

创梦天地 (1119 HK)

游戏板块最低估的公司; 打造一个长生命周期的生态圈

2021年6月4日

我们首次覆盖创梦天地(1119 HK)给予买入评级。创梦天地沿着游戏产业价值链往上移，积极转型为游戏开发商。通过构建长生命周期生态形成流量变现闭环，用户生命周期价值 (LTV) 有望提升。凭着创梦天地 1.38 亿的庞大用户群和高客户粘性，我们认为0.9x的 LTV 倍数是明显低估。我们认为创梦天地的风险/回报极具吸引力。目标价7.0港元，反映1.5x LTV倍数。

战略聚焦游戏业务拉动LTV

创梦天地进行游戏业务战略重组，专注于消除和竞技类游戏作为未来的自研方向，逐步退出其他非核心游戏研发。近期发布的休闲竞技游戏《小动物之星》，还有首款自研竞技类RTS手游《全球行动》和即将推出的《女巫日记》都是经过精细化运营的重点游戏。我们相信这些消除类及竞技类游戏的庞大MAU、长游戏生命周期、高平均用户时间和高支付率的性质可以拉动更高的客户LTV。

社交互动性质为线下门店引流

我们认为创梦天地可以利用其庞大的用户群和竞技游戏强大的互动社交特点来推动线下电竞生态并提高用户粘性。创梦天地目前在中国运营着10家线下门店，可以为用户提供线下体验场景，从而构建一个长生命周期的生态圈和流量变现的闭环。此外，门店还为玩家提供主机体验、游戏零售、潮玩及周边产品，打造一个提供线上、线下24小时娱乐生态圈，以挖掘“Z世代”的崛起。

财务预测

我们预计 2021-2022 年的收入复合增长率为 3%。调整后净利润复合增长率为 13%。由于游戏战略调整和非核心游戏的出清，我们预计 FY21E 的业绩持平，但认为FY22E以后增长会明显加速，主要是由于高支付率和高APRU的游戏占比提升。我们预计游戏收入将以 11% 的复合年增长率增长，受惠于高APRU管道和线上线下之间的闭合循环。

首次覆盖买入，目标价为7港元

我们认为创梦天地的用户群比其他同行更有价值，因为 1) 高用户粘性和LTV; 2) 线上线下生态系统中的独特地位。考虑到用户价值增长的长期潜力和变现机会，我们认为创梦天地的LTV倍数和对MAU的价值与其他同行相比明显低估。我们首次覆盖创梦天地，给予买入评级，目标价为7港元。

基础数据

行业	游戏
评级	买入
目标价格	HK\$7.00
潜在升幅 +/- (%)	63%
当前价格(2021年6月3日)	\$4.30 港元
52周波幅	\$3.54-5.35港元
总市值	\$54.6亿港元
发行股份	12.7亿股
主要股东	陈湘宇 (19.3%)

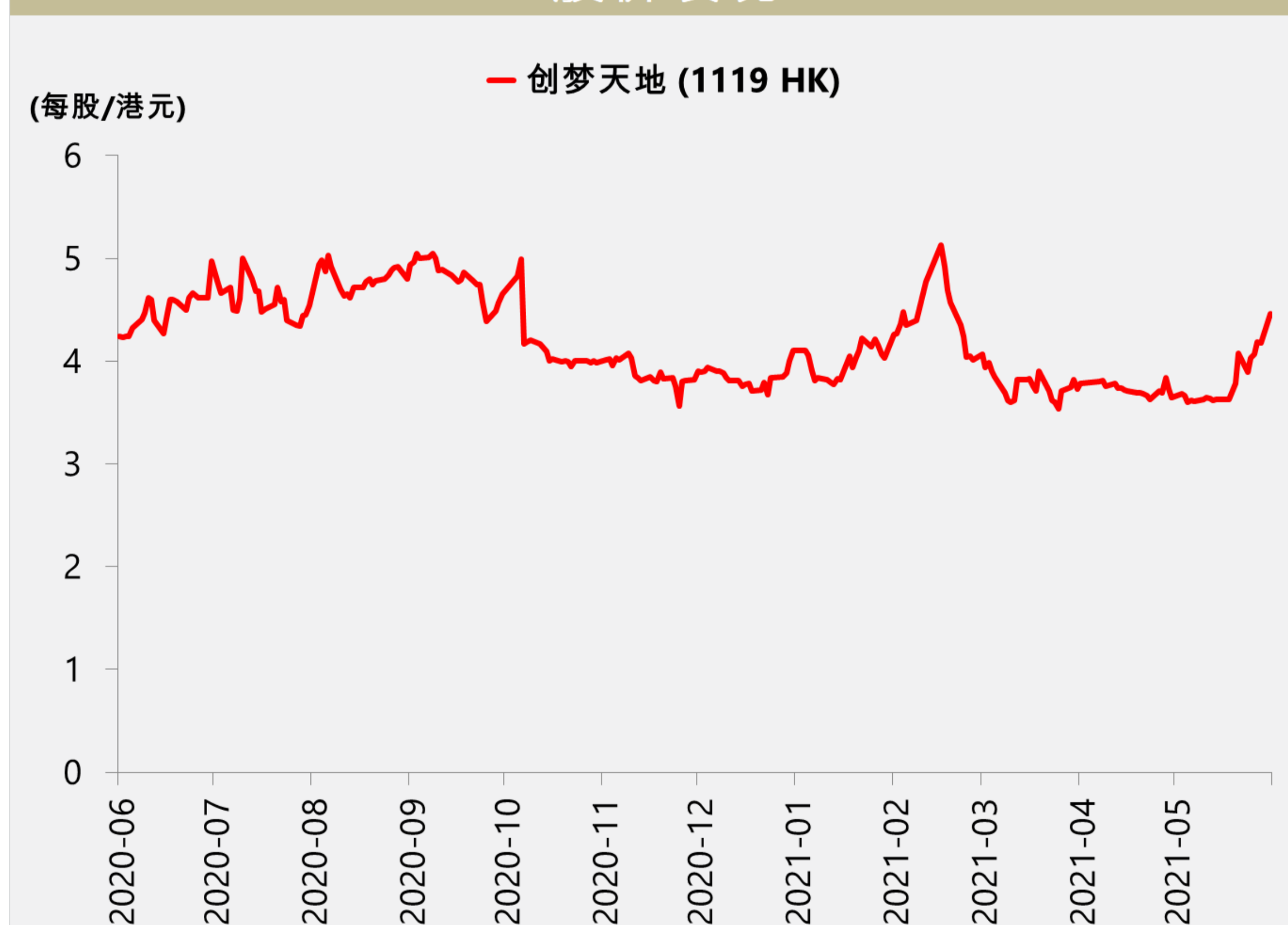
资料来源: 彭博截至2021年6月3日, 公司年报, 安里研究

主要数据

	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
收入 (人民币 百万)	2,365	2,793	3,212	3,066	3,450
每股利润 (人民币)	0.23	0.29	-0.36	0.13	0.21
每股净资产 (人民币)	2.90	2.86	2.82	2.85	3.06
市盈率 (x)	15.4	12.3	n/a	26.8	17.0
市帐率 (x)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2
净资产收益率 (%)	7.9%	10.5%	-12.6%	4.7%	7.1%
资产收益率 (%)	8.8%	6.0%	-6.9%	2.5%	3.9%

资料来源: 彭博截至2021年6月3日, 公司年报, 安里研究预测

股价表现



分析师

秦健崇, CFA

+852 2352-1136/dexter.chun@anli.com.hk

汤丽鸿

+852 2323-2331/kimmytong@anli.com.hk

投资亮点

1) 战略聚焦游戏业务拉动LTV

游戏业务是创梦天地最大的收入驱动力，占2020年收入贡献的88.6%。创梦天地过去一直是游戏分销商，为游戏开发商合作伙伴提供优化、营销、发行和发行解决方案服务。在业务梳理和战略聚焦后，创梦天地将其游戏渠道精简为三个主要类型：1) 消除类；2) 竞技类3) 中重度游戏，这些类型的游戏具有大MAU、高ARPU和LTV的特点。通过1.38亿的MAU，结合竞技游戏的互动社交特性，我们认为用户价值提升空间很大。

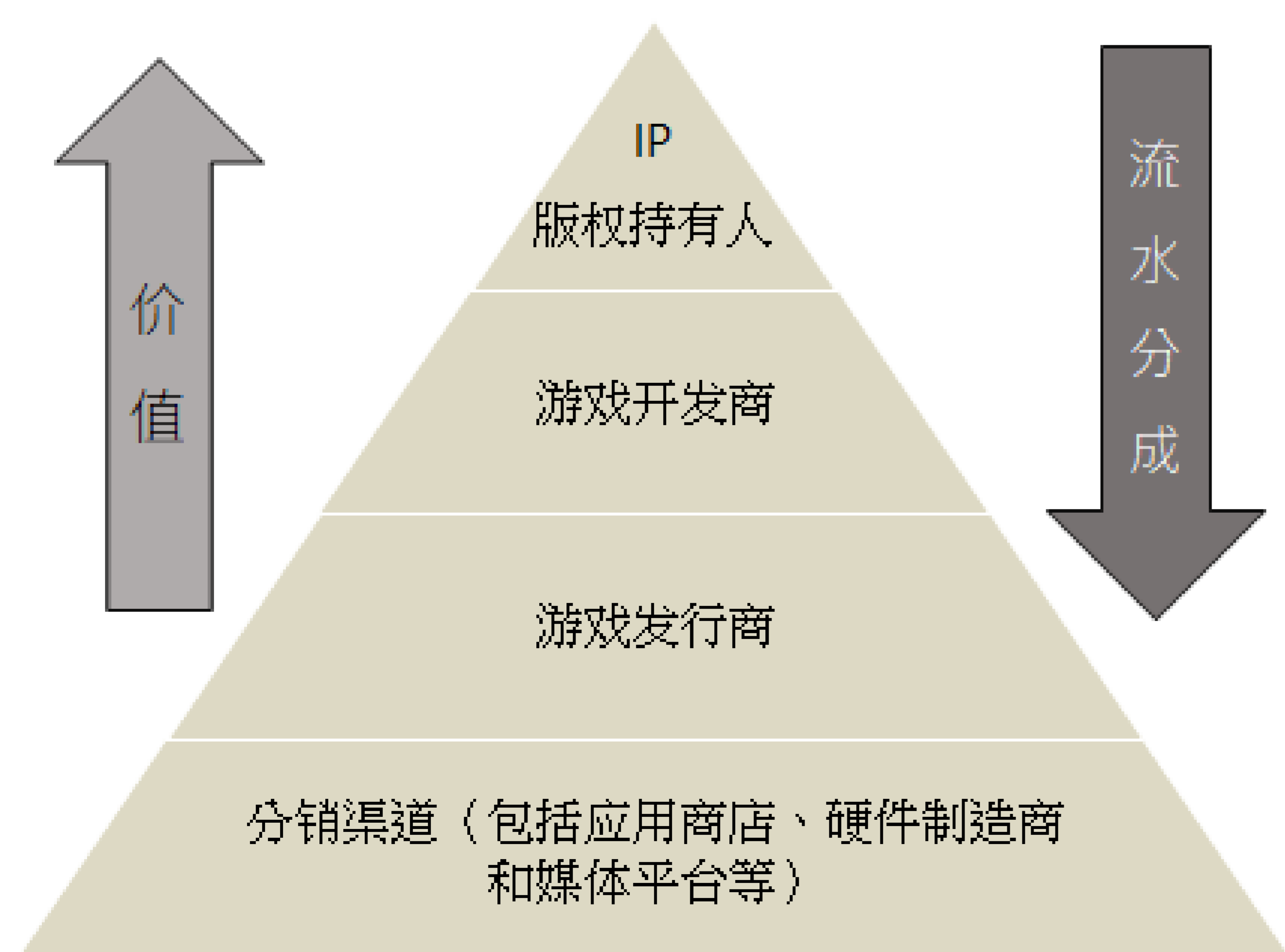
Z世代的支付比率更高

Z世代诞生于互联网飞速发展的时代。在这个阶段对内容的需求更高，优质的素材和更高的教育背景，促使Z世代更有专利意识，更愿意为优质内容付费。凯度研究数据显示，Z世代人均可支配收入3501人民币（全国人均可支配收入2561元）。手游付费率达35.7%，是所有线上消费中最高。Z世代正成为国民消费的主流，手游用户的整体素质将得到极大提升。

挖掘高ARPU游戏类型

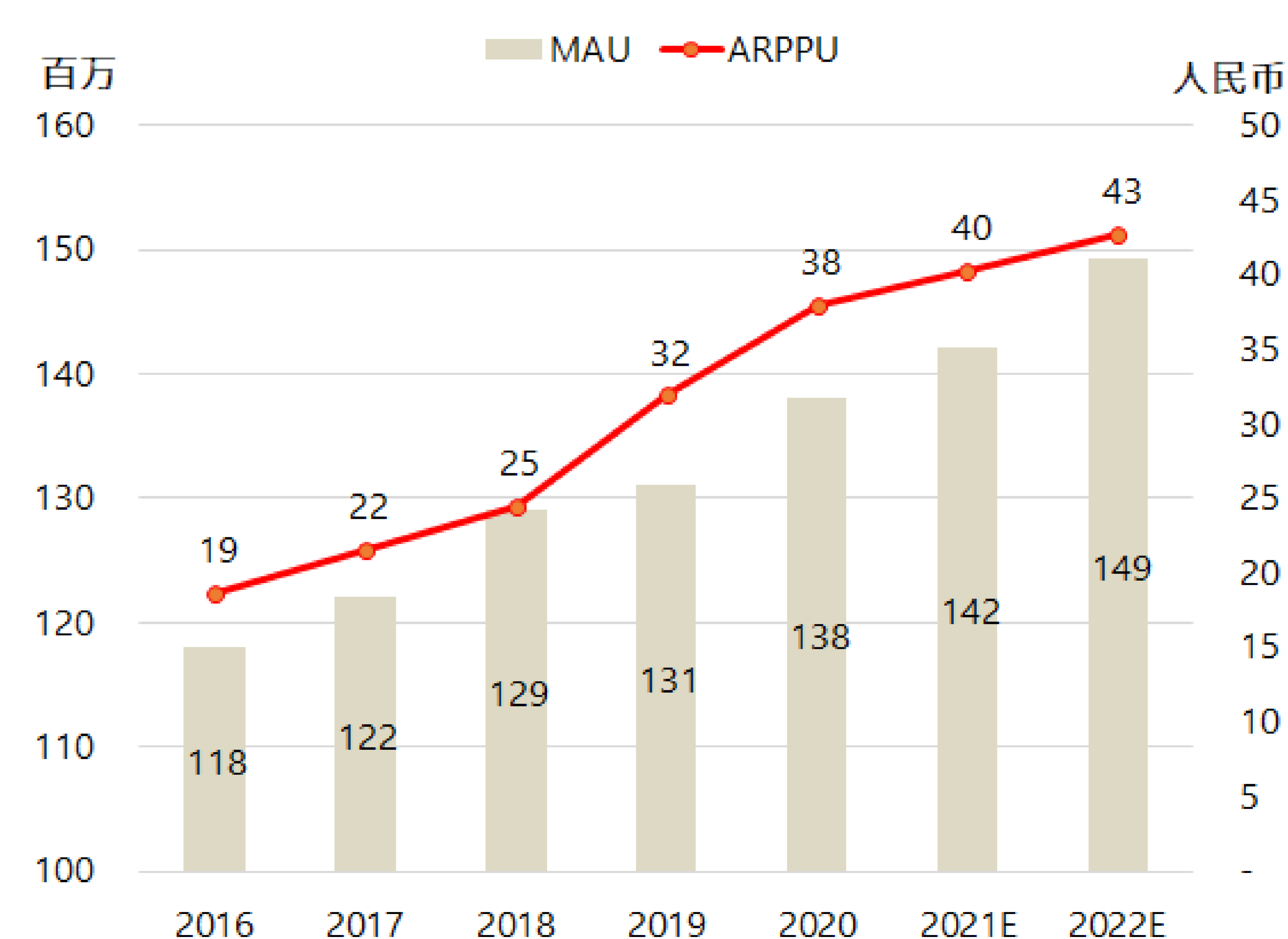
1. 灵活的变现模式。游戏付费模式灵活，可针对不同类型的游戏开发多种变现模式；主要可以分为IAP（游戏内购）和IAA（广告变现）。
2. 重度游戏：注重操控和游戏体验。主要适用于IAP，以提升游戏内成长为主，覆购率高。
3. 中度游戏：操作比较简单，要求不高，适合IAP+IAA商业模式。
4. 休闲游戏：简单，主要用于碎片时间的娱乐。依靠IAA方式进行变现。

图1: 中国游戏产业价值链



资料来源：安里研究

图2: 创梦天地的MAU和ARPPU增长



资料来源：公司资料、安里研究

2) 社交互动性质为线下门店带来流量

作为腾讯云的战略合作伙伴之一，创梦天地正积极探索云游戏解决方案，构建线上线下电竞生态。创梦天地致力为竞技游戏构建完善的电竞体系，保障游戏的长期运营、玩家活跃度和粘性。同时，创梦天地将举办更多赛事，巩固线上线下业务的协同效应。

- 2020年7月，创梦天地第一款自研竞技类RTS手游《全球行动》发行首日在App Store免费游戏榜上排名第一，并曾多次上榜top5。此外，创梦天地与京东校园举办了《全球行动》战队争霸赛，全国百余支高校战队参赛。
- 创梦天地于5月初发布了公司自研的第二款竞技类游戏，跨端2D手游《小动物之星》。它在发行的第一天也在App Store上排名第一。

除电竞游戏外，创梦天地线下门店也提供主机体验、游戏零售、聚会、潮玩及周边产品，为“Z世代”玩家打造线上娱乐与线下社交的场景。2021年，创梦天地计划在1/2线城市开设30家“一起玩”品牌的直营线下门店，并计划在未来3年开设150家门店，覆盖更多城市和玩家。通过线下店铺开设主机体验游戏，吸引受众用户群，同时可建立线上用户社群，提升用户忠诚度，从线下多维度刺激使用者购买主机或反引流至线上游戏，形成全链条用户服务。

图3: 创梦天地旗下的「腾讯视频好时光」线下门店

游戏主机体验



电竞



潮玩



资料来源：公司资料、安里研究

财务分析

我们预计创梦天地将在 FY21-22E 实现 3%/5% 的 MAU 增长，主要是受强劲的游戏渠道推动。我们预计同期 ARPPU 的复合年增长率为 6%，这要受惠于中重度游戏的稳定增长和休闲游戏的高平均时长。

由于业务调整以逐步淘汰第三方授权游戏，我们预计 21 财年的游戏收入将下降 10%，但 22 财年将反弹 20%，以反映强劲的高 ARPU 的游戏管道。我们预计 FY21-22E 的毛利率为 45.5%/46.8%，主要是由于高利润率的自主开发游戏和其他广告/其他业务的组合增加。渠道成本占游戏总收入的比例应同比下降 2%/1%。我们预计运营成本与销售额之比将基本持平，销管成本被研发开支上升所抵消。

我们预计 FY21-22 年经调整纯利达 266/368 百万人民币。我们认为 FY21E 的疲弱业绩是暂时性，在业务重组后 FY22E 应该会出现强劲反弹。我们预计创梦天地将在 FY22E 之后进入收获期，以抓住线上线下生态中的高 LTV 和客户粘性的特性。

估值

我们为创梦天地引入了 LTV 估值方法。我们认为市盈率方法取决于游戏开发者的短期盈利能力和游戏管道，但无法捕捉长期用户粘性并忽略每个 MAU 的价值。因此，我们使用 LTV 倍数作为市场对 MAU 和客户创造价值的定价指标。假设 $ARPU \times MAU = LTV$ ，我们认为创梦天地的 LTV 倍数和 MAU 市值是明显低估。考虑到 1.38 亿的庞大用户群和更长的游戏生命周期、更高的平均时长，我们认为创梦天地被严重低估。基于 1.5 倍 LTV 倍数，我们对创梦天地的目标价为 7 港元。

图4：客户生命价值 (LTV) 估值方法

公司	股票编号	ARPPU (Rmb)	MAU (百万)	LTV (人民币 百万)	LTV (港元 百万)	市值 (港元 百万)	LTV 倍数 (X)	MAU 市值
香港同业								
心动公司	2400 HK Equity	7.4	25.7	2,848	3,417	28,826	8.4	1,122
IGG	799 HK Equity	9.6	39.0	4,506	5,408	13,730	2.5	352
中手游	302 HK Equity	17.2	18.5	3,820	4,584	9,328	2.0	504
创梦天地	1119 HK Equity	38.0	138.0	5,244	6,293	5,460	0.9	40
百奥家庭互动	2100 HK Equity	41.7	13.4	1,129	1,355	4,782	3.5	357
平均							3.5	475
国际同业 (美元)								
动视暴雪	ATVI US Equity	20.4	397.0	8,086	8,086	74,119	9.2	187
Roblox	RBLX US Equity	57.8	100.0	5,777	5,777	56,903	9.8	569
艺电	EA US Equity	35.5	13.0	5,537	5,537	40,467	7.3	3,113
平均							8.6	1,841

注：假设 $LTV = ARPPU \times MAU$ ，其他我们使用 FY20 的游戏收入；
艺电使用付费用户的 MAU
资料来源：彭博、安里研究

创梦天地 (1119 HK): 财报概要

损益表						现金流量表					
(人民币 百万)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	(人民币 百万)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业总收入	2,365	2,793	3,212	3,066	3,450	除税前溢利	246	352	(442)	166	268
服务成本	(1,326)	(1,567)	(1,876)	(1,779)	(1,966)	折旧及摊销	94	151	251	234	236
毛利	1,039	1,226	1,336	1,288	1,483	营运资本变动	(337)	(524)	(394)	(18)	(322)
行政及销售费用	(588)	(544)	(709)	(629)	(673)	其他	203	372	969	18	21
联营/合营公司利润	(41)	5	(117)	(100)	(100)	经营活动之现金	206	351	385	401	204
其他	18	(67)	(586)	-	-	资本开支	(14)	(31)	(14)	(31)	(34)
利息支出	(35)	(36)	(162)	(48)	(46)	出售物业,厂房及设备	(60)	(455)	(111)	(100)	(100)
除税前溢利	(29)	(30)	9	(19)	(31)	其他	(1,098)	(662)	(940)	-	-
净利润	268	360	(565)	174	277	投资活动之现金	(1,171)	(1,149)	(1,066)	(131)	(134)
非控股权益	21	8	(123)	8	10	债务变动	663	111	158	100	100
股东应占利润	246	352	(442)	166	268	股权变动	689	-	(9)	-	-
股息						股息	-	-	-	-	-
盈利率						其他	122	87	762	-	-
毛利率	43.9%	43.9%	41.6%	42.0%	43.0%	筹资活动之现金	1,474	198	912	100	100
净利润率	10.4%	12.6%	-13.7%	5.4%	7.8%	期初现金	605	1,122	533	736	1,106
增长						现金变动	509	(600)	231	371	169
收入	34.1%	18.1%	15.0%	-4.5%	12.5%	期结现金	1,122	533	736	1,106	1,275
毛利	46.4%	18.0%	9.0%	-3.6%	15.2%						
净利润	-3.7%	43.0%	-225.4%	-137.7%	60.8%						
资产负债表						比率分析					
(人民币 百万)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E		FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
物业,厂房及设备	27	32	30	30	32	净资产收益率	7.9%	10.5%	-12.6%	4.7%	7.1%
商誉	683	1,419	1,823	1,719	1,615	资产收益率	8.8%	6.0%	-6.9%	2.5%	3.9%
其他	1,641	1,535	1,153	1,143	1,131	资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
非流动资产	2,351	2,986	3,006	2,892	2,778	应收账款天数	63.4	119.3	122.4	127.8	127.8
应收账款	821	1,005	1,149	1,073	1,207	应付帐天数	21.1	36.5	37.8	36.5	36.5
其他应收账款	1,032	1,286	1,507	1,316	1,455	流动比率	1.4	1.7	1.5	1.7	1.9
货币资金	1,122	533	788	1,106	1,275	负债比率	35.1%	32.2%	41.8%	42.5%	42.1%
其他	293	277	303	355	355	每股盈利	0.23	0.29	-0.36	0.13	0.21
流动资产	3,267	3,101	3,747	3,851	4,293	每股净资产	2.90	2.86	2.82	2.85	3.06
资产总计	5,618	6,087	6,753	6,743	7,071	每股分红	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	153	161	227	178	197	市盈率	15.4	12.3	n/a	26.8	17.0
借款	984	1,016	1,554	1,554	1,554	市账率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2
其他	1,167	681	664	569	546	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动负债	2,305	1,858	2,445	2,300	2,297	股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
借款	130	254	-	100	200	流通股份 (百万)	1,060	1,205	1,223	1,246	1,270
其他	5	29	592	452	407						
非流动负债	135	283	592	552	607						
负债总计	2,440	2,141	3,037	2,852	2,903						
少数股东权益	51	388	268	276	285						
股东权益	3,178	3,946	3,716	3,890	4,167						

Source: Company Data, Anli Research estimates

Important legal disclosures

General Disclosures

This research report is prepared and distributed by Anli Securities Limited ("ASL") in the conduct of business of regulated activity in Hong Kong. This report or any part thereof may not be distributed, reproduced or disclosed to any other person without the prior written approval of ASL. In particular, this research report is not intended for distribution to, or use by, any person or entity in the United States of America, Canada, Australia or any jurisdiction or country where its distribution would be in breach of applicable laws, rules and regulation. The information, data, materials, forecasts, estimates or opinions contained herein are for information only and subject to change without prior notice. ASL makes no representation or warranty (whether express, implied or otherwise), with respect to the fairness, correctness, accuracy reasonableness or completeness of the information, data, materials, forecasts, estimates, opinions as above but has used its best endeavor to obtain information, data, materials from sources which are believed to be reliable. ASL makes no representation, undertaking, warranty or guarantee as to the update, completeness, correctness, reliability or accuracy of information, data, materials, forecasts, estimates or opinions. The opinions herein are made without taking into consideration of specific financial position, investment objective, investment experience or other need and it is therefore expected that investor shall not make investment decision in reliance on information, data, materials, forecasts, estimates or opinions herein without seeking professional and independent advice. ASL accepts no liability and responsibility whatsoever for any direct or indirect loss or damage which may be suffered by any person arising out of or in connection with the information, data, materials, forecasts, estimates or opinions provided herein. In any event, this research report does not constitute or form part of and shall not be construed as any offer for sale or subscription or solicitation or invitation of any offer to purchase or subscribe for any securities and investment products in any jurisdiction.

In distributing this research report, ASL is not providing and does not purport to provide professional investment advice. Except as otherwise disclosed herein, ASL or its affiliates ("ASL Group") has no interest in the securities of the companies referred to in this research report as at the date of the issuance of this research report. ASL Group's officers, directors and employees may have position in any and may trade for their own account in all or any of the securities or investment mentioned in this research report. In addition, ASL Group may have provided investment services and may have underwritten, or may act as market maker in relation to those securities. Commission, fees or other benefit (whether monetary or non-monetary) may be earned or received by ASL Group in respect of services provided in relation to those securities or investments.

Risk

The securities or investments referred to in this research report may not be suitable for all investors. In particular, no consideration has been given to any particular investment objectives or experience, financial situation or other needs of any investor. In the said premises, ASL accepts no liability with regard to the suitability or appropriateness of any of the securities and/or investments referred to herein for any particular investor's circumstances. Investor is reminded to make investment decisions in light of their own investment experience, investment objectives, financial position and particular needs and, where necessary, consult their own professional advisers prior to making investment decision. This research report is not intended to provide any professional advice and should not be relied upon in that regard. The value of the investment may go up as well as down. Past performance is not indicative of futures performance. The risk disclosed herein is not intended to be an exhaustive list of risks associated with the securities or investments. Investor is advised to read and fully understand all the offering or other relevant documents relating to securities or investments referred to in this research report as well as all the risk disclosure statements and risk warnings therein before making any investment decision.

Information of ASL

ASL is licensed by the Securities and Futures Commission of Hong Kong to carry on business of Types 1 and 4 regulated activities under the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571), Laws of Hong Kong and shall, amongst the others, provide services in relation to a series of research products, including, without limitation, fundamental analysis, macro-economic analysis, quantitative analysis and trade ideas, in accordance with all applicable laws, rules and regulations.

Explanation of Anli Ratings

Buy - Describes securities that we expect to provide a total return (price appreciation plus dividend) of 15% or more within a 12-month period.

Hold - Describes securities that we expect to provide a total return (price appreciation plus dividend) of plus 15% or minus 10% within a 12-month period.

Sell - Describes securities that we expect to provide a total return (price appreciation plus dividend) of minus 10% or less within a 12-month period.

NC - Not covered