4	6.85	11.78	16.38	3.94	2.81	2.02	1.60	1.55	1.34	第 2 年	3,447	63.4%
官居一品	73.04	66.33	61.38	51.41	44.02	44.75	39.21	32.10	23.74	第 2 年	2,363	80.9%
豪门足球	2.75	2.47	2.36	2.20	2.01	1.70	1.51	1.38	1.22	第 2 年	2,300	50.8%
武林外传	1.45	1.03	1.08	1.04	0.81	0.63	0.60	0.66	0.52	第 2 年	2,179	62.0%
魔神世界					23.74	32.17	25.48	20.15	17.88	第 1 年	1,730	77.3%
权倾三国	1.55	1.15	0.98	0.94	1.05	0.83	0.69	0.65	0.63	第 3 年	1,716	71.6%
剑侠情缘	6.07	5.41	6.14	6.50	6.85	6.14	7.49	7.59	7.67	第 4 年	1,685	75.1%
时之歌				29.89	3.66	2.07	1.54	1.18	0.97	第 1 年	1,633	71.2%
一统天下	0.58	0.55	0.54	0.53	0.47	0.46	0.46	0.45	0.47	第 6 年	1,591	65.2%
妖神记					31.11	10.09	3.88	1.40	1.07	第 1 年	1,578	77.3%
黑暗与荣耀	11.11	10.85	12.89	14.57	10.38	8.81	8.92	9.03	6.19	第 3 年	1,534	81.1%
权力与荣耀	0.46	0.42	0.42	0.38	0.37	0.35	0.29	0.28	0.28	第 3 年	1,422	62.1%
全民冠军足球	0.23	0.13	0.02	2.93	23.90	4.56	2.18	1.54	1.05	第 2 年	1,405	49.5%
君临天下	1.52	1.45	1.46	1.40	1.38	1.30	1.26	1.25	1.17	第 5 年	1,310	76.4%
倩女幽魂	0.28	0.31	0.30	0.26	0.25	0.25	0.24	0.24	0.23	第 2 年	833	37.4%
六龙争霸	0.53	0.49	0.50	0.45	0.41	0.38	0.33	0.33	0.30	第 4 年	800	70.9%
九州天空城 3D	0.75	0.63	0.64	0.56	0.48	0.48	0.34	0.25	0.22	第 2 年	786	50.3%
六龙御天	3.29	5.21	4.06	2.84	2.56	2.40	2.29	2.02	2.07	第 5 年	544	50.5%
合计											103,790	74.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 重度游戏运营且推新节奏良好，带动月均 ARPU 高速增长。公司主要游戏月均 ARPU 高速增长，2019 年前三季度月均 ARPU 超 137 元，相较 2018 年提升 53%。从游戏类型数量分布来看，主要游戏中 MMO、CAG 和 SLG 游戏数量占比较高，2019 年前三季度分别为 52%/20%/20%，其中 CAG 和 SLG 游戏数量占比相较 2018 年提升 4.6pct 和 0.8pct，而重度游戏相对而言对于游戏月均 ARPU 的拉动效应较为显著，从而拉动业绩增长。

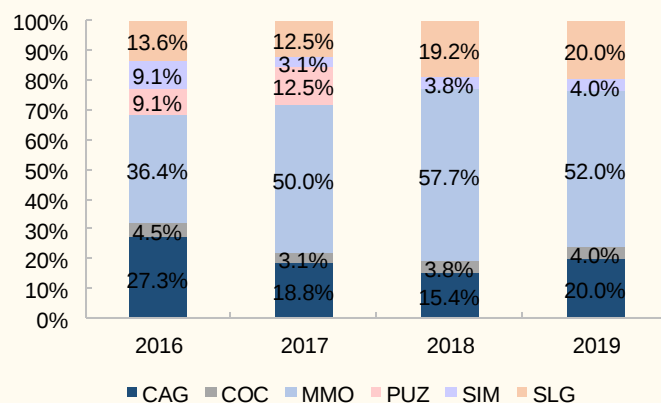
图表 30：宝通科技-易幻网络 2016 年至 2019 年主要游戏月均 ARPU (元)



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2019 年主要游戏为 2019Q1 至 Q3 主要游戏。

图表 31：宝通科技-易幻网络 2016 年至 2019 年主要游戏类型构成



来源：公司公告，国金证券研究所

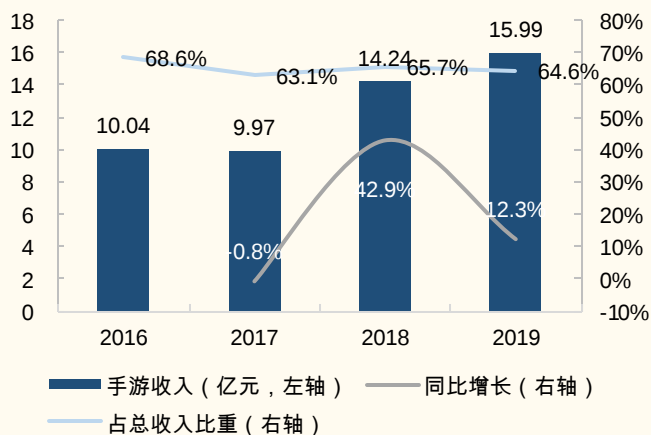
注：①2019 年主要游戏为 2019Q1 至 Q3 主要游戏。②CAG 游戏指卡牌游戏，COC 游戏指部落冲突类游戏，MMO 游戏指大型多人在线游戏，PUZ 游戏指益智类游戏，SIM 游戏指模拟经营类游戏，SLG 指策略类游戏。

3. 财务分析

3.1 1Q20 营收同比增长 6.4%，手游发展势头良好

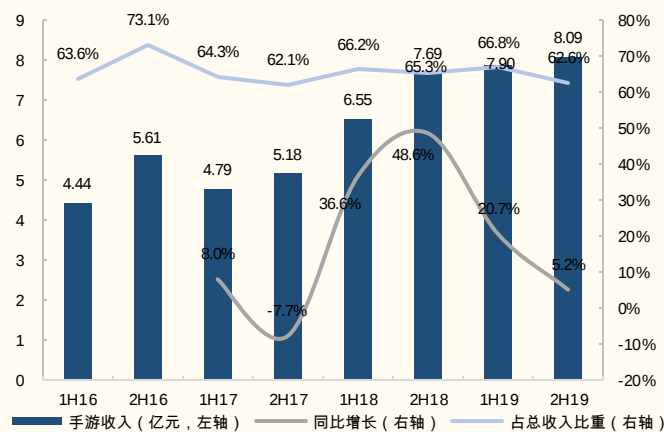
- 公司 1Q20 和 2019 年分别实现营收 6.40 亿元和 24.76 亿元，分别同比增长 14.3%和 6.4%；2019 年手游收入同比增长 12.3%，贡献收入 64.6%。1H18 以来，公司手游业务进入加速发展期，连续三个半年度保持高速增长。公司自 2016 年收购易幻网络以来，高成长手游业务拉动公司整体营收增长，2019 年发行的《完美世界》、《三国志 M》、《万王之王》、《龙之怒吼》、《遗忘之境》等产品收入稳定。1Q20，《食物语》上线后表现良好；《三国志 M》、《万王之王》、《龙之怒吼》、《完美世界》、《遗忘之境》、《war and magic》等产品持续发力。除手游业务外，公司 2019 输送带制造产品和技术服务业务收入 8.76 亿元，同比增长 18.1%，占总营收比重为 35.4%，主要产品涵盖高强力橡胶输送带，而输送带是带式输送机的主要部件，应用于矿产开采、钢材冶炼、建材水泥、港口码头、火力发电等行业。

图表 32：宝通科技 2015 年至 2019 年手游收入（亿元）



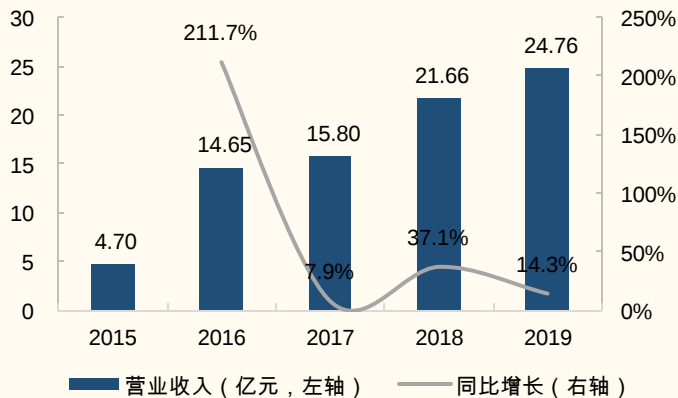
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：宝通科技 1H16 至 2H19 手游收入（亿元）



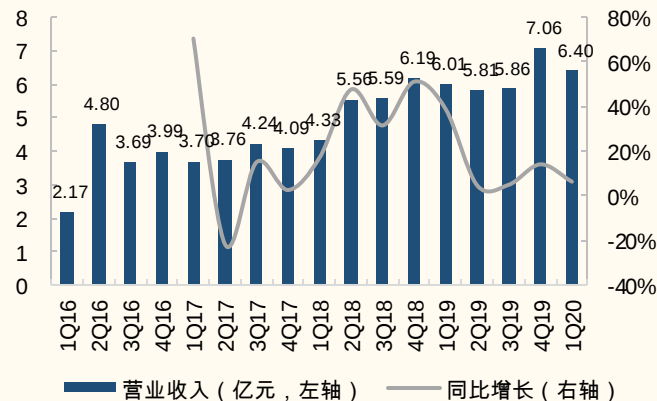
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：宝通科技 2015 年至 2019 年营收（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：宝通科技 1Q16 至 1Q20 营收（亿元）

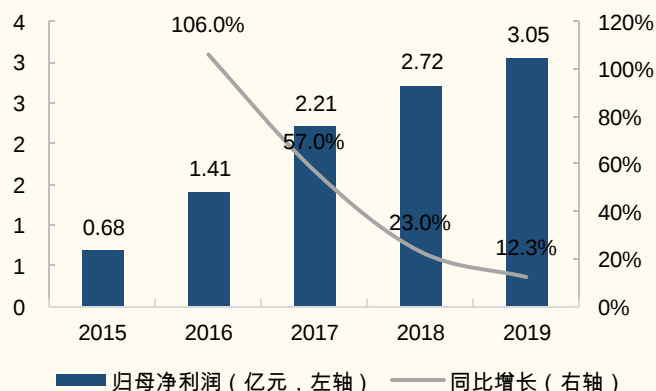


来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 利润稳中有升，经营性现金流健康

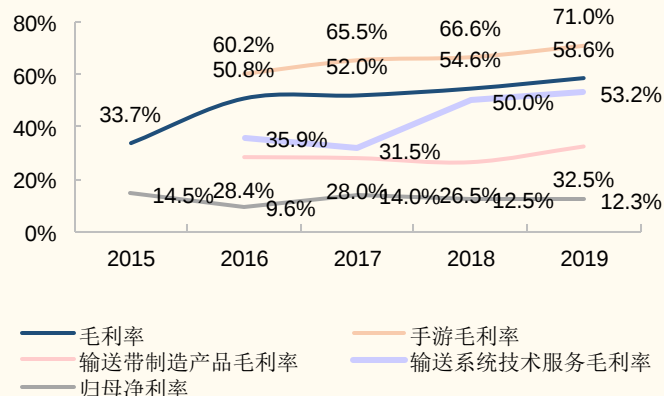
- 公司利润稳中有升，手游毛利率呈上升趋势，整体盈利能力稳健。公司 1Q20 和 2019 年归母净利润分别为 1.18 亿元和 3.05 亿元，分别同比增长 35.3%和 12.3%；归母净利率为 12.3%，同比下滑 0.2pct。从毛利率来看，手游毛利率上升趋势明显，输送带业务相对平稳。公司 2019 年手游、输送带制造品和输送带技术服务毛利率分别为 71.0%、32.5%和 53.2%，公司整体毛利率 58.6%，其中手游毛利率同比提升 4.4pct。

图表 36：宝通科技 2015 年至 2019 年归母净利润（亿元）



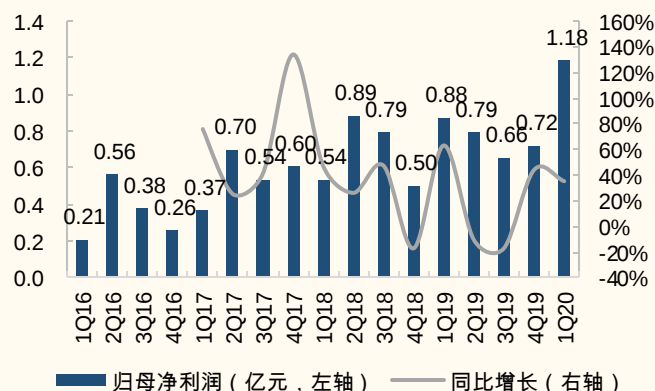
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38：宝通科技 2015 年至 2019 年毛利率和归母净利率



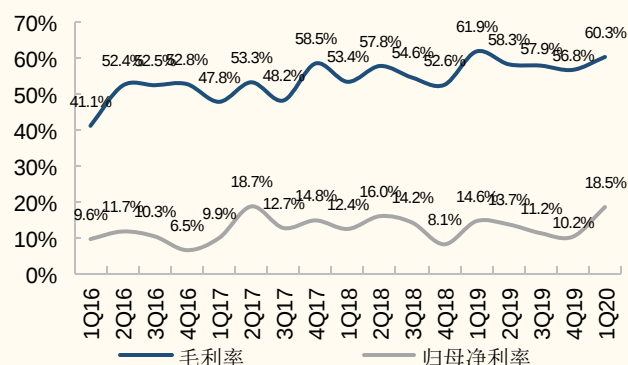
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：宝通科技 1Q16 至 1Q20 归母净利润（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

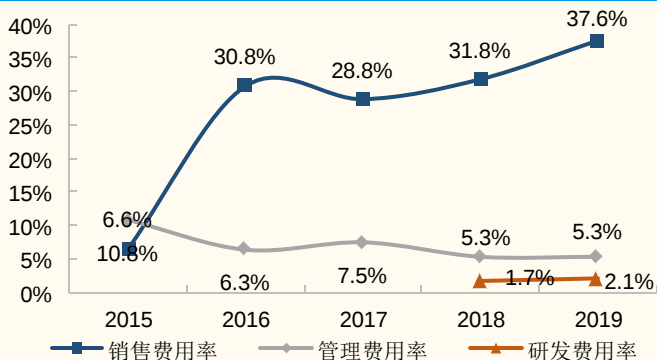
图表 39：宝通科技 1Q16 至 1Q20 毛利率和归母净利率



来源：国金证券研究所

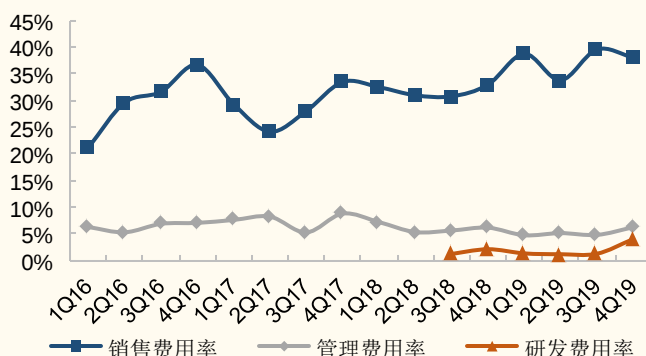
- 管理费用率和研发费用率相对稳定，因 S 级游戏加大推广发行力度并拓展发行区域，销售费用率小幅提升。公司在 2019 年销售费用率为 37.6%，同比提升 5.8pct，目前韩国市场的获客成本大概在 6 至 15 美元，在中国港澳台地区基本上是 4 至 20 元不等。根据游戏类型和品牌不同，所投入的程度不同，导致获客成本不同。管理费用率为 5.3%，相对持平；研发费用率为 2.1%。1Q20，公司销售费用率为 33.2%，同比下降 5.6pct；管理费用率为 4.5%，同比下降 0.2pct；研发费用率为 1.2%，同比下降 0.1pct。

图表 40：宝通科技 2015 年至 2019 年经营费率



来源：公司公告，国金证券研究所

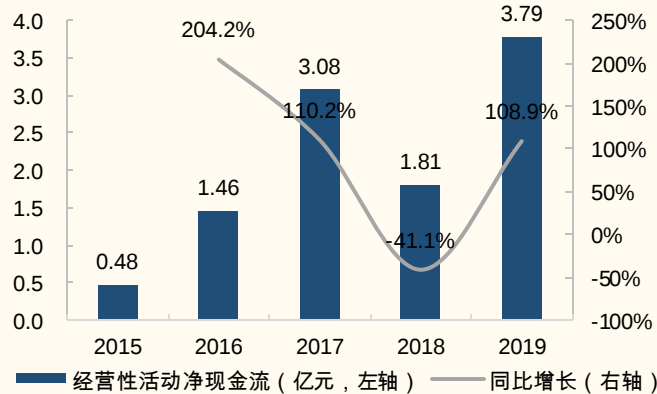
图表 41：宝通科技 1Q16 至 1Q20 经营费率



来源：公司公告，国金证券研究所

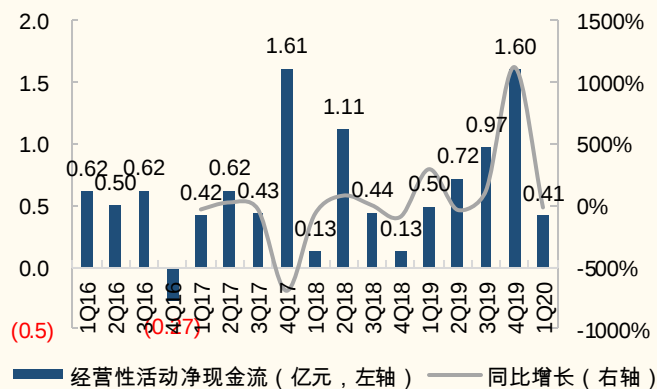
- **经营性活动现金流健康，2019 年显著增长。**公司 2019 年经营性活动现金流 3.79 亿元，同比增长 108.9%；应收账款和应付账款周转天数分别为 67 和 92 天，相较 2018 年分别减少 22 天和增加 13 天，应收账款回款加速。

图表 42：宝通科技 2015 年至 2019 年经营性活动净现金流（亿元）



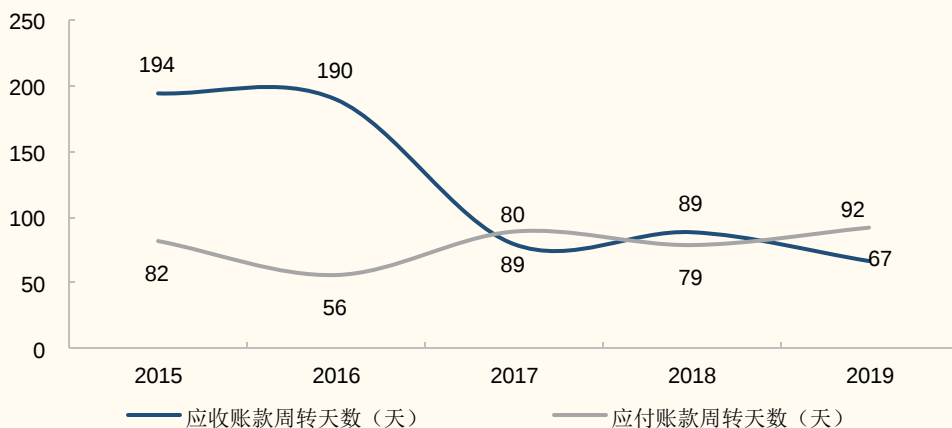
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43：宝通科技 1Q16 至 1Q20 经营性活动净现金流（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：宝通科技 2015 年至 2019 年应收应付账款周转天数（天）



来源：公司公告，国金证券研究所

4. 盈利预测

4.1 收入拆分预测

■ 关键假设：

- **①手游业务：**预计 2020 年 20 余款新游戏发行，其中自研产品《WST》和《终末阵线：伊诺贝塔》值得期待。公司也正在从原优势地区韩国、中国港澳台和东南亚地区向日本和欧美地区拓展，自研+发行优势可能会逐渐显现出来。
- **②输送带制造产品业务：**2020 年公司预计发行不超过 5 亿元可转债，以建设现代工业散货物料智能产业集群生产基地，扩充产能，预计建设期为 2 年，预计 2020 年尚不体现产能扩充对收入的拉动，从 2021 年开始提升产能和销量。
- **③输送系统技术服务业务：**2019 年新增 RIO TINTO GROUP 新客户订单金额为 6.39 亿元，考虑到其为 3 年期合同，平均折算该客户保证

公司每年新增 2.13 亿元订单，以完成新增产能消化。我们保守以已有新增订单进行输送带业务收入进行预估。

- 我们预计 2020 年至 2022 年收入分别为 29.26/34.94/40.30 亿元，分别同比增长 18.2%/19.4%/15.3%，其中手游收入同比增速分别为 22.4%/20.5%/15.4%；输送带制造产品收入同比增速分别为 4.4%/10.2%/6.7%；输送系统技术服务输入同比增速分别为 40.4%/42.0%/38.5%。

图表 45：宝通科技 2020 年至 2022 年收入拆分预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入拆分							
手游	1,004	997	1,424	1,599	1,957	2,358	2,722
YoY		-0.8%	42.9%	12.3%	22.4%	20.5%	15.4%
占总营收比重	68.6%	63.1%	65.7%	64.6%	66.9%	67.5%	67.5%
输送带制造产品	341	424	583	725	756	833	889
YoY		24.3%	37.4%	24.3%	4.4%	10.2%	6.7%
占总营收比重	23.3%	26.9%	26.9%	29.3%	25.8%	23.8%	22.1%
输送系统技术服务	119	159	159	152	213	302	419
YoY		33.6%	0.4%	-4.8%	40.4%	42.0%	38.5%
占总营收比重	8.1%	10.0%	7.4%	6.1%	7.3%	8.7%	10.4%
营业收入	1,465	1,580	2,166	2,476	2,926	3,494	4,030
YoY		7.9%	37.1%	14.3%	18.2%	19.4%	15.3%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

4.2 毛利率拆分预测

■ 关键假设：

- ①**手游业务**：因为公司主要通过代理运营模式和联合运营模式在境外开展移动网络游戏发行和运营业务。公司在成本端主要承担渠道成本、游戏授权代理金和向研发商的分成款，联运模式下还要再承担一定的运营成本。我们预计随着易幻网络在海外游戏行业市场份额不断提高，开发商分成成本呈降低趋势。
- ②**输送带制造产品和输送系统技术服务业务**：假设生产成本率趋稳。
- 我们预计 2020 年至 2022 年整体毛利率分别 61.5%/62.4%/63.0%，其中，手游毛利率分别 73.3%/73.8%/74.1%；输送带制造产品毛利率分别为 33.1%/33.4%/33.7%；输送系统技术服务毛利率均 53.2%。

图表 46：宝通科技 2020 年至 2022 年毛利率拆分预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率							
手游	60.2%	65.5%	66.6%	71.0%	73.3%	73.8%	74.1%
输送带制造产品	28.4%	28.0%	26.5%	32.5%	33.1%	33.4%	33.7%
输送系统技术服务	35.9%	31.5%	50.0%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%
毛利率	50.8%	52.0%	54.6%	58.6%	61.5%	62.4%	63.0%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

4.3 经营费率预测

■ 关键假设：

- ①2020 年公司预计上线多款新游戏，继续加大推广力度，销售费用率预计小幅增长。
- ②管理费用率小幅下降，研发费用率相对平稳。
- 我们预计 2020 年至 2022 年销售费用率分别 37.8%/37.9%/38.0%；管理费用率分别为 5.1%/5.0%/5.0%；研发费用率均为 2.0%。

5. 估值与投资建议

- **宝通科技 1Q20 归母净利润为 1.18 亿元，同比增长 35.3%。**①游戏出海业务发展良好，重点产品推进加速。旗下易幻网络发行游戏《食物语》，首日上线即登顶 iOS & Google 双平台免费榜；发行的《三国志 M》、《万王之王》、《龙之怒吼》、《完美世界》、《遗忘之境》、《war and magic》等产品收入稳定。②加大自研产品投入，加快发展全球研运一体。预计 2020 年有 3 至 4 款以上的自研产品将陆续上线，重点关注《终末阵线：伊诺贝塔》和《WST》。③2020 年产品储备丰富，预计在中国港澳台、东南亚和韩国等地区将上线《笑傲江湖》、《剑侠情缘 2》、《梦境链接》、《造物法则 2》、《SOT》、《决战三国》等产品，同样值得期待。
- 我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 4.02/5.18/6.27 亿元，分别对应 2020-2022 年 PE 18/14/12 倍。我们持续看好公司在自研游戏出海发展潜力和 VR 游戏的稀缺性，采取相对估值法，按照高于行业平均水平给予对应 2020 年 30 倍 PE，对应目标价 30.60 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 47：A 股可比游戏公司相对估值一览

证券简称	证券代码	2019		2020E		2021E	
		EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE
宝通科技	300031.SZ	0.77	23	1.01	18	1.31	14
三七互娱	002555.SZ	1.00	36	1.20	30	1.42	25
昆仑万维	300418.SZ	1.11	17	1.75	11	1.56	12
掌趣科技	300315.SZ	0.13	43	0.33	17	0.40	14
游族网络	002174.SZ	0.62	35	1.44	15	1.69	13
吉比特	603444.SH	11.26	34	14.62	26	17.01	22
完美世界	002624.SZ	1.16	43	1.88	26	2.16	23
巨人网络	002558.SZ	0.41	41	0.54	32	0.73	23
行业平均		2.24	36	3.11	22	3.57	19

来源：Wind，国金证券研究所预测

注：宝通科技和三七互娱采用我们的盈利预测，其余公司盈利预测采用 Wind 一致预期。收盘价截止日 2020 年 4 月 15 日。

6. 风险提示

- **内容监管风险。**公司游戏业务涉及多地区，近 3 年公司来自境外的游戏收入占游戏收入总额的比例超过 99%，因各个国家或地区的政策、法律、税务等存在差异，公司可能会面临境外经营活动无法满足当地监管要求的情况，从而可能遭受损失。
- **商誉减值风险。**2019 年底，公司商誉 12.40 亿元，大部分来自于并购的易幻网络产生的商誉，如果易幻网络海外游戏发行业务业绩不及预期，公司可能面临商誉减值风险。
- **第一大股东及实控人股权质押比例较高。**公司董事长包志方质押 5069 万股，占总股本 12.78%，占其持有股数的 56.16%。
- **游戏行业竞争加剧风险。**如果海外游戏行业竞争加剧，伴随竞争对手在海外市场的不断渗透，如果公司所发行的游戏产品不能适应玩家游戏娱乐需求变化，可能面临更激烈的竞争压力，对经营活动产生一定影响。
- **游戏产品上线具有一定不确定性。**游戏产品从立项到研发再到成功发行，相对周期较长，多环节具有不确定性因素，游戏的具体上线日期可能与排期有差异，具有一定不确定性。
- **国内 VR 设备与有关技术发展不及预期风险。**VR 游戏内容的爆发有赖于相关硬件设备和技术成熟度。

- **VR 游戏内容上线不确定性风险。**目前，国内 VR 游戏行业处于发展早期阶段，有关游戏的排期具有不确定性，相关商业模式可能面临发展不及预期风险。
- **投资项目收益具有不确定性。**公司 2020 年预计发行不超过 5 亿元可转债，以建设现代工业散货物料智能产业集群生产基地，扩充产能，预计建设期为 2 年，产销具体情况尚有不确定性和可能的收益不及预期风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,580	2,166	2,476	2,926	3,494	4,030
增长率		37.1%	14.3%	18.2%	19.4%	15.3%
主营业务成本	-758	-983	-1,024	-1,128	-1,314	-1,492
%销售收入	48.0%	45.4%	41.4%	38.5%	37.6%	37.0%
毛利	822	1,183	1,452	1,798	2,180	2,538
%销售收入	52.0%	54.6%	58.6%	61.5%	62.4%	63.0%
营业税金及附加	-5	-5	-6	-7	-8	-10
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-456	-689	-931	-1,106	-1,325	-1,532
%销售收入	28.8%	31.8%	37.6%	37.8%	37.9%	38.0%
管理费用	-118	-115	-131	-151	-176	-201
%销售收入	7.5%	5.3%	5.3%	5.1%	5.0%	5.0%
研发费用	0	-36	-51	-60	-72	-83
%销售收入	0.0%	1.7%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
息税前利润 (EBIT)	244	337	332	474	598	712
%销售收入	15.4%	15.6%	13.4%	16.2%	17.1%	17.7%
财务费用	1	-10	-18	-23	-18	-8
%销售收入	0.0%	0.4%	0.7%	0.8%	0.5%	0.2%
资产减值损失	-3	-16	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	1	0	0	0	0
%税前利润	1.5%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
营业利润	248	311	311	460	590	715
营业利润率	15.7%	14.4%	12.6%	15.7%	16.9%	17.7%
营业外收支	0	-1	0	1	1	1
税前利润	248	310	311	461	591	716
利润率	15.7%	14.3%	12.6%	15.7%	16.9%	17.8%
所得税	-11	-21	-25	-37	-47	-57
所得税率	4.6%	6.9%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	237	289	286	424	544	658
少数股东损益	16	17	-19	22	26	31
归属于母公司的净利润	221	272	305	402	518	627
净利率	14.0%	12.5%	12.3%	13.7%	14.8%	15.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	237	289	286	424	544	658
少数股东损益	16	17	-19	22	26	31
非现金支出	117	128	117	66	81	98
非经营收益	-11	7	20	50	43	43
营运资金变动	-35	-243	-55	27	-66	-70
经营活动现金净流	308	181	369	568	602	728
资本开支	-13	-15	-120	-152	-155	-147
投资	115	-31	-17	-21	0	0
其他	3	-6	1	0	0	0
投资活动现金净流	106	-52	-136	-172	-154	-146
股权募资	0	0	7	0	0	0
债权募资	170	193	253	-76	0	0
其他	-390	-583	-239	-43	-45	-45
筹资活动现金净流	-220	-390	21	-119	-45	-45
现金净流量	193	-261	254	277	403	537

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	650	363	837	1,114	1,517	2,053
应收账款	461	649	759	828	988	1,140
存货	162	212	235	263	306	347
其他流动资产	76	125	110	185	214	242
流动资产	1,350	1,349	1,941	2,389	3,025	3,782
%总资产	42.1%	41.7%	48.3%	52.2%	57.2%	62.0%
长期投资	251	282	379	399	399	399
固定资产	266	247	285	349	380	399
%总资产	8.3%	7.6%	7.1%	7.6%	7.2%	6.5%
无形资产	1,317	1,339	1,388	1,400	1,440	1,468
非流动资产	1,856	1,887	2,079	2,189	2,267	2,321
%总资产	57.9%	58.3%	51.7%	47.8%	42.8%	38.0%
资产总计	3,205	3,236	4,020	4,578	5,292	6,104
短期借款	20	108	576	0	0	0
应付款项	612	449	514	695	846	981
其他流动负债	28	48	49	67	83	98
流动负债	660	606	1,140	762	929	1,079
长期贷款	150	255	150	650	650	650
其他长期负债	44	75	90	102	105	108
负债	854	935	1,380	1,514	1,684	1,838
普通股股东权益	2,287	2,265	2,636	3,038	3,556	4,183
其中：股本	397	397	397	397	397	397
未分配利润	625	850	1,150	1,551	2,069	2,696
少数股东权益	64	35	4	26	52	83
负债股东权益合计	3,205	3,236	4,020	4,578	5,292	6,104

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.557	0.685	0.769	1.012	1.305	1.581
每股净资产	5.764	5.709	6.644	7.656	8.962	10.543
每股经营现金净流	0.775	0.457	0.929	1.431	1.517	1.835
每股股利	0.100	0.115	0.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.66%	12.00%	11.57%	13.22%	14.57%	15.00%
总资产收益率	6.89%	8.40%	7.59%	8.77%	9.79%	10.28%
投入资本收益率	9.23%	11.80%	9.03%	11.64%	12.83%	13.23%
增长率						
主营业务收入增长率	7.87%	37.12%	14.28%	18.21%	19.40%	15.32%
EBIT增长率	23.07%	38.48%	-1.55%	42.63%	26.28%	19.01%
净利润增长率	57.05%	22.96%	12.25%	31.63%	29.00%	21.13%
总资产增长率	3.32%	0.96%	24.24%	13.87%	15.59%	15.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	89.9	69.1	84.4	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	65.7	69.6	79.8	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	90.3	79.9	93.3	110.0	120.0	125.0
固定资产周转天数	61.4	41.3	34.4	33.3	30.3	27.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.43%	0.00%	-4.31%	-15.24%	-24.11%	-32.96%
EBIT利息保障倍数	-409.1	35.4	18.7	21.1	33.6	88.0
资产负债率	26.66%	28.91%	34.32%	33.07%	31.82%	30.11%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	4	7
增持	0	0	0	5	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.56	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH