

騰訊加持 C 位出道 《魔力寶貝》勢如破竹

投資要點

- 騰訊系中國領先獨立手遊發行商**：創夢天地成立於 2011 年，是一個數字娛樂平台，於 2017 年按平均月活躍用戶計，在中國所有的獨立手遊發行商中排名第一。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。公司經營涵蓋多個遊戲種類的第三方授權遊戲及自主開發遊戲，旗下樂逗遊戲成功推出了《地鐵跑酷》、《夢幻花園》等知名手遊；此外，公司還提供信息服務、一起玩應用程序及線下娛樂業務好時光影遊社等多樣化數字娛樂服務。公司於 2018 年 8 月收購上海火魂 70% 的股權，進一步提升其自研能力；上海火魂擁有《魔力寶貝》的定制開發權，並獨家經營。此外公司獲騰訊戰略投資（持股比例 18.59%），且在技術、流量獲取及內容獲取上均與騰訊展開合作，未來將長期受惠。
- 《魔力寶貝》強勢上線承載厚望**。由公司聘請騰訊發行的《魔力寶貝》於 2018 年 6 月上線。截至 2018 年 7 月 31 日，該遊戲累計充值流水已達人民幣 2.8 億元。另外，火魂已簽訂 2018 年 6 月 1 日起至 2019 年 5 月 31 日止 12 個月之人民幣 3 億元的利潤保證協議。預計《魔力寶貝》將為公司業績增長主要驅動力之一。
- 新遊戲及新業務極具潛力**。《五行天》、《夢幻花園》於 2018 年上半年流水表現亮麗，而由騰訊發行的《全民冠軍足球》近三月中國 iOS 收入排名達 40-120 名，預計這三款重磅遊戲仍能對收入做出大的貢獻。同時，目前公司具有多達 24 款遊戲儲備，其中共有 7 款新遊戲已獲得國家新聞出版廣電總局的前置審批，而一起玩應用程序、免費小遊戲產生的廣告收入及線下娛樂業務好時光影遊社貢獻的收益也預計從 2019 年起快速增長。
- 估值與評級**：我們預期 2017-2020 年收益以複合年增長率 47.1% 增長，預期經調整股東應佔淨利潤於 2017-2020 年複合年增長率將為 55.1%。現價相當於 13.4 倍 2018 年預測市盈率，我們以 17.3 倍 2018 年及 11.7 倍 2019 年預期經調整市盈率為目標（較同業 2019 年平均預期市盈率折讓約 36%），給予**目標價 7.50 港元**，首予**增持**評級。
- 風險提示**：1)《魔力寶貝》及新遊戲表現不及預期；2) 版號審批進程不及預期；3) 新遊戲延遲推出；4) 非遊戲業務變現不及預期。

指標/年度	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入(人民幣百萬元)	1,481	1,764	2,978	4,982	5,616
增長率	-5.5%	19.1%	68.8%	67.3%	12.7%
經調整淨利潤(人民幣百萬元)	174	236	417	711	881
增長率	-14.8%	35.7%	76.5%	70.5%	23.9%
Consensus (人民幣百萬元)			n. a.	n. a.	n. a.
經調整每股盈利(人民幣元)	0.173	0.235	0.378	0.560	0.694
經調整市盈率(倍)	29.2	21.6	13.4	9.0	7.3

資料來源：公司資料、西證證券經紀

2019 年 1 月 8 日

武尚晉

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

評級 **增持 (首次覆蓋)**

目標價	7.50
現價	5.82
潛在升幅	28.9%

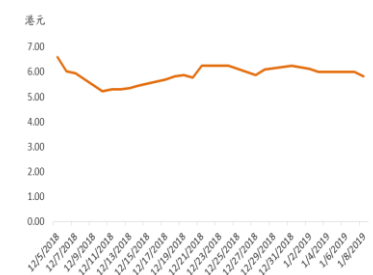
主要數據

52 週區間(元)	5.07/6.76
3 個月平均成交量(百萬)	5.28
流通股數(百萬)	1,269.72
市值(百萬元)	7,389.76
主要股東(%)	陳湘宇 (25.92%)
審計	PwC
業績日期	2019-03

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

騰訊系中國領先手遊發行商

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%（平均成本 0.13 美元/股），雙方在業務上展開多方位合作。

公司經營涵蓋多個遊戲種類的第三方授權遊戲及自主開發遊戲，旗下樂逗遊戲成功推出了《地鐵跑酷》、《神廟逃亡 2》、《夢幻花園》等知名手遊；除遊戲外，公司提供的多樣化數字娛樂服務，包括信息服務、一起玩應用程序及線下娛樂業務好時光影遊社。2018 年首 9 月公司的平均月活躍用戶達 1.295 億，在中國獨立發行商中居於前列。

公司於 2018 年 8 月收購上海火魂 70% 的股權，進一步提升其自研能力；上海火魂擁有《魔力寶貝》的定制開發權，並獨家經營。

公司在伽馬數據與 Newzoo 評選出的“2018 年全球移動遊戲市場競爭力 35 強企業”中，位列第三十，並入圍“2018 年全球遊戲市場中國競爭力企業 15 強”。

表 1：2018 年全球遊戲市場競爭力 35 強企業

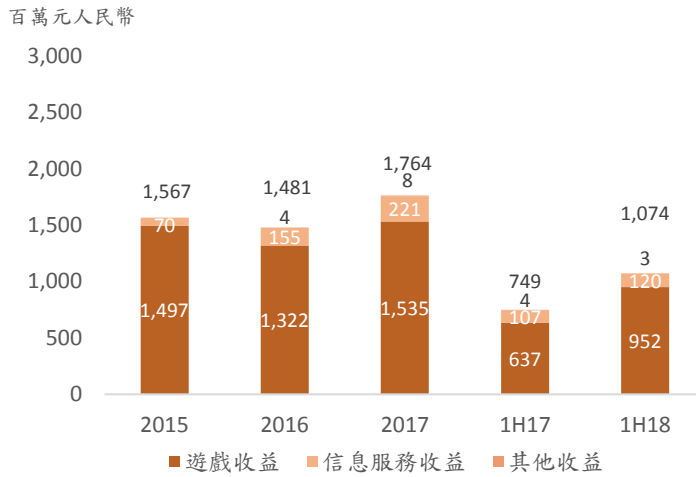
排名	企業	國家	排名	企業	國家
1	騰訊	中國	19	Aristocrat	澳洲
2	網易	中國	20	Epic Games	美國
3	Activision Blizzard	美國	21	樂元素	中國
4	EA	美國	22	GungHo Online Entertainment	日本
5	Bandai Namco	日本	23	遊族網絡	中國
6	Sony	日本	24	Zynga	美國
7	Niantic	美國	25	Cyber Agent	日本
8	Konami	日本	26	NCSOFT	韓國
9	Playrix	俄羅斯	27	Peak Games	土耳其
10	Netmarble	韓國	28	Mixi	日本
11	完美世界	中國	29	哩哩哩	中國
12	三七互娛	中國	30	創夢天地	中國
13	世紀華通	中國	31	MZ	美國
14	盛大遊戲	中國	32	巨人網絡	中國
15	IGG	中國	33	英雄互娛	中國
16	Nexon	韓國	34	DeNA	日本
17	LINE	日本	35	COLOPL	日本
18	Square Enix	日本			

資料來源：伽馬數據、Newzoo

公司的遊戲及泛娛樂布局

公司自遊戲獲得大部分收益，截至 2015 年、2016 年、2017 年及 2018 年上半年，公司遊戲收入分別貢獻總收益的 95.6%、89.2%、87.1% 及 88.6%。

圖 1：公司收入結構

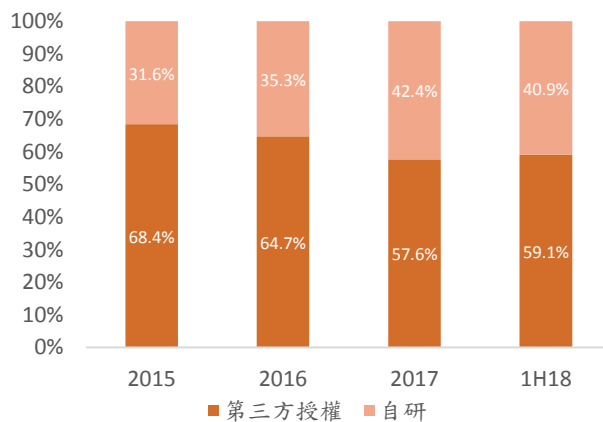


資料來源：公司資料

自研遊戲收入佔比大體逐年上升

公司的大部分遊戲均為免費下載，此後通過銷售遊戲內虛擬物品實現收益，該等虛擬物品包括消耗品、角色、技能、特權及其他遊戲內特性或功能，該模式可有效獲得客戶。公司主要發布並運營第三方授權遊戲及自研遊戲，隨著公司自研能力的提高，自研遊戲產生收益佔比大體逐年上升，2018 年上半年，自研遊戲貢獻收益總額為 40.9%。

圖 2：不同來源遊戲收益佔比

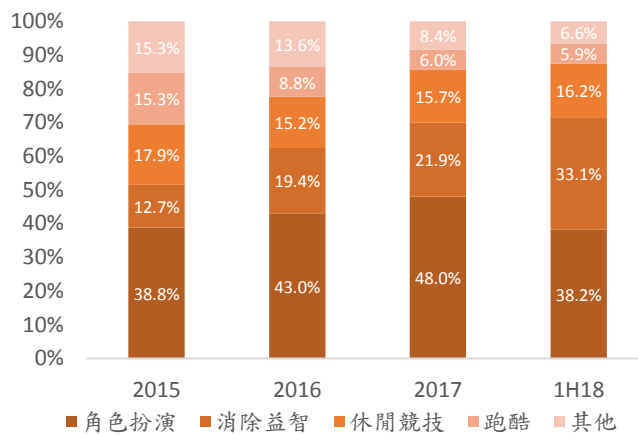


資料來源：公司資料

多元的遊戲產品組合

截止 2018 年 9 月 30 日，公司擁有 56 款遊戲，其中角色扮演類遊戲、消除益智遊戲、休閒競技遊戲、跑酷遊戲及其他遊戲分別為 14 款、8 款、12 款、7 款及 15 款，於 2018 年上半年，其分別貢獻遊戲收益的 38.2%、33.1%、16.2%、5.9%及 6.6%。多樣的遊戲產品組合降低了潛在單一遊戲類別表現波動對公司收入的影響。

圖 3：不同遊戲類別的遊戲收益佔比

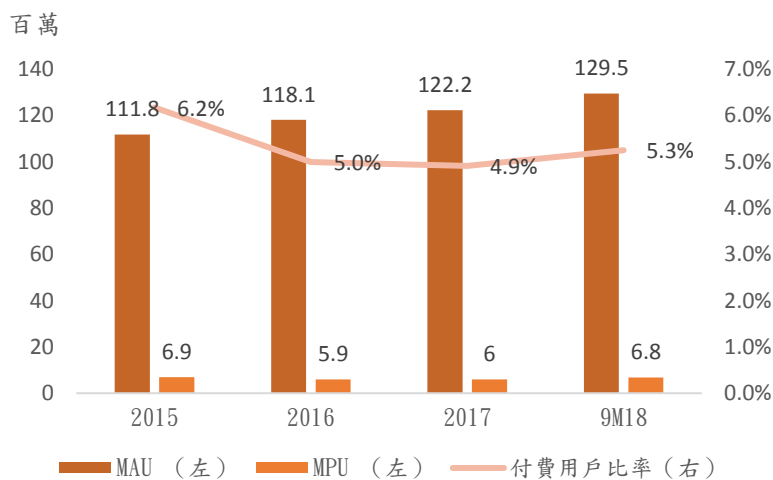


資料來源：公司資料

用戶群廣且參與度高

公司擁有龐大的用戶群，並且用戶參與度高。根據弗若斯特沙利文的資料，於 2017 年按平均月活躍用戶計，公司在中國所有的獨立手遊發行商中排名第一。平均月活躍用戶自 2015 年的 1.1 億人增加至 2017 年的 1.2 億人，並進一步增加至 2018 年首 9 月 (9M18) 之 1.3 億人。

圖 4：MAU、MPU 及付費用戶比率

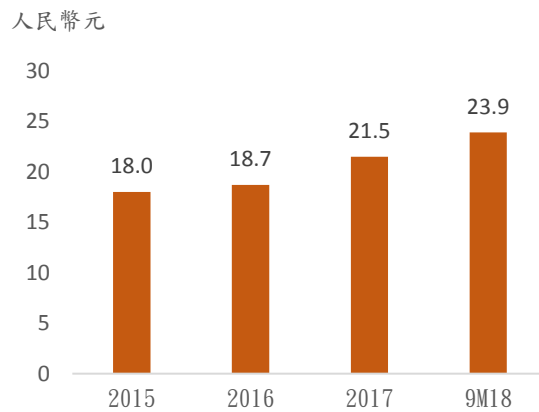


資料來源：公司資料

月付費用戶平均收入逐年走高

隨著居民可支配收入的增長、玩家付費意願的提升及公司陸續推出《五行天》、《夢幻花園》等變現能力更強的遊戲，公司的月付費用戶平均收入自 2015 年的人民幣 18.0 元增加至 2017 年的人人民幣 21.5 元，並進一步增加至 2018 年首 9 月之人民幣 23.9 元。

圖 5：月付費用戶平均收入上升



資料來源：公司資料

遊戲收益較為分散

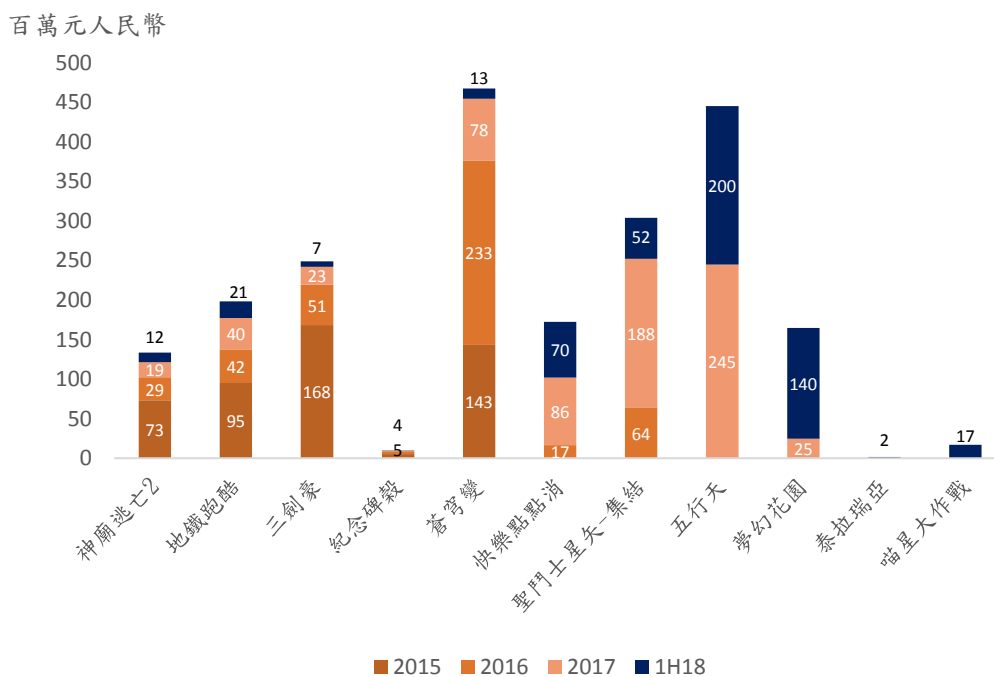
公司遊戲收益來源較為分散，首十大遊戲收益的遊戲收益佔比約為 60%。下表及下圖分別顯示公司的部分熱門遊戲及其收益：

表 2：公司主要遊戲

主要遊戲	上線時間	來源	類型
神廟逃亡 2	2013 年 1 月	授權	跑酷
地鐵跑酷	2013 年 9 月	授權	跑酷
三劍豪	2014 年 2 月	授權	角色扮演
紀念碑殺	2015 年 6 月	授權	益智
蒼穹變	2015 年 7 月	授權	角色扮演
快樂點點消	2015 年 12 月	授權	消除益智
聖鬥士星矢-集結	2016 年 7 月	授權	角色扮演
五行天	2017 年 5 月	自研	角色扮演
夢幻花園	2017 年 9 月	授權	消除益智
泰拉瑞亞	2017 年 12 月	授權	沙盒
喵星大作戰	2018 年 1 月	授權	休閒競技
魔力寶貝	2018 年 6 月	自研	角色扮演

資料來源：公司資料

圖 6：主要遊戲收入



資料來源：公司資料

源代碼獲取優勢及《神廟逃亡 2》與《地鐵跑酷》的成功

不同於中國很少或無法獲得授權遊戲源代碼的其他遊戲公司，創夢天地的全球遊戲開發商合作夥伴通常允許其獲取授權遊戲的源代碼，以允許公司在為中國市場重新設計及優化該等遊戲時擁有更好的控制及提高效率，而該等獨特優勢令公司可以通過不停的迭代、推出後續遊戲及精細化運營增長遊戲的運營週期。《神廟逃亡 2》及《地鐵跑酷》的成功印證了公司改編海外遊戲源代碼的技術能力和對進口遊戲的營運能力。

圖 7：《神廟逃亡 2》(左)及《地鐵跑酷》(右)



資料來源：西證證券經紀

公司於 2013 年 1 月及 9 月及分別推出《神廟逃亡 2》及《地鐵跑酷》兩款跑酷類遊戲，按月活躍用戶計，2017 年二者分別在跑酷遊戲中排名第三及第一，達 1,110 萬及 1,970 萬。根據 App Annie 於 2018 年 7 月發布的《iOS App 商店 10 年數據縱覽》，在蘋果商店過去十年全球最熱門遊戲 TOP10 中，創夢天地共佔據 4 款，包括《地鐵跑酷》和《神廟逃亡 2》，而二者運營週期卻已超過 5 年；同時《地鐵跑酷》在 App Annie 發布的 Google Play 過去十年全球十大熱門遊戲（按迄今為止全球下載量排名計）中排名第 1 及在伽馬數據發布的“2018 年全球市場移動遊戲下載量 TOP10”中排名第 9。兩款遊戲均已發展成 80 個或更多成功的主題版本，是公司擁有最高平均月活躍用戶的五款頂級遊戲之中的兩款。

圖 8：蘋果商店過去十年全球最熱門遊戲 TOP10

排名	游戏	公司
1	《糖果传奇》	动视暴雪
2	《地铁跑酷》	Kiloo
3	《水果忍者》	Halfbrick
4	《部落冲突》	Supercell
5	《王者荣耀》	腾讯
6	《神偷奶爸：小黄人快跑》	Vivendi
7	《愤怒的小鸟》	Rovio
8	《神廟逃亡 2》	Imangi
9	《神廟逃亡》	Imangi
10	《狂野飆車 8：极速凌云》	Vivendi

資料來源：App Annie

與全球頂級遊戲研發商 Playrix 聯合打造《夢幻花園》

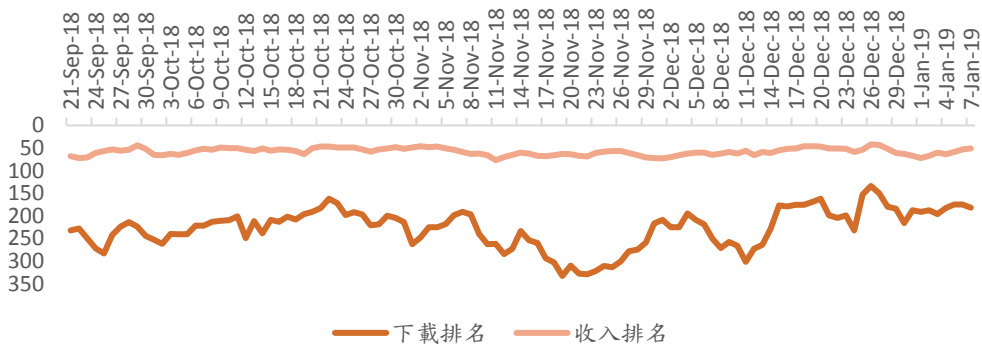
《夢幻花園》為公司和全球 10 大手機遊戲研發商之一 Playrix 聯合打造的消除益智遊戲，於 2017 年 9 月上線。不同於一般消除益智類遊戲，《夢幻花園》結合多個章節的故事情節，隨關卡推進逐步展開，並不斷解鎖新的花園裝飾工具及設備用以裝飾自己的花園。其雙重玩法及故事性打破消除益智類遊戲慣有的機械性，有效提高客戶粘性、付費率及遊戲生命週期。截至 2018 年 2 月，《夢幻花園》國內的平均月活躍安卓用戶已達到 1,320 萬。在伽馬數據 5 月發布的《2018 年中國女性遊戲研究報告》中，《夢幻花園》被列入“女性遊戲 Top10”；在被譽為遊戲界“奧斯卡”的遊戲評獎活動“金翎獎”中，《夢幻花園》榮獲“最佳境外移動遊戲”獎項。

圖 9：《夢幻花園》



資料來源：西證證券經紀

圖 10：《夢幻花園》中國 iOS 遊戲下載及收入名列前茅



資料來源：App Annie

《五行天手遊》印證過硬的自研能力

《五行天手遊》為公司於2017年5月上線的一款3D大型多人在線角色扮演自研遊戲，該遊戲乃基於一部受歡迎的網絡文學IP《五行天》。遊戲高度還原原著劇情，融合經典國戰網遊玩法，3D畫面製作極為精美，加上該作品已積累大量粉絲群且兼備與好友組隊及自由幫派結盟等社交功能，《五行天手遊》於2017年創下公司所有遊戲中收益最高，而截止2018年6月30日，其總收益突破人民幣4.4億元。公司研發實力通過《五行天手遊》強勁的表現得以驗證。2017年公司自研遊戲的平均月活躍用戶達3,520萬人，2015-2017年及2018年上半年，自研遊戲分別貢獻遊戲收益總額的31.6%、35.3%、42.4%及40.9%。

圖 11：《五行天手遊》精美 3D 畫面



資料來源：西證證券經紀

《魔力寶貝》強勢上線承載厚望

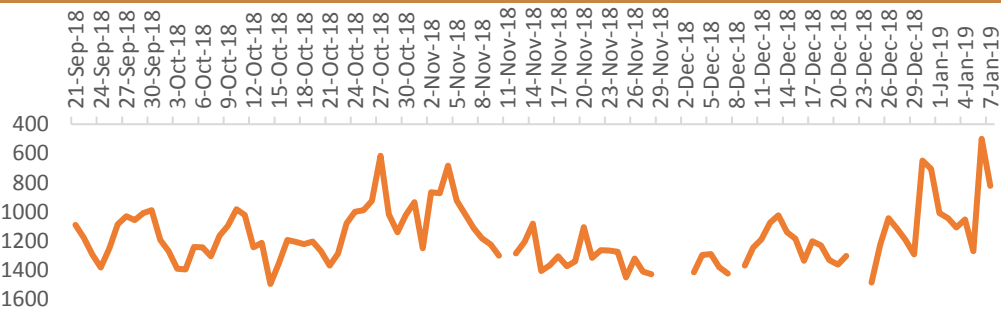
為進一步提升自研能力，公司於2018年8月以人民幣10.5億元收購上海火魂70%的股權。上海火魂擁有《魔力寶貝》的定制開發權，並獨家經營。《魔力寶貝》是根據2001年開發的端遊IP改編的回合制手遊，並保留了原始版本很多元素，擁有強大的粉絲基礎。該遊戲於2018年6月由騰訊遊戲發行平台發行，並一直於該平台運營。上線首月就成為中國iOS手遊收入榜第3名及下載榜第5名；無錫蠻荒發出的充值流水報告顯示，截至2018年7月31日，該遊戲累計充值流水已達人民幣2.8億元。另外，根據購股協議，自2018年6月1日起至2019年5月31日止12個月產生的淨利潤少於人民幣3億元，則上海火魂需對創夢天地做出賠償。《魔力寶貝》的IP效應、上線後強勁的流水表現及火魂的利潤保障協議預示該遊戲將成為今年公司主要業績增長引擎之一。

圖 12：《魔力寶貝》遊戲畫面



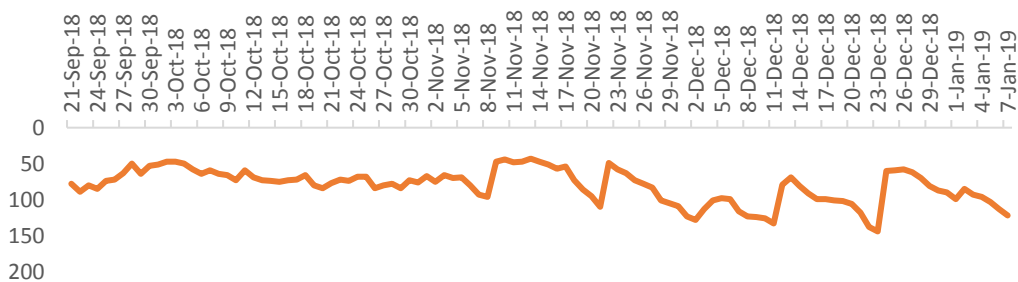
資料來源：西證證券經紀

圖 13：《魔力寶貝》中國 iOS 遊戲下載排名波動中顯現上漲趨勢



資料來源：App Annie

圖 14：《魔力寶貝》中國 iOS 遊戲收入排名輕微下滑



資料來源：App Annie

特色體育類遊戲《全民冠軍足球》反響熱烈

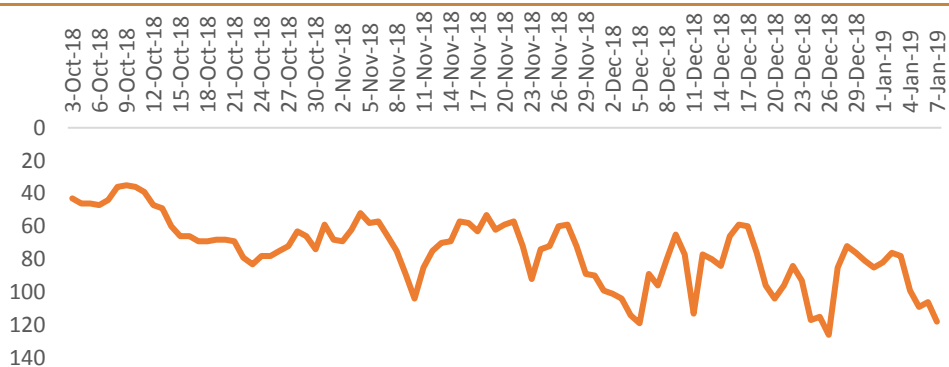
《全民冠軍足球》為公司委託中國頂尖足球遊戲開發商北京拱頂石定制開發，並聘請騰訊集團發行的重磅遊戲。該遊戲為公司在特色遊戲品類——體育類上的成功嘗試，已於 2018 年第三季提前面世。App Annie 統計顯示其中國 iOS 遊戲收入排名集中在 40-120 名間，與《魔力寶貝》排名相當，表明充值流水達《魔力寶貝》的級別；不過最近排名呈下滑趨勢，遊戲生命週期或較預期為短。

圖 15：《全民冠軍足球》



資料來源：西證證券經紀

圖 16：《全民冠軍足球》中國 iOS 遊戲收入排名較高但近日有所下滑



資料來源：App Annie

充足的新遊戲儲備

目前公司具有 24 款遊戲儲備，類型涵蓋消除益智類及卡牌類輕度遊戲、策略類及角色扮演類重度遊戲、女性類裝扮遊戲及體育類遊戲等，預計新遊戲將於 2019 年上線。其中有 2 款僅於海外推出，4 款在國內及海外推出，其餘 19 款僅於國內推出。共有 7 款新遊戲已獲得國家新聞出版廣電總局的前置審批。公司充足的遊戲儲備為未來業績提供堅實保障。

表 3: 新遊戲儲備

遊戲	預計上線時間	來源	類型	預期發行市場
已獲版號或僅在海外發行的遊戲				
超人總動員	1Q19	授權	策略	海外
修真世界	1Q19	授權	大型多人在線角色扮演	國內
衣范兒	1Q19	授權	裝扮遊戲	國內
末日守望	1Q19	授權	策略	海外
華夏雲清傳	1Q19	授權	大型多人在線角色扮演	國內
喵星大作戰	1Q19	授權	休閒競技 (H5)	國內
主公快跑	1Q19	授權	放置類遊戲 (H5)	國內
盛世龍城	1Q19	授權	大型多人在線角色扮演	國內
王牌指揮官	1Q19	授權	策略	國內
暫未獲得版號的遊戲				
廢土行動	1Q19	授權	生存	海外及國內
水果消除	1Q19	授權	消除益智	海外及國內
心跳偶像	1Q19	授權	動漫策略卡牌	海外及國內
暗黑熱血	1Q19	授權	大型多人在線角色扮演	國內
夢幻家園	1Q19	授權	消除益智	國內
格鬥街區	1Q19	授權	休閒競技	國內
格鬥街區	1Q19	授權	休閒競技 (H5)	國內
絕地空戰	1Q19	授權	飛行和射擊	國內
戰爭藝術 3	1Q19	授權	策略	國內
鎮魂街	1Q19	自研	動漫策略卡牌	國內
項目 A	2Q19	自研	大型多人在線角色扮演	國內
夢幻餐廳	3Q19	自研	消除益智	海外及國內
項目 B	3Q19	自研	大型多人在線角色扮演	國內
項目 C	3Q19	自研	策略	國內
半盞古董店	3Q19	授權	休閒模擬	國內

資料來源：公司資料

新遊戲中預計《暗黑熱血》、《夢幻家園》及《夢幻餐廳》將作為未來重磅遊戲。《暗黑熱血》改編自日本動漫 IP，為一款大型多人在線角色扮演遊戲；《夢幻家園》為歐洲大型遊戲研發商 Playrix 續作，曾獲全球遊戲下載排行榜冠軍；而《夢幻餐廳》為公司精品自研遊戲。

加碼泛娛樂生態圈

除遊戲外，公司還向用戶提供更多樣化數字娛樂服務，包括：

好時光影遊社：線下體驗店，設有各種娛樂設施，可向用戶提供更多樣化的互動娛樂體驗，如遊戲及遊戲相關商品、電子競技大賽專用的開放區域及不同主題的私人包房（可用於玩遊戲、看電影或開展其他活動）。騰訊已授予獨家許可權，允許好時光品牌使用多個騰訊視頻商標，並允許使用騰訊視頻提供的視頻內容。此外，公司會主辦或通過與第三方主辦方合作舉行電子競技大賽，公司亦與網絡視頻直播平台熊貓 TV 合作，其授權好時光影遊社使用熊貓 TV 的若干標識並播放熊貓 TV 流轉器產生的遊戲相關內容。好時光影遊社不僅成為公司收入來源，還將作為公司推廣遊戲業務的渠道。

圖 17：好時光影遊社



資料來源：西證證券經紀

一起玩應用程序：用戶可在客製化遊戲主題下遊戲及社交以及創建社交活動的一個社交遊戲平台，於 2018 年 5 月推出。公司已在該程序中設計具備社交功能的遊戲，使用戶能夠暢玩及社交。用戶可以通過社交功能與其他用戶進行互動，可滿足用戶尋找遊戲玩伴及進一步促進用戶在遊戲中消費。

信息服務：公司的多元化遊戲組合為廣告商針對其大量用戶開展營銷活動提供了有效的媒介，公司通常於遊戲及遊戲內用戶社區中直接投放的開屏頁面、插播式廣告、視頻及遊戲獎勵廣告。受惠於遊戲內廣告位增加及廣告價格的上漲，信息服務收益佔比於 2015-2017 年及 2018 年上半年分別為 4.4%、10.5%、12.5% 及 11.2%。

此外公司積極孵化 IP，2018 年在騰訊動漫上成功發行原創漫畫書《零一之道》，根據騰訊動漫官網顯示，《零一之道》評分 9.2，其於 2018 年 2 月開始在騰訊動漫獨家連載，目前人氣達 2 億，收藏次數突破 25 萬。除了《零一之道》外，與騰訊合作，開始標題為《我是大神仙》的暢銷漫畫書的動畫製作，《我是大神仙》作為騰訊於 2017 年上線的動漫玄幻冒險類的頭部作品，雙方一起投資的動畫預計 2019 年上線。

公司致力於形成泛娛樂生態圈，產生業務上的相輔相成及市場聯動，降低邊際成本，提高客戶參與度，同時也為競爭對手建立更高壁壘。

騰訊加持

騰訊 (700.HK) 透過其附屬公司 Tencent Mobility Limited 持有創夢天地 18.59%，成為僅次於最大股東陳湘宇先生 (持股比例 25.92%) 的第二大股東，而目前為止創夢天地為騰訊在中國投資的唯一一家手遊發行商。作為中國遊戲及泛娛樂產業巨頭，騰訊與創夢天地開展了深度合作：

技術方面，騰訊向公司提供雲服務及其售後服務，該等資源可於中國為公司提供無與倫比的數據存儲可靠性及穩定性，大大節省公司的遊戲基礎設施成本，同時公司可以透過雲靈活地按比例增加或減少伺服器數目；

用戶流量方面，公司聘請騰訊計算機，並通過騰訊集團的社交網絡平台 (如微信及 QQ) 為公司的遊戲獲取新用戶，例如公司聘請騰訊集團發行公司重磅遊戲之一《全民冠軍足球》，該遊戲已於 2018 年第三季上線；

在內容方面，公司與騰訊進行內容購買及開發合作，2018 年初開始《我是大神仙》的動畫製作，同時計劃從與其附屬公司閱文集團 (772.HK) 授權引進 IP 及與其共同孵化 IP；另外公司與騰訊合作開設了好時光影遊社體驗店，騰訊計算機授予公司使用其騰訊視頻內容、商標及創夢天地娛樂視頻內容修飾的獨家權利；

騰訊與公司的合作令雙方互利互贏，一方面，創夢天地補足騰訊進口遊戲的缺失，而有了遊戲巨頭騰訊的加持和背書，創夢天地無論在技術層面還是資源層面都獲得了得天獨厚的優勢。

公司歷史及里程碑

從手遊到數字娛樂，從納斯達克到港交所

公司的歷史可以追溯至陳湘宇先生及另一名前投資者於 2009 年 11 月成立深圳夢域，專注於手機遊戲開發外包服務。2011 年 2 月，深圳創夢天地成立並成為藉以經營手機遊戲發行業務的主要實體。公司的前身及當時的控股公司 iDreamSky Technology 於 2014 年 8 月在美國納斯達克上市，代碼 DSKY.US，隨後於 2016 年 9 月根據私有化計劃退市。退市後公司進行了一系列的重組，而主營業務自此由深圳創夢天地擁有，同時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，公司於港交所上市。

下圖列示了公司主要業務里程碑：

圖 18：主要業務里程碑

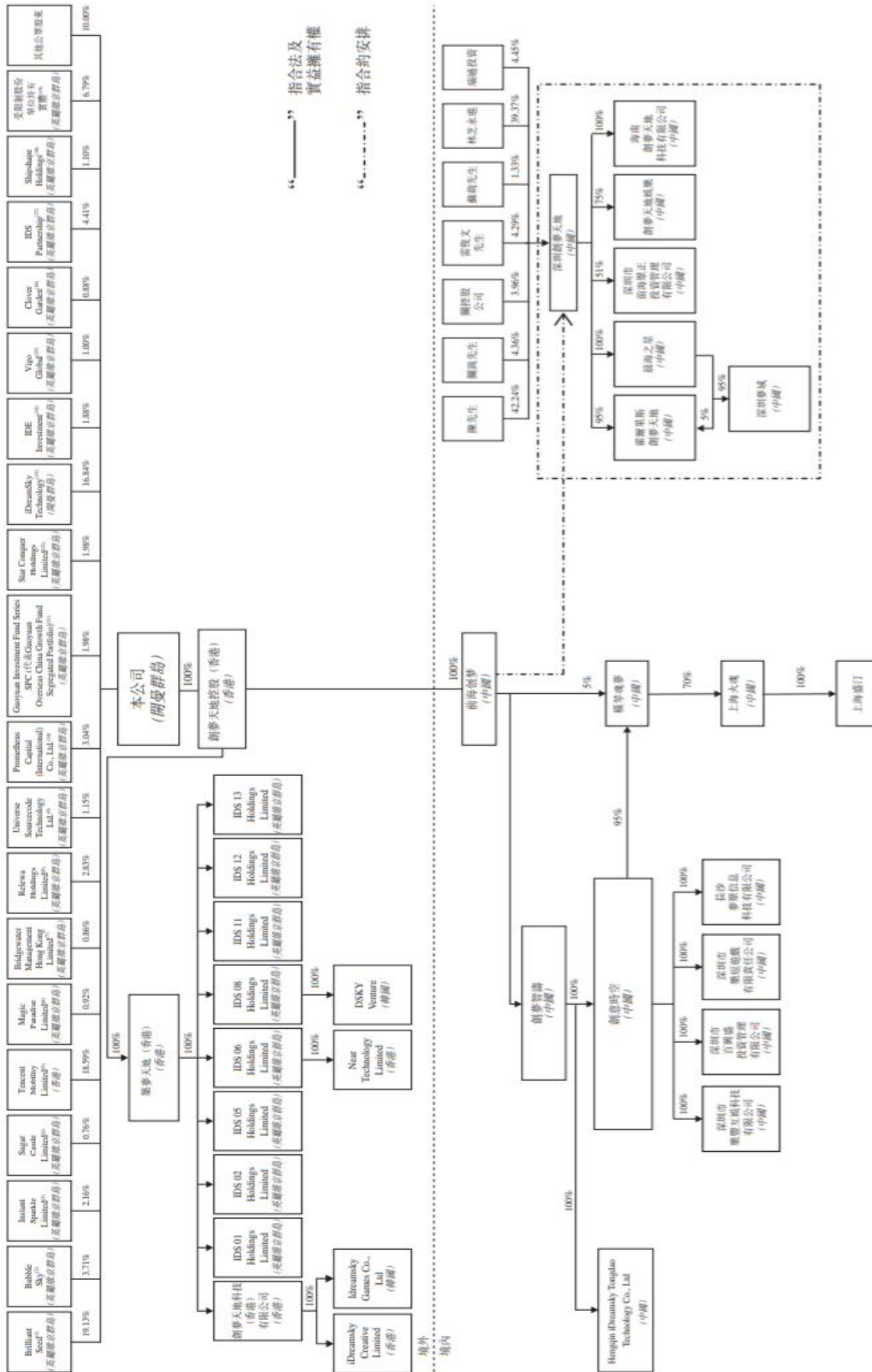


資料來源：公司資料

iDreamSky Technology (DSKY.US) 於 2012-2015 年總收益分別為人民幣 1,938 萬元、2.5 億元、9.8 億元及 16.4 億元，複合年增長率 338.9%，分別錄得股東應佔淨虧損人民幣 929 萬元、淨利潤 2,813 萬元、淨虧損 1,688 萬元及淨利潤 4,689 萬元。

股權架構

圖 19：股權架構



資料來源：公司資料

請務必閱讀正文後的免責聲明部分

發展策略

豐富向客戶提供的優質內容

創夢天地的遊戲、遊戲許可及 IP 為其核心資產，因相對少數的極優質內容可迅速吸引大量用戶，除開發自身遊戲及孵化遊戲外，公司致力於透過多種渠道尋求、授權或者擁有優質內容。具體而言：

公司預計動用約 7,820 萬港元透過以下方式豐富內容：1) 透過收購 IP 及與流行文學作品、漫畫、動畫及電影有關的相關資產及自主開發 IP 更好地控制其 IP 來源，截止目前公司已收購賽爾號、魔晶獵人及加菲貓等 IP；2) 透過獲得人才加強 IP 採購能力及設立更高的競爭壁壘；3) 透過定制 IP 及降低內容收購成本保證遊戲儲備的數目；4) 提升相關營銷活動。在未來三年，公司計劃每年收購兩到三個 IP 及資質開發一到三個 IP。

表 4：IP 儲備

IP 儲備	IP 許可人的所在地	收購成本 (人民幣百萬元)
火鳳燎原	台灣	19.0
我是大神仙	中國	22.8

資料來源：公司資料

同時，公司預計將動用約 1.7 億港元，獲取分銷許可及收購優質內容遊戲；動用約 4,690 萬港元為定制遊戲自主開發招募頂級工作室，壯大公司的遊戲開發團隊，豐富營銷資源，及優化定制遊戲。同時預計 1.8 億港元用於加強公司的內部研發能力及加強技術知識以提升其內部遊戲開發能力。

擴大用戶群及提高用戶參與度

持續提供多元化的數字娛樂服務將進一步擴大公司的用戶群及提高用戶參與度。公司將繼續改進現有遊戲服務，完善一起玩應用程序的社交功能，預計約 4,690 萬港元將用於擴展線下娛樂服務，即擴充好時光影遊社的網絡，並進一步發展遊戲內社區及 IPG 俱樂部。再者，進一步提升及擴大多元化的數字娛樂服務供應，包括電子競技、漫畫及視頻。

尋求戰略聯盟及投資機會

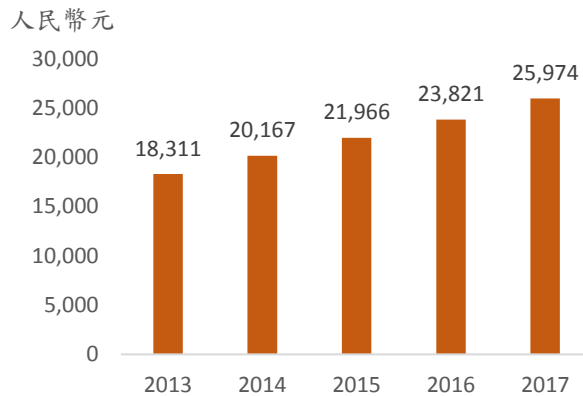
公司預期用約 1.9 億港元為上游或遊戲相關行業的策略性收購提供資金，以加強與主要市場參與者的合作，並支持公司國際業務的擴張，尤其是，公司擬 1) 使用約 1.3 億港元對可提升其與遊戲相關的採購、開發及營運能力、補充公司於遊戲市場的經驗以及瞭解全球玩家的喜好及市場趨勢的潛在內容提供商或第三方平台進行戰略性收購；及 2) 使用約 6,200 萬港元擴大公司的國際影響力（包括對海外遊戲開發商及海外遊戲發行商的收購等）以及與國際社交網絡及海外移動運營商合作以於海外開發、投資及/或授權高品質遊戲。

行業概覽

可支配收入改善推動數字娛樂市場增長

根據中國國家統計局資料，2013-2017 年全國居民人均可支配收入按 9.1% 的複合年增長率增長，於 2017 年達人民幣 25,974 元，弗若斯特沙利文預期人均可支配收入將自 2017-2022 年按 6.7% 的複合年增長率增長。

圖 20：中國居民人均可支配收入



資料來源：中國國家統計局

隨著可支配收入的增加，人們對數字娛樂活動支出也將隨之走高，從而推動數字娛樂市場規模的增長。數字娛樂市場是一個綜合生態系統，通過線上及線下渠道向客戶提供多元化數字內容。

圖 21：數字娛樂生態系統



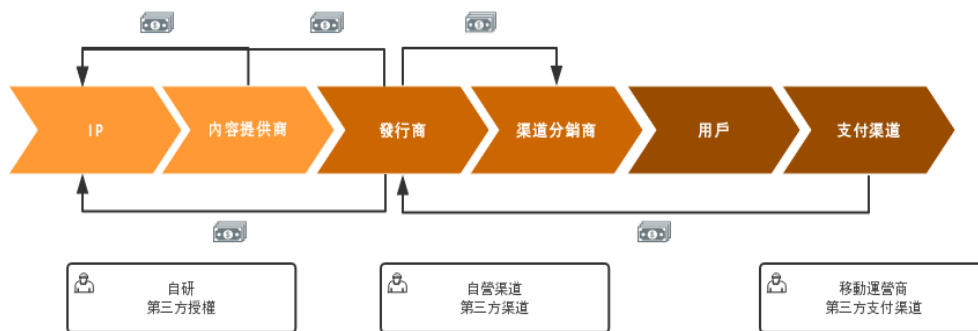
資料來源：弗若斯特沙利文

數字娛樂以遊戲、文學、動漫、影視、音樂等多元文化娛樂形態，以 IP 作為貫穿，相互結合、協同、共融共生，其核心在於充分挖掘並實現 IP 價值，在內容和市場方面的聯動，滿足客戶日益增長的娛樂生活需求，提升客戶參與度和粘性，同時也提升 IP 價值。工信部發布的《2018 年中國泛娛樂產業白皮書》顯示中國泛娛樂核心產業規模 2017 年達人民幣 5,484 億元；弗若斯特沙利文表示，近年來在大量 IP 資源湧現的驅動下，中國數字娛樂市場的市場規模於 2013-2017 年以複合年增長率 25.7% 增長，並預期 2017-2022 年複合增長率達 25.8%，其中線上娛樂和線下娛樂增速分別為 24.2% 及 32.9%。

中國遊戲產業價值鏈

在遊戲產業價值鏈中，內容提供商通過發展 IP 或取得第三方遊戲授權獲得成熟的遊戲，並將其授權予遊戲發行商，發行商通過自營遊戲網站或應用程序將遊戲上線，或經由手機應用程序商店、社交網絡平台等第三方渠道分銷商發行遊戲，用戶於不同渠道下載遊戲後利用移動運營商或第三方支付渠道付費，支付渠道在扣除相關分成後將充值流水返還予發行商，最後由發行商分別向 IP 持有方、內容提供商、渠道分銷商進行分成；IP 持有方亦有可能從內容提供商處得到分成。

圖 22：遊戲產業價值鏈

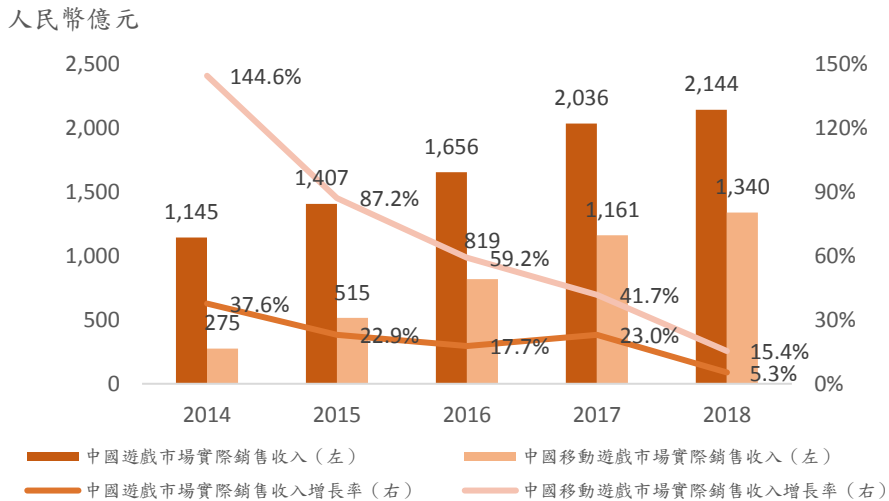


資料來源：西證證券經紀

中國遊戲市場收入增速放緩

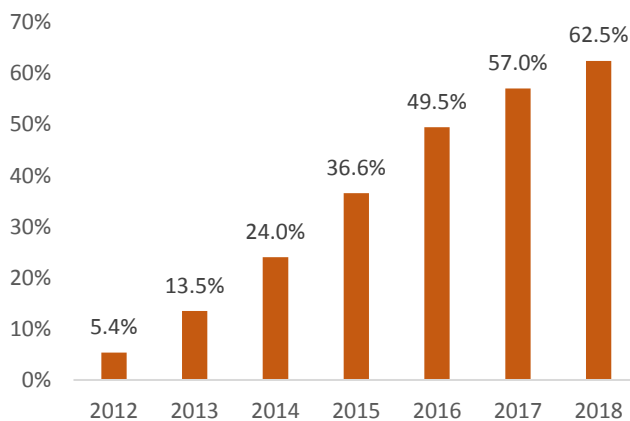
根據中國音數協遊戲工委及伽馬數據發布的研究報告，2018年中國遊戲市場實際銷售收入達人民幣2,144億元，同比增長5.3%，其中移動遊戲市場實際銷售收入1,340億元，同比增長15.4%；份額繼續增加，佔62.5%。主要受行業監管趨嚴影響，2018年中國遊戲市場收入增速較2017年大幅下降。

圖 23：中國遊戲市場及中國遊戲移動市場實際銷售收入及增長率



資料來源：中國音數協遊戲工委、伽馬數據

圖 24：中國移動遊戲市場實際銷售收入佔比



資料來源：中國音數協遊戲工委、伽馬數據

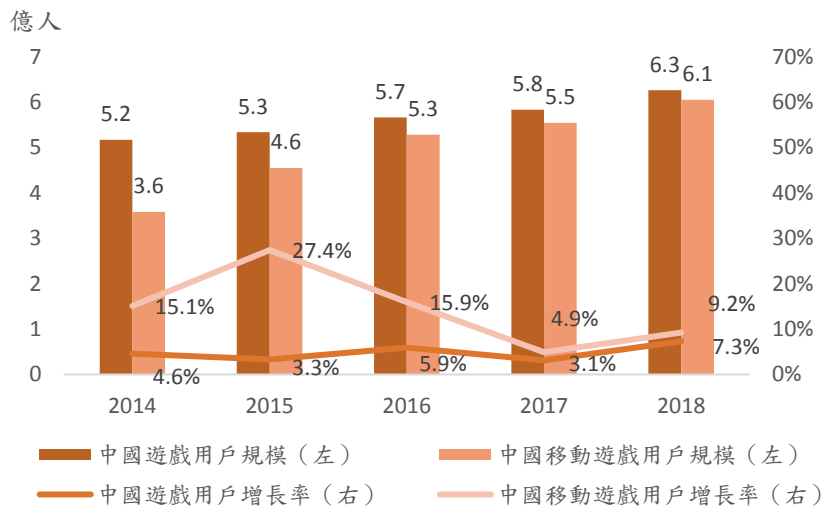
中國手遊市場規模有增長空間

艾瑞諮詢於 Microbeam International 招股書中及弗若斯特沙利文於 Zengame 招股書中預測，2017-2022 年中國手機遊戲市場規模複合年增長率將分別達 11.2% 及 22.5%，易觀智庫於中手游招股書中預計 2017-2020 年複合年增長率為 20.9%。綜上，2017-2022 年中國手機遊戲市場規模的市場預測平均複合年增長率約為 20%。

遊戲用戶規模仍在擴張

雖然人口紅利逐漸消失，但遊戲用戶規模仍在擴張。2018 年中國遊戲用戶及移動遊戲用戶規模分別同比增長 7.3% 及 9.2% 至 6.3 億人及 6.1 億人，較 2017 年之同比增長 3.1% 及 4.9% 有所增速。

圖 25：中國遊戲用戶及中國移動遊戲用戶規模及增長率



資料來源：中國音數協遊戲工委、伽馬數據

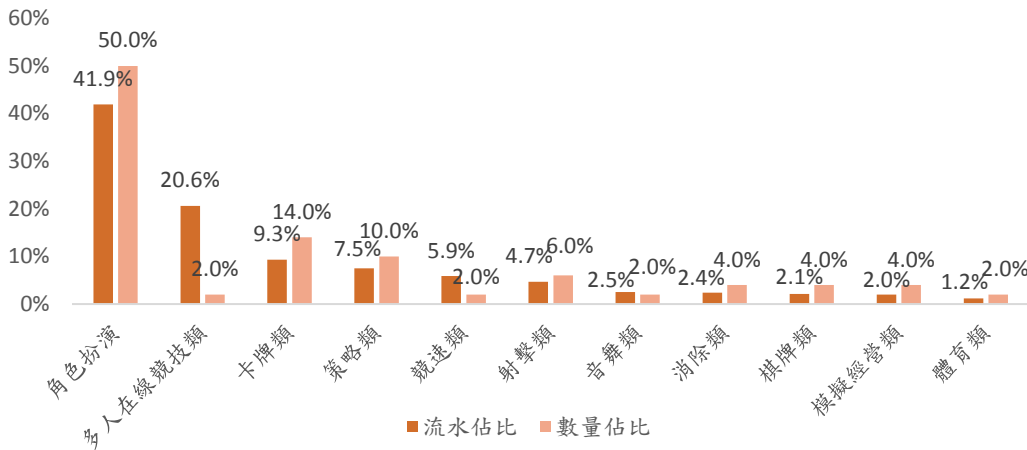
用戶付費的意願不斷提升

遊戲市場規模增長還受助於用戶付費的意願不斷提升。根據弗若斯特沙利文的研究，2013-2017 年中國手遊市場的年付費比率由 12.6% 急漲至 60.2%，複合年增長率 47.8%，並預計 2022 年年付費比率將進一步增長至 88.0%，實現 2017-2022 年複合年增長率 7.9%。公司月付費用戶平均收入由 2015 年之人民幣 18.0 元上升至 2017 年之人民幣 21.5 元及 2018 年首 9 月之人民幣 23.9 元。

重度遊戲貢獻主要流水

2018 年中國市場流水 TOP50 移動遊戲類型佔比中角色扮演類遊戲數量及流水分別高達 50.0% 及 41.9%，而多人在线競技類遊戲數量雖然僅為 2.0%，但卻貢獻主要遊戲流水之兩成以上，這兩類重度遊戲為移動遊戲行業企業盈利的關鍵。創夢天地對於營運的遊戲有清晰的定位，依託高月活躍用戶類型遊戲吸引客戶，再通過遊戲中的交叉推廣將客戶導流至高付費率及高付費用戶平均收入的遊戲中，公司的遊戲儲備中包含多款多人在线角色扮演的重度遊戲。

圖 26：2018 年中國市場流水 TOP50 移動遊戲類型佔比

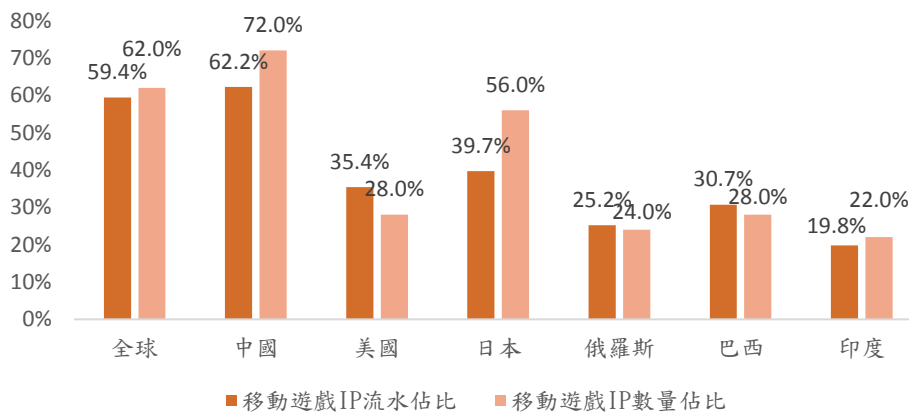


資料來源：伽馬數據、Newzoo

中國遊戲市場對 IP 高度依賴

根據伽馬數據和 Newzoo 的統計資料顯示，2018 年全球流水 TOP50 移動遊戲中擁有 IP 的遊戲其流水和數量佔比分別為 59.4% 及 62.0%，而在中國，流水和數量佔比分別高達為 62.2% 及 72.0%，突顯中國移動遊戲市場對 IP 的依賴程度遠超其他主要市場。IP 改編遊戲強大粉絲基礎，可以以低成本獲取客戶。因而控制優質 IP 將有助於其更快地商業化產品及服務。公司已成功推出多款 IP 遊戲，如《五行天》、《魔力寶貝》等，取得了不俗的成績，同時公司將在未來推出《暗黑熱血》等重磅 IP 遊戲、並計劃積極收購並收購及孵化 IP，我們預計公司未來將持續受惠於 IP 效應。

圖 27：2018 年各市場流水 TOP50 移動遊戲 IP 流水及數量佔比



資料來源：伽馬數據、Newzoo

行業監管

優惠政策及政府支持

2017年5月中國文化部發布《十三五時期文化發展改革規則》，明確指出政府將促進基於創新文化內容的數字遊戲行業升級、鼓勵行業協會舉辦電子競技比賽及促進中國數字遊戲行業與一帶一路國家的合作。其中列載的目標包括1)到2020年使數字遊戲行業的市場規模增長至人民幣3,000億元；2)推廣一組擁有強大品牌及國際競爭力的數字遊戲公司；3)推廣不同類型及形式的數字遊戲；4)鼓勵開發有獨立知識產權的線上遊戲技術、數字遊戲硬件及軟件設備；5)鼓勵發展線下遊戲娛樂場所；6)促進數字遊戲行業與其他行業的結合；7)加速數字遊戲的研發以適應不同用戶群的需求。該等政策支持將為市場從業者創造更多機會並進一步推動中國手遊市場整體增長。

監管機構改革及監管政策趨嚴

根據中國相關法律，1)網絡遊戲(包括國內及進口)在中國的商業推出須經國家新聞出版廣電總局的發行前置審批，2)國內網絡遊戲在中國的商業推出亦須文化部進行事後備案手續，及3)進口網絡遊戲的商業推出亦須經文化部前置審批。原國家新聞出版廣電總局發布了《遊戲申報審批重要事項通知》，稱機構變革將影響遊戲審批進度，此後遊戲版號審批一直處於暫停狀態。

2018年8月30日，教育部與國家衛生健康委員會等八部門制定了《綜合防控兒童青少年近視實施方案》。方案中提到，國家新聞出版署將實施網絡遊戲總量調控，控制新增網絡遊戲上網運營數量，探索符合國情的適齡提示制度，採取措施限制未成年人使用時間。

2018年12月，中宣部指導下成立網絡遊戲道德委員會。12月7日，對首批20款存在道德風險的網絡遊戲進行了評議，評議結果顯示對11款遊戲責成相關出版運營單位認真修改，消除道德風險，對9款遊戲做出不予批准。不過網絡遊戲道德委員會僅對上線之前、爭議較大、輿論集中、被判斷為可能會引發爭議的遊戲進行審查，並不是評議所有遊戲，其對遊戲產品中涉及色情、暴力、賭博的內容較為關注，其中吃雞類、部分棋牌類遊戲可能首當其衝。

新聞出版廣電總局重啟版號審批

2018年12月29日，國家新聞出版廣電總局公布了2018年12月份國產網絡遊戲的審批結果，標誌著政策層面的回暖。不過首批只有80款遊戲過審，與2018年1-3月分別獲批716款、484款及727款的數量相差甚遠，印證了監管機構將對遊戲總量進行控制。2017年共有超過9,000款遊戲通過審批，而2019年版號總量或將控制在3,000個左右，現時預計共有7,000餘款遊戲等待審批，還需要很長一段時間來消化。

總結

版號審批的控制及監管更嚴格令整個遊戲行業於2018年進入寒冬，尤其重創中小型遊戲企業。遊戲行業集中度高，大型遊戲企業的遊戲生命週期更長，產品更為規範組合更為豐富，且部分新遊戲已獲得版號，遊戲審批控制對其影響有限；而中小遊戲企業遊戲數量較少，長時間無法獲得版號可能意味著遊戲斷檔，盈利來源被切斷，影響企業生存問題，可能不得不投靠大型企業，從而領先的遊戲企業或將進一步擴大市場份額。

另一方面，監管機構也對遊戲企業提出了更高的遊戲製作要求，遊戲企業想要立足將在遊戲主題、質量等方面經受考驗而遊戲也逐步。在此作用下，遊戲將更為精品化，長期有利於行業規範、健康及可持續發展。

盈利預測

預期《魔力寶貝》驅動公司 2017-2020 年收益以複合年增長率 47.1% 增長。公司 2015-2017 年收益分別為人民幣 15.7 億元、14.8 億元及 17.6 億元，期間複合年增長率為 6.1%。我們預期創夢天地於 2018-2020 年收益將增長至人民幣 29.8 億元、49.8 億元及 56.2 億元，即 2017-2020 年複合年均增長率將約 47.1%。其中火魂預期在 2018-2020 年帶來的收益分別為人民幣 8.4 億元、24.0 億元及 24.0 億元，期間複合年增長率達 122.5%。我們的預期基於以下考慮：

- 目前單一營運《魔力寶貝》的上海火魂做出人民幣 3 億元利潤保證；《魔力寶貝》IP 具有強大的粉絲基礎，同時遊戲由巨頭騰訊獨家發行，在獲取用戶上具有絕對優勢；上線不足兩月流水已達人民幣 2.8 億元，隨後還會推出更新版本、開放新功能及還將於海外推出，將持續吸引新老玩家，且公司延長遊戲生命週期的能力已於《地鐵跑酷》及《神廟逃亡 2》可見一斑。
- 重磅自研角色扮演遊戲《五行天》於 2017 年創下公司所有遊戲中收益最高，而《夢幻花園》處於快速增長期，兩款遊戲於 2018 年上半年流水表現亮麗，預期將在舊遊戲中做出主要貢獻。而由騰訊發行的《全民冠軍足球》已於 2018 年第三季提前上線，近 3 月於中國 iOS 收入排名與《魔力寶貝》相當。
- 公司具有 24 款遊戲儲備，其中 7 款已獲取新聞出版廣電總局遊戲版號，2 款計劃僅於海外推出。其餘 16 款包含將知名 IP 改變的重度遊戲《暗黑熱血》及曾獲全球遊戲下載排行榜冠軍的 Playrix 續作《夢幻家園》，及公司精品自研遊戲《夢幻餐廳》，預計他們將成為未來公司重磅遊戲。
- 雖然國家新聞出版廣電總局已重啟版號審批，但預計 2019 年遊戲版號發放總量將為 3,000 個左右，僅為 2017 年的三分之一，加上監管機構對於遊戲內容的要求更為嚴格，預計一部分新遊戲的上線及變現或在未來受到影響。
- 來自多款免費小遊戲的廣告收入、好時光影遊社及一起玩應用程序預計 2018 年開始變現，並於 2019 年起大幅增長，2018-2020 年預期分別貢獻總收入的 0.5%、5.0% 及 7.0%。

表 5：收入預測

(人民幣百萬元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收益					
遊戲——除火魂外	1,322	1,535	1,868	2,043	2,487
遊戲——火魂	0	0	840	2,400	2,400
信息服務	155	221	254	292	336
其他	4	8	16	247	393
合計	1,481	1,764	2,978	4,982	5,616
增速					
遊戲	-11.7%	16.1%	76.4%	64.1%	10.0%
信息服務	122.3%	42.5%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	n. a.	98.5%	100.0%	1485.0%	59.5%
合計	-5.5%	19.1%	68.8%	67.3%	12.7%

資料來源：公司資料、西證證券經紀

預期 2018–2020 年公司毛利率分別為 35.3%、35.6% 及 38.2%。我們預期 2018–2020 年公司毛利分別為人民幣 10.5 億元、17.7 億元及 21.4 億元，毛利率分別為 35.3%、35.6% 及 38.2%，較 2017 年之 40.2% 為低；其中撇除火魂併表影響的毛利率分別為 39.4%、44.4% 及 47.3%，火魂的毛利率分別為 24.8%、26.2% 及 26.0%。我們的預測基於以下假設：

- 隨著短視頻等新型娛樂方式的異軍突起，預計公司推廣遊戲的方式會由通過第三方發行及推廣向通過於短視頻平台買量的方式部分轉移，渠道成本增速將逐漸放緩；
- 隨著公司 IP 孵化成熟及不斷收購新 IP，利用自有 IP 進行遊戲研發將降低對 IP 持有方及內容提供商的依賴；
- 火魂運營的唯一遊戲《魔力寶貝》由騰訊獨家發行，渠道成本較高導致火魂毛利率非常低，而火魂收入佔比於 2018 及 2019 年增大。

預期 2018–2020 年公司經調整（撇除上市開支及股份酬金影響）經營利潤率分別為 18.5%、19.9% 及 20.9%。我們預期 2018–2020 年公司經調整經營利潤分別為人民幣 5.5 億元、9.9 億元及 11.7 億元，經調整經營利潤率分別為 18.5%、19.9% 及 20.9%，其中撇除火魂併表影響的經調整經營利潤率預期分別為 18.8%、20.5% 及 23.1%，火魂的經營利潤率分別為 17.8%、19.2% 及 18.0%，我們的預測基於以下假設：

- 由於發行方式向買量方式部分轉移，銷售及營銷開支增速將加快；
- 《魔力寶貝》之推廣費用、一般及行政費用大部分由騰訊承擔，經營費用率較低；
- 預計火魂將於 2020 年進行 2 款新遊戲研發，其研發費用佔收入比重將於 2020 年上升。

預期經調整股東應佔淨利潤於 2017–2020 年複合年增長率將為 55.1%。我們預計 2018–2020 年公司經調整股東應佔溢利將分別為人民幣 4.2 億元、7.1 億元及 8.8 億元，即 2018–2020 年複合年增長率為 55.1%。我們的預期基於以下假設：

- 火魂及創夢天地將獲取及重續高新技術企業資格，在三年內享受 15% 的調低優惠稅率。

表 6：盈利預測

(人民幣百萬元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
毛利	544	709	1,051	1,775	2,143
經營利潤	25	210	389	931	1,075
經調整經營利潤	194	296	552	991	1,175
淨利潤	5	150	254	651	781
經調整股東應佔溢利	174	236	417	711	881
經調整每股盈利 (人民幣元)	0.173	0.235	0.378	0.560	0.694

資料來源：公司資料、西證證券經紀

估值與評級

目標價 7.50 港元，首予增持評級

騰訊 (700.HK)、網龍 (777.HK)、IGG (799.HK) 及金山軟件 (3888.HK) 均為在香港上市的網絡遊戲公司，是公司主要同業，其主要業務範圍及財務預測如下：

- 騰訊 (700.HK) 的主營業務包括增值服務 (包含網絡遊戲及社交網絡)，網絡廣告及其他業務。2017 年騰訊總收入為人民幣 2,378 億元 (2015-2017 年複合年增長率 52.0%)，其中網絡遊戲收入人民幣 979 億元 (2015-2017 年複合年增長率 31.5%)，佔 41.2%，非通用會計準則下淨利潤為人民幣 651 億元 (2015-2017 年複合年增長率 41.8%)。市場預期 2017-2020 年騰訊總收入及非通用會計準則下淨利潤的複合年增長率將分別達 28.9% 及 21.7%。
- 網龍 (777.HK) 的業務包括遊戲及教育，公司總收入於 2017 年錄得人民幣 38.7 億元，2015-2017 年複合增長率達 74.4%，其中遊戲業務收入人民幣 16.7 億元，貢獻 43.3% 收益，2015-2017 年複合增長率 30.3%；2017 年，來自遊戲業務的經營性分類盈利為人民幣 6.8 億元 (教育業務錄得經營性分類虧損人民幣 4.2 億元)。市場預期公司 2017-2020 年總收入以複合年增長率 19.3%，同時預計 2018 年扭虧為營，淨利潤於 2018-2020 年複合年增長率為 26.3%。
- IGG (799.HK) 主要致力於研發手遊並在全球發行運營，2017 年其收入及淨利潤為 6.1 億美元及 1.6 億美元，2015-2017 年複合年增長率分別為 73.2% 及 93.9%，2017-2020 年預期複合年增長率分別為 14.8% 及 16.2%。
- 金山軟件 (3888.HK) 之 2017 年總收益及核心淨利潤分別為人民幣 51.8 億元及 11.9 億元 (2015-2017 年複合年增長率分別為 60.3% 及 75.4%)，其中網絡遊戲業務於 2017 年貢獻總收入的 60.2%，同時錄得人民幣 13.6 億元的分部利潤 (雲服務分部虧損人民幣 5.8 億元，辦公軟件及服務以及及其他業務分部利潤人民幣 2.8 億元)，市場預計 2017-2020 年公司收入及核心淨利潤的複合增長率分別 21.6% 及 -11.5%。

公司與主要同業相比較：1) 包括騰訊，網龍及金山在內的公司非遊戲業務收入佔比高，且盈利能力預期將迅速崛起，可以彌補遊戲行業受壓為公司業績帶來的負面影響；2) 同業公司主要自行發行及運營遊戲，而公司對第三方研發及發行渠道的依賴較同業更高，從而經營利潤率及淨利潤率處於行業較低水平；3) 同業公司普遍擁有更長的發展歷史，在研發、發行及運營手遊方面具有更豐富的經驗；4) IGG 遊戲數量較少且品類相對單一，而盈利能力最高的兩款主要遊戲已步入成熟期；5) 公司的非遊戲業務尚處於投入及發展階段，泛娛樂生態圈聯動效應尚未凸顯。

考慮到以上因素，我們認為公司估值較行業平均有所折讓。現價相當於 13.4 倍 2018 年預測市盈率，我們以 17.3 倍 2018 年預期經調整市盈率及 11.7 倍 2019 年預期經調整市盈率為目標 (較同業 2019 年平均預期市盈率折讓約 36%)，給予**目標價 7.50 港元**，首予**增持**評級。

風險提示：1) 《魔力寶貝》及新遊戲表現不及預期；2) 版號審批進程不及預期；3) 新遊戲延遲推出；4) 非遊戲業務變現不及預期。

表 7：港股同業估值比較

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 (%)
			FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E		
博雅互動	434 HK	804	2.7	n. a.	n. a.	0.3	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
雲遊控股	484 HK	571	6.7	n. a.	n. a.	0.4	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
騰訊控股	700 HK	3,004,595	36.0	32.9	27.6	9.8	7.8	6.1	0.3	26.8
網龍	777 HK	6,884	n. a.	35.3	21.1	1.3	1.3	1.2	1.3	4.4
第七大道	797 HK	3,760	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
IGG	799 HK	13,893	11.9	9.0	7.9	8.0	4.7	3.4	5.6	63.2
飛魚科技	1022 HK	534	n. a.	n. a.	n. a.	0.7	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
樂遊科技	1089 HK	6,408	89.8	n. a.	n. a.	3.7	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
遊萊互動	2022 HK	476	23.5	n. a.	n. a.	1.2	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
金山軟件	3888 HK	16,637	4.3	54.8	16.9	1.1	1.2	1.1	0.8	3.2
指尖悅動	6860 HK	3,224	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
聯眾	6899 HK	875	n. a.	n. a.	n. a.	0.4	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
智傲控股	8282 HK	83	n. a.	n. a.	n. a.	1.2	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
簡單平均			25.0	33.0	18.4	2.8	3.7	3.0	2.0	24.4
加權平均			35.8	32.9	27.5	9.7	7.7	6.1	0.4	26.8
加權平均 (不包括騰訊)			21.4	34.2	14.3	3.5	2.5	2.0	0.7	25.7

資料來源：彭博

表 8：A 股主要同業估值比較

公司名稱	股票編號	市值 (人民幣百萬元)	市盈率 (倍)			市賬率 (倍)			股息率 (%)	股本回報率 (%)
			FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E		
遊族網路	002174 CH	17,592	26.1	19.0	15.6	4.3	3.6	3.0	0.6	19.0
三七互娛	002555 CH	20,399	12.6	12.2	10.3	2.9	2.5	2.1	1.5	21.5
巨人網路	002558 CH	40,062	30.9	n. a.	n. a.	4.7	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
世紀華通	002602 CH	46,812	42.2	37.3	28.9	6.5	3.3	3.0	1.7	13.9
完美世界	002624 CH	33,659	22.5	18.3	15.1	4.2	3.5	2.9	0.6	19.4
簡單平均			26.9	21.7	17.5	4.5	3.2	2.7	1.1	18.5
加權平均			29.6	24.9	19.8	4.9	3.3	2.8	1.2	17.5

資料來源：彭博

表 9：財務報表及盈利預測

損益表						資產負債表					
(人民幣百萬元)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	(人民幣百萬元)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
收入——除火魂	1,481	1,764	2,138	2,582	3,216	無形資產	251	306	464	652	704
收入——火魂	0	0	840	2,400	2,400	商譽	0	0	970	970	970
總收入	1,481	1,764	2,978	4,982	5,616	其他	334	443	543	643	766
銷售成本	(937)	(1,054)	(1,926)	(3,207)	(3,472)	非流動資產	585	749	1,977	2,265	2,440
毛利	544	709	1,051	1,775	2,143	應收及預付款項	808	1,301	1,896	2,817	3,284
銷售及分銷成本	(184)	(203)	(248)	(317)	(411)	其他	83	118	166	273	307
一般及行政開支	(251)	(203)	(270)	(271)	(340)	現金及其等價物	543	605	1,351	1,402	1,856
研發開支	(89)	(106)	(146)	(264)	(329)	流動資產	1,434	2,024	3,414	4,492	5,447
其他	5	13	2	8	11	應付賬款及費用	405	241	440	733	793
經營利潤	25	210	389	931	1,075	借款	332	997	500	500	500
財務成本及其他	(8)	(37)	(38)	(27)	(27)	合約負債	108	155	261	437	493
稅前利潤	17	174	351	904	1,048	其他	634	24	50	116	135
所得稅開支	(12)	(22)	(59)	(136)	(157)	流動負債	1,479	1,417	1,252	1,786	1,921
稅後利潤	5	152	292	768	891	借款	5	3	1,000	1,000	1,000
非控股權益	0	(2)	(38)	(118)	(110)	其他	10	16	19	22	27
淨利潤	5	150	254	651	781	非流動負債	15	19	1,019	1,022	1,027
經調整淨利潤	174	236	417	711	881	少數股東權益	1	5	43	161	271
經調整每股盈利 (人民幣元)	0.173	0.235	0.378	0.560	0.694	股東應佔權益	524	1,331	3,077	3,788	4,668

現金流量表					
(人民幣百萬元)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
稅前利潤	17	174	351	904	1,048
折舊及攤銷	86	83	102	144	169
股份酬金開支	169	86	120	60	100
其他	37	100	39	67	75
營運資金變動	(290)	(59)	(317)	(633)	(529)
經營活動現金流	18	384	296	542	864
資本開支	(125)	(174)	(1,292)	(369)	(269)
其他	(97)	(88)	(94)	(95)	(114)
投資活動現金流	(223)	(262)	(1,386)	(464)	(383)
集資及注資淨額	152	897	1,424	0	0
借款淨額	227	663	500	0	0
其他	192	(1,617)	(88)	(27)	(27)
融資活動現金流	571	(57)	1,836	(27)	(27)
現金變動	367	65	746	51	454
匯兌變動	6	(3)	0	0	0
期初淨現金	171	543	605	1,351	1,402
期末淨現金	543	605	1,351	1,402	1,856

財務比率					
(%)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
收入增長	(5.5)	19.1	68.8	67.3	12.7
毛利增長	(7.7)	30.4	48.2	68.8	20.8
經營溢利增長	(77.8)	743.0	84.9	139.3	15.5
淨利潤增長	(92.8)	2,664.9	69.2	156.3	20.0
經調整淨利潤增長	(14.8)	35.7	76.5	70.5	23.9
毛利率	36.7	40.2	35.3	35.6	38.2
經營利潤率	1.7	11.9	13.1	18.7	19.1
淨利率	0.4	8.5	8.5	13.1	13.9
經調整淨利率	11.8	13.4	14.0	14.3	15.7
資產收益率	1.2	16.1	11.4	18.4	17.6
股東資金回報率	0.3	6.3	6.2	10.7	10.7
流動比率 (倍)	1.0	1.4	2.7	2.5	2.8
負債比率	74.0	51.8	42.1	41.6	37.4

資料來源：公司資料、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。