

一季度业绩超预期,股权激励助力游戏业务,全球研运一体打开想象空间 买入 (维持)

2020 年 04 月 16 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,476	2,981	3,544	4,152
同比 (%)	14.3%	20.4%	18.9%	17.2%
归母净利润 (百万元)	305	379	465	564
同比 (%)	12.3%	24.1%	22.9%	21.1%
每股收益 (元/股)	0.77	0.95	1.17	1.42
P/E (倍)	23.65	19.05	15.50	12.79

投资要点

■ **事件:** 公司发布 19 年年报及 20 年一季报, 19 全年实现营收 24.76 亿元 (yoy+14.28%), 归母净利润 3.05 亿元 (yoy+12.25%), 扣非归母净利润 2.98 亿元 (yoy+11.75%), 拟向全体股东每 10 股派 3 元现金股利。20Q1 实现营收 6.40 亿元 (yoy+6.38%), 归母净利润 1.18 亿元 (yoy+35.28%), 高于此前 10%-30% 业绩指引区间。同时公告股权激励草案, 拟向 8 名董事、高管 (包括 3 家游戏公司 CEO) 及 256 名核心员工开展股权激励计划, 占公司目前总股本 4.41%, 行权价格为 20 元/股。

■ **点评: 全年业绩符合预期, Q1 业绩超预期, 股权激励草案推动未来三年游戏业务发展。** 移动互联方面, 19 年营收 16.0 亿元 (yoy+12.3%), 占比 64.6%, 主要来源于《三国志 M》、《万王之王》等已发行产品的持续发力, 以及《War And Magic》、《遗忘之境》等新上线产品的强劲表现。工业互联方面, 19 年营收 8.8 亿元 (yoy+18.1%), 占比 35.4%, 主要源于输送带业务的强劲增长, 公司已与数家全球矿业及水泥巨头达成合作, 为工业互联业绩增长提供保障。19 年毛利率 58.64% (+4.03pct), 销售费用率 37.61% (+5.79pct), 管理费用率 5.29% (与上年持平), 财务费用率 0.72% (+0.28pct), 研发费用率 2.07% (+0.39pct), 净利率 11.57% (-1.77pct)。Q1 归母净利润同比大幅增加主要系: 海外疫情催化叠加新作《食物语》表现强劲, 流水稳步提升, 同时费用端尤其是营销费用得到良好控制。公司公告股权激励草案, 根据业绩考核目标达成情况设立三档可行权比例, 分别对应业绩增速 15%/20%/30%, 股票期权授予对象包括三家游戏公司 CEO, 推动未来三年游戏业务发展。

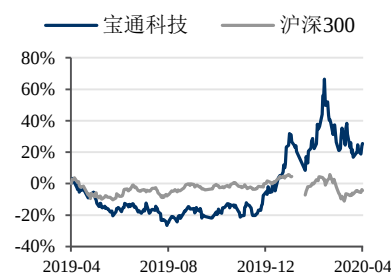
■ **优势区域继续深耕, 日本及欧美地区迎来突破, 全球研运一体初现雏形。** 优势地区方面, 公司在韩国、港澳台、东南亚深耕多年, 陆续发行多款优秀产品, 20Q1RPG 新作《食物语》首日上线港澳台即登顶 iOS&Google 双平台免费榜, 验证发行优势, 20 年将上线《笑傲江湖》、《剑侠情缘 2》等十余款产品, 稳固领先地位。日本及欧美地区: 成功运用积累的区域化运营经验实现突破, 19 年卡牌类《遗忘之境》上线日本进入 iOS 免费榜 TOP3, SLG《War And Magic》登顶 5 个国家畅销榜, Q4 流水近 2 亿元, 目前日本及欧美市场占比游戏业务 30% 以上,《War And Magic》仍处高速增长期,《梦境链接》等新品陆续上线, 20 年市场份额有望继续提升。自研: 储备 3-4 款自研/定制产品, 海南高图自研《WST》、成都聚获自研《终末阵线: 伊诺贝塔》将于 20 年全球上线。

■ **深化 VR/AR 领域合作,《奇幻滑雪 3》预计 Q2 上线。** 公司投资了硬件开发商翊视皓瞳以及国内 VR 龙头哈视奇, 公司游戏研发团队已联合翊视皓瞳及哈视奇开发多款游戏 DEMO, 其中《奇幻滑雪 3》预计 Q2 上线,《奇幻滑雪》曾获 Steam 畅销榜以及 VIVEPORT 付费榜第一。

■ **盈利预测与投资评级:** 预计 20-22 年营收 29.8/35.4/41.5 亿元, 归母净利 3.8/4.7/5.6 亿, EPS 为 0.95/1.17/1.42 元, 给予 20 年 25-28 倍估值, 对应目标价 23.8-26.6 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)	18.18
一年最低/最高价	10.51/25.20
市净率(倍)	2.60
流通 A 股市值(百万元)	5891.67

基础数据

每股净资产(元)	7.00
资产负债率(%)	35.64
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): 业绩快报符合预期, 2020 年有望迎来自研产品与发行区域突破》2020-02-23
- 2、《宝通科技 (300031): VR 布局再下一城, 与哈视奇在 VR/AR 内容与技术领域展开合作》2020-02-11
- 3、《宝通科技 (300031): 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》2020-01-14

1. 一季度业绩超预期，股权激励助力游戏业务，全球研运一体打开想象空间

事件: 公司发布 19 年年报及 20 年一季报, 19 全年实现营收 24.76 亿元(yoy+14.28%), 归母净利润 3.05 亿元 (yoy+12.25%), 扣非归母净利润 2.98 亿元 (yoy+11.75%), 拟向全体股东每 10 股派 3 元现金股利。20 年 Q1 实现营收 6.40 亿元 (yoy+6.38%), 归母净利润 1.18 亿元(yoy+35.28%), 高于此前 10%-30%业绩指引区间。同时公告股权激励草案, 拟向 8 名董事、高管 (包括 3 家游戏公司 CEO) 及 256 名核心员工开展股权激励计划, 占公司目前总股本 4.41%, 行权价格为 20 元/股。

表 1: 激励人员分配情况

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
唐宇	董事、副总经理	50	2.86%	0.13%
张利乾	董事、副总经理、董 事会秘书	10	0.57%	0.03%
周莉	董事	2.5	0.14%	0.01%
周庆	财务负责人	10	0.57%	0.03%
杜潇潇	海南高图 CEO	25	1.43%	0.06%
张龙	成都聚获 CEO	25	1.43%	0.06%
王洋	易幻网络 CEO	25	1.43%	0.06%
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%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

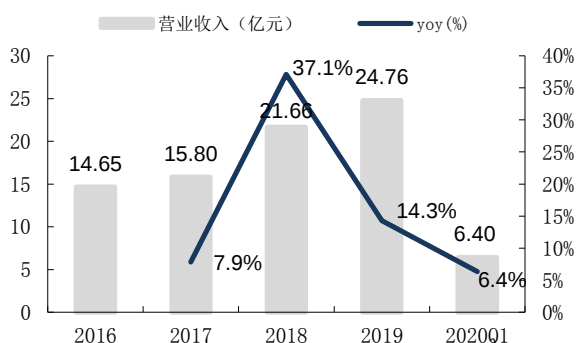
表 2: 股权激励计划业绩考核要求

公司层面可行权比例	5%	10%	25%
行权期	业绩考核目标 1	业绩考核目标 2	业绩考核目标 3
第一个行权期	2020 年净利润较前三年净利润均值增长 15%	2020 年净利润较前两年净利润均值增长 20%	2020 年净利润较上一年净利润增长 30%
第二个行权期	2021 年净利润较前三年净利润均值增长 15%	2021 年净利润较前两年净利润均值增长 20%	2021 年净利润较上一年净利润增长 30%
第三个行权期	2022 年净利润较前三年净利润均值增长 15%	2022 年净利润较前两年净利润均值增长 20%	2022 年净利润较上一年净利润增长 30%
第四个行权期	2023 年净利润较前三年净利润均值增长 15%	2023 年净利润较前两年净利润均值增长 20%	2023 年净利润较上一年净利润增长 30%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

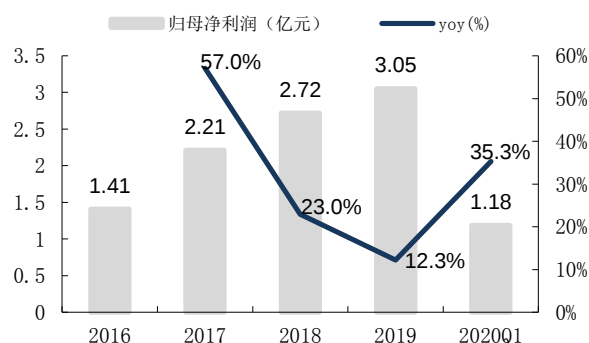
点评：全年业绩符合预期，Q1 业绩超预期，股权激励草案推动未来三年游戏业务发展。移动互联方面，19 年营收 16.0 亿元 (yoy+12.3%)，占比 64.6%，主要来源于《三国志 M》、《万王之王》等已发行产品的持续发力，以及《War And Magic》、《遗忘之境》等新上线产品的强劲表现。工业互联方面，19 年营收 8.8 亿元 (yoy+18.1%)，占比 35.4%，主要来源于输送带业务的强劲增长，公司已与数家全球矿业及水泥巨头达成业务合作，为工业互联业绩增长提供保障。全年毛利率 58.64% (+4.03pct)，销售费用率 37.61% (+5.79pct)，管理费用率 5.29% (与上年持平)，财务费用率 0.72% (+0.28pct)，研发费用率 2.07% (+0.39pct)，净利率 11.57% (-1.77pct)。Q1 归母净利润同比大幅增加主要系：海外疫情催化叠加新作《食物语》强劲表现，流水稳步提升，同时费用端尤其是营销费用得到良好控制。公司公告股权激励草案，根据业绩考核目标达成情况设立三档可行权比例，分别对应业绩增速 15%/20%/30%，股票期权授予对象包括三家游戏公司 CEO，推动未来三年游戏业务发展。

图 1：公司近几年营业收入情况



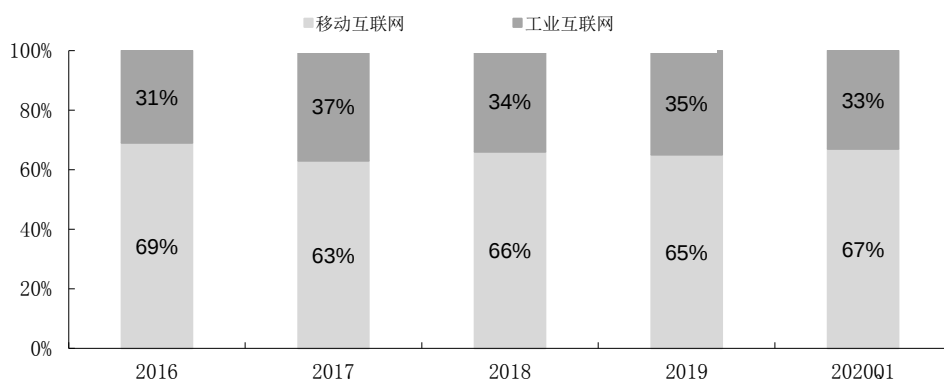
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：公司近几年归母净利润情况



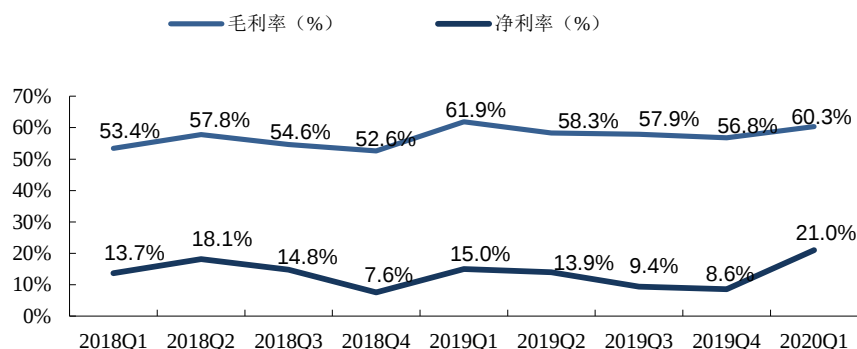
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：公司近几年收入结构情况



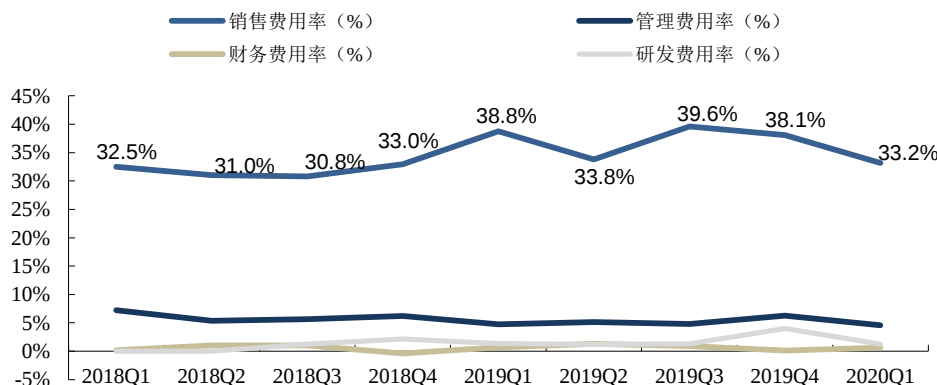
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：公司近几年毛利率及净利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：公司近几年期间费用情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

优势区域继续深耕，日本及欧美地区迎来突破，全球研运一体初现雏形。优势地区方面，公司在韩国、港澳台、东南亚深耕多年，陆续发行过多款优秀产品，20Q1RPG新作《食物语》首日上线港澳台即登顶 iOS&Google 双平台免费榜，验证发行优势，20 年将上线《笑傲江湖》、《剑侠情缘 2》等十余款产品，稳固区域领先地位。日本及欧美地区方面，公司成功运用积累的区域化运营经验实现突破，19 年卡牌类《遗忘之境》上线日本进入 iOS 免费榜 TOP3，SLG《War And Magic》登顶 5 个国家畅销榜，Q4 流水近 2 亿元，目前日本及欧美市场占比游戏业务 30% 以上，发展势头强劲，考虑《War And Magic》仍处于高速成长期，《梦境链接》等新产品也将陆续上线，20 年市场份额有望继续提升。自研方面，公司储备有 3-4 款自研/定制产品，其中海南高图自研产品《WST》、成都聚获自研产品《终末阵线：伊诺贝塔》将于 20 年全球上线，研运一体初现雏形。

深化 VR/AR 领域合作，《奇幻滑雪 3》预计 Q2 上线。公司投资了硬件开发商翊视皓瞳以及国内 VR 龙头哈视奇，公司游戏研发团队已联合翊视皓瞳及哈士奇开发多款游戏 DEMO，其中《奇幻滑雪 3》预计 Q2 上线，《奇幻滑雪》曾获 Steam 畅销榜以及

VIVEPORT 付费榜第一。

2. 盈利预测与估值

预计 20-22 年实现营收 29.8/35.4/41.5 亿元，归母净利 3.8/4.7/5.6 亿，EPS 分别为 0.95/1.17/1.42 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 23.8-26.6 元，维持“买入”评级

3. 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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,941	2,014	2,738	3,088	营业收入	2,476	2,981	3,544	4,152
现金	837	447	1,235	1,089	减:营业成本	1,024	1,198	1,421	1,662
应收账款	471	633	680	858	营业税金及附加	6	7	9	10
存货	235	289	333	394	营业费用	931	1,118	1,329	1,553
其他流动资产	397	646	490	746	管理费用	131	185	216	253
非流动资产	2,079	2,160	2,227	2,285	财务费用	18	40	34	29
长期股权投资	10	11	12	13	资产减值损失	-2	-2	-2	-3
固定资产	234	336	395	446	加:投资净收益	0	6	3	0
在建工程	52	49	45	42	其他收益	0	0	0	0
无形资产	89	99	111	125	营业利润	311	443	545	660
其他非流动资产	1,695	1,666	1,665	1,660	加:营业外净收支	0	-0	-0	-0
资产总计	4,020	4,174	4,965	5,373	利润总额	311	442	545	660
流动负债	1,140	1,029	1,403	1,319	减:所得税费用	25	33	42	50
短期借款	456	456	456	456	少数股东损益	-19	31	38	46
应付账款	306	94	475	190	归属母公司净利润	305	379	465	564
其他流动负债	378	479	472	673	EBIT	324	455	551	655
非流动负债	240	214	188	160	EBITDA	439	530	613	725
长期借款	150	124	97	70					
其他非流动负债	90	90	90	90	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,380	1,243	1,590	1,478	每股收益(元)	0.77	0.95	1.17	1.42
少数股东权益	4	35	73	118	每股净资产(元)	6.64	7.30	8.32	9.52
					发行在外股份(百万股)	397	397	397	397
归属母公司股东权益	2,636	2,896	3,302	3,776	ROIC(%)	8.7%	11.8%	12.8%	13.7%
负债和股东权益	4,020	4,174	4,965	5,373	ROE(%)	10.8%	14.0%	14.9%	15.6%
					毛利率(%)	58.6%	59.8%	59.9%	60.0%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	12.3%	12.7%	13.1%	13.6%
经营活动现金流	379	33	1,033	127	资产负债率(%)	34.3%	29.8%	32.0%	27.5%
投资活动现金流	-136	-150	-125	-128	收入增长率(%)	14.3%	20.4%	18.9%	17.2%
筹资活动现金流	14	-274	-120	-145	净利润增长率(%)	12.3%	24.1%	22.9%	21.1%
现金净增加额	264	-390	788	-145	P/E	23.65	19.05	15.50	12.79
折旧和摊销	115	75	61	70	P/B	2.74	2.49	2.18	1.91
资本开支	120	79	67	57	EV/EBITDA	16.34	14.12	10.94	9.48
营运资本变动	-55	-485	437	-581					

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>