

2020 年年报&21Q1 季报点评:国内发行与自研构建新增长点, 21 年进入产品大年

买入 (维持)

2021 年 04 月 25 日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李赛

lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,638	3,604	4,370	5,291
同比 (%)	6.6%	36.6%	21.2%	21.1%
归母净利润 (百万元)	437	557	686	821
同比 (%)	43.2%	27.5%	23.1%	19.8%
每股收益 (元/股)	1.10	1.40	1.73	2.07
P/E (倍)	14.57	11.42	9.28	7.75

投资要点

- **事件:** 公司 20 年实现营业收入 26.38 亿元 (yoy+6.56%), 实现归母净利润 4.37 亿元 (yoy+43.18%), 超此前业绩预告上限, 业绩增长主要系工业互联网业务稳健发展, 以及投资业务贡献增量; 同时拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元, 股息率 1.87%。21Q1 实现营业收入 7.33 亿元 (yoy+14.53%), 归母净利润 1.23 亿元 (yoy+3.6%), 符合市场预期。
- **点评: 工业互联网与投资业务驱动增长, 会计政策调整致游戏业务毛利率下降。** 20 年工业互联网业务实现营收 11.07 亿元 (yoy+26.31%), 驱动公司业绩增长, 营收占比 41.96% (yoy+6.56pct), 毛利率 33.55% (yoy-2.51pct), 主要系公司执行了有关运输费用的新收入准则。输送带产品制造子公司百年通实现营收 7.23 亿元 (yoy+303.5%), 输送系统服务子公司宝通智能物联实现营收 1.68 亿元 (yoy+11%)。21Q1 工业互联网业务维持高增速, 营收同增 31.63%。游戏业务 20 年实现营收 15.31 亿元 (yoy-4.27%), 营收占比 58.04% (yoy-6.56pct), 毛利率 46.09% (-24.92pct), 毛利率大幅下降主要系公司财务政策调整, 将渠道分成金从销售费用调整至营业成本所致, 剔除影响后, 游戏业务毛利率达 74.03% (yoy+3.02pct), 其中易幻网络实现营收 10.78 亿元 (yoy-20.5%), 海南高图实现营收 4.61 亿元 (yoy+110.2%), 全球研运一体战略持续推进。21Q1 游戏业务恢复增长, 营收同增 6.09%。20 年公司三费率剔除会计准则影响后, 维持稳定。20 年公司取得投资净收益 1.24 亿元, 公允价值变动净收益 7460 万元 (主要系公司投资封闭式基金增值)。
- **国内发行与自研构建新增长点, 游戏业务 21 年有望进入产品大年。** 21 年易幻网络将加大拓展国内市场, 目前首款产品《幻象回忆》已开启预约。海南高图 20 年成功盈利实现净利润 1244 万, 成为业绩增长点, 目前自研产品《WST》已上线, 并将开启规模化推广, 后续也储备有多款自研游戏。公司控股公司成都聚获自主研发的二次元产品《终末阵线: 伊诺贝塔》, 目前预约量 40 万+, 公司预计 21 年 Q2 上线。此外 21 年还储备有 2-3 款自研 (定制) 产品, 丰富储备与市场持续拓展下 21 年游戏业务有望实现稳定增长。
- **加快推进智能输送全栈式服务, 海外市场实现突破。** 公司依托行业积累, 通过“数、网、智”等技术手段, 积极推进工业散货物料智能输送的场景应用。海外市场方面, 公司组建海外团队, 拓展海外一线终端客户, 20 年终端业务占比提升至 84%, 海外收入占比首次突破 45%。
- **盈利预测与投资评级:** 由于公司 21 年产品储备丰富, 国内市场有望贡献业绩增量, 我们略微上调此前盈利预测, 预计 21-22 年 EPS1.40 (+0.04) / 1.73 (+0.06) 元, 新增 23 年 EPS2.07 元, 对应 21-23 年 PE11/9/8X, 看好公司自研与国内市场开拓, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 区域市场开拓不及预期, 自研不及预期, 政策监管风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.04
一年最低/最高价	14.66/30.55
市净率(倍)	1.99
流通 A 股市值(百万元)	5205.41

基础数据

每股净资产(元)	8.06
资产负债率(%)	32.00
总股本(百万股)	396.77
流通 A 股(百万股)	324.53

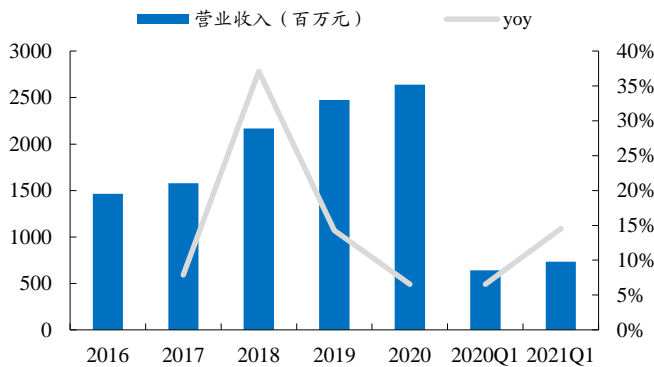
相关研究

- 1、《宝通科技 (300031): 持续推进全球研运一体化, 将进入新品密集发布期》2020-08-27
- 2、《宝通科技 (300031): 20H1 业绩预计同增 30%-50%, 全球研运一体布局成效初显, 下半年自研有望实现突破》2020-07-02
- 3、《宝通科技 (300031): 一季度业绩超预期, 股权激励助力游戏业务, 全球研运一体打开想象空间》2020-04-16

1. 工业互联网与投资驱动增长，20 年归母净利润同增 43%

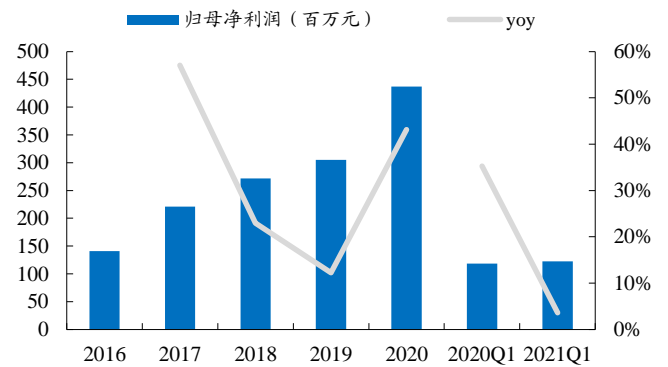
事件：公司 20 年实现营业收入 26.38 亿元 (yoy+6.56%)，归母净利润 4.37 亿元 (yoy+43.18%)，超此前业绩预告上限，业绩增长主要系工业互联网业务稳健发展，以及投资业务贡献增量；同时拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元，股息率 1.87%。21Q1 公司实现营业收入 7.33 亿元 (yoy+14.53%)，归母净利润 1.23 亿元 (yoy+3.6%)，符合市场预期。

图 1：2016-2020 年及 2021Q1 公司营业收入与增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

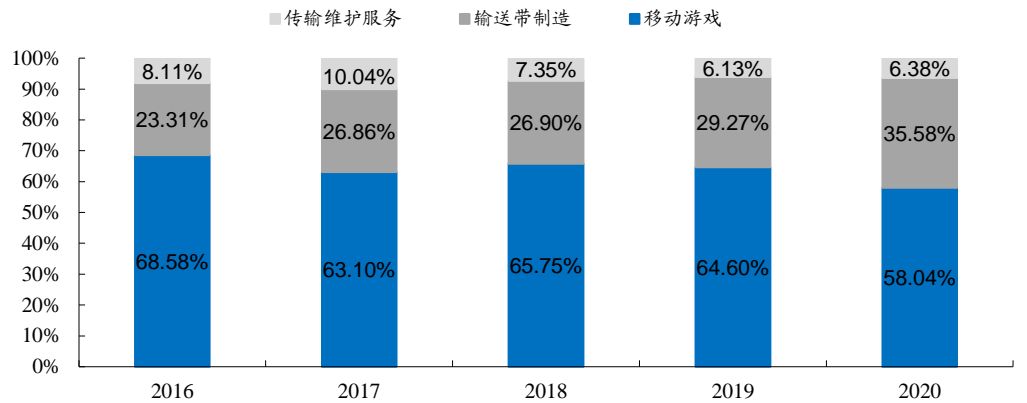
图 2：2016-2020 年及 2021Q1 公司营业收入与增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

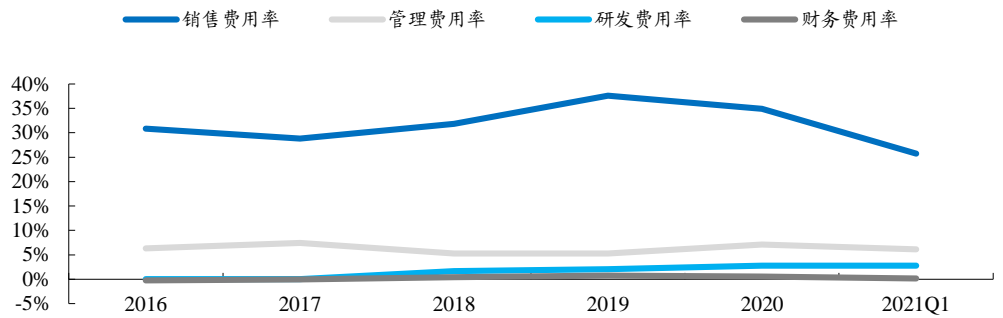
点评：工业互联网与投资业务驱动增长，会计政策调整致游戏业务毛利率下降。20 年工业互联网业务实现营收 11.07 亿元 (yoy+26.31%)，驱动公司业绩增长，营收占比 41.96% (yoy+6.56pct)，毛利率 33.55% (yoy-2.51pct)，主要系公司执行了有关运输费用的新收入准则。输送带产品制造子公司百年通实现营收 7.23 亿元 (yoy+303.5%)，输送系统服务子公司宝通智能物联实现营收 1.68 亿元 (yoy+11%)。21Q1 工业互联网业务维持高增速，营收同增 31.63%。游戏业务 20 年实现营收 15.31 亿元 (yoy-4.27%)，营收占比 58.04% (yoy-6.56pct)，毛利率 46.09% (-24.92pct)，毛利率大幅下降主要系公司财务政策调整，将渠道分成从销售费用调整至营业成本所致，剔除影响后，游戏业务毛利率达 74.03% (yoy+3.02pct)，其中易幻网络实现营收 10.78 亿元 (yoy-20.5%)，海南高图实现营收 4.61 亿元 (yoy+110.2%)，全球研运一体成果不断显现。21Q1 游戏业务恢复增长，营收同增 6.09%。20 年公司三费率剔除会计准则影响后，维持稳定。20 年公司取得投资净收益 1.24 亿元，公允价值变动净收益 7460 万元 (主要系公司投资封闭式基金增值)。

图 3: 公司 2016-2020 年收入结构



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

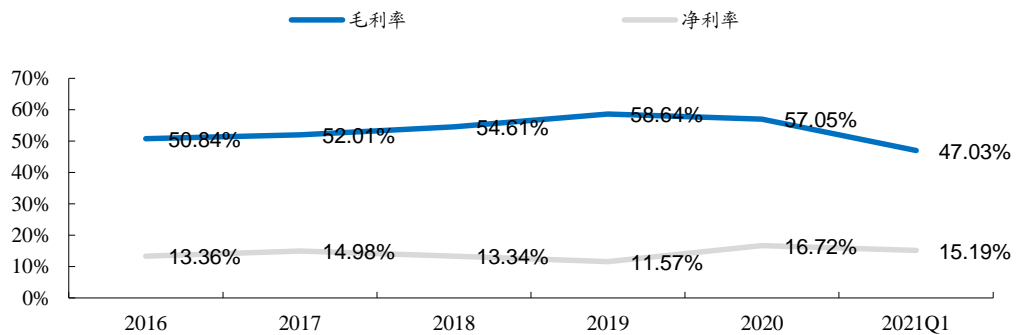
图 4: 2016-2020 年及 2021Q1 公司费用率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注:2020 年销售费用率已剔除财务政策调整影响, 21Q1 销售费用率未剔除

图 5: 2016-2020 年及 2021Q1 公司毛利率净利率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2020年毛利率已剔除财务政策调整影响，21Q1毛利率未剔除会计准则影响（未披露相关数据）

2. 国内发行与自研构建新增长点，工业互联网海外市场实现突破

20年公司游戏业务稳定发展，深入推进全球化战略，在深耕韩国、东南亚以及港台等传统优势地区的基础上，加大欧美、日本、国内等一级大市场布局，公司20年来自于日本、欧美市场的流水占比达35%。同时，公司20年加大游戏业务研发投入，21年自研成果有望展现并释放利润。

易幻网络：20年易幻网络代理发行有《食物语》、《新笑傲江湖》、《梦境链接》等10余款新品，其中《食物语》、《造物2》在港台地区上线首日登顶iOS&Google免费榜，《造物2》达畅销。21年易幻网络将在港澳台、韩国、东南亚、日本、欧美等地区上线《龙之怒吼》、《死神》《T13》、《伊苏》、《WLY》等多款重量级新品，为公司业绩持续增长提供新动力。此外，公司也将大力拓展国内游戏市场，开拓新增长点。2020年12月，易幻网络（上海）运营的《幻象回忆》国服全渠道预约已开启，目前TapTap预约量达6万。

海南高图：公司2018年12月成立以来已成功发行和运营4款产品，覆盖150个国家及地区，其中《War and Magic》曾在6个国家和地区登顶App Store畅销榜第一名，在15个国家和地区进入畅销榜前十；《King's Throne》在10个国家或地区进入App Store游戏畅销榜前十名，目前用户已经覆盖98个国家和地区，仍在持续成长中。20年海南高图成功盈利净利润1244万，根据1季报，21Q1流水保持高速增长态势，公司已成为宝通科技游戏业务新业绩增长点，目前自研产品《WST》已上线，并已开启规模化推广，此外21年还储备有2-3款自研（定制）新品上线与测试，后续成长动能充足。

成都聚获：公司专注于二次元产品自研，目前公司首款产品二次元舰娘游戏《终末阵线：伊诺贝塔》由B占独代，预约量达40万+，公司预计Q2上线，优质团队、渠道叠加同类竞争较少，有望打开年轻用户市场。

后续储备丰富，21年有望进入产品大年。21年易幻网络将在国内与海外上线多款新品，海南高图《WST》也已进入加大规模的推广阶段，成都聚获《终末阵线：伊诺贝塔》公司预计Q2上线，同时代号《D3》项目进行版号的申请，21H2还将有代号《JS》《SG》等2-3款自研和定制产品上线。

表 1: 后续游戏储备 (部分)

游戏	自研/代理	预计上线时间	发行地区
《龙之怒吼》	代理	-	海外
《死神》	代理	-	海外
《T13》	-	-	海外
《FZFS》	-	-	海外
《D3》	自研	-	海外
《DK》	-	-	海外
《伊苏》	-	-	海外
《WLY》	-	-	海外
《WST》	海南高图自研	已上线, 推广中	海外
《终末阵线: 伊诺贝塔》	成都聚获自研	2021Q2	国内
《JS》	自研	2021H2	-
《SG》	自研	2021H2	-

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

加快推进智能输送全栈式服务, 海外市场实现突破。公司依托行业积累, 通过“数、网、智”等技术手段, 积极推进工业散货物料智能输送的场景应用。海外市场方面, 公司组建海外团队, 拓展海外一线终端客户, 20 年终端业务占比提升至 84%, 海外收入占比首次突破 45%。

图 6: 公司全栈式服务流程



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

由于公司 21 年产品储备丰富, 国内市场有望贡献业绩增量, 我们略微上调此前盈利预测, 预计 21-22 年实现 EPS1.40 (+0.04) / 1.73 (+0.06) 元, 新增 23 年 EPS2.07 元, 对应 21-23 年 PE11/9/8X, 看好公司自研与国内市场开拓, 维持“买入”评级。

4. 风险提示

区域市场开拓不及预期，自研不及预期，政策监管风险。

宝通科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,991	2,278	2,458	3,073	营业收入	2,638	3,604	4,370	5,291
现金	722	580	615	692	减:营业成本	1,561	2,064	2,489	2,978
应收账款	668	925	1,007	1,332	营业税金及附加	8	10	12	15
存货	262	396	397	551	营业费用	493	681	848	1,026
其他流动资产	339	377	439	498	管理费用	187	184	223	270
非流动资产	2,775	3,225	3,619	4,020	研发费用	73	112	153	190
长期股权投资	329	647	965	1,283	财务费用	14	22	18	10
固定资产	225	368	453	528	资产减值损失	12	16	19	24
在建工程	222	204	186	177	加:投资净收益	124	62	93	77
无形资产	92	102	115	129	其他收益	108	44	64	55
其他非流动资产	1,907	1,904	1,901	1,902	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	4,766	5,504	6,077	7,093	营业利润	522	622	764	910
流动负债	1,252	1,607	1,634	1,986	加:营业外净收支	-1	-0	-1	-0
短期借款	414	414	414	442	利润总额	521	621	764	910
应付账款	585	850	880	1,189	减:所得税费用	80	54	74	95
其他流动负债	253	343	340	354	少数股东损益	4	10	4	-7
非流动负债	429	363	291	217	归属母公司净利润	437	557	686	821
长期借款	384	318	245	172	EBIT	550	638	780	923
其他非流动负债	45	45	45	45	EBITDA	656	685	837	991
负债合计	1,681	1,970	1,925	2,204	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	24	34	38	32	每股收益(元)	1.10	1.40	1.73	2.07
归属母公司股东权益	3,061	3,499	4,114	4,858	每股净资产(元)	7.41	8.51	10.06	11.93
负债和股东权益	4,766	5,504	6,077	7,093	发行在外股份(百万股)	397	397	397	397
					ROIC(%)	21.3%	23.7%	26.6%	27.9%
					ROE(%)	14.3%	16.0%	16.6%	16.7%
					毛利率(%)	40.8%	42.7%	43.0%	43.7%
					销售净利率(%)	16.6%	15.5%	15.7%	15.5%
					资产负债率(%)	35.3%	35.8%	31.7%	31.1%
					收入增长率(%)	6.6%	36.6%	21.2%	21.1%
					净利润增长率(%)	54.0%	28.6%	21.6%	18.2%
					P/E	14.57	11.42	9.28	7.75
					P/B	2.17	1.88	1.59	1.34
					EV/EBITDA	9.86	9.68	7.80	6.46

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>