

业绩超预期，看好游戏板块布局

投资要点

- **业绩总结：**公司 2019 年全年实现营业收入 24.8 亿元，同比增长 14.3%；实现归母净利润 3.1 亿元，同比增长 12.3%；经营活动净现金流 3.8 亿元，同比增加 109%。2020 年一季度，公司实现营收 6.4 亿元，同比增长 6.4%，归母净利润 1.2 亿元，同比增长 35.3%，超过前期业绩预增范围。
- **各项业务平稳增长，现金流显著改善。**报告期内，公司各项业务稳步成长，其中移动互联网业务实现营收 16 亿元 (YOY+12.3%)，工业互联网业务实现营收 8.8 亿元 (YOY+18.1%)。2019 年公司综合毛利率为 58.6%，较 2018 年增加 4pp；期间费用率同比增加 6.5pp 至 45.7%。其中，销售费用同比增加 35.1%，主要由于移动互联网业务广告费、渠道费增加所致；管理费用同比增加 14.4%，系职工薪酬、租赁费用增加导致；财务费用同比增加 86.8%，是由贷款利息增加导致；研发费用同比增加 40.5%，主要是研发人员薪酬、投入增加导致。报告期内，公司经营活动净现金流入 3.8 亿元，同比大幅增加 109%，主要是销售收入增加、资金回笼加快、利用供应商信用账期增加了应付账款及到期承兑汇票托收增加所致。
- **进攻“一线市场”“新技术”，看好未来发展。**公司是领先的游戏发行企业，正向研运一体综合游戏企业稳步发展。2019 年，公司主要发行《完美世界》、《三国志 M》、《万王之王》等游戏，取得了优异的市场表现。
一线市场开拓，已现成效。在巩固优势区域市场的同时，公司加大对日本、欧美等一线市场的开拓渗透，如《遗忘之境》一经推出即获得日本 iOS 官方推荐，进入免费榜前三。日本、欧美市场营收占比由 5% 增长到 30%，发展势头迅猛。
拥抱新技术，前瞻布局虚拟现实。公司领先布局 AR/VR/XR 产业，投资硬件开发商翊视皓瞳、内容供应商哈视奇。其中，哈视奇开发的 VR 游戏《奇幻滑雪 3》将在二季度上线。
- **推出股权激励方案，提升员工积极性。**公司发布《2020 年股票期权激励计划（草案）》，计划向 264 名核心员工授予 1750 万份股票期权，占总股数的 4.4%。其中，首次授予 1650 万份，预留 100 万份，股票期权的行权价格为 20 元/股。激励方案的推出有望进一步提升员工积极性，提升公司凝聚力。
- **每 10 股派发 3 元红利，专注回报股东。**公司计划以 3.85 亿（在 2019 年底 3.97 亿股总股数基础上减去 1166 万回购股份）为基数，向全体股东每 10 股派发人民币 3 元现金（含税），合计派发现金红利约 1.2 亿元，占归母净利润比例为 37.9%。2017、2018 年该数值分别为 21% 和 56%，公司继续保持较高的分红比例。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.00 元、1.24 元、1.44 元。公司矢志研运一体，我们看好未来“一线市场开拓”、“VR 产业布局”，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，原材料价格变动的风险，新游戏上线或不及预期的风险，区域拓展或不及预期的风险，核心人才流失的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2475.62	3008.91	3514.45	3973.22
增长率	14.28%	21.54%	16.80%	13.05%
归属母公司净利润 (百万元)	305.04	397.77	492.63	572.99
增长率	12.25%	30.40%	23.85%	16.31%
每股收益 EPS (元)	0.77	1.00	1.24	1.44
净资产收益率 ROE	10.85%	13.75%	14.91%	15.16%
PE	26	20	16	14
PB	3.03	2.76	2.42	2.11

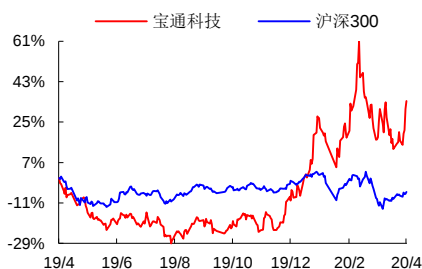
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 杭爱
 执业证号: S1250519080006
 电话: 010-58251921
 邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.97
流通 A 股(亿股)	3.24
52 周内股价区间(元)	10.64-24.1
总市值(亿元)	79.79
总资产(亿元)	43.59
每股净资产(元)	7.00

相关研究

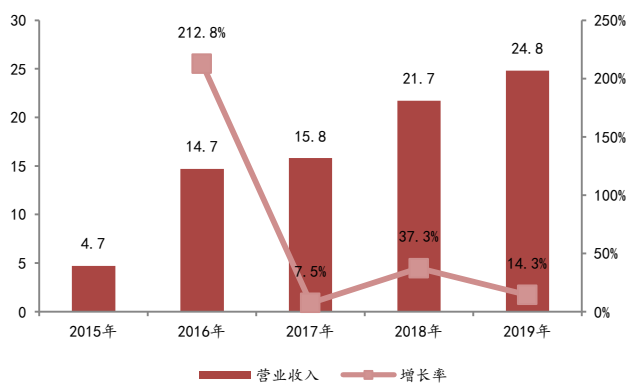
1. 宝通科技 (300031): 游戏出海龙头，矢志全球研运一体 (2019-04-29)

1 公司概况：海外发行龙头，布局一线市场&新技术

宝通科技主要从事各种橡胶输送带的研发、生产和销售，是国内领先的输送带生产制造商，2015 年通过收购易幻网络进军游戏行业，形成“移动互联网+工业互联网”双主业经营格局。公司各项业务均处于国内领先水平：游戏领域依托易幻网络海外发行优势，持续打造研运一体经营业态，加大日本、欧美一线市场拓展、收购哈视奇等厂商前瞻布局虚拟现实；传统业务加大智能化进程，实现工业散货物料智能输送全栈式服务。

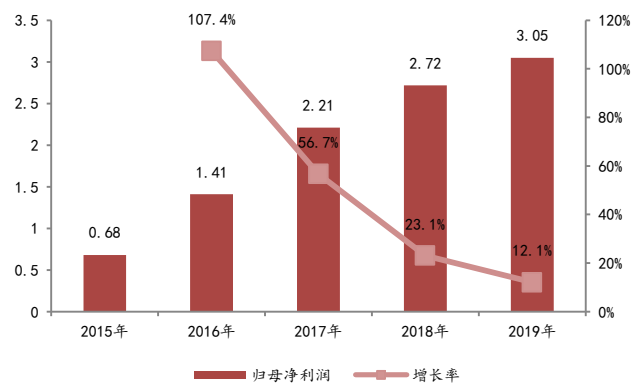
公司业绩情况：公司 2019 年全年实现营业收入 24.8 亿元，同比增长 14.3%；实现归母净利润 3.1 亿元，同比增长 12.3%。业绩稳健增长的同时，深化全球市场布局，取得良好成绩。

图 1：公司营收及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

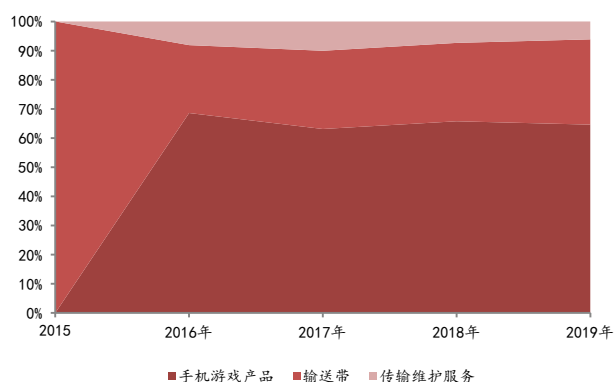
图 2：公司归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

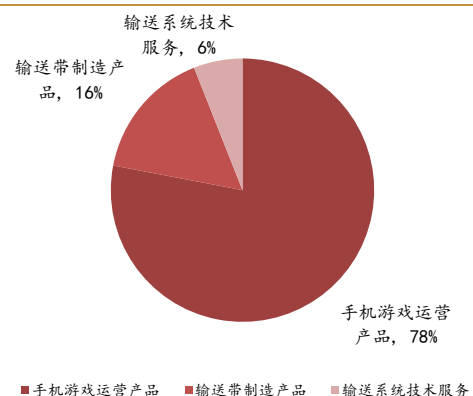
公司主营业务结构：报告期内，公司各项主营业务稳健增长。其中，公司手游运营产品实现营业收入 16.0 亿元，占营收比重 64.6%，同比增长 12.3%，毛利率达到 71.0%；输送带制造产品实现营业收入 7.2 亿元，占营收比重 29.3%，同比增长 24.3%，毛利率为 32.5%；输送系统技术服务实现营业收入 1.5 亿元，占营收比重 6.1%，毛利率为 53.2%。

图 3：2019 年公司营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2019 年公司毛利占比情况



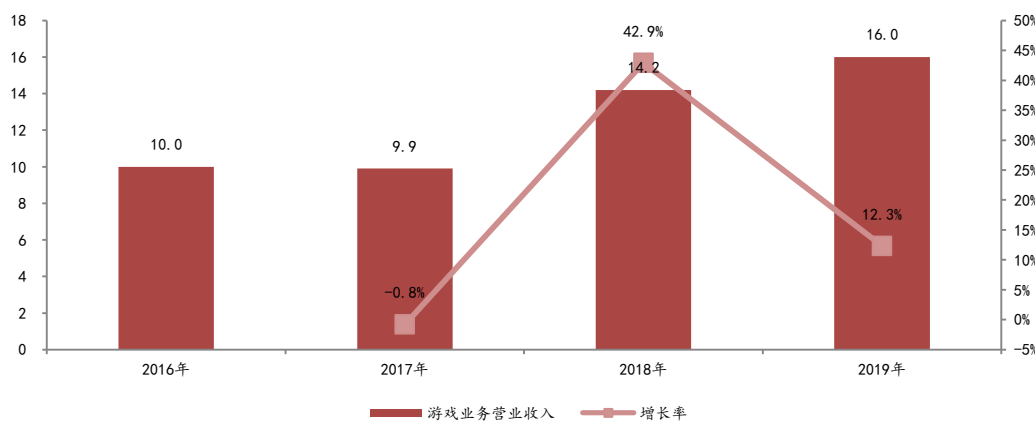
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 矢志研运一体，进击“一线市场”、“新技术”

2.1 业务稳步推进，矢志研运一体

公司游戏业务稳健增长，2019 年实现营业收入 16.0 亿元，同比增长 12.3%，占公司营收比重 64.6%，是公司主要的业务板块。截至 2019 年 12 月底，公司累计在线运营 72 款游戏，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 3530 万，总用户数量为 1.5 亿。

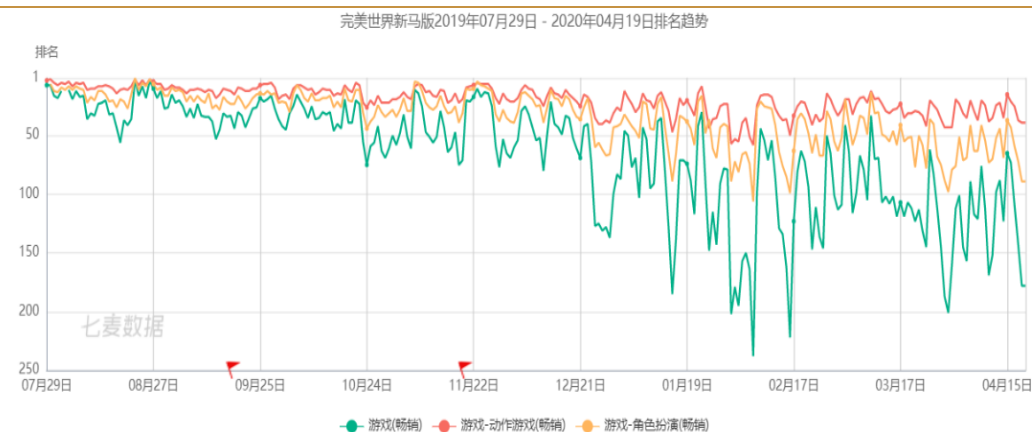
图 5：2019 年公司游戏业务营收情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

子公司易幻网络主营海外市场游戏发行与运营业务，是公司游戏业务运营主体。旗下运营多款游戏表现优异，其中《万王之王》、《三国志 M》、《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；在繁体中文地区推出的高品质暗黑大作《AOD 龙之怒吼》，上线后即取得 iOS 下载榜榜首，iOS 畅销榜第二的成绩。

图 6：《完美世界新马版》在新加坡市场排名一览



数据来源：七麦数据，西南证券整理

海南高图是公司全球化研运一体化战略重要实施主体，已成功在全球 148 个国家和地区发行和运营 4 款产品，其中主打游戏《War and Magic》一度占据 5 国畅销榜第 1，在 7 国和地区跻身畅销榜前 10。

图 7：《War and Magic》在美国市场排名一览



数据来源：七麦数据，西南证券整理

2.2 产品计划丰富，全力开拓全球市场

2020 年，公司在深耕韩国、东南亚、港澳台三大主力市场的同时，继续全力开拓欧美、日本等市场，着眼全球布局态势。2020 年，公司将在韩国、东南亚、港澳台等地区陆续上线《龙之怒吼》、《剑侠情缘 2》、《梦境链接》、《食物语》、《笑傲江湖》、《造物法则 2》等十余款产品；同时，公司将有 3-4 款以上的自研（定制）产品陆续上线，满足国内市场供应。着力打造以产品、市场、用户为导向的研运一体服务模式，丰富内容端产品矩阵，满足多元用户需求。

表 1：2020 年公司重要产品排期

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	魔神世界	欧美	已签订	2020 年第一季度
2	决战三国	韩国	已签订	2020 年第四季度
3	老猎人	韩国	已签订	2020 年第二季度
4	剑侠情缘 2：剑歌行	港澳台&新马	已签订	2020 年第三季度
5	造物 2	港澳台	已签订	2020 年第二季度
6	王者围城	韩国	已签订	2020 年第二季度
7	阿卡迪亚	日本	已签订	2020 年第四季度
8	梦境链接	日本	已签订	2020 年第二季度
9	一剑断念	港澳台&东南亚	已签订	2020 年第三季度
10	天使猎魔录	东南亚	已签订	2020 年第一季度
11	终末塔卫团	日本	已签订	2021 年第一季度
12	其他游戏一	东南亚	签订流程中	2020 年第二季度
13	其他游戏二	新马	签订流程中	2020 年第二季度

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
14	其他游戏三	越南	签订流程中	2020 年第一季度
15	其他游戏四	越南	签订流程中	2020 年第一季度
16	其他游戏五	越南	签订流程中	2020 年第一季度
17	其他游戏六	港澳台	签订流程中	2020 年第三季度
18	其他游戏七	除中国大陆	签订流程中	2020 年第四季度
19	其他游戏八	港澳台&东南亚	签订流程中	2020 年第四季度
20	其他游戏九	韩国	签订流程中	2021 年第一季度

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 拥抱新技术，前瞻布局虚拟现实

5g 技术有望解决 VR 产业发展痛点，有望进一步提升 VR 技术的用户体验，将 VR 虚拟现实技术推向风口。目前，公司已与国内领先 VR 厂商翊视皓瞳、哈视奇等进行深度合作，有望在 VR 未来产业热潮中占据先发优势。

翊视皓瞳——硬件开发商

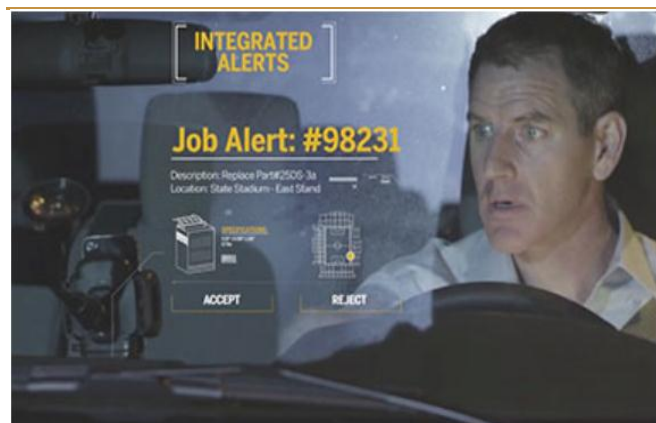
翊视皓瞳是全球唯一同时提供 ARM/Android 及 Intel/Win10 两大系统平台可量产智能眼镜的技术方案提供方，与国内外多家知名企业合作开发过多款智能眼镜。公司致力于“打造中国人自己的智能眼镜”，已应用于智慧医疗、运维巡检、智慧工厂和应急抢险等领域，实现了人-物理世界-数字世界的实时联动互通。

图 8：智能眼镜医疗手术直播应用



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 9：智能眼镜现场电力抢修应用



数据来源：公司官网，西南证券整理

哈视奇——领先 VR 内容供应商

哈视奇是一家专注于制作 VR 精品游戏的公司，已研发多款 VR 游戏产品，在国内外包括 HTC Viveport、Steam、Oculus、GearVR、APPStore 等多平台上线，获得用户广泛好评。其中《罗布泊丧尸》曾在 Viveport 上获付费榜第一，《奇幻滑雪》在 Viveport 获付费榜第一，在 Steam 上面获热销榜第一。

图 10：《罗布泊丧尸》游戏场景


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 11：《奇幻滑雪》游戏场景


数据来源：公司官网，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：游戏业务快速增长，一线市场开拓顺利实施，毛利率维持在 70%左右；

假设 2：传统主业转型升级，毛利率维持在 35%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
游戏业务	收入	1599.4	1999.2	2399.0	2758.9
	增速	12.3%	25.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	71.0%	70.0%	70.0%	70.0%
传统业务	收入	876.3	1009.7	1115.4	1214.3
	增速	18.1%	15.2%	10.5%	8.9%
	毛利率	36.1%	35.2%	35.0%	34.8%
合计	收入	2475.6	3008.9	3514.5	3973.2
	增速	14.3%	21.5%	16.8%	13.1%
	毛利率	58.6%	58.3%	58.9%	59.2%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.00 元、1.24 元、1.44 元。公司矢志研运一体，我们看好未来“一线市场开拓”、“VR 产业布局”，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002602.SZ	世纪华通	14.43	-	0.65	0.76	-	26.69	22.23	18.98	-
603444.SH	吉比特	392.50	11.26	14.86	17.50	20.44	26.52	26.42	22.43	19.20
002624.SZ	完美世界	50.20	-	1.88	2.18	-	37.94	26.68	23.04	-
002381.SZ	双箭股份	7.69	-	0.76	0.91	-	14.42	10.18	8.45	-
603033.SH	三维股份	28.59	0.84	1.48	2.14	-	34.13	19.34	13.34	-

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.4.19）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2475.62	3008.91	3514.45	3973.22	净利润	286.43	397.77	492.63	572.99
营业成本	1023.88	1253.87	1445.05	1619.61	折旧与摊销	115.38	35.05	35.05	35.05
营业税金及附加	6.15	7.56	8.71	9.89	财务费用	17.78	24.03	16.00	14.67
销售费用	931.08	1083.21	1265.20	1430.36	资产减值损失	-1.73	0.00	0.00	0.00
管理费用	131.07	210.62	246.01	278.13	经营营运资本变动	-29.32	13.50	-56.09	-65.32
财务费用	17.78	24.03	16.00	14.67	其他	-10.00	1.93	0.07	-0.36
资产减值损失	-1.73	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	378.54	472.27	487.66	557.03
投资收益	0.18	0.00	0.00	0.00	资本支出	-56.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-79.33	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.91	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-135.89	0.00	0.00	0.00
营业利润	311.28	429.62	533.49	620.56	短期借款	348.12	-456.12	0.00	0.00
其他非经营损益	0.14	1.09	0.67	0.43	长期借款	-105.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	311.42	430.71	534.16	621.00	股权融资	-5.32	0.00	0.00	0.00
所得税	24.99	32.94	41.52	48.01	支付股利	0.00	-61.01	-79.55	-98.53
净利润	286.43	397.77	492.63	572.99	其他	-223.87	-229.68	-16.00	-14.67
少数股东损益	-18.61	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	13.93	-746.81	-95.55	-113.20
归属母公司股东净利润	305.04	397.77	492.63	572.99	现金流量净额	263.62	-274.54	392.11	443.83
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	837.29	562.76	954.86	1398.70	成长能力				
应收和预付款项	626.15	809.91	926.66	1046.86	销售收入增长率	14.28%	21.54%	16.80%	13.05%
存货	235.40	286.35	330.23	370.72	营业利润增长率	0.01%	38.02%	24.18%	16.32%
其他流动资产	242.38	16.63	18.92	21.00	净利润增长率	-0.89%	38.87%	23.85%	16.31%
长期股权投资	9.75	9.75	9.75	9.75	EBITDA 增长率	2.61%	9.96%	19.61%	14.67%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	285.45	263.66	241.88	220.09	毛利率	58.64%	58.33%	58.88%	59.24%
无形资产和开发支出	1329.23	1321.80	1314.37	1306.94	三费率	43.62%	43.80%	43.46%	43.37%
其他非流动资产	454.63	448.81	442.98	437.15	净利率	11.57%	13.22%	14.02%	14.42%
资产总计	4020.28	3719.66	4239.65	4811.20	ROE	10.85%	13.75%	14.91%	15.16%
短期借款	456.12	0.00	0.00	0.00	ROA	7.12%	10.69%	11.62%	11.91%
应付和预收款项	557.57	580.70	686.55	782.68	ROIC	13.20%	17.66%	20.98%	23.49%
长期借款	150.00	150.00	150.00	150.00	EBITDA/销售收入	17.95%	16.24%	16.63%	16.87%
其他负债	216.23	97.15	98.20	99.16	营运能力				
负债合计	1379.92	827.85	934.75	1031.84	总资产周转率	0.68	0.78	0.88	0.88
股本	396.77	396.77	396.77	396.77	固定资产周转率	10.34	13.51	17.50	22.19
资本公积	955.99	955.99	955.99	955.99	应收账款周转率	5.40	5.55	5.35	5.32
留存收益	1209.88	1546.64	1959.72	2434.18	存货周转率	4.51	4.79	4.66	4.60
归属母公司股东权益	2636.27	2887.73	3300.81	3775.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.29%	—	—	—
少数股东权益	4.08	4.08	4.08	4.08	资本结构				
股东权益合计	2640.36	2891.82	3304.90	3779.36	资产负债率	34.32%	22.26%	22.05%	21.45%
负债和股东权益合计	4020.28	3719.66	4239.65	4811.20	带息债务/总负债	43.92%	18.12%	16.05%	14.54%
					流动比率	1.70	2.85	3.21	3.58
					速动比率	1.50	2.36	2.74	3.12
					股利支付率	0.00%	15.34%	16.15%	17.20%
					每股指标				
					每股收益	0.77	1.00	1.24	1.44
					每股净资产	6.64	7.28	8.32	9.52
					每股经营现金	0.95	1.19	1.23	1.40
					每股股利	0.00	0.15	0.20	0.25
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	444.44	488.70	584.53	670.28					
PE	26.16	20.06	16.20	13.93					
PB	3.03	2.76	2.42	2.11					
PS	3.22	2.65	2.27	2.01					
EV/EBITDA	16.80	14.67	11.59	9.45					
股息率	0.00%	0.76%	1.00%	1.23%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn