

2024年10月14日

赤子城科技 | 09911.HK

更新報告

歸屬於股東的應佔溢利獲得提升

評級

目標價

買入

HK\$ 3.80

赤子城科技(09911.HK)於2024年上半年財年實現22.7億元人民幣總收入，較去年同期成長65.3%，其中約20.7億元人民幣來自於社交業務。

Sugo、TopTop 保持強勁：得益於 MENA 地區強勁的表現，Sugo 與 TopTop 合共貢獻集團超過三成的收入，仍然為集團的主要成長動力。2024年六月份，Sugo 實現逾千萬美元級別的流水，佔集團社交業務總流水金額約24%。我們預計 Sugo 與 TopTop 將於2024財年能夠實現逾一倍的收入增長，並帶動集團的社交業務實現按年超過五成的成長。該等社交應用程式目前專注於活躍用戶數量的增長，未來仍然會持續投入進行擴張。

Mico World 表現理想、Mico 趨於穩定：Mico 於2024年上半年財年實現反彈，其收入佔泛人群社交業務收入逾四成。營運及商業化策略的優化為 Mico 帶來良好的表現，而 Mico 繼續為集團的核心利潤來源之一。此外，集團宣佈收購持有 Mico 及 YoHo 的非全資附屬公司，有利於提升歸屬於股東的應佔溢利水平。

等待 IAP 遊戲為集團帶來貢獻：赤子城科技(09911.HK)在創新業務當中實現同比53.7%的增長，當中約1/3的收入來自於 IAA 的遊戲，其餘來自於其他流量變現業務。雖然 IAP 遊戲如 Alice's Dream 表現強勁，惟集團並非直接擁有該款遊戲，導致遊戲未能直接為集團帶來回報。假若該等遊戲能夠實現利潤，集團未來有可能通過利潤分成的方式從該等遊戲取得收益。

歸屬於股東的應佔溢利獲得提升：TopTop、Sugo 的表優於我們預期，同時 Mico 業務回暖為正面的訊號，收購非全資附屬有助於為股東帶來更大的回報。因此，我們上調集團目標價至每股3.80港元，維持「買入」評級。

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

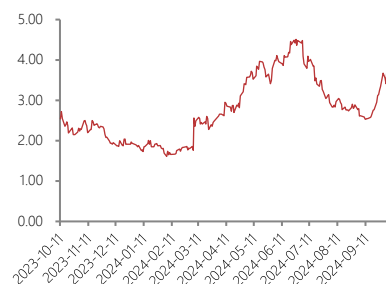
香港上環德輔道中199號無限極廣場2701-2703室

赤子城科技 (09911.HK)

評級 (前評級)	買入 (買入)
目標價 (前目標價)	HK\$ 3.80 (HK\$ 3.31)
現價	HK\$ 3.41
52-周波幅	HK\$ 1.56 - 4.79
市值 (港元, 十億)	HK\$ 4.1

人民幣, 百萬	23(A)	24(E)	25(E)	26(E)
收入	3,307.8	4,401.4	5,281.1	5,573.5
毛利	1,722.1	2,203.5	2,641.1	2,763.5
毛利率	52.1%	50.1%	50.0%	49.6%
歸母淨利潤	512.8	441.0	803.7	806.1
每股盈利	0.447	0.365	0.570	0.571

股價表現	1個月	3個月	半年	一年
絕對值	34.8%	-14.1%	16.4%	33.7%
相對恒指	11.5%	-35.7%	-7.6%	13.4%



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	2,595.9	-	-	0.4	1.0	2,880.9	36.2	(5.5)
00700.HK	騰訊	4,071,896.4	24.5	17.0	4.3	5.9	673,293.5	48.1	18.6
00799.HK	IGG	4,893.2	6.3	-	1.6	0.9	5,265.9	74.4	28.6
02100.HK	百奧家庭互動	788.5	-	-	0.4	1.1	865.4	40.6	(1.6)
02400.HK	心動公司	11,013.3	324.0	12.7	5.6	2.5	3,746.9	61.0	1.7
02660.HK	禪遊科技	2,942.0	4.1	-	1.1	1.3	2,276.7	59.8	28.6
03798.HK	家鄉互動	2,002.1	25.4	-	0.9	1.1	1,967.5	65.0	3.4
06633.HK	青瓷遊戲	1,811.3	-	-	0.9	1.8	1,001.3	61.6	(2.1)
06820.HK	友誼時光	1,483.0	-	-	1.2	1.4	1,167.5	66.5	(10.6)
06933.HK	新娛科控股	70.1	-	-	0.6	1.6	9.9	(159.7)	(67.5)
09990.HK	祖龍娛樂	1,884.6	-	-	0.8	1.8	1,006.3	71.6	(9.3)
09999.HK	網易	442,114.7	-	11.9	-	-	114,388.7	60.9	23.5
	平均值 - 遊戲	378,624.6	76.9	13.9	1.6	1.9	67,322.6	40.5	0.6
BMBL.US	Bumble	6,695.2	9.5	9.1	0.5	0.8	8,234.6	70.7	2.6
MTCH.US	Match Group	75,579.9	16.4	15.7	-	2.9	26,340.2	71.6	-
YALA.US	Yalla Group	5,492.8	6.3	5.6	1.1	2.2	2,496.4	64.1	22.9
MOMO.US	Hello Group	10,110.3	8.2	7.2	1.6	1.0	13,269.1	41.5	12.4
YY.US	歡聚娛樂	16,209.0	11.0	9.4	0.4	1.0	17,754.8	35.8	5.2
	平均值 - 陌生人社交	22,817.4	10.3	9.4	0.9	1.6	13,619.1	56.8	10.8
09911.HK	赤子城科技	4,062.0	6.4	8.6	2.8	0.8	3,656.9	52.1	49.8

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- Sugo、TopTop 強勁的表現未能維持
- Mico 營運優化空間有限
- 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
- 未有披露的收入來源佔比持續擴大

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	4,401.4	5,281.1	5,573.5	固定資產	124.9	125.9	122.7	120.4
<i>按年增長</i>	<i>18.1%</i>	<i>33.1%</i>	<i>20.0%</i>	<i>5.5%</i>	無形資產	646.0	640.7	609.8	580.2
直接成本	(1,585.7)	(2,197.9)	(2,640.0)	(2,810.0)	其他非流動資產	77.9	86.5	91.5	91.5
毛利	1,722.1	2,203.5	2,641.1	2,763.5	非流動資產	848.7	853.2	824.1	792.2
其他收入	6.6	(11.6)	1.9	2.1	庫存	19.3	26.4	22.9	30.7
經營開支	(1,177.5)	(1,490.3)	(1,805.9)	(1,923.8)	應收款項	243.2	324.4	385.1	349.8
經營溢利	551.1	701.6	837.1	841.9	現金及現金等物	1,386.4	1,191.3	1,149.1	1,233.3
淨財務成本	15.5	44.4	37.9	36.6	其他流動資產	293.3	950.2	1,680.2	2,279.7
聯營及合營公司	47.3	-	-	-	流動資產	1,942.1	2,492.3	3,237.3	3,893.5
其他	158.8	-	-	-	總資產	2,790.9	3,345.5	4,061.4	4,685.6
稅前利潤	772.8	746.0	875.0	878.5	長期借貸	-	-	-	-
稅項	(12.1)	(26.1)	(30.6)	(30.7)	其他非流動負債	145.9	138.9	135.2	132.1
淨利潤	760.6	719.9	844.3	847.7	非流動負債	145.9	138.9	135.2	132.1
<i>按年增長</i>	<i>164.7%</i>	<i>-5.4%</i>	<i>17.3%</i>	<i>0.4%</i>	應付款項	293.0	358.7	393.4	351.3
					短期借貸	-	-	-	-
					其他流動負債	403.4	1,129.2	911.0	664.9
					流動負債	696.4	1,487.9	1,304.5	1,016.3
					總負債	842.3	1,626.8	1,439.6	1,148.4
					非控股股東權益	826.6	167.3	208.0	249.6
					控股股東權益	1,120.9	1,551.4	2,413.7	3,287.6
					總權益	1,947.5	1,718.7	2,621.7	3,537.3

現金流量表

(人民幣, 百萬)					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	746.0	875.0	878.5	毛利率	52.1%	50.1%	50.0%	49.6%
財務成本	-	-	-	-	經營溢利率	16.7%	15.9%	15.9%	15.1%
財務收入	(15.5)	(44.4)	(37.9)	(36.6)	淨利潤率	23.0%	16.4%	16.0%	15.2%
折舊及攤銷	63.7	74.3	62.3	61.1	核心 EBITDA 利潤率	21.9%	19.3%	18.3%	17.6%
其他	(184.1)	95.3	80.1	87.2	股本回報比率	47.8%	39.3%	38.9%	27.5%
營運資金變動	116.7	(39.7)	(44.2)	(28.6)	資產回報比率	33.7%	23.5%	22.8%	19.4%
經營現金流	753.5	831.3	935.4	961.6	流動比率	278.9%	167.5%	248.2%	383.1%
					速動比率	273.6%	164.3%	244.3%	376.8%
淨資本開支	(9.4)	(248.5)	(251.8)	(252.8)	現金比率	199.1%	80.1%	88.1%	121.4%
其他	224.0	(632.8)	(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	(881.4)	(951.8)	(852.8)	淨債務權益比率	-71.2%	-69.3%	-43.8%	-34.9%
					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)	(145.1)	(25.8)	(24.6)					
融資現金流	(162.3)	(145.1)	(25.8)	(24.6)					
股本自由現金流	743.9	582.8	683.6	708.8					
公司自由現金流	743.9	582.8	683.6	708.8					

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: Alphasense、FactSet、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。