



创梦天地 (1119.HK):

线上线下齐发力，打造娱乐新业态

近日，我们与创梦天地管理层进行了电话交流，公司分享了最新的发展动态。

- 重点布局三大游戏品类，新游戏值得期待。**公司继续围绕三大游戏品类进行布局，包括：消除类游戏、休闲竞技类和中重度精品游戏。2020年推出的多款游戏表现良好，其中公司自研、腾讯代理发行的RTS手游《全球行动》上线首日登顶iOS免费下载榜，在相对小众游戏品类中取得突破。此外，公司自研跨平台全新2D休闲竞技手游《小动物之星》将于今年1月27日开启删档测试，目前在Taptap上的评分高达9.6，有望成为春节档中的热门游戏，值得期待。根据国家新闻出版署数据，2020年创梦天地作为出版单位或运营单位相关获批版号的游戏有11个。
- 线下店业务或成为新的增长点。**创梦天地与腾讯合作开设的好时光影游社，是集影视、游戏、电竞等于一体的线下门店，丰富的娱乐场景可以吸引到更广泛的消费人群。截至2020年12月，腾讯视频好时光拥有4家直营店，6家加盟店，未来直营比例将提升。公司通过数字化运营，极大地降低了线下门店的人力成本，成熟单店可实现20%+的经营利润率。公司表示未来会继续加大线下店扩张规模，我们预计将成为未来主要增长驱动。
- 抓住产业新机遇，推动云游戏发展。**受益于5G技术的发展，云游戏的发展前景十分广阔，或将推动整个游戏产业的变革。在2020年7月ChinaJoy云游戏大会上，创梦天地与腾讯云正式签署战略合作协议，将共同推动云游戏生态的发展。目前，腾讯是公司的第二大股东，持股19%，公司将继续加强和腾讯在泛娱乐业务的深度合作，带来更多协同。

图表 1: 财务数据摘要

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,365	2,793	3,138	3,525	4,040
营收增速	34%	18%	12%	12%	15%
毛利率	43.9%	43.9%	43.4%	43.3%	43.2%
净利润	246	352	286	403	477
净利润增速	64%	43%	-19%	41%	18%

E=Bloomberg 一致预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2021年1月19日

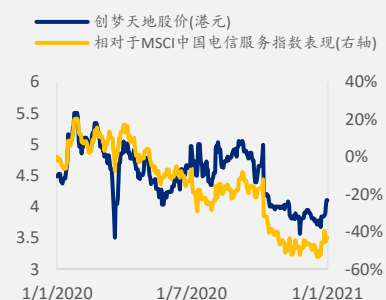
公司数据

未评级

目前股价 (港元)	3.9
52周内股价区间 (港元)	3.5 - 5.6
总市值 (百万港元)	5,003
近3月日均成交额 (百万港元)	12.2

注: 截至2021年1月19日收盘价

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

(人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,365	2,793	3,138	3,525	4,040
主营业务收入成本	(1,326)	(1,567)			
毛利	1,039	1,226	1,360	1,526	1,745
其他营业收入	19	347			
营业开支	(729)	(1,145)			
销售及营销开支	(303)	(293)			
一般行政管理开支	(285)	(250)			
研发开支	(99)	(191)			
营业利润	328	428	433	539	671
营业外收入	(31)	(37)			
净利息收入	(44)	(44)			
其他投资收入	-	-			
外汇收益	10	9			
税前利润	297	391	356	449	665
所得税	(29)	(30)			
持续经营收入	268	360			
非常项目净利润	-	-			
收入包括少数股权	268	360			
少数股东权益	21	8			
净利润	246	352	286	403	477

现金流量表

(人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	246	352	286	403	477
折旧、摊销	94	127			
非现金项目	161	-			
非现金营运资本变动	(345)	-			
其他经营活动	-	-			
经营活动所得现金	156	304			
固定及无形资产变动	(503)	(955)			
长期投资净变动	(142)	-			
收购与剥离	(455)	(111)			
其他投资活动	-	-			
投资活动现金流量	(1,172)	(1,149)			
已付股利	(50)	-			
债务所得现金	-	-			
股权现金	-	-			
其他融资活动	-	-			
融资所得现金	1,525	245			
外汇影响	8	11			
现金净增减	517	(589)			

资产负债表

(人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金与现金等价物	1,122	533			
应收账款与票据	821	1,005			
库存	-	-			
其他短期资产	1,325	1,563			
总计流动资产	3,267	3,101			
净固定资产	27	78			
长期投资与应收	268	380			
其他长期资产	2,056	2,528			
非流动资产总计	2,351	2,986			
总资产	5,618	6,087			
应付账款	153	161			
短期借贷	984	1,039			
其他短期负债	1,167	659			
总计流动负债	2,305	1,858			
长期借贷	130	281			
其他长期负债	5	2			
非流动负债总额	135	283			
总负债	2,440	2,141			
优先股	-	-			
股本与资本公积	2,543	2,543			
留存收益	363	715			
其他股东权益	222	300			
少数股东权益	51	388			
总股东权益	3,178	3,946			
总负债与股东权益	5,618	6,087			

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
财务指标增速					
营收增速	34.1%	18.1%	12.3%	12.4%	14.6%
毛利润增速	46.4%	18.0%	11.0%	12.2%	14.3%
营业利润增速	60.6%	30.2%	1.3%	24.4%	24.5%
净利润增速	64.1%	43.0%	-18.8%	40.9%	18.2%
利润率					
毛利率	43.9%	43.9%	43.4%	43.3%	43.2%
营业利润率	13.9%	15.3%	13.8%	15.3%	16.6%
净利润率	10.4%	12.6%	9.1%	11.4%	11.8%
回报比率					
普通股回报率	11.1%	10.5%			
总资产回报率	5.9%	6.0%			
资本回报率	9.5%	8.4%			
投资资本回报	8.8%	8.1%			
债务比率					
总债务/股东权益	35.1%	33.4%			
总债务/资本	26.0%	25.1%			
总债务/总资产	19.8%	21.7%			
流动性比率					
现金比率	52.5%	34.8%			
流动比率	141.8%	166.9%			
速动比率	88.1%	88.9%			
CFO/平均流动负债	8.4%	14.6%			
普通股东权益/总资产	55.7%	58.4%			

E = Bloomberg预测

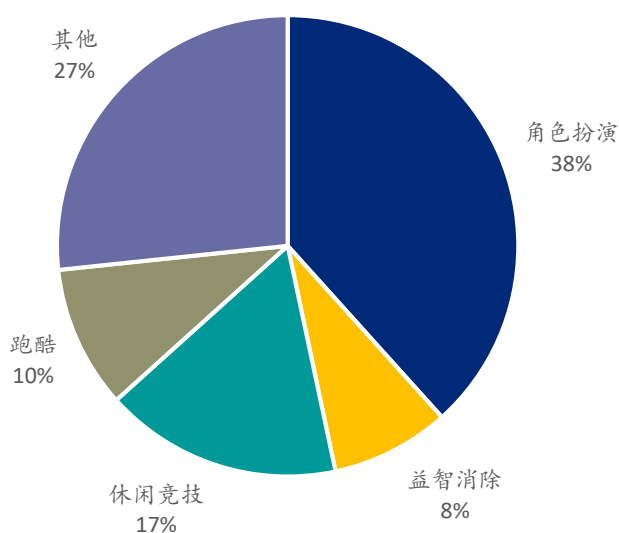
资料来源: Bloomberg、浦银国际

创梦天地(1119.HK): 线上线下齐发力, 打造娱乐新业态

聚焦三大游戏品类

根据公司公告, 截至 2019 年底, 创梦天地共有 60 款游戏在线运营, 其中有 23 款角色扮演游戏、5 款益智消除类游戏、10 款休闲竞技游戏、6 款跑酷游戏及 16 款其他游戏, 游戏产品类型丰富。

图表 2: 创梦天地游戏类别 (2019 年)



资料来源: 公司财报、浦银国际

创梦天地游戏业务目前聚焦于三大游戏品类:

- **益智消除类游戏:** 消除类游戏是创梦天地长期的优势品类之一。截至 2020 年 6 月 30 日, 创梦天地拥有 5 款益智消除类游戏, 包括《梦幻花园》、《梦幻家园》等热门游戏。其中, 《梦幻花园》自上线以来, ARPU 在益智消除类游戏中排名第一, 2019 年 MAU 超过 2600 万; 2020 年 7 月联合故宫宫廷文化跨界推出《梦幻花园·紫禁城御花园》, 吸引了大量新增玩家和回流玩家, 活跃用户数再创新高。

- **休闲竞技游戏：**休闲游戏是目前发展迅速的热门游戏品类，根据 App Annie 数据显示，休闲游戏占据 2019 年 iOS 及 Google Play Top 10 榜单的 60% 左右。截至 2020 年 6 月，创梦天地拥有 5 款休闲竞技游戏，包括《小动物之星》、《全球行动》等游戏。《小动物之星》为公司自研的跨平台全新 2D 休闲竞技手游，计划今年 1 月 27 日开始删档测试，目前在 Taptap 上的评分高达 9.6，有望成为春节期间的热门游戏。
- **中重度精品游戏：**中重度游戏主要包括卡牌角色扮演、动作角色扮演、射击角色扮演、回合制角色扮演等 RPG 游戏。截至 2020 年 6 月，创梦天地拥有 23 款 RPG 游戏。在中重度游戏方面，公司将把重心放在代理全球优质游戏上，公司将继续加强和全球 PC、主机游戏厂商的合作，将全球高质量游戏引入中国手游市场。

根据国家新闻出版署数据，2020 年，创梦天地作为出版单位或运营单位相关获批版号的游戏有 11 个，其中 10 款为手游（3 款为休闲类），1 款为端游。公司计划也在今年推出多款新游戏，值得期待。

由创梦天地自研、腾讯游戏极光计划发行的精品 RTS 手游《全球行动》，上线首日便拿下苹果免费榜榜首，取得了不错的市场反应，体现了公司强大的自研能力。

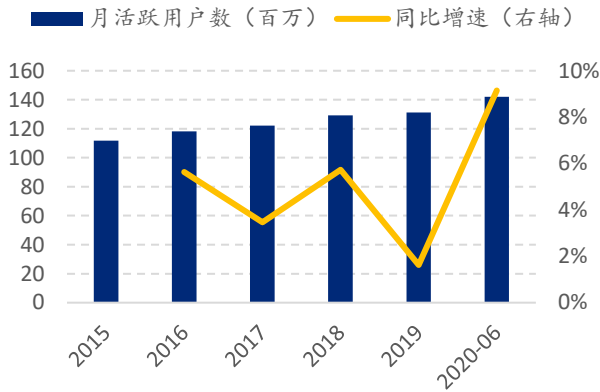
图表 3: 2020 年获批游戏版号

	游戏名称	类别	时间	创梦天地角色
1	神庙逃亡	移动	2020年12月02日	运营商
2	探寻者记：迷城奇案	移动	2020年12月02日	出版商
3	星际战甲	客户端	2020年11月05日	出版商及运营商
4	雏蜂：深渊天使	移动	2020年11月05日	出版商
5	荣耀全明星	移动	2020年09月21日	出版商及运营商
6	暗影旋风	移动	2020年08月06日	运营商
7	消消魔法镇	移动-休闲益智	2020年07月17日	出版商及运营商
8	塔防勇士	移动	2020年04月27日	出版商及运营商
9	全球行动	移动	2020年03月12日	运营商
10	林中酷跑	移动-休闲益智	2020年02月25日	出版商及运营商
11	花园连萌消	移动-休闲益智	2020年02月10日	出版商及运营商

资料来源：国家新闻出版署、浦银国际

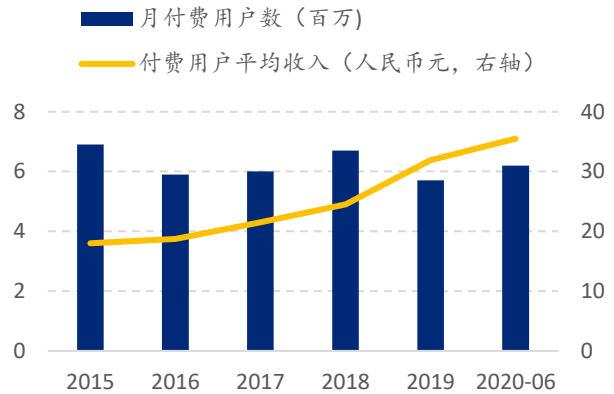
截至 2020 年上半年，平均月活数达到 1.4 亿，同比增长 9%；月付费用户数为 620 万，同比增长 7%。随着更多中重度游戏的推出，付费用户平均收入也逐渐上升至 35.5 元人民币，同比增长 12%。

图表 4: 创梦天地月活跃用户数



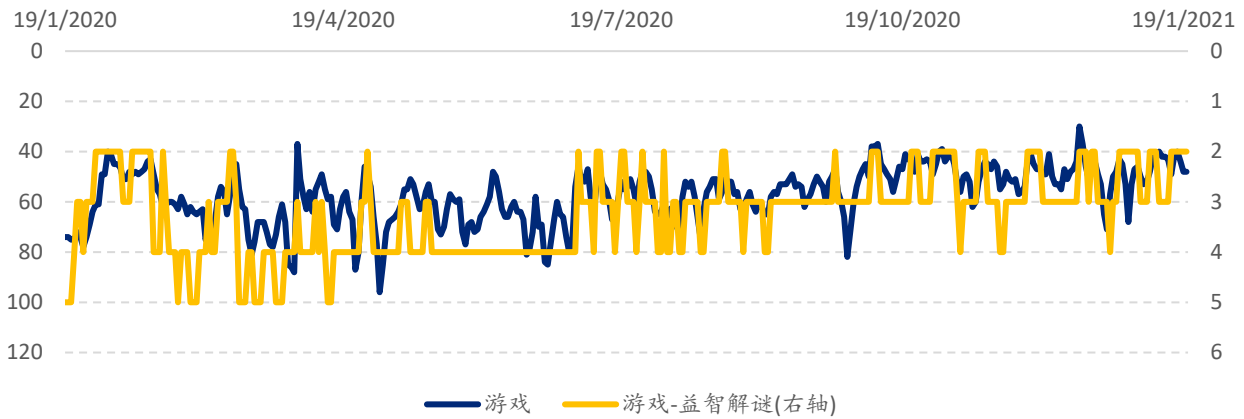
资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 5: 创梦天地月付费用户数



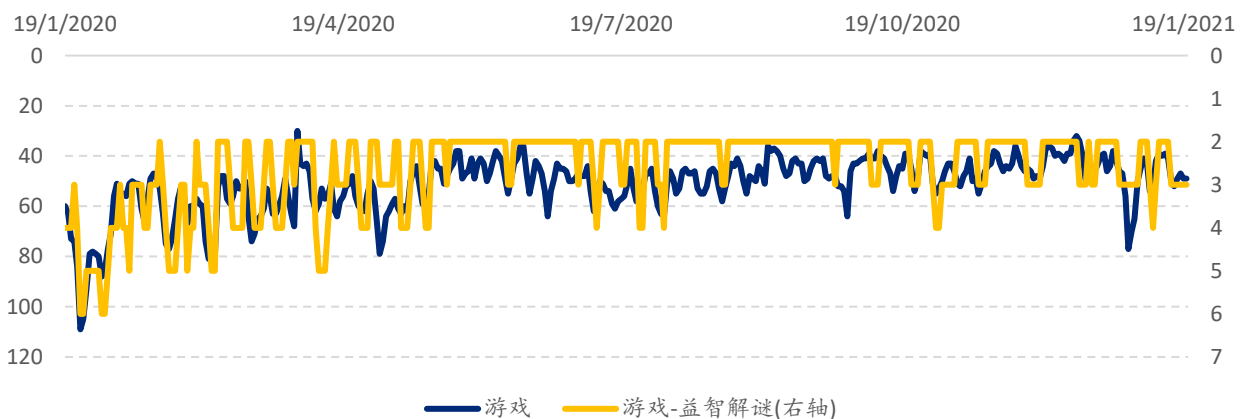
资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 6: 热门游戏——梦幻家园 iPhone 畅销榜排名











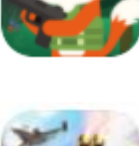
资料来源: 七麦数据、浦银国际

图表 7: 热门游戏——梦幻花园 iPhone 畅销榜排名



资料来源: 七麦数据、浦银国际

图表 8: 创梦天地部分热门游戏

分类	游戏名称	关键词	游戏图标	排名
休闲益智	《梦幻花园》	经营、休闲、模拟		游戏-益智解谜 (畅销) - 3
休闲益智	《梦幻家园》	消除、装扮、家装		游戏-益智解谜 (畅销) - 2
休闲益智	《纪念碑谷》	益智、冒险、唯美		游戏-益智解谜 (付费) - 5
角色扮演	《决战玛法》	角色扮演		游戏-动作 (畅销) - 299
休闲竞技	《地铁跑酷》	跑酷、动作		游戏-冒险 (免费) - 7
休闲竞技	《神庙逃亡2》	冒险、动作、街机		游戏-冒险 (免费) - 8
休闲竞技	《梦工厂大冒险》	休闲、动作、生存		游戏-休闲 (畅销) - 165
休闲竞技	《小动物之星》	射击、动物、多人		未正式上线
策略竞技	《全球行动》	战争、RTS、多人		游戏-策略 (免费) - 133

注：游戏排名为七麦数据 iPhone 榜数据，时间为 1 月 19 日 16 点
资料来源：公司官网、Taptap、七麦数据、浦银国际

线下业务有望成为新增长动力

创梦天地与腾讯合作开设好时光影游社，是集影视、游戏、电竞等于一体的线下门店品牌。截至 2020 年 12 月，腾讯视频好时光拥有 4 家直营店，6 家加盟店，未来直营比例将提升。目前门店分布主要在广东省，同时也在江苏无锡和宁夏银川有线下门店。

腾讯视频好时光门店主要开设于购物商圈中，门店规模在 400 平左右，分为大厅、卡包和包房三大区域。腾讯视频好时光主要提供主机游戏体验，已获得索尼 PlayStation 市场推广合作伙伴授权和腾讯 Switch 国行官方授权。由于主机游戏购置成本较高，腾讯视频好时光线下门店大大降低了用户的游戏成本，能够吸引更多的玩家前来体验。

同时腾讯视频好时光也多次开展了线下活动，包括 Global Game Jam 全球 48 小时极限游戏创作节、王者荣耀水友赛、游戏玩家见面会和观影观赛活动等，以满足用户线下社交及娱乐需求。

图表 9: 腾讯视频好时光 PlayStation 专区



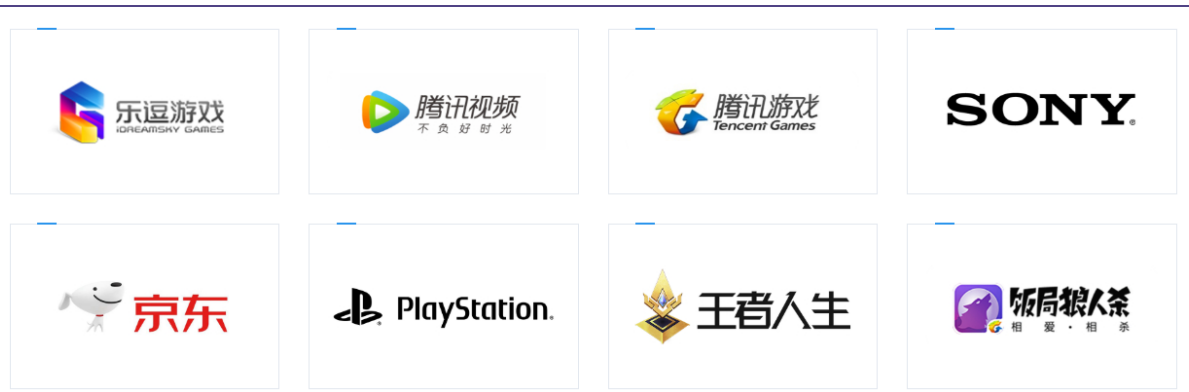
资料来源：公司官网、浦银国际

图表 10: 线下活动：王者荣耀水友赛



资料来源：一起玩微信小程序、浦银国际

图表 11: 腾讯视频好时光合作伙伴



资料来源：公司官网、浦银国际

用户通过一起玩微信小程序即可自主完成下单，一起玩微信小程序能够提供游戏时长购买、预约包房、购买餐饮等服务。同时，公司通过会员体系，可以了解用户游戏偏好并加强用户粘性，也可培养私域流量以实现更为精准的线上广告投放。

图表 12: 腾讯视频好时光微信小程序：一起玩

图表 13: 可透过小程序完成交易



资料来源：一起玩微信小程序、浦银国际

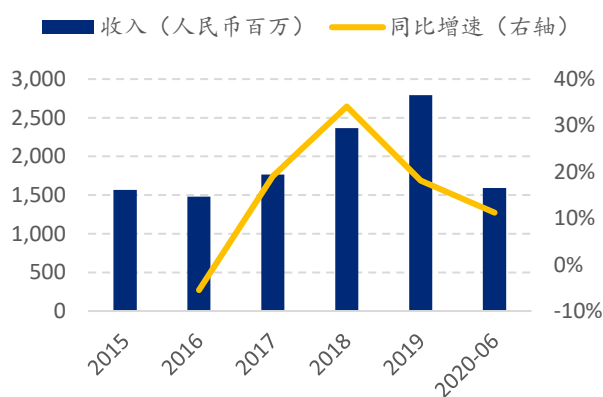
资料来源：一起玩微信小程序、浦银国际

丰富的娱乐场景可以吸引到更广泛的消费人群，亦能提高获客精准度。由于线下店的多个环节均实现数字化和标准化，可大大减少线下门店内的人力成本并提高运营效率，腾讯视频好时光的单店盈利模型也已打造完成。公司将大力拓展线下门店，未来或成为公司的新的增长驱动。

创梦天地财务数据

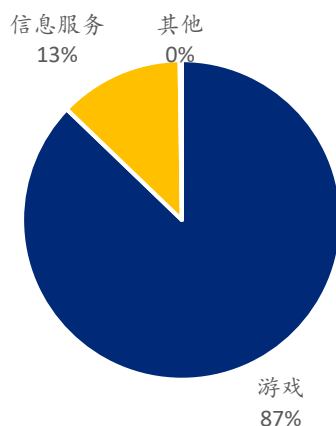
2020年上半年，创梦天地收入为15.9亿人民币，同比增长11.2%。由于多款畅销游戏的稳定表现，游戏营收为13.9亿人民币，同比增长10%，占总收入的87%，为主要收入来源。信息服务收入主要为游戏内的广告业务，今年上半年信息服务营收为2.0亿人民币，同比增长25%，增长主要由于广告位的增加。其他收入356万元人民币，主要包括好时光影游社收入和其他收入。

图表 14: 创梦天地收入



资料来源: Wind、浦银国际

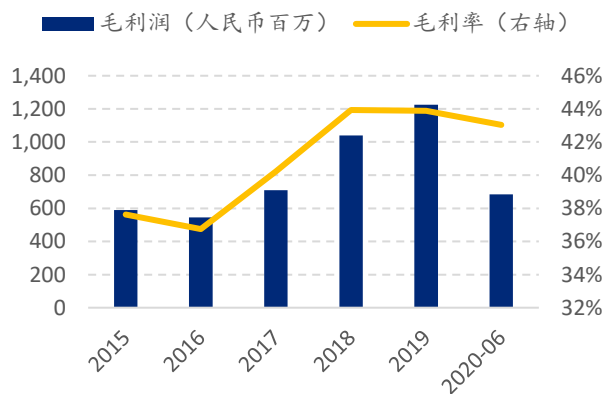
图表 15: 创梦天地收入结构 (2020年上半年)



资料来源: Wind、浦银国际

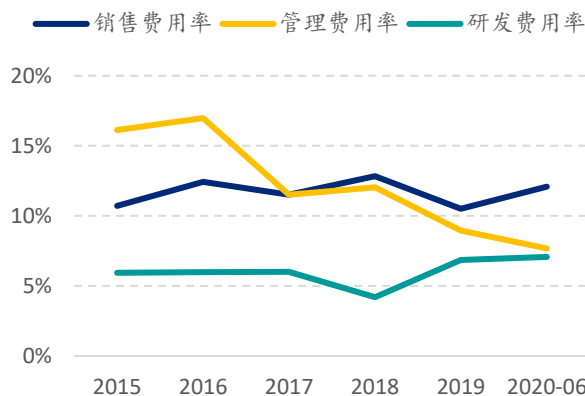
2020年上半年毛利润为6.8亿元人民币，毛利率为43%；营业费用率为28%，其中销售费用、管理费用率和研发费用率分别为12%、8%和7%；营业利润为2.4亿元人民币，营业利润率为15%；净利润为1.5亿元人民币，净利率为9%。利润表现相对去年同期有所下滑，主要是由于2020年上半年游戏业务产生的收益有所下降以及营销和研发费用的增加。

图表 16: 创梦天地毛利润



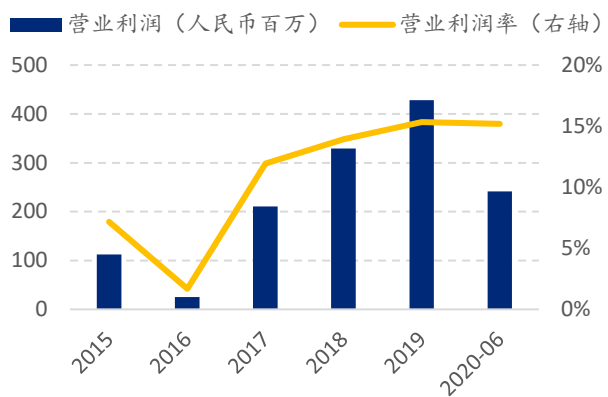
资料来源: Wind、浦银国际

图表 17: 创梦天地三大费率



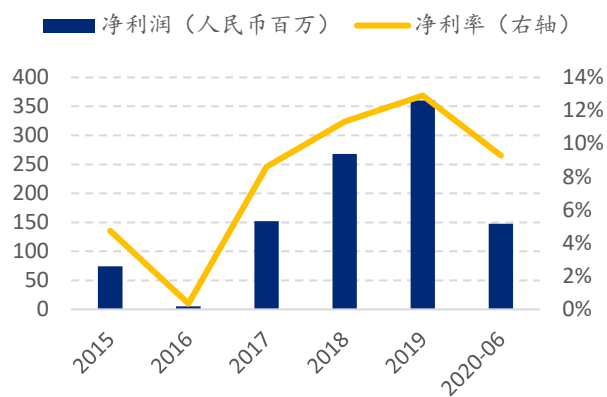
资料来源: Wind、浦银国际

图表 18: 创梦天地营业利润



资料来源: Wind、浦银国际

图表 19: 创梦天地净利润



资料来源: Wind、浦银国际

图表 20: 可比公司估值比较 (排序)

股票代码	公司名称	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	年初至今 股价变动%	P/E(市盈率)		P/S(市销率)	
					2020E	2021E	2020E	2021E
1119 HK Equity	创梦天地	645	3.9	(3.9)	8.2	7.2	1.3	1.2
700 HK Equity	腾讯	810,631	655.0	16.1	42.8	34.4	10.9	8.8
2400 HK Equity	心动公司	3,837	65.5	39.8	55.0	40.2	7.7	6.1
799 HK Equity	IGG	1,310	8.5	4.6	6.5	7.7	1.9	1.8
302 HK Equity	中手游	975	3.0	9.1	7.2	5.7	1.4	1.2
3798 HK Equity	家乡互动	972	6.0	14.1	17.9	15.2	9.3	7.8
6820 HK Equity	玩友时代	565	2.0	1.0	6.9	5.3	1.6	1.2
1909 HK Equity	火岩控股	556	4.5	(4.5)	N/A	N/A	N/A	N/A
6860 HK Equity	指尖跃动	169	0.7	(11.7)	N/A	N/A	N/A	N/A
2660 HK Equity	禅游科技	143	1.1	(4.4)	3.3	3.0	0.9	0.8
6899 HK Equity	联众	68	0.5	(2.0)	N/A	N/A	N/A	N/A
434 HK Equity	博雅互动	57	0.6	8.8	N/A	N/A	N/A	N/A
平均				0.9	17.0	13.7	4.1	3.4

注: E=Bloomberg 一致预测。截至 2021 年 1 月 19 日数据

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 21: 创梦天地发展历程

时间	类别
2012	成功发行全球经典跑酷手游《神庙逃亡》
2013	成功发行全球经典跑酷手游《地铁跑酷》； 获得腾讯投资
2014	成功在美国纳斯达克上市
2015	成功发行《纪念碑谷》和《苍穹变》等产品 发行《圣斗士星矢-集结》、《快乐点点消》等产品；
2016	成功私有化，并于纳斯达克退市 国际化业务覆盖东南亚
2017	成功发行位列全球移动游戏收入TOP10的《梦幻花园》； 与腾讯合作的售价腾讯视频好时光娱乐街区在深圳开业； 成立indieSky创意游戏平台
2018	成功在香港上市； 主板首届澳门电竞嘉年华
2019	在深圳主办2019 GameDaily Connect全球游戏开发者大会 携手SYBO推出全新AR社交应用Mark AR
2020	梦工厂动画公司IP授权的自研跑酷游戏《梦工厂大冒险》上线

资料来源：公司官网、浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(腾讯控股有限公司 700.HK)在过去 12 个月存在投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼