

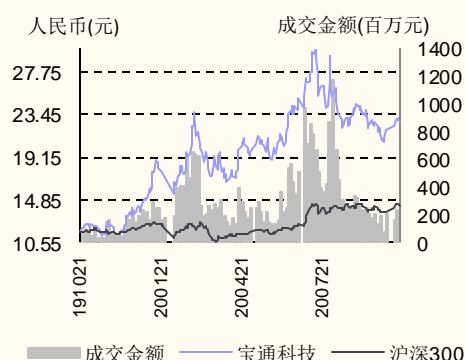
## 宝通科技 (300031.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 22.61 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)	89.71
年内股价最高最低(元)	23.17/20.69
沪深 300 指数	4792
创业板指	2724



## 相关报告

- 1.《研运一体初显成效,期待B站独代产品上线-宝通科技半年报点评》, 2020.8.27
- 2.《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
- 3.《新公司助力VR游戏引进,加快游戏版号申请-宝通科技新设公司点...》, 2020.4.28
- 4.《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

## 自研能力逐步兑现,进入业绩加速增长阶段

## 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	1.014	1.718	2.089
每股净资产(元)	5.71	6.64	7.66	9.38	11.47
每股经营性现金流(元)	0.46	0.93	1.45	1.83	2.33
市盈率(倍)	19.26	19.51	17.92	10.58	8.70
净利润增长率(%)	22.96%	12.25%	31.94%	69.35%	21.58%
净资产收益率(%)	12.00%	11.57%	13.24%	18.32%	18.22%
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10月14日,宝通科技发布Q3业绩预告,预计前三季度归母净利润同比增长33%~40%,Q3单季同比增长12.73%~37.51%,Q3业绩同比增速中枢25%。

## 点评

- 自研实力逐步兑现, Q3 单季业绩仍保持高增速, 预计 21 年 Q1 进入业绩加速期。根据业绩预告, 宝通科技 Q3 单季同比增长 12.73%~37.51%, 增长中枢为 25%, 多款新游上线推动业绩加速, 预计 21 年净利润达 6.82 亿。
- 成都聚获:《终末阵线:伊诺贝塔》测试数据良好, 预计 21 年 Q1 国内上线, 为 21 年贡献确定性收益。宝通自研, B 站独代的二次元游戏《终末阵线:伊诺贝塔》测试数据良好, 已拿到版号, 关注其上线后流水表现。
- 易幻网络: 预计《梦境链接》11 月上线日本市场, 带动 21 年易幻流水增长 50% 以上。二次元策略卡牌手游《梦境链接》由畅游负责韩国地区发行, 进入韩国 Google Play 和 iOS 畅销榜 TOP6, 预计首月流水超过 1000 万美金。宝通科技负责《梦境链接》日本地区发行, 二次元手游不是韩国的主流品类, 我们预计《梦境链接》在二次元为主流的日本市场表现将超越其韩国市场表现, 流水峰值或能达到 1500 万美金, 21 年月均流水 1000 万美金。
- 海南高图: 欧美市场增长迅速, 携放置类新游《WILD WEST HEROS》率先突破。2020H1 海南高图已扭亏为盈, 我们预计其 20Q4 上线《WILD WEST HEROS》, 21 年 H1 上线 2 款自研游戏, 目前处于发展早期, 公司利润率较低, 预计未来利润释放后为公司业绩增添新动力。

## 投资建议

- 投资建议: 宝通科技自研能力逐步兑现, 易幻以《梦境链接》突破日本市场, 成都聚获以《终末阵线:伊诺贝塔》突破国内市场, 测试数据良好, 海南高图扭亏为盈, 业绩确定性相对较高, 预计 2020/2021/2022 年净利润 4.02/6.82/8.29 亿元, EPS 分别为 1.01/1.72/2.09 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; 版号等相关游戏政策风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		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>	货币资金	650	363	837	1,330	1,639	2,368
增长率		37.1%	14.3%	18.2%	29.1%	15.3%	应收账款	461	649	759	828	1,069	1,233
<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>	存货	162	212	235	263	320	364
%销售收入	48.0%	45.4%	41.4%	38.5%	36.4%	35.8%	其他流动资产	76	125	110	185	223	252
<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>	流动资产	1,350	1,349	1,941	2,605	3,250	4,216
%销售收入	52.0%	54.6%	58.6%	61.5%	63.6%	64.2%	%总资产	42.1%	41.7%	48.3%	54.3%	58.9%	64.5%
<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>	长期投资	251	282	379	399	399	399
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	266	247	285	349	380	399
<b>销售费用</b>	<b>-456</b>	<b>-689</b>	<b>-931</b>	<b>-1,101</b>	<b>-1,345</b>	<b>-1,552</b>	%总资产	8.3%	7.6%	7.1%	7.3%	6.9%	6.1%
%销售收入	28.8%	31.8%	37.6%	37.6%	35.6%	35.6%	无形资产	1,317	1,339	1,388	1,400	1,440	1,468
<b>管理费用</b>	<b>-118</b>	<b>-115</b>	<b>-131</b>	<b>-151</b>	<b>-191</b>	<b>-218</b>	非流动资产	1,856	1,887	2,079	2,189	2,267	2,321
%销售收入	7.5%	5.3%	5.3%	5.1%	5.0%	5.0%	%总资产	57.9%	58.3%	51.7%	45.7%	41.1%	35.5%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-36</b>	<b>-51</b>	<b>-60</b>	<b>-78</b>	<b>-90</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,205</b>	<b>3,236</b>	<b>4,020</b>	<b>4,794</b>	<b>5,517</b>	<b>6,538</b>
%销售收入	0.0%	1.7%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	短期借款	20	108	576	215	3	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>244</b>	<b>337</b>	<b>332</b>	<b>480</b>	<b>780</b>	<b>926</b>	应付款项	612	449	514	695	886	1,027
%销售收入	15.4%	15.6%	13.4%	16.4%	20.6%	21.3%	其他流动负债	28	48	49	67	101	120
<b>财务费用</b>	<b>1</b>	<b>-10</b>	<b>-18</b>	<b>-27</b>	<b>-21</b>	<b>-4</b>	流动负债	660	606	1,140	976	990	1,147
%销售收入	0.0%	0.4%	0.7%	0.9%	0.6%	0.1%	长期贷款	150	255	150	650	650	650
<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>	其他长期负债	44	75	90	102	105	108
<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>负债</b>	<b>854</b>	<b>935</b>	<b>1,380</b>	<b>1,728</b>	<b>1,745</b>	<b>1,906</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>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,287</b>	<b>2,265</b>	<b>2,636</b>	<b>3,039</b>	<b>3,720</b>	<b>4,549</b>
%税前利润	1.5%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	其中：股本	397	397	397	397	397	397
<b>营业利润</b>	<b>248</b>	<b>311</b>	<b>311</b>	<b>461</b>	<b>768</b>	<b>934</b>	未分配利润	625	850	1,150	1,552	2,234	3,062
营业利润率	15.7%	14.4%	12.6%	15.8%	20.3%	21.4%	少数股东权益	64	35	4	26	52	83
<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>负债股东权益合计</b>	<b>3,205</b>	<b>3,236</b>	<b>4,020</b>	<b>4,794</b>	<b>5,517</b>	<b>6,538</b>
<b>税前利润</b>	<b>248</b>	<b>310</b>	<b>311</b>	<b>462</b>	<b>769</b>	<b>934</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	15.7%	14.3%	12.6%	15.8%	20.4%	21.4%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>所得税</b>	<b>-11</b>	<b>-21</b>	<b>-25</b>	<b>-37</b>	<b>-62</b>	<b>-75</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	4.6%	6.9%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	每股收益	0.557	0.685	0.769	1.014	1.718	2.089
<b>净利润</b>	<b>237</b>	<b>289</b>	<b>286</b>	<b>425</b>	<b>707</b>	<b>859</b>	每股净资产	5.764	5.709	6.644	7.659	9.377	11.465
少数股东损益	16	17	-19	22	26	31	每股经营现金净流	0.775	0.457	0.929	1.451	1.832	2.330
<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>682</b>	<b>829</b>	每股股利	0.100	0.115	0.300	0.000	0.000	0.000
净利率	14.0%	12.5%	12.3%	13.8%	18.0%	19.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	9.66%	12.00%	11.57%	13.24%	18.32%	18.22%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	6.89%	8.40%	7.59%	8.40%	12.35%	12.68%
							投入资本收益率	9.23%	11.80%	9.03%	11.14%	16.08%	16.02%
<b>净利润</b>	<b>237</b>	<b>289</b>	<b>286</b>	<b>425</b>	<b>707</b>	<b>859</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	16	17	-19	22	26	31	主营业务收入增长率	7.87%	37.12%	14.28%	18.21%	29.10%	15.33%
<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>	EBIT 增长率	23.07%	38.48%	-1.55%	44.39%	62.49%	18.81%
非经营收益	-11	7	20	58	50	43	净利润增长率	57.05%	22.96%	12.25%	31.94%	69.35%	21.58%
<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>	总资产增长率	3.32%	0.96%	24.24%	19.23%	15.10%	18.49%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>308</b>	<b>181</b>	<b>369</b>	<b>576</b>	<b>727</b>	<b>924</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-13	-15	-120	-152	-155	-147	应收账款周转天数	89.9	69.1	84.4	95.0	95.0	95.0
投资	115	-31	-17	-21	0	0	存货周转天数	65.7	69.6	79.8	85.0	85.0	85.0
其他	3	-6	1	0	0	0	应付账款周转天数	90.3	79.9	93.3	110.0	120.0	125.0
<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>	固定资产周转天数	61.4	41.3	34.4	33.3	28.1	25.5
股权募资	0	0	7	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	170	193	253	138	-211	-3	净负债/股东权益	-20.43%	0.00%	-4.31%	-15.27%	-26.20%	-37.16%
其他	-390	-583	-239	-50	-52	-45	EBIT 利息保障倍数	-409.1	35.4	18.7	17.6	36.3	251.4
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-220</b>	<b>-390</b>	<b>21</b>	<b>88</b>	<b>-263</b>	<b>-48</b>	资产负债率	26.66%	28.91%	34.32%	36.06%	31.63%	29.15%
<b>现金净流量</b>	<b>193</b>	<b>-261</b>	<b>254</b>	<b>492</b>	<b>309</b>	<b>730</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

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
4	2020-08-27	买入	23.75	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