

## 证券研究报告—动态报告/海外公司快评

传媒

互联网

**创梦天地 (01119)**

重大事件快评

**增持**

(首次评级)

2020年10月22日

# 拟发行 7.75 亿港元可转债，夯实研发实力

证券分析师：张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002
证券分析师：高博文 gaobowen@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030004
证券分析师：夏妍 021-60933162 xiayan2@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030003

## 事项：

创梦天地公告：公司拟发行于 2025 年到期 7.75 亿港元 3.125% 有担保可换股债券。本次拟发行债券所得款项净额将用于公司自有游戏及产品的研发以及日后的战略机会补充资金。

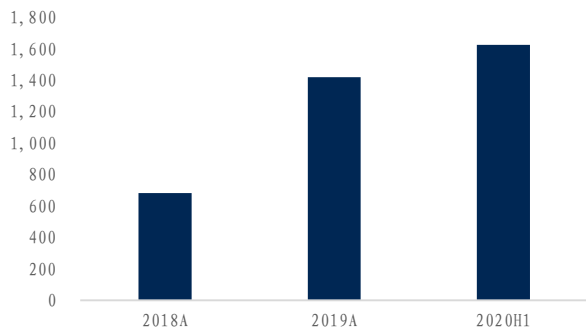
**国信传媒观点：**创梦天地是中国最大的独立游戏发行商，先后发行了《神庙逃亡》、《地铁跑酷》等全球知名休闲游戏；还自研和代理了《五行天》、《魔力宝贝》、《决战玛法》等 MMO 类型游戏。基于海外游戏 IP 和源代码合作模式帮助创梦天地频频打造爆款游戏。随着“内容为王”趋势日盛，研发商地位持续提升，“好产品”的争夺也日益激烈，发行商加大自研端投入。本次拟发行可转债主要用于加强自研实力以及投资潜在研发商合作伙伴，有利于提升公司长期竞争力和盈利能力。公司持续性研发投入逐步展现效果，其中《魔力宝贝》首月畅销榜位列 TOP 10、《全民冠军足球》持续保持体育类游戏畅销榜 TOP 10，自研产品储备充足，业绩稳定增长可期。根据可比公司市盈率，我们给予 20 年 17-19 倍 PE，得出公司合理估值区间 4.98-5.57 港币，相对目前股价有 25%-39% 的溢价空间。我们预计公司 20-22 年每股收益 0.26/0.34/0.44 元（未考虑可转债转股影响），增速分别为 -7.1%/30.6%/28.4%，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 评论：

### ■ 拟发行 7.75 亿港元可转债，用于加强自研实力以及投资潜在研发商合作伙伴

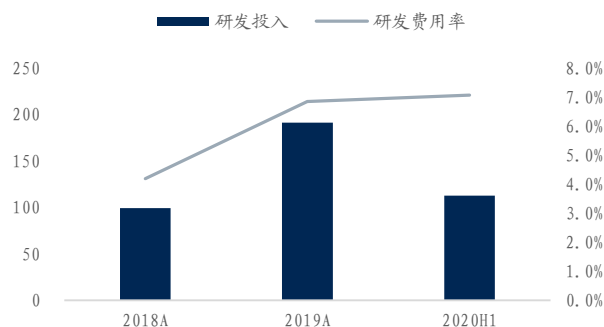
10 月 6 日，公司公告 DHL（公司全资子公司）及经办人已签署认购协议，该协议经办人将有条件同意认购 DHL 发行总额 7.75 亿港元的债券。本次拟发行债券为于 2025 年到期本金总额 7.75 亿港元的以港元计值的 3.125% 可换股债券，初始转换价格为 4.99 港元/股，若全部转换，最多转换成 1.55 亿股的新股，占本公告日已发行股本约 12.23%。公司拟将发行债券所得款净额用于自有游戏及产品的研发以及日后的战略机会补充资金。对于传统发行商来说，夯实自研实力和投资外部优质研发商（获取独代产品资格）已经成为必然选择。随着渠道集中度提升以及平台数据优化能力提升，越来越多的新锐研发商选择自主发行，比如角鹰网络的《明日方舟》、青瓷数码的《最强蜗牛》都取得了不错的成绩。一方面，从创梦天地财报来看，其独代游戏前期许可费（计入无形资产）持续提升，通过版权金绑定更多优质产品，保障持续发行产品数量。另一方面，公司不断加大自研投入力度，扩充研发团队（20H1 接近 600 人），通过自研能力提升减少对外部产品依赖，提升长期竞争力和盈利能力，其中《魔力宝贝》、《全民冠军足球》等自研产品均表现亮眼，自研战略逐步见效。

图 1: 公司无形资产 (单位: 百万)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理 (无形资产主要为独家游戏安排前期许可费, 按照3-5年直线法摊销)

图 2: 公司研发投入及费用率 (单位: 百万, %)

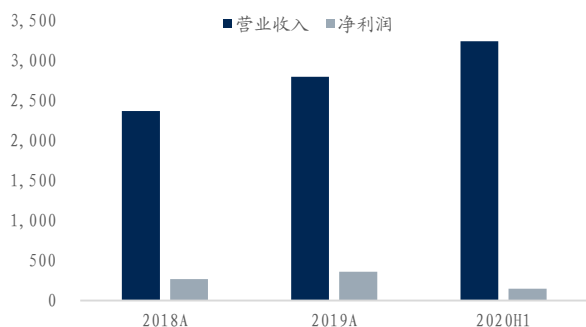


资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

### 国内最大的独立游戏发行商, 多品类发行稳定性突出

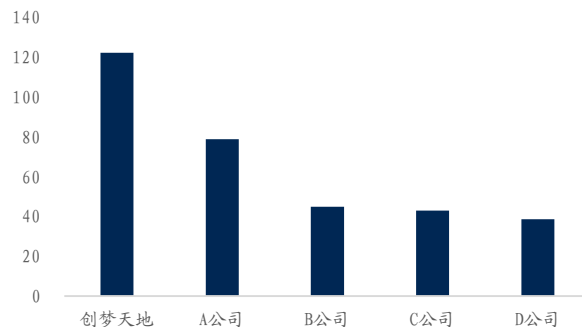
以平均月活用户计, 公司是国内最大的独立游戏发行商; 截止 2020 年中报平均月活用户达 1.42 亿。强大的自研和代理游戏矩阵推动营收稳步增长, 2020 年上半年营收 15.92 亿 (yoy+11.2%), 其中游戏付费收入 13.88 亿 (yoy+10.0%)、游戏广告收入 2.00 亿 (yoy+24.9%); 净利润 1.48 亿 (yoy-29.7%), 主要由于《魔力宝贝》(腾讯独代、以净额计入收入) 等高毛利率游戏生命周期进入末期流水下降所致。

图 3: 公司营收稳步增长 (单位: 百万)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

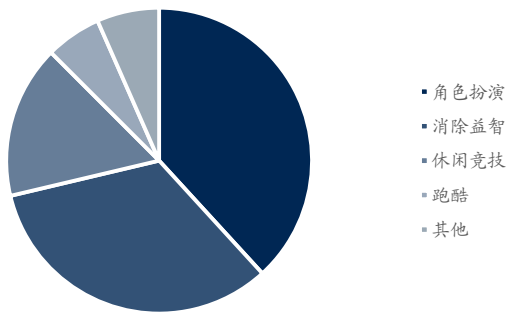
图 4: 国内独立游戏发行市场 TOP 1



资料来源: 弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理 (以 2017 年平均月活用户计)

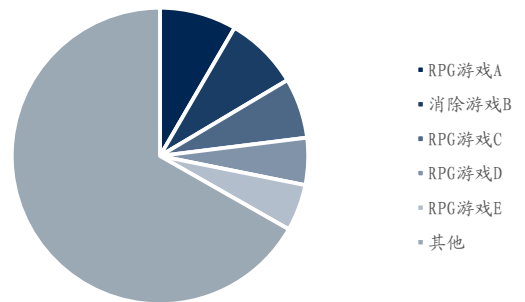
创梦天地是少数具有多品类发行以及不依赖于头部游戏的发行公司。公司先后发行了《神庙逃亡》、《地铁跑酷》等全球知名休闲游戏; 还自研和代理了《五行天》、《魔力宝贝》、《决战玛法》等 MMO 类型游戏。基于海外游戏 IP 和源代码合作模式帮助创梦天地频频打造爆款游戏。以 2018 年上半年数据看, 公司收入口径上, 角色扮演类游戏占比 38.2%、消除益智类游戏占比 33.1%、休闲竞技类游戏 16.2%, 聚焦于益智消除类、休闲竞技类以及中重度精品游戏赛道。从游戏集中度上看, 公司 TOP 5 收入游戏仅贡献 33.2%, 并不依赖于单一、头部游戏, 益智、休闲品类生命周期长以及游戏集中度低保障营收稳定性强。

图 5: 公司多品类游戏发行



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理 (2018年上半年数据)

图 6: 公司游戏收入分散



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理 (2019年数据)

### ■ 短期重磅产品即将上线, 长期自研实力增强逐步见效

自上市以来, 公司持续加码自研, 从 18 年中研发人员从 239 人增长至 20 年中 575 人。20 年四季度, 公司自研游戏逐步上线, 如“代号‘荣耀’”、《小动物之星》、《女巫日记》等, 涉及 ARPG、休闲竞技、消除解密等多品类。其中重磅产品《小动物之星》是独立游戏开发团队 Pixile 授权、Steam 移植的休闲动物“吃鸡”类型游戏, TapTap 评分 9.7、预约量超 11 万, 有望取得亮眼成绩。

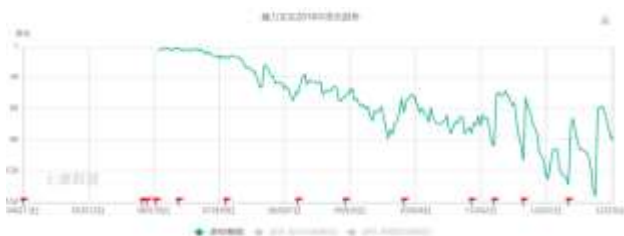
表 1: 公司游戏储备

游戏	类型	来源	预计上线时间	TapTap 预约
代号荣耀	ARPG	自研	20Q4	-
蘑菇战争 2	休闲竞技	发行	20Q4	1 万+
小动物之星	休闲竞技	自研	20Q4	11 万+
女巫日记	消除解密	自研	20Q4	-

资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

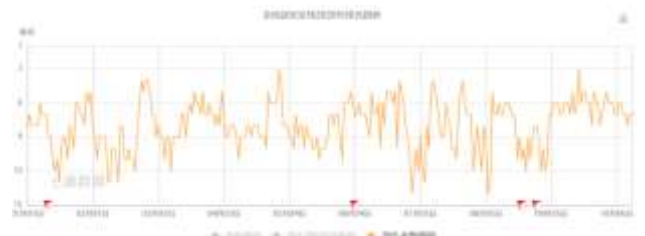
公司持续性研发投入逐步展现效果, 其中《魔力宝贝》首月畅销榜位列 TOP 10、《全民冠军足球》持续保持体育类游戏畅销榜 TOP 10。本次发行可转债不仅有利于自研产品实力提升, 帮助创梦天地在游戏行业新竞争格局中获得优势。同时也有利于创梦天地做产业并购, 通过收购优质研发商, 补足自研实力。引入天美和光子总裁进入董事会也长期有利于公司在研发方向和体系上越走越远。

图 7: 《魔力宝贝》首月畅销榜位列 TOP 10



资料来源: 七麦数据、国信证券经济研究所整理

图 8: 《全民冠军足球》体育类游戏畅销榜 TOP 10



资料来源: 七麦数据、国信证券经济研究所整理

## ■ 看好公司自研实力逐步见效，首次覆盖，给予“增持”评级

我们的盈利预测基于以下假设条件：

综合来看，20-22 年收入增速分别为 11.4%/19.8%/15.0%，其中游戏收益增速 10.0%/20.0%/15.0%，信息服务收益增速 25.0%/20.0%/15.0%；

20-22 年整体毛利率分别为 43.0%/44.0%/45.0%。在销售费用支出上，公司的销售费用率预期在 20-22 年基本平稳，分别为 12.0%/12.0%/12.0%。管理费用支出比率分别为 8.0%/8.0%/8.0%。研发费用率分别为 7.0%/7.0%/7.0%。

**表 2：公司业务估算及预测**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
游戏	1,535	2,088	2,447	2,692	3,230	3,714
yoy		36.0%	17.2%	10.0%	20.0%	15.0%
信息服务	221	270	332	415	498	573
yoy		22.2%	23.0%	25.0%	20.0%	15.0%

资料来源：国信证券经济研究所预测

**表 3：未来 3 年盈利预测表**

单位：百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,793	3,112	3,728	4,287
营业成本	(1,567)	(1,774)	(2,088)	(2,358)
销售费用	(293)	(373)	(447)	(514)
管理费用	(59)	(31)	(37)	(43)
财务费用	(36)	(88)	(110)	(110)
营业利润	428	465	601	739
利润总额	391	372	486	624
归属于母公司净利润	360	335	437	562
EPS	0.28	0.26	0.34	0.44
ROE	10.1%	8.6%	10.1%	11.5%

资料来源：国信证券经济研究所预测

根据可比公司市盈率，我们给予 20 年 17-19 倍 PE，得出公司合理估值区间 4.98-5.57 港币，相对目前股价有 25%-39% 的溢价空间。我们预计公司 20-22 年每股收益 0.26/0.34/0.44 元（未考虑可转债转股影响），增速分别为 -7.1%/30.6%/28.4%，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 4：可比公司估值**

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
300113	顺网科技	买入	17.83	124.42	0.43	0.66	41.47	27.02
9990	祖龙娱乐	买入	24.00	197.20	0.80	1.46	30.00	16.44
2400	心动公司	增持	38.30	171.60	1.05	1.28	36.48	29.92
0302	中手游	未评级	3.50	81.10	0.32	0.44	10.94	7.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（顺网科技、祖龙娱乐、心动公司 EPS 取自国信证券预测，中手游 EPS 取自 Wind 一致预期；港股公司股价、市值均以人民币计）

## ■ 风险提示

产品表现不及预期、发行竞争加剧等。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	533	751	1,524	1,751
应收款项	1,135	1,264	1,515	1,742
存货净额				
其他流动资产	1,434	1,567	1,824	2,058
<b>流动资产合计</b>	<b>3,101</b>	<b>3,583</b>	<b>4,863</b>	<b>5,551</b>
固定资产	32	32	32	32
无形资产及其他	1,419	1,625	1,625	1,625
投资性房地产				
长期股权投资	1,535	1,635	1,659	1,686
<b>资产总计</b>	<b>6,087</b>	<b>6,875</b>	<b>8,179</b>	<b>8,894</b>
短期借款及交易性金融负债	1,016	820	820	820
应付款项	499	556	666	766
其他流动负债	343	373	432	485
<b>流动负债合计</b>	<b>1,858</b>	<b>1,749</b>	<b>1,918</b>	<b>2,071</b>
长期借款及应付债券	254	817	1,514	1,514
其他长期负债	29	29	29	29
<b>长期负债合计</b>	<b>283</b>	<b>845</b>	<b>1,543</b>	<b>1,543</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,141</b>	<b>2,595</b>	<b>3,461</b>	<b>3,614</b>
少数股东权益	388	388	388	388
股东权益	3,558	3,892	4,330	4,891
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,087</b>	<b>6,875</b>	<b>8,179</b>	<b>8,894</b>

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.28	0.26	0.34	0.44
每股红利				
每股净资产	2.80	3.07	3.41	3.85
ROIC				
ROE	10.1%	8.6%	10.1%	11.5%
毛利率	43.9%	43.0%	44.0%	45.0%
EBIT Margin	15.3%	14.9%	16.1%	17.2%
EBITDA Margin				
收入增长	18.1%	11.4%	19.8%	15.0%
净利润增长率	34.6%	-7.1%	30.6%	28.4%
资产负债率	35.2%	37.7%	42.3%	40.6%
息率				
P/E	12.68	13.65	10.45	8.14
P/S	1.28	1.17	1.06	0.93
EV/EBITDA	9.57	8.96	7.23	5.84

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2,793</b>	<b>3,112</b>	<b>3,728</b>	<b>4,287</b>
营业成本	(1,567)	(1,774)	(2,088)	(2,358)
营业税金及附加				
销售费用	(293)	(373)	(447)	(514)
管理费用	(59)	(31)	(37)	(43)
财务费用	(36)	(88)	(110)	(110)
投资收益				
资产减值及公允价值变动	75	15	15	15
其他收入	28	28	28	28
营业利润	428	465	601	739
营业外净收支				
<b>利润总额</b>	<b>391</b>	<b>372</b>	<b>486</b>	<b>624</b>
所得税费用	(30)	(37)	(49)	(62)
少数股东损益				
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>360</b>	<b>335</b>	<b>437</b>	<b>562</b>

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>除税前利润</b>	<b>360</b>	<b>335</b>	<b>437</b>	<b>562</b>
资产减值准备				
折旧摊销	127	144	144	144
公允价值变动损失				
财务费用	47	97	118	118
营运资本变动	(524)	(175)	(337)	(306)
其它	341	118	118	118
<b>经营活动现金流</b>	<b>351</b>	<b>519</b>	<b>481</b>	<b>636</b>
资本开支	(955)	(350)	(144)	(144)
其它投资现金流	(193)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,149)</b>	<b>(350)</b>	<b>(144)</b>	<b>(144)</b>
权益性融资	0	50	(262)	(265)
负债净变化	158	0	698	0
支付股利、利息				
其它融资现金流	39	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>198</b>	<b>50</b>	<b>436</b>	<b>(265)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(600)</b>	<b>219</b>	<b>773</b>	<b>227</b>
货币资金的期初余额	1,122	533	751	1,524
货币资金的期末余额	533	751	1,524	1,751
企业自由现金流	602	705	863	1,001
权益自由现金流				

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032