

出海打開另一扇窗 版號繁多蓄勢待發

投資要點

- 2019 年上半年業績略差於預期：**受惠於《魔力寶貝》及其他新遊戲之貢獻，公司 2019 年上半年收益同比增長 33.3% 至人民幣 14.3 億元，而經調整股東應佔溢利（撇除股份酬金開支、上市開支、金融資產公平值變動、及與收購上海火魂相關之撥備）按年大增 85.7% 至人民幣 2.8 億元，但略差於預期，主要因我們此前對《魔力寶貝》內地收入預期較高、該遊戲海外上線延遲、及研發費用大增。
- 期待《魔力寶貝》海外市場發力：**《魔力寶貝》月均流水在內地或已跌至人民幣 3,000-4,000 萬元，相信難以回升，但該遊戲於台灣及香港上線兩個月表現良好，相信可抵消內地流水下跌之負面影響。此外，公司正積極安排遊戲於日本及韓國上線，由於該 IP 在日韓受歡迎程度應與港台相若，因此，下半年《魔力寶貝》收入靠港台，明年則靠日韓，業績預期將姍姍來遲但不從缺。重度遊戲方面，《全民冠軍足球》收入排名與《魔力寶貝》相若；《決戰瑪法之沙城》上線一個多月於中國 iOS 遊戲收入排名已與《魔力寶貝》相若，應可值得期待。公司現持有 14 個遊戲版號，但由於現在版號資源仍算稀缺，因此，公司希望將遊戲做得更好才上線，而我們預期較多新遊戲會於明年才上架。
- 信息服務受惠於休閒遊戲表現穩定：**公司於休閒遊戲表現仍然非常良好，《夢幻花園》及《夢幻家園》於內地 iOS 遊戲收入排名穩定於 100 名內。此外，公司本月推出之《我是神箭手》遊戲於內地 iOS 遊戲下載排名於最近 10 天均能站於 50 名內。公司於部分休閒遊戲中已試行以激勵性廣告替代部分應用內付費，而通過佈局超休閒遊戲吸引更多玩家，廣告商（流量增加）、公司（變現及為其他公司遊戲導入新玩家）及玩家（不用直接課金）將成三贏局面。另一方面，公司表示現經營中 16 家好時光影遊社均全部錄得盈利，且預期 2021 年底將會有 300-500 家好時光影遊社營運，其他收益之增長潛力也很可觀。
- 估值與評級：**由於 2019 年上半年研發開支遠超預期，我們分別下調 2019 及 2020 年經調整每股盈利 3.8% 及 4.0% 至人民幣 0.507 元及 0.673 元。現價相當於 8.6 倍及 6.5 倍 2019 及 2020 年預測經調整市盈率，估值不高且《魔力寶貝》於內地收入差於預期將可由港澳及日韓完全抵消。若《魔力寶貝》成功出海，預期未來公司將於海外推出更多遊戲。我們以 2020 年預測經調整市盈率約 10 倍為目標（略低於網龍 (777.HK) 及較同業（除騰訊外）折讓約 45%），**目標價從 7.50 港元下調至 7.20 港元，但維持增持評級。**
- 風險提示：**1) 《魔力寶貝》海外表現遜預期；2) 研發或其他經營費用超預期；3) 舊遊戲收入低於預期且新遊戲延遲推出。

| 指標/年度 | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入（百萬元人民幣） | 1,764 | 2,365 | 3,107 | 3,993 | 4,452 |
| 增長率 (%) | 19.1 | 34.1 | 31.4 | 28.5 | 11.5 |
| 經調整淨利潤（百萬元人民幣） | 249 | 452 | 644 | 854 | 1,001 |
| 增長率 (%) | 40.0 | 82.0 | 42.4 | 32.6 | 17.2 |
| Consensus（百萬元人民幣） | | | 687 | 851 | 926 |
| 經調整每股盈利（人民幣） | 0.247 | 0.427 | 0.507 | 0.673 | 0.789 |
| 經調整市盈率（倍） | 17.7 | 10.2 | 8.6 | 6.5 | 5.5 |

資料來源：公司、西證證券經紀

2019 年 8 月 30 日

郭日昇

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

評級
增持（維持）

| | |
|------|-------|
| 目標價 | 7.20 |
| 現價 | 4.81 |
| 潛在升幅 | 49.7% |

主要數據

| | |
|---------------|-------------|
| 52 周區間(元) | 4.07/9.70 |
| 3 個月平均成交量(百萬) | 1.7 |
| 流通股數(百萬) | 1,269.7 |
| 市值(百萬元) | 6,107.3 |
| 主要股東(%) | 陳湘宇 (25.9%) |
| 審計 | PwC |
| 業績日期 | 2020-03 |

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

| 百萬元人民幣 | 1H18 | 1H19 | 同比變動 (% / ppt) | |
|-------------|-------|-------|-------------------|--|
| 收入 | 1,074 | 1,431 | 33.3 | 遊戲收益同比增長 32.5%至人民幣 12.6 億元 |
| 毛利 | 423 | 676 | 59.7 | 1) 《魔力寶貝》及《全民冠軍足球》均以淨收入入賬 2) 透過成本較低之第三方支付渠道佔比上升 |
| 經營溢利 | 132 | 255 | 92.4 | 1) 銷售及行政開支同比僅上升 10.9% 2) 研發開支按年大增 75.8%或人民幣 4,125 萬元 3) 其他虧損同比大增人民幣 5,389 萬元 |
| 經調整股東應佔溢利 | 151 | 280 | 85.7 | 少數股東權益為人民幣 3,201 萬元，公司佔上海火魂 70%股權，預期上海火魂上半年利潤超人民幣 1.0 億元，上海火魂貢獻創夢天地盈利增長一半以上 |
| 毛利率 (%) | 39.4 | 47.2 | 7.8 | |
| 經營溢利率 (%) | 12.3 | 17.8 | 5.5 | |
| 經調整淨利潤率 (%) | 14.0 | 19.6 | 5.5 | |

資料來源：公司、西證證券經紀

表 2：中國 iOS 遊戲收入排名（除魔力寶貝外，其他遊戲表現平穩）

| | 魔力寶貝 | 夢幻花園 | 夢幻家園 | 全民冠軍足球 | 決戰瑪法之沙城 |
|------------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 2019 年 1 月 | 125-150 | 50-75 | 75-100 | ~100 | n. a. |
| 2019 年 2 月 | 150-175 | 50-75 | 75-100 | 100-125 | n. a. |
| 2019 年 3 月 | 75-100 | 50-75 | 50-75 | 100-125 | n. a. |
| 2019 年 4 月 | 100-125 | 50-75 | 50-75 | 125-150 | n. a. |
| 2019 年 5 月 | 75-100 | 50-75 | 50-75 | ~125 | n. a. |
| 2019 年 6 月 | 125-150 | 50-75 | 50-75 | 100-125 | n. a. |
| 2019 年 7 月 | ~150 | ~75 | 75-100 | ~125 | n. a. |
| 2019 年 8 月 | 125-150 | 75-100 | 75-100 | 125-150 | 175-200 |

資料來源：App Annie、西證證券經紀

表 3：魔力寶貝境外收入排名（香港及台灣表現強勁）

| | 台灣魔力寶貝 iOS | 台灣魔力寶貝 And | 香港魔力寶貝 iOS | 香港魔力寶貝 And |
|------------|------------|------------|------------|------------|
| 2019 年 7 月 | 15-20 | 5-10 | 1-5 | 1-3 |
| 2019 年 8 月 | 20-30 | 10-20 | 5-10 | 1-3 |

資料來源：App Annie、西證證券經紀

表 4：盈利預測

| 百萬元人民幣 | 最新 | | | 此前 | | | 調整 (% / ppt) | | |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| | 2019F | 2020F | 2021F | 2019F | 2020F | 2021F | 2019F | 2020F | 2021F |
| 收入 | 3,107 | 3,993 | 4,452 | 3,109 | 3,591 | 4,083 | -0.1 | 11.2 | 9.0 |
| 毛利 | 1,464 | 1,963 | 2,129 | 1,506 | 1,810 | 2,114 | -2.8 | 8.5 | 0.7 |
| 經營溢利 | 668 | 1,060 | 1,170 | 825 | 988 | 1,152 | -19.0 | 7.3 | 1.6 |
| 經調整淨利潤 | 644 | 854 | 1,001 | 670 | 889 | 1,088 | -3.8 | -4.0 | -8.0 |
| 經調整每股盈利 (人民幣) | 0.507 | 0.673 | 0.789 | 0.527 | 0.700 | 0.857 | -3.8 | -4.0 | -8.0 |
| 毛利率 | 47.1 | 49.2 | 47.8 | 48.5 | 50.4 | 51.8 | -1.3 | -1.2 | -4.0 |
| 經營溢利率 | 21.5 | 26.5 | 26.3 | 26.5 | 27.5 | 28.2 | -5.0 | -1.0 | -1.9 |
| 經調整淨利潤率 | 20.7 | 21.4 | 22.5 | 21.5 | 24.8 | 26.7 | -0.8 | -3.4 | -4.2 |

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 (%) FY19F | 股本回報率 (%) FY19F |
|-------------------------|---------|--------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------------|--------------------|
| | | | FY18A | FY19F | FY20F | FY18A | FY19F | FY20F | | |
| 博雅互動 | 434 HK | 895 | 3.5 | n.a. | n.a. | 0.3 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 雲遊控股 | 484 HK | 701 | n.a. | n.a. | n.a. | 0.6 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 騰訊控股 | 700 HK | 3,103,543 | 32.9 | 29.8 | 24.6 | 8.4 | 6.5 | 5.2 | 0.3 | 24.6 |
| 網龍 | 777 HK | 10,663 | 16.6 | 13.3 | 11.0 | 1.9 | 1.9 | 1.6 | 1.2 | 13.4 |
| 第七大道 | 797 HK | 5,972 | n.a. | n.a. | n.a. | 4.5 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| IGG | 799 HK | 6,708 | 4.6 | 5.6 | 5.3 | 3.1 | 2.2 | 1.7 | 5.2 | 42.8 |
| 飛魚科技 | 1022 HK | 306 | n.a. | n.a. | n.a. | 0.5 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 樂遊科技 | 1089 HK | 6,133 | 37.9 | n.a. | n.a. | 3.4 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 火岩控股 | 1909 HK | 1,786 | 16.8 | n.a. | n.a. | 8.2 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 遊菜互動 | 2022 HK | 272 | 34.7 | n.a. | n.a. | 0.7 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 百奧家庭 | 2100 HK | 1,339 | 9.8 | n.a. | n.a. | 0.8 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 禪遊科技 | 2660 HK | 787 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 家鄉互動 | 3798 HK | 2,412 | n.a. | 6.6 | 5.6 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 59.4 |
| 金山軟件 | 3888 HK | 19,850 | 42.1 | n.a. | 28.9 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 0.3 | (1.4) |
| 指尖躍動 | 6860 HK | 1,468 | 6.9 | n.a. | n.a. | 1.0 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 聯眾 | 6899 HK | 798 | n.a. | n.a. | n.a. | 0.7 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 藍港互動 | 8267 HK | 258 | n.a. | n.a. | n.a. | 0.4 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 智傲控股 | 8282 HK | 58 | n.a. | n.a. | n.a. | 1.2 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 簡單平均 | | | 20.6 | 13.8 | 15.1 | 2.3 | 3.0 | 2.5 | 1.8 | 27.7 |
| 加權平均 | | | 32.8 | 29.7 | 24.5 | 8.3 | 6.4 | 5.2 | 0.4 | 24.4 |
| 加權平均 (不包括騰訊) | | | 27.3 | 9.9 | 18.7 | 2.3 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 13.7 |

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) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F | (百萬元人民幣) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
| 遊戲收入 | 1,535 | 2,088 | 2,704 | 3,443 | 3,728 | 無形資產 | 306 | 683 | 1,092 | 1,329 | 1,540 |
| 信息服務及其他 | 229 | 277 | 403 | 550 | 723 | 商譽 | 0 | 989 | 639 | 639 | 639 |
| 總收入 | 1,764 | 2,365 | 3,107 | 3,993 | 4,452 | 其他 | 443 | 679 | 967 | 1,158 | 1,385 |
| 銷售成本 | (1,054) | (1,326) | (1,643) | (2,030) | (2,323) | 非流動資產 | 749 | 2,351 | 2,699 | 3,126 | 3,565 |
| 毛利 | 709 | 1,039 | 1,464 | 1,963 | 2,129 | 應收及預付款項 | 1,301 | 1,853 | 2,434 | 3,128 | 3,488 |
| 銷售及分銷成本 | (203) | (303) | (311) | (399) | (401) | 其他 | 118 | 293 | 135 | 140 | 144 |
| 一般及行政開支 | (203) | (285) | (218) | (260) | (289) | 現金及其等價物 | 605 | 1,122 | 412 | 501 | 500 |
| 研發開支 | (106) | (99) | (218) | (279) | (307) | 流動資產 | 2,024 | 3,267 | 2,981 | 3,769 | 4,132 |
| 其他 | 13 | (22) | (50) | 35 | 39 | 應付賬款及費用 | 241 | 1,038 | 290 | 358 | 409 |
| 經營溢利 | 210 | 329 | 668 | 1,060 | 1,170 | 借款 | 997 | 984 | 1,100 | 1,200 | 800 |
| 財務成本及其他 | (37) | (32) | (40) | (44) | (49) | 合約負債 | 155 | 209 | 251 | 301 | 346 |
| 稅前利潤 | 174 | 297 | 628 | 1,016 | 1,122 | 其他 | 24 | 74 | 85 | 116 | 124 |
| 所得稅開支 | (22) | (29) | (65) | (150) | (166) | 流動負債 | 1,417 | 2,305 | 1,725 | 1,974 | 1,679 |
| 稅後利潤 | 152 | 268 | 563 | 866 | 956 | 借款 | 3 | 130 | 100 | 100 | 100 |
| 非控股權益 | (2) | (21) | (59) | (112) | (95) | 其他 | 16 | 5 | 54 | 54 | 54 |
| 淨利潤 | 150 | 246 | 504 | 754 | 861 | 非流動負債 | 19 | 135 | 154 | 154 | 154 |
| 經調整淨利潤 | 249 | 452 | 644 | 854 | 1,001 | 少數股東權益 | 5 | 51 | 110 | 222 | 317 |
| 經調整每股盈利 | 0.247 | 0.427 | 0.507 | 0.673 | 0.789 | 股東應佔權益 | 1,331 | 3,127 | 3,691 | 4,545 | 5,547 |
| (人民幣) | | | | | | | | | | | |
| 現金流量表 | | | | | | 財務比率 | | | | | |
| (百萬元人民幣) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F | (%) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
| 稅前利潤 | 174 | 297 | 628 | 1,016 | 1,122 | 收入增長 | 19.1 | 34.1 | 31.4 | 28.5 | 11.5 |
| 折舊及攤銷 | 83 | 94 | 225 | 299 | 352 | 毛利增長 | 30.4 | 46.4 | 40.9 | 34.1 | 8.4 |
| 股份酬金開支 | 86 | 86 | 60 | 100 | 140 | 經營溢利增長 | 743.0 | 56.5 | 102.9 | 58.6 | 10.4 |
| 其他 | 100 | 109 | 390 | 44 | 49 | 淨利潤增長 | 2,664.9 | 64.1 | 104.7 | 49.5 | 14.2 |
| 營運資金變動 | (29) | (345) | (480) | (586) | (272) | 經調整淨利潤增長 | 40.0 | 82.0 | 42.4 | 32.6 | 17.2 |
| 已付所得稅 | (30) | (34) | (64) | (124) | (163) | 毛利率 | 40.2 | 43.9 | 47.1 | 49.2 | 47.8 |
| 經營活動現金流 | 384 | 206 | 760 | 750 | 1,227 | 經營溢利率 | 11.9 | 13.9 | 21.5 | 26.5 | 26.3 |
| 資本開支 | (174) | (840) | (1,420) | (537) | (563) | 淨利率 | 8.5 | 10.4 | 16.2 | 18.9 | 19.3 |
| 其他 | (88) | (331) | (95) | (180) | (216) | 經調整淨利潤率 | 14.1 | 19.1 | 20.7 | 21.4 | 22.5 |
| 投資活動現金流 | (262) | (1,171) | (1,515) | (717) | (779) | 資產收益率 | 16.1 | 10.9 | 14.5 | 17.6 | 16.2 |
| 集資及注資淨額 | 897 | 1,443 | 0 | 0 | 0 | 股東資金回報率 | 6.3 | 6.4 | 10.0 | 13.8 | 13.1 |
| 借款淨額 | 663 | 111 | 86 | 100 | (400) | 流動比率 (倍) | 1.4 | 1.4 | 1.7 | 1.9 | 2.5 |
| 其他 | (1,617) | (80) | (40) | (44) | (49) | 淨負債比率 | 29.7 | 淨現金 | 21.3 | 17.6 | 7.2 |
| 融資活動現金流 | (57) | 1,474 | 46 | 56 | (449) | | | | | | |
| 現金變動 | 65 | 509 | (710) | 89 | (1) | | | | | | |
| 匯兌變動 | (3) | 8 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 期初淨現金 | 543 | 605 | 1,122 | 412 | 501 | | | | | | |
| 期末淨現金 | 605 | 1,122 | 412 | 501 | 500 | | | | | | |

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。