

買入

2025年7月4日

專注發展成為香港市場數字貨幣投資和Web3領域的領頭公司

趙綿璐

+ 852-25321962

mianlu.zhao@firstshanghai.com.hk

- **遊戲與數字資產行業優質國際公司：**公司是亞太地區領先的棋牌遊戲開發商和運營商，以“遊戲+數位資產”雙輪驅動為核心戰略。公司主營業務包括棋牌遊戲開發與運營，並積極擴展至Web3和數字資產領域。截至2024年底，公司累計註冊玩家超過5.3億，覆蓋全球100多個國家和地區，總投資於數位資產和Web3專案金額顯著增長。
- **遊戲基本盤+Web3 創新+加密貨幣戰略儲備：**公司依託德州撲克等60餘款棋牌類遊戲，覆蓋全球超5.3億玩家，2024年遊戲收入同比增長15.8%。公司2024年推出Web3遊戲平臺，提升玩家資產透明度，並持有約3,274枚比特幣（總值約22.06億元人民幣），形成“傳統遊戲+Web3+數位資產”三位一體增長模式。
- **Web3 項目儲備豐富，後續爆發可期：**公司在建及規劃的Web3項目儲備充足，計畫進一步擴展區塊鏈遊戲平臺並增加數字資產投資。棋牌遊戲業務則通過持續更新內容和開拓國際市場保持競爭力。目前在建及籌建的Web3專案預計將顯著提升海外收入占比，增長潛力可期。全球棋牌遊戲市場受益於移動互聯網普及和娛樂需求增長，預計未來幾年保持穩健增長。博雅互動憑藉全球化佈局和技術優勢，在東南亞、南美等高增長市場佔據領先地位。
- **看好公司未來發展，目標價7.91港元，首次覆蓋並給予買入評級：**我們預測公司2025-2027年的收入分別為5.4億、6.2億、7.1億港元。基於同類公司估值分析，我們給予未來12個月目標價為7.91港元，對應2026年遊戲業務8倍市盈率（PE）以及數位資產30%的溢價，較上一股價5.8港元有36%的上漲空間，因此授予“買入”評級。
- **風險因素：**數位資產價格波動、監管政策變動、市場競爭加劇、Web3業務商業化進度、融資成本上升

主要資料

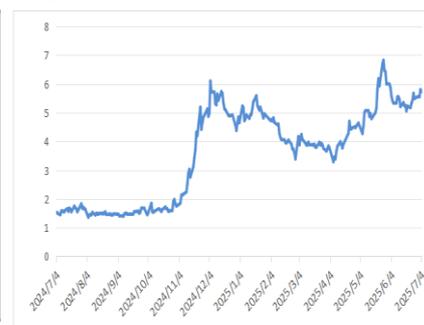
行業	遊戲與 Web3
股價	5.8 港元
目標價	7.91 港元 (36%)
股票代碼	00434.HK
已發行股本	7.102 億股
總市值	41.55 億港元
52 周高/低	6.850 港元/1.319 港元
每股淨資產	5.26 港元
主要股東	BOYAA GLOBAL 24.85% EMILY TECH 9.8% CORE ADMIN 5.38%

表：盈利摘要

截至12月31日止財政年度	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (人民币百万元)	395	457	544	618	707
变动	5.15%	15.79%	19.12%	13.64%	14.34%
净利润	117	884	1034	1175	1343
变动	82.52%	654.21%	16.96%	13.64%	14.34%
每股利润 (人民币分)	17.7	133.1	155.7	176.9	202.3
变动	77.93%	650.28%	16.96%	13.64%	14.34%
市盈率5.863港元 (估)	30.05	4.00	3.42	3.01	2.63

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



資料來源：公司資料，第一上海預測

遊戲與數字資產優質公司

博雅互動國際有限公司（00434.HK，以下簡稱“公司”）是亞太地區領先的線上棋牌類遊戲開發商與運營商，核心產品包括《德州撲克》《鬥地主》等，覆蓋全球100多個國家和地區，累計註冊使用者超5.3億。公司以線上遊戲業務為基石，深度佈局數位資產投資與Web3技術創新，形成了“傳統遊戲+數位資產+區塊鏈技術”三位一體的戰略格局。截至2024年底，公司實現營業收入4.57億元人民幣，同比增長15.79%，歸母淨利潤8.84億元，同比增長654.21%，主要得益於海外市場拓展及數字資產投資收益。公司持有約3,274枚比特幣（截至2025年5月，總投資額約1.96億美元），彰顯其在數字資產領域的戰略前瞻性。

自2004年成立以來，公司依靠技術創新與全球化部署穩步成長。2008年推出的《德州撲克》成為旗艦產品，2013年採用當地語系化策略進軍東南亞市場。2024年，公司正式佈局Web3領域，推出基於區塊鏈的遊戲平臺，標誌著從傳統遊戲企業向全球化數字娛樂生態構建者的轉型。

公司業務

Web3 與區塊鏈技術創新

公司在2024年全面啟動Web3策略，成功推出區塊鏈遊戲平臺，通過深度融合數位資產與遊戲體驗，顯著提升玩家互動性與資產所有權。截至2025年2月，公司在區塊鏈技術研發方面取得顯著進展，開發出支持非同質化代幣（NFT）與去中心化遊戲生態的先進平臺，業務覆蓋東南亞、南美等高增長市場，市場表現尤為突出。2024年，Web3業務海外收入實現同比增長210%，其中土耳其和印尼市場表現尤為強勁。公司依靠戰略投資MTT eSports、RootData及BounceBit等Web3項目，進一步鞏固了技術與市場優勢。2025年，公司計畫推出至少五款創新區塊鏈遊戲，包括融合NFT與加密資產交易功能的《德州撲克》競技平臺。這些舉措不僅增強了遊戲的社交性與經濟激勵機制，還借助與全球領先的區塊鏈技術提供商合作，優化了數位資產交易流程，大幅提升使用者粘性與體驗。展望未來，公司將持續拓展Web3遊戲產品線，深化全球市場佈局，致力於成為遊戲與數位資產融合領域的全球領導者。

線上遊戲與 Web3 行業——快速發展階段，潛力巨大

全球線上遊戲與Web3行業發展迅速，展現出巨大市場潛力。截至2024年底，全球線上遊戲市場規模達1370億元人民幣，而根據行業研究，Web3遊戲滲透率不足8%，增長空間廣闊。公司經由核心遊戲產品成功覆蓋全球玩家，並於2024年推出創新Web3平臺，深度融合非同質化代幣（NFT）與去中心化生態，顯著提升用戶體驗、參與度及粘性。2024年，公司日活躍用戶（DAU）達到120萬，月活躍用戶（MAU）增長至415萬，大幅提升用戶體驗與參與度。2025年香港立法會通過的《穩定幣條例草案》，為Web3和數位資產的發展提供了堅實的合規基礎，進一步推動行業規範化與創新。公司採用平衡傳統遊戲業務與加密貨幣投資風險，優化資源配置，確保了穩健的財務表現與長期發展潛力。展望未來，公司將充分利用中國及全球市場的增長機遇，持續創新Web3產品與服務，致力於在全球線上遊戲與數位資產融合領域佔據領先地位，為用戶和投資者創造更大價值。

業務發展歷程

公司的發展歷程可劃分為四個關鍵階段，展現了從傳統棋牌遊戲開發商向全球化Web3遊戲生態构建者的戰略轉型路徑。

第一階段：棋牌遊戲深耕與上市（2004-2013）

公司成立於2004年，專注於棋牌類遊戲開發，推出德州撲克、鬥地主等30餘款遊戲，覆蓋全球100以上國家和地區，累計註冊玩家超5.3億。2013年11月，公司在香港聯交所主機板上市，成為亞太地區棋牌類遊戲領先企業。

第二階段：業務調整與股東優化（2014-2023）

上市後，行業面臨監管趨嚴和競爭加劇的挑戰，公司憑藉當地語系化策略積極拓展東南亞和南美市場。2023年，騰訊（持股20%）和Phoenix Capital（持股15%）相繼入股，為公司提供技術支援和海外管道，助力其數位化轉型。期間，公司優化了遊戲組合，推出多種語言版本，使移動遊戲收入占比從61.2%提升至63.4%。同時，憑藉創新玩法和使用者介面的優化，公司推動了每用戶平均收入（ARPPU）的持續增長。

第三階段：Web3與區塊鏈突破（2024-至今）

公司推出了區塊鏈遊戲平臺，融合數位資產交易以吸引年輕使用者，並收購了一家歐洲棋牌遊戲公司，推動海外收入同比增長210%，受東南亞和南美市場擴張的推動。為集中資源開發中東和東南亞市場，公司終止了6款內地遊戲，遊戲總數減少至61款，但日活躍用戶從113萬增至120萬，每月活躍使用者達到415萬，顯示出資源優化的成效。此外，在Web3規劃方面，公司投資了MTI eSports和BounceBit，計畫在2025年推出5款區塊鏈遊戲。根據報告，2024年淨利潤達到8.84億元，同比增長654%，為未來增長奠定了堅實基礎。

第四階段：加密貨幣戰略儲備（2023-至今）

2023年12月，公司啟動比特幣投資，授權購買不超過1億美元。截至2025年2月，持有約3,351枚比特幣（平均成本58,627美元/枚），計畫繼續增持支持Web3發展，儘管2025年Q1因價格波動導致公允價值減少。

貫穿各階段的核心支撐包括：

- 技術基礎設施：完善的資料分析系統與客戶服務網路，持續優化遊戲體驗並构建玩家社區；
- 當地語系化能力：通過語言適配和文化定制，提升全球市場滲透率，支持包括中文、泰語和德語在內的21種語言版本。；
- 研發投入：2024年財報顯示研發費用占比提升至收入的14%，主要用於區塊鏈技術開發和遊戲產品反覆運算，重點支援Web3遊戲開發，如NFT集成和去中心化競技平臺。

這段發展歷程顯示，公司利用“傳統棋牌業務基本盤+Web3創新+用戶粘性優化與新興技術佈局”的三維佈局，逐步從單一遊戲開發商轉型為全球化數位娛樂生態构建者。

業務模式

公司的業務模式以網路棋牌類遊戲為核心，同時積極拓展 Web3 遊戲和加密貨幣投資，形成多元化收入結構。主營業務涵蓋網頁遊戲和移動遊戲開發運營，主要產品包括德州撲克、鬥地主、鋤大地等益智類遊戲，以及博雅檯球和蟲蟲特工隊等休閒遊戲。到 2024 年，公司運營 61 款遊戲，支援 12 種語言，其中核心產品《德州撲克》貢獻超過 60% 的遊戲收入。遊戲支援多語言版本，包括簡體中文、繁體中文、英語、德語和法語等，目標市場不僅限於亞洲，還拓展至全球其他地區。

在收入模式方面，公司主要透過銷售遊戲內虛擬代幣（如遊戲幣）及其他虛擬物品獲取收益，保持穩定的收入來源。2024 年，移動遊戲收入占比 63.4%，網頁遊戲占比 25.2%，數字資產增值收益占比 11.2%（約 0.512 億元人民幣），反映了公司多元化收入結構的成效。促進線上促銷活動和遊戲玩法優化，公司旗下《德州撲克》及其他卡牌遊戲的平均每付費用戶收入（ARPPU）在 2021–2023 年間持續提升。2024 年，《德州撲克》的 ARPPU 達到 230.8 元，同比增長 11.39%，保持行業競爭力。公司推動與協力廠商遊戲分銷平臺及支付供應商合作，進一步驅動商業化進程。

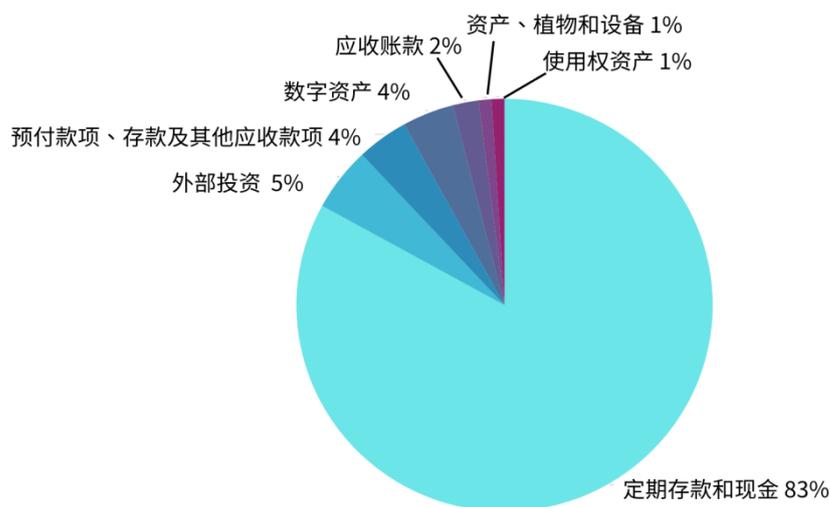
2024 年，公司明確定位為“純粹領先的 Web3 公司”，積極佈局去中心化遊戲經濟。包括開發 Web3 遊戲、區塊鏈錢包及 DeFi 基礎設施，公司穩步推進 Web3 領域戰略。2024 年，Web3 遊戲研發取得進展，支持 MTI ESports 和 BounceBit 等項目，並計畫推出基於 NFT 和加密資產交易的競技區塊鏈遊戲，以增強玩家的經濟激勵和資產所有權體驗。此外，公司自 2023 年起投資比特幣，截至 2024 年 12 月持有約 3,274 枚比特幣，按當時市價估算價值超過 22.06 億元人民幣。這一“遊戲+數位資產”的業務模式為 Web3 遊戲研發提供了資金支援，並為公司在 Web3 市場的長期發展奠定了基礎。

全球化戰略是公司業務模式的核心組成部分。除鞏固亞洲市場外，公司透過推出多語言版本遊戲，穩步拓展歐美及東南亞市場，並計畫進一步豐富遊戲組合以提升市場覆蓋率。2024 年，公司終止 6 款內地遊戲，優化資源配置，聚焦中東和東南亞市場，海外收入實現 210% 的同比增長，其中土耳其和印尼表現尤為顯著。日活躍用戶（DAU）達到 120 萬，月活躍用戶（MAU）增至 421 萬，反映了當地語系化策略（支援 12 種語言，包括泰語和印尼語）在提升用戶粘性方面的成效。例如，《德州撲克》等產品在土耳其和印尼等新興市場表現優異，成為海外收入增長的重要驅動力。在技術研發方面，公司持續加大遊戲開發投入，2024 年研發費用占營收比例提升至 12%，其中 14% 專項用於 Web3 遊戲開發，重點探索 5G、雲計算及 VR/AR 技術在棋牌遊戲中的應用，以優化玩家體驗並增強用戶粘性。2025 年，公司計畫推出 5 款區塊鏈遊戲，融入 NFT 和加密資產交易功能，以進一步提升用戶參與度和收入潛力。

值得注意的是，公司的財務結構呈現高現金儲備特徵。截至 2024 年底，公司帳面現金及等價物達 3 億港元，加上比特幣持倉，流動性資產占比超過總市值的 70%，為其業務擴張和投資提供堅實基礎。充足的現金儲備（8.927 億元）和定期存款（10.503 億元）確保了遊戲運營和 Web3 研發的穩定性，儘管 2021–2023 年因員工涉嫌非法活動導致約 6.832 億元資產被凍結，2024 年無新增凍結，財務狀況穩健。

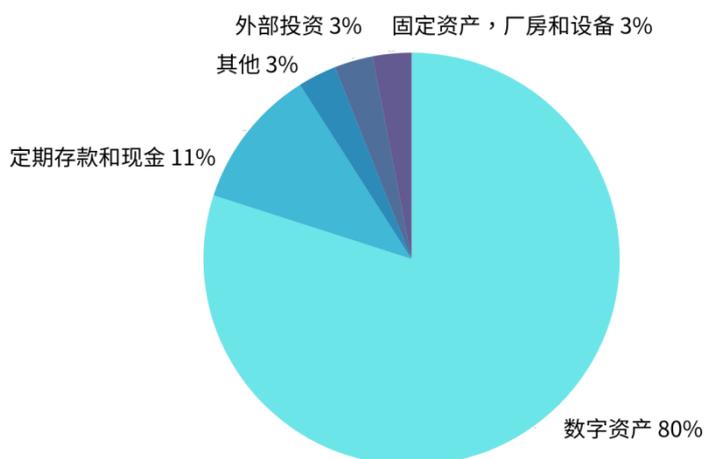
同時，公司促進修訂股息政策（未來四年每年派發不低於經營純利 20% 的股息）平衡股東回報與再投資需求，進一步優化資本配置效率。

圖表 1：購買加密貨幣之前資產分佈情況（截止 2023 年 12 月 31 日）



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 2：購買加密貨幣後資產分佈情況（截止 2024 年 12 月 31 日）



資料來源：公司資料，第一上海

公司業務模式的競爭優勢主要體現在以下方面：1) 棋牌類遊戲的社交屬性與長尾效應支撐了穩定的現金流，2024 年毛利率達到 72.7%，較 2023 年提升 3.9 個百分

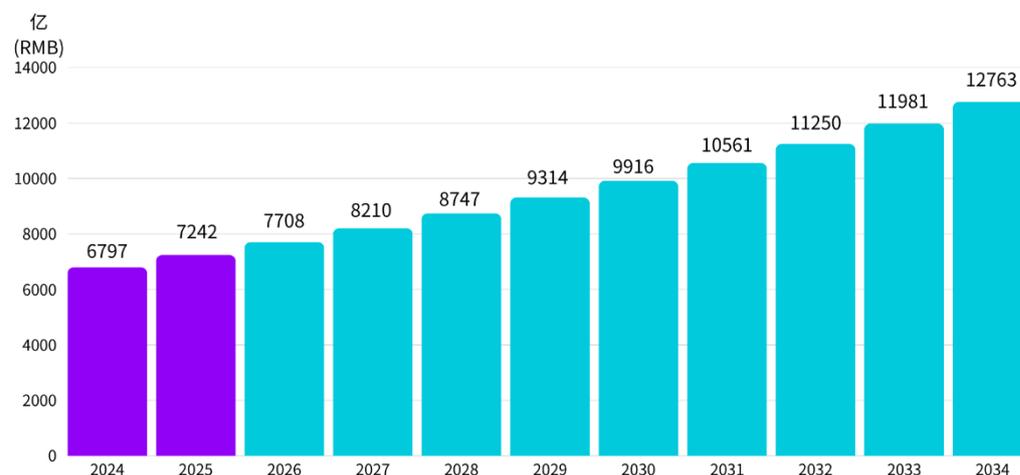
點，反映了高效的盈利能力；2) 通過提前佈局 Web3 領域，公司在區塊鏈遊戲賽道佔據有利位置，計畫於 2025 年推出 5 款區塊鏈遊戲；3) 比特幣持倉作為資產配置的一部分，有助於對沖通脹風險，並與遊戲業務形成協同效應，例如透過加密貨幣支援遊戲內虛擬資產交易。這種“傳統遊戲+數位資產”的混合模式使公司在互聯網傳媒行業中建立獨特的市場定位。然而，公司亦需面對加密貨幣價格波動及監管政策變化等潛在風險。

行業背景

手機遊戲

根據 Market.us 的資料，2024 年，全球手機遊戲市場規模約為 6800 億元人民幣，占整個遊戲市場份額的 49%，同比增長 3.0%。過去十年，手機遊戲收入保持穩定增長，從 2016 年的 2868 億美元增至 2023 年的 7114 億元人民幣，預計到 2030 年將達到 9916 億元人民幣，複合年增長率（CAGR）為 11.5%。增長的主要驅動因素包括安卓設備在新興市場的廣泛應用（2024 年安卓遊戲占市場份額的 68.7%）、5G 網路的持續擴展，以及雲遊戲和 AR/VR 技術的逐步整合。此外，免費遊玩（F2P）模式結合內購機制和混合休閒遊戲的增長進一步推動了收入提升。市場呈現穩步擴張趨勢，預計 2025 年收入將達到 7242 億元人民幣，到 2027 年將超過 8210 億元人民幣。儘管行業面臨競爭加劇和用戶留存率較低的挑戰，市場整體仍保持持續發展的潛力。

圖表 3: 全球移動遊戲市場（截止 2024 年 12 月 31 日）



資料來源：Market.us，公司資料，第一上海

網頁遊戲

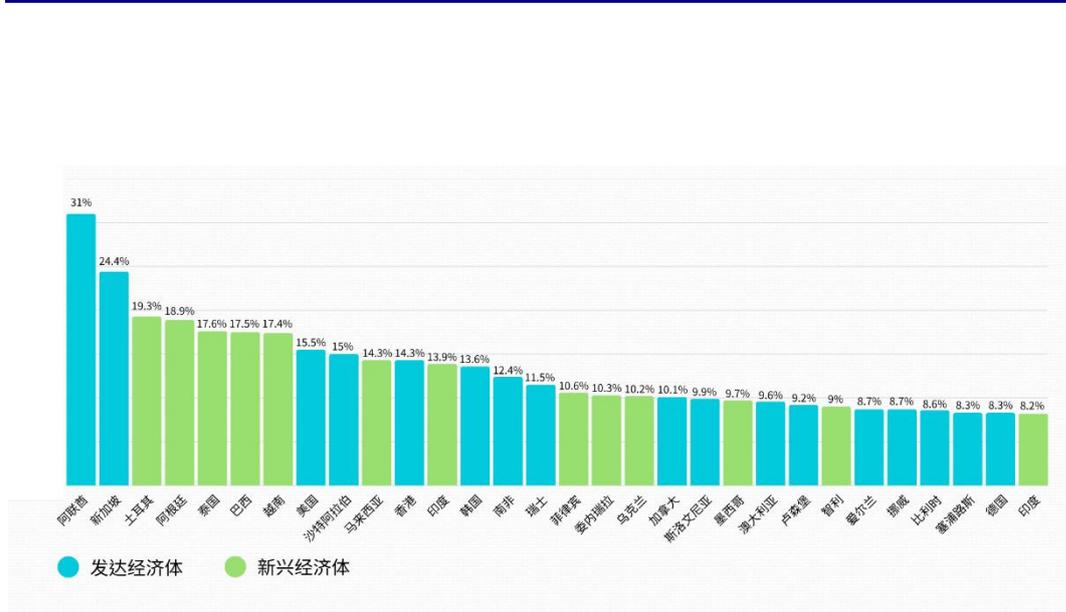
根據 Research and Markets 的資料，2024 年，全球網頁遊戲市場規模約為 554 億元人民幣，預計 2025 年將增長至 573.6 億元人民幣，同比增長 3.4%。網頁遊戲于 2010 年代初透過社交平臺（如 Facebook 的《FarmVille》）達到發展高峰，但自 2015 年起受到手機遊戲快速發展的影響，市場規模逐步縮小。儘管如此，預計到

2029年，市場規模將穩定增長至647億元人民幣，複合年增長率（CAGR）為3.1%。網頁遊戲主要以休閒、模擬和策略類遊戲為主，吸引輕度玩家群體，其中亞太地區佔據市場主導地位，北美市場位列第二。市場增長主要得益於內購機制、廣告收入以及HTML5技術的持續改進，提升了遊戲的可訪問性和用戶體驗。然而，由於圖形品質的局限性以及手機遊戲的激烈競爭，網頁遊戲整體增長較為平穩，部分地區市場出現收縮。行業面臨的主要挑戰包括玩家流失、技術更新的相對滯後以及跨平臺競爭的加劇。

數位貨幣行業

根據Grand View Research、Fortune Business Insights和CoinMarketCap的資料，2024年全球數位貨幣市場基於區塊鏈技術，總市值達到3.2萬億美元，保持穩定的增長態勢。回顧歷史，2020年市場規模約為7300億美元，2021年增至9100億美元，2023年從8300億美元增長至1.65萬億美元，反映了市場持續擴展的趨勢。2024年，比特幣佔據市場份額的62%至72.9%，乙太幣位元列第二。市場增長的主要驅動因素包括機構投資的增加（如比特幣ETF）、DeFi平臺的穩步發展以及跨境匯款需求的增長。目前，全球加密貨幣用戶超過5.6億，占全球人口的6.9%。儘管2022年因經濟不確定性和監管壓力（如印度和俄羅斯的限制政策）導致市值暫時下降2萬億美元，市場整體保持韌性，未出現長期收縮。當前，AI技術的應用、監管合規框架的完善（如歐盟MiCA法規）以及新興市場（如拉美）的持續採用，支持了市場的穩定發展。

圖表 4: 全球的加密貨幣擁有者分佈（截止 2024 年 12 月 31 日）



資料來源: Triple.A, 公司資料, 第一上海

MicroStrategy 比特幣戰略分析

MicroStrategy 是一家成立於 1989 年的商業智慧軟體公司，傳統業務聚焦企業分析和雲服務，年收入約 4.6 億美元。自 2020 年 8 月起，在執行主席邁克爾·塞勒（Michael Saylor）的領導下，公司宣佈將比特幣作為主要儲備資產，以對沖法定貨幣通脹並實現股東長期價值最大化。塞勒認為，比特幣憑藉 2100 萬枚的固定供應量和去中心化特性，優於黃金或債券，定位為“數字黃金”。他預測比特幣未來 20 年年均增長 29%，至 2045 年達到 1300 萬美元/枚。MicroStrategy 通過金融工程放大回報，成為比特幣價格敞口的代理，吸引散戶和機構投資者。截至 2025 年 6 月 15 日，根據公司資料，公司持有 592,100 枚比特幣，占全球總供應（2100 萬枚）的 2.82%（或流通供應約 19.7 百萬枚的 3.01%），市值約 620 億美元（比特幣價格 104,080 美元/枚），成為全球最大企業比特幣持有者，其市值達 1030 億美元。

圖表 5: Microstrategy 近年股價走勢（截止 2025 年 6 月 20 日）



資料來源: Google finance, 公司資料, 第一上海

MicroStrategy 的核心戰略是“正回饋迴圈”：透過發行低成本的可轉換債券和股票增發籌集資金來購買比特幣，從而實現迴圈投資。比特幣價格的上漲推高了公司的資產淨值和股價，而高股價又支持進一步的融資。根據公司資料，在 2025 年初，公司發行了約 20 億美元的可轉換債券，其中一筆於 2025 年 2 月發行的可轉換高級債券利率接近 0%，且轉換價格較市場價有 35% 的溢價。2025 年 3 月，MicroStrategy 啟動了高達 210 億美元的優先股“按市價發行”（ATM）計畫，優先股的發行價格約為 80 美元/股，年息為 8%，並可選擇以現金或股票支付股息。募集的資金主要用於購買比特幣。2024 年，公司利用 ATM 計畫又發行了 21 億美元的普通股，溢價達到 50%，顯著降低了資本成本。這一迴圈使公司資產從 2020 年的 15 億美元增長至 2025 年的 630 億美元，股價上漲 25 倍，遠超比特幣的 12 倍漲幅。此外，至少有 61 家公司效仿了這種策略，顯示出其在行業內的示範效應。

根據公司資料，MicroStrategy 的比特幣投資始於 2020 年 8 月，首次投入 2.15 億美元購買 21,454 枚比特幣，平均價格 11,653 美元/枚，利用現金儲備測試比特幣作為儲備資產的可行性，引發市場關注並推高股價。2020-2021 年，公司憑藉發行低利率可轉換債券建立正回饋迴圈，加速增持比特幣。以下為關鍵操作步驟：

圖表 6: Microstrategy 近年融資操作 (截止 2025 年 2 月 14 日)

	可转换债券 (亿美元)	利率	担保票据融 资(亿)	股票发行融 资(亿)	持有比特币 (枚)	购买数量 (枚)	平均购买价 格 (美元/枚)	总购买价格 (亿美元)
2020	6.5	0.75%	-	-	70,469	70,469	15,964	11.25
2021	10.5	0%	5	4.62	124,391	53,922	48,710	26.27
2022	-	-	2.05	0.47	132,500	8,813	32,670	2.87
2023	-	-	(1.6偿还)	20.2	189,150	56,650	33,580	19.02
2024	62.13	10.1亿 (2028) (0.625%) 30亿 (2029) (0%) 8亿 (2030) (0.625%) 6.038亿 (2031) (0.875%) 8亿 (2032) (2.25%)	(5.15 偿还)	163.3	447,470	258,320	85,447	220.73
14-2-2025	-	-	-	-	478,740	31,270	65,033	3113.4

資料來源:公司資料, 第一上海

圖表 7: Microstrategy 的比特幣市值、融資成本、平均成本比較 (截止 2025 年 2 月 14 日)



資料來源:公司資料, 第一上海

財務表現以比特幣持倉為核心。軟體業務年收入 5 億美元, 占比小但支持債務利息支付, 降低對比特幣依賴。總債務 81.9 億美元, 占比特幣資產淨值約 13.2% (基於 618 億美元市值), 低於 20-30% 目標, 顯示審慎管理。公司利用低杠杆率、靈活債券結構 (允許股票償付)、避免比特幣抵押降低風險。塞勒的“永不賣出”承諾增強市場信任, 186.3 億美元未動用股票分配為市場低迷提供緩衝。Polymarket 預測 2025 年 5 月破產概率僅 2%, 但若比特幣跌至 50,000 美元/枚, 資產價值降至 296 億美元, 接近債務水準, 可能引發財務壓力。

MicroStrategy 的業務展現出顯著的市場影響力，儘管面臨一定風險，包括比特幣年化波動率超過 50%、監管環境的不確定性（如 SEC 潛在政策調整）以及軟體業務收入的下降。數位資產銀行 Sygnum 指出，公司持有比特幣總供應的 2.82%，可能對市場動態產生影響，但其作為儲備資產的價值依然得到廣泛認可。2024 年，美國和香港批准比特幣 ETF，反映了監管環境的逐步開放，為公司比特幣持倉價值的穩定性提供了有力支援。公司的部署舉措在市場中產生深遠影響，成功納入納斯達克 100 指數，吸引了被動基金的顯著流入，並有望於 2025 年進入標普 500，進一步提升市場認可度。公司採用的透明會計實踐促進了 FASB 加密資產公允價值會計規則的實施，激勵 61 家企業探索比特幣作為資產配置的選擇。塞勒透過 X 平臺積極宣導比特幣的稀缺性和企業採用價值，有效提升了市場信心和行業影響力，為加密貨幣市場的長期發展注入動力。

根據 Microstrategy 的財報，塞勒的 2024-2025 年的公開演講和他在 Cointelegraph 的訪問，公司展望分為短期、中期和長期目標。短期內，2025 年目標實現 15% 比特幣收益率和 100 億美元資產增值。中期若比特幣 2030 年達 100 萬美元/枚，持倉價值可超 5921 億美元。長期看，塞勒預測 2045 年比特幣達 1300 萬美元/枚，資產價值可超 7.6 萬億美元，或顛覆金融體系。MicroStrategy 通過正回饋迴圈、低成本融資和審慎風險管理，從軟體公司轉型為比特幣投資先鋒。其 592,100 枚比特幣和 618 億美元市值展現高杠杆回報潛力，但需應對價格波動、監管和業務挑戰。其戰略不僅是企業金融創新，也是比特幣主流化的催化劑。

行業競爭與發展趨勢

行業競爭格局方面，頭部企業利用技術創新與市場細分持續鞏固優勢地位。公司作為棋牌類遊戲細分領域的代表企業，其核心業務面臨來自綜合型遊戲廠商（如騰訊、網易）及新興區塊鏈遊戲公司的雙重競爭壓力。行業資料顯示，使用者粘性與內容反覆運算速度成為企業核心競爭力的關鍵指標，而公司在多語言版本開發（覆蓋簡繁體中文、英語、德語等 10 餘種語言）及東南亞、中東等新興市場佈局上展現出差異化優勢。然而，行業標杆企業已借助大資料分析、AI 推薦演算法等技術手段優化使用者體驗，對公司的內容創新能力提出更高要求。

技術發展趨勢方面，區塊鏈與 Web3 技術正重塑行業生態。2025 年香港立法會通過的《穩定幣條例草案》標誌著加密貨幣監管框架逐步完善，為行業合規化發展奠定基礎。公司利用持有 3,183 枚比特幣（截至 2025 年 2 月）及投資 Web3 電競專案 MTT ESports，積極佈局數字資產與去中心化遊戲領域。這種戰略選擇既符合行業技術演進方向，也面臨加密貨幣價格波動帶來的估值風險。同時，人工智慧技術在遊戲場景中的應用（如智慧 NPC、個性化推薦系統）成為提升使用者參與度的重要手段，推動行業進入技術驅動增長的新階段。

政策環境方面，全球主要經濟體對互聯網行業的監管持續加強。中國針對資料安全、未成年人保護等領域的政策細化，要求企業完善合規體系；而香港作為國際金融中心，其虛擬資產服務提供者持牌制度的實施，為加密貨幣相關業務提供了合規化發展路徑。這些政策變化既帶來合規成本壓力，也為具備先發優勢的企業創造了市場機會。

行業未來發展方向將圍繞三大核心展開：一是持續推進全球化佈局，重點拓展東南亞和中東等新興市場，以挖掘用戶增長潛力；二是深化技術融合，透過將區塊鏈、人工智慧等前沿技術應用於遊戲開發與使用者運營，提升產品競爭力與使用者體驗；三是穩步探索合規化的數位資產投資模式，優化風險與收益的平衡。公司在加密貨幣持倉及 Web3 項目投資方面的佈局，充分展現其對行業技術趨勢的前瞻性把握，為長期發展奠定了堅實基礎。同時，公司需有效應對市場波動及監管政策變化帶來的挑戰，以確保戰略目標的實現。

競爭格局

公司在互聯網傳媒及數位娛樂領域面臨多維度的競爭格局。全球互聯網傳媒行業正處於技術反覆運算與市場細分加速的階段，頭部企業如騰訊、阿裡巴巴以大規模資本投入與佈局持續鞏固市場優勢。公司作為港股市場排名第19的互聯網傳媒企業，憑藉差異化定位與細分市場深耕策略，建立了顯著的競爭優勢。

在棋牌類遊戲細分領域，公司依託20年的行業經驗，積累了超5.3億註冊用戶，覆蓋全球100多個國家和地區，產品支援21種語言版本，展現出卓越的當地語系化運營能力。例如，其核心產品《德州撲克》通過多語言適配和精準的區域化行銷，在東南亞和中東等新興市場實現海外業務210%的增長率。這種全球化佈局在棋牌類遊戲市場中構築了堅實的競爭壁壘，但也面臨區域性本土企業透過文化定制化產品爭奪市場份額的挑戰。

騰訊作為公司第二大股東（持股20%），為其提供了技術支援與國際化競爭助力。2024年，公司收購一家歐洲棋牌遊戲公司，進一步增強了高淨值用戶資源儲備與現金流穩定性。然而，行業頭部企業如騰訊遊戲、網易在研發資源和IP儲備上的投入遠超中小型廠商，促使公司憑藉差異化創新鞏固競爭力。例如，公司以區塊鏈技術改造傳統棋牌玩法，推出基於MTT Network的去中心化電競平臺，融合數位資產交易與玩家獎勵機制，成功吸引Web3用戶群體，從而在新興技術賽道佔據先發優勢。

政策環境對競爭態勢影響顯著。中國對棋牌遊戲的監管政策邊際放鬆，允許創新型產品試點運營，為公司產品反覆運算提供了有利視窗期。然而，全球範圍內加密貨幣監管的不確定性（如美國即將召開的加密貨幣峰會）可能對區塊鏈業務佈局節奏構成影響。此外，行業競爭已延伸至區塊鏈基礎設施與元宇宙場景融合等技術生態領域，公司需持續加大研發投入以應對快速的技術反覆運算壓力。

展望未來，公司將依託其在細分市場的用戶基礎與當地語系化運營能力，結合 Web3 技術創新與股東資源優勢，持續開闢新的增長路徑。深化區塊鏈與 AI 技術在遊戲中的應用，公司有望在全球市場中實現差異化突圍，同時平衡加密貨幣投資風險與合規要求，為玩家和投資者創造長期價值。

公司比特幣戰略背景

2023年12月，公司做出了一個重要決定，將比特幣作為儲備資產，旨在抵禦通貨膨脹並提升股東價值。公司還表示，其餘數位資產（如乙太幣、泰達幣和美元幣）未來可能會用來購買更多比特幣。與MicroStrategy激進的杠杆策略不同，公司選擇了一種更為穩健的路徑，初期利用現有現金儲備逐步建立倉位。

比特幣持倉

截至2025年6月，根據公開資料，公司持有約3,351枚比特幣、295枚乙太幣，以及少量泰達幣和美元幣，展現了其在數字資產領域的戰略佈局。比特幣的平均購買價約為57,930美元/枚，以當前市場價格104,080美元/枚計算，總市值約為3.49億美元，反映了顯著的資產增值潛力。這一持倉使公司在亞洲上市公司中比特幣持有量位列第二，在香港上市企業中排名第一，凸顯其在區域加密貨幣投資中的領先地位。

公司比特幣戰略分析

公司尚未採納MicroStrategy的“正回饋迴圈”策略。然而，公司在2024年年報中明確提到，不排除通過配股或發債等形式在二級市場融資。一旦博雅開始實施融資，其策略將與MicroStrategy趨於一致。以下是對兩家公司核心業務現金流及潛力的比較：

公司2024年遊戲收入：

約為5640萬美元（約4億港元，基於2024年趨勢），顯示其主營業務現金流穩定且具有盈利能力。

MicroStrategy 2024年軟體業務收入：

約為4.96億美元，但2024年運營虧損約6300萬美元（基於年報資料，剔除比特幣相關減值損失1.187億美元），表明軟體業務現金流處於負值。

公司的遊戲業務現金流明顯優於MicroStrategy的軟體業務，這為其提供了更強的債務承受能力。如果未來實施“正回饋迴圈”策略（即憑藉融資增持比特幣並推動股價上漲），公司具備較大的發展潛力。

財務概況

作為亞太地區領先的棋牌類遊戲開發商和運營商，公司憑藉核心遊戲業務與數字資產投資的雙輪驅動策略，展現了穩健的財務表現與顯著的增長潛力。根據2024年年度報告，公司實現營業總收入4.57億元人民幣，同比增長15.79%，歸母淨利潤達到8.84億元人民幣，同比增長654.21%，反映了卓越的盈利能力。毛利率維持在72.7%的高水準，資產負債率僅為16.9%，凸顯了公司穩固的財務結構和有效的風險管理能力，為未來發展奠定了堅實基礎。

在收入構成方面，公司核心遊戲業務持續為公司提供穩定的現金流，展現了強勁的增長潛力。截至2024年底，公司累計註冊用戶超過5.3億，覆蓋全球100多個國家和地區，通過30餘款棋牌類遊戲（如《德州撲克》《鬥地主》）構建了多元化的收入來源。全年收入增長得益於精細化的運營策略以及海外市場滲透率的顯著提升，鞏固了公司在全球市場的競爭優勢。儘管單季度收入存在一定波動（如2024年第二季

度收入增長5.8%，達到1.048億元人民幣），整體收入表現仍保持穩健。在非遊戲收入方面，加密貨幣投資產生的利息收入為收入結構提供了重要補充。儘管2024年因銀行存款減少導致利息收入同比下降，對2025年第一季度盈利預期產生一定影響，公司利用優化資源配置和多元化投資策略，為未來的盈利能力奠定了堅實基礎。

利潤結構呈現高波動性，核心遊戲業務利潤與數字資產公允價值變動形成鮮明對比。2024年淨利潤激增（654.21%）主要得益於加密貨幣資產增值收益，其中比特幣持倉浮盈貢獻約2.039億元人民幣（基於2024年中報數據測算）。然而，2025年第一季度因比特幣價格下跌，數字資產公允價值虧損導致預計虧損2.0億至2.2億元，凸顯投資組合的高風險屬性。若剔除數字資產影響，2025年第一季度經營利潤同比僅下降25%-30%，顯示核心遊戲業務的韌性。

資本結構方面，公司採取保守的財務策略。2024年底資產負債率保持在16.9%的行業低位，充裕的現金儲備（部分用於加密貨幣投資）支撐了財務靈活性。2024年調整的派息政策明確未來四年每年派發不低於經營利潤20%的股息（不含數字資產收益），2024年末期股息為每股0.1064港元，總額約7560萬港元，派息率約8.5%（基於歸母淨利潤計算），有效平衡股東回報與再投資需求。

公司財務表現呈現風險與機遇並存的格局。核心遊戲業務在市場競爭加劇及政策監管要求（如棋牌類遊戲合規性）下展現出韌性，同時加密貨幣投資在帶來可觀收益的同時，因價格波動可能導致非經常性損益的短期波動。公司借助“遊戲+數字資產”雙輪驅動模式有效推動增長，展現了戰略的前瞻性與靈活性。展望未來，公司將進一步優化核心遊戲業務的運營效率，深化 Web3 技術的創新應用，並通過審慎的數位資產投資管理策略，增強財務穩定性與市場競爭力，為股東和玩家創造長期價值。

收入分析

公司的收入結構呈現多元化特徵，以棋牌類遊戲運營為核心業務，同時以數字資產投資形成補充收益。根據2024年年度報告，公司全年實現營業總收入4.57億元人民幣，同比增長15.79%，顯著高於2023年的5.1%增速，第四季度收入貢獻尤為突出。從季度表現來看，2024年前三季度收入保持穩定增長：第一季度收入1.085億元（同比增長14%），第二季度1.048億元（同比增長5.8%），第三季度1.05億元（同比增長4.8%），反映核心遊戲業務在海外市場的穩健表現。

收入構成方面，遊戲業務是主要支柱。2024年上半年，移動遊戲收入占比67.5%，網頁遊戲占比28.7%，合計貢獻總收入的96.2%，剩餘3.8%來自數字資產增值收益。遊戲業務高度依賴海外市場，95%的收入來源於海外，其中《德州撲克》系列遊戲貢獻超過60%的收入，《鬥地主》《鋤大地》等產品提供補充收入。公司通過多語言版本開發（覆蓋簡體中文、繁體中文、泰語、印尼語等12種語言）和精準的當地語系化運營策略，持續鞏固在東南亞和中東市場的地位。2024年海外收入同比增長210%，主要得益於土耳其和印尼市場的強勁表現，儘管土耳其里拉貶值帶來的本地貨幣計價收入折算增值效應在2024年下半年有所減弱。

從區域市場表現來看，海外收入增長主要源於新興市場的深度滲透。公司憑藉過精細化運營策略提升用戶粘性，截至2024年底累計註冊玩家超過5.3億，其中東南亞地區使用者占比超40%，土耳其和中東市場增長尤為顯著。儘管土耳其里拉貶值在上半年推動了收入折算增值，但其影響在下半年減弱，顯示公司對市場波動的適應能力。

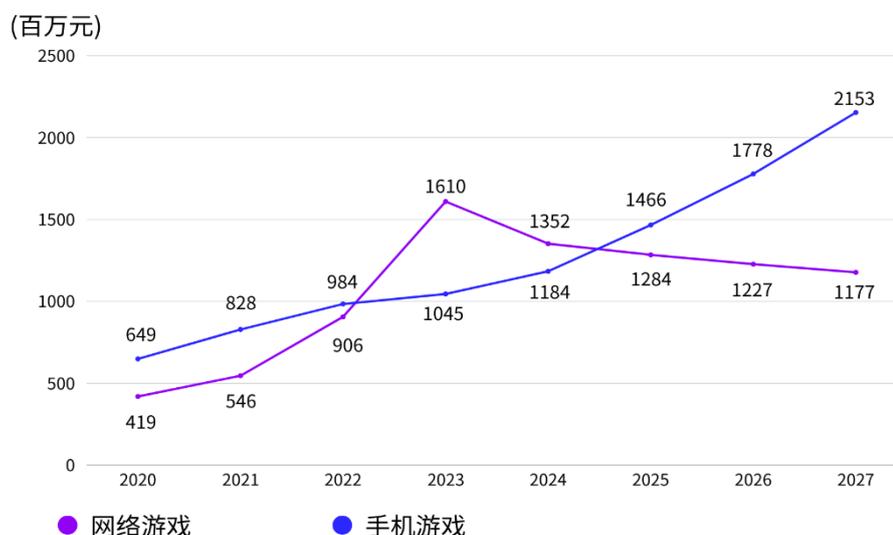
圖表 8: 博雅互動近年收入和其他收益關鍵資料 (截止 2024 年 12 月 31 日)

年度/季度	营业收入 (亿元)	同比增速	游戏业务占比	数字资产收益 (万元)
2023 全年	3.95	+5.1%	96.2%	-
2024Q1	1.085	+14%	96.2%	35,300
2024Q2	1.048	+5.8%	96.2%	-10,000
2024Q3	1.05	+4.8%	96.2%	9,808
2024 全年	4.57	+15.8%	96.2%	86,400

(注：數字資產收益為公允價值變動影響，未計入營業收入)

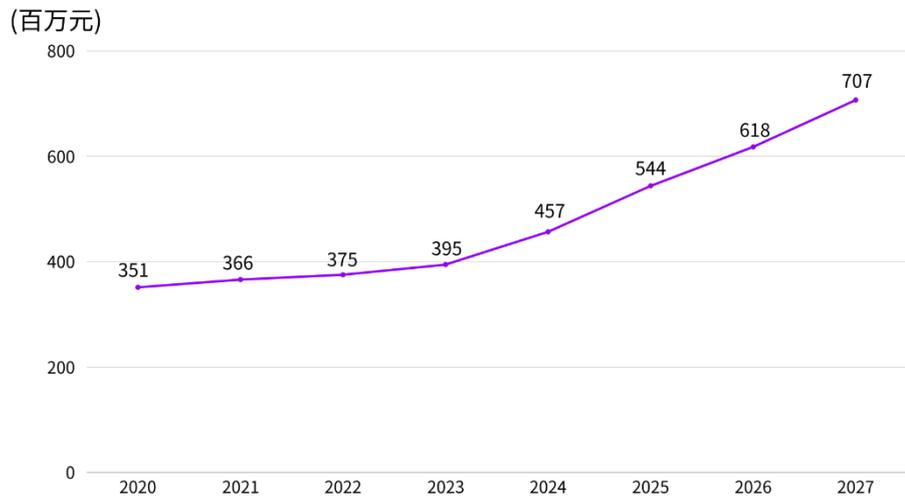
資料來源：公司資料，第一上海

圖表 9: 遊戲總收入 (截止 2024 年 12 月 31 日)



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 10: 營業收入 (截止 2024 年 12 月 31 日)



資料來源: 公司資料, 第一上海

收入品質方面, 公司 2024 年毛利率達到 72.7%, 同比提升約 2 個百分點, 主要得益於高毛利遊戲業務占比的提升以及成本控制的優化。數位資產交易產生的手續費支出占比降至 0.8%, 反映出加密貨幣持倉策略的穩定性增強。然而, 非經常性損益對淨利潤影響顯著, 2024 年上半年數字資產公允價值變動貢獻了 87% 的淨利潤。若剔除該因素, 經調整淨利潤同比增長 6.1%, 顯示核心遊戲業務表現較為平穩。

在未來收入增長方面, 公司計畫憑藉 Web3 技術創新升級遊戲產品, 開發基於區塊鏈的《德州撲克》競技平臺, 並融入 NFT 資產交易功能, 以顯著提升玩家參與度和經濟激勵, 展現了在去中心化遊戲經濟中的前瞻性佈局。同時, 公司將繼續穩步擴大加密貨幣持倉規模, 截至 2024 年 9 月末, 數字資產占總資產的比例達到 72.35%, 反映了管理層對數字資產的高度重視和信心。這一策略為公司開闢了多元化的收入增長路徑。儘管加密貨幣價格波動及全球監管政策的不確定性可能對收入穩定性帶來一定挑戰, 公司採用審慎的投資管理和技術創新, 有望增強財務韌性並抓住市場機遇。

利潤分析

公司 2024 年的利潤表現展現了強勁的增長潛力, 主要得益於加密貨幣投資的公允價值變動所驅動的收益。根據 2024 年年度報告, 公司實現歸母淨利潤 8.84 億元人民幣, 同比增長 654.21%。數字資產公允價值變動收益達到 8.64 億元人民幣, 占淨利潤總額的 97.7%, 同比增幅顯著, 主要來源於比特幣等加密貨幣持倉的市值增長, 凸顯了公司在數字資產領域的戰略前瞻性。截至 2024 年末, 公司持有約 3,274 枚比特幣, 平均成本約為 58,600 美元/枚, 總持倉市值超過 2.2 億美元, 為財務表現注入了顯著的增值潛力, 並為未來發展奠定了堅實基礎。

分季度來看, 利潤波動明顯。2024 年第一季度淨利潤達 3.52 億元, 同比增長超 10 倍, 主要受益於加密貨幣價格快速上漲帶來的公允價值收益; 第二季度錄得 6741 萬元虧損, 主要因加密貨幣價格回檔導致公允價值變動損失; 第三季度歸母淨虧損 7205 萬元, 源於數字資產公允價值變動收益同比減少。前三季度累計淨利潤 2.12 億

元，同比增長149.4%。然而，2025年第一季度預計虧損2億至2.2億元，同比由盈轉虧，主要受加密貨幣持倉利息收入減少及比特幣價格波動影響。

核心遊戲業務方面，2024年網路遊戲收入同比增長14%，達4.57億元，貢獻毛利3.3億元，毛利率維持在72.7%，顯示傳統業務增長較為平穩。值得注意的是，2024年投資活動現金流淨額為-7.33億元，主要因持續增持加密貨幣導致貨幣資金減少89.31%，凸顯公司策略重心向數字資產投資的堅定佈局。

利潤結構的特殊性體現在股息政策調整上。公司明確未來四年以經營純利的20%作為現金分紅基數，排除數字資產增值收益的影響。這一政策既凸顯了加密貨幣投資的高風險屬性，也反映管理層對核心業務盈利穩定性的謹慎預期。總體來看，公司利潤體系呈現“雙軌制”特徵：傳統遊戲業務提供穩定的現金流，加密貨幣投資則構成高波動的利潤放大器，兩者共同塑造了公司獨特的盈利模式與風險特徵。

現金流分析

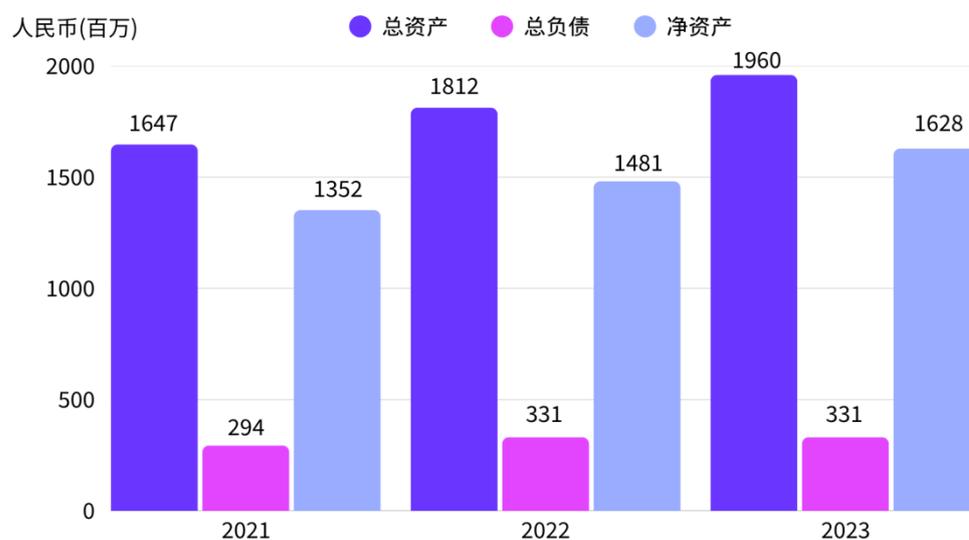
公司2024年現金流量表呈現顯著的結構性變化，主要受加密貨幣投資及業務轉型的影響。經營活動現金流淨額達到1.64億元人民幣，同比增長75.7%，得益于主營業務收入增長及成本控制的優化。傳統棋牌類遊戲業務保持穩定的現金流產出，2024年營業收入同比增長15.8%，達4.569億元，為加密貨幣投資提供了堅實的資金基礎。

投資活動現金流淨額從2023年的3.39億元驟降至-7.33億元，反映公司加大加密貨幣投資的策略執行力度。截至2024年3月底，公司持有1194枚比特幣（平均成本43,100美元/枚）和15,182枚乙太幣（平均成本2756美元/枚）。第二季度進一步增持，至2024年5月比特幣持倉增至1956枚，平均成本升至50,805美元/枚。這些投資導致貨幣資金較上年末減少89.31%，降至約7120萬元，交易性金融資產清零，而定期存款大幅增長77,822.08%，達約2.36億元，顯示公司經由優化現金儲備結構支援加密貨幣投資。

籌資活動現金流淨額為-3362.4萬元，同比減少2947.4萬元，主要源於債務償還及股息派發。儘管具體償債細節未披露，但結合公司“零有息負債”的財務特徵，推測可能涉及短期債務優化或股權回購。2024年，公司宣佈每股派息0.1064港元，總額約7530萬港元（按7.1億股計算），構成籌資活動現金流出的重要部分。

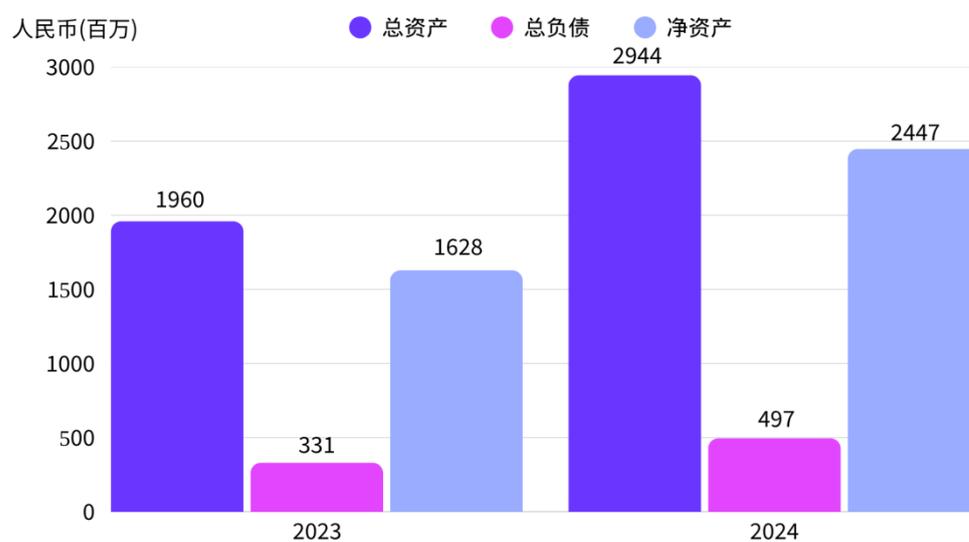
資產配置展現出積極的戰略轉型，彰顯公司對市場機遇的精准把握。貨幣資金占比從上年的78.44%優化至27.22%，為數位資產的重點佈局提供了更大空間。截至2024年3月，數字資產公允價值已達10億元人民幣，第二季度末持倉市值進一步增長至約12.34億元。這一資產結構調整使流動比率穩固於7.52的高位，遠超行業平均水準，凸顯了公司穩健的財務根基和靈活的資源配置能力。雖然加密貨幣價格波動可能帶來估值風險，但憑藉審慎的風險管理，公司有信心在數字經濟浪潮中實現資產的穩定增值與長期回報的良好前景。

圖表 11: 購買加密貨幣之前 (截止 2023 年 12 月 31 日)



資料來源: 公司資料, 第一上海

圖表 12: 購買加密貨幣後 (截止 2024 年 12 月 31 日)



資料來源: 博雅互動, 公司資料, 第一上海

盈利預測

根據歷史財務表現及戰略規劃，對公司未來三年的盈利進行預測分析如下：

一、核心業務增長預測

傳統遊戲業務作為公司基本盤，2024年實現營收4.57億元人民幣，同比增長15.8%。手機遊戲收入預測方面，基於往年收入及中國和東亞市場的快速增長，預計2025-2027年手機遊戲業務收入分別為23.86%，21.27%，21.09%的年複合增長率。網路遊戲方面，由於2024年的月活躍用戶數和ARPP均有下跌，分別由每月33.9萬人下跌至每月30.1萬人，由4747.7元下跌至4492元，預計2025-2027年網路遊戲業務收入分別為-5.02%，-4.45%，-4.13%的年複合增長率。

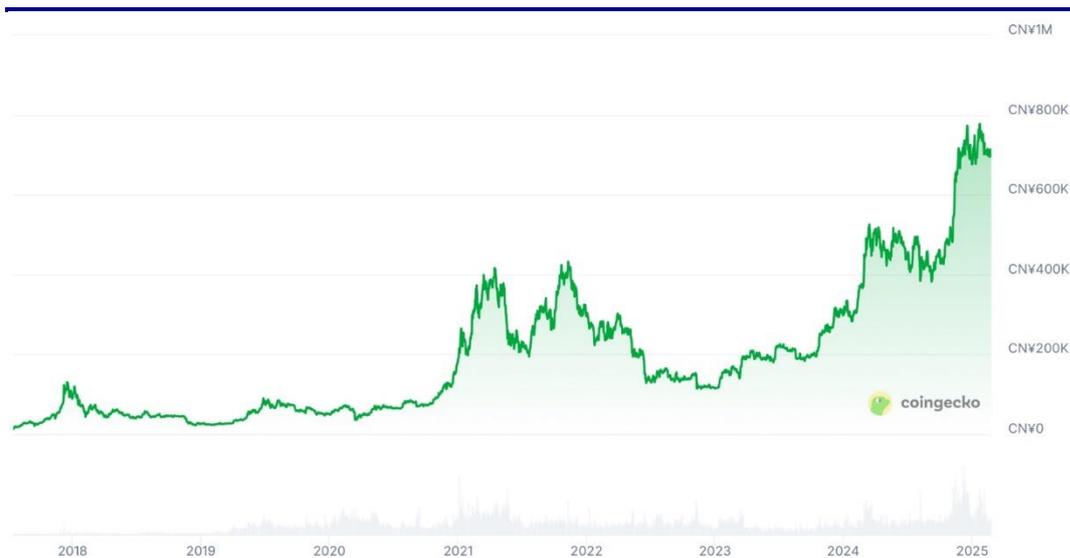
二、數字資產價值波動影響

比特幣持倉是公司盈利的關鍵變數。截至2024年底持有3274枚比特幣，平均成本約58,627美元/枚。2024年Q4比特幣價格突破9萬美元，推動當季數字資產公允價值收益達8.64億元。但2025年Q1比特幣價格下跌導致2-2.2億港元虧損，顯示該業務的高波動性。

比特幣價格假設：

假設增長率保持為20%。

圖表 13: 比特幣近年價格走勢（截止 2025 年 6 月 15 日）

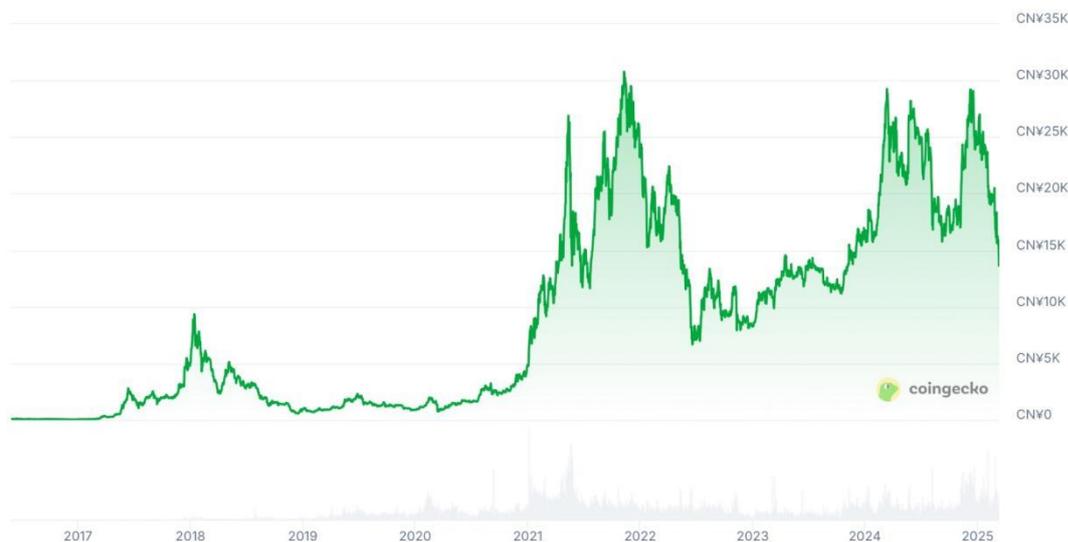


資料來源：Coingecko，公司資料，第一上海

以太坊價格假設：

假設增長率保持為20%。

圖表 14: 乙太幣近年價格走勢 (截止 2025 年 6 月 15 日)



資料來源: Coingecko, 公司資料, 第一上海

三、成本費用控制分析

2024年銷售費用率已降至12.7% (營收占比), 管理費用率9.8%。隨著自動化運營系統升級, 預計2025年運營費用增速將低於收入增速, 費用率有望下降至20%以下。研發費用將重點投向Web3遊戲開發, 預計占營收比例維持在15%-18%區間。

7

公司明確表示可能透過配股或發債擴大比特幣儲備。若2025年進行股權融資, 可能稀釋每股收益但增加加密資產持倉規模。債務融資將增加利息支出, 但當前銀行存款利息收入已因加密貨幣投資減少而下降, 需關注財務成本變化。

股息政策約束

新修訂的股息政策要求未來四年每年派發不低於經營純利20%的現金股息, 但排除數字資產收益。這意味著:

- 2025年若經營利潤達4億元, 則需派發至少8000萬港元股息
- 數位資產收益不再參與分紅, 可全部用於再投資
- 高波動的加密資產收益將直接影響可支配現金流規模

目標價 7.91 港元, 買入評級

遊戲業務估值

博雅互動的遊戲業務實現約20%的利潤率, 展現穩定的盈利能力。採用遊戲行業標準的市盈率8倍進行估值, 遊戲業務的每股價值為1.64港元。

比特幣持有量估值

參考MicroStrategy當前的比特幣持有市盈率1.7倍, 我們對博雅互動的比特幣資產採用保守的1.3倍市盈率, 以反映市場和監管的不確定性。基於此倍數, 博雅比特

幣持有的每股價值約為4.94港元，為公司整體估值提供重要貢獻。

目標股價

綜合遊戲業務和比特幣持有的估值，我們預計公司2026年的目標股價為7.91港元。相較於上一收盤價5.8港元，上漲空間約為36%。鑒於這一穩健的增長潛力以及公司在遊戲和數字資產領域的雙重優勢，我們對博雅互動給予買入評級，推薦其作為尋求穩定增長和多元化的投資組合的優選標的。

風險

- 1. 加密貨幣價格波動：** 比特幣價格每波動10%，將影響淨利潤約±3.3億港元（按當前持倉量計算）
- 2. 監管政策變化：** 全球加密貨幣監管可能影響投資規模
- 3. Web3業務商業化進度：** 新遊戲產品上線延遲可能影響收入增長
- 4. 融資成本上升：** 若美元利率維持高位，債務融資將增加財務壓力
該預測模型顯示，公司盈利將呈現雙軌特徵：傳統業務提供穩定現金流，加密資產投資創造高波動彈性收益。未來三年盈利中樞預計在8-15億元人民幣區間，具體表現高度依賴比特幣價格走勢及新業務拓展成效。
- 5. 加密貨幣泡沫化：** 由於加密貨幣的升幅遠超其他投資選擇，市場上現時提供類似按揭的服務，旨在為投資者提供流動性。然而，部分投資者過度使用杠杆，借貸購買更多加密貨幣，導致加密貨幣長期處於超買狀態。一旦加密貨幣價格開始回檔，可能導致價格大幅下跌，並需更長時間恢復。此等波動或對公司的收入造成短期影響。

主要財務報表

损益表

<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	395	457	544	618	707
毛利	271	332	373	424	485
销售及市场推广费用	(48)	(41)	(48)	(55)	(63)
行政费用	(99)	(105)	(125)	(142)	(162)
经营利润	73	1028	1202	1366	1562
所得税前利润	127	1044	1220	1387	1586
所得税费用	(10)	(160)	(187)	(212)	(243)
本公司所有者应占年度利润	117	884	1034	1175	1343
其他综合(费用)/收益:					
数字资产收益	-	-	51	51	51
每股收益 (人民币分)					
- 基本	0.02	0.13	0.16	0.18	0.20
- 摊薄	0.02	0.13	0.15	0.18	0.20

资产负债表

<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
资产					
银行及现金余额	744	128	1,162	2,337	3,680
非流动资产	143	378	378	378	378
无形资产	1.65	0.34	0.34	0.34	0.34
流动资产	1,785	2,586	4,068	5,345	6,798
数字资产	79	2,360	2,808	2,911	3,021
资产总额	1,929	2,963	4,445	5,722	7,176
股本	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
储备	1,599	2,462	3,496	4,671	6,014
权益总额	1,599	2,463	3,496	4,671	6,014
非流动负债	10	157	157	157	157
流动负债	320	344	344	344	344
负债总额	330	501	501	501	501
权益及负债总额	1,929	2,963	3,997	5,172	6,515
流动资产净值	1,465	2,242	3,724	5,001	6,454
总资产减流动负债	1,608	2,620	4,102	5,379	6,832

财务分析

<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	69%	73%	69%	69%	69%
EBITA 利率 (%)	19%	225%	221%	221%	221%
净利率 (%)	30%	193%	190%	190%	190%
營運表現					
銷售及管理費用/收入 (%)	37%	32%	32%	32%	32%
實際稅率 (%)	8%	15%	15%	15%	15%
財務狀況					
淨負債/股本	(0.92)	(0.13)	(0.39)	(0.54)	(0.64)
收入/總資產	0.20	0.15	0.12	0.11	0.10
總資產/股本	1.21	1.20	1.27	1.23	1.19
盈利對利息倍數	106	954	936	936	936

现金流量表

<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
经营活动现金流量					
经营活动产生的现金	101	173	(272)	(822)	(1,483)
已付所得税	(7.16)	(8.55)	(187)	(212)	(243)
已付租赁利息	(0.69)	(1.08)	-	-	-
其他	-	-	1,497	2,214	3,074
经营活动产生的净现金	93	164	1,038	1,179	1,348
投资活动现金流量					
投资活动(使用)/产生的净现金	339	(733)	-	-	-
融资活动现金流量					
融资活动使用的净现金	(4.15)	(33.62)	(4.51)	(4.51)	(4.51)
现金及现金等价物净(减少)/增加	428	(603)	1,034	1,175	1,343
年末现金及现金等价物	744	128	1,162	2,337	3,680

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。