

2023年5月4日

家鄉互動 | 03798.HK

穩健的核心業務能夠抵禦短期不利因素

評級

買入

目標價

HK\$ 2.27

家鄉互動(03798.HK)於2022財年的總收入按年增長37.0%至15.6億元人民幣，惟其毛利率及淨利潤率分別下降至65.3%及29.8%，全年淨利潤則同比減少6.9%，低於我們預期。集團宣佈末期股息為每股0.14港元，相當於全年約50%分派比率。

需要更謹慎的開支預算：2022財年家鄉互動(03798.HK)經營成本比例飆升至48.9%，主要來自於i) 投放於包括比賽贊助等的線下營銷活動開支上升、ii) 投放於短視頻平台的營銷開支力度加大、iii) 團隊擴張。我們相當關注集團未來成本控制的方向、力度及各項營銷活動中獲客的邊際效益，同時我們認為集團需要一個更謹慎的線上營銷投放預算以維持其利潤水平，尤其是集團今年度需要為《遇見喵克斯》等進行額外投放。

毛利率下滑無法逆轉：2022財年家鄉互動(03798.HK)的渠道成本較去年同期增加113.8%至4.2億元人民幣，主要由於如騰訊、短視頻平台、智能手機廠商等第三方平台的分銷佔比提升所致。我們承認集團的毛利率下降速度較我們預期為快，但由於第三方平台用戶量龐大，引流效果較為優秀，第三方平台分銷佔比持續上升是合理及可預期的趨勢，因此集團的毛利率將大概率維持於現時偏低的水平。

穩健的核心業務能夠抵禦短期不利因素：正如我們過往的研報提及，我們相信家鄉互動(03798.HK)擁有充裕的資源，並給予集團足夠緩沖作不同的嘗試，包括採用新的營銷策略及開拓新的業務等。我們認為集團目前面對的不利因素屬於暫時性質，對集團的現金產出業務、資產質素及吸引的股息政策(目前股息率約8.6%)並無重大不利影響，我們需要更多的證據(例如增長大幅放緩/資產質素惡化等)才會改變我們目前的立場。同時，中國麻雀產業釋放利好訊號，2022年底國際麻雀聯盟及中國棋院杭州分院共同成立麻雀運動技術等級評定中心，同時發佈《麻將運動技術技能等級評定管理辦法》與《關於推動麻將項目賽事體系標準化建設的實施意見》並把麻雀遊戲定性為專業運動比賽。因此，長遠而言我們對集團的發展前景仍抱正面的態度，惟短期而言我們認同集團需要作出適度的調整，因此我們下調利潤預測16.8% - 26.7%，並削集團目標價至每股2.27港元，評級下調至「買入」。

更新報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

香港上環德輔道中199號無限極廣場2701-2703室

家鄉互動 (03798.HK)

評級 (前評級) 買入 (強烈買入)

目標價 (前目標價) HK\$ 2.27 (HK\$ 2.58)

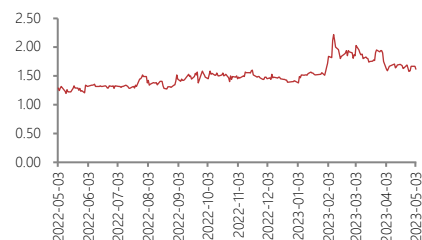
現價 HK\$ 1.62

52-周波幅 HK\$ 1.18 - 2.40

市值 (港元, 十億) HK\$ 2.1

人民幣, 百萬	22(A)	23(E)	24(E)	25(E)
收入	1,562.9	1,712.1	1,901.0	1,999.3
毛利	1,020.6	1,120.0	1,257.1	1,312.3
毛利率	65.3%	65.4%	66.1%	65.6%
淨利潤	465.7	478.9	593.9	647.7
每股盈利	0.372	0.373	0.463	0.505
市盈率	3.7	3.8	3.1	2.8
市銷率	1.1	1.1	1.0	0.9
股本回報率	28.8%	24.4%	25.2%	22.9%

股價表現	1個月	3個月	半年	一年
絕對值	0.0%	-12.0%	9.5%	25.4%
相對恒指	3.5%	-2.9%	-19.0%	32.1%



同業比較

		市值	市盈率	預測市盈率	市賬率	市銷率	總收入	毛利率	股本回報率
		(港元, 百萬)	(%)	(%)	(%)	(%)	(港元, 百萬)	(%)	(%)
00434.HK	博雅互動	337.0	4.3	-	0.2	0.7	437.0	65.5	3.7
02660.HK	禪遊科技	3,167.5	4.0	-	1.6	1.5	2,058.1	64.4	45.5
06899.HK	聯眾	269.5	-	-	0.8	1.1	253.5	38.5	(10.5)
	平均值	627.8	1,258.0	4.1	-	0.9	1.1	916.2	56.1
00302.HK	中手游	6,633.9	-	-	1.0	2.2	3,160.2	41.0	(3.6)
00484.HK	雲遊控股	142.3	-	-	0.2	1.1	132.9	5.1	(3.1)
00700.HK	騰訊	3,248,230.8	15.1	19.7	4.0	5.1	645,740.4	43.1	24.6
00797.HK	第七大道	6,470.0	18.9	-	3.0	9.9	629.5	48.3	16.1
02022.HK	遊萊互動	128.0	-	-	0.5	1.4	87.3	41.8	(15.5)
02100.HK	百奧家庭互動	1,171.5	99.3	-	0.6	1.0	1,093.1	38.4	0.6
02400.HK	心動公司	11,530.9	-	71.2	5.4	2.9	3,995.1	53.5	(26.4)
	平均值	467,758.2	44.5	45.4	2.1	3.4	93,548.3	38.7	(1.0)
03798.HK	家鄉互動	2,143.3	5.1	-	1.0	1.1	1,819.9	65.3	28.8

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 控制營銷成本對獲客產生負面影響
- 營銷成本削弱集團盈利能力
- 未能維持穩定的派息政策
- 麻將遊戲在中國地區重新定位未能帶來根本性的轉變
- 同業大幅增加營銷投入為集團帶來直接競爭
- 來自於其他線上遊戲的非直接競爭
- 海外發展及遊戲開發業務進度慢於預期

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	1,287.7	1,445.1	1,786.8	1,945.5	固定資產	51.6	50.0	49.3	49.0
<i>按年增長</i>	<i>66.8%</i>	<i>12.2%</i>	<i>23.7%</i>	<i>8.9%</i>	無形資產	1.4	1.3	1.1	1.0
直接成本	(328.9)	(426.5)	(522.2)	(560.4)	其他非流動資產	222.8	332.2	402.2	469.7
毛利	958.8	1,018.6	1,264.6	1,385.1	非流動資產	275.8	383.4	452.5	519.7
其他收入	16.8	46.0	56.9	69.6	庫存	-	-	-	-
經營開支	(425.4)	(486.9)	(633.8)	(691.4)	應收款項	194.7	196.4	78.4	229.2
經營溢利	550.2	577.6	687.8	763.3	現金及現金等物	1,125.2	1,477.6	1,884.7	3,206.6
淨財務成本	-	-	-	-	其他流動資產	133.3	325.9	339.7	393.3
聯營及合營公司	27.0	2.0	1.2	6.7	流動資產	1,453.2	1,999.9	2,502.9	2,943.0
非經營支出	577.2	609.6	769.0	839.9	總資產	1,728.9	2,383.6	2,955.5	3,462.7
稅前利潤	(77.0)	(91.4)	(115.4)	(126.0)	長期借貸	-	-	-	-
稅項	-	116.0	-	-	其他非流動負債	46.8	35.4	32.7	30.9
其他	500.3	634.2	653.7	713.9	非流動負債	46.8	35.4	32.7	30.9
淨利潤	<i>28.3%</i>	<i>26.8%</i>	<i>3.1%</i>	<i>9.2%</i>	應付款項	92.2	97.5	133.7	113.2
<i>按年增長</i>	2021 (A)	1,445.1	1,786.8	1,945.5	短期借貸	-	-	-	-
					其他流動負債	149.6	165.7	166.9	168.1
					流動負債	241.9	263.2	300.6	281.2
					總負債	288.6	298.6	333.3	312.1
					非控股股東權益	(0.8)	(1.0)	(1.0)	(0.8)
					控股股東權益	1,441.1	2,086.0	2,623.2	3,151.3
					總權益	1,440.3	2,085.0	2,622.2	3,150.5

現金流量表

(人民幣, 百萬)	現金流量表				財務比率				
	2021 (A)	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)	2021 (A)	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)	
稅前溢利	577.2	609.6	769.0	839.9	毛利率	74.5%	70.5%	70.8%	71.2%
財務成本	-	-	-	-	經營溢利率	42.7%	40.0%	38.5%	39.2%
財務收入	(22.8)	(35.0)	(45.9)	(58.6)	淨利潤率	38.8%	43.9%	36.6%	36.7%
折舊及攤銷	12.3	17.4	15.5	12.1	經調整 EBITDA 利潤率	46.0%	40.3%	41.1%	40.7%
其他	(66.0)	4.0	(181.5)	(188.2)	股本回報比率	41.9%	36.0%	27.8%	24.7%
營運資金變動	(99.6)	(280.4)	(58.7)	(23.5)	資產回報比率	35.3%	30.8%	24.5%	22.2%
經營現金流	401.2	315.6	498.4	581.8	流動比率	600.8%	759.8%	832.7%	1046.5%
					速動比率	545.7%	636.0%	719.7%	906.6%
淨資本開支	(16.5)	(5.8)	(5.8)	(5.8)	現金比率	465.2%	561.4%	627.0%	825.1%
其他	32.5	48.8	45.9	58.6	債務權益比率	-	-	-	-
投資現金流	16.0	43.0	40.1	52.8	淨債務權益比率	-78.1%	-70.9%	-71.9%	-73.7%
股份發行	-	-	-	-					
淨借貸	-	-	-	-					
股息支出	-	-	(126.8)	(196.1)					
其他	(23.7)	(6.1)	(4.5)	(2.6)					
融資現金流	(23.7)	(6.1)	(131.4)	(198.7)					
股本自由現金流	384.7	305.0	446.0	599.5					
公司自由現金流	384.7	305.0	446.0	599.5					

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。