

2024年1月23日

赤子城科技 | 09911.HK

展望預期或具吸引力

評級

買入

目標價

HK\$ 3.78

赤子城科技(09911.HK)公告最新至 2023 年 12 月底的營運數字，集團從社交業務取得的收入預期約為 29.5 億元人民幣 - 30.5 億元人民幣，較 2022 年同期增長約 15.4% - 19.3%，而創新業務收入預期按年成長 32.2% - 48.8%至 3.2 億元人民幣 - 3.6 億元人民幣。

我們對社交業務的預期: 2023 年上半財年赤子城科技(09911.HK)在提出一系列優化後取得理想的利潤率，但調整期間對社交業務的營收帶來一定的負面影響。集團目前已基本完成對直播主的調整，我們預期集團 2023 年下半財年的毛利率保持穩定，社交業務(扣除藍城兄弟併表的影響)收入輕微上升則主要來自於 SUGO 及 TopTop 的強勁增長。

我們對創新業務的預期: 我們預期來自 Alice's Dream 的收入在過去兩個季度能夠取得按季成長的理想成績。同時，集團於 2023 年合共推出兩款新遊戲，並預計於來年再推出兩款遊戲，有望推動創新業務的營收至更高的水平。我們預期集團的創新業務於 2024 財年能夠取得與 2023 財年接近的增長，同時主打產品 Alice's Dream 有望實現盈利。

展望預期或具吸引力: 我們認為 i) 直播主的替換、ii) TopTop 收入佔比提升、iii) 外部付費比例提升有利於改善赤子城科技(09911.HK)於本財年及未來的盈利能力，抵銷集團較我們預期為慢的營收增速。然而，由於併表藍城兄弟的影響，我們預計集團於 2023 財年及 2024 財年的淨利潤率仍會錄得下滑，惟此下滑為一次性，並與集團營運惡化無關，我們相信赤子城科技(09911.HK)將會遞交一份理想的全年業績，同時對其創新業務給予亮麗的指引。未來創新業務與新的社交 APP 能否實現收支平衡是我們最為關注的重點。我們輕微調整集團的目標價至每股 3.78 港元，維持「買入」評級。

更新報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

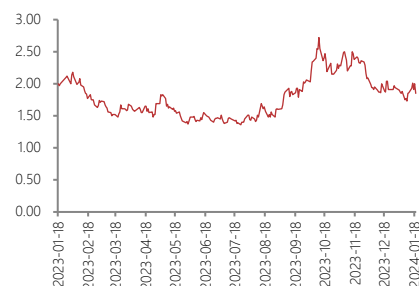
香港上環德輔道中 199 號無限極廣場 2701 - 2703 室

赤子城科技 (09911.HK)

評級 (前評級)	買入 (買入)
目標價 (前目標價)	HK\$ 3.78 (HK\$ 3.73)
現價	HK\$ 1.85
52-周波幅	HK\$ 1.33 - 2.76
市值 (港元, 十億)	HK\$ 2.2

人民幣, 百萬	22(A)	23(E)	24(E)	25(E)
收入	2,799.7	3,280.0	4,074.8	4,379.2
毛利	1,057.9	1,645.2	1,988.9	2,162.2
毛利率	37.8%	50.2%	48.8%	49.4%
歸母淨利潤	287.3	525.3	568.8	643.5
每股盈利	0.114	0.296	0.323	0.399
市銷率	0.9	0.6	0.6	0.5
市盈率	19.9	5.7	5.2	4.2
股本回報率	27.7%	35.5%	27.9%	23.7%

股價表現	1個月	3個月	半年	一年
絕對值	-1.1%	-21.9%	29.4%	-6.1%
相對恒指	6.2%	-10.5%	48.6%	23.2%



赤子城科技(09911.HK)公告最新至 2023 年 12 月底的營運數字，集團從社交業務取得的收入預期約為 29.5 億元人民幣 – 30.5 億元人民幣，較 2022 年同期增長約 15.4% - 19.3%，而創新業務收入預期按年成長 32.2% - 48.8%至 3.2 億元人民幣 – 3.6 億元人民幣。

我們較為關注集團在完成一系列轉變後的利潤水平，包括 i) 通過能提供較高邊際利益的直播主取代效率較低的直播主、ii) 提升外部付費比例。2023 年下半年財年盈利能力的轉變(尤其是扣除藍城兄弟併表影響前的盈利能力)是我們對即將發佈的 2023 財年財務報表主要關注的地方。

我們對社交業務的預期

2023 年上半財年赤子城科技(09911.HK)在提出一系列優化後取得理想的利潤率，但調整期間對社交業務的營收帶來一定的負面影響。集團目前已基本完成對直播主的調整，我們預期集團 2023 年下半年財年的毛利率保持穩定，社交業務(扣除藍城兄弟併表的影響)收入輕微上升則主要來自於 SUGO 及 TopTop 的強勁增長。

我們對創新業務的預期

我們預期來自 Alice's Dream 的收入在過去兩個季度能夠取得按季成長的理想成績。同時，集團於 2023 年合共推出兩款新遊戲，並預計於來年再推出兩款遊戲，有望推動創新業務的營收至更高的水平。我們預期集團的創新業務於 2024 財年能夠取得與 2023 財年接近的增長，同時主打產品 Alice's Dream 有望實現盈利。

Blued 的國際版本 - HeeSay

赤子城科技(09911.HK)於 2024 年推出全新的 LGBTQ+ 平台，名為 HeeSay。發帖、直播、語音通話等功能的加入協助平台從約會 APP 轉化為線上社區平台。對比過往以約會配對為主的定位，HeeSay 旨於向 LGBTQ+ 群眾提供一個社交平台，未來亦會舉辦不同的主題活動以提升用戶忠誠度，因為根據集團的調研所指，平台歸屬感對於 LGBTQ+ 至關重要。

圖: HeeSay 標誌



資料來源: 公司資料

圖: Blued 參與 Metro Manila Pride 活動



資料來源: 公司資料

2023 年下半年財是赤子城科技(09911.HK)首次就藍城兄弟進行併表處理, 我們預計集團將會從藍城兄弟中確認約 3.0 億元人民幣 – 3.5 億元人民幣收入。我們認為藍城兄弟在發佈 HeeSay 後會更積極向海外擴張, 尤其是泰國, 同時我們預計藍城兄弟來年的收入有可能達到約 9.0 億元人民幣 – 10.0 億元人民幣的水平。

展望預期或相當亮麗

我們認為 i) 直播主的替換、ii) TopTop 收入佔比提升、iii) 外部付費比例提升有利於改善赤子城科技(09911.HK)於本財年及未來的盈利能力, 抵銷集團較我們預期為慢的營收增速。然而, 由於併表藍城兄弟的影響, 我們預計集團於 2023 財年及 2024 財年的淨利潤率仍會錄得下滑, 惟此下滑為一次性, 並與集團營運惡化無關。我們相信赤子城科技(09911.HK)將會遞交一份理想的全年業績, 同時對其創新業務給予亮麗的指引。未來創新業務與新的社交 APP 能否實現收支平衡是我們最為關注的重點。我們輕微調整集團的目標價至每股 3.78 港元, 維持「買入」評級。

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)	(x)	(x)	(x)	(x)	(港元, 百萬)	(%)	(%)
00302.HK	中手游	3,027.94	-	4.05	0.48	0.93	3,160.15	40.96	(2.18)
00700.HK	騰訊	2,485,979.46	11.81	13.41	2.99	3.83	645,740.38	43.05	25.51
00799.HK	IGG	3,690.45	-	-	1.60	0.79	4,591.33	68.63	(25.41)
02100.HK	百奧家庭互動	649.26	18.28	4.16	0.36	0.50	1,093.12	38.42	1.84
02400.HK	心動公司	3,608.20	-	17.64	1.65	0.91	3,995.11	53.49	(3.84)
02660.HK	禪遊科技	5,266.39	5.53	-	2.43	2.17	2,058.09	64.39	49.13
03798.HK	家鄉互動	3,144.34	5.97	-	1.42	1.65	1,819.94	65.30	24.89
06633.HK	青瓷遊戲	2,869.02	54.58	-	1.50	4.19	734.02	66.96	2.95
06820.HK	友誼時光	2,638.83	224.13	5.89	1.85	1.84	1,775.06	68.49	1.27
06933.HK	新娛科控股	100.81	-	-	0.50	29.72	14.32	(30.19)	(40.83)
09990.HK	祖龍娛樂	1,191.05	-	-	0.44	1.64	679.22	72.48	(25.61)
09999.HK	網易	443,404.54	-	12.35	-	-	112,363.21	54.68	23.77
	平均值 - 遊戲	246,297.52	53.38	9.58	1.38	4.38	64,835.33	50.56	2.63
BMBL.US	Bumble	14,725.64	41.73	24.63	1.11	1.81	7,075.00	72.39	(5.24)
MTCH.US	Match Group	76,648.26	17.42	15.57	-	3.05	24,970.67	69.90	-
YALA.US	Yalla Group	6,585.45	9.57	-	1.33	2.73	2,377.41	62.51	23.72
MOMO.US	Hello Group	9,030.90	4.62	4.20	0.71	0.68	14,793.20	41.58	17.06
YY.US	歡聚娛樂	14,191.37	-	11.06	0.36	0.88	18,883.70	35.34	(1.43)
	平均值 - 陌生人社交	24,236.32	18.33	13.87	0.88	1.83	13,620.00	56.34	8.53
09911.HK	赤子城科技	2,144.19	8.17	5.35	2.14	0.67	3,260.07	37.79	25.88

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 付款比率及 ARPPU 在調整直播主後出現下滑
- 藍城兄弟海外擴張較預期為慢，引致海外業務持續虧損
- 新遊戲與社交 APP 未能實現盈虧平衡
- 新遊戲表現未能達到預期
- 拓展創新業務與 HeeSay 的成本較高

財務報表

損益表					資產負債表				
(人民幣, 百萬)	2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)	(人民幣, 百萬)	2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)
總收入	2,799.7	3,280.0	4,074.8	4,379.2	固定資產	122.2	140.8	150.0	160.9
<i>按年增長</i>	<i>18.6%</i>	<i>17.2%</i>	<i>24.2%</i>	<i>7.5%</i>	無形資產	382.9	468.3	443.3	419.0
直接成本	(1,741.8)	(1,634.8)	(2,086.0)	(2,216.9)	其他非流動資產	238.5	132.2	163.6	211.4
毛利	1,057.9	1,645.2	1,988.9	2,162.2	非流動資產	743.6	741.4	756.9	791.3
其他收入	20.9	1.5	1.8	2.1	庫存	-	-	-	-
經營開支	(809.5)	(1,136.6)	(1,401.0)	(1,497.2)	應收款項	164.9	187.0	254.7	295.5
經營溢利	269.3	510.1	589.6	667.1	現金及現金等物	596.7	923.4	890.7	1,027.5
淨財務成本	(0.5)	(0.5)	(0.2)	(0.3)	其他流動資產	215.0	459.3	1,129.6	1,734.8
聯營及合營公司	18.6	34.8	-	-	流動資產	976.6	1,569.7	2,275.0	3,057.8
稅前利潤	287.4	544.4	589.4	666.8	總資產	1,720.2	2,311.1	3,031.9	3,849.1
稅項	(0.0)	(19.1)	(20.6)	(23.3)	長期借貸	-	-	-	-
淨利潤	287.3	525.3	568.8	643.5	其他非流動負債	133.1	145.7	152.1	157.8
<i>按年增長</i>	<i>N.A.</i>	<i>82.8%</i>	<i>8.3%</i>	<i>13.1%</i>	非流動負債	133.1	145.7	152.1	157.8
					應付款項	189.7	131.5	156.9	177.3
					短期借貸	-	-	-	-
					其他流動負債	159.3	312.7	366.2	436.8
					流動負債	349.1	444.3	523.2	614.1
					總負債	482.2	589.9	675.2	771.9
					非控股股東權益	530.2	603.4	787.2	955.3
					控股股東權益	707.8	1,117.7	1,569.5	2,121.9
					總權益	1,238.0	1,721.1	2,356.7	3,077.2

現金流量表

(人民幣, 百萬)	2022 (A) 2023 (E) 2024 (E) 2025 (E)				財務比率				
	2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)	2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)	2025 (E)
稅前溢利	287.4	544.4	589.4	666.8	毛利率	37.8%	50.2%	48.8%	49.4%
財務成本	-	-	-	-	經營溢利率	9.6%	15.6%	14.5%	15.2%
財務收入	0.5	0.5	0.2	0.3	淨利潤率	10.3%	16.0%	14.0%	14.7%
折舊及攤銷	59.6	53.0	47.0	47.9	核心 EBITDA 利潤率	13.4%	20.3%	17.6%	18.5%
其他	9.4	50.3	61.4	73.6	股本回報比率	27.7%	35.5%	27.9%	23.7%
營運資金變動	(44.2)	(227.2)	(85.1)	(102.0)	資產回報比率	17.2%	26.1%	21.3%	18.7%
經營現金流	312.6	421.1	613.0	686.6	流動比率	279.8%	353.3%	434.8%	498.0%
					速動比率	277.6%	343.6%	425.1%	487.7%
淨資本開支	(23.9)	(30.2)	(31.2)	(34.5)	現金比率	170.9%	207.9%	170.3%	167.3%
其他	(332.7)	(50.6)	(600.0)	(500.0)	債務權益比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投資現金流	(356.6)	(80.8)	(631.2)	(534.5)	淨債務權益比率	-48.2%	-53.6%	-37.8%	-33.4%
					庫存周轉天數	-	-	-	-
股份發行	285.6	-	-	-	應收款項周轉天數	25.1	24.0	23.5	26.5
淨借貸	-	(0.0)	-	-	應付款項周轉天數	43.6	35.9	25.2	27.5
利息支出	-	-	-	-					
股息支出	-	-	-	-					
其他	(425.2)	(13.6)	(14.5)	(15.4)					
融資現金流	(139.6)	(13.6)	(14.5)	(15.4)					
股本自由現金流	(85.7)	390.9	581.8	652.1					
公司自由現金流	(85.7)	390.9	581.8	652.1					

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、factset.com、Capital IQ、Refinitiv、Wind、Choice、慧博投研資訊及同花順。

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。