

宝通科技 (300031.SZ) 买入 (维持评级)

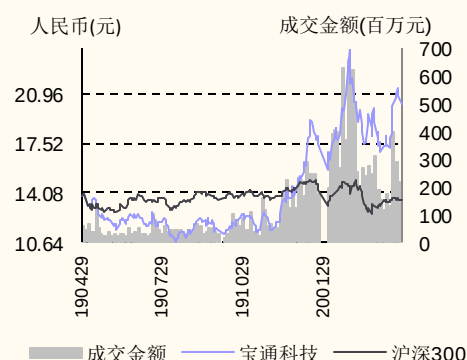
公司点评

市场价格 (人民币): 20.31 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)	80.58
年内股价最高最低(元)	21.35/16.92
沪深 300 指数	3823
创业板指	2019



相关报告

1. 《VR 游戏龙头，自研突破“日本&欧美” - 宝通科技首次覆盖报告》，2020.4.16

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

焦杉 联系人
jiaoshan@gjzq.com.cn

新公司助力 VR 游戏引进，加快游戏版号申请

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	1.013	1.306	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	0.86	1.52	1.83
市盈率(倍)	19.26	19.51	20.04	15.55	12.85
净利润增长率(%)	22.96%	12.25%	31.80%	28.87%	21.04%
净资产收益率(%)	12.00%	11.57%	13.23%	14.57%	14.99%
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

事件

- 宝通科技旗下易幻网络，拟以自有资金出资 5000 万元，投资设立公司星翼幻，持股 100%，有利于积极拓展 VR/AR/MR 领域新业务，并利于公司进军国内市场，深化区域化发行与全球研运一体业务。

评论

- 有利于版号申请: 本次拟成立的子公司星翼幻注册地为无锡国家数字电影产业园。2019 年，无锡国家数字电影产业园获批“江苏省影视游戏版权贸易(无锡)基地”。园区是版权局批复的影视游戏版权基地，版号在版权局审批，园区可以同步申报游戏版号。
- 助力 VR 游戏引进: 国外具有众多优质 VR 游戏。根据 Steam 2019 年 VR 游戏的畅销榜单统计上榜的 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。宝通科技已与国内 VR 休闲游戏龙头哈视奇深度合作。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，并且可能为公司在日后引进更多 VR 游戏方面提供经验。
- 自研+版号开拓国内市场: 易幻网络手游出海发行运营经验丰富，已在全球发行近 240 多款游戏，覆盖全球 130 多个国家和地区、十几种语言，优势地区在韩国、东南亚和中国港澳台等市场，目前计划通过自研游戏不断拓展日本和欧美市场。借助易幻网络较为成熟的手游发行运营经验和自研游戏深入，本次拟投资设立对公司进而拓展国内手游市场或有助力。

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 20/16/13 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，维持“买入”评级。

风险提示

- 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

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	-1,104	-1,320	-1,527
%销售收入	28.8%	31.8%	37.6%	37.7%	37.8%	37.9%
管理费用	-118	-115	-131	-151	-176	-202
%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	477	603	717
%销售收入	15.4%	15.6%	13.4%	16.3%	17.3%	17.8%
财务费用	1	-10	-18	-25	-23	-13
%销售收入	0.0%	0.4%	0.7%	0.8%	0.6%	0.3%
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	461	591	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	715
利润率	15.7%	14.3%	12.6%	15.8%	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	-201	-66	-70
经营活动现金净流	308	181	369	340	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	49	403	536

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	886	1,289	1,825
应收账款	461	649	759	1,056	1,217	1,368
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	2,390	3,026	3,783
%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	4,579	5,293	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	1,837
普通股股东权益	2,287	2,265	2,636	3,038	3,556	4,184
其中：股本	397	397	397	397	397	397
未分配利润	625	850	1,150	1,552	2,070	2,697
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	4,579	5,293	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	1.013	1.306	1.581
每股净资产	5.764	5.709	6.644	7.658	8.963	10.544
每股经营现金净流	0.775	0.457	0.929	0.857	1.518	1.834
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%	13.23%	14.57%	14.99%
总资产收益率	6.89%	8.40%	7.59%	8.78%	9.79%	10.27%
投入资本收益率	9.23%	11.80%	9.03%	11.71%	12.93%	13.31%
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%	43.51%	26.53%	18.78%
净利润增长率	57.05%	22.96%	12.25%	31.80%	28.87%	21.04%
总资产增长率	3.32%	0.96%	24.24%	13.89%	15.59%	15.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	89.9	69.1	67.6	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%	-7.81%	-17.80%	-27.62%
EBIT利息保障倍数	-409.1	35.4	18.7	19.2	26.8	55.9
资产负债率	26.66%	28.91%	34.32%	33.06%	31.82%	30.10%

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	0	3	7
增持	0	0	0	3	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.50	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-16	买入	18.18	30.60~30.60

来源：国金证券研究所

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