

业绩符合预期，研运一体业务快速增长

——2020年半年报点评

买入|维持

事件：

公司发布2020年半年报，实现营收13.13亿元，同比增长11.01%；实现归母净利润2.354亿元，同比增长40.98%。

● 业绩符合预期，利润实现快速增长

2020H1公司实现营收13.13亿元，同比增长11.01%。游戏业务实现营收8.29亿元，同比增长4.89%，占营收比重为63.13%。输送带业务实现收入4.84亿元，同比增长23.33%。归母净利润2.35亿元，同比增长40.98%。除了《万王之王》、《三国志M》、《完美世界》、《圣堂之战》等精品老游戏表现优异外，陆续上线《食物语》、《造物法则2》、《新笑傲江湖》、《时逆》以及《神谕王座》数款新品，产品表现良好，支撑公司业绩稳定增长。

● 深化区域化发行与全球研运一体业务双轮驱动

易幻方面，《万王之王》、《三国志M》、《完美世界》、《圣堂之战》等精品老游戏持续发力，上半年在港澳台及新马地区上线《食物语》、《造物法则2》以及《新笑傲江湖》表现优异。海南高图上半年实现盈利，成为新业绩增长点。《War and Magic》注册用户已破千万，《King's Throne》、《Dragon Storm Fantasy》上线后进入过多地区畅销榜TOP10，目前仍在持续成长中。

● 储备项目丰富，自研内容产出已现成效

公司将在港澳台、东南亚、韩国等地区上线《剑侠情缘2》、《SOT》、《决战三国》等数款产品。2020年重点发力日本市场，7月已上线卡牌手游《造物法则2》，另有一款S级产品《梦境链接》预计11月上线。欧美地区将上线海南高图自研模拟经营和放置养成产品《WILD WEST HEROES》，目前已在测试，预计下半年上线。以及一款放置ARPG手游《D3》（《龙之怒吼》第二代）。国内方面，包括《终末阵线》（已开启首轮测试招募，官网预约人数超27万人，有望Q4上线）在内预计有3-4款以上自研（定制）产品将陆续上线，丰富的产品储备有望后续为公司贡献业绩增量。

● 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等一级市场市场，成立高图、聚获等子公司发力自研，全球化研运一体布局初显成效。老产品表现稳定，代理及自研产品储备进一步贡献业绩增量。我们预计2020-2022年公司EPS分别为1.01/1.46/1.81，对应PE24x/16x/13x。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。

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)	2166.23	2475.62	3215.60	4778.98	5488.40
收入同比(%)	37.12	14.28	29.89	48.62	14.84
归母净利润(百万元)	271.75	305.04	399.91	579.98	718.42
归母净利润同比(%)	22.96	12.25	31.10	45.03	23.87
ROE(%)	12.00	11.57	14.06	16.94	17.34
每股收益(元)	0.68	0.77	1.01	1.46	1.81
市盈率(P/E)	34.68	30.89	23.56	16.25	13.12

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

基本数据

52周最高/最低价(元): 30.1 / 10.96

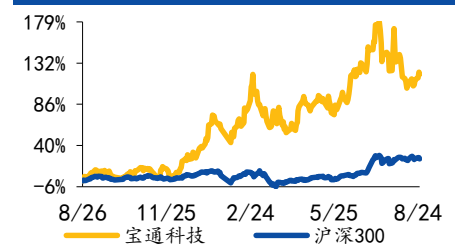
A股流通股(百万股): 324.07

A股总股本(百万股): 396.77

流通市值(百万元): 7696.76

总市值(百万元): 9423.24

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：突破之年，流水规模有望走上新台阶》2020.07.29

《国元证券公司研究-宝通科技(300031)2020年半年度业绩预告点评：产品布局进入收获期，半年报业绩高增长》2020.07.01

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

目 录

1. 财务分析	3
2. 投资建议与盈利预测	6
3. 风险提示	7

图表目录

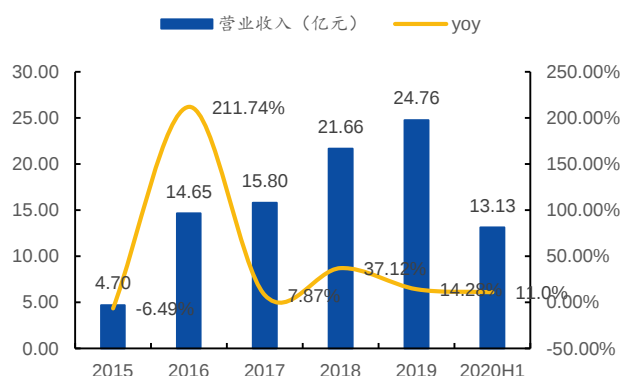
图 1: 营业收入及增速	3
图 2: 营业收入结构	3
图 3: 易幻网络营业收入及增速	3
图 4: 2018-2020H1 分季度营业收入（亿元）	3
图 5: 归母净利润及增速	4
图 6: 扣非后归母净利润及增速	4
图 7: 整体毛利率及净利率表现	4
图 8: 分业务毛利率表现	4
图 9: 期间费用变动情况	5
 表 1: 2020H1 主要游戏及收入	 5

1. 财务分析

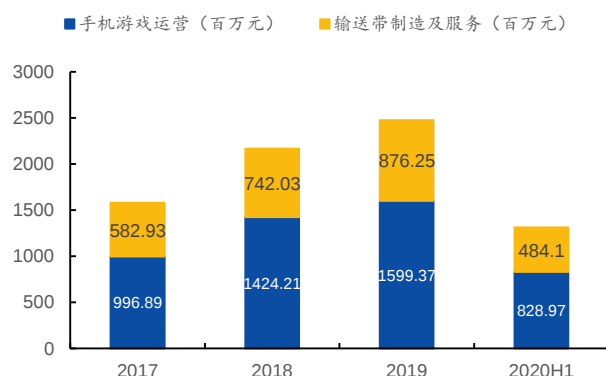
双主业驱动，收入稳步增长，子公司海南高图实现盈利。2020 年上半年公司实现营业收入 13.13 亿元，同比增长 11.01%。分业务看，2020H1 手机游戏运营业务实现营业收入 8.29 亿元，同比增长 4.89%，占营收比重为 63.13%。输送带制造和技术服务实现营业收入 4.84 亿元，同比增长 23.33%，占营收比重为 36.87%，其中易幻网络营收为 6.10 亿元，净利润为 1.38 亿元，与去年同期基本持平，海南高图营收为 2.27 亿元，净利润为 216.16 万元，实现盈利。分季度来看，2020Q2 营收达到 6.73 亿元，同比增长 15.83%。

图 1：营业收入及增速

图 2：营业收入结构



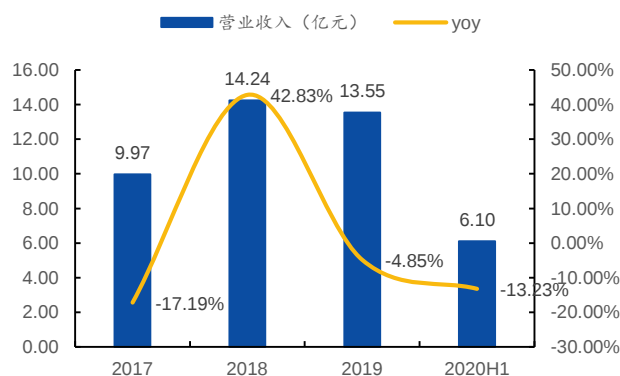
资料来源：公司公告，国元证券研究中心



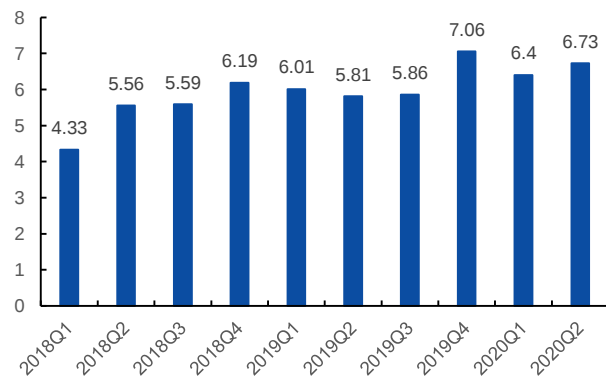
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 3：易幻网络营业收入及增速

图 4：2018-2020H1 分季度营业收入（亿元）



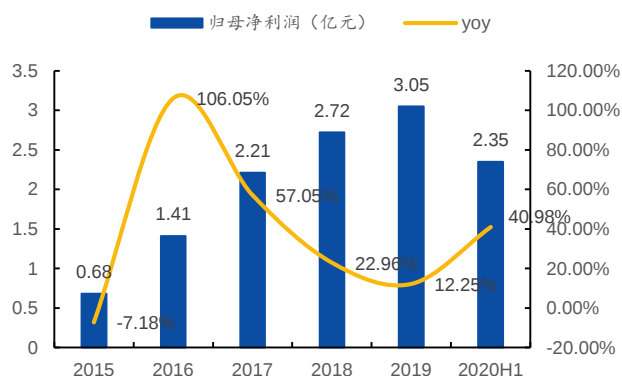
资料来源：公司公告，国元证券研究中心



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

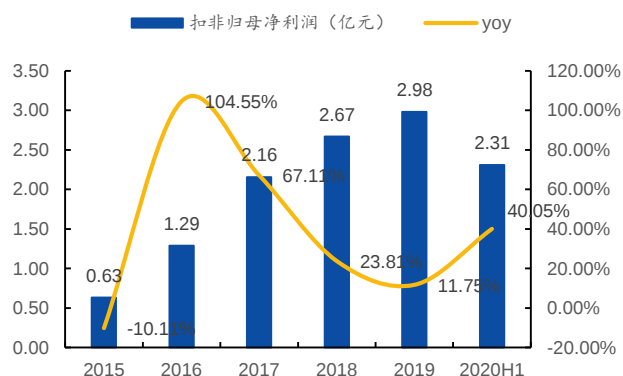
2020H1 归母净利润实现高增长。2020 年上半年公司实现归母净利润 2.35 亿元，同比增长 40.98%，实现扣非归母净利润 2.31 亿元，同比增长 40.05%。除了《万王之王》、《三国志 M》、《完美世界》、《圣堂之战》等精品老游戏表现稳定外，上半年陆续上线《食物语》、《造物法则 2》、《新笑傲江湖》、《时逆》以及《神谕王座》等数款新品，产品上线后表现良好，支撑公司业绩稳定增长。

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

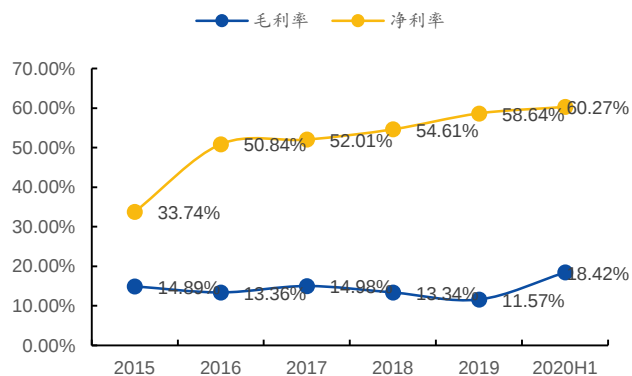
图 6：扣非后归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

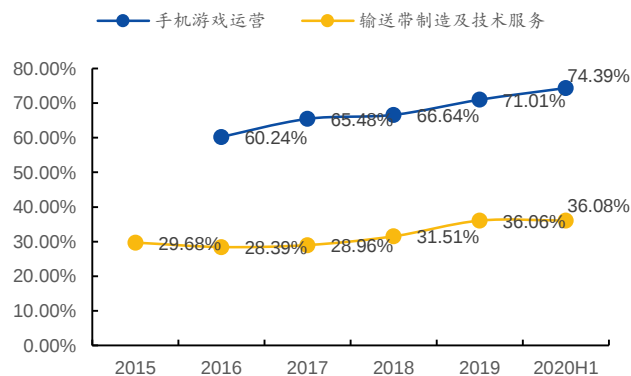
毛利率和净利率持续提升，期间费用率保持平稳。公司毛利率自 2015 年开始持续提升，2020H1 毛利率达到 60.27%。分业务来看，2020H1 移动互联网业务的毛利率为 74.39%，工业互联网毛利率水平维持平稳，为 36.08%。期间费用情况来看，2020 上半年公司销售费用率为 36.11%，小幅下降，主要是 Q1 发行新游戏数量相对较少。

图 7：整体毛利率及净利率表现



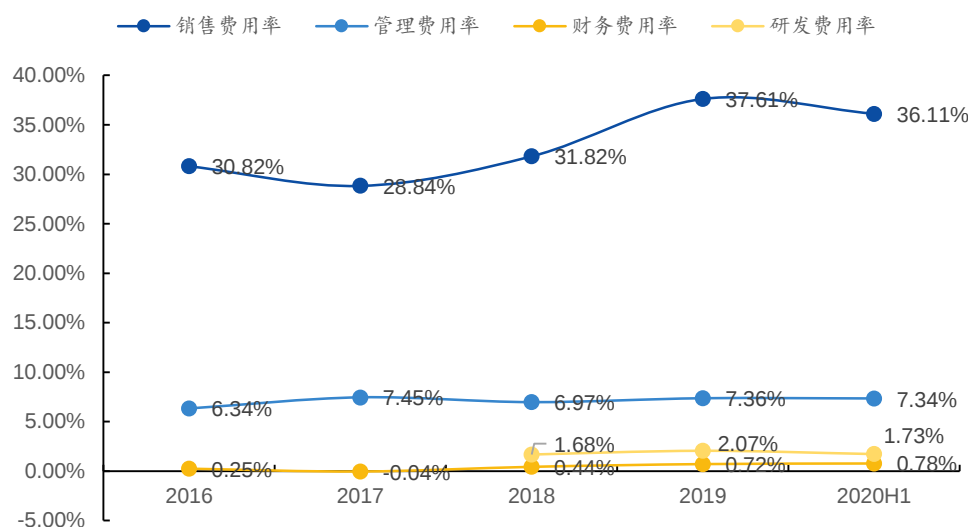
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

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

移动互联网业务方面，2020 年 1-6 月公司累计新增代理运营的游戏产品 11 款（分不同地区版本），其中港澳台 2 款、韩国 2 款、东南亚 4 款、日本 1 款、其他地区 2 款。截止 2020 年 6 月 30 日，累计仍在线运营的游戏共 73 款，包含 SLG、RPG、休闲竞技、模拟经营等多种类型。活跃用户数量为 1967 万，总用户数达 1.63 亿人。

表 1：2020H1 主要游戏及收入

游戏名称	类型	运营模式	运营商	收入（亿）	收入占游戏业务比例	推广营销费用（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
龙之怒吼	MMORPG	自主运营&联运	易幻网络/海南高图	1.47	17.69%	5430.10	26.72%	11.16%
三国志 M	SLG	自主运营	易幻网络	0.99	11.90%	15.20	0.07%	0.03%
War and Magic	SLG	自主运营&联运	海南高图	0.95	11.41%	1693.68	8.33%	3.48%
完美世界	MMORPG	自主运营&联运	易幻网络	0.79	9.51%	3253.77	16.01%	6.69%
Dragon Storm Fantasy	RPG	自主运营	海南高图	0.68	8.17%	3739.55	18.40%	7.69%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2020 年上半年，易幻网络进一步扩大游戏发行、运营市场规模，巩固区域化发行龙头地位。一方面《万王之王》、《三国志 M》、《完美世界》、《圣堂之战》等精品老游戏持续发力。此外上半年上线多款新游均取得优异表现。2 月，在港澳台上线《食物语》，首日登上 iOS&Google 双平台免费榜 TOP1；4 月，在港澳台上线《造物法则 2》，首周登顶 iOS&Google 双平台免费榜 TOP1，畅销榜 TOP10；5 月，在新马地区上线《新笑傲江湖》，获得 Google 免费榜 TOP1。

海南高图上半年实现盈利，成为新的业绩增长点。高图主攻全球化研运一体，立足欧美，围绕 SLG、MMO 以及放置经营三个细分品类进行拓展，目前产品覆盖全球 148 个国家和地区。其中，《War and Magic》注册用户已突破千万，发行超过 100

个国家和地区；2019年6月发布的《King's Throne》在10个国家或地区进入App Store 游戏畅销榜TOP10，用户已经覆盖98个国家和地区，仍在持续成长中；2019年11月发布的《Dragon Storm Fantasy》在5个国家和地区进入App Store 游戏畅销榜TOP10，并多次获得Google Play官方推荐。

自有内容产出已显成效，B站独代成都聚获自研产品《终末阵线：伊诺贝塔》9月开启首轮测试。游戏已在7月底B站游戏发布会上对玩家进行展示，目前预约人数已经超过27万，并已开启首轮测试招募。

储备产品方面，公司将在港澳台、东南亚、韩国等地区上线《剑侠情缘2》、《SOT》、《决战三国》等数款产品。2020年重点发力日本市场，7月已上线卡牌手游《造物法则2》，另有一款S级产品《梦境链接》预计11月上线。欧美地区将上线海南高图自研小镇模拟经营和放置养成产品《WILD WEST HEROES》，是公司自研主打全球研运一体产品，目前已在测试，预计下半年上线。以及一款放置ARPG手游《D3》（《龙之怒吼》第二代）。国内方面，包括《终末阵线》在内预计共有3-4款以上的自研（定制）产品将陆续上线，丰富的产品储备有望后续为公司贡献业绩增量。

表 2：公司主要储备产品

序号	游戏名称	类型	发行地区	上线时间
1	幻象回忆	CAG	大陆	2020Q3
2	D3	放置 ARPG	大陆	2020.12 或 2021Q1
		放置 ARPG	欧美	2020.11
3	梦境链接	RPG	日本	2020.11
4	决战三国	CAG	韩国	
5	SOT	MMO	韩国	
6	延禧攻略	女性向	港澳台	
7	妖怪名单	二次元塔防	东南亚、港澳台	
8	剑侠情缘	MMO	东南亚、港澳台	
9	WILD WEST HEROES	放置经营	欧美	2020 下半年

资料来源：公司公告，公司调研，国元证券研究中心

2. 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等一级市场市场，先后成立高图、聚获等子公司发力自研领域，产品已陆续开始上线，公司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1.01/1.46/1.81，对应PE24x/16x/13x。维持“买入”评级。

3.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	1349.45	1941.22	2174.94	3106.92	3624.90
现金	362.94	837.29	943.96	1373.67	1635.23
应收账款	445.76	471.50	651.92	950.97	1091.19
其他应收款	29.90	32.58	44.69	66.41	75.24
预付账款	113.88	95.73	129.89	180.59	201.85
存货	212.44	235.40	285.55	400.49	453.67
其他流动资产	184.53	268.71	118.94	134.78	167.72
非流动资产	1886.54	2079.06	1725.83	1663.08	1639.78
长期投资	7.25	9.75	9.75	9.75	9.75
固定资产	245.39	233.54	229.58	210.28	183.32
无形资产	27.06	70.34	70.34	70.34	70.34
其他非流动资产	1606.85	1765.43	1416.16	1372.70	1376.37
资产总计	3235.99	4020.28	3900.77	4770.00	5264.68
流动负债	605.52	1139.69	903.17	1244.91	1047.43
短期借款	108.00	456.12	363.66	473.66	158.69
应付账款	217.79	305.63	347.58	485.70	557.83
其他流动负债	279.73	377.93	191.93	285.55	330.91
非流动负债	329.97	240.24	150.00	97.50	71.25
长期借款	255.00	150.00	150.00	97.50	71.25
其他非流动负债	74.97	90.24	0.00	0.00	0.00
负债合计	935.49	1379.92	1053.17	1342.41	1118.68
少数股东权益	35.21	4.08	4.08	4.08	4.08
股本	396.77	396.77	396.77	396.77	396.77
资本公积	961.31	955.99	955.99	955.99	955.99
留存收益	904.84	1209.88	1490.76	2070.74	2789.16
归属母公司股东权益	2265.29	2636.27	2843.52	3423.50	4141.92
负债和股东权益	3235.99	4020.28	3900.77	4770.00	5264.68

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	181.17	378.54	-2.01	342.29	588.73
净利润	289.00	286.43	399.91	579.98	718.42
折旧摊销	112.36	115.38	29.91	32.28	33.46
财务费用	9.52	17.78	14.92	2.41	-22.64
投资损失	-0.88	-0.18	-2.00	-1.87	-1.56
营运资金变动	-242.91	-54.77	-406.24	-305.96	-156.88
其他经营现金流	14.06	13.89	-38.50	35.44	17.93
投资活动现金流	-52.11	-135.89	300.91	32.35	-8.60
资本支出	15.39	120.40	0.00	0.00	0.00
长期投资	31.08	16.61	-277.51	-30.48	10.16
其他投资现金流	-5.64	1.11	23.40	1.87	1.56
筹资活动现金流	-406.54	13.93	-192.23	55.08	-318.58
短期借款	88.00	348.12	-92.46	109.99	-314.97
长期借款	105.00	-105.00	0.00	-52.50	-26.25
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-262.52	-5.32	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-337.01	-223.87	-99.77	-2.41	22.64
现金净增加额	-260.55	263.62	106.67	429.71	261.55

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2166.23	2475.62	3215.60	4778.98	5488.40
营业成本	983.34	1023.88	1287.96	1789.97	2025.69
营业税金及附加	5.10	6.15	8.08	11.84	13.67
营业费用	689.29	931.08	1225.21	1995.62	2294.58
管理费用	114.58	131.07	178.52	236.91	263.15
研发费用	36.42	51.18	74.55	120.24	141.06
财务费用	9.52	17.78	14.92	2.41	-22.64
资产减值损失	-16.02	-1.73	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.88	0.18	2.00	1.87	1.56
营业利润	311.24	311.28	435.00	630.78	781.24
营业外收入	0.76	0.70	0.67	0.70	0.69
营业外支出	1.60	0.56	0.87	0.89	0.83
利润总额	310.40	311.42	434.80	630.59	781.10
所得税	21.39	24.99	34.89	50.60	62.68
净利润	289.00	286.43	399.91	579.98	718.42
少数股东损益	17.26	-18.61	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	271.75	305.04	399.91	579.98	718.42
EBITDA	433.13	444.44	479.83	665.47	792.06
EPS (元)	0.68	0.77	1.01	1.46	1.81

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	37.12	14.28	29.89	48.62	14.84
营业利润 (%)	25.56	0.01	39.75	45.01	23.85
归属母公司净利润 (%)	22.96	12.25	31.10	45.03	23.87
获利能力					
毛利率 (%)	54.61	58.64	59.95	62.54	63.09
净利率 (%)	12.54	12.32	12.44	12.14	13.09
ROE (%)	12.00	11.57	14.06	16.94	17.34
ROIC (%)	13.92	14.83	17.43	22.29	25.67
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.91	34.32	27.00	28.14	21.25
净负债比率 (%)	38.80	52.65	48.77	42.55	20.55
流动比率	2.23	1.70	2.41	2.50	3.46
速动比率	1.87	1.49	2.08	2.17	3.02
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.68	0.81	1.10	1.09
应收账款周转率	4.78	4.87	5.15	5.36	4.83
应付账款周转率	4.57	3.91	3.94	4.30	3.88
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.68	0.77	1.01	1.46	1.81
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.46	0.95	-0.01	0.86	1.48
每股净资产 (最新摊薄)	5.71	6.64	7.17	8.63	10.44
估值比率					
P/E	34.68	30.89	23.56	16.25	13.12
P/B	4.16	3.57	3.31	2.75	2.28
EV/EBITDA	20.60	20.08	18.60	13.41	11.27

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