

休閒遊戲獨領風騷 重度遊戲力求進步

投資要點

- **2019 年核心經營業績差於預期：**由於公司收益較我們此前預期低約 10%，核心經營業績也較我們預期差約 10%，但受惠於所得稅開支及非控股權益較我們此前預期為少，核心股東應佔溢利約人民幣 6.0 億元，同比大增 30.7%，差於我們此前預期約 7%。
- **休閒遊戲稱王；重度遊戲仍需努力：**根據 APP Annie，公司重點休閒遊戲如《夢幻花園》及《夢幻家園》於中國 iOS 之遊戲暢銷排名仍然堅挺，平均月流水排名不曾跌出 100 名外。然而，重度遊戲如《魔力寶貝（手機版）》及《全民冠軍足球》表現有所回落，前者於中國 iOS 之暢銷排名已跌出 200 名內（但今年 2 月中起排名有所回升），於香港及台灣之暢銷遊戲排名跌幅更大；後者於中國 iOS 之暢銷排名則從去年初約 100 名下跌至現在約 175 名。另一方面，《決戰瑪法》及《路人超能 100》表現則不佳，相信將被今年推出之新遊戲取締。
- **自研新遊戲蓄勢待發：**公司今年將重點推出 7 款遊戲，其中 6 款為自研遊戲，另外 1 款為代理遊戲。7 款重點遊戲中，其中休閒類 2 款，其他為重度遊戲，包括公司期望較高之《鎮魂街：武神軀》（二次元卡牌）及《夢之彼方》（回合制），相信公司可借鑒此前推出之舊遊戲經驗取長補短，帶動公司整體流水增長。另一方面，受新冠肺炎疫情影响，信息服務收益及線下娛樂業務好時光收益增速或較此前為低，但相信影響僅限於今年上半年。
- **收購樂遊科技細節尚待披露：**公司計劃收購樂遊科技（1089.HK）之細節尚沒有公佈，但鑒於樂遊科技於去年錄得虧損，若成功收購對公司短期業績影響也不會太大，反而相信公司主要看中樂遊《Warframe》經營團隊，如公司此前收購火魂之目的一樣。
- **估值與評級：**由於相信公司將暫時擱置於海外推出《魔力寶貝（手機版）》，加上去年非遊戲收益差於我們此前預期且今年上半年增速或略為受到新冠肺炎疫情影響，我們分別下調公司 2020-2021 年經調整每股盈利 23.1% 及 15.7% 至人民幣 0.517 及 0.665 元。現價分別相當於 8.5 及 6.6 倍 2020 及 2021 年經調整預測市盈率。我們以 2021 年經調整預測市盈率約 8.2 倍為目標（與同業（除騰訊（700.HK）及金山軟件（3888.HK）外）估值相若），**目標價由 7.20 港元下調至 6.00 港元，但維持增持評級。**
- **風險提示：**舊遊戲流水衰退速度較預期為快及新遊戲流水與預期有落差。

指標/年度	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入（百萬元人民幣）	2,365	2,793	3,456	4,256	5,096
增長率（%）	34.1	18.1	23.7	23.1	19.7
經調整淨利潤（百萬元人民幣）	457	597	657	844	1,050
增長率（%）	74.1	30.7	10.0	28.4	24.5
Consensus（百萬元人民幣）			n. a.	n. a.	n. a.
經調整每股盈利（人民幣）	0.431	0.496	0.517	0.665	0.827
經調整市盈率（倍）	10.2	8.9	8.5	6.6	5.3

資料來源：公司、西證證券經紀

2020 年 3 月 30 日

郭日昇

sunny.kwok@swsc.hk
(852) 2238 9302

評級	增持（維持）
目標價	6.00
現價	4.85
潛在升幅	23.7%

主要數據

52 周區間(元)	3.49/9.70
3 個月平均成交量(百萬)	3.8
流通股數(百萬)	1,269.7
市值(百萬元)	6,158.1
主要股東(%)	陳湘宇 (19.1%)
審計	PwC
業績日期	2020-08

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。公司於 2013 年獲騰訊戰略投資，而公司前身 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 12 月公司於港交所成功上市，完成後騰訊持股比例為 18.6%。

股價表現



資料來源：彭博

表 1：業績回顧（火魂貢獻低於預期）

百萬元人民幣	2018	2019	同比變動 (% / ppt)	
收入	2,365	2,793	18.1	《魔力寶貝（手機版）》及《全民冠軍足球》作出全年貢獻
毛利	1,039	1,226	18.0	2019 年包括人民幣 1.1 億元預付款項減值撥備
經營溢利	329	428	30.0	一次性開支同比增加人民幣 2.0 億元
淨利潤	246	352	43.0	所得稅開支按年僅上升 3.3%
經調整淨利潤 *	457	597	30.7	火魂溢利貢獻較預期為低
毛利率 (%)	43.9	43.9	0.0	不包括預付款項減值撥備之 2019 年經調整毛利率為 47.7%
經營溢利率 (%)	13.9	15.3	1.4	
淨利潤率 (%)	10.4	12.6	2.2	
經調整淨利潤率 (%)	19.3	21.4	2.1	

資料來源：公司、西證證券經紀

* 不包括金融資產及合約資產之減值虧損淨額、其他淨收益、金融資產公平價值變動、股份酬金開支、上市開支、預付款項減值撥備

表 2：中國 iOS 遊戲暢銷排名（夢幻花園夢幻家園表現平穩；魔力寶貝觸底反彈；全民冠軍足球有所下滑）

	夢幻花園	夢幻家園	魔力寶貝	全民冠軍足球
2018 年 12 月	50-75	75-100	~100	75-100
2019 年 6 月	50-75	50-75	125-150	100-125
2019 年 12 月	75-100	75-100	250-300	125-150
2020 年 1 月	~75	~75	300-400	150-200
2020 年 2 月	50-75	50-75	200-250	150-200
2020 年 3 月	50-75	50-75	150-200	150-200

資料來源：App Annie、西證證券經紀

表 3：2020 年重點遊戲（自研遊戲為主，其中鎮魂街：武神軀及夢之彼方為重中之重）

遊戲	類型	來源	預計上線時間
夢工場大冒險	跑酷類	自研	已上線
鎮魂街：武神軀	二次元卡牌	自研	2020 年二季度
全球行動	即時戰略	自研	2020 年三季度
雛蜂：深淵天使	二次元 ARPG	代理	2020 年三季度
夢之彼方	回合制	自研	2020 年三季度
榮耀	二次元 ARPG	自研	2020 年四季度
長草顏團子消除	消除+模擬經營	自研	2020 年四季度

資料來源：公司

表 4：盈利預測

百萬元人民幣	最新			此前		調整 (%/ppt)	
	2020F	2021F	2022F	2020F	2021F	2020F	2021F
收入	3,456	4,256	5,096	3,993	4,452	-13.4	-4.4
毛利	1,587	2,018	2,452	1,963	2,129	-19.2	-5.2
經營溢利	753	987	1,266	1,060	1,170	-29.0	-15.7
經調整淨利潤	657	844	1,050	854	1,001	-23.1	-15.7
經調整每股盈利 (人民幣)	0.517	0.665	0.827	0.673	0.789	-23.1	-15.7
毛利率 (%)	45.9	47.4	48.1	49.2	47.8	-3.2	-0.4
經營溢利率 (%)	21.8	23.2	24.8	26.5	26.3	-4.8	-3.1
經調整淨利潤率 (%)	19.0	19.8	20.6	21.4	22.5	-2.4	-2.7

資料來源：西證證券經紀

表 5：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 (%) FY20F	股本回報率 (%) FY20F
			FY19F	FY20F	FY21F	FY19F	FY20F	FY21F		
中手游	302 HK	6,385	18.4	7.0	6.8	1.7	1.4	1.2	4.0	20.7
博雅互動	434 HK	505	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
雲遊控股	484 HK	469	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
騰訊控股	700 HK	3,653,043	34.2	29.9	24.4	7.5	6.3	5.0	0.3	22.3
網龍	777 HK	10,472	10.6	9.3	8.2	1.8	1.5	1.3	1.7	15.0
第七大道	797 HK	7,282	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
IGG	799 HK	5,676	4.4	5.0	4.6	1.9	1.6	1.3	6.3	32.7
飛魚科技	1022 HK	246	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
樂遊科技控股	1089 HK	7,365	n. a.	n. a.	n. a.	3.8	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
火岩控股	1909 HK	1,376	5.8	n. a.	n. a.	3.2	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
遊萊互動	2022 HK	194	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
百奧家庭	2100 HK	2,795	15.7	4.8	4.5	1.6	1.3	1.1	9.7	27.2
心動公司	2400 HK	11,043	21.6	16.0	12.5	5.1	4.0	3.1	1.7	25.1
禪遊科技	2660 HK	817	4.2	n. a.	n. a.	1.2	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
家鄉互動	3798 HK	3,831	11.4	8.8	6.5	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	45.3
金山軟件	3888 HK	34,387	n. a.	71.6	37.9	2.2	2.3	2.2	0.2	2.4
Friendtimes	6820 HK	4,726	9.1	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
指尖躍動	6860 HK	1,159	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
聯眾	6899 HK	393	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
藍港互動	8267 HK	179	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
智傲控股	8282 HK	61	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
簡單平均			13.5	19.1	13.2	3.0	2.6	2.2	3.4	23.9
加權平均			33.9	30.1	24.4	7.4	6.2	4.9	0.4	22.1
加權平均 (不包括騰訊及金山軟件)			13.5	9.8	8.2	2.9	2.2	1.8	3.5	24.9

資料來源：彭博

表 6：財務報表

損益表						資產負債表					
(百萬元人民幣)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	(百萬元人民幣)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
遊戲收入	2,088	2,447	3,021	3,656	4,335	無形資產	683	1,419	1,713	1,921	2,142
信息服務及其他	277	346	435	600	761	商譽	989	567	567	567	567
總收入	2,365	2,793	3,456	4,256	5,096	其他	679	1,000	1,111	1,273	1,490
銷售成本	(1,326)	(1,567)	(1,869)	(2,238)	(2,644)	非流動資產	2,351	2,986	3,391	3,760	4,198
毛利	1,039	1,226	1,587	2,018	2,452	應收及預付款項	1,853	2,291	2,835	3,491	4,180
銷售及分銷成本	(303)	(293)	(346)	(468)	(561)	其他	293	277	285	302	320
一般及行政開支	(285)	(250)	(294)	(340)	(382)	現金及其等價物	1,122	533	639	518	510
研發開支	(99)	(191)	(225)	(255)	(280)	流動資產	3,267	3,101	3,760	4,311	5,010
其他	(22)	(63)	30	33	36	應付賬款及費用	1,038	478	570	682	806
經營溢利	329	428	753	987	1,266	借款	984	1,016	1,200	1,000	750
財務成本及其他	(32)	(38)	(41)	(48)	(40)	合約負債	209	265	346	401	487
稅前利潤	297	391	712	939	1,226	其他	74	98	118	144	178
所得稅開支	(29)	(30)	(106)	(139)	(182)	流動負債	2,305	1,858	2,233	2,228	2,221
稅後利潤	268	360	606	799	1,043	借款	130	254	250	250	250
非控股權益	(21)	(8)	(49)	(96)	(93)	其他	5	29	16	3	3
淨利潤	246	352	557	704	950	非流動負債	135	283	266	253	253
經調整淨利潤	457	597	657	844	1,050	少數股東權益	51	388	437	533	625
經調整每股盈利	0.431	0.496	0.517	0.665	0.827	股東應佔權益	3,127	3,558	4,215	5,058	6,109
(人民幣)											
現金流量表						財務比率					
(百萬元人民幣)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	(%)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
稅前利潤	297	391	712	939	1,226	收入增長	34.1	18.1	23.7	23.1	19.7
折舊及攤銷	94	151	239	377	396	毛利增長	46.4	18.0	29.5	27.1	21.5
股份酬金開支	86	100	100	140	100	經營溢利增長	56.5	30.0	75.9	31.0	28.3
其他	109	625	41	48	40	淨利潤增長	64.1	43.0	58.1	26.4	35.1
營運資金變動	(345)	(876)	(403)	(526)	(506)	經調整淨利潤增長	74.1	30.7	10.0	28.4	24.5
已付所得稅	(34)	(40)	(72)	(126)	(162)	毛利率	43.9	43.9	45.9	47.4	48.1
經營活動現金流	206	351	617	852	1,094	經營溢利率	13.9	15.3	21.8	23.2	24.8
資本開支	(840)	(955)	(515)	(565)	(620)	淨利潤率	10.4	12.6	16.1	16.5	18.7
其他	(331)	(193)	(135)	(160)	(192)	經調整淨利潤率	19.3	21.4	19.0	19.8	20.6
投資活動現金流	(1,171)	(1,149)	(650)	(725)	(812)	資產收益率	10.9	9.9	13.0	13.7	15.4
集資及注資淨額	1,443	107	0	0	0	股東資金回報率	6.4	6.2	9.2	10.5	12.1
借款淨額	111	158	180	(200)	(250)	流動比率 (倍)	1.4	1.7	1.7	1.9	2.3
其他	(80)	(68)	(41)	(48)	(40)	淨負債比率	淨現金	20.7	19.2	14.5	8.0
融資活動現金流	1,474	198	139	(248)	(290)						
現金變動	509	(600)	107	(121)	(9)						
匯兌變動	8	11	0	0	0						
期初淨現金	605	1,122	533	639	518						
期末淨現金	1,122	533	639	518	510						

資料來源：公司、西證證券經紀

評級定義

公司

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

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

財務權益及商務關係披露

- (1) 分析員或其有聯繫者並未擔任本研究報告所評論的發行人的高級人員；
- (2) 分析員或其有聯繫者並未持有本研究報告所評論的發行人的任何財務權益；
- (3) 西證證券經紀或其集團公司並未持有本研究報告所評論的發行人的市場資本值 1%或以上的財務權益；
- (4) 西證證券經紀或其集團公司在現在或過去 12 個月內沒有與本研究報告所評論的發行人存在投資銀行業務的關係；
- (5) 西證證券經紀或其集團公司沒有為本研究報告所評論的發行人進行莊家活動；
- (6) 受僱於西證證券經紀或其集團公司或與其有聯繫的個人沒有擔任本研究報告所評論的發行人的高級人員。

免責聲明

本研究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。本研究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。

雖然本研究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。本研究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。本研究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研究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研究報告中論述的公司（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。因此投資者應留意研究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研究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、發行或使用本研究報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其他註冊或發牌的規例。本研究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、發表此研究報告，西證證券經紀保留一切權利。

© 2020 西證（香港）證券經紀有限公司版權所有，不得翻印

香港銅鑼灣希慎道 33 號利園一期 40 樓

電話：(852) 28028838 傳真：(852) 25879115 網頁：www.swsc.hk