

突破之年，流水规模有望走上新台阶

——宝通科技(300031)公司跟踪报告

报告要点:

● 核心管理团队稳定，双主业运行良好

宝通科技 2015 年下半年开始战略转型，2016 年 3 月易幻网络并表，自此公司开启双主业运营模式。2016-2019 四年磨合中，宝通的两项主业游戏和输送带业务均取得稳定增长。目前公司形成了以易幻网络、海南高图和成都聚获为核心的移动互联网业务以及老宝通为核心的工业互联网业务，并通过产业基金，投资优质研发团队，布局泛娱乐。

● 易幻网络：从小市场到大市场，流水规模有望上新台阶

易幻网络为海外区域游戏发行龙头，整体游戏基本盘扎实，多年本地化运营的经验使得易幻在港澳台、东南亚以及韩国市场具备较强的区域优势，目前在运游戏超过 70 款，每年代理的 S 及 A+ 级别产品数量保持稳定增长。同时易幻对于数据化能力极为重视，自研普罗米修斯软件系统、塔罗软件系统以及 GM Tool，辅助游戏运营、广告投放和产品调优，目前平台已积累了 2-3 亿用户，48 亿多条用户数据。2020 年公司产品侧将从纯代理扩展到定制及合作开发，市场策略上则会加大日本市场投入力度，同时试水中国大陆和欧美市场。大市场的突破有望拉动易幻流水规模走上新的台阶。

● 海南高图：产品扩容一倍，利润逐渐释放

海南高图定位全球研运一体，主攻欧美市场，品类上以 MMO、SLG 以及放置经营为核心。2021 年在三个品类赛道跑通前提下，产品扩容一倍，同时利润逐渐释放，利润率持续改善。

● 成都聚获：合作 B 站主攻二次元赛道，产品具有爆发潜力

成都聚获主攻二次元游戏研发，核心产品《终末阵线：伊诺贝塔》即将面世，由 B 站独家发行，也是 B 站首次与 A 股游戏上市公司达成独代合作的产品。《终末阵线：伊诺贝塔》是一款日式风格二次元+机甲射击类型的动作类手游，每位任务角色都对应不同类型的机甲，同时用户可以根据自己的喜好需求对部件进行改造装饰，兼具开放世界元素，极大增加了游戏可玩性。付费点设置上，主要集中在机甲装备外观零部件的贴图以及机甲武器的提升，具备较成熟的商业变现模式，产品具备爆发潜力。

● 投资建议及盈利预测

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.06/1.73/2.16 元，对应 PE 为 23x/14x/11x，维持“买入”评级。

● 风险提示

新品不及预期，老产品流水下滑过快，行业竞争加剧

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	3415.10	5868.08	6762.48
收入同比 (%)	37.12	14.28	37.95	71.83	15.24
归母净利润(百万元)	271.75	305.04	421.10	687.75	857.84
归母净利润同比 (%)	22.96	12.25	38.05	63.32	24.73
ROE (%)	12.00	11.57	14.55	19.13	19.22
每股收益 (元)	0.68	0.77	1.06	1.73	2.16
市盈率(P/E)	35.33	31.48	22.80	13.96	11.19

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

买入|维持

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 30.1 / 10.64

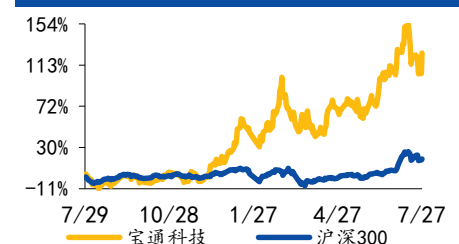
A 股流通股 (百万股): 324.07

A 股总股本 (百万股): 396.77

流通市值 (百万元): 8626.86

总市值 (百万元): 10561.96

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) 2020 年半年度业绩预告点评：产品布局进入收获期，半年报业绩高速增长》2020.07.01

《国元证券公司研究-宝通科技(300031) 2019 年年报及 2020 年一季度点评——一季度业绩超预期，自研产品值得期待》2020.04.17

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、核心管理团队稳定，双主业运行良好	4
2、易幻网络：从小市场到大市场，流水规模有望上新台阶	7
2.1 在运游戏超 70 款，S 级产品数量逐年递增，构建扎实游戏基本盘	8
2.2 多年本地化经验+数据化发行能力，易幻具备出海先发优势	9
2.3 产品从纯代理到定制化及合作开发，助力大市场战略突破	10
3、海南高图：产品扩容一倍，利润逐渐释放	12
4、成都聚获：合作 B 站主攻二次元赛道，产品具有爆发潜力	14
5、投资建议及盈利预测	19
6、风险提示	19

图表目录

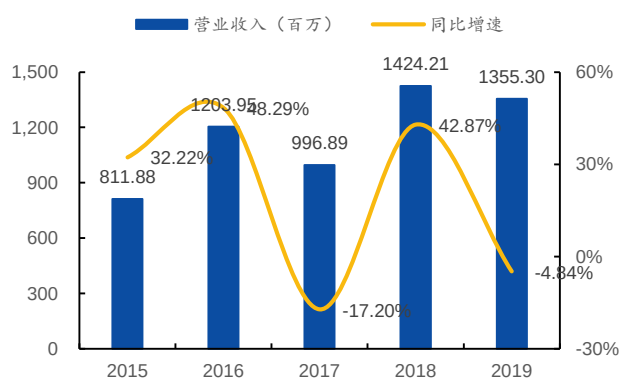
图 1：易幻网络营业收入及增速	4
图 2：易幻网络净利润	4
图 3：输送带业务营业收入及增速	4
图 4：宝通科技净利润及增速	4
图 5：公司股权结构	5
图 6：公司的业务架构	6
图 7：易幻网络发展历程	7
图 8：2013-2019 年游戏业务营业收入分地区分布情况	7
图 9：2016-2019 年易幻主要在运游戏收入分布情况	8
图 10：易幻网络 Cr5 产品收入占比	8
图 11：游戏公司产品收入集中度对比	8
图 12：易幻利用大数据平台实现游戏从推广到运营效率的全面提升	10
图 13：《造物法则 2》7.20 日上线日本登入 iOS 免费榜第 2	10
图 14：海南高图股权结构	12
图 15：《War and Magic》美国 iOS 畅销榜排名	12
图 16：海南高图产品矩阵	12
图 17：成都聚获股权结构	14
图 18：B 站月活用户数量增长迅速（亿）	14
图 19：B 站过去 8 季度正式会员第 12 月留存率均超 80%	14
图 20：B 站游戏运营生态	15
图 21：中国二次元游戏市场实际销售收入及增速	16
图 22：中国二次元游戏市场核心用户规模及增速	16
图 23：2019 年二次元 IP 游戏用户关注点	16
图 24：玩家对于国产二次元游戏的偏好度正在上升	16
图 25：《阴阳师》IP 的深度开发，多角度释放 IP 价值	17
图 26：机甲类原画线稿精细度高	17
图 27：相近题材手游《重装战姬》	17

表 1：宝通科技股权激励计划授予情况	5
表 2：公司股票期权激励计划业绩考核目标及行权比例	6
表 3：2019 年国产二次元手游收入 TOP10	16

1、核心管理团队稳定，双主业运行良好

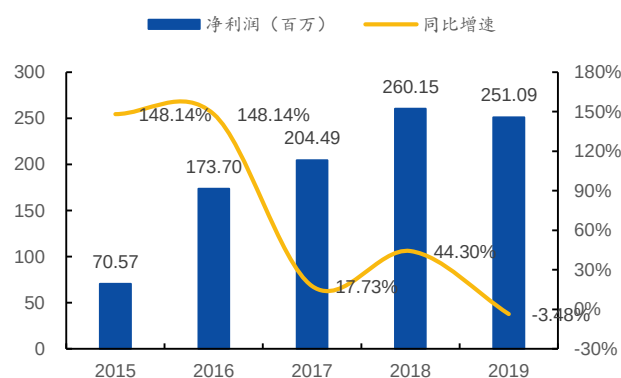
A 股宝通科技 2015 年下半年开始战略转型，2016 年 3 月易幻网络并表，自此公司开启了双主业运营模式。2016 年到 2018 年是易幻网络的业绩对赌期，而 2019 年是业绩对赌完成后的第一年，在 2016-2019 四年的磨合中，宝通的两项主业移动互联网和输送带业务均取得稳定增长，易幻网络 4 年营业收入复合增速 13.67%，净利润复合增速则高达 37.34%。传统输送带业务也在 2016 年完成调整后，开启底部向上基本面反转，过去三年复合增速 28.52%。

图 1：易幻网络营业收入及增速



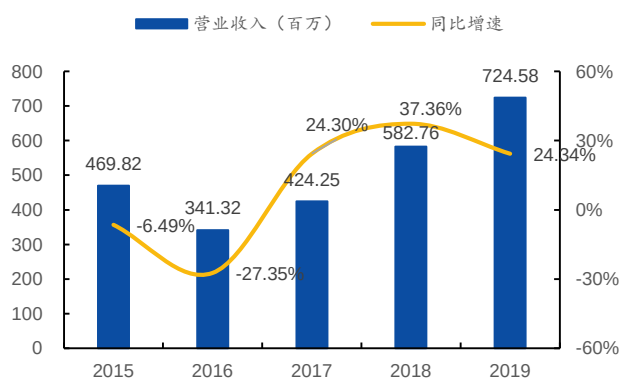
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 2：易幻网络净利润及增速



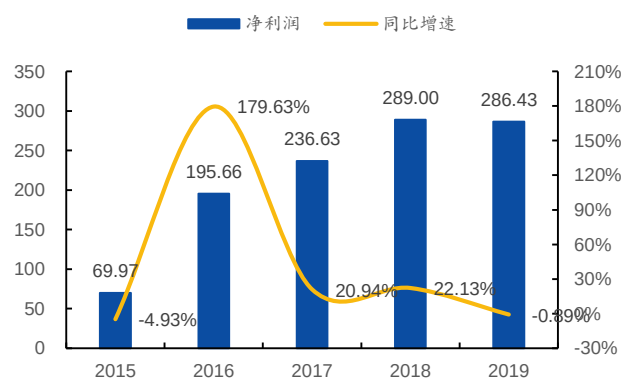
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 3：输送带业务营业收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 4：宝通科技净利润及增速

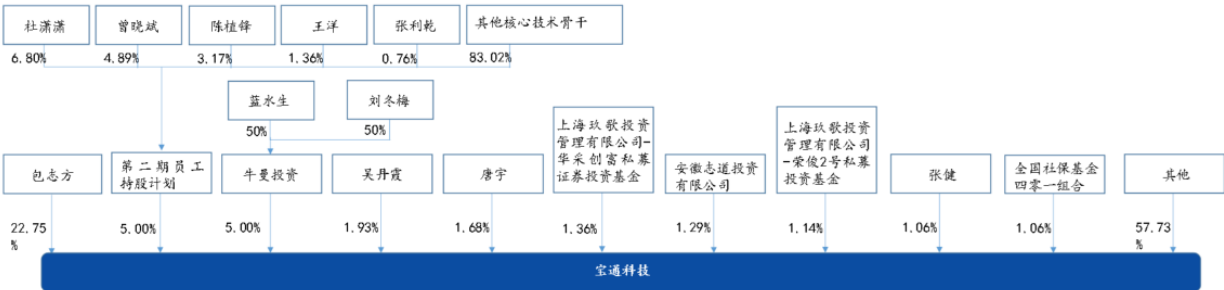


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

组织架构上，宝通科技董事长包志方为公司的实控人，易幻网络的业务核心骨干基本保持稳定，其中原易幻网络 CEO 杜潇潇在宝通平台上二次创业，成立海南高图，成为公司游戏板块重要的子公司。公司第二大股东为公司的第二期员工持股计划（2020 年 2 月牛曼投资将所持 5% 转让给公司第二期员工持股计划，转让价格 17.802 元/股），核心持股人员包括易幻 CEO 王洋、高图 CEO 杜潇潇等游戏核心骨干员工。今年 4 月公司发布了股权激励计划，对 249 名激励对象授予 1650 万分股票期权，进

一步绑定核心业务人员。整体看作为双主业运行的上市公司，整体游戏和传统业务的核心成员的稳定性较强，保障公司业务的长期成长。

图 5：公司股权结构



资料来源：Wind，国元证券研究中心

表 1：宝通科技股权激励计划授予情况

姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占授予股票期权总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
唐宇	董事、副总经理	50	2.86%	0.13%
张利乾	董事、副总经理、董事会秘书	10	0.57%	0.03%
周莉	董事	2.5	0.14%	0.01%
周庆	财务负责人	10	0.57%	0.03%
杜潇潇	海南高图 CEO	25	1.43%	0.06%
张龙	成都聚获 CEO	25	1.43%	0.06%
王洋	易幻网络 CEO	25	1.43%	0.06%
朱建成	首席信息官	20	1.14%	0.05%
核心技术（业务）人员（241 人）		1482.5	84.71%	3.74%
预留权益		100	5.71%	0.25%
合计		1750	100.00%	4.41%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

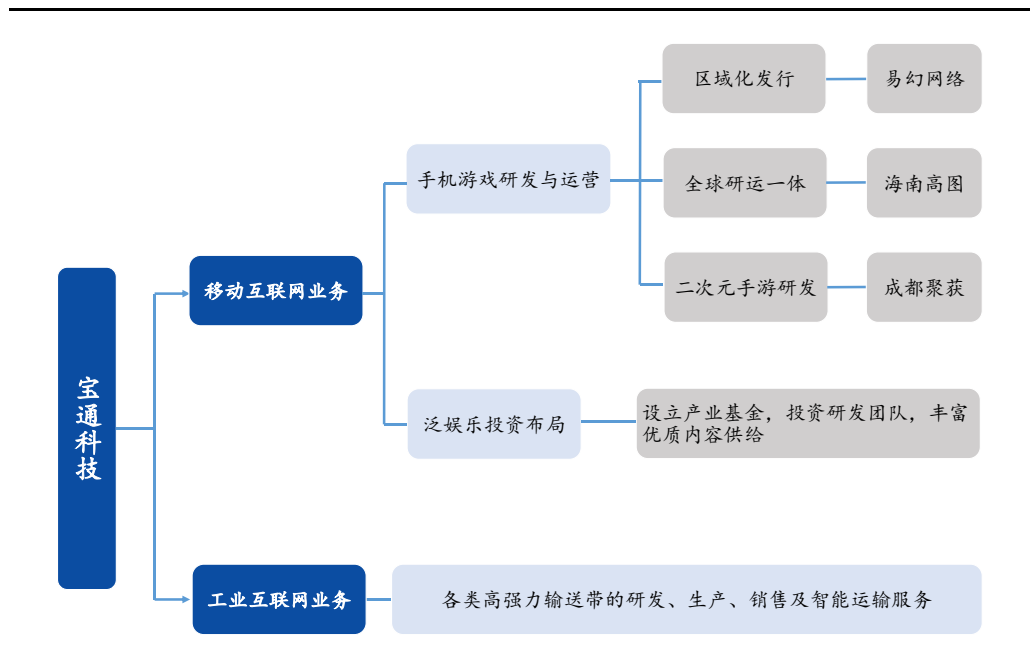
表 2：公司股票期权激励计划业绩考核目标及行权比例

公司层面可行权比例	5%	10%	25%
行权期	业绩考核目标 1	业绩考核目标 2	业绩考核目标 3
第一个行权期	2020 年净利润较前三年净利润均值增长 15%	2020 年净利润较前两年净利润均值增长 20%	2020 年净利润较上一年净利润增长 30%
第二个行权期	2021 年净利润较前三年净利润均值增长 15%	2021 年净利润较前两年净利润均值增长 20%	2021 年净利润较上一年净利润增长 30%
第三个行权期	2022 年净利润较前三年净利润均值增长 15%	2022 年净利润较前两年净利润均值增长 20%	2022 年净利润较上一年净利润增长 30%
第四个行权期	2023 年净利润较前三年净利润均值增长 15%	2023 年净利润较前两年净利润均值增长 20%	2023 年净利润较上一年净利润增长 30%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

目前公司已经形成了以易幻网络、海南高图和成都聚获为核心的移动互联网业务以及老宝通为核心的工业互联网业务，并通过设立产业基金，投资优质研发团队，布局泛娱乐。

图 6：公司的业务架构

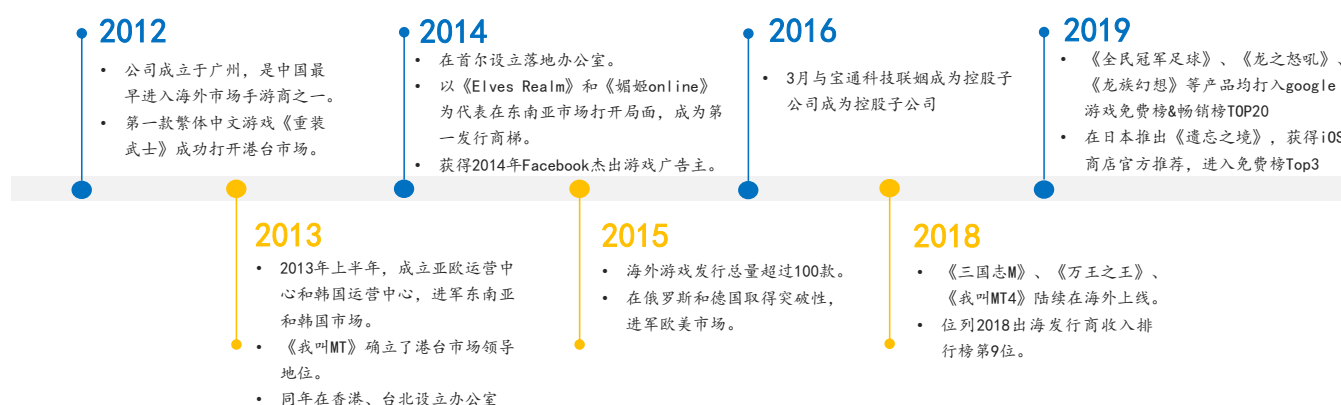


资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

2、易幻网络：从小市场到大市场，流水规模有望上新台阶

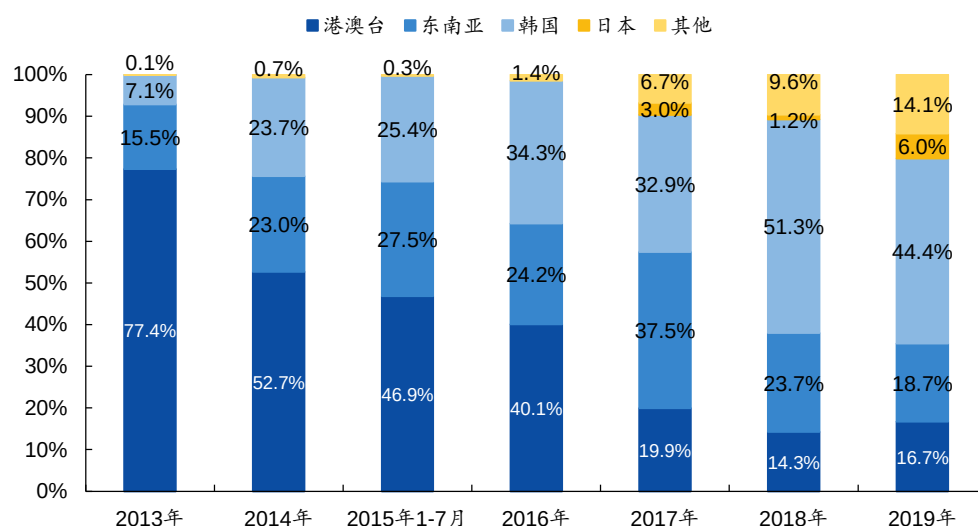
易幻网络是海外游戏区域发行龙头，成立于2012年，是国内最早出海的手游发行商之一。公司以港澳台市场起家，2013年港澳台收入占比高达77.4%，随后在东南亚和韩国市场逐渐取得突破，2019年公司在韩国市场的收入比重高达44.4%，成为公司第一大收入来源地区。2017年公司开始逐渐布局日本市场等出海大游戏市场，2019年公司日本+欧美其他市场的合计份额突破20%。

图7：易幻网络发展历程



资料来源：国元证券研究中心

图8：2013-2019年游戏业务营业收入分地区分布情况

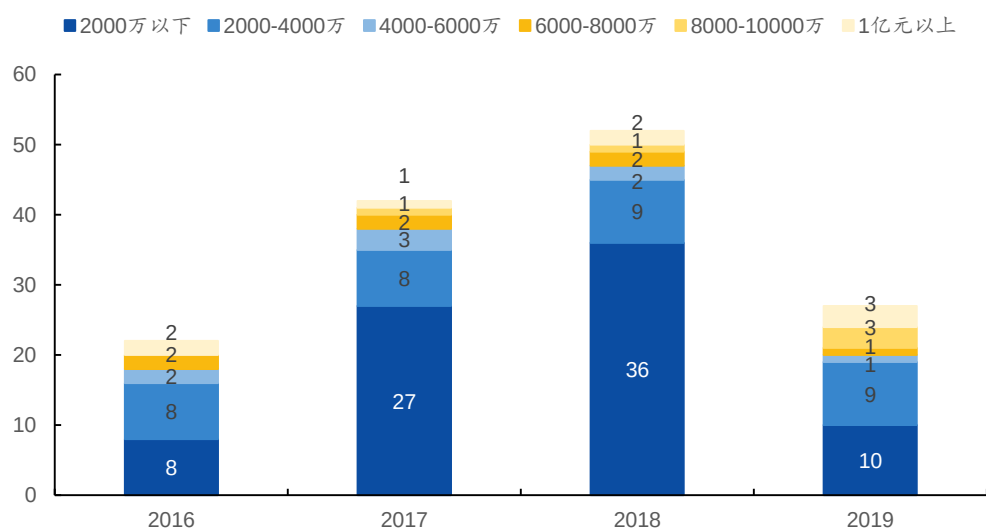


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2.1 在运游戏超 70 款，S 级产品数量逐年递增，构建扎实游戏基本盘

在运游戏超过 70 款，S 级产品数量稳重有增。截止 2019 年 12 月，易幻网络在运游戏数量达到 72 款。新增代理有游戏方面，从 2016 年开始易幻每年新增产品数量在港澳台地区每年稳定在 6-8 款，韩国地区在 7-10 款，东南亚地区保持在 10 款以上，日本地区 2019 年开始布局。具体来看，在运游戏按流水量级分布，高流水量级的游戏数量稳定，中高流水量级游戏数量提升，即公司 S 及 A+ 级别产品数量近年保持稳中有增。

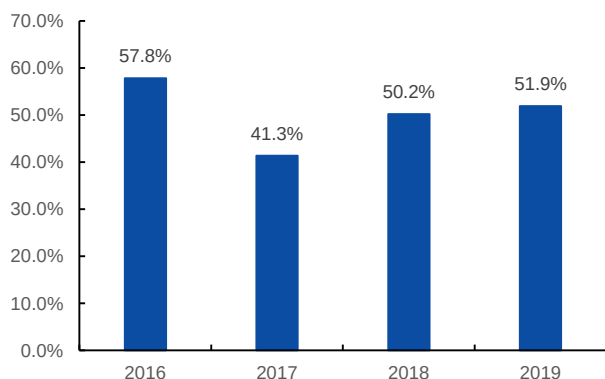
图 9：2016-2019 年易幻主要在运游戏收入分布情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

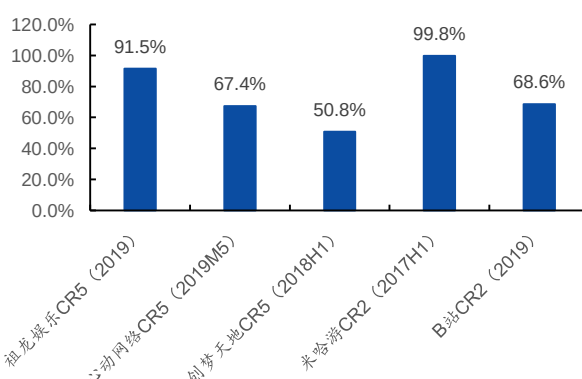
游戏基本盘扎实，作为游戏发行商产品集中度相对较低，受单一产品流水波动影响较小。2019 年易幻网络前五位产品的收入总和约占游戏收入比重的 51.9%。对比同业游戏公司收入结构，产品集中度较低，受单一产品流水波动的影响较小。

图 10：易幻网络 CR5 产品收入占游戏业务收入比重



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 11：游戏公司产品收入集中度对比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

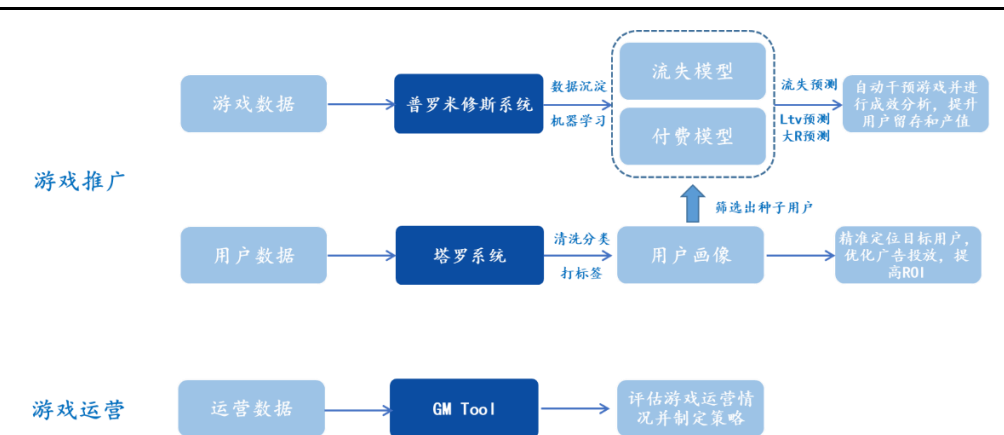
2.2 多年本地化经验+数据化发行能力，易幻具备出海先发优势

多年本地化工作经验积累先发优势。本地化不仅是语言本地化，需要针对发行地区玩家的用户习惯，从文化认知、操作习惯、付费习惯、玩法引入、交互设计及系统节奏等各方面进行优化，从而使产品能够贴合当地用户的习惯。总体而言，游戏本地化主要包括语言本地化、支付渠道本地化、文化本地化（包括宗教信仰以及历史等）、消费习惯主导下的运营活动本地化。发行之后还需根据用户反馈进行调整，发行团队需要有精通当地文化习俗的员工。因此对于发行公司来说，本地化前期需要铺设当地发行团队，游戏发行后需要建立当地社群运营客服、完善支付渠道、优化广告宣发渠道的效率和匹配精度。

易幻 2012 年开始进入港澳台地区，2013 年开拓韩国及东南亚市场，积累多年本地运营推广经验，铺设完善发行渠道。以东南亚市场为例，近年来进入门槛提升，新、马买量成本提升 2-3 倍，泰国、印尼、越南的涨幅约在 20%。根据新的变化，公司调整业务思路：1) 选品思路选择更好能匹配用户价值成本的产品，例如对美术表现要求提高、产品建模精度提升，游戏的玩法模型与数值接受度持续完善。2) 注意挖掘地域方面的优势，通过一些当地适合的营销手法以及社群经营，让产品在市场上实现效果最大化。3) 东南亚各国语言圈、用户习惯都有差异，根据当地需要和反馈的数据情况调整不同的核心玩法和付费点，例如将国产 IP 包括武侠、三国、国漫等投放的重点铺设到接受度更高的新加坡和马来西亚。

发行能力数据化，提高产品推广、运营效率。公司对于数据化能力极为重视，自研普罗米修斯软件系统、塔罗软件系统以及游戏运营数据分析平台 GM Tool。1) 游戏推广时，普罗米修斯软件通过对上百款游戏数据的沉淀和学习，生成用户流失模型和付费模型，对用户游戏行为进行预测。在新游戏上线时，通过前期数据可以进行玩家流水、LTV 以及潜在大 R 用户预测，并通过 API 接口对游戏行为实现干预从而提升用户留存和产值。塔罗软件负责清洗采集到的用户数据并进行分类、标签，形成完整的用户画像库，并从中筛选出种子用户，并利用普罗米修斯软件预测功能扩大种子用户群，将扩大后的种子用户输入到广告投放平台的 lookalike 接口中，精准获取广告用户，提升 ROI。2) 游戏运营时，通过 GM Tool 平台对自身运营所有游戏实时监控，根据时段、品类的不同进行分析对比，客观评估运营状况并根据数据信息调整产品运营策略。目前尚持续研发的系统有：缪斯软件系统（广告素材智能分析系统）、阿波罗软件系统（广告用户质量检测系统）、赫尔墨斯软件系统（市场数据检测系统）以及宙斯软件系统（统一投放平台）等智能软件系统。易幻通过 8 年时间内积累了 2-3 亿用户，共收集了 48 亿多条用户数据，通过系统筛选种子用户，分析这部分用户习惯并实现精准投放。

图 12：易幻利用大数据平台实现游戏从推广到运营效率的全面提升



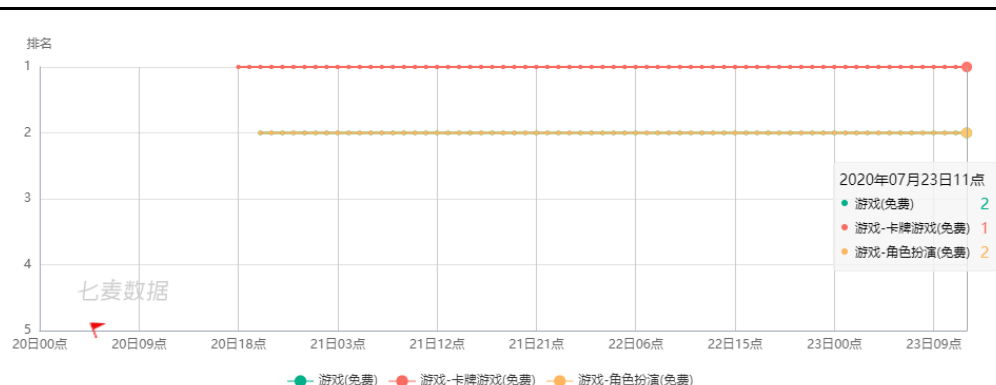
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2.3 产品从纯代理到定制化及合作开发，助力大市场战略突破

产品需求逐渐扩大，公司从纯代理逐渐扩展到定制化及合作开发，增加内容供给。随着公司对于优质游戏内容需求扩大，易幻从纯代理逐渐扩展到定制化及合作开发，填补内容需求。考虑到公司合作过腾讯、网易、完美世界、祖龙娱乐以及西山居等国内超过 200 家 CP 方，选品和发行经验丰富，善于把握玩家需求，对于联合开发产品在研发过程中具有指向性作用，大大提升产品成功概率。其中联合开发产品 ARPG 手游《D3》预计将在 11 月上线欧美市场。

市场战略方面，2020 年易幻将从区域市场逐步扩展到日本、大陆及欧美一级市场。2020 年易幻网络重点发力日本，预计上线 2 款 S 级产品，其中《造物法则 2》7 月 20 日上线日本，目前保持在日本 iOS 免费榜第 2 名。《梦境连接》（国内上线首日流水过千万，研发团队代表作《拳皇 98 终极之战 OL》）预计 11 月份上线。这两款产品将成为公司日本市场流水增长的重要基石。针对欧美和大陆市场，预计上线《D3》、《幻想回忆》等产品。

图 13：《造物法则 2》7.20 日上线日本登入 iOS 免费榜第 2



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

表 1：易幻网络主要产品列表及储备产品

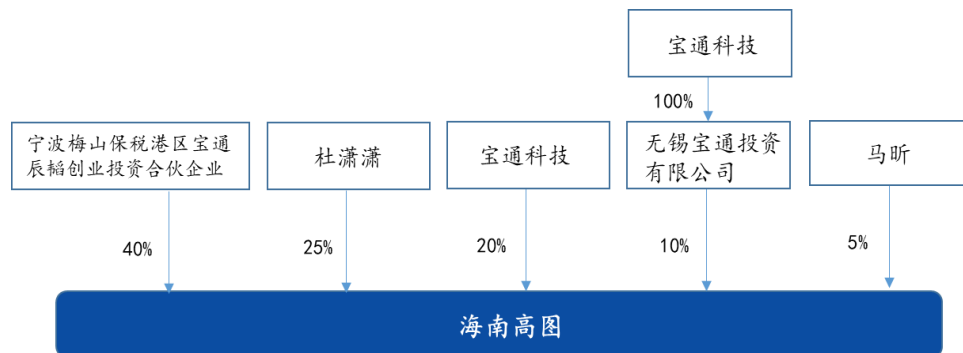
主要已上线产品				
序号	游戏名称	类型	发行地区	上线时间
1	三国群英传	SLG	韩国、东南亚	2018. 3. 13
2	万王之王	MMO	韩国	2018. 11. 8
3	龙族幻想	MMO	韩国	2018. 10. 31
4	完美世界	MMO	东南亚	2019. 7. 24
5	食物语	CAG	港澳台	2020. 2. 26
6	造物法则 2	CAG	港澳台	2020. 4. 22
7	龙之怒吼	MMO	全球	2019. 9. 24
8	造物法则 2	CAG	日本	2020. 7. 20
待发产品				
序号	游戏名称	类型	发行地区	上线时间
1	幻象回忆	CAG	大陆	2020Q3
2	D3	放置 ARPG	大陆	2020. 12 或 2021Q1
			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	

资料来源：公司公告，公司调研，国元证券研究中心

3、海南高图：产品扩容一倍，利润逐渐释放

公司在 2018 年 12 月组建子公司海南高图，由原易幻网络联合创始人杜潇潇亲自负责，团队吸纳了曾在国内头部游戏公司任职的核心人员，立足欧美市场专注全球化研运一体业务的拓展。高图成立一年多以来，已成功运营和发行过 4 款自研及定制产品，范围覆盖全球 150 个国家和地区。

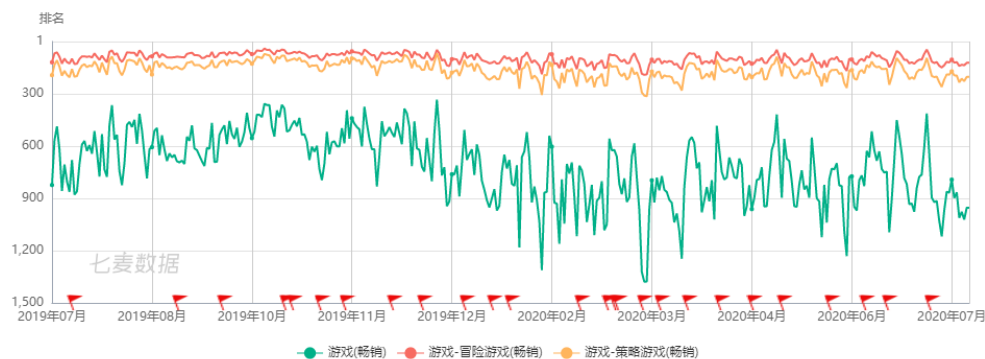
图 14：海南高图股权结构



资料来源：Wind，国元证券研究中心

海南高图主攻 MMO、SLG 以及放置经营三个品类。目前在各品类下推出《War and Magic》、《Dragon storm fantasy》以及《King 's Throne: Game of Lust》，目前产品月流水约在 200 万-400 万美金。其中，《War and Magic》全球玩家人数已达 850 万，累计流水突破 5 亿人民币。

图 15：《War and Magic》美国 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

产品预计扩容一倍，流水有望迎来高增长。2021 年在三个品类跑通前提下储备了三款游戏，逐步扩容产品矩阵。其中，首款自研西部题材放置经营类手游《WST》于 2020 年 4 月份已开启测试，联合开发的 SLG 手游也有望在 2020 年下半年上线。

图 16：海南高图产品矩阵



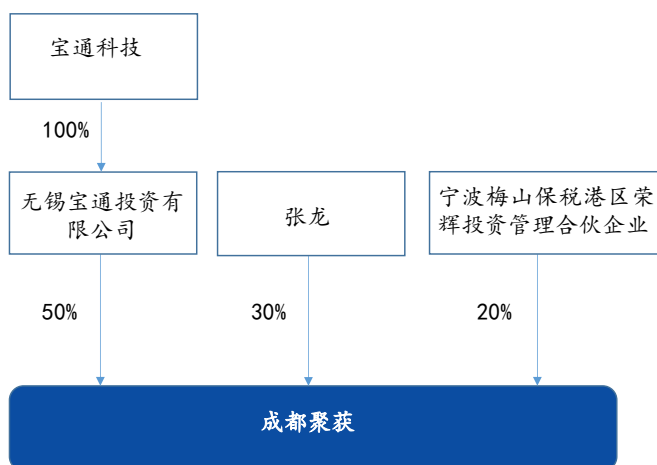
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

高图利润逐渐释放，利润率持续改善。由于欧美地区渠道铺设成本较大，高图 2019 年营业利润为-3709.28 万元，处于亏损状态，而随着前期准备逐步完善以及产品流水的稳定爬坡，公司于 2020Q1 已成功实现盈利。根据宝通科技 2020 年中报业绩预告披露显示，海南高图 2020 上半年经营业绩较去年同期出现大幅增长，成为公司新的业绩增量。

4、成都聚获：合作 B 站主攻二次元赛道，产品具有爆发潜力

公司研发子公司成都聚获成立于 2018 年 12 月，目前团队约有 50 多人，核心成员游戏研发经验丰富，已有 10 多年的合作经历，成功产出过《幻想编年史》、《秦美人》等多款流水破亿的游戏。

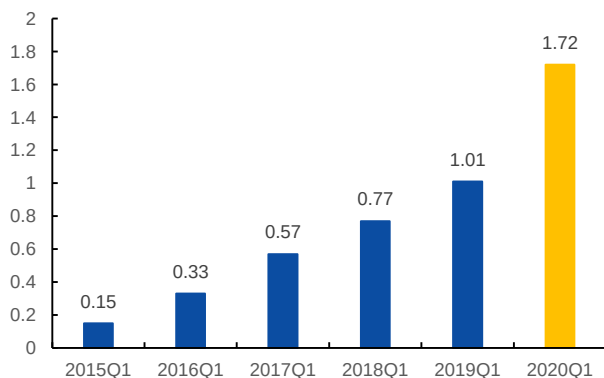
图 17：成都聚获股权结构



资料来源：Wind，国元证券研究中心

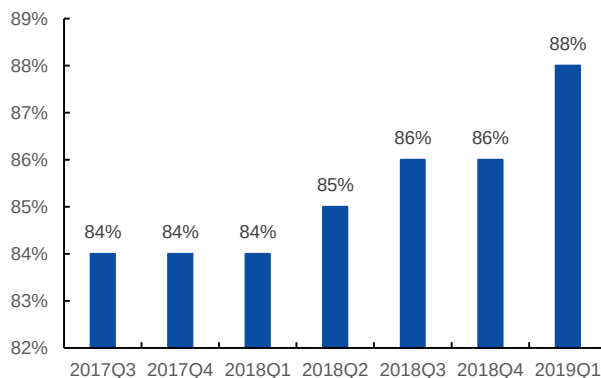
聚获主攻二次元游戏研发，核心产品《终末阵线：伊诺贝塔》即将面世，由 B 站独家发行，也是 B 站首次与 A 股游戏上市公司达成独代合作的产品。《终末阵线》将于 7 月 31 日在 B 站新游发布会上进行展示，预计 Q4 有望国内上线，明年 Q1 将会上线日本。发行方上，选择由二次元社区文化起家的 B 站独家代理，深度契合二次元游戏目标用户群体。B 站作为国内最大的二次元用户聚集地，近年来用户始终保持高增长、高留存。2020 年一季度 B 站的月活跃用户数量达到 1.72 亿人。

图 18：B 站月活用户数量增长迅速（亿）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

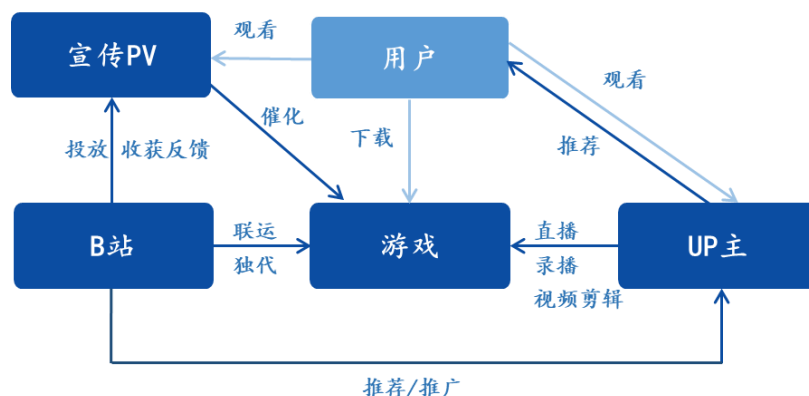
图 19：B 站过去 8 季度正式会员第 12 月留存率均超 80%



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

B 站的发行聚焦核心二次元人群，运营上注重以内容联结用户，除游戏外配合站内 PUGV 产出进行联动，营造交流互动的社区氛围，增强用户对于 IP 的归属感。2016 年之前 B 站游戏业务以联运为主，发行作品包括《崩坏 2》、《梦王国与沉睡的 100 王子》以及《乖离性百万亚瑟王》等，游戏受众较小，主要面向核心二次元群体。2016 年 9 月，B 站宣布独家代理日本“Fate”系列为背景的卡牌手游《Fate/Grand Order》，并邀请陈坤作为游戏代言人，通过“热门 IP+三次元人气明星”的宣发方式，开始将目标用户群从核心圈层逐渐向泛二次元用户群体拓展。国服上线后，《FGO》构成 B 站游戏业务的主要收入来源，至今仍保持稳定流水。目前 B 站独代在运手游约 16 款，联运手游超 60 款。运营上，B 站注重游戏与站内 PUGV 联动，营造交流互动的社区氛围，增强用户对于 IP 归属感。以 4 月上线的独代手游《公主连结》为例，国服开放前十天番剧提前上线为游戏预热，在办公大楼外挂出巨幅下载二维码刷新话题热度，董事长陈睿参与拍摄宣传情景剧，并联合站内游戏 UP 主制作一系列吐槽向游戏宣传视频，其中点击量最高的视频超过 700 万次。游戏上线后，还进行直播招募活动，真正实现全站式联动，《公主连结》在上线首月流水超过 4 亿元。

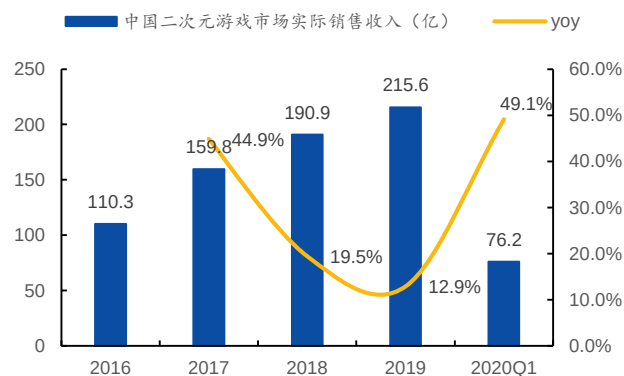
图 20：B 站游戏运营生态



资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

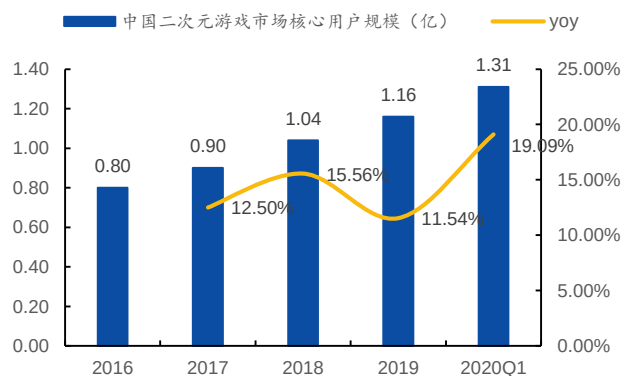
二次元手游市场增长迅速，中小厂商具备爆款机会。2020Q1 中国二次元游戏市场收入为 76.2 亿元，同比增长 49.1%，核心用户（深入了解二次元文化并产生付费行为）规模为 1.31 亿人，同比增长 19.09%，分别高于同期移动游戏整体收入和用户规模增速 37.6%以及 1.6%。从 2019 年国产二次元手游收入排行榜前十的产品来看，除去腾讯、网易，有六款游戏均出自于中小厂商，占比过半，类型上以卡牌、塔防、女性向为主，主要侧重游戏人物形象设定以及剧情设计。

图 21：中国二次元游戏市场实际销售收入及增速



资料来源：中国音数协游戏工委&国际数据公司，国元证券研究中心

图 22：中国二次元游戏市场核心用户规模及增速



资料来源：中国音数协游戏工委&国际数据公司，国元证券研究中心

表 3：2019 年国产二次元手游收入 TOP10

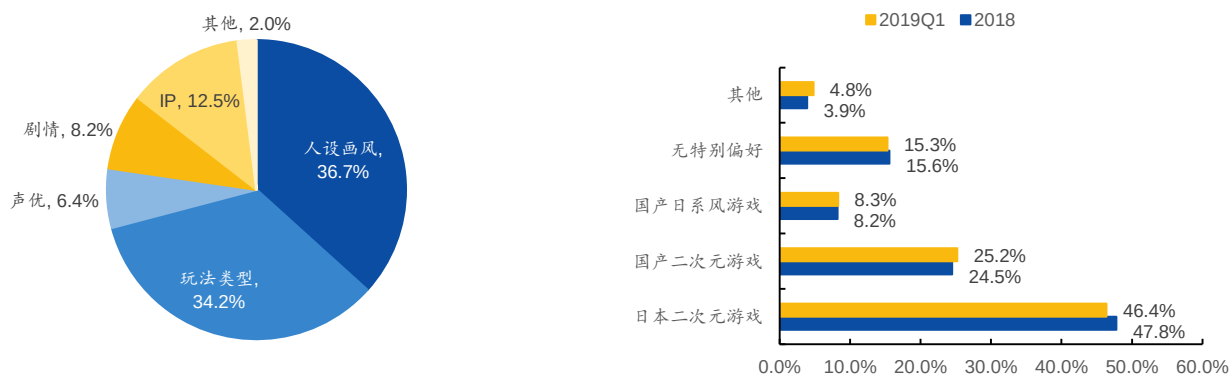
名次	游戏名称	游戏类型	研发商	发行商	流水合计 (亿元)	国服流水 (亿元)	海外流水 (亿元)
1	阴阳师	卡牌	网易	网易	57.48	55.71	1.77
2	火影忍者	格斗	腾讯	腾讯	28.38	28.38	-
3	明日方舟	塔防	鹰角网络	鹰角网络	25.35	25.35	-
4	崩坏3	动作	米哈游	米哈游	23.53	17.88	5.66
5	碧蓝航线	卡牌	上海蛮啾/厦门勇仕	B 站/悠星	11.37	3.85	7.52
6	圣斗士星矢	卡牌	腾讯	腾讯	9.58	9.58	-
7	闪耀暖暖	女性向	叠纸游戏	叠纸游戏	9.06	8.56	0.50
8	奇迹暖暖	女性向	叠纸游戏	腾讯	7.41	2.32	5.09
9	妖精的尾巴	RPG	腾讯	腾讯	7.08	7.08	-
10	恋与制作人	女性向	叠纸游戏	叠纸游戏	5.95	3.89	2.06

资料来源：App annie，Sensor tower，国元证券研究中心

《终末阵线：伊诺贝塔》由 B 站独代，同时在用户最为关注的画风、玩法和 IP 三方面都具备成功二次元手游的要素，产品值得期待。纵观目前市面上以《阴阳师》为代表的排名前位、运营稳定的二次元游戏，用户的主要关注点主要集中在三方面，第一是人设画风的精美度。第二是玩法类型的差异化，第三是 IP 世界观构建的完整性。

图 23：2019 年二次元 IP 游戏用户关注点

图 24：玩家对于国产二次元游戏的偏好度正在上升



资料来源：2019 年二次元游戏用户行为分析报告，国元证券研究中心

资料来源：2019 年二次元游戏用户行为分析报告，国元证券研究中心

图 25:《阴阳师》IP 的深度开发，多角度释放 IP 价值

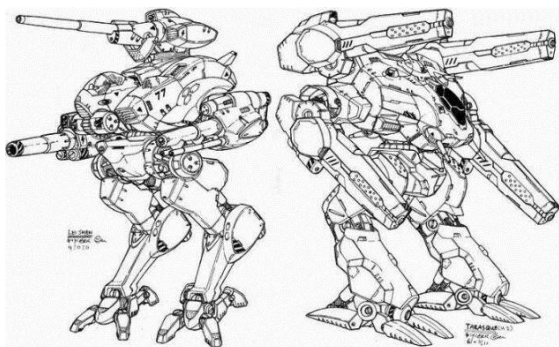


资料来源：游戏官网，国元证券研究中心

人设画风上，《终末阵线：伊诺贝塔》是一款日式风格二次元+机甲射击类型的动作类手游，每一位任务角色都对应不同类型的机甲，同时用户可以根据自己的喜好需求对任意部件进行改造装饰，兼具开放世界元素，极大增加了游戏可玩性。机甲类作画的精度对于画师的技术要求高，目前国内 TOP5 的机甲画师都在公司的团队中或者与公司有相关合作，原画品质能够得到保证，目前已经设计了超过 100 款机甲。

图 26: 机甲类原画线稿精细度高

图 27: 相近题材手游《重装战姬》



资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

资料来源：游戏截图，国元证券研究中心

玩法题材上，机甲类题材新颖，虽然动画受众广泛，但是目前国内同题材的手游较为少见，主要原因在于游戏建模过程中机甲的零部件制作技术难度大，机械在打斗和变形中要求极高，独特的游戏玩法对于玩家有强烈吸引力。

IP 构建上，游戏偏重剧情向，目前制作团队已经产出 50-60 万字的世界观设定，后续将持续完善故事线，围绕游戏进行 IP 深度开发，并已计划推出续作版本。

付费点设置上，目前主要集中在机甲装备外观零部件的贴图以及机甲武器的提升。游戏中可以收集不同类型的机甲进行战斗，第一期上线机甲数量大约在 30 款以上，后续以每月或每两个月的间隔上线 2-3 款新机甲，既保证了内容的更新，也合理的增加了玩家的付费空间，目前看来是比较成熟的商业模式。

5、投资建议及盈利预测

公司工业互联网业务订单情况良好，可转债助力公司产能扩张。游戏板块 2020 年和 2021 年将迎来爆发，海外发行方面，日本、中国大陆及欧美等大市场将贡献重要增量，实现由小市场到大市场的突破。全球研运一体方面，老产品稳定爬坡，新品蓄势待发，产品数量预计扩充一倍，拉动流水高增长，同时利润逐渐释放。自研二次元新品上线在即，贡献业绩弹性。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.06/1.73/2.16 元，对应 PE 为 23x/14x/11x，维持“买入”评级。

6、风险提示

新品不及预期，老产品流水下滑过快，行业竞争加剧。

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	2377.53	3877.07	4558.28
现金	362.94	837.29	1002.53	1686.73	2014.83
应收账款	445.76	471.50	692.36	1167.69	1344.49
其他应收款	29.90	32.58	47.46	81.54	92.71
预付账款	113.88	95.73	135.52	210.26	236.13
存货	212.44	235.40	297.93	466.28	530.72
其他流动资产	184.53	268.71	201.73	264.56	339.40
非流动资产	1886.54	2079.06	1848.81	1827.05	1858.41
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	1539.14	1536.68	1595.01
资产总计	3235.99	4020.28	4226.34	5704.12	6416.69
流动负债	605.52	1139.69	1114.72	1936.86	1809.78
短期借款	108.00	456.12	551.54	1037.51	768.58
应付账款	217.79	305.63	362.65	565.49	652.56
其他流动负债	279.73	377.93	200.53	333.86	388.63
非流动负债	329.97	240.24	213.85	167.95	140.19
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	63.85	70.45	68.94
负债合计	935.49	1379.92	1328.57	2104.81	1949.97
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	1511.95	2199.69	3057.53
归属母公司股东权益	2265.29	2636.27	2893.69	3595.23	4462.64
负债和股东权益	3235.99	4020.28	4226.34	5704.12	6416.69

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	436.61	212.39	604.16
净利润	289.00	286.43	421.10	687.75	857.84
折旧摊销	112.36	115.38	29.91	32.28	33.46
财务费用	9.52	17.78	14.72	7.80	-18.13
投资损失	-0.88	-0.18	-2.00	-1.87	-1.56
营运资金变动	-242.91	-54.77	-303.38	-535.81	-233.78
其他经营现金流	14.06	13.89	276.26	22.25	-33.66
投资活动现金流	-52.11	-135.89	-68.04	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	91.43	-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	-203.34	439.46	-267.46
短期借款	88.00	348.12	95.41	485.97	-268.92
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	-298.76	6.00	27.71
现金净增加额	-260.55	263.62	165.23	684.20	328.10

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	3415.10	5868.08	6762.48
营业成本	983.34	1023.88	1343.82	2084.03	2369.69
营业税金及附加	5.10	6.15	8.58	14.54	16.84
营业费用	689.29	931.08	1334.54	2605.52	2995.32
管理费用	114.58	131.07	182.51	258.70	288.63
研发费用	36.42	51.18	81.53	158.36	185.66
财务费用	9.52	17.78	14.72	7.80	-18.13
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	458.04	747.95	932.82
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	457.84	747.75	932.68
所得税	21.39	24.99	36.74	60.01	74.85
净利润	289.00	286.43	421.10	687.75	857.84
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	421.10	687.75	857.84
EBITDA	433.13	444.44	502.67	788.02	948.15
EPS (元)	0.68	0.77	1.06	1.73	2.16

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	37.95	71.83	15.24
营业利润(%)	25.56	0.01	47.15	63.29	24.72
归属母公司净利润(%)	22.96	12.25	38.05	63.32	24.73
获利能力					
毛利率(%)	54.61	58.64	60.65	64.49	64.96
净利率(%)	12.54	12.32	12.33	11.72	12.69
ROE(%)	12.00	11.57	14.55	19.13	19.22
ROIC(%)	13.92	13.34	17.43	23.63	26.97
偿债能力					
资产负债率(%)	28.91	34.32	31.44	36.90	30.39
净负债比率(%)	38.80	52.65	52.80	53.92	43.07
流动比率	2.23	1.70	2.13	2.00	2.52
速动比率	1.87	1.49	1.86	1.76	2.22
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.68	0.83	1.18	1.12
应收账款周转率	4.78	4.87	5.28	5.67	4.84
应付账款周转率	4.57	3.91	4.02	4.49	3.89
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.77	1.06	1.73	2.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.95	1.10	0.54	1.52
每股净资产(最新摊薄)	5.71	6.64	7.29	9.06	11.25
估值比率					
P/E	35.33	31.48	22.80	13.96	11.19
P/B	4.24	3.64	3.32	2.67	2.15
EV/EBITDA	21.87	21.31	18.84	12.02	9.99

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