

內外兼備多元變現 騰訊助力突出重圍

投資要點

- 2018年業績略勝預期：**因遊戲及信息服務收入穩健增長，公司2018年收入同比增長34.1%至人民幣23.6億元，經調整股東應佔溢利（撇除股份酬金開支、上市開支及金融資產公平值和減值虧損淨額變動影響）按年上升82.0%至人民幣4.5億元，略超預期。
- 遊戲業務多重保障：**公司現有4款拳頭產品中，《夢幻花園》自2017年下半年上線以來一直表現穩定，《夢幻家園》於中國iOS收入排名則穩健上升，且兩款遊戲iOS下載排名近三個月均快速拉升，由於此類遊戲氪金需求隨關卡難度推進而提高，變現存在時間差，現時下載量的提升預計可帶動未來月流水增長。另一方面，《魔力寶貝》及《全民冠軍足球》雖然於2018年12月-2019年2月在中國iOS收入排名有所下滑表現不及預期，但2月末至今排名已有所反彈，同時前者今年將於海外推出，會帶來新的流水增量，且預計將錄得可觀的一次性海外授權費收入，將彌補其在中國的表現。新遊戲方面，公司表示將積極推進騰訊代理發行公司遊戲，提供客戶流量保證。另一方面，公司計劃年內推出20多款新遊戲，包含與騰訊合作之《全球行動》及知名二次元IP改編之《靈能100》，其中10款已獲得版號，多於此前預期。我們預計2019-2021年遊戲收入將分別為人民幣26.9、30.1及33.2億元，分別佔總收入之86.7%、83.7%及81.3%。
- 信息服務業務迅速崛起：**公司成功代理數款經典休閒遊戲，積累了龐大的客戶基礎，2018年平均月活躍用戶達1.29億人，預計可以維持於中國所有獨立手遊發行商中排名第一的地位；公司還專注於自主研發休閒遊戲，未來也將成為重要的流量入口。用戶優勢催化信息服務收入快速增長，加上公司升級廣告投放系統，並與騰訊合作數款小遊戲（無需版號且研發週期較短）帶來廣告收入，預計信息服務業務於2019-2021年分別錄得人民幣4.0、5.7及7.4億元收入，分別佔總收入之13.0%、15.8%及18.1%。
- 估值與評級：**由於會計入賬方式調整，我們分別下調2019及2020年收入預期37.6%及36.1%至人民幣31.1億及35.9億元，並分別下調經調整每股盈利6.5%及上調0.4%至人民幣0.527元及0.700元。現價相當於9.6倍2019年預測經調整市盈率，考慮到公司3月11日起正式成為港股通標的，流動性和估值有望改善，加上業務較為多元且處於增長期，及版號審批重啟以來遊戲政策層面回暖，我們以2019年預測經調整市盈率約12.2倍為目標（較IGG溢價約34%及同業（除騰訊外）折讓約36%），**目標價維持7.50港元，並維持增持評級。**
- 風險提示：**1) 遊戲表現遜預期；2) 信息服務增速不佳；3) 新遊戲延遲推出。

指標/年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入(人民幣百萬元)	1,764	2,365	3,109	3,591	4,083
增長率(%)	19.1	34.1	31.5	15.5	13.7
經調整淨利潤(人民幣百萬元)	249	452	670	889	1,088
增長率(%)	40.0	82.0	48.0	32.8	22.4
Consensus (人民幣百萬元)			n. a.	n. a.	n. a.
經調整每股盈利(人民幣元)	0.247	0.427	0.527	0.700	0.857
經調整市盈率(倍)	20.4	11.8	9.6	7.2	5.9

資料來源：公司、西證證券經紀

2019年3月30日

武尚晉

 scarlett.wu@swsc.hk
 (852) 2238 9303

評級	增持 (維持)
目標價	7.50
現價	5.91
潛在升幅	26.9%

主要數據

52周區間(元)	5.17/6.80
3個月平均成交量(百萬)	1.07
流通股數(百萬)	1,269.72
市值(百萬元)	7,504.04
主要股東(%)	陳湘宇 (19.13%)
審計	PwC
業績日期	2019-08

公司簡介

創夢天地成立於2011年，是一個數字娛樂平台，在中國的遊戲發行市場佔據領先地位。公司的前身iDreamSky Technology於2014年8月在美國納斯達克上市，隨後於2016年9月根據私有化計劃退市。此後，公司業務開始由遊戲發行拓展至娛樂IP內容原創和線上線下用戶服務平台。2018年4月公司獲騰訊戰略投資，12月於港交所成功上市，完成後騰訊持股比例為18.59%。

股價表現



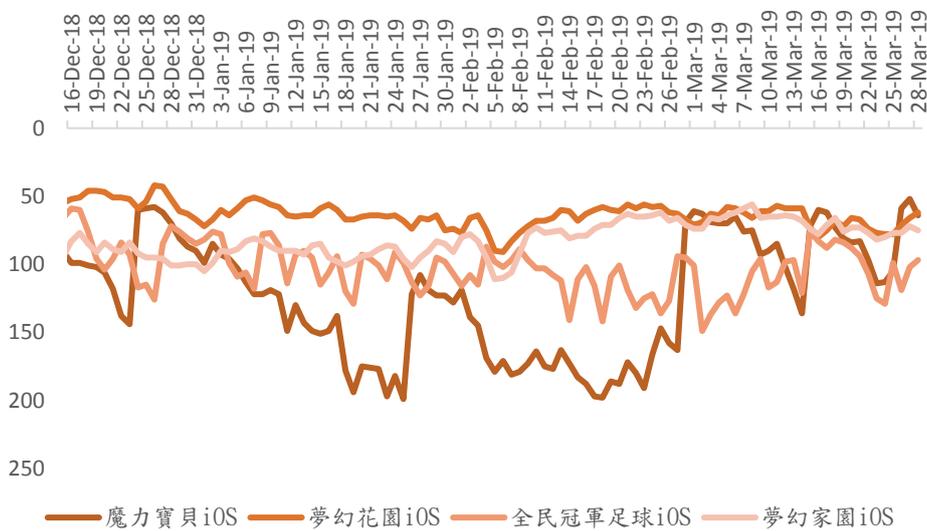
資料來源：彭博

表 1：業績回顧

人民幣百萬元	2017	2018	同比變動 (%/ppt)	
收入	1,764	2,364	34.1	遊戲收入同比增長 36.0%至人民幣 20.9 億元 信息服務收入按年上升 22.3%至人民幣 2.7 億元
毛利	709	1,039	46.4	
經營溢利	210	329	56.5	研發費用按年減少
經調整淨利潤	249	452	82.0	
毛利率 (%)	40.2	43.9	3.7	《魔力寶貝》按淨收入入賬
經營溢利率 (%)	11.9	13.9	2.0	
經調整淨利潤率 (%)	14.1	19.1	5.0	

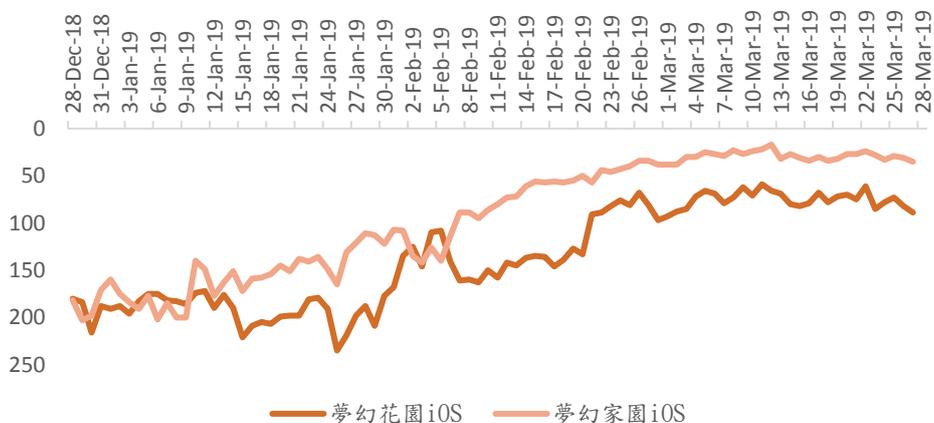
資料來源：公司、西證證券經紀

圖 1：主要遊戲 iOS 中國暢銷榜排名



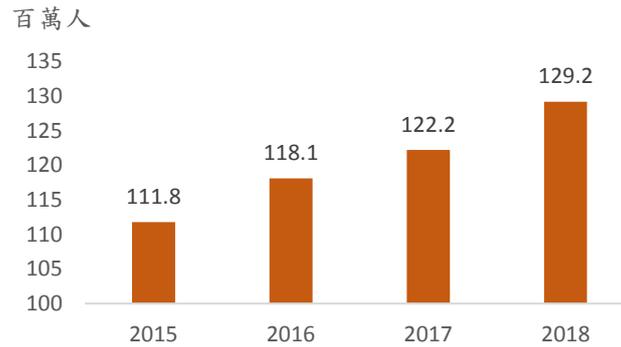
資料來源：App Annie

圖 2：《夢幻花園》及《夢幻家園》iOS 中國下載榜排名



資料來源：App Annie

圖 3：公司遊戲平均月活躍用戶數目



資料來源：公司

表 2：盈利預測

人民幣百萬元	最新			此前		調整 (%/ppt)	
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2019E	2020E
收入	3,109	3,591	4,083	4,982	5,616	-37.6	-36.1
毛利	1,506	1,810	2,114	1,775	2,143	-15.1	-15.6
經營溢利	825	988	1,152	931	1,075	-11.4	-8.1
經調整淨利潤	670	889	1,088	716	886	-6.5	0.4
經調整每股盈利 (人民幣元)	0.527	0.700	0.857	0.564	0.697	-6.5	0.4
毛利率	48.5	50.4	51.8	35.6	38.2	12.8	12.2
經營溢利率	26.5	27.5	28.2	18.7	19.1	7.9	8.4
經調整淨利潤率	21.5	24.8	26.7	14.4	15.8	7.1	9.0

資料來源：西證證券經紀

表 3：同業估值比較

公司名稱	股票編號	市值 (百萬港元)	市盈率 (倍)			市賬率 (倍)			股息率 (%)	股本回報率 (%)
			FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E	FY18E	FY18E
博雅互動	434 HK	1,159	4.5	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
騰訊控股	700 HK	3,436,856	36.5	32.3	25.5	9.3	6.8	5.4	0.3	23.3
網龍	777 HK	10,459	16.2	14.7	11.5	1.9	1.7	1.5	1.5	11.2
第七大道	797 HK	3,867	31.6	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
IGG	799 HK	13,932	9.5	9.1	8.2	6.3	4.3	3.2	3.4	53.9
飛魚科技	1022 HK	464	n.a.	n.a.	n.a.	0.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
樂遊科技	1089 HK	6,682	41.7	n.a.	n.a.	3.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
遊菜互動	2022 HK	570	72.7	n.a.	n.a.	1.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
金山軟件	3888 HK	27,400	58.0	26.1	20.0	1.8	1.7	1.5	0.5	5.7
指尖悅動	6860 HK	3,261	9.3	n.a.	n.a.	2.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
聯眾	6899 HK	842	n.a.	n.a.	n.a.	0.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
智傲控股	8282 HK	60	n.a.	n.a.	n.a.	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
火岩控股	8345 HK	1,760	16.5	n.a.	n.a.	8.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
簡單平均			29.7	20.5	16.3	3.1	3.6	2.9	1.4	23.5
加權平均			36.5	32.1	25.3	9.2	6.8	5.4	0.3	23.3
加權平均 (不包括騰訊)			34.7	19.2	15.1	3.1	2.4	2.0	1.5	19.8

資料來源：彭博

表 4：財務報表

損益表						資產負債表					
(人民幣百萬元)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	(人民幣百萬元)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
遊戲收入	1,535	2,088	2,694	3,006	3,321	無形資產	306	683	631	590	557
信息服務及其他	229	277	415	585	762	商譽	0	989	989	989	989
總收入	1,764	2,365	3,109	3,591	4,083	其他	443	679	851	1,053	1,295
銷售成本	(1,054)	(1,326)	(1,602)	(1,780)	(1,968)	非流動資產	749	2,351	2,471	2,632	2,841
毛利	709	1,039	1,506	1,810	2,114	應收及預付款項	1,301	1,853	2,436	2,813	3,199
銷售及分銷成本	(203)	(303)	(364)	(419)	(469)	其他	118	293	243	268	292
一般及行政開支	(203)	(285)	(208)	(283)	(362)	現金及其等價物	605	1,122	981	962	1,182
研發開支	(106)	(99)	(128)	(143)	(158)	流動資產	2,024	3,267	3,660	4,042	4,673
其他	13	(22)	18	22	26	應付賬款及費用	241	1,038	285	317	350
經營溢利	210	329	825	988	1,152	借款	997	984	900	800	500
財務成本及其他	(37)	(32)	(62)	(58)	(35)	合約負債	155	209	274	317	360
稅前利潤	174	297	763	930	1,117	其他	24	74	140	166	195
所得稅開支	(22)	(29)	(76)	(88)	(124)	流動負債	1,417	2,305	1,599	1,599	1,405
稅後利潤	152	268	687	842	993	借款	3	130	600	200	100
非控股權益	(2)	(21)	(77)	(53)	(45)	其他	16	5	7	8	9
淨利潤	150	246	610	789	948	非流動負債	19	135	607	208	109
經調整淨利潤	249	452	670	889	1,088	少數股東權益	5	51	129	181	226
經調整每股盈利	0.247	0.427	0.527	0.700	0.857	股東應佔權益	1,331	3,127	3,797	4,686	5,774
(人民幣元)											
現金流量表						財務比率					
(人民幣百萬元)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	(%)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
稅前利潤	174	297	763	930	1,117	收入增長	19.1	34.1	31.5	15.5	13.7
折舊及攤銷	83	94	158	147	138	毛利增長	30.4	46.4	45.0	20.2	16.8
股份酬金開支	86	86	60	100	140	經營溢利增長	743.0	56.5	150.5	19.7	16.6
其他	100	49	67	63	40	淨利潤增長	2,664.9	64.1	147.4	29.5	20.1
營運資金變動	(59)	(319)	(636)	(406)	(447)	經調整淨利潤增長	40.0	82.0	48.0	32.8	22.4
經營活動現金流	384	206	412	833	988	毛利率	40.2	43.9	48.5	50.4	51.8
資本開支	(174)	(503)	(110)	(111)	(112)	經營溢利率	11.9	13.9	26.5	27.5	28.2
其他	(88)	(668)	(766)	(184)	(221)	淨利率	8.5	10.4	19.6	22.0	23.2
投資活動現金流	(262)	(1,171)	(876)	(295)	(333)	經調整淨利潤率	14.1	19.1	21.5	24.8	26.7
集資及注資淨額	897	1,443	0	0	0	資產收益率	16.1	10.9	17.2	18.0	17.5
借款淨額	663	111	386	(500)	(400)	股東資金回報率	6.3	5.9	10.4	12.3	13.4
其他	(1,617)	(80)	(62)	(58)	(35)	流動比率(倍)	1.4	1.4	2.3	2.5	3.3
融資活動現金流	(57)	1,474	323	(558)	(435)	負債比率	51.8	43.4	36.0	27.1	20.2
現金變動	65	509	(141)	(19)	221						
匯兌變動	(3)	8	0	0	0						
期初淨現金	543	605	1,122	981	962						
期末淨現金	605	1,122	981	962	1,182						

資料來源：公司、西證證券經紀

分析員核證

分析員（等）主要負責擬備本報告並謹此聲明－

- (1) 本報告所表達意見均準確反映分析員（等）對所述公司（等）及其證券之個人見解；
- (2) 分析員（等）之補償與本報告的推薦或意見或企業融資部並沒有直接或間接的關係；
- (3) 分析員（等）不是直接或間接地受企業融資部監管或隸屬於企業融資部；
- (4) 分析員（等）就報告中論述的證券，並沒有違反安靜期限制；
- (5) 分析員（等）並沒有任何與報告中論述的公司（等）的董事職銜或擔任要員。

評級定義

公司評級	買入：未來一年，公司絕對收益率為 50%以上
	增持：未來一年，公司絕對收益率介於 20%與 50%之間
	中性：未來一年，公司絕對收益率介於-20%與 20%之間
	回避：未來一年，公司絕對收益率為-20%以下
行業評級	買入：未來一年，行業整體絕對收益率為 50%以上
	增持：未來一年，行業整體絕對收益率介於 20%與 50%之間
	中性：未來一年，行業整體絕對收益率介於-20%與 20%之間
	回避：未來一年，行業整體絕對收益率為-20%以下

免責聲明

本報告內容或意見僅供參考之用途，並不構成任何買入或沽出證券或其他金融產品之要約。過去之成績不可作為未來成績的指標，同時未來回報是不能保證的，你可能蒙受所有資金的損失。本報告並無顧慮任何特定收取者之特定投資目標、財務狀況、或風險承受程度，投資者在進行任何投資前，必須對其投資進行獨立判斷或諮詢所需之獨立顧問意見。

雖然本報告資料來自或編寫自「西證(香港)證券經紀有限公司」(「西證證券經紀」)相信為可靠之來源，惟西證證券經紀並不明示或暗示地聲明或保證任何該等資料之準確性、完整性或可靠性。本報告內所提及之價格僅供參考之用途，投資產品之價值及收入可能會浮動。本報告內容或意見可隨時更改，西證證券經紀並不承諾提供任何有關變更之通知。

西證證券經紀及其集團公司、要員、董事及僱員在任何時間可持有本報告所提及之任何證券、認股證、期貨、期權、衍生產品或其他金融工具的長倉或短倉。西證證券經紀及其集團公司可能與報告中論述的公司（等）擁有或正尋求業務關係，包括但不限於企業融資業務關係。因此投資者應留意報告的客觀性可能受潛在的利益衝突所影響。

西證證券經紀及其集團公司在任何情況下，均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告內容時之作為或不作為而導致任何類型之損失（無論是直接、間接、隨之而來或附帶者），負上法律責任或具有任何責任。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其他註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

未經西證證券經紀事先書面授權，任何人不得為任何目的複製、發出、發表此報告，西證證券經紀保留一切權利。