

## 精品游戏及丰富储备支撑业绩稳定增长，研运一体初现成效

### 宝通科技(300031)

评级:	买入	股票代码:	300031
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	30.1/10.96
最新收盘价:	23.75	总市值(亿)	94.23
		自由流通市值(亿)	76.97
		自由流通股数(百万)	324.07

#### 事件概述

公司发布2020年半年报。2020年上半年，公司实现营收13.13亿元，同比增长11.01%；实现归母净利润2.35亿元，同比增长40.98%（位于业绩预告区间上部）；经营活动产生的现金流量净额为1.89亿元，同比增长55.3%。公司2020Q2单季实现营收6.73亿元，同比增长15.8%；实现归母净利润1.17亿元，同比增长47.26%。

#### ▶ 深耕海外游戏发行，新游戏运营情况良好，支撑公司业绩稳定增长。

子公司易幻网络自2012年成立以来，专注于移动网络游戏的发行及运营。目前，易幻累计仍在线运营的游戏共73款，热门游戏30余款。报告期内，公司累计新增代理运营的游戏产品11款，《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，新上线的《食物语》、《造物2》、《新笑傲江湖》、《时逆》、《神谕王座》等游戏表现优异。其中，《食物语》上线首日登顶iOS和Google双平台免费榜TOP1，《造物2》上线首周登顶iOS和Google双平台免费榜TOP1，畅销榜TOP10，《新笑傲江湖》上线即登上google免费榜TOP1，新老游戏的优异表现为公司业绩增长提供了稳定支撑。2020年上半年，公司游戏业务实现营收8.29亿元，同比增长4.89%。

#### ▶ 深耕区域市场，进军一级市场，研运一体初显成效。

报告期内，公司通过不断加大对控股子公司海南高图、成都聚获的研发投入，深入布局研运一体。海南高图以欧美为核心放眼全球手游市场，主攻全球化研运一体业务，成立一年多来发行及运营了多款自研+定制产品，主打游戏《War and Magic》曾在6个国家和地区登顶App Store畅销榜Top1，在15个国家和地区进入畅销榜前十，注册用户突破千万，在2020Q2不断扩充研发团队，加大新品研发投入及欧美市场推广投入，是公司进军一级市场、未来持续增长的核心动力之一。报告期内，全资子公司易幻网络投资设立“星翼幻”，该公司主要为拓展VR/AR/MR领域新业务及结合云计算创新游戏业务新模式，切实推进新一代技术在游戏场景的落地。同时，投资设立“易界网络”，结合公司在游戏领域自研游戏内容的研发，积极部署开拓国内市场，加速区域化发行与全球研运一体业务全球化发展进程。

#### ▶ 内容储备丰富，有望持续为公司贡献稳定盈利。

公司游戏储备丰富，2020年下半年将在日本、欧美、中国港澳台、东南亚、韩国等地区上线《剑侠情缘2》《梦境链接》《造物2》《王者围城》《决战三国》《延禧攻略》等产品。自研游戏方面，成都聚获自研的二次元游戏《终末阵线：伊诺贝塔》是公司二次元赛道战略布局的重要产品，国内由B站独家代理，预计将于下半年上线；海南高图自研的小镇模拟经营和放置养成游戏《WILD WEST HEROES》是公司主打全球研运一体产品，目前已上线测试，预计下半年上线。

#### ▶ 把握5G风口战略布局VR/AR。

随着 5G 时代的到来，VR/AR 行业正显现出蓬勃发展态势，目前公司游戏研发团队携手已投资的硬件开发商翊视皓瞳和内容供应商哈视奇，成功开发多款游戏 DEMO，实现了在 AR/VR/XR 终端的适配，其中，由哈视奇开发的 VR 游戏《奇幻滑雪 3》将于近期上线。报告期内，子公司易幻网络为拓展 VR/AR/MR 领域业务以及结合云计算创新游戏业务模式，投资设立“星翼幻”，推进 VR/AR 等新技术在游戏场景的运用。公司在 VR/AR 领域的提前布局有望在未来占据先发优势，领跑国内 VR 游戏市场。

► **搭建大数据分析系统提升代理移动网络游戏的利润率。**

公司基于多年来在全球成功发行超 250 款游戏的丰富经验和用户数据，自研了游戏行为预测系统——普罗米修斯系统及种子用户获取系统——塔罗软件系统，通过这两个系统的运营，公司建立了成熟的数据集成和分析能力，为运营及营销决策提供科学强大的数据支持，实现广告目标人群的精准投放，提高代理移动网络游戏的利润率。

► **工业互联网业务稳定增长，可转债落地有望持续提升产能利用率。**

面对不确定的国际形势，公司积极推进业务转型升级，优化产品结构，推出降本增效措施，降低生产经营管理成本，实现企业平稳、健康、可持续发展。报告期内，公司与 BHP 签署了 5 年的输送带采购框架协议，涵盖了 BHP 澳洲铁矿、煤矿、铜矿和镍矿等。6 月，公司发行 500 万张可转债，募集 5 亿元投入公司现代工业散货物料智能产业集群生产基地项目，该项目有助于公司提升产能，实现产品的环保性、信息化与智能化。该可转债的初始转股价格为 20.80 元/股，彰显了管理者长期发展信心。报告期内，公司工业互联网板块实现营收 4.84 亿元，同比增长 23.33%，毛利率提升 0.6pct 至 36.08%。

**投资建议**

我们维持此前的盈利预测。我们预计公司 2020-2022 年将分别实现营收 29.88 亿元、39.08 亿元和 46.75 亿元，同增 20.7%、30.8%和 19.6%；归母净利润分别为 4.08 亿元、5.61 亿元和 7 亿元，同增 33.7%、37.6%和 24.7%；对应 EPS 分别为 1.03 元、1.41 元和 1.76 元，对应 PE 分别为 23.1X\16.79X\13.46X。考虑公司作为游戏出海龙头，在该领域深耕多年，在中国港澳台、韩国、东南亚等区域性市场竞争优势明显，积极开拓日韩、欧美等一级市场，布局研运一体初现成效，维持“买入”评级。

**风险提示**

新游戏流水不及预期，老游戏流水衰减过快，市场竞争加剧，政策变动。

**盈利预测与估值**

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,166	2,476	2,988	3,908	4,675
YoY (%)	37.1%	14.3%	20.7%	30.8%	19.6%
归母净利润(百万元)	272	305	408	561	700
YoY (%)	23.0%	12.3%	33.7%	37.6%	24.7%
毛利率 (%)	54.6%	58.6%	60.4%	61.4%	62.0%
每股收益 (元)	0.68	0.77	1.03	1.41	1.76
ROE	12.0%	11.6%	13.4%	15.6%	16.3%
市盈率	34.68	30.89	23.10	16.79	13.46

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：赵琳

邮箱：zhaolin@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

分析师：李婉云

邮箱：liwy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010002

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,476	2,988	3,908	4,675	净利润	286	429	590	735
YoY (%)	14.3%	20.7%	30.8%	19.6%	折旧和摊销	115	32	44	35
营业成本	1,024	1,182	1,509	1,775	营运资金变动	-55	-73	-122	-103
营业税金及附加	6	7	10	12	经营活动现金流	379	359	511	667
销售费用	931	1,105	1,426	1,706	资本开支	-120	-71	-219	-84
管理费用	131	170	215	257	投资	-17	0	0	0
财务费用	18	19	20	20	投资活动现金流	-136	-41	-215	-79
资产减值损失	-2	-2	-4	-6	股权募资	7	0	0	0
投资收益	0	30	4	5	债务募资	2,459	0	0	0
营业利润	311	466	640	799	筹资活动现金流	14	0	0	0
营业外收支	0	1	1	1	现金净流量	264	319	296	588
利润总额	311	467	641	799	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	25	37	51	64	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	286	429	590	735	营业收入增长率	14.3%	20.7%	30.8%	19.6%
归属于母公司净利润	305	408	561	700	净利润增长率	12.3%	33.7%	37.6%	24.7%
YoY (%)	12.3%	33.7%	37.6%	24.7%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.77	1.03	1.41	1.76	毛利率	58.6%	60.4%	61.4%	62.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率率	11.6%	14.4%	15.1%	15.7%
货币资金	837	1,156	1,451	2,039	总资产收益率 ROA	7.6%	9.0%	10.6%	11.3%
预付款项	96	106	136	160	净资产收益率 ROE	11.6%	13.4%	15.6%	16.3%
存货	235	272	347	409	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	773	889	1,088	1,254	流动比率	<b>1.70</b>	<b>1.97</b>	<b>2.14</b>	<b>2.48</b>
流动资产合计	1,941	2,423	3,023	3,862	速动比率	1.41	1.66	1.80	2.11
长期股权投资	10	10	10	10	现金比率	0.73	0.94	1.03	1.31
固定资产	234	222	228	212	资产负债率	34.3%	32.4%	31.1%	29.1%
无形资产	70	88	104	114	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	2,079	2,117	2,289	2,333	总资产周转率	0.62	0.66	0.74	0.75
资产合计	4,020	4,540	5,311	6,195	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	456	456	456	456	每股收益	0.77	1.03	1.41	1.76
应付账款及票据	500	580	740	871	每股净资产	6.64	7.67	9.09	10.85
其他流动负债	184	194	216	233	每股经营现金流	0.95	0.91	1.29	1.68
流动负债合计	1,140	1,230	1,412	1,560	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	150	150	150	150	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	90	90	90	90	PE	30.89	23.10	16.79	13.46
非流动负债合计	240	240	240	240	PB	2.26	3.10	2.61	2.19
负债合计	1,380	1,470	1,652	1,800					
股本	397	397	397	397					
少数股东权益	4	26	54	89					
股东权益合计	2,640	3,070	3,659	4,395					
负债和股东权益合计	4,020	4,540	5,311	6,195					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

李婉云：传媒行业分析师。2019年12月加盟华西证券，3年从业经验。西南财经大学硕士，山东大学学士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

### 分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。