



分析員: 敖曉風, CFA

電話: +852 2533 3713

電郵: brianngo@sbichinacapital.com

地址 香港中環皇后大道中 5 號衡怡大廈 4 樓

### 股票代號 (09911.HK)

建議	買入
目標價 (港元)	2.00
現價 (港元)	1.49
過去 12 個月波動區間 (港元)	1.40 – 3.87
市值 (港元, 十億)	1.5

資料來源: 彭博、SBI China Capital

## 赤子城科技 (09911.HK)

轉型與疫情影響短暫，憧憬「流量+」策略，重申「買入」評級

赤子城科技(09911.HK)於 2020 年上半年財年總收入按年減少 18.5%至 1.5 億元人民幣，其中自有應用流量變現業務收入同比增加 20.1%至 1.4 億元人民幣，佔收入比從去年同期 62.1%增加至 91.4%，部份抵銷縮減移動廣告平台及相關業務的影響。自有應用流量變現業務收入增加主要由於 i) 集團推出新款遊戲應用及升級現有應用、ii) 用戶數量增長、及 iii) 推出音頻及視頻社交產品。

同期集團毛利率同比增加 11.0 個百分點至 77.6%，主要受惠於較高毛利率的自有應用流量變現業務佔比提升，惟該業務在 i) 付款手續費提升、ii) 一次性股份報酬開支的拖累下毛利率按年減 9.8 個百分點至 84.6%。而經調整淨利潤約為 1,526.2 萬元人民幣，按年下降 70.1%。

### 從傳統廣告業務至「流量+」

赤子城科技(09911.HK)自 2017 年起銳意縮減傳統媒體採買服務，並年起變現自有應用流量。至 2020 年上半年，新型冠狀病毒(COVID-19)疫情削弱廣告主的需求及增加應收款項的風險，導致較傳統的移動廣告平台業務佔比進一步縮至不足 10%。

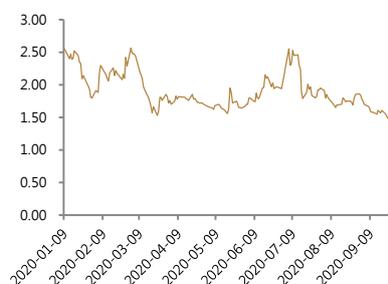
同時，集團自有應用流量變現業務穩步提升，應用的類型從過往的工具類型轉向至擁有較多流量的遊戲及社交類別應用，包括 Beetles.io、Archery Go、Tank Heros、Yiya 等。截至 2020 年 6 月底，集團旗下的移動產品擁有近 11.3 億名註冊用戶，其中約 8,910.0 萬名及 1.3 億名分別來自於遊戲及社交類別應用。

因此，集團上半財年的收入與利潤雙雙錄得負增長，惟轉型過後我們預期集團的營運將觸底回升，尤其是增持且併表 Mico 後社交應用的貢獻將顯著提升，為集團帶來增長。

### ■ 流量+ 社交

赤子城科技(09911.HK)於本年 4 月及 8 月先後兩次增持 Mico，持股比例增至 48.9%，並於本年度對其進行併表。Mico 是以東南亞、中東及印度等地為核心的社交平台，具備陌生交友、直播、視頻等社交元素，目前錄得逾億的下載量並覆蓋超過 150 個國家及地區，而該應用正向包括北美及南亞等地積極擴張。此外，集團的音頻社交應用程式 Yiya 亦於今年上半年正式推出，該應用具有實時翻譯功能，支持不同國家言，方便不同地區的用户交流，該應用已於 6 個國家及地區的 Google Play 社交應用

### 股價表現 (09911.HK)



	1 個月	3 個月	12 個月
股價變動	-13.9%	-23.6%	-
相對變動	-5.0%	-19.2%	-

資料來源: Choice、SBI CHINA CAPITAL

暢銷榜進入前 10，並進入了 Google Play 全球社交應用下載榜前 20。透過兩個核心社交應用增長的帶動，集團社交類別應用累計註冊用戶增至 1.3 億名，MAU 增達到 893 萬人次。

#### ■ 流量+遊戲

集團近年推出多款熱門的輕度遊戲，包括對戰類遊戲 Beetles.io、射箭類遊戲 Archery Go、街機類遊戲 Tank Heroes 等，其中 Archery Go 連續三個季度登上 Sensor Tower 發佈的「中國手遊在美國下載量 TOP20」榜單。截至 2020 年 6 月，集團遊戲用戶累計達 8,910 萬，平均月活約 820 萬，同比增長 57.7%。

集團未來將透過「自研+發行+研發」的策略模式進一步拓展更多輕度遊戲，重點向體育競技、解謎、益智及合成類佈局，同時亦逐步開發中度遊戲以獲取不同的用戶群。

#### ■ 增值服務+廣告變現

透過開拓社交及遊戲兩大應用程式類別，集團的變現場景有所增加，將能夠在目前廣告變現的基礎上加強增值服務的貢獻比例。增值服務方面，集團的社交應用提供高級訂閱功能及虛擬物品購買；而遊戲應用(尤其是中度遊戲)則透過道具購買、會員/去除廣告功能等方式變現。

受惠於 i) 集團於 Mico 的持股增加、ii) Yiya 於上半年推出並高速成長、iii) 遊戲應用數量增加，集團轉型後的變現場景與潛在空間獲得大幅提升，我們預期集團的營收將在現有廣告收入的基礎上錄得較快的成長。

#### 「流量+」加強廣告業務變現

對比以往工具類應用程式，社交及遊戲應用的用家數量及 MAU 較高，意味着集團用戶的數據庫、標籤數量等有所提升，有利於優化 Solo Aware 的算法，帶動 i) 廣告更容易接觸到合適的客戶，提升投放精準度、ii) 廣告主的廣告將能接觸更多不同類型的客戶群，可展示次數亦得以提升，帶動廣告收入的增長。

#### 回購增加每股盈利

2020 年 9 月，集團宣佈有意行使一般授權回購最多 1.0 億股股份，相當於已發行股本的 10%。我們認為回購能為股東帶來極大的利益，尤其是我們相信增持 Mico 及「流量+」營運策略將能為集團貢獻顯著的盈潤增長，回購能夠在盈利增長的基礎上進一步提升每股盈利與價值，對股東存在重大的意義。

**轉型與疫情影響短暫，憧憬「流量+」策略，重申「買入」評級**

赤子城科技(09911.HK)上半財年錄得收入與利潤雙降，主要受累於疫情削弱廣告需求的影響及集團縮減傳統廣告業務所致，惟我們認為該等影響屬於短暫，並不影響集團持續實施的「流量+」策略。我們相信「流量+」策略將能夠為現時自有應用流量變現業務帶來正面的作用，並在此基礎上加強應用內購變現的可能，令集團重拾正增長。同時，集團本年併表在處於高速增長的 Mico 及有意進行回購提高每股價值，我們相信上述的企業行動均能最大化集團股東利益，因此重申「買入」評級，維持每股 2.0 港元目標價，相當於 2020 年/2021 年/2022 年 18.8x/7.6x/5.1x 預測市盈率。

## 同業比較

港元		市值	市盈率	預測市盈率	市賬率	市銷率	收入	毛利率	股本回報率
		(百萬)	(X)	(X)	(X)	(X)	(百萬)	(%)	(%)
01860.HK	匯量科技	5,645.9	33.0	12.8	2.7	1.5	3,877.0	23.7	8.9
01163.HK	虎視傳媒	442.0	17.7	-	6.8	2.0	217.1	28.1	48.6
02013.HK	微盟集團	21,760.5	61.5	339.9	9.6	13.3	1,631.8	55.5	-
06988.HK	樂享互動	5,959.4	77.9	-	13.0	11.1	537.8	24.7	21.9
	平均值	8,451.9	47.5	176.4	8.0	7.0	1,565.9	33.0	26.5
09911.HK	赤子城科技	1,490.0	19.2	-	2.1	3.4	442.6	67.1	12.0

資料來源: 彭博、SBI China Capital

## 風險因素

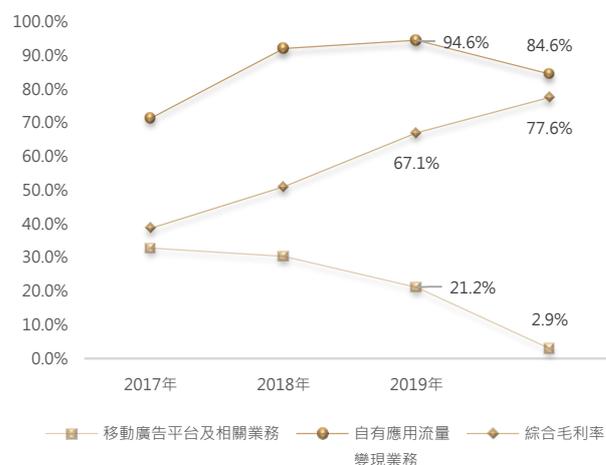
- 疫情二次爆發續拖累廣告主對廣告投放的需求
- 遊戲與社交應用用戶增長未如預期
- 遊戲與社交應用所需的廣告投入較預期為多
- 遊戲與社交應用內變現未如預期

## 按業務劃分之總收入 (人民幣, 百萬)



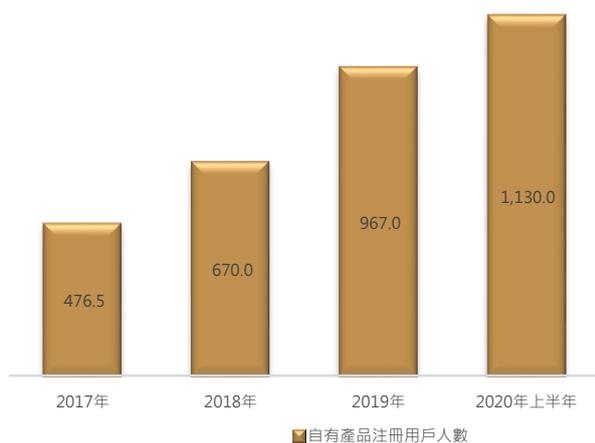
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

## 按業務劃分之毛利率



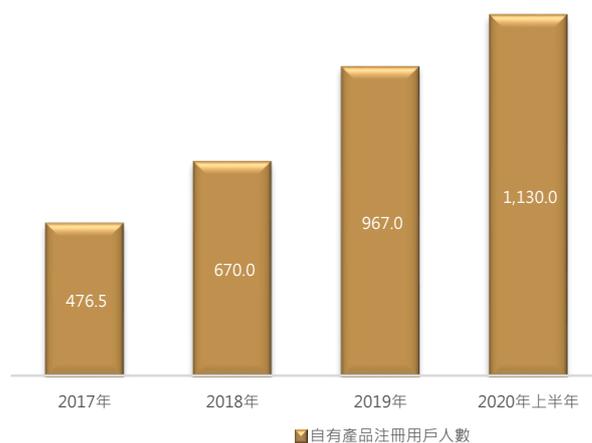
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

## 自有產品註冊用戶人數 (百萬)



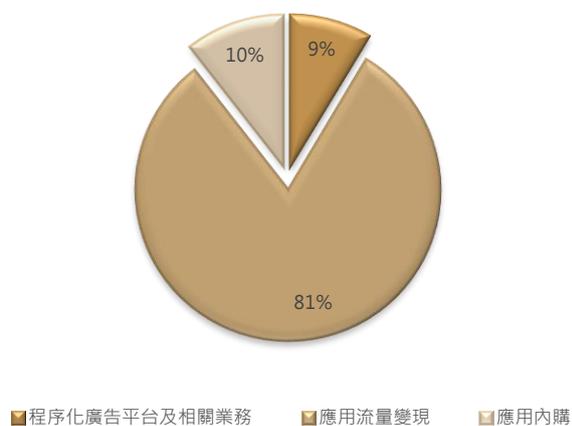
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

## 遊戲產品月活躍人數 (百萬)



資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

## 2020年上半年按業務分類之收入比例



資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

## Mico 營運數據



資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

## 財務報表

損益表	2019	2020	2021	2022	資產負債表	2019	2020	2021	2022
	(人民幣, 百萬)	(A)	(E)	(E)		(人民幣, 百萬)	(A)	(E)	(E)
總收入	389.7	928.6	1,588.4	2,068.4	物業、廠房及設備	7.0	5.8	13.3	8.4
按年增長	40.8%	138.3%	71.1%	30.2%	無形資產	9.0	567.7	563.5	559.2
銷售成本	(128.2)	(459.0)	(832.9)	(1,075.3)	其他	187.4	19.8	19.8	19.8
毛利	261.5	469.5	755.5	993.1	非流動資產	203.3	593.3	596.6	587.4
其他收入及收益	29.2	0.3	0.3	0.3					
經營支出	(240.9)	(322.7)	(426.6)	(508.6)	貿易應收款項	163.4	182.0	209.4	266.0
經營溢利	49.9	147.2	329.3	484.7	現金及現金等物	182.9	588.9	757.6	1,134.7
融資成本	21.1	2.7	8.1	9.8	其他	228.0	22.5	25.7	29.2
合營及聯營	-	-	-	-	流動資產	574.2	793.4	992.7	1,429.8
稅前盈利	71.0	149.8	337.4	494.5					
所得稅開支	(10.0)	(22.7)	(51.0)	(74.6)	總資產	777.6	1,386.6	1,589.3	2,017.2
淨利潤	61.0	127.1	286.4	419.9					
按年增長	2.1%	108.5%	125.3%	46.6%	長期借貸	-	-	-	-
					其他	12.0	19.1	18.7	16.6
每股盈利	0.082	0.097	0.241	0.357	非流動負債	12.0	19.1	18.7	16.6
					貿易應付款項	89.9	135.7	186.4	201.1
					短期借貸	-	-	-	-
					其他	41.1	241.8	107.8	103.2
					流動負債	131.0	377.5	294.2	304.3
					總負債	143.0	396.6	312.8	320.8
					非控股權益	-	139.2	184.8	247.4
					控股股東權益	634.5	850.9	1,091.7	1,448.9
					總權益	634.5	990.0	1,276.4	1,696.4
					每股資產淨值	0.635	0.990	1.276	1.696

現金流量表 (人民幣, 百萬)	2019	2020	2021	2022	財務比率	2019	2020	2021	2022
	(E)	(E)	(E)	(E)		(A)	(E)	(E)	(E)
稅前盈利	78.4	149.8	337.4	494.5	毛利率	67.1%	50.6%	47.6%	48.0%
融資成本	0.1	-	-	-	經營利潤率	12.8%	15.8%	20.7%	23.4%
財務收入	(21.2)	(3.2)	(8.8)	(10.1)	淨利潤率	17.6%	13.7%	18.0%	20.3%
折舊及攤銷	4.5	4.6	4.6	4.6	經調整 EBITDA 利潤率	16.7%	15.8%	20.7%	23.4%
其他	25.0	(8.5)	(42.2)	(64.4)	股本回報率	12.0%	15.7%	25.3%	28.3%
營運資金變動	88.7	128.3	(108.9)	(40.2)	資產回報率	9.8%	11.8%	19.2%	23.3%
<b>經營現金流</b>	<b>175.5</b>	<b>271.0</b>	<b>182.2</b>	<b>384.3</b>	流動比率	438.3%	210.1%	337.5%	469.9%
					速動比率	437.1%	204.5%	329.1%	460.8%
資本開支	(100.2)	(264.1)	(6.7)	(0.5)	現金比率	139.6%	156.0%	257.5%	372.9%
其他	105.7	266.1	-	-	債務權益比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>投資現金流</b>	<b>5.5</b>	<b>2.0</b>	<b>(6.7)</b>	<b>(0.5)</b>	淨債務權益比率	-28.8%	-59.5%	-59.3%	-66.9%
					庫存周轉天數	-	-	-	-
增股本所得	373.7	-	-	-	應收款項周轉天數	182.7	34.9	45.0	41.9
淨借貸	-	-	-	-	應付款項周轉天數	255.3	89.7	70.6	65.8
已付股息	(232.0)	(115.4)	(104.4)	(125.9)					
其他	(29.0)	(3.1)	(3.3)	2.1					
<b>融資現金流</b>	<b>112.7</b>	<b>(118.5)</b>	<b>(107.8)</b>	<b>(123.8)</b>					
<b>股權自由現金流</b>	<b>175.2</b>	<b>6.9</b>	<b>175.5</b>	<b>383.8</b>					
<b>公司自由現金流</b>	<b>175.2</b>	<b>6.9</b>	<b>175.5</b>	<b>383.8</b>					

資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

軟庫中華是香港一家主要服務香港上市公司的投資銀行。如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式：  
*research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com, S&P Capital IQ and multex.com.*

### SBI China Capital stock ratings:

<b>強烈建議買入</b>	: 未來12個月絕對增長超過50%
<b>建議買入</b>	: 未來12個月絕對增長超過10%
<b>建議持有</b>	: 未來12個月絕對回報在-10%至+10%
<b>建議沽售</b>	: 未來12個月絕對下降超過10%
<b>強烈建議沽售</b>	: 未來12個月絕對下降超過50%

**披露：**2019年12月，軟庫中華金融服務有限公司為赤子城科技有限公司(09911.HK)的聯席全球協調人、聯席賬簿管理人、聯席牽頭經辦人、包銷商及穩定價格經辦人。

**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軟庫中華金融服務有限公司(簡稱為“軟庫中華金融”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是軟庫中華金融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)報告發佈日時軟庫中華金融所發佈，且可在不通知前提下予以變更。軟庫中華金融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。軟庫中華金融和其高級職員、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。本報告在香港由軟庫中華金融發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫軟庫中華金融在其當地所設立之分支機構。

軟庫中華金融服務有限公司版權所有©。保留所有權利。