

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年02月25日

市场数据

目前股价	20.87
总市值（亿元）	82.81
流通市值（亿元）	67.63
总股本（万股）	39,677
流通股本（万股）	32,407
12个月最高/最低	21.20/10.51

分析师

分析师：杨晓峰 S1070518090002

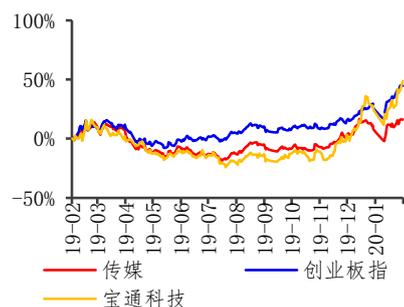
☎ 021-31829781

✉ yangxiaofeng@cgws.com

分析师：何思霖 S1070518070001

☎ 0755-83515591

✉ hesilin@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<低估值游戏标的，从“海外发行”到“研运一体”>> 2020-01-08

员工持股绑定核心游戏人才，游戏业务加速腾飞

——宝通科技（300031）公司动态点评

盈利预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	1580	2166	2465	3101	3799
(+/-%)	7.9%	37.1%	13.8%	25.8%	22.5%
净利润	221	272	307	395	485
(+/-%)	57.0%	23.1%	12.9%	28.7%	22.8%
摊薄 EPS	0.56	0.69	0.77	0.99	1.22
PE	37	30	27	21	17

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **事件：**2020年2月24日，宝通科技公告第二期员工持股计划（草案修订稿），拟以协议转让方式购买大股东牛曼投资持有的标的股票。2月24日完成转让 19,845,200 股，占公司总股本的 5.0017%，价格为每股人民币 17.802 元。本次计划持有人合计不超过 80 人，其中董高监 1 人，认购总份额为 15 万股。存续期不超过 36 个月，锁定期为 12 个月。

■ **持股计划：深度绑定游戏高管，推动游戏业务二次腾飞**

本次员工持股计划激励范围广，惠及骨干员工。计划总人数不超过 80 人，其中公司董秘张利乾在此次员工持股计划中持有 15 万股，占员工持股计划总份额的比例 0.76%。其他员工预计不超过 79 人，占员工持股计划总份额的比例预计为 99.24%；

深度绑定游戏子公司管理层利益，提振积极性。本次员工持股计划激励范围包括易幻网络、海南高图、成都聚获多名管理层：易幻网络总裁曾晓斌持有 4.89%，易幻网络总经理王洋持有 1.36%，易幻网络监事陈植峰持有 3.17%，海南高图总经理杜潇潇持有 6.80%，深刻绑定游戏子公司管理层利益，并彰显了对公司未来业绩的信心，释放积极信号。

■ **商誉：易幻网络增长稳健，商誉减值风险较低**

19 年业绩快报：2019 年实现归母净利润 3.07 亿元，同比增长 12.89%，营业收入 24.65 亿元，同比增长 13.77%。

子公司易幻网络净利润稳中有升，商誉存在风险的可能性较低：19H1 实现营收 7.03 亿，同比增长 7.33pcts，实现归母净利润 1.38 亿，同比增长 1.47pcts。公司在 2019 年 9 月末商誉余额 12.40 亿元，其中主要来自易幻网络，共 12.26 亿元，但易幻网络业绩一直保持稳定增长，公司管理层预测 2020 年、2021 年、2022 年易幻网络净利润分别达 2.69 亿、2.86 亿、2.96 亿，营业收入分别为 16.96 亿、17.97 亿、18.69 亿。此次员工持股计划也彰显了公司对易幻网络未来业绩的信心，预期业绩会大幅增长，易幻

网络商誉问题风险较低。

■ **产品排期：看好自研产品《WST》、《终末塔卫团》**

(1) **自研产品：**出海欧美的西部游戏《WST》、出海日本的二次元机甲游戏《终末塔卫团》；

(2) **代理发行产品：**将在日本、欧美、港澳台、东南亚、韩国等地区上线《龙之怒吼》、《剑侠情缘 2》、《梦境链接》、《食物语》、《笑傲江湖》等十余款产品。

■ **VR：孵化“哈视奇”，易幻网络将有哈视奇 VR 优先发行权**

公司 2 月与 VR 内容龙头哈视奇签署合作协议，易幻网络将有哈视奇自研 VR 游戏优先发行权。公司还为哈视奇科技提供 To B 端业务订单，未来或与哈视奇深入进行股权合作。

■ **盈利预测：**预计宝通科技 2020-2021 年净利润分别为 3.95 亿、4.85 亿，对应当前股价为 21X，17X。

■ **风险提示：**VR 游戏市场竞争加剧，出海市场竞争加剧，游戏上线不及预期。

表 1: 宝通科技第二次员工持股计划参与对象及持有份额

序号	持有人	职务	认购份额 (万股)	占持有计划总份额比例
1	张利乾	董事、副总裁兼董事会秘书	15	0.76%
董事、监事、高级管理人员: 共 1 人				
1	杜潇潇		135	6.80%
2	曾晓斌		97	4.89%
3	陈植峰		63	3.17%
4	王洋		27	1.36%
5	其他核心骨干员工: 不超过 75 人		1648	83.02%
合计			1985	100.00%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

表 2: 易幻网络 2016H1-2019H1 营业收入、净利润及净利率

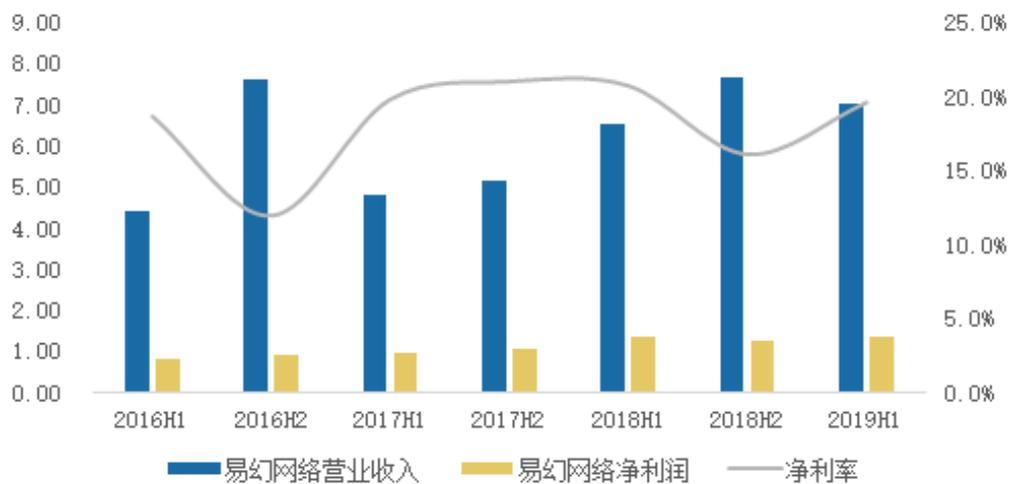
单位: 亿	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1
易幻网络营业收入	4.44	7.6	4.79	5.18	6.55	7.69	7.03
易幻网络净利润	0.83	0.91	0.95	1.09	1.36	1.24	1.38
净利率	18.69%	11.97%	19.83%	21.04%	20.76%	16.12%	19.63%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

表 3: 2019-2022 年公司预测营业收入及净利润

资产名称	预测期间	预测期营业收入	预测期营业收入增长率	预测期利润率	预测期净利润	稳定期间	折现率	预计未来现金净流量的现值
易幻网络	2019	156998.79	10.24%	17.32%	25235.13	2024 年以后	12.90% (税前)	25.70 亿元
	2020	169558.69	8.00%	17.10%	26916.34			
	2021	179732.21	6.00%	17.15%	28591.60			
	2022	186921.50	4.00%	17.09%	29645.13			

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 1: 易幻网络 2016H1-2019H1 营业收入、净利润及净利率


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>