

2023 年 2 月 7 日

赤子城科技 | 09911.HK

進入新的成長軌道，予「買入」評級

評級

買入

目標價

HK\$ 4.48

根據最新的公告，赤子城科技(09911.HK)預期於 2022 年從社交業務及創新業務分別實現 25.4 億元人民幣 – 25.7 億元人民幣及 2.3 億元人民幣 – 2.6 億元人民幣收入，總收入按年增長約兩成。

橫向開拓不同的業務地區：由於赤子城科技(09911.HK)深耕中東、東南亞等地區，2022 年於卡塔爾舉行的第 22 屆世界盃對集團的社交產品造成輕微的影響，導致其第四季度社交業務的平均月活環比減少 3.1%至約 2,278 萬，而全年則約為 2,291 萬。在影響消退的帶動下，我們相信集團社交產品平均月活有望回升。同時，MICO 進一步拓展已發展地區、而 YoHo 亦正在探索新的市場，集團有望複製成功的經驗，並通過橫向發展的方向加強其全球的足跡。

參與藍城兄弟私有化計劃：2022 年初，赤子城科技(09911.HK)通過基金參與藍城兄弟私有化項目，並於同年下半年完成交割。藍城兄弟為 LGBTQ 社交公司，旗下產品包括同性社交產品 Blued 及翻咔、男性健康服務平台荷爾健康。然而，雖然藍城兄弟為全球 LGBTQ 社交市場中的領導者之一，惟其海外業務的滲透率仍然相對較低，而赤子城科技(09911.HK)的社交產品於海外市場的優勢明顯，在為產品進行地區化方面具有相當的經驗，其核心社交產品 MICO 連續數年錄得雙位數或以上的增長。同時赤子城科技(09911.HK)已深耕中東、東南亞等市場，並積極開拓歐美、日韓等已發展地區，我們相信赤子城科技(09911.HK)與藍城兄弟存在協同效應，提升業務的可持續性。

創新業務具成長空間：以遊戲為主的創新業務為赤子城科技(09911.HK)新柏的成長動力，其在去年推出包括 Mergeland – Alice's Adventure 在內的重點遊戲。集團將繼續投入並推出多款新的中度遊戲，虧損在規模擴大後預期能夠持續收窄。

可觀的成長空間，予「買入」評級：在橫向拓展的拉動下，我們認為月活及付費用戶的成長將續為赤子城科技(09911.HK)帶來穩定的增長，其中 Mico 仍是主要的利潤來源；同時，得益於規模的成長，我們預期遊戲業務的虧損將持續收窄，帶動集團的利潤率上升。此外，藍城兄弟未來的成長性值得冀待，尤其是我們相信集團有能力為藍城兄弟在海外帶來突破，對比過往以中國為核心的業務更具成長空間。我們因此給予集團「買入」評級，目標價每股 4.48 港元，相當於 2022 年/2023 年/2024 年 45.6x/15.8x/12.7x 預測市盈率。

更新報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

brianngo@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

香港上環德輔道中 199 號無限極廣場 2701 – 2703 室

赤子城科技 (09911.HK)

評級 (前評級) 買入

目標價 (前目標價) HK\$ 4.48

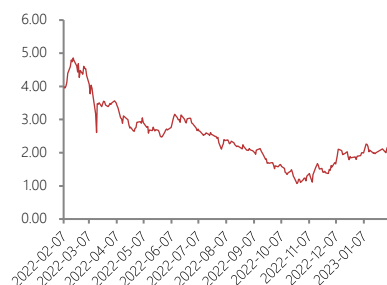
現價 HK\$ 1.99

52-周波幅 HK\$ 1.05 – 4.95

市值 (港元, 十億) HK\$ 2.54

人民幣, 百萬	21(A)	22(E)	23(E)	24(E)
收入	2,359.8	2,814.2	3,309.4	3,846.3
毛利	1,003.3	997.0	1,256.3	1,416.5
毛利率	42.5%	35.4%	38.0%	36.8%
淨利潤	(387.1)	243.7	451.9	549.9
每股盈利	(0.287)	0.084	0.246	0.305
市銷率	0.7	0.7	0.6	0.5
市盈率	-	20.3	7.0	5.7
股本回報率	-47.6%	21.0%	25.8%	23.9%

股價表現	1 個月	3 個月	半年	一年
絕對值	0.0%	53.1%	-16.0%	-51.3%
相對恒指	-1.1%	21.8%	-21.1%	-37.7%



同業比較

		市值 (港元, 百萬)	市盈率 (%)	預測市盈率 (%)	市賬率 (%)	市銷率 (%)	總收入 (港元, 百萬)	毛利率 (%)	股本回報率 (%)
00302.HK	中手游	5,979.0	26.3	17.0	0.9	1.7	4,768.7	37.2	3.4
00700.HK	騰訊	3,639,746.9	17.7	23.5	4.2	5.7	675,083.3	43.9	21.9
00799.HK	IGG	3,676.4	-	48.9	1.2	0.7	6,050.9	69.4	(11.2)
02100.HK	百奧家庭互動	1,496.1	-	9.2	0.8	1.8	1,065.3	45.3	(3.6)
02400.HK	心動公司	13,500.7	-	-	5.8	4.0	3,203.8	44.4	(38.1)
02660.HK	禪遊科技	3,341.7	4.7	4.8	1.9	1.7	1,776.5	61.4	50.3
03798.HK	家鄉互動	2,720.8	5.1	-	1.3	1.5	1,552.0	74.5	37.1
06633.HK	青瓷遊戲	3,677.9	-	57.5	1.9	1.6	1,332.8	73.5	(39.5)
06820.HK	友誼時光	2,529.8	27.4	9.3	1.6	1.4	1,947.9	67.4	5.0
06860.HK	指尖悅動	356.0	-	-	1.2	5.7	125.7	27.6	(10.8)
06933.HK	新娛科控股	4,752.1	-	-	1.4	5.8	1,107.5	77.4	(16.5)
09990.HK	祖龍娛樂	462,385.9	-	17.3	-	-	105,587.3	53.6	23.3
09999.HK	網易	5,979.0	26.3	17.0	0.9	1.7	4,768.7	37.2	3.4
	平均值 - 遊戲		345,346.9	16.3	23.4	2.0	2.9	66,966.8	56.3
BMBL.US	Bumble	39,603.6	23,035.3	107.2	2.0	3.9	5,951.4	72.6	1.2
MTCH.US	Match Group	104,004.2	76.3	19.5	-	4.2	24,970.7	69.9	-
YALA.US	Yalla Group	5,840.0	11.2	9.3	2.2	2.6	2,123.0	65.2	24.1
MOMO.US	Hello Group	16,024.6	246.1	8.8	1.3	1.0	17,567.4	42.5	(24.9)
YY.US	歡聚娛樂	19,446.0	38.2	19.3	0.4	1.0	20,357.5	32.0	10.1
	平均值 - 陌生人社交	7,851.9	36,983.7	4,681.4	32.8	1.5	2.6	14,194.0	56.4
09911.HK	赤子城科技	2,370.5	-	-	2.0	0.7	2,844.2	42.5	(32.9)

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 藍城兄弟海外業務成長未如理想
- 新遊戲未能如期推出
- 遊戲的商業化及生命週期末如預期，令業務未能達到盈虧平衡
- 未能於新地區複製過往成功的表現
- 用戶付費意願下降

財務報表

損益表					資產負債表				
(人民幣, 百萬)	2021 (A)	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)	(人民幣, 百萬)	2021 (A)	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)
總收入	2,359.8	2,814.2	3,309.4	3,846.3	固定資產	16.1	13.7	24.0	17.7
按年增長	99.7%	19.3%	17.6%	16.2%	無形資產	423.7	382.9	350.0	324.9
直接成本	(1,356.5)	(1,817.2)	(2,053.1)	(2,429.8)	其他非流動資產	56.6	406.8	415.4	23.4
毛利	1,003.3	997.0	1,256.3	1,416.5	非流動資產	496.4	803.5	789.4	766.1
其他收入	(12.2)	18.0	54.7	58.4					
經營開支	(1,381.2)	(738.3)	(794.1)	(848.7)	庫存	-	-	-	-
經營溢利	(390.1)	276.8	516.9	626.2	應收款項	146.8	203.3	237.4	378.0
淨財務成本	(3.6)	3.4	2.5	5.9	現金及現金等物	724.6	668.6	1,256.3	1,740.9
聯營及合營公司	(0.2)	-	-	-	其他流動資產	254.6	251.1	285.6	317.6
稅前利潤	(393.9)	280.1	519.4	632.1	流動資產	1,126.0	1,123.1	1,779.2	2,436.5
稅項	6.8	(36.4)	(67.5)	(82.2)					
淨利潤	(387.1)	243.7	451.9	549.9	總資產	1,622.4	1,926.5	2,568.6	3,202.6
按年增長	N.A.	N.A.	85.4%	21.7%					
					長期借貸	-	-	-	-
					其他非流動負債	55.0	51.1	53.8	51.9
					非流動負債	55.0	51.1	53.8	51.9
					應付款項	226.1	221.2	265.0	288.6
					短期借貸	-	-	-	-
					其他流動負債	501.2	175.9	226.2	288.6
					流動負債	727.3	397.2	491.2	577.2
					總負債	782.3	448.2	545.0	629.1
					非控股股東權益	363.3	506.6	665.3	851.6
					控股股東權益	476.8	971.7	1,358.3	1,721.9
					總權益	840.1	1,478.3	2,023.6	2,573.5

現金流量表					財務比率				
(人民幣, 百萬)	2021 (A)	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)		2021 (A)	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)
稅前溢利	(393.9)	280.1	519.4	632.1	毛利率	42.5%	35.4%	38.0%	36.8%
財務成本	-	-	-	-	經營溢利率	-16.5%	9.8%	15.6%	16.3%
財務收入	3.6	(3.4)	(2.5)	(5.9)	淨利潤率	-16.4%	8.7%	13.7%	14.3%
折舊及攤銷	51.0	50.2	52.3	38.6	核心 EBITDA 利潤率	-13.3%	11.9%	16.6%	16.9%
其他	729.3	105.0	61.3	(33.0)	股本回報比率	-47.6%	21.0%	25.8%	23.9%
營運資金變動	3.8	(90.7)	1.7	(131.0)	資產回報比率	-26.8%	13.7%	20.1%	19.1%
經營現金流	393.9	341.2	632.3	500.7	流動比率	154.8%	282.8%	362.2%	422.1%
					速動比率	154.1%	280.1%	359.7%	419.5%
淨資本開支	(17.0)	21.4	(29.7)	(7.5)	現金比率	99.6%	168.3%	255.8%	301.6%
其他	(38.1)	(339.5)	-	-	債務權益比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投資現金流	(55.1)	(318.1)	(29.7)	(7.5)	淨債務權益比率	-86.2%	-45.2%	-62.1%	-67.6%
					庫存周轉天數	-	-	-	-
股份發行	-	285.6	-	-	應收款項周轉天數	26.6	28.5	31.9	35.7
淨借貸	-	-	-	-	應付款項周轉天數	51.4	44.9	43.2	41.6
利息支出	-	-	-	-					
股息支出	-	-	-	-					
其他	(29.8)	(364.7)	(15.0)	(8.6)					
融資現金流	(29.8)	(79.1)	(15.0)	(8.6)					
股本自由現金流	389.9	(5.3)	602.6	493.2					
公司自由現金流	389.9	(5.3)	602.6	493.2					

資料來源: 公司資料、西牛證券

西牛證券是香港一家主要服務香港上市公司的券商，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式：Bloomberg、Reuters、factset.com、Capital IQ、Refinitiv、Wind、Choice及同花順。

西牛證券評級：

強烈買入	：未來12個月絕對增長超過50%
買入	：未來12個月絕對增長超過10%
持有	：未來12個月絕對回報在-10%至+10%
沽售	：未來12個月絕對下降超過10%
強烈沽售	：未來12個月絕對下降超過50%

投資者應在閱讀本報告時假設西牛證券正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明：本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明：

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由西牛證券有限公司(簡稱為“西牛證券”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是西牛證券或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時西牛證券發佈，且可在不通知前提下予以變更。西牛證券或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。西牛證券和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票；(2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係；和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由西牛證券發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫西牛證券在其當地所設立之分支機構。

西牛證券有限公司版權所有©。保留所有權利。