

公司研究/动态点评

2020年07月28日

传媒/传媒 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 26.62
合理价格区间(元): 34.47~35.53

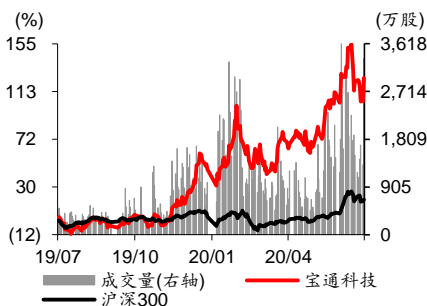
周钊 执业证书编号: S0570517070006
研究员 010-56793958
zhouzhao@htsc.com

朱璠 执业证书编号: S0570520040004
研究员 zhujun016731@htsc.com

相关研究

- 1 《宝通科技(300031 SZ,买入): 中报预增30%-50%, 游戏业务亮眼》2020.07
- 2 《宝通科技(300031 SZ,买入): 深耕手游出海发行, 蓄力研运一体》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

哈视奇与华为抖音合作, VR/AR 深化布局 宝通科技(300031)

参投公司哈视奇与华为、抖音合作, 有望拓宽未来增长想象空间

公司参投的 VR 游戏公司哈视奇官方宣布, 其产品《奇幻滑雪》已获得版号, 并获得华为 VR glass 首页持续推荐。另外, 近期哈视奇与抖音达成代理合作, 将为抖音定制 AR 游戏。宝通科技为哈视奇战略股东, 并于 2 月与哈视奇签订业务合作协议, 深化双方在 VR 领域的合作。我们认为, 哈视奇是 VR 游戏龙头公司, 宝通与其的深度绑定, 有望拓展新的增长点。我们维持 20-22 年归母净利润预测为 4.22/5.40/6.7 亿元, EPS 1.06/1.36/1.69 元。采用分部估值法进行估值, 给予 20 年目标市值 136.84~141.06 亿元, 目标价 34.47~35.53 元, 维持买入评级。

全球 VR/AR 行业高速发展, VR 游戏前景广阔

根据 IDC 发布的 2020 上半年全球 AR/VR 支出报告, 预计全球 AR/VR 支出规模在 2019 到 2024 年之间的复合年增长率将达 76.9%, 至 2024 年将达到 1,369 亿美元。我们认为 5G+VR 模式发展、设备硬件迭代升级与普及将持续催化市场需求, 同时将对优质内容产生更强烈的需求。其中 VR 游戏是重要的应用场景。哈视奇有望充分发挥先发和研发优势, 为市场提供优质内容, 充分享受行业增长红利。

哈视奇在休闲 VR 游戏赛道拥有丰富的经验与优秀的 IP

哈视奇是国内顶尖 AR/VR 内容研发和解决方案供应商。陆续推出以《奇幻滑雪》、《捕鱼大冒险》为代表的休闲游戏、《罗布泊丧尸》为代表的 FPS 游戏, 其中《奇幻滑雪》系列是其代表作, 第一代于 2016 年上线, 曾获得 viveport 进入榜第一名, steam 热销榜第一名, 斩获多项重量级奖项。我们认为凭借丰富的 VR 游戏制作经验, 哈视奇有望在该领域持续领跑。

哈视奇《奇幻滑雪 3》获版号, 并与华为、抖音深度合作

2020 年 7 月哈视奇旗下《奇幻滑雪 3》获得版号, 据官方披露其占据华为 VR glass 游戏类下载量第一名。目前,《奇幻滑雪 3》目前已上线 Viveport 的平台, 后续将联合宝通科技旗下“星翼幻”公司进行运营, 在八九月份上线国内外各大 VR 内容平台。此外哈视奇与字节跳动达成代理合作, 将为抖音定制 AR 游戏, 并有多款游戏正在洽谈中。我们认为, 哈视奇与行业巨头华为和抖音进行深度合作, 在硬件和渠道方面均建立起强大竞争优势, 实现资源互补, 为后续产品的发行推广、业绩增长提供动力。

不断深化 VR/AR 布局, 发力高潜力赛道, 未来可期

我们认为 VR 游戏是未来高增长潜力赛道, 哈视奇为业内龙头公司, 与华为和抖音合作进一步强化了其竞争优势, 宝通科技与哈视奇深度合作, 也拓宽其未来发展想象空间。考虑到哈视奇尚未并表, 我们维持 20-22 年归母净利润预测为 4.22/5.40/6.7 亿元, 20-22 年 EPS 1.06/1.36/1.69 元。采用分部估值法, 维持 20 年目标市值 136.84~141.06 亿元, 目标价 34.47~35.53 元, 维持买入评级。

风险提示: VR 行业发展不及预期、VR 游戏流水不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	396.77
流通 A 股 (百万股)	324.07
52 周内股价区间 (元)	10.64-30.10
总市值 (百万元)	10,562
总资产 (百万元)	4,359
每股净资产 (元)	7.00

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,166	2,476	3,226	4,073	4,912
+/-%	37.12	14.28	30.30	26.25	20.61
归属母公司净利润 (百万元)	271.75	305.04	421.62	539.56	670.01
+/-%	22.96	12.25	38.22	27.97	24.18
EPS (元, 最新摊薄)	0.68	0.77	1.06	1.36	1.69
PE (倍)	38.87	34.62	25.05	19.58	15.76

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

可比公司估值

2016-2019年，公司游戏业务营收占比约在63%-69%之间，工业互联网业务依然贡献了超30%营收，且双方业务性质不同，因此我们对宝通科技游戏业务、工业互联网业务采取分部估值。游戏业务方面，宝通科技海外业务发行能力较强，自研游戏将发力，我们预计将保持较高增速，根据2019年报披露，公司子公司易幻网络净利润2.51亿元，海南高图亏损0.11亿元。合计贡献净利润约2.4亿元，考虑到今年新发行游戏较多，自研游戏将陆续上线，我们预计20年贡献净利润3.36亿元。我们以海外业务见长的A股游戏公司作为可比公司，参考其20年平均PE 23.52X（上次评级时点6月30日，为22.25X），考虑到公司在海外发行上的市场领先地位，以及自研游戏将上线构建新的增长点，给予公司该部分业务估值31-32X PE（可比公司PE变化较小，维持PE估值），对应市值104.16~107.52亿元。

图表1：游戏业务可比公司估值表（截至2020年7月28日）

证券代码	证券简称	预期来源	总市值(亿元)	PE			归母净利润(亿元)		
				19A	20E	21E	19A	20E	21E
002174 CH	游族网络	Wind 一致预期	191.81	74.77	15.00	12.54	2.57	12.79	15.30
300315 CH	掌趣科技	Wind 一致预期	237.70	65.37	31.81	22.14	3.64	7.47	10.74
002602 CH	世纪华通	Wind 一致预期	927.10	40.57	23.75	19.89	22.85	39.03	46.60
		平均		60.24X	23.52X	18.19X			

资料来源：Wind、华泰证券研究所

工业互联网业务方面，传输带业务增长可期，根据19年年报，我们预计19年输送带相关业务贡献净利润约为0.65亿元，预计20年贡献净利润0.86亿元。同时，拓展输送带关联的智能信息服务，该项业务市场规模及利润空间相比传统输送带业务均有较大增长，估值中枢相对较高，不宜再采用传统输送带公司作为估值参考，据此，我们综合参考输送带相关公司双箭股份；工业互联网相关公司汇川技术、能科股份作为可比公司，参考其20年平均PE 36.7X（上次评级时点6月30日，为32.54X），考虑到公司正积极拓展以输送带为核心的工业互联网业务，结合自身输送带领域优势地位，我们认为公司该项业务发展潜力较大，给予该项业务38~39X PE（可比公司PE变化较小，维持PE估值），对应市值32.68~33.54亿元。

图表2：工业互联网业务可比公司估值表（截至2020年7月28日）

证券代码	证券简称	预期来源	总市值(亿元)	PE			归母净利润(亿元)		
				19A	20E	21E	19A	20E	21E
002381 CH	双箭股份	Wind 一致预期	38.69	15.56	12.77	10.57	2.49	3.03	3.66
300124 CH	汇川技术	Wind 一致预期	865.19	90.89	60.12	47.92	9.52	14.39	18.05
603859 CH	能科股份	Wind 一致预期	47.98	53.25	37.20	26.52	0.90	1.29	1.81
		平均		53.23X	36.7X	28.34X			

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：宝通科技分部估值（单位：亿元）（截止2020年7月28日）

公司业务	预计净利润	PE	市值
游戏业务	3.36	31-32	104.16~107.52
输送带及工业互联网业务	0.86	38-39	32.68~33.54
合计	4.22		136.84~141.06

资料来源：Wind、华泰证券研究所

综上，采用分部估值法，我们认为游戏业务20年预计贡献净利润3.36亿元，可比公司Wind一致预期20PE 22.25X，给予估值PE 31-32X，对应市值104.16~107.52亿元；工业互联网20年预计贡献净利润0.86亿元，可比公司Wind一致预期20PE 32.54X，给予估值PE 38~39X，对应市值32.68~33.54亿元，20年目标市值136.84~141.06亿元，公司至7月28日股本为3.97亿股，对应目标价34.47~35.53元，维持“买入”评级。

风险提示

1、VR 行业发展不及预期

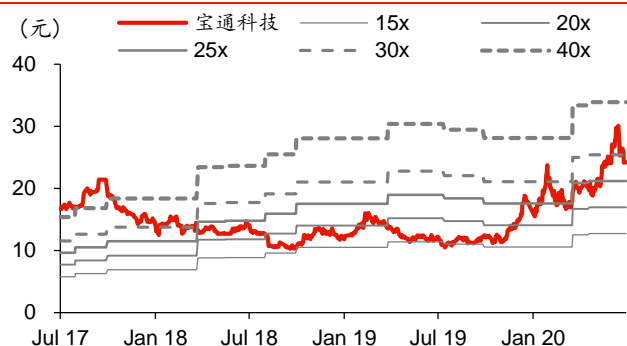
VR 终端价格的下降依赖技术的不断突破与 5G 基础建设的不断演进，存在 VR 市场发展不及预期的风险。

2、VR 游戏表现不及预期

目前 VR、AR 游戏仍然处于培育阶段，市场规模及用户均处于较低水平，未来仍有较大的不确定性。此外，VR 游戏的发展依赖于 5G+VR 模式的发展、设备硬件迭代升级与普及等多重因素，存在发展不及预期的风险。

PE/PB - Bands

图表4：宝通科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：宝通科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,349	1,941	2,410	2,882	3,444
现金	362.94	837.29	967.73	1,222	1,474
应收账款	445.76	471.50	521.05	732.05	779.27
其他应收账款	29.90	32.58	48.83	53.96	70.01
预付账款	113.88	95.73	177.40	167.43	248.46
存货	212.44	235.40	256.25	379.78	376.74
其他流动资产	184.53	268.71	438.52	327.11	496.39
非流动资产	1,887	2,079	2,150	2,229	2,297
长期投资	7.25	9.75	11.31	12.55	13.63
固定投资	245.39	233.54	320.74	391.86	449.78
无形资产	27.06	88.74	98.60	110.64	125.28
其他非流动资产	1,607	1,747	1,720	1,714	1,708
资产总计	3,236	4,020	4,560	5,111	5,741
流动负债	605.52	1,140	1,401	1,491	1,533
短期借款	108.00	456.12	845.94	611.86	714.37
应付账款	217.79	305.63	298.23	453.01	449.65
其他流动负债	279.73	377.93	256.99	425.77	368.60
非流动负债	329.97	240.24	213.90	187.85	160.78
长期借款	255.00	150.00	123.66	97.61	70.54
其他非流动负债	74.97	90.24	90.24	90.24	90.24
负债合计	935.49	1,380	1,615	1,678	1,693
少数股东权益	35.21	4.08	6.20	8.91	12.28
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
留存公积	904.84	1,210	1,549	1,985	2,482
归属母公司股东权益	2,265	2,636	2,939	3,424	4,036
负债和股东权益	3,236	4,020	4,560	5,111	5,741

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	181.17	378.54	144.07	733.35	388.68
净利润	289.00	286.43	423.74	542.27	673.38
折旧摊销	112.36	115.38	78.69	68.81	81.02
财务费用	9.52	17.78	20.12	19.05	7.44
投资损失	(0.88)	(0.18)	(1.61)	(0.89)	(0.89)
营运资金变动	(242.91)	(54.77)	(377.02)	104.05	(372.33)
其他经营现金	14.06	13.89	0.16	0.05	0.07
投资活动现金	(52.11)	(135.89)	(148.52)	(146.46)	(148.21)
资本支出	15.39	120.40	148.41	146.05	147.95
长期投资	(31.08)	(16.61)	(1.56)	(1.25)	(1.08)
其他投资现金	(67.80)	(32.10)	(1.67)	(1.66)	(1.34)
筹资活动现金	(406.54)	13.93	(428.99)	(11.74)	(134.74)
短期借款	88.00	348.12	389.81	(234.08)	102.51
长期借款	105.00	(105.00)	(26.34)	(26.05)	(27.07)
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	(337.01)	(223.87)	(792.46)	248.39	(210.17)
现金净增加额	(260.55)	263.62	(433.43)	575.15	105.74

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,166	2,476	3,226	4,073	4,912
营业成本	983.34	1,024	1,260	1,584	1,851
营业税金及附加	5.10	6.15	8.33	10.08	12.35
营业费用	689.29	931.08	1,219	1,548	1,906
管理费用	114.58	131.07	193.55	240.28	284.88
财务费用	9.52	17.78	20.12	19.05	7.44
资产减值损失	(16.02)	(1.73)	(16.13)	(20.36)	(24.56)
公允价值变动收益	0.00	0.00	(0.16)	(0.05)	(0.07)
投资净收益	0.88	0.18	1.61	0.89	0.89
营业利润	311.24	311.28	451.14	576.99	716.59
营业外收入	0.76	0.70	0.73	0.72	0.72
营业外支出	1.60	0.56	1.08	0.82	0.95
利润总额	310.40	311.42	450.78	576.88	716.36
所得税	21.39	24.99	27.05	34.61	42.98
净利润	289.00	286.43	423.74	542.27	673.38
少数股东损益	17.26	(18.61)	2.12	2.71	3.37
归属母公司净利润	271.75	305.04	421.62	539.56	670.01
EBITDA	435.24	439.23	546.37	660.67	799.91
EPS (元, 基本)	0.68	0.77	1.06	1.36	1.69

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	30.30	26.25	20.61
营业利润	25.56	0.01	44.93	27.90	24.20
归属母公司净利润	22.96	12.25	38.22	27.97	24.18
获利能力 (%)					
毛利率	54.61	58.64	60.94	61.10	62.32
净利率	13.34	11.57	13.14	13.32	13.71
ROE	12.56	10.85	14.39	15.80	16.64
ROIC	14.61	13.51	16.60	21.24	22.12
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.91	34.32	35.42	32.84	29.50
净负债比率 (%)	3.26	(1.45)	3.58	(11.88)	(14.40)
流动比率	2.23	1.70	1.72	1.93	2.25
速动比率	1.67	1.20	1.24	1.41	1.68
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.68	0.75	0.84	0.91
应收账款周转率	4.09	4.43	4.43	4.43	4.43
应付账款周转率	3.40	2.53	3.09	3.01	2.88
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.77	1.06	1.36	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.05)	1.01	0.36	1.85	0.98
每股净资产(最新摊薄)	5.71	6.64	7.41	8.63	10.17
估值比率					
PE (倍)	38.87	34.62	25.05	19.58	15.76
PB (倍)	4.66	4.01	3.59	3.09	2.62
EV_EBITDA (倍)	24.52	23.96	19.53	15.38	12.49

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，周钊、朱璐，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师周钊、朱璐本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司