

一季度业绩超预期，自研产品值得期待

——2019 年年报及 2020 年一季报点评

买入|维持

事件：

公司发布 2019 年年报及 2020 年一季报，同时发布 2020 股票期权激励计划。

点评：

● 2019 年营收、利润平稳增长，2020Q1 业绩超预期

2019 年公司实现营业收入 24.76 亿元，同比增长 14.28%。2020 Q1 实现营业收入 6.38 亿元，同比增长 6.38%。手机游戏运营业务收入占比为 64.6%，同比增长 12.30%。输送带制造和技术服务实现收入 8.76 亿元，同比增长 18.06%。利润方面，2019 年实现归母净利 3.05 亿元，同比增长 12.25%；2020 Q1 实现归母净利 1.18 亿元，同比增长 35.28%，超预期，主要由于报告期内发行新品《食物语》表现良好。

● 深化优势区域，开拓日本、欧美市场，研运一体业务持续发力

老产品《万王之王》和《三国志 M》等在韩国市场表现稳定，2019 年新上线产品《全民冠军足球》、《龙之怒吼》、《龙族幻想》等产品均进入 google 游戏排行榜 TOP20；在日本推出《遗忘之境》进入免费榜 Top3；新加坡、马来西亚运营的《完美世界》突破 MMO 在新马市场的新高度。2019 年日本、欧美收入占比上升到 20%以上，韩国地区仍然保持在 35-40%。

● 后续产品储备丰富，自研产品比重提升

代理产品上，2020 年公司在港澳台、东南亚、韩国、日本、欧美等地区将上线《新笑傲江湖》、《剑侠情缘 2》、《梦境链接》、《造物 2》、《王者围城》、《决战三国》、《dragon storm fantasy》等十余款产品。自研产品方面，2020 年预计有 3-4 款以上的自研（定制）产品也将陆续上线，海南高图自研的《WST》已经在测试阶段，预计二、三季度上线，成都聚获自研的二次元手游《终末阵线：伊诺贝塔》也预计年内上线。丰富的产品储备有望持续为公司贡献业绩增量。此外公司还将深化与哈视奇公司合作推进 VR 领域新业务，探索除休闲游戏外的重度游戏合作，丰富技术场景的落地。

● 投资建议与盈利预测

公司在深化韩国、港澳台以及东南亚等优势区域龙头地位的同时，积极开拓日本及欧美市场，并先后成立高图、聚获等子公司发力自研领域，全球化研运一体布局初显成效。老产品表现稳定保证公司业绩，代理以及自研产品储备丰富进一步贡献增量。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.01/1.31/1.71，对应 PE17.96x/13.87x/10.64x。维持“买入”评级。

● 风险提示

新游戏上线不及预期，头部老游戏流水快速下滑。

当前价/目标价：18.18 元/25.25 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：24.1 / 10.64

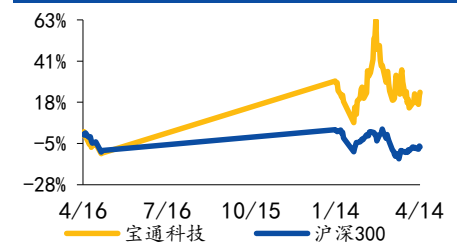
A 股流通股（百万股）：324.07

A 股总股本（百万股）：396.77

流通市值（百万元）：5891.67

总市值（百万元）：7213.24

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-宝通科技（300031）跟踪报告：研运一体布局深化，大市场战略初显成效》2020.01.15

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 路璐

执业证书编号 S0020519080002

电话 021-51097188-2174

邮箱 lulu@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2166	2476	3111	3894	4752
收入同比 (%)	37%	14%	26%	25%	22%
归母净利润(百万元)	272	305	402	520	678
归母净利润同比 (%)	23%	12%	32%	30%	30%
ROE (%)	12.0%	11.6%	13.4%	14.7%	16.1%
每股收益 (元)	0.68	0.77	1.01	1.31	1.71
市盈率(P/E)	26.54	23.65	17.96	13.87	10.64

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

目 录

1、财务分析：一季度利润增长超预期.....	3
2、游戏业务：拓市场，发力自研.....	5
3、推出股票期权激励计划，绑定核心团队.....	7
4、投资建议与盈利预测.....	9
5、风险提示.....	9

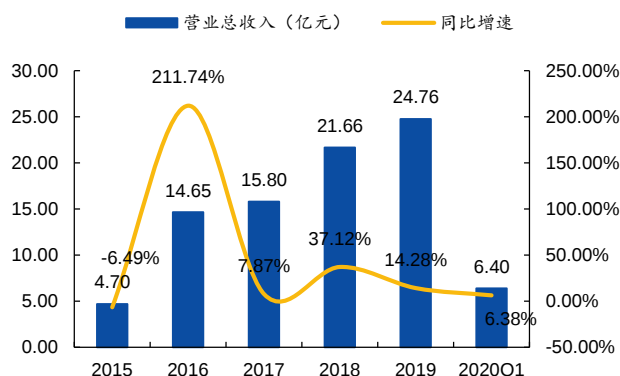
图表目录

图 1：营业收入及增速	3
图 2：营业收入结构（百万元）	3
图 3：易幻网络营业收入及增速.....	3
图 4：分季度营业收入（亿元）	3
图 5：归母净利润及增速.....	4
图 6：扣非后归母净利润及增速.....	4
图 7：整体毛利率及净利率表现.....	4
图 8：分业务毛利率表现.....	4
图 9：期间费用变动情况.....	5
图 10：研发投入金额及其占营业收入比例情况.....	5
图 11：研发人员数量及占比情况.....	5
图 12：《三国志 M》韩国表现情况.....	6
表 1：2019 年重点产品上线时间及地区	6
表 2：2019 主要游戏及收入	6
表 3：2020 年公司主要储备项目上线进度	7
表 4：股票期权激励计划行权安排	8
表 5：股票期权激励计划业绩考核目标及公司层面可行权比例	8
表 6：股票期权激励计划分配情况	9

1、财务分析：一季度利润增长超预期

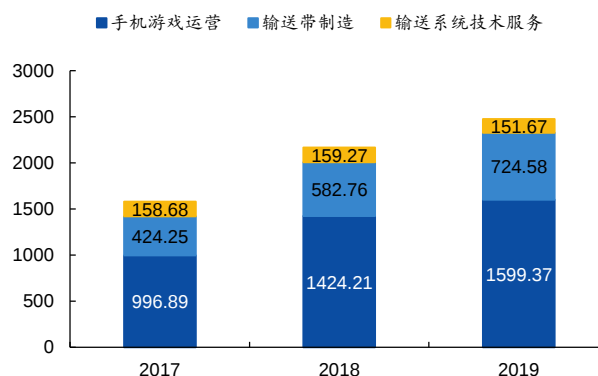
双主业发展驱动，收入稳步增长。2019 年公司实现营业收入 24.76 亿元，同比增长 14.28%。2020 年 Q1 实现营业收入 6.38 亿元，同比增长 6.38%。分业务看，2019 年手机游戏运营业务收入为 15.99 亿元，占总营收比重为 64.6%，同比增长 12.30%。其中易幻网络营收为 13.55 亿元，海南高图 2019 年实现营收 2.19 亿。输送带制造和技术服务实现收入 8.76 亿元，增长 18.06%。分季度来看，2019-2020Q1 分别实现营业收入 6.01 亿、5.81 亿、5.86 亿、7.06 亿和 6.4 亿。

图 1：营业收入及增速



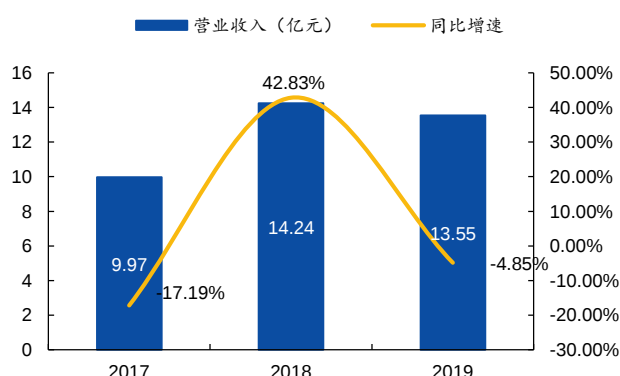
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 2：营业收入结构（百万元）



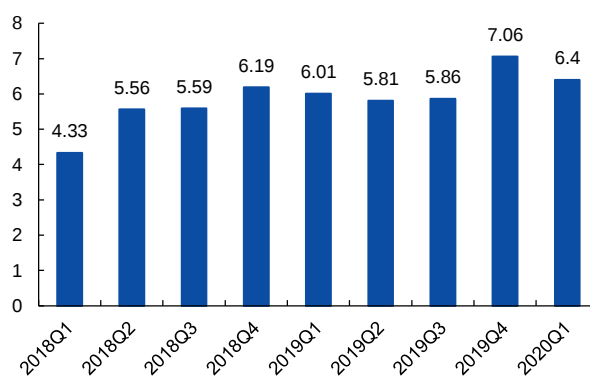
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 3：易幻网络营业收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

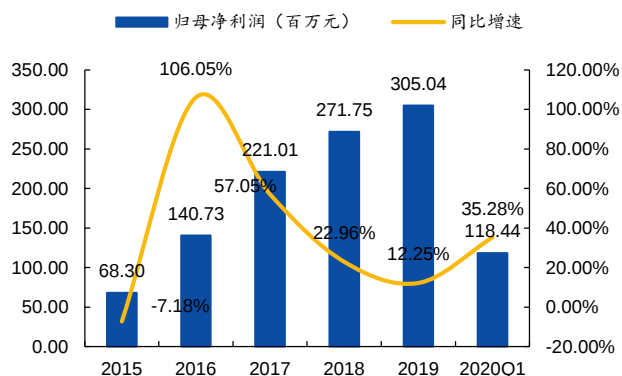
图 4：分季度营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

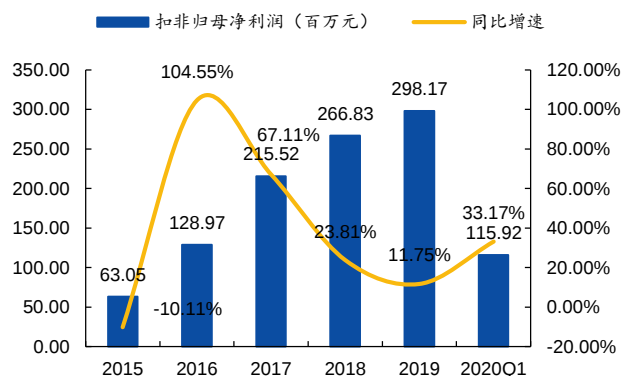
2019 年业绩符合预期，2020Q1 利润实现高增长。2019 全年公司实现归母净利润 3.05 亿元，同比增长 12.25%；实现扣非归母净利润 2.98 亿元，同比增长 11.75%。2020 年 Q1 实现归母净利 1.18 亿元，同比增长 35.28%；实现扣非归母净利润 1.16 亿元，同比增长 33.17%，超出业绩预期，主要为报告期内发行新品《食物语》，上线后表现良好，首日上线即登顶 iOS & Google 双平台免费榜。

图 5：归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

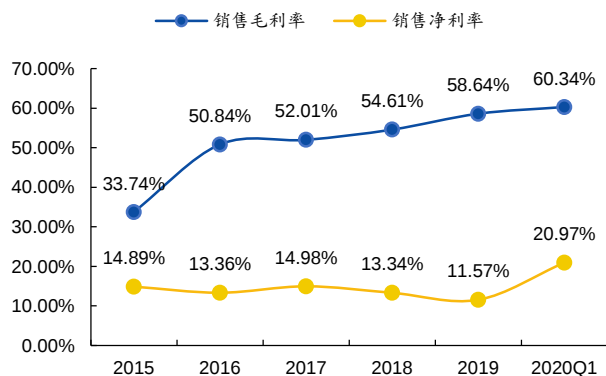
图 6：扣非后归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

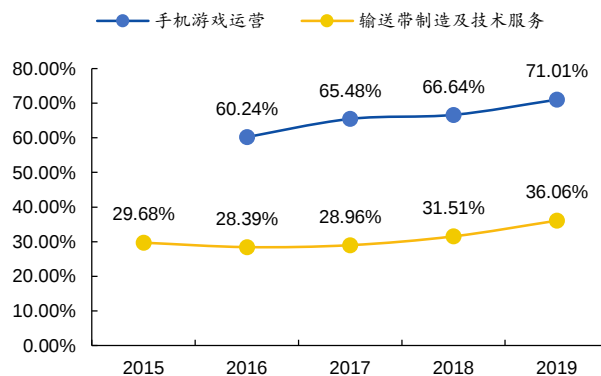
毛利率持续提升，2020Q1 新发游戏较少销售费用率降低拉动净利润率大幅提升。公司毛利率自 2015 年至 2020 年 Q1 持续上升，2020Q1 毛利率达到 60.34%，分业务来看，2020Q1 手游业务毛利率为 71.01%，输送带业务为 36.06%。2019 年销售费用率继续提升至 37.61%，主要是公司加快开拓日本以及欧美市场的广告和渠道费用增加所致。2020Q1 由于发行新游戏数量较少，销售费用率降至 33.18%。

图 7：整体毛利率及净利率表现



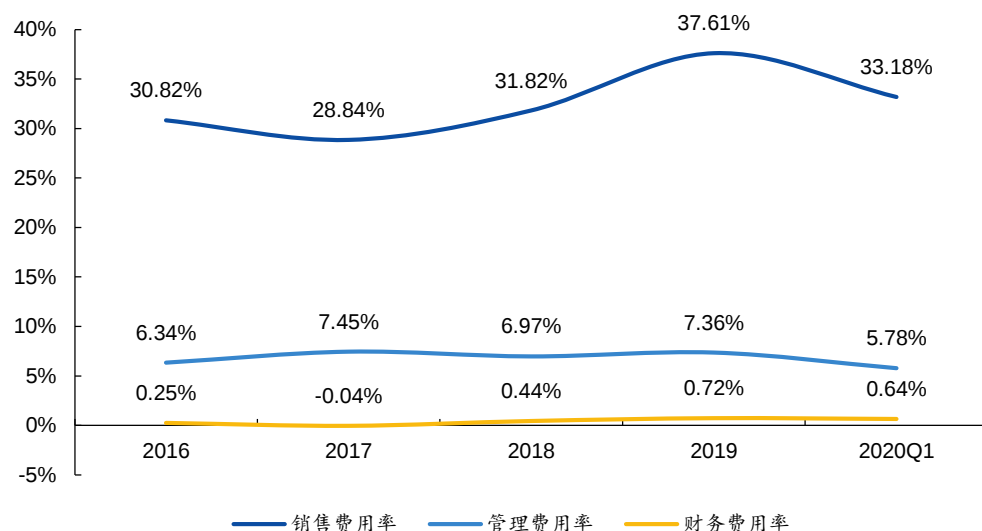
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 8：分业务毛利率表现



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 9：期间费用变动情况

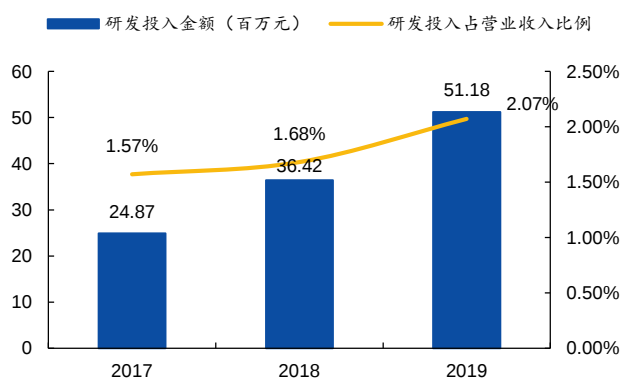


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

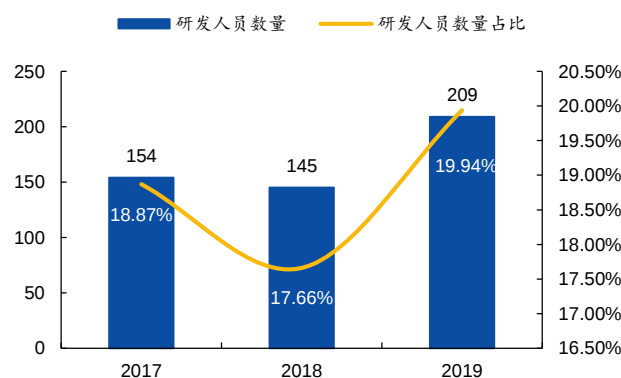
加大研发投入，做强自研产品。研发方面，公司 2019 年研发投入金额为 5118 万，研发费用率提升至 2.07%。研发人员数量增长至 209 位，占员工总数为 19.94%。

图 10：研发投入金额及其占营业收入比例情况

图 11：研发人员数量及占比情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2、游戏业务：拓市场，发力自研

深化韩国、东南亚市场的区域发行优势，开拓日本、欧美等大市场。2019 年 1-12 月公司累计新增代理运营的游戏产品 33 款(分不同地区版本)，其中港澳台 6 款、韩国 7 款、东南亚 11 款、日本 2 款、其他地区 7 款。截止到 2019 年 12 月 31

日，累计仍在线运营的游戏共 72 款（分不同地区版本），其中港澳台 15 款、韩国 20 款、东南亚 24 款、日本 2 款、其他地区 11 款，涉及约 150 个国家和地区。活跃用户数量为 3,530 万，总用户数量为 15,165 万。老产品方面，《万王之王》和《三国志 M》等在韩国持续发力，2019 年新上线产品《全民冠军足球》、《龙之怒吼》、《龙族幻想》等产品均打入 google 游戏免费榜&畅销榜 TOP20；在日本推出二次元游戏《遗忘之境》，一经推出即获得日本 iOS 商店的官方推荐，进入免费榜 Top3；在新加坡、马来西亚运营的《完美世界》，获苹果和谷歌商店双推荐并在双平台榜单表现优异，突破 MMO 在新马市场的新高度；在港澳台发行《AOD 龙之怒吼》，上线后取得 iOS 下载榜榜首，iOS 畅销榜第二。

表 1：2019 年重点产品上线时间及地区

区域市场	游戏	时间
韩国	SLG《三国志 M》重推	Q1
	二次元养成《魔女兵器》	2019.02.20
	《豪门足球 2》	2019.05.24
	卡牌《遗忘之境》	2019.06.18
	MMO《龙之怒吼》	2019.09.24
	MMO《龙族幻想》	2019.10.31
东南亚	MMO《完美世界》	2019.07.24
港澳台	卡牌《遗忘之境》繁体版	2019.07.18
	MMO《AOD 龙之怒吼》	2019.10.09
日本	卡牌《遗忘之境》	2019.02.20
	消除 RPG《异世界幻想》	2019.07.29

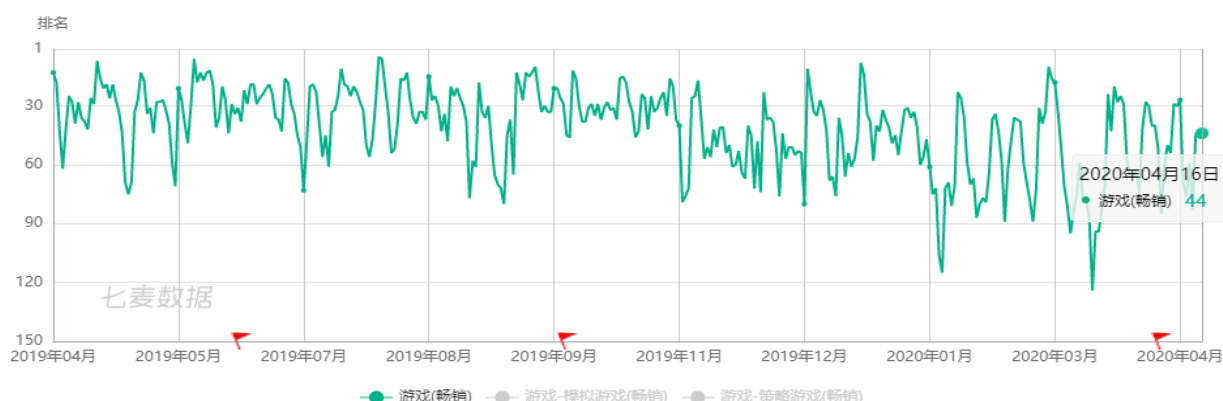
资料来源：公司官网，七麦数据，国元证券研究中心

表 2：2019 主要游戏及收入

游戏名称	类型	运营模式	收入（亿）	收入占游戏业务比例	推广费用（万）	推广费占游戏营销费用总额比例	推广费占游戏收入总额比例
三国志 M	SLG	自主运营	2.68	16.78%	1069.61	2.64%	1.29%
万王之王	MMORPG	自主运营	1.94	12.15%	2280.29	5.63%	2.74%
War and Magic	SLG	自主运营	1.88	11.78%	6245.77	15.43%	7.50%
遗忘之境	CAG	自主运营&联运	0.96	6.01%	4563.75	11.28%	5.48%
游戏五	MMORPG	自主运营&联运	0.85	5.32%	4961.06	12.26%	5.96%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 12：《三国志 M》韩国表现情况



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

产品储备丰富，自研产品比重提升。代理产品上，2020 年公司在港澳台、东南亚、韩国、日本、欧美等地区将上线《新笑傲江湖》、《剑侠情缘 2》、《梦境链接》、《造物 2》、《王者围城》、《决战三国》、《dragon storm fantasy》等十余款产品。自研产品方面，2020 年预计有 3-4 款以上的自研（定制）产品也将陆续上线，海南高图自研的《WST》已经在测试阶段，预计二、三季度上线，成都聚获自研的二次元手游《终末阵线：伊诺贝塔》也预计年内上线。丰富的产品储备有望持续为公司贡献业绩增量。此外，公司还将深化与哈视奇公司合作，通过已有云平台技术架构推进 VR 领域新业务，探索除休闲游戏外的重度游戏合作，丰富技术场景的落地。

表 3：2020 年公司主要储备项目上线进度

游戏	预计上线时间
《龙之怒吼》	2020 年内
《梦境链接》	2020 年内
《新笑傲江湖》	2020 年内
《剑侠情缘 2》	2020 年内
《造物 2》	2020 年内
《王者围城》	2020 年内
《WST》	2020Q2-Q3
《终末阵线：伊诺贝塔》	2020 年内

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3、推出股票期权激励计划，绑定核心团队

公司发布股票期权计划，拟向部分董事、高管人员以及核心技术人员共 264 人授予 1750 万份股票期权，占公司股本总额 4.41%。行权价格为 20 元/股，最长不超过 60 个月。

表 4：股票期权激励计划行权安排

行权安排	行权时间	完成业绩考核目标 1	完成业绩考核目标 2	完成业绩考核目标 3
		可行权比例	可行权比例	可行权比例
股票期权第一个行权期	自授予之日起 12 个月后的首个交易日起至授予之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	5.00%	10.00%	25.00%
股票期权第二个行权期	自授予之日起 24 个月后的首个交易日起至授予之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	5.00%	10.00%	25.00%
股票期权第三个行权期	自授予之日起 36 个月后的首个交易日起至授予之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	5.00%	10.00%	25.00%
股票期权第四个行权期	自授予之日起 48 个月后的首个交易日起至授予之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	5.00%	10.00%	25.00%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 5：股票期权激励计划业绩考核目标及公司层面可行权比例

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 年净利润较前两年净利润均值增长 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 年净利润较前两年净利润均值增长 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 年净利润较前两年净利润均值增长 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 年净利润较前两年净利润均值增长 30%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 6：股票期权激励计划分配情况

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		1483	84.71%	3.74%
预留权益		100	5.71%	0.25%
合计		1750	100.00%	4.41%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

4、投资建议与盈利预测

公司在深化韩国、港澳台以及东南亚等优势区域龙头地位的同时，积极开拓日本及欧美市场，先后成立高图、聚获等子公司发力自研领域，全球化研运一体布局初显成效。老产品表现稳定保证公司业绩，代理以及自研产品储备丰富进一步贡献增量。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.01/1.31/1.71，对应 PE17.96x/13.87x/10.64x。维持“买入”评级。

5、风险提示

新游戏上线不及预期，头部老游戏流水快速下滑。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1349	1941	2185	2659	3299
现金	363	837	913	1119	1418
应收账款	446	471	631	775	945
其他应收款	30	33	43	54	65
预付账款	114	96	127	155	182
存货	212	235	279	343	408
其他流动资产	185	269	191	213	282
非流动资产	1887	2079	1849	1827	1858
长期投资	7	10	10	10	10
固定资产	245	234	230	210	183
无形资产	27	70	70	70	70
其他非流动资产	1607	1765	1539	1537	1595
资产总计	3236	4020	4034	4486	5158
流动负债	606	1140	823	787	799
短期借款	108	456	295	127	0
应付账款	218	306	340	416	502
其他流动负债	280	378	188	244	297
非流动负债	330	240	214	168	140
长期借款	255	150	150	98	71
其他非流动负债	75	90	64	70	69
负债合计	935	1380	1036	955	939
少数股东权益	35	4	4	4	4
股本	397	397	397	397	397
资本公积	961	956	956	956	956
留存收益	905	1210	1611	2132	2810
归属母公司股东权益	2265	2636	2993	3527	4215
负债和股东权益	3236	4020	4034	4486	5158

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	181	379	474	387	459
净利润	289	286	402	520	678
折旧摊销	112	115	30	32	33
财务费用	10	18	22	25	26
投资损失	-1	-0	-20	-20	-20
营运资金变动	-243	-55	-228	-153	-224
其他经营现金流	14	14	269	-18	-35
投资活动现金流	-52	-136	-50	50	10
资本支出	15	120	0	0	0
长期投资	31	17	91	-30	10
其他投资现金流	-6	1	41	20	20
筹资活动现金流	-407	14	-348	-231	-170
短期借款	88	348	-161	-168	-127
长期借款	105	-105	0	-53	-26
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-263	-5	0	0	0
其他筹资现金流	-337	-224	-187	-11	-17
现金净增加额	-261	264	76	206	299

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2166	2476	3111	3894	4752
营业成本	983	1024	1260	1533	1823
营业税金及附加	5	6	8	10	12
营业费用	689	931	1135	1441	1758
管理费用	115	131	156	195	238
研发费用	36	51	124	156	190
财务费用	10	18	22	25	26
资产减值损失	-16	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	20	20	20
营业利润	311	311	432	562	732
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	310	311	432	562	732
所得税	21	25	31	41	54
净利润	289	286	402	520	678
少数股东损益	17	-19	0	0	0
归属母公司净利润	272	305	402	520	678
EBITDA	433	444	484	619	792
EPS (元)	0.68	0.77	1.01	1.31	1.71

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	37.1%	14.3%	25.7%	25.2%	22.0%
营业利润 (%)	25.6%	0.0%	38.9%	29.9%	30.3%
归属母公司净利润 (%)	23.0%	12.3%	31.7%	29.5%	30.3%
获利能力					
毛利率 (%)	54.6%	58.6%	59.5%	60.6%	61.6%
净利率 (%)	12.5%	12.3%	12.9%	13.4%	14.3%
ROE (%)	12.0%	11.6%	13.4%	14.7%	16.1%
ROIC (%)	13.9%	13.3%	17.4%	21.5%	26.0%
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.9%	34.3%	25.7%	21.3%	18.2%
净负债比率 (%)	38.80%	52.65%	42.94%	23.53%	7.59%
流动比率	2.23	1.70	2.66	3.38	4.13
速动比率	1.87	1.49	2.31	2.93	3.61
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.68	0.77	0.91	0.99
应收账款周转率	5	5	5	5	5
应付账款周转率	4.57	3.91	3.90	4.06	3.97
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.68	0.77	1.01	1.31	1.71
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.46	0.95	1.19	0.98	1.16
每股净资产 (最新摊薄)	5.71	6.64	7.54	8.89	10.62
估值比率					
P/E	26.54	23.65	17.96	13.87	10.64
P/B	3.18	2.74	2.41	2.05	1.71
EV/EBITDA	16	16	15	11	9

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188