

2024年4月3日

赤子城科技 | 09911.HK

展望理想，惟缺清晰細節

評級

買入

目標價

HK\$ 3.31

赤子城科技(09911.HK)發佈 2023 年全年業績，其收入及歸屬母公司淨利潤分別達到 33.1 億元人民幣及 5.1 億元人民幣，(扣除公允價值收益後)略優於我們預期。

Sugo、TopTop 及其他應用程式強勁的表現抵銷 Mico 疲弱的貢獻。集團在 MENA 市場取得良好的進展，而 MENA 市場為集團重點的市場之一。作為 MENA 市場當中重要的增長動力，Sugo 及 TopTop 的營收去年分別按年成長~3x 及~2x。然而，根據集團的投資者推介材料，Mico 錄得同比>30%的跌幅，遠低於我們預期，削弱替換直播主帶來的正面影響。同時，其他社交應用程式同比成長~1x，佔集團社交業務收入~17%，惟該等應用程式的資訊有限，而集團認為該等應用程式「貢獻不顯著，未達到需要披露的水平」。集團正積極投入，爭取未來 3 年來打造 2 款月流水逾千萬美元水平的社交應用程式，我們希望未來能夠就就有關的社交應用程式取得更多的資訊。

創新業務發展穩定: Alice's Dream 如預期般維持穩健的成長，並於 2023 年第 4 季度達到月流水 800 萬美元的水平，單計該遊戲有可能於明年實現盈利。集團去年亦發佈兩款新的遊戲，包括 Taylor's Secret 及 Merge Cove，並預計於 2024 年上半年財年推出 Cooking Story，有望為集團 IAP 遊戲帶來不錯的貢獻。

預期毛利率受到併表影響: Sugo、TopTop 及直播主的調整為赤子城科技(09911.HK) 毛利率帶來約 14.3 個百分點的提升，達到 52.1%的水平。Sugo、TopTop 及新遊戲貢獻的上升部份抵銷明年藍城兄弟(全年)併表的影響，我們預計集團能夠維持毛利率於 50%以上的水平。

展望理想，惟缺清晰細節: TopTop、Sugo、藍城兄弟及創新業務仍然為集團未來主要的催化劑，惟鑑於 Mico 斷崖式下滑及其他增長迅速的社交應用程式缺乏清晰的細節，我們因此變得較為保守。我們因而削集團目標價至每股 3.31 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\$ 3.31 (HK\$ 3.73)
現價	HK\$ 2.61
52-周波幅	HK\$ 1.33 – 2.76
市值 (港元, 十億)	HK\$ 3.1

人民幣, 百萬	23(A)	24(E)	25(E)	26(E)
收入	3,307.8	4,190.7	4,542.0	4,880.5
毛利	1,722.1	2,151.8	2,322.3	2,483.1
毛利率	52.1%	51.3%	51.1%	50.9%
歸母淨利潤	512.8	449.5	472.1	499.3
每股盈利	0.447	0.377	0.396	0.419

股價表現	1個月	3個月	半年	一年
絕對值	45.0%	37.4%	26.7%	55.4%
相對恒指	42.9%	36.5%	31.6%	72.4%



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	3,083.0	-	3.6	0.5	1.1	2,880.9	36.2	(0.4)
00700.HK	騰訊	2,931,341.5	23.5	15.2	3.4	4.4	673,293.5	48.1	15.1
00799.HK	IGG	3,930.5	1.3	8.3	0.2	0.2	41,226.1	74.4	25.0
02100.HK	百奧家庭互動	678.0	-	3.1	0.4	0.7	865.4	40.6	(1.9)
02400.HK	心動公司	6,755.9	-	22.2	3.7	1.8	3,746.9	61.0	(4.6)
02660.HK	禪遊科技	3,638.0	4.5	-	1.4	1.6	2,276.7	59.8	35.5
03798.HK	家鄉互動	2,785.0	5.8	-	1.3	1.4	1,967.5	65.3	24.9
06633.HK	青瓷遊戲	2,696.2	-	14.4	1.4	2.8	1,001.3	61.6	(2.1)
06820.HK	友誼時光	2,028.2	-	-	1.6	1.8	1,167.5	66.5	(10.2)
06933.HK	新娛科控股	99.1	-	-	0.5	9.9	9.9	(30.2)	(40.8)
09990.HK	祖龍娛樂	1,094.0	-	-	0.4	1.1	1,006.3	71.6	(12.8)
09999.HK	網易	3,083.0	-	3.6	0.5	1.1	2,880.9	36.2	(0.4)
	平均值 - 遊戲	246,297.52	286,820.3	2.9	6.7	1.2	2.2	70,319.2	51.3
BMBL.US	Bumble	16,410.0	35.8	14.1	0.9	1.4	8,234.6	70.7	(0.3)
MTCH.US	Match Group	73,898.0	15.4	14.9	-	2.9	26,340.2	71.6	-
YALA.US	Yalla Group	5,873.9	7.5	6.4	1.3	2.4	2,496.4	64.1	23.3
MOMO.US	Hello Group	11,338.5	4.6	4.9	0.7	0.7	13,269.1	41.5	17.2
YY.US	歡聚娛樂	15,863.2	10.8	8.3	7.8	1.0	17,754.8	35.8	6.7
	平均值 - 陌生人社交	24,236.32	24,676.7	14.9	9.7	2.7	1.7	13,619.1	56.8
09911.HK	赤子城科技	3,156.7	5.5	6.3	2.6	0.8	3,656.9	52.1	56.1

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- Mico 的業務表現維持疲弱
- 藍城兄弟海外擴張較預期為慢, 引致海外業務持續虧損
- 新遊戲與社交應用程式未能實現盈虧平衡
- 未能把成功的經驗複製至新的應用程式

財務報表

損益表					資產負債表				
(人民幣, 百萬)	2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	(人民幣, 百萬)	2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)
總收入	3,307.8	4,190.7	4,542.0	4,880.5	固定資產	124.9	129.9	132.4	134.4
<i>按年增長</i>	<i>18.1%</i>	<i>26.7%</i>	<i>8.4%</i>	<i>7.5%</i>	無形資產	646.0	659.8	635.5	611.2
直接成本	(1,585.7)	(2,038.9)	(2,219.7)	(2,397.4)	其他非流動資產	77.9	80.9	83.1	86.5
毛利	1,722.1	2,151.8	2,322.3	2,483.1	非流動資產	848.7	870.6	851.0	832.1
其他收入	6.6	1.8	2.1	2.4	庫存	19.3	26.2	25.8	32.3
經營開支	(1,177.5)	(1,548.6)	(1,695.3)	(1,823.5)	應收款項	243.2	288.8	295.7	314.2
經營溢利	551.1	605.1	629.1	661.9	現金及現金等物	1,386.4	1,375.3	1,388.6	1,517.2
淨財務成本	15.5	42.8	42.5	43.0	其他流動資產	293.3	937.7	1,650.0	2,263.6
聯營及合營公司	47.3	-	-	-	流動資產	1,942.1	2,628.0	3,360.0	4,127.3
稅前利潤	613.9	647.9	671.6	704.9	總資產	2,790.9	3,498.6	4,211.1	4,959.4
稅項	(12.1)	(22.7)	(23.5)	(24.7)	長期借貸	-	-	-	-
淨利潤	601.8	625.2	648.1	680.3	其他非流動負債	145.9	145.3	144.9	144.6
<i>按年增長</i>	<i>109.4%</i>	<i>3.9%</i>	<i>3.7%</i>	<i>5.0%</i>	非流動負債	145.9	145.3	144.9	144.6
					應付款項	293.0	311.5	320.8	314.6
					短期借貸	-	-	-	-
					其他流動負債	403.4	418.2	414.9	421.8
					流動負債	696.4	729.7	735.7	736.4
					總負債	842.3	875.1	880.7	881.0
					非控股股東權益	826.6	1,002.3	1,178.3	1,359.2
					控股股東權益	1,120.9	1,621.3	2,152.1	2,719.2
					總權益	1,947.5	2,623.6	3,330.4	4,078.5

現金流量表

(人民幣, 百萬)	2023 (A) 2024 (E) 2025 (E) 2026 (E)				財務比率				
	2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	
稅前溢利	772.8	647.9	671.6	704.9	毛利率	52.1%	51.3%	51.1%	50.9%
財務成本	-	-	-	-	經營溢利率	16.7%	14.4%	13.9%	13.6%
財務收入	(15.5)	(42.8)	(42.5)	(43.0)	淨利潤率	23.0%	14.9%	14.3%	13.9%
折舊及攤銷	63.7	56.5	56.4	57.8	核心 EBITDA 利潤率	21.9%	17.3%	16.7%	16.4%
其他	(184.1)	90.8	98.1	107.7	股本回報比率	47.8%	27.4%	21.8%	18.4%
營運資金變動	116.7	(79.6)	(12.5)	(40.0)	資產回報比率	33.7%	19.9%	16.8%	14.8%
經營現金流	753.5	672.8	771.2	787.5	流動比率	278.9%	360.1%	456.7%	560.5%
					速動比率	273.6%	353.7%	449.6%	552.2%
淨資本開支	(9.4)	(31.2)	(34.5)	(35.5)	現金比率	199.1%	188.5%	188.7%	206.0%
其他	224.0	(629.1)	(700.0)	(600.0)	債務權益比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投資現金流	214.6	(660.3)	(734.5)	(635.5)	淨債務權益比率	-71.2%	-52.4%	-41.7%	-37.2%
					庫存周轉天數	7.8	8.3	8.8	9.4
股份發行	-	-	-	-	應收款項周轉天數	27.1	27.3	27.9	27.4
淨借貸	-	-	-	-	應付款項周轉天數	55.6	54.1	52.0	48.4
利息支出	-	-	-	-					
股息支出	-	-	-	-					
其他	(162.3)	(23.6)	(23.4)	(23.3)					
融資現金流	(162.3)	(23.6)	(23.4)	(23.3)					
股本自由現金流	743.9	641.5	736.7	751.9					
公司自由現金流	743.9	641.5	736.7	751.9					

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。