

2023年8月25日



创梦天地 (1119.HK)

自研游戏迎来收获期，Fanbook 助力游戏长线运营

买入

首次覆盖

我们首次覆盖创梦天地 (1119.HK)，给予“买入”评级，目标价 3.7 港元。创梦天地是中国知名游戏厂商，运营《梦幻花园》、《梦幻家园》、《地铁跑酷》、《神庙逃亡 2》等多款精品游戏，在所处赛道占据领先地位，构建公司稳健基本盘。公司自研产品逐步交付迎来收获期，下半年计划有两款重点游戏上线，预计将推动公司业务加速增长。此外，公司战略部署了用户运营管理工具 Fanbook，积极拥抱 AIGC 技术，助力游戏产品实现长线运营。同时公司主动收缩非核心产品，收入结构逐步得到优化，我们预计公司 2023 年将实现扭亏为盈，调整后利润率改善至 13.3%，未来利润有望加速释放。

赵丹 (互联网分析师)
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超 (互联网助理分析师)
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409



欢迎关注
浦银国际研究

*封面图来源: freepik

目录

聚焦核心游戏品类，自研游戏迎来收获期.....	6
核心产品构建稳定基本盘.....	6
自研游戏逐步交付迎来收获期.....	8
AIGC 赋能 Fanbook，助力游戏长线运营.....	11
为开发者及品牌提供用户社区运营工具.....	12
Fanbook 助力延长产品生命周期.....	12
积极拥抱 AIGC 并实现应用落地.....	13
财务分析及预测.....	15
估值分析与预测.....	17
投资风险.....	18
SPDBI 乐观与悲观情景假设.....	19
公司背景.....	21
财务报表.....	23

图表目录

图表 1：盈利预测和财务指标.....	4
图表 2：地铁跑酷.....	6
图表 3：神庙逃亡.....	6
图表 4：梦幻花园.....	7
图表 5：梦幻家园.....	7
图表 6：公司核心游戏 App Store 游戏免费榜排名.....	7
图表 7：热门游戏 App Store 免费榜排名.....	8
图表 8：卡拉彼丘.....	9
图表 9：二之国：交错世界.....	9
图表 10：公司主要游戏产品.....	10
图表 11：Fanbook 界面.....	11
图表 12：Fanbook 功能.....	12
图表 13：用频道构建社区增长飞轮.....	13
图表 14：Fanbook AIGC 创作.....	14
图表 15：创梦天地收入预测.....	15
图表 16：创梦天地分部业务预测（人民币百万）.....	15
图表 17：创梦天地毛利润预测.....	15
图表 18：创梦天地费用率预测.....	15
图表 19：创梦天地经营利润预测.....	16

图表 20: 创梦天地调整后净利润预测	16
图表 21: 浦银国际目标价: 创梦天地 (1119.HK)	17
图表 22: 游戏公司估值比较	17
图表 23: 创梦天地市场普遍预期	19
图表 24: 创梦天地 SPDBI 情景假设	19
图表 25: SPDBI 互联网行业覆盖公司	20
图表 26: 创梦天地股东持股比例	21
图表 27: 创梦天地管理团队介绍	21
图表 28: 公司发展历程	22
图表 29: 损益表	23
图表 30: 资产负债表和简明现金流量表	24



创梦天地(1119.HK): 自研游戏迎来收获期, Fanbook 助力游戏长线运营

我们首次覆盖创梦天地(1119.HK), 给予“买入”评级, 目标价为 3.7 港元, 潜在升幅 21%。

· **聚焦核心游戏品类, 自研游戏迎来收获期。** 公司是中国知名游戏厂商, 运营《梦幻花园》、《梦幻家园》、《地铁跑酷》、《神庙逃亡2》、《纪念碑谷》等精品游戏, 核心游戏在所处赛道占据领先地位。公司聚焦消除、竞技和 RPG 三大游戏品类, 持续强化自研能力。公司下半年游戏储备中, 自研二次元战术射击竞技类游戏《卡拉彼丘》已于 2023 年 8 月 PC 端不删档上线, 测试数据表现亮眼, 手游端预计将在明年上线; 异世界奇幻冒险 MMORPG 手游《二之国: 交错世界》, 依托二之国 IP, 在亚洲范围内有较高知名度, 预计将于下半年进行付费测试。随着下半年两款重点新游的上线, 我们预计公司明年游戏收入增速达到 18%; 而自研游戏收入占比的提升, 也将有助于改善公司游戏业务利润率水平, 我们预计公司 2023 年实现扭亏为盈, 利润率提升至 13.3%。

· **AIGC 赋能 Fanbook, 助力游戏长线运营。** Fanbook 是公司推出的类 Discord 用户社区运营工具, 为开发者构建起了私域社区, 帮助开发者更加高效地精细化运营及提高用户粘性, 延长游戏产品的生命周期。目前 Fanbook 总用户数已突破千万, 日活突破百万, 拥有多个百万级服务器。公司积极拥抱 AI 技术, 与微软、百度、亚马逊等头部厂商建立合作关系, 将先进的 AI 技术应用到更多的 Fanbook 内容创作场景, 形成更广泛的应用产品落地, 通过 Fanbook+AI 提升企业的生产力和生产效率。我们认为随着 Fanbook 能力提升和社区生态完善, 将助力公司游戏产品实现长线运营。

· **首予“买入”评级, 目标价为 3.7 港元。** 我们预计公司 2023E/24E/25E 收入为人民币 27 亿/31 亿/35 亿元, 调整后净利润为 3.5/5.2/6.4 亿元。参考可比公司估值, 我们给予公司 10x 2024E P/E, 得到目标价 3.7 港元, 潜在升幅 21%。我们看好公司下半年新游贡献以及 Fanbook 助力游戏产品长线运营, 首予“买入”评级。

· **投资风险:** 新游延期上线; 新游表现不及预期; 利润改善不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,638	2,734	2,654	3,137	3,535
毛利润	1,103	421	1,128	1,568	1,803
调整后净利润	111	(643)	352	519	640
目标 PE(x)			14.7	10.0	8.1

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

赵丹

互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

互联网助理分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2023 年 8 月 25 日

评级

买入

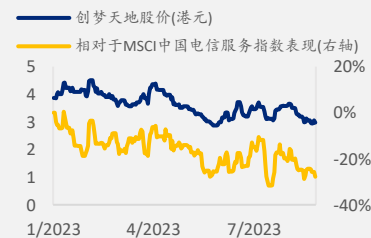
目标价 (港元)	3.7
潜在升幅/降幅	+21%
目前股价 (港元)	3.06
52 周内股价区间 (港元)	2.8-5.49
总市值 (百万港元)	4,692
30 日均成交额 (百万港元)	30

注: 截至 2023 年 8 月 24 日收盘价

市场预期区间



股价表现



注: 截至 2023 年 8 月 24 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
收入	2,638	2,734	2,654	3,137	3,535
收入成本	(1,534)	(2,313)	(1,526)	(1,568)	(1,732)
毛利	1,103	421	1,128	1,568	1,803
研发费用	(325)	(323)	(212)	(251)	(283)
销售费用	(510)	(1,139)	(365)	(439)	(495)
管理费用	(300)	(122)	(199)	(235)	(247)
其他费用	15	(1,229)	-	-	-
经营盈利	(17)	(2,392)	352	643	778
利息收入	(70)	(176)	(150)	(100)	(100)
其他收益	(95)	(9)	-	-	-
除税前盈利	(181)	(2,577)	202	543	678
所得税开支	25	(13)	(20)	(54)	(68)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	(156)	(2,590)	182	489	610
少数股东权益	2	(98)	-	-	-
本公司权益持有人	(157)	(2,492)	182	489	610
调整后净利润	111	(643)	352	519	640

现金流量表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	(157)	(2,492)	182	489	610
折旧与摊销	233	251	161	163	165
营运资金变动	(227)	417	(84)	(9)	13
其他非现金调整	305	1,918	-	-	-
经营活动现金流	154	94	259	642	788
资本性支出	(266)	(221)	(177)	(179)	(181)
投资	116	(13)	-	-	-
其他投资活动	(124)	(87)	-	-	-
投资活动现金流	(275)	(322)	(177)	(179)	(181)
借款	(158)	(397)	(758)	(200)	(200)
股本	344	126	509	-	-
其他融资活动	(67)	(135)	386	-	-
融资活动现金流	119	(406)	137	(200)	(200)
汇兑收益及其他	(19)	10	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	(21)	(624)	219	263	407
期初的现金及现金等价物	736	715	91	309	573
期末的现金及现金等价物	715	91	309	573	979

资产负债表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
固定资产	62	108	109	111	112
无形资产	1,843	1,112	1,127	1,142	1,157
投资	862	703	703	703	703
其他非流动资产	238	283	283	283	283
非流动资产合计	3,004	2,206	2,222	2,238	2,255
应收账款	2,705	1,738	1,678	1,695	1,712
投资	74	126	126	126	126
存货	11	21	14	14	15
现金及现金等价物	715	91	309	573	979
其他流动资产	102	143	143	143	143
流动资产合计	3,607	2,118	2,269	2,550	2,975
资产总额	6,611	4,324	4,492	4,789	5,230
母公司股东权益	3,935	1,620	2,311	2,800	3,410
少数股东权益	274	174	174	174	174
权益总额	4,209	1,795	2,485	2,974	3,584
长期借款	852	-	386	386	386
其他非流动负债	60	82	82	82	82
非流动负债合计	912	82	468	468	468
应付账款及票据	113	443	293	301	332
借款	900	1,504	746	546	346
其他流动负债	477	500	500	500	500
流动负债合计	1,490	2,447	1,538	1,346	1,178
负债总额	2,402	2,529	2,006	1,814	1,646
权益及负债总额	6,611	4,324	4,492	4,789	5,230

主要财务比率

	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
盈利增速					
营业收入增速	-17.9%	3.7%	-2.9%	18.2%	12.7%
毛利增速	-17.4%	-61.8%	167.8%	39.0%	15.0%
经营利润增速	NM	NM	NM	82.6%	21.0%
净利润增速	NM	NM	NM	168.7%	24.8%
调整后净利润增速	-31.7%	NM	NM	47.4%	23.4%
盈利能力比率					
毛利率	41.8%	15.4%	42.5%	50.0%	51.0%
经营利润率	-0.6%	-87.5%	13.3%	20.5%	22.0%
净利率	-5.9%	-94.7%	6.9%	15.6%	17.3%
调整后净利率	4.2%	-23.5%	13.3%	16.5%	18.1%
每股指标 (元)					
EPS	-0.1	-1.8	0.1	0.3	0.4
调整后EPS	0.1	-0.5	0.2	0.3	0.4
每股指标增速					
EPS增速	NM	NM	NM	168.7%	24.8%
调整后EPS增速	-33.7%	NM	NM	47.4%	23.4%
估值 (倍)					
调整后目标P/E			14.7	10.0	8.1
目标P/S			2.0	1.7	1.5

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

创梦天地 (1119.HK): 自研游戏迎来收获期, Fanbook 助力游戏长线运营

聚焦核心游戏品类, 自研游戏迎来收获期

公司游戏业务聚焦竞技类、消除类及 RPG 三大赛道, 强调精品游戏发行自研, 公司核心游戏在所处赛道占据领先优势。公司拥有数款热门游戏, 《梦幻家园》、《梦幻花园》、《地铁跑酷》、《神庙逃亡》均已是长生命周期运营的经典产品, 仍处于细分赛道前列。

核心产品构建稳定基本盘

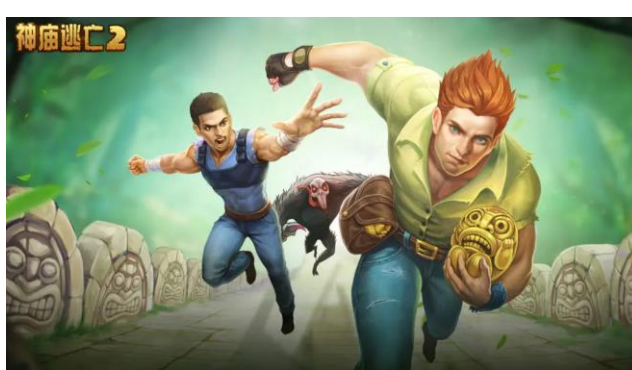
竞技类游戏中, 公司发行有《地铁跑酷》、《神庙逃亡》等经典休闲竞技类游戏, 上线超过十年仍保持高热度, 在游戏榜单排名前列。凭借着公司强大的运营能力, 《地铁跑酷》在春节期间最高单日月活用户突破千万, 单月活跃用户破亿。

图表 2: 地铁跑酷



资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: 神庙逃亡



资料来源: 公司资料、浦银国际

消除类游戏方面, 公司发行有《梦幻花园》、《梦幻家园》等热门消除类游戏。2022 年公司签署了《梦幻花园》和《梦幻家园》iOS 版本的发行协议, 两款游戏流水表现强劲, 累计用户破亿, 2022 年日均活跃用户付费贡献再创新高。

图表 4：梦幻花园



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 5：梦幻家园

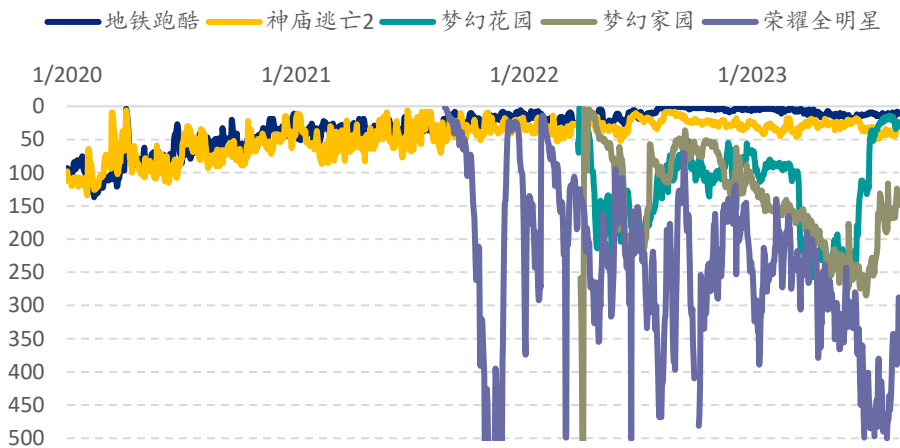


资料来源：公司资料、浦银国际

公司同时布局 RPG，包括卡牌、角色扮演、MMORPG 等品类。公司 2021 年 8 月上线的自研游戏横板 3D 格斗 ARPG 手游《荣耀全明星》，持续保持着良好的用户和收入曲线，于 2022 年贡献了超 10 亿元的流水，在横板动作格斗类 RPG 品类中排名第一。这主要得益于与明星和 IP 的深度合作，与周杰伦、SNK 和斗罗大陆等明星和 IP 联动，受到了广大玩家的青睐。






公司的热门产品仍处在同类游戏前列。在 iOS 游戏免费榜（2023 年 8 月 23 日）中，《地铁跑酷》、《神庙逃亡 2》、《梦幻花园》分别位列第 11、第 26、第 30 位。公司的核心游戏矩阵构建起了公司基本盘，2022 年核心游戏贡献占比 70%。

图表 6：公司核心游戏 App Store 游戏免费榜排名



注：截至 2023 年 8 月 23 日
资料来源：七麦数据、浦银国际

图表 7：热门游戏 App Store 免费榜排名

	游戏名称	游戏排名	类别	分类排名
	地铁跑酷	11	冒险	2
	神庙逃亡2	26	休闲	3
	梦幻家园	30	模拟	5
	梦幻家园	142	益智解谜	11
	荣耀全明星	250	动作	64

注：截至 2023 年 8 月 23 日

资料来源：七麦数据、浦银国际

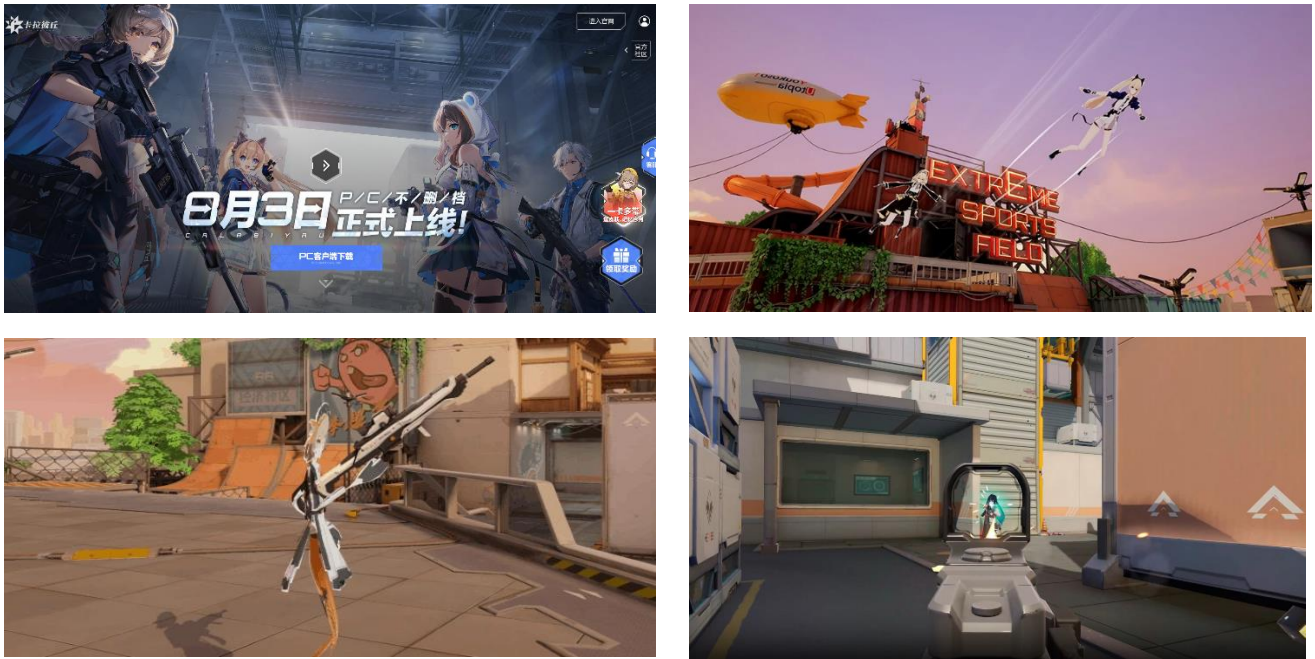
自研游戏逐步交付迎来收获期

公司下半年拥有两款重要游戏储备上线，包括《卡拉彼丘》和《二之国：交错世界》。两款自研产品的推出预计将推动游戏业务的增长。

《卡拉彼丘》是一款自研二次元战术射击竞技类游戏，是公司今年的重点新游之一，自开放预约以来，一直保持着较高的人气，测试期间在 Bilibili 新游预约榜单连续霸榜第一。在没有大规模投放下，依靠玩家口碑传播，涌现大量二创内容。

《卡拉彼丘》是市场上少有的“二次元+TPS 射击”类游戏，在供给充裕的二次元和射击赛道，提供了创新玩法。“弦化”是游戏的一大特点，玩家可以由 3D 模型转变为 2D 贴图“纸片人”，自由切换二维和三维形态，获得不一样的行动路线和对抗思路，带来全新的游戏体验，丰富了游戏的可玩性。《卡拉彼丘》已于 2023 年 8 月在国内市场上线，由腾讯在中国大陆地区发行。目前已开启 PC 端不删档，手游端已开启预约，预计明年上线，并预计将全球发行。

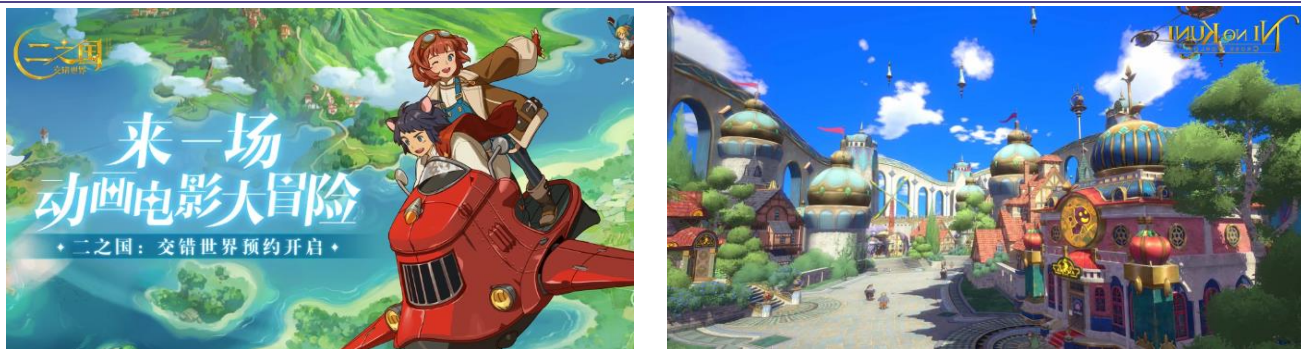
图表 8：卡拉彼丘



资料来源：公司资料、浦银国际

《二之国：交错世界》是《二之国》游戏系列的全新续作，是一款动画电影风的异世界生活冒险角色扮演手游，依托二之国 IP，在亚洲范围内有较高知名度。游戏画面保证了独特的美术风格，同时专业音乐团队精心打造百首 BGM，让玩家拥有动画电影级的异世界沉浸体验。海外版本由日本游戏公司 Level-5、吉卜力工作室、Netmarble 联合开发，国服版本由公司与腾讯联合研发，已获得游戏版号，预计将于今年下半年开启付费测试。

图表 9：二之国：交错世界



资料来源：公司资料、浦银国际

此外，公司与腾讯合研的第一人称特种干员战术射击游戏《三角洲行动》于2023年7月获得版号，中国大陆地区由腾讯独家发行，将择期上线。随着多款重点游戏上线，预计公司自研游戏收入占比将持续提升。

图表 10：公司主要游戏产品

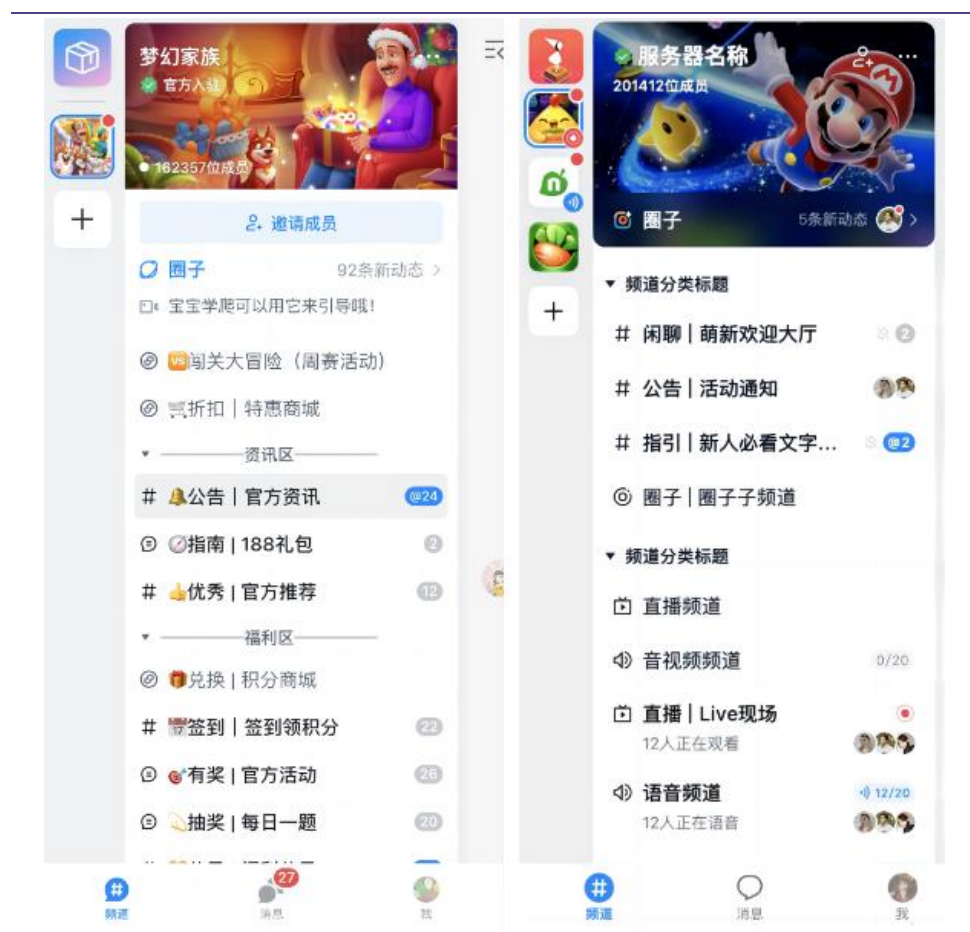
游戏	来源	简介
消除类		
梦幻花园	授权	经典的消除加模拟经营玩法
梦幻家园	授权	经典的消除加模拟经营玩法
传说中的合合岛	自研	结合国风的自研合成消除类游戏，2022年11月在中国地区上线
竞技类		
地铁跑酷	授权	超10亿安装的长青跑酷手游
神庙逃亡	授权	跑酷类经典IP手游
小动物之星	自研	超萌动物生存竞技手游
卡拉彼丘	自研	二次元射击竞技，已于2023年8月上线
RPG类		
荣耀全明星	自研	自研横板3D冒险格斗类RPG手游，2021年8月国内上线，2022年流水超10亿元
二之国	自研	二之国IP，已获得版号，预计2023年下半年上线

资料来源：公司资料、浦银国际

AIGC 赋能 Fanbook，助力游戏长线运营

Fanbook 是公司推出的一款基于服务器和频道架构的用户社区运营工具，让游戏厂商和其他品牌能够穿透渠道直达用户。Fanbook 产品结构和运行机制与 Discord 类似，可以通过建立不同频道实现不同主题，基于机器人插件机制拓展社区性能。目前 Fanbook 总用户数已突破千万，日活突破百万，拥有多个百万级服务器，2022 年 Fanbook 贡献相关收入超过 1 亿元。

图表 11: Fanbook 界面



资料来源：公司资料、浦银国际

为开发者及品牌提供用户社区运营工具

在流量红利消退的背景下，用户运营重要性凸显。Fanbook 为开发者构建起了私域社区，能够帮助开发者更加高效地精细化运营及提高用户粘性，延长游戏产品的生命周期。用户可以在 Fanbook 上进行社交互动，例如讨论游戏玩法、分享游戏经验、交流游戏攻略等，同时也可以了解到游戏新闻、公告、活动信息等最新动态。目前已有《地铁跑酷》、《球球大作战》、《迷你世界》、《光与夜之恋》等知名游戏在 Fanbook 官方入驻。

图表 12: Fanbook 功能



资料来源：公司资料、浦银国际

Fanbook 助力延长产品生命周期

基于 Fanbook 运营能力，公司多款长生命周期游戏在 2022 年实现逆势增长。运营超 10 年的“老游戏”《地铁跑酷》曾在 2022 年连续 32 天霸榜 iOS 游戏免费榜第一，DAU 突破 10 倍增长重回 2000 万，这主要得益于其近千万的 Fanbook 社区玩家。玩家将 Fanbook 里的二创内容在各平台进行曝光和传播，实现用户新增和社交裂变。此外，公司通过 Fanbook 能够与玩家紧密互动，更加高效地接受玩家反馈，以此不断优化提升产品体验。

图表 13：用频道构建社区增长飞轮



资料来源：公司资料、浦银国际

积极拥抱 AIGC 并实现应用落地

公司将先进的 AI 技术应用到更多的 Fanbook 内容创作场景，与国内外 AI 企业/产品合作，形成更广泛的应用产品落地，通过 Fanbook+AI 提升企业的生产力和生产效率。

公司积极与各大 AI 领先厂商合作：公司是微软在中国早期的几家签约官方合作商之一，已接入 OpenAI 的各项能力，形成了商业化产品落地。公司也是百度文心一言的首批生态合作伙伴，将智能对话技术成果应用在游戏体验及 Fanbook 社区用户服务中。此外，公司与亚马逊云科技合作，基于其游戏 AIGC 专业版的算力，公司已预训练出多种不同的 AI 绘画模型，覆盖了写实风、二次元漫画、潮玩手办等画风，极大地简化了创作流程，降低了优质内容生产门槛。Fanbook 作为基于频道的即时通信工具，AIGC 能够显著赋能社区生态，有助于提升用户规模及粘性。

图表 14: Fanbook AIGC 创作

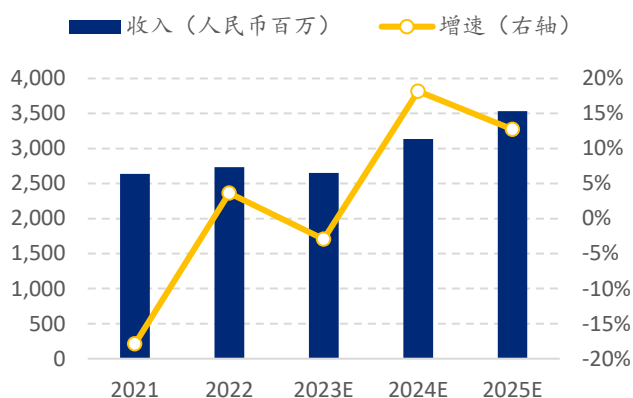


资料来源：公司资料、浦银国际

财务分析及预测

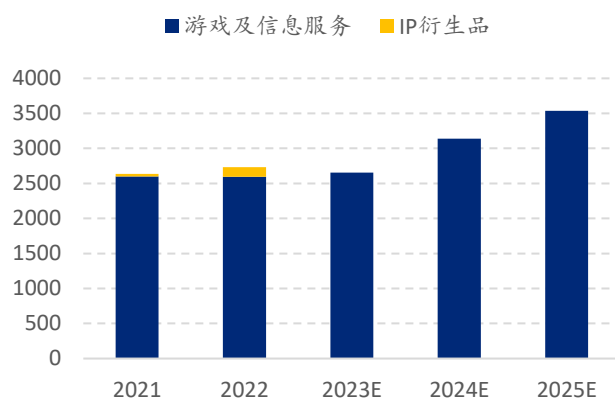
公司通过主动收缩非核心产品及低利润业务，收入结构已得到显著优化。我们预计公司 2023 年收入同比下降 2.9% 至人民币 26.5 亿元，主要是剥离 IP 衍生品业务影响；其中游戏收入同比增长 2%，主要是公司仍在收缩非核心游戏产品，预计核心游戏产品收入贡献占比提升至 80%。随着 2023 年下半年两款重点游戏的发布，我们预计 2024 年收入将得到快速提升。

图表 15: 创梦天地收入预测



E=浦银国际预测
资料来源: 公司财报、浦银国际

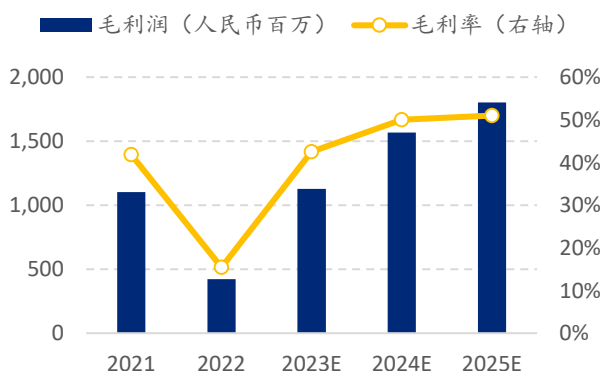
图表 16: 创梦天地分部业务预测 (人民币百万)



E=浦银国际预测
资料来源: 公司财报、浦银国际

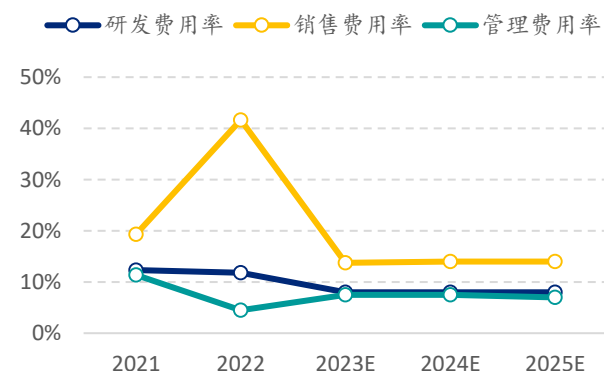
公司 2022 年毛利润大幅下降，主要是因游戏账面余额减值拨备影响。我们预计 2023 年公司毛利率将恢复至 42.5%。由于公司下半年两款重点新游将通过腾讯代理发行，公司将以净额法计收入，我们预计未来毛利率将快速提升。而随着自研产品逐步进入收成期，以及公司实施降本增效策略，我们预计各营业费用率也将有所改善。

图表 17: 创梦天地毛利润预测



E=浦银国际预测
资料来源: 公司财报、浦银国际

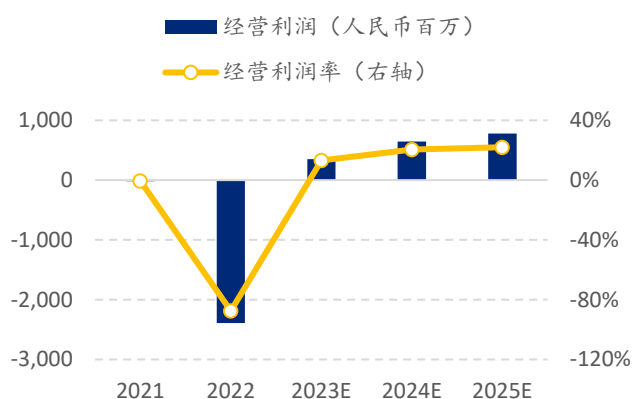
图表 18: 创梦天地费用率预测



E=浦银国际预测
资料来源: 公司财报、浦银国际

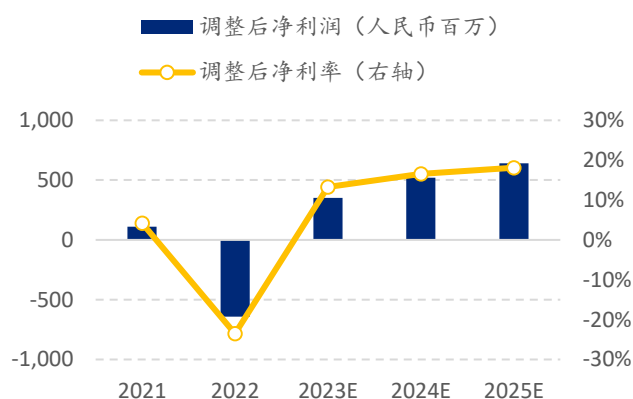
随着收入结构优化及运营效率提升，我们预计公司 2023 年将实现扭亏为盈，经营利润达到人民币 3.5 亿元，经营利润率达到 13.3%；调整后净利润达到 3.5 亿元，调整后净利率 13.3%，未来利润和利润率稳步提升。

图表 19：创梦天地经营利润预测



E=浦银国际预测
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 20：创梦天地调整后净利润预测



E=浦银国际预测
资料来源：公司财报、浦银国际

估值分析与预测

我们参考可比公司估值，给予公司 10x 2024E P/E，得到目标价 3.7 港元。我们看好公司核心游戏的稳健表现和下半年新游贡献，以及 Fanbook 助力公司游戏产品长线运营，首次覆盖创梦天地（1119.HK），给予“买入”评级。

图表 21：浦银国际目标价：创梦天地（1119.HK）



注：截至 2023 年 8 月 24 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 22：游戏公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 百万美元	股价 交易货币	股价 YTD (%)	P/E(市盈率)			P/S(市销率)		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
700 HK Equity	腾讯	391,568	321.40	1.32	19.3	16.6	14.7	4.6	4.1	3.7
NTES US Equity	网易	63,586	98.59	35.74	17.3	16.8	15.9	4.4	4.0	3.6
002555 CH Equity	三七互娱	7,538	24.77	36.85	16.4	14.3	12.6	2.9	2.6	2.4
002602 CH Equity	世纪华通	5,236	5.12	34.38	22.8	16.0	15.7	2.6	2.4	2.1
002624 CH Equity	完美世界	3,482	13.08	2.83	16.8	13.7	11.8	2.9	2.5	2.3
603444 CH Equity	吉比特	3,962	400.79	28.11	19.4	16.0	14.0	5.5	4.6	4.1
002517 CH Equity	恺英网络	4,029	13.64	107.93	20.1	16.2	13.8	6.1	5.0	4.3
2400 HK Equity	心动公司	986	16.10	(25.46)	69.3	21.0	12.4	1.7	1.4	1.2
777 HK Equity	网龙	953	14.08	(15.99)	7.9	6.3	5.5	0.9	0.8	0.7
1119 HK Equity	创梦天地	598	2.98	(23.00)	18.8	8.3	6.6	1.6	1.3	1.2
302 HK Equity	中手游	519	1.48	(17.78)	6.5	5.1	4.1	0.8	0.6	0.5
799 HK Equity	IGG	519	3.40	17.24	N/A	6.2	4.8	0.7	0.7	0.6
平均				15.18	21.33	13.04	10.99	2.89	2.50	2.23

注：E=Bloomberg 一致预期，股价为 8 月 25 日盘中价

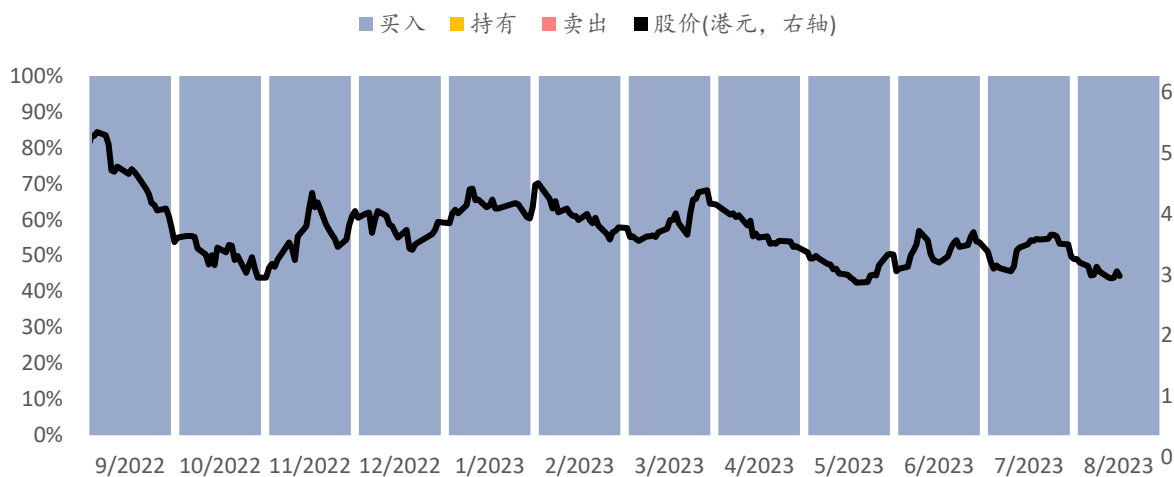
资料来源：Bloomberg、浦银国际

投资风险

- 核心游戏流水下滑；
- 新游戏表现不及预期；
- 利润改善不及预期。

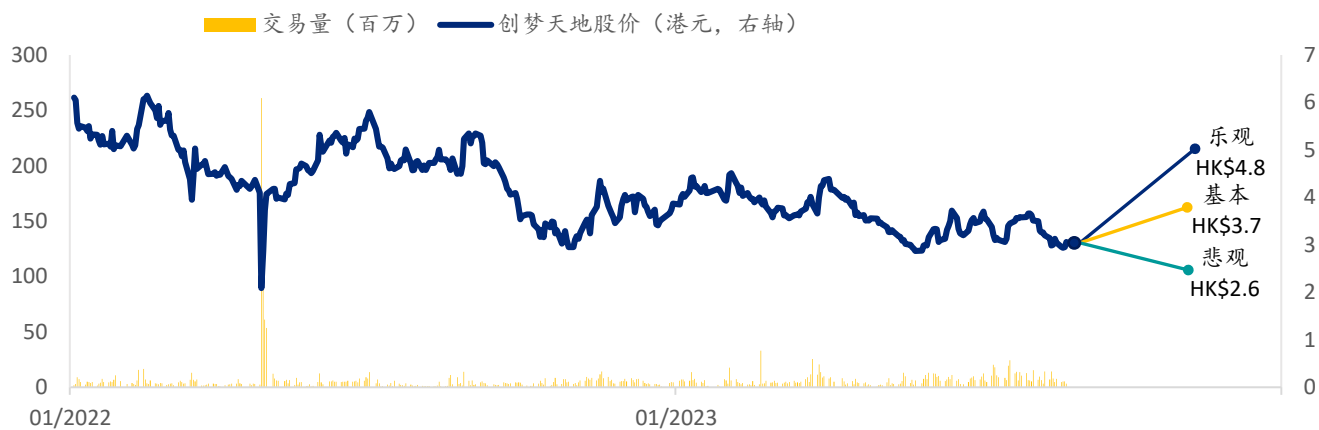
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 23: 创梦天地市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 24: 创梦天地 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司新游戏表现好于预期
(概率: 20%)

目标价: 4.8 港元

- 新游表现优于预期;
- 海外市场贡献显著。

悲观情景: 公司游戏表现不及预期
(概率: 20%)

目标价: 2.6 港元

- 新游延期上线;
- 新游表现不及预期;
- 老游戏流水显著下滑。

资料来源: 浦银国际预测

图表 25: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
1119 HK Equity	创梦天地	3.06	买入	3.70	25/8/2023	游戏
9988 HK Equity	阿里巴巴	89.55	买入	118.00	11/8/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	89.11	买入	121.00	11/8/2023	电商
9618 HK Equity	京东	133.20	买入	171.00	18/8/2023	电商
JD US Equity	京东	33.02	买入	44.00	18/8/2023	电商
PDD US Equity	拼多多	78.27	买入	106.00	31/5/2023	电商
VIPS US Equity	唯品会	16.05	持有	16.00	21/8/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	30.05	买入	42.00	30/3/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	10.12	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	3.70	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	325.20	买入	424.00	18/8/2023	游戏、社交
3690 HK Equity	美团	140.00	买入	180.00	25/8/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	67.90	买入	80.00	21/7/2023	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	120.30	买入	146.00	18/8/2023	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	14.93	买入	19.00	18/8/2023	游戏、中视频
780 HK Equity	同程旅行	18.96	买入	22.00	29/5/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.14	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	4.05	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	32.00	买入	36.00	25/5/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	17.45	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	12.72	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	3.91	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	35.21	买入	53.00	17/8/2023	电商、游戏

注: A股、港股截至8月24日,美股截至8月24日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

公司背景

图表 26: 创梦天地股东持股比例

股东	持股比例
陈湘宇	16.48%
腾讯	15.82%
关嵩	2.15%
高炼惇	0.89%

注: 数据截至 2023 年 7 月 18 日公告

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 27: 创梦天地管理团队介绍

姓名	任职情况	简历
陈湘宇	董事会主席、首席执行官	公司联合创始人之一, 全面负责监督公司战略、业务和管理, 以及公司的线下业务板块。陈先生在手游、电讯、技术及管理方面拥有逾 15 年经验。
关嵩	首席技术官	公司联合创始人之一, 全面负责监督公司业务核心技术沉淀、国际化前沿技术应用研究。关先生于电讯、技术及互联网方面拥有逾 15 年经验, 为一项中国发明专利的联合发明人, 并主导 10 余款游戏软件产品的开发。
高炼惇	总裁	公司联合创始人之一, 全面负责监督公司游戏业务板块, 及海外战略、海外管道连接、海外投资。高先生在游戏行业拥有逾 20 年经验。除于本集团担任职位外, 2018 年 11 月, 高先生当选为深圳电竞协会会长。他还担任香港电竞体育总会荣誉顾问及澳门电竞总会荣誉会长。
雷俊文	首席财务官	雷俊文先生, 主要负责监督本集团整体财务管理、财务事宜及战略发展。雷先生在财务管理、会计及咨询行业拥有丰富的行业经验, 包括自 2006 年 8 月至 2010 年 5 月担任毕马威助理审计经理, 自 2010 年 6 月至 2013 年 11 月担任银朱合伙人有限公司高级经理, 以及自 2010 年 12 月至 2013 年 11 月在讯达康通讯设备(惠州)有限公司担任首席财务官。
何猷君	首席营销官	主要负责本集团的营销及推广、电子竞技相关业务以及扩增实境游戏。自 2018 年 4 月起, 何先生成为澳门电子竞技总会首任会长。

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 28：公司发展历程



资料来源：公司资料、浦银国际

财务报表

图表 29: 损益表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
损益表					
收入	2,638	2,734	2,654	3,137	3,535
收入成本	(1,534)	(2,313)	(1,526)	(1,568)	(1,732)
毛利	1,103	421	1,128	1,568	1,803
研发费用	(325)	(323)	(212)	(251)	(283)
销售费用	(510)	(1,139)	(365)	(439)	(495)
管理费用	(300)	(122)	(199)	(235)	(247)
其他费用	15	(1,229)	-	-	-
经营盈利	(17)	(2,392)	352	643	778
利息收入	(70)	(176)	(150)	(100)	(100)
其他收益	(95)	(9)	-	-	-
除税前盈利	(181)	(2,577)	202	543	678
所得税开支	25	(13)	(20)	(54)	(68)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	(156)	(2,590)	182	489	610
少数股东权益	2	(98)	-	-	-
本公司权益持有人	(157)	(2,492)	182	489	610

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 30：资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
资产负债表					
固定资产	62	108	109	111	112
无形资产	1,843	1,112	1,127	1,142	1,157
投资	862	703	703	703	703
其他非流动资产	238	283	283	283	283
非流动资产合计	3,004	2,206	2,222	2,238	2,255
应收账款	2,705	1,738	1,678	1,695	1,712
投资	74	126	126	126	126
存货	11	21	14	14	15
现金及现金等价物	715	91	309	573	979
其他流动资产	102	143	143	143	143
流动资产合计	3,607	2,118	2,269	2,550	2,975
资产总额	6,611	4,324	4,492	4,789	5,230
母公司股东权益	3,935	1,620	2,311	2,800	3,410
少数股东权益	274	174	174	174	174
权益总额	4,209	1,795	2,485	2,974	3,584
长期借款	852	-	386	386	386
其他非流动负债	60	82	82	82	82
非流动负债合计	912	82	468	468	468
应付账款及票据	113	443	293	301	332
借款	900	1,504	746	546	346
其他流动负债	477	500	500	500	500
流动负债合计	1,490	2,447	1,538	1,346	1,178
负债总额	2,402	2,529	2,006	1,814	1,646
权益及负债总额	6,611	4,324	4,492	4,789	5,230
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	154	94	259	642	788
投资活动现金流量净额	(275)	(322)	(177)	(179)	(181)
融资活动所得现金流量净额	119	(406)	137	(200)	(200)
汇率变动影响	(19)	10	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	(21)	(624)	219	263	407
年初现金及现金等价物	736	715	91	309	573
年末现金及现金等价物	715	91	309	573	979

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

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经授权的行为。

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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何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。

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。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

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

