

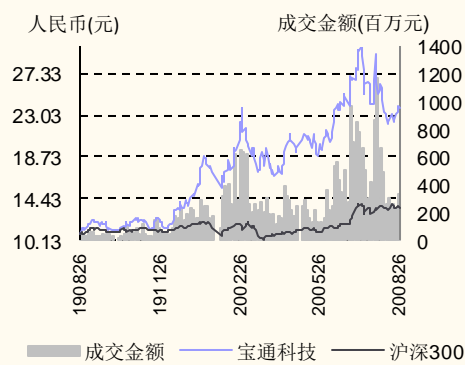
## 宝通科技 (300031.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 23.75 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)	94.23
年内股价最高最低(元)	29.28/22.08
沪深 300 指数	4706
创业板指	2644



## 相关报告

- 1.《中报预告验证逻辑,静待B站独代产品-宝通科技点评》,2020.7.7
- 2.《新公司助力VR游戏引进,加快游戏版本号申请-宝通科技新设公司点...》,2020.4.28
- 3.《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

## 研运一体初显成效,期待B站独代产品上线

## 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	1.712	2.068
每股净资产(元)	5.71	6.64	7.66	9.37	11.44
每股经营性现金流(元)	0.46	0.93	1.43	1.81	2.31
市盈率(倍)	19.26	19.51	17.97	10.62	8.79
净利润增长率(%)	22.96%	12.25%	31.63%	69.13%	20.84%
净资产收益率(%)	12.00%	11.57%	13.22%	18.27%	18.08%
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

## 业绩简报

- 2020年8月26日,公司发布半年报,实现营业收入13.13亿元,同比增长11.01%;其中游戏业务实现营业收入8.29亿元,同比增长4.89%;实现归母净利润2.35亿元,同比增长40.98%,符合我们的预期。

## 点评

- “研运一体”+“国内、欧美、日本”市场拓展初显成效, Q2单季维持高速增长,实现归母净利润1.17亿,同比增长47.26%。公司过去游戏业务以发行为主,目前通过海南高图和成都聚获两大控股子公司转型游戏研运一体,预计子公司自研业务帮助公司拓展国内和欧美、日本市场。
- 1、海南高图:扭亏为盈,深耕研运一体成为公司业绩新增长点。报告期内,海南高图实现营业收入2.27亿元,已经达到易幻网络营业收入的37.19%,净利润216.16万元,成功扭亏为盈,由于公司目前处于早期发展阶段,因此利润率较低,预计未来利润弹性大,将成为公司业绩新看点。公司西部题材《WILD WEST HEROS》已上线测试,期待20H2上线后表现。
- 2、成都聚获:主攻二次元自研产品,联手B站开拓中国大陆市场。自研二次元卡牌游戏《终末阵线:伊诺贝塔》由B站独代,预计11月上架,超越同类产品《双生视界》,将为21年提供稳定的利润增量。
- 3、易幻网络:保持区域发行优势,以新产品突破日本市场。8款新产品上线弥补老产品流水下滑,预计11月在日本发行S级二次元卡牌游戏《梦境连接》,我们预计将带动2021年易幻海外流水50%以上增长。

## 投资建议

- 投资建议:宝通科技发力自研,尤其是二次元领域,联手B站打开中国大陆市场,业绩确定性相对较高,预计2020/2021/2022年净利润4.02/6.79/8.21亿元, EPS分别为1.01/1.71/2.07元, P/E分别为23.42X/17.67X/14.15X,维持“买入”评级。

## 风险提示

- 游戏表现不及预期;海外市场拓展不及预期。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>1,580</b>	<b>2,166</b>	<b>2,476</b>	<b>2,926</b>	<b>3,778</b>	<b>4,357</b>
增长率		37.1%	14.3%	18.2%	29.1%	15.3%
<b>主营业务成本</b>	<b>-758</b>	<b>-983</b>	<b>-1,024</b>	<b>-1,128</b>	<b>-1,375</b>	<b>-1,561</b>
%销售收入	48.0%	45.4%	41.4%	38.5%	36.4%	35.8%
<b>毛利</b>	<b>822</b>	<b>1,183</b>	<b>1,452</b>	<b>1,798</b>	<b>2,403</b>	<b>2,796</b>
%销售收入	52.0%	54.6%	58.6%	61.5%	63.6%	64.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>销售费用</b>	<b>-456</b>	<b>-689</b>	<b>-931</b>	<b>-1,106</b>	<b>-1,353</b>	<b>-1,560</b>
%销售收入	28.8%	31.8%	37.6%	37.8%	35.8%	35.8%
<b>管理费用</b>	<b>-118</b>	<b>-115</b>	<b>-131</b>	<b>-151</b>	<b>-191</b>	<b>-218</b>
%销售收入	7.5%	5.3%	5.3%	5.1%	5.0%	5.0%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-36</b>	<b>-51</b>	<b>-60</b>	<b>-78</b>	<b>-90</b>
%销售收入	0.0%	1.7%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>244</b>	<b>337</b>	<b>332</b>	<b>474</b>	<b>772</b>	<b>917</b>
%销售收入	15.4%	15.6%	13.4%	16.2%	20.4%	21.1%
<b>财务费用</b>	<b>1</b>	<b>-10</b>	<b>-18</b>	<b>-23</b>	<b>-17</b>	<b>-4</b>
%销售收入	0.0%	0.4%	0.7%	0.8%	0.4%	0.1%
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>-16</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	1.5%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>248</b>	<b>311</b>	<b>311</b>	<b>460</b>	<b>766</b>	<b>925</b>
<b>营业利润率</b>	<b>15.7%</b>	<b>14.4%</b>	<b>12.6%</b>	<b>15.7%</b>	<b>20.3%</b>	<b>21.2%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>税前利润</b>	<b>248</b>	<b>310</b>	<b>311</b>	<b>461</b>	<b>766</b>	<b>926</b>
<b>利润率</b>	<b>15.7%</b>	<b>14.3%</b>	<b>12.6%</b>	<b>15.7%</b>	<b>20.3%</b>	<b>21.2%</b>
<b>所得税</b>	<b>-11</b>	<b>-21</b>	<b>-25</b>	<b>-37</b>	<b>-61</b>	<b>-74</b>
<b>所得税率</b>	<b>4.6%</b>	<b>6.9%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>237</b>	<b>289</b>	<b>286</b>	<b>424</b>	<b>705</b>	<b>851</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>-19</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>31</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>221</b>	<b>272</b>	<b>305</b>	<b>402</b>	<b>679</b>	<b>821</b>
<b>净利率</b>	<b>14.0%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.3%</b>	<b>13.7%</b>	<b>18.0%</b>	<b>18.8%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>237</b>	<b>289</b>	<b>286</b>	<b>424</b>	<b>705</b>	<b>851</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>-19</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>31</b>
<b>非现金支出</b>	<b>117</b>	<b>128</b>	<b>117</b>	<b>66</b>	<b>81</b>	<b>98</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-11</b>	<b>7</b>	<b>20</b>	<b>50</b>	<b>43</b>	<b>43</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-35</b>	<b>-243</b>	<b>-55</b>	<b>27</b>	<b>-112</b>	<b>-76</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>308</b>	<b>181</b>	<b>369</b>	<b>568</b>	<b>717</b>	<b>916</b>
<b>资本开支</b>	<b>-13</b>	<b>-15</b>	<b>-120</b>	<b>-152</b>	<b>-155</b>	<b>-147</b>
<b>投资</b>	<b>115</b>	<b>-31</b>	<b>-17</b>	<b>-21</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>3</b>	<b>-6</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>106</b>	<b>-52</b>	<b>-136</b>	<b>-172</b>	<b>-154</b>	<b>-146</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>170</b>	<b>193</b>	<b>253</b>	<b>-76</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-390</b>	<b>-583</b>	<b>-239</b>	<b>-43</b>	<b>-45</b>	<b>-45</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-220</b>	<b>-390</b>	<b>21</b>	<b>-119</b>	<b>-45</b>	<b>-45</b>
<b>现金净流量</b>	<b>193</b>	<b>-261</b>	<b>254</b>	<b>277</b>	<b>518</b>	<b>724</b>

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
<b>货币资金</b>	<b>650</b>	<b>363</b>	<b>837</b>	<b>1,114</b>	<b>1,632</b>	<b>2,356</b>
<b>应收账款</b>	<b>461</b>	<b>649</b>	<b>759</b>	<b>828</b>	<b>1,069</b>	<b>1,233</b>
<b>存货</b>	<b>162</b>	<b>212</b>	<b>235</b>	<b>263</b>	<b>320</b>	<b>364</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>76</b>	<b>125</b>	<b>110</b>	<b>185</b>	<b>223</b>	<b>252</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,350</b>	<b>1,349</b>	<b>1,941</b>	<b>2,389</b>	<b>3,244</b>	<b>4,204</b>
%总资产	42.1%	41.7%	48.3%	52.2%	58.9%	64.4%
<b>长期投资</b>	<b>251</b>	<b>282</b>	<b>379</b>	<b>399</b>	<b>399</b>	<b>399</b>
<b>固定资产</b>	<b>266</b>	<b>247</b>	<b>285</b>	<b>349</b>	<b>380</b>	<b>399</b>
%总资产	8.3%	7.6%	7.1%	7.6%	6.9%	6.1%
<b>无形资产</b>	<b>1,317</b>	<b>1,339</b>	<b>1,388</b>	<b>1,400</b>	<b>1,440</b>	<b>1,468</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,856</b>	<b>1,887</b>	<b>2,079</b>	<b>2,189</b>	<b>2,267</b>	<b>2,321</b>
%总资产	57.9%	58.3%	51.7%	47.8%	41.1%	35.6%
<b>资产总计</b>	<b>3,205</b>	<b>3,236</b>	<b>4,020</b>	<b>4,578</b>	<b>5,511</b>	<b>6,525</b>
<b>短期借款</b>	<b>20</b>	<b>108</b>	<b>576</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>612</b>	<b>449</b>	<b>514</b>	<b>695</b>	<b>886</b>	<b>1,027</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>28</b>	<b>48</b>	<b>49</b>	<b>67</b>	<b>100</b>	<b>119</b>
<b>流动负债</b>	<b>660</b>	<b>606</b>	<b>1,140</b>	<b>762</b>	<b>986</b>	<b>1,147</b>
<b>长期贷款</b>	<b>150</b>	<b>255</b>	<b>150</b>	<b>650</b>	<b>650</b>	<b>650</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>44</b>	<b>75</b>	<b>90</b>	<b>102</b>	<b>105</b>	<b>108</b>
<b>负债</b>	<b>854</b>	<b>935</b>	<b>1,380</b>	<b>1,514</b>	<b>1,742</b>	<b>1,905</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,287</b>	<b>2,265</b>	<b>2,636</b>	<b>3,038</b>	<b>3,717</b>	<b>4,537</b>
其中：股本	<b>397</b>	<b>397</b>	<b>397</b>	<b>397</b>	<b>397</b>	<b>397</b>
未分配利润	<b>625</b>	<b>850</b>	<b>1,150</b>	<b>1,551</b>	<b>2,230</b>	<b>3,051</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>64</b>	<b>35</b>	<b>4</b>	<b>26</b>	<b>52</b>	<b>83</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,205</b>	<b>3,236</b>	<b>4,020</b>	<b>4,578</b>	<b>5,511</b>	<b>6,525</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.557	0.685	0.769	1.012	1.712	2.068
每股净资产	5.764	5.709	6.644	7.656	9.368	11.436
每股经营现金净流	0.775	0.457	0.929	1.431	1.807	2.308
每股股利	0.100	0.115	0.300	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.66%	12.00%	11.57%	13.22%	18.27%	18.08%
总资产收益率	6.89%	8.40%	7.59%	8.77%	12.32%	12.57%
投入资本收益率	9.23%	11.80%	9.03%	11.64%	15.95%	15.90%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	7.87%	37.12%	14.28%	18.21%	29.10%	15.33%
EBIT 增长率	23.07%	38.48%	-1.55%	42.63%	62.90%	18.84%
净利润增长率	57.05%	22.96%	12.25%	31.63%	69.13%	20.84%
总资产增长率	3.32%	0.96%	24.24%	13.87%	20.37%	18.42%
<b>资产管理能力</b>						
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	28.1	25.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-20.43%	0.00%	-4.31%	-15.24%	-26.13%	-36.98%
EBIT 利息保障倍数	-409.1	35.4	18.7	21.1	46.4	243.0
资产负债率	26.66%	28.91%	34.32%	33.07%	31.60%	29.19%

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	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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

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
2	2020-04-28	买入	20.31	30.60~30.60
3	2020-07-07	买入	26.71	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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