

# 精品内容+优质服务，背靠腾讯打造线上线下一互动娱乐生态圈

——创梦天地首次覆盖报告

首次覆盖报告

胡皓 (分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

马笑 (联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

## ● 中国独立手游发行龙头，平台月活用户超1亿，持续贡献现金流

公司是中国最大的独立手游发行平台，主营游戏经营与研发、游戏社交、数字娱乐服务线下体验店、广告及其他信息服务等业务。公司有着强大的游戏运营能力和专业的研发团队，能获取游戏源代码，擅长精细化运营，发行的游戏用户量大、生命周期长，先后在海内外发行了《水果忍者》、《愤怒的小鸟》、《神庙逃亡》系列、《地铁跑酷》、《纪念碑谷》、《梦幻花园》等众多全球知名休闲手游。2018年公司平均月活跃用户达1.29亿，同比增长5.7%。公司以发行起家的业务能力，奠定了未来围绕游戏多元化综合发展的基础。

## ● 从发行优质内容，到加强自研推出精品游戏，不断强化业务闭环

公司不仅在线运营59款游戏，还从IP端涉足动漫、电视剧及互动阅读等多个数字内容。公司自研的《魔力宝贝》移动版首月流水破2亿，并推出了《梦幻花园》和《梦幻家园》等精品游戏，公司版号审批开发以来已获批10余款类型丰富的游戏版号。依托创梦飞轮，公司形成了一个闭合式的增长：通过提供优质的内容来吸引用户，再依靠庞大的用户群和强大的游戏运营能力，实现商业化变现，同时不断获取优质内容，从而确保公司的持续性成长。

## ● 深化腾讯生态合作，打造线上+线下数字互动娱乐平台，未来可期

腾讯目前是公司的第一大机构股东，持股18.59%，仅次于实控人，且与公司在内容、技术和商业化均建立了紧密合作；同时也获得索尼投资，后期合作可期。目前，公司积极布局线下娱乐店，获得腾讯视频独家授权，围绕游戏电竞等线下场景娱乐，探索用户服务模式。公司已经拥有2家直营店及14家合作店，并计划于2020年全面铺开。我们预计中国线下娱乐市场将在2022年达到4008亿元，公司打造线上+线下游戏娱乐平台，未来可期。

## ● 看好公司腾讯生态，研运发行能力，线下场景价值，给予“推荐”评级

看好公司深入腾讯生态的潜力，研运发行的一体化能力，未来线下店的发展前景。预计公司2019年-2020年归母净利润分别为5.51亿元、6.74亿元、8.36亿元，当前股价对应2019年-2020年PE分别为11倍、9倍、7倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**行业政策趋严风险；市场竞争加剧的风险；产品延期风险；游戏流水不及预期风险；海外市场风险等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,764	2,365	3,063	3,577	4,132
增长率(%)	19.1	34.1	29.5	16.8	15.5
净利润(百万元)	150	246	551	674	836
增长率(%)	2664.9	64.1	124.1	22.3	24.0
毛利率(%)	40.2	43.9	46.8	46.9	47.0
净利率(%)	8.6	11.3	18.0	18.8	20.2
EPS(摊薄/元)	/	0.23	0.43	0.53	0.66
P/E(倍)	/	20.2	10.6	8.7	7.0

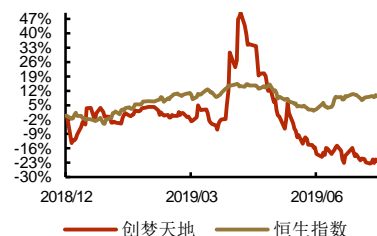
## 推荐 (首次覆盖)

### 市场数据

时间 2019.07.24

收盘价(元):	4.63
一年最低/最高(元):	4.55/9.70
总股本(亿股):	12.70
总市值(亿元):	59.68
流通股本(亿股):	12.70
流通市值(亿元):	59.68
近3月换手率:	9.70%

### 股价一年走势



### 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.52	-32.22	-
绝对	-2.32	-35.69	-

### 相关报告

## 目 录

1、 基本情况：中国最早一批精品游戏发行商.....	4
1.1、 历史沿革：曾上市纳斯达克，退市后两年登陆港交所.....	4
1.2、 股权结构：创始股东陈湘宇为实控人，腾讯为第一大机构投资者.....	4
2、 公司分析：创梦飞轮驱动业绩增长，着眼打造线上线下游戏互动平台.....	5
2.1、 国内手游市场翘楚，游戏业务占比接近九成.....	5
2.2、 业务覆盖代理发行与研运，多款游戏上 TOP 榜单.....	7
2.2.1、“创梦飞轮”为增长逻辑，用户流量促广告变现.....	7
2.2.2、 庞大且高度参与的用户网络，多款游戏竞争力出众.....	7
2.3、 线上牵手线下，多样化数字娱乐资源保障内容和服务种类.....	9
2.4、 财务盈利比率走高，费用开支呈下行趋势.....	10
3、 游戏行业：进入存量竞争，细分品类和线下互动或是机遇.....	14
3.1、 用户和市场规模基数大，增速开始放缓，云游戏等正萌芽.....	14
3.2、 手游度过高速期，优质游戏和用户精细化运营时代开启.....	16
4、 公司看点：巩固历史积淀，融入腾讯生态，打造线上线下平台，未来可期.....	21
4.1、 渠道优势+海量用户，共同支撑平台价值.....	21
4.2、 持续输出优质数字娱乐内容，自研能力不断强化.....	22
4.3、 融入腾讯生态体系，实现 IP 和资源对接.....	23
4.4、 以游戏为核心，打造线上+线下数字娱乐平台.....	24
5、 盈利预测与投资建议.....	25
6、 风险提示.....	26
附：财务预测摘要.....	27

## 图表目录

图 1： 创梦天地历史沿革.....	4
图 2： 创梦天地股权结构.....	5
图 3： 创梦天地旗下数字内容一览.....	6
图 4： 创梦天地主营业务占比情况.....	6
图 5： “创梦飞轮”增长模式.....	7
图 6： 2018 年女性手游用户偏好 TOP10 手游 App.....	8
图 7： 创梦天地业务矩阵.....	9
图 8： 好时光影游社线下场景 1.....	10
图 9： 好时光影游社场景 2.....	10
图 10： 创梦天地 2015 年—2018 年收入情况.....	10
图 11： 创梦天地 2015-2018 年游戏业务收入情况.....	11
图 12： 创梦天地 2015—2018 年净利润情况.....	11
图 13： 创梦天地 2015-2018 年毛利率、净利率情况.....	11
图 14： 创梦天地 2015—2018 年销售及营销开支情况.....	12
图 15： 创梦天地 2015—2018 年研发费用情况.....	12
图 16： 创梦天地 2015—2018 年一般及行政开支情况.....	13
图 17： 创梦天地 2015—2018 年运营开支情况.....	13
图 18： 2011-2018 年中国游戏市场实际销售收入（亿元）及同比变动.....	14
图 19： 2018 年中国游戏市场在全球游戏市场占比.....	14
图 20： 2018 年各细分类型游戏的市场占比.....	15
图 21： 2008-2018 年中国游戏用户规模及增速.....	15

图 22:	2008-2018 年中国自主研发网络游戏市场实际销售收入及增速.....	16
图 23:	2008-2018 年中国移动游戏市场实际销售收入及增速.....	16
图 24:	2018 年中国移动游戏市场实际销售收入在全球移动游戏市场占比 .....	16
图 25:	2012-2018 年中国移动游戏市场实际销售收入占中国游戏市场比例 .....	17
图 26:	2008-2018 年中国移动游戏用户规模及增速.....	17
图 27:	中国女性游戏用户规模及同比增长率 .....	18
图 28:	中国女性游戏用户消费规模及同比增长率 .....	18
图 29:	2018 年女性用户消费排名前 50 移动游戏中各类型游戏收入占比 .....	19
图 30:	2018 年女性用户消费排名前 50 移动游戏中各类型游戏数量占比 .....	19
图 31:	2016-2018 中国二次元移动游戏市场规模.....	20
图 32:	2016-2018 年中国二次元移动游戏市场规模占中国移动游戏市场比例 .....	20
图 33:	2016-2018 年中国二次元用户规模.....	20
图 34:	2018 年收入前 20 二次元移动游戏中各类型游戏收入占比 .....	21
图 35:	创梦天地多元化 IP 内容 .....	23
图 36:	创梦天地产业资源.....	24
图 37:	与腾讯独家合作好时光影游社.....	24
表 1:	2017-2018 年国内前十大手游公司业绩一览.....	5
表 2:	公司主要手游概况.....	8

## 1、基本概况：中国最早一批精品游戏发行商

### 1.1、历史沿革：曾上市纳斯达克，退市后两年登陆港交所

创梦天地前身可追溯至 2009 年 11 月陈湘宇等人成立的深圳梦域，主营手机游戏开发外包服务。2011 年 2 月，深圳创梦天地正式成立，从事手机游戏发行业务。

2012 年 2 月 23 日，iDreamSky Technology 在开曼群岛注册成立，其后该公司订立了若干合约安排，获得创梦天地旗下实体业务的控制权，其后 iDreamSky Technology 的美国存托凭证（ADR）于 2014 年 8 月纳斯达克上市，当时股票发行价为每股美国存托股 15 美元。2015 年 6 月 13 日，iDreamSky Technology 收到以该公司董事长、CEO 陈湘宇为主的买方团的私有化邀约，买方团拟以普通股每股 3.50 美元（相当于美国存托股每股 14 美元）的现金收购其尚未持有的 iDreamSky Technology 全部已发行股份。2016 年 9 月 7 日，iDreamSky Technology 宣布完成私有化交割，正式从纳斯达克退市。退市后 iDreamSky Technology 经过重组，原上市业务自此由深圳创梦天地持有。

2017 年，创梦天地被腾讯开放平台评选为“十大优秀手机游戏公司”，旗下游戏《梦幻花园》获评为“黑石奖·年度人气游戏”。2018 年 12 月 6 日，创梦天地在港交所上市。

图1：创梦天地历史沿革

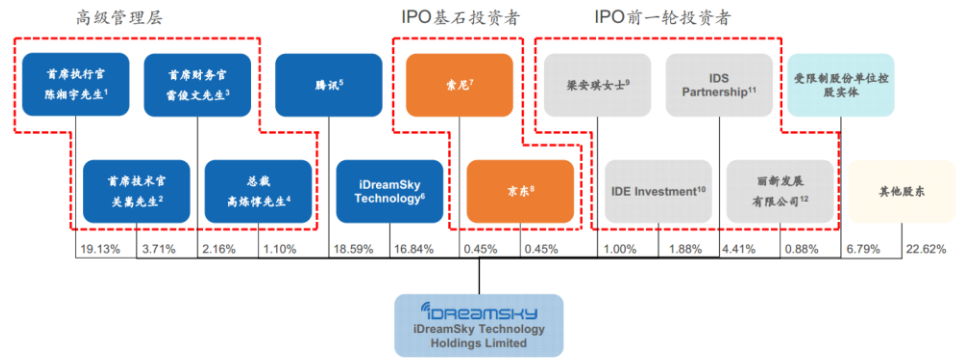


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 1.2、股权结构：创始股东陈湘宇为实控人，腾讯为第一大机构投资者

根据创梦天地公开披露的 2018 年公司年报，截至 2018 年 12 月 31 日，在公司的前五大股东列表中，Brilliant Seed Limited 持有公司股份占比为 19.13%，Tencent Mobility Limited 持有的股份占比为 18.59%，iDreamSky Technology Limited 持有的股份占比为 16.84%，Credit Suisse (Hong Kong) Limited 持有的公司股份占比为 4.65%。其中，Brilliant Seed Limited 由公司创始人陈湘宇先生全资拥有，因此陈湘宇先生直接、间接持有公司的股份占比累计为 25.92%。Tencent Mobility Limited 为腾讯旗下的投资公司，作为创梦天地的战略投资方，腾讯的平台资源也是公司未来长期发展的不竭源泉和重要保障。

图2：创梦天地股权结构



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 2、公司分析：创梦飞轮驱动业绩增长，着眼打造线上线下游戏互动平台

### 2.1、国内手游市场翘楚，游戏业务占比接近九成

创梦天地是一个数字娱乐平台，在中国的游戏发行市场占据领先地位，截至2018年12月31日，公司全年的平均月活跃用户达129.5百万。创梦天地主营游戏经营与研发、游戏社交、数字娱乐服务线下体验店、广告及其他信息相关等业务。经过多年发展，公司形成以游戏为核心，线上+线下的数字娱乐平台。于2018年，公司取得了以下成绩：1、在中国所有独立手游发行商中排名第一；2、中国最大的独立手游发行商；3、在中国手游市场中排名第五(按收入计，招股书披露为第五，但根据我们对A、H股游戏上市公司的业绩整理，2018年实际排名第七)。

表1：2017-2018年国内前十大手游公司业绩一览

排名	上市公司	代表产品	2017年营收(亿元)	2018年营收(亿元)	同比增速
1	腾讯游戏	王者荣耀、魂斗罗	628	718	14.33%
2	网易游戏	梦幻西游、倩女幽魂、第五人格	256.8	285.3	11.10%
3	IGG	王国纪元、城堡争霸	39.68	51.39	23.28%
4	三七互娱	永恒纪元、大天使之剑H5	32.83	55.82	70.03%
5	完美世界	诛仙、神雕侠侣、烈火如歌	30.79	27.11	-11.95%
6	游族网络	天使纪元、狂暴之翼	23.01	25.68	11.60%
7	创梦天地	神庙逃亡2、地铁跑酷	15.35	20.88	36.03%
8	掌趣科技	街头篮球、龙族世界	15.86	18.72	18.03%
9	昆仑万维	神魔圣域、剑魂之刃	15.65	14.58	-6.84%
10	恺英网络	全名奇迹MU、蜀山传奇	14.74	15.4	4.48%

资料来源：各公司公告，新时代证券研究所整理

创梦天地积极与海内外知名企业合作，布局多个游戏品类。截至2018年12月31日，创梦天地在线运营59款游戏，包括17款角色扮演游戏、8款益智消除类游戏、13款休闲竞技游戏、7款跑酷游戏及14款其他游戏。游戏业务作为公司最核心的业务，营收占比接近九成。

近年来，创梦天地开始发力游戏之外的其他数字内容业务。随着数字内容呈现形式的多元化，公司同步布局了漫画、动画、电视剧及互动阅读等业务。

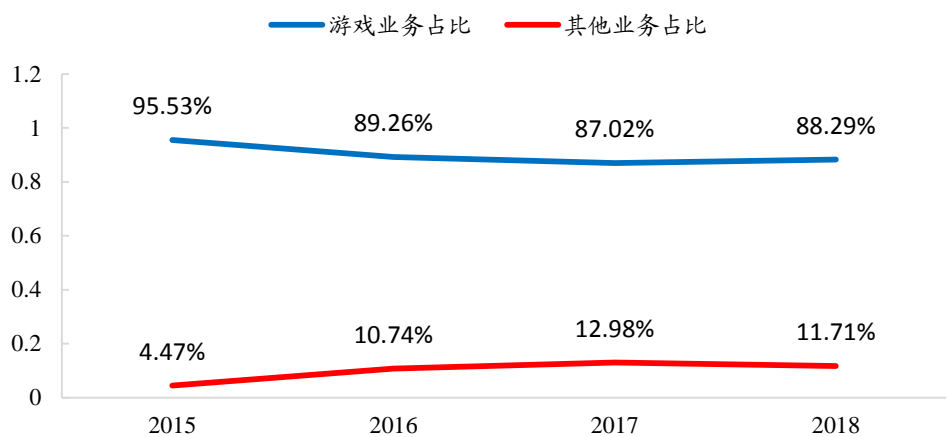
图3: 创梦天地旗下数字内容一览



资料来源: 公司公告, 公司官网, 新时代证券研究所整理

在公司的营收结构当中, 2015-2018年, 游戏业务的营收占比分别为 95.53%、89.26%、87.02%、88.29%, 其他业务的营收占比分别为 4.47%、10.74%、12.98%、11.71%, 这一方面反映了游戏业务是公司的绝对主业, 另一方面也反映了公司不断在往游戏以外的数字内容业务拓展的趋势。

图4: 2015年-2018年创梦天地业务占比情况



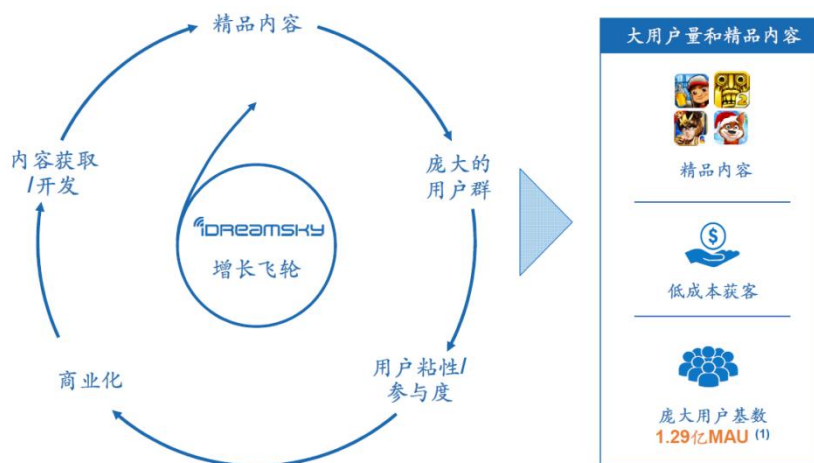
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 2.2、业务覆盖代理发行与研运，多款游戏上 TOP 榜单

### 2.2.1、“创梦飞轮”为增长逻辑，用户流量促广告变现

创梦天地创立最初主要以代理休闲游戏为主，通过将全球头部的休闲游戏（如《愤怒的小鸟》、《水果忍者》等）引进中国，形成大量用户的基础，再拓展公司发行网络，一直发展到如今发行和自研并行，构建线上和线下的用户服务体系的研运一体的游戏发行公司。

图5：“创梦飞轮”增长模式



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

公司的发展依托“创梦飞轮”的增长模式，即向用户提供优质内容，吸引并留存用户，从而建立庞大的用户群，同时通过自身的技术与行业资源，提供多样化的数字娱乐服务来提高用户的黏性和参与度，以此来最大化用户价值和实现强大的变现。

创梦天地在中国连续成功推出了热门游戏并取得了佳绩，包括《地铁跑酷》、《神庙逃亡2》。根据弗若斯特沙利文的数据，按照平均约活跃用户计算，这两款游戏在2017年中国跑酷游戏中分别排名第一和第三。

通过最初的发行业务对用户行为和偏好的深入洞察，以此为基础公司的内容开发能力也得到有效提升。公司目前有16款自研游戏，涵盖各种游戏类型，包括角色扮演类、跑酷类、消除益智类及休闲竞技类游戏。同时，自2018年初以来，公司成功创作了在腾讯动漫发行的原创网络漫画书《零一之道》。公司在用户流量的基础上也开始提供广告服务。

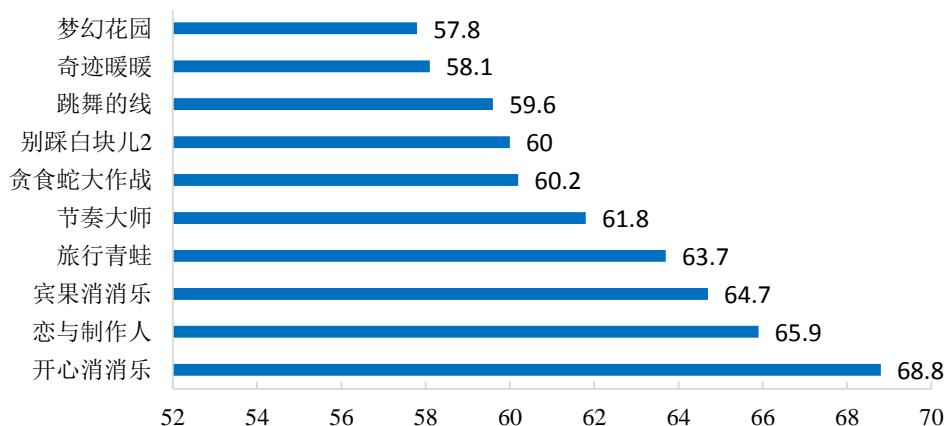
### 2.2.2、庞大且高度参与的用户网络，多款游戏竞争力出众

创梦天地通过广泛的热门游戏组合、频繁的内容更新与线上线下宣传等方式提高用户参与度和提升用户体验。透过庞大的用户数据多维度分析，能够深入洞察用户需求并满足不同用户需求。因此，公司的用户在平台上参与度很高。

2012年开始公司先后代理发行了《水果忍者》、《神庙逃亡》系列、《地铁跑酷》系列等休闲游戏并快速取得成功，2014年公司开始切入重度游戏，代理了《三剑豪》、《苍穹变》等ARPG产品，2016年公司陆续涉足模拟经营、女性向、沙盒等细分品类。2017年9月，俄罗斯厂商Playrix开发，公司独家代理发行的《梦幻花园》（Gardenscapes）上线，该游戏结合模拟经营+三消+社交，拥有完整故事情节，玩家通过消除游戏收集星星获取资源、解锁花园设施、装饰花园景致；由于游戏题

材轻松、画风可爱、玩法丰富，尤其受到女性用户喜爱，根据极光大数据报告，《梦幻花园》位居 2018 年女性手游用户偏好 TOP10 手游 App。

图6： 2018 年女性手游用户偏好 TOP10 手游 App



资料来源：极光大数据，新时代证券研究所

根据七麦数据，截至 2019 年 1 月初，跑酷游戏《神庙逃亡 2》、《地铁跑酷》在冒险游戏免费榜（按下载量计）分别位列 21 名、29 名，在冒险游戏畅销榜（按收入计）分别位列 69 名、122 名；益智游戏《梦幻花园》、《梦幻家园》在益智游戏畅销榜分别位列第 3 名、第 6 名，总游戏畅销榜 76 名、136 名；独立游戏《纪念碑谷》在 TapTap 网上拥有 64.2 万人关注，付费版获满分 10 分，1552 条评价；免费版 9.9 分，8438 条评价。

表 2：公司招股书披露的部分游戏情况

运营方式	游戏名称	游戏类型	上线时间	2018 年上半年数据(千元)	TapTap 评分
代理	神庙逃亡 2	跑酷	2013/1/1	收益 12,137	8
	地铁跑酷	跑酷	2013/9/1	收益 21,184	8.3
	三剑豪	ARPU	2014/2/1	收益 6,719	9.3
	纪念碑谷	休闲	2015/6/1	收益 225	10
	苍穹变	MMORPG	2015/7/5	收益 12,898	7.8
	快乐点点消	休闲三消	2015/12/29	收益 70,069	7.7
	圣斗士星矢-集结	MMORPG	2016/7/25	收益 51,803	5.4
	梦幻花园	模拟经营+三消	2017/9/1	收益 139,816	8.1
	泰拉瑞亚	休闲沙盒	2017/12/1	收益 1,545	-
	喵星大作战	休闲竞技	2018/1/1	收益 16,843	6
自研	五行天	MMORPG	2017/5/4	收益 200,376	5.5

资料来源：招股说明书，taptap，新时代证券研究所

创梦天地成功的关键在于优质而良好的运营能力，其与全球游戏开发商具有稳固的合作关系，这确保了公司强大的声誉和优质的产品供应储备。所有海外跟创梦天地合作的内容，公司都必须拥有源代码，通过对内容的完全可控，达到用户的流程可控，和用户的商业化可控。公司利用了 2011 年-2012 年不可复制的窗口期，在国内手机还较低端的时候，通过帮海外的内容能够投放到国内低端手机，构建了一个所有发行游戏必须拿到源代码的独特模式，使得公司有对用户行为可控，建立线上用户服务体系，不断延长游戏的生命周期，支撑公司到今天形成一个自研、



运营和发行一体化的公司。

图7：创梦天地业务矩阵



资料来源：公司公告，公司官网，新时代证券研究所

### 2.3、线上牵手线下，多样化数字娱乐资源保障内容和服务种类

随着用户对数字娱乐内容及服务的需求日趋多元化，创梦天地通过与数字娱乐行业的主要市场参与者的合作，对于源于漫画、动画、网络文学、视频及其他衍生产品 IP 的投资，特别是通过与腾讯的战略合作关系，使得公司能够开发前景广阔的变现机会。

此外，公司不仅仅满足于对用户的线上服务，2017 年 9 月，公司建立了好时光影游社品牌，这是一个配备游戏及视频放映的私人包间等娱乐设施线下数字娱乐胜地。好时光影游社的背后，是腾讯与创梦天地这对“好 CP”的深度结盟。多年来创梦天地稳坐手游发行龙头位置，旗下乐逗游戏是海外游戏进入中国的首选合作伙伴。《神庙逃亡 2》、《纪念碑谷》、《梦幻花园》等全球精品手游都由乐逗发行。而作为创梦天地的第一大机构股东，腾讯和创梦天地在业务的互动互补亦颇为密切。好时光影游社能拿到《王者荣耀》、《英雄联盟》等腾讯游戏的诸多运营特权，腾讯本身很多的活动，例如新品发布会、101 粉丝见面会、王者荣耀见面会等，未来会在好时光影游社落地。“好时光”也已相继在深圳、广州、上海等多个城市开业。

公司于 2017 年 9 月设立好时光影游社，提供游戏及电子竞技大赛专用设备和数字娱乐包房服务，并且已获得腾讯、熊猫 TV 的内容授权。好时光影游社通过融合电影、游戏、电竞和周边等多种体验，开创独特的获客模式，打破线上与线下壁垒，建设全新的线下娱乐体验。

图8: 好时光影游社线下场景 1



资料来源: 腾讯视频, 新时代证券研究所

图9: 好时光影游社场景 2



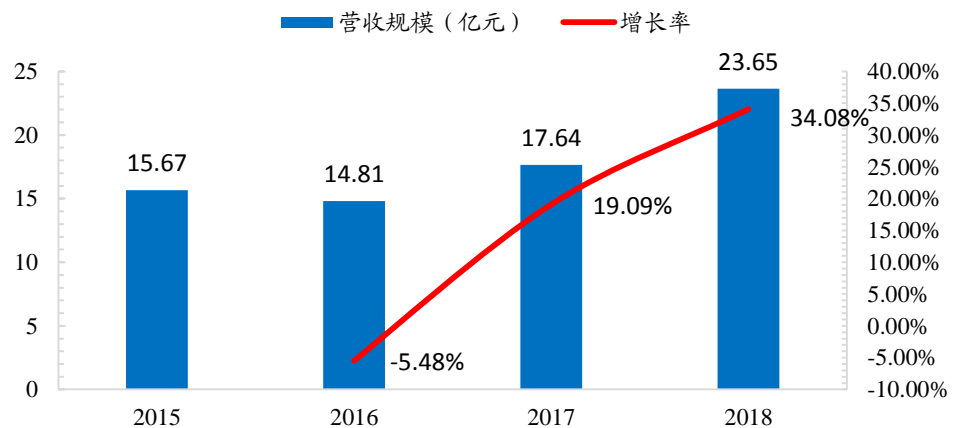
资料来源: 腾讯视频, 新时代证券研究所

公司的信息服务包括广告服务及其他信息相关服务,公司提供的在线广告类型包括游戏及游戏内用户社区中直接投放的开屏页面、插播式广告、视频及游戏奖励广告。公司透过聘用广告代理及广告平台提供广告服务。广告商主要按每千次展示或点击定价模式收费,收费费率大致按照广告服务类型的供求所产生的现行市价定。

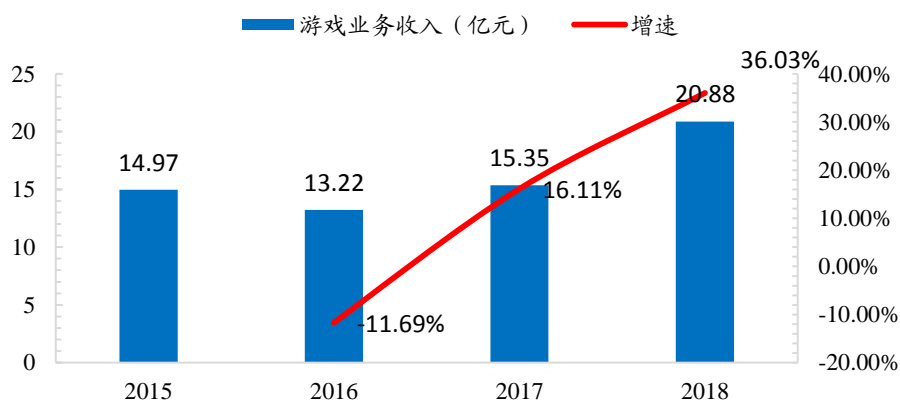
#### 2.4、财务盈利比率走高, 费用开支呈下行趋势

2015-2018年,公司营收规模由15.67亿元增至23.65亿元,年复合增速为14.71%。公司2015-2018年游戏业务营收规模由14.97亿元增至20.88亿元,年复合增速为11.73%。在过去的2018年,公司营收增速高达34.08%,游戏业务增速为36.03%,增长态势向好。

图10: 创梦天地 2015 年—2018 年收入情况

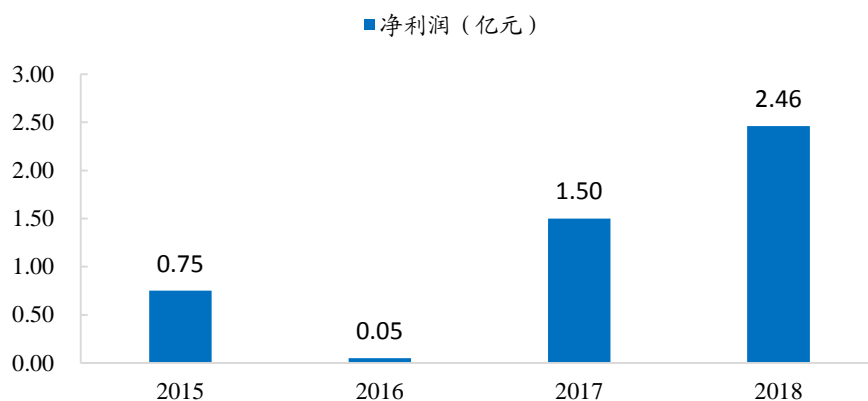


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图11: 创梦天地 2015-2018 年游戏业务收入情况**

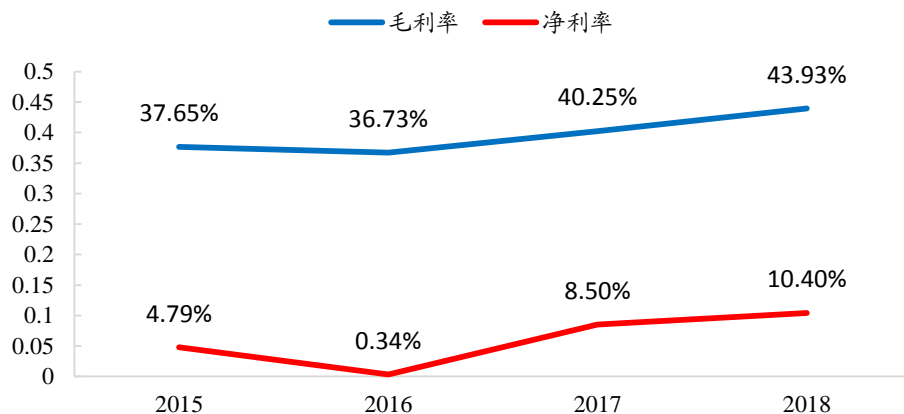
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2015-2018年,公司净利润由0.75亿元增至2.46亿元,年复合增速为48.58%。相比超过10%的营收规模增速,接近50%的增速反映了公司盈利能力的不断提高,这对公司的发展是好的信号。

**图12: 创梦天地 2015—2018 年净利润情况**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

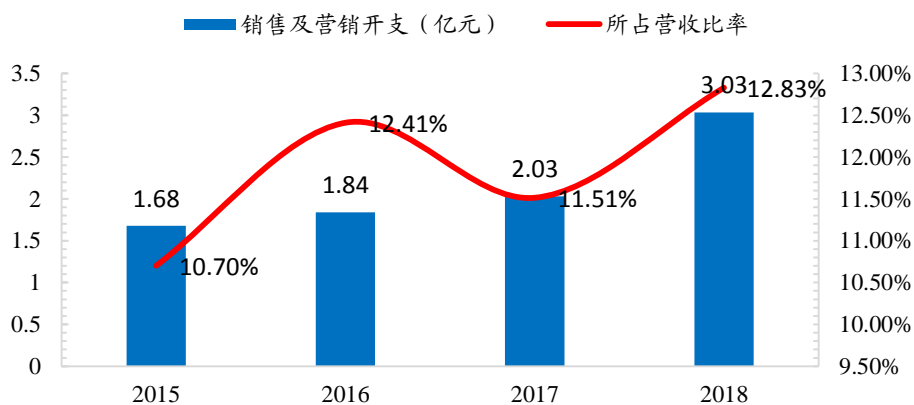
2015-2018年,公司的毛利率和净利率双双呈现走高态势,毛利率由37.65%上升至43.93%,净利率由4.79%上升至10.40%。公司的盈利能力明显持续走强。

**图13: 创梦天地 2015-2018 年毛利率、净利率情况**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

公司 2015 年—2018 年销售及营销费有所上升,分别为 10.70%、12.41%、11.51%、12.83%, 主要是因为行业获客成本逐步上升, 推广和广告费用百分比略有增加。

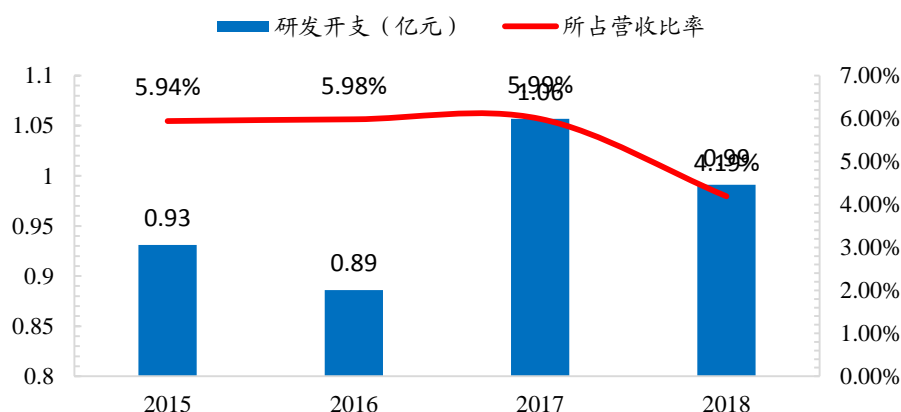
**图 14: 创梦天地 2015—2018 年销售及营销开支情况**



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

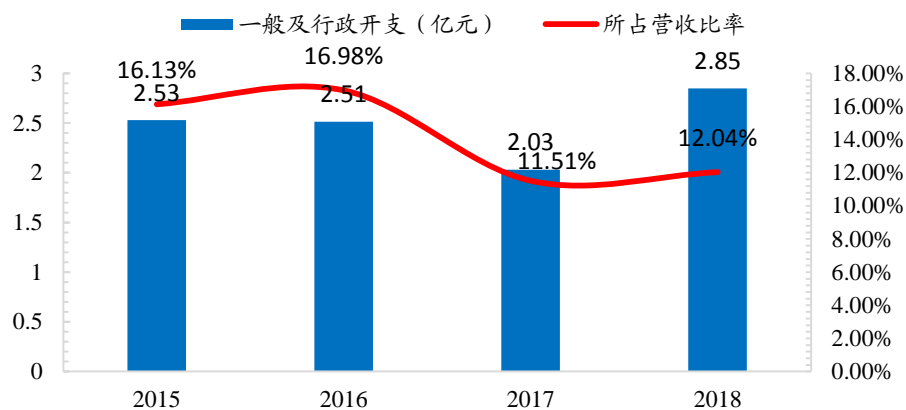
2015-2018 年, 公司的研发费用率分别为 5.94%、5.98%、5.99%、4.19%, 有走低的态势, 一方面反映了公司对单品游戏的开发进一步审慎, 另一方面也是公司持续优化研发资源及提升整体运营效率的体现。

**图 15: 创梦天地 2015—2018 年研发费用情况**



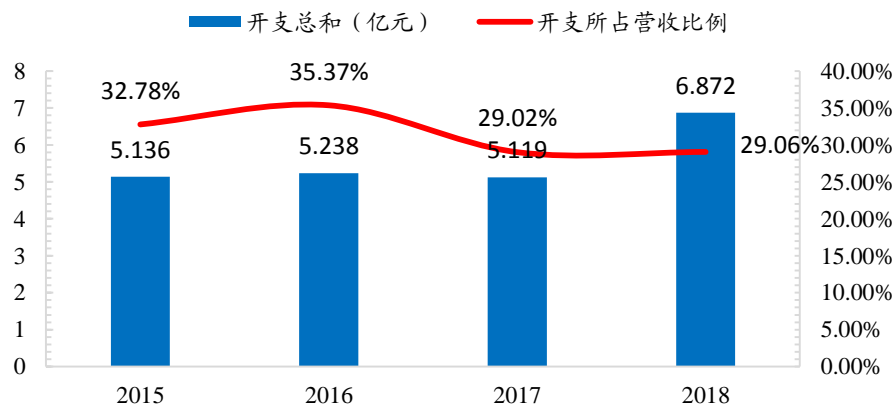
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2015-2018 年, 公司一般及行政开支费用占比营收费率有下降趋势, 分别为 16.13%、19.98%、11.51%、12.04%, 该部分开支波动主要来自于员工股权激励费用及上市费用的变动。

**图16: 创梦天地 2015—2018 年一般及行政开支情况**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

公司运营开支主要由销售和营销开支、一般及行政开支和研发开支组成。公司2015-2018年运营开支比例趋向平稳。

**图17: 创梦天地 2015—2018 年运营开支情况**

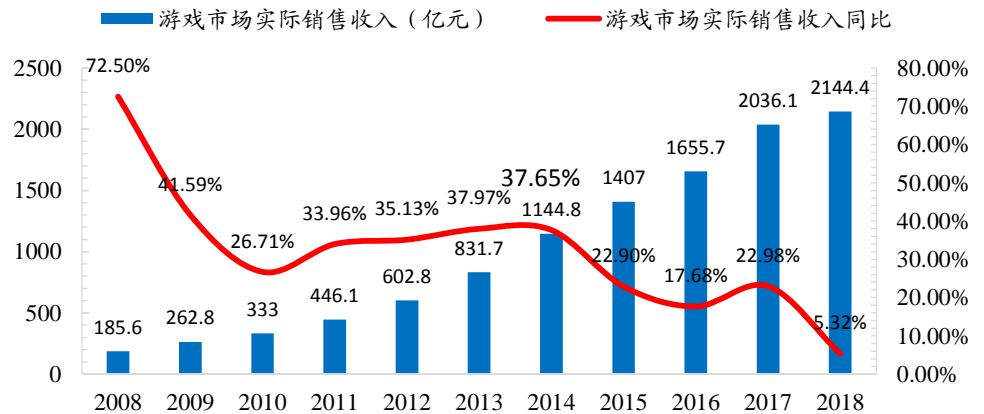
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 3、游戏行业：进入存量竞争，细分品类和线下互动或是机遇

#### 3.1、用户和市场规模基数大，增速开始放缓，云游戏等正萌芽

根据中国音数协游戏工委（GPC）、伽马数据（CNG）联合发布的《2018年中国游戏产业报告》，2018年游戏市场实际销售收入为2144.4亿元，同比增长5.3%。相比前几年增速进一步放缓，首次降至10%以下。2018年中国游戏市场实际销售收入占全球游戏市场比例约为23.6%。

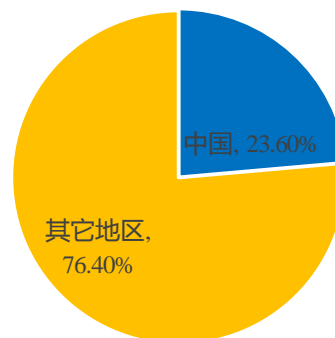
**图18： 2008-2018年中国游戏市场实际销售收入（亿元）及同比变动**



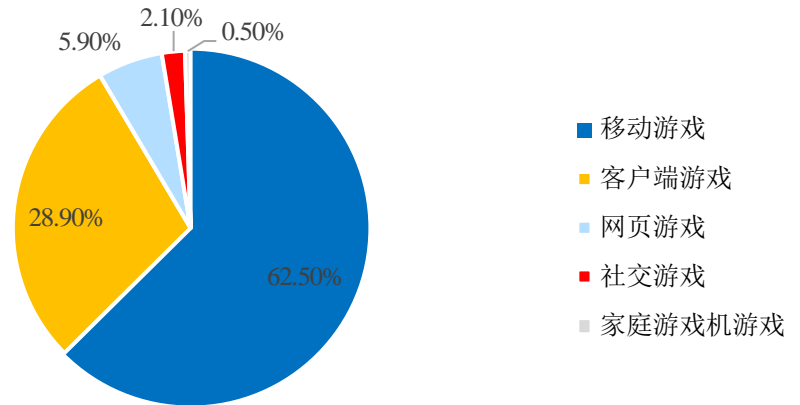
资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

2018年中国游戏市场中，移动游戏市场实际销售收入1339.6亿元，占比为62.5%，同比份额继续增加5.5个百分点；客户端游戏市场实际销售收入619.6亿元，同比份额减少，占比为28.9%；网页游戏市场实际销售收入126.5亿元，同比份额大幅减少，占比为5.9%；家庭游戏机游戏市场实际销售收入10.5亿元，占比为0.5%。

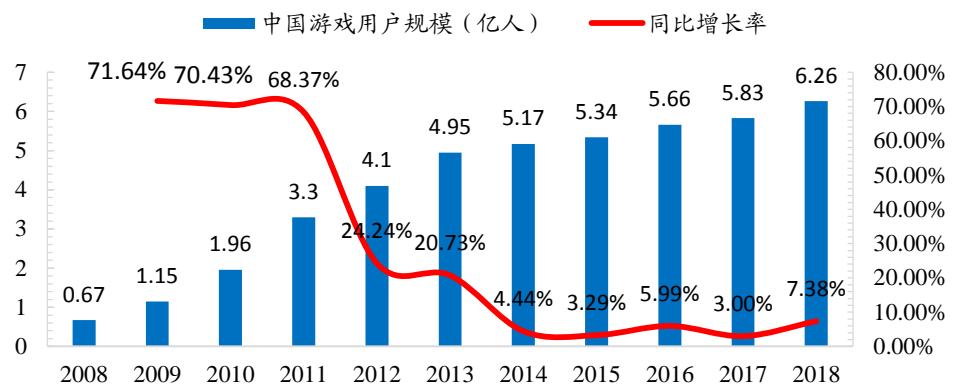
**图19： 2018年中国游戏市场在全球游戏市场占比**



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

**图20: 2018年各细分类型游戏的市场占比**

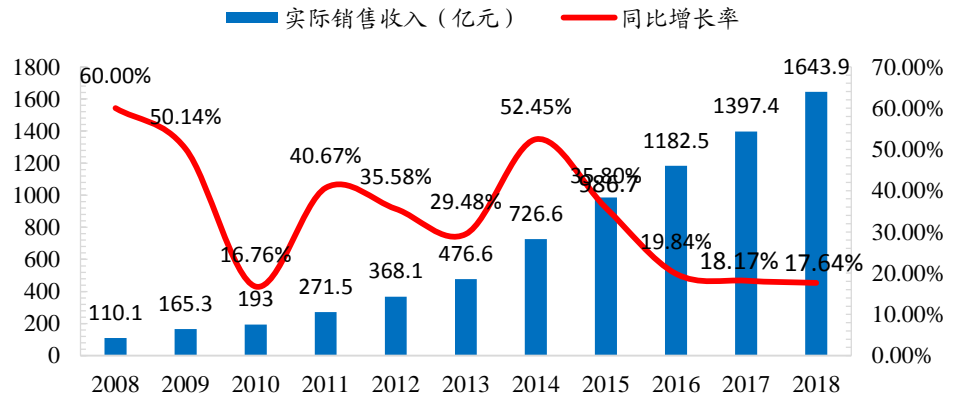
资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

**图21: 2008-2018年中国游戏用户规模及增速**

资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

2014-2017年,我国游戏用户规模增速分别为4.44%、3.29%、5.99%、3.00%,持续维持在5%左右。2018年总用户规模达到6.26亿,同比增长7.3%,在连续三个季度无新游戏获得版号的冷清背景下用户增长速度超越了过去4年,我们认为这反映了国内的游戏市场仍有不小的成长空间。

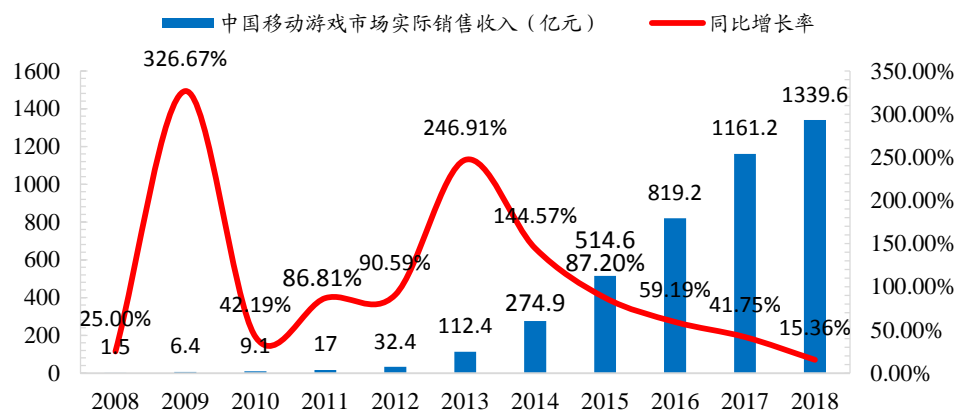
2018年中国自主研发网络游戏市场实际销售收入达1643.9亿元,同比增长17.6%,自研游戏已经成为游戏产业发展的主要驱动力。

**图22: 2008-2018年中国自主研发网络游戏市场实际销售收入及增速**

资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

### 3.2、手游度过高速期，优质游戏和用户精细化运营时代开启

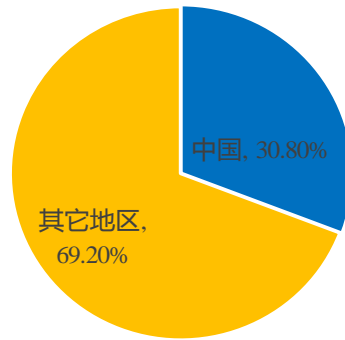
2018年中国移动游戏市场依然保持增长，但对比上年增速出现快速下滑，销售收入增长放缓。这主要受在连续三个季度无新游戏获得版号的冷清等因素影响。2018年中国移动游戏市场实际销售收入达1339.6亿元，同比增长15.4%，占全球移动市场比例约为30.8%，占中国游戏市场比例约为62.5%。2018年中国移动游戏用户规模为6.05亿人，同比增长9.21%。

**图23: 2008-2018年中国移动游戏市场实际销售收入及增速**

资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

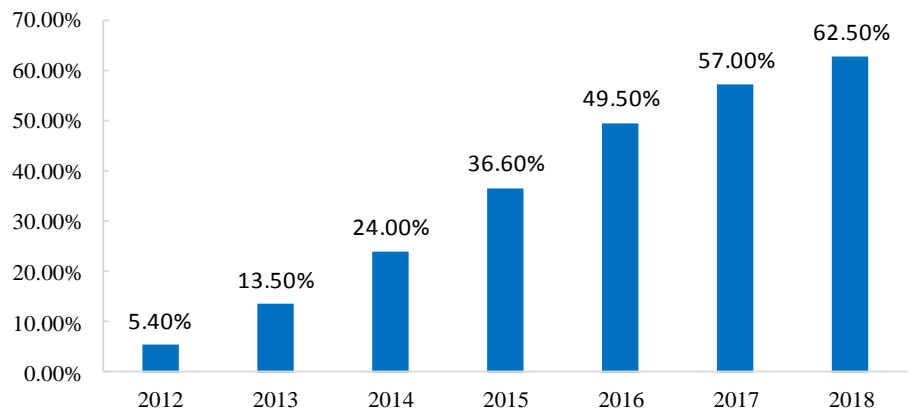
**图24: 2018年中国移动游戏市场实际销售收入在全球移动游戏市场占比**





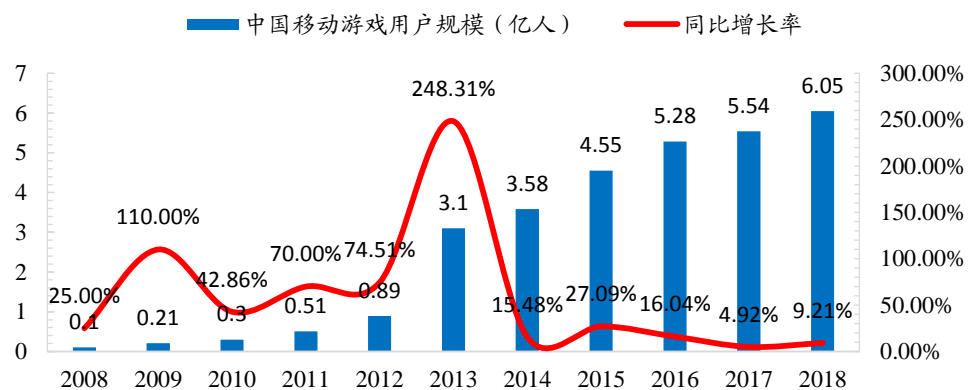
资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

图25: 2012-2018年中国移动游戏市场实际销售收入占中国游戏市场比例



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

图26: 2008-2018年中国移动游戏用户规模及增速



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

2018年中国移动游戏市场依然保持增长，但对比上年增速出现快速下滑，销售收入增长放缓。我们认为有多重因素促使移动游戏增长放缓，主要有用户需求改变、用户获取难度提升、新产品竞争力减等因素影响。

第一，用户需求发生变化。一方面，在移动互联网人口流量接近饱和的趋势下，

移动游戏用户数量增量有限；另一方面，以短视频为主的新型娱乐内容对于用户的注意力争夺日益激烈，移动游戏用户的黏性有所松动，移动游戏用户使用时长在移动互联网总使用时长中占比不断下降。

第二，产品获取用户难度提升。首先，从推广角度来看，广告投放价格自上半年大幅上涨后维持在较高水平，传统品类游戏在游戏广告投放市场完成一轮洗牌后价格逐渐企稳，而二线题材品类的投放价格仍在攀升。同时，视频广告逐渐成为主流的广告投放方式，对于企业的资金、制作经验等综合实力要求进一步提升。其次，存量用户固化在少数产品中，用户获取难度不断增加，老产品通过长线运营获取了市场上大部分存星用户。再次，用户的游戏体验需求已经升级，主动选择产品的意愿更加明确，对游戏品质和体验的要求也更严格，反向推动产品进行定制化研发和精细化运营，所需周期和成本大幅增加。

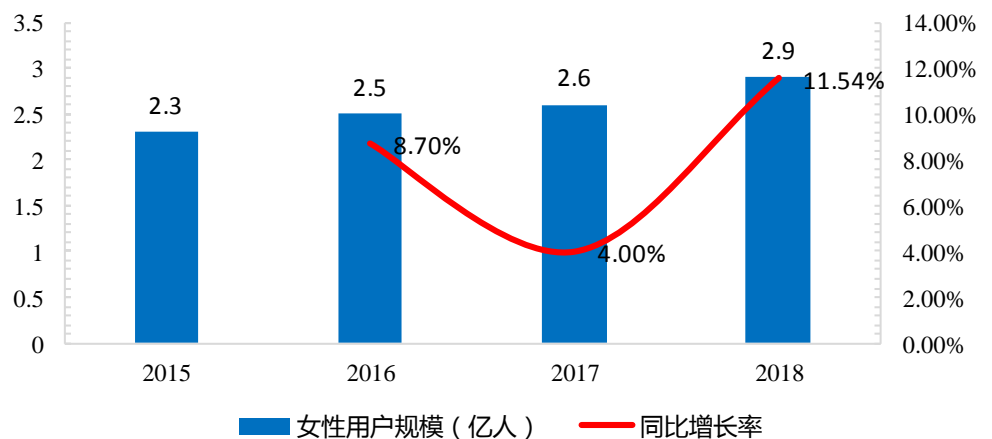
第三，新产品的竞争力较弱，导致市场收入增长动力不足。受外部因素影响，不少新游戏上线计划被打断，导致数量大幅减少。同时，少数热门游戏占据了大部分流量份额，市场格局固化加深，存量市场竞争推动游戏产品越来越精品化，提升新产品进入门槛。

## 1.1、中国游戏产业消费群体分析

### 1.1.1、女性消费群体

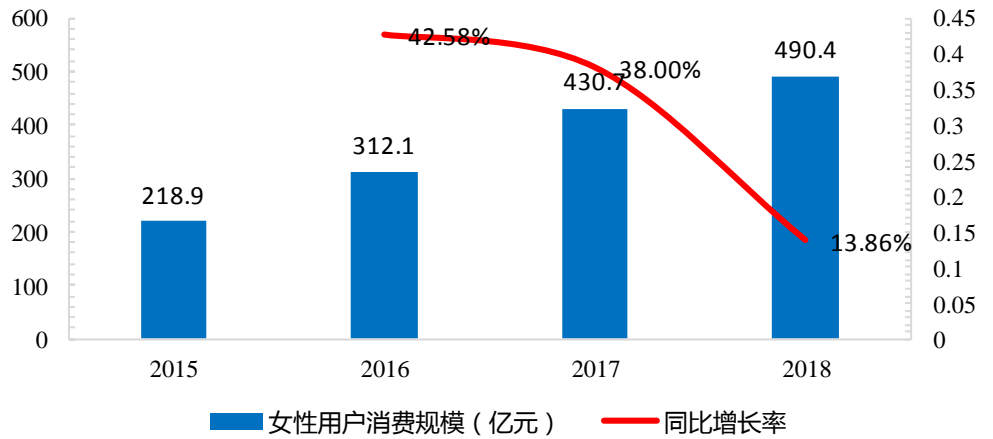
2018年中国游戏市场女性用户规模为2.9亿人，同比增长11.5%，消费规模为490.4亿元，同比增长13.8%。

图27：中国女性游戏用户规模及同比增长率



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

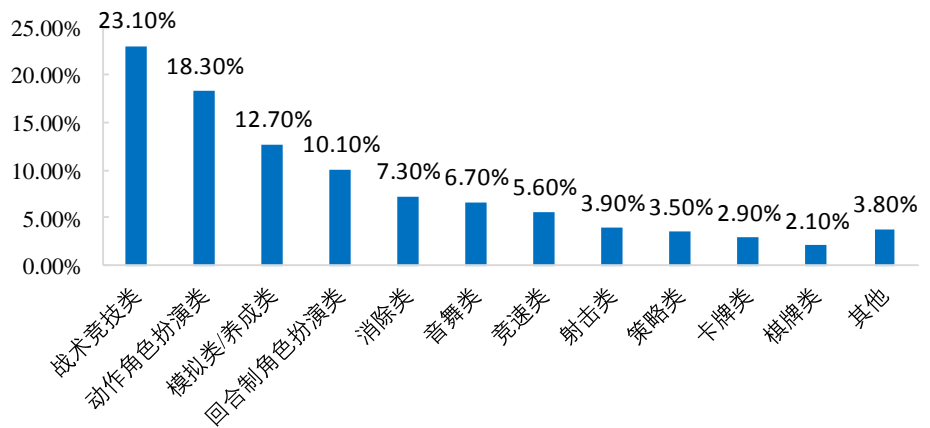
图28：中国女性游戏用户消费规模及同比增长率



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

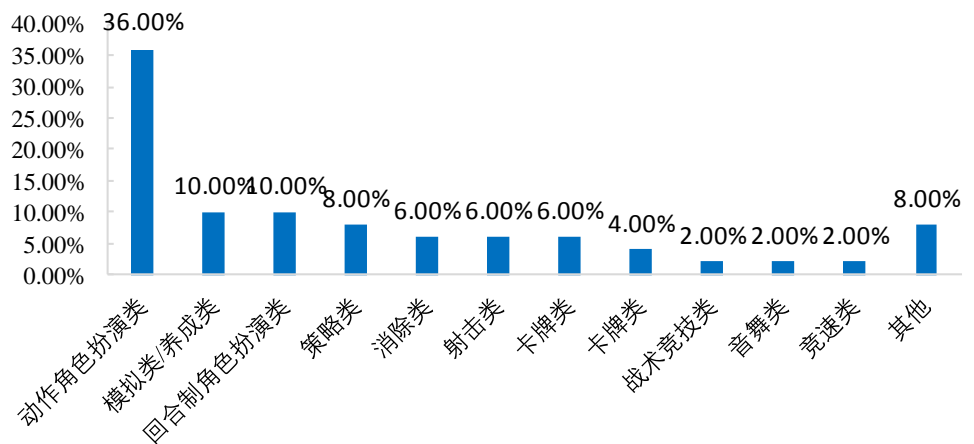
2018年女性用户消费前50移动游戏中，在数量方面，动作角色扮演类占比最高，达到36%，而在收入方面，战术竞技类游戏收入占比最高，为23.1%，其次为动作角色扮演类游戏，占比为18.3%。

图29：2018年女性用户消费排名前50移动游戏中各类型游戏收入占比



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

图30：2018年女性用户消费排名前50移动游戏中各类型游戏数量占比



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

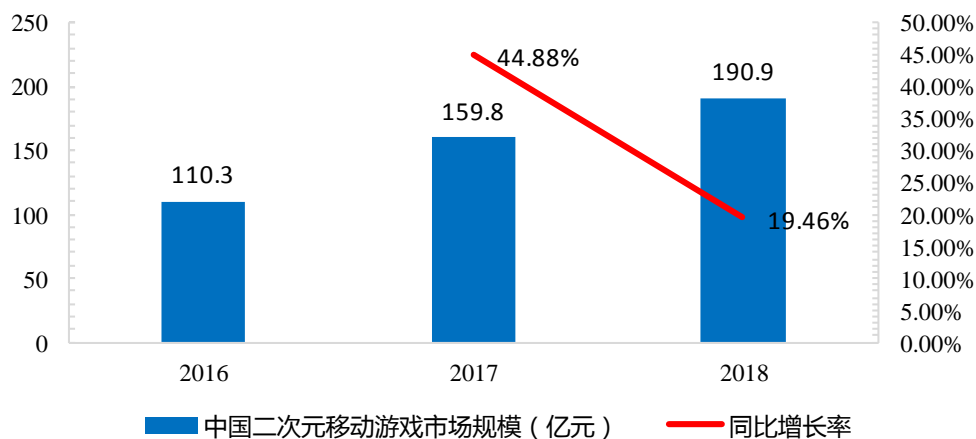
中国游戏市场进入纵深发展阶段，女性用户正成为游戏市场越来越重要的消费

群体，提升了中国游戏市场的增长空间。然而，受产品研发、运营等因素影响，女性用户群体对市场实际销售收入贡献度依然偏低，女性用户消费仍有较大开拓空间。

### 1.1.2、二次元消费群体

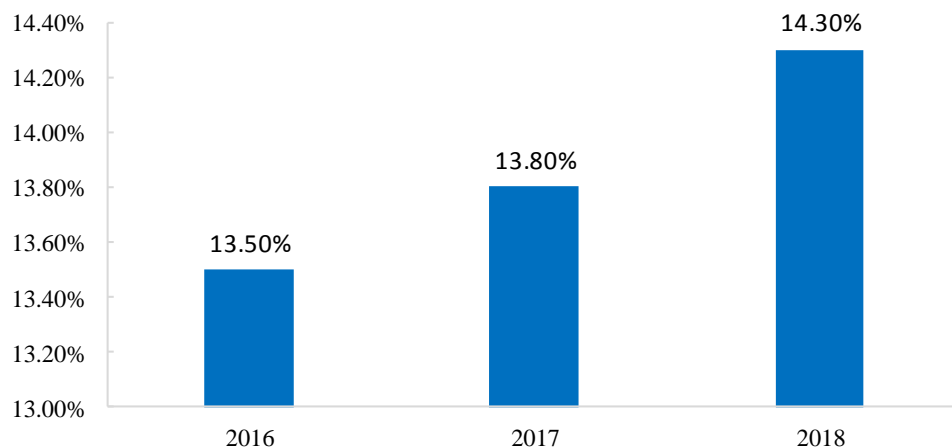
2018年中国二次元移动游戏市场实际销售收入达190.9亿元，同比增长19.5%，占中国移动游戏收入的14.3%。在中国二次元用户中，核心用户规模达1.0亿人，非核心用户达2.7亿人。

图31: 2016-2018 中国二次元移动游戏市场规模



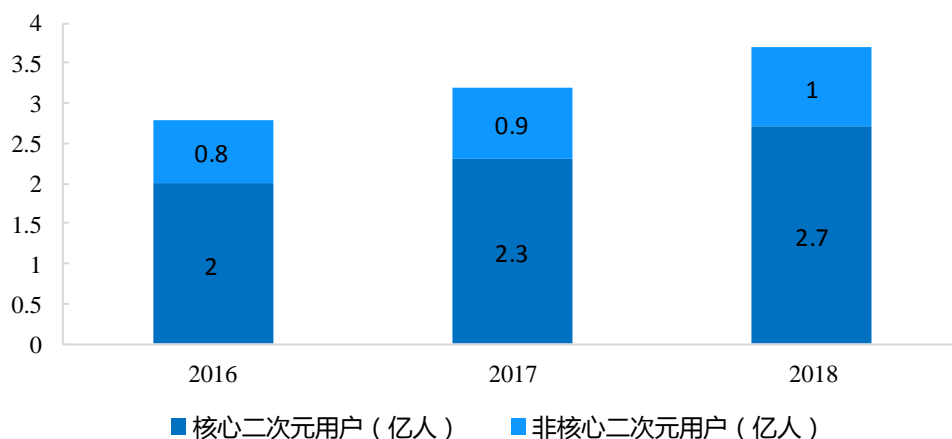
资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

图32: 2016-2018 年中国二次元移动游戏市场规模占中国移动游戏市场比例



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

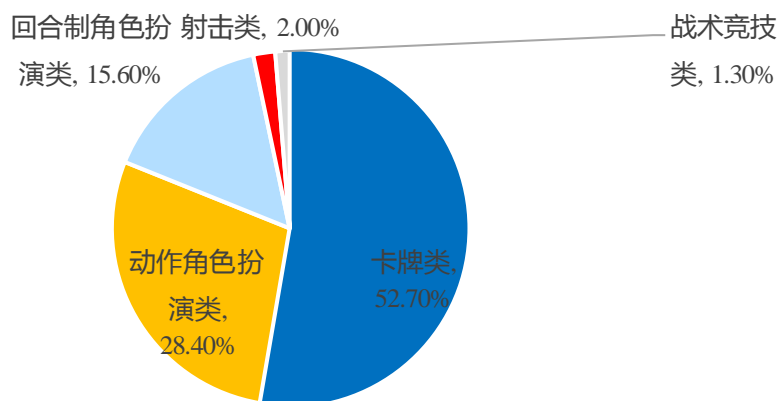
图33: 2016-2018 年中国二次元用户规模



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

2018 年收入前 20 二次元移动游戏中，卡牌论英雄、动作角色扮演类游戏、回合制角色扮演类收入占比分别为 52.7%、28.4%、15.6%。

图34: 2018 年收入前 20 二次元移动游戏中各类型游戏收入占比



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

国内移动游戏市场发展已经相对成熟，游戏领域增量不足，各大企业开始在细分领域探索新机会，二次元用户偏好的游戏产品凭借内容丰富、用户忠诚度高获得企业青睐。同时，近年来国内二次元文化发展迅速，用户规模持续增加，对于二次元用户消费市场的发展也起到了促进作用。

## 4、公司看点：巩固历史积淀，融入腾讯生态，打造线上线下平台，未来可期

### 4.1、渠道优势+海量用户，共同支撑平台价值

2018 年，公司通过与新兴的移动推广渠道（如短视频平台等）合作，升级广告平台，构建专家独家数据管理平台（DMP），使得广告的投放更精准，更智能，以低成本获取更多的用户量。同时，公司通过微信小程序的广泛覆盖和现有用户提供的良好口碑推荐，引导游戏流量，及与线下推广渠道合作，拓展中小城市及农村用户数量，以此来扩大用户覆盖面。2018 年月平均活跃用户数达到 1.292 亿，较去年同期相比增长 5.7%。

2018年创梦天地平均月活跃用户达1.29亿，同比增长5.7%，平均月付费用户增长11.7%至670万，月付费用户平均收入为24.5元，增长14%。2018年的收入增长主要受游戏业务收入驱动，2018年和2017年游戏分别贡献总收益的88.3%和87.0%。2018年游戏业务收入达20.88亿，同比增长36%。该项增长得益于两款畅销游戏五行天及梦幻花园的稳定表现，和新发行多款受欢迎的游戏，包括魔力宝贝（手机版）、全民冠军足球。另外，基于创梦飞轮，创梦天地围绕精品内容和用户服务，不断为用户打造线上线下的一体化体验，从而实现了业绩的显著增长。信息服务收益主要来源于广告业务，信息服务收益从2017年度的2.21亿元增长至2018年度的2.7亿元，该项增长主要是由于游戏广告位的增加，及因于本年度的市场行情导致向广告商或广告代理收取的费用上涨。

## 4.2、持续输出优质数字娱乐内容，自研能力不断强化

**游戏：**创梦天地游戏内容来源方式包括授权、定制开发、内容买断和自主研发。公司已经与腾讯游戏、盛大游戏、完美世界等全球知名游戏厂商开展独特深度的合作关系，获取源代码及拓展多元化的IP内容。截至2018年，创梦天地在线运营59款游戏，其中包括17款角色扮演类游戏、8款消除益智类游戏、13款休闲竞技游戏、7款酷跑游戏及14款其他游戏。2019年，公司新发行的游戏包括全民冠军足球（体育类游戏）及魔力宝贝（回合制游戏）等。未来，公司将往体育、女性向、二次元、AR/VR等细分产品类布局。

**其他数字内容：**随着数字内容呈现形式的多元化，公司将同步在数字内容上布局漫画、动漫、电视剧及互动阅读等核心业务。

**漫画：**于2018年，公司创作的原创网路漫画作品零一之道在腾讯漫画连载并获得了破亿的阅读量。公司通过漫画的形式获取和留存核心用户，并在此前提下，公司将在后期改编漫画内容为网络游戏，给用户呈现更为丰富的娱乐内容。

**动漫：**公司于2018年与腾讯合作，开始顶级漫画《我是大神仙》的动画制作，并将动态化漫画内容的表现方式，配以国内一线动画制作及知名人声配音，以更为生动的形式，经一部推动该内容的影响力及商业价值。另外，公司于2018年正式确认于台湾东立出版社合作火凰燎原的动画化开发。

**电视剧：**公司与天津叮咚文化传媒有限公司联合拍摄电视剧天真派西游记，并享有其改编权及周边产品优先开发权等，如网络游戏。

**互动阅读：**公司于2018年自主研发会演互动平台，其包含可选择的多个分支剧情供用户选择，在增加使用者沉浸式感的同时，以创新的理念吸引更多年轻的用户。

**自研能力：**创梦天地自研能力提升，其自研的《魔力宝贝手机版》首月流水破2亿。2019年公司发行超过20款新游戏，包括二次元卡牌游戏《镇魂街》及《路人超能100》、《暗黑热血》及将于腾讯游戏平台发行的《全球行动》（实时战略游戏）等，其中超10款已获得版号。

基于公司游戏开发商合作伙伴所授予源代码对授权游戏进行重新设计及本地化方面的丰富经验外，公司已建立内部游戏开发能力。根据所开发游戏的类型和复杂性，游戏开发需要的时间有所不同，且公司的自研游戏一般从项目启动后3至18个月内上线。游戏开发流程包括五个阶段：项目启动及规划、内部评估、游戏审核及纠错、Beta测试和上线。另外，公司会聘请不同领域专场的顶级全球游戏工作室进行定制游戏开发。公司或会向该等游戏工作室提供已获授权的特定IP，或指

示合作方帮助公司物色 IP 作游戏开发。游戏开发中嵌入的 IP 通常源于 PC 游戏、动画、电视节目、文学或视频。

公司将继续投入大量资源在研发活动上（包括游戏开发及技术开发）。游戏开发专注于提升现有游戏的功能、引入及重新设计新游戏、提高产品开发的效率以及平台的社会连通性。技术开发专注于提升多维数据分析引擎及 WePlayKit, 以及改善交叉推广工具及其他应用程序中的营销功能。截至 2018 年 9 月 30 日, 公司研发团队共 239 名, 包括 60 名专注游戏开发的人员及 179 名专注技术开发的人员。

公司的增长由创梦飞轮所推动并形成自我运转、强化的增长循环。公司通过提供优质的内容来吸引客户, 从而建立庞大的用户群, 再通过提供多样化的数字娱乐服务提升用户的黏性和参与度。依靠强大的运营能力, 公司能最大化用户价值及实现强大的变现。商业化的成功又带来顶级的内容提供商并增强公司的游戏自研能力, 从而获得更多精品内容来确保公司的持续性增长。

图35: 创梦天地多元化 IP 内容



资料来源: 公司公告, 公司官网, 新时代证券研究所

### 4.3、融入腾讯生态体系, 实现 IP 和资源对接

腾讯是创梦天地第一大机构股东, 持股 18.59%。索尼集团和京东各以 500 万美元成为基石投资者。索尼是全球第二大游戏公司, 加上第一大机构股东腾讯, 创梦天地同时获得全球第一大和第二大游戏公司的青睐。

坐拥游戏、动漫、文学、影业、电竞五大泛娱乐矩阵业务的腾讯在 2019 年的互娱年度发布会上将战略由“泛娱乐”升级为“新文创”。作为腾讯生态中的公司, 创梦天地凭借自己的核心能力, 配合腾讯的开放战略, 开展深度合作, 也获得腾讯互娱的加持。创梦天地未来将在七个方面加强与腾讯的合作: 持续运营好时光影游社, 支付服务, 云计算等技术支持、IP 原创及运营, 广告和在线流量变现, 游戏开发和发行等。在文创业务上, 腾讯动漫与创梦天地旗下的创梦文娱联手, 共同开发腾讯动漫平台上的头部漫画作品。

**云基础设施:** 公司的大部分服务器及计算基础设施迁移至腾讯云, 是中国为数不多的将云技术全面整合至游戏基础设施发行商之一。公司已与腾讯云签订战略合作关系, 腾讯云向公司提供云计算、数据储存和云安全等服务, 可提升公司云服务器的批量处理用户数据能力。

**内容购买及开发:** 2018 年初, 公司与腾讯合作开始《我是大神仙》畅销漫画书的动画制作。公司也与中国领先的网络文学及出版平台兼腾讯之附属公司阅文集

团设立合资公司，旨在根据其拥有的知识产权开发游戏及其他数字娱乐内容。

**数字娱乐：**公司与腾讯合作开设好时光影游社体验店，其为一家配有电子竞技设施及休闲娱乐设施的线下娱乐体验店。于2017年3月1日。公司与腾讯计算机签订合作协议，腾讯计算机授权创梦天地使用其腾讯视频内容、商标及创梦天地娱乐视频内容修饰的独家权利，而创梦天地娱乐同意通过授权商标及修饰权在中国好时光影游社提供腾讯视频内容。

**游戏合作：**公司聘请腾讯计算机分销游戏，通过腾讯集团的社交网络平台（如微信及QQ）来获取新的游戏用户。

未来，公司有望继续深化与腾讯的合作，包括合作经营好时光影游社、购买腾讯云服务、漫画改编、社交平台广告、支付渠道使用权、游戏开发、许可及发布等。为用户提供多元化数字娱乐体验。

图36：创梦天地产业资源



资料来源：公司公告，公司官网，新时代证券研究所

#### 4.4、以游戏为核心，打造线上+线下数字娱乐平台

**线下室内沉浸式体验：**公司获得腾讯视频独家授权，建立线下用户服务模式新体验。目前，已经拥有2家直营店及14家合作店，并且计划与多家城市的当地伙伴进行合作。腾讯视频好时光作为一种创新的线下娱乐综合体，核心业态是点播影院和同步院线。游戏方面，玩家不仅可以玩手游、端游和主机游戏，还能享受游戏特权和游戏KOL指导服务。此外在线下活动上，好时光影游社承接或者组织一些能带来流量的活动，包括明星见面会、新品发布、粉丝活动等。运营成绩上，好时光影游社已运营了超过十个月，获得高用户认可度和回头率。线下沉浸式体验模式不仅能够将庞大的线上资源及网络粉丝效应带至线下，并且能够通过互动及更有沉浸感的游乐设施实现经济消费。通过线下运营活动，能成功将用户转换成线上会员，并通过微信小程序及微信公众号沉淀会员。

随着客户群的快速增长，线下数字娱乐市场亦已发展成为在线数字娱乐公司的重要变现渠道。线下数字娱乐市场的规模自2013年的人民币225亿元增至2017年的人民币967亿元，复合年增长率为44.0%。中国线下娱乐市场的规模估计将于2022年达到人民币4008亿元，2017年以后的复合年增长率为32.9%。

图37：与腾讯独家合作好时光影游社



**电影****游戏****周边****电竞**

资料来源：公司公告，公司官网，新时代证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

### 营业收入

公司营业收入方面，虽然近年来游戏行业增速趋于平缓，但考虑到创梦天地老游戏相对稳固，预计 2019-2021 年营收增速分别为 29.5%、16.8%、15.5%。

### 费用预测

**毛利率：**公司综合毛利率近 3 年来不断增长，主要是由于公司自研和发行的游戏受到广泛接受，未来公司的毛利率有望继续上升。我们预计 2019、2020、2021 年毛利率为 46.8%、46.9%、47%。

**销售费用：**由于游戏运营处于稳定期，销售费用增速逐渐放缓，预计维持在 15%-25%之间。

**管理费用：**公司利用自营分发渠道将会使管理费用下降，预计 2019 年下降至 6%左右。

**研发费用：**公司 2019 年度自主研发游戏项目增多，研发费用将会迅速增长，之后研发费用维持稳定，预计 2019、2020、2021 年研发费用增速为 60%、20%、15%。

**职工薪酬：**我们取职工薪酬 2017-2018 年的占比平均值为 12.5%，预计未来 3 年内职工薪酬占比维持在 10%-13%之间。

**折旧及摊销：**折旧摊销一直维持在 5%左右，预计未来 3 年也维持此折旧水平。

**物业、厂房及设备折旧：**物业、厂房及设备折旧近年来都维持在 0%-1%之间，在企业业务不发生变化的情况下预计未来维持在 0.3%。

**无形资产摊销：**无形资产摊销近 3 年来维持在 4%左右，预计未来三年也将保持此水平。

### 投资建议：

我们认为公司能够持续向用户提供精品内容，通过深化服务体系，加强研发投

入，加强与腾讯的合作，进一步提高商业化能力，扩大公司全球市场份额。

我们看好公司深入腾讯生态的发展潜力，不断强化的研运发行的一体化能力，未来线下店的场景价值和发展前景。预计公司 2019 年-2020 年归母净利润分别为 5.51 亿元、6.74 亿元、8.36 亿元，当前股价对应 2019 年-2020 年 PE 分别为 11 倍、9 倍、7 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6、风险提示

1.行业政策趋严风险。国家对游戏实行总量控制，对版号发放进行严格审批，在未来对游戏内容和版号审核方面存在进一步趋严的可能。

2.市场竞争加剧风险。公司较早的挖掘了精品休闲游戏方的相关价值，但目前市场对精品的休闲游戏投入加大，可能会加剧市场竞争，影响同类产品表现。

3.产品延期上线风险。游戏产品的开发进度具有不确定性，游戏的版号获取也存在不确定性，产品的上线也会考虑同期竞争对手新游戏上线情况，因此产品存在延期风险，会影响公司的当期经营和业绩情况。

4.新游戏水流不及预期风险。新游戏的流水牵涉较多变量，与产品 IP、玩法、发行和运营等都存在较为紧密的关系，也受同类竞品和经济环境变化影响，存在不及预期的可能性。

5.海外市场变化等风险。目前海外研发商合作和海外用户的争夺较为激烈，单一海外市场存在因当地环境变化，大批竞争者进入等影响游戏表现的情况。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2024</b>	<b>3267</b>	<b>3547</b>	<b>3952</b>	<b>4586</b>	<b>营业收入</b>	<b>1764</b>	<b>2365</b>	<b>3063</b>	<b>3577</b>	<b>4132</b>
现金	605	1122	1717	1961	2267	收入成本	-1054	-1326	-1628	-1899	-2191
应收票据及应收账款合计	630	821	843	998	1178	<b>毛利</b>	<b>710</b>	<b>1039</b>	<b>1434</b>	<b>1679</b>	<b>1941</b>
其他应收款	687	1091	732	716	839	销售及营销开支	-203	-303	-370	-433	-497
交易性金融资产	0	88	0	0	0	一般及行政开支	-203	-285	-268	-295	-315
存货	0	0	0	0	0	研发开支	-106	-99	-153	-184	-208
其他流动资产	102	145	255	277	302	其他收入	31	15	17	10	16
<b>非流动资产</b>	<b>749</b>	<b>2351</b>	<b>2593</b>	<b>2825</b>	<b>3113</b>	其他经营净收益	-6	3	0	1	2
长期投资	0	0	0	0	0	金融资产减值	-11	-30	0	0	0
固定资产	28	27	38	51	60	公允价值变动收益	38	70	47	53	54
无形资产	306	1672	717	713	738	<b>营业利润</b>	<b>210</b>	<b>329</b>	<b>660</b>	<b>778</b>	<b>938</b>
其他非流动资产	415	653	1838	2061	2315	财务收入/(费用)净额	3	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2772</b>	<b>5618</b>	<b>6140</b>	<b>6777</b>	<b>7699</b>	分占以权益法入账	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1417</b>	<b>2305</b>	<b>2269</b>	<b>2181</b>	<b>2173</b>	<b>利润总额</b>	<b>173</b>	<b>296</b>	<b>638</b>	<b>770</b>	<b>939</b>
短期借款	997	1006	882	834	754	所得税	-22	-29	-86	-94	-100
应付票据及应付账款合计	198	238	480	520	592	<b>净利润</b>	<b>151</b>	<b>267</b>	<b>552</b>	<b>676</b>	<b>839</b>
其他流动负债	222	1061	907	827	827	少数股东损益	2	21	1	2	3
<b>非流动负债</b>	<b>19</b>	<b>135</b>	<b>95</b>	<b>68</b>	<b>49</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>150</b>	<b>246</b>	<b>551</b>	<b>674</b>	<b>836</b>
长期借款	3	130	90	63	44	EPS (元)	0.15	0.23	0.43	0.53	0.66
其他非流动负债	16	5	5	5	5						
<b>负债合计</b>	<b>1436</b>	<b>2440</b>	<b>2364</b>	<b>2249</b>	<b>2222</b>						
少数股东权益	5	51	52	55	58						
股本	1270	1270	1270	1270	1270						
储备	1338	3094	3687	4457	5470						
其他综合性收益	-6	33	37	16	-51						
归属母公司股东权益	1331	3127	3724	4473	5419						
<b>负债和股东权益</b>	<b>2772</b>	<b>5618</b>	<b>6140</b>	<b>6777</b>	<b>7699</b>						

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>384</b>	<b>206</b>	<b>1356</b>	<b>910</b>	<b>982</b>
净利润	150	246	552	674	836
折旧摊销	83	94	138	179	207
财务费用	-38	-35	-24	-10	-1
营运资金变动	-29	-345	585	-45	-190
其他非现金调整	218	246	105	112	130
<b>投资活动现金流</b>	<b>-262</b>	<b>-1171</b>	<b>-382</b>	<b>-408</b>	<b>-497</b>
资本支出	174	503	182	170	237
投资减少	-1731	-721	-267	-309	-344
其他投资现金流	1643	52	67	71	84
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-57</b>	<b>1474</b>	<b>-379</b>	<b>-257</b>	<b>-179</b>
债务增加	804	321	40	27	19
减: 债务减少	141	189	-384	-259	-181
普通股增加		689	0	0	0
资本公积增加	959	50	1303	863	659
其他筹资现金流	239	703	500	320	280
<b>现金净增加额</b>	<b>62</b>	<b>517</b>	<b>595</b>	<b>245</b>	<b>306</b>

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.1	34.1	29.5	16.8	15.5
营业利润(%)	775.0	56.7	100.7	17.9	20.5
归属于母公司净利润(%)	1407.7	68.2	92.8	22.3	24.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	40.2	43.9	46.8	46.9	47.0
净利率(%)	8.5	10.4	18.0	18.8	20.2
ROE(%)	11.2	7.7	14.6	14.9	15.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.8	43.4	38.5	33.2	28.9
净负债比率(%)	29.5	0.4	-19.7	-23.5	-26.8
流动比率	4.2	1.4	1.6	1.8	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	1.6	1.5	1.8	2.2	2.2
应付账款周转率	10.8	15.6	11.4	8.6	8.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.23	0.43	0.53	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.16	1.07	0.72	0.77
每股净资产(最新摊薄)	1.05	2.46	2.93	3.52	4.27
<b>估值比率</b>					
P/E	30.7	20.0	10.6	8.7	7.0
P/B	4.4	1.9	1.6	1.3	1.1

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**胡皓**，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为恒生指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>