

公司報告

创梦天地 (1119 HK)

中国独树一帜的手游发行商

■ 创梦天地是中国首屈一指的独立手游发行商

■ 游戏收入主要受ARPPU及付费率上升驱动

■ 我们预测2018-21年收入和经调整净利润的复合年增长率分别为21%和30%，我们首次覆盖创梦天地并给予买入评级；目标价为6.2港元

腾讯力挺的中国多功能游戏平台

创梦天地是中国领先的独立手游发行商，曾发行过多款知名海外休闲游戏，包括：地铁跑酷、神庙逃亡2、纪念碑谷和梦幻花园等。公司也充当内容提供商的角色，并自主研发了如魔力宝贝和全民冠军足球这样的高质量游戏。通过基于源代码和本地化经验的精细化游戏运营，创梦天地能够大幅度延长游戏的使用寿命，因此能转化更多的客户终身价值。其大型的用户基础（平均MAU约1.3亿），也为公司提供了充足的变现机会。更重要的是，创梦天地和腾讯建立了坚实的战略合作伙伴关系，并在内容、技术和商业化上都有密切合作。

游戏是现金牛；线下体验店潜力巨大

我们认为游戏业务仍将是公司的现金牛，预期该业务在2019/2020/2021年将实现29%/19%/17%的同比增长，分别占总收入的90%/90%/89%。收入的快速增长主要源于：1) ARPPU的快速提升（2019年预测：人民币28.1元；2020年预测：人民币31.1元；2021年预测：人民币34.7元），和2) 付费率的提升（2019年预测：5.8%；2020年预测：6.0%；2021年预测：6.0%）。这是由于公司更为专注于具有较高ARPPU和付费率的中重度游戏类别，如RPG、SLG和消除类游戏。除此之外，创梦天地在娱乐新零售方面的试点 - 好时光影游社，一旦能利用腾讯的资源找到一个可复制的盈利模式，也具有巨大潜力。

财务预测

我们预测2018-2021年，公司总收入及经调整净利润将分别以21%和30%的复合年增长率增长。我们预测同期游戏收入将以22%的复合年增长率增长。对于非游戏业务，我们预期线上广告将以8%的复合年增长率增长，而线下体验店的收入将由2018年约5百万元人民币增长至2021年的1.19亿元人民币。我们预期毛利率将由2018年的44%扩张至2019年的46%、2020年的47%及2021年的47%，主要驱动因素为：1) 魔力宝贝及全民冠军足球以净额法确认收入；2) 公司利用自营分发渠道令渠道成本比率下降，以及3) 自主研发游戏数目增加从而减少内容成本比率。

首次覆盖，给予买入评级；目标价6.2港元

我们相信，作为游戏平台创梦天地的收入更为多样化，因此将不太受手游发布的高不确定性所影响。另外，我们看好公司能够延长其游戏生命周期的能力，以及它在腾讯生态系统内特殊且稳固的地位。我们首次覆盖创梦天地，给予公司 6.2 港元的目标价。我们采用了市盈率估值法，给予创梦天地 79 亿港元的估值(基本情况)，这是基于本地对标公司平均 12.0 倍的 19 年预测市盈率。悲观和乐观情况：我们得出股价区间为 5.6 港元至 6.9 港元，相当于 10.8 倍至 13.2 倍 2019 年预测市盈率。

财务资料

| 人民币百万元 | FY17 | FY18 | FY19E | FY20E | FY21E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收益 | 1,764 | 2,364 | 3,011 | 3,564 | 4,208 |
| 增长(%) | 19% | 34% | 27% | 18% | 18% |
| 净利润 | 150 | 246 | 490 | 627 | 800 |
| 经调整净利润 | 238 | 444 | 581 | 737 | 932 |
| 经调整净利润增长(%) | 35% | 86% | 31% | 27% | 27% |
| 经调整稀释后EPS(港元) | 0.27 | 0.45 | 0.52 | 0.61 | 0.72 |
| ROE (%)* | 25.7% | 19.9% | 17.0% | 18.1% | 19.0% |
| 市盈率 | 17.4 | 10.5 | 9.0 | 7.6 | 6.5 |

注：收盘价截至2019年7月12日

资料来源：彭博、公司资料、招商證券(香港)

马牧野

+852 3189 6394

mattma@cmschina.com.hk

刘楠, CFA

+852 3189 6117

leoliu@cmschina.com.hk

最新变动

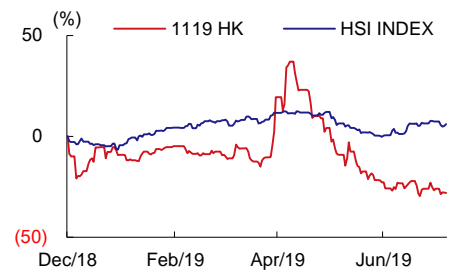
首次覆盖

买入

股价 HK\$4.7

12个月目标价 HK\$6.2 (+33%)
(上涨/下跌空间)

股价表现



资料来源：彭博

| % | 1m | 6m | 12m |
|---------|-------|--------|--------|
| 1119 HK | (9.1) | (20.6) | (30.3) |
| 恒生指数 | 5.1 | 6.2 | (0.1) |

行业：TMT

恒生指数 28471.6

MSCI中国 78.6

重要数据

52周股价区间(港元) 4.6-9.7

市值(十亿港元) 5.84

日均成交量(百万股) 1.50

19财年经调整摊薄每股盈利(港元) 0.52

主要股东

陈湘宇 25.9%

Tencent Holdings Ltd 18.6%

IDREAMSKY TECH 16.8%

总股数(百万股) 1269.7

自由流通量 29.1%

资料来源：彭博、招商證券(香港)

相关报告

1. 中国互联网 - 投资者交流会反馈 2019/06/27
2. 行业报告：游戏出海市场大乱斗 2019/06/20
3. 行业报告：线上社区：共生价值 2019/06/14
4. 腾讯 (700 HK) - 静待游戏收入腾飞 2019/05/16
5. 腾讯 (700 HK) - 和平精英，久违的吃鸡盛宴 2019/05/09
6. 中国互联网：世界是平的 2019/05/02
7. 中国互联网 - 18 年四季度业绩超出预期，期待 19 年下半年表现 2019/04/16
8. 云游戏：沙漠中的海市蜃楼 2019/04/04

投资主题

中国领先的独立手游发行商，拥有庞大的月活跃用户群体，且与腾讯关系密切

受到创新游戏玩法、利基市场内容和海外扩张所带来的ARPPU和付费率加速增长的推动，2018-2021年，中国的手游市场预期将以18.0%的复合年增长率增长。创梦天地作为腾讯生态系统中领先的独立游戏发行商将成为主要的受益者。

创梦天地将游戏作为服务运营，全部游戏均采用免费模式。截至2018年12月31日，该公司运营59款游戏，包括17款RPG、8款消除益智、13款休闲竞技、7款跑酷和14款其他游戏。多元化的游戏组合使公司能够降低游戏行业的风险，也有助于创梦天地更好地满足玩家的多样化需求。对于其代理游戏，由于创梦天地已与内容提供商建立了稳固的关系，它可以拿到这些代理游戏的源代码，这将大大延长游戏的生命周期，并获取更多的客户终身价值。

2019年创梦天地计划推出20款新游戏。这些游戏有着多元化的品类，主要将以中重度游戏为主，如：休闲竞技、RPG、策略和消除类游戏。我们认为高ARRPU和高付费率的消除类和RPG游戏将为公司游戏收入带来主要贡献。

更为重要的是，公司已经和腾讯在如内容、技术和商业化等层面展开合作。例如，腾讯已独家授权创梦天地在其好时光影游社线下店中使用腾讯视频的商标。利用腾讯的品牌信誉和独家内容，我们相信线下店在找到可复制的盈利模式后将为公司带来格外增长。除此之外，两家公司也在IP开发上合作密切，并在利基市场的游戏研发和发行上有所合作。

财务预测

我们预计2018-2021年，创梦天地总收入复合年增长率将为21%；而经调整净利润将以30%的复合年增长率增长。我们预计2018-2021年，游戏业务将以至少22%的复合年增长率增长。对于非游戏业务，我们预计公司的线上广告同期将以8%的复合年增长率增长，而线下体验店收入将从2018年的约5百万元人民币增长到2021年的1.19亿元人民币。同时我们预计公司毛利率将从2018年的44%上升至2021年的47%，主要驱动因素为：1) 魔力宝贝及全民冠军足球以净额法确认收入；2) 公司利用自营分发渠道令渠道成本比率下降，以及3) 自主研发游戏数目增加从而减少内容成本比率。

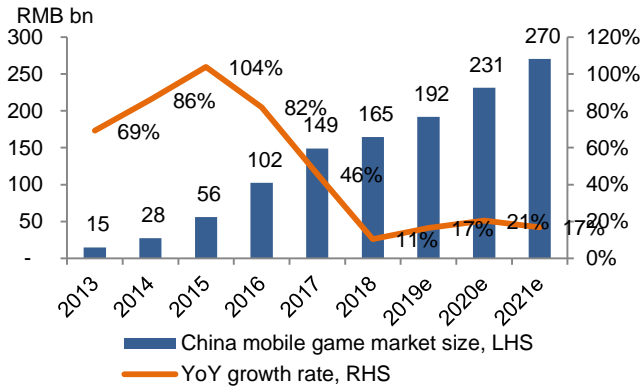
估值

我们采用了市盈率估值法，给予公司79亿港元（基本情况）的估值，对应目标价为6.2港元。本地对标公司的平均2019年预测市盈率乘数为12.0倍。悲观和乐观情况：我们给予公司10%的折价和溢价，得出股价区间为5.6港元至6.9港元，相当于10.8倍-13.2倍2019年预测市盈率。

主要风险：1) 未能扩展至新的游戏类别；2) 畅销游戏的表现欠佳；3) 无法自主开发出亮眼的游戏；4) 用户被竞争对手的热门游戏分流；5) 线下体验店未能找到可复制的盈利模式。

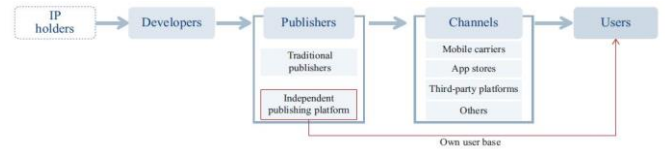
重点图表

图1: 2013-2021年预测中国手游市场的规模 (按收入计)



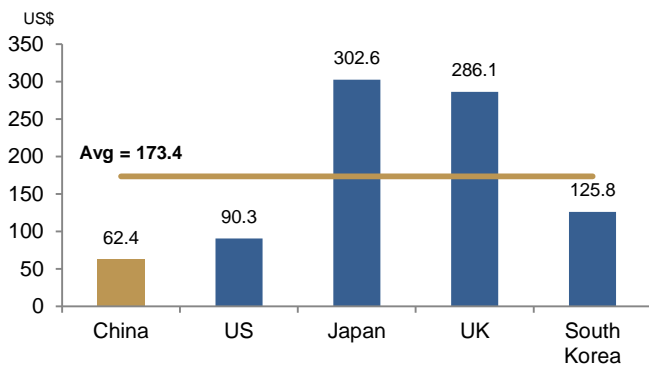
资料来源: 艾瑞咨询、招商证券 (香港); 注: 市场规模的计算包括中国游戏公司的“海外”收入

图2: 中国手游市场价值链



资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券 (香港)

图3: 2017年主要国家手游市场的平均每付费用户收入



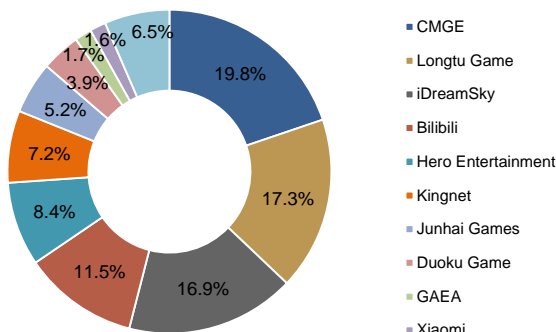
资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券 (香港)

图4: 混合类型的游戏可以通过创新的游戏玩法吸引用户



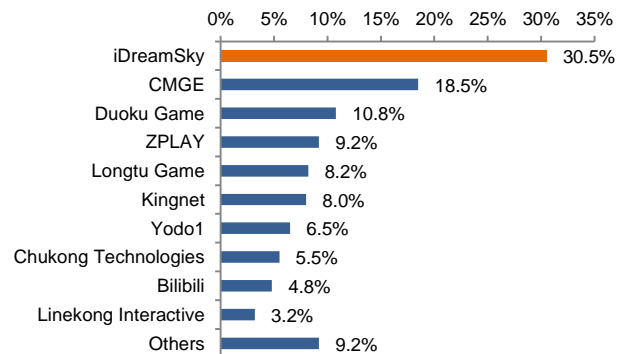
资料来源: 伽马数据、招商证券 (香港)

图5: 2018年第四季中国独立手游发行商竞争格局



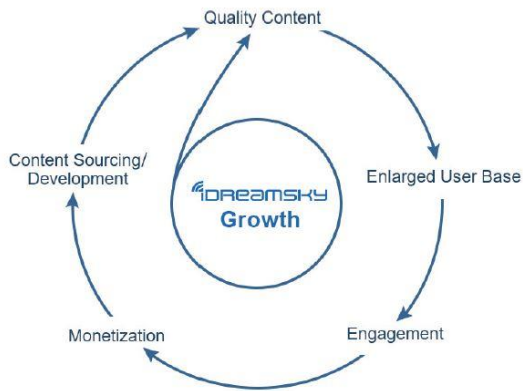
资料来源: 易观、招商证券 (香港)

图6: 2018年第四季中国手游发行市场用户渗透率



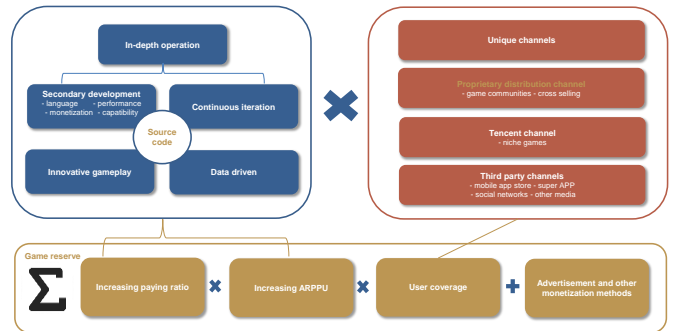
资料来源: 易观、招商证券 (香港)

图7: 创梦天地的核心支柱



资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券 (香港)

图8: 创梦天地的主要优势



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图9: 创梦天地的人气游戏

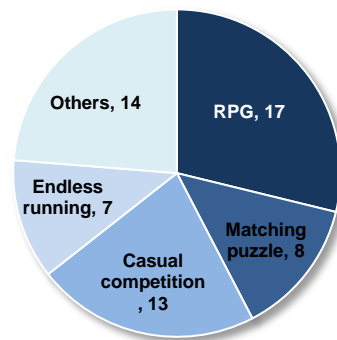
The following table sets out some of our popular games by order of launch date:

| Logo | Title | Genre | Launch Date | Operating Model |
|------|---------------------------------------|--------------------|-------------------------------|-----------------|
| | CATS: Crash Arena Turbo Stars (喵星大作战) | Casual competition | January 2018 | Licensed |
| | Terraria (泰拉瑞亚) | Sandbox | December 2017 | Licensed |
| | Gardenscapes (梦幻花园) | Matching puzzle | September 2017 | Licensed |
| | Five Elements of Heaven (五行天) | RPG (MMORPG) | May 2017 | Self-developed |
| | Saint Seiya-Assembly (聖鬥士星矢-集结) | RPG (MMORPG) | July 2016 | Licensed |
| | Toy Blast (快猴点点消) | Matching puzzle | December 2015 | Licensed |
| | Changing Universe (真可變) | RPG (MMORPG) | July 2015 | Licensed |
| | Monument Valley (纪念碑谷) | Puzzle | June 2015 | Licensed |
| | Three Blade Masters (三劍豪) | RPG (ARPG) | February 2014 | Licensed |
| | Subway Surfers(地鐵跑酷) | Endless running | September 2013 ⁽¹⁾ | Licensed |
| | Temple Run 2(神庙逃亡2) | Endless running | January 2013 ⁽²⁾ | Licensed |

Notes:
 (1) As of the Latest Practicable Date, the license had been renewed and remained valid until 2020.
 (2) As of the Latest Practicable Date, the license had been renewed and remained valid until 2022.

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图10: 多元化游戏类别



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图11: 创梦天地与腾讯在多个领域开展合作

| DREAMSKY | | Tencent 腾讯 | |
|---|-----------------------|--|--|
| Content | Technology | Commercialization | |
| Game developing and publishing | Cloud services | Offline stores | |
| Collaboration on animation and comics | Precise marketing | Precise marketing | |
| Collaboration with China Literature | | Payment services | |
| | | Collaboration with WeBank | |
| | | Cooperation on distribution channels | |

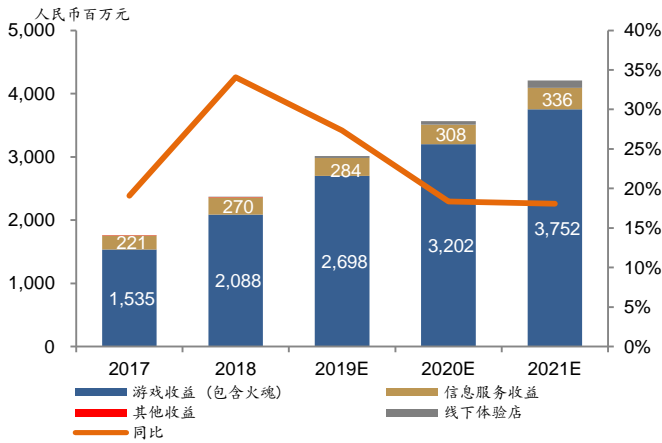
资料来源: 招商证券 (香港)

图12: 魔力宝贝 (Cross Gate Mobile) 由创梦天地研发, 由腾讯发行, 补强腾讯回合制游戏赛道



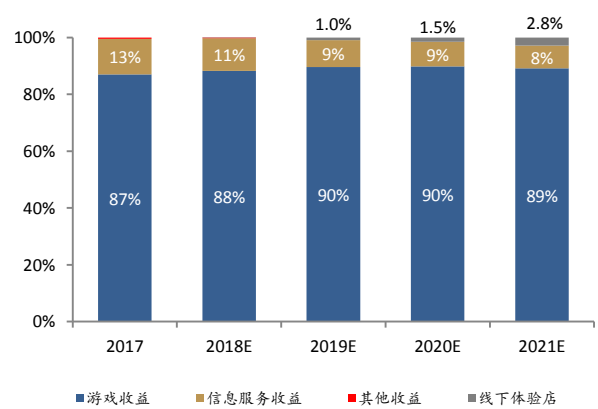
资料来源: App Annie、招商证券 (香港)

图13: 创梦天地的收入趋势



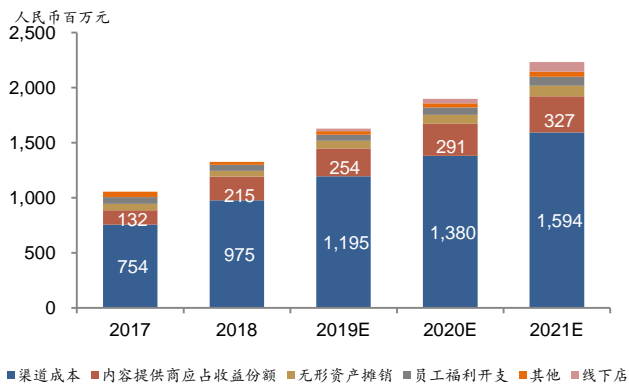
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图14: 创梦天地的收入构成



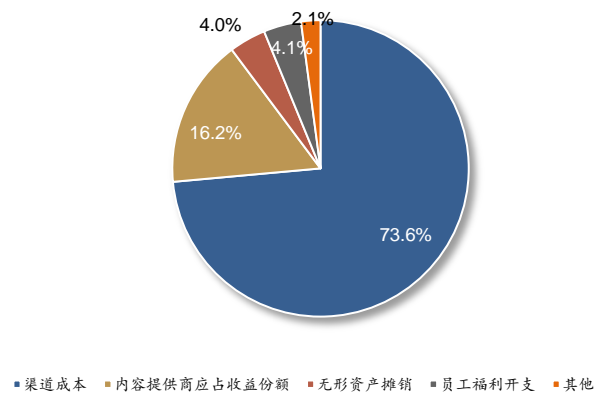
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图15: 创梦天地的成本组合



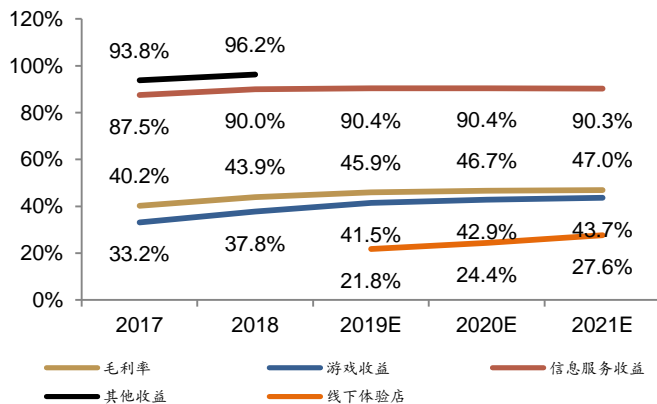
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图16: 2018年创梦天地的成本占比



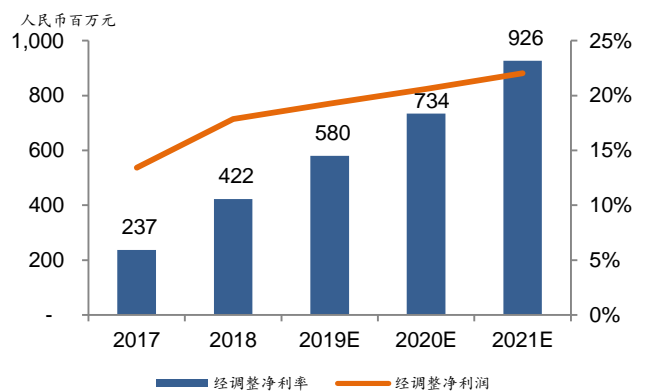
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图17: 创梦天地各业务毛利率



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图18: 经调整净利润及净利润率



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

估值

创梦天地按平均月活跃用户数计算是中国最大的独立手游发行平台。我们采用市盈率估值法对公司进行估值。基于对标公司12.0倍的2019年预测市盈率，我们得出创梦天地的估值为79亿港元（基本情况）。我们认为创梦天地的估值可采用对标公司平均的市盈率乘数，因为其：1) 轻资产商业模式；2) 稳定的收入增长；以及3) 多元化的游戏组合。悲观和乐观情况：我们给予公司10%的折价和溢价，得出股价区间为5.6港元至6.9港元。我们的基本情况估值对应的目标价为6.2港元。

图19：市盈率倍数估值

| 百万 | 悲观情况 (10%折让) | 基本情况 (0% 折扣或溢价) | 乐观情况 (10%溢价) |
|---------------------------|--------------|-----------------|--------------|
| 2019年经调整净利润 (人民币) | 580 | 580 | 580 |
| 主要同行平均2019年市盈率 (倍) | 10.8 | 12.0 | 13.2 |
| 估值 (人民币) | 6,264 | 6,960 | 7,656 |
| 估值 (港元) | 7,119 | 7,910 | 8,701 |
| 流通股数 (百万) | | 1,270 | |
| 目标价 (港元) | 5.6 | 6.2 | 6.9 |
| 2018-2021E年盈利复合年增长率 (%) | 30 | 30 | 30 |
| 2019年PEG | 0.36 | 0.40 | 0.44 |

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；注：悲观和乐观情况是基于基本情况的倍数给予公司10%的折价和溢价

我们认为，创梦天地的可比同行为中国领先的手游发行商和开发商。我们在基准组合中纳入了7家游戏公司（包括完美世界、37互娱、昆仑万维、游族网络、掌趣科技等）。与创梦天地相似，大多数对标公司都会参与如：ARPG、MMORPG、休闲竞技、策略等主要游戏品类的研发和发行。

我们采用市盈率（P/E）法将创梦天地和本地对标公司进行比较并对其估值。基于12.0倍的2019年远期市盈率，我们给予创梦天地79亿港元的估值（基本情况），对应目标价6.2港元。悲观和乐观情况：基于10.8倍-13.2倍的2019年远期市盈率，我们得出创梦天地的股价区间71亿港元至87亿港元之间，对应股价区间为5.6港元到6.9港元。创梦天地估值倍数的上限和下限基于对对标公司平均12.0倍的2019年远期市盈率给予10%折价和溢价而厘定。我们认为创梦天地在中国大多数游戏公司中具有优势，因为：1) 公司领先的市场地位；2) 稳健的财务增长前景；3) 与腾讯的密切关系；及4) 强大的管理团队和执行能力。我们也看好公司受手游发布高不确定性影响的机会较低。

图20: 对标公司比较

| | Ticker | Ccy | Last price 12-Jul | Mkt Cap (USD mn) | P/E (x) | | | | P/Sales (x) | | | | ROE (%) | | | | 17-20E CAGR | | | 2019E | | |
|------------------------------|--------|-----|----------------------|---------------------|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| | | | | | FY17 | FY18 | FY19E | FY20E | FY17 | FY18 | FY19E | FY20E | FY17 | FY18 | FY19E | FY20E | Rev | EBITDA | EPS | PEG | PE/rev g | |
| China game peers | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Perfect World | 002624 | CH | CNY | 23.9 | 4,561.2 | 28.7 | 18.2 | 14.8 | 12.9 | 5.6 | 3.9 | 3.5 | 3.1 | 19.8 | 18.8 | 20.8 | 19.4 | 13.6 | 18.1 | 12.1 | 1.2 | 1.1 |
| 37 Interactive Entertainment | 002555 | CH | CNY | 13.9 | 4,257.8 | 27.0 | 28.0 | 15.7 | 9.5 | 7.1 | 3.8 | 2.9 | 2.6 | 28.1 | 16.5 | 26.2 | 24.1 | 22.7 | 39.1 | 43.7 | 0.4 | 0.7 |
| Kunlun | 300418 | CH | CNY | 12.7 | 2,121.1 | 23.1 | 14.5 | 11.2 | 10.3 | 6.7 | 3.7 | 3.6 | 3.2 | 16.8 | 16.6 | 20.2 | 18.3 | 8.4 | 12.1 | 12.2 | 0.9 | 1.3 |
| Youzu Interactive | 002174 | CH | CNY | 16.1 | 2,073.7 | 29.3 | 13.8 | 11.3 | 9.6 | 6.0 | 3.8 | 3.1 | 2.6 | 19.4 | 20.2 | 22.4 | 22.3 | 20.6 | 25.1 | 13.1 | 0.9 | 0.5 |
| IGG | 799 | HK | HKD | 8.4 | 1,367.7 | 9.2 | 7.0 | 6.9 | 6.2 | 2.4 | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 73.4 | 65.8 | 51.8 | 45.7 | 8.0 | 6.9 | 3.8 | 1.8 | 0.9 |
| Netdragon | 777 | HK | HKD | 19.9 | 1,349.2 | n.a. | 39.0 | 13.0 | 10.8 | 2.4 | 2.0 | 1.5 | 1.3 | (0.5) | 4.8 | 12.9 | 13.8 | 23.2 | 68.8 | n.a. | 0.2 | 0.6 |
| Ourpalm | 300315 | CH | CNY | 3.3 | 1,314.5 | 58.4 | 13.6 | 9.0 | 8.3 | 8.7 | n.a. | n.a. | n.a. | 3.1 | 9.8 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 17.8 | 0.5 | n.a. |
| Average | | | | | | 29.3 | 19.2 | 11.7 | 9.7 | 5.6 | 3.2 | 2.7 | 2.4 | 22.9 | 21.8 | 25.7 | 23.9 | 16.1 | 28.3 | 17.1 | 0.8 | 0.8 |
| Median | | | | | | 27.9 | 14.5 | 11.3 | 9.6 | 6.0 | 3.8 | 3.0 | 2.6 | 19.4 | 16.6 | 21.6 | 20.9 | 17.1 | 21.6 | 12.6 | 0.9 | 0.8 |

注: 收盘价截至2019年7月12日; 注: 预测基于彭博市场共识

财务预测表

资产负债表

| 12月31日年结 (人民币百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 2,024 | 3,267 | 3,532 | 3,921 | 4,538 |
| 应收帐款 | 630 | 821 | 843 | 998 | 1,178 |
| 应收关联方款项 | 16 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| 预付款及其他应收账 | 670 | 1,032 | 693 | 677 | 800 |
| 现金及现金等价物 | 605 | 1,122 | 1,702 | 1,930 | 2,218 |
| 其他流动资产 | 102 | 254 | 255 | 277 | 302 |
| 非流动资产 | 749 | 2,351 | 2,592 | 2,824 | 3,114 |
| 物业、厂房及设备 | 28 | 27 | 38 | 51 | 60 |
| 无形资产 | 306 | 683 | 717 | 713 | 738 |
| 其他非流动资产 | 416 | 1,641 | 1,838 | 2,061 | 2,315 |
| 总资产 | 2,772 | 5,618 | 6,124 | 6,745 | 7,651 |
| 流动负债 | 1,417 | 2,305 | 2,269 | 2,181 | 2,173 |
| 借款 | 997 | 984 | 680 | 475 | 333 |
| 贸易应付账 | 150 | 153 | 383 | 447 | 525 |
| 应付关联方款项 | - | 21 | 21 | 21 | 21 |
| 合约负债 | 155 | 209 | 247 | 300 | 357 |
| 其他流动负债 | 116 | 937 | 937 | 937 | 937 |
| 非流动负债 | 19 | 135 | 95 | 68 | 49 |
| 借款 | 3 | 130 | 90 | 63 | 44 |
| 递延政府补助 | 16 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 总负债 | 1,436 | 2,440 | 2,365 | 2,249 | 2,223 |
| 总权益 | 1,337 | 3,178 | 3,759 | 4,496 | 5,429 |
| 合并资本 | 361 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 其他 | 970 | 3,111 | 3,691 | 4,425 | 5,352 |
| 非控股权益 | 5 | 51 | 52 | 55 | 61 |
| 权益负债总额 | 2,772 | 5,618 | 6,124 | 6,745 | 7,651 |

现金流量表

| 12月31日年结 (人民币百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 营运现金流 | 384 | 206 | 1342 | 893 | 964 |
| 年度利润 | 152 | 268 | 491 | 630 | 806 |
| 物业、厂房及设备折旧 | 8 | 8 | 14 | 25 | 29 |
| 无形资产摊销 | 76 | 86 | 120 | 143 | 168 |
| 融资成本 | 49 | 51 | 35 | 25 | 17 |
| 营运资本变动 | (29) | (345) | 585 | (45) | (193) |
| 已付所得税 | (30) | (34) | (87) | (113) | (146) |
| 其他 | 159 | 173 | 185 | 228 | 282 |
| 投资现金流 | (262) | (1171) | (382) | (408) | (497) |
| 购置物业、厂房及设备 | (14) | (31) | (24) | (38) | (39) |
| 购置无形资产 | (160) | (472) | (158) | (142) | (198) |
| 投资以公允价值计量且其变动计入当期损益之金融资产 | (46) | (158) | (151) | (178) | (210) |
| 其他 | (43) | (510) | (50) | (50) | (50) |
| 融资现金流 | (57) | 1474 | (379) | (257) | (179) |
| 借款所得 | 804 | 300 | 40 | 27 | 19 |
| 偿还借款 | (141) | (189) | (384) | (259) | (181) |
| 已付利息开支 | (45) | (51) | (35) | (25) | (17) |
| 其他 | (675) | 1414 | 0 | 0 | 0 |
| 净现金变动 | 65 | 509 | 581 | 228 | 288 |
| 年末现金 | 605 | 1122 | 1702 | 1930 | 2218 |

损益表

| 12月31日年结 (人民币百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 收入 | 1,764 | 2,365 | 3,011 | 3,564 | 4,208 |
| 收入成本 | (1,054) | (1,326) | (1,628) | (1,900) | (2,232) |
| 毛利 | 709 | 1,039 | 1,383 | 1,664 | 1,976 |
| 销售及营销开支 | (203) | (303) | (379) | (447) | (523) |
| 一般及行政开支 | (214) | (315) | (265) | (292) | (298) |
| 研发开支 | (106) | (99) | (156) | (185) | (217) |
| 其他收入 | 31 | 15 | 17 | 10 | 12 |
| 其他亏损(净值) | (6) | 3 | - | - | - |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益之金融资产之公允价值增益/(亏损) | (2) | (11) | - | - | - |
| 营运利润 | 210 | 329 | 600 | 750 | 950 |
| 财务成本(净值) | (38) | (35) | (24) | (10) | (0) |
| 分占以权益法入账之净投资利润 | 1 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 除所得税前利润 | 174 | 297 | 578 | 743 | 952 |
| 所得税开支 | (22) | (29) | (87) | (113) | (146) |
| 年度利润 | 152 | 268 | 491 | 630 | 806 |
| 少数权益 | 2 | 21 | 1 | 2 | 6 |
| 公司拥有人应占利润 | 150 | 246 | 490 | 627 | 800 |
| 经调整 EBITDA | 389 | 618 | 838 | 1,042 | 1,294 |
| 经调整 EBITDA (港元) | 443 | 704 | 955 | 1,187 | 1,474 |
| 公司拥有人应占经调整净利润 | 237 | 422 | 580 | 734 | 926 |
| 经调整摊薄每股盈利 | 0.24 | 0.39 | 0.46 | 0.54 | 0.63 |
| 经调整摊薄每股盈利 (港元) | 0.27 | 0.45 | 0.52 | 0.61 | 0.72 |

财务比率

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 同比增长率 | | | | | |
| 收入 | 19.1% | 34.1% | 27.4% | 18.3% | 18.1% |
| 营运利润 | 743.0% | 56.5% | 82.2% | 25.0% | 26.6% |
| 经调整 EBITDA | 38.9% | 58.8% | 35.7% | 24.3% | 24.2% |
| 经调整净利润 | 34.2% | 78.5% | 37.4% | 26.6% | 26.1% |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 40.2% | 43.9% | 45.9% | 46.7% | 47.0% |
| 营运利润率 | 11.9% | 13.9% | 19.9% | 21.0% | 22.6% |
| 净利润率 | 8.6% | 11.3% | 16.3% | 17.7% | 19.2% |
| 经调整 EBITDA 利润率 | 22.1% | 26.1% | 27.8% | 29.2% | 30.7% |
| 经调整净利润率 | 13.4% | 17.9% | 19.3% | 20.6% | 22.0% |
| ROE * | 25.7% | 19.9% | 17.0% | 18.1% | 19.0% |
| ROA * | 9.9% | 10.6% | 9.9% | 11.5% | 13.0% |
| 同比增长率 | | | | | |
| 收入 | 13.1 | 8.2 | 6.1 | 4.9 | 3.9 |

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测; *基于2019年7月12日收盘价计算

投资评级定义

| 行业投资评级 | 定义 |
|--------|------------------------|
| 推荐 | 预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场 |
| 中性 | 预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致 |
| 回避 | 预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场 |

| 公司投资评级 | 定义 |
|--------|---------------------------|
| 买入 | 预期股价在未来 12 个月上升 10%以上 |
| 中性 | 预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内 |
| 卖出 | 预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上 |

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/qb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期 48 楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828